

## 供应面趋向宽松，油脂牛市难持续

整体来看，2020年四季度的减产炒作仍有余温，不过随着2021年油脂供需格局逐渐走向宽松，期货盘面将偏向先强后弱的观点，重点关注天气走向及宏观环境变动对盘面的影响。鉴于各油脂消息面炒作点和炒作时间不尽相同，不同阶段油脂的相对强弱关系也略有不同，一季度棕榈油大概率在油脂中仍处于领头羊位置，相对强弱关系上棕油>豆油>菜油；二季度之后或完全反向，相对强弱关系上菜油>豆油>棕油。

### 棕榈油方面

目前多空因素俱存，但显然资金面仍站在多头的一方，期价中对于未来减产的升水过多，该部分在资金退潮后大概率将从价格中挤出。短期来看，马来西亚疫情仍然严峻，棕榈油减产现象将持续，库存将继续去化，这将继续支撑盘面走强。中长期来看，天气转暖对疫情有遏制作用，马棕油生产逐渐恢复正常，加上拉尼娜气候对于产量的利多影响逐渐显现，印尼方面连年丰产也逐渐引起市场关注，二、三季度棕榈油或存下行机会。

### 豆油方面

在当下美豆不断去库的背景下，豆油上涨的最大动力来自进口成本端的支撑，未来重点关注美豆价格走向。短期来看，一季度正是南美大豆产区天气炒作窗口期，且该阶段美豆库存将在出口增加的情况下继续下降，美豆价格大概率将较为坚挺，并有可能继续攀升。中长期来看，二季度南美大豆逐渐上市，大豆供应紧缺情况逐步得到缓解，国内豆油收储基本结束，伴随着饲料需求扩大背景下大豆高进口、高压榨的情况，豆油库存将逐渐上升，期价或步入下跌阶段。

### 菜油方面

在我国限制了加拿大油菜籽进口后，国内菜油供应持续偏紧，走势主要追随中加关系走向及其他油脂。短期来看，在4月孟晚舟听证会之前，我国的油菜籽进口政策变动可能性偏低，大概率延续供应紧张格局，菜油价格继续维持高位。中长期来看，菜油虽然受基本面影响走势在油脂中相对独立，但随着豆油、棕油期价在二季度逐渐走弱，也将同步跟跌，只不过跌幅略小，若听证会结果利多中加关系，菜油跌幅可能还要扩大。

### 操作建议

单边：短期棕油05合约逢回调入场，关注7000一线阻力情况。中期可在棕油产地开始累库后，分阶段建仓做空09合约。

套利：油粕比方面，短期可考虑做空油粕比的机会，目标位放至2.2附近；跨品种方面，在豆棕价差低于800时逢低布局套利多单，目标位看至1200一线。

### 风险提示

(1) 拉尼娜气候增强或时间延长。(2) 疫情快速得到控制或研制出有效疫苗。

报告日期 2020-12-25

研究所

史玥明

油脂、白糖期货分析师

从业资格号：F3048367

投资咨询号：Z0015548

电话：010-84183099

邮件：shiyueming@guodu.cc

## 目 录

一、行情回顾 .....	6
二、棕榈油分析 .....	7
(一) 国际市场 .....	7
1、马来、印尼产地整体供应环境宽松 .....	7
2、拉尼娜现象持续，利多棕榈油产量 .....	9
3、疫情对需求影响仍在，明年不宜太乐观 .....	10
(二) 国内市场 .....	12
三、豆油分析 .....	13
(一) 国际市场 .....	13
1、南美大豆产区干旱加重减产预期 .....	13
2、美豆出口、压榨双利多，库存压力较小 .....	14
(二) 国内市场 .....	16
1、生猪供应恢复推升粕类需求，高进口高压榨现状持续 .....	16
2、国内收储进行中，豆油库存持续下降 .....	17
四、菜油分析 .....	18
(一) 国际市场 .....	18
(二) 国内市场 .....	19
五、后市展望 .....	21
六、风险提示 .....	22

## 插图

图 1 油脂主力合约走势.....	6
图 2 豆油内外盘主力合约走势.....	6
图 3 棕榈油内外盘主力合约走势.....	7
图 4 豆油量价分析.....	7
图 5 棕榈油量价分析.....	7
图 6 菜油量价分析.....	7
图 7 主力合约基差.....	7
图 8 大豆、菜籽油粕比.....	7
图 9 马棕油月度产量.....	8
图 10 马棕油月度库存.....	8
图 11 印尼月度产量.....	9
图 12 印尼月度库存.....	9
图 13 马棕油年度产量及增长率.....	9
图 14 印尼棕油年度产量及增长率.....	9
图 15 太平洋海温异常指数.....	10
图 16 南方涛动指数.....	10
图 17 马来半岛 2020 年下半年降水异常情况.....	10
图 18 苏门答腊岛 2019 年下半年降水异常情况.....	10
图 19 加里曼丹岛 2019 年下半年降水异常情况.....	10
图 20 东南亚 2020 年 12 月降水异常分布.....	10
图 21 ICE 柴油及马棕油走势对比.....	11
图 22 POGO 价差.....	11
图 23 印度棕榈油逐月进口量.....	11

图 24 印度棕榈油逐月进口量 .....	11
图 25 印度棕榈油港口库存 .....	11
图 26 印度植物油月进口量 .....	11
图 27 棕榈油 FOB 价格 .....	12
图 28 棕油进口成本与进口利润 .....	12
图 29 国内棕榈油月度进口量 .....	12
图 30 国内棕榈油累计进口量 .....	12
图 31 国内棕榈油商业库存 .....	13
图 32 国内棕榈油港口库存 .....	13
图 33 巴西大豆供需平衡 .....	14
图 34 阿根廷大豆供需平衡 .....	14
图 35 巴西 12 月降水异常情况 .....	14
图 36 阿根廷 12 月降水异常情况 .....	14
图 37 美豆供需平衡 .....	15
图 38 全球大豆供需平衡 .....	15
图 39 美豆逐月压榨量 .....	15
图 40 美豆油逐月产量 .....	15
图 41 美豆压榨利润 .....	16
图 42 美豆油库存 .....	16
图 43 我国大豆逐月到港量 .....	16
图 44 我国大豆累计到港量 .....	16
图 45 南美大豆进口成本与进口利润 .....	17
图 46 南美豆油进口成本与进口利润 .....	17
图 47 油粕比季节性走势 .....	17

图 48 大豆压榨利润 .....	17
图 49 豆油港口库存 .....	18
图 50 豆油商业库存 .....	18
图 51 全球油菜籽供需平衡 .....	19
图 52 欧盟油菜籽供需平衡 .....	19
图 53 加拿大油菜籽供需平衡 .....	19
图 54 加拿大油菜籽收获面积与单产 .....	19
图 55 加拿大油菜籽月度压榨量 .....	19
图 56 加拿大菜油逐月产量 .....	19
图 57 菜油进口成本与进口利润 .....	20
图 58 菜油压榨利润 .....	20
图 59 油菜籽年内累计到港量 .....	20
图 60 我国年内累计从加拿大进口油菜籽数量 .....	20
图 61 国内沿海油菜籽库存 .....	21
图 62 国内沿海菜油库存 .....	21

## 一、行情回顾

2020年油脂价格先跌后涨，V型行情十分流畅。分品种来看，本年度虽然豆油、棕油、菜油基本面情况各不相同，行情推动因素也不尽相同，但油脂间的涨跌节奏基本一致，菜油在其中是相对独立且偏强的品种，棕油虽是主要引领行情的品种，但年度涨幅在油脂中最小。从基差角度来看，2020年油脂基差整体偏强，全年维持正基差，其中菜油最为坚挺，基差全年在600元/吨以上；豆油、棕油基差在经历春节期间回落后，从3月开始一直维持震荡上涨态势。具体2020年油脂行情可分为以下几个阶段。

### 第一阶段（1月~4月）

疫情大背景下油脂普跌

1月油脂价格处于相对低点，且受到春节备货消费增加提振，加之巴西大豆产区频繁发布干旱天气导致的减产消息，再配合国际原油反弹的利多，油脂走出了一波上涨行情。期间猪瘟疫情扩散，豆粕需求下滑导致油厂压榨量下调，豆油在油脂中处于领涨位置。棕榈油由于熔点高在植物油中的掺混较低，马盘也受产地高库存影响持续回落，在油脂中表现最弱。

