



金融投资专业理财

## 菜粕中枢有望抬高 菜油高位风险积聚

### 摘要

在全球大豆供需缩紧、美豆供需紧俏的大环境，南美天气题材对大豆价格的干扰性加重，CBOT 大豆期价可能向 1400 美分/蒲式耳发起冲击，从而拉动国内蛋白粕期货价格中枢。综合考虑全球菜籽供应缩紧、一季度南美天气题材以及饲料生产同比增长，预计菜粕目标看至 2960-3040 元/吨。近几年来水产养殖大体呈现稳定增长态势，且饲料需求季节性明显，对菜粕需求，呈现先增长至峰值后不断缩减。二季度至三季度南美大豆陆续到港，可能豆粕库存压力可能在三季度凸显，孟晚舟事件可能在二季度落下帷幕；四季度美国大豆收货上市、菜粕进入消费淡季，价格压力加大，预计 2021 年下半年菜粕价格趋势性减弱，呈现曲折性波动。预计菜粕指数全年运行区间在 2450-3040 元/吨之间。

预期一季度棕榈油生产仍相对低迷，棕榈油引领下，国际油脂仍有继续上冲动力。但是预计干旱影响在一季度后将消退，新冠疫苗的研制也取得有效进展，拉尼娜降雨利好于棕榈果的生产，低迷的生产格局很难继续贯穿 2021 年整个年度，预期 2021 年将处于恢复生产、重建库存过程，油脂价格的高位风险将随着积聚。就目前国外疫情发展情况、国内油脂供需格局而言，2021 年油脂市场可能阶段性见顶。当然，在市场提前交易通胀预期的基础上，油脂趋势可能不会直接出现倒“V”型。

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



## 目录

一、2020 年菜籽类市场行情回顾 .....	2
1、2020 年菜籽市场行情回顾 .....	2
2、2020 年菜粕市场行情回顾 .....	2
3、2020 年菜油市场行情回顾 .....	3
二、2021 年菜籽类行情分析 .....	4
1、全球菜籽供应紧俏，供需矛盾可能加剧 .....	4
2、全球油脂油料市场分析 .....	4
(1) 全球油料：供应增加，大豆贡献最大 .....	4
(2) 全球油脂：短期继续冲高，但高位风险积聚 .....	5
3、国内油菜籽产不足销，对外依赖度提高 .....	6
4、副产品进口增加，孟晚舟事件有望在明年中落幕 .....	7
5、国内菜粕供需平衡表 .....	7
6、猪料需求驱动，蛋白粕需求同比增长 .....	7
7、替代品：美豆或将继续上攻，拉动粕类期价中枢 .....	10
8、国内油脂供应 .....	10
三、2021 年菜籽类行情展望 .....	11
免责声明 .....	12

## 一、2020 年菜籽类市场行情回顾

### 1、2020 年菜籽市场行情回顾

2020 年 1-5 月份受国内新冠疫情以及中加关系等多空因素影响，菜籽指数行情呈现低位宽幅震荡行情；随着疫情逐渐得到有效控制，5 月开始菜籽期货行情压力解锁，三季度走出一波上涨行情，价格区间从上半年的 3950-4780 元/吨抬升至四季度的 5000-6500 元/吨。

图 菜籽期货指数日 K 线



图表来源：文华财经

### 2、2020 年菜粕市场行情回顾

2020 年菜粕期货行情以 8 月份为分界线，分为两阶段。

1-8 月份期间，除去春节节后 2 个交易日的异常波动，大体在 2240-2550 元/吨箱体运行，这期间主要影响因素是疫情对需求打压以及孟晚舟事件对供应的抑制。2 月春节后开盘大幅低开，录下年度最低价 2104 元/吨，主要原因疫情造成市场恐慌情绪，不过情绪释放后，行情急速回升。

8 月份开始，因疫情影响消退、水产旺季、国际大豆走强传导至国内粕类等多重利多共同驱动，菜粕指数演绎曲折上涨行情，造成曲折的因素是替代品豆粕供应压力以及自身基本面缺乏有力变化方向。

