



真诚赢得客户
专业体现价值

投资咨询研究部

研究员：濮翠翠
邮箱：pcc@gzjkqh.com

证书编码：F0264831
Z0002326

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

豆粕涅槃寻突破 油脂续涨有基础

【策略概述】

◆ 核心观点：

连粕走势上预计春节前继续延续震荡寻底态势，二季度反映南美收割供应压力，连粕偏向于继续震荡，但是预计重心可能小幅上移，待到六月份之后，下游消费提起来了会刺激连粕走势回升，届时可能迎来豆粕多头的春天。走势上看 2020 年豆粕价格可能经历筑底后震荡回升走势。

未来棕榈油的价格主要与减产幅度及生柴政策执行情况有关。如果马来、印尼棕榈油库存降至 450-500 万吨以下，那么棕榈油的供需紧张格局仍将延续。国内棕榈油消费几乎完全依靠进口供应，定价主要还是依赖进口成本。棕榈油市场在 2020 年或呈现成本驱动型上涨，外盘引领内盘。

豆油方面，上半年由于春节生猪集中出栏的因素，预计豆粕需求较差，豆油库存有望继续下降，尤其是 2020 年 1 季度国内豆油供给预计仍将处于偏紧局面，但随着南美大豆上市、中美贸易谈判缓和、生猪产能逐步回升，豆油供应大概率增加，下半年豆油去库速度预计相对放缓，价格或将转而向下调整。

菜油市场持续临储去库存后，菜油供给从宽松走向趋紧。随着中美贸易协议的落地，进口菜油开始启动。但全球菜籽减产大背景下，中加关系的不确定性会造成价格阶段性的出现偏强走势。

一、行情回顾

（一）美豆行情回顾

2019/2020 年度之中，美豆期价主要受天气炒作和经贸关系的影响，年初至 4 月底受南美风调雨顺，产量增加施压价格一路走低，中美经贸关系再生变数，令美豆出口前景黯淡，美豆价格在基本面和政策面的双重打击下，一路下探跌破 800 美分/蒲，创出近十年来低位水平。从 5 月份开始，美国新年度大豆开始进入播种季，5-10 月中旬期间播种进度明显落后于往年以及播种面积减少的消息不绝于耳，美豆开始步入震荡上行阶段，重心不断上移。中间 7-9 月的美豆关键生长期，美国天气整体正常，生长期未有较好天气炒作题材。10 月中旬，美豆开启一轮下跌态势，主要受累于前期涨幅较大后的获利回吐，技术性卖盘的打压，以及基本面 11 月 USDA 月度供需报告偏空打压，因 USDA 小幅调低了美国国内的大豆压榨量，令美国大豆结转库存环比小幅增加。而进入 12 月，美豆期价开启单边上涨行情，主要受中美贸易关系改善，美国大豆出口数据持续向好提振，美豆顺利突破且站稳 900 美分/蒲关口。

（二）连粕走势回顾

2019 年年初国内豆粕需求偏弱，使得豆粕期价弱势震荡，5 月份至 6 月初中美经贸摩擦升级，豆粕获得提振上涨。6 月初至 10 月份，国内豆粕需求仍然不振，但中美经贸磋商悬而未决使得原料端仍然预期偏紧，豆粕下方存在支撑，豆粕期价表现为宽幅震荡。11 月份至今需求偏弱的现实使得豆粕承压，且中国在 10 月份发放了大量免税进口配额，大豆供应不及预期紧张，豆粕一路下跌。

（三）国内外油脂市场行情回顾

2019 年上半年主产国棕榈油库存偏高压制以及全球大豆供应压力下棕榈油期价弱势震荡下跌。国内油脂库存增加，消费淡季。连豆油、连棕榈油刷新低点。5 月初美国对中国 2000 亿美元商品关税加征的 10% 关税上调至 25%，贸易战升级。国内油脂市场强弱分化，菜油因中加关系担忧加重或致菜籽进口不畅而领涨，豆油在进口成本支撑及库存压力下宽幅震荡，棕油则不断刷新低点，重心下移。

下半年油脂市场气象更迭，因干旱天气影响、油价出现上涨、马棕油呈现去库存态势开始止跌反弹，中秋、国庆前的双节备货提振令国内油脂成交明显放量，油脂市场生机勃勃。后印尼及马来西亚先后公布了 2020 年生物柴油政策，叠加前期干旱天气令主产国棕榈油减产预期，市场对未来供给担忧加剧，油脂牛市启动。连棕榈油成本驱动领涨油脂。国内豆油去库存加快，基本面向好及豆棕价差牵引豆油紧跟棕油上涨步伐。

图 1：美豆主力合约连续



资料来源：文华财经

图 2：连粕主力连续



资料来源：文华财经

图 3：马来西亚棕榈油指数合约



资料来源：文华财经

图 4：大连棕榈油主力连续



资料来源：文华财经

图 5：大连豆油主力连续



资料来源：文华财经

二、因素分析

(一) 美豆

1、美豆减产成定局，全球库存高位回落

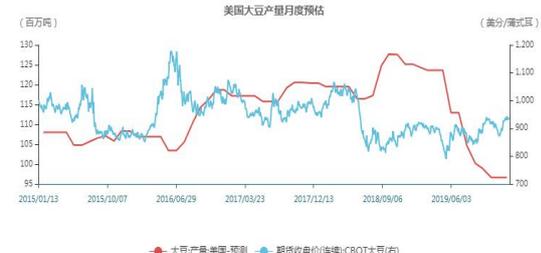
2019/20 市场年度全球大豆产量将出现下滑，主要因美豆减产较多，加上需求增长，库销比将结束连续上涨趋势转而出出现比较明显的下降。美豆此前几年均为连续增产态势，目前供应已经由极度宽松转向紧平衡。整体上全球大豆供需情况改善，利好美豆。

本年度美豆市场最大的亮点在于美国大豆在经历产量大幅下降后，国内结转库存随之明显改善。由于 2019 年度的美国大豆种植面积 7650 万英亩，大幅下降 1260 万英亩；在种植面积下降前提下，本年度美豆单产同样降低，造成了美豆在种植面积及单产双降的影响下降幅明显。我们可以看到 USDA 月度供需报告不断下调全球新季大豆产量预估，在 10 月、11 月报告中下调数量较多，在最新的 12 月月度供需报告中产量估计略有上调，因中国和墨西哥大豆产量估计有所上调。USDA12 月供需形势报告上调了 2019/20 年度全球大豆产量估计至 3.3748 亿吨，环比增加 0.27%，同比减少 5.79%；国内消费总计为 3.4967 亿吨，环比增加 0.02%，同比增加 1.84%；期末库存估计由上月估计的 9542 万吨上调至 9640 万吨，环比增加 1.02%，同比减少 12.2%。巴西大豆的产量、出口估计维持不变，期初库存估计较上月上调 38 万吨，期末库存估计上调 38 万吨。阿根廷大豆国内使用估计上调 60 万吨，出口估计下调 60 万吨，期末库存估计维持不变。

