

▶ 年报 · 油脂

油脂基本面有好转，价格重心上移

倍特期货 · 研究发展中心

2019年12月23日

2019年，因原料进口不畅，菜油上半年表现偏强；受北美天气、国内豆油去库存、东南亚棕油减产及生物柴油政策等利好因素提振，豆、棕油下半年迎来阶段性上涨行情。2020年，油脂基本面有好转，结合技术分析，我们认为2020年油脂价格重心上移。

相关报告：

《油脂分化，豆、棕油基本面
轻微转弱》

分析师：刘思兰

从业资格证号：F3035179

投资咨询证号：Z0014600

联系电话：028-86269395

QQ：1091949942

要点：

- ◆ 2019/20年度美豆减产已定，南美大豆产量还看天气
- ◆ 国内豆粕需求或缓慢恢复，豆油上半年或维持去库存
- ◆ 棕榈油2019年东南亚去库存良好，明年上半年减产概率较大
- ◆ 棕油食用需求较稳定，生物柴油对去库存影响较大
- ◆ 菜油政策市主导，关注加菜籽进口政策

观点和操作策略：2020年油脂基本面整体有所好转，油脂价格重心上移，整体偏多思路，上半年马来西亚棕油减产、印尼B30政策实施、国内豆油去库存概率较大，关注中美贸易谈判、中加关系、南美天气、东南亚棕油产出情况等不确定性因素；下半年，非洲猪瘟、南美产量、北美种植等不确定性较大。豆油、棕榈油、菜油指数依次参考[5900, 7600]、[5200, 7100]、[7000, 8400]。

风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

一、行情回顾

2019年，油脂重心自底部抬升、下半年涨幅明显，文华财经油脂指数在[122.82，153.52]区间运行，振幅达25%。节奏上，豆、棕、菜油三个品种受基本面主导有分化，1月初至今，豆油指数上涨23.09%，棕榈油指数上涨35.37%，菜油指数上涨17.70%。具体来说，上半年，豆、棕油受豆油库存压力、棕油产地库存高位影响处区间振荡，菜油受菜籽进口不畅，菜油供需偏紧偏强振荡，期间中美贸易谈判、非洲猪瘟、中加关系、北美种植、东南亚天气有扰动；下半年，尤其是7月份后，豆、棕油迎来波段性上涨行情，这主要受益于国内豆油步入去库存阶段、北美大豆减产、东南亚棕油减产预期、马来B20政策的提出、印尼B30备货等，不过菜油此阶段由于现货大部分时间有价无市、进口利润及油脂间价差替代等因素上行动力弱于豆、棕油。

图1：油脂指数走势



(数据来源：文华财经)

二、2020年油脂供需展望

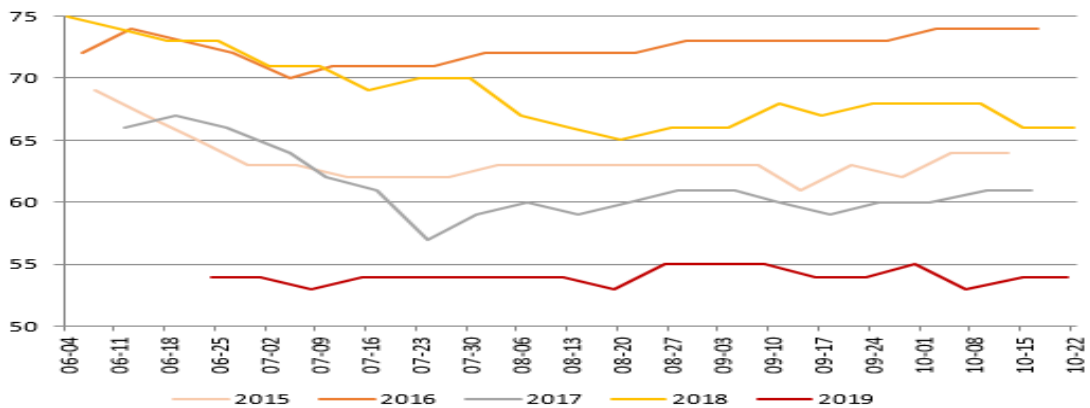
(一) 美豆去库存持续，国内豆油上半年或维持去库存

1、2019/20年度美豆减产已定，南美大豆产量还看天气

2019/20 年度北美大豆减产既已成事实，南美产量还需看种植、生长、收割期天气，依据目前的数据来看，南美实现往年产量水平阻力不大，且巴西有产量创纪录的可能。

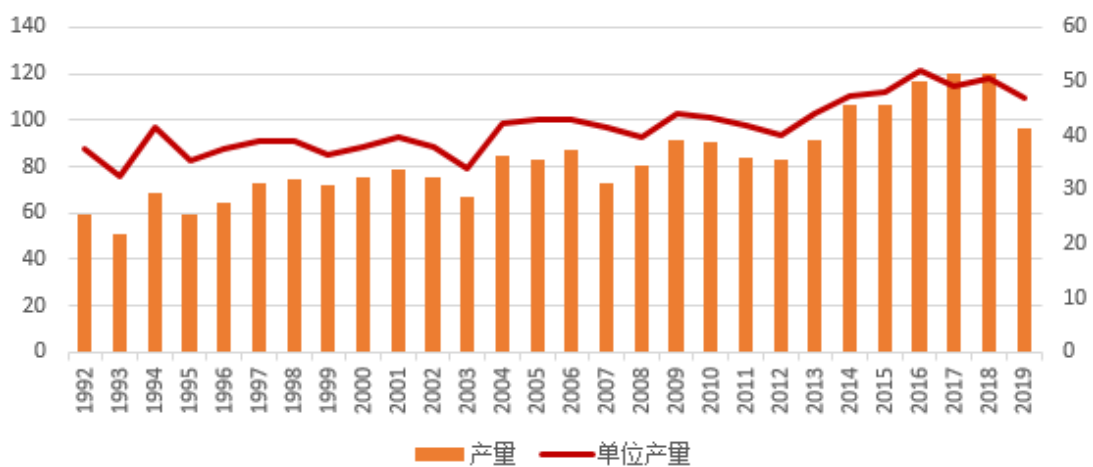
因种植期间天气不佳，美豆大部分主产区出现晚播、弃播现象，晚播作物对天气变化更为敏感，导致美豆优良率大幅低于往年，此外，美豆收割期部分植物遭遇雨雪天气，2019/20 年度美豆减产已成事实。根据 USDA 12 月月度数据，2019/20 年度美豆无论是从种植面积还是单产都出现了不同程度的下滑，最终导致产量较去年同比下滑 19.8%至 35.5 亿蒲式耳，其他详细数据为收割面积为 7560 万英亩（上年 8760）、单产 46.9 蒲式耳/英亩（上年 50.6），产量 35.5 亿蒲（上年 44.28）、出口 17.75 亿蒲式耳（上年 17.48），压榨 21.05 亿蒲式耳（上年 20.92），期末 4.75 亿蒲式耳（上年 9.13）。

图 2：美豆优良率



(数据来源: wind)

图 3：美豆产量（百万吨，蒲式耳/英亩）



(数据来源: wind)

南美大豆每年 10 月至次年 1 月播种，目前正处种植期。从目前的数据来看，南美种植进度尚未发生较大异常，后期进度及生长、结荚情况主要依赖于天气。截止 12 月 12 日，巴西方面，新作大豆播种工作已完成 93%，作为对比，去年同期 96%，往年均值 93%；阿根廷方面，播种面积达到 49.3%。种植面积方面，巴西作物播种面积预计达到 6420 万公顷，比上年提高 1.5%；阿根廷播种面积为 1760 万公顷，比上年降低 0.6%。天气方面，据机构预测，巴西、阿根廷大豆生长关键期，全球天气中性的概率超过 50%，发生拉尼娜的概率最小，也就是说，南美大概率能实现平均水平单产。综上，我们认为南美 2019/20 年大豆达到往年产量水平的概率较大。目前，市场多数机构认为巴西新作大豆丰产概率较大，其中 CONAB 预计 2019/20 年度巴西大豆产量可能达到创纪录水平 2.466 亿吨，比上年的 2.4207 亿吨提高大约 1.9%。

