



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1290 号

万晓泉

投资咨询证号：
Z0013257

黑云压城城难摧

摘要

2021 年上半年，在产量逐步恢复需求预期减弱的背景下，加之以宏观扰动加大，油脂油料于二季度末开始由强走弱。对于接下来的油脂油料价格走势，粕类方面，南美大豆供应充足，压榨维持高位，杂粕挤占菜粕市场，供应相对充足，生猪存栏回升，下游需求逐步恢复，预计粕类可能宽幅震荡，但新作天气炒作抬升可能支撑粕类价格再次走高，关注下游需求以及新作油籽生长种植情况；油脂方面，随着棕榈油产量增加与南美大豆上市，供应明显回升，消费短期可能受生柴政策松动和疫情影响但长期向上趋势不变，因此，整体来看，库存逐步重建压制油脂价格，但是产区天气炒作可能再次带动油脂走强，关注库存与宏观扰动情况。

风险点：全球疫情发展态势、油籽各产区天气病虫害情况、生猪存栏恢复情况、生物柴油政策变化、中美关系以及政策变化等。

目录

第 1 章	行情回顾	4
第 2 章	油籽：新作产量预期抬升，关注产区天气炒作	6
2.1.	美豆种植面积增长，天气炒作抬升	7
2.2.	南美大豆集中上市，短期市场供给充足	8
2.3.	生柴政策可能松动，但长期趋势不变	9
2.4.	全球菜籽供给下降，中加关系影响继续	9
第 3 章	粕类：供应相对充足，需求缓慢恢复	11
3.1.	豆粕——油厂压榨高位，生猪存栏恢复	11
3.1.1.	压榨利润持续亏损，支撑豆粕价格	11
3.1.2.	南美大豆集中到港，油厂压榨高位运行	11
3.1.3.	猪价持续下跌，需求恢复缓慢	12
3.2.	菜粕——库存持续增加，需求预期抬升	12
3.2.1.	菜籽进口持续低位，国产产量提升	12
3.2.2.	进口杂粕形成竞争，水产养殖整体收缩	14
第 4 章	油脂：产量缓慢恢复，库存逐步回升	15
4.1.	棕榈油	16
4.1.1.	马来产量难超预期，库存重建逐步推进	17
4.1.2.	印尼库存回落，可能下调出口费	17
4.1.3.	进口利润依旧倒挂，库存持续走低	18
4.2.	豆油	19
4.2.1.	大豆到港供给增加，下游需求相对一般	19
4.2.2.	压榨利润持续亏损，需求预期缓慢恢复	20
4.3.	菜油：国产菜籽价格高企，菜油库存持续上涨	21
第 5 章	油脂油料展望	23
	免责声明	24

图表目录

图 1.1: 油脂主力合约价格走势	4
图 1.2: 油料主力合约价格走势	5
图 2.1: 全球大豆供需平衡表 (单位: 万吨)	6
图 2.2: 全球油菜籽产量与库销比 (单位: 百万吨)	7
图 2.1.1: 巴西大豆产量走势图 (万吨)	8
图 2.1.2: 阿根廷大豆产量走势图 (万吨)	8
图 2.2.1: 玉米、大豆与棉花价格走势	9
表 2.4.1: 菜籽分国别进口 (单位: 吨)	10
表 2.4.2: 2021 年菜籽分国别进口 (单位: 吨)	10
表 3.1.2.1: 大豆进口按国别分 (单位: 万吨)	11
图 3.1.3.1: 商品猪存栏总计 (单位: 头)	12
图 3.2.1.1: 油菜籽月度进口 (单位: 吨)	13
图 3.2.1.2: 油菜籽周度压榨量更新至 4 月 (单位: 吨)	13
图 3.2.2.1: 两广&福建地区菜粕库存更新至 4 月 (单位: 吨)	14
图 4.1: 全球油脂供需情况 (万吨)	15
图 4.2: 全球油脂消费与库销比 (万吨)	15
图 4.3: 全球油脂需求情况 (千吨)	15
图 4.4: 巴西生物柴油月度产量 (千升)	15
图 4.5: 美国生物柴油月度产量 (百万加仑)	16
图 4.6: 印尼棕榈油生柴使用量 (千升)	16
图 4.1: 印度油脂库存 (千吨)	16
图 4.2: 中国三大油脂周度库存更至四月 (万吨)	16
图 4.1.1.1: 马来西亚棕榈油产量 (万吨)	17
图 4.1.1.2: 马来西亚棕榈油期末库存 (万吨)	17
图 4.1.2.1: 印尼棕榈油产量 (万吨)	18
图 4.1.2.2: 印尼月度期末库存 (万吨)	18
图 4.1.3.1: 中国棕榈油进口总量 (吨)	18
图 4.1.3.2: 马来西亚精炼棕榈油 FOB (美元/吨)	18
图 4.2.1: 豆油表观消费量更新至 3 月 (单位: 吨)	19
图 4.2.2.1: 大豆开机压榨量更新至 4 月 (单位: 吨)	20
图 4.2.3.1: 国内豆油库存更新至 4 月 (单位: 吨)	20
图 4.3.1: 油菜籽周度压榨量更新至 4 月 (单位: 吨)	21
图 4.3.2: 菜籽油库存更新至 4 月 (单位: 吨)	22

第1章 行情回顾

上半年,在供应持续偏紧而需求又比较稳定的背景下,油脂价格继续偏强运行走势,但是进入5月后,随着产量逐步回升,需求预期减弱,油脂开始由强转弱进行调整。其中棕榈油方面,棕榈油进入季节性增产周期,但是受限于劳工问题,马棕油产量恢复缓慢,而需求方面,疫情影响消费恢复且高价限制出口,需求小幅下滑,故马棕油库存从历史低位缓慢回升,棕榈油价格由强走弱;豆油方面,南美大豆上市,供给增加,但新季美豆种植面积增幅低于预期,库销比持续低位运行,且进入生长期后天气扰动加大,豆油价格高位宽幅震荡;菜籽油方面,因菜籽压榨量维持低位,供应相对较少,但是产业链利润倒挂影响下游需求,库存回升,菜油价格高位宽幅震荡后相对偏弱。

相较于油脂,粕类波动偏小,在供应逐步增加、需求缓慢恢复的背景下,粕类价格呈现宽幅震荡走势。其中豆粕方面,美豆库销比持续低位,南美大豆集中到港,压榨维持高位,供应相对充足,下游生猪在冬季损失严重后存栏逐步恢复,但是生猪价格下跌一定程度影响饲料需求,豆粕价格高位宽幅震荡;菜粕方面,尽管菜籽压榨量维持低位,供应相对较少,但由于华南地区杂粕供给较多形成对菜粕的竞争,且在环保政策鱼病等影响下水产养殖整体收缩,菜粕走势相对偏弱。

对于接下来的油脂油料走势,天气炒作仍是主要因素,油脂主要关注产量恢复进展库存重建情况而粕类则需关注需求情况及新作油籽种植生长情况。

图 1.1：油脂主力合约价格走势图



资料来源：Wind 南华研究

图 1.2：油料主力合约价格走势图



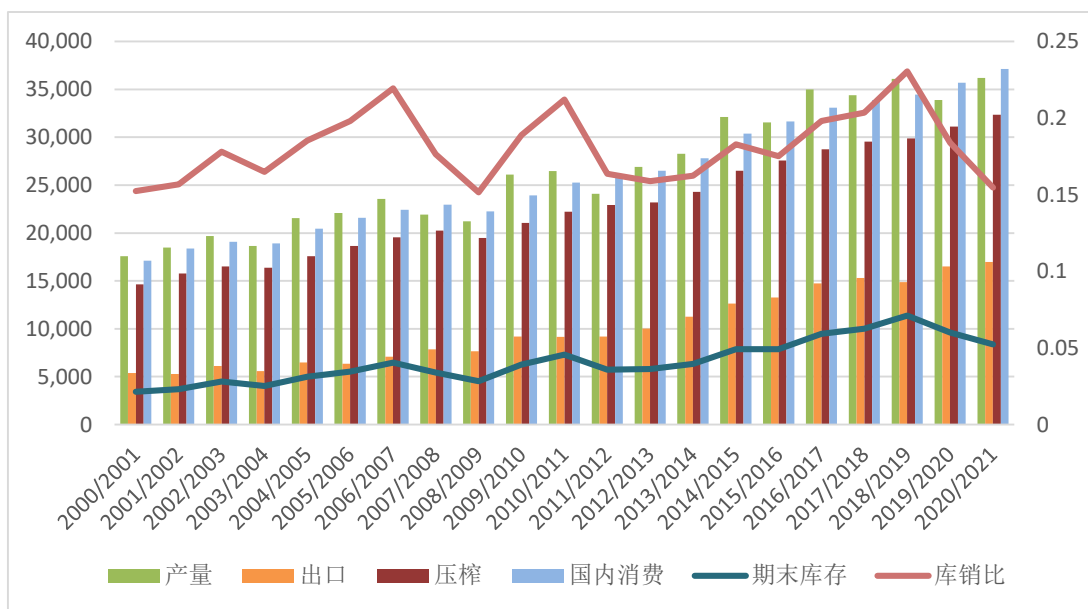
资料来源：Wind 南华研究

第2章 油籽：新作产量预期抬升，关注产区天气炒作

2019/20 年度全球大豆产量下降明显且需求较好，故全球大豆期末库存下降明显，而本年度全球大豆尽管产量创历史新高，但由于消费亦创历史新高，全球大豆供需偏紧，期末库存继续下降。对于接下来的新年度，美豆种植面积增加但中西部的干旱天气一定程度影响美豆产量预期，美豆库存消费比仍可能维持在相对低位，南美新作种植意向增加但同样受限于天气情况，所以接下来可以关注各产区天气炒作。