图 菜粕期货指数日 K 线



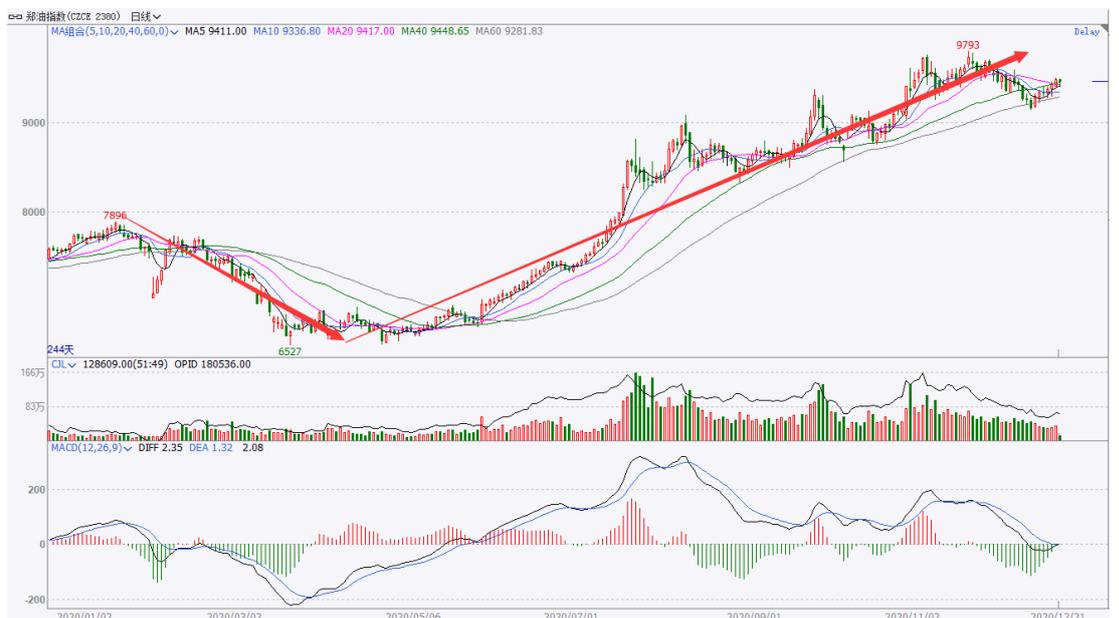
图表来源：文华财经

### 3、2020 年菜油市场行情回顾

从图 3 可以显而易见的看到，2020 年菜油指数演绎探底回升的过程。由于春节后需求转淡、新冠疫情以及原油价格暴跌，1-4 月份菜油期货价格一路向下探寻底部支撑，最低 6527 元/吨。

通胀预期、需求好转、国际棕榈油供应减少、国内菜油库存偏低、豆油去库存等因素发酵，油脂市场受到资金追捧。菜油期货价格自 5 月份开始摆脱低位阴影，一飞冲天，截至 12 月 20 日，最高触及 9793 元/吨，年内振幅高达 50%。