表 1：巴西大豆产量

项目/年度	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20
期初库存	15.82	19.08	24.56	33.21	32.74	29.76
产量	97.20	96.50	114.60	122.00	117.00	123.00
进口	0.31	0.41	0.25	0.18	0.14	0.20
总供应	113.33	115.99	139.41	155.39	149.88	152.96
出口	50.61	54.38	63.14	76.14	74.95	76.00
国内消费	43.79	43.05	43.06	46.51	45.17	46.54
其中：国内压榨量	40.44	39.75	40.41	44.21	42.53	43.75
总使用量	94.40	97.43	106.20	122.65	120.12	122.54
期末库存	18.93	18.56	33.21	32.74	29.76	30.42
库存消费比	0.20	0.19	0.31	0.27	0.25	0.25

（数据来源：wind）

表 2：阿根廷大豆产量

项目/年度	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20
期初库存	25.27	31.70	27.16	27.00	23.73	28.89
产量	61.40	56.80	55.00	37.80	55.30	53.00
进口	0.00	0.68	1.67	4.70	6.41	3.90
总供应	86.67	89.18	83.83	69.50	85.44	85.79
出口	10.57	9.92	7.03	2.13	9.10	8.20
国内消费	44.18	47.65	49.81	43.63	47.45	51.70
其中：国内压榨量	40.02	43.27	43.31	36.93	40.57	44.60
总使用量	54.75	57.57	56.84	45.76	56.55	59.90
期末库存	31.92	31.60	27.00	23.73	28.89	25.89
库存消费比	0.58	0.55	0.48	0.52	0.51	0.43

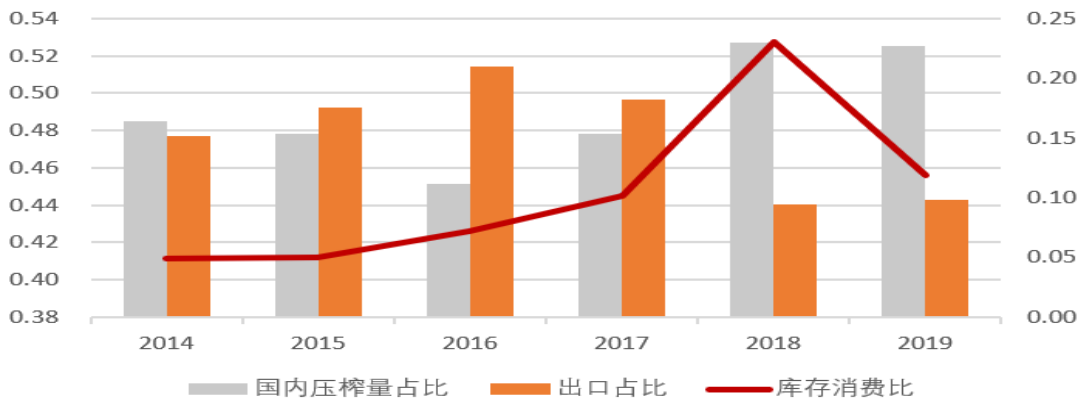
（数据来源：wind）

2、北美国内需求拉动明显，巴西出口陡增

因 2018/19 年度中美关税战影响，全球大豆消费格局较往年有所变化。美豆因中国提高进口大豆进口关税，其出口至中国的渠道受阻，但国内压榨量却处高位；巴西坐收渔翁之利，出口受热捧。截至目前为止，中美达成第一阶段协议，中国进口美豆数量或有回升，但中美贸易谈判只是达成部分协议，贸易摩擦亦是阶段性缓和，并非完全和解，预计美豆关税尚未完全恢复前，大豆贸易格局不会完全逆转。

北美方面，大豆国内压榨量对去库存贡献值逐渐走升、出口贡献率呈下降趋势，另外，根据 USDA 预估，美豆库存消费比可能出现大幅下滑。从绝对数值来看，2018/19 年度美豆出口量为 47.56 百万吨，国内压榨量为 57.29 百万吨，而今年 10 月份 NOPA 会员企业的大豆压榨量更是达到了创纪录水平的 1.754 亿蒲式耳，高于去年 10 月份的压榨量 1.7234 亿蒲式耳，预计 2019/20 年度，这一现象将维持。得出此结论主要依据以下三点原因：第一，美国生猪和禽类连年连续增长，饲料续期同比增长致下游豆粕需求水涨船高；第二，豆油制生物柴油需求增长，预计美国生物柴油产量超过 20 亿加仑；第三，美豆关税尚未完全恢复，目前只是以为发放关税进口配额的形式管理进口，因此，这一美豆消费结构或将延续，但美豆去库存预期加强。

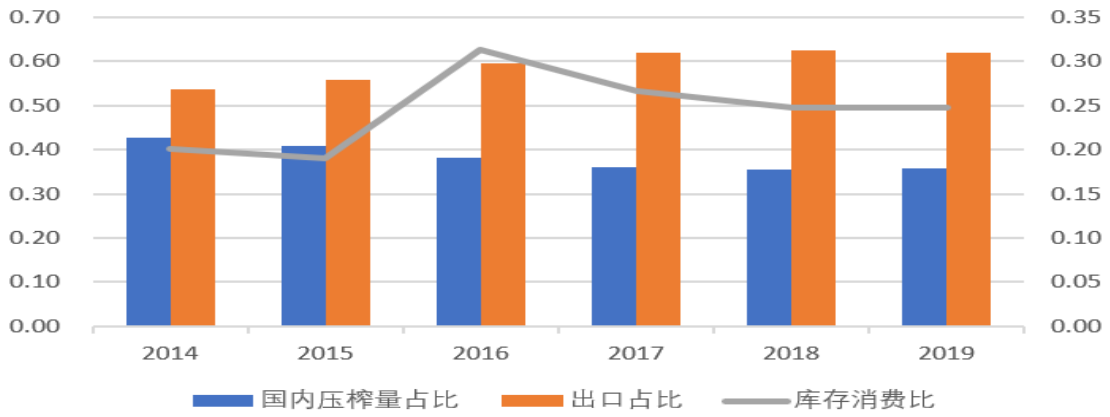
图 4：美豆消费结构



(数据来源: wind)

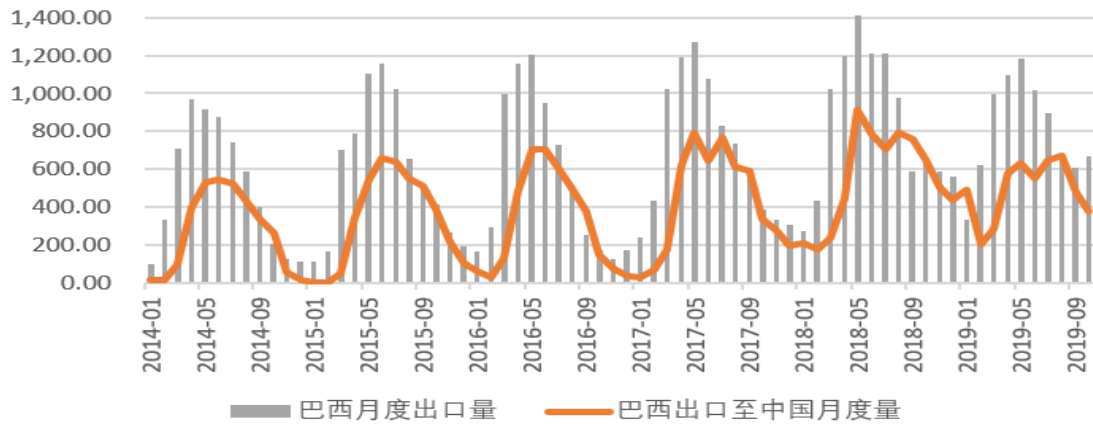
南美方面，阿根廷主要出口大豆压榨后成品，巴西则以原料大豆销售为主，因此本文中出口供应分析以巴西为主。近年，从巴西大豆消费结构相对稳定，出口基本维持在 60% 以上，压榨量于 35% 附近波动。从出口情况来看，巴西大豆出口量绝对值因去年产量减少有所回落，但因中美贸易战影响，出口于中国的占比量有所回升。2018 年 5 月——2019 年 6 月，中国大豆进口量中巴西占比达历史最高值。