从数据来看，全球 2019/20 年度大豆产量会小幅减少，消费继续保持稳定低增长，因而库存水平可能较高位小幅回落。全球库存消费比的下降，利于平衡表的改观。

图 6:全球大豆年度供需情况

图 7:美国大豆月度产量情况

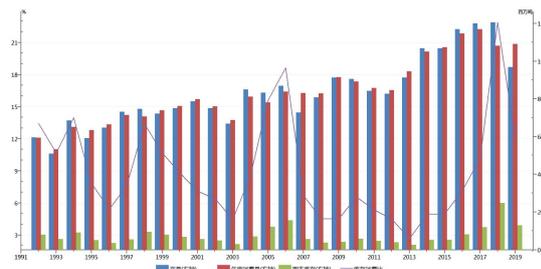
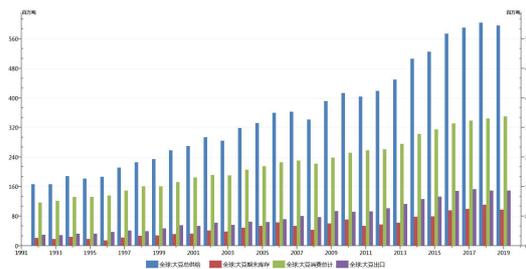


资料来源: Wind

资料来源: Wind

图 8:全球大豆供需平衡情况

图 9:美国大豆供需平衡情况



资料来源: Wind

资料来源: Wind

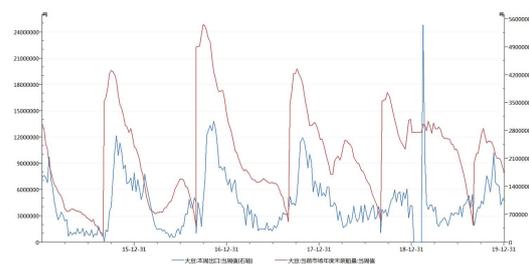
2、美豆出口峰回路转，全球大豆贸易格局将恢复

对于美豆而言，需求主要表现在两个方面：即国内消费和出口需求，其中国内消费主要集中在压榨上，美国国内的压榨整体维持偏稳水平。而出口方面，今年由于贸易环境的影响，美豆出口整体欠佳。美国大豆出口关键阶段是每年 10 月-次年 2 月，在中美贸易摩擦之前，在这个时间段内美国大豆进口约占中国大豆进口量的 60-80%。但 2018、2019 年出口数据较往年明显降低，特别是 2018 年的出口旺季，对华销量几乎为零。2019 年美国大豆各月出口数量处于继续回落态势，大多数月份连续两年下滑，直至 10 月后才开始有所改观。总体出口数据较 2018 年有所上升，主要是因为今年中国放开部分大豆压榨企业进口配额，但相比往年同期仍处于较低水平，而运往中国以外的大豆增幅并不能弥补美国未能运往中国

大豆所损失的部分。此前大多数月份中国都以进口南美巴西阿根廷两国大豆为主，南美大豆挤占了美豆在中国的市场份额。美豆虽在其它国家的出口份额有所上升，但在缺少了头号买家中国的影响下，出口数量整体回落。

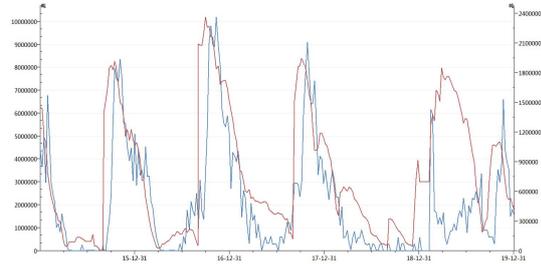
与之相反的是南美大豆，在传统出口淡季，巴西大豆占中国大豆进口量比例高达 60% 以上。目前国务院新闻办公室于 12 月 23 日举行新闻发布会，宣布中美双方已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致。中方将扩大从美国进口的农产品规模，美方将分阶段取消对华产品加征关税。具体购买农产品数量，特别是大豆购买数量和时间尚未公布。不过即使对美豆加征关税取消，也不会立刻改变中美大豆运输的情况，只是让美国重新回到中国市场当中参与竞争。在中美贸易关系未有实质进展前，美豆出口销售难有较大的放量，一方面是中国养殖需求尚未完全恢复，春节前后大猪出栏也将对大豆消费造成影响，另一方面是全球大豆供应总体宽松，新年度南美大豆有丰产预期，在 3 月份南美早豆上市开启之后，将给美豆出口带来更多压力。

图 10:美国大豆出口装船量



资料来源: Wind

图 11:美国大豆出口中国装船量



资料来源: Wind

3、南美大豆种植面积同比略增，产量继续增加

由于巴西大豆种植利润较好，尤其因为 18 年以来因中美经贸摩擦，中国进口商大量转向巴西，抬升巴西豆价，农户播种积极性较高，种植面积稳步提高。因 10 月干旱天气，巴西大豆新作播种进度一度大幅落后，但后期主产区出现有利降水，大豆播种进度加快，据巴西咨询机构 AgRural 公司称，截至 12 月 12 日，巴西大豆播种进度达到 96%，播种工作基本完成。根据 USDA 预估，巴西大豆 2019/20 年度播种面积为 3690 万公顷，产量可能达到 1.23 亿吨，同比增加 5%。阿根廷新政府宣布将大豆、豆油、豆粕出口关税由 25% 提升至 30%，将小麦和玉米出口关税由 7% 提升至 12%，一些农户因此调整 2019/20 年度播种计划，改种成本更低的大豆，同时减少玉米播种面积。布宜诺斯艾利斯谷物交易所称，在截至 12 月 11 日的一周，阿根廷 2019/20 年度大豆播种进度为 61.3%，土壤墒情不足，比去年同期低了 12.1%。USDA 预计 2019/20 年度阿根廷大豆播种面积为 1750 万公顷，同比增加 5%。

从我国国家气候中心和美国海洋大气局 (NOAA) 预测上看，从 2019 年 10 月到 2020 年 4 月期间，即南美大豆生长期，出现厄尔尼诺的可能性比较低，今年冬季的情况可能是中性状态。因此只要后期天气改善，即使种植进度略有落后，南美大豆也不难实现正常水平的单产。

19/20 年度巴西及阿根廷大豆面积同比略增，USDA 预计 19/20 年度巴西大豆收获面积 3690 万公顷，上年度 3590 万公顷；预计巴西大豆产量 1.23 亿吨，上年度 1.17 亿吨。19/20 年度阿根廷大豆收获面积 1750 万公顷，上年度 1660 万公顷；预计阿根廷大豆产量 5300 万吨，上年度 5530 万吨。19/20 巴西+阿根廷两国大豆产量合计仅微增 370 万吨。

