

恒泰证券 恒泰期货股份有限公司
HENGTAI SECURITIES HENGTAI FUTURES CO.,LTD.

2021 年度投资策略报告

油粕篇

恒泰期货研究所 农产品组

研究员：沈大尉 联系人：周志勤

投资咨询资格号：Z0012216 从业资格号：F3025193

电话：021-60212719 电话：18621546229

电邮：shendawei@cnhtqh.com.cn 电邮：zhouzhiqin@cnhtqh.com.cn

请务必阅读文后重要声明

大豆库存低位，豆粕闻风起舞

——豆粕

摘要：

- 全球大豆库销比近 15.91%，创 13/14 年度以来的最低水平，基本面偏强
- 截止 12 月末，市场预估 20/21 年度南美大豆产量稳中有升，预计将达到 1.99 亿吨，出口预计下滑，压榨保持小幅上扬，期末库存保持平稳。拉尼娜气候往往对阿根廷大豆产量产生较为重大的破坏，后期阿根廷天气的变化还需引起重视
- 美国国内大豆需求强劲，大豆压榨量进一步攀升，美国大豆库存进一步下降至 500 万吨附近的低位水平。同时 2021 年随着拜登的上台，国内对国内大豆进口必将有一定程度变化。一旦出现进口超预期，势必进一步降低美国大豆库存水平，抬升全球大豆价格
- 投机基金、大豆升贴水和运费、拉尼娜气候爆发预期均提振大豆价格。CFTC 大豆非商业净多持仓结束之前出现的连续 4 周减持净多单，转入净多持仓小幅增加。当前净多持仓为 271238 张，处于历史高位区域
- 国内豆粕供需两旺，市场预计国内大豆进口和压榨进一步攀升，生猪养殖复苏保障豆粕需求

操作策略：

- 豆粕 2020/21 年度受益于全球大豆基本面转强所带来的成本支撑作用，全年保持偏多思路对待，价格重心预计较 2020 年进一步抬升

库存不高叠加政策扶持，豆油蠢蠢欲动

——豆油

摘要：

- 供应端，豆油供应预计稳步上扬，库存压力不大。USDA 报告给出 2020/21 年度全球植物油整体库销比依旧处于相对低位。国内植物油 2020/21 年度供需形势基本和全球保持同步，三大油脂库销比近 9.34%，处于近 6 年来的低位水平，整体供需压力不大。预计菜油的基本面最好，其次豆油，豆油收益于国储政策扶持，供应压力有望缓解
- 需求端，2020/21 年度豆油库销比近 9.83%，低位运行。豆油需求预计保持稳步增长，20/21 年度豆油需求预计攀升至 1854 万吨，增速近 3.2%。同时关注明年随着全球经济的复苏，对豆油需求带来的改善

操作策略

- 豆油 2020/21 年度供需压力不大，当前反弹态势良好，保持回调做多思路。上半年观察低点，3 季度有望迎来主升浪，价格重心预计较 2020 年进一步抬升

第一部分豆粕：大豆库存低位，豆粕闻风起舞	5
一、 全球大豆库销比低位，基本面转强.....	5
二、 中国豆粕供应	12
(一) 中国大豆供需及进口成本	12
(二) 进口大豆压榨	15
三、 中国豆粕需求	17
(一) 生猪养殖复苏	17
(二) 替代消费与价差	19
四、 未来价格走势展望及操作策略	20
(一) 趋势性分析	21
(二) 操作策略	21
第二部分豆油：库存不高叠加政策扶持 豆油蠢蠢欲动	22
一、 全球植物油供需	22
二、 中国植物油供需及豆油供需分析	23
三、 未来价格走势展望及操作策略	27
(一) 趋势性分析	27
(二) 操作策略	28

第一部分豆粕：大豆库存低位，豆粕闻风起舞

一、全球大豆库销比低位，基本面转强

12 月 10 日 USDA 月报发布，收益于当前良好的压榨盈利，20/21 年度全球大豆压榨量进一步提高，达到 3.2164 亿吨。全球大豆期末库存由于需求的增加被小幅调低，报 8564 万吨；11 月月报为 8652 万吨。

图表 1：全球大豆供需

单位(百万吨)	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21 Nov	20/21 Dec
期初库存	55.26	61.65	77.53	78.5	95.65	99.02	112.85	95.34	95.46
产量	282.61	319.6	313.77	349.31	342.09	361.06	336.69	362.64	362.05
进口量	111.85	124.36	133.33	144.22	153.23	145.26	164.34	165.39	166.33
总供给	449.72	505.61	525	573.94	590.12	605.13	613.88	623.37	623.84
压榨量	241.27	264.07	275.15	287.28	294.61	297.92	308.27	320.89	321.64
内需总量	275.25	301.85	313.94	330.78	338.03	343.46	353.87	369.03	369.72
出口	112.7	126.22	132.56	147.5	153.08	148.82	164.67	167.82	168.48
总需求	387.95	428.07	446.5	478.28	491.11	492.28	518.54	536.85	538.2
结转库存	61.65	77.53	78.5	95.65	99.02	112.85	95.34	86.52	85.64
库存消费	15.92%	18.11%	17.58%	20%	20.16%	22.92%	18.39%	16.12%	15.91%

数据来源：Wind 资讯、USDA 、恒泰期货研究所

图表 2：美国大豆供需

美国：大豆	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 Nov	2020/21 Dec
期初库存	2.50	5.19	5.35	8.21	11.92	24.74	14.25	14.25
产量	106.88	106.86	116.92	119.52	120.52	96.67	113.50	113.50
进口	0.90	0.64	0.61	0.68	0.38	0.42	0.41	0.41
出口	50.14	52.69	59.16	58.79	47.68	45.62	59.87	59.87
压榨消费	50.98	51.34	51.68	53.07	56.94	58.91	59.33	59.74
国内总消费	54.96	54.64	55.51	56.83	60.40	61.96	63.11	63.51
期末库存	5.19	5.35	8.21	11.92	24.74	14.25	5.17	4.76

数据来源：Wind 资讯、USDA 、恒泰期货研究所

全球大豆库销比近 15.91%，创 13/14 年度以来的最低水平，全球大豆基本面转强。市场预计美国大豆压榨进一步攀升，美国大豆库存进一步下降至 476 万吨。

图表 3: 巴西大豆供需

巴西：大豆	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2020/21
期初库存	18.70	19.17	18.76	26.81	32.70	32.47	20.30	20.40
产量	97.20	96.50	114.60	120.30	119.70	126.00	133.00	133.00
进口	0.20	0.20	0.00	0.00	0.00	0.55	0.40	0.40
出口	50.61	54.38	63.14	76.19	74.89	92.24	85.00	85.00
压榨消费	40.43	39.73	40.41	44.50	42.53	44.25	45.50	45.50
国内总消费	46.32	42.73	43.41	38.22	45.18	46.48	48.10	48.10
期末库存	19.17	18.76	26.81	32.70	32.47	20.30	20.60	20.70

数据来源：Wind 资讯、USDA、恒泰期货研究所

20/21 年度巴西大豆预计持平 1.33 亿吨，出口保持 8500 万吨，巴西大豆期末库存继续保持低位近 2070 万吨。

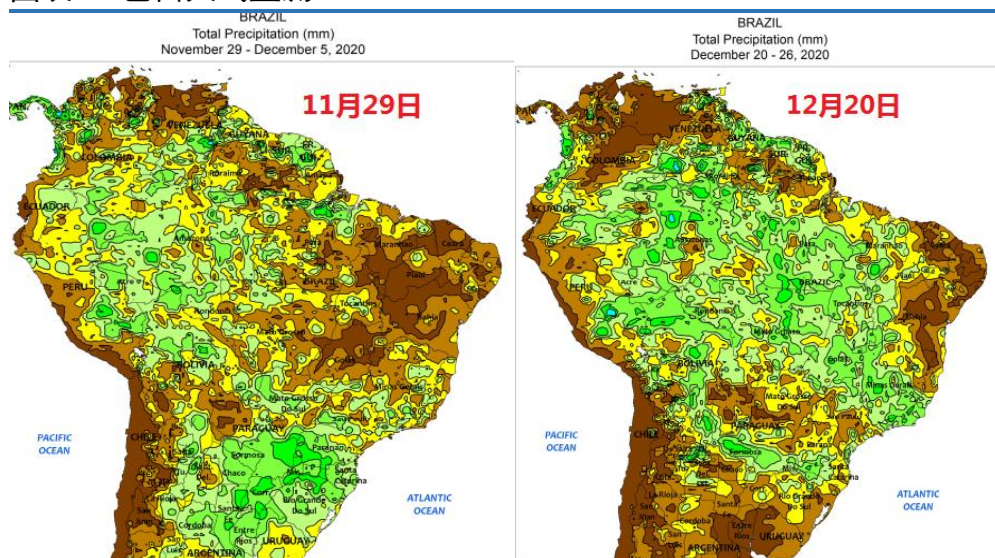
图表 4: 阿根廷大豆供需

阿根廷：大豆	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2020/21
期初库存	30.55	31.75	33.65	27.00	23.73	28.89	27.00	27.00
产量	61.45	58.80	55.00	37.80	55.30	49.00	51.00	50.00
进口	0.02	0.68	1.67	4.70	6.41	4.88	4.00	4.00
出口	10.58	9.92	7.02	2.13	9.10	9.97	7.00	7.00
压榨消费	40.23	43.27	43.31	36.93	40.57	38.75	40.00	39.00
国内总消费	49.69	47.66	47.60	43.63	47.45	45.80	47.20	46.20
期末库存	31.75	33.65	27.00	23.73	28.89	27.00	27.80	27.60
库存消费比	63.90%	70.61%	56.72%	54.39%	60.89%	58.95%	58.90%	59.74%

