



2021年3月22日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

傅博

·从业资格编号 F3071993

·投资咨询编号 Z0015291

油脂远上白云间，万元暂成万仞山

内容提要

二季度，随着大豆进口量再创纪录，豆油供应将同比、环比均增加，会使得国内油脂的供应有所增加；随着豆油收储临近结束，以及高价开始抑制油脂在部分食品加工和餐饮等领域的消费，国内油脂的需求增速将出现下降。供增需减预期下，油脂价格继续上涨的动能减弱。

由于供应增速受到豆粕需求等因素的干扰，而需求下降又是渐进式的，所以二季度，三大油脂库存还不会出现大幅回升，另外，成本端的支撑预期仍然非常强。所以，油脂在二季度还很难出现大幅度的下跌。

总体来看，二季度油脂价格高位宽幅震荡的概率较大，预计豆油 2109 的震荡区间 7000-9000，棕榈油 2109 的震荡区间 6000-7600。

操作建议

按照宽幅震荡思路操作，做多选择豆油，做空选择棕榈油，建议在 7000-7300 做多 Y2109，在 7300-7600 做空 P2109。

风险提示

全球疫情的反复，对市场的影响。

美债收益率飙升对市场情绪的影响。

美国的绿色能源政策对全球油脂需求的影响。

请务必仔细阅读正文之后的声明



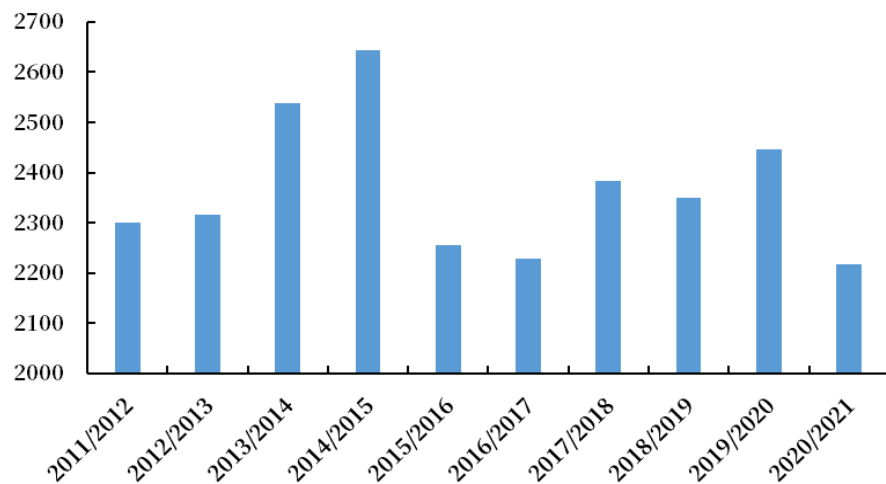
一、核心逻辑

2021 年一季度，国内的油脂价格延续 2020 年 5 月份以来的上涨势头，三大油脂期货，均创 2012 年以来的新高。由于菜籽、葵花籽、棉籽等产量均出现下降，全球油脂库存降至 2011 年以来新低是本轮油脂行情的大背景；美国大豆和马来西亚棕榈油的库存处于历史低位，是推动 CBOT 大豆、CBOT 豆油和马盘棕榈油维持强势的核心驱动。国内方面，成本支撑、收储预期和高基差是油脂期货价格上涨的主要动力。二季度，国内油脂预计供增需减，但是库存不会出现大幅上升，成本支撑仍然偏强。

1、全球油脂和油籽库存偏低

根据美国农业部 (USDA) 3 月份的预估，2020/21 年度，全球油脂库存降至 2217.6 万吨，为 2011/12 年度以来最低。

图 1：全球油脂期末库存（万吨）

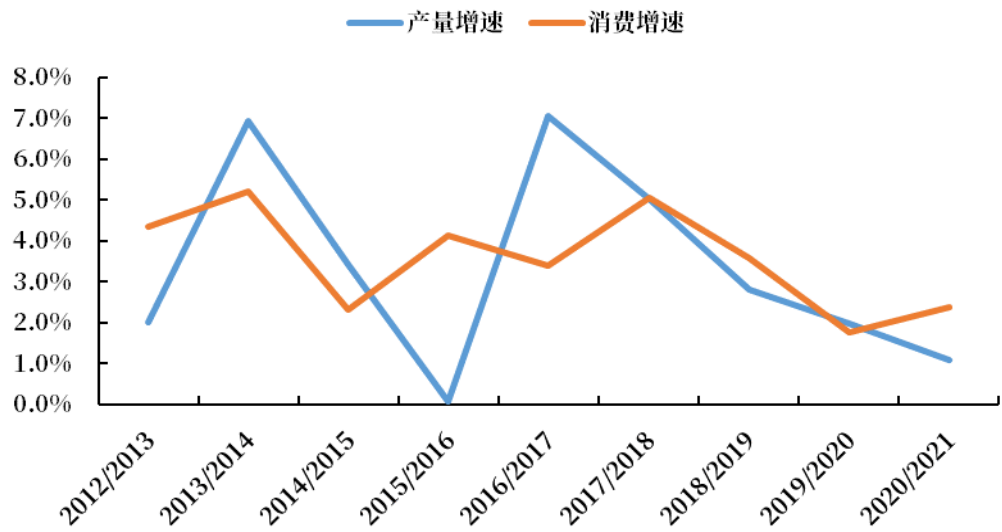


资料来源：USDA，优财研究院

通过对 USDA 的数据进行分析发现，最近 3 个年度，油脂的供应增速下降明显，2016/17 和 2017/18 年度油脂供应环比增幅达到 7%和 5%，但是 2018/19、2019/20 以及 2020/21 年度油脂供应的平均增幅不到 2%；与此同时，油脂的消费增速则保持相对稳定，2020/21 年度甚至还出现了小幅的回升，这是导致全球油脂库存下降的主要原因。