图 5：巴西大豆消费结构



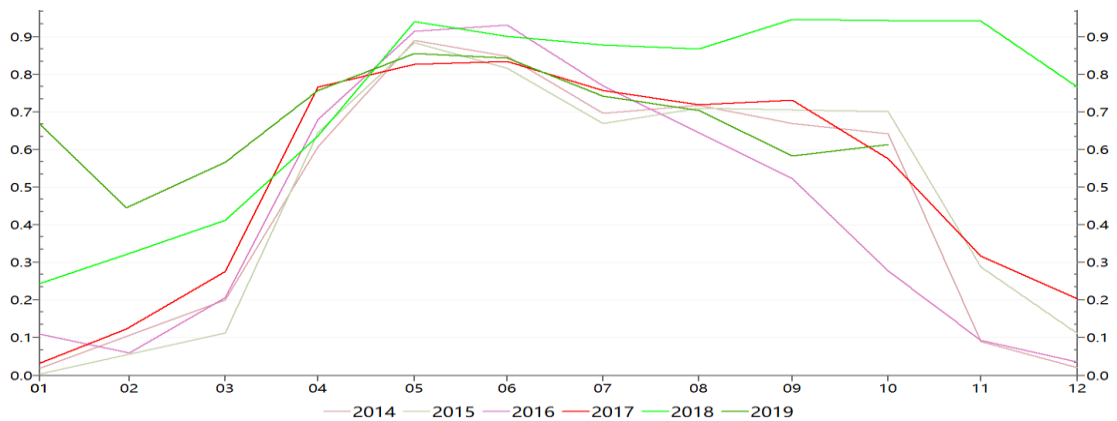
（数据来源：wind）

图 6：巴西大豆出口



（数据来源：wind）

图 7：中国进口自巴西大豆占比



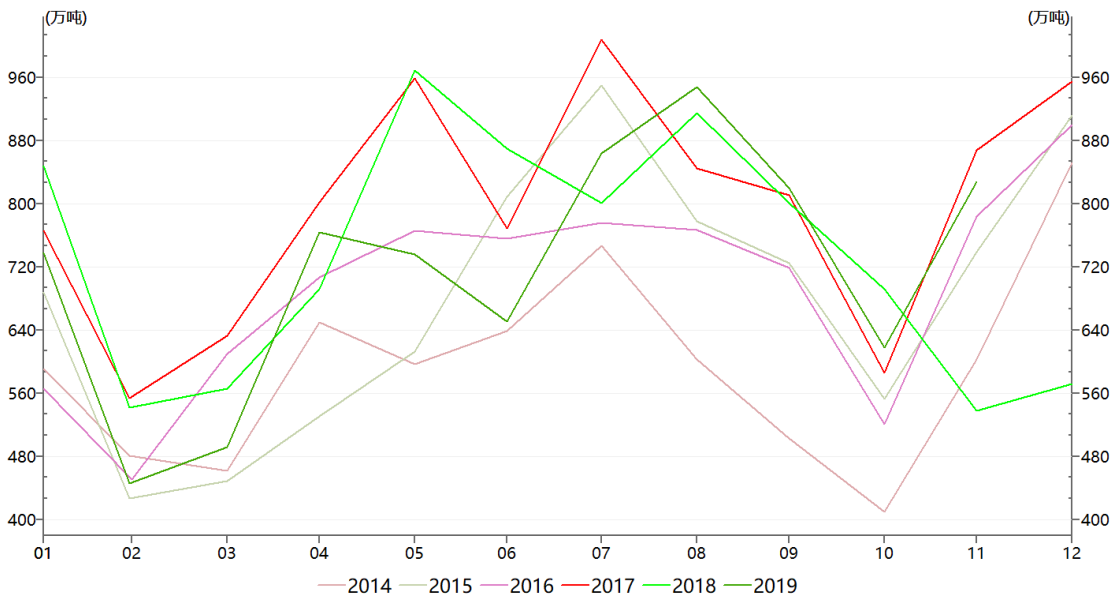
（数据来源：wind）

3、国内豆粕需求或有缓慢恢复，豆油上半年去库存大概率维持

中国国内豆油的供应取决于大豆的可进口供应和油厂的开机率，而开机率主要由豆粕的需求决定，即生猪的饲料需求决定。预计明年上半年豆粕需求不佳，豆油去库存状态大概率维持；下半年看生猪存栏情况。

大豆的可进口方面，从国内油厂进口结构来看，在往年无关税战的情况下，3—9月份国内油厂以进口南美大豆为主，其余月份以美豆供应为主，但是自中美关税战开启后，2018年10月—12月份南美大豆进口占比高达80%以上，而2019年1月至3月传统南美进口淡季走货较旺。2020年，在中美达成第一阶段协议的背景下，中国国内大豆供应或充足，其中美豆进口量或较上年有所回升，但在北美大豆减产2400万吨的情况下，大豆价格将对南美天气反应更为敏感。

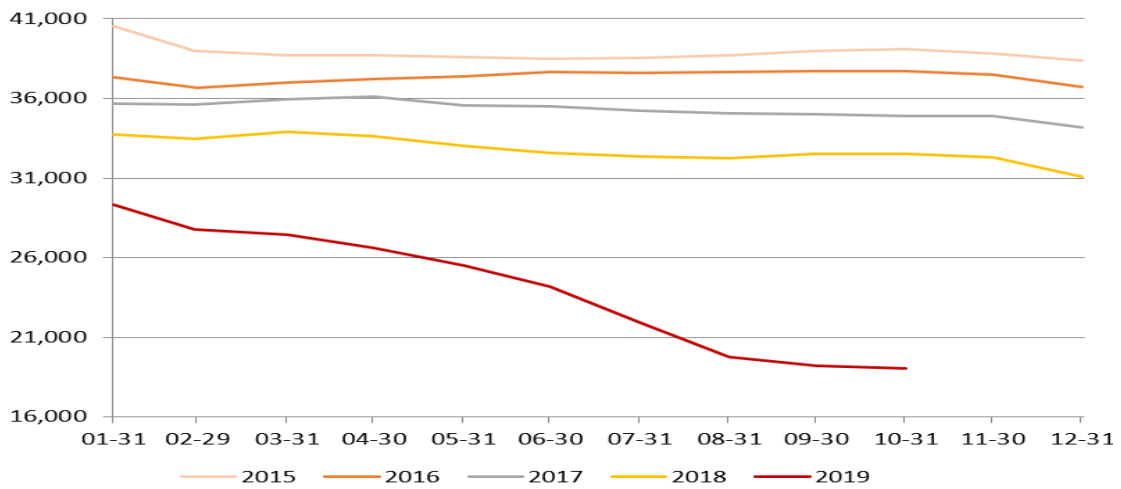
图8：中国月度进口大豆情况（万吨）



（数据来源：wind）

豆粕的需求方面，预计明年上半年的需求不佳，下半年或有亮点。得出此结论主要是基于以下两方面原因：第一，猪瘟有继续发酵的可能性，北方部分地区猪瘟肆虐，并且调研机构传出的消息超过市场的预期，猪瘟会不会继续南移仍存在较大的不确定性；第二，就中国的传统消费习惯而言，年前有生猪出栏宰杀满足春节消费的需求，年后若二月初补栏，自然生长期也至少需要三个月，对国内的刺激或仍处缓慢恢复阶段。

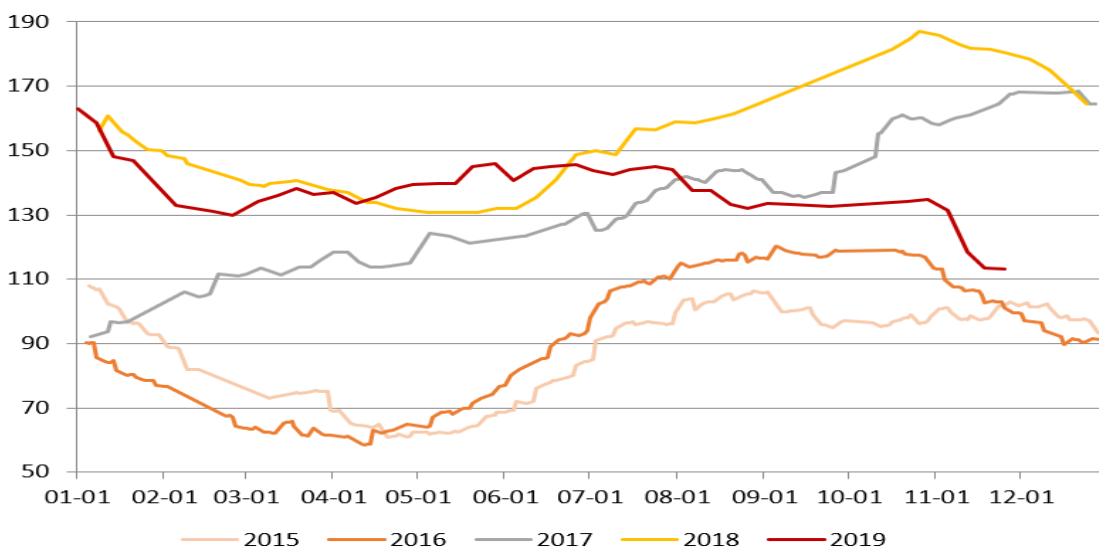
图 9：生猪存栏（万头）



（数据来源：wind）

豆油方面，预计库存上半年维持降库存状态，下半年主要看饲料需求恢复状况。截至 12 月 13 日，国内油厂库存已降至 95.045 万吨，较去年同期的 170.55 万吨降低 75.505 万吨，作为对比，五年同期均值为 124.93 万吨。国内需求方面，豆油主要源自食用消耗，且近年维持在 1640 万吨附近，料 2020 年并不会有的大的变化。在期初库存和需求较为明朗的情况下，豆油去库存与否则主要与豆粕需求呈同相变动。