数据来源：Wind 资讯、USDA、恒泰期货研究所

20/21 年度，阿根廷大豆产量近 5000 万吨，12 月报告较上月报告小幅调低 100 万吨；期末库存维持 2760 万吨附近。

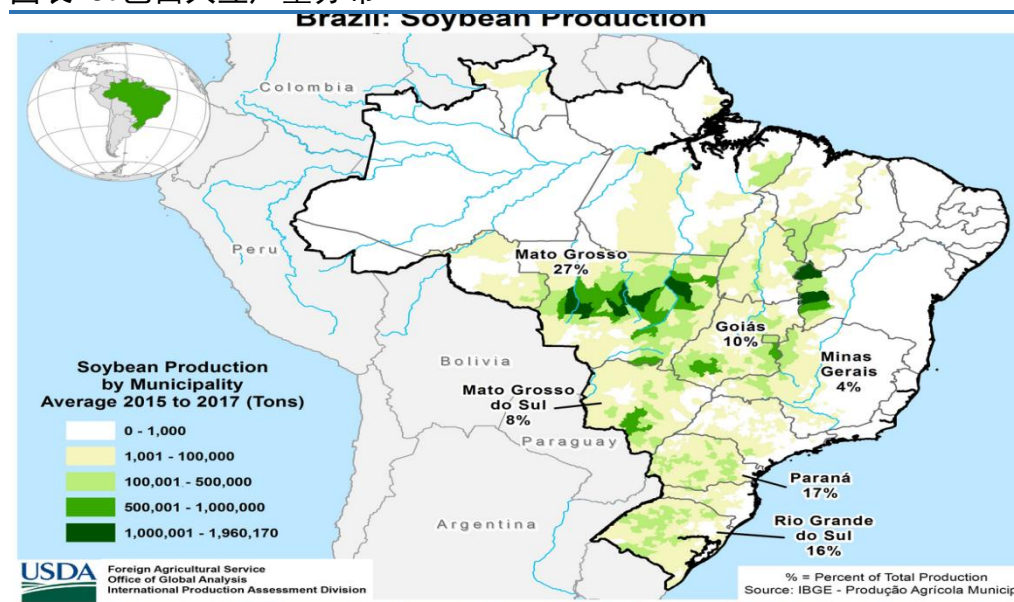
图表 5: 巴西天气监测



数据来源：USDA 、WWCB 、恒泰期货研究所

气象服务机构 Meteorlogix12 月 29 日发布消息称：巴西大部分大豆产区降雨量低于正常水平，加深作物生长压力。南里奥格兰德州/帕拉纳州天气预报周四之前有零星阵雨。马托格罗索州/南马托格罗索州/戈亚斯州南部天气预报周六之前局部有零星阵雨。周六之前气温接近至高于正常水准。作物影响：巴西大部分地区将迎来间歇性降雨，但雨量低于正常水平，可能加深大豆作物生长压力。

图表 6: 巴西大豆产量分布



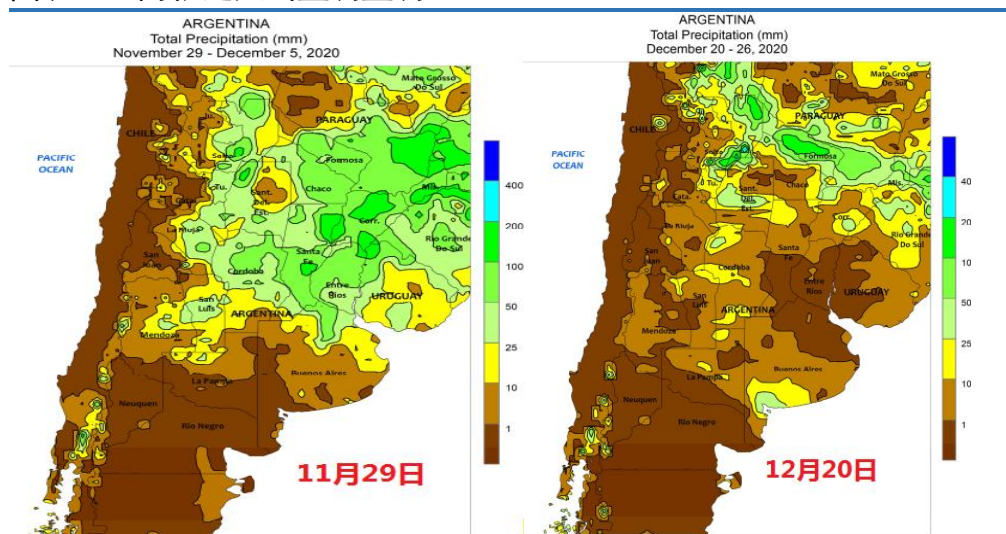
数据来源：USDA 、 WWCB 、恒泰期货研究所

马托格罗索州——据 Imea 估计，该州至少有 2.5%的大豆由于出苗数量不足而不得不重新种植。他们估计大豆的种植面积增加了 3%，达到 1030 万公顷(2540 万英亩)。由于反常的天气，Imea 将全州大豆产量估计降低到每公顷 57.4 袋(51.3 蒲式耳/英亩)，与去年相比下降了 3%。据估计，该州 2020/21 年度大豆产量为 3540 万吨，仅比去年增长 0.2%。

巴拉那州——巴拉那州最近的降雨有助于稳定了该州的大豆产量。农村经济部(Deral)上周早些时候报告称，大豆作物营养发育率为 62%，开花率为 28%，荚果灌浆率为 10%。大豆被评为差 4%，平均 19%，好 77%。Deral 估计，2020/19 年度大豆种植面积增加了 2%，达到 560 万公顷(1380 万英亩)，产量为 2040 万吨。

南里奥格兰德-根据 Emater 的数据，南里奥格兰德大豆上周的种植量为 93%。他们估计该州的农民将种植 607 万公顷大豆(1500 万英亩)。最近的降雨有助于后期种植的大豆的生长。

图表 7：阿根廷天气监测监测



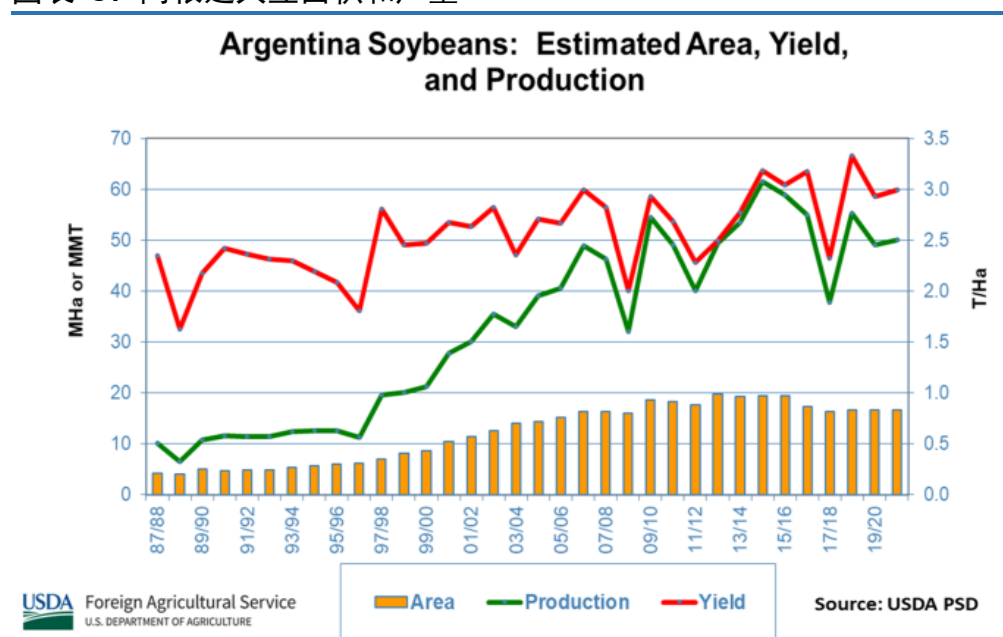
数据来源：USDA 、 WWCB 、 恒泰期货研究所

气象服务机构 Meteorlogix12月29日发布消息称：阿根廷大豆产区本周中后期天气大体干燥。科尔多瓦、圣达菲、布宜诺斯艾利斯北部周四至周六天气大体干燥。周三至周四气温低于正常水平，周五气温接近正常水平，周六气温接近至高于正常水平。拉潘帕省和布宜诺斯艾利斯南部周三至周六天气大体干燥。周三至周四气温低于正常水平，周五气温接近正常水平，周六气温高于正常水平。作