图 菜油期货指数日 K 线



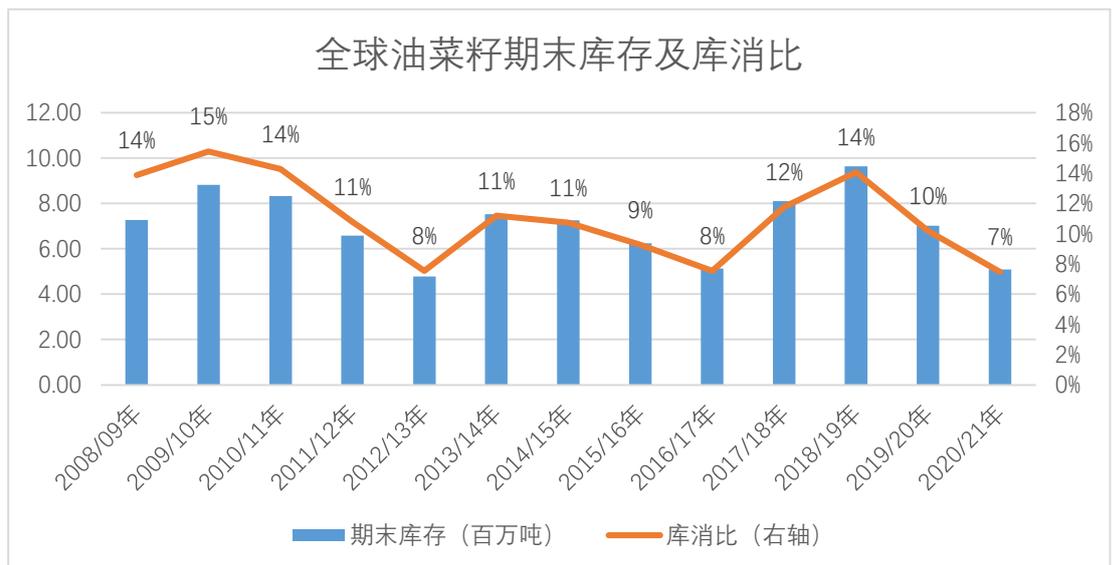
图表来源：文华财经

## 二、2021 年菜籽类行情分析

### 1、全球菜籽供应紧俏，供需矛盾可能加剧

美国农业部最新报告显示，2020/21 年全球菜籽产量降至 5 年内最低，为 6887 万吨，主要因为澳大利亚增产不抵欧盟收获面积和单产减少以及加拿大种植面积减少。产量勉强覆盖压榨和食品需求用量总和 6815 万吨，再加上其他消耗，当年度产销存在缺口，导致期末库存再降至 509 万吨，库存消费比仅为 7%，意味着如果未来 3 个年度保持 2020/21 年度缺口程度，那么旧库存将被消耗殆尽，全球菜籽供需矛盾将激化，价格也将水涨船高。

近三个年度全球产量呈现负增长态势，在国际疫情蔓延和国际贸易关系的大环境下，2021 年生产依旧不容乐观，全球菜籽供需矛盾的进一步加剧是大概率事件。



图表来源：瑞达期货研究院

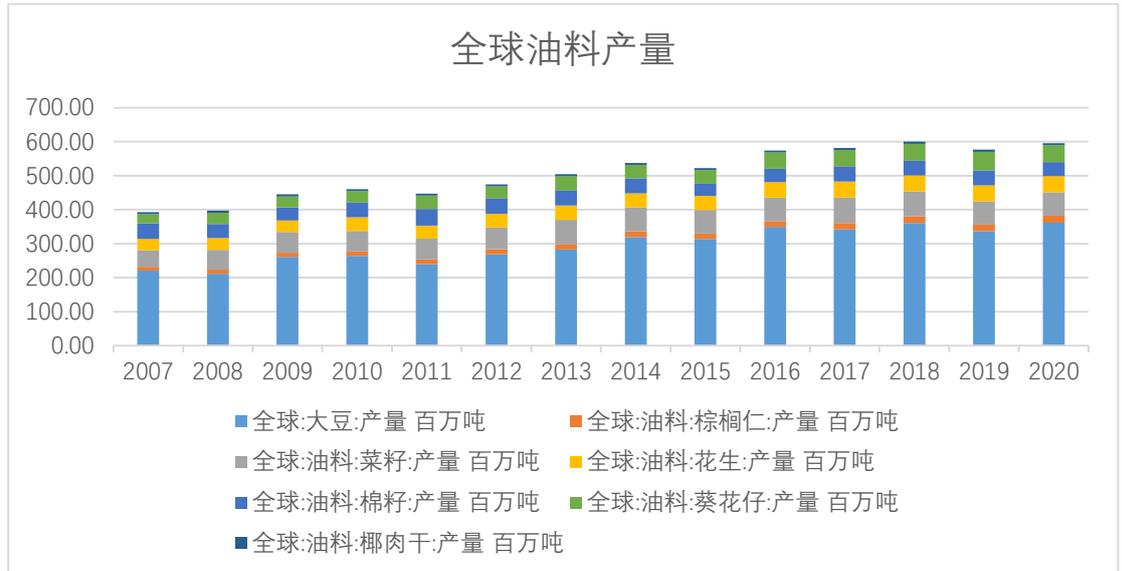
### 2、全球油脂油料市场分析

#### (1) 全球油料：供应增加，大豆贡献最大

根据美国农业部报告显示，全球油料（包括大豆、棕榈仁、菜籽、花生、棉籽、葵花籽、椰肉干）2020/21 年度生产 59568 万吨，同比增加 1924 万吨，仅次于 2018/19 年度的 60001 万吨。增产的油料品种有大豆、棕榈仁、花生，其中大豆贡献度最大，其同比增加了 2558 万吨。

