

兴证期货·研发中心

2020年4月7日星期二

农产品研究团队

李国强

从业资格编号：F0292230

投资咨询编号：Z0012887

黄维

从业资格编号：F3015232

投资咨询编号：Z0013331

联系人

李国强

电话：021-20370971

邮箱：

ligq@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

3月豆油出现大幅震荡走低行情；国内 covid-19 疫情影响由严重逐步缓解，国内餐饮行业活动逐步恢复、务工人员返程、但学生仍未开学，导致油脂的需求大幅放缓。全球疫情迅速爆发，油脂的食用需求和工业需求大幅放缓，导致价格大幅下跌。国内方面，油厂开工率持续下降，主要受到进口大豆不足影响。外盘大豆价格走低，企业压榨利润维持高位。中美贸易利好，未来中国可能增加美豆进口对大豆成本利空。南美大豆收割受到天气影响，单产和总产可能下降。棕榈油产量大幅下降，全球棕榈油减产的预期兑现。生柴增加需求下降，尤其是食用需求下降预期较大，对棕榈油价格利空。

● 后市展望及策略建议

进入4月以后，疫情影响仍旧持续且后期恢复仍需要时间，油脂需求很难发生改变。从中长期基本面看，油脂需求恢复需要时间。外盘大豆供求过剩状态向平衡过渡。国内豆油需求维持高位，后疫情周期可能逐步筑底。东南亚棕榈油需求疲弱，生物柴油掺混比率提高及进程对需求影响较大，需要关注。综合来看，油脂价格有望逐步筑底，建议投资者观望为主。