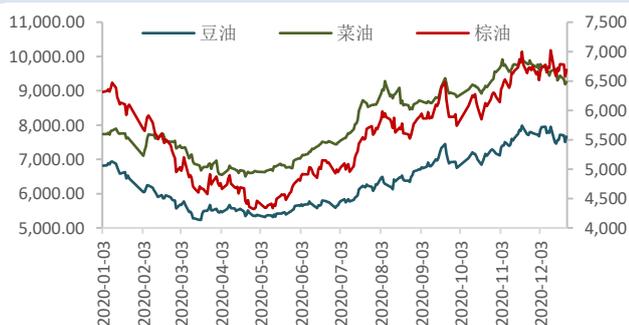
### 第二阶段（5月~12月）

疫情形势好转，减产炒作又起，油脂企稳抬升

从5月开始，国内疫情形势逐渐好转，原油等大宗商品受情绪面推动整体止跌反弹，油脂价格同步上涨。同时，在生产生活日益回到正轨的情况下，油脂下游消费增加也带动油脂整体去库，基本面支撑为期货续力。到三季度末，油脂已基本抹掉年初跌幅。期间，豆棕价差走势也较为流畅，从5月至8月，豆棕价差在棕油强势反弹的背景下从1100附近回落至300附近。

不过油脂板块的涨势远未停止，进入四季度后，全球拉尼娜气候特征日趋明显，马来棕榈油产地迎来强降雨天气，加之马来地区疫情加剧阻碍了采摘工作，马棕油在减产季产量降幅较为明显，库存连续下滑，国内油脂库存也持续处于近五年低位，在内外基本面的双重推动下，油脂大幅上行，资金面也随之推波助澜，11月后期菜油主力合约已上破万元关口，豆油、棕油主力合约也分别站上8000、7000点高位，处于8年来价格高点。由于上涨后期国内豆油走势偏强，豆棕价差也从8月低点再度走阔至1000点左右。

图1 油脂主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

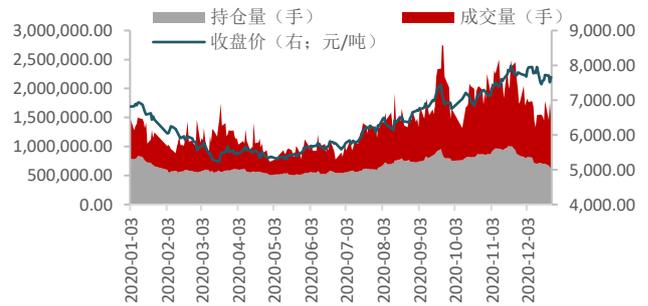
图2 豆油内外盘主力合约走势



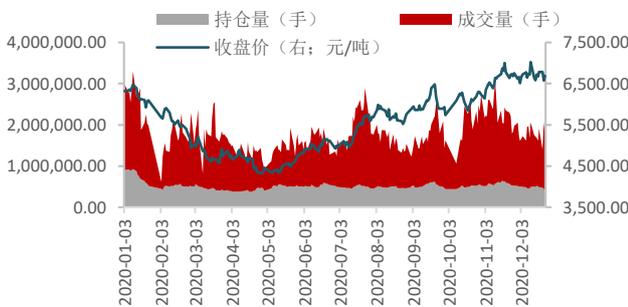
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图3 棕榈油内外盘主力合约走势**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图4 豆油量价分析**


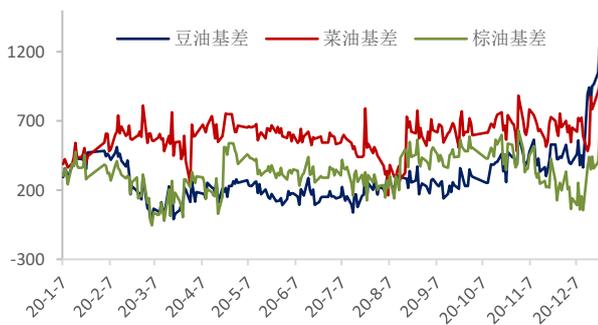
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图5 棕榈油量价分析**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图6 菜油量价分析**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图7 主力合约基差**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图8 大豆、菜籽油粕比**


数据来源：Wind、国都期货研究所

## 二、棕榈油分析

### (一) 国际市场

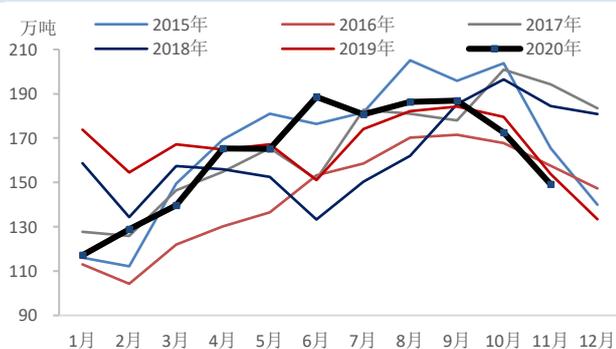
#### 1、马来、印尼产地整体供应环境宽松

今年年初马来棕榈油产量延续了去年四季度的减产预期，但随着降水情况改善，年中马棕油产量已经明显恢复，不过在进入四季度后，马来地区的疫情严重影响了油棕果的采摘，棕榈油产量大幅下滑，相较于近六年

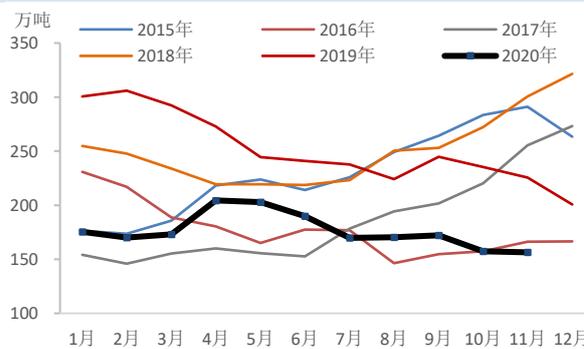
同期水平处于新低。根据MPOB公布的供需报告，今年1月至11月，马来西亚棕榈油累计产量为1780.33万吨，相较于去年同期的1852.43万吨下降了3.89%，从全年产量角度来看减产幅度并不大。而且对于印尼产地而言，去年厄尔尼诺对于产量的影响也只限于今年上半年，从下半年开始，印尼地区棕榈油产量再度突破近五年同期水平，这主要由于印尼油棕树树龄相对年轻，目前仍处于旺产期，气候改变只会影响产量增加的幅度但不会改变增加的趋势。根据印尼GAPKI公布的供需报告，今年1月至10月，印尼棕榈油累计产量为4262万吨，虽较去年同期的4405.4万吨减少了3.26%，但按照产量增加的规律推算，2020全年产量大概率同比持平或略增。

从全球供应的角度考量，若加总马来和印尼地区棕榈油产量来看，今年1月至10月，两主产国累计产量为5893.17万吨，虽较去年同期小幅下降，但相比于近四年同期均值5199.5万吨增加了13.34%，本年度整体供应环境仍较为宽松。后续来看，马来疫情是影响产量的关键因素。和印尼种植园工人结构中本地人占绝大多数不同，马来西亚种植园工人大多并非本地人，在疫情限制人口流动的背景下，种植园劳工不足将导致采摘进度相对落后，进而影响棕榈油产量。12月以来，各地新冠病毒变异，若随后疫情对于劳工流动的影响持续存在，则马来西亚棕榈油产量将较难恢复正常水平，可预测性也将下降；若之后马来西亚疫情得到控制或相关国家推出有效疫苗，对于产量的考量则可以迅速摆脱人力不足的掣肘，重点关注天气因素对产量的作用。

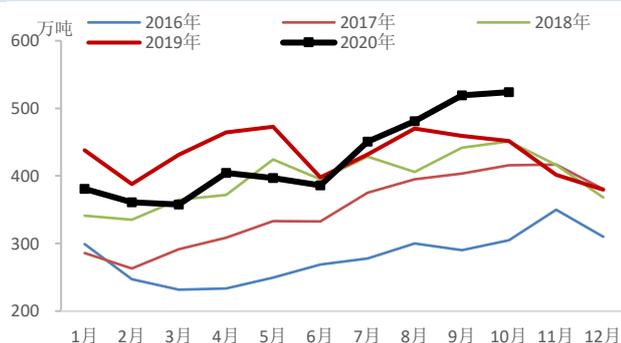
从产地库存水平来看，截至今年11月底，马来西亚棕榈油库存为156.45万吨，同比下降30.62%，且低于近五年同期水平；截至今年10月底，印尼棕榈油库存为608万吨，同比增加了63.75%。若综合马来和印尼产地库存，则截至今年10月底，两国棕榈油库存共计765.37万吨，相较于去年同期的606.52万吨增加了26.19%。而今年棕榈油价格水平却高于去年，这说明库存水平对价格的解释力度有限，今年的价格当中还注入了对未来预期减产的升水，若未来马来产量恢复，则价格很可能存在回吐升水的可能。

