

兴证期货·研发中心

2020年5月25日星期一

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：

liqg@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

市场对油脂需求有所增加，油脂价格低位小幅反弹。原油价格大幅反弹，市场情绪回暖，原油主产国减少产量及提高销售价格。农产品价格处于历史低位，后期的需求恢复以及政府可能加大对农产品的收储力度，将会使价格逐步回升。国内疫情得到控制，各地复工加速，消费需求回升。油厂大豆供应增加，开工率基本恢复正常，豆油供应回升。目前国内豆油库存 86 万吨。马来西亚生物柴油掺兑比例 B20 的目标延期至 9 月，印尼提高棕榈油出口费用 5 美元/吨，对棕榈油价格利多。南美方面，巴西、阿根廷大豆产量小幅下滑，美国农业部调低了巴西和阿根廷大豆产量，美国大豆种植面积大幅增加，给远期价格带来压力。国内油脂价格维持低位区间震荡。

● 后市展望及策略建议

美国大豆种植面积大幅增加，南美大豆产量小幅下调，全球大豆供求宽松。国内豆油库存 86 万吨，海外疫情蔓延对豆油的需求减少利空已经反映在价格中。随着疫情的控制，国内豆油需求增加将对价格利多。马来西亚棕榈油需求下滑，但未来可能逐步企稳。全球的生物柴油产量将下降，这不利于油脂的需求，但目前价格处于底部区间，油脂维持区间震荡行情。

1. 油脂基本面

1.1 豆油基本面

1.1.1 美豆进口免加征关税，持续一年

2018年4月4日，美国政府发布商品清单，将对我国输美的1333项500亿美元的商品加征25%的关税。随后，经国务院批准，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%的关税。实施日期将视美国政府对我国商品加征关税实施情况，由国务院关税税则委员会另行公布。5月3日到4日，美国总统特使、财政部长姆努钦率美方代表团访华。刘鹤与美方交换意见，但贸易谈判并未有实质性结果，对豆类油脂的影响较大。5月14日，刘鹤赴美继续就贸易谈判进行磋商。6月15日，美国公布中国商品征税清单，中国政府公布对美国进口商品加征25%关税。由于清单中包括美豆，进口美国大豆的成本大幅提高，刺激国内豆类油脂价格大幅上涨。7月6日，中美双方正式对部分进口商品加征关税25%，贸易战进入实施阶段。

2018年9月13日，美国邀请中方赴美就贸易战进行谈判，但随后特朗普继续对中国商品征收关税，显示贸易战结束概率较低。9月24日，中美双方继续扩大征税范围。11月初，贸易争端出现转机，后期谈判持续。

2018年12月2日，中美贸易争端取得进展。美国暂缓对中国商品新增关税，中国将从美国进口大量大豆。12月13日，美国农业部报道中国签订了113万吨美国大豆的进口合同，并报道中国后期的大豆购买数量可能达到500万吨，对美国大豆价格产生了一定利多影响。

2019年1月7-9日，美国贸易代表在北京与中方谈判，分歧缩小，有利于双方后期的谈判。2019年2月14-15日，中美贸易谈判在北京举行。2月21-24日，中美贸易谈判在华盛顿继续举行。政府发言人对整体谈判结果预期看好。4月3-5日，新一轮谈判结束，进展顺利。5月10日，美国对2000亿美元的中国进口商品加征关税至25%，冲突升级。6月29日，习特会后，美国宣布暂缓对中国商品新加征关税，贸易战缓和。7月23日，中国政府放开部分企业进口美豆并豁免惩罚性关税。7月底，中美上海谈判进展不顺利，特朗普威胁9月再加征关税，贸易争端升级。8月13日，两国高层通话，部分商品加征关税暂缓，中美贸易争端缓和。8月23日，中美贸易争端再度升级。10月，中美政府谈判取得初步进展。12月13日，中美第一阶段协议签署。目前，中国进口美豆免加征关税，为期一年。