1. 油脂基本面

1.1 豆油

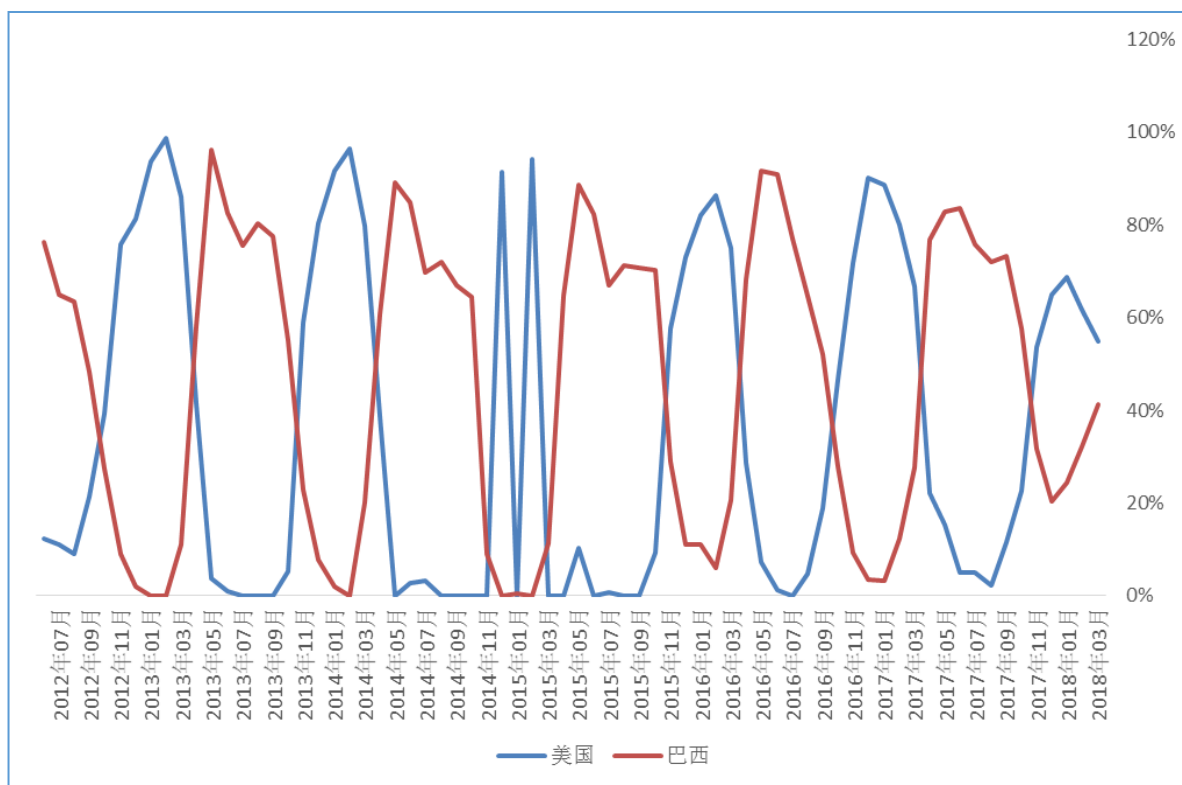
1.1.1 美国大豆种植面积大幅反弹

美国农业部3月报告显示，美新豆播种面积7610万英亩（上月7610），收割面积7500万英亩（上月7500），单产47.4蒲（上月47.4），产量35.58亿蒲（上月35.58），出口18.25亿蒲（上月18.25），压榨21.05亿蒲（上月21.05），期末库存4.25亿蒲（预期4.40，上月4.25）。阿根廷大豆产量预估上调100万吨至5400万吨，巴西大豆产量预估上调100万吨至1.26亿吨。近期随着收割的进行，巴西和阿根廷大豆产量可能会出现小幅的下滑。根据3月31日的种植意向报告，美国2020年大豆种植意向面积8351万英亩，此前市场预期8470万英亩，去年同期7610万英亩，美豆种植面积大幅提高接近10%。

1.1.2 中美贸易争端缓解

2018年4月以来，中美贸易战开始发酵。直到7月6日，中美贸易战进入实质阶段，美国大豆进口到中国需要缴纳28%的关税，大大提高了美国大豆进口的成本。

图1：美国和巴西大豆进口比重



数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

如图所示，为美国大豆和巴西大豆进口到中国的数量占比情况。从周期性的角度，美国大

豆出口到中国的周期为 10 月到来年的 3 月。2018 年 12 月 2 日，中美贸易争端取得进展，美国将暂缓对中国商品新增关税，中国将从美国进口大量的大豆。12 月 13 日，美国农业部报道中国进口了 113 万吨美国大豆。随着谈判的进行，中国已经签订了近千万吨的美国大豆采购合同。但 2019 年 5 月 1 日，中美贸易谈判急转直下，美国提高中国部分商品的进口关税。7 月 23 日，中美谈判重启；8 月 1 日，中美贸易谈判恶化。9 月中美政府释放善意，预期 10 月的谈判有所进展，中国政府加快美豆的购买，并且针对大型油厂开放了一定数量的美豆免加征关税进口配额，对美国大豆利多。

如图 2 所示，若按照 28% 的进口税率，中国进口美国大豆的成本达到 3772 元/吨，远高于目前南美进口大豆的 3375 元/吨的成本。如果进口美国大豆，油厂压榨亏损严重，企业没有动力进口。如果只进口南美的大豆，巴西和阿根廷的大豆出口供应可能不能满足我国国内对大豆的需求，这就意味着后期随着南美大豆库存的大幅减少，大豆的价格将保持与美国大豆的价差水平，带动国内豆类油脂价格的震荡偏强。

9 月，中美贸易争端缓解，中国放开 1000 万吨美豆免加征关税的进口配额，进口成本较低，对国内市场利空。

12 月，中美贸易第一阶段协议签署，未来中国将恢复美国大豆的进口，对美国大豆的价格利多。但中国政府具体采购多少美豆及采购的方式和节奏仍没有公布，因此，市场仍旧等待协议的细节。

2020 年 1 月 15 日，中美第一阶段协议达成；2 月 6 日，中美双方实质性下调加征关税。

从最新情况看，中国取消进口美豆加征的关税，持续一年时间，后期根据两国关系进行调整。中国进口美国大豆的成本大幅下降，低至 2865 元/吨，对国内豆类油脂价格有压力。

图 2：美国大豆成本测算



数据来源：兴证期货研发部、Wind

1.1.3 大豆进口偏低对价格有支撑

图 3: 4月大豆进口预估 (万吨)

2020年4月	进口量	船数
东北地区	78.7	12
华北地区	79.4	12
山东地区	138.2	21
华东地区	192.2	29.5
福建地区	32.7	5
广东地区	71.8	11
广西地区	95	14.5
全国总计	688	105