**图9 马棕油月度产量**


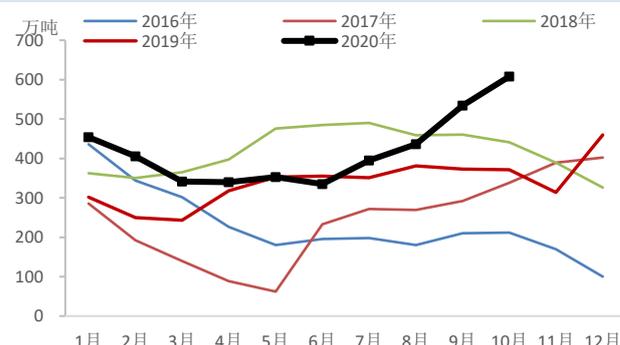
数据来源：MPOB、国都期货研究所

**图10 马棕油月度库存**


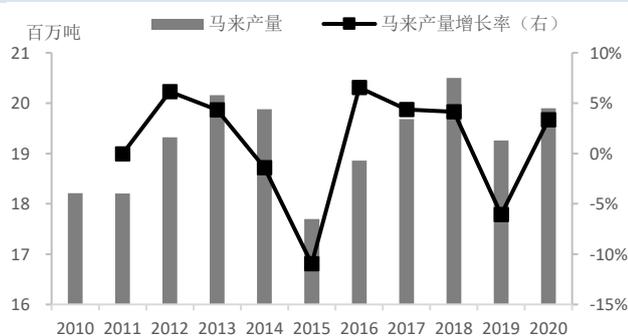
数据来源：MPOB、国都期货研究所

**图 11 印尼月度产量**


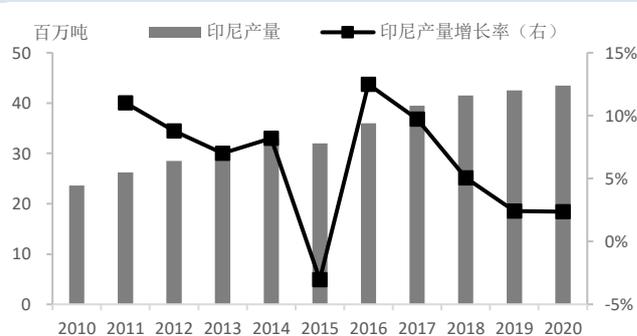
数据来源：GAPKI、国都期货研究所

**图 12 印尼月度库存**


数据来源：GAPKI、国都期货研究所

**图 13 马棕油年度产量及增长率**


数据来源：USDA、国都期货研究所

**图 14 印尼棕油年度产量及增长率**


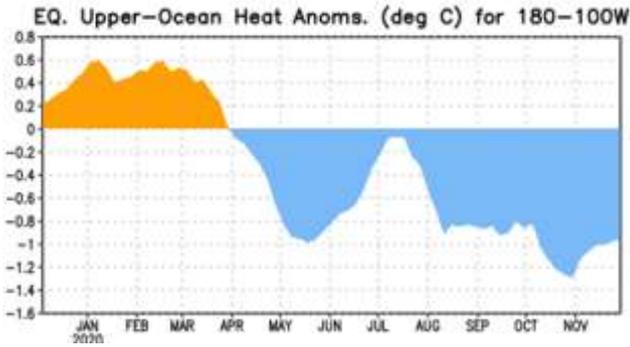
数据来源：USDA、国都期货研究所

## 2、拉尼娜现象持续，利多棕榈油产量

从天气层面考虑，今年下半年开始，全球已从弱厄尔尼诺转为拉尼娜气候。根据美国大气海洋局NOAA最新公布的预测，本次拉尼娜现象持续到明年1-3月的概率为95%，持续到明年4-6月的概率为50%。从太平洋海温异常指数可以看出，近期指数一直处于 $-1^{\circ}\text{C}$ 以下，低于临界区间 $-0.5^{\circ}\text{C}$ — $-0.5^{\circ}\text{C}$ ，拉尼娜现象较明显，这也可以通过四季度南方涛动指数一直徘徊在5%以上加以印证。

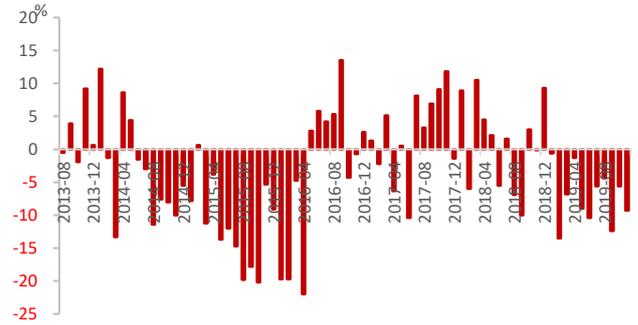
从天气对产量的影响来看，拉尼娜气候会造成东南亚地区降水增加，油棕树又是喜温喜湿的树种，在其他条件不变的情况下，拉尼娜气候出现时棕榈油产量将会较往年增加。不过鉴于气候对于产量的影响存在时滞效应，产地棕榈油产量增加往往会滞后气候改变3个月到半年，且影响时间偏长。结合历史上最近的一次拉尼娜现象来看，2017年8月到2018年4月，南方涛动指数持续高于5%，在随后的整个2018年直至2019年上半年，马来西亚棕榈油一直处于丰产状态，这也造就了这段时间棕榈油价格持续的熊市。根据马来西亚棕榈油委员会MPOC表示，明年全球棕榈油产量将较2020年增长近6%。因此如果产地棕榈油按照预期于明年二季度开始进入丰产阶段，当前的价格高位大概率将不可持续。

图 15 太平洋海温异常指数



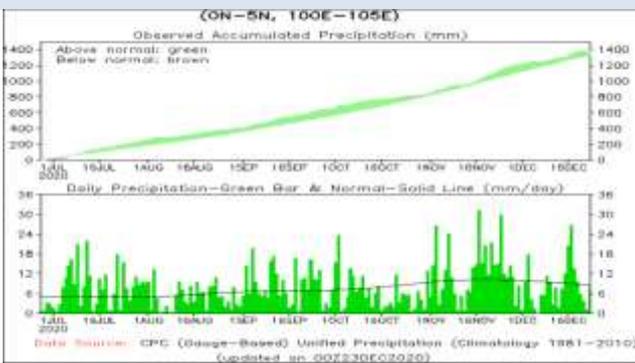
数据来源: NOAA、国都期货研究所

图 16 南方涛动指数



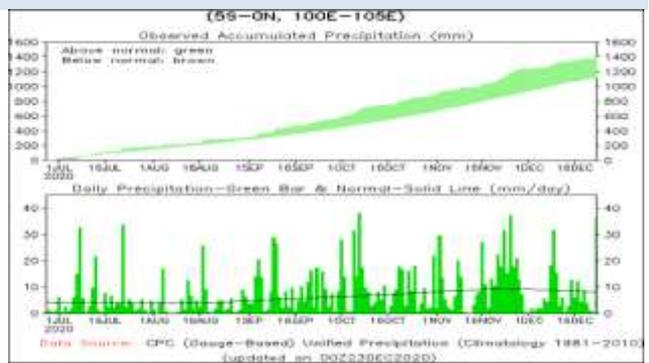
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 17 马来半岛 2020 年下半年降水异常情况