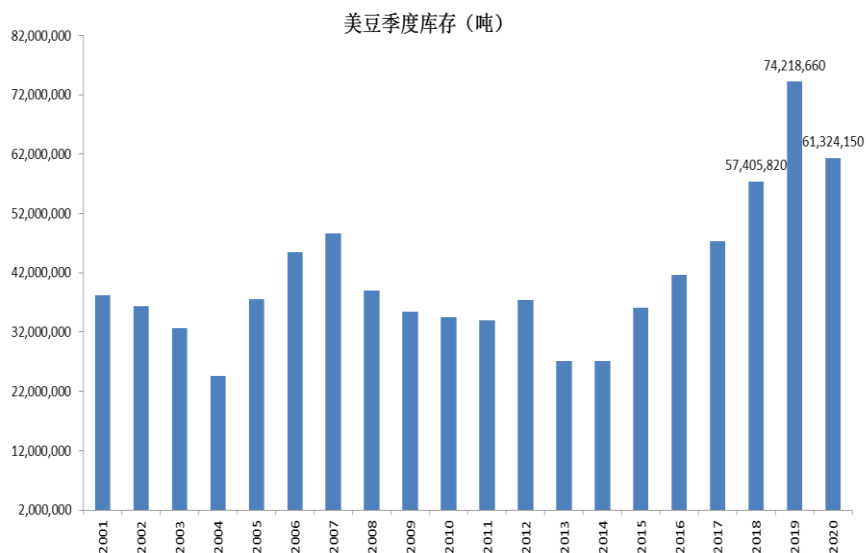
美国是全球大豆产量最大的国家。美国大豆出口量的62%出口到中国。2016/17年度中国进口大豆总量达到9500万吨，从美国进口3200万吨，占30%。中美贸易争端导致美国大豆出口减少，大豆价格下挫。中国进口大豆受限，进口大豆价格大幅上涨。中美贸易争端导致中美双方两败俱伤。

1.1.2 美国农业部 5 月报告维持中性偏空

美国农业部 5 月报告显示，美国新作大豆播种面积 8350 万英亩（上年 7610），收割面积 8280 万英亩（上年 7500），单产 49.8 蒲（上年 47.4），产量 41.25 亿蒲（预期 41.20，上年 35.57），出口 2050 亿蒲（上年 16.75），压榨 2130 亿蒲（上年 21.25），期末 4.05 亿蒲（预期 4.52，上年 5.80）。巴西大豆产量下调 50 万吨至 1.24 亿吨（预期 1.229），阿根廷大豆产量下调 100 万吨至 5100 万吨（预期 5110）。美豆产量基本符合预期，新豆出口预估明显增加，美新豆期末库存预估稍低于此前市场预期。巴西大豆产量预估调降幅度不及预期，全球大豆供应压力犹存，报告对市场影响略显偏空。

3 月 31 日，美国农业公布季度库存报告显示，截止 2020 年 3 月 1 日美国大豆库存为 6132 万吨，比 2019 年 3 月 1 日的 7421 万吨下降 1289 万吨，供求状态开始转向平衡。中美贸易争端的发展态势还将影响美国大豆的出口，美国大豆库存的压力有所好转。