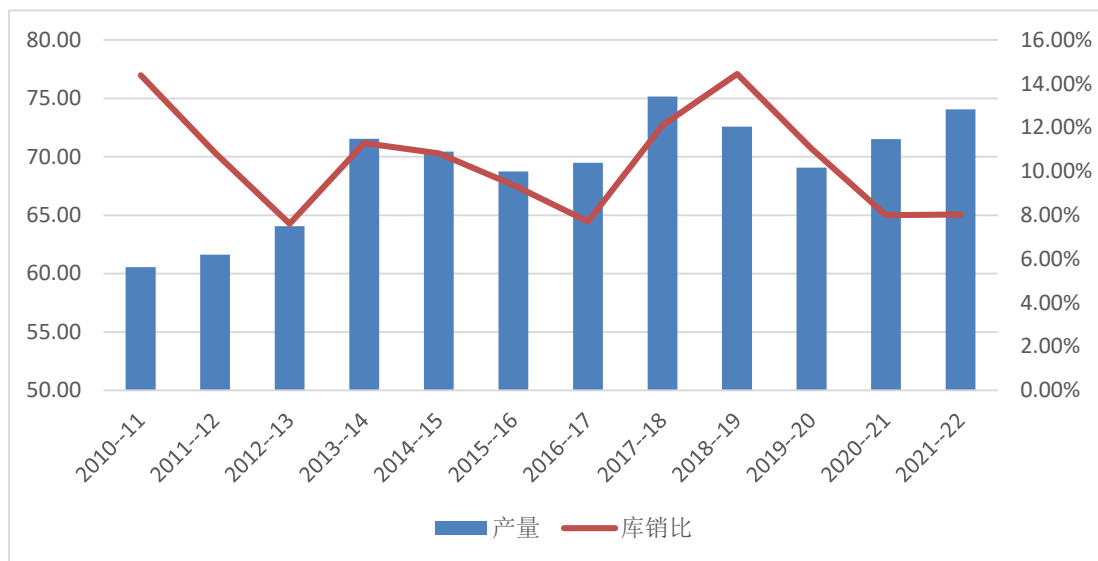
受不利天气影响，近几年油菜籽产量持续下降，2019/20 年度全球油菜籽产量下降至 6908 万吨，2020/21 年度因为欧盟、加拿大等种植面积继续下降，且部分地区受病虫害影响单产、加拿大主产区遭遇干旱等，预计产量仍将偏低。美国农业部最新预估 2020/21 年度全球油菜籽产量为 7150 万吨，也就是全球油菜籽供需继续偏紧，期末库存将进一步下降，而对于 2021/22 年度的新作，就目前来看由于种植效益较好，产量预期可能继续回升。

图 2.1：全球大豆供需平衡表（单位：万吨）



资料来源：Wind USDA 南华研究

图 2.2：全球油菜籽产量与库销比（单位：百万吨）



资料来源：Wind USDA 南华研究

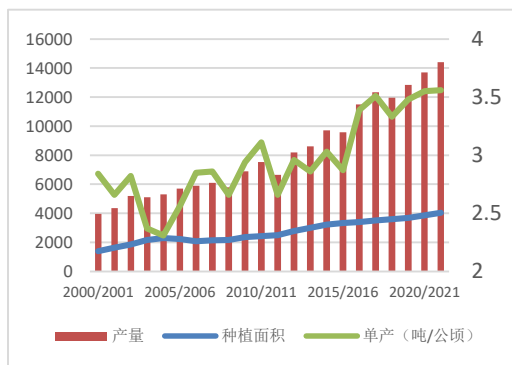
2.1. 美豆种植面积增长，天气炒作抬升

本年度产量已基本确定，美豆因种植区天气情况大体正常，种植面积与单产均有所回升，产量增加明显，但是由于其国内需求较好压榨量保持高位，以及中国大量采购而南美大豆上市又推迟等原因出口亦表现强劲，美豆需求创历史新高，所以期末库存大幅下降，库存消费比下调至历史低位，支撑美豆价格。美国农业部 6 月供需报告预测，2020/21 年度美国大豆产量为 11255 万吨较上年度增加 1588 万吨，压榨量为 5919 万吨较上年度增加 28 万吨，出口量为 6205 万吨较上年度增加 1628 万吨，故期末库存下降 1061 万吨至 366 万吨，库销比为 3.02%。

对于 2021 年新季作物的种植，由于去年以来大豆、玉米、棉花、高粱等作物的价格均出现了大幅的上涨，但对比于作物间的种植收益，农户对于大豆的种植积极性仍较高。美国农业部 3 月种植意向报告显示，新年度大豆和玉米产量均将增加，其中大豆种植面积可能增加 450 万英亩至 8760 万英亩，涨幅为 5.4%。尽管这一数据相较 2 月的展望论坛有明显的调减，但是由于种植期的良好天气以及远超往年同期的种植进程，今年实际种植面积可能就意向种植面积有一定程度的提升。而单产方面，今年美豆产区天气情况整体较好，除五月开始中西部部分地区有高温干旱现象可能影响美豆生长，尽管天气信息显示 6 月下半个月产区干旱高温将改善提升了产量预期，但是就目前的作物生长报告来看，美豆整体生长优良率远不及去年同期，且天气仍旧存在着较大的炒作空间，在库存消费比低位运行的背景下，将加剧价格的波动。所以尽管 6 月美国农业部最

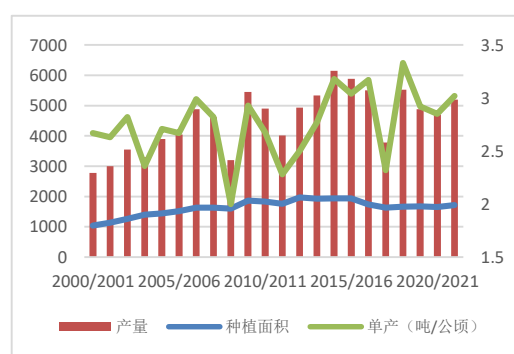
新预估美豆新作产量可能达到 1.20 亿吨，较去年增加 733.5 万吨，但由于天气的不确定性，使得这一数值也具有较大的波动空间。

