



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

半山烟雨半山晴

摘要

2021 年前三季度，尽管需求预期相对偏弱，但是产量恢复曲折供应端偏紧形成支撑，油脂油料继续呈现高位运行态势，其中油脂持续走强，而油料相对偏弱呈高位横盘震荡走势。对于接下来的油脂油料价格走势，美豆库销比持续低位运行，南美大豆产量预期增加但仍依赖于天气，加拿大菜籽减产明显，油籽供需偏紧，尽管马来出台应对劳工短缺问题措施，但是推进进度以及季节性减产季继续限制产量增幅，故在库存不能有效建立的背景下，预计油脂可能会继续呈现偏强的走势，而油料方面，供给端油籽供需偏紧继续支撑，但是另一方面需求端恢复受阻亦压制其上行空间，油料可能继续呈现震荡走势。

风险点：全球疫情发展态势、油籽各产区天气病虫害情况、生猪养殖需求情况、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：美豆产量基本落定，油籽供需持续偏紧	5
2.1.	美豆种植面积增长，产区干旱影响单产	7
2.2.	南美大豆预期增产，天气仍存在炒作空间	7
2.3.	加菜籽大幅减产，菜籽供需继续偏紧	8
第 3 章	粕类：油籽供需偏紧支撑，需求不佳形成压制	10
3.1.	豆粕——供应相对充足，需求恢复不及预期	10
3.1.1.	生猪养殖利润不佳影响豆粕需求	10
3.1.2.	压榨利润倒挂影响大豆进口	10
3.2.	菜粕——菜籽供应偏紧，供应端压力小	11
3.2.1.	菜籽进口持续低位，国产产量基本稳定	11
3.2.2.	水产养殖需求旺盛，杂粕形成竞争替代	13
第 4 章	油脂：产量增幅有限，供需偏紧难转变	14
4.1.	棕榈油	15
4.1.1.	马来产量恢复曲折，库存重建进程缓慢	16
4.1.2.	印尼库存偏高，高关税限制出口	17
4.1.3.	进口利润倒挂限制进口，供应端持续偏紧	17
4.2.	豆油	18
4.2.1.	短期大豆到港不足，供给预期减少	18
4.2.2.	压榨利润持续亏损，需求预期缓慢恢复	19
4.3.	菜油：国产菜籽价格高企，菜油库存持续上涨	20
第 5 章	油脂油料展望	21
	免责声明	22

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)	6
图 2.1.1: 巴西大豆产量走势图 (万吨)	7
图 2.1.2: 阿根廷大豆产量走势图 (万吨)	7
图 2.2.1: 玉米、大豆与棉花价格走势	8
表 2.3.1: 菜籽分国别进口 (单位: 吨)	9
表 2.3.2: 2021 年菜籽分国别进口 (单位: 吨)	9
图 3.1.1.1: 商品猪存栏总计 (单位: 头)	10
表 3.1.2.1: 大豆进口按国别分 (单位: 万吨)	11
图 3.2.1.1: 油菜籽月度进口 (单位: 吨)	12
图 3.2.1.2: 油菜籽周度压榨量 (单位: 万吨)	12
图 3.2.2.1: 全国主要油厂菜粕库存 (单位: 吨)	13
图 4.1: 全球油脂供需情况 (万吨)	14
图 4.2: 全球油脂消费与库销比 (万吨)	14
图 4.3: 全球油脂需求情况 (千吨)	14
图 4.4: 巴西生物柴油月度产量 (千升)	14
图 4.5: 美国生物柴油月度产量 (百万加仑)	15
图 4.6: 印尼棕榈油生柴使用量 (千升)	15
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 (万吨)	16
图 4.1.1.1: 马来西亚棕榈油产量 (万吨)	16
图 4.1.1.2: 马来西亚棕榈油期末库存 (万吨)	16
图 4.1.2.1: 印尼棕榈油产量 (万吨)	17
图 4.1.2.2: 印尼月度期末库存 (万吨)	17
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 4.2.2.1: 大豆开机压榨量 (单位: 万吨)	19
图 4.2.3.1: 国内豆油库存 (单位: 万吨)	19
图 4.3.1: 全国主要油厂油菜籽库存 (单位: 万吨)	20

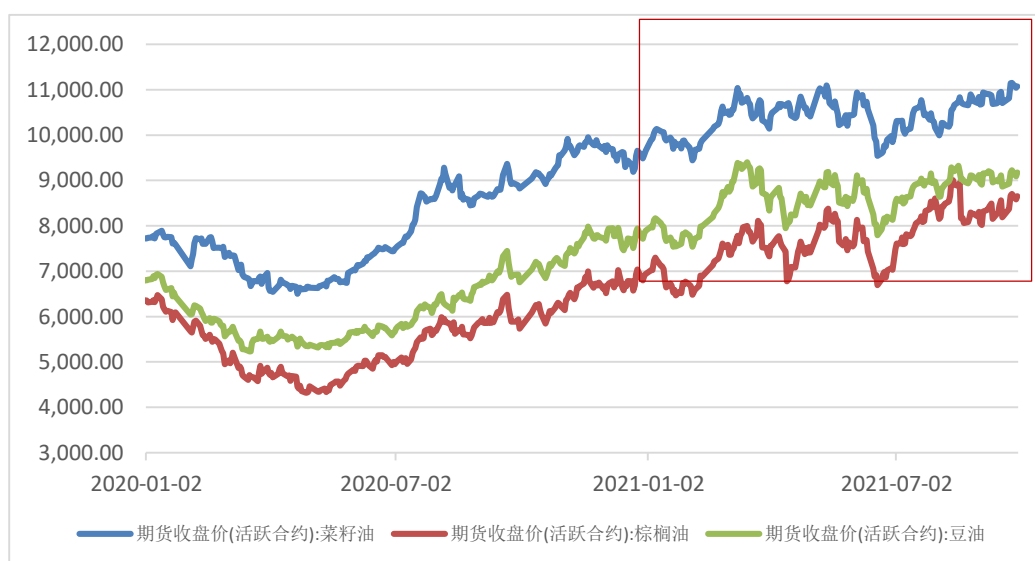
第1章 行情回顾

前三季度，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，尽管5月后，产量逐步回升，需求预期减弱，油脂价格有所调整，但此后由于美豆主产区天气不佳且棕榈油产量增长持续受限于劳工问题，油脂供应偏紧继续支撑油脂价格走强。其中棕榈油方面，棕榈油进入季节性增产周期，但是受限于劳工短缺问题，马棕油产量恢复缓慢，而需求方面相对稳定，故库存重建进程缓慢，棕榈油价格持续偏强运行；豆油方面，美豆种植面积增加但不及预期且主产区持续干旱影响单产，库销比持续低位，支撑豆油价格高位运行；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，库存压力较大，菜油价格高位宽幅震荡。

相较于油脂，粕类波动偏小，在供应端油籽供需偏紧、需求恢复受阻的背景下，粕类价格呈现震荡走势。其中豆粕方面，尽管南美大豆上市保障油籽供给，但是美豆种植面积不及预期且主产区不利天气形成支撑，市场预期供应偏紧，需求方面，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，但由于杂粕供给较多形成对菜粕的竞争，而需求方面，今年水产需求旺盛形成支撑，故菜粕亦呈现震荡走势。