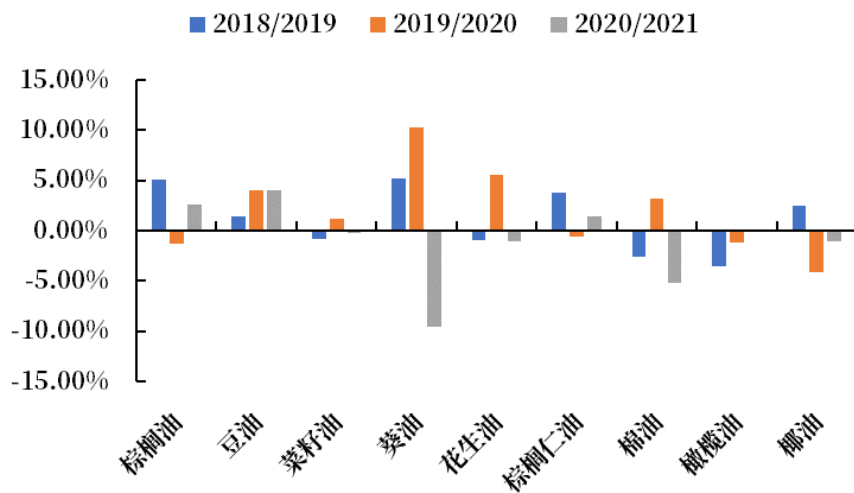
图 2：全球油脂产量和消费的年度增幅



资料来源：USDA, 优财研究院

分品种来看，最近 3 个市场年度，四大油脂中，棕榈油产量在 2019/20 年度出现了下降，豆油产量相对稳定，菜油产量连续 3 年几乎零增长，葵花籽油产量经过 2 年大增后今年出现大幅减少。其他小品种油脂的产量也没有出现明显增长。

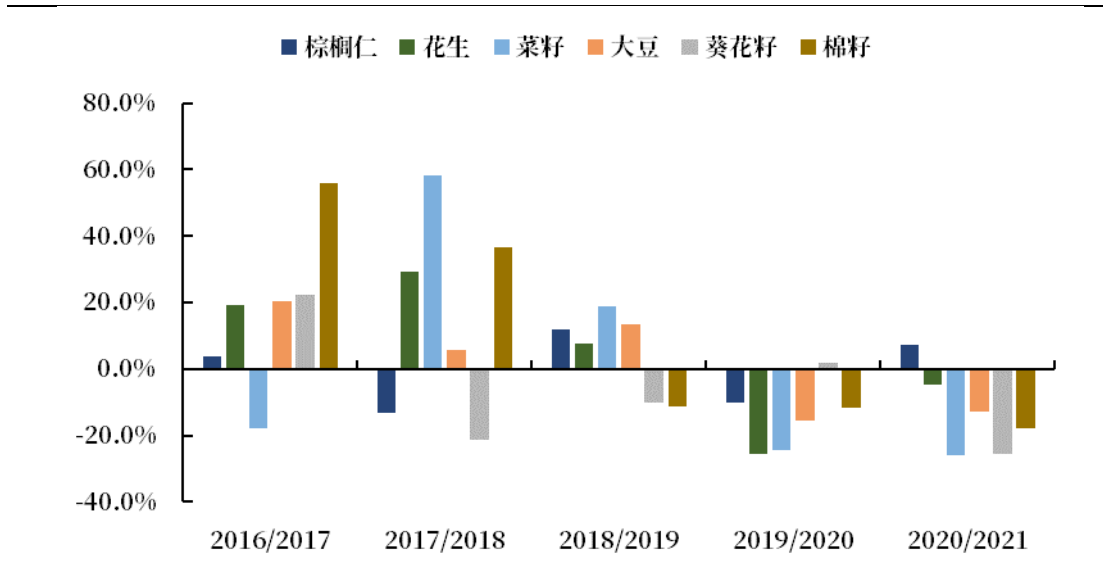
图 3：近 3 个年度主要油脂产量增幅



资料来源：USDA, 优财研究院

追本溯源，油籽库存连续 2 年下降是导致油脂供应增速下降的主要原因，也使得油籽价格走强，从成本端支撑油脂价格。

图 4：全球主要油籽库存年度增幅



资料来源：USDA, 优财研究院

根据 USDA 的数据，2020/21 年度，全球棕榈油和豆油的产量分别为 7509.3 万吨和 6059.8 万吨，合计占到全球油脂总产量的 64.8%，在消费方面，棕榈油和豆油的消费分别为 7489.8 万吨和 5992.9 万吨，合计占到全球油脂总消费量的 64.88%。所以，棕榈油和豆油价格仍然引领全球油脂价格，我们国内也是如此。

2、国内豆油：成本支撑强、需求预期将出现边际下降

由于 2019 年美豆大幅减产，而且中国需求强劲，2020 年巴西的大豆库存消耗殆尽，之后，受到出口强劲和国内压榨需求爆表的影响，美国大豆的库存预期也降至 2012 年以来的新低。全球最大的两个大豆供应国的库存至少需要 2 个种植季的丰产才能重建，这推动 CBOT 大豆上涨。

美国农业部目前预估 2020/21 年度美国大豆的期末库存为 1.2 亿蒲，库存消费比 2.62%，为历史新低。截至 3 月 4 日，美国大豆 2020/21 年度已经销售 6043 万吨，装船 5332 万吨，其中中国采购了 3585 万吨，已装船 3471 万吨，由于总装船量已经达到年度销售目标的 87.1%，所以 2020/21 年度的美豆销售不太可能被下调，反而有继续上调的可能；根据 NOPA 的数据显示，截至 2021 年 2 月份，2020/21 年度该协会会员登