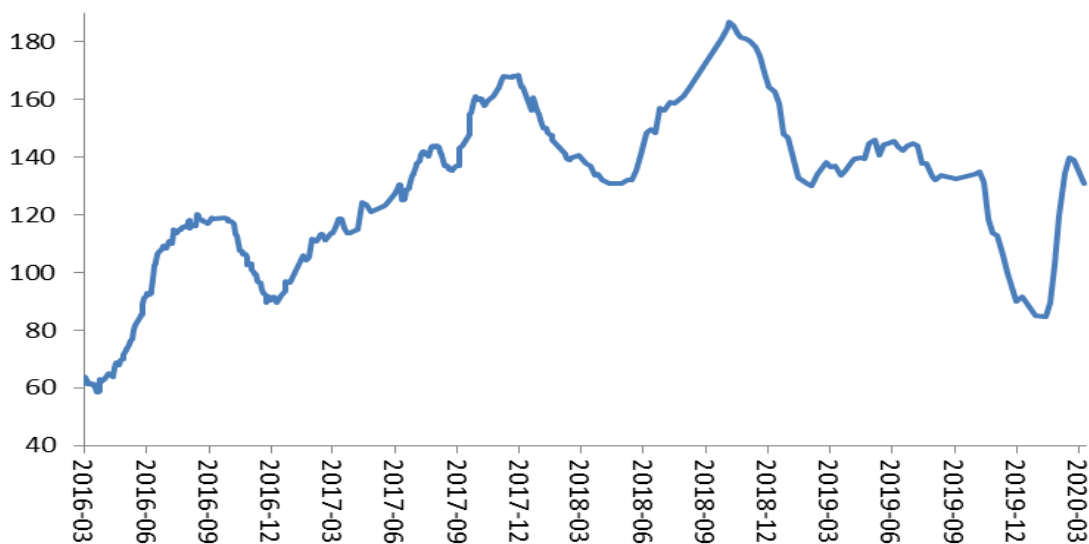
数据来源: 兴证期货研发部、天下粮仓

国内方面, 受养殖补栏逐步恢复, 对豆粕需求大幅增加。但国内油厂豆源不足, 短期开工率维持低位。中美贸易争端缓解, 进口大豆未来出现增加。港口大豆消耗增加, 库存逐步下降。豆油的需求仍旧偏弱, 库存近期飙升至 130 万吨。

由预报看, 我国 4 月大豆进口数量维持偏低水平, 前期进口订单可能逐步推迟到后期, 5 月以后我国进口大豆数量将增加。

1.1.4 豆油库存高位

图 4: 豆油商业库存 (万吨)



数据来源: 兴证期货研发部、Wind

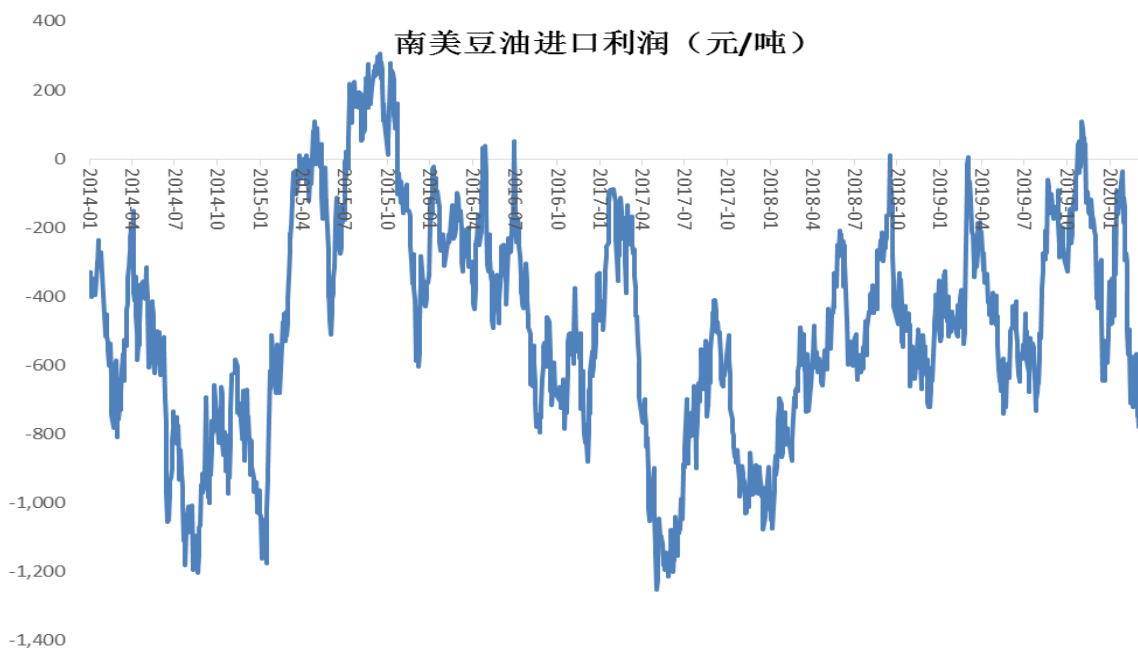
国内豆油的商业库存从 2018 年 10 月末以来持续走低。由于近期下游需求较弱，导致近期豆油库存迅速上涨至 130 万吨的水平，近期可能还将维持高位。

1.1.5 国内豆油价格走低，进口亏损收窄

从进出口情况看，由于外盘豆油价格下跌幅度低于内盘，每吨豆油的进口亏损 375 元；国内和外盘豆油的价差有所缩小，进口维持大幅亏损状态。

从国际情况看，未来阿根廷豆油可能减少装船发往中国，对国内豆油价格有一定利好。目前来看，短期全球油脂供求预期略显过剩。

图 5：豆油进口利润(元/吨)