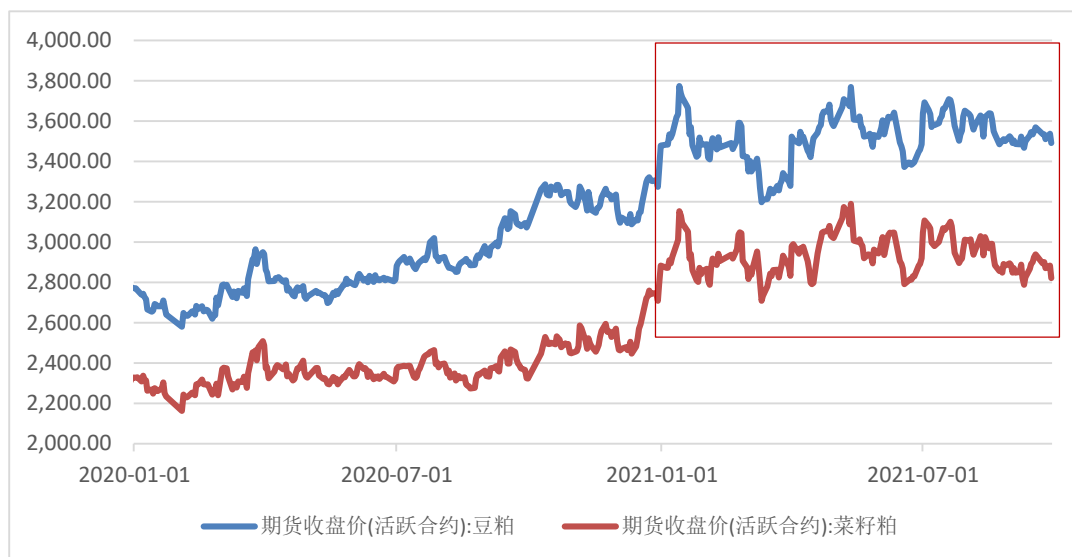
对于接下来的油脂油料走势，美豆逐步上市，短期供给增加，但库销比仍旧低位，南美大豆产量预期增加但是天气仍旧有较大的不确定性，马来出台应对劳工短缺问题措施，但是推进进度以及季节性减产季的到来将继续限制产量增幅，库存重建仍需时间，故四季度油脂油料可能继续呈现高位宽幅震荡走势，其中油脂将继续偏强而油料因需求问题可能相对偏弱。

图 1.1：油脂主力合约价格走势



资料来源：Wind 南华研究

图 1.2：油料主力合约价格走势



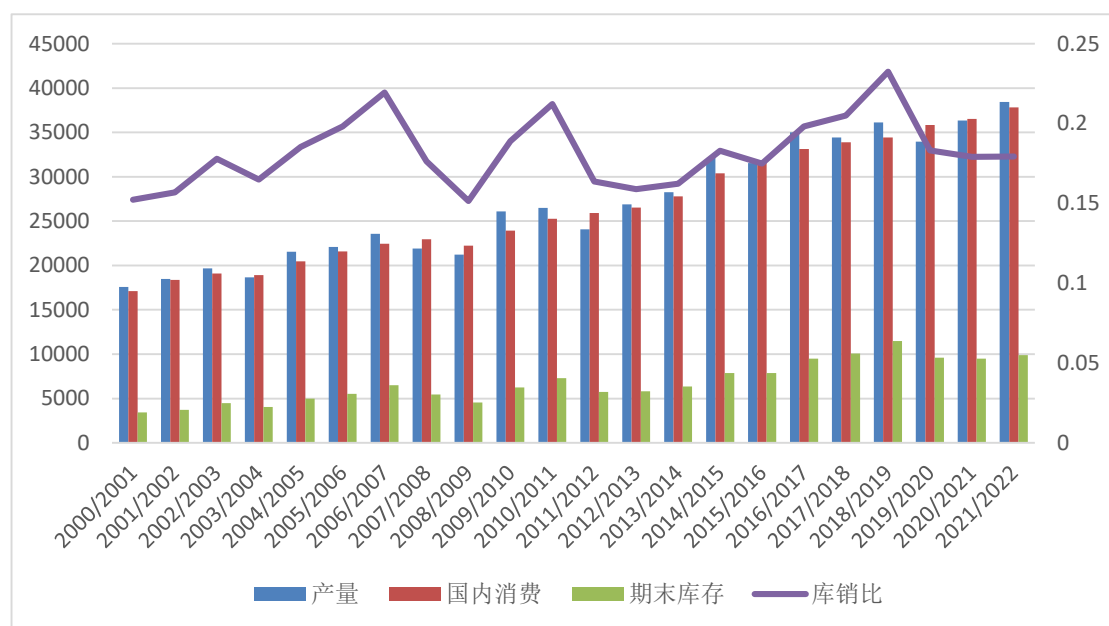
资料来源：Wind 南华研究

第2章 油籽：美豆产量基本落定，油籽供需持续偏紧

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，目前美豆已开始陆续收割，产量基本落定，尽管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，而需求方面继续保持强劲态势，故美豆库存消费仍旧维持在相对低位，而对于即将到来的南美种植季，南美大豆产量预期大幅增加但是就目前来看仍旧受限于天气条件，所以之后可以关注南美产区天气炒作。

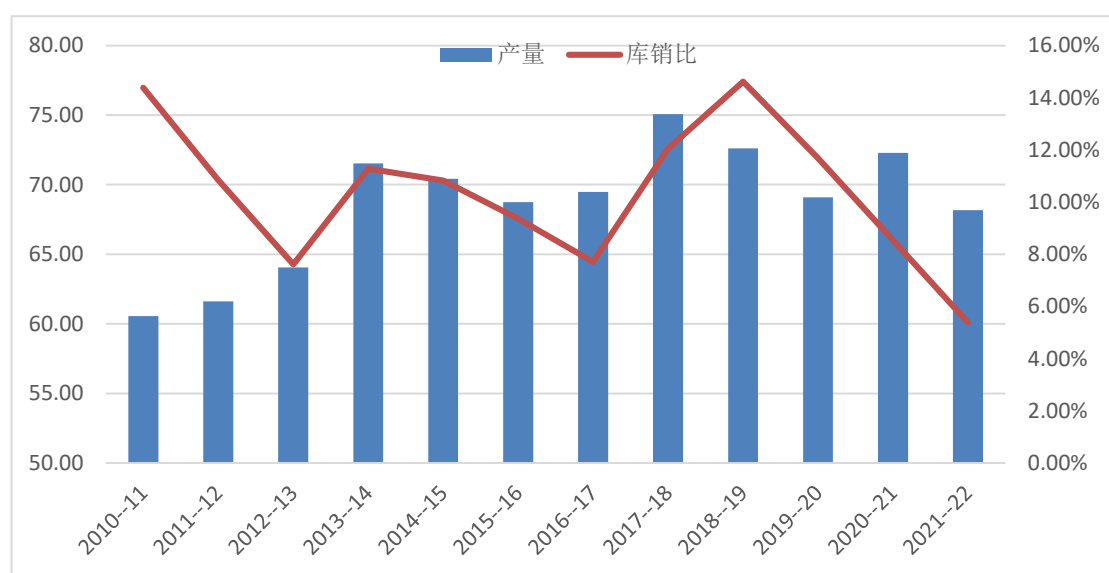
受不利天气影响，近几年油菜籽产量持续下降，2020/21 年度因为欧盟、加拿大等种植面积继续下降，且部分地区受病虫害影响单产、加拿大主产区遭遇干旱等，产量仍偏低为 7228 万吨，而对于 2021/22 年度的新作，尽管由于种植效益好，种植面积有所提升，但是天气依旧制约产量，全球油菜籽主产国加拿大因其油菜籽主产区草原三省持续高位干旱影响油菜籽产量，加拿大统计局不断下调 2021/22 年度菜籽产量，最新预估为 1280 万吨，较去年下降 34.4%。美国农业部 9 月最新预估，2021/22 年全球油菜籽产量为 6817 万吨，也就是全球油菜籽供需继续偏紧，期末库存将进一步下降。