表 1: 巴西大豆供需平衡表

年度	期初库存 (百万吨)	产量(百 万吨)	进口 (百万 吨)	压榨量 (百万 吨)	国内消费总 计(百万 吨)	出口(百 万吨)	期末库存 (百万吨)
2014	15.82	97.20	0.31	40.44	43.79	50.61	18.93
2015	19.08	96.50	0.41	39.75	43.05	54.38	18.56
2016	24.56	114.60	0.25	40.41	43.06	63.14	33.21
2017	33.21	122.00	0.18	44.21	46.51	76.14	32.74
2018	32.74	117.00	0.14	42.53	44.67	74.95	30.26
2019	30.26	123.00	0.15	43.75	46.24	76.00	31.17

资料来源: Wind

表 2: 阿根廷大豆供需平衡表

年度	期初库存 (百万吨)	产量(百 万吨)	进口 (百万 吨)	压榨量 (百万 吨)	国内消费总 计(百万 吨)	出口(百 万吨)	期末库存 (百万吨)
2014	25.27	61.40	0.00	40.02	44.18	10.57	31.92
2015	31.70	56.80	0.68	43.27	47.65	9.92	31.60
2016	27.16	55.00	1.67	43.31	49.81	7.03	27.00
2017	27.00	37.80	4.70	36.93	43.63	2.13	23.73
2018	23.73	55.30	6.41	40.57	47.45	9.10	28.89
2019	28.89	53.00	3.90	44.60	51.70	8.20	25.89

资料来源: Wind

图 12: 巴西大豆月度产量情况



资料来源: Wind

图 13: 阿根廷大豆月度产量情况



资料来源: Wind

(二) 豆粕

1、国内大豆供应从偏紧向宽松转变

根据 USDA 的 12 月供需报告, 2019/20 年度中国大豆产量为 0.181 亿吨, 环比增 5.85%, 同比增加 13.84%; 国内消费总计为 1.022 亿吨, 环比持平, 同比增加 0.2%; 进口为 0.85 亿吨, 环比持平, 同比增加 2.98%; 期末库存为 0.2016 亿吨, 环比增加 5.22%, 同比增加 3.97%。

据中国海关数据, 2019 年 11 月进口大豆 828 万吨, 环比增加 209.86 万吨, 增幅 33.9%, 同比增加 289.67 万吨, 增幅 53.8%。2019/20 年度中国进口大豆 1446 万吨, 同比增加 216 万吨, 增幅 17.54%。2019 年 1-11 月, 中国进口大豆 7897.22 万吨, 同比减少 334.01 万吨, 降幅 4.06%。据 Cofeed 调查统计, 2019 年 12 月大豆到港预估 934.9 万吨, 2020 年 1 月大豆到港初步预估 750 万吨, 2 月大豆到港初步预估 480 万吨, 3 月大豆到港初步预估 490 万吨。

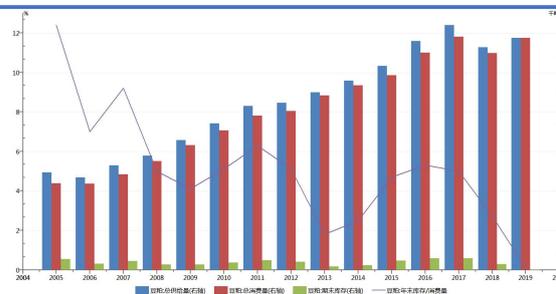
2019/20 年度, 中国采购大豆总量同比增长 17.54%, 由于中美贸易谈判不断取得突破,

近期中国进口美豆也同比大幅增长，而南美采购有所回落，但整个年度南美大豆都维持着较高采购量，这也维持了中国大豆采购的环境稳定，而俄罗斯大豆进口也会大幅增长但总量不大。

当前中美贸易谈判取得实质性进展，中国也继续增加采购美豆，再加上南美大豆的稳定进口，俄罗斯的大豆进口增加，以及我国的大豆振兴计划，因此未来我国大豆供应大概率将继续保持稳定乃至宽松，短期内大豆供给没有问题。

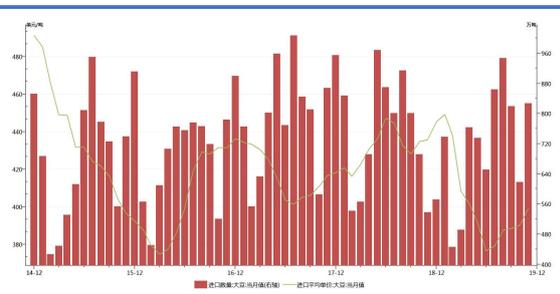
综合来看，2019/20 年度大豆压榨量同比小幅降低 9.92%，下降幅度不断收窄，油厂大豆库存同比降低 41.94%，主要是由于近期压榨持续增多致库存总量有所减少，整体来看大豆供给仍较为充足，豆粕库存同比降低 58.44%，环比小幅回落但幅度不大，同比大幅减少整体仍处于低位水平，豆粕未执行合同也处于低位。因此随着中美贸易谈判不断取得进展，美豆进口也会不断增加，且南美大豆继续保持供应，俄罗斯进口也增加，再加上我国大豆振兴计划，可以预计随着后期大豆不断到港和新季大豆上市，大豆供应仍较为充足，虽然近期压榨利润有所回落但当前进口大豆压榨利润仍然为正，后期预计周度压榨量会继续保持高位，豆粕供给也会保持较大压力。

图 14:中国豆粕供需平衡数据



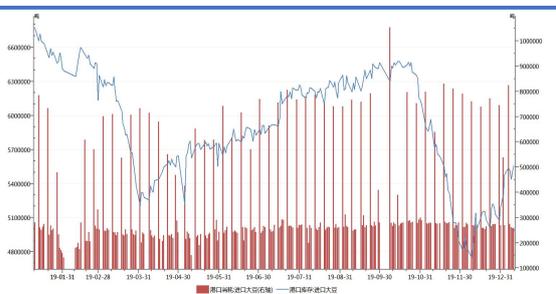
资料来源: Wind

图 15:中国大豆月度进口量



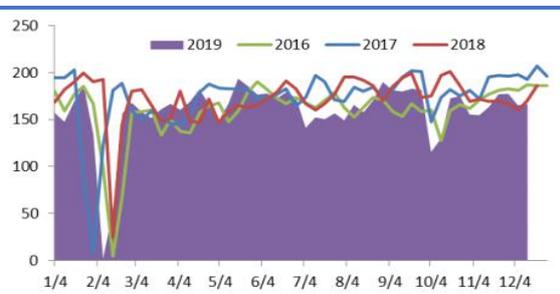
资料来源: Wind

图 16:进口大豆港口库存



资料来源: Wind

图 17:油厂大豆压榨量(万吨)