物影响：上周阿根廷西部地区迎来有利降水，预计本周初期还会迎来更多大范围降雨，但之后会将现一段时间的干燥天气。降雨稀少的地区可能会继续面临压力。

拉尼娜气候往往对阿根廷大豆产量产生较为重大的破坏，前期阿根廷天气相对干旱，USDA12 月报告将阿根廷大豆产量调低了 100 万吨。后期阿根廷天气的变化还需引起重视。

图表 8：阿根廷大豆面积和产量

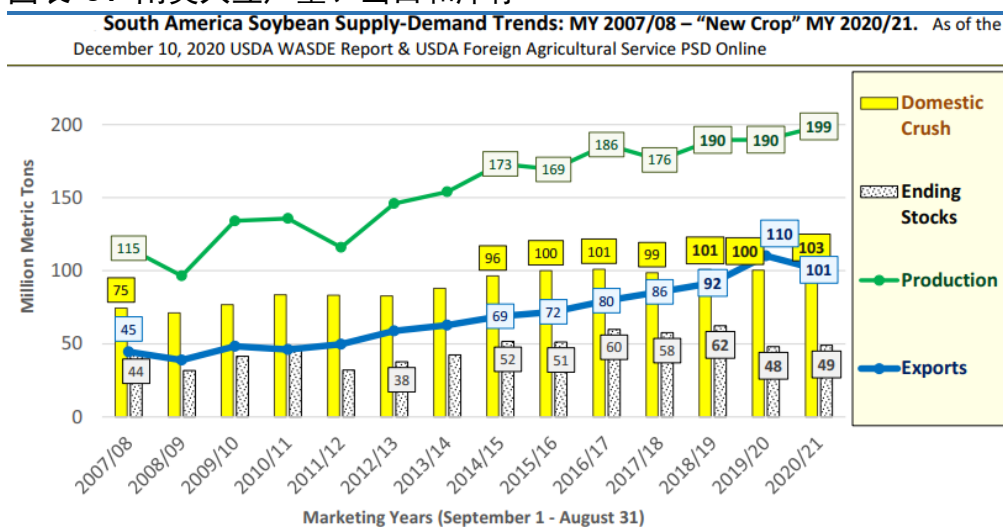


数据来源：USDA、恒泰期货研究所

USDA 报告分析，近 5 年阿根廷大豆种植面积整体平稳，保持在 1800 万公顷的水平，产量波动相对较大，产量介于 3800—6100 万吨。

12 月 29 日消息，阿根廷谷物出口商会（CIARA）下属大豆压榨协会周二晚间表示，其与油籽工人签订了一份合同，结束为期 20 天的薪资罢工。阿根廷是全球最大的豆粕供应国，此次罢工令阿根廷粗口瘫痪。CIARA 在一份声明中称，协议包括将 1 月至 8 月的工资逐步分两次提高 25%，今年剩余时间里薪资的增长将根据官方通胀数据决定。在阿根廷谷物和农用港口，162 艘货船的装船延误，迄今为止，由于油籽工人和谷物检查员罢工，14.58 亿美元的谷物出口被拖累。尽管阿根廷劳资谈判有望解决长达两周多的港口罢工，但罢工已阻碍了大豆付运。因此，CBOT 大豆上涨至 13 美元附近，创下最近六年半新高。

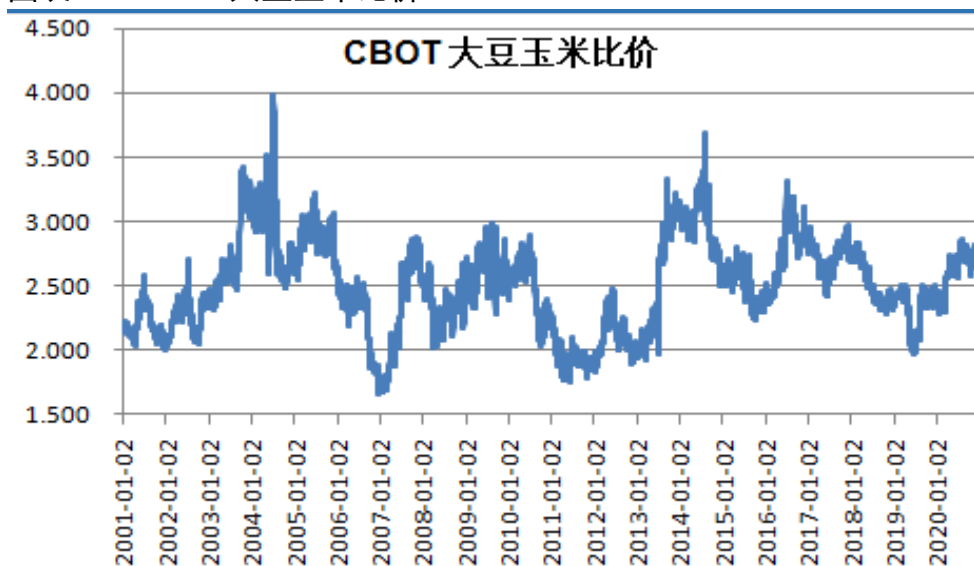
图表 9：南美大豆产量、出口和库存



数据来源：USDA、恒泰期货研究所

截止 12 月末，市场预估 20/21 年度南美大豆产量稳中有升，预计将达到 1.99 亿吨，出口预计出现下滑，压榨保持小幅上扬，期末库存保持平稳，预计为 4800 万吨。值得注意的是，市场预计南美出口将下滑，国内大豆采购势必转向美国市场。

图表 10：CBOT 大豆玉米比价

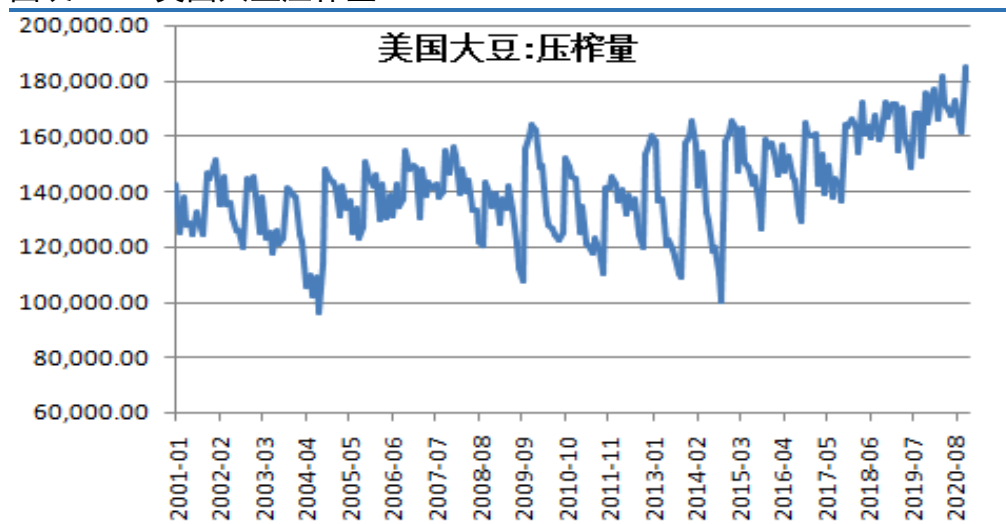


数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

截止 12 月 25 日，CBOT 大豆玉米比价近 2.746。关注明年美国大豆玉米的种植意愿。由于大豆供应偏低，美国 2021/22 年度大豆播种面积将增至 8950 万英

亩，同比增加 600 万英亩。对于农户来说，要想提高大豆播种面积，2021 年上半年大豆价格需要保持在 12.2 美元以上，因为春耕播种竞争激烈，中国也在采购创纪录的美国玉米。

