

大豆供应趋紧，油脂油料走势分化

摘要：

豆粕：全球大豆供应由松转紧，美豆目前极低的年末结转库存使得南美任何程度的减产都会造成大豆全球供应的剧烈震荡。拉尼娜气候对南美大豆产量的影响将是未来一段时间市场重点关注的内容。国内预计一季度大豆供应有所保证，之后需要关注南美产量真实情况。需求端生猪养殖恢复是明确的趋势性进程，饲料消费的增长带动豆粕需求上升。供需双方面利多的情况下，豆粕价格长期看涨。

油脂：供应方面，棕榈油产油国本年度产量恢复是大概率事件，豆油情况相比棕榈油略复杂，外盘美豆成本在南美可能的减产情况下维持较高水平，而国内在饲料豆粕需求旺盛的高压榨格局下，豆油库存预计在收储因素结束后缓慢累积，整体看油脂供应预计将好于2020年。需求方面，由于油脂价格高企、原油价格低伏，同时随着生猪养殖恢复动物油脂的替代将增加，油脂需求方面难有较大增长。对油脂观点偏空，油粕比的下降以及豆棕间价差扩大相对明确。

宁证期货研发部

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1775号

黄天罡

投资咨询证号：

Z0015594

期货从业证号：

F3048826

目录

第1章 行情回顾	4
第2章 价格影响因素分析	6
2.1 国际大豆供需分析	6
2.1.1 美豆供需分析	6
2.1.2 南美大豆供需分析	10
2.2 国际棕榈油供需分析	14
2.2.1 棕榈油产油国供给情况	14
2.2.2 棕榈油产油国出口情况	14
2.2.3 棕榈油产油国库存情况	15
2.3 国内豆粕供需分析	16
2.3.1 大豆进口压榨量高	16
2.3.2 豆粕需求情况	17
2.3.2 豆粕库存情况	19
2.4 国内油脂供需分析	20
2.4.1 豆油供需情况	20
2.4.2 棕榈油供需情况	21
第3章 行情展望	22
免责声明	23

图表目录

图 1：美豆、马棕全年走势	4
图 2：豆粕、菜粕全年走势	5
图 3：豆油、棕榈油全年走势	5
图 4：美豆种植面积及产量变化	7
图 5：美豆出口数量及出口进度	8
图 6：美豆压榨情况	9
图 7：美豆结转库存及库销比	10
图 8：拉尼娜与厄尔尼诺	11
图 9：南涛动指数及厄尔尼诺指数	11
图 10：巴西阿根廷降雨偏干	12
图 11：巴西大豆出口	13
图 12：全球大豆库存变化	13
图 13：马来西亚棕榈油产量	14
图 14：马来西亚棕榈油出口量	15
图 15：马来西亚棕榈油库存	16
图 16：中国大豆进口量	17
图 17：生猪饲料变化情况	17
图 18：禽饲料变化情况	18
图 19：反刍及水产饲料变化情况	18
图 20：国内大豆、豆粕库存变化	19
图 21：国内商业豆油库存变化	21
图 22：国内棕榈油库存变化	21

第1章 行情回顾

2020年在新冠疫情的冲击下开年，全球一度陷入停摆，随之而来的是各国央行、政府启动了2008年之后最大的刺激政策挽救市场。回顾这一年，大宗商品在动荡和戏剧中走势大开大合，吸引了足够多的目光和资金，而油脂油料市场，由于自身供需结构的快速变化，也成为了全年的热门板块。

从国际市场来看，美豆价格本年度分为前后两个阶段。第一个阶段是1月至7月，2020年初南美大豆丰产，全球大豆还处在高库存弱需求的市场结构中，而此时新冠疫情席卷全球，弱风险偏好下，美豆价格下探至850美分以下。虽然中国快速控制疫情，且逐步恢复大豆进口，但由于巴西雷亚尔大幅贬值，中美贸易关系紧张，巴西在二季度中阶段扮演了重要的大豆出口国角色，美豆出口受到限制导致价格持续维持底部运行态势。进入下半年后，中国的大豆进口逐步由巴西转向美国，并且此时美豆的年度产量预估有所下调，在产量不及预期而中国持续进口美豆的情况下，美豆年度库存一再调低，8月后开启了一波持续性的上涨，年末已站上1300美分的高点。马棕榈油年度价格走势同样分为两个阶段，前半段是1至4月份的大幅下跌，后半段是5月之后维持了整个下半年的上涨。上半年由于新冠疫情的影响，油脂需求端受到巨大的冲击，同时原油价格的意料外暴跌，也使得生物柴油的性价比受损，棕榈油在需求双重打击下猛烈下跌，由年初的3100林吉特一路跌破2000林吉特。随着国内疫情的逐渐受控，5月开始，马来西亚棕榈油出口有所恢复，棕榈油消费国积极补充库存，但马来西亚国内由于气候、疫情中劳工受限等原因，产量持续下滑，难以匹配需求端的回暖，马来西亚国内棕榈油库存持续下降。减产去库的逻辑推动了马棕榈油之后的上涨脚步，从1900林吉特一路涨至年末的3500林吉特。

图 1：美豆、马棕全年走势



数据来源：博易大师

从国内市场来看，豆粕市场走势也分为两个阶段，第一个阶段是5月前先扬后抑的震荡走势阶段，第二个阶段是5月后的震荡上行阶段。在上半年的行情中，由于新冠疫情的影响豆粕价格砸出年度低点，但此后疫情导致全球停摆，物流运输受阻使得国内大豆到港阶段性短缺，豆粕价格在供应不足的市场格局下由底部2500点快速拉升至3000点左右；而此后随着物流恢复以及中国大批量采购巴西大豆的动作，国内大豆到港压力陡增，豆粕价格也从3000点快速回落至2700点附近。第二阶段是5月后豆粕整体走出了一波上行趋势，这段上行走势的核心逻辑在于国内养殖需求恢复的带动，以及外盘美豆价格上涨造成的成本推升，上升过程中虽然豆粕阶段性的受到了油脂大涨带来的油粕比压力，以及持续的豆粕高库存压力，但在美豆价格持续上行水涨船高的情况下，豆粕下半年收获了从2700到3500近30%的涨幅。

图 2：豆粕、菜粕全年走势



数据来源：博易大师

国内油脂市场整体涨势同外盘马棕榈油类似，全年走势先跌后涨。第一阶段是1至4月份，由于年初新冠疫情爆发，国内封锁的状态造成油脂食用性消费需求大减，同时原油价格暴跌至历史罕见的负值，生物柴油端的消费降低同样拖累油脂价格，豆油价格由高点的6950元附近跌至节后低点的5100元，棕榈油同样由6450元跌至4300元左右，油脂价格触及全年低点。第二阶段是5月到年末的持续性上涨。国内进入到二季度后，疫情逐渐得到控制，全社会开始复工复产，商业性活动缓慢恢复，促进了油脂需求的回升，同时由于疫情期间大豆进口及压榨等工作的停滞，国内油脂整体库存处在极低位置，油脂行情开始触底反弹。在上涨过程中，油脂市场又经历了中加关系紧张导致的菜油菜籽进口受阻，国家开启豆油和菜油收储，和棕榈油产油国因天气和疫情原因产量持续下降等问题，导致油脂市场供应大大收紧，难以匹配持续性恢复的消费需求，油脂市场涨幅持续扩大，至年末豆油由最低5100元涨至8000元以上，棕榈油也从4300元涨至7000元以上，菜油从最低点6500元涨至10000元以上，整体涨幅超过50%。

图 3：豆油、棕榈油全年走势



数据来源：博易大师

第2章 价格影响因素分析

2.1 国际大豆供需分析

2.1.1 美豆供需分析

本年度美豆价格能够从2018年以来的900美分以下弱势运行状态一路上行突破1300美分，主要的动因在于美豆的供需平衡发生了由松到紧的变化，全球大豆也在美豆供需结构变化下实现了降库。