资料来源: 天下粮仓

2、生猪养殖回暖，提振豆粕需求

2018 年 8 月 3 日，辽宁省沈北新区发现首起非洲猪瘟疫情，截至 2019 年 12 月 12 日，全国共发生猪瘟疫情 161 起（其中野猪疫情 4 起）共扑杀生猪 119.4 万头，生猪存栏从 2018 年 11 月开始连续下降，到 2019 年 10 月累计下降 40% 以上，能繁母猪存栏量同样持续下降，直到 2019 年 10 月出现上升。生猪存栏不断下滑，作为饲料原料之一的豆粕消费也由之前的稳定增长转为下滑态势。随着我国非洲猪瘟大规模爆发，我国对于疫情的控制措施也在不断提升，9 月 4 日，财政部、农业农村部联合发文，要求稳定生猪生产保障市场供应，提出完善种猪场、规模猪场临时贷款贴息政策，加大生猪调出大县奖励力度，提高生猪保险保额等六举措。且猪肉价格的上涨使得养殖利润大幅提升，此外 10 月我国非洲猪瘟疫苗进入临床试验阶段，也将强化市场补栏信心，未来非洲猪瘟的边际利空影响继续弱化。农业农村部称 11 月全国年出栏 5000 头以上规模养猪场的生猪和能繁母猪存栏环比增幅分别为 1.9% 和

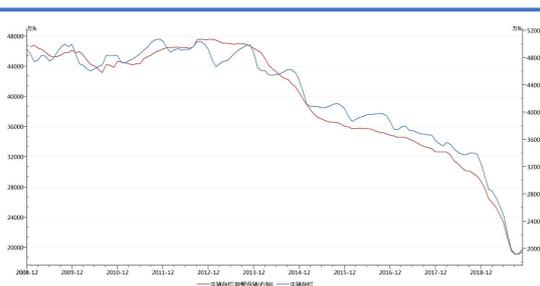
6.1%，已连续三个月环比增长，规模养殖场生产恢复势头强劲。多家生猪养殖上市公司已经开始行动，相继发布公告表示将扩大产能。上市公司相继扩产有助于行业集中度的提升，也将提升行业抗风险能力。后期随着养殖户防控能力的提升和各地利好政策的支持，母猪存栏或将继续增加。

那么如果后期不再大面积爆发猪瘟的前提下，出于养殖周期考虑，形成商品猪集中供应能力至少要到 2020 年 5-6 月，可见生猪生产或将在 2019 年下半年恢复，国内生猪供应有望在 2021 年恢复至正常水平。过去十年，我国饲料产量一直保持增长趋势，但 2018 年以来养殖业不景气，饲料产量也出现下降。2019 年饲料消费下滑幅度好于预期，海关总署数据显示，2019 年 1-11 月中国大豆进口 7897 万吨，同比降幅仅为 4.1%。主要因为非洲猪瘟疫情发生以来，替代效应表现较为突出，猪价走高也带动了禽肉价格的走高，禽类养殖利润创新高，存栏量出现了较大幅度的增长，进而带动了禽类饲料消费增长。由于目前蛋禽及肉禽养殖利润仍表现较好，2020 年第一季度乃至上半年的在产蛋鸡存栏量或将维持在 11 亿只以上，预期禽类饲料将维持旺盛，但是继续上涨空间相对有限。

从消费来看，季节性周期规律是一般第一季度消费最差，第二季度略有回升，第三、第四季度是豆粕消费的高峰期。一般而言，春节前，可能会有一大批生猪出栏满足中国春节的消费。春节后，国内生猪存栏可能会相对偏低，因为大猪都基本上屠宰，小猪可能还没有长大。所以春节后国内生猪方面豆粕的消费可能会比较差。从数量上来看，第一季度，按照五年平均来计算，第一季度豆粕月均消费量在 450 万吨，折算大豆压榨量在 560 万吨，单周压榨量在 140 万吨。其次几个季度月消费量在 550、600、573 万吨，单周需要大豆压榨量在 172、187、179 万吨之间。可见从数量来看，2020 年第一季度，豆粕消费可能相对偏弱，豆粕价格或依旧低位震荡，后期可能随着消费的增加，豆粕价格才有望抬头。

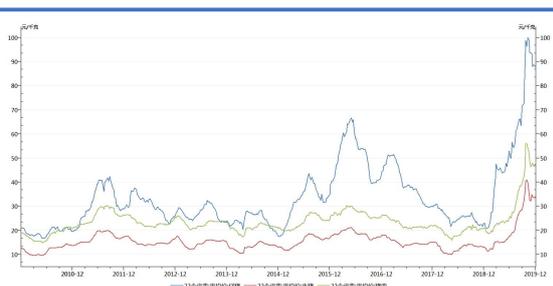
综合分析来看，豆粕价格的影响因素首先关注国内供需状况，即主要关注国内大豆压榨开工和豆粕库存情况、生猪价格和存栏，然后再看美豆价格，主要是关注中美贸易谈判、美豆库存变化和南美天气情况。在非洲猪瘟疫情不再反复的情况下，2020 年饲料需求将有所好转，特别是下半年生猪存栏回升后。市场主流观点认为 2020 年豆粕总消费量同比或增 2%-5%。未来需继续关注非洲猪瘟的发展演变和生猪出栏情况，春节后大猪集中出栏而新增产能尚需时日，可能会是全年豆粕消费最差的时间。连粕走势上预计春节前继续延续震荡寻底态势，二季度反映南美收割供应压力，连粕偏向于继续震荡，但是预计重心可能小幅上移，待到六月份之后，下游消费提起来了会刺激连粕走势回升，届时可能迎来豆粕多头的春天。走势上看 2020 年豆粕价格可能经历筑底后震荡回升态势。

