



金融投资专业理财

瑞达期货研究院  
投资咨询业务资格  
许可证号：30170000

分析师：  
王翠冰  
投资咨询证号：  
Z0015587

咨询电话：059586778969  
咨询微信号：Rdqhyjy  
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号  
了解更多资讯



## 豆类年报

2020年12月20号

# 生猪需求明显恢复 豆粕预计强于豆油

## 摘要

2020年美豆总体走出了先跌后涨的走势，总体震荡重心有所抬升。上半年主要受南美丰产以及疫情影响消费的影响，美豆走势偏弱。不过进入下半年，随着天气因素炒作的加剧，美豆的优良率持续低于预期，再加上中美签订的第一阶段贸易协定，保障了美豆的出口，使得美豆持续去库存中，给美豆带来较强的支撑，美豆震荡上涨，对国内豆类形成支撑。

进入2021年，一季度在天气炒作以及美豆出口的支撑下，预计美豆仍将保持强势，同时也对国内豆类形成支撑。进入二季度，随着南美豆集中上市，美豆的支撑力度减弱。分品种来看，豆粕方面，二季度开始生猪的存栏量开始恢复正常水平，对豆粕的支撑加强，不过在供应同时也增加背景下，需求对盘面的支撑可能有限。豆油方面，供需可能在二季度由供应偏紧转向平衡的状态，对价格助推边际作用逐渐递减，不过菜籽油供应偏紧，以及棕榈油受季节性减产、天气以及疫情的影响减产，供需改善进程或慢于正常年份。进入下半年，豆粕的消费需求持续改善，如果再加上美豆的天气炒作以及节假日的对需求的拉动作用来看，豆粕有望重新进入走强的态势。豆油方面，三季度，在棕榈油产量有所恢复以及豆油消费季节性淡季的影响下，豆油走势预计会高位回落，直至四度在节日拉动下，可能跌势放缓，不过不排除美豆丰产对供应的压力。总体下半年相对于豆粕的需求回暖，预计油粕强弱将有所转变。

## 目录

一、2020 年整体市场回顾.....	2
1、CBOT 大豆期货走势回顾.....	2
2、DCE 大豆期货走势回顾.....	3
3、DCE 豆粕期货走势回顾.....	5
4、DCE 豆油期货走势回顾.....	6
二、全球油籽供需情况.....	7
三、全球大豆供需情况.....	8
1、美国大豆：旧作去库存顺利，新作面积预计扩大.....	8
2、南美大豆预期丰产，但有下调风险.....	9
3、全球大豆供需预估.....	10
4、国内大豆供应.....	11
四、全球及国内豆粕供需.....	13
1、全球豆粕供需.....	13
2、国内豆粕需求.....	13
3、替代品供应情况.....	17
4、总结：豆粕上半年重点在于供应变化，下半年在于需求恢复.....	17
五、豆油基本面.....	18
1、全球植物油库消比低于 10%.....	18
2、需持续关注变数因素.....	20
3、国内油脂供需情况.....	22
4、三大油脂现货市场库存.....	24
六、2021 年行情展望分析.....	25
免责声明.....	27

## 一、2020 年整体市场回顾

### 1、CBOT 大豆期货走势回顾

我国大豆对外依赖程度较大，芝加哥期货交易所（CBOT）又是全球大豆定价中心，CBOT 大豆走势对国内豆类颇具影响，故而先回顾 2020 年 CBOT 大豆指数行情。

2020 年 CBOT 大豆经历了先下跌，后震荡，然后出现大幅上涨的行情，大致可以分为 3 个阶段分析：

#### 1、2020. 1. 2-2020. 4. 21 期间震荡探底，最低触及 818.5 美分/蒲式耳。

原因是南美大豆丰产，另外中美虽然签订了第一阶段贸易协定，但中国是否会增加美豆的进口量仍存在疑惑。加上，新冠肺炎病毒在全球蔓延，引发全球恐慌，需求担忧加剧，美股一周两次熔断，在宏观面偏利空的背景下，美豆走势偏弱。

#### 2、2020. 4. 22-2020. 6. 1 期间见底，走势为低位震荡。

原因是中美紧张关系持续升温，令市场担忧美国大豆出口前景，但是随着进入天气炒作期，美豆下方空间有限，美豆陷入震荡。

#### 3、2020. 6. 2-2020. 12. 20 期间期价顺畅走高，最高触及 1200 美分/蒲式耳。

原因是天气因素导致美豆播种以及优良率持续低于预期，USDA 报告显示美豆产量下滑，以及库存回落，对美豆形成较强支撑。另外，在巴西豆上半年已经完成大量出口，下半年出口量枯竭的背景下，美豆出口量维持高位。同时，进入年底，市场炒作拉尼娜天气对南美播种的影响，同样提振美豆走势。下半年美豆在众多利好因素的支撑下，持续上涨，上涨趋势较为明显。

图 1. 美豆指数合约日 K 线图



图表来源：博易大师

## 2、DCE 大豆期货走势回顾

DCE 黄大豆 1 号指数（简称：豆一指数）：

### 1、2020. 1. 2-2020. 3. 30 期间顺畅走强，豆一总体表现强势。

原因主要是受连续降雨使单产下降，东北整体大豆产量减少，且安徽和河南产区大豆整体产量也不如往年的因素影响，主产区基层余粮均不多，且补贴已经发放到位，基层农户资金压力有所缓解，在“卖跌不买涨”的心理支撑下，基层农户挺价意愿较强，市场各主体上量困难，均选择提价收购，利好国内大豆行情。另外，主要粮食收购商仍维持高价收购，亦利好国产大豆行情。

### 2、2020. 4. 1-2020. 6. 15 期间经历了下跌而后再重回 4 月高点的走势。

原因主要是在买涨不买跌的心理驱动下，下游客户已经在 3 月大涨行情之下进行了备货，现货库存偏大，对外询价采购意愿不积极，且大豆需求逐渐进入淡季，加上 4 月下旬，南方部分贸易商为即将上市的菜籽腾库，出货意愿变强，挺价意愿有所松动，国内大豆价格出现下跌。而后豆一受临储抛储的消息影响，走势较为敏感，最终在临储抛数量不及预期的影响下，豆一价格重回 4 月高点。

### 3、2020. 6. 16-2020. 9. 30 期间豆一保持震荡。

主要原因是豆一处处在种植期，虽然基层余粮较少，但是政策性粮入市，缓解基层余粮偏紧的情况，豆一走势趋于震荡。

### 4、2020. 10. 1-2020. 12 期间豆一顺畅上涨，最高触及 1190. 72 元/吨。

上涨的主要原因是，南方降雨导致关内大豆供应有限，而东北豆进入偏少，加上新粮

开秤价偏高，以及新粮上市偏慢，农户对后市的预期总体偏高，惜售心理较强，支撑豆一强势上涨。

图 2. 黄大豆 1 号指数合约日 K 线图



资料来源：博易大师

DCE 黄大豆 2 号指数（简称：豆二指数）：

**1、2020. 1. 2-2020. 5. 15 期间震荡探底，最低触及 2871 元/吨。**

原因主要是受中美签署第一阶段贸易协议，后期美豆进口增加，南美大豆产区天气情况良好，巴西大豆已经开始收获上市，产量预期庞大，以及新冠疫情持续蔓延，市场购销短时间内仍难以恢复的影响，豆二走势偏弱。

**2、2020. 5. 18-2020. 12 期间震荡走强，最高触及 3950 元/吨。**

原因主要是受美豆出口良好，中国积极实施第一阶段贸易协定，支撑美豆，对进口豆形成支撑。另外，美豆炒作天气，美豆播种进度以及优良率均低于预期。南美方面，由于前期销售量较大，下半年南美豆枯竭，更提振美豆的出口。同时，进入南美播种季，市场炒作拉尼娜天气对南美播种进度的影响，同样刺激进口豆价格，总体下半年豆二表现偏强。

图 3. 黄大豆 2 号指数合约日 K 线图





资料来源：博易大师

### 3、DCE 豆粕期货走势回顾

2020 年 DCE 豆粕指数呈现震荡上涨，然后下跌回年初水平，而后再度大幅拉涨的走势。大体可以分为以下三个阶段

#### 1、2020.1.2-2020.3.30 期间震荡走强，最高触及 3010 元/吨。

原因是受疫情影响，油厂开机率下滑，另外，大豆到港量较少，导致油厂开机率低的情况越来越严重，大豆压榨量较低，油厂现货豆粕大多已售完，多执行合同为主，豆粕供应紧张局面越来越严重，豆粕价格低位反弹。

#### 2、2020.4.1-2020.5.15 期间震荡探底。

原因是进入 4 月，巴西雷尔亚暴跌，令大豆盘面榨利良好，吸引中国继续采购，且巴西港口运转正常，推动巴西大豆 3、4 月份对华装船均达 1000 万吨的天量，对国内豆粕现货市场形成打压。