大库存后的产量回调

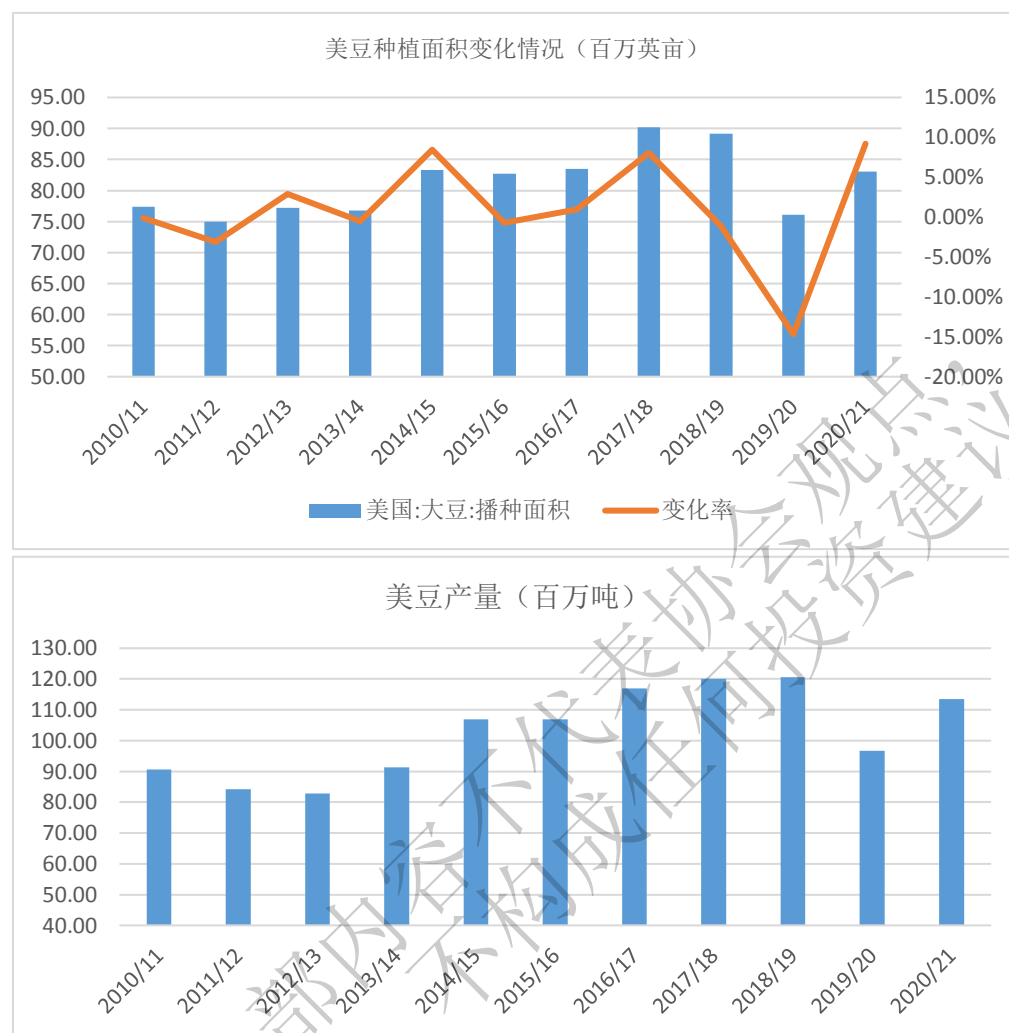
2018年中开始的非洲猪瘟疫情影响下，中国生猪存栏大幅下降，国际大豆总需求跟随走弱，全球的大豆期末库存在18/19年度达到了近年来的高点。由于在中美贸易战之后，中国对美豆进口几近停滞，导致美国大豆库存持续累积，成为主要大豆产国年末库存压力最大的国家，2018/19年度美豆结转库存高达2474万吨，美豆库销比也超过了20%，如此强大的库存压力使得美豆价格开始了900美分以下运行的凄惨走势。

超低的美豆价格使得美豆在与玉米的比价关系中处在弱势低位，且迟迟难以解决的中美贸易关系使得市场对2019/20市场的美豆种植下降有所期待。2019/20年度美豆在播种过程中遭遇了严重的涝情，致使美豆种植进度大幅落后，且涝情及年中较低的美豆价格均对美豆的播种面积造成不利影响。随着美农报告的更新，最终2019/20年度美豆种植面积由上一年的8920万英亩降至7610万英亩，降幅达14.7%，同时种植过程中的恶劣天气也对美豆的优良率以及单产造成了不可挽回的损失，最终单产定格在47.4蒲式耳/英亩。种植面积及单产共同降低，使得美豆当年产量最终定格在35.5亿蒲式耳9600万吨的水平，2019/20年度的大幅减产，美豆极高的库存压力得到一定程度的缓解。

经历了一轮减产，美豆库存压力得到一定程度的缓解，但价格仍然维持850美分附近的低位徘徊。在2020/21年度大豆种植过程中，美豆在6月底的面积报告中显示播种面积为8380万英亩，最终在12月的供需报告中将种植面积调低至8310万英亩，虽然较上一年度有9.2%的增幅，但在往年美豆的种植面积中仍处于偏低水平。

2020年的美豆种植过程中，前期种植区天气良好，播种进度提前，良好的种植情况使得美豆的单产在由前期的49.8蒲式耳/英亩上调至8月份的53.5蒲式耳/英亩，该单产是近16年中的最高水平。但在8月之后，美豆种植区天气风云突变，中西部的的主要大豆产区爱荷华区出现干旱情况，土壤墒情的恶化使得美豆单产预计受损。8月中后期爱荷华区又遭遇风暴天气，真实损害作物产量。在此天气作用下，美豆的优良率开始转头回调，美豆单产也随着开始逐步下调，由53.5蒲式耳/英亩调降至50.7蒲式耳/英亩，最终的大豆产量也由44.25亿蒲下降至41.7亿蒲。

图 4： 美国种植面积及产量变化



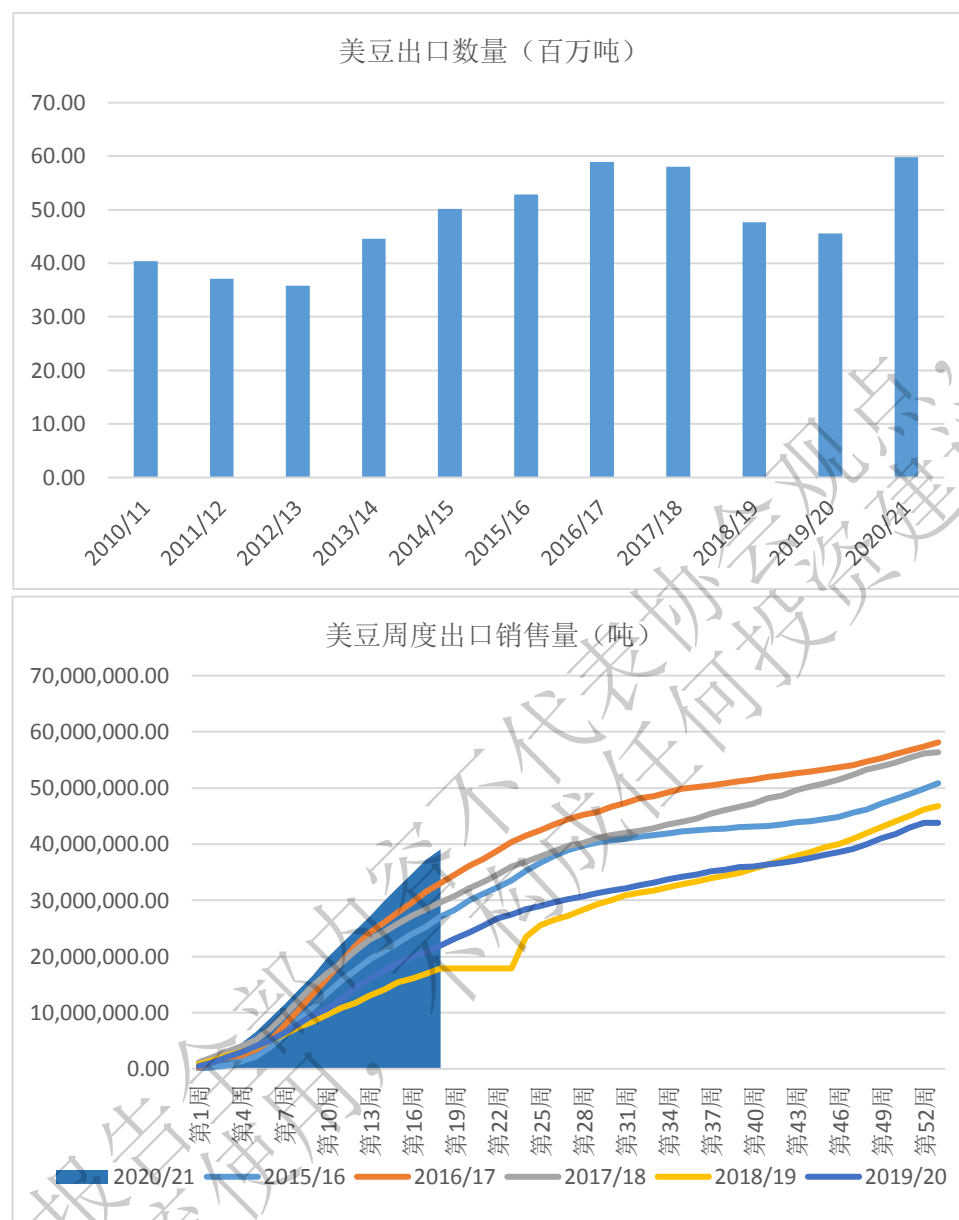
数据来源：USDA

本年度极强的出口、压榨情况

从美豆自身的出口情况来看，在中美贸易战前，美豆的年出口量在5500-6000万吨的水平，其中对中国大豆出口占到总出口量的60%左右。而2018年中美贸易战开始后，中国极大的减少了来自美国的大豆进口，将主要的进口渠道转移至南美的巴西，同时由于国内非洲猪瘟的影响，导致中国大豆的需求量整体有所下降，美豆的出口数量大幅回落至18/19年度的4700万吨左右水平，19/20年度美豆产量下降，同时非洲猪瘟使得中国生猪数量降至近年来的最低点，美豆出口量进一步下降至4500万吨的水平。