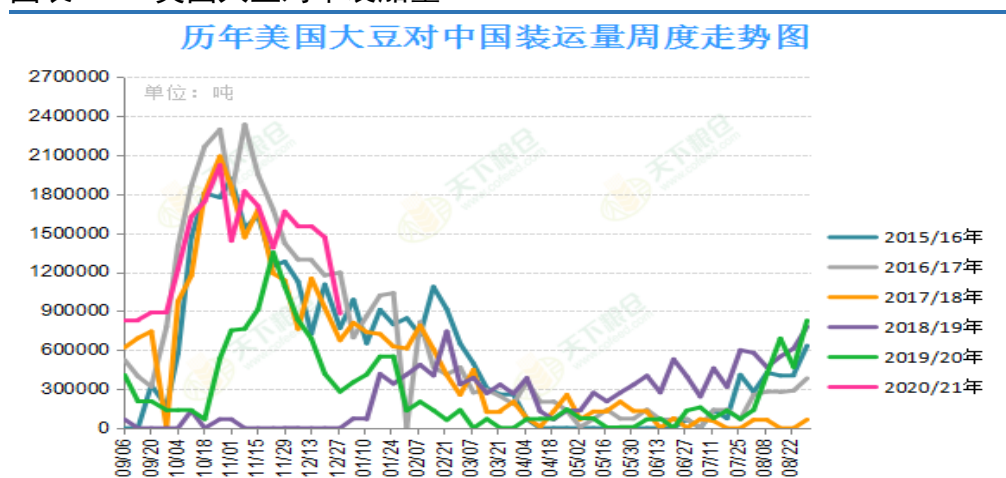
图表 11：美国大豆压榨量



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

市场预估美国 11 月大豆压榨量可能总计为 576.5 万短吨，或 1.921 亿蒲式耳，分析师的预估区间介于 1.91 亿至 1.93 亿蒲式耳，预估中值为 1.92 亿蒲式耳。压榨量将低于 10 月创下的 1.965 亿蒲式耳的纪录高位，但远高于去年 11 月压榨的 1.746 亿蒲式耳。这也将是 11 月同期纪录最高水平。美国国内对大豆需求保持旺盛。

图表 12：美国大豆对华装船量



数据来源：天下粮仓、恒泰期货研究所

12 月 17 日止当周，美国 2020/2021 年度大豆出口销售净增 35.28 万吨，为本市场年度以来最低水平，较前一周下滑 62%，较前四周均值下滑 47%，低于预期。

中国远未兑现在中美第一阶段贸易协议中的承诺，最新数据显示，中国进口的美国商品才刚刚超过其承诺的首年购买金额的一半。彭博新闻社根据中国海关总署的数据计算得出，今年 1-11 月份，中国的采购金额仅为 2020 年总目标 1720 亿美元的 50.5% 左右。中国与美国是在 1 月 15 日签署贸易协议的。随着乔·拜登领导的美国新一届政府准备马上上台，贸易协议的前景依然存在不确定性。

截至 11 月底，中国完成了 54.1% 的制成品、52.9% 的农产品和 31.1% 的能源产品采购目标。1-11 月大豆进口总额达到 81 亿美元，2017 年为 139 亿美元。关注 2021 年 1 月拜登上台后，中美大豆贸易端的变化。

二、中国豆粕供应

(一) 中国大豆供需及进口成本

中国大豆呈现供需两旺的势头，生猪养殖摆脱前期疫情影响在政策扶持下明显复苏，扩大国内大豆的进口，20/21 年度预计大豆进口将再创历史新高至 1 亿吨。

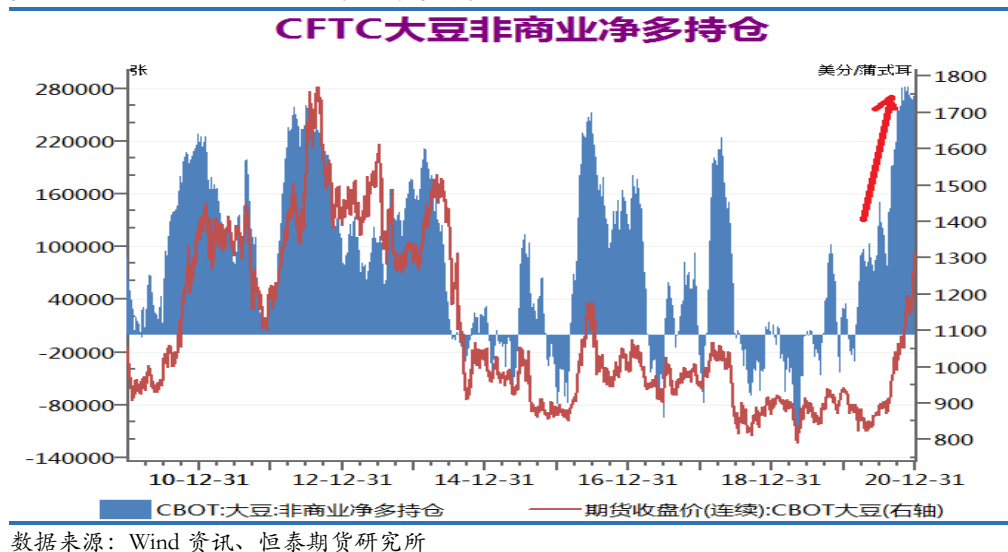
图表 13：中国大豆供需

	16/17	17/18	18/19	19/20	19/20	20/21	20/21
单位：万吨				11月	12月	11月	12月
期初库存	1294	1384	1559	1289	1289	1601	1601
国内产量	1265	1485	1590	1600	1600	1700	1700
进口量	9220	9411	8280	9662	9662	10000	10000
总供应量	11779	12280	11429	12551	12551	13301	13301
压榨量	8800	8986	8500	9180	9180	9600	9600
其中：国产大豆	137	200	210	210	210	250	210
进口大豆	8663	8786	8290	8970	8970	9350	9390
出口量	15	15	15	15	15	15	15
种子用量	60	70	75	85	85	85	85
食用及工业消耗	1520	1650	1550	1670	1670	1750	1750
总使用量	10395	10721	10140	10950	10950	11450	11450
期末库存	1384	1559	1289	1601	1601	1851	1851
库存消费比	13.31%	14.54%	12.71%	14.62%	14.62%	16.17%	16.17%

数据来源：天下粮仓、恒泰期货研究所

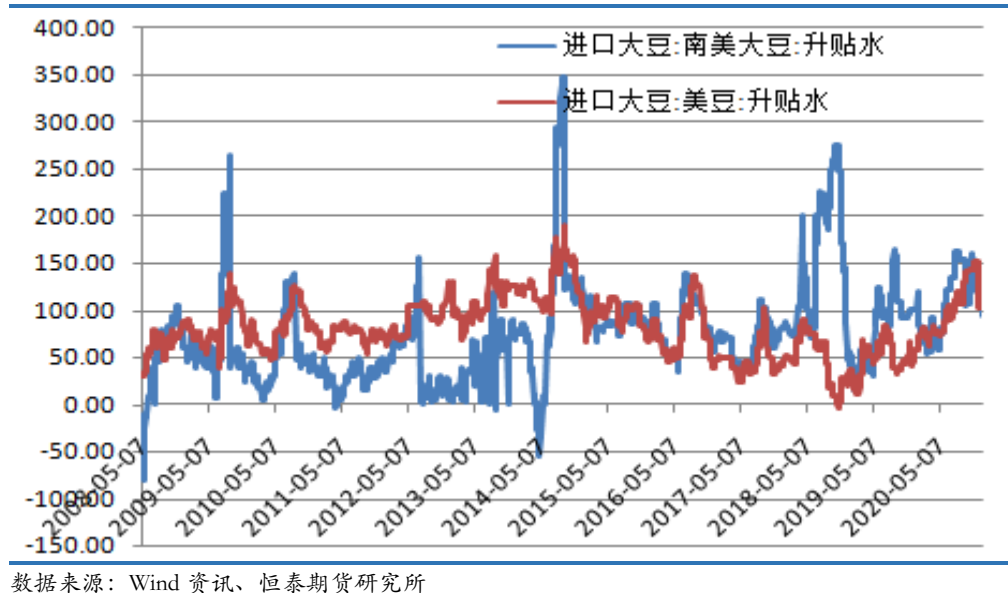
20/21 年度国内大豆压榨预计进一步攀升至 9600 万吨，大豆供需两旺，豆粕供需均呈增长态势。

图表 14: CFTC 大豆非商业净多持仓



截止 12 月 21 日, CFTC 大豆非商业净多持仓结束之前出现的连续 4 周减持净多单, 转入净多持仓小幅增加。当前净多持仓为 271238 张, 前期高位在 11 月 10 日的 282075 张。

图表 15: 进口大豆升贴水



截止 12 月 24 日, 北美和南美大豆升贴水均出现一定程度下滑。北美大豆升贴水从 11 月初的近 150 美分/蒲下滑至当前近 95 美分/蒲; 南美大豆升贴水从 11 月初的 143 美分/蒲下滑至当前 107 美分/蒲。

图表 16：全球大豆运费



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

截止 12 月 30 日，全球大豆运费保持相对稳定。北美地区大豆运费保持在 40 美元/吨；南美地区大豆运费近 31 美元/吨，较 11 月末的 28 美元/吨小幅上行。