油料供给的增加带来压榨量的提高，预期增加 550 万吨，为副产品蛋白粕和油脂供应带来一定保障，也就说菜粕和菜油的替代品竞争压力提高，这在一定程度上削弱菜籽供应

减少带来的利多影响。



图表来源：瑞达期货研究院

## (2) 全球油脂：短期继续冲高，但高位风险积聚

2020/21 年全球植物油产量为 20914 万吨，同比增加 194 万吨，消费量未 20794 万吨，加上其他消耗 147 万吨，期末库存下降 267 万吨至 2010 万吨，库存消费比为 9.7%，上一次破 10% 这一关键线还是十年之前的 2009/10 年度，这为 2020 年油脂市场的大涨奠定坚实的基础。截至 2020 年 12 月 21 日上午，2020 年豆油指数上涨 14.77%、棕榈油上涨 7.6%、菜籽油上涨 22.55%。菜籽油涨幅一马当先，对全球植物油供需紧俏的利多消化充分。

未来油脂能否继续冲高以及持续时间，笔者认为取决于两个关键性因素，一是全球植物油供应，二是宏观环境。

先说全球植物油供应。从往年三大油脂和植物油的供应情况来看，棕榈油是这几年对植物油供应影响最大的品种，因此不妨从棕榈油的生产来大致推算未来长期全球植物油供应的变化。我们都知道，因为疫情导致劳动力缺失以及早些时候干旱的延后反应，使得马来西亚棕榈油生产异常低迷，特别是马来西亚，马来西亚 11 月底的库存仅为 156.45 万吨，创下 41 个月以来最低。

1-2 月是棕榈油的生产淡季，叠加国外疫情没有完全遏制和天气影响（之前的干旱和现在的降雨过多），预期一季度棕榈油生产仍相对低迷，马来西亚棕榈油将保持低位水平，棕榈油引领下国际油脂仍有继续上冲动力。

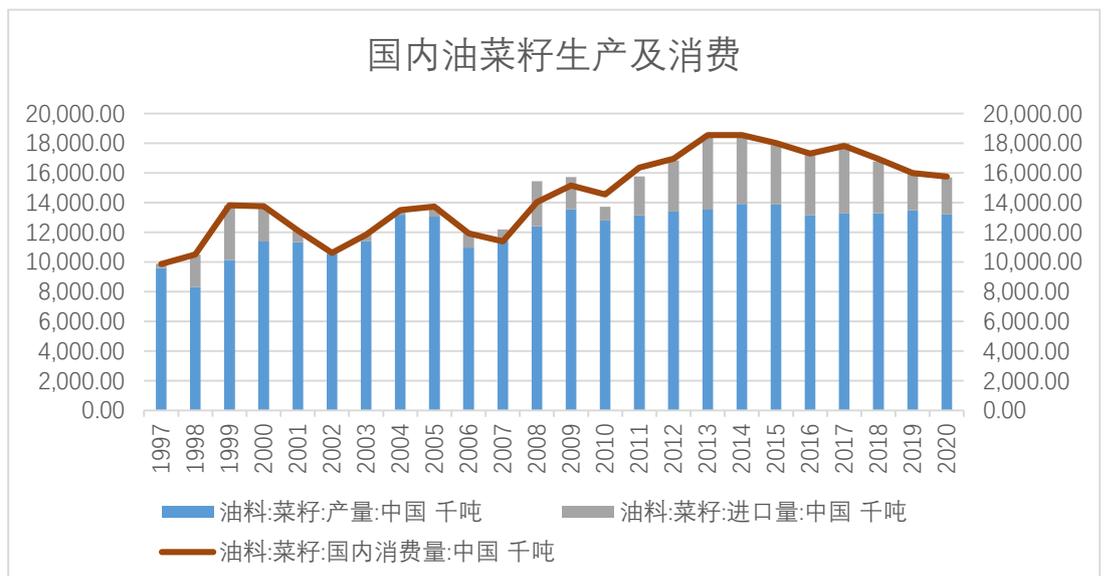
但是预计干旱影响在一季度后将消退，新冠疫苗的研制也取得有效进展，拉尼娜降雨利好于棕榈果的生产，低迷的生产格局很难继续贯穿 2021 年整个年度，预期 2021 年将处于恢复生产、重建库存过程，油脂价格的高位风险将随着积聚。

再者简单说说宏观，2020 年全球经济在疫情的阴影下衰退无可避免，新冠疫苗的成功研制振奋人心，疫情的有效遏制和预防可能是 2021 年全球经济恢复增长的主要影响因素之一，而经济复苏对于商品市场而言是喜闻乐见的，因此可以说新冠疫苗的上市和普及是商品市场的一剂强心针，但是这一剂强心针什么时候打，打的快慢却很难说。总体来说，宏观环境利好于长期油脂市场，但是时间节点却很难把握，就目前国外疫情发展情况而言，2021 年油脂市场阶段性见顶的可能性不小，当然在市场提前交易通胀预期的基础上，油脂趋势可能不会直接出现倒“V”型。