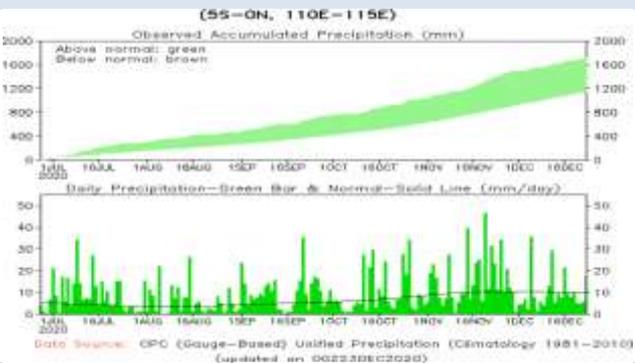
数据来源: NOAA、国都期货研究所

图 18 苏门答腊岛 2019 年下半年降水异常情况



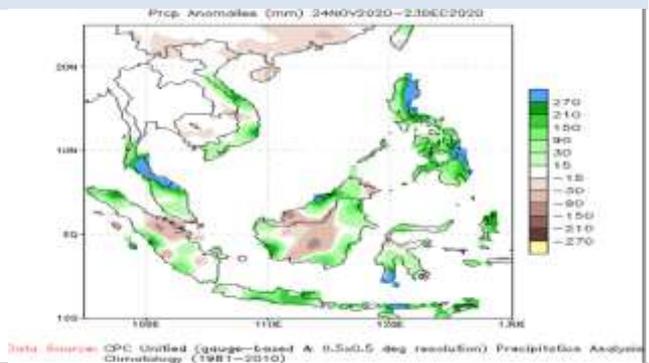
数据来源: NOAA、国都期货研究所

图 19 加里曼丹岛 2019 年下半年降水异常情况



数据来源: NOAA、国都期货研究所

图 20 东南亚 2020 年 12 月降水异常分布



数据来源: NOAA、国都期货研究所

### 3、疫情对需求影响仍在，明年不宜太乐观

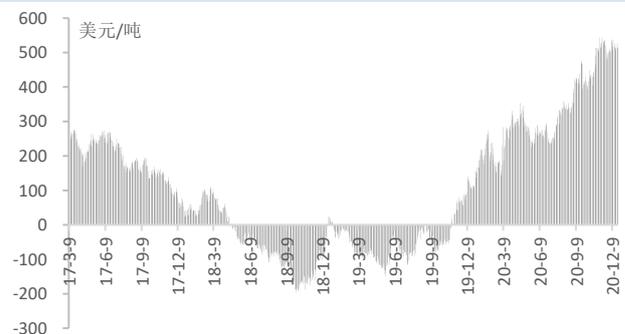
从产地出口水平来看，今年上半年受到疫情影响，全球棕榈油消费大幅下滑，不过随着国内国外疫情逐渐得到控制，以印度为代表的国家进口回升，马棕油出口数据相较于往年同期均值又缓步增加。印度是全球最大的棕榈油进口国，由于今年上半年印度棕榈油进口量大幅缩减，截至今年5月，印度棕榈油港口库存已低至50万吨，为近五年来同期低位，即使下半年进口量有所上升，但由于需求同步增加，截至今年12月1日，印度港口库存再度回到低位水平，加上印度于12月将马来西亚棕榈油的进口关税

调低10%，从37.5%降至27.5%，料明年一季度印度进口量将略高于往年水平，这也是推动明年马来产地去库的最大动力，不过也需警惕疫情再度爆发的可能性及其对需求的挫伤。

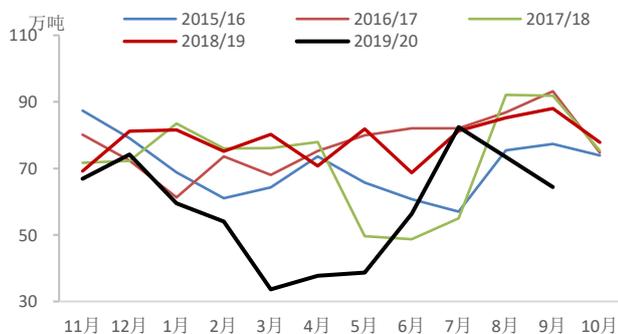
从生物柴油角度来看，今年在疫情影响下原油价格大幅下挫，但下半年来棕油价格表现强势，POGO价差快速拉大，已高达500美元/吨。由于POGO价差只有在低于-100美元/吨时生物柴油产业链才有利可图，因此今年印尼生物柴油链条亏损较大，印尼政府在疫情背景下也难以以为此提供充足的资金，已计划推迟B40计划，棕榈油工业需求将同步下滑。在POGO价差没有大幅下跌之前，工业需求大概率持续低迷，不宜对此过于乐观。

**图 21 ICE 柴油及马棕油走势对比**

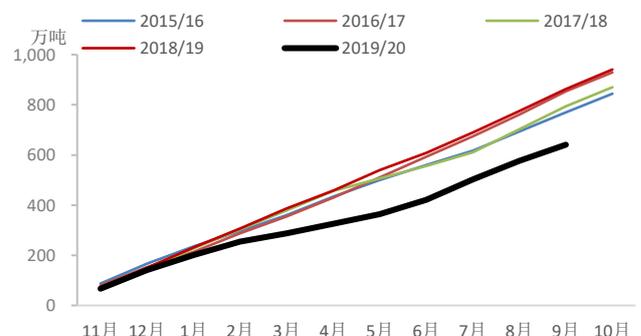

数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 22 POGO 价差**


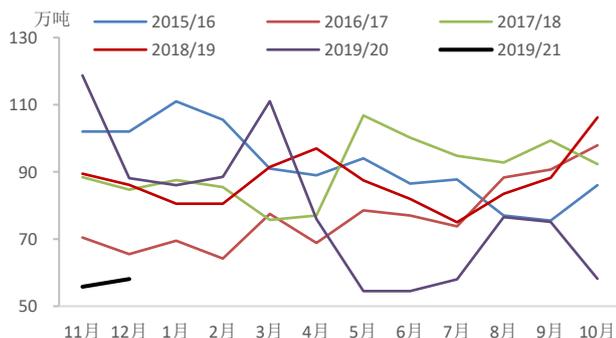
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 23 印度棕榈油逐月进口量**


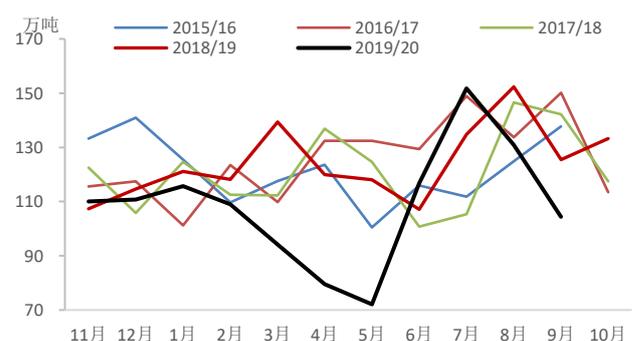
数据来源：SEA、国都期货研究所

**图 24 印度棕榈油逐月进口量**


数据来源：SEA、国都期货研究所

**图 25 印度棕榈油港口库存**


数据来源：SEA、国都期货研究所

**图 26 印度植物油月进口量**


数据来源：SEA、国都期货研究所

## （二）国内市场

从国内棕榈油进口情况来看，今年1-10月，我国累计进口棕榈油357万吨，相较于去年同期下降了19.41%，这一方面是由于疫情影响了国内需求及海关运输，另一方面是由于国内进口利润长期倒挂，只有远期船期存在正向利润。后续来看，若想扭转利润倒挂的情况，只能通过内盘强于外盘实现，因此在未来价格回调时，国内盘面相较于马盘或将更为坚挺抗跌。

从国内棕榈油库存情况来看，在今年下半年国内需求逐渐复苏的情况下，9、10月份国内棕榈油供应相对偏紧，港口库存一度处于近五年低位，不过随着冬季天气转冷，棕榈油在植物油中的掺混比例下降，国内供应逐渐转向宽松，截至12月第四周，棕榈油港口库存为58.8万吨，处于近五年同期均值水平。后续来看，按照棕榈油库存的季节性规律，明年3月之前，棕榈油库存将继续增加，虽然年底库存水平并不高，但也未提供利多驱动，若无新增利多消息，在明年二、三季度油脂消费淡季，棕榈油回落的可能性较大。

图 27 棕榈油 FOB 价格



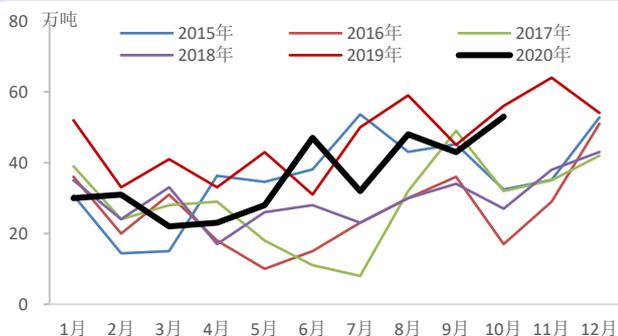
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 28 棕油进口成本与进口利润



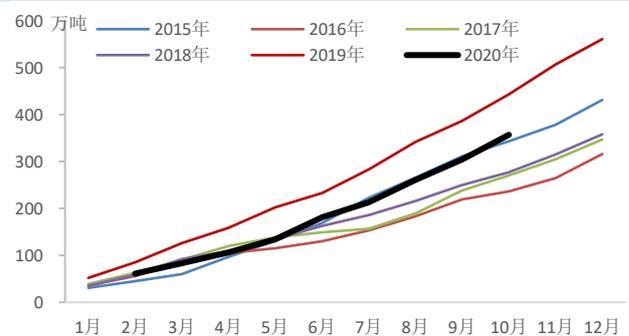
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 29 国内棕榈油月度进口量