图表 17：进口大豆分销价



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

截止 12 月 30 日，南通港进口大豆分销价为 4040 元/吨，由于 CBOT 豆价处于相对高位进口大豆升贴水和运费均不低，大豆进口成本有所抬高。

图表 18：港口大豆库存



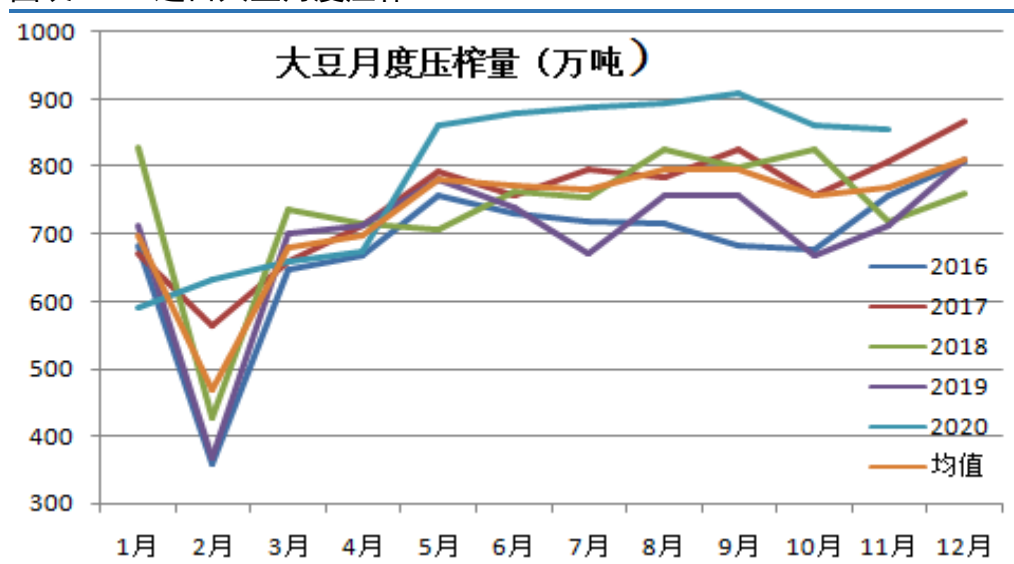
数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

港口大豆库存 12 月 30 日报 811.9 万吨，历史高位，量价齐升。

(二) 进口大豆压榨

下半年，国内进口大豆月度压榨连续在高位运行。

图表 19：进口大豆月度压榨



数据来源：天下粮仓、恒泰期货研究所

进口大豆压榨于 9 月达到年内最高近 910 万吨，近期有所回落，10 月和 11 月分别为 861 万吨和 855 万吨，5 年均值分别为 758 万吨和 770 万吨。

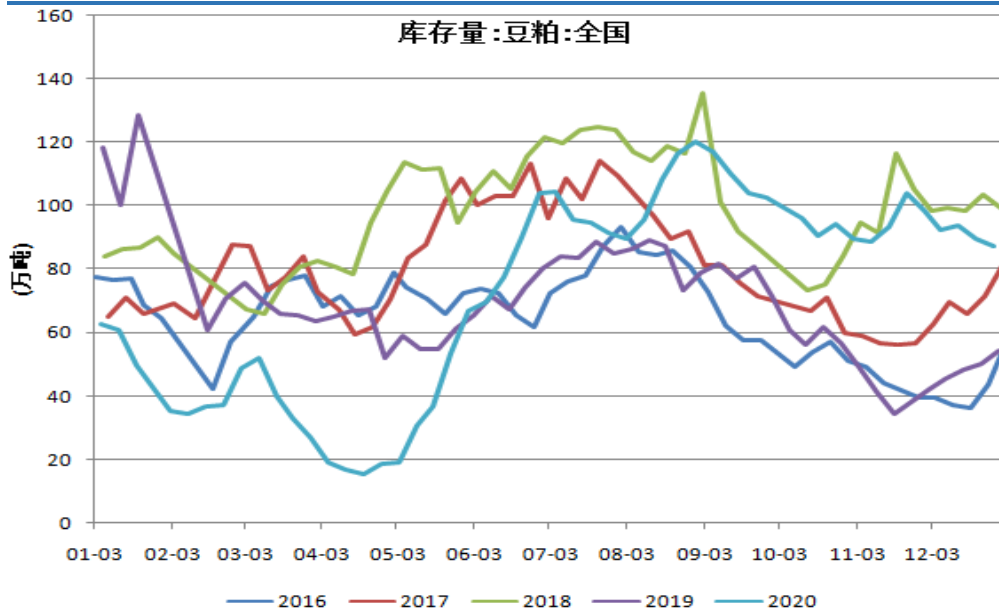
图表 20：进口大豆压榨利润



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

截止 12 月 30 日，以港口分销价作为压榨成本测算，当前压榨盈利为 83 元/吨，较 11 月初的近 150-200 元/吨的压榨盈利下滑，但依旧处于盈利状态，临近年末压榨利润回升。

图表 21：豆粕库存



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

截止 12 月 26 日，豆粕库存出现一定程度下降，当前近 88.63 万吨。豆粕供应压力有所缓解。

三、中国豆粕需求

(一) 生猪养殖复苏

农业农村部发布信息，10 月份全国生猪存栏和能繁母猪存栏继续增长，前期新增产能陆续释放，生猪出栏逐月增加。据监测，10 月份能繁母猪存栏 3950 万头，连续 13 个月增长，比去年同期增长 32%；生猪存栏 3.87 亿头，连续 9 个月增长，比去年同期增长 27%。目前生猪产能已经恢复到 2017 年年末的 88%左右。照此趋势，明年二季度，全国生猪存栏将基本恢复到正常年份的水平。

养殖场户积极补栏扩养，10 月份又有 728 个新建规模猪场投产，今年以来新建规模猪场投产累计已达 1.3 万个，另有 1.5 万个去年空栏的规模猪场开始复养。母猪供种能力明显增强，前三季度种猪企业的二元母猪销量同比增长 102.6%。新生仔猪持续增加，供应逐渐宽松，价格下降。

图表 22：22 省市平均猪价



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

截止 12 月 27 日，随着元旦春节的临近，猪肉价格出现明显反弹。

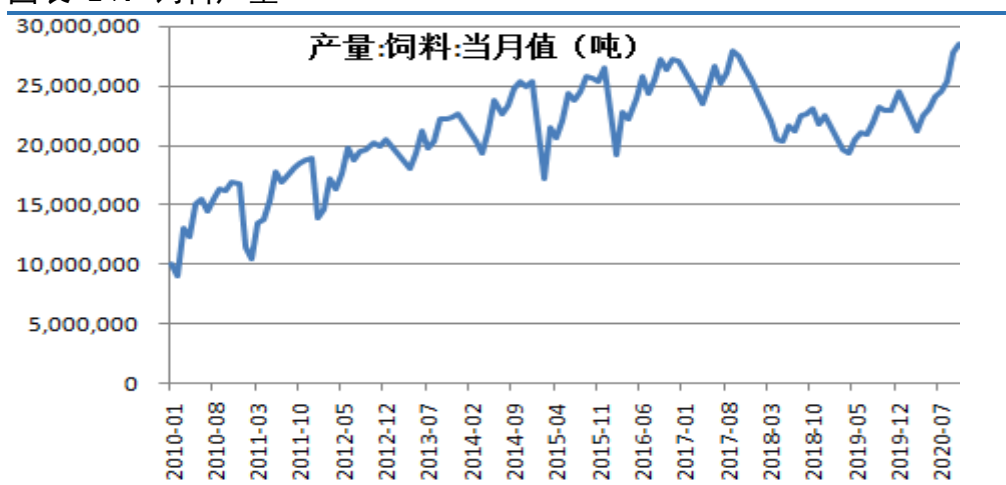
图表 23：生猪养殖利润



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

截止 12 月 27 日，随着生猪价格的反弹，养殖利润亦有明显改善。当前自繁自养生猪养殖利润达到近 2000 元/头，养殖积极性有所恢复。

图表 24：饲料产量



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

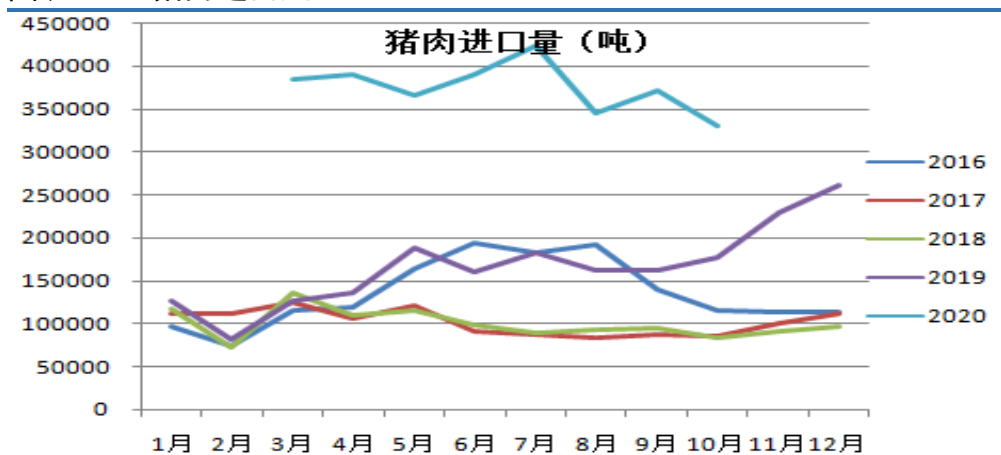
2020 年 1-11 月，全国饲料产量 2.287 亿吨，同比增长 9.5%。其中，受生猪产能持续恢复拉动，猪料产量 7714 万吨，总同比增长 9.5%。蛋禽、家禽饲料产量分别为 3135 万吨和 8516 万吨，同比增长 11.7%和 12%。水产饲料产量 2025 万吨，同比下降 5%。