#### 3、2020.5.18-2020.12 期间震荡走强，最高触及 2018 年 4 月的高点。

原因是受美豆出口良好，中国积极实施第一阶段贸易协定，支撑美豆，对国内豆类形成支撑。另外，美豆炒作天气，美豆播种进度以及优良率均低于预期。南美方面，由于前期销售量较大，下半年南美豆枯竭，更提振美豆的出口。同时，进入南美播种季，市场炒作拉尼娜天气对南美播种进度的影响，同样刺激国内豆类价格。不过豆粕本身受需求恢复

仍不及预期，走货偏慢，以及胀库的影响，在豆类中涨幅偏小。

图 4. 连豆粕指数合约日 K 线图



资料来源：博易大师

#### 4、DCE 豆油期货走势回顾

2020 年豆油指数经历了一轮下跌，低位震荡，再大幅上涨的走势，大致分为三个阶段：

##### 1、2020. 1. 2-2020. 3. 16 期间豆油指数震荡下行。

主要原因是印度棕榈油进口商开始停止所有从马来西亚的棕榈油进口，春节后，疫情不断发酵，消费需求回落，打压金融市场，外围市场一片惨淡，也增加了市场的恐慌情绪，导致油脂价格一路暴跌。

##### 2、2020. 3. 16-2020. 5. 15 期间豆油指数震荡筑底。

主要原因是疫情影响了南美主产区大豆运输，装船，并使得检疫时间延长，豆油价格有所恢复，再加上国内疫情得以控制，餐饮需求有所恢复，中下游渠道陆续补库，推动豆油行情低位反弹，收复部分失地，不过总体仍保持在相对低位震荡

##### 3、2020. 5. 18-2020. 12 期间豆油指数震荡上行。

主要原因是受美豆出口良好，中国积极实施第一阶段贸易协定，支撑美豆，对国内豆类形成支撑。另外，美豆炒作天气，美豆播种进度以及优良率均低于预期。南美方面，由

于前期销售量较大，下半年南美豆枯竭，更提振美豆的出口。同时，进入南美播种季，市场炒作拉尼娜天气对南美播种进度的影响，同样刺激国内豆类价格。另外，油脂本身库存偏低，加上随着疫情的好转，餐饮有所恢复，对油脂的需求持续向好，使得豆油在豆类中走势偏强。

图 5. 国内豆油指数合约日 K 线图

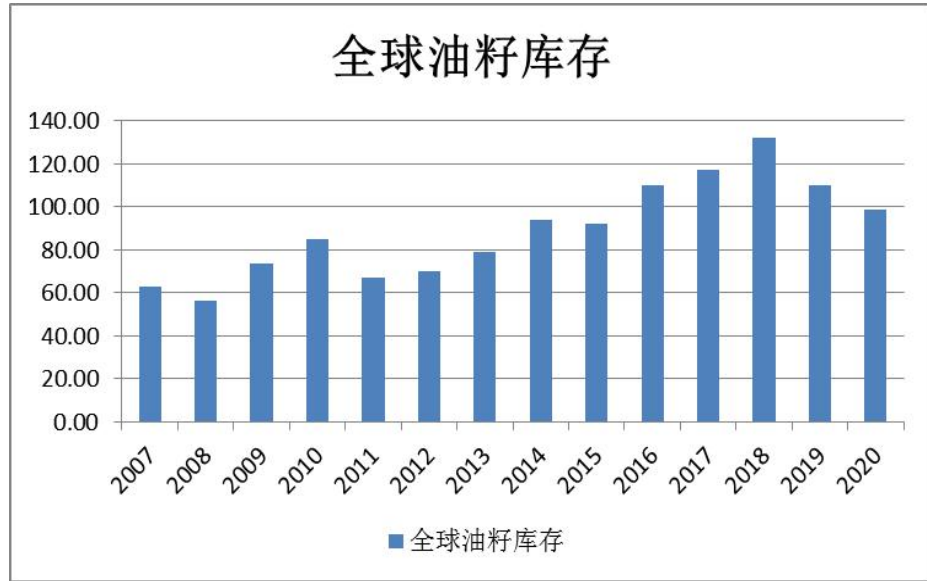


资料来源：博易大师

## 二、全球油籽供需情况

根据美国农业部最新供需报告显示，2020/21 年全球油籽（包括大豆、菜籽、棕榈仁、花生、棉籽、葵花籽、椰肉干等）产量同比增加 3.63%，至 59728 万吨，自 2004/05 年度以来全球油籽每 4 年减产一次，本年度适逢增产季，遵循历史规律。在这其中，大豆和菜籽占比超过七成，从数据来看，大豆增产 7.71%，成为增产的主要因素，而菜籽虽然减产，但减产幅度仅为 0.07%，并不会缓解较大的产量增长。当年度生产增长，但食用和压榨需求依旧保持增速以及较 2019/2020 年度增加，之前结转库存得到消耗，供需缩紧。





数据来源：美国农业部 瑞达期货研究院

### 三、全球大豆供需情况

美国、巴西、阿根廷大豆产量总和占全球 80%以上，对大豆市场有着深远的影响，因此我们下面着重分析这三个国家的供需情况。

#### 1、美国大豆：旧作去库存顺利，新作面积预计扩大

##### (1) 对华出口好转，利于去库存

根据美国农业部 2020 年 11 月供需报告显示，2020/21 年度美豆增产格局落定，增产 1683 万吨，产量上升至 1 亿吨以上，不过出口的好转，尤其是对中国方面的好转，导致库存出现大幅回落，从而导致库存消费比直接从 23%跳降至 8%，几乎对半减少。这已经是美国连续三年去库存，去库存进程的加快，削弱了旧作对市场价格的压制作用。

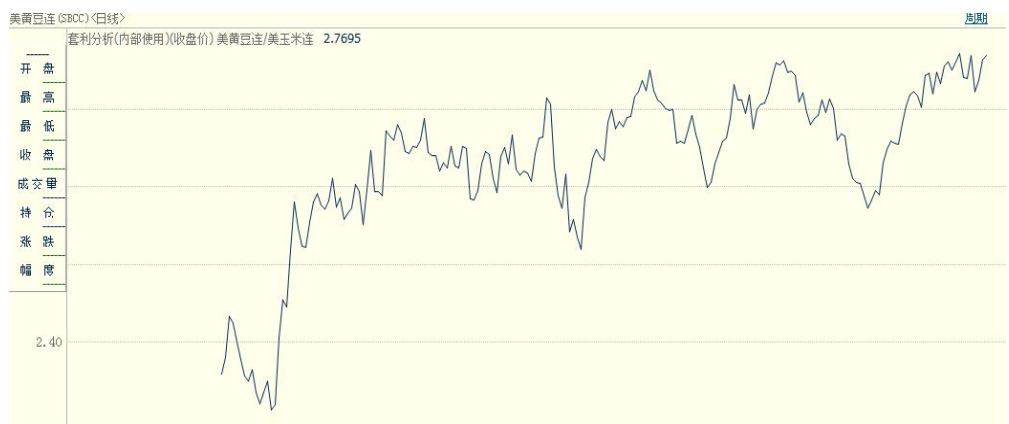
去库存主要受出口方面好转的影响，而这又主要受中美正在积极实行第一阶段贸易协定的影响。截止到 2020 年 11 月 26 日，2020/21 年度（始于 9 月 1 日）美国对中国（大陆地区）大豆出口装船量为 1973 万吨，高于去年同期的 658 万吨。迄今美国对中国已销售但未装船的 2020/21 年度大豆数量为 993 万吨，高于去年同期的 302 万吨。2020/21 年度迄今为止，美国对华大豆销售总量（已经装船和尚未装船的销售量）为 2967 万吨，同比增加 208.9%。目前来看，美豆对华出口保持着积极的节奏。而就 2021 年可能签订的第二阶段贸易协定来看，美国新上任的总统拜登保持着对华相对偏宽松的态度，也使得市场对第二阶段贸易协定的实施保持着积极的态度。如果出口速度保持良好，预计对美豆的价格也将有所提振。



数据来源：美国农业部 瑞达期货研究院

## (2) 新年度种植面积预期小幅扩大

新一年度美豆种植面积可能扩大，原因在于农户测评春播项目中作物吸引力的主要因素是美国大豆和玉米的价格比。2020年无论是期价还是现价，黄豆和玉米价格比从低位缓步上移，截至12月7日均超过中性比率2.25，加上中美贸易关系缓和，利于种植大豆意向。关注美国农业部在每年3月以及6月底公布该国新一年度农作物种植意向报告。