记的美国国内的大豆压榨量为 10.5 亿蒲，远高于之前四年的均值 9.7 亿蒲，也高于去年同期的 10.1 亿蒲，美国国内的清洁能源需求拉动豆油需求，而出口需求则拉动豆粕需求，所以压榨量预计仍将维持高位，年度压榨量的下调空间也不大。所以，除非在 3 月和 6 月底的库存数据超市场预期，USDA 可能上调美豆 2020/21 年度产量从而推升期末库存数量，否则 2020/21 年度美豆低库存基本已成事实。另外，虽然 USDA 的二月展望论坛中预估今年美国大豆的种植面积将达到 9000 万英亩，比上一年度大幅增加 690 万英亩（增幅 7.4%），但是 2020/21 年的结转库存只有 1.2 亿蒲，并且出口和国内压榨仍然维持强劲势头的话，按照趋势单产 50.8 蒲/英亩计算 2021/22 年度美豆的期末库存还是只有 1.46 亿蒲，库存消费比也还是处于 3.22% 的偏低水平，即使新年度美豆丰产，单产达到历史高位 52 蒲/英亩，2021/22 年度美豆的期末库存也只有 2.53 亿蒲，库存消费比 5.58%。所以，现阶段低库存预期是支撑 CBOT 大豆价格的主要因素，在今年 9 月份美豆产量基本确定之前，预计 CBOT 大豆都是易涨难跌的。

图 5：美国大豆供需平衡表

种植年度	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	19/20(Est.)	20/21(3月proj.)	21/22(二月论坛)	21/22(proj.)
种植面积 (百万英亩)	76.8	83.3	82.7	83.4	90.2	89.2	76.1	83.1	90.0	90.0
收割面积 (百万英亩)	76.3	82.6	81.7	82.7	89.5	87.6	74.9	82.3	89.1	89.1
单产 (蒲/英亩)	44	47.5	48	52	49.3	50.6	47.4	50.2	50.8	52.0
期初库存 (百万蒲)	141	92	191	197	302	438	909	525	120	120
产量 (百万蒲)	3,358	3,927	3,926	4,296	4,412	4,428	3,552	4,135	4,526	4,633
进口量 (百万蒲)	72	33	24	22	22	14	15	35	35	35
总供给 (百万蒲)	3,570	4,052	4,140	4,515	4,735	4,880	4,476	4,695	4,681	4,788
国内消费量(百万蒲)	1,734	1,873	1,886	1,901	2,055	2,092	2,165	2,200	2,210	2,210
出口量 (百万蒲)	1,638	1,842	1,936	2,166	2,134	1,752	1,682	2,250	2,200	2,200
种子 (百万蒲)	97	96	97	105	104	88	96	103	103	103
剩余量 (百万蒲)	10	50	25	41	5	39	9	22	22	22
总消耗 (百万蒲)	3,478	3,862	3,944	4,214	4,297	3,971	3,953	4,575	4,535	4,535
	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	20/21	20/21
结转库存 (百万蒲)	92	191	197	302	438	909	525	120	146	253
库存/消费	2.65%	4.95%	4.99%	7.17%	10.19%	22.89%	13.28%	2.62%	3.22%	5.58%

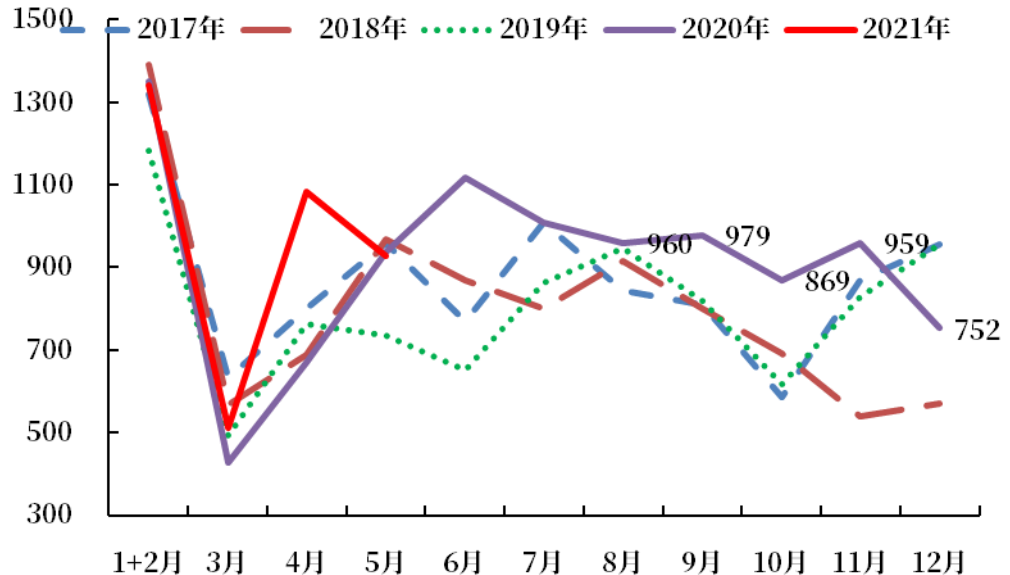
资料来源：USDA，优财研究院

CBOT 大豆价格中期来看易涨难跌，美国和巴西的大豆 CNF 报价也相对稳定，进口大豆成本预计将居高不下，这在一定程度上对二、三季度的豆油价格构成支撑。不过，由于之前的大豆压榨利润丰厚，中国提前采购了充足的巴西大豆，根据装船情况，预计 3-5 月进口大豆到港量将超过 2500 万吨，为历史同期新高，3 月底以后随着巴西大豆的