图 18:生猪与能繁母猪存栏量情况



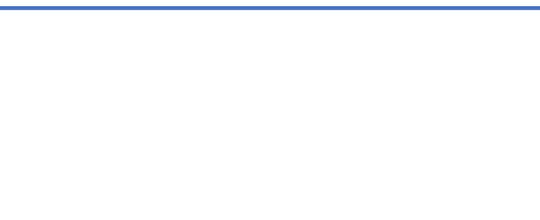
资料来源: Wind

图 19:中国 22 省市仔猪、生猪和猪肉价



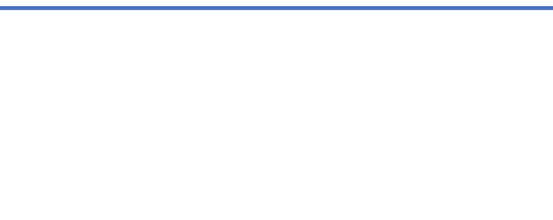
资料来源: Wind

图 20:饲料产量当月同比

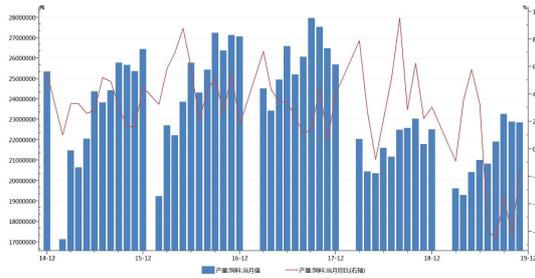


资料来源: Wind

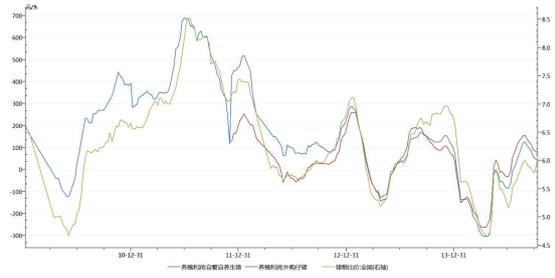
图 21:养殖利润与猪粮比



资料来源: Wind



资料来源：Wind



资料来源：Wind

（三）棕榈油

1、带头大哥棕榈油产量延续下滑态势

按照 USDA 最新预估，全球棕榈油 2019/20 年度产量预计在 7581 万吨，消费量在 7654 万吨，库存在 964 万吨，从千万吨库存回落。目前库存水平是处于历史第三大库存水平，第一、第二库存高位为 2017/18 年度的 1098 万吨，2018/19 年度的 1037 万吨。库存使用比也从上年 14.5% 降至 13.0%。显示全球棕榈油产量增速放缓，库存连续第二个年度下滑。从整体的供应来说，全球油脂库存有 1909 万吨，棕榈油占到 964 万吨。这也充分说明的当下油脂走势看棕榈油的关键所在。

近几年来，全球棕榈油产量不断上升，因而棕榈油价格长期低迷。其中马来西亚由于种植面积饱和，棕榈油产量趋于稳定，近两年来都维持在 2000 万吨左右的水平。根据 MPOB 报告显示，2019 年 1-11 月马来西亚棕榈油产量达到 1852 万吨，较去年同期 1771 万吨增加 81 万吨，增幅 4.58%。印度尼西亚的产量则逐年上升，主要源于其产能的提升。近年因环保原因印度尼西亚棕榈树种植一直遭到世界各国的抨击，因此 2018 年起印尼政府宣布在未来 3 年内不再发放新油棕业者执照，也不批准任何新的开垦活动。虽然印尼棕榈树新增面积受到了抑制，但是过去 10 年棕榈园大幅扩张，树龄结构相对年轻，根据调查，印尼 7-14 年高产期的棕榈树种植面积则高达 63%，印尼棕榈油产量仍有增加潜力。但由于全球棕榈油价格长期低迷，棕榈园收入下滑，部分小型种植园被迫削减人力、管理、化肥等支出，再加上今年 7-8 月印尼出现了较为严重的干旱。预计 2020 年棕榈油产量将出现下滑，支撑全球棕榈油价格走势。

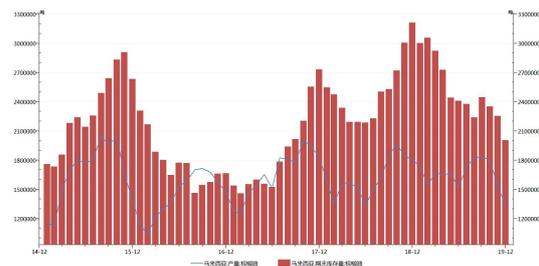
自 2019 年 7 月-11 月，强烈的印度洋偶极子正相位引发了东南亚严重的干旱。油棕四季开花结果，严重的水分不足会引起开花前的四个月雄性和雌性花序的败育，导致在应力期之后 10 个月产量减少；而在花序原始细胞的性别分化时期，干旱会促使更多的雄花花序，这会影 26 个月之后的产量。因而预计今年 5-9 月，马来西亚棕榈油产量将处于干旱影响的范围内。

2015 年的强厄尔尼诺下，使得 2016 年马来西亚棕榈油全年同比减产 13%，月最高减产幅度达 24%；印尼年产量增幅从 200 万吨降至不及 70 万吨。2019 年的东南亚整体降雨情况好于 2015 年，而且由于 2018 年土壤墒情还不错，因此 2019 年马来西亚土壤墒情可能要好于 2015 年。但是对于 2019 年马棕油的产量，由于 2018 年马棕油价格超低，导致农民化肥使用量减少，田间管理相对较差。2019 年按照降雨对产量的预估来算，市场预期是 11 月开始减产。但是从 MPOB 报告来看，10 月份，减产已经提前到来。此外马来西亚因为它的树龄比较老，因为 2018 年高产而面临压力，棕榈油树要休息，它将会进入产量的 小年，大概 5 到 8 月处于低产的状态。干旱、田间管理降低，以及产量周期进入小周期等多因素共振，市场预期 2020 年马来西亚的产量将低于 2019 年。

近期 IOD 指数明显下降，东南亚降水有所改善。但是 NOAA 水温监测数据显示，太平洋中东部西部海域水温继续升高，核心海域维持中性抑或是厄尔尼诺卷土重来仍有待进一步验证。不过鉴于全球海温偏高，水温趋势性降低的概率偏低（不排除短期波动），秘鲁海域中性偏暖，核心海域水温中性偏暖甚至重回阈值上方均是大概率事件。

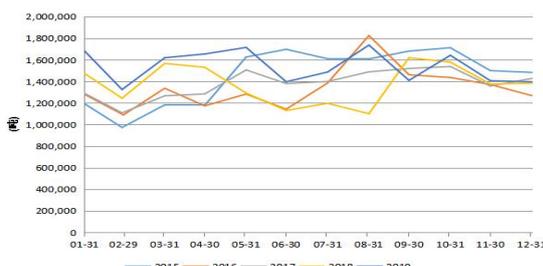
图 22: 马来西亚棕榈油月度产量和库存

图 23: 马来西亚棕榈油出口量对比



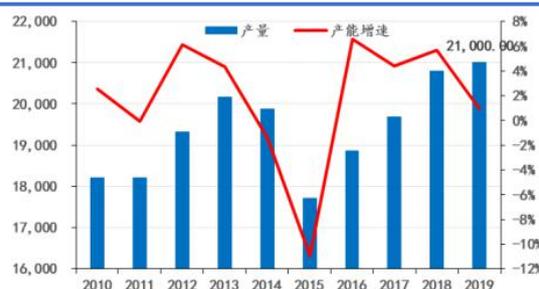
资料来源: Wind

图 24: 马来西亚棕榈油产能情况



资料来源: Wind

图 25: 印尼棕榈油产能情况



资料来源: Wind

图 26: 水温变化检测情况



资料来源: Wind



资料来源: 中国汇易

2、棕榈油消费量逐渐增长

从全球的不同阶段的棕榈油的需求增长驱动力来看，第一阶段是1960年-1980年之间，这一时期全球棕榈油的需求主要来自于人口增长；1980-2000年代，棕榈油主要用来作为食物、油脂化学，这期间人口增长、新兴经济体成为全球棕榈油需求的重要来源。到了2000-2010年，食物、油脂化学、生物柴油成为棕榈油的主要用途，而需求的驱动力变成了人口增长、发展中国家的强劲增长、中亚美国等新市场。最后2010-2020年代，棕榈油的用途依然是食物、油脂化学、生物柴油。但是人口增长、强劲的经济增长、生物能源、可降解塑料成为了主要驱动力。