数据来源：wind 瑞达期货研究院

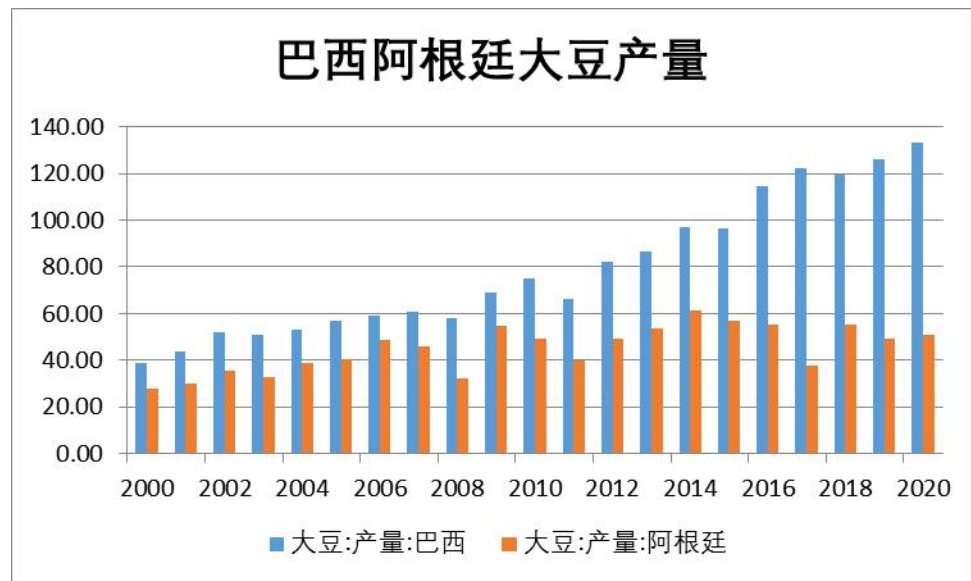
## 2、南美大豆预期丰产，但有下调风险

巴西方面，农业咨询机构 Agroconsult 称，预计巴西 2020/21 年度大豆产量将为 1.332 亿吨（历史最高），尽管维持预估值不变，但不排除未来进行下修的可能性，因为干旱导致播种进度推迟，且有可能影响到单产水平。Agroconsult 管理合伙人 Andre Pessoa 在由巴西全国谷物出口商协会 (Anec) 主办的行业活动上表示，“目前下结论还太早，但降雨不足，

主产州马托格罗索州、帕拉纳州和南里奥格兰德州的作物都面临各自的问题。”“在马托格罗索州，仅有东部地区的作物长势符合预期。在该州的所有其他地区作物长势不如预期，且不及上年同期水平。全州几乎所有地区都有重植的情况。”尤其是圣卡塔琳娜州和南里奥格兰德州，即将到来的拉尼娜现象或对这两个州的作物造成威胁。Pessoa 表示，截至 2021 年 1 月 31 日，马托格罗索州将有约 450 万吨新作大豆上市。去年同期的上市量则接近 1,100 万吨（1,090 万吨）。”

阿根廷方面，根据 USDA 的报告显示，2020/2021 年度阿根廷产量预计达到 5100 万吨，也处在近几年的相对高位。不过同样受拉尼娜天气因素的影响，阿根廷也出现晚播现象，另外，市场预计明年一季度拉尼娜继续发生的概率接近 70%。拉尼娜发生会导致南美出现明显的干旱。这个时间贯穿了阿根廷大豆的生长期，可能会对阿根廷大豆生长有所拖累。

鉴于播种期内南美两个国家均出现天气异常苗头，2020 年一季度是关键生长期，需警惕天气情况是否对 2021 年一季度的大豆生长有所影响，故而对南美大豆生产并不能盲目乐观，在美豆库存不高的背景下，若南美大豆供应再出现问题，整体期价水平将再抬高。



数据来源: wind 瑞达期货研究院

### 3、全球大豆供需预估

根据美国农业部报告显示，2020/21 年度全球大豆产量 3.6264 亿吨（7.7%），消费量 3.6903 亿吨（+4.28%），期末库存 8652 万吨（-9.25%），库存消费比为 23%，较上一年下降 4 个百分点，已经连续两年出现回咯，未来若南美供应出现问题，供需格局将进一步收紧。



数据来源: wind 瑞达期货研究院

#### 4、国内大豆供应

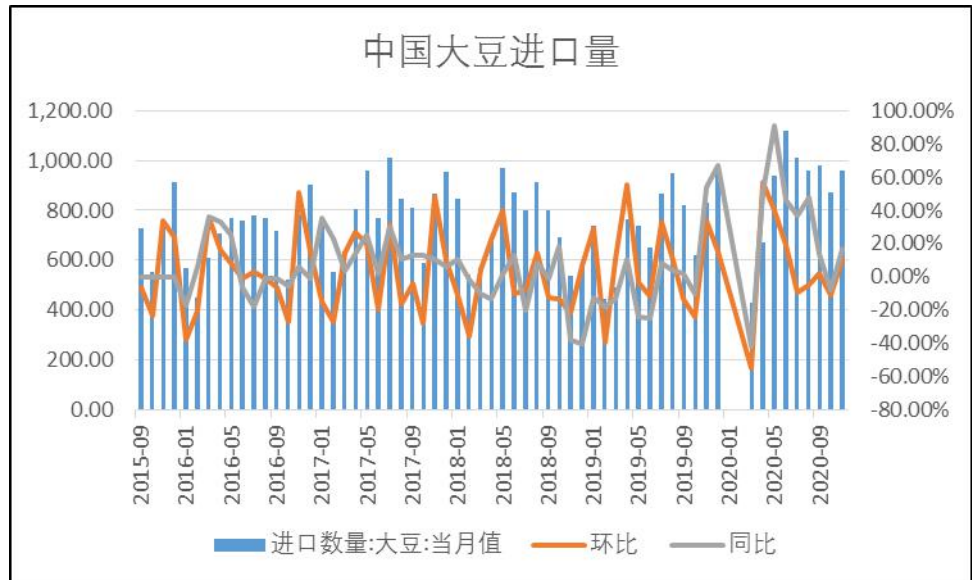
##### (1) 中美贸易关系缓和，2020/21 年进口大豆恢复性增长

自 2018 年，中美贸易关系的变化对豆类行情节奏产生重要影响。美东时间 2020 年 1 月 15 日，中美双方在美国华盛顿签署《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》。作为协议的一部分，北京同意在协议生效的第一年内，购买美国 400 亿美元农产品——在贸易摩擦开始前一年 2017 年中国购买 240 亿美元美国农产品的基础上，再增购 160 亿美元的农产品购买量。另外，中方还同意在两年内增购 320 亿美元的美国农产品。农业和农村事务部副部长韩军表示，中国将大幅增加从美国的进口农产品，例如大豆。中国还将进口猪肉和家禽，以及一些小麦，玉米和大米。另外，美国新任总统拜登也表示，他会暂时维持与中国的第一阶段贸易协议，不会立即采取任何行动。他还说，首先他将对第一阶段协议进行全面审查，并征询亚洲与欧洲传统盟国的看法，以便制定一致的战略，而不是过早做出个人判断。

海关总署表示，2020 年 1-11 月共累计进口大豆 9280.3 万吨，较去年同期 7897.1 增加 1383.2 万吨，同比增幅 17.52%。我国大豆 85% 左右依靠进口，中美签订第一阶段贸易协定后，中国对美豆的进口大幅增加。

从作物年度看，截至 2020 年 11 月，2020/21 年度到港 1766 万吨，超过 2019/20 年度同期的 1230 万吨，也明显高于 2018/19 年度同期的 1454 万吨。USDA 预估 2020/21 年度我国进口 1 亿吨，意味着在剩余的 2020 年 12 月至 2021 年 9 月份这 10 个月时间内，月均进口 823.4 万吨后实现 USDA 预估。作为对比，2015/16 至 2019/20 年 5 个年度同期月均分别为 703 万吨、806 万吨、796 万吨、703 万吨、850.1 万吨，由数据可以推测，USDA 对中国

采购预期相对保守，还比上一年度月均减少 26.7 万吨，考虑到棕榈油上半年生产增幅可能有限以及生猪养殖趋于恢复，下游豆油粕需求或有回暖迹象，此阶段进口大豆供需可能偏紧，因此预计中国进口数量有调高可能，从而提振国际大豆价格。



数据来源：wind 瑞达期货研究院

### (2) 我国需求受进口豆拖累

2020 年农产品供给侧的第 5 个年头，政策引导种植结构调整有利于大豆供应增加。总体播种面积增加了 3%，其中黑龙江地区播种面积增加了 20%以上。不过今年南方地区受洪涝影响减产，东北地区也受台风等天气的影响，总体产量有所下降。根据农村农业部以及美国农业部的最新预估 2020/2021 年度大豆产量为 1750 万吨，比 2019/20 年的 1810 万吨，减少 60 万吨。从产量来看，虽然有所下降，但总体仍保持在偏高的水平。需求端方面，食品消费始终保持稳定增长，为 1390 万吨，比 2019/20 年度增加 50 万吨。而压榨需求方面，由于 2020 年大豆进口量大幅攀升，且进口成本偏低，导致国产大豆压榨量持续亏损。加上由于国产大豆价格偏高，导致进口非转基因豆占据了部分市场份额，对国产大豆需求有所冲击。2021 年，中国预计会继续实施中美第一阶段贸易协定，且第二阶段贸易协定也有一定的预期，市场大豆压榨来源预计仍主要以进口豆为主，限制国产大豆的压榨需求。对国产大豆的价格有所压制。