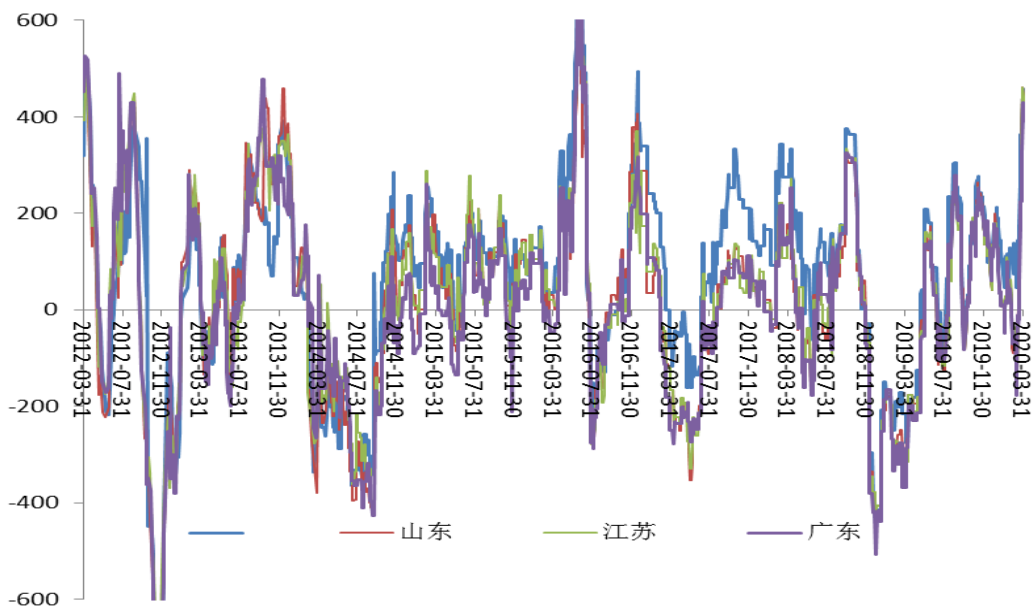


数据来源：兴证期货研发部、Wind

1.1.6 压榨利润大幅走高

从整个进口大豆的压榨产业链来看，由于进口大豆偏少，油厂大豆库存较低，导致开工率大幅下降，因此豆粕价格大幅走高。油厂的压榨利润大幅上涨。未来 4、5 月份这种情况将逐步缓解，大豆的压榨利润可能小幅回归。

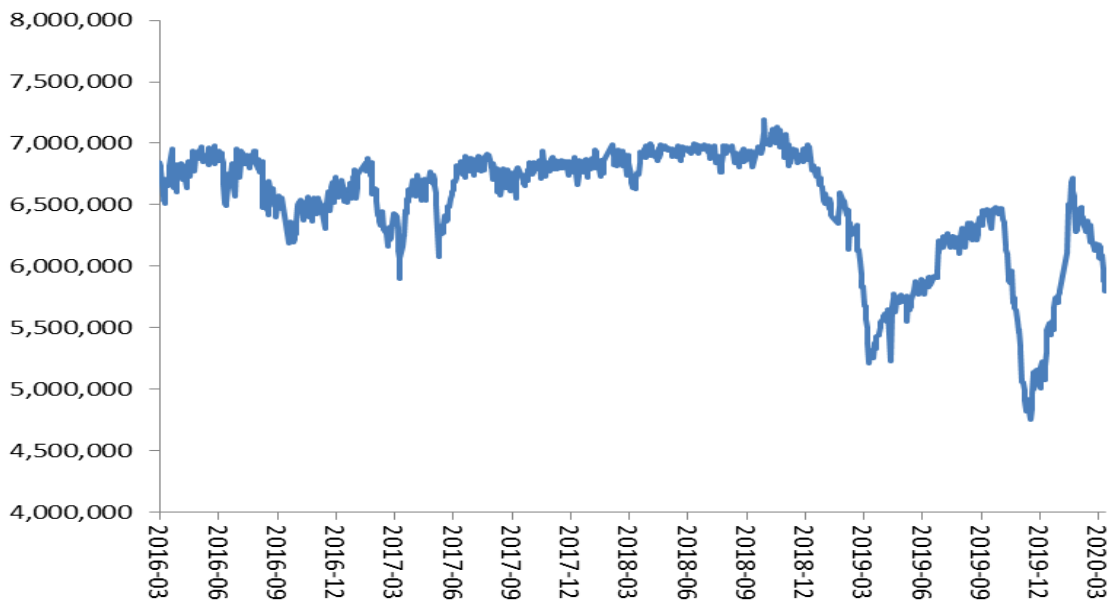
图 6：进口大豆压榨利润



数据来源：兴证期货研发部、Wind

下游消费情况看，目前豆粕需求好转。但由于非洲猪瘟的影响较大，生猪存栏不高，后期对豆粕的需求增幅不大。从大豆供给的角度来看，4月进口大豆量同比减少。目前，进口大豆库存为580万吨，出现小幅回调。