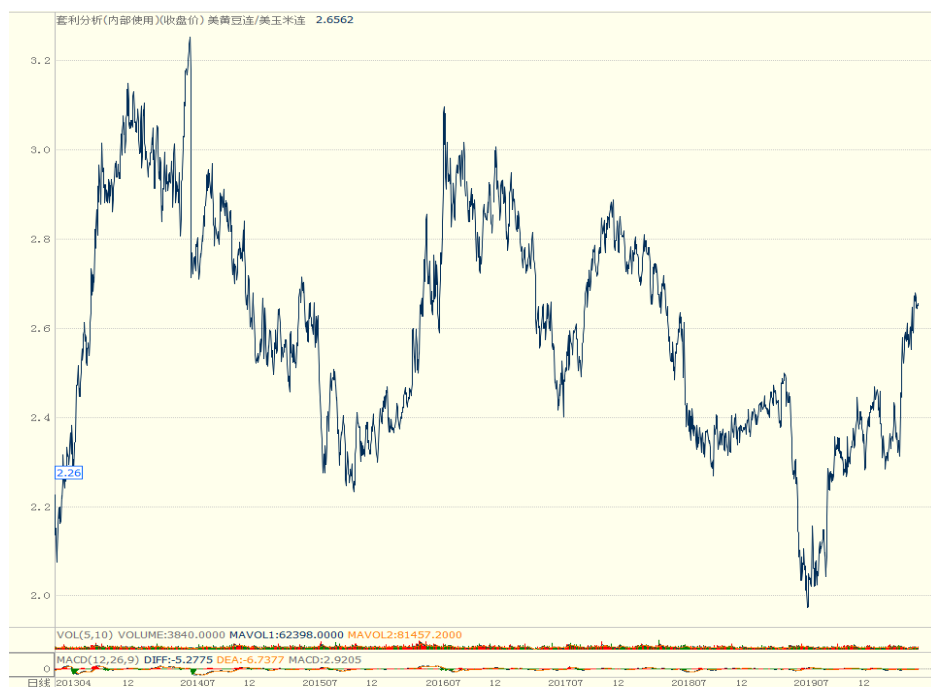
图 1：美国大豆季度库存（吨）



数据来源：兴证期货研发部、USDA

中美贸易争端已经缓和，但对美国大豆的利空影响仍旧持续，美豆价格大幅下跌，农户种植大豆的收益大幅萎缩。但随着原油价格暴跌，玉米需求大幅放缓，导致价格下降幅度更大。美豆进入种植期，CBOT 大豆和玉米价格的比价走势为 2.65，种植大豆的收益高于种植玉米的收益，因此，美国农户可能选择种植更多的大豆。美国农业部报告数据显示，美国大豆种植面积较去年同期大豆的种植面积增加 10% 以上。今年美国大豆的种植面积和产量都可能有很大的恢复。但由于种植玉米和大豆均处于亏损状态，美国农户选择休耕增加，导致大豆种植面积增加不大。