### (3) 季节性分析

南美大豆和美国大豆集中上市对豆一期货价格的冲击较大，相比于南美大豆，美国大豆上市对市场的影响更大。两者上市分别对应的时间是 6、7 月和 10、11 月份，因此这几个月份容易形成相对低点。不过其中 10 月份走势受美豆产量增减幅度影响较大，如果美豆



产量因天气等因素出现大幅减产的情况，10 月份仍可能出现上涨。国内大豆在 5 月和 9 月容易形成大豆青黄不接的局面，考虑到大豆需求不旺，这两个月份小幅度上涨的可能性较大。此外，8 月份是传统的天气炒作时节，因此这两个月份豆一期货价格的波动较大，从 10 年的数据来看，8 月份上涨的可能性较大。

## 四、全球及国内豆粕供需

### 1、全球豆粕供需

2020/21 年度全球豆粕消费量为 25019 万吨，产量为 25232 万吨，期末库存为 890 万吨，较上一年度减少 123 万吨，库存消费比为 3.56%，连续第 6 个年度下降，处于 2002/03 年度以来中等水平。



数据来源: wind 瑞达期货研究院

### 2、国内豆粕需求

(1) 养殖行业: 生猪养殖恢复期, 禽类有所回调

我国在豆类三品种中, 只有豆粕是实现了自给自足, 在需求分析中, 着重考虑国内消费情况, 饲料配方添加是豆粕消费主要途径, 因而养殖行业发展对豆粕饲料需求有重要意义。

①政策引导推动, 2021 年是生猪养殖行业恢复期

受生猪养殖利润高企以及非洲猪瘟基本得到控制的影响, 2020 年生猪和能繁母猪存栏

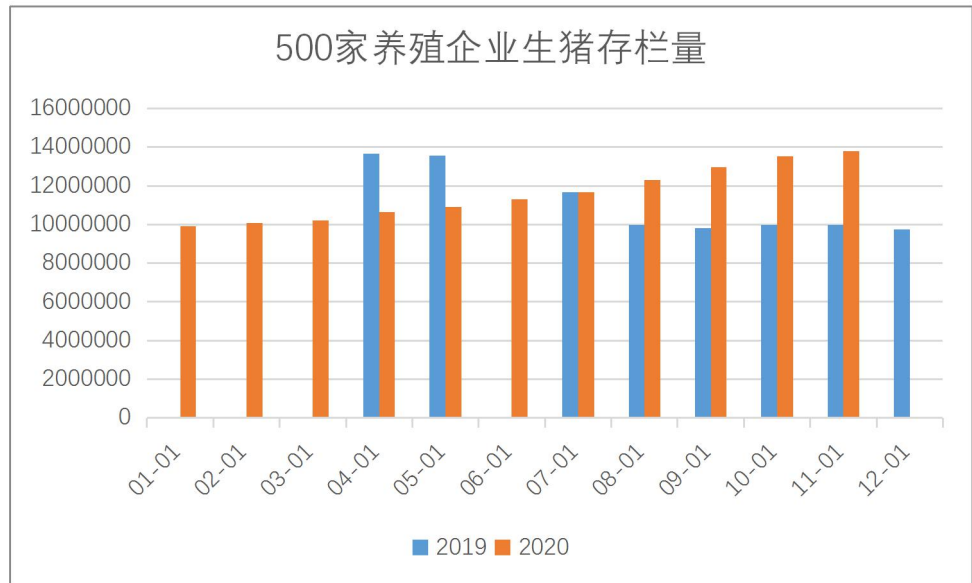
总出现触底回升的走势，截至 2020 年 10 月份，生猪存栏为 38700 万头，能繁母猪为 3950 万头，作为对比，2019 年年底分别为 19075 万头和 1924 万头，分别上涨 103%和 105%。生猪存栏同比增长，预示着 5-6 个月后生猪出栏量也将实现同比增长。2020 年前三季度累计出栏 36186 万头，其中一季度累计同比增长-30.3%，二季度累计同比增长-19.9%，三季度累计同比增长-11.7%，同比增长为负的幅度逐渐缩窄，可见，生猪的出栏量正在逐渐增加。虽然目前出栏量仍低于往年正常的水平，不过随着一系列因素传导，生猪价格有望回落至 30 元/千克的下方水平。

猪瘟影响生猪的供应和价格，而猪肉价格的飙涨影响居民需求和消费，因此相关部门也从政策上控制猪价的上涨，鼓励养殖户扩大养殖规模。这些政策主要包括在生猪养殖用地方面，要按照农业用地管理，不需要再进行建设用地审批了。而且很多地区已经规定允许生猪养殖用地可以使用一般耕地，并且取消了 15 亩土地的上限规定。另外在生猪养殖圈舍、厂内通道以及绿化隔离带等生产设施用地方面，也做出了一定的规定，这为保障生猪养殖生产的废弃物处理对设施用地需求提供了基础。这些措施对于进一步扩大农村生猪养殖规模，鼓励农民发展生猪养殖产业有着重要的意义和作用，对于恢复我国生猪产能会产生重大影响，也同时限制了生猪价格的持续上涨。

在政府政策积极引导和作用下，我国生猪养殖规模初见“底部”，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，2020 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，价格大幅下降。一些省份仔猪价格已从最高峰的每头 2000 元左右降至 1000 元以下。

能繁母猪存栏量决定未来 10 个月生猪供应量，也就是说，2020 年 3 月份至 2021 年 2 月份能繁母猪对应 2021 年 1 月至 12 月生猪供应。从二元母猪的环比增长来看，从 2019 年 10 月能繁母猪存栏量开始恢复，那么这之后的 10 个月，也就是 2020 年 8 月生猪出栏量开始恢复。不过这并不是指生猪出栏量恢复至正常水平。从二元能繁母猪存栏量的同比来看，在 2020 年 6 月，同比首次出现上涨，这也就是说在 2021 年的二季度，生猪存栏量开始恢复至正常水平。这也和官方口吻基本相符。那么在 2020 年底及 2021 年一季度，在供应量还未完全恢复以及这期间有南方腌制腊肉以及春节元旦等节日需求提振的背景下，猪价仍有一定上涨的可能。不过进入 2 季度，在生猪养殖持续恢复以及高昂的养殖利润的驱使下，预计生猪供应继续回升，猪价见顶回落。

从上述政府政策和生猪存栏发展趋势来看，2021 年生猪养殖恢复前景可以预见。

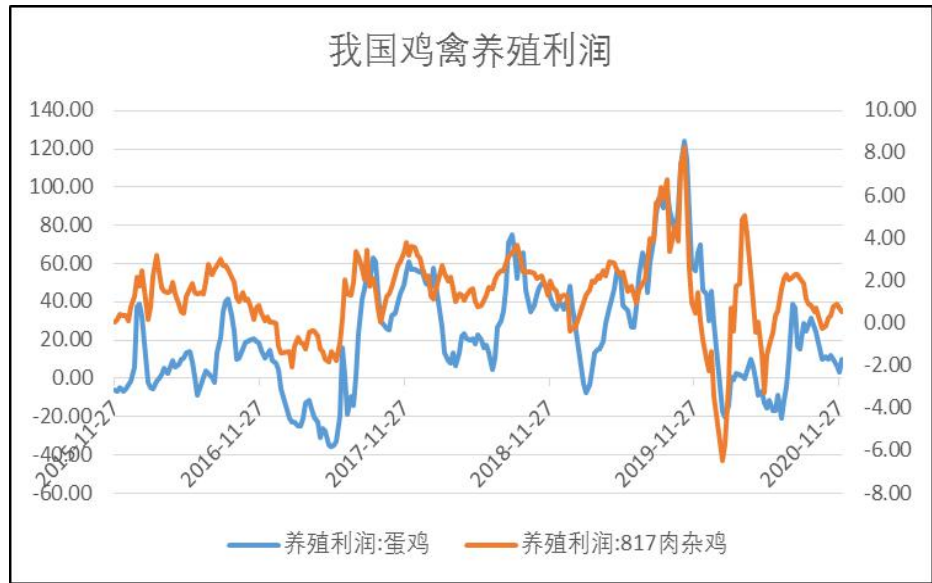


数据来源: wind 瑞达期货研究院

## ②禽类产业前景堪忧

2020年以来,虽然生猪价格在前三季度呈现上涨,但替代品肉禽价格并未出现明显上涨,养殖利润也表现较为普通。截至11月底,蛋鸡养殖利润仅在8.02元/羽,较去年同期87.9元/羽下降90.8%。造成养殖利润偏低的主要原因是成本端豆粕以及玉米的大幅上涨以及鸡蛋价格的快速下跌。在对养殖利润不看好的背景下,养殖户淘汰鸡的意愿增加。根据天下粮仓数据,截至11月淘汰鸡量达到3775.14万只,较上月3505.34万只,增加了269.8万只,创出了年内的新高。另外,淘汰鸡价格也降到了相对低位,使得屠宰企业的成本端压力减轻,屠宰企业开工率上升,淘汰鸡量有进一步增加的趋势。