图 10：中国豆油库存（万吨）



（数据来源：wind）

表 3：中国豆油供需平衡表

项目/年度	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019		2019/2020	
	估计值	估计值	估计值	估计值	11月估计值	12月估计值	11月预测值	12月预测值
期初库存	131	97	118	148	171	171	135	135
国内产量	1394	1476	1577	1614	1541	1541	1570	1585
进口总量	74	53	58	48	80	80	70	70
总供给量	1599	1626	1753	1810	1792	1792	1775	1790
国内使用量	1492	1500	1594	1627	1633	1638	1644	1660
其中：食用消耗	1348	1356	1452	1477	1483	1488	1494	1510
其它消耗及损耗	144	144	142	150	150	150	150	150
年度出口量	10	8	11	12	19	19	12	15
总使用量	1502	1508	1605	1639	1652	1657	1656	1675
期末库存	97	118	148	171	135	135	119	115
库存消费比	6.46%	7.82%	9.22%	10.43%	8.17%	8.50%	7.19%	6.87%

（数据来源：天下粮仓）

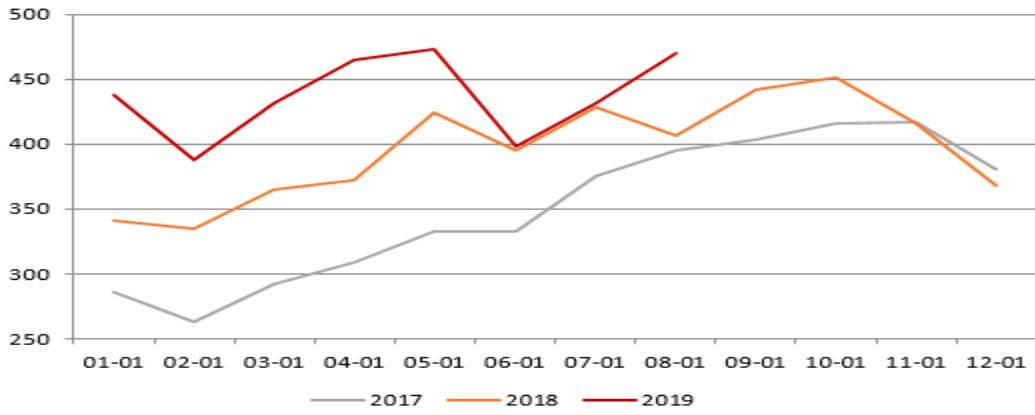
（二）棕榈油明年上半年减产概率加大，印尼生物柴油实施情况是重要关注点

1、东南亚 2019 年去库存良好，明年上半年减产概率较大

2019 年，印尼和马来西亚棕榈油的增产不会超过 200 万吨，且实现了较好的去库存，预计年初结转库存不高。2020 年后，因树龄结构、干旱、施肥等原因，预计印尼明年下半年单产同比受损程度较大、马来上半年减产概率较大。总体来看，印尼不排除减产发生，若维持增产则至多增长 100 万吨左右；马来西亚产量可能仅为 1930—1950 万吨。

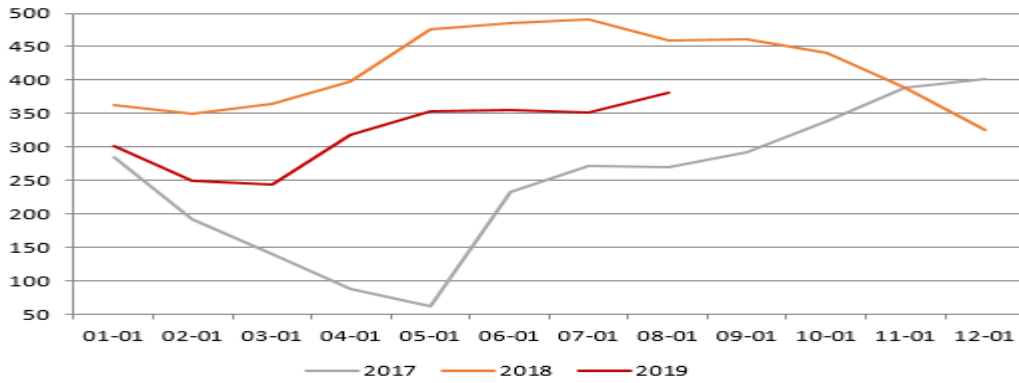
2019 年，印尼仍处增产周期，但 6 月急速下滑的产量引发市场担忧，截止 GAPKI 最新数据，印尼 8 月底库存达 381.4 万吨，较去年同期下滑 16.9%。目前，市场机构预测印尼 2019 年的产量较去年至多增加 100 万吨至 4300 万吨。马来西亚方面，因受前期干旱影响，市场对马棕油产量受损预期不断，6—11 月，马棕月产量低于五年均值，本处产量的高峰的 10 月意外迎来减产也从侧面印证了减产的预期，从全年来看，马来西亚产量或较去年增加 80 万吨至 2030 万吨。同时，受益于产量减产，马棕油也实现了较好的库存，截至 11 月，马棕油库存降至 225.6 万吨，处近三年极低值。