陆续到港，豆油的供应将增加。

图 6：进口大豆月度到港量（万吨）



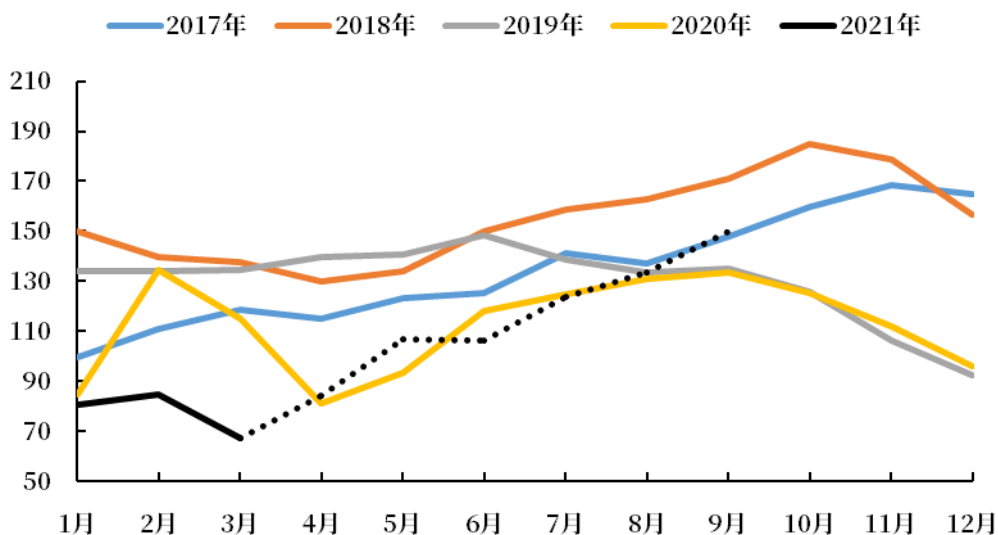
资料来源：海关总署，优财研究院

截至 3 月 19 日当周，国内沿海油厂豆油库存为 74.825 万吨，为仅次于 2016 年同期的历史第二低库存。根据天下粮仓的数据推算，春节过后，豆油的单周平均表观消费仍然达到 33.6 万吨，从市场的反映来看，收储仍然是支撑需求的主要原因，而良好的需求也为一季度豆油价格的上涨提供了助力。不过，由于本轮豆油收储将于 6 月份结束，从年度来说，无论是 150 万吨还是 200 万吨的一次性增量的消失，对于豆油需求的影响都会非常大，按照 50 周算的话，将影响每周 3-4 万吨消费量。另外，去年豆油消费增加很大一块是在饲料用油方面，主要因为动物油脂供应减少，这块的年度增量市场预期至少在 50-70 万吨以上，即每周 1-1.4 万吨的消费量，随着猪肉供应量的回升（大猪占比增加明显），动物油脂的供应出现明显恢复，也会相应影响豆油的需求。以上 2 项 2020 年豆油消费最大的增项如果都出现减少的话，预计将影响每周 4-5.4 万吨的消费量，即豆油在淡季的周度消费量将低至 30-32 万吨，旺季的周度消费量将回到 38-40 万吨左右。

豆油历史数据参考天下粮仓的数据，然后根据大豆进口量估算 4-9 月份的豆油供应，4-6 月的豆油消费量按照现有水平估算，7-9 月的豆油消费量以 2019 年同期的消费量为

基准，加以年化 4% 的增幅估算，对国内豆油库存的推演结果是，4 月底豆油的库存将开始回升，7 月份之后豆油库存才回到往年同期正常水平。

图 7：国内豆油月度库存（万吨）

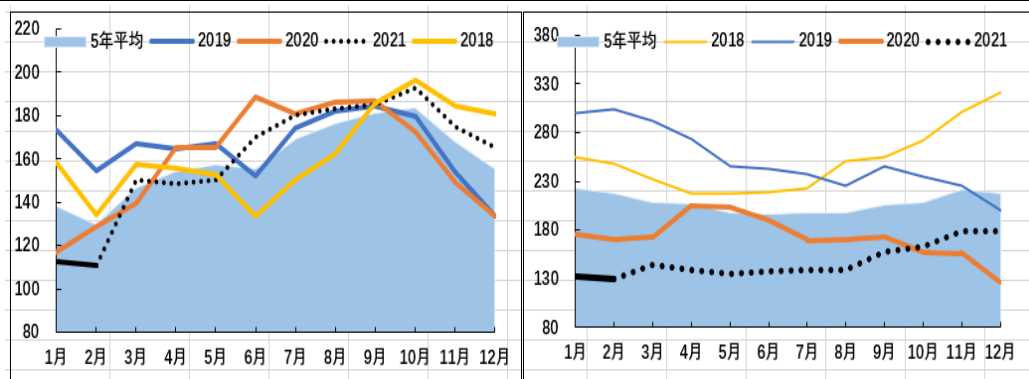


资料来源：天下粮仓，优财研究院

3、棕榈油：产地增产不增库，进口倒挂影响国内供应

2020 年 11 月以来的棕榈油的上涨在很大程度上是受到马来西亚棕榈油的低产量低库存推动，截至 2021 年 2 月底，马来西亚的棕榈油库存为 130 万吨，还是历史低位。随着马来西亚对全部外籍劳工进行新冠检测，以及马来西亚逐步扩大范围的疫苗接种，预计马来西亚劳工短缺问题会逐步解决，根据 MPOA2 月底和 3 月中上旬的产量数据显示，马来西亚的棕榈油产量已经出现逐渐恢复的苗头，不过 3 月份的产量增幅中可能包含洪水后赶收的成分，产量的完全恢复暂时预估在 6 月份以后；高价以及进口亏损将继续影响出口，加上出口关税的优惠政策取消，预计马来西亚棕榈油出口仍然不乐观，4、5 月可能存在一波补库需求，6 月以后参考 2019 年的出口节奏估算。据此推算，马来西亚的棕榈油库存将在 3 月份回到 140 万吨以上，但是之后还将维持一段时间的低位，如果 7、8 月份再出现一波补库的话，库存甚至还会降到 130 万吨以下，直到 9 月份以后马来西亚的棕榈油库存才会真正进入累库周期。