图7：大豆结转库存（吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

综合来看，4月国内疫情蔓延将得到控制，但国际疫情蔓延，油脂需求大幅萎缩。中美贸易协定利好，未来中国可能进口美国大豆，对外盘利多。国内油厂开机率逐步恢复，导致豆粕、豆油供应逐步增加。豆油价格逐步筑底，中长期有可能震荡走高。

1.2 棕榈油基本面

1.2.1 产量大降、库存减少

每年的 10 月到 3 月棕榈油进入到减产周期，这决定了棕榈油的供应将会出现减少的趋势。供应的增加一般会导致供求关系转向偏紧的局面，由于全球气候可能转入中性天气，长期来看棕榈油的月度产量数据未来存在减少的可能，对价格利多。需求方面，随着能源政策的实施，棕榈油的生物柴油需求增幅将增加。从马来西亚公布的产量数据来看，2019 年 2 月，马来西亚棕榈油产量同比出现大幅下降，出口大幅下降，期末库存大幅下降，对棕榈油利多。从 3 月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量同比可能小幅走低、出口需求可能下降，棕榈油的库存大概率小幅回升。

需求方面，随着价格的大幅走低，棕榈油的成本走低抑制了需求。出口数据方面，2 月棕榈油出口量出现环比下降；综合马来西亚和印度尼西亚供求，棕榈油供求数据仍旧以减产为主。

图 8：马来西亚棕榈油数据

马来西亚棕榈油数据					
	产量	期末库存	出口	产量同比	库存同比
2019/02	1,544,517	3,045,493	1,321,287	15.0%	22.9%
2019/03	1,671,865	2,917,443	1,617,659	6.2%	25.6%
2019/04	1,649,278	2,729,389	1,651,249	5.8%	25.5%
2019/05	1,671,467	2,447,441	1,711,882	9.6%	12.8%
2019/06	1,518,239	2,423,615	1,382,761	13.9%	10.7%
2019/07	1,738,356	2,391,677	1,485,216	15.6%	8.0%
2019/08	1,821,548	2,251,831	1,732,888	12.3%	-9.5%
2019/09	1,842,433	2,448,272	1,409,945	-0.6%	-3.7%
2019/10	1,795,880	2,348,066	1,641,743	-8.6%	-13.7%
2019/11	1,538,054	2,256,048	1,401,462	-16.6%	-25.0%
2019/12	1,333,904	2,007,124	1,396,157	-26.2%	-37.6%
2020/01	1,165,860	1,755,480	1,213,519	-32.9%	-41.5%
2020/02	1,288,515	1,681,599	1,082,345	-16.6%	-44.8%