图 11：印尼棕榈油产量（万吨）



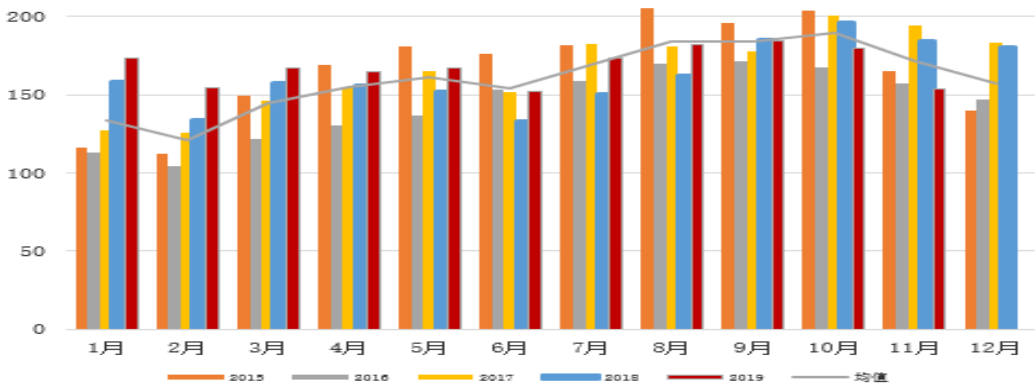
（数据来源：wind）

图 12：印尼棕榈油库存（万吨）



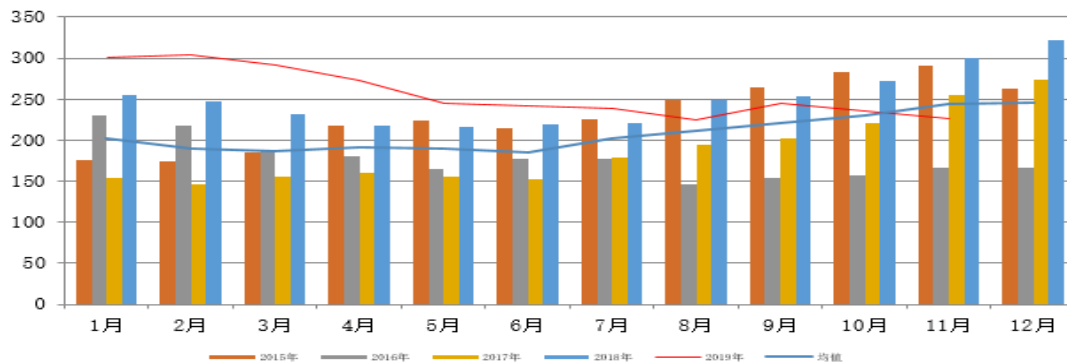
（数据来源：wind）

图 13：马来西亚棕榈油产量（万吨）



（数据来源：wind）

图 14：马来西亚棕榈油库存（万吨）



（数据来源：wind）

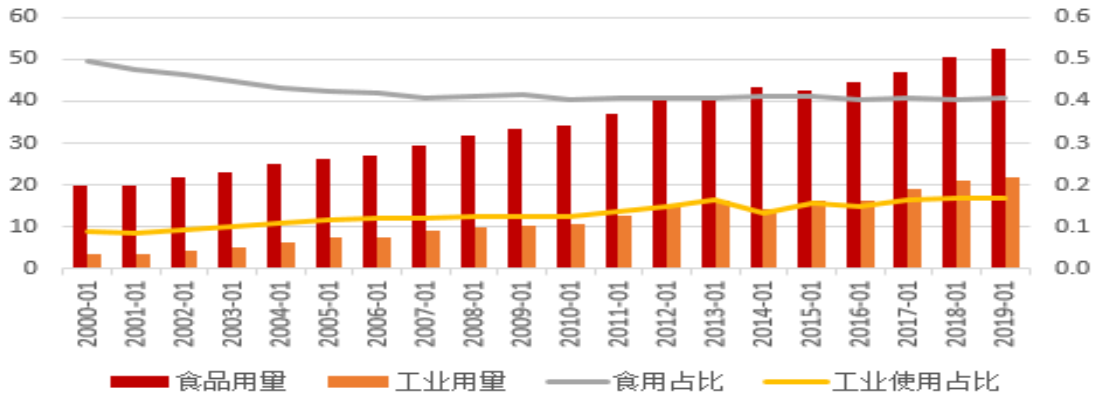
油棕树属于常年生植物，产量主要取决于油棕树的单产和面积，而预估单产则主要看树龄结构、天气和施肥情况。一般来说，7—14 年树龄的油棕树处产量高峰期，存活 15 年以上的油棕树步入衰退期。目前，印尼树龄结构优于马来西亚，印尼 7—14 年油棕树占比 58%，15 年以上油棕树占比 24%；而马来西亚油棕树龄偏老化，马来西亚 7—14 年油棕树占比 17%，15 年树龄以上油棕树占比 41%，因此若不考虑天气原因，印尼应保持高产水平，且产出潜力大于马来西亚。天气方面，2019 年印尼、马来西亚均出现不同程度的干旱，其降水低于五年均值，具体而言，印尼在 6、7、8、9 月干旱最为严重，且苏门答腊和加里曼丹部分地区降雨量甚至不及 2015 年；马来西亚 2、3、4 月降雨更为偏低。此外，近年棕榈油低利润导致产地施肥大幅收缩，也对 2020 年产量有利空影响。综合降水偏低滞后产量降低 9 个月及 2-10 月季节性增产周期这两大规律来推断，印尼明年下半年单产同比受损程度较大、马来西亚上半年减产概率较大。目前，部分机构预期，2020 年印尼不排除减产发生，若维持增产则至多增长 100 万吨左右，且上半年产量或维持不变；马来西亚产量可能仅为 1930—1950 万吨，且上半年减产概率较大。

2、棕榈油食用需求无大变化，生物柴油对去库存影响较大

棕榈油需求包括食用和工业用两部分，其中食用需求较为稳定，每年基本以 3—5% 的速度增长，但生物柴油需求受政策、POGO 影响波动性较大，不确定性较强，这也是市场的主要关注点。

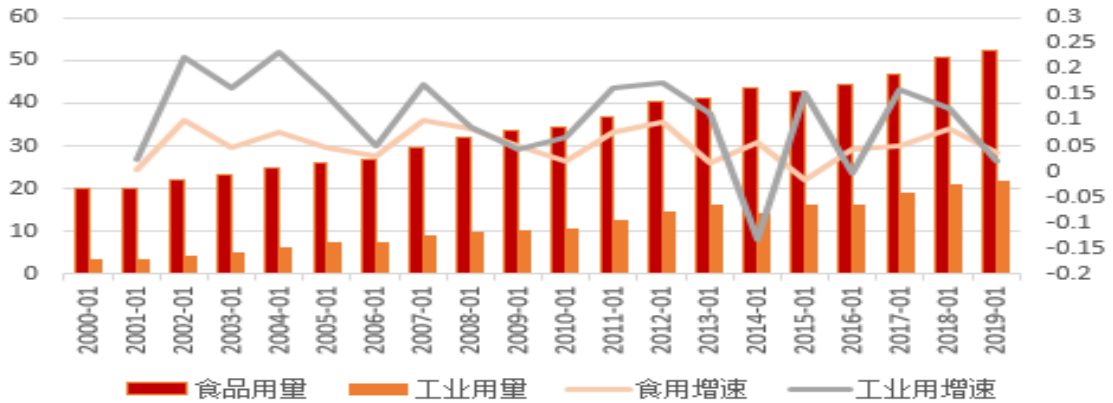
全球棕榈油国内消费方面，食用消费占总使用量比值为 40% 左右，工业消费达 16%。从时间维度来看，食品需求呈逐年稳定增长趋势，增速基本维持在 3—5% 之间，可预估性较强，但工业消费水平受价格、政策影响波动性较大，其中以生物柴油消费为主，是市场的需求面的主要炒作因素。从国别来看，印度尼西亚、欧盟和马来西亚的棕榈油工业消费位居前三，也是棕榈油制生物柴油消费的重点分析对象。

图 15: 全球棕榈油使用结构



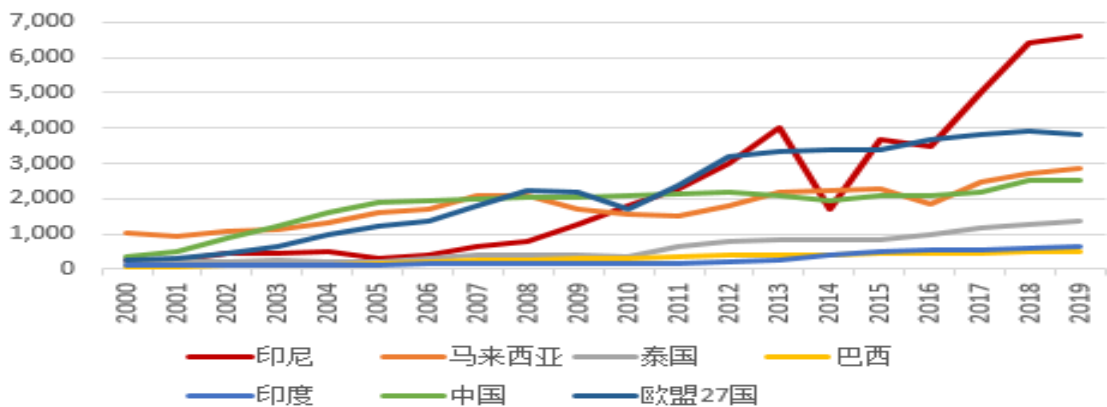
(数据来源: wind)

图 16: 全球棕榈油使用情况



(数据来源: wind)

图 17: 全球工业用量情况



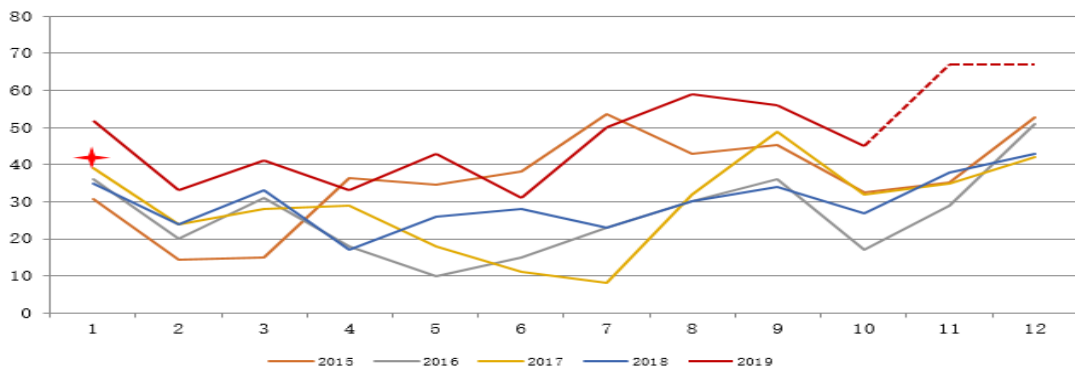
(数据来源: wind)