2019年底中美贸易协定的签署改变了美豆出口持续下降的态势。中国由于对非洲猪瘟的疫情控制得当，养殖方面的需求逐步回升，2020年度的大豆进口达到了历史新高。上半年，由于巴西雷亚尔的大幅贬值，巴西农户的大豆出售意愿强烈，美豆的出口受到一定挤压。但超快进度的出口使得巴西大豆快速售尽，巴西国内的压榨需求甚至无法得到满足，需要转向国外进口，而中国将巴西大豆采购一空后开始履行贸易协议采购美豆，美国大豆在新一年南美大豆上市前成为了大豆市场的香饽饽。据USDA的出口销售报告显示，美豆本年度出口进度大幅领先往年，供需报告中的年度出口预估量也由19/20年度的4500万吨回升至5980万吨的水平。

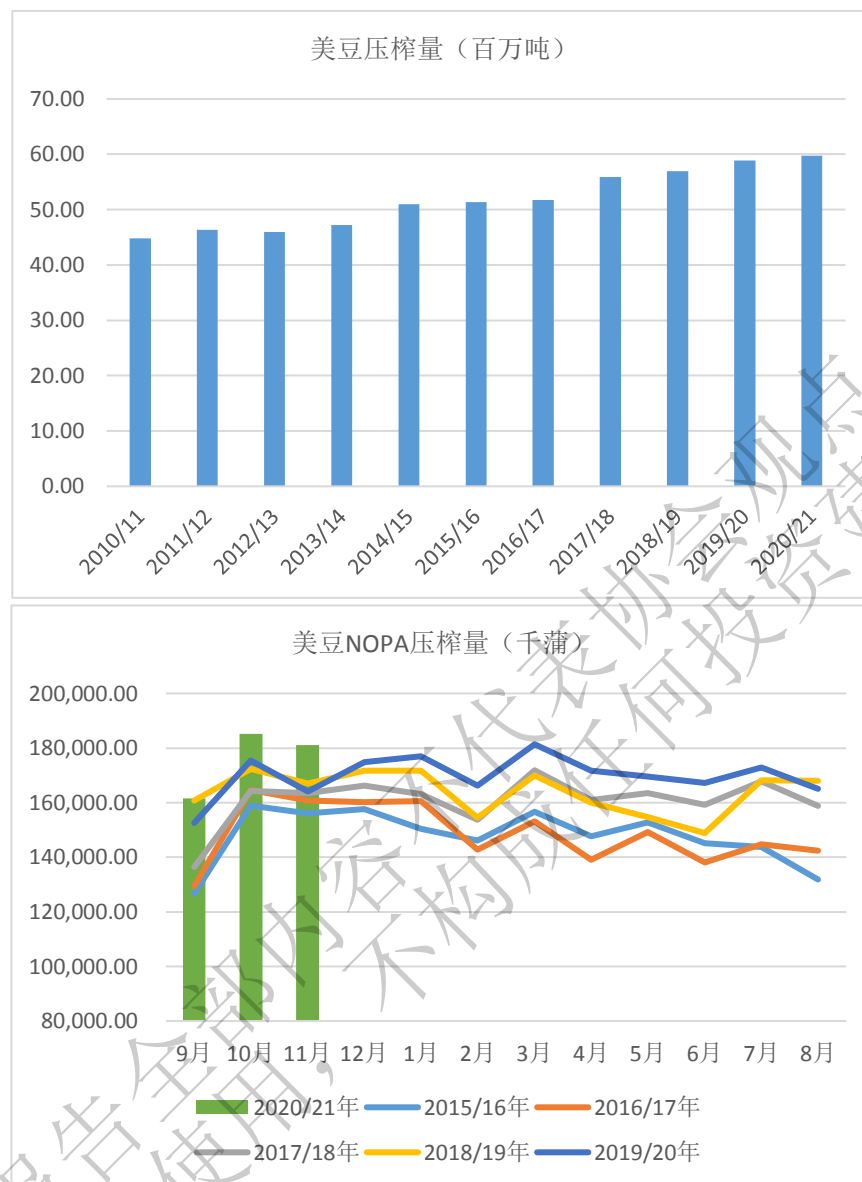
图 5：美豆出口数量及出口进度



数据来源：USDA

本年度美豆在出口旺盛的同时，国内压榨需求同样处于历史最高水平。在中美贸易战之后，由于美豆出口不利，大豆价格低廉的原因，优秀的性价比使得美国国内的大豆压榨量有了明显的提高。而本年度在大豆价格大幅走高的情况下，美豆仍然维持了良好的国内压榨，这与2020年油脂油料市场整体特点有关。首先从同为油脂油料出口地区的南美角度来看，今年巴西大豆出口进度远快于往年，造成了国内大豆压榨需求难以满足的状态，疫情等现实原因也整体使得南美油厂压榨下降，油脂油料市场大量需求转向了北美；另一方面，从今年全球油脂结构角度来看，棕榈油、菜籽的减产使得油脂总供应量无法匹配快速的需求恢复，美国的豆油出口量得到了明显的提升。在竞争者疲弱而市场需求量好的情况下，美豆国内的压榨量全年维持高水平。据NOPA的报告数据，美国2020年10月大豆压榨1.85245亿蒲，创历史最高纪录，11月的数据为1.81018亿蒲，同样为历史最高记录，美农业部的供需报告预测，20/21年度美豆压榨将超过5900万吨，成为历史最高的压榨水平。

图 6：美豆压榨情况

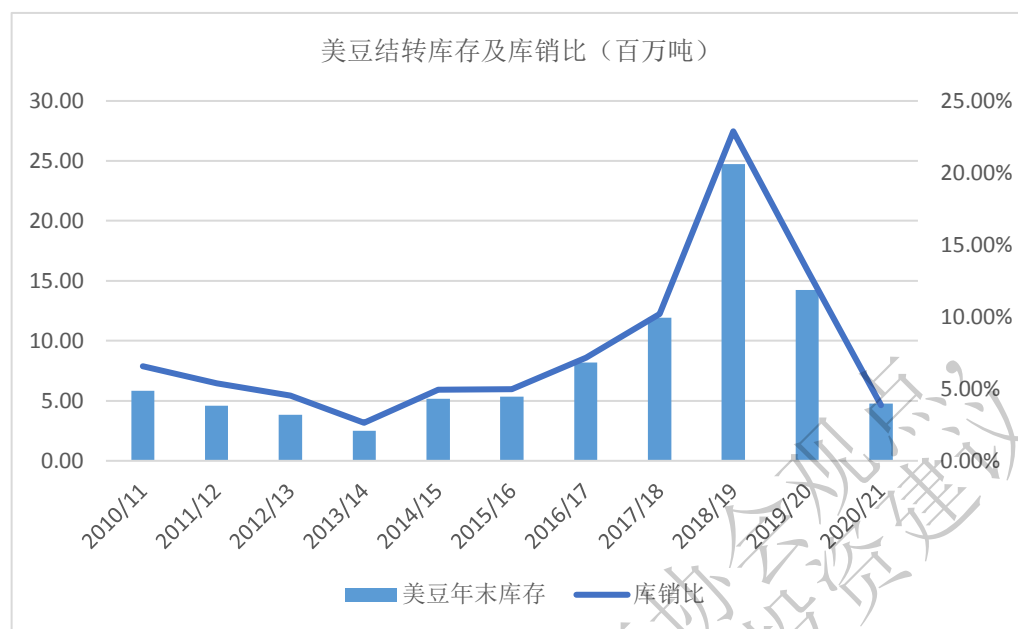


数据来源：USDA、NOPA

美豆库存库销比大幅下降

虽然在18/19年度，美豆由于中美贸易战的原因出口大量下滑，累积了近2500万吨大量的年末结转库存，但经过19/20年天气因素的大幅减产，美豆库存第一次下降，进入20/21年度，美豆增产幅度不及预期，且出口数据及国内压榨消费量均达到历史级别高水平，美豆库存得以二次下降。根据USDA月度12月供需报告的数据显示，20/21年度美豆库存将降至1.75亿蒲即476万吨，这相比18/19年的近2500万吨期末结转库存形成了巨大的降幅，相比中美贸易战前也属于中低水平。极高的年度出口、消费量，和低水平的年末库存，使得美豆20/21年度的大豆库销比也大幅降至5%以下。