### 3、国内油菜籽产不足销，对外依赖度提高

根据国家统计局数据显示，2019 年油菜籽产量为 1348.47 万吨，连续三年小幅增加，但仍低于 2013-2015 年之间的水平。根据美国农业部数据显示 2019/2020 产量 1348.5 万吨，与国家统计局数据相近，因此以美国农业部报告数据作为国内供需参考。

美国农业部预估 2020 年收获面积 665 万公顷，比上年度增加 5 万公顷，然而产量预估同比减少 28.5 万吨至 1320 万吨，这可能是由于油菜籽种植和收获机械化程度低以及劳动力成本不断提高。期初库存报 125.3 万吨，进口量报 250 万吨，低于上年度的 255.8 万吨，总消费报 1575 万吨，减少 1%，期末库存报 120.3 万吨。2020/21 年度中国油菜籽库存消费比报 7.6%，比上年度下调 0.2 个百分点。综合来看，我国油菜籽供应维持偏紧预期，在中加关系缓解之前，国内菜籽进口量增加有限，产不足需继续消化库存，副产品菜粕菜油进口依赖度将进一步提高，中加关系改善后，菜籽进口比例将趋于提升。



图表来源：瑞达期货研究院

#### 4、副产品进口增加，孟晚舟事件有望在明年中落幕

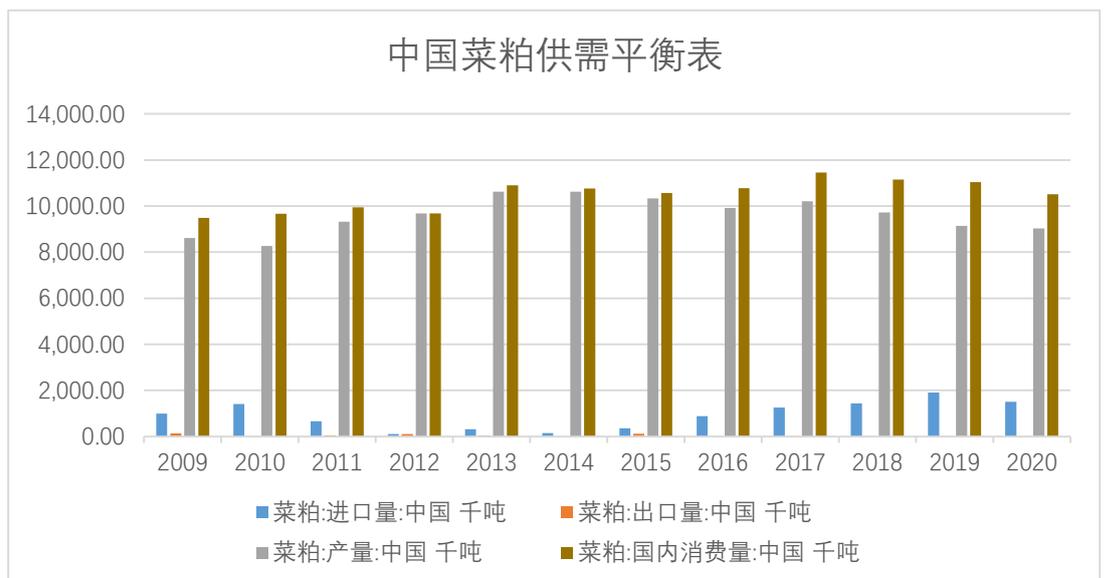
2020年1-10月我国累计进口油菜籽243万吨，较去年同期增幅18.53%。2020年1-10月累计进口菜粕155.5万吨，较去年同期增幅15.06%。2020年1-10月累计进口菜油156.5万吨，较去年同期增幅21.99%。

根据上文所述，我国油菜籽生产不能满足消费，因此对外依存度提高。由2020年前10月数据可知，菜籽油进口增幅最大，可见国内需求旺盛，也间接说明我国菜籽压榨量不足。菜籽进口量增加，但依然不能缓解这一局面，说明增加幅度有限，原因是孟晚舟事件。