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）



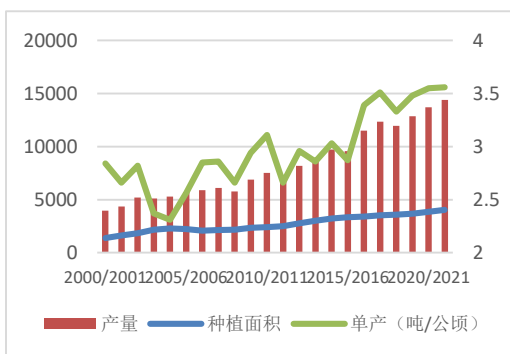
资料来源：Wind USDA 南华研究

2.1. 美豆种植面积增长，产区干旱影响单产

对于 2021 年新季作物，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，故不管是 3 月的种植意向报告还是 6 月的实播面积报告，大豆的种植面积相较去年均有明显的增加，但相较于预期仍旧是有一定的差距的。而单产方面，今年美豆种植期间天气情况较好，种植顺利，但是五月开始中西部产区的持续高温干旱天气很大程度上影响了大豆的生长发育，美豆生长优良率持续大幅不及往年同期。

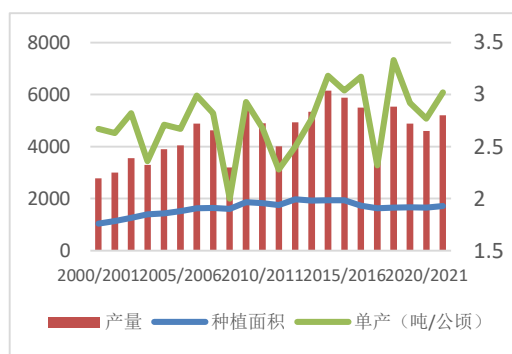
目前美豆已开始陆续收割，产量基本落定，就美国农业部 9 月供需报告最新预计，2021/22 年度美豆种植面积为 87.2 百万英亩，收割面积 86.4 百万英亩，单产为 50.6 蒲式耳/英亩，产量为 4374 百万蒲式耳，折 1.19 亿吨，相较去年增加 649 万吨。故本年度美豆产量明显回升，但由于其国内压榨与出口持续保持强劲态势，美豆库存比仍旧处于低位，支撑美豆价格。

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. 南美大豆预期增产，天气仍存在炒作空间

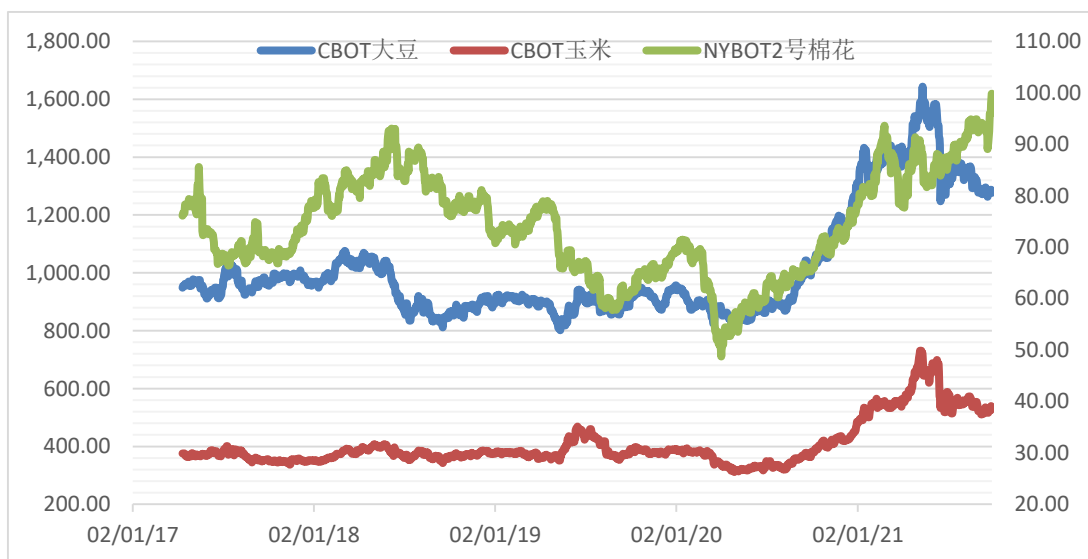
2020/21 年度南美产区受拉尼娜气候影响较大，因种植期雨水偏少，南美大豆种植推进缓慢，尽管之后巴西降雨改善，产量预期创历史新高，但是进入收获季后雨水偏多再次阻碍了大豆收获与装运的进程，在一定程度上拉长了美豆出口周期，进一步加剧市场阶段性的供应短缺。而阿根廷由于种植窗口更短且整体降雨情况远不及巴西，故 2020/21 年度阿根廷单产将进一步下降，产量下降。美国农业部 9 月供需报告预测，2020/21 年度巴西大豆产量为 13700 万吨，上年度为 12850 万吨，阿根廷大豆产量为 4750 万吨，上年度为 4880 万吨。尽管因为天气原因，本年度南美大豆供应存在着较多波折，但是在 4、5 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 9 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。但是就实际产量来说，种植期间的天气仍是至关重要的影响因素，目前已有炒作趋势的拉尼娜干旱等仍将很大程度限制了南美大豆产量的提升。

因此，就目前来看，全球新季大豆产量大概率将增长，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收获期，产量已基本落定，而南美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. 加菜籽大幅减产，菜籽供需继续偏紧

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相对较低水平，全球油菜籽供需继续偏紧，不过本年度由于全球油菜籽主产国加拿大减产严重，预计全球油菜籽产量将再次大幅下降，加拿大统计局最新预估加拿大菜籽产量为 1280 万吨，美国农业部 9 月最新预估，2021/22 年全球油菜籽产量为 6817 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。

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。今年夏收菜籽已经集中上市，秋收菜籽即将收获，预计产量可能略有增加但是幅度不大。

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，中加关系仍存在较大的不确定性，且加拿大油菜籽大幅减产，可供资源明显减少，2021 年 1-8 月我国油菜籽进口 162.16 万吨，从加拿大进口 142.14 万吨，预计国内菜籽供应偏紧格局将继续。