图 7：美豆结转库存及库销比



数据来源：USDA

2.1.2 南美大豆供需分析

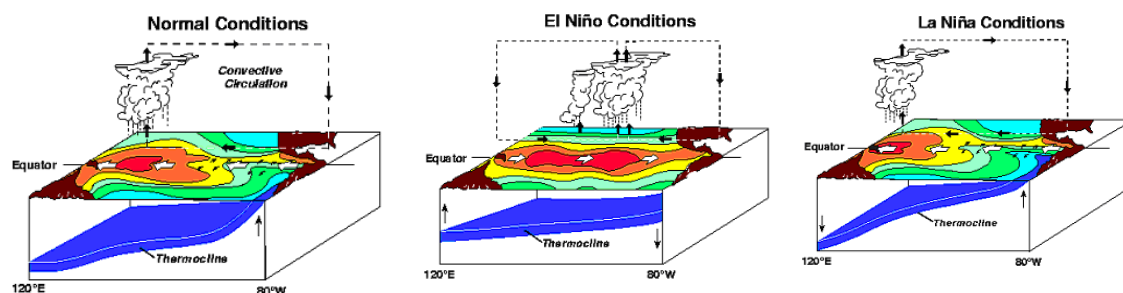
南美大豆产量情况

由于19/20年度美豆种植期的不良天气使得美豆大幅减产，丰产1.26亿吨大豆的巴西成为全球大豆产量最大的国家，阿根廷4880万吨的产量水平也基本维持了正常水平。由于中美贸易战中，中国大豆进口市场大量向巴西转移的原因，巴西大豆种植增加的意愿增加，因此20/21年度市场对巴西大豆产量进一步增加有较强的预期，产量从6月美农供需报告的1.31亿吨，上调至最新的12月报告中的1.33亿吨，继续超过美豆的1.13亿吨保持世界第一大豆生产国的地位。

但本年度大豆种植过程中有一个不可忽视的重要影响因素，拉尼娜现象。厄尔尼诺和拉尼娜总是伴生而来交替重复的两种现象，对气候的影响大致相反，通过海洋与大气之间的能量交换，改变大气环流而影响气候的变化。

在正常的海洋大气结构下，赤道太平洋的信风将表面较为温暖的海水由东向西的推向东南亚的印尼等地。较温暖的海水在印尼的东海区域聚集成气团在高空自东向西移动，并在太平洋东岸的南美洲附近下沉，这种循环被称为沃克环流。在厄尔尼诺的气候下，赤道太平洋的信风较正常时候更弱，使得太平洋西部温暖的海水向东海岸靠近，从而将赤道太平洋中东部地区的表层海水温度提高。厄尔尼诺现象会在一定程度减少东南亚地区的降水，而增加南美地区的降水。在拉尼娜的情况下，赤道太平洋的信风会比正常时候更强，海洋表面的暖水被进一步的推向西边，赤道太平洋中东部的温度会比正常值更低。拉尼娜现象将导致太平洋西部的东南亚地区降水增加，太平洋东部的南美地区降水减少。

图 8：拉尼娜与厄尔尼诺



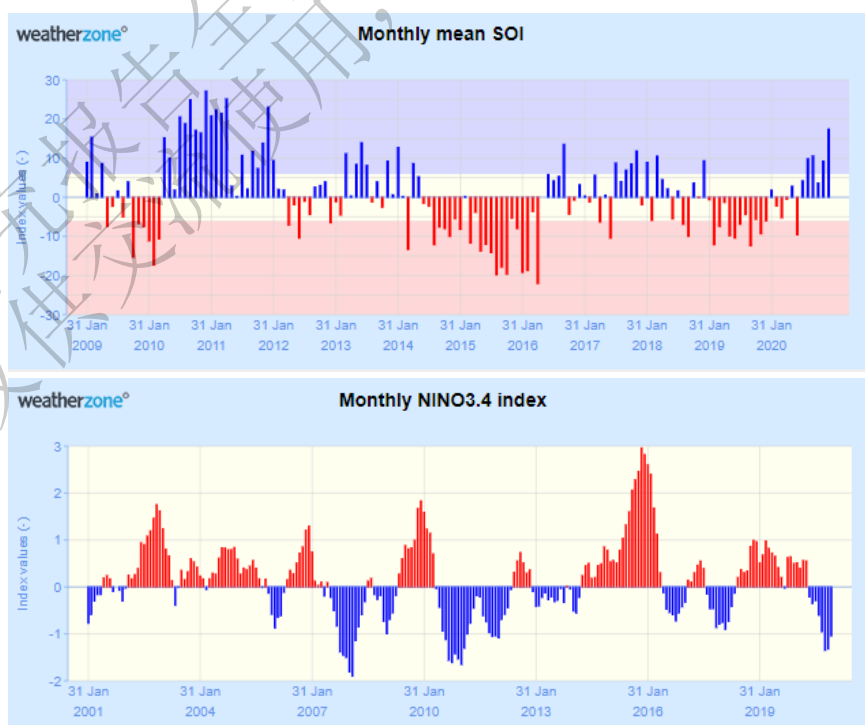
数据来源：NOAA

通常来说，厄尔尼诺现象会使南美降雨充足，有利于南美大豆的生长，19/20年度巴西及阿根廷的丰产证明了这一点，而拉尼娜现象将大幅影响南美的降水情况，使得南美大豆在生长关键的10月至次年3月降水减少，影响大豆的种植及鼓粒过程，带来明显的减产。本年度拉尼娜现象已经形成，南美的干燥天气也对大豆的种植产生了较为明显的影响。据布宜诺斯艾利斯谷物交易所的报告，截至2021年1月7日当周，阿根廷大豆播种完成93.5%，比一周前推进5.9%，交易所预计本年度阿根廷大豆播种面积1720万公顷，低于上一年度的1730万公顷，大豆产量预估4650万吨，由于拉尼娜干旱天气导致低于上一年度的4900万吨。

阿根廷大豆产量在12月美农供需报告中迎来一次产量下调至5000万吨，同时，咨询机构对巴西大豆产量也纷纷作出调整，12月9日，AgRural公司将大豆产量调低到1.316亿吨，比10月份调低了60万吨。12月10日，巴西国家商品供应公司CONAB预计产量为1.34451亿吨，比上月调低50.2万吨。12月11日，Safras & Mercado将产量预测值调低到1.325亿吨，较10月底的预测下调100万吨。12月22日巴西大豆种植户协会（Aprosoja）将巴西大豆产量调低到1.27亿吨，比早先预测值调低200万吨。

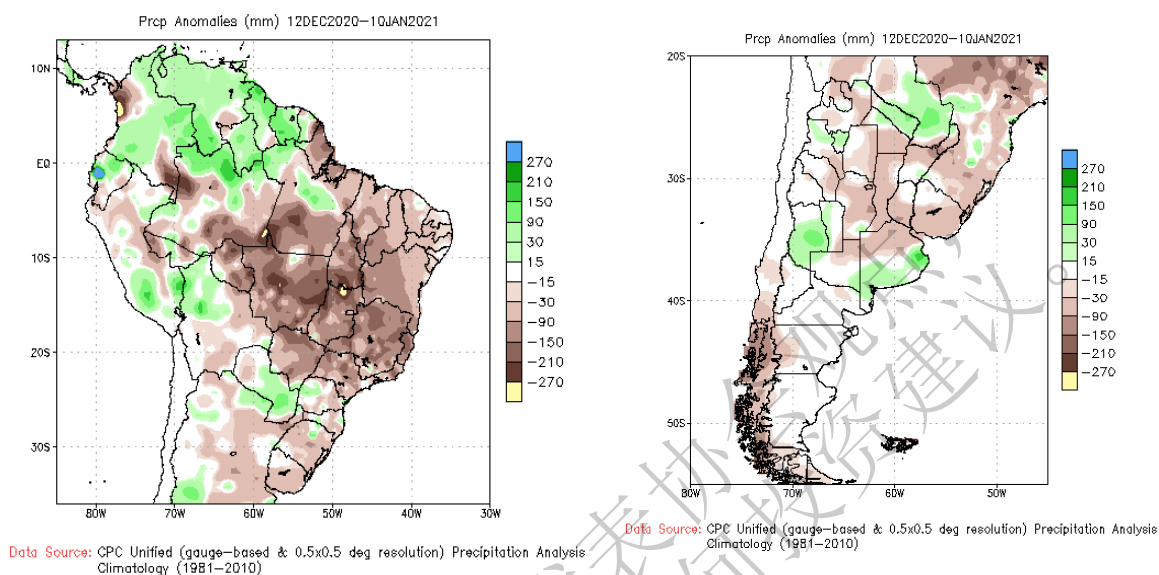
在当前拉尼娜现象仍在持续的状态中，南美大豆的关键生长期内的持续的干旱情况或影响到南美大豆最终的产量。