饲料产量高位运行，反映豆粕需求刚性有保证。

(二) 替代消费与价差

国内猪肉进口继续保持旺盛态势，3-10 月合计进口猪肉进 300 万吨。

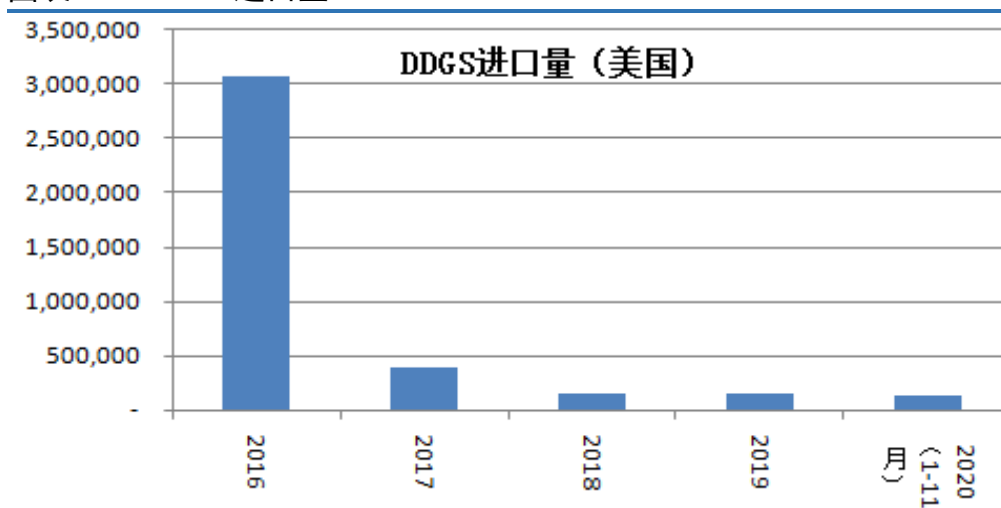
图表 25：猪肉进口量



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

国内 DDGS 进口量近几年持续低位运行，3-10 月合计进口 127 万吨。

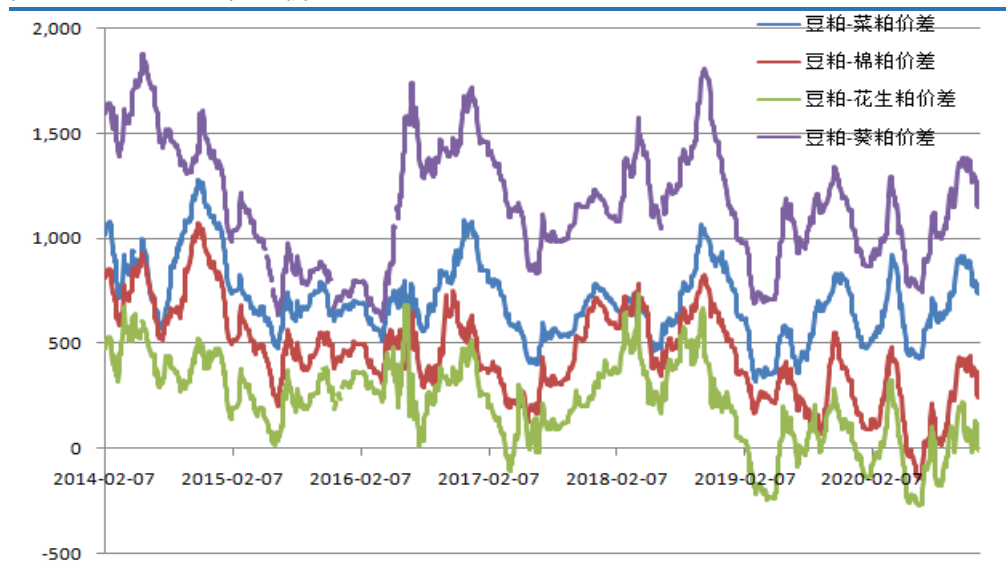
图表 26：DDGS 进口量



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

我们继续分析豆粕与其他杂粕之间价差水平：

图表 27：豆粕杂粕价差



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

截止 12 月 27 日，以菜粕为例，当前豆粕菜粕全国平均价差近 818 元/吨，不低。

四、未来价格走势展望及操作策略

20/21 年度全球大豆库销比处于近 8 年来的低位，基本面偏强。全球大豆库销比近 15.91%，创 13/14 年度以来的最低水平，CBOT 豆价易涨难跌。

当前南美大豆产区受到天气炎热的影响，尽管有降雨，但拉尼娜气候爆发的可能性依旧较高。市场预估 20/21 年度南美大豆产量稳中有升，预计将达到 1.99 亿吨，出口预计出现下滑，压榨保持小幅上扬，期末库存保持平稳，预计为 4800 万吨。值得注意的是，市场预计南美出口将下滑，国内大豆采购势必转向美国市场。USDA 报告分析，近 5 年阿根廷大豆种植面积整体平稳，保持在 1800 万公顷的水平，产量波动相对较大，产量介于 3800—6100 万吨。拉尼娜气候往往对阿根廷大豆产量产生较为重大的破坏，前期阿根廷天气相对干旱，USDA12 月报告将阿根廷大豆产量调低了 100 万吨。后期阿根廷天气的变化还需引起重视。阿根廷大豆产量易出现风吹草动，防范投机基金利用气候异常推高 CBOT 豆价。

同时，市场预计美国国内大豆需求强劲，大豆压榨量进一步攀升，美国大豆

库存进一步下降至 500 万吨附近的低位水平。同时 2021 年随着拜登的上台，国内对国内大豆进口必将有一定程度变化。一旦出现进口超预期，势必进一步降低美国大豆库存水平，抬升全球大豆价格。

最后，国内大豆处于供需两旺状态，需求强劲。当前进口大豆量价齐升，港口库存处于历史高位，港口分销价亦不低。我们判断豆粕价格受成本支撑作用明显，逢低做多思路贯穿 2021 年全年。

(一) 趋势性分析

通过豆粕 09 合约周 K 线图来分析后市行情，当前豆粕处于持续反弹进程中。

图表 28：豆粕 09 合约周度 K 线



数据来源：文华财经、恒泰期货研究所

豆粕 09 前期运行区间（2500, 3000），当前进入（3000, 3500）的价格运行区间。

(二) 操作策略

操作建议：09 可于 3000 一线做多，价格回落至 2800 加仓，目标位 3800，止损位 2600。

第二部分豆油：库存不高叠加政策扶持 豆油蠢蠢欲动

一、全球植物油供需

12 月 USDA 月报小幅调升 2020/21 年度全球植物油产量和期末库存，增量部分主要来自于棕榈油和豆油。

图表 29: 全球植物油供需

(百万吨)	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2020/21
产量					Nov	Dec
椰子油	3.41	3.67	3.76	3.6	3.58	3.57
棉油	4.38	5.1	4.97	5.13	4.96	4.86
橄榄油	2.61	3.27	3.28	3.1	3.2	3.2
棕榈油	65.25	70.48	74.06	73.18	75.19	75.45
棕榈仁油	7.66	8.29	8.6	8.55	8.74	8.77
花生油	5.72	5.92	5.86	6.26	6.12	6.12
菜籽油	27.53	27.91	27.68	27.98	27.42	27.64
豆油	53.82	55.15	55.88	57.92	60.14	60.27
葵花籽油	18.21	18.5	19.47	21.5	19.36	19.27
合计	188.57	198.28	203.56	207.2	208.71	209.17
消费量						
椰子油	3.21	3.42	3.55	3.55	3.68	3.67
棉油	4.34	5.05	4.99	5.12	4.99	4.89
橄榄油	2.73	2.8	2.9	3.03	3.1	3.1
棕榈油	61.49	66.96	72.72	72.31	75.11	75.45
棕榈仁油	7.25	7.85	8.38	8.2	8.49	8.51
花生油	5.26	5.74	5.95	6.36	6.17	6.17
菜籽油	5.56	5.74	5.95	6.36	6.17	6.17
豆油	53.43	54.49	55.14	56.68	59.35	59.48
葵花籽油	16.28	17.27	17.95	19.52	19.16	19.02
合计	183.17	192.44	199.64	202.81	207.7	207.94
库存						
椰子油	0.42	0.63	0.55	0.5	0.41	0.4
棉油	0.12	0.15	0.12	0.12	0.08	0.08
橄榄油	0.33	0.69	0.96	0.86	0.88	0.87
棕榈油	9.73	11.13	11.28	10.99	9.36	9.72
棕榈仁油	0.71	0.91	0.78	0.73	0.73	0.74
花生油	0.39	0.52	0.42	0.27	0.21	0.21
菜籽油	4.19	3.12	2.65	2.45	2.11	2.24
豆油	3.94	3.9	4.14	4.84	4.11	4.81
葵花籽油	2.24	2.23	1.77	2.01	1.08	1.03
合计	22.05	23.27	22.66	22.77	18.96	20.1
库销比	12.04%	12.09%	11.35%	11.23%	9.13%	9.67%