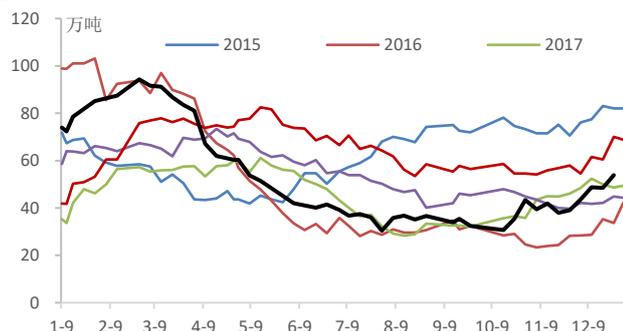


数据来源：Wind、国都期货研究所

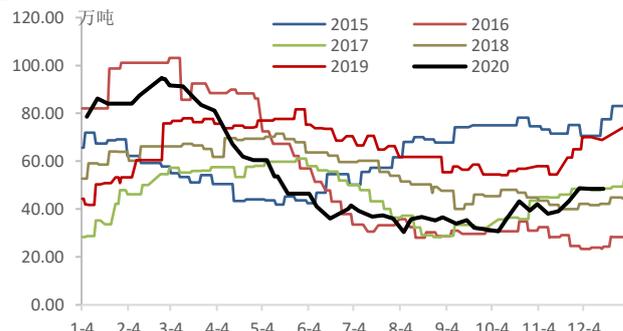
图 30 国内棕榈油累计进口量



数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 31 国内棕榈油商业库存**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 32 国内棕榈油港口库存**


数据来源: Wind、国都期货研究所

### 三、豆油分析

#### (一) 国际市场

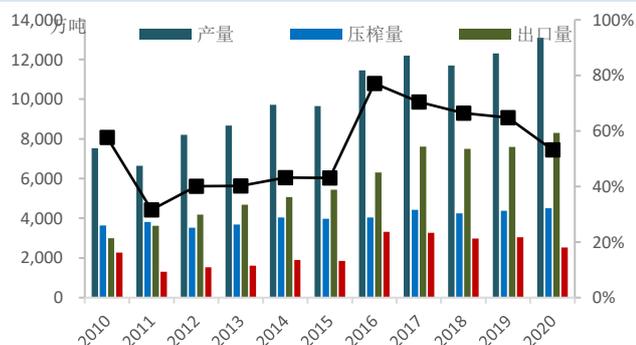
##### 1、南美大豆产区干旱加重减产预期

在拉尼娜气候影响下，南美大豆产区持续面临干旱困扰。根据哥伦比亚大学国际气候与社会研究所对全球降水量的预测，今年四季度直至明年1月，阿根廷东北部、巴西南部会异常干燥，降水将低于常值60%以上。从大豆种植区域来看，阿根廷东北部地区占该国总大豆种植面积的70%以上，巴西南部也占到巴西总大豆种植面积的30%左右。而且这段时间正值南美大豆播种生长的关键期，对降水要求较高，因此在今年四季度产地干旱始终未得到缓解的背景下，南美大豆的减产预期也持续存在。

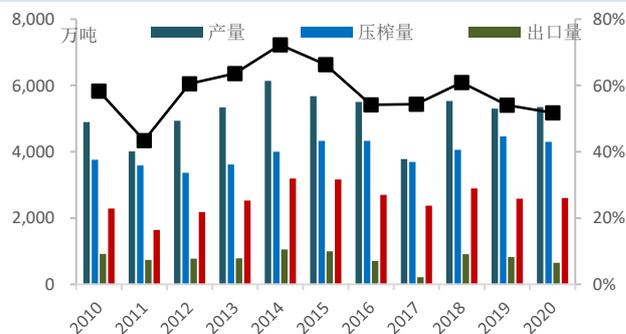
巴西方面，农业咨询机构Safras & Mercado最新数据表示，截至12月21日，巴西2020/21年度大豆播种接近尾声，目前已经播种完成预计播种面积3840万公顷的96%，略低于去年同期96.2%，以及历史同期96.7%的播种进度。虽然相较于四季度初期，巴西的播种进度逐渐追赶上历史同期水平，不过随着四季度干旱天气持续，各机构纷纷调低巴西新赛季大豆产量。12月下旬，行业机构AgRural、HIS Markit分别将巴西大豆产量预估调降至1.316亿吨和1.325亿吨，巴西国家供应公司Conab则下修至1.3445亿吨，Aprosoja则给出1.27亿吨的预估值，为所有机构中最低。后续来看，鉴于明年一季度是南美大豆关键生长阶段和早播大豆的收割阶段，天气炒作可能会继续存在，美豆期价也具备进一步攀升的可能性，在二季度南美大豆上市阶段，美豆价格或有所回落。

阿根廷方面，布宜诺斯艾利斯谷物交易所称，截至12月第三周，2020/21年度阿根廷大豆已种植67.8%，低于去年同期值和五年均值的70%。据监测，虽然12月偶尔有零星降雨，但明显低于往年，主产区土壤湿度处在同期最低位。美国USDA在最新公布的12月供需报告中调降了阿

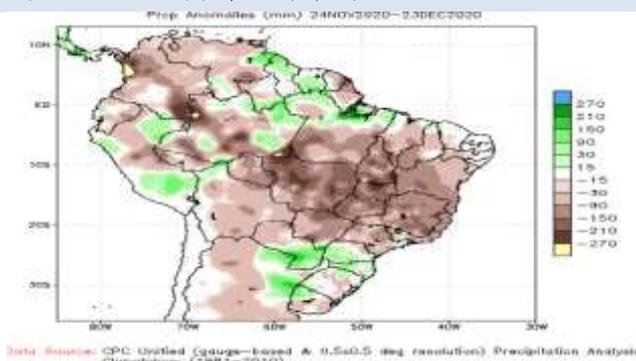
根廷2020/21年度大豆产量预估，从上月的5100万吨调降至5000万吨，在降水持续不足的情况下，未来产量仍存下调可能，利多中短期美豆期价。

**图 33 巴西大豆供需平衡**


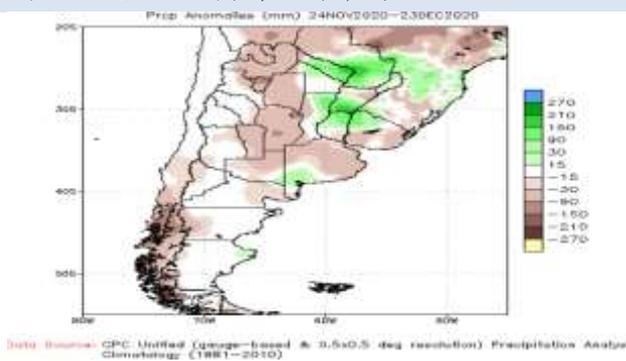
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 34 阿根廷大豆供需平衡**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 35 巴西 12 月降水异常情况**


数据来源: NOAA、国都期货研究所

**图 36 阿根廷 12 月降水异常情况**


数据来源: NOAA、国都期货研究所

## 2、美豆出口、压榨双利多，库存压力较小

今年四季度美国USDA报告利多频现，9月份下调单产1.4蒲式耳/英亩；10月份下调收割面积70万英亩，并调升出口数量7500万吨；11月份继续下调单产1.2蒲式耳/英亩；12月份单产、产量和出口均维持不变，但将压榨量由21.8亿蒲式耳调高为21.95亿蒲式耳。虽然调整项略有不同，但这直接导致美豆期末库存持续下降。根据最新的12月报告，美国大豆期末库存1.75亿蒲式耳，低于USDA此前预计为1.90亿蒲式耳。

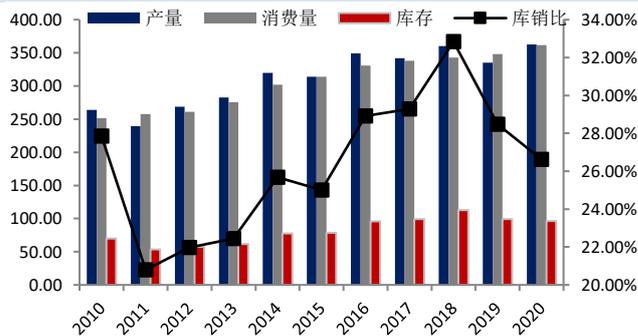
从出口层面具体来看，由于自12月9日延续至今的阿根廷罢工潮，阿根廷的农产品出口几乎陷入瘫痪，在当下美豆出口高峰期，这再度推高了美豆近期的出口量。根据美国农业部出口检测报告显示，在从9月1日开始的2020/21年度，美国大豆出口检验总量为3469.93万吨，较上年同期1978.90万吨同比提高75.3%。从出口目标的完成情况来看，美国大豆出口量已经相当于全年出口目标的58.0%。美国农业部在2020年12月份供需报

告里预测2020/21年度美国大豆出口量为22亿蒲，高于2019/20年度的16.76亿蒲和2018/19年度的17.52亿蒲。后续来看，拉尼娜现象可能导致南美大豆收获时间推迟，美豆销售时间或继续延长，明年一季度出口量有望进一步调高，利多美豆去库及期价走势。