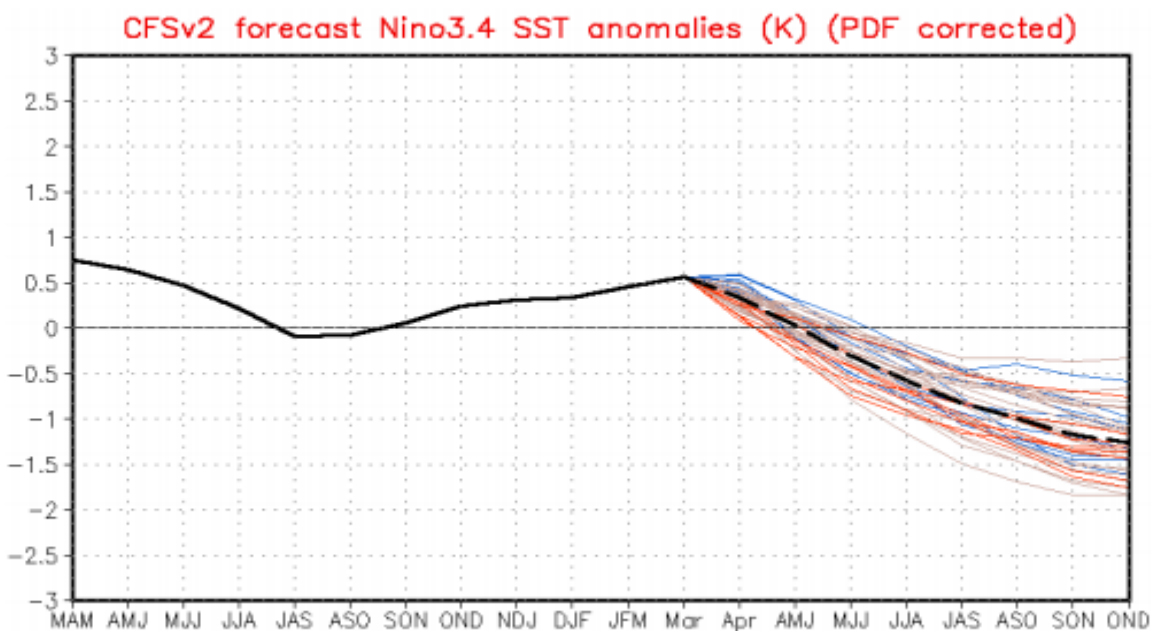
数据来源：兴证期货研发部、Mpob

马来西亚棕榈油局公布 2 月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚 2 月棕榈油的产量为 128.9 万吨，高于 1 月的 116.5 万吨，同比减少 16.6%，产量降幅超出市场预期。3 月开始，马来西亚棕榈油进入到增产周期，产量数据将出现增加。马来西亚棕榈油 2 月的出口数据为 108.23 万吨，较 1 月的 121.3 万吨大幅下降，降幅超出市场预期。东南亚地区棕榈油价格偏高，出口数量受到一定抑制。马来西亚 2 月棕榈油的期末库存为 168.1 万吨，较 1 月的库存 175.5 万吨出现下降，降幅基本符合市场预期。