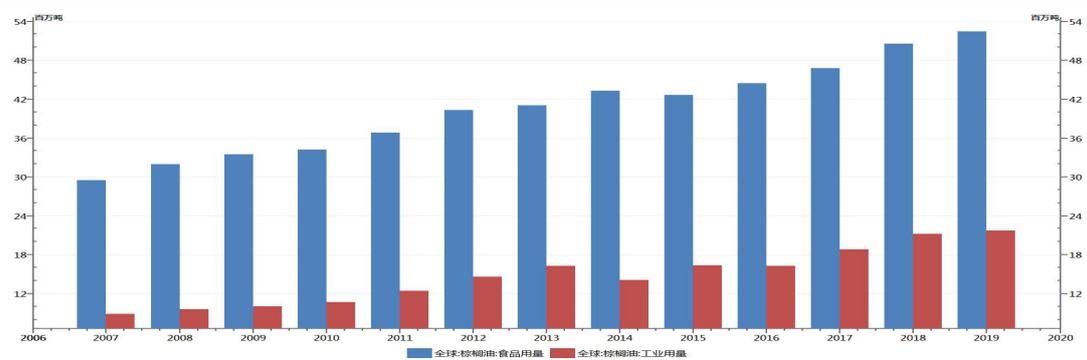
随着人们对棕榈油认知程度以及棕榈油加工工艺的提升，棕榈油消费量逐渐增长。2010-2019年全球食品用棕榈油消费量维持稳定上升趋势，2018年，全球棕榈油消费量已经达到5053万吨，较2017年上升7.9%，2019年10月达到5236万吨。

除了食用用途以外，棕榈油的工业用途也应用广泛。随着棕榈油在全世界的普及，其取代了清洁产品和个护产品中的动物性成分，在肥皂、洗发水、润肤露和化妆品替代原先来自动物的原料。现在，超过70%的个护产品中含有一种或多种棕榈油衍生物。2010-2019年工业用棕榈油消费量一直维持着稳定上升趋势，2018已经到2120万吨，较2017年增长12.5%，截止到2019年10月，全球工业用棕榈油产量为2163万吨。

从棕榈油的消费国家来看，印度尼西亚的棕榈油消费量最大，2018年消费了棕榈油1263

万吨，占全球消费量的 17.4%，其次为印度，消费量为 981 万吨，占全球比重为 14%；第三名为中国，棕榈油消费量为 701 万吨，占全球比重为 9.7%。预计，随着人们对棕榈油认知程度以及棕榈油加工工艺的提升，未来其消费量将逐渐增长，到 2024 年将达到 724 万吨。

图 27: 全球棕榈油需求情况



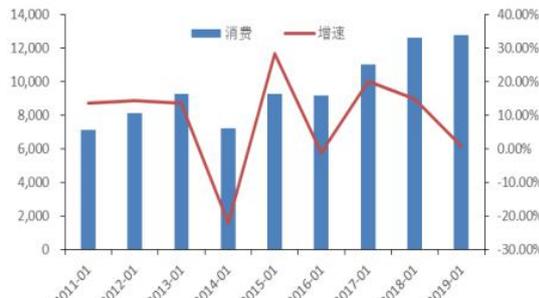
资料来源: Wind

图 28: 马来西亚棕榈油消费情况



资料来源: Wind

图 29: 印尼棕榈油消费情况



资料来源: Wind

3、生柴政策带来需求增量，执行情况值得关注

棕榈油主要用于食用消费，但植物油食用消费增长已逐渐趋于缓和，未来棕榈油消费量的增长将主要取决于生物柴油的消费。

2020 年，预计棕榈油的生柴需求将给棕榈油带来需求增量。自 2020 年起，印尼政府将开始执行 B30 生物柴油政策，当前执行 B20 政策。印尼政府表示将从 2020 年 1 月初实施 B30 强制掺混，并公布各企业生柴配额，总计 844 万吨，较 2019 年度增加 260 万吨。油世界预测，2020 年印尼国内生柴总体消费接近 950 万吨，2019 年为 690 万吨，2018 年为 380 万吨。若明年印尼生柴出口降至 50 万吨（2019 年 120 万吨左右，2018 年 160 万吨）。明年印尼生柴产量或接近 1000 万吨，远高于今年的 810 万吨和 2018 年 540 万吨。棕榈油是印尼生柴生产唯一原料。

马来政府宣布 2020 年初引入 B20 强制掺混标准，当前执行 B10 政策。一旦实施，国内生柴消费将增加 40 万吨，2020 年马来生柴产量预计增至 170 万吨左右，对比 2019 年 130 万吨，2018 年为 110 万吨。值得注意的是，棕榈油的上涨使得棕榈油从对柴油价格贴水转为对柴油溢价。尽管印尼对其生柴计划的执行存在补贴机制，但如果溢价不断扩大则意味着补贴金额持续扩大，明年生柴政策的执行到位情况将变得十分关键。

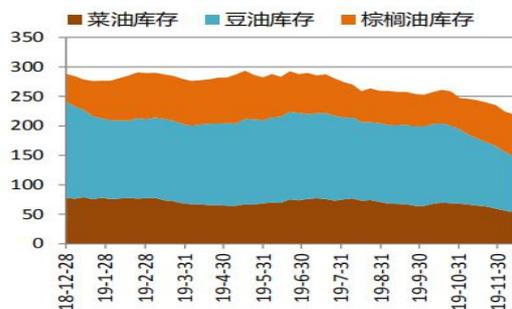
(三) 国内油脂

1、国内油脂市场进入第二年去库存阶段

国内豆油、菜油主要靠压榨获得，棕榈油全部依赖进口。国家粮油信息中心预计 2019/20 年度我国植物油生产量为 2937 万吨，比上年度增加 46 万吨，进口大豆的增加导致豆油产量