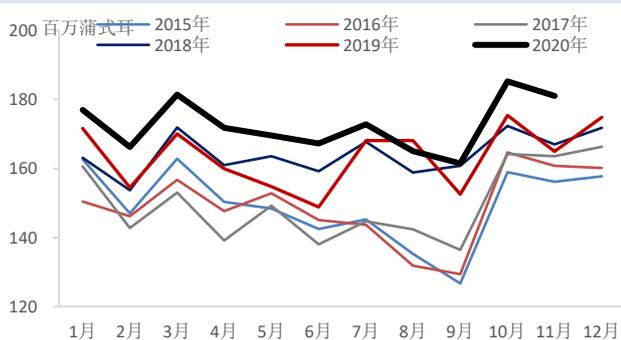
从压榨角度来看，根据美国油籽加工行业协会（NOPA）最新发布的月度压榨数据显示，11月份美国大豆压榨量为1.81018亿蒲式耳，这也是历史上月度压榨量的第三高点，比去年11月份的1.64909亿蒲提高9.8%。在今年四季度以来美豆高压榨利润的驱动下，今年截至11月，美国累计压榨大豆18.9881亿蒲，相较于去年同期的17.8882亿蒲增加了6.15%。虽然截至11月底，美豆油库存已处于近五年历史同期高位，达21.05亿磅，但由于美豆价格持续攀升，美豆油成本端的支撑也持续偏强。后续来看，美豆压榨利润维持可观预期，美豆高压榨的现状大概率持续，加上当前美豆油粕比也处于相对低位，美豆油期价仍存上行可能。

**图 37 美豆供需平衡**

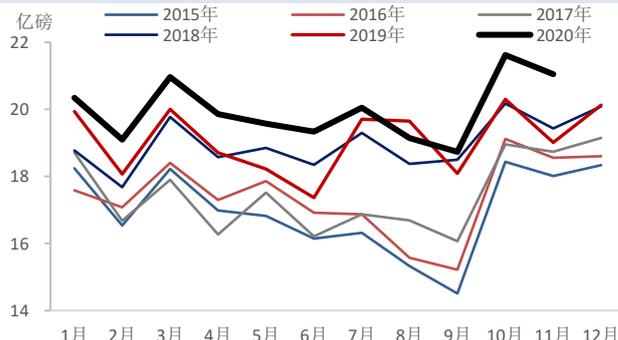

数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 38 全球大豆供需平衡**


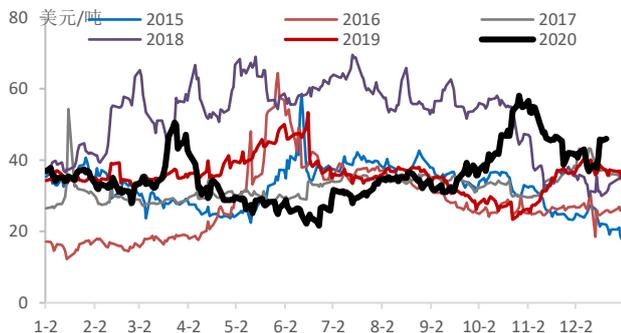
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 39 美豆逐月压榨量**


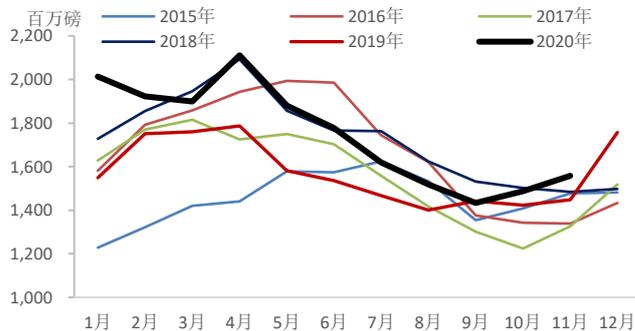
数据来源：NOPA、国都期货研究所

**图 40 美豆油逐月产量**


数据来源：NOPA、国都期货研究所

**图 41 美豆压榨利润**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 42 美豆油库存**


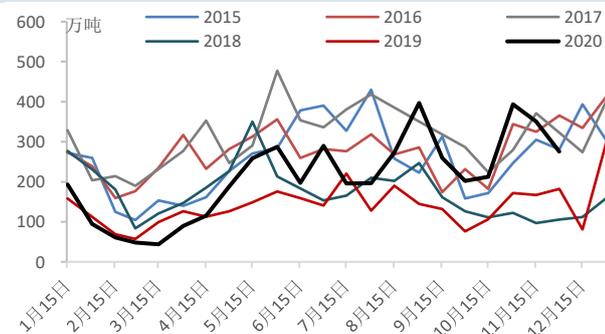
数据来源: NOPA、国都期货研究所

## (二) 国内市场

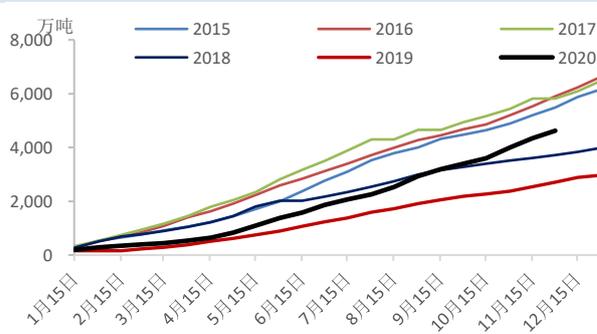
### 1、生猪供应恢复推升粕类需求，高进口高压榨现状持续

继去年猪瘟疫情后，今年生猪养殖逐渐回到正轨，生猪存栏量不断扩大，豆粕需求量也逐渐增加。在此背景下，我国大豆进口节奏也在疫情缓和后逐渐加快，今年1-11月，我国累计进口大豆9280.3万吨，相比去年同期的7905.2万吨多出了1375.1万吨，同比上涨了17.39%。根据海关总署公布的到港预估数据，12月份预计进口量将会达到932万吨，按此估算，今年大豆进口量将达到1.02亿吨，这将是大豆进口第一次突破1亿吨。从压榨角度来看，今年豆油厂开工率长期在50%以上居高不下，作为豆粕的副产品，豆油供应也随之大幅增加。

从后续角度来看，在2019、2020年养猪巨大利润的驱动下，明年生猪产能将继续扩张，豆粕需求将继续扩大，高进口、高压榨的现状至少将持续至明年上半年，豆油供应量也将维持高位，或施压远期期价。与此同时，饲料端强劲需求或推动豆粕价格走牛，在豆粕跷跷板的作用下，豆油价格相较于豆粕表现将较为平淡。

**图 43 我国大豆逐月到港量**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 44 我国大豆累计到港量**


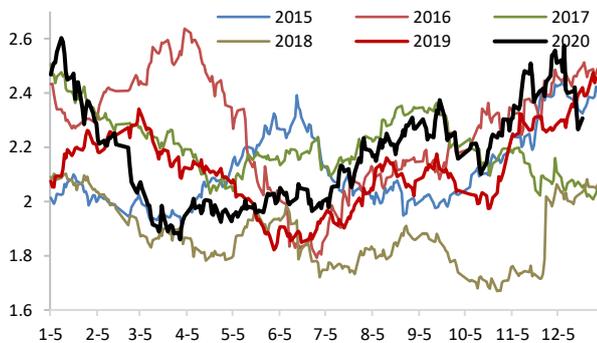
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 45 南美大豆进口成本与进口利润**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 46 南美豆油进口成本与进口利润**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 47 油粕比季节性走势**


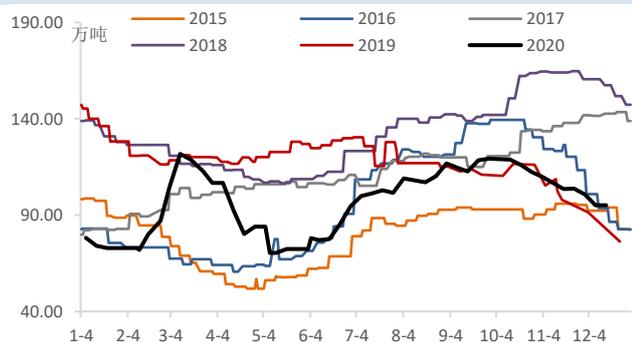
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 48 大豆压榨利润**