图 9：南涛动指数及厄尔尼诺指数



数据来源: weatherzone

图 10: 巴西阿根廷降雨偏干



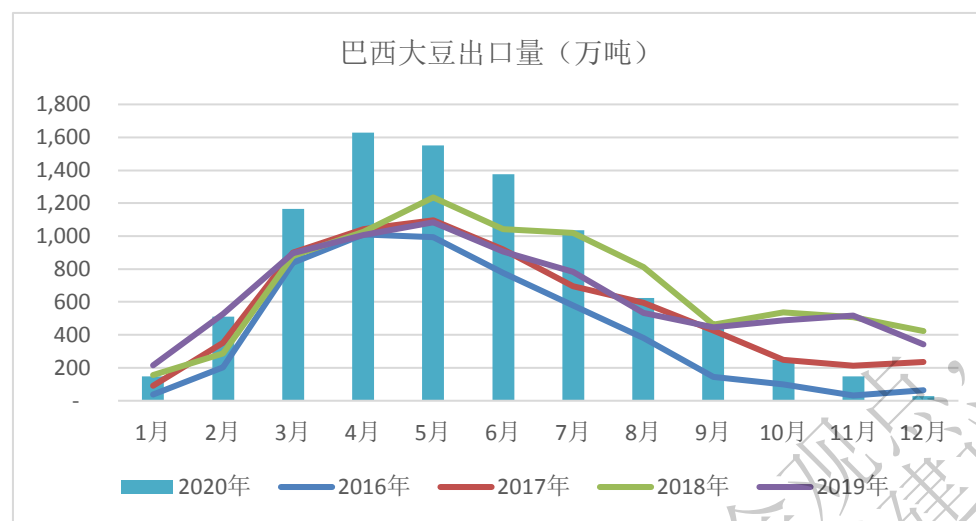
数据来源: NOAA

南美大豆需求情况

从南美大豆的出口销售情况来看,自18/19年度中美贸易战开始后,中国大大减少了来自美国的大豆进口数量,将大豆进口转向巴西,巴西出口持续从中受益。2020年上半年,巴西由于雷亚尔大幅走贬,国内农户出口意愿强烈,巴西大豆大量出口至中国大陆。据巴西海关的数据,2、3季度多个月份的大豆出口量均是历史同期最高水平,美国农业部USDA的数据显示19/20年度巴西大豆出口量为8500万吨水平,较18/19年度的7300万吨增加明显。对新年度20/21年度,由于中国履行中美贸易协定,恢复了对美豆的采购,一定程度挤压巴西大豆未来的出口,美农业部12月供需报告预测巴西大豆出口将小幅回落至8330万吨水平,仍属于历史的较高水平。由于良好的消费数据,巴西大豆19/20年度的年末结转库存降至150万吨左右的极低水平,在新的20/21年度中巴西大豆的库存也将维持较低水平。

阿根廷在疫情中虽然受到了同巴西相似的货币贬值情况,但阿根廷国内政治经济环境更加动荡,通胀的影响使得阿根廷农户表现出与巴西农户完全不同的惜售心理。阿根廷19/20年度的大豆出口为660万吨,大豆压榨量为3790万吨,同上年相比均有所下降,年末结转库存升至1180万吨,在新的20/21年度,预计阿根廷大豆产量、出口销售量及压榨量均小幅上升,年末库存升至1250万吨。

图 11：巴西大豆出口

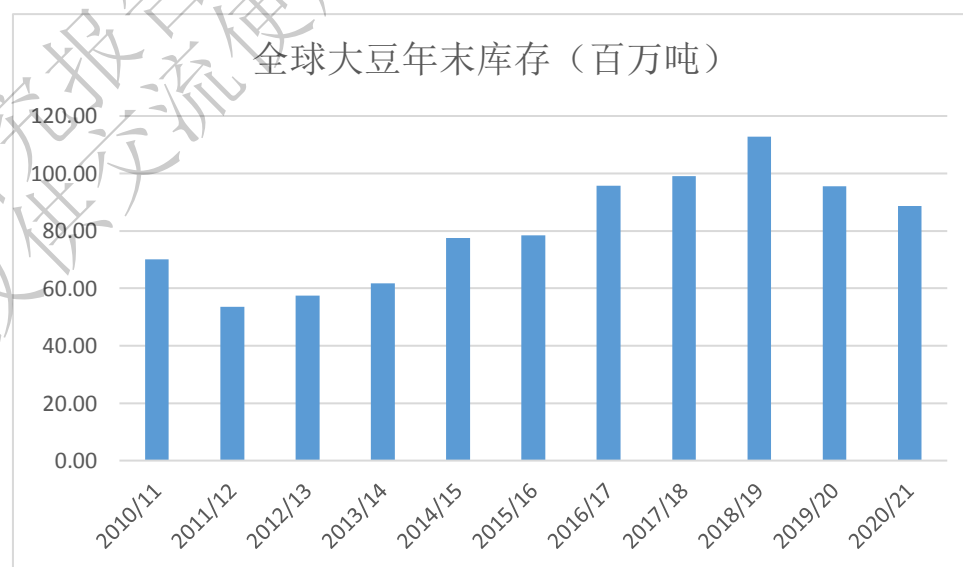


数据来源：巴西海关

全球大豆库存回落供需趋紧

从三大主产国的大豆供需情况来总结，美豆在中美贸易战影响下18/19年大幅累库，经历了19/20年度的减产，近来在优秀的出口需求和国内压榨需求推动下，库存已经回到贸易战前的偏低水平。而巴西在美豆出口疲软时扮演了更重要的大豆出口国角色，2020年超强的出口导致目前巴西国内库存位于历史最低水平，甚至需要向美国进口大豆才能满足国内的压榨需求。阿根廷方面虽然惜售情绪导致库存相对往年较高，但由于阿根廷的大豆供应同巴西和美国不在同一量级，全球的大豆年末结转库存明显在这三年中由松转紧。当前，南美正在重要的大豆种植阶段，拉尼娜现象导致的干旱持续作用，若在此情况下南美大豆继续减产，全球大豆的供应偏紧的状态会更加明显。

图 12：全球大豆库存变化



数据来源：USDA

2.2 国际棕榈油供需分析

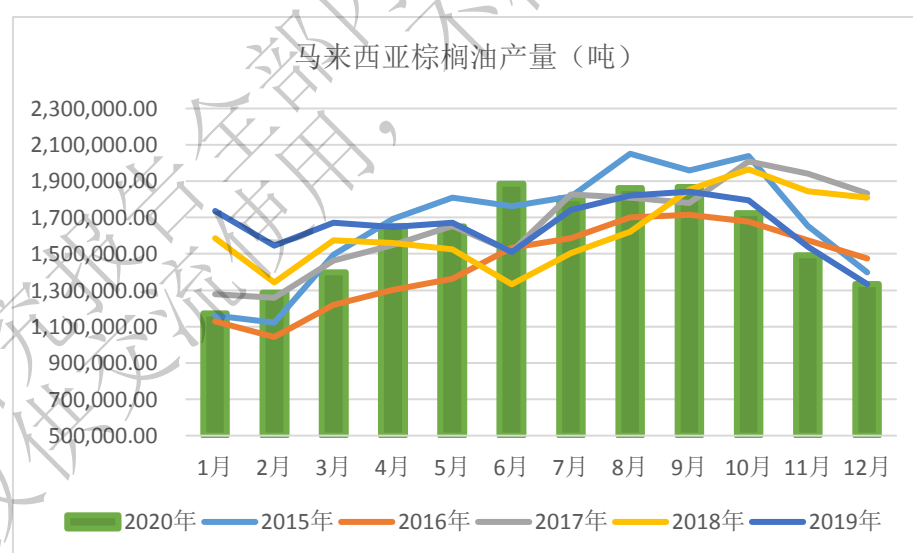
2.2.1 棕榈油产油国供给情况

油脂价格从2019年底一波大涨，以及本年度内油脂价格先跌后涨的巨幅行情中，棕榈油作为油脂市场的大哥，其产量的变动对油脂整体行情起到了重要的助推作用。

棕榈油价格在2019年之前长期处于低价运行，主要的原因在于棕榈油的主要产国印尼和马来西亚，虽然近年来产量增速缓慢下降，但棕榈油总产量仍然处在上升过程中，棕榈油的主要消费国中国、印度和欧盟等地的需求增速有限，产油国库存缓慢累积使得价格承压难以走强。而2019年的厄尔尼诺气候，对棕榈油主产国造成一定影响。

油棕四季开花结果，由于喜好湿润，降水充足会提高棕榈油单产，干旱气候会使得油棕树在开花时产生败育，影响9-10个月后棕榈油的产量。厄尔尼诺现象会使太平洋中东部及南美太平洋沿岸国家的降水将变得频繁，而澳大利亚及东南亚地区气候干旱，从而造成主产国印尼及马来西亚棕榈油产量的下降。2019年中度厄尔尼诺现象维持时间较长，东南亚主产国在一、三季度产生了较为明显的干旱情况，同时由于长期的低价影响东南亚主产国对油棕树的施肥及养护投入，2019年末马来西亚棕榈油开始了明显的减产，此次减产持续到2020年一季度。进入2020年第二季度后，马来西亚棕榈油产量开始季节性恢复，但增产的节奏在6月到达年度高点后，月度产量受到上年三季度厄尔尼诺干旱的影响开始小幅回落，并未持续走高。而随着全球疫情的加剧，马来西亚新冠疫情管理不良，病例大幅增加，政府不得不开始行政管制。其中马来西亚的棕榈油重要产地沙巴州疫情明显管制措施严格，产地缺乏劳动力使得棕榈油产量受到拖累。最终表现在马来西亚10月份棕榈油月度产量较9月产生明显下降，有违于正常的棕榈油增产周期。进入四季度后，2020年的拉尼娜气候又开始作用，东南亚地区的降水明显增加，影响到棕榈油的收割工作，使得马来西亚棕榈油的产量连月下降。