图 2.1.1：巴西大豆产量走势图（万吨）



资料来源：USDA 南华研究

图 2.1.2：阿根廷大豆产量走势图（万吨）



资料来源：USDA 南华研究

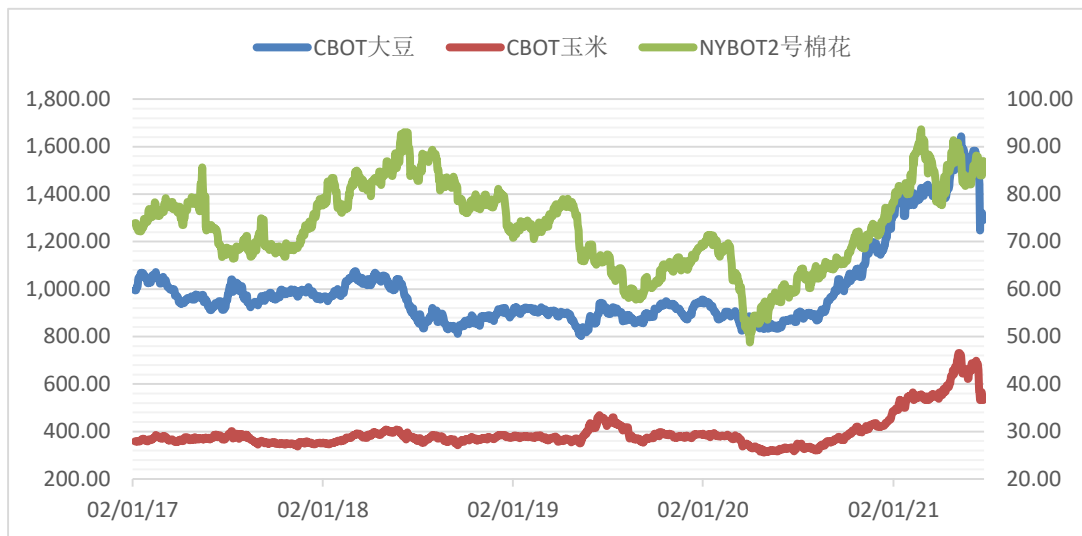
2.2. 南美大豆集中上市，短期市场供给充足

本年度南美产区受拉尼娜气候影响较大，因种植期雨水偏少，南美大豆种植推进缓慢，尽管之后巴西降雨改善，产量预期创历史新高，但是进入收获季后雨水偏多再次阻碍了大豆收获与装运的进程，在一定程度上拉长了美豆出口周期，进一步加剧市场阶段性的供应短缺。而阿根廷由于种植窗口更短且整体降雨情况远不及巴西，故本年度阿根廷单产将进一步下降，产量下降。美国农业部 6 月供需报告预测，2020/21 年度产量巴西大豆产量为 13700 万吨，上年度为 12850 万吨，阿根廷大豆产量为 4750 万吨，上年度为 4880 万吨。尽管因为天气原因，本年度南美大豆供应存在着较多波折，但是在 4、5 月集中采收之后，南美大豆的上市极大地缓解了短期全球大豆供应的紧张问题。

而对于 2021 年南美大豆种植，由于大豆价格持续高位，种植收益较好，巴西大豆种植面积有望进一步增长，而阿根廷大豆种植因制约因素相对较多，预计种植面积相对稳定。美国农业部 6 月预期，巴西 2021/22 年度大豆产量可能进一步增长至 14400 万吨，阿根廷 2021/22 年度大豆产量也可能恢复到 5200 万吨。

故就目前来看，全球新季大豆种植面积大概率将增长，产量亦将增长，但对于农产品来说天气仍是至关重要的影响因素，目前北半球大豆正处在生长关键期，而南美旧作刚收获新季大豆种植还未展开，预计接下来天气炒作影响将逐步上升。

图 2.2.1：玉米、大豆与棉花价格走势



资料来源：Wind 南华研究

2.3. 生柴政策可能松动，但长期趋势不变

今年以来美国生物燃油计划推进扩大生物燃料需求是支撑美豆价格持续坚挺的重要原因之一，但是由于部分小型油厂因生柴义务掺混量而利润受到了严重影响，故近期有消息称美国政府正在考虑如何为美国炼油厂减轻完成生物燃料混合任务的负担。

尽管短期来看对部分油厂的生柴掺混义务豁免无疑将减少生物燃料的需求，但实际上近几年来全球油脂的工业需求一直处在快速增长的趋势当中，所以即使豁免部分小型炼厂的生柴掺混义务也很难影响到整体油脂工业需求的快速增长，而参照之前相似豁免政策也不难发现实际影响相对有限。此外，对于生物燃油政策本身来说，在全球发展低碳经济的背景下，其是具有持续性与长期性，也就说短期政策可能存在波动与调整，但是长期来看，生物燃料需求呈持续增长的趋势是不变的。

2.4. 全球菜籽供给下降，中加关系影响继续

因为不利天气影响，近几年全球油菜籽产量明显下降，2020/21 年度产量有所回升但仍处在在相对较低水平，全球油菜籽供需继续偏紧，2021/22 年度产量可能继续恢复但依旧受限主产区天气情况。而对于我们国内，由于种植收益较低，近几年我国国内油菜籽种植面积呈逐年下降趋势，目前已经基本下降至刚性种植面积，产量波动不大，今年可能小幅增长，据天下粮仓 4 月供需预估 2020/21 年度国内油菜籽产量为 370 万吨，消费为 665 万吨。

因此，进口是国内菜籽供给的重要补充，而加拿大是全球最大的油菜籽出口国，也是我国油菜籽进口的主要来源国，中加关系无疑极大地影响了我国油菜籽供需格局，从加拿大进口油菜籽较正常年份下降了一半，2018 年我国油菜籽进口量为 477 万吨，而

2019 年则为 274 万吨，2020 年度为 311 万吨，与之相对应的是压榨下降，增加菜油进口形成一定的替代。就目前来看，中加关系紧张态势仍将继续，2021 年 1-5 月我国油菜籽进口 99.77 万吨，从加拿大进口 81.93 万吨，估计国内菜籽供应偏紧格局将继续。

表 2.4.1：菜籽分国别进口（单位：吨）

	全国	加拿大	俄罗斯	蒙古	澳大利亚
2016 年	3565017	3437621	19397	44770	63230
2017 年	4747066	4511938	58569	95664	55000
2018 年	4766119	4452966	204510	83521	25123
2019 年	2737445	2357603	188389	57931	133522
2020 年	3114448	2315563	330973	28931	438981

资料来源：海关总署 南华研究

表 2.4.2：2021 年菜籽分国别进口（单位：吨）

	全国	加拿大	俄罗斯	蒙古	澳大利亚
1 月	245320.2	126946	19398.41	5879.07	93096.74
2 月	206603.1	197142.4	6975.72	2485	0
3 月	74681.56	54001.71	18734.85	1945	0
4 月	206734.2	192283.1	13621.1	830	0
5 月	264317.2	248914.2	15078.01	325	0
总计	997656.3	819287.4	73808.08	11464.07	93096.74

资料来源：海关总署 南华研究

第3章 粕类：供应相对充足，需求缓慢恢复

3.1. 豆粕——油厂压榨高位，生猪存栏恢复

3.1.1. 压榨利润持续亏损，支撑豆粕价格

从去年 5 月开始，随着库销比的不断下调，美豆价格一路上行直到今年年初上涨至高位后进入顶部宽幅震荡期，美豆价格持续坚挺使得大豆进口成本居高不下，进而支撑到下游豆油豆粕价格。而近期油脂油料价格整体调整，但进口大豆盘面压榨利润依旧亏损严重，目前巴西大豆 7-9 月船期盘面毛利亏损在 150 元/吨上下，美湾大豆 7 月船期亏损在 350 元/吨左右，若扣除 150-180 元/吨加工费，净榨利进一步亏损，油厂和经销商有挺价意愿，一定程度支撑豆粕价格。

3.1.2. 南美大豆集中到港，油厂压榨高位运行

本年度巴西大豆产量再创新高，但由于拉尼娜影响，收获期间雨水偏多，收割和出口装运进程远不及去年同期，拉长了美豆出口窗口，直到 4 月底南美大豆陆续到港，国内大豆供需偏紧的情况才有所好转。而随着南美大豆的集中上市，我国对于巴西大豆的才采购量也急剧上升，5 月从巴西进口大豆 923 万吨，环比增幅达 82%，同比增加 4.18%。而在接下来的两三个月内，预计大豆的到港仍将维持在 900 万吨上下的高位，可能要在 8 月之后才会有明显的下降。

而与大豆集中到港相对应的就是油厂压榨量的回升，随着南美大豆的陆续到港，油厂在油籽供应充足的背景下，逐渐提升开机率，进入 5 月油厂压榨量已提升至了五年高位，而在需求弱恢复的背景下，豆粕库存同样也快速上升至了近五年的高位附近，尽管部分油厂有因胀库而停机的现象出现，但整体开机率仍维持在同期高位水平，即豆粕供应量相对充足，库存压力继续施压价格。

表 3.1.2.1：大豆进口按国别分（单位：万吨）

国家	美国	巴西	阿根廷	总量
1 月	666.72	99.82	5.59	784.49
2 月	528.56	3.35	4.52	556.19
3 月	717.87	31.53	0.00	776.71
4 月	215.28	507.69	0.00	744.79
小计	2128.44	642.39	10.11	2862.18
2020 年 1-4 月	847.9	1317.71	219.49	2450.58
同比	151.02%	-51.25%	-95.39%	16.80%
2020 年 10 月-4 月	3655.04	1457.71	164.36	7558.35
上年度同期	1527.55	2566.14	587.68	4850.83
同比	139.27%	-43.19%	-72.03%	55.82%