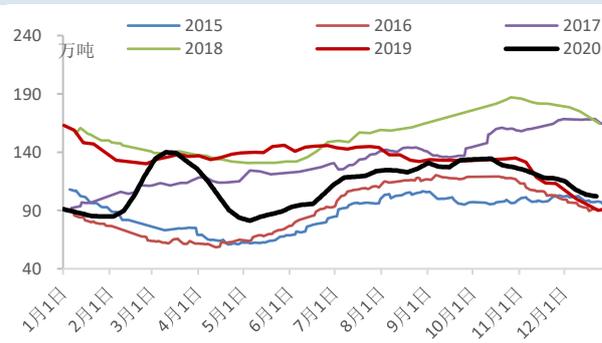

数据来源：Wind、国都期货研究所

## 2、国内收储进行中，豆油库存持续下降

截至今年 12 月第四周，豆油港口库存为 88.1 万吨，相较于往年同期已处于偏低水平。究其原因，当前时点油厂将逐步启动春节备货，下游走货较好，带动库存快速下降。按照豆油库存的季节性规律，若无突发疫情影响，直至明年 4 月，豆油的去库节奏将持续。并且，从今年 4 月开始国内启动了 200 万吨的豆油收储计划，虽然收储数量和时间不甚透明，但从平衡市场价格的角度考虑，大概率将分阶段、分批次并结合豆油价格进行收储，据悉本轮收储将至少持续至明年一季度。因此从后续角度来看，收储将加速明年一季度豆油库存的去化进程，豆油走势大概率维持坚挺。进入二季度后，收储的利多作用逐渐淡去，消费淡季将推动库存逐渐增加，豆油价格或存回落可能。但从油脂间的相对强弱关系来看，由于豆系整体偏强，豆油明年能讲的故事要多于棕榈油，豆棕价差或存走阔预期。

**图 49 豆油港口库存**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 50 豆油商业库存**


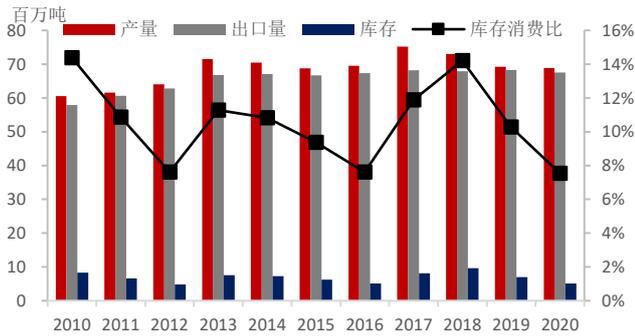
数据来源: Wind、国都期货研究所

## 四、菜油分析

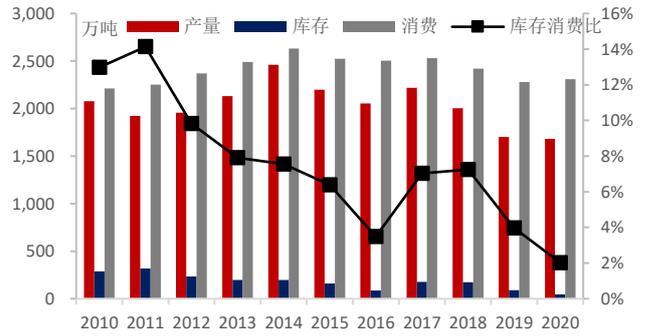
### (一) 国际市场

从国际油菜籽生产大国加拿大来看，加拿大统计局12月发布的主要作物产量报告显示，2020年加拿大收获的油菜籽产量创五年来新低，预计2020/21年度加拿大油菜籽产量1870万吨，比9月份预测值低70万吨，比上年减少4.5%。这主要是由于加拿大与主要买家中国的外交争端促使中国减少采购，油菜籽价格下跌，导致今年加拿大油菜籽播种面积降至五年来的最低水平。出口方面，加拿大农业暨农业食品部(AAFC) 预计2020/21年度油菜籽出口量为1020万吨，仅比上年增加3万吨。因此库存主要跟随产量变动，2020/21年度加拿大油菜籽期末库存将减少28%至225万吨，这将是四年来的最低水平。后续来看，今年减产及低库存导致明年初加拿大方面的供应有所收紧，油菜籽及菜油国际价格在明年一季度或相对偏强，不过12月以来油菜籽价格已不断上涨，明年春季加拿大油菜籽播种面积可能会恢复性增长，关注后续估产数据变动。

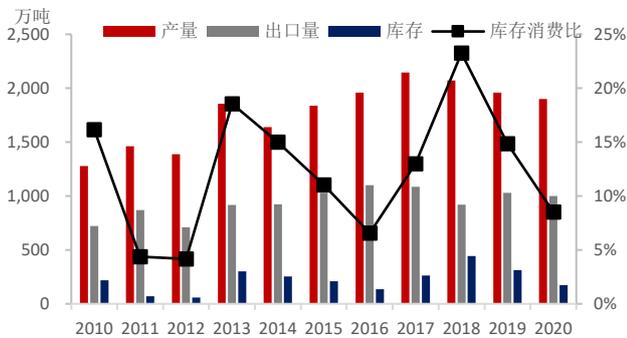
对于另一油菜籽主产地欧盟来说，根据战略谷物公司12月发布的2021年度产量预测报告显示，2021年欧盟和英国油菜籽产量可能达到1820万吨，略高于今年的八年来产量低点1720万吨，但相较于正常年份仍处于较低水平。油菜籽播种面积可能与上年保持稳定，约为550万公顷。不过由于今年秋季气候偏干，加之长期存在的病虫害问题，油菜籽单产较差，后续产量恢复程度可能仍会受到环境制约。因此加拿大和欧盟两大主产国均面临产量下降的困局，根据美国USDA12月公布的供需报告，预计2020/21年度全球油菜籽产量较上次预估下降20万吨至4950万吨，国际油菜籽供需将延续紧平衡格局。

**图 51 全球油菜籽供需平衡**


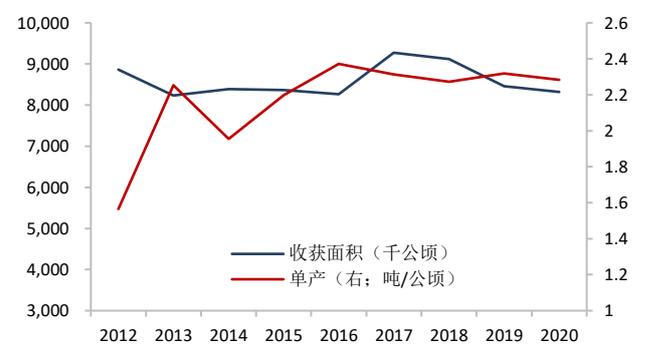
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 52 欧盟油菜籽供需平衡**


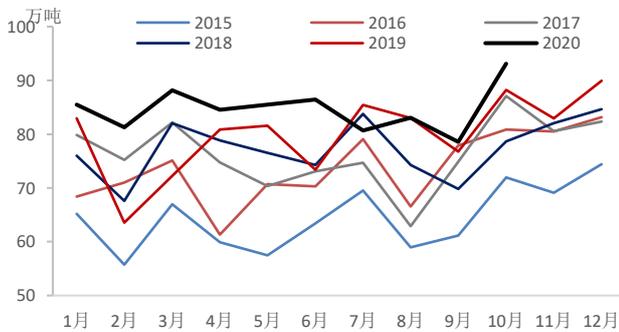
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 53 加拿大油菜籽供需平衡**


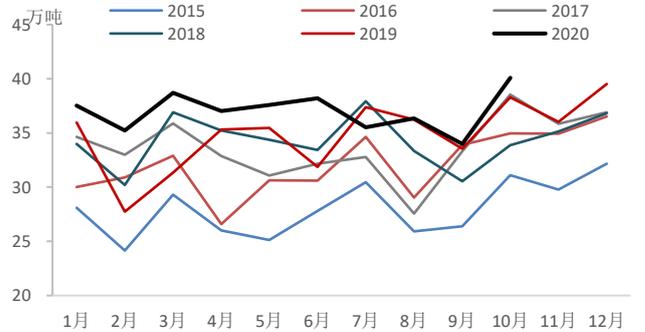
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 54 加拿大油菜籽收获面积与单产**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 55 加拿大油菜籽月度压榨量**


数据来源：COPA、国都期货研究所

**图 56 加拿大菜油逐月产量**


数据来源：COPA、国都期货研究所

## （二）国内市场

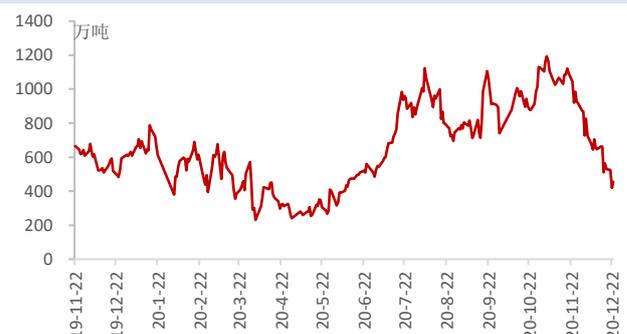
由于我国油菜籽进口主要来源是加拿大，在未改变对加拿大的进口政策的情况下，我国油菜籽进口继续维持偏低水平。根据海关数据，今年 1-10 月，我国累计进口油菜籽 243.4 万吨，相较于进口禁令实施前的年份下降了近一半左右。其中自加拿大进口 235.76 万吨，占总进口量的 97%，虽然今年我国拓宽了进口源，增加了从俄罗斯和澳大利亚的油菜籽进口，但仍不能弥补缩减掉的加拿大油菜籽进口量。菜油方面，今年 1-10 月，我国累