图 13：马来西亚棕榈油产量



数据来源：MPOB

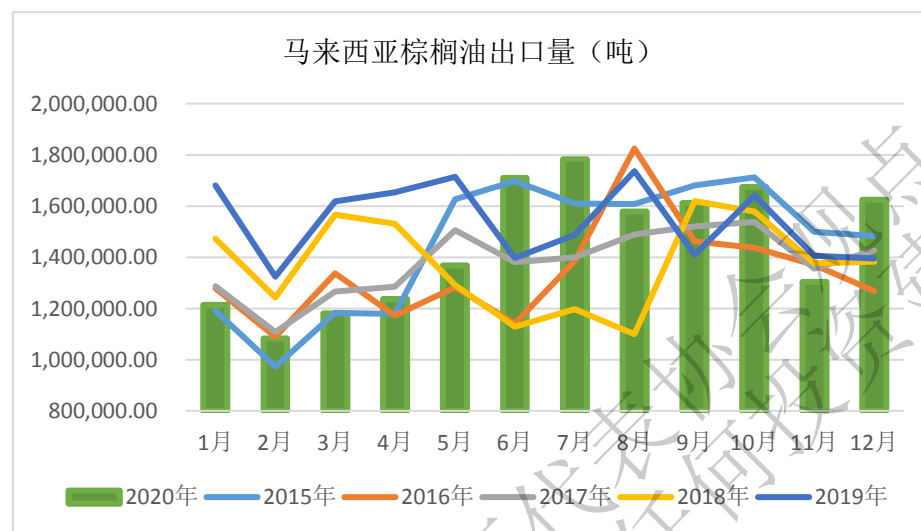
2.2.2 棕榈油产油国出口情况

马来西亚棕榈油的出口量本年度呈现明显的先抑后扬走势。年初新冠疫情席卷全球，大量国家和地区均实行封锁管制，不仅影响了油脂的食用商业需求，还对进出口的国际运输形成阻碍。同时，原油价格出乎意料的大幅下跌一度形成负价，也同样使得棕榈油的生物柴油制造丧失性价比。多重

的消费抑制下棕榈油出口受到巨大冲击，2020年1-5月马来西亚棕榈油出口都处在历史同期低值。

随着二季度后天气逐渐回暖，部分国家对疫情的抗击能力和控制能力有所提高，长期中断的油脂补库需求刺激马来西亚出口量在6月份大幅回升。同时，源自于2019年三季度末的干旱延迟造成的产量影响，另一主产国印尼的产量大幅下滑，国际棕榈油需求大量的转向马来西亚。马来西亚的出口因此在6月后维持了很高的水平，月均出口超过160万吨。

图 14：马来西亚棕榈油出口量



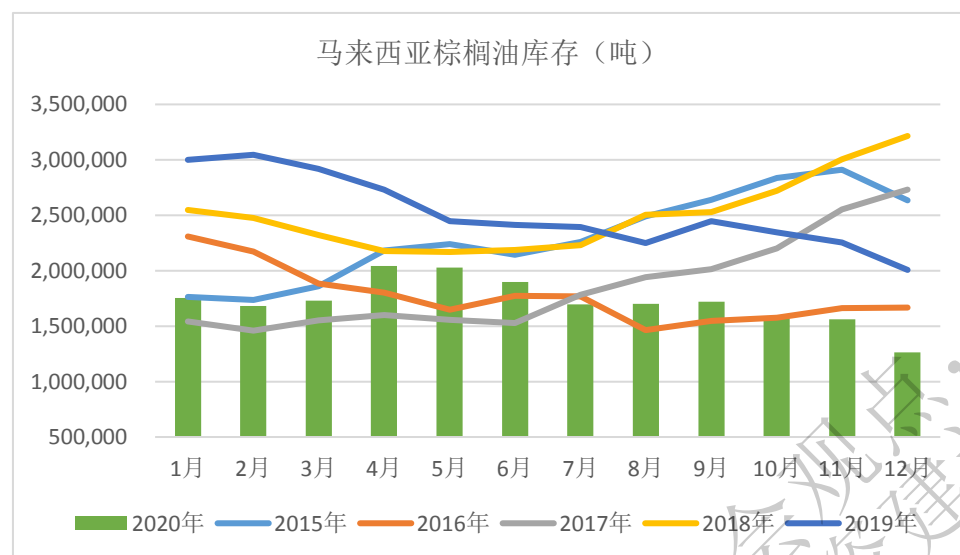
数据来源：MPOB

2.2.3 棕榈油产油国库存情况

从上面提到的马来西亚产量和出口情况我们可以看到，早期的厄尔尼诺气候形成的干旱造成延迟减产，以及疫情中劳动力缺失等因素，使得产油国的棕榈油产量虽一度恢复但整体偏低，19/20年度的马来西亚棕榈油产量不足2000万吨，较上年减少7%。而另一方面，虽然全球受到疫情影响，但棕榈油出口需求在一季度受到影响后快速恢复，并在本年度的后半程保持了相当高的出口量。产量的明显降低配合需求的持续恢复，形成了本年度马来西亚棕榈油库存全年偏低的局面。

从当下展望2021年全年，不同于大豆的偏紧预期，棕榈油最紧张的阶段或许正在逐渐过去。从季节性因素来看，未来天气逐渐回暖，产油国有超过半年的时间恢复产量，疫情的影响将会逐渐转淡，同时目前还在持续的拉尼娜天气，会给东南亚带来充足的降雨，这都是有利于棕榈油复产的因素。

图 15：马来西亚棕榈油库存



数据来源：MPOB

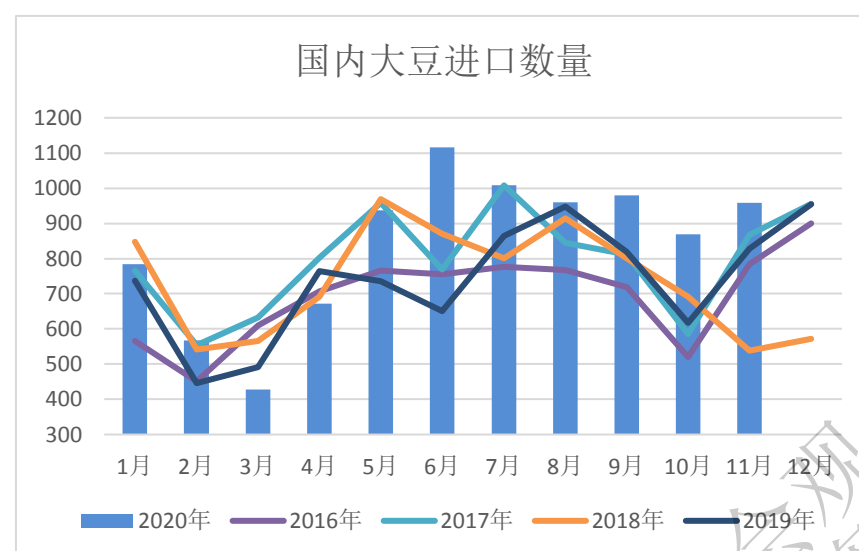
2.3 国内豆粕供需分析

2.3.1 大豆进口压榨量高

本年度大豆进口分为前后两个阶段，在上半年过程中，由于南美大豆丰产，且巴西雷亚尔大幅贬值的原因，中国在疫情恢复后开始大量进口有良好榨利的巴西大豆补充国内库存，国内大豆到港量从6月开始创出历史最高单月纪录。进入三、四季度后，中国将丰产的巴西大豆采购殆尽，转向了北美市场，由于19年年底签订的中美贸易协定，中国开始按照协议大量进口美豆，美豆价格一路上涨而中国一路采购，使得整个下半年国内大豆的进口量都打破历史记录。超高的月度进口量也导致了本年度中国大豆的总进口量预计将达到历史新高，据海关总署的数据，本年度前11个月，中国大豆进口量达到9820万吨，较去年同期增加17.5%，以当下的进口节奏，全年大豆进口或将超过1亿吨大关，为历史首次。据中国农业农村部的数据，2019/20年度，国内大豆进口量达到9853万吨，较上一市场年度的8672万吨增长1181万吨，增幅达到14%。

从国内本年度的压榨情况来看，全年由于油脂市场供应紧张豆油的需求旺盛，同时养殖恢复下豆粕需求持续走高，压榨行业利润始终保持较高水平，进口大豆压榨利润超过50元/吨，超高吨压榨利润导致19/20年国内大豆压榨量达到9100万吨，豆粕产量超过7000万吨，较上年度增加4.9%。