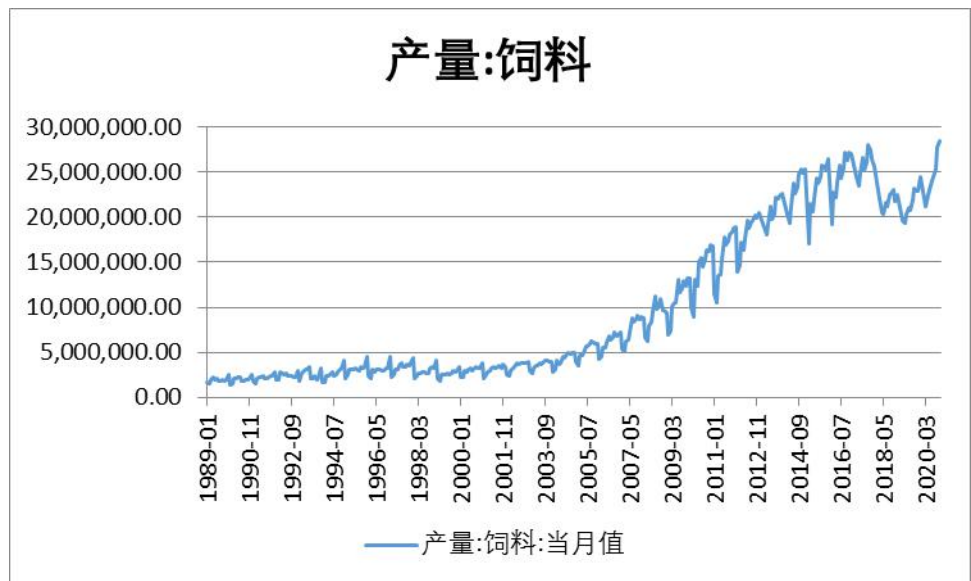
从蛋鸡总存栏量以及后备蛋鸡存栏量来看,同样存在下降的趋势。根据天下粮仓的数据,2020年11月份100家养殖企业蛋鸡总存栏量为1768.8万只,较10月的1804.13万只减少了35.33万只,减幅为1.96%;其中在产蛋鸡的存栏量为1585.75万只,较10月底的1487.88万增加了97.87万只,增幅为6.58%。后备蛋鸡(120日龄以下)存栏为183.05万只,较10月的316.25万减少了133.2万只,减幅为42.11%。



数据来源: wind 瑞达期货研究院

(2) 2020 年料饲料生产走出低谷，豆粕需求在下半年有效恢复

根据国家统计局数据，2020 年 2 月至 10 月，全国饲料总产量达到 2.3487 亿吨，同比增长 8.3%，主要因为下半年生猪养殖开始恢复，对猪饲料的需求有所恢复。从上文可知，11 月猪饲料产量预计环比继续增加，2021 年生猪养殖行业的恢复可期，未来生猪饲料也将能逐渐回暖，但是禽料恢复可能有限，限制饲料需求的总体恢复。总体来看，预计 2021 年饲料产量能走出 2018、2019 年连续两年下降阴影，延续 2020 年增长的态势，从而提高对蛋白粕的需求。



数据来源: 国家统计局 瑞达期货研究院

### 3、替代品供应情况

我国豆粕替代品由菜粕、棉籽粕、棕榈仁粕、鱼粉、花生粕、葵花籽粕等。美国农业部对中国蛋白饲料的压榨原料 2020/21 年压榨量预估分别是：菜籽 1530 万吨（同比减少 18.5 万吨），花生 925 万吨（同比减少 65 万吨），棉籽 935 万吨（同比增加 3.1 万吨），葵花籽 195 万吨（同比增加 7.5 万吨），四个品种压榨量总和为 3585 万吨，较上年度的 3657.9 万吨，减少 72.9 万吨，考虑到各个品种出粕率不一，基本不会超过 70%，因此实际杂粕供应量的减少幅度低于 72.9 万吨，基于菜籽出粕率 68%，葵花籽 61.04%、棉籽 42%，花生 44% 计算，大致推算压榨出蛋白粕数量为 1959 万吨左右，同比减少 35.3 万吨左右。2020/21 年鱼粉总供应为 180 万吨，同比增加 10.77%。

此外，2018-2019 年我国新增从一些国家进口杂粕。允许进口符合要求的菜粕的国家有印度、哈萨克斯坦、埃及、乌克兰、俄罗斯，允许进口符合要求的葵花籽粕的国家有俄罗斯和保加利亚，甜菜粕俄罗斯，豆粕（饼）俄罗斯；允许符合要求的棉籽粕进口的国家有巴西。虽然杂粕的进口来源增加，但是由于 2020 年的疫情，导致进口检验检疫强度增加，杂粕的进口量有所回落。2020 年前 10 个月菜籽粕、葵花籽粕、棕榈仁粕、花生粕、棉籽粕累计进口 308 万吨左右，比 2019 年同期的 324 万吨减少 16 万吨，降幅达到 4.9%。

总体来看，受疫情影响的检验检疫增加，以及相比杂粕，豆粕的性价比更高的情况下，杂粕的供应量呈现下降的趋势。

### 4、总结：豆粕上半年重点在于供应变化，下半年在于需求恢复

根据上文所述，虽然美豆丰产，不过在中美签订第一阶段贸易协定的背景下，中国积极采购美豆，使得美豆处在持续去库存的状态下。而南美方面，虽然有丰产的预期，但是受拉尼娜天气因素的影响，目前播种进度仍偏慢，且市场预期拉尼娜天气可能持续到 2021 年 1 季度，正好贯穿南美大豆的生长季，南美大豆产量仍有回调的风险。从季节性来看，在 2018 年以前，我国进口美豆比例呈现明显“凹”字形，即两边高，中间低，在 1-3 月期间到港大豆中美豆占 60%以上，呈现逐月下降趋势，11-12 月进口比例在 50%以上，呈现逐月上升趋势，符合美豆集中供应以及装运到我国的时间长度。在基于对中美贸易关系持谨慎乐观的预期下，2021 年我国采购美豆的季节性规律逐渐恢复可期。2021 年一季度，在中国持续性采购美豆的背景下，预计美豆持续偏强，对国内豆类形成支撑，另外，南美天气因素的炒作可能贯穿一季度的时间，同样对豆类形成偏多的影响。二季度在巴西以及阿根廷



廷豆进入收获季的背景下，且前期中国大量采购美豆，可能部分挤占南美豆的市场份额的背景下，豆类可能陷入弱势。

进入下半年，根据上文所述，生猪供应量可能在 2021 年 2 季度恢复至正常水平，不过在二季度总体供应偏高的背景下，需求对盘面的支撑可能有限。而进入三季度，在猪周期的带动下，生猪的供应可能会继续增加，对应的猪饲料的需求也会持续增加。而在三季度南美豆供应进入下降期而北美大豆进入天气炒作期的背景下，豆粕供需格局改善概率较大，对价格也将构成有力提振作用，四季度节日较多，阶段性备货需求亦对豆粕价格有利好影响。风险在于当前中美正在积极实施阶段性贸易协定，但仍不能完全确定拜登上台后可能的政策导向；另外，猪瘟还不能完全防疫，警惕复发风险。

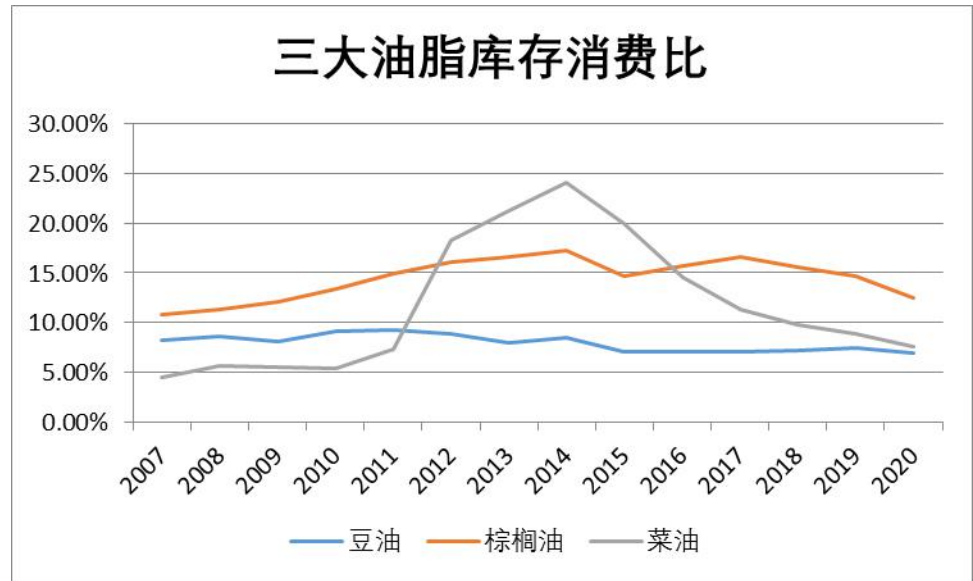
## 五、豆油基本面

### 1、全球植物油库消比低于 10%

2020/21 年度豆油产量同比增长 4.16%，至 6014 万吨，消费量同比增长 4.9%，为 5935 万吨，期末库存为 411 万吨，减少 12 万吨，库存消费比为 6.93%，较上一年减少 0.55 个百分点。