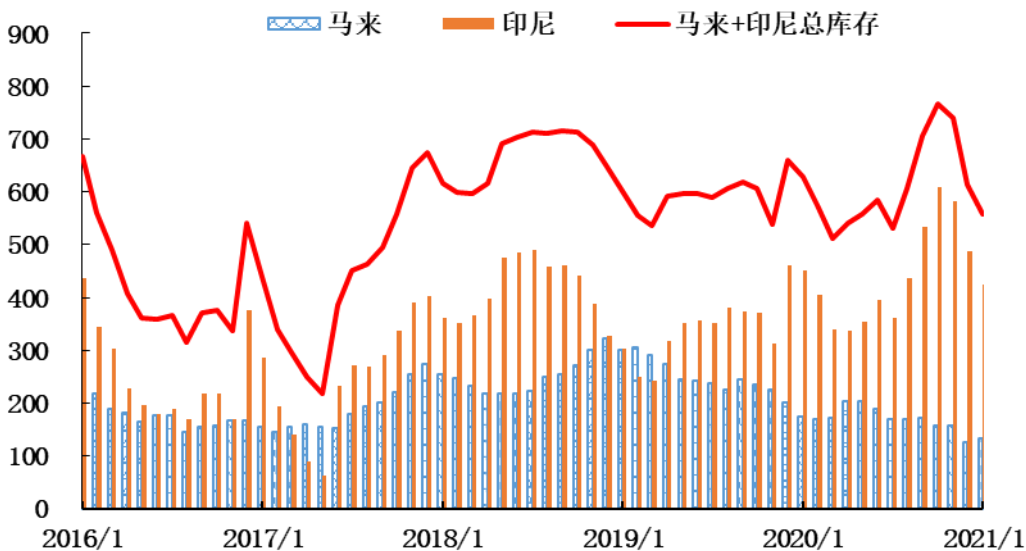
图 8: 马来西亚棕榈油月度产量 (左图) 和库存 (右图) (虚线为预测值) (万吨)



资料来源: MPOB, 优财研究院

另外, 印尼的棕榈油产量在 2020 年 11 月-2021 年 1 月期间也是出现了明显的下降, 这导致印尼的棕榈油库存从 608 万吨降到 425 万吨, 马来+印尼的总库存从 765.5 万吨降到 557.5 万吨, 马来和印尼的棕榈油总库存的快速下降也对产地价格构成支撑, 由于每年的 7 月份以后产地的棕榈油产量才会迎来高峰期, 所以库存的重建需要时间, 相应的产地的价格可能还会在高位维持一段时间。

图 9: 马来西亚+印尼棕榈油库存 (万吨)

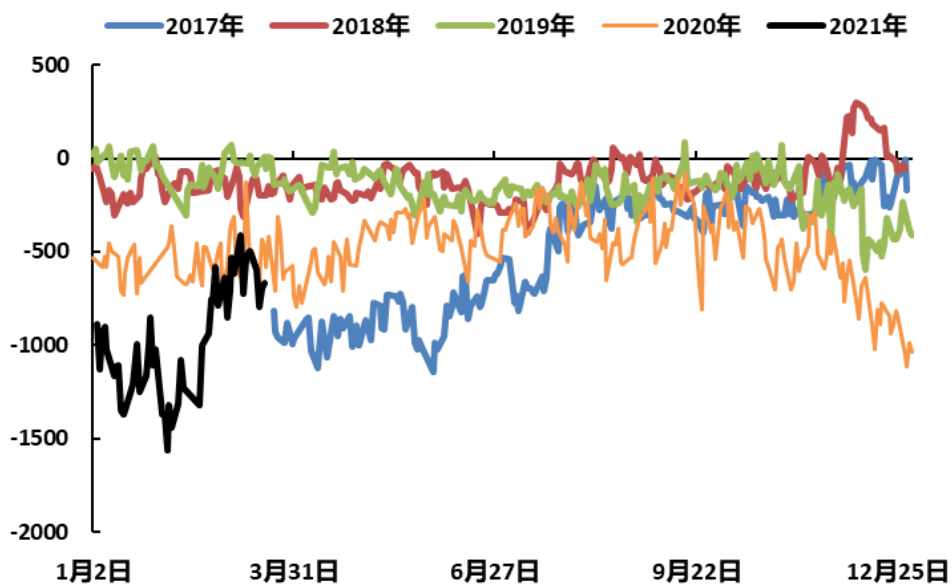


资料来源: MPOB, 优财研究院

由于进口利润不佳, 2020 年我国的棕榈油进口量仅为 464 万吨, 远低于 2019 年的 561 万吨, 目前 4-7 月船期的进口利润还是不理想 (6 月份船期的货对 P2105 的盘面有