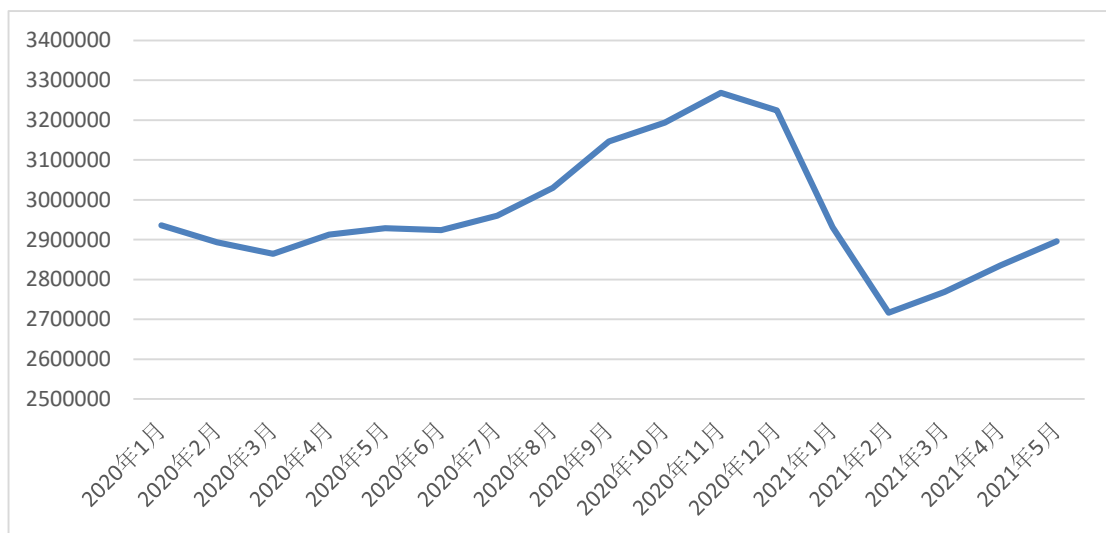
资料来源：海关总署 南华研究

3.1.3. 猪价持续下跌，需求恢复缓慢

进入冬季后部分地区非洲猪瘟再次回升致使生猪损失严重，直到 3 月之后疫情基本得到控制仅部分地区零散发生，生猪存栏开始回升，饲料需求亦逐步回升，但随着 4 月底生猪价格出现持续下跌，养殖户出于养殖利润考虑，重新权衡饲喂，存栏体重下降，影响饲料需求。除此之外，由于玉米的高价问题，去年开始饲料中小麦替代挤占豆粕需求一直存在，部分产区可达到百分百替代，一定程度也影响了豆粕需求。

因此，随着大豆到港量增加，压榨维持高位，豆粕供应相对充足，库存压力继续施压价格，需求方面，生猪存栏亦逐步恢复，但是由于养殖利润、饲料替代等问题的限制，需求增长预计相对缓慢，故豆粕短期可能继续呈宽幅震荡走势，但是美豆天气炒作可能带动豆粕价格大幅波动，关注产区天情况。

图 3.1.3.1：商品猪存栏总计（单位：头）



资料来源：涌益咨询 南华研究

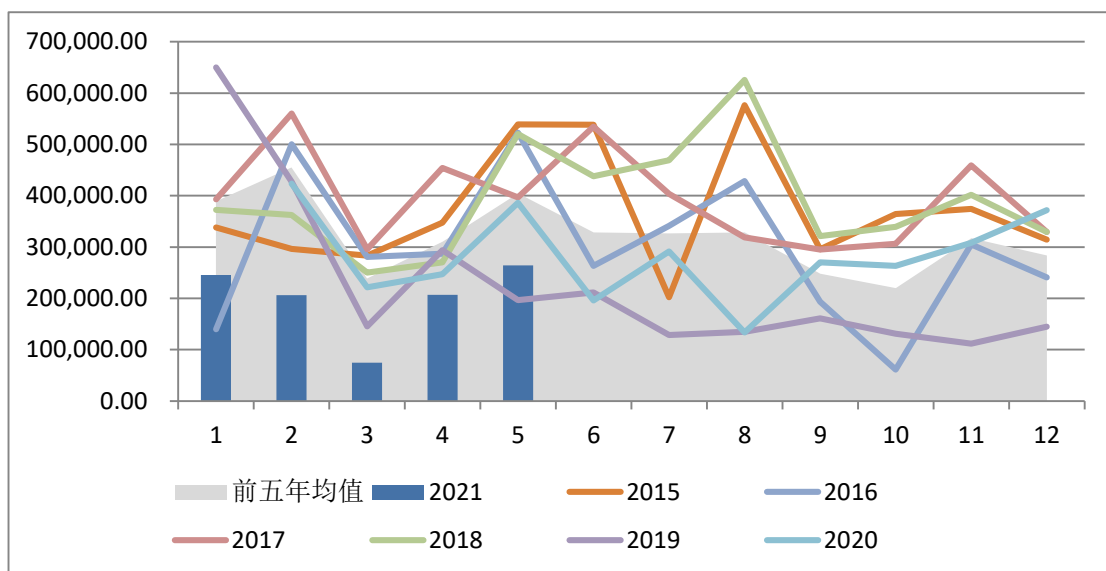
3.2. 菜粕——库存持续增加，需求预期抬升

3.2.1. 菜籽进口持续低位，国产产量提升

因中加关系紧张，近两年我国油菜籽进口量大幅减少，今年油菜籽进口量继续保持低位，1-5 月进口 99.76 万吨，去年同期为 127.91 万吨，但是前五年均值为 179.77 万吨。而对于国产菜籽，今年播种面积有所增加，加之产区整体天气情况较好使得单产整体好于去年，故今年菜籽产量相较于去年可能有 2.8% 左右的增幅，增幅相对有限。

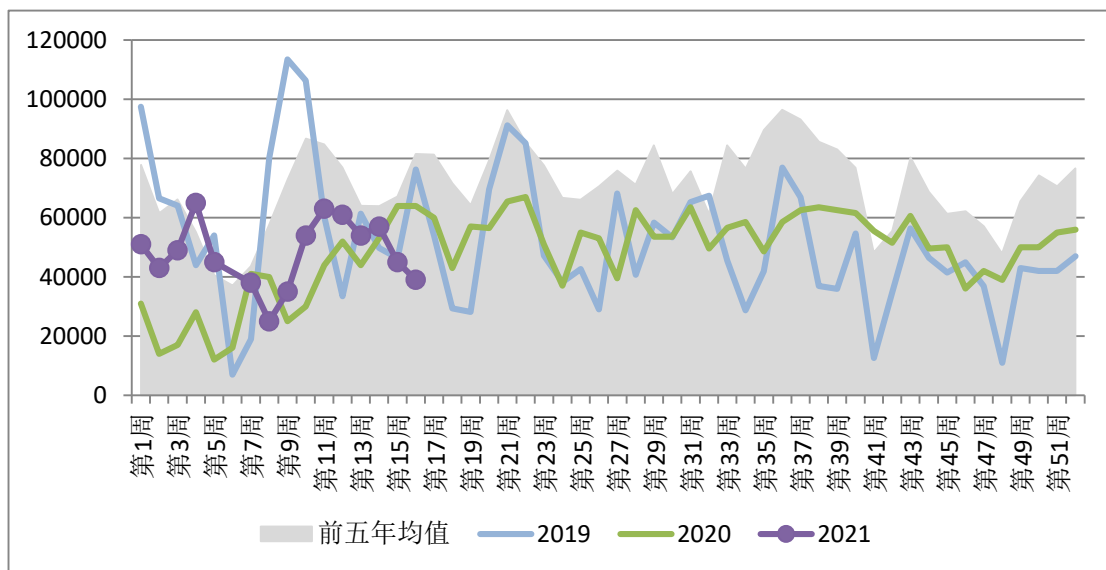
因此，进口菜籽量维持低位，再加上国产油菜籽产量相对稳定，国内整体菜籽供应持续偏紧，菜籽压榨亦维持低位，但由于菜粕进口增加形成一定的替代，所以整体菜粕供应保持充足态势。

图 3.2.1.1：油菜籽月度进口（单位：吨）



资料来源：海关总署 南华研究

图 3.2.1.2：油菜籽周度压榨量更新至 4 月（单位：吨）



资料来源：天下粮仓 南华研究

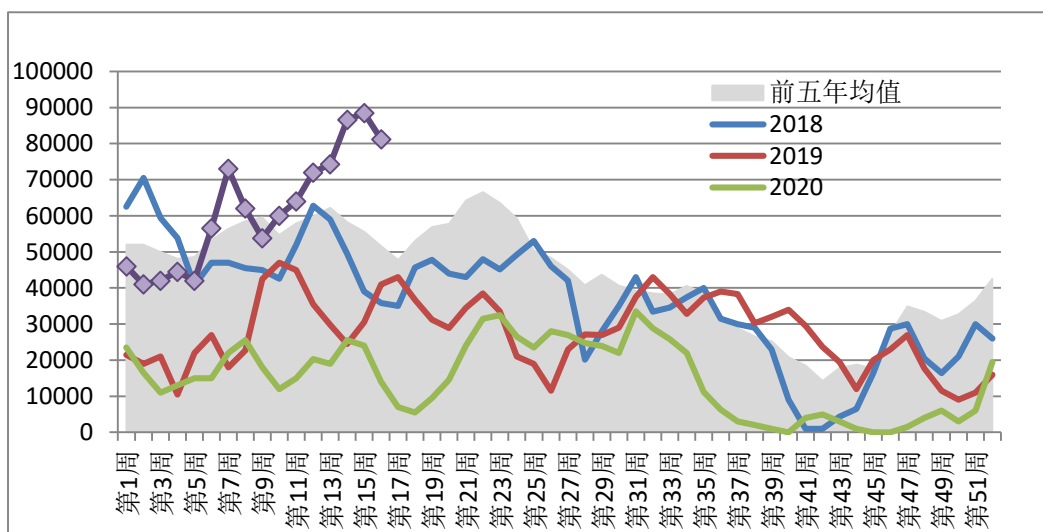
3.2.2. 进口杂粕形成竞争，水产养殖整体收缩

因为油菜籽进口减少，菜粕供应下降，近两年葵花籽粕颗粒菜粕等杂粕进口增加以形成供给补充，去年进口葵花籽粕 218 万吨，前年为 145 万吨，去年进口颗粒菜粕 189 万吨，前年为 158 万吨，杂粕与菜粕竞争性显著上升。