棕榈油制生物柴油需求主要看印尼、马来西亚和欧盟，目前，印尼、马来的掺混比率政策分为 B20、B10，但根据其官方消息，2020 年将逐步实施 B30、B20 政策；欧盟对棕榈油发起限制令，目前正与印尼、马来处贸易冲突中。从历史数据来看，印尼生物柴油政策无论是从政策力度还是实施效果都要强于马来，反应到盘面上来看，印尼 B30 政策是 2019 年 11—12 月盘面走升的重要推手之一。2020 年，若印尼 B30 计划得以顺利实施，那么预计带动棕榈油消费增加 200—300 万吨，而市场主要关注点在于 B30 政策能否顺利实施。解决此问题需要考虑两方面因素，即产能和补贴。目前生物柴油工厂年产能为 113.57 亿升，B30 计划生物柴油额度定为 95.9 亿升，因此产能方面无阻碍；生物柴油补贴因出口印尼出口税收政策调整导致补贴基金收入停滞而存在不确定性，但考虑到油棕产业基金会仍有 14 亿美元的资金，故 B30 上半年计划顺利实施的概率很大，且对 PME 供应商的严格罚金要求也提振市场信心。马来西亚 B20 若能顺利执行，生物柴油较 B10 阶段可翻番增加至 150 万吨，但马来生柴政策采取分地区逐步推进措施，因此对盘面影响或有限。欧盟方面，2020 年时将会把运输业使用的常规生物燃料比例冻结在各国各自水平上，但是必须不能超过 7%；2030 年起欧盟将停止在运输燃料中使用棕榈油，持续关注冲突事件。

3、内外围分化，国内棕油进口量偏高

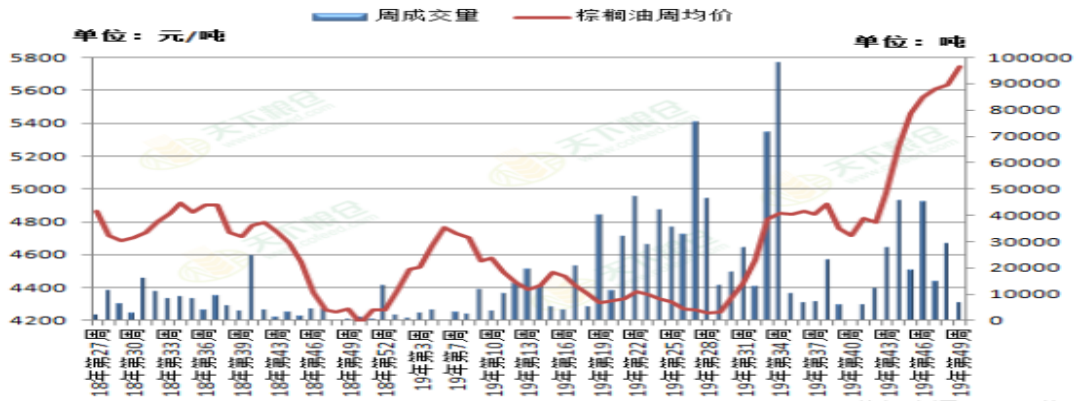
2019 年，棕榈油成交火爆、到港量处历史高位，11 月后步入累库存阶段。今年，国内豆、菜油产量因非洲猪瘟、菜籽短缺等因素低于往年，产地棕榈油价格偏低，油脂间价差偏高，棕油地其他油脂的替代价值显现，棕榈油进口、现货成交均放量。根据海关数据，截至 2019 年 10 月，棕榈油年度累计到港量达 443 万吨，比去年同期增加 60%；现货成交量总体高于往年。11 月后，因气温降低、油脂价差有所回归，棕榈油步入累库存阶段。截至 12 月 16 日，棕榈油库存 71.33 万吨，同比去年增加 60.9%。明年国内棕榈油进口、需求情况，仍以进口利润、油脂间替代为逻辑主线，据天下粮仓预估，2019/20 年度，棕油进口、消费情况或与上一年度持平。

图 18：棕榈油月度到港量（万吨）



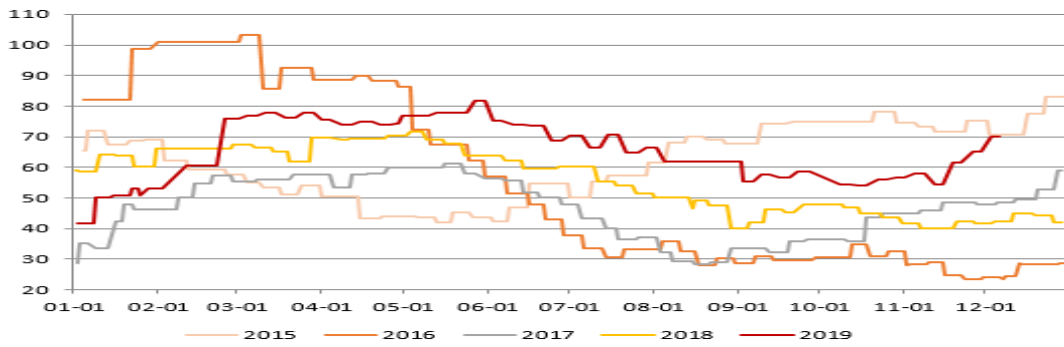
（数据来源：wind）

图 19: 棕榈油现货成交量 (万吨)



(数据来源: 天下粮仓)

图 20: 棕榈油库存 (万吨)



(数据来源: wind)

表 4: 棕榈油供需平衡表

项目	13/14年度	14/15年度	15/16年度	16/17年度	17/18年度	18/19年度	19/20年度	
	估计值	估计值	估计值	估计值	估计值	估计值	11月预测值	12月预测值
期初库存	105	73	82	40	48	58	70	70
进口总量	557	569	470	488	532	672	680	665
总供给量	662	642	552	528	580	730	750	735
国内使用量	589	560	512	480	522	660	675	665
: 食用消耗	379	360	320	324	347	480	490	480
: 其它消耗	210	200	192	156	175	180	185	185
年度出口量	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
总使用量	589	560	512	480	522	660	675	665
期末库存	73	82	40	48	58	70	75	70

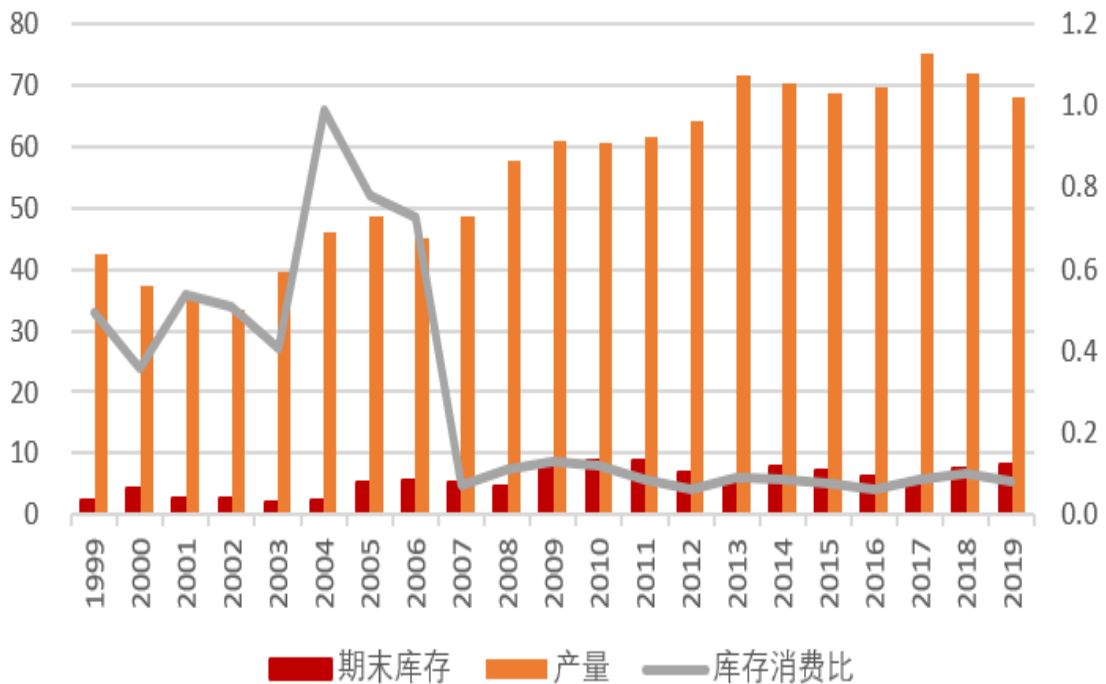
(数据来源: 天下粮仓)