2020/21 年度全球棕榈油产量同比增长 3.33%，至 7519 万吨，消费量同比增长 4.12%，为 7511 万吨，期末库存为 936 万吨，减少 125 万吨，库存消费比为 12.46%，较上一年度减少 2.25 个百分点，为 2010/11 年度以来最低。

2020/21 年度全球菜籽油产量同比减少 1.54%，为 2742 万吨，消费量减少 1.25%，为 2765 万吨，期末库存 211 万吨，减少 38 万吨，库存消费比为 7.63%，较上一年度减少 1.26 个百分点。

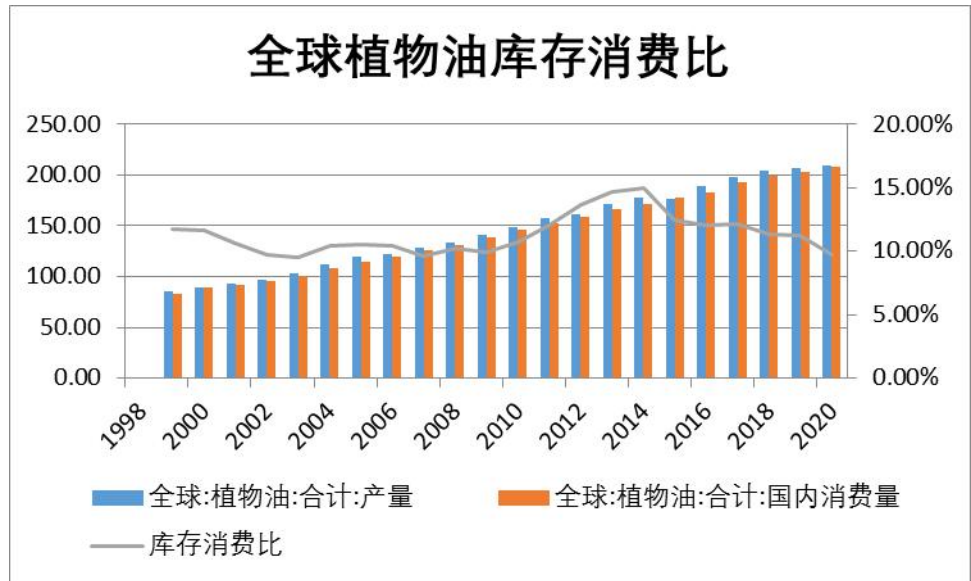


数据来源: wind 瑞达期货研究院

三大油脂库存消费比同步下滑，2020/21 年度全球油脂供需必然缩紧。根据 USDA11 月报告数据显示，2020/21 年度全球植物油结转库存预估下调至 1896 万吨，库存消费比为 9.13%，上一次库消比破 10%这一关键线还是十年之前的 2009/10 年度，这为油脂市场上涨提供基础。

为什么说 10%是关键线呢？在 1999/20 年度至 2018/19 年度这近 20 年里，仅有 4 个年度全球植物油库消比小于 10%，分别为 2002/03、2003/04、2007/08、2009/10 年度。前两个年度里，与三大油脂期货相关性高达 87%以上的 CBOT 豆油指数在 2002 年至 2004 年 2 月期间上涨幅度超过 100%，后两个年度里，我国豆油期货在 2006 年 1 月 9 日挂牌上市，填充了我国油脂期货的空白，对应后两个年度，豆油期货价格均走出了涨幅超过 30%的牛市行情，时间跨度分别为 2006.4-2008.3 以及 2009.3-2011.1。由此可见，在库消比小于 10%的年度里，油脂价格均出现一轮大趋势上涨行情。当然，并不能通过这个判断库存消费比低于 10%是油脂大涨的充分条件，因为回顾历史可知，行情还需配合宏观经济增长和需求强劲表现配合，但是基本面分析法的基础就是供求决定价格，油脂牛市理论上是建立在供需紧张的基础上，全球植物油库消比低于 10%可以看做是供需紧张的量化数值，低于这一数值，油脂价格将获得有力底部支撑，同时是大涨的基础条件。

已知 2020 年油脂价格表现继续验证库存消费比 10%这一关键线的有效性，即 2020 年下半年油脂市场已经走出一波上涨趋势，验证该关键线所表明的基本面利好，2020 年下半年博易大师豆油指数上涨 64.7%，棕榈油指数上涨幅度超过 60%，郑油指数上涨 49.8%，在三大油脂品种中，豆油和棕榈油领涨地位毋庸置疑，上涨超过 60%，符合上文所述四个年度里后两者对国内油脂期价带来的行情幅度。



数据来源: wind 瑞达期货研究院

## 2、需持续关注变数因素

全球植物油 2020/21 市场年度是到 2021 年 9 月份结束,因此上文所述的产量和需求预估数值并非固定不变,后期还可能根据实际情况进行调整,未来对 2020/21 年库存消费比以及 2021/22 年度供需可能产生影响的因素有哪些?

(1) 供应端: 新季度美国大豆生产以及棕榈油减产持续周期

从三大油脂供应端来看,菜油产量占比最小,为 13%,近 8 年产量维持在 2721 至 2805 万吨之间内,生产相对稳定,近两年的趋势是小幅下降。最大油菜籽生产国加拿大在 2018 年出现减产局面后,已经连续 3 年减产。从期末库存来看,加拿大菜籽期末库存连续两年出现回落,但总体仍处在近几年的高位,显示出中加关系紧张对加拿大菜籽出口影响较大。2021 年,在孟晚舟事件还未完全平息前,中加关系预计会持续维持紧张。那么旧库高企以及贸易纷争犹存,预期该国新一年度播种面积继续下滑,新作播种时间一般在 5 月,加拿大油菜籽占全球 28%左右,未来全球油菜籽以及副产品菜籽油的供应仍有继续减少风险。

豆油方面,2020/21 年美豆增产,但在中美实施第一阶段贸易协定的背景下,美豆出口表现良好,美豆库存持续回落,南美处于生长期,初期不利天气引发市场担忧。此外,国内方面,市场传言 2020/2021 年度国储将收储 70-100 万吨的豆油,限制豆油的供应量。2021 年美豆种植面积有小幅扩大可能,巴阿种植面积低速增长,新一年度全球大豆供应有望恢复,保证未来豆油的产出重新保持增长趋势。

棕榈油方面,2020 年二季度开始,印尼和马来西亚棕榈油产量总体表现较为疲软,处在近几年的相对低位。减产的主要原因是去年三四季度出现的干旱,延后 10 个月后,开始

反应干旱的影响，叠加减产季，总体东南亚的供应不高。不过随后进入 5-10 月的增产季，产量表现也不甚理想。除了受到天气因素的影响外，还有人工短缺的因素。马来西亚 Sime Darby Plantation 称，马来西亚种植园工人的严重短缺将导致今年棕榈油产量下降。公司与其马来西亚业务中有 2500 名工人短缺，占其外国劳动力的 10%。由于冠状病毒的显示，Sime 无法将预先批准的工人带入该国。今年，当合同终止时，有可能失去 5000-6000 名外国工人；Sime 只设法雇佣了 300 名当地人。虽然许多移徙工人已同意延长合同，但其他许多人选择返回本国。目前来看，工人短缺的问题仍在持续，在疫情仍没完全控制的背景下，影响可能延续至 2021 年上半年，对棕榈油的供应有所打击。不过今年 10-11 月受拉尼娜天气的影响，东南亚的降水量增加了 20%-40%，短期虽然对棕榈果的采摘有所影响，不过长期来看，利于棕榈果的生长，按照 10 个月来推算，至 2021 年下半年，棕榈油的供应可能会增加，叠加棕榈油进入收获旺季，对棕榈油的价格可能有所压制。