而水产需求方面，由于环保政策实施、湖南广东等部分地区鱼病严重等原因，今年水产养殖整体收缩，影响饲料需求，此外，再加上长江禁渔计划实施等原因，今年水产供应明显减少，水产品价格大幅上涨，水产养殖利润较好，5 月中下旬后有刺激养殖户积极投苗投料，提振了市场对菜粕需求的预期，但由于气温、养殖密度等限制，预计后续实际菜粕需求可能难以大幅增长。

因此，在菜粕供给相对稳定、杂粕竞争形势严峻的情况下，而下游需求又相对疲软，菜粕库存从年初开始一路上涨，目前已处于历史高位附近，库存压力持续施压市场价格。而接下来由于生猪存栏逐步恢复、水产投苗增加等将带动需求预期回升可能会带动菜粕有所走强，但是整体来看菜粕自身驱动相对较少，需关注豆粕运行情况。

图 3.2.2.1：两广&福建地区菜粕库存更新至 4 月（单位：吨）

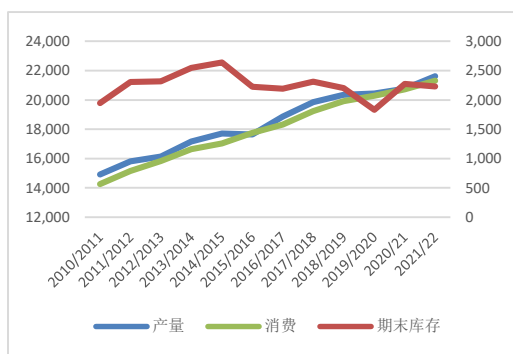


资料来源：天下粮仓 南华研究

第4章 油脂：产量缓慢恢复，库存逐步回升

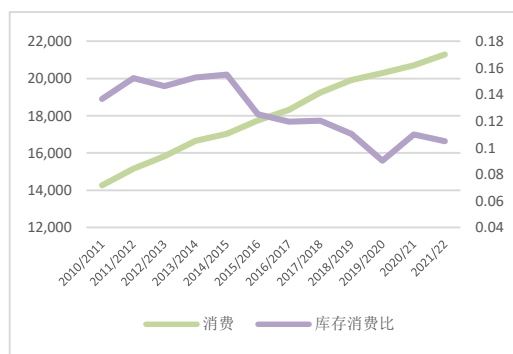
全球油脂一直处在产量与消费均增加的趋势中，但从 2015/16 年度始，生物柴油政策大力推进，工业需求快速增长，且食用需求保持稳定增长态势，消费增速超越产量增速，全球油脂库存开始下降，库存消费比亦降至低位，油脂供需偏紧情况加剧，2019/20 年度库销比已降至 8.6%，尽管本年度小品种油脂产量继续下降，但是棕榈油、豆油与菜油产量增加相对明显，全球油脂供应改善，故库存有所回升，但库销比继续低位运行，支撑全球油脂价格。就美国农业部 6 月预估数据来看，2020/21 年度全球油脂产量为 20767 万吨，消费为 20713 万吨，期末库存回升至 2275 万吨，库销比仍旧处于偏低水平。而对于我们国内，三大油脂库存从 2019 年开始重心下降，于一季度末降至近十年低位附近，尽管近期随着南美大豆集中到港压榨高位油脂库存有所回升，但是目前仍旧处于近年来低位附近。

图 4.1：全球油脂供需情况（万吨）



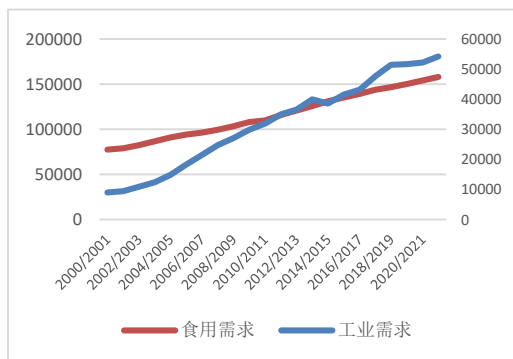
资料来源：USDA 南华研究

图 4.2：全球油脂消费与库销比（万吨）



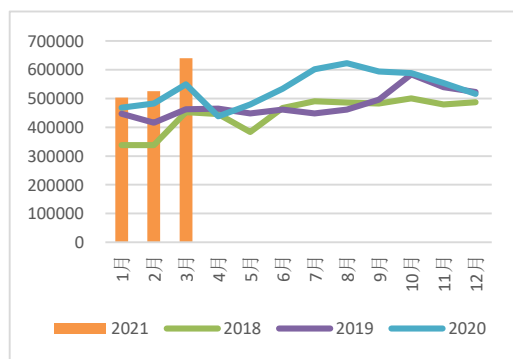
资料来源：USDA 南华研究

图 4.3：全球油脂需求情况（千吨）



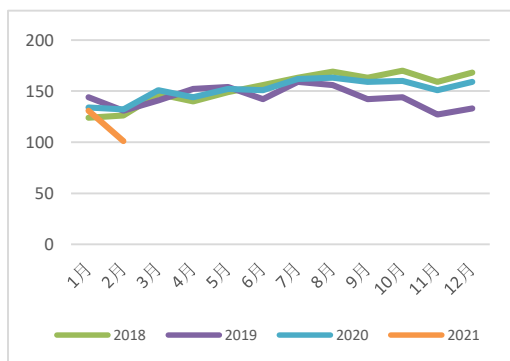
资料来源：USDA 南华研究

图 4.4：巴西生物柴油月度产量（千升）



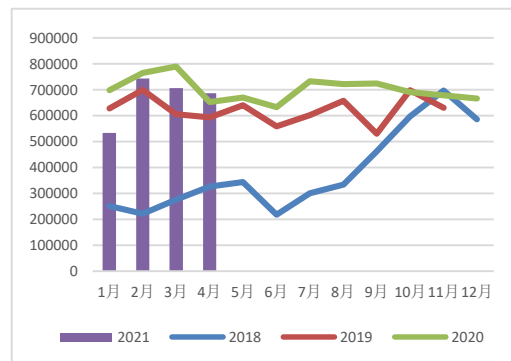
资料来源：巴西生物燃料机构 南华研究

图 4.5: 美国生物柴油月度产量 (百万加仑)



资料来源: 美国能源信息署 南华研究

图 4.6: 印尼棕榈油生柴使用量 (千升)



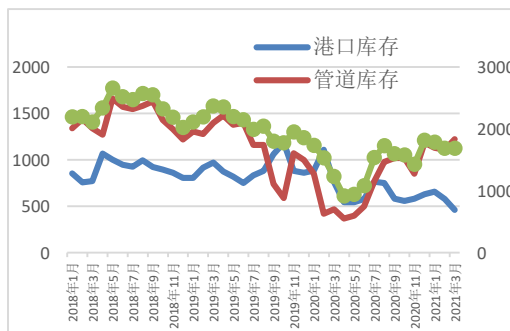
资料来源: 印尼生物燃料生产商协会 南华研究

4.1. 棕榈油

2019 年, 因价格低位运行需求回升, 马来西亚棕榈油库存存在消费出口强劲而产量相对平稳的背景下大幅下降, 2020 年, 因为疫情原因导致的劳工短缺以及拉尼娜影响形成的洪涝灾害, 产量下降明显, 而出口与消费尽管也受疫情及替代影响有下滑但是整体表现仍就相对强劲, 故马来西亚棕榈油库存继续大幅下降, 进入 2021 年, 一季度基本面延续上一年度格局, 库存继续保持低位, 但二季度产量在季节性增产周期中逐步恢复, 库存从低位开始回升。印尼方面, 近几年棕榈油产量增加明显, 出口与消费亦呈现增长态势, 库存相对稳定, 去年因拉尼娜与疫情影响, 产量小幅下降, 需求亦下降, 库存明显增加, 但由于因为其实实施高关税一定程度上限制出口, 对全球棕榈油供给影响相对较小, 不过近期印尼方面有宣称可能下调出口费。而另一方面, 对于棕榈油主要需求国, 目前中国与印度油脂库存均已从低位开始回升, 油脂供需偏紧格局已逐步转变。