根据目前的案件庭审情况，孟晚舟的引渡流程可能即将终止，并在2021年5月左右宣判孟晚舟无罪，并释放孟晚舟回到中国。在中加关系缓和前，国内贸易商对进口加拿大菜籽的态度会较为谨慎，2021年5月若孟晚舟事件能落下帷幕，那么中加关系可能迎来改善契机，届时菜籽进口增幅有望提高。

#### 5、国内菜粕供需平衡表

美国农业部报告显示，2020/21年度中国菜粕产量902.9万吨，比去年同期减少10.9万吨，贸易逆差148.5万吨，总消费量为1051.4万吨，同比减少52万吨，其中饲料用量占比95%。



图表来源：瑞达期货研究院

#### 6、猪料需求驱动，蛋白粕需求同比增长

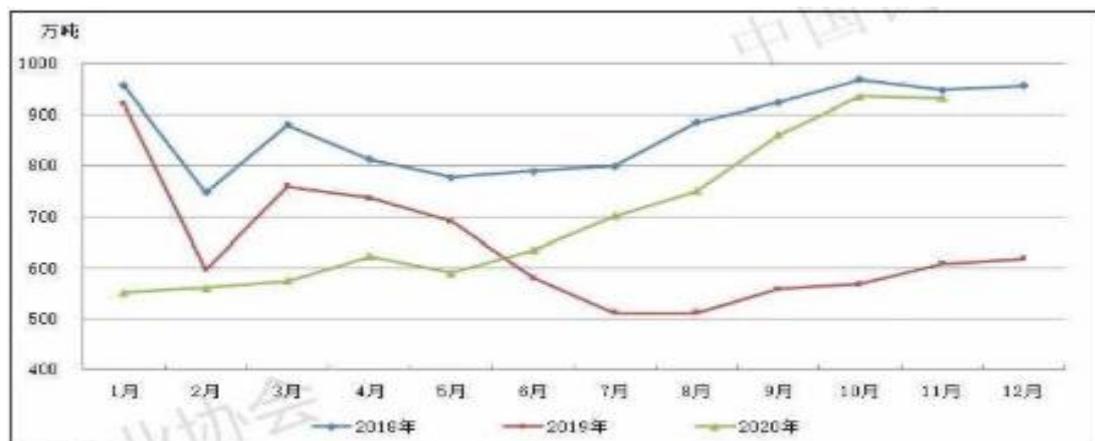
菜粕是蛋白粕的一种，蛋白粕是饲料原料之一。

根据中国饲料工业协会，2020年1~11月，饲料总产量22870万吨，同比增长9.5%。其中，受生猪产能持续恢复拉动，猪饲料产量7714万吨，同比增长9.5%，今年前11个月猪饲料累计产量达到2017年和2018年同期的81%；由于家禽存栏处于高位，反刍动物养殖效益好、积极性高，蛋禽、肉禽、反刍动物饲料产量分别为3135万吨、8516万吨、1147万吨，同比分别增长11.7%、12.0%、15.1%；水产饲料产量2025万吨，同比下降5.0%。

表1 2020年前10个月不同品种饲料生产情况

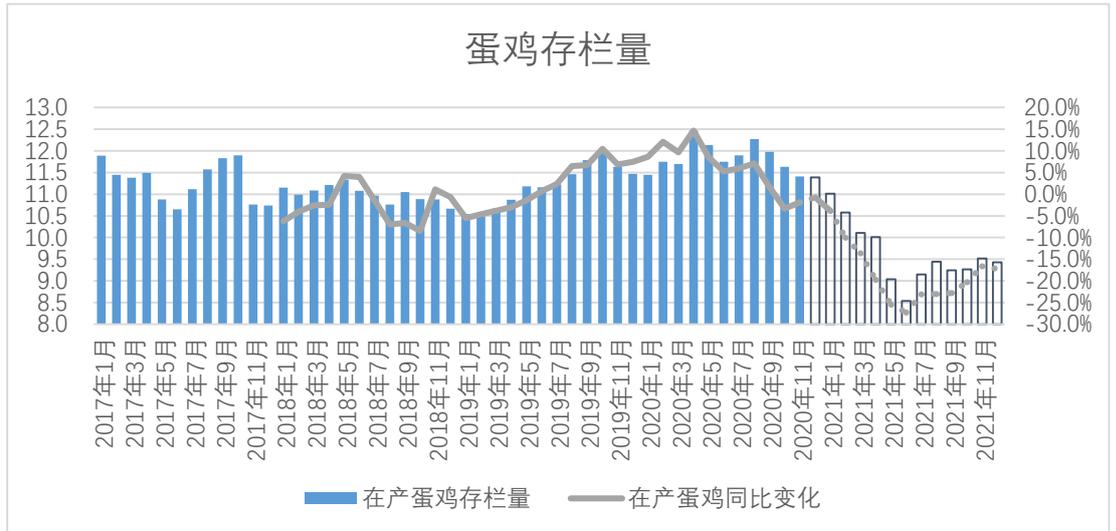
项目	总差量	猪	单禽	肉禽	水产	反刍动物	宠物	其他
2020年1-11月 (万吨)	22870	7714	3135	8516	2025	1147	77	255
YOY (%)	9.5	9.5	11.7	12	-5	15.1	-0.7	15.5