利润)，所以暂时来看国内的棕榈油采购意愿不强，3月底国内棕榈油库存可能降至50万吨以下，4月和6月预期各会有一波补库的采购。

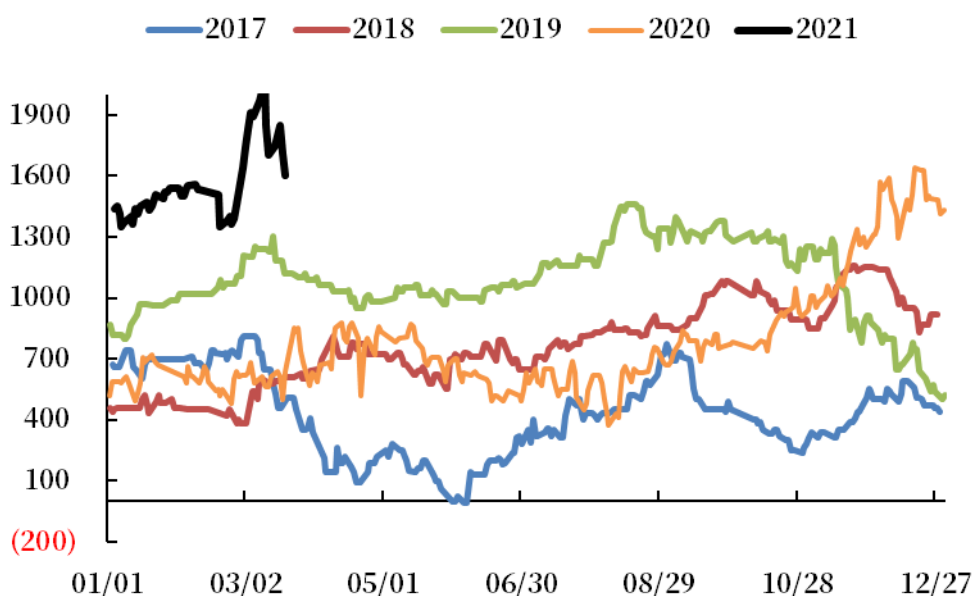
图 10：进口棕榈油盘面利润（元/吨）



资料来源：Wind，优财研究院

需求方面，高价开始抑制棕榈油在食品加工领域的消费，因为棕榈油相关的食品加工产品涉及面比较广泛，但是大部分属于大众消费品，比如方便面、饼干等，终端的涨价难度较大，这使得成本的传导不顺畅，从而导致棕榈油的需求受到影响；另外，虽然原油价格上涨，但是 POGO 价差还是在 400 美元/吨以上，即棕榈油价格远高于柴油价格，所以，棕榈油的生物柴油方面的需求也不好；目前对棕榈油消费有利的因素主要来自于豆棕价差的扩大，2020 年 11 月以来，豆棕现货价差持续扩大，在 3 月初最高触及 1900 元/吨，目前虽然回落到 1600 元/吨，但是仍然是历史上的高位，随着气温的回升，华南和华东地区的 18 度和 24 度的棕榈油的食用消费预期将回升明显，对豆油的替代效应会显现。由于植物油的食用消费的体量大于食品加工，所以对于棕榈油的需求总体还是相对乐观的。

图 11：华东一级豆油和 24 度棕榈油价差（元/吨）



资料来源：Wind，优财研究院

综合以上来看，进口量有限，需求不悲观，国内棕榈油库存很难出现大幅上升，相应的国内的棕榈油价格从供需角度来说是有支撑的，关键就看进口成本了。

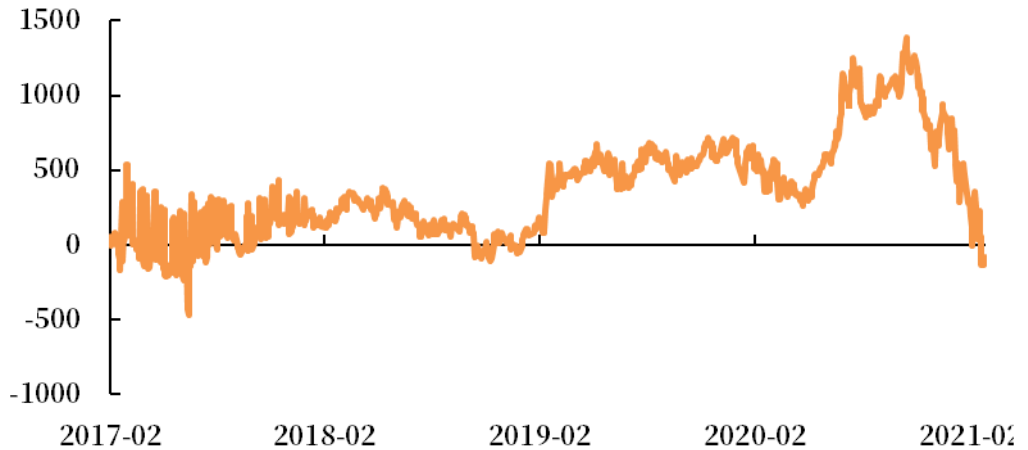
4、菜籽油及其他食用植物油：总体来看供应稳定，价格受豆棕油影响

2019 年下半年以来，菜籽进口量稳步增加，以半年为一个观察期，菜籽的月均进口量从 1.5 船上升到 4.5 船，但是即便如此，2020 年进口菜籽数量还是只有 311 万吨，远低于 2014-2018 年的年均 453 万吨的进口量，2021 年 1、2 月份菜籽进口量分别为 24.5 万吨和 20.6 万吨，比 2020 年 1、2 月份并没有出现明显增长。由于加拿大菜籽和澳大利亚菜籽的进口均受到不同程度限制，再加上进口菜籽的压榨利润大幅下滑，从暴利变为亏损，所以，预计 2 季度菜籽进口量不会超过去年同期。另外，由于谷物的种植收益仍然远好于菜籽种植，所以国产菜籽产量也不会有大的增长，所以国内菜油的供应增量主要还是看进口菜油数量，2021 年 1、2 月份菜籽油进口量合计 44 万吨，同比增 23 万吨，上半年菜籽油进口量预计将达到 110-120 万吨，去年同期为 85 万吨。2021 年上半年进口端的菜油供应（进口菜籽压榨得到菜油+进口菜油）预计在 150-170 万吨之间，