表 2.3.1：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 2.3.2：2021 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
6 月	250200	242117.8	8017.091	65	0
7 月	189296.6	180003.3	9228.35	65	0
8 月	184407	179996.8	4345.22	4410.22	0
合计	1621560	1421405	95398.74	16004.29	93096.74

资料来源：海关总署 南华研究

第3章 粕类：油籽供需偏紧支撑，需求不佳形成压制

3.1. 豆粕——供应相对充足，需求恢复不及预期

3.1.1. 生猪养殖利润不佳影响豆粕需求

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，目前每头猪亏损已在1000元以上，养殖户出于养殖利润考虑，重新权衡饲喂，存栏体重持续下降，低价小体重猪、淘汰母猪屠宰量不断攀升，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，不过今年以来随着玉米价格的持续回落，替代有所好转，但是国内小麦、稻谷替代玉米仍具有价格优势，一定程度也影响了豆粕需求。

图 3.1.1.1：商品猪存栏总计（单位：头）



资料来源：涌益咨询 南华研究

3.1.2. 压榨利润倒挂影响大豆进口

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。尽管近期因美豆调整，国内油脂油料相对强劲，压榨利润有所好转，但是仍旧不佳，目前美湾大豆11月船期亏损在97元/吨左右，巴西大豆2月船期盘面毛利在125元/吨上下，若扣除150-180元/吨加工费，净榨利仍旧亏损，而因为前期压榨利润持续不佳，大豆买船减少，近期大豆到港量略有不足，再加上部分沿海地区

限电政策，油厂开机率不及预期，供应明显减少，市场预期豆粕供应将趋紧，油厂和经销商有挺价意愿，一定程度支撑豆粕价格。

而对于大豆进口方面，今年南美大豆因拉尼娜影响，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，但是之后压榨利润不佳一直限制进口量，据海关总署 2021 年 1-8 月累计进口大豆约 6712 万吨，同比增加 238 万吨，同比增幅 3.67%。目前美豆已经开始收获，且产量预期相较多年将有明显的增长，预计大豆到港量偏少的情况可能要 11 月之后才会有明显好转。据 Mysteel 农产品数据统计，2021 年 9 月份进口大豆到港量预计为 634 万吨，10 月进口大豆到港量预计为 650 万吨，11 月进口大豆到港量预计为 860 万吨，12 月进口大豆到港量预计为 780 万吨。

因此，短期因为大豆到港不足以及限电等原因，油厂开机率可能不及预期，豆粕供给趋紧，预计需等到美豆大量上市到港之后才可能好转，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震荡走势，但是后续南美种植期天气炒作可能带动豆粕价格大幅波动，关注产区天气情况。

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
5 月	24.44	923.49	0.00	960.73
6 月	5.48	1047.64	8.28	1072.22
7 月	4.23	787.52	66.08	867.31
8 月	1.76	903.74	13.69	949.00
小计	2164.35	4304.78	98.16	6711.44
2020 年 1-8 月	944.3	4887.81	501.06	6473.88
同比	129.20%	-11.93%	-80.41%	3.67%

资料来源：海关总署 南华研究

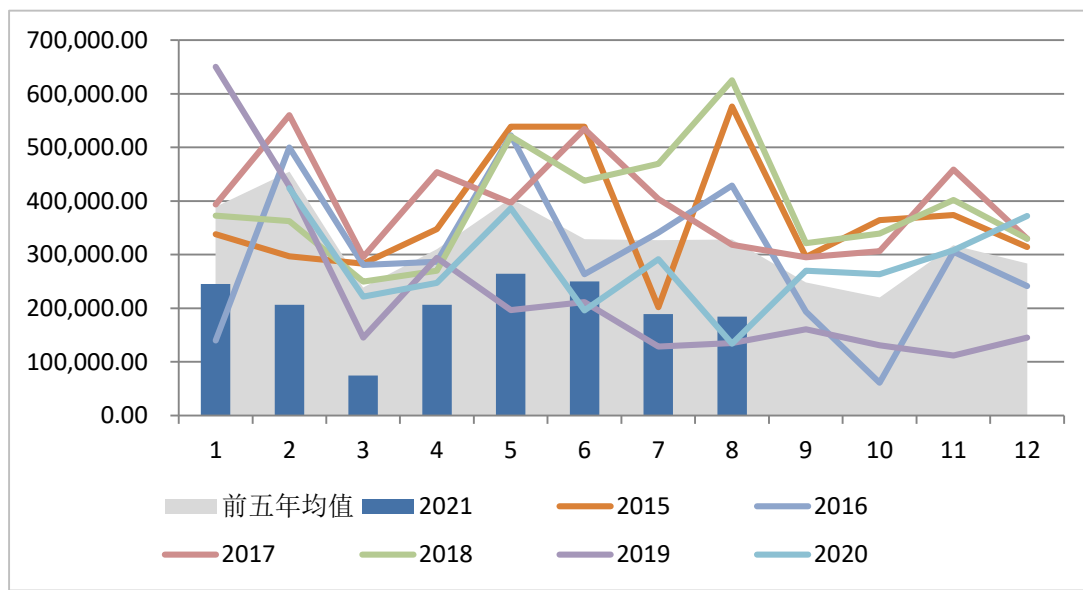
3.2. 菜粕——菜籽供应偏紧，供应端压力小

3.2.1. 菜籽进口持续低位，国产产量基本稳定

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，1-8 月进口 162 万吨，去年同期为 190 万吨，但是前五年均值为 278 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有小幅增长，增幅相对有限，产量波动不大。

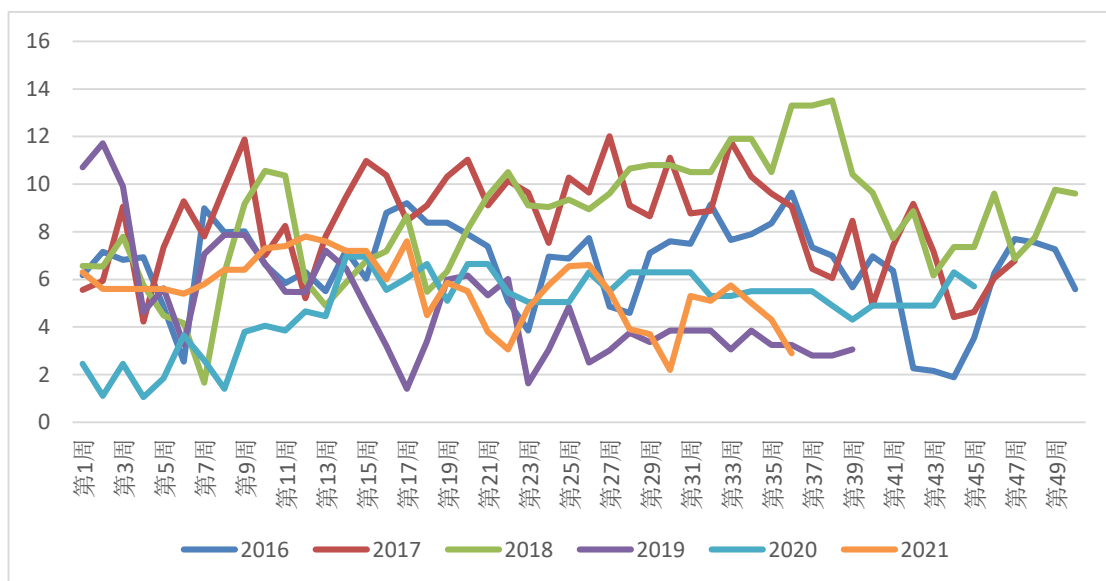
因此，进口菜籽量维持低位，再加上国产油菜籽产量相对稳定，国内整体菜籽供应持续偏紧，菜籽压榨亦维持低位，不过菜粕进口增加形成一定的替代缓解菜粕供应偏紧的态势。此外，近期市场预期中加关系可能有向好的概率，将会增加油菜籽的供给，不过就今年加拿大菜籽产量来看，可供进口的资源仍旧是相对有限。