增加，弥补了菜油产量的下滑。预计植物油食用消费量为 3567 万吨，比上年度增加 56 万吨，增幅为 1.5%。我国油脂产不足需，仍需进口。预计 19/20 年度我国植物油进口量为 1011 万吨，比上年度减少 11 万吨。其中菜油进口减少 33 万吨，豆油增加 11.7 万吨，棕榈油进口仅增加 4 万吨。同时由于棕榈油预期上涨，国内华南地区棕榈油生柴消费可能会大幅减少。总体统计，国家粮油信息中心预计 2019/20 年度植物油供需缺口 59.5 万吨，较上年明显缩小。国内油脂市场进入第二年去库存阶段。

图 30:国内三大油脂库存情况



资料来源：国家粮油中心

图 31:国内油脂消费情况



资料来源：国家粮油中心

2、豆油上半年供应偏紧，下半年供应增加

全球豆油在 2019/20 年度产消同增，但产量增幅不及消费增幅，库存消费比已经三连降，全球豆油库存从 2016/17 年度开始逐年下滑。可见在油脂中，豆油早就开始去库存，但由于棕榈油库存庞大，替代效应明显，以及油厂豆粕利润丰厚，因此全球豆油价格并没有获得提振。

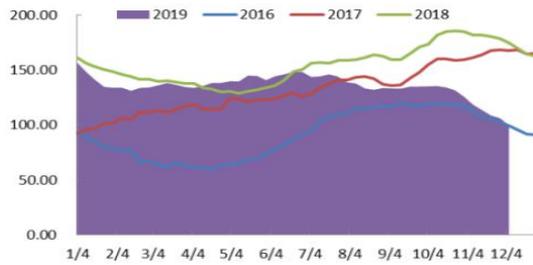
2019 年受益于非洲猪瘟影响豆粕需求低迷，国内大豆压榨同比减少，豆油去库加快。2019 年 1-11 月，我国油厂大豆累计压榨 7585 万吨，去年同期 8100 万吨，同比减少 6.36%。1-11 月，我国油厂压榨豆油累计 1441 万吨，去年同期 1512 万吨，同比减少 71 万吨。受益于我国大豆压榨减少，豆油产出被动下降，2019 年我国豆油持续去库存。2019 年 12 月，我国油厂大豆压榨 810.08 万吨，环比上升 13.67%，同比增长 6.53%。2020 年 1 月开始，虽然广东部分地区因豆粕胀库停机，但因春节假日将至，大豆压榨开机率为 56.78%，延续上升趋势。

数据显示，后续大豆到港量每月递减。其中，2019 年 12 月国内港口进口大豆实际到港 144 船 930.9 万吨，2020 年 1 月国内各港口进口大豆预报到港 113 船 740.2 万吨，2 月初步预估到港 500 万吨，3 月初步预估到港 510 万吨。截至 2020 年第 1 周，国内沿海主要地区油厂进口大豆总库存量为 405.04 万吨，较 2019 年同期 590.7 万吨减少 31.43%。春节前，油厂压榨量仍在 200 万吨左右的超高水平，预计后续大豆库存仍有所下降。

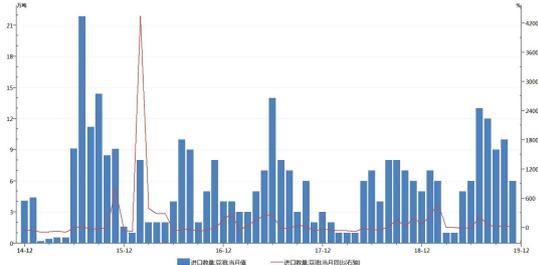
自 2019 年 7 月中旬开始，豆粕出现胀库，大豆压榨率一度下降至历史同期最低位，并且因豆棕价差缩小，豆油替代效应显现，豆油日提货量上升。供应减少叠加需求增加，导致豆油库存出现明显下滑。截至 1 月 3 日，国内豆油商业库存总量为 92.45 万吨，环比下降 12.12%，同比下降 41.75%。从近期公布的豆油未执行合同情况来看，目前豆油未执行合同量为 151 万吨，处于历史同期的最高位置，同比上涨 25.8%。处于高位的豆油未执行合同，意味着后续豆油的提货量将继续上升。因此，即使大豆压榨率高企，豆油库存后续降低的概率较大，从而利好豆油价格。进入 2020 年度，上半年由于春节生猪集中出栏的因素，预计豆粕需求较差，豆油库存有望继续下降，尤其是 2020 年 1 季度国内豆油供给预计仍将处于偏紧局面，但随着南美大豆上市、中美贸易谈判缓和，国内进口大豆数量将有所回升，随着生猪产能逐步回升，预计年中生猪存栏有望恢复，豆粕需求回升，进口大豆大量到港令国内油厂有充足的原材料供应，届时豆油供应大概率增加，下半年豆油去库速度预计相对放缓，价格或将转而向下调整。

图 32:国内油厂豆油库存（万吨）

图 33:豆油进口月度情况



资料来源：天下粮仓



资料来源：Wind

3、全球菜籽产量下行，国内菜油供应阶段性偏紧

菜油方面，全球菜籽供需也处于收紧的阶段，欧盟、加拿大、乌克兰、澳大利亚菜籽产量均出现较大幅度下调。2019年度全球菜籽产量为6802万吨，较上年度的7194万吨减少5.44%，消费量为6596万吨，比上年度的6726万吨减少1.93%，产量下行幅度较消费需求减少幅度更大，需求旺盛导致最终期末库存为669万吨，比上年度的832万吨减少19.59%；库消比水平下降到8.45%，低于上年度的9.46%，处于近十五年的第二低位，仅仅高于2016/17年度的7.09%。菜籽的产量增速逐渐放缓，增速趋势线向下运行，从2005年度以来平均增速为3.03%，但是从2013年度开始，全球菜籽产量维持在7000万吨左右，近五年产量的平均增速为-0.03%，可以理解为这些年的全球菜籽产量几乎不变。菜籽的消费从2005年度以来，平均增速为3.09%，与产量接近，但是在近五年的增速平均为0.53%，处于微增长阶段，菜籽库存在近五年以3.31%的速度在减少。在菜籽产量维持不变，消费略有增加的情况下，全球菜籽库存量不断减少。

因中国对加拿大进口菜籽和菜油加以管制，自2019年5月后国内进口菜籽数量出现较大下滑。国内菜籽产量也因政策以及需求原因连年下降，如果国内持续不放开对加拿大菜籽进口的限制，国内菜籽供应将维持偏紧局面。菜籽供应较少，压榨量下滑，菜油产出减少，加上节前备货以及部分刚需，菜油库存延续下降趋势。目前菜油的价格较其他品种的油脂价格差距较大，需求也相对低迷，如果这一价差不能得到修复，未来菜油价格上方空间较为有限。整体来说，国内菜油2020年的供给将依旧紧张，在中加关系得不到改善的情况下，国内菜油价格将继续维持在高位震荡。