比 2020 年同期的 145 万吨略高，但是相比 2016-2018 年同期均值 210 万吨还是偏少，进口菜油的供应仍然偏紧。

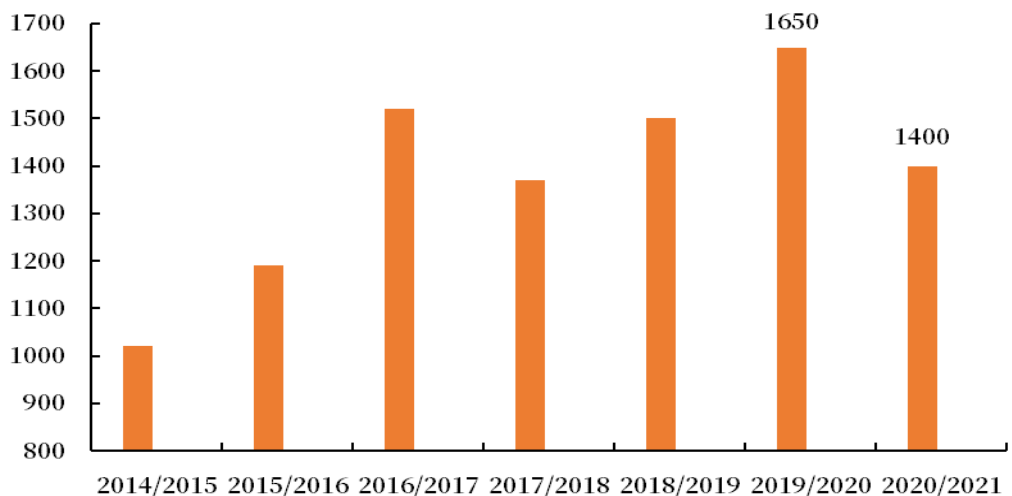
图 12：进口菜籽盘面压榨利润（元/吨）



资料来源：Wind，优财研究院

2020 年，我国葵花籽油的进口量达到 191.6 万吨，比 2019 年的 119.1 万吨大增 60.8%。但是最主要的葵花籽油出口国乌克兰的葵花籽出现大幅减产，乌克兰 2021 年 1、2 月份的葵花籽油的出口同比减少 17%和 23%，1-8 月份国内的葵花籽油的进口量预计将减少。

图 13：2014-2020 年乌克兰葵花籽产量（万吨）



资料来源：Wind，优财研究院



二季度，国内菜籽油和葵花籽油的总供应量预计和去年持平，花生油、茶油、玉米油、棉油等其他食用植物油的供应总体稳定，菜籽油和葵花籽油和餐饮消费关联度大，价格过高开始影响到终端消费，花生油等其他植物油主要消费是小包装的家庭消费，而且消费群体具有地域性和特定性特征，需求相对稳定，但是前置消费的现象比较明显，特别是在去年疫情背景下。所以，总体来看，小品种食用植物油的供需矛盾并不突出，价格走势将跟随豆油和棕榈油这两大油脂的走势。

二、综合分析和交易策略

二季度，进口的食用植物油数量预计稳定（环比增速可能放缓，但是同比仍是增长的），国产食用植物油总体供应稳定（二季度没有影响国产油籽供应的因素），油脂的增量主要来自于创纪录的进口大豆到港导致的豆油供应增加。需求方面，高价开始抑制植物油的部分消费，同时，随着收储的最终期限的临近，豆油的消费预计将回归正常。所以，二季度，国内食用植物油大概率将供增需减，价格继续上涨的动能将减弱。

不过，通过对豆油、棕榈油和菜油的平衡表推演发现，供应的增加是比较温和的，需求的下降是渐进的，这样，二季度国内三大油脂的库存很难出现大幅回升，国内油脂价格从库存的角度来说下行压力并不是很大。

二季度，预计外部因素对国内油脂的影响仍会非常大，主要关注美豆库存、马来西亚和印尼的棕榈油复产情况、以及国内豆粕的需求这三方面对油脂价格的影响；另外，宏观方面，美国政府的绿色能源政策、通胀预期、美债收益率等因素对油脂价格的影响也不容忽视。

综上所述，油脂上涨动能减弱，有调整的需要，但是国内油脂库存偏低，且成本和基差支撑较强，转市的风险暂时还不大，所以预计二季度油脂高位宽幅震荡，预计豆油 2109 的震荡区间 7000-9000，棕榈油 2109 的震荡区间 6000-7600。

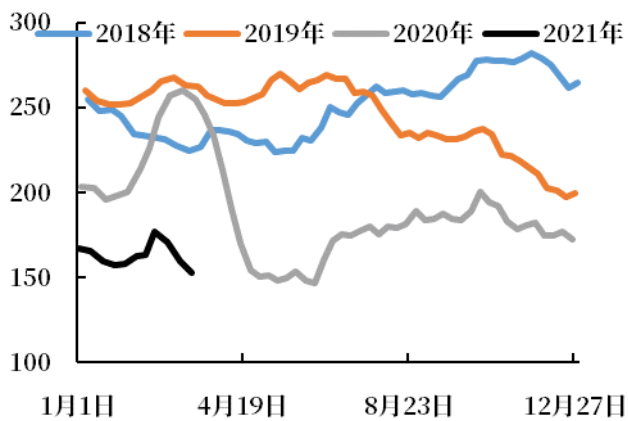
操作上，建议 7300-7600 轻仓做空 P2109，7000-7300 轻仓做多 Y2109。



三、基础数据图解

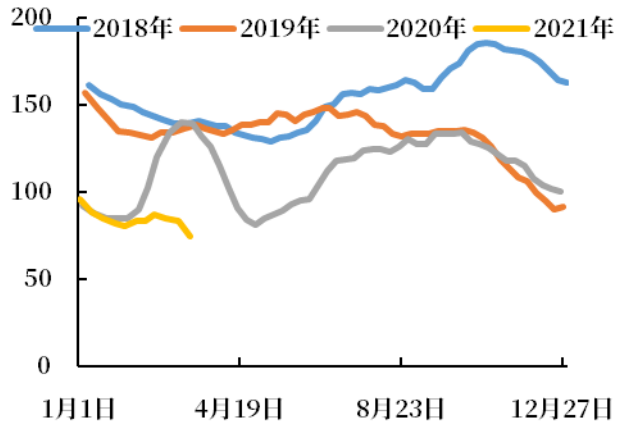
1、库存

图 14: 三大油脂周度总库存 (万吨)