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（单位：万吨）



资料来源：我的农产品网 南华研究

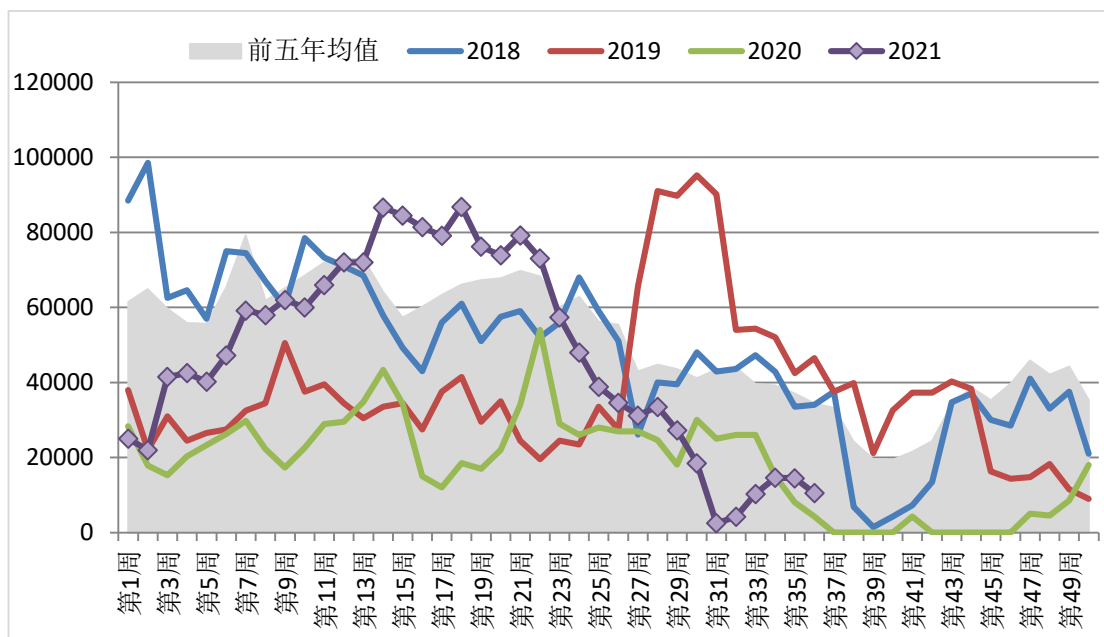
3.2.2. 水产养殖需求旺盛，杂粕形成竞争替代

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。

但是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。

因此，在菜籽供给偏紧、需求相对较好的背景下，尽管杂粕形成一定的竞争，但是其供给端压力仍旧较小，支撑菜粕价格，但是之后由于水产养殖旺季即将过去，而生猪养殖需求又相对坎坷，所以上方空间亦受到明显限制，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：全国主要油厂菜粕库存（单位：吨）



资料来源：天下粮仓 南华研究

第4章 油脂：产量增幅有限，供需偏紧难转变

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，2020/21 年度库销比已降至 11.5%。对于新年度，尽管菜籽油产量明显下降，但是其它品种油脂产量均有一定程度的回升，所以全球油脂供应可能有相对明显的增长，但是因为消费亦同样大幅增长，故期末库存下降，库存消费比继续大幅下降。美国农业部 9 月预估数据来看，2021/22 年度全球油脂产量为 21536 万吨，消费为 21272 万吨，期末库存回升至 2272 万吨，库销比仍旧为 10.67%。

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 5 月始随着南美大豆集中到港压榨高位油脂库存有所回升，但是同比目前仍旧处于近年来偏低水平。

图 4.1：全球油脂供需情况（万吨）

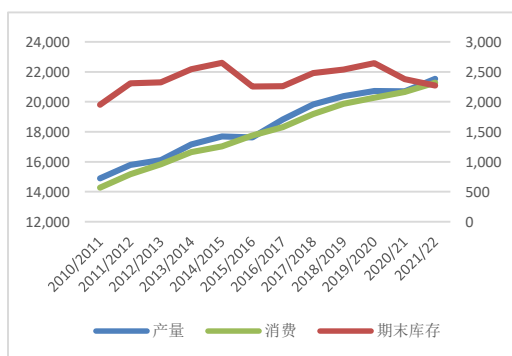
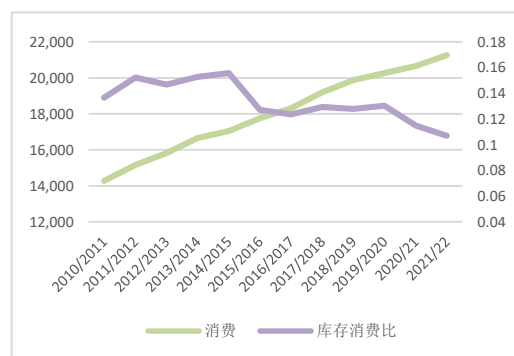