数据来源：USDA、恒泰期货研究所

2020/21 年度全球植物油库存上调近 110 万吨，全球植物油库销比依旧处于相对低位，近 9.67%，供应压力不大。

二、中国植物油供需及豆油供需分析

2020/21 年度中国植物油供需压力不大，三大植物油库销比预计为 9.34%，较 2019/20 年度小幅调升，依旧处于近年来的低位水平，和全球植物油供需形势基本保持同步。

图表 30: 中国植物油供需

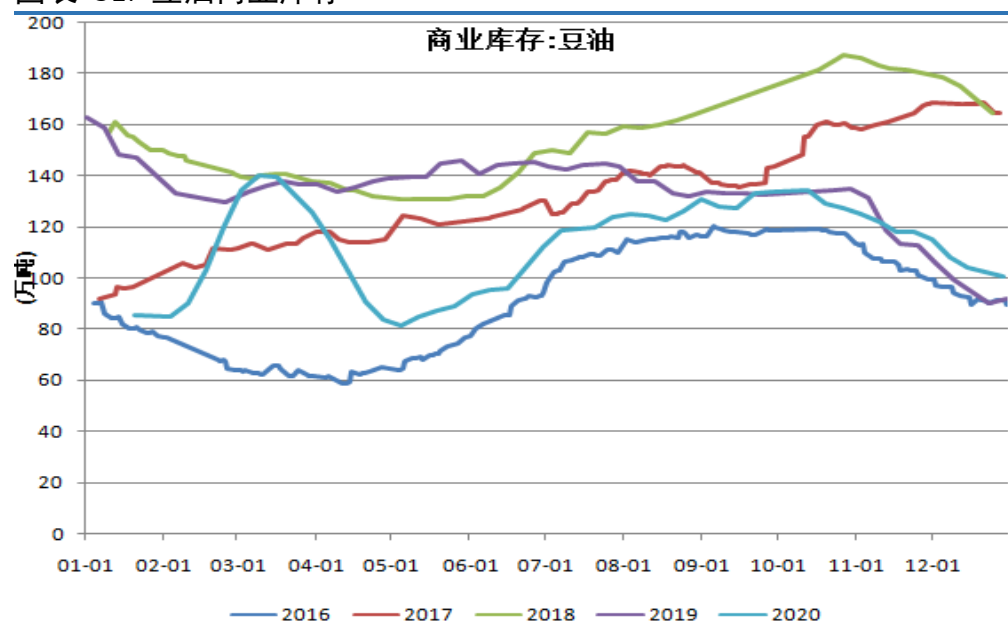
豆油	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21
期初库存	97	118	148	171	135	134
国内产量	1476	1577	1614	1541	1695	1770
进口	53	58	48	80	100	100
总供给	1626	1753	1810	1792	1931	2004
国内使用量	1500	1594	1627	1638	1779	1834
食用消耗	1356	1452	1477	1488	1499	1564
其他消耗	144	142	150	150	280	270
出口	8	11	12	19	18	20
总使用	1508	1605	1639	1657	1797	1854
期末库存	118	148	171	135	134	150
库存消费比	7.82%	9.22%	10.43%	8.15%	7.46%	8.09%
棕油						
进口	470	488	532	672	667	709
总使用	512	480	522	660	692	696
期末库存	40	48	58	70	45	58
库存消费比	7.81%	10.00%	11.11%	10.61%	6.50%	8.33%
菜油						
国内产量	393	312	333	328	216	216
进口	85	71	81	130	170	180
国内使用量	595	700	527	439	407	406
期末库存	510	193	80	99	78	68
库存消费比	85.71%	27.57%	15.18%	22.55%	19.16%	16.75%
三大油脂库销	25.54%	13.97%	11.50%	11.03%	8.87%	9.34%

数据来源：天下粮仓、恒泰期货研究所

2020/21 年度豆油库销比小幅上行，市场预计 2020/21 年度随着国内对蛋白粕需求的旺盛，大豆压榨继续高位运行，豆油供应随之相应增加，豆油产量预计将达到 1770 万吨。

行业资讯网站此前消息称，两大国企之一的中储粮存在豆油收储的预期，据传规模至少 100 万吨。但本周中储粮恢复明年 1-3 月豆油基差的销售报价，引发市场的遐想。最终收储进程值得关注。