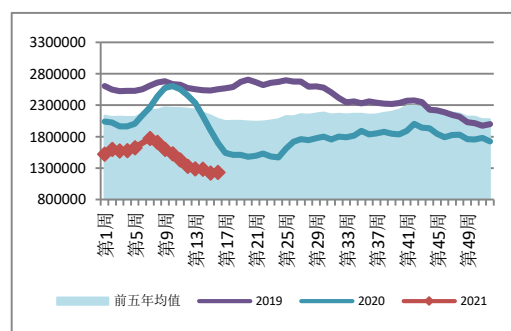
因此, 油脂主要产销国库存普遍已从低位开始回升, 供需偏紧格局好转, 对于棕榈油, 目前处于季节性增产周期, 但由于疫情仍在继续, 产量与需求均受影响, 棕榈油库存重建仍需要时间, 关注库存变化。

图 4.1: 印度油脂库存 (千吨)



资料来源: 印度炼油协会 南华研究

图 4.2: 中国三大油脂周度库存更至四月 (万吨)



资料来源: 天下粮仓 南华研究

4.1.1. 马来产量难超预期，库存重建逐步推进

去年因为疫情防控，马来西亚采取了旅行限制、遣送回国以及封锁等措施，导致种植园劳动力出现巨大缺口，外国劳工短缺令种植和收割均出现延迟，产量明显受到影响。而今年疫情仍在继续，甚至 6 月马来西亚重新实施全国封禁政策，尽管对棕榈油供应链的限制较少，但是由于劳工签证和种植园劳工密度等问题仍在，所以尽管目前棕榈油产量处于季节性增产周期，但是产量恢复仍旧相对偏慢，而需求端，受疫情影响包括印度疫情爆发、马来国内封禁等现象消费恢复缓慢，棕榈油库存从底部回升，但预期仍需要一定时间。马来西亚棕榈油局报告显示，马来西亚 5 月毛棕油产量为 157.2 万吨环比增 3.2%，出口为 126.5 万吨环比减少 5.5%，库存为 156.9 万吨月环比增 1.5%。

图 4.1.1.1：马来西亚棕榈油产量（万吨）

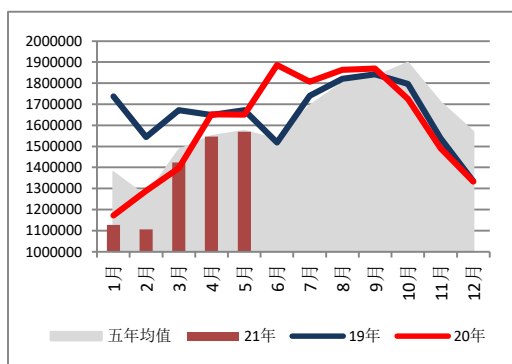
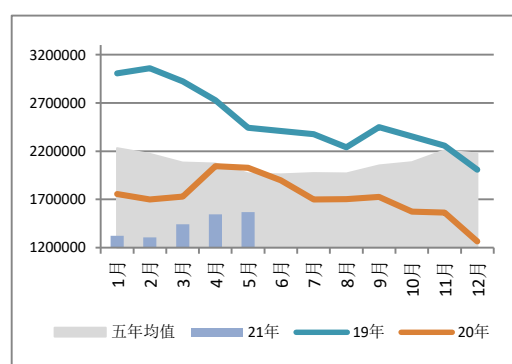


图 4.1.1.2：马来西亚棕榈油期末库存（万吨）



资料来源：Wind 南华研究

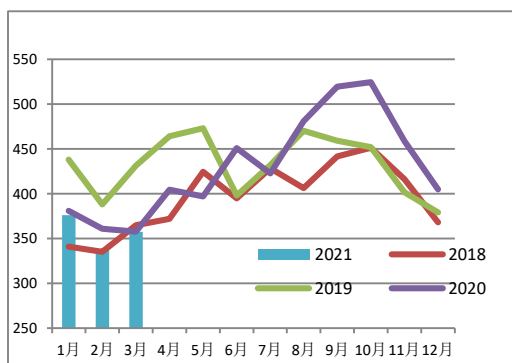
资料来源：Wind 南华研究

4.1.2. 印尼库存回落，可能下调出口费

相对于马来西亚，近年来印尼产量增加明显，但去年同样因为不利天气及种植园管理问题，产量小幅下降，而需求方面，在疫情背景影响下，全球油脂消费增速放缓，油脂间竞争加剧，棕榈油需求下降，而印尼又实施较高的关税措施，故印尼库存增加明显。但是同样也因为印尼实施高关税政策，一方面限制棕榈油出口，对全球棕榈油市场供给影响相对较小，另一方面为其国内生物柴油项目和自耕农重播项目提供资金促进其国内消费。而今年以来产量恢复继续相对受阻，但是印尼国内消费较好，出口有所回升，故库存已基本降至去年同期水平。

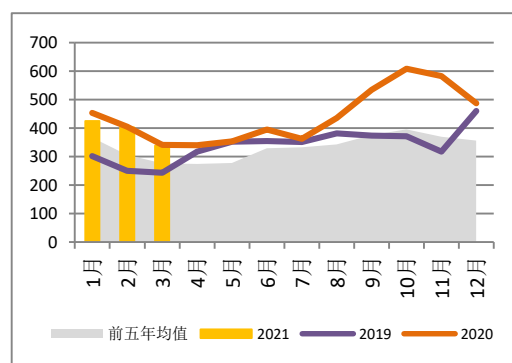
印尼与马来西亚作为全球两大棕榈油生产国，在出口关税方面有着截然不同的选择，目前，马来西亚依然执行着自 2020 年 7 月以来的零出口关税政策，而印尼则在价格上涨过程中不断上调出口关税，2 月印尼毛棕榈油出口税费已上调至 93 美元/吨，出口费为每吨 255 美元。目前已维持近 4 个月的高出口费收取，但是近期印尼方面有可能下调棕榈油出口费。由于两国税率差距仍然很大，所以实际对马来西亚棕榈油的出口影响较为有限，而印尼棕榈油库存的回落使得即使降税对全球棕榈油供给的冲击也相对有限。

图 4.1.2.1: 印尼棕榈油产量 (万吨)



资料来源: 印尼棕榈油协会 南华研究

图 4.1.2.2: 印尼月度期末库存 (万吨)

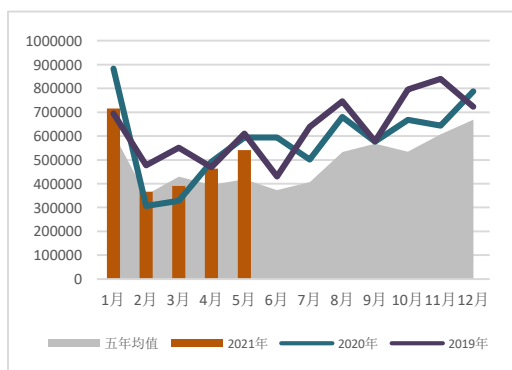


资料来源: 印尼棕榈油协会 南华研究

4.1.3. 进口利润依旧倒挂, 库存持续走低

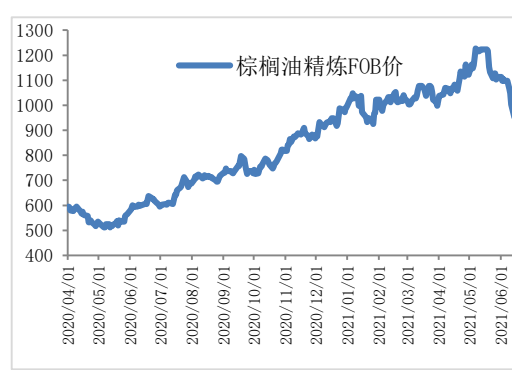
我国棕榈油供给全面依靠进口, 据海关数据统计, 2020 年我国棕榈油进口总量 641 万吨, 较 2019 年的 747 万吨下降 106 万吨, 降幅 14.19%。2021 年一季度棕榈油进口有所增长, 但是因为进口利润持续倒挂限制进口量, 所以今年 1-5 月棕榈油进口量为 247.69 万吨, 同比下滑 4.85%, 国内棕榈油供应相对偏紧, 而另一方面随天气转暖, 市场对棕榈油消费逐步回升, 故库存持续下降, 目前国内棕榈油库存已降至历史低位附近。因此, 短期来看棕榈油供应压力相对较小, 需关注马来棕榈油库存重建情况。