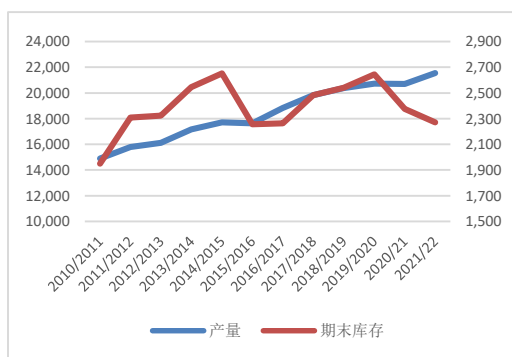
图 4.2：全球油脂消费与库销比（万吨）



资料来源：USDA 南华研究

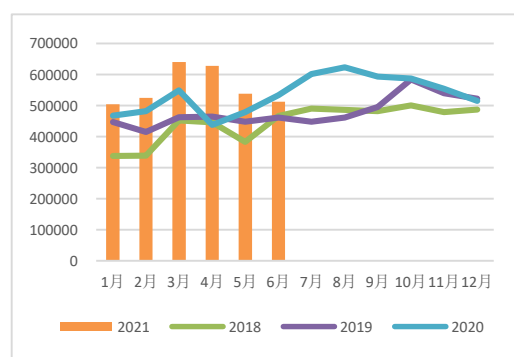
资料来源：USDA 南华研究

图 4.3：全球油脂需求情况（千吨）



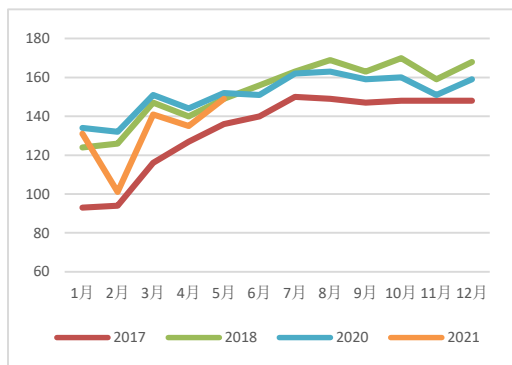
资料来源：USDA 南华研究

图 4.4：巴西生物柴油月度产量（千升）



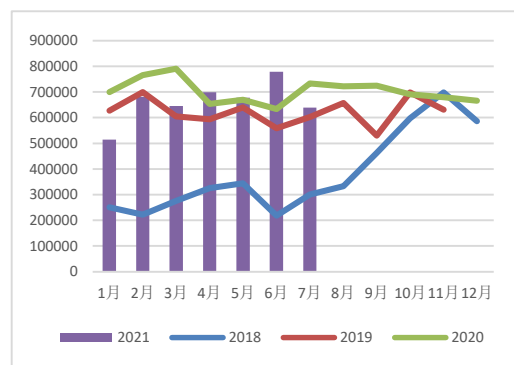
资料来源：巴西生物燃料机构 南华研究

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）



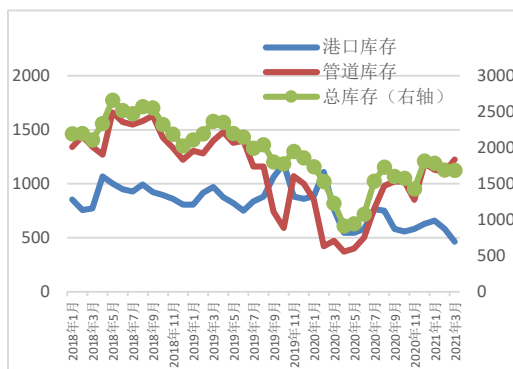
资料来源：印尼生物燃料生产商协会 南华研究

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，但二季度开始产量在季节性增产周期中逐步恢复，库存从低位开始缓慢回升。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。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，油脂供需偏紧格局有所好转，但相比往年同期仍旧偏低。

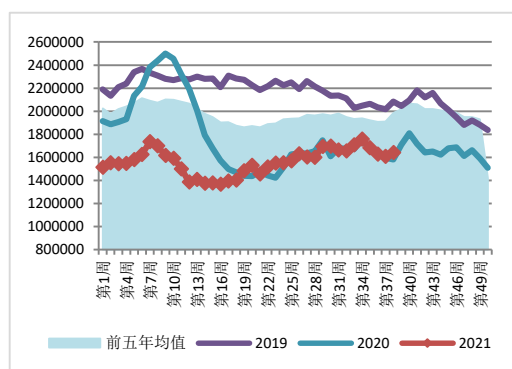
因此，油脂主要产销国库存普遍已从低位开始回升，但供需偏紧的格局仍旧存在，对于棕榈油，目前仍处于季节性增产周期，但疫情影响继续，尽管马来政府有计划致力于解决劳工短缺问题，增加棕榈油供给，但是实际增幅仍有赖于计划落实推进程度以及接下来即将到来的季节性减产季的影响，棕榈油库存重建进程仍旧坎坷，关注库存变化。

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（万吨）



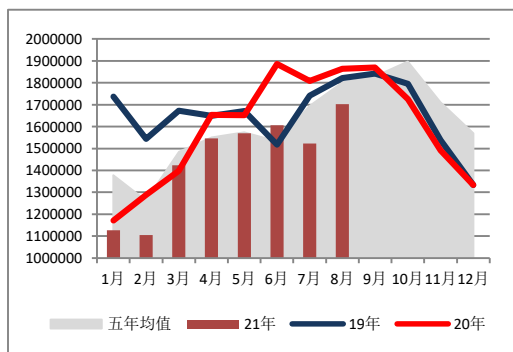
资料来源：天下粮仓 南华研究

4.1.1. 马来产量恢复曲折，库存重建进程缓慢

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，甚至在7月出现了大幅下滑的情形，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。此外，尽管马来政府有计划致力于解决劳工短缺问题，以有效增加棕榈油供给，但是实际增幅仍有赖于计划落实推进程度以及接下来即将到来的季节性减产季的影响，棕榈油库存重建进程仍旧坎坷，关注库存变化。

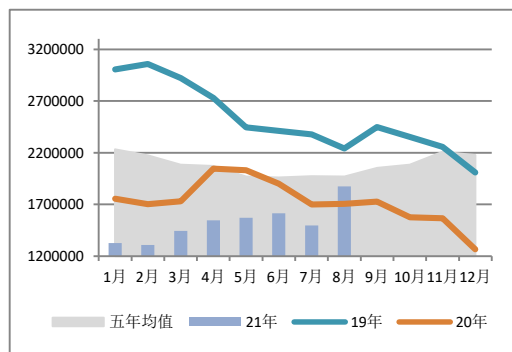
马来西亚棕榈油局报告显示，马来西亚8月毛棕油产量为170.24万吨环比增11.8%，出口为116.28万吨环比减少17.06%，库存为187.47万吨月环比增25.28%，但是就9月数据来看，因为出口跳增、产量稳定，预计库存重建进程仍旧缓慢。

图 4.1.1.1：马来西亚棕榈油产量（万吨）



资料来源：Wind 南华研究

图 4.1.1.2：马来西亚棕榈油期末库存（万吨）



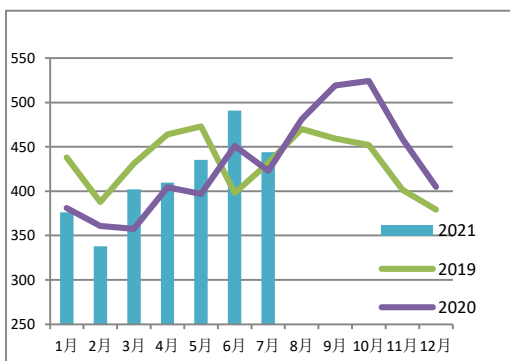
资料来源：Wind 南华研究

4.1.2. 印尼库存偏高，高关税限制出口

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，在疫情影响背景下，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，高关税政策仍旧限制其出口，尽管 7 月印尼有下调出口费，但是相较于马来，印尼关税仍旧偏高，故印尼棕榈油库存仍旧相对偏高。

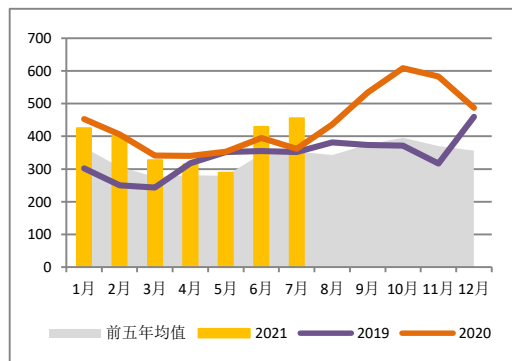
印尼与马来西亚作为全球两大棕榈油生产国，在出口关税方面有着截然不同的选择，目前，马来西亚依然执行着自 2020 年 7 月以来的零出口关税政策，而印尼则在价格上涨过程中不断上调出口关税，2 月印尼毛棕榈油出口税费已上调至 93 美元/吨，出口费为每吨 255 美元，7 月印尼维持出口关税保持不变，到下调出口费至 175 美元/吨。由于两国税率差距仍然很大，所以实际对马来西亚棕榈油的出口影响较为有限，而印尼棕榈油高库存对全球棕榈油供给的冲击也相对有限。