计进口菜油156.5万吨，较去年同期的128.29万吨增加了21.99%，不过也处于历史偏低水平。从国内压榨角度来看，由于菜籽数量有限，虽然压榨利润高企，但油厂开机率基本维持在20%以下。受此影响，国内菜油库存相较于往年也长期处于低位，截至12月第四周，菜油港口库存为16.06万吨，为近五年来最低水平。

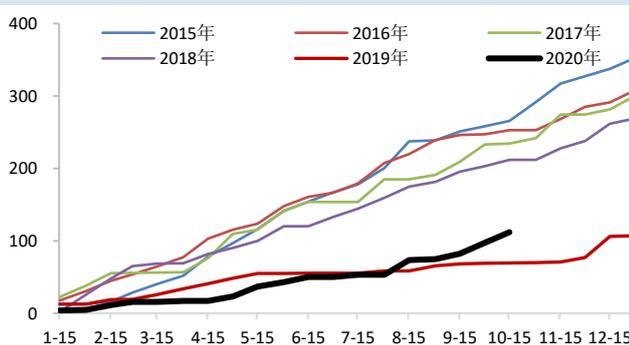
后续来看，作为影响中加关系的重要因素，孟晚舟听证会将在明年4月做出是否引渡的决定，在此之前中加关系将维持当下紧张局面，我国对加拿大油菜籽的进口禁令也不会有改观，国内油菜籽及菜油供应将继续处于偏紧格局，菜油价格也将继续在油脂中继续独立偏强。若4月之后我国孟晚舟获释，我国或恢复加拿大油菜籽进口，菜油价格将存在大幅回落的可能性；若听证会并未有进展或中加关系更为紧张，则菜油走势将继续强劲，不过也需关注与其他油脂的联动作用。

**图 57 菜油进口成本与进口利润**

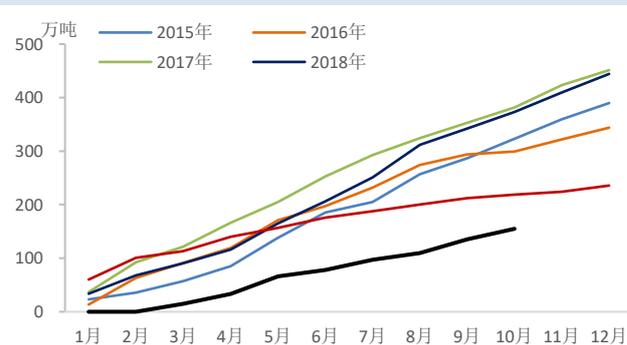

数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 58 菜油压榨利润**


数据来源：Wind、国都期货研究所

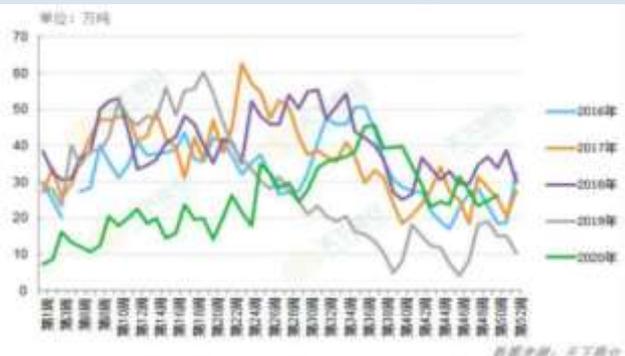
**图 59 油菜籽年内累计到港量**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 60 我国年内累计从加拿大进口油菜籽数量**


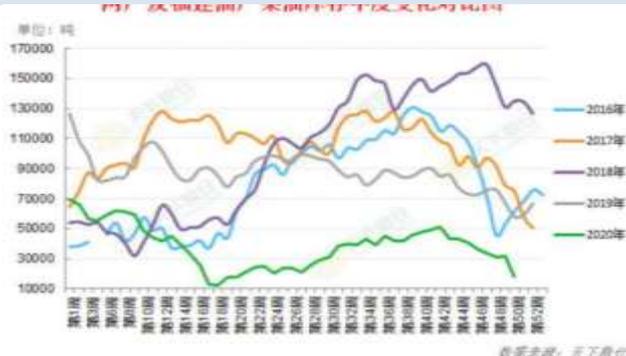
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 61 国内沿海油菜籽库存



数据来源：天下粮仓、国都期货研究所

图 62 国内沿海菜油库存



数据来源：天下粮仓、国都期货研究所

## 五、后市展望

整体来看，2020年四季度的减产炒作仍有余温，不过随着2021年油脂供需格局逐渐走向宽松，期货盘面将偏向先强后弱的观点，重点关注天气走向及宏观环境变动对盘面的影响。鉴于各油脂消息面炒作点和炒作时间不尽相同，不同阶段油脂的相对强弱关系也略有不同，一季度棕榈油大概率在油脂中仍处于领头羊位置，相对强弱关系上棕油>豆油>菜油；二季度之后或完全反向，相对强弱关系上菜油>豆油>棕油。

棕油方面，目前多空因素俱存，但显然资金面仍站在多头的一方，期价中对于未来减产的升水过多，该部分在资金退潮后大概率将从价格中挤出。短期来看，马来西亚疫情仍然严峻，棕榈油减产现象将持续，库存将继续去化，这将继续支撑盘面走强。中长期来看，天气转暖对疫情有遏制作用，马棕油生产逐渐恢复正常，加上拉尼娜气候对于产量的利多影响逐渐显现，印尼方面连年丰产也逐渐引起市场关注，二、三季度棕榈油或存下行机会。

豆油方面，在当下美豆不断去库的背景下，豆油上涨的最大动力来自进口成本端的支撑，未来重点关注美豆价格走向。短期来看，一季度正是南美大豆产区天气炒作窗口期，且该阶段美豆库存将在出口增加的情况下继续下降，美豆价格大概率将较为坚挺，并有可能继续攀升。中长期来看，二季度南美大豆逐渐上市，大豆供应紧缺情况逐步得到缓解，国内豆油收储基本结束，伴随着饲料需求扩大背景下大豆高进口、高压榨的情况，豆油库存将逐渐上升，期价或步入下跌阶段。

菜油方面，在我国限制了加拿大油菜籽进口后，国内菜油供应持续偏紧，走势主要追随中加关系走向及其他油脂。短期来看，在4月孟晚舟听证会之前，我国的油菜籽进口政策变动可能性偏低，大概率延续供应紧张格局，菜油价格继续维持高位。中长期来看，菜油虽然受基本面影响走势在油脂中相对独立，但随着豆油、棕油期价在二季度逐渐走弱，也将同步

跟跌，只不过跌幅略小，若听证会结果利多中加关系，菜油跌幅可能还要扩大。

### 操作建议

单边：短期棕油05合约逢回调入场，关注7000一线阻力情况。中期可在棕油产地开始累库后，分阶段建仓做空09合约。

套利：油粕比方面，短期可考虑做空油粕比的机会，目标位放至2.2附近；跨品种方面，在豆棕价差低于800时逢低布局套利多单，目标位看至1200一线。

## 六、风险提示

(1) 拉尼娜气候增强或时间延长。按当下预期，拉尼娜现象大概率持续到明年一季度，若随后拉尼娜现象增强或存续时间延长，对于南美大豆产区的干旱影响将持续存在，美豆价格上方空间将被进一步打开，可能会影响中长线空头策略布局。

(2) 疫情快速得到控制或研制出有效疫苗。当前对于消费的推断偏中性，若疫情好转超预期，下游需求将迅速恢复，市场情绪也将推波助澜，多头趋势持续时间可能继续拉长。

## 分析师简介

史玥明，首都经济贸易大学量化金融专业硕士，现任油脂、白糖期货分析师。

## 国都期货研究所简介

国都期货研究所拥有一支由多名博士、硕士组成的高水平研究团队，成员来自澳洲国立大学、中国人民大学等海内外一流名校，具有丰富的衍生品投资经验，一直坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，为机构客户、产业客户提供研究分析、交易咨询、产品设计、风险管理等专业服务。本土智慧，全球视野，国都期货研究所始终与投资者在一起，携手共赢。

## 免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，欢迎致信国都信箱(yffwb@guodu.cc)告诉我们您对本报告的想法。

本报告所有信息均建立在可靠的资料来源基础上，但国都期货有限公司不担保其准确性或完整性。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，国都期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，国都期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。

我们力求为您提供精确的数据、客观的分析和全面的观点，但我们必须声明，本报告仅反映编写人的判断及分析，本报告所载的观点并不代表国都期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

本报告并不提供量身定制的投资建议，报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：(c) 本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-84183058。