图 4.1.3.1: 中国棕榈油进口总量 (吨)



资料来源: 海关总署 南华研究

图 4.1.3.2: 马来西亚精炼棕榈油 FOB (美元/吨)

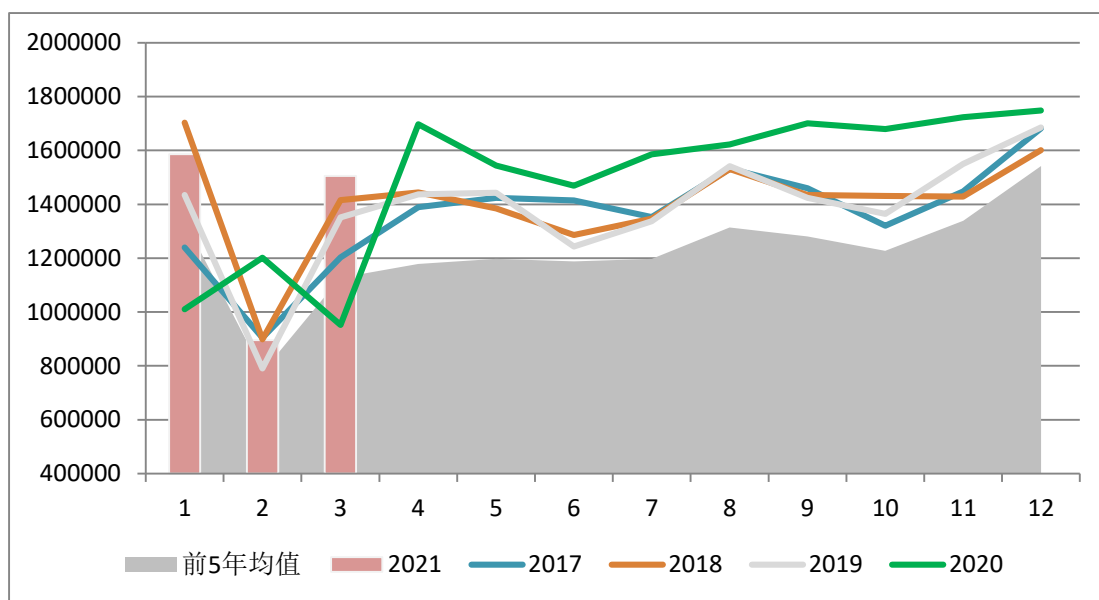


资料来源: 天下粮仓 南华研究

4.2. 豆油

本年度全球大豆供需偏紧,美豆出口销售强劲库销比持续下降,巴西大豆尽管丰产,但是天气扰动影响上市节奏,短期进一步加剧供需偏紧格局,但随着南美大豆上市,国内大豆集中到港,油厂压榨回升至高位,豆油供应状况改善,但下游走货谨慎,故近期库存明显回升。而接下来 6-8 月南美大豆到港仍将维持高位,即大豆供应仍将保持相对充足状态,但是豆粕需求缓慢部分胀库停机情况将调节短期供应。因此,对于豆油来说,短期供给相对充足,但是目前正值美豆生长期,天气情况将极大的影响新季作物供需,影响未来豆油的供给,也就是说正常情况下价格很可能呈现震荡偏弱调整走势,但是天气炒作可能加剧豆油价格波动。

图 4.2.1: 豆油表观消费量更新至 3 月 (单位: 吨)



资料来源: 天下粮仓 南华研究

4.2.1. 大豆到港供给增加, 下游需求相对一般

尽管今年南美大豆播种生长收割期间都遭遇了不利天气,但是仍旧是丰产状态,所以在南美大豆集中上市之后,我国对于巴西大豆的才采购量也急剧上升,大豆到港量增加,短期供应充足。

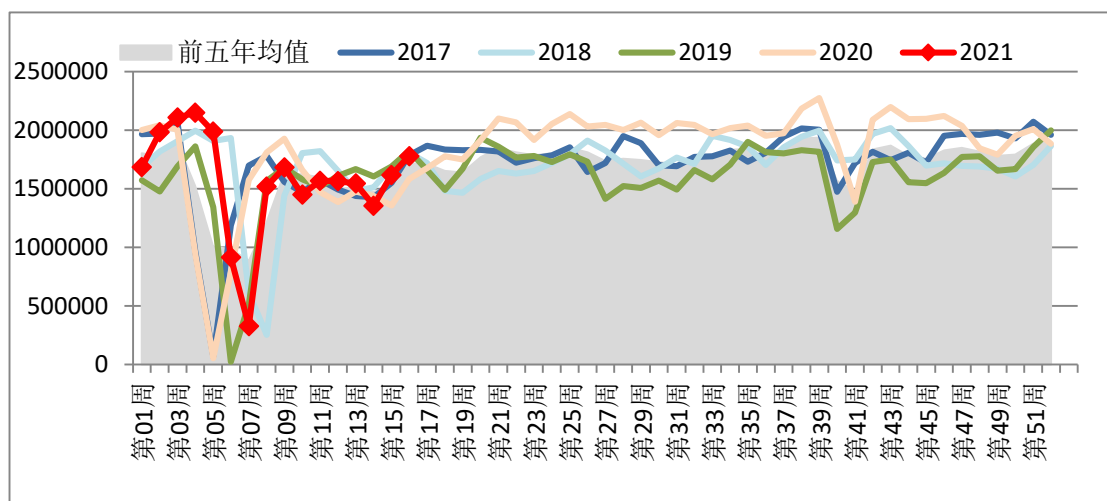
而随着南美大豆的陆续到港,油厂在油籽供应充足的背景下,逐渐提升开机率,进入 5 月油厂压榨量已提升至了五年高位,但另一方面下游需求相对一般,企业随采随用,补库意愿不强,故库存于 4 月开始回升,目前已升至去年同期水平,但整体来看仍旧偏低。此外,尽管短期大豆到港相对充足,但是近期由于部分油厂豆粕胀库严重以及部分地区大豆到港卸船偏慢出现缺豆等有停机现象出现,压榨量有所回落,一定程度限制豆油供给进一步增加。

4.2.2. 压榨利润持续亏损，需求预期缓慢恢复

由于美豆库销比低位支撑美豆价格持续坚挺，国内进口大豆成本居高不下，支撑下游油脂油料价格。目前进口大豆盘面压榨利润继续亏损，巴西大豆 7-9 月船期盘面毛利亏损在 150 元/吨上下，美湾大豆 7 月船期亏损在 350 元/吨左右，若扣除 150-180 元/吨加工费，净榨利进一步亏损，油厂和经销商挺价意愿较强，且相对油脂近期豆粕库存胀库明显，油厂通过油脂实现利润意图更强，一定程度支撑豆油价格。

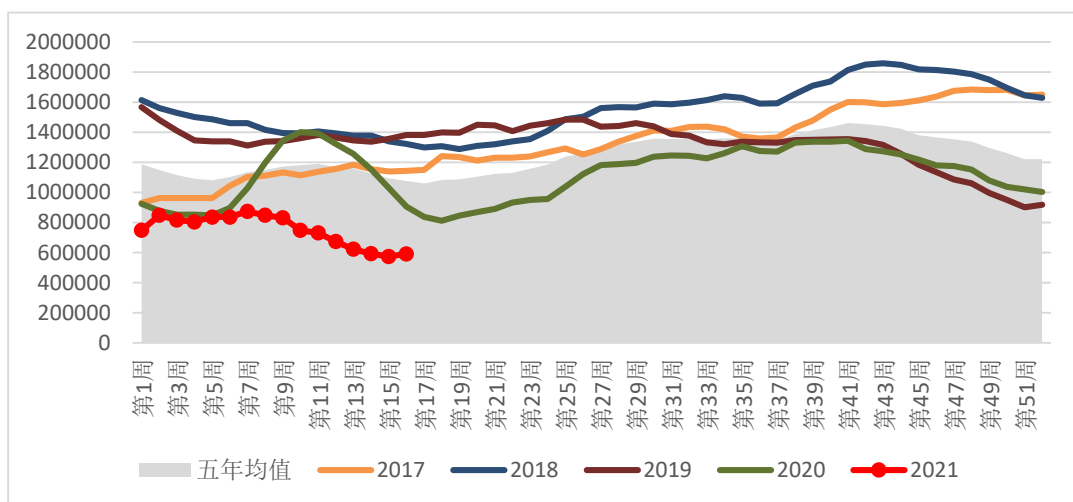
此外，对于美国生物柴油政策可能松动的影响，短期可能对油脂市场造成一定的波动，但生物燃料需求呈持续增长的趋势是不变的，再加之以消费的增长趋势，预计豆油消费可能继续呈增长态势。