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）

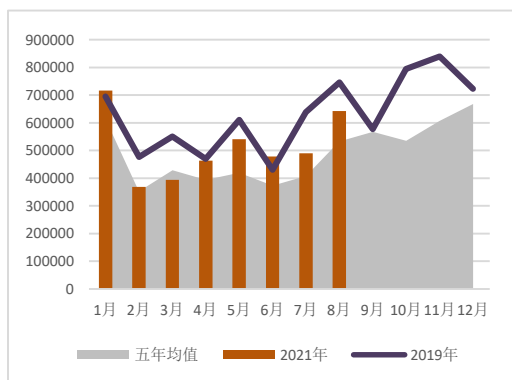


资料来源：印尼棕榈油协会 南华研究

4.1.3. 进口利润倒挂限制进口，供应端持续偏紧

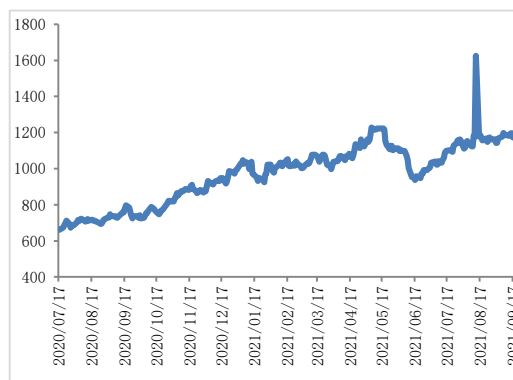
我国棕榈油供给全面依靠进口，据海关数据统计，2020 年我国棕榈油进口总量 641 万吨，较 2019 年的 747 万吨下降 106 万吨，降幅 14.19%。2021 年一季度棕榈油进口有所增长，但是因为进口利润持续倒挂限制进口量，所以今年 1-5 月棕榈油进口量为 247.69 万吨，同比下滑 4.85%，国内棕榈油供应相对偏紧，而另一方面随天气转暖，市场对棕榈油消费逐步回升，故库存持续下降，目前国内棕榈油库存已降至历史低位附近。因此，短期来看棕榈油供应压力相对较小，需关注马来棕榈油库存重建情况。

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：Bloomberg 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 4 月中下旬始豆油库存持续回升。但由于进口大豆成本居高不下影响大豆买船，8 月始大豆到港量明显下降，预计要等到 11 月美豆集中上市到港之后才会有所好转。因此，缺豆再加上近期沿海部分地区开始限电，影响油厂开机率，短期豆油供给预期将逐步偏紧，较长期来看，目前美豆开始收获，产量已基本落定，南美大豆预计丰产，但是仍需天气予以配合，预计油籽供给难有较大增长，限制豆油供给预期，豆油可能继续偏强运行。

4.2.1. 短期大豆到港不足，供给预期减少

今年南美大豆播种生长收割期间都遭遇了不利天气，拉长了美豆出口窗口，造成了市场短期大豆供应不足的情况，但是由于南美大豆仍旧是丰产状态，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。之后由于大豆进口成本居高不下，油厂压榨利润持续不佳，影响到了后续大豆买船计划，近期缺豆问题开始显现。

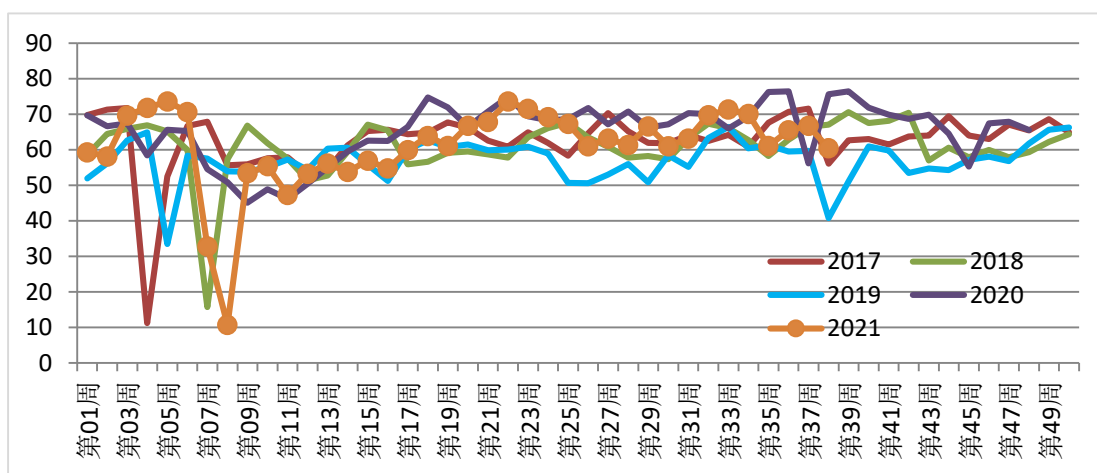
4 月底，随着南美大豆的陆续到港，油厂在油籽供应充足的背景下，逐渐提升开机率，进入 5 月油厂压榨量已提升至了五年高位，但另一方面下游需求相对一般，企业随采随用，补库意愿不强，故库存于 4 月开始回升，至 5 月中旬已升至同期偏高水平，但之后由于豆粕胀库的原因，一定程度压制油厂开机率，直至 8 月中因为市场担心疫情影响物流开始备货，豆粕胀库问题明显好转，油厂开机率再次回升，但进入 9 月后，由于前期压榨利润持续不佳导致大豆买船减少，缺豆问题开始显现，再加上沿海部分地区开始限电，油厂开机压榨量明显下滑，豆油库存开始持续下降，预期供给将逐步偏紧，而大豆到港不足问题可能需要等到 11 月美豆集中上市到港之后才能解决。

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。尽管近期因美豆调整，国内油脂油料相对强劲，压榨利润有所好转，但是仍旧不佳，目前美湾大豆 11 月船期亏损在 97 元/吨左右，巴西大豆 2 月船期盘面毛利在 125 元/吨上下，若扣除 150-180 元/吨加工费，净榨利仍旧亏损，油厂和经销商有挺价意愿，且相对油脂近期豆粕需求端疲软，油厂通过油脂实现利润意图更强，支撑豆油价格。