图 16：中国大豆进口量



数据来源：中国海关

2.3.2 豆粕需求情况

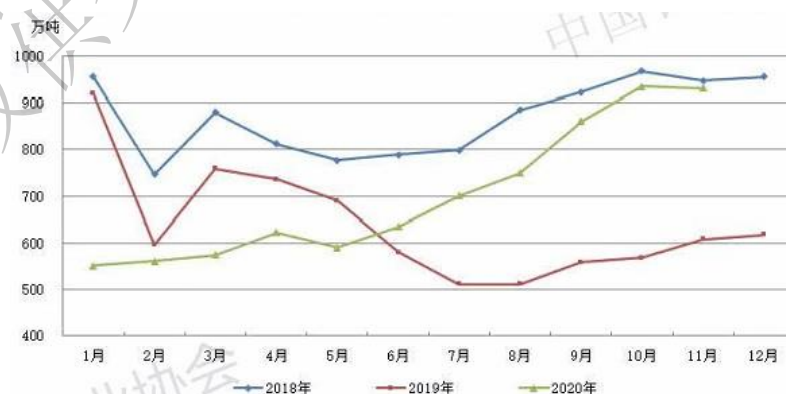
豆粕的需求主要在于养殖端饲料的需求情况。

猪饲料恢复迅猛

2018年非洲猪瘟爆发，国内生猪及能繁母猪存栏大幅下降，2019年中生猪存栏持续走低，到8月左右降至本轮最低点，能繁母猪及生猪存栏同比下降近40%。生猪供应的严重不足导致猪价应声飞起，生猪养殖的单头利润一度超过2000元。极高的养殖利润促使中大养殖集团加快区域养殖布局，能繁母猪及生猪存栏从底部逐渐回升。截至2020年11月，全国能繁母猪实现14个月的连续增长，生猪存栏连续上涨11个月，存栏已恢复疫情前80%以上的水平。由于生猪的产量持续恢复，本年度猪饲料整体产能大幅上升。据中国饲料工业协会的数据，本年度1-11月全国猪类饲料（仔猪料、母猪料、育肥猪料）产量为7714万吨，累积同比变化增长9.5%。

由于当前生猪价格仍然维持高位，生猪养殖利润可观，大量的能繁母猪存栏会使未来的生猪存栏快速恢复，以当前生猪恢复进度预测，2021年三季度左右，生猪存栏将恢复至疫情前的正常水平，本年度全年生猪饲料需求预计还将升高。

图 17：生猪饲料变化情况

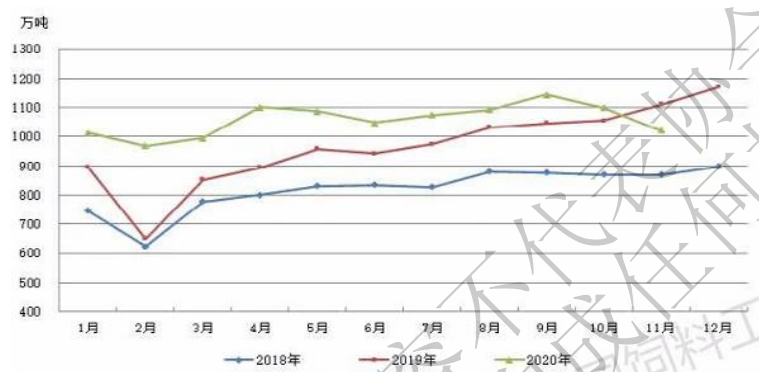


数据来源：中国饲料加工工业协会

禽类饲料高位持稳

在生猪存栏大幅下降的时间段，市场蛋白需求很多转移到了鸡蛋和肉禽上。从2019年至2020年月中，全国范围内蛋鸡存栏上升趋势明显，并在2020年4月超过16亿只，为近4年来的新高。但极高的供应压力使得本年度蛋价全年保持偏低水平，养殖亏损较为严重，以及本年度疫情和生猪恢复进度快速等原因，蛋鸡存栏自4月高点后持续下行。由于前期极高的蛋鸡存栏数量，直到2020年四季度蛋鸡存栏才恢复至往年的均值水平，并仍处持续下滑的状态。从肉禽的饲料需求情况看，由于19年猪量不足，肉禽价格在19年四季度达到极高水平，养殖利润一度达到8元/只（白羽鸡），养殖利润驱使肉禽养殖大幅扩张，存栏趋势类同蛋禽。旺盛的禽类养殖需求，导致2020年禽类饲料月度需求持续维持高位，据中国工业饲料协会的数据，2020年1-11月，我国蛋鸡饲料产量1999万吨，蛋鸭饲料产量1034万吨，肉鸡饲料产量5414万吨，肉鸭饲料产量2823万吨，蛋禽饲料总产量3135万吨，较上年同期增长11.7%，肉禽饲料总产量8516万吨，较上年同期增长12%。

图 18：禽饲料变化情况



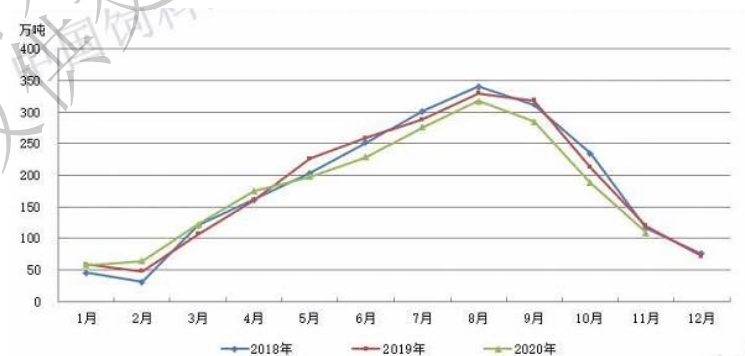
数据来源：中国饲料加工工业协会

反刍料大大增加水产料小幅回落

反刍类的牛羊等，也因为生猪存栏量的下降供应不足而产生替代效应，反刍饲料产量增加明显。据中国工业协会的数据，2020年内反刍类饲料全年月度产量都处在近三年来的高点，1-11月国内反刍饲料产量1147万吨，较去年同期增涨15.1%。

水产类饲料需求本年度有所下滑，据中国饲料工业协会数据，本年度内水产料需求在一季度超过近三年水平，但5月后开始均处在三年内同期的低点1-11月份，水产料产量2025万吨，较去年同期下降5%。

图 19：反刍及水产饲料变化情况





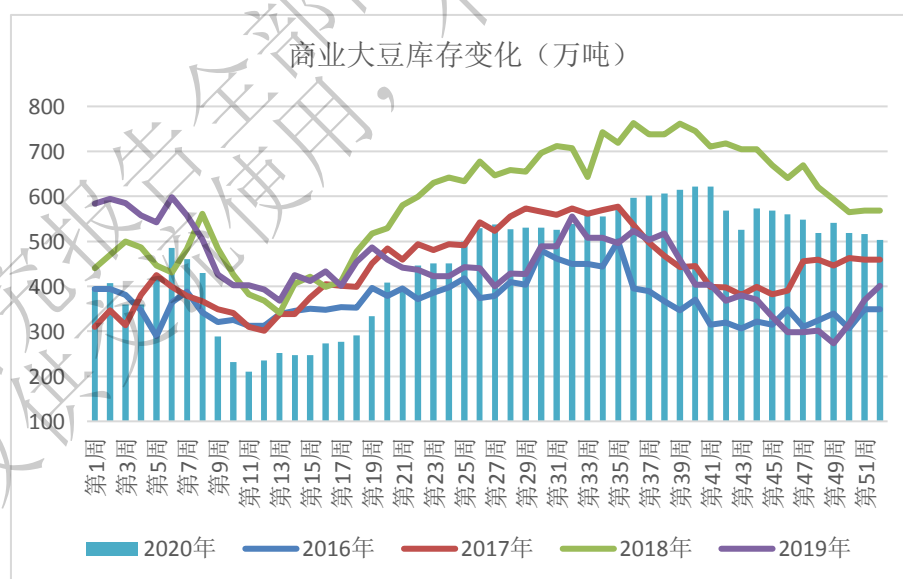
数据来源：中国饲料加工工业协会

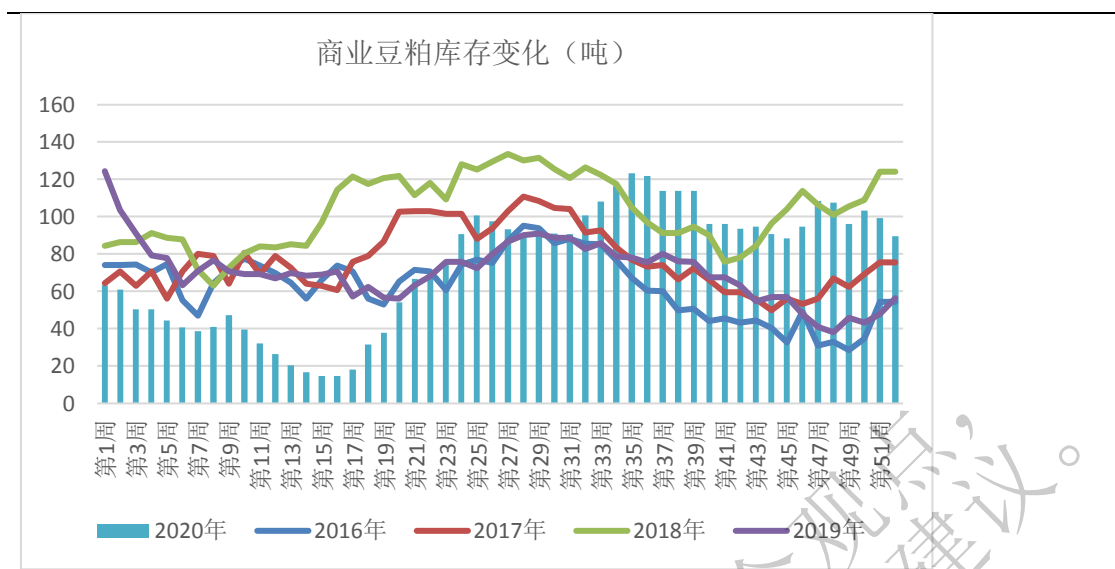
2.3.2 豆粕库存情况

2020年大豆进口并未因疫情等原因下降，年中国内开始大量的进口南美大豆，下半年履行贸易协议开始大举进口美豆，全年大豆进口量达到历史最高水平超越1亿吨大关。而本年度豆油需求旺盛，油厂压榨开工率高于往年同期水平，最终导致年度豆粕市场供应充足。疫情后的生猪养殖持续恢复，同时疫情中替代猪肉的蛋、禽、反刍动物等也在本年度有较大的存栏及饲料需求，2020年全年饲料需求旺盛，豆粕需求端偏强。