（三）菜油政策市主导，关注加菜籽进口政策

今年，因中加关系紧张，中国进口菜籽、菜油受限，国内菜系产业链供应趋紧。2019/20 年，全球菜籽、菜油产量减少，去库存或维持；加拿大虽结转库存偏高，但亦遭遇减产，料对外可供应量有限。若对加拿大贸易进口规制不改的前提下，国内菜油供应偏紧不改；若中加关系缓和，那么国内菜油供应端或有改善，但从可供应源来看，亦不宜过分乐观。

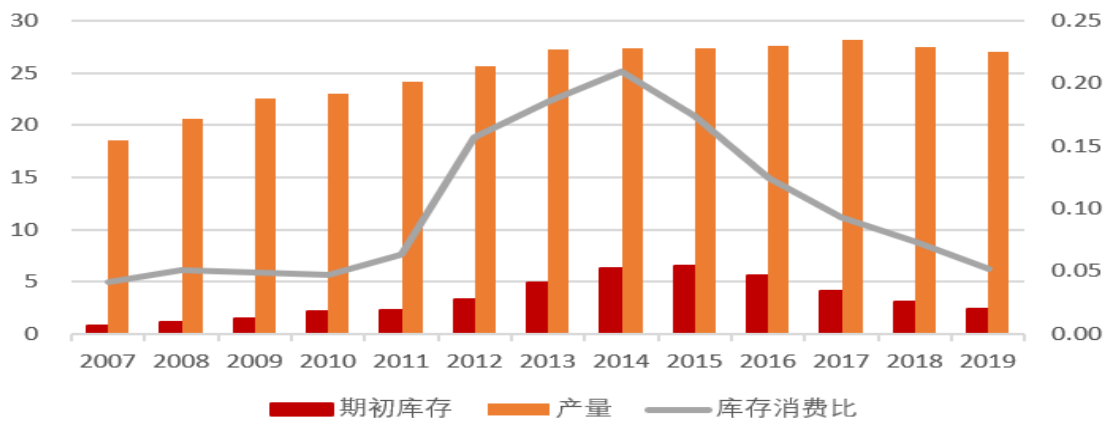
加拿大、澳大利亚、欧盟及乌克兰是全球菜籽主产区，其中加拿大是全球最大的菜籽、菜油、菜粕出口国，出口占量分别占全球贸易量的 70%、65%、70%，但从绝对量来看，以菜籽出口为主。根据 USDA 数据，2019/20 年度期全球初库存方面，菜籽库存 832 万吨，同比增加 10%，菜油库存 244 万吨，同比降 22%；全球产量方面，菜籽产量 6802 万吨，同比去年降 5.5%，菜油产量 2704 万吨，同比降 1%；全球库存消费比，菜籽持稳，菜油仍处下降趋势，低至 0.05。加拿大方面，2019/20 年菜籽期初库存 409.4 万吨，同比增加 64%；产量 1900 万吨，同比降低 7%；出口 950 万吨，同比增加 4%；压榨量 950 万吨，同比增加 2%；库存消费比 0.19。综上，2019/20 年度，全球菜籽、菜油产量减少，去库存或持续；主要贸易国加拿大期初结转库存偏高，但新年度遭遇减产，其国内需求旺盛，料对外可供应量有限。

图 21：全球菜籽供需情况（百万吨）



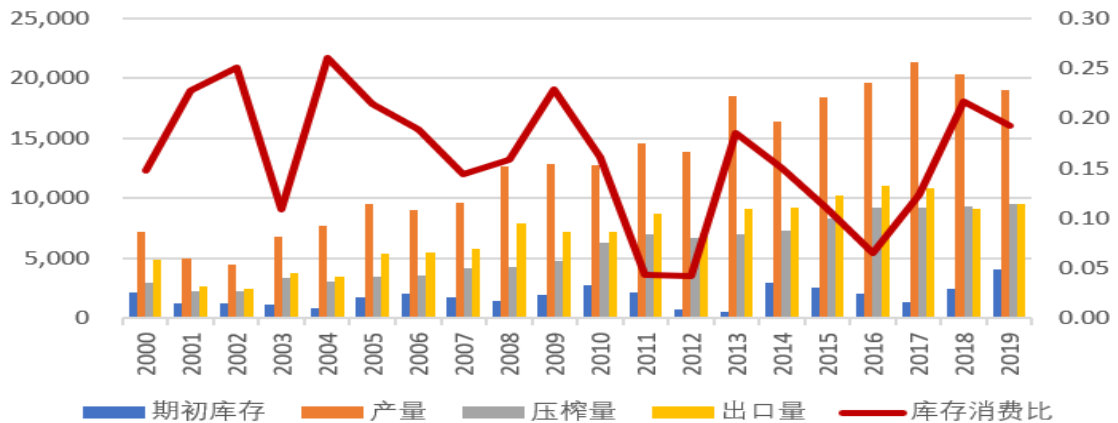
（数据来源：wind）

图 22：全球菜油供需情况（百万吨）



（数据来源：wind）

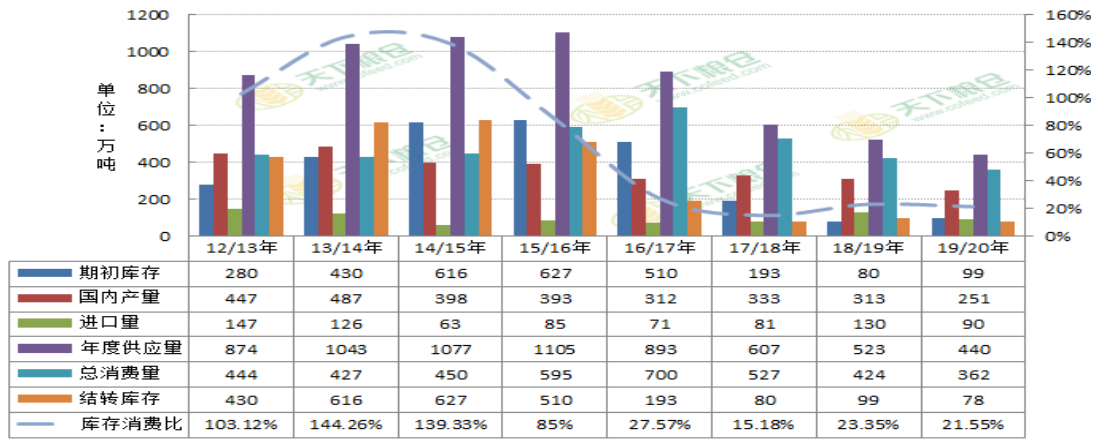
图 23：加拿大菜籽供需情况（千吨）



（数据来源：wind）

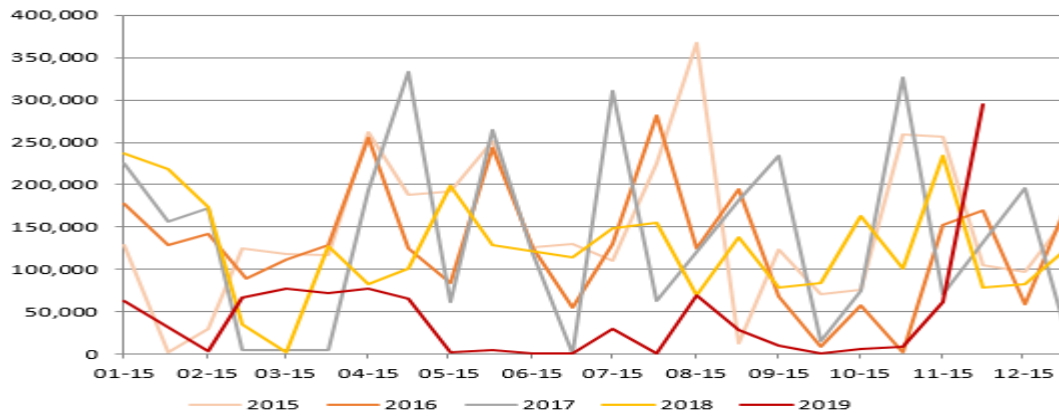
2019年，由于中加关系紧张，我国菜籽进口趋紧、菜油供应有限，国内菜油供需趋紧；2020年，若菜籽进口政策不改，那么政策市主导情况将持续，菜油供需将更加趋紧。自中加关系紧张后，菜籽进口受限，到港量下行至近五年最低位，截至11月30日，2019年菜籽共计到港量93.66万吨，同比去年267万吨下滑64.9%。菜油进口量扩大至26.21万吨，较去年同期的16.97万吨上涨54.45%，但是仍远远低于五年均值45.23万吨。菜油价格一路飙升、菜油与其他油脂间价差亦扩大至高位，菜油大部分时间处于有价无市状态。截止12月20日，菜油成交量对比去年下降近63%。截至12月16日，菜油油厂库存低至5.77万吨，同比去年同期13.53万吨减少57.35%。2020年后，持续关注中加关系及菜系进口政策，若情况有改善，那么菜油偏紧政策将有改善，菜油价格、菜豆油、菜棕油价格将随基本面回归。