由于油棕树生产特征，在种植的第 6 年开始至第 23 年期间的的产量处于整个生产周期平均值以上，第九年达到顶峰。2014 年马来西亚油棕树种植面积同比增加 162496 公顷，2015 年同比增加 250708 公顷，分别为近六年次高和最高，印尼在 2014 年和 2015 年的新增种植面积分别为 223500 公顷和 392900 公顷，这两年种植油棕树将在 2019 年和 2020 年产量开始达到平均产值以上，在 2022 和 2023 年进入高产期。也就是说，2021 年上半年因为降雨和劳动力短缺等问题出现减产，下半年只要天气不再出现问题，棕榈油仍有恢复生产可能，整个年度综合增长幅度缩小，如果将时间周期拉到未来三四年来看，棕榈油生产扩增仍是趋势所向。

## （2）需求端：印尼生物柴油政策

原油方面，12 月 4 日，OPEC 与非 OPEC 会议决定自 2021 年 1 月开始，成员国决定自愿将减产数目自 770 万桶/日调整至 720 万桶/日，即增产 50 万桶/日。虽然会议结果一定程度不及预期，但由于市场已对增产有所准备，因此对油价的冲击较小。减产由于只是需求减少下的被动应对，油价见底并不对应减产的开始，油价见顶大概率也不是因为减产结束。但主动减产在需求恢复过程中对加速库存出清、稳定市场情绪有至关重要的作用。在 OPEC 减产执行率较高及需求复苏的基准预期下，全球原油库存加速修复以及油价向上修复仍是长期基调，但在布伦特原油价格逐步接近 50 美元/桶的目标位后预计将进入震荡局面，上方空间的进一步打开或需要等待 2021 年疫苗大规模落地以及国际航班陆续恢复等需求端的新利好支撑。

因为原油价格走势影响，生物柴油原料之一的植物油与原油价格联动性减弱。从数据来看，对比 2006-2013 年以及 2014-2020 年两个阶段原油与植物油相关性，数值已经由

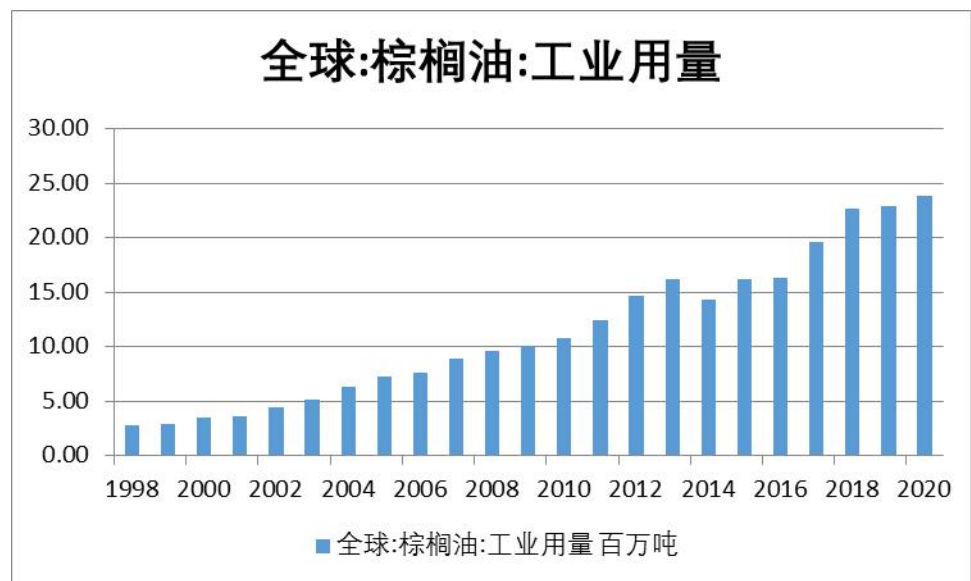
0.6-0.7 下降至 0.3-0.4。故而原油阶段性走势或对油脂有带动作用，但利多作用相对有限。

在原油价格低迷情况，依靠植物油主产国政策支持，全球植物油工业需求才得以平稳增长。

作为棕榈油最大生产国——印尼一直致力于提高生物柴油掺混率，从而达到增加棕榈油消费、减少石化柴油进口的目的。在 B20 计划取得一定成效后，印尼于 2019 年顺势推出 B30 计划，并计划在 2021-2020 年推出 B40 计划，印尼的目标是在 2022 年消耗 1420 万千公升（KL）生物柴油，比 2019 年的 626 万千公升翻倍还多。

2020/21 年度（10 月至次年 9 月）印尼棕榈油产量 4350 万吨，食品用量 627.5 万吨，出口量为 2875 万吨，预估工业用量在 860 万吨之间，则预估结转库存为 344.3 万吨之间，比 2019 年减少 40 万吨，虽然库存有所下降，但是仍处在近 4 年以来的相对高位，可见生物柴油的需求暂时不能大幅消减棕榈油的产量。不过值得注意的是，自 2020 年 12 月 10 日期，印尼将调高毛棕榈油出口关税来反补 B30 生物柴油政策的实施，短期来看，出口关税的增加会对出口形成利空的影响，但长期来看，出口增加的收入可以弥补生物柴油 B30 计划的实施，促进棕榈油的消费，另外出口成本的增加也会最终体现在价格之上，市场消费最终会为成本增加买单。

除了印尼，马来西亚、美国等油料主产国国家也在积极推动生物柴油政策以增加植物油工业需求。根据美国农业部最新报告数据预估，2020/21 年度全球棕油工业用量为 2381 万吨，比上一年度的 2296 万吨增加 85 万吨。



数据来源：wind 瑞达期货研究院



### 3、国内油脂供需情况

按照品种分类，中国食用植物油主要包括大豆油、菜籽油、花生油、棕榈油、芝麻油、橄榄油、葵花籽油、棉籽油和玉米油。根据艾格数据显示，2017-2018年中国居民食用植物油消费结构占比中，大豆油、菜籽油、棕榈油、花生油占比分别为51%、13%、17%、8%，总和为89%。因此对就四个品种的供需平衡表作出分析。美国农业部预计2020/21年度四大油脂产量同比增加4.16%至2666.8万吨，由于中加关系紧张，影响菜油的进口，进口量下降0.61%至982.5万吨，出口量小幅回落，净进口量962.5万吨；消费需求增加3.96%至3644.3万吨，当年度供需缺口15万吨，作为对比，前5个年度分别盈余127.6万吨、113.6万吨、71.4万吨、79.8万吨、-58.2万吨，意味着供应增幅放缓、需求维持低速增长的局面下，国内四大油脂供需宽松格局不断改善修复。

分品种而言，2020/10年度豆油产量为1774.1万吨，进口量为110万吨，消费量为1869.1万吨，出口量为15万吨，当年度供需盈余0万吨；棕榈油进口量690万吨，消费量692万吨，当年度供需缺口2万吨；菜油产量596.7万吨，进口量160万吨，出口量1万吨，消费量765.7万吨，当年度供需缺口10万吨。

进口量的大头和提高都体现在棕榈油上，产量中豆油占据六成以上的份量，这些品种都与国际油脂油料市场息息相关，意味着国际油脂价格的变化对我国油脂价格影响加重。基于棕榈油至少在第一季度产量不乐观以及2020/21年度一季度美豆消化库存以及南美可能受天气因素的影响影响产量，预计进口成本至少在第一季度还将保持高位，综合以上因素考虑，预期至少第一季度油脂价格仍然受到有力支撑。

春节过后油脂进入消费淡季，加上二季度南美大豆上市，豆油供应有望增加，不过菜籽油供应偏紧，以及棕榈油进口利润有限限制进口，供需改善进程或慢于正常年份，油脂供需可能在二、三季度由偏紧过渡到平衡状态，对价格助推边际作用逐渐递减。

表 1. 我国主要油脂供需平衡表

年度	产量	进口	消费	出口	供需盈缺
2009/10年	1668	810.2	2456.4	9.5	-12.3
2010/11年	1771.6	774.6	2538.3	6.2	-1.7
2011/12年	1953.6	843.9	2669.8	7.6	-120.1
2012/13年	2061.8	966.2	2779	9.3	-239.7
2013/14年	2200	789.9	2905.4	10.8	-73.7
2014/15年	2299.4	733.9	3045.7	12.5	24.9
2015/16年	2418.7	616	3150.5	11.8	127.6
2016/17年	2502.6	650.4	3250.7	15.9	113.6
2017/18年	2574.1	697.9	3316.6	26.8	71.4