图表 31: 豆油商业库存



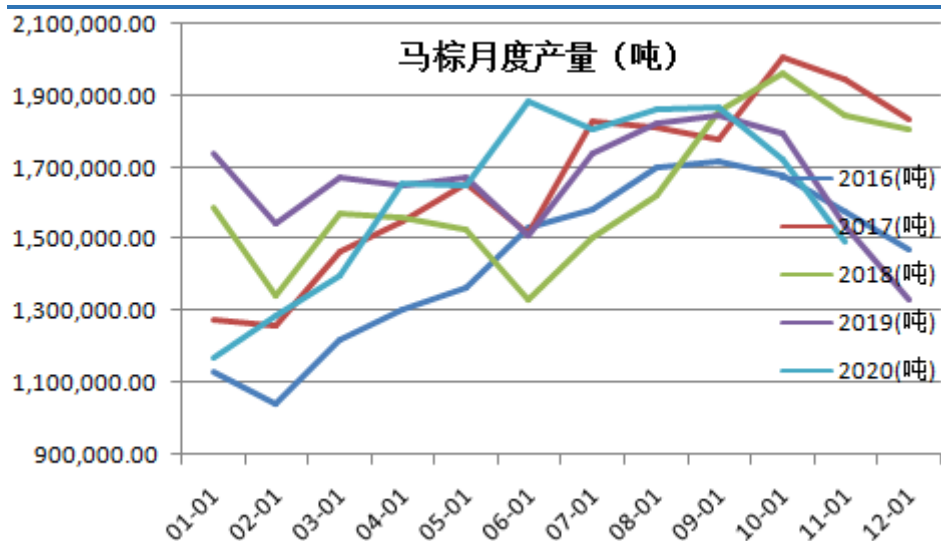
截止 12 月 25 日，国内豆油商业库存不高，近 101.93 万吨。

图表 32: 豆棕价差



截止 12 月 27 日，全国豆棕现货平均价差报收 1143 元/吨，12 月初豆棕价差一度达到近 1440 元/吨，近期有所回落。

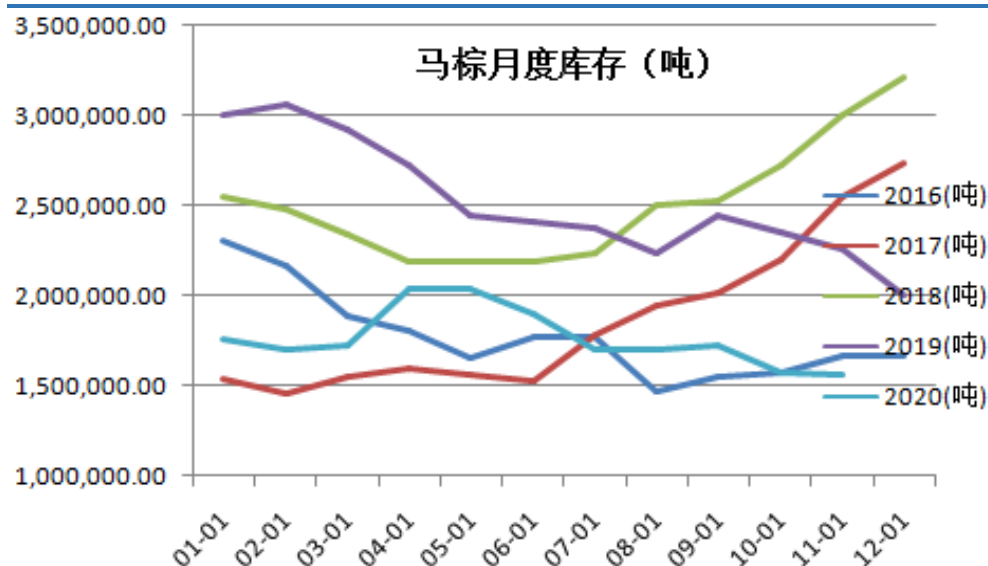
图表 33: 马棕产量



数据来源: Wind 资讯、恒泰期货研究所

4 季度, 马来棕油进入季节性减产期, 11 月马来棕油产量为 149 万吨。明年上半年将进入增产季, 关注拉尼娜气候对马来棕油产量的影响。

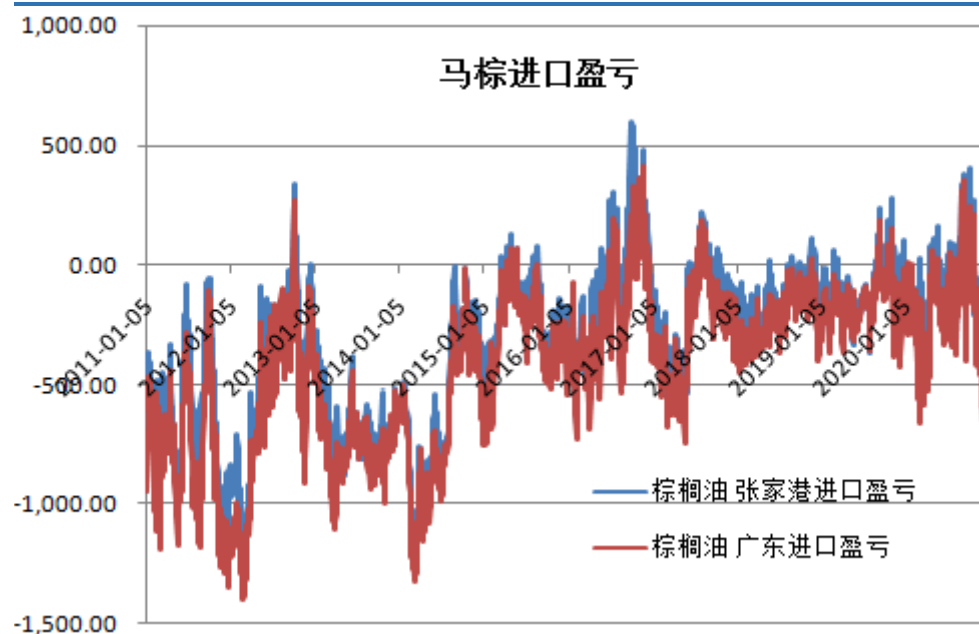
图表 34: 马棕库存



数据来源: Wind 资讯、恒泰期货研究所

截止 2020 年 11 月, 马棕库存压力不大, 库存处于近 5 年来的低位, 当前近 156.4 万吨。库存低位, 产业资本有一定勇气进行挺价。

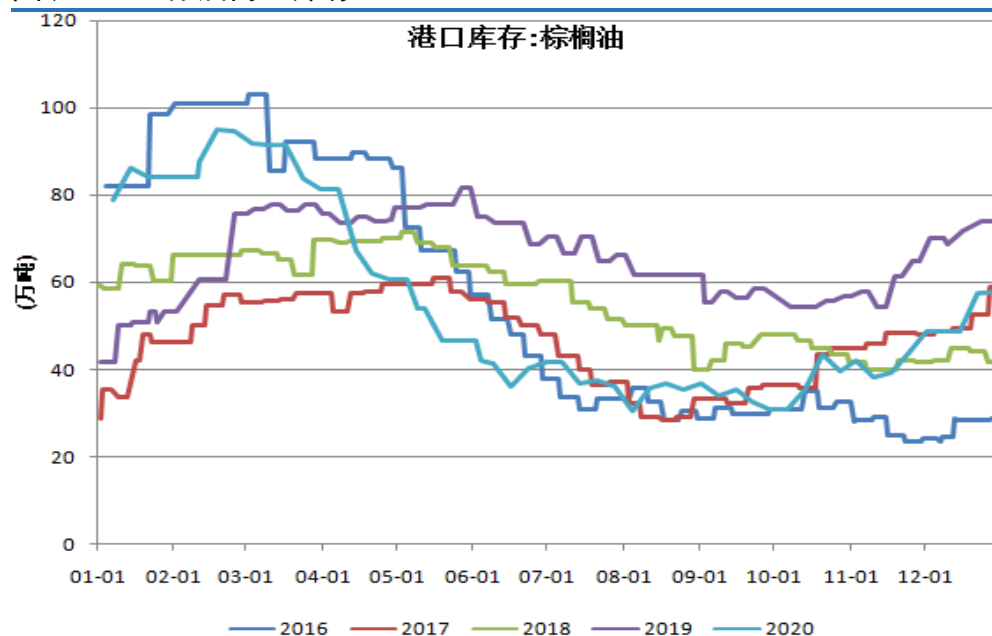
图表 35: 棕油进口盈亏



数据来源: Wind 资讯、恒泰期货研究所

截止 12 月 25 日, 马来棕油进口亏损严重, 以张家港棕油现货测算, 当前棕油进口亏损近 600 元/吨, 预计贸易商进口意愿不强。

图表 36: 棕油商业库存



数据来源: 天下粮仓、恒泰期货研究所

截止 12 月 24 日，港口棕油商业库存报 58 万吨，库存不低。但当前马棕受益于减产期库存较大，马棕相对强势，导致棕油进口亏损严重。国内棕油 05 合约走势强劲，12 月 25 日创出年内反弹新高 7046。棕油表现偏强，对豆油价格构成明显支撑，进一步抬升植物油价格重心。

三、未来价格走势展望及操作策略

(一) 趋势性分析

USDA12 月报告给出 2020/21 年度全球植物油整体库销比依旧处于低位。国内植物油 2020/21 年度供需形势基本和全球保持同步，三大油脂库销比近 9.34%，处于近 6 年来的低位水平，整体供需压力不大。预计菜油的基本面最好，一旦拉尼娜气候的爆发，棕油的表现将强于豆油。

2020/21 年度豆油库销比随着国内蛋白粕需求的旺盛而出现一定程度的回升。但国内豆油收储政策的预期给予豆油价格较强支撑，预计豆油下方有较强支撑，2021 年度保持回调做多思路，上半年观察下方低点，预计 3 季度迎来主升浪，高点较 2020 年进一步抬升。

图表 37: 豆油 09 合约周度 K 线



数据来源： 文华财经、恒泰期货研究所

豆油 09 当前处于反弹趋势中，大周期上运行于（5300, 7300）的区间内，4 季度期价在震荡区间上沿处出现调整，当前处于蓄势中。技术分析，当前豆油 09 反弹趋势良好，保持回调做多思路。

(二) 操作策略

操作上以做多为主，豆油 09 上半年逢低多单进场，预计入场点位 6500 附近，6000 加仓，目标价位 8000，止损位 5800。

免责声明：

本报告由恒泰期货研究所制作，在未获得恒泰期货股份有限公司书面授权的情况下，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对所用信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在恒泰期货股份有限公司及其研究人员知情的范围内，恒泰期货股份有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎

图表 1:全球大豆供需	5
图表 2:美国大豆供需	5
图表 3:巴西大豆供需	6
图表 4:阿根廷大豆供需	6
图表 5:巴西天气监测	7
图表 6:巴西大豆产量分布	7
图表 7: 阿根廷天气监测监测.....	8
图表 8: 阿根廷大豆面积和产量.....	9
图表 9: 南美大豆产量、出口和库存.....	10
图表 10: CBOT 大豆玉米比价.....	10
图表 11: 美国大豆压榨量	11
图表 12: 美国大豆对华装船量	11
图表 13: 中国大豆供需	12
图表 14: CFTC 大豆非商业净多持仓.....	13
图表 15: 进口大豆升贴水	13
图表 16: 全球大豆运费	14
图表 17: 进口大豆分销价	14
图表 18: 港口大豆库存	15
图表 19: 进口大豆月度压榨	15

图表 20: 进口大豆压榨利润	16
图表 21: 豆粕库存	16
图表 22: 22 省市平均猪价	17
图表 23: 生猪养殖利润	18
图表 24: 饲料产量	18
图表 25: 猪肉进口量	19
图表 26: DDGS 进口量	19
图表 27: 豆粕杂粕价差	20
图表 28: 豆粕 09 合约周度 K 线	21
图表 29: 全球植物油供需	22
图表 30: 中国植物油供需	23
图表 31: 豆油商业库存	24
图表 32: 豆棕价差	24
图表 33: 马棕产量	25
图表 34: 马棕库存	25
图表 35: 棕油进口盈亏	26
图表 36: 棕油商业库存	26
图表 37: 豆油 09 合约周度 K 线	27