图 2：美国大豆对玉米比价恢复

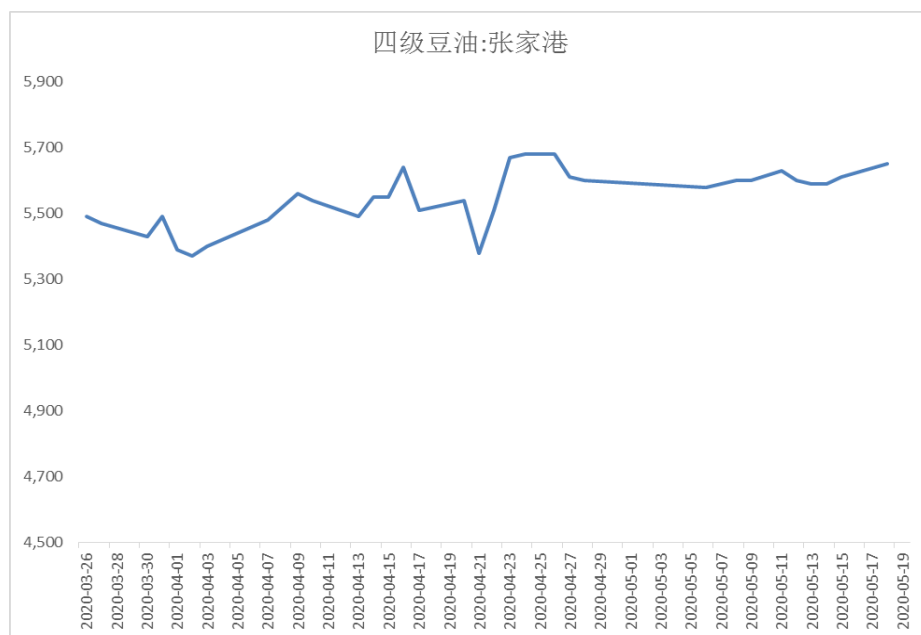


数据来源：兴证期货研发部、博弈大师

1.1.3 豆油价格维持窄幅震荡

从豆油的成交价格来看，国内四级豆油的成交价格窄幅震荡，张家港四级豆油价维持在 5590-5650 元/吨，成交有所增加。

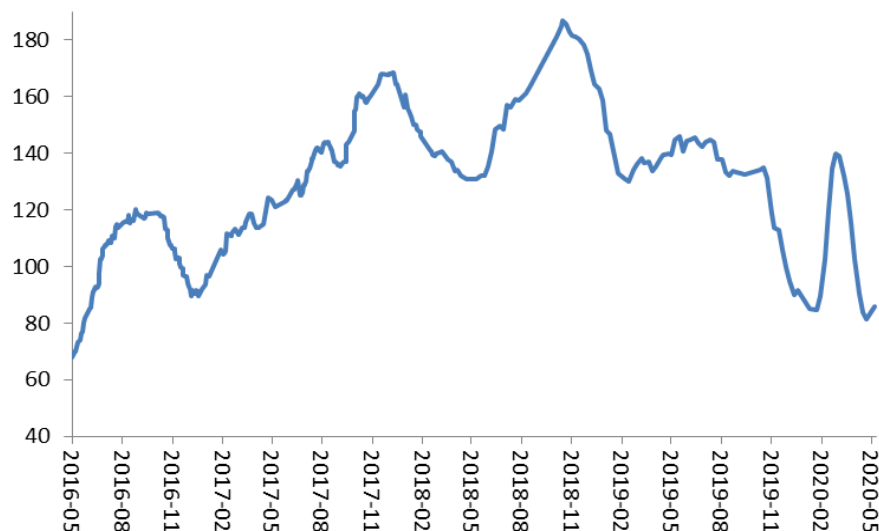
图 3：国内四级豆油成交价格



数据来源：兴证期货研发部、Wind

从供求方面看，国内油厂开工率逐步恢复正常，豆油的供应量相对前期有所增加。目前处于豆油消费淡季，全国豆油的库存为 86 万吨，库存有所增加。

图 4：全国豆油库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

1.1.4 5月大豆进口量同比大幅增加

根据天下粮仓调查显示，2020年5月国内进口大豆数量预期达到986.5万吨，高于去年同期的736万吨。

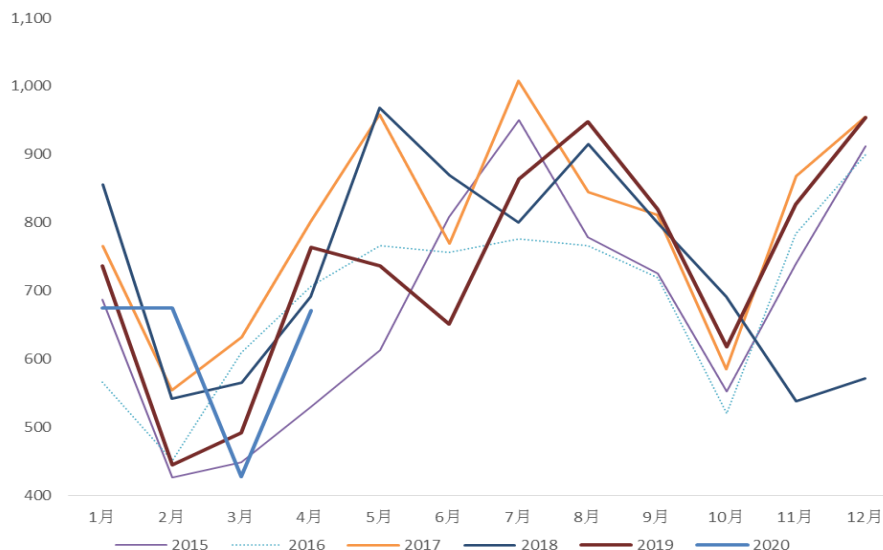
图 5：5月大豆进口预估（万吨）

2020年5月	进口量	船数
东北地区	101.1	15.5
华北地区	132	20
山东地区	242.8	37
华东地区	279.7	46
福建地区	39.2	6
广东地区	107.2	16.5
广西地区	84.5	13
全国总计	986.5	151