图 24: 菜油供需平衡表



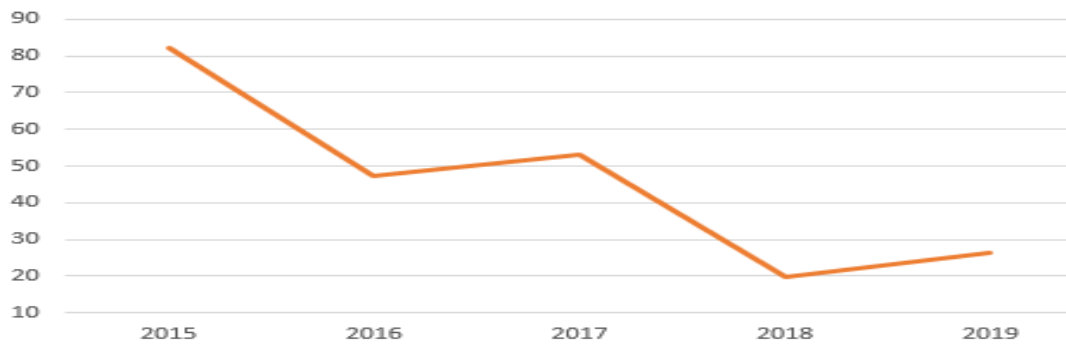
(数据来源: 天下粮仓)

图 25: 菜籽进口量 (吨)



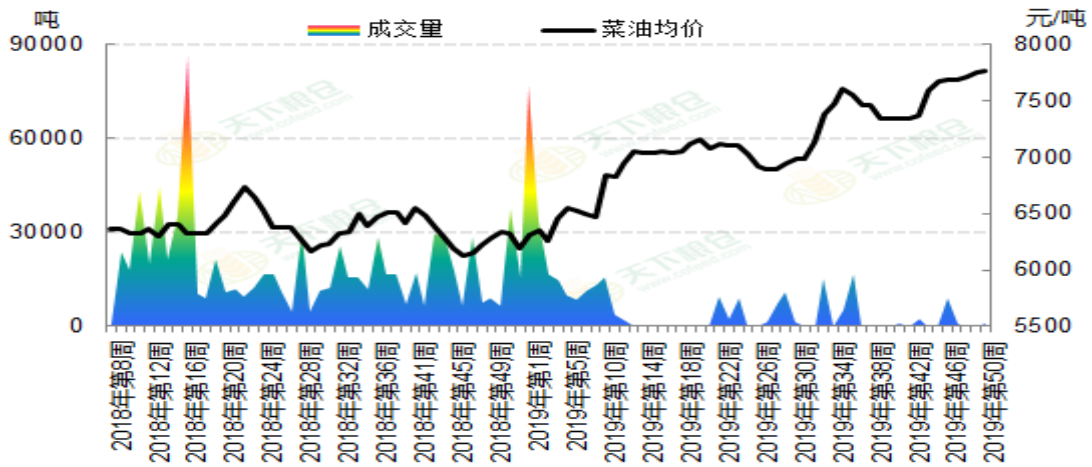
(数据来源: wind)

图 26: 菜油进口 (万吨)



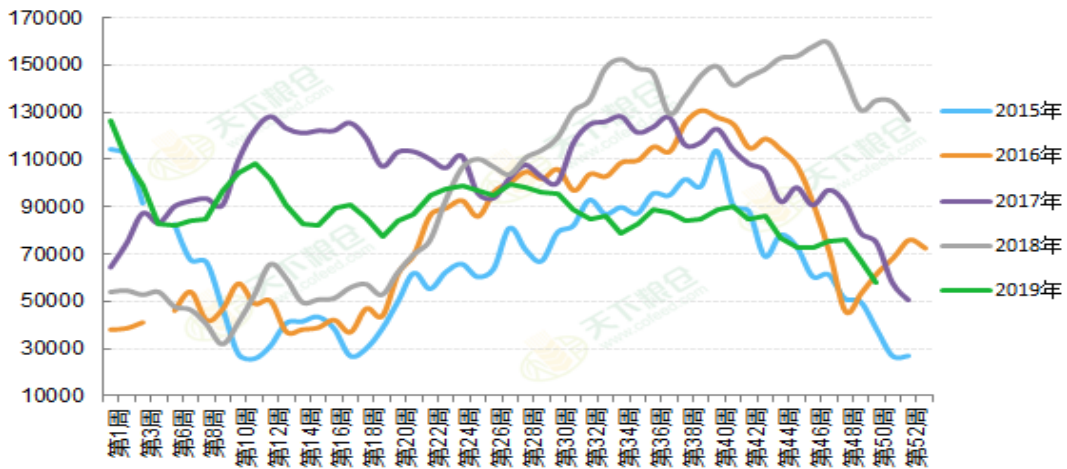
(数据来源: wind)

图 27: 菜油成交量 (吨)



(数据来源: 天下粮仓)

图 28: 菜油库存 (吨)



(数据来源: 天下粮仓)

三、技术分析

豆油指数已突破 2018 年区间上沿, 目前重心上移、仍处偏强震荡阶段。豆油指数明年下沿支撑参考 5900 一线, 此线是 2018 年区间震荡上沿, 也是 2014 年以来价格波动中轴, 是投机资金重点关注的中期循环价位点; 中期压力位对应应在 7600 一线。

图 29: 豆油指数日线图



(数据来源: 文华财经)

与豆油指数类似, 棕榈油指数明年支撑价位参考 5200, 中期形态压力位对应应在 7100 一线。菜油指数支撑参考 7000, 压力 8400。

图 30: 棕榈油指数日线图



(数据来源: 文华财经)

图 31：菜油指数日线图



(数据来源：文华财经)

四、观点和策略

豆油方面，需求较为稳定，美豆减产、非洲猪瘟等因素提振市场信心，关注南美种植、饲料需求恢复、中美贸易谈判等因素。2019/20 年度北美大豆减产使明年南美大豆上市前的原料供应减少，对进口大豆成本端有支撑；国内非洲猪瘟蔓延，生猪存栏偏低抑制油厂开机率，明年上半年豆油去库存持续的概率较大。

棕榈油方面，供需或有好转，2020 年东南亚减产、印尼 B30 政策是市场的重要关注点。供应端，东南亚今年去库存较好，预计年末结转库存不高，明年综合考虑树龄结构、降雨等因素，预计马来西亚棕榈油全年产量 1950 万吨左右，且上半年减产概率较大；印度尼西亚至多增产 100 万吨左右，不排除减产可能性发生，且印尼明年下半年单产受损的程度较大。需求端，棕榈油食用需求较为稳定，每年基本以 3—5% 的速度增长，但生物柴油需求受政策、POGO 影响波动性较大，不确定性较强，明年上半年印尼 B30 政策或有助于去库存。

菜油方面，2020 年政策市主导持续，中加关系不改善前，菜油供需趋紧。供应端，全球菜籽产量减少、去库存持续；加拿大菜籽减产、菜籽及下游产品可供出口量有限，国内菜系产业链整体供应偏紧；需求端，菜油价格高位、油脂价差替代作用下，菜油或维持刚需。

综上所述，2020年油脂基本面整体有所好转，油脂价格重心上移，整体偏多思路，上半年马来西亚棕油减产、印尼 B30 政策实施、国内豆油去库存概率较大，关注中美贸易谈判、中加关系、南美天气、东南亚棕油产出情况等不确定性因素；下半年，非洲猪瘟、南美产量、北美种植等不确定性较大。豆油、棕榈油、菜油指数依次参考[5900, 7600]、[5200, 7100]、[7000, 8400]。

❖ 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。任何引用、转载以及向第三方传播的行为，需经倍特期货研发中心授权许可；若有转载，需要整体转载，若截取主要观点，请注明出处，以免引起对原文的误解；任何断章取义，随意转载，均可能承担法律责任。

欢迎扫描二维码



倍特期货有限公司

总部地址：	成都锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406
客服热线：	400-8844-998
传真号码：	028-86269093
邮政编码：	610041
官方网址：	www.btqh.com