国内本年度大豆及豆粕库存除疫情时期进口和压榨困难，其余阶段均长时间维持高位运行，高企的开机率使得油厂豆粕库存压力较高。

图 20：国内大豆、豆粕库存变化





数据来源：我的农产品网

2.4 国内油脂供需分析

本年度油脂市场分为前后两个阶段，以油脂市场价格走势也可明显看出。上半年一季度中，由于疫情的原因国内各地全面封锁，餐饮商业的油脂需求大降，导致油脂价格的猛烈下跌。疫情逐渐受控后，油脂需求全面恢复，但国内由于棕榈油产地减产、国家战略收储、菜籽菜油进口受限等原因，供应难以匹配，油脂库存维持低位运行，油脂价格持续上涨。

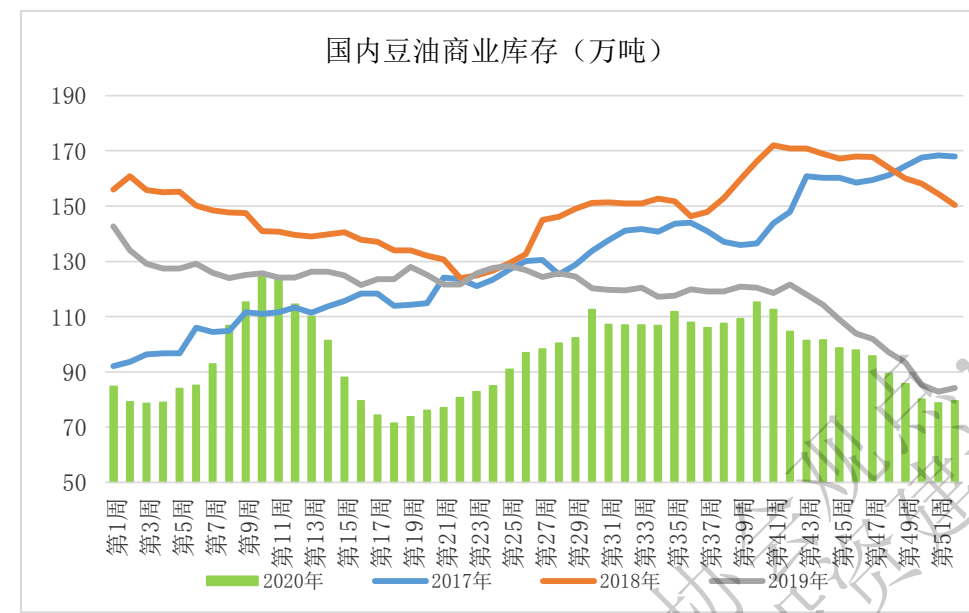
2.4.1 豆油供需情况

国内豆油的主要来源是进口大豆的压榨。本年度国内大豆进口量创历史新高，2019/20年度，国内大豆进口量达到9853万吨，大豆压榨量9100万吨，豆油产量1700万吨，较前一年增加150万吨，增幅近10%。另外年初库存135万吨，年度进口100万吨，全年供应总量超过1900万吨。

豆油消费方面，19/20年度由于生猪养殖利润较高，饲料油脂掺混需求增加，疫情结束后食用油的需求恢复，以及国家战略收储等因素，豆油需求量达到1780万吨，较上一年度增加7%，年末结转库存130万吨。

豆油目前处于库存的低位，短期内由于在春节前的备货需求旺季，库存预计将维持偏低的状态，但随着明年国家收储的结束，以及生猪养殖恢复豆粕需求向好的影响，大豆压榨持续提升，豆油预计将由底部缓慢重建库存。

图 21：国内商业豆油库存变化



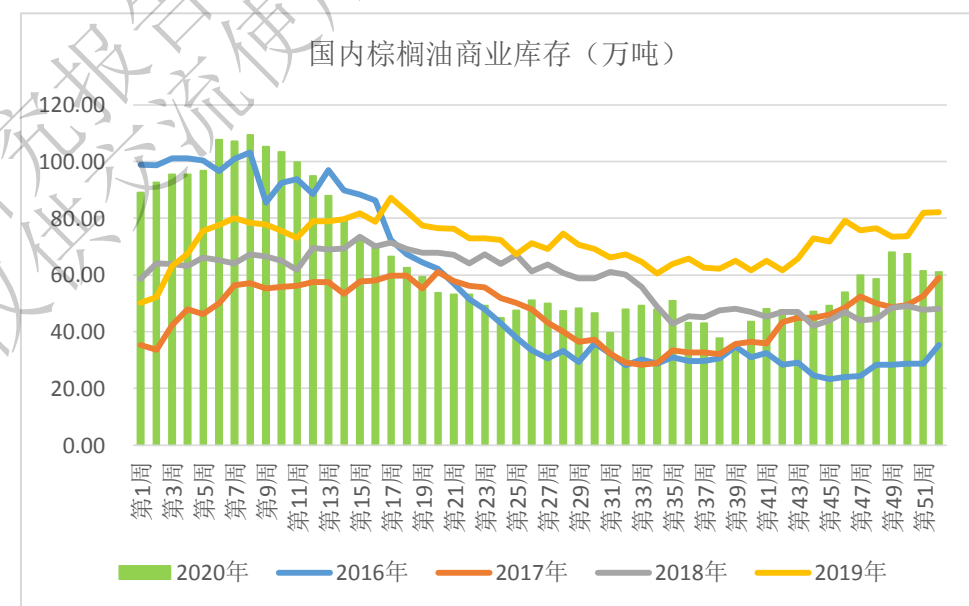
数据来源：我的农产品网

2.4.2 棕榈油供需情况

国内的棕榈油完全依靠进口。由于本年度疫情及天气影响，东南亚产油国棕榈油产量下滑明显，国内进口量也同样下滑。据海关数据，2020年1-11月，我国进口棕榈油403万吨，较去年同期507万吨累积减少104万吨，减幅高达21%。从农产农业部的数据来看，2019/20年度国内棕榈油预计进口462万吨。较低的棕榈油进口量也使得本年度棕榈油的库存持续处在偏低位置。

目前天气进入全年最冷阶段，棕榈油需求量被动下降，库存有缓慢抬升的趋势。未来进入3-10月的产量恢复阶段后，在疫情影响减弱，拉尼娜气候降水充足的条件下，预计产油国棕榈油的产量将逐步恢复至正常状态，产量回升将对油脂价格造成影响。

图 22：国内棕榈油库存变化



数据来源：我的农产品网

第3章 行情展望

豆粕：全球大豆供应由松转紧，美豆目前极低的年末结转库存使得南美任何程度的减产都会造成大豆全球供应的剧烈震荡。拉尼娜气候对南美大豆产量的影响将是未来一段时间市场重点关注的内容。国内预计一季度大豆供应有所保证，之后需要关注南美产量真实情况。需求端生猪养殖恢复是明确的趋势性进程，饲料消费的增长带动豆粕需求上升。供需双方面利多的情况下，豆粕价格长期看涨。

油脂：供应方面，棕榈油产油国本年度产量恢复是大概率事件，豆油情况相比棕榈油略复杂，外盘美豆成本在南美可能的减产情况下维持较高水平，而国内在饲料豆粕需求旺盛的高压榨格局下，豆油库存预计在收储因素结束后缓慢累积，整体看油脂供应预计将好于2020年。需求方面，由于油脂价格高企、原油价格低伏，同时随着生猪养殖恢复动物油脂的替代将增加，油脂需求方面难有较大增长。对油脂观点偏空，油粕比的下降以及豆粕间价差扩大相对明确。

研究报告全部内容不代表协会观点，不构成任何投资建议。
仅供交流使用。

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，但我们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，如与宁证期货有限责任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宁证期货有限责任公司的立场，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宁证期货有限责任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。未经宁证期货有限责任公司允许批准，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“宁证期货有限责任公司”，并保留我公司的一切权利。



研究报告全部内容不代表任何投资建议，不构成任何投资建议。
真诚·专业·合作·共赢

公司总部地址：南京市秦淮区长乐路226号长乐花园01幢01号

全国统一客服热线：400-822-1758，025-52865008

网址：www.nzfc.com