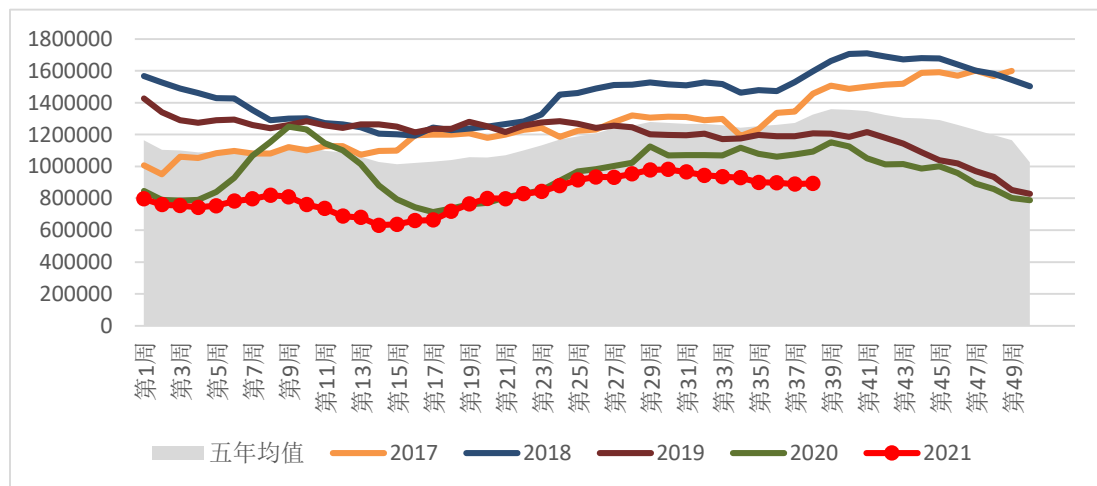
此外，对于早先美国生物柴油政策松动的影响，生物燃料需求呈持续增长的趋势是不变的，再加以消费的增长趋势，预计豆油消费可能继续呈增长态势。

图 4.2.2.1：大豆开机压榨量（单位：万吨）



资料来源：我的农产品网 南华研究

图 4.2.3.1：国内豆油库存（单位：万吨）



资料来源：我的农产品网 南华研究

4.3. 菜油：国产菜籽价格高企，菜油库存持续上涨

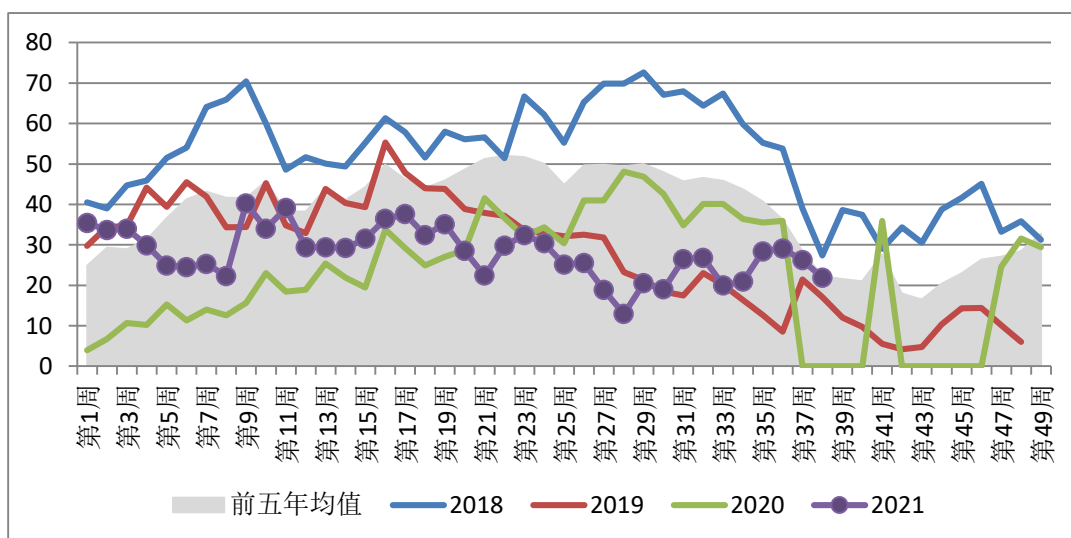
本年度因种植收益改善及产区天气较好，国产菜籽种植面积与单产均有增加，相较于上年度产量有所提升，但增幅相对有限，目前夏收菜籽已经集中上市，秋收菜籽也开始陆续收获。今年中加关系紧张局势延续，进口菜籽亏损严重，菜籽进口量保持低位，故国内菜籽供应维持偏紧态势，菜籽压榨量持续低位。本年度菜籽油进口将继续增加，以代替油菜籽进口，补充市场菜籽油供给，1-7 月份累计进口菜油 165 万吨，远高于上年同期的 107 万吨，创历史同期最高纪录。

此外，相较于去年今年各地夏收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，而油菜籽主产销区四川地区，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，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，不过后续由于菜油消费需求疲软，油厂收购积极性不高，国产菜籽价格震荡调整，8 月份国产菜籽收购价格稳中有降，湖北收购价格在 3.00-3.08 元/斤，四川收购价格在 3.05-3.15 元/斤，安徽收购价格在 2.95-3.05 元/吨。整体来看，油菜籽价格高位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，利润持续倒挂，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，到了 8 月已经升至近五年高位，但进入 9 月之后，开学及双节需求，菜籽油走货有所向好，库存开始回落，尽管目前库存水平仍旧偏高但是可流通货权相对有限且后期到港可能偏少，供需可能逐步转紧。

因此，对于菜籽油来说，菜籽供给量仍在低位，压榨维持低位，一旦需求有所好转，菜籽油供需偏紧将再次凸显。

图 4.3.1：全国主要油厂油菜籽库存（单位：万吨）



资料来源：我的农产品网 南华研究

第5章 油脂油料展望

2021 年前三季度，在产量增加有限而需求相对稳定的背景下，油脂库存难以有效重建，价格继续呈现偏强走势，而油料则因养殖端需求坎坷而呈现震荡走势。对于接下来的油脂油料价格走势，首先，美豆开始收割，产量基本落定，但是库存消费比持续低位，南美大豆产量预期增加但仍依赖于良好天气，预计随着南美种植季的临近，天气炒作将再次抬升；其次，棕榈油库存重建进程缓慢，目前棕榈油仍处于季节性增产周期，但是劳工问题限制产量回升，尽管马来政府致力于解决劳工问题以提升棕榈油产量，但实际产量增幅仍取决于计划落实情况且 10 月之后棕榈油将逐步进入季节性减产季，预计产量增幅仍旧有限；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，油料需求增长恢复缓慢，生猪存栏持续回升，但是出栏体重持续下降，养殖利润持续亏损影响豆粕需求，目前水产旺季即将过去、禽类养殖利润亦不佳，预计需求恢复进程可能相对曲折。

因此，对于接下来的油脂油料来说，油料方面，油籽供需持续偏紧，短期大豆供应不足可能需等到 10 月之后美豆集中上市到港才能缓解，支撑油料价格，但是需求端因养殖利润问题又相对平淡限制其上方空间，预计豆粕可能继续呈现震荡走势，关注即将到来的南美种植季天气炒作，豆粕指数可能支撑位 3200 附近，菜粕指数可能支撑位 2600 附近；油脂方面，油籽供需持续偏紧，棕榈油处于季节性增产季但受限于劳工短缺问题，且接下来即将面临季节性减产季，尽管马来出台应对劳工短缺问题措施，但是推进进度以及季节性减产季继续限制产量增幅，供给预计相对有限，故在库存不能有效建立的背景下，预计油脂可能会继续呈现偏强的走势，关注油籽产区天气及棕榈油库存变化情况，棕榈油指数可能支撑位 6500 附近，豆油指数可能支撑位 7600 附近，菜籽油指数可能支撑位 9400 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