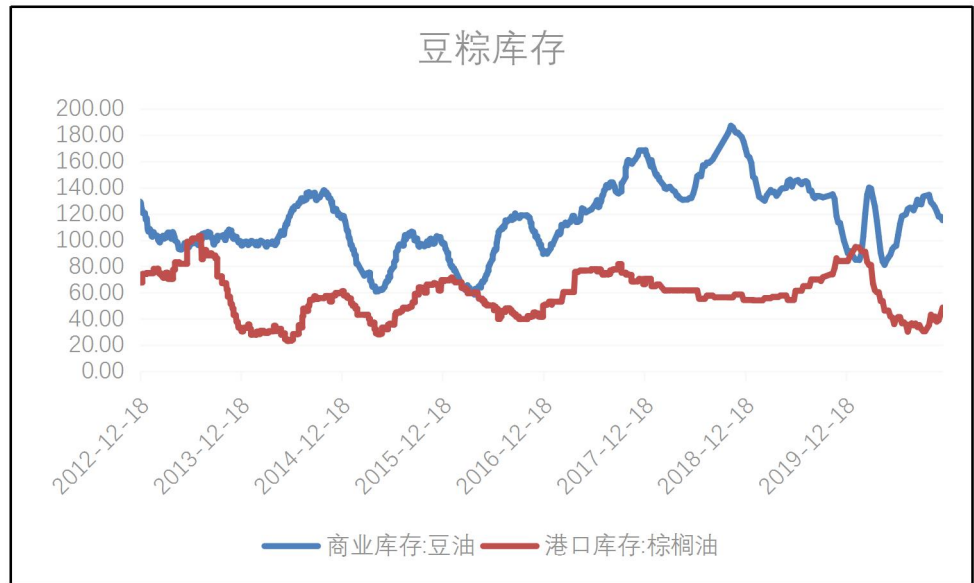
2018/19 年	2444.1	925.4	3423.8	25.5	79.8
2019/20 年	2420.7	1013	3471.4	20.5	-58.2
2020/2021	2666.8	982.5	3644.3	20	-15

数据来源: wind 瑞达期货研究院

中美达成第一阶段协议为中美贸易关系缓和奠定基础,只要中美双方保持积极谈判态度,中国对美豆的采购将较 2019 和 2020 年增加,体现在一季度以及四季度采购阶段。而在三季度,油脂市场迎来棕榈油增产周期的高峰阶段,基于上文所述,下半年棕榈油生产有望受今年年底降雨的影响而有所增加,进口源供应增加。综合来看,三、四季度国内油脂供应有望增加,油脂价格上行动力亦明显降低,回落风险加剧,关注中美贸易关系变化。

#### 4、三大油脂现货市场库存

2020 年 12 月初豆油库存在 107.929 万吨左右,较前一年同期增 8.294 万吨,增幅达 8.32%,低于三五年同期 128.26 万吨;棕榈油库存为 49 万吨,较前一年同期的 68.5 万吨,降 19.5 万吨,低于三年同期 55.82 万吨;两广及福建地区菜籽油库存为 3.15 万吨,较前一年同期 6.72 万吨减少 53.13%。国内三大油脂自 2019 年下半年进入下降趋势,从近 6 年同期次高水平,下降至同期中等水平,尤其是棕榈油在 2020 年 9 月创出了近 5 年以来的新低,去库存进行进展顺利,为 2020 年下半年油脂的上涨提供助力,同时也为 2021 年奠定供需相对平衡的基础局面。另外,受豆粕胀库压力的影响,油厂压榨率出现下滑,在豆油走货较好的背景下,豆油的库存进入 2020 年底已经连续八周出现回落。根据上文所述,2020/21 年度豆油供应和需求相对均衡,上半年即使供需由当前的偏紧转为平衡或略松,豆油库存水平的回升速度在一季度预计也相对缓慢,叠加豆粕需求短时间仍相对低迷,库存对豆油价格一季度及二季度初中期压制作用相对有限,二季度末和三季度由于南美大豆上市以及消费需求相对清淡的影响,豆油库存一般会出现季节性增长趋势,而且相对应豆粕需求回暖,预计油粕之间强弱可能悄然转换,豆油价格助推力将减弱,从而可能陷入高位震荡或回落行情中。



数据来源: wind 天下粮仓 瑞达期货研究院



数据来源: 天下粮仓 瑞达期货研究院

## 六、2021 年豆类市场展望

虽然美豆丰产，不过在中美签订第一阶段贸易协定的背景下，中国积极采购美豆，使得美豆处在持续去库存的状态下。而南美方面，虽然有丰产的预期，但是受拉尼娜天气因素的影响，目前播种进度仍偏慢，且市场预期拉尼娜天气可能持续到 2021 年 1 季度，正好贯穿南美大豆的生长季，南美大豆产量仍有回调的风险。因此预计一季度大豆的供应量不会大幅的增长，大豆进口成本保持高位水平，从而对国内豆类市场构成支撑。进入二季度，巴西以及阿根廷进入收获季，在巴西以及阿根廷丰产的预期下，供应偏紧的格局有可能会

有所改变，价格预计走势偏弱。进入三四季度，美豆有扩大种植面积的预期，不过在中美可能进一步签订农产品贸易协定，以及天气等因素的干扰下，可能会限制大豆的下行幅度。

**大豆：**2020年农产品供给侧的第5个年头，政策引导种植结构调整有利于大豆供应增加。总体播种面积增加了3%，其中黑龙江地区播种面积增加了20%以上。根据农村农业部以及美国农业部的最新预估2020/2021年度大豆产量为1750万吨，比2019/20年的1810万吨，减少60万吨。从产量来看，虽然有所下降，但总体仍保持在偏高的水平。需求端方面，食品消费始终保持稳定增长，为1390万吨，比2019/20年度增加50万吨。而压榨需求方面，由于2020年大豆进口量大幅攀升，且进口成本偏低，导致国产大豆压榨量持续亏损。加上由于国产大豆价格偏高，导致进口非转基因豆占据了部分市场份额，对国产大豆需求有所冲击。2021年，中国预计会继续实施中美第一阶段贸易协定，且第二阶段贸易协定也有一定的预期，市场大豆压榨来源预计仍主要以进口豆为主，限制国产大豆的压榨需求。对国产大豆的价格有所压制。总体在产量处在高位，而需求增速有限的背景下，预计国产大豆走势偏弱。预期2021年国产大豆重心有所下移，全年运行区间预计在4600-5700元/吨。

**豆粕：**虽然美豆丰产，不过在中美签订第一阶段贸易协定的背景下，中国积极采购美豆，使得美豆处在持续去库存的状态下。而南美方面，虽然有丰产的预期，但是受拉尼娜天气因素的影响，目前播种进度仍偏慢，且市场预期拉尼娜天气可能持续到2021年1季度，正好贯穿南美大豆的生长季，南美大豆产量仍有回调的风险。因此，一季度总体大豆的供应压力有限，对豆粕价格形成支撑。二季度在巴西以及阿根廷豆进入收获季的背景下，且前期中国大量采购美豆，可能部分挤占南美豆的市场份额的背景下，豆粕可能陷入弱势。进入下半年，生猪供应量可能在2021年2季度恢复至正常水平，不过在二季度总体供应偏高的背景下，需求对盘面的支撑可能有限。而进入三季度，在猪周期的带动下，生猪的供应可能会继续增加，对应的猪饲料的需求也会持续增加。而在三季度南美豆供应进入下降期而北美大豆进入天气炒作期的背景下，豆粕供需格局改善概率较大，对价格也将构成有力提振作用，四季度节日较多，阶段性备货需求亦对豆粕价格有利好影响。风险在于当前中美正在积极实施阶段性贸易协定，但仍不能完全确定拜登上台后可能的政策导向；另外，猪瘟还不能完全防疫，警惕复发风险。综合来看，预期2021年豆粕震荡重心将再度上移，豆粕指数全年运行区间预计在2940-3700元/吨。

**豆油：**2020/2021年度无论是全球植物油还是国内油脂供需格局豆呈现偏紧的状态，为油脂提供上涨的动力。一季度，豆类受美豆库存压力缓解以及南美可能调降大豆产量的影响，供应预计偏紧，而棕榈油在一季度进入减产季，此外受拉尼娜天气的影响，可能产

量进一步的下滑，而菜油方面受中加关系紧张的影响，预计也维持偏紧的供应，总体油脂在一季度预计供应偏紧，支撑豆油的价格。进入二季度，南美大豆上市，豆油供应有望增加，不过菜籽油供应偏紧，以及棕榈油受季节性减产、天气以及疫情的影响减产，供需改善进程或慢于正常年份，油脂供需可能在二、三季度由偏紧过渡到平衡状态，对价格助推边际作用逐渐递减。下半年国际市场又可能迎来棕榈油逐渐走出低产、美国大豆产量或恢复、印尼生物柴油计划执行存在隐患等诸多因素可能发酵，豆油价格回落风险加剧。对于油粕强弱关系而言，上半年豆油库存水平的回升速度在一季度预计缓慢，叠加豆粕需求短时间仍相对低迷，库存对豆油价格一季度及二季度初中期压制作用有限；二季度末和三季度由于南美大豆上市以及消费需求相对清淡的影响，豆油库存一般会出现季节性增长趋势，而且相对应豆粕需求回暖，预计油粕之间强弱可能悄然转换。总体来说，2021年豆油指数可能呈现先扬后抑走势，2021年豆油指数运行区间大致在7000-8300元/吨。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。