近期由于马来西亚新型冠状病毒影响较严重，马来政府计划关闭棕榈园受到种植园的抗议，若实施可能会影响棕榈油供应对价格利多。

1.2.2 全球气候恢复正常，对棕榈油生产有利

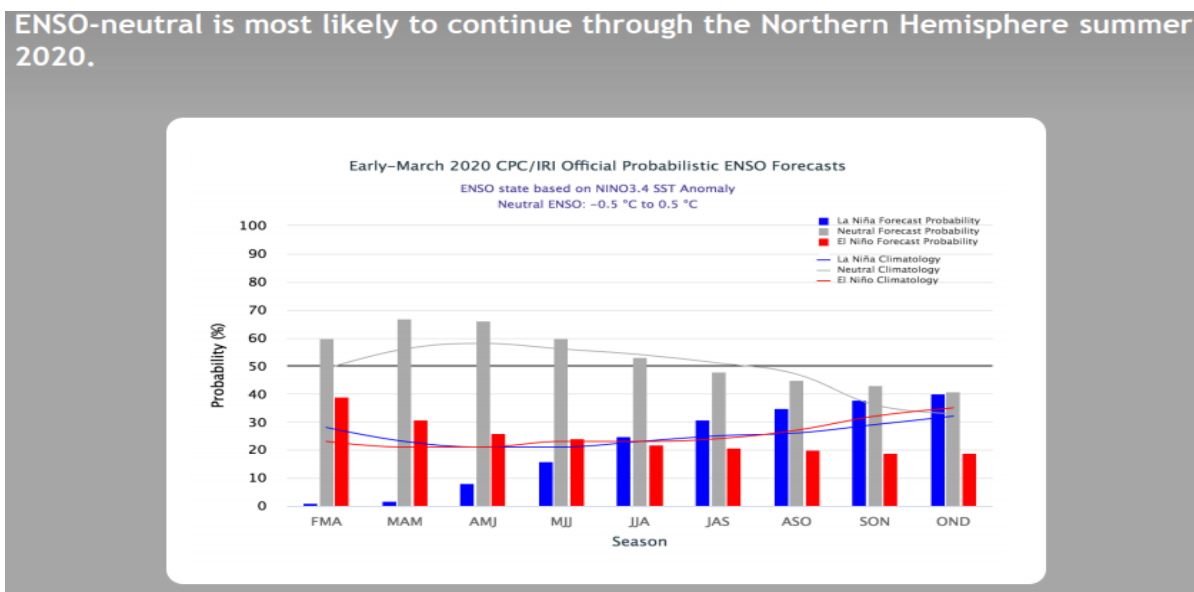
图 9：天气预测模型



数据来源：兴证期货研发部、NOAA

棕榈油常年连续生产，受长期气候的影响较大。根据 NOAA 预测，全球已经进入到厄尔尼诺中性天气，持续到 2020 年夏季后，东南亚气候恢复有利于棕榈油产量。

图 10：天气预测模型



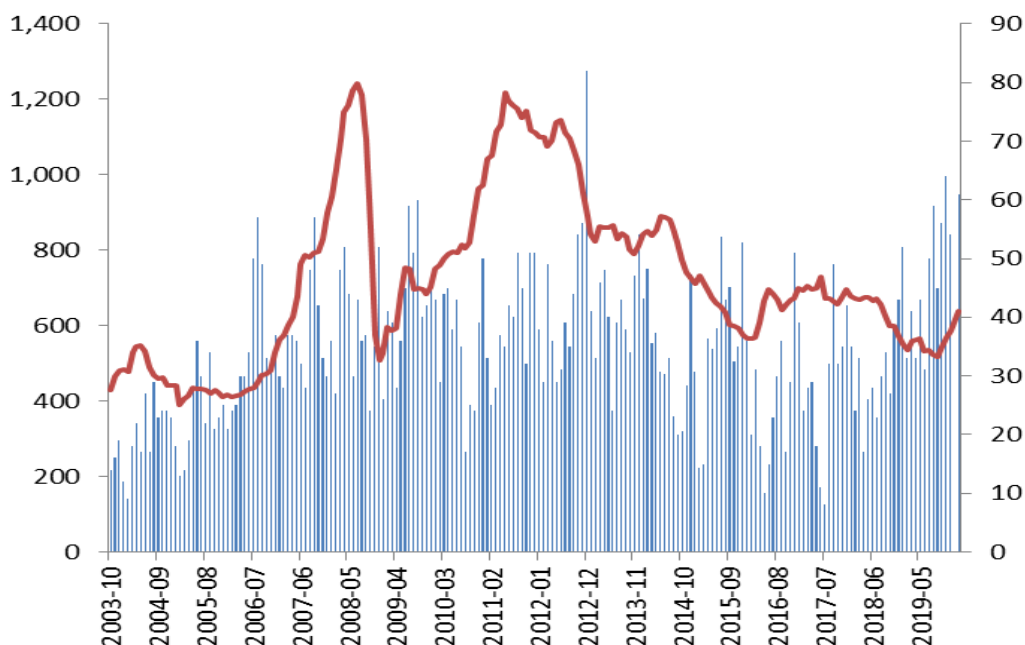
数据来源：兴证期货研发部、NOAA

根据天气预测模型，目前全球已经进入中性气候，并持续到 2020 年夏季。目前，马来西亚和印度尼西亚降雨量恢复正常，后期棕榈油的产量维持高位。

1.2.3 棕榈油进口数量下降

如下图所示为我国棕榈油进口月度数据。我国棕榈油进口量从2018年年末开始维持走高，2020年1、2月进口61万吨，进口量较去年同期的85万吨大幅下降24万吨。

图 11：棕榈油进口量及单价



数据来源：兴证期货研发部、Wind

棕榈油现货 4910 元/吨，进口成本为 5280 元/吨，进口亏损 370 元/吨，进入进口亏损区。

图 12：马来西亚棕榈油进口成本（元/吨）

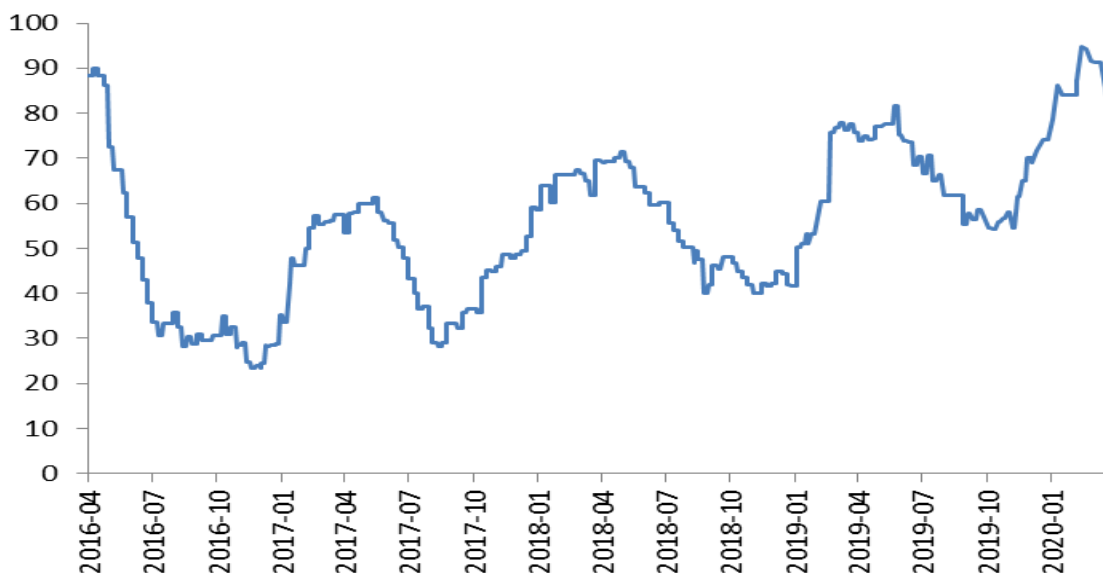
品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CNF (美元/吨)	完税价 (元/吨)	港口
24度棕榈油	4月	585.00	-10	25	610	5208	(华南)
		585.00	-10	33	618	5275	(华东)
		585.00	-10	37	622	5309	(华北)
	5月	572.50	-17.5	25	597.5	5103	(华南)
		572.50	-17.5	33	605.5	5170	(华东)
		572.50	-17.5	37	609.5	5203	(华北)
	6月	562.50	-10	25	587.5	5019	(华南)
		562.50	-10	33	595.5	5086	(华东)
		562.50	-10	37	599.5	5119	(华北)