图表来源：农业农村部畜牧兽医局、全国畜牧总站、中国饲料工业协会  
图 饲料总产量变化情况



图表来源：农业农村部畜牧兽医局、全国畜牧总站、中国饲料工业协会  
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%。母猪存栏同比增长，预示着5-6个月后生猪出栏量也将实现同比增长。2021年生猪养殖恢复前景可以预见，仍会是拉动饲料增长的最主要驱动力。

由于家禽存栏处于高位，2020年禽类饲料生产同比增长。但是由于养殖成本高企、预期未来猪肉呈现量增价跌趋势，禽类养殖利润难言乐观，可能会出现淘汰和补栏意愿出现两极分化，2020年8月-11月蛋鸡存栏已经表现出下降趋势。参考蛋鸡的养殖周期以及2020年补栏情况，大致推算2021年在产蛋鸡存栏量作为参考，2021年在产蛋鸡存栏下降趋势可能进一步扩大，平均同比预计减少18%。

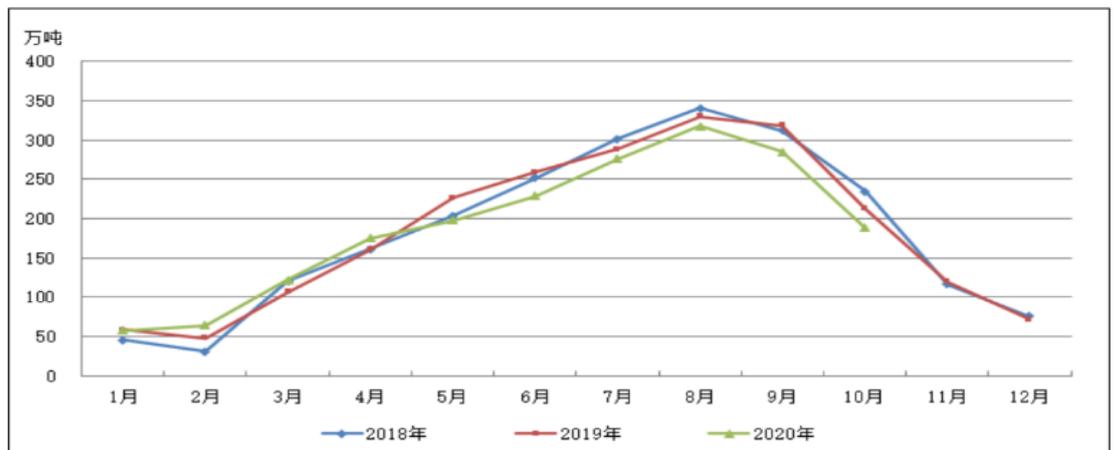


图表来源：天下粮仓、瑞达期货研究院

白羽鸡繁育周期决定了在没有强制换羽的情况下，15个月前的祖代种鸡引种量直接影响当月的商品代肉鸡产量。因2019年祖代种鸡引种量较大，祖代种鸡存栏处于高位，预计2021年商品代鸡存栏出栏同比保持增长，拉动饲料蛋白需求，预计在15-17%左右。

2020年1-11月水产养殖饲料同比减少5%，可能是因为生产季节南方遭遇不利天气影响水产行业。国家渔业大数据统计平台数据显示，2015-2019年，我国海水养殖产业和淡水养殖产业总产值分别保持了5%和2%左右的年均增长率。随着我国居民生活水平的提升，消费结构不断优化和改善，水产品 in 膳食结构中的比重不断增加，水产养殖产业的总产值呈稳定增长态势。2018、2019年水产饲料增长幅度分别为6.3%、0.3%。从水产饲料产量变化图，可以看到水产饲料生产具有明显的季节性，2-8月处于增长过程，8月份达到峰值，随后趋于下降，11月份至次年3月份是市场生产淡季。