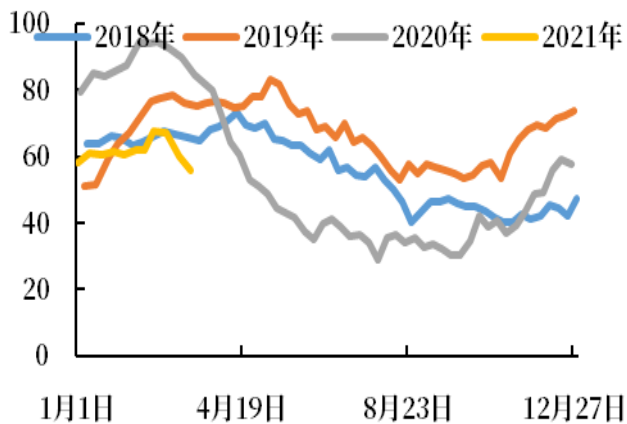
资料来源: 天下粮仓, 优财研究院

图 15: 豆油周度库存 (万吨)



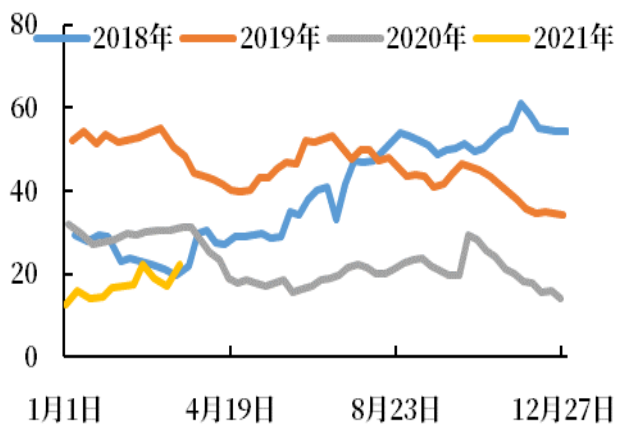
资料来源: 天下粮仓, 优财研究院

图 16: 棕榈油周度库存 (元/吨)



资料来源: 天下粮仓, 优财研究院

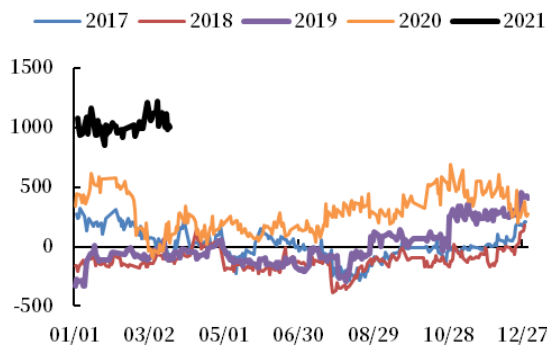
图 17: 菜油周度库存 (元/吨)



资料来源: 天下粮仓, 优财研究院

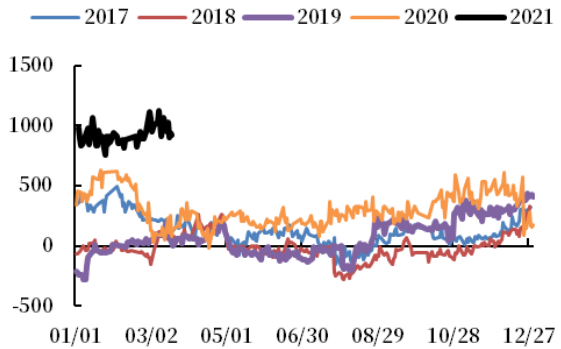
2、基差

图 18: 黄埔一级豆油基差 (元/吨)



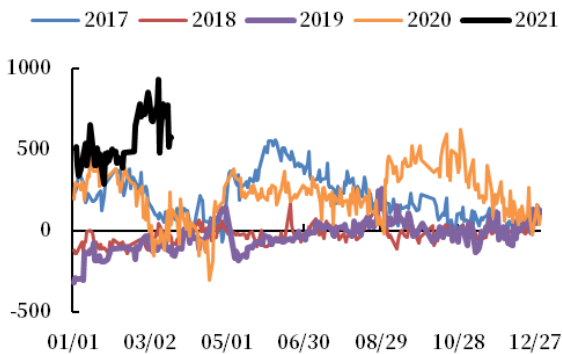
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 张家港一级豆油基差 (元/吨)



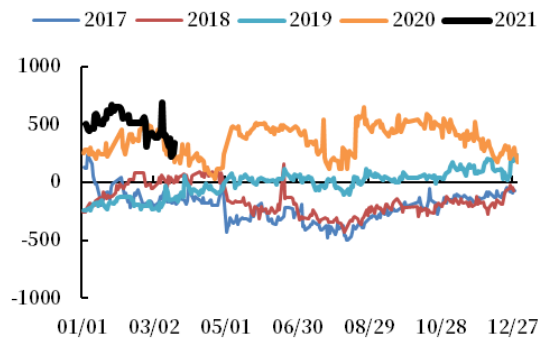
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 广东 24 度棕榈油基差 (元/吨)



资料来源: Wind, 优财研究院

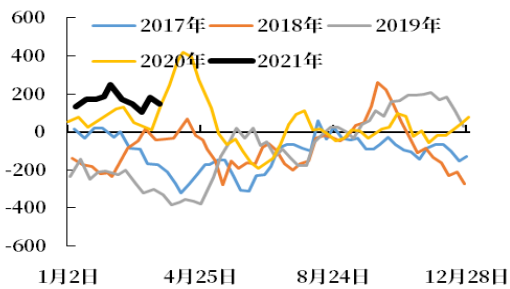
图 21: 福建一级菜油基差 (元/吨)



资料来源: Wind, 优财研究院

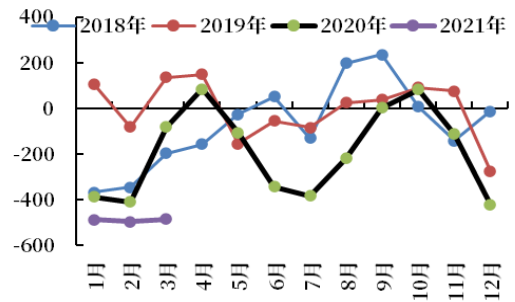
3、利润

图 22: 大豆压榨利润 (元/吨)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 豆油进口利润 (元/吨)



资料来源: Wind, 优财研究院

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！