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

1.2.4 进口下降，库存震荡走低

目前，国内棕榈油的商业库存 79 万吨，近期震荡走低，主要是因为棕榈油价格偏高抑制了需求且进口量大幅下滑。

图 13：棕榈油库存走势

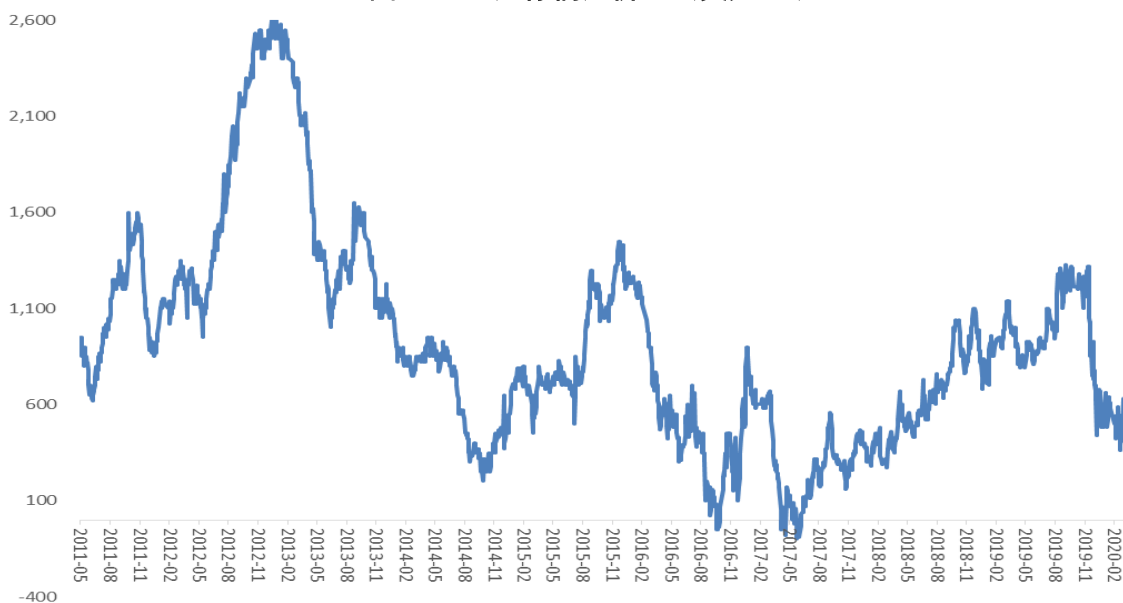


数据来源：兴证期货研发部、Wind

1.2.5 豆棕价差小幅走扩

豆油和棕榈油的价差小幅走高，主要因为棕榈油需求放缓，价格走低较快。

图 14：豆油棕榈油价差（美元/吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

综合来看，东南亚地区棕榈油产量将进入增产周期，尽管同比预期下滑，但同比将逐步增加。短期来看，棕榈油的需求放缓对价格利空。中长期看，预期棕榈油用于生物柴油的需求增加，可能仍需验证。国内方面，棕榈进口数量大幅放缓，但价格偏高对需求不利，对棕榈油价格利空。疫情影响逐步缓解，国内需求有望逐步企稳，棕榈油价格维持低位区间震荡。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

3月豆油价格震荡走低。油脂消费进入淡季，需求减弱，价格走低；疫情逐步缓解，但国际需求下降，豆油维持低位区间震荡，建议短期观望为主。

图 15：豆油技术分析（日 K 线）



数据来源：兴证期货研发部、文华财经

2.2 棕榈油

3月棕榈油价格大幅走低。受疫情影响需求大幅萎缩，导致价格大跌。棕榈油价格短期将维持低位区间震荡，等待后期需求逐步恢复，建议暂时观望。

图 16: 棕榈油技术分析 (日 K 线)



数据来源：兴证期货研发部、文华财经

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。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。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

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。