图 4.2.2.1：大豆开机压榨量更新至 4 月（单位：吨）



资料来源：天下粮仓 南华研究

图 4.2.3.1：国内豆油库存更新至 4 月（单位：吨）



资料来源：天下粮仓 南华研究

4.3. 菜油：国产菜籽价格高企，菜油库存持续上涨

本年度因种植收益改善及产区天气较好，国产菜籽种植面积与单产均有增加，相较于上年度产量有所提升，但增幅相对有限，中加关系紧张局势延续，进口菜籽亏损严重，菜籽进口量保持低位，故国内菜籽供应维持偏紧态势，菜籽压榨量持续低位。本年度菜籽油进口将继续增加，以代替油菜籽进口，补充市场菜籽油供给。

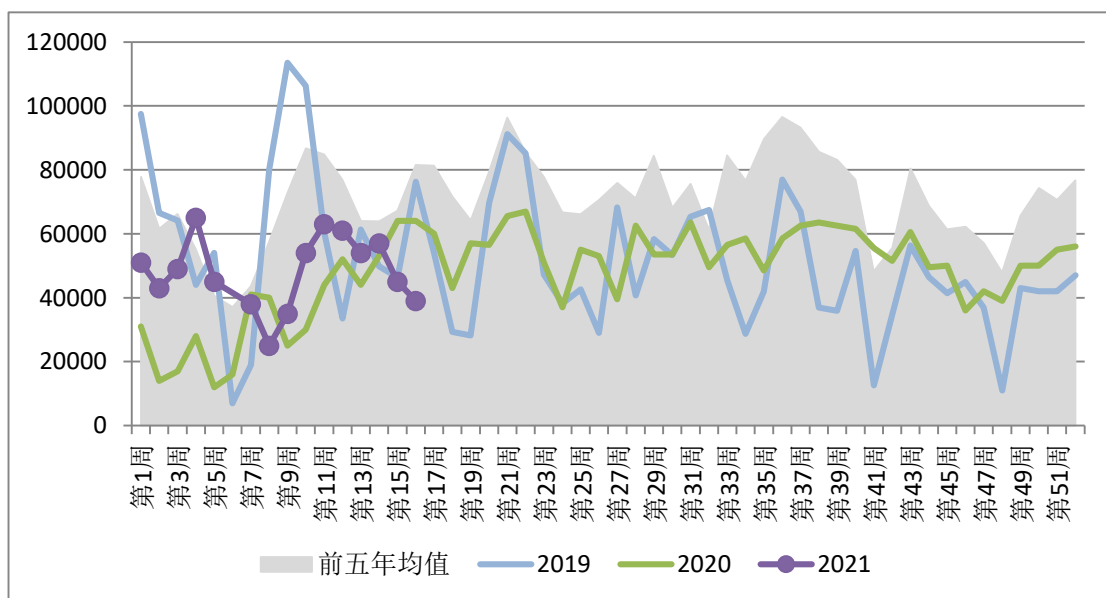
此外，目前国内新菜籽已处于收获尾期，相较于去年今年各地菜籽开秤价大幅上涨，普遍在 3 元/斤以上，其中云南广西一带的菜籽上市相对较早，收购价格从初期的 5000 元/吨上涨到了 6000 多元/吨，而油菜籽主产区四川地区，油菜籽价格也呈现持续上涨态势，上市较早的高芥酸菜籽开秤价在 3.1 元/斤-3.25 元/斤左右，而低芥酸菜籽开秤价也达到了 3.15 元/斤左右，而在集中上市之后，菜籽价格收购价格也继续保持了坚挺的态势，给国产菜籽油提供了成本支撑。

下游需求方面，由于家庭消费转向餐饮消费、家庭储备减少以及其他油脂竞争替代等原因，菜籽油整体消费有所收缩，再加上散油价格上涨但包装油价格上涨有限，利润倒挂，终端包装油环节采购补库意愿低，随采随用为主，今年以来菜油库存持续上涨，目前已升至五年均值位置，压制价格，但由于菜油是小品种油脂，一旦市场开启补库需求，供需将再次转为偏紧状态。

天下粮仓 4 月菜籽油供需预测，2020/21 年度我国菜籽油产量为 255 万吨，上年度为 216 万吨，进口 200 万吨，上年度为 170 万吨，消费 465 万吨，上年度为 407 万吨，库销比将下降至 14.62%，为历史低位附近。

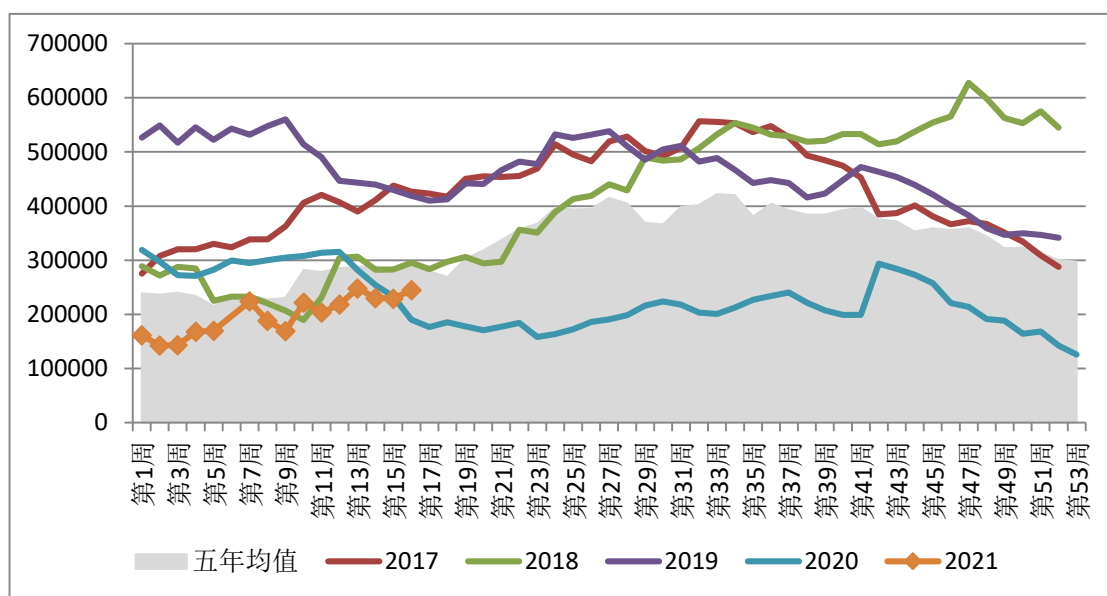
因此，对于菜籽油来说，消费相对不佳，库存持续上升，但由于菜籽供给量仍在低位，压榨维持低位，一旦需求有所好转，菜籽油供需将再次转紧。

图 4.3.1：油菜籽周度压榨量更新至 4 月（单位：吨）



资料来源：天下粮仓 南华研究

图 4.3.2：菜籽油库存更新至 4 月（单位：吨）



资料来源：天下粮仓 南华研究

第5章 油脂油料展望

2020 年上半年，在产量逐步增加消费恢复缓慢的背景下，油脂供需偏紧格局改善，价格亦由强转弱，而粕类则因养殖恢复相对坎坷而呈现宽幅震荡走势。对于接下来的油脂油料走势，首先，大豆供应增加，南美大豆丰产，集中上市后短期大豆供应充足，美豆新作产量预期提升，但库销比仍旧偏低，关注各产区天气炒作；其次，棕榈油库存逐步重建，棕榈油处于季节性增产周期，但劳工问题限制产量增速，而需求亦受疫情影响恢复缓慢，库存已从低位逐步回升；再者，油脂消费将保持稳步增长态势，全球疫情继续但影响相对减弱，食用消费恢复增长，生物燃油短期或有波动但不改长期趋势，工业消费前景较好；最后，粕类需求缓慢恢复，非洲猪瘟影响基本消散仅零散发生，生猪存栏回升，但价格持续回落一定程度影响个体饲料需求量，需求恢复进程可能偏缓，水产高价刺激投苗，菜粕需求预期抬升，但实际增幅可能相对有限。

因此，对于接下来的油脂油料来说，油料方面，大豆供给回升而需求缓慢恢复，库存压力继续作用价格，预计油料可能呈宽幅震荡走势，但新作天气炒作抬升可能支撑粕类价格再次走高，关注下游需求以及新作油籽生长种植情况，豆粕指数可能支撑位 3000 附近，菜粕指数可能支撑位 2500 附近；油脂方面，随着棕榈油产量增加与南美大豆上市，美豆种植面积增加，供应明显回升，但整体增长难超预期，消费短期可能受生柴政策松动和疫情影响但长期向上趋势不变，因此，整体来看，库存逐步重建压制油脂价格，但是产区天气炒作可能再次带动油脂走强，关注库存与宏观扰动情况，预计豆油指数可能运行区间 7300-9300 附近，棕榈油指数可能运行区间 6400-8000 附近，菜油指数可能运行区间 9300-11000 附近。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点