图 34:全球菜籽产量



资料来源：USDA

图 35:国内菜油库存



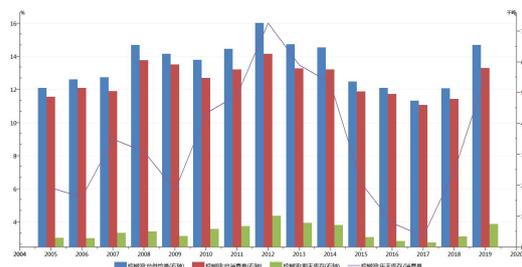
资料来源：Wind

4、国内棕榈油去库存程度较弱，主要受进口成本支撑

我国棕榈油对进口的依赖程度达到99%左右，国内棕榈油消费几乎完全依靠进口供应。前期国内棕榈油价格上涨迅猛，给出进口利润，国内增加对棕榈油的进口。国内看近一个月来24度棕榈油价格在6600元/吨左右，现货价格上涨近千元，而全国港口食用棕榈油库存总量73万吨，较上月同期的69万吨增4万吨，5年平均库存为57.8万吨，港口库存虽有回升但货权集中在大集团手中，冬季需求虽欠佳，但定价主要还是依赖进口成本。印尼2020年1月船期CNF中国华南港口价格820美元/吨，进口成本持续上涨，倒挂幅度依然在500元/吨左右。中国近一个月来都未采购新的棕榈油船期，后期买船不足，如此大的进口倒挂将对行情仍有支撑，除非cnf报价大跌，否则内盘调整空间将比较有限，但在减产还能继续兑现出口还有保障的情况下，cnf大跌显然不易。棕榈油受到成本支撑加之自身需求季节性

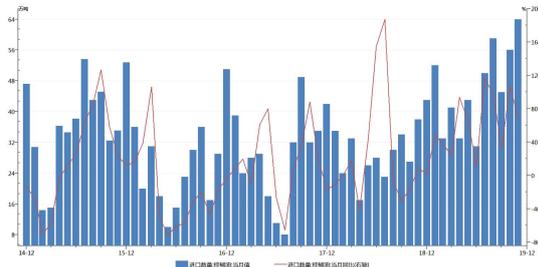
特征，性价比弱于豆油，使得去库存进程远不及豆油，不同于豆、菜油，呈现持续累库的情况。

图 36:中国棕榈油供需平衡情况



资料来源: Wind

图 37:中国棕榈油进口月度统计



资料来源: Wind

三、后市研判

综上所述，豆粕价格的影响因素首先关注国内供需状况，即主要关注国内大豆压榨开工和豆粕库存情况、生猪价格和存栏，然后再看美豆价格，主要是关注中美贸易谈判、美豆库存变化和南美天气情况。在非洲猪瘟疫情不再反复的情况下，2020 年饲料需求将有所好转，特别是下半年生猪存栏回升后。市场主流观点认为 2020 年豆粕总消费量同比或增 2%-5%。未来需继续关注非洲猪瘟的发展演变和生猪出栏情况，春节后大猪集中出栏而新增产能尚需时日，可能会是全年豆粕消费最差的时间。连粕走势上预计春节前继续延续震荡寻底态势，二季度反映南美收割供应压力，连粕偏向于继续震荡，但是预计重心可能小幅上移，待到六月份之后，下游消费提起来了会刺激连粕走势回升，届时可能迎来豆粕多头的春天。走势上看 2020 年豆粕价格可能经历筑底后震荡回升态势。

未来棕榈油的价格主要与减产幅度与生柴政策执行情况有关。由于 2019 年所面临的干旱情况要弱于上轮，因此其对产量的影响时间和幅度都要弱。目前的期价已经包含了市场对减产的预期，若预估的减产量被坐实，那么棕榈油供需结构可能再度扩大，那么价格或继续走高，如果与预期持平，那么价格波动可能不大。而生柴政策的执行力度则直接影响到棕榈油需求进而体现在主产国的库存数据上，这也将是印证棕榈油是否展开牛市晋升阶段的关键所在。如果马来、印尼棕榈油库存降至 450-500 万吨以下，那么棕榈油的供需紧张格局仍将延续。

国内方面，国内棕榈油消费几乎完全依靠进口供应，定价主要还是依赖进口成本。棕榈油市场在 2020 年或呈现成本驱动型上涨，外盘引领内盘。进入 2020 年度，上半年由于春节生猪集中出栏的因素，预计豆粕需求较差，豆油库存有望继续下降，尤其是 2020 年 1 季度国内豆油供给预计仍将处于偏紧局面，但随着南美大豆上市、中美贸易谈判缓和，国内进口大豆数量将有所回升，随着生猪产能逐步回升，预计年中生猪存栏有望恢复，豆粕需求回升，进口大豆大量到港令国内油厂有充足的原材料供应，届时豆油供应大概率增加，下半年豆油去库速度预计相对放缓，价格或将转而向下调整。菜油市场持续临储去库存后，菜油供给从宽松走向趋紧。随着中美贸易协议的落地，进口菜油开始启动。但全球菜籽减产，中加关系的不确定性会造成价格阶段性的强势。

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更改，在任何情况下，我公司报告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。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货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广州金控期货公司的立场，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广州金控期货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。未经广州金控期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、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“广州金控期货公司”，并保留我公司的一切权利。

总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元
联系电话：400-930-7770
公司官网：www.gzjkqh.com



广州金控期货有限公司分支机构

广州营业部

地址：广州市海珠区新港东路 1088 号中洲交易中心 1105 单元
电话：020-38298555

佛山营业部

地址：佛山市南海区大沥镇毅贤路 8 号龙汇大厦 1720-1722 单元
电话：0757-85501836

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2311 房
电话：0411-84806645

山东分公司

地址：山东省济南市市中区英雄山路 129 号祥泰广场 1 号楼 2403 室、2406 室
电话：0531-58766302

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口会展路 129 号 1909、1910、2012 房间
电话：0411-84995079

杭州分公司

地址：浙江省杭州市下城区绍兴路 161 号野风现代中心北楼 903 室
联系电话：0571-87251385

成都分公司

地址：成都高新区天晖中街 56 号 1 栋 10 层 1026 号
电话：028-61320595

梅州营业部

地址：广东省梅州市梅江区江南正兴路和兴园店铺 2-19
电话：0753-2185061

保定营业部

地址：河北省保定市复兴中路 3108 号康泰国际 15 楼 1 单元 1509 室
电话：0312-3135300

福州营业部

地址：福州市鼓楼区五凤街道铜盘路 29 号左海综合楼 2 楼 B 区 201 室
电话：0591-87219989

台州营业部

地址：浙江省台州市临海市古城街道朗成大时代 4 幢 23 层
电话：0576-85932178

河北分公司

地址：河北省石家庄市长安区中山东路 508 号东胜广场三单元 1406
电话：0311-83075314

唐山营业部

地址：河北省唐山市路北区金融中心 3 号楼 1608
电话：0315-5266603