图 水产饲料产量变化图



图表来源：天下粮仓、瑞达期货研究院

综合以上数据推算，预计2021年猪、蛋鸡、肉鸡、水产饲料生产同比增长16%左

右。

## 7、替代品：美豆或将继续上攻，拉动粕类期价中枢

目前期货市场蛋白粕仅有豆粕、菜粕两个品种上市，具有较强的联动性，近一年相关性高达 89%。我国蛋白粕中产量最大、用途最广的是豆粕，供应来源基本依赖于从美国、南美等国家进口大豆到国内压榨生产，因此国际大豆价格对生产成本有举足轻重的影响，从而影响价格中枢。

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。在全球大豆供需缩紧、美豆供需紧俏的大环境，南美天气题材对大豆价格的干扰性加重，CBOT 大豆期价可能向 1400 美分/蒲式耳发起冲击，从而拉动国内蛋白粕期货价格中枢。过往美豆期价在 1400 美分/蒲式耳左右时，对应豆粕价格 3110-3790 元/吨区间不等，2020 年末豆粕指数 3300 元/吨左右，综合考虑上文所述一季度南美天气题材以及饲料生产同比增长，预计豆粕未来价格目标看至 3700-3800 元/吨，菜粕看至 2960-3040 元/吨。

二季度至三季度南美大豆陆续到港，可能豆粕库存压力可能在三季度凸显，四季度美国大豆收货上市，价格压力加大，但是同时生猪饲料需求旺盛，预计此阶段价格表现曲折。

## 8、国内油脂供应

2020/21 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。

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。

### 三、2021 年菜籽类行情展望

**菜籽：**近三个年度全球产量呈现负增长态势，在国际疫情蔓延和国际贸易关系的大环境下，2021 年生产依旧不容乐观，全球菜籽供需矛盾的进一步加剧是大概率事件。不过其他油料供给的增加带来压榨量的提高，菜粕和菜油的替代品竞争压力提高，这在一定程度上削弱菜籽供应减少带来的利多影响。我国油菜籽供应维持偏紧预期，在中加关系缓解之前，国内菜籽进口量增加有限，产不足需继续消化库存，副产品菜粕菜油进口依赖度将进一步提高，中加关系改善后，菜籽进口比例将趋于提升。

**菜粕：**目前期货市场蛋白粕仅有豆粕、菜粕两个品种上市，具有较强的联动性。在全球大豆供需缩紧、美豆供需紧俏的大环境，南美天气题材对大豆价格的干扰性加重，CBOT 大豆期价可能向 1400 美分/蒲式耳发起冲击，从而拉动国内蛋白粕期货价格中枢。综合考虑全球菜籽供应缩紧、一季度南美天气题材以及饲料生产同比增长，预计菜粕目标看至 2960-3040 元/吨。近几年来水产养殖大体呈现稳定增长态势，且饲料需求季节性明显，对菜粕需求，呈现先增长至峰值后不断缩减。二季度至三季度南美大豆陆续到港，可能豆粕库存压力可能在三季度凸显，孟晚舟事件可能在二季度落下帷幕；四季度美国大豆收货上市、菜粕进入消费淡季，价格压力加大，预计 2021 年下半年菜粕价格趋势性减弱，呈现曲折性波动。预计菜粕指数全年运行区间在 2450-3040 元/吨之间。

**菜油：**1-2 月是棕榈油的生产淡季，叠加国外疫情没有完全遏制和天气影响（之前的干旱和现在的降雨过多），预期一季度棕榈油生产仍相对低迷，马来西亚棕榈油将保持低位水平，棕榈油引领下，国际油脂仍有继续上冲动力。但是预计干旱影响在一季度后将消退，新冠疫苗的研制也取得有效进展，拉尼娜降雨利好于棕榈果的生产，低迷的生产格局很难继续贯穿 2021 年整个年度，预期 2021 年将处于恢复生产、重建库存过程，油脂价格的高位风险将随着积聚。就目前国外疫情发展情况、国内油脂供需格局而言，2021 年油脂市场可能阶段性见顶。当然，在市场提前交易通胀预期的基础上，油脂趋势可能不会直接出现倒“V”型。预计菜油指数全年运行区间在 8300-10600 元/吨之间。

## 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。