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

图 6 为我国大豆月度进口量走势图。4 月我国大豆进口量同比下降 12%，但后期受疫情影响减缓，进口量可能增加。

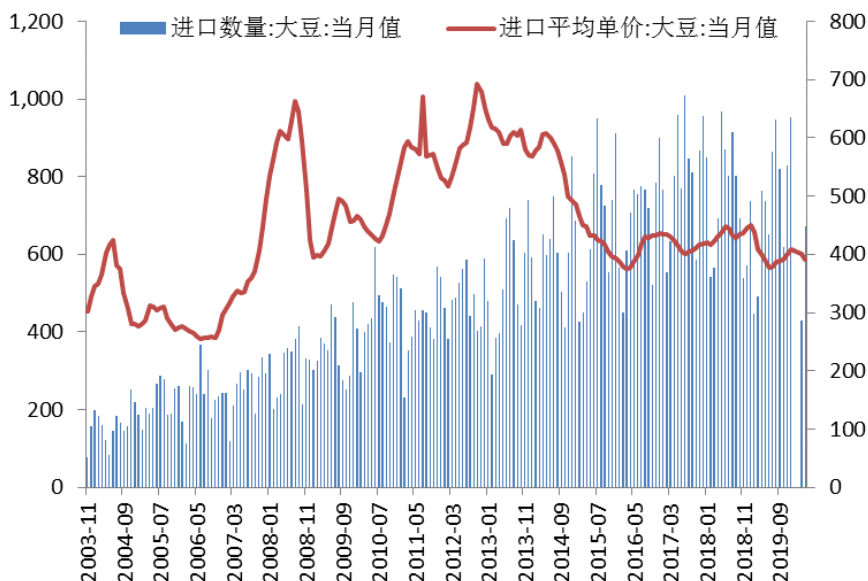
图 6: 大豆进口量 (万吨)



数据来源：兴证期货研发部、Wind

从进口成本角度看，2013 年 3 月，每吨进口大豆的 CNF 价格达到 700 美元，随着全球大豆产量大幅增加，我国进口大豆成本逐步下降。2020 年 4 月，我国大豆的进口量 671 万吨，较去年同期下降 12%。随着中美贸易争端的缓和，国内进口大豆的成本短期预期走低，根据船期，后期我国进口大豆数量将增加。

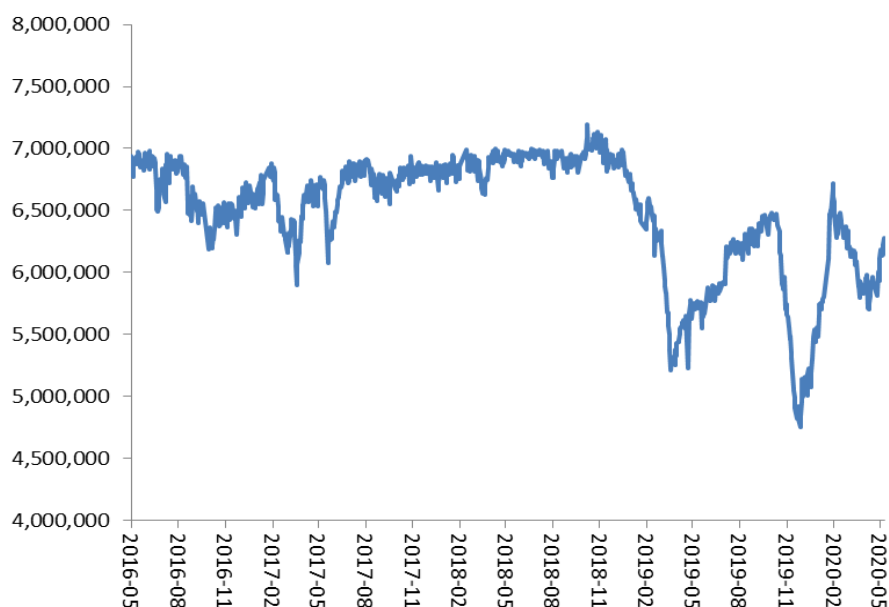
图 7: 大豆进口量及 CNF 均价



数据来源：兴证期货研发部、Wind

国内大豆港口库存为 625 万吨，高于上一周的水平，近期震荡反弹。

图 8：国内大豆港口库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

从大豆压榨产业链来看，美国进口大豆免加征关税后压榨利润大幅增加；巴西和阿根廷进口大豆压榨维持大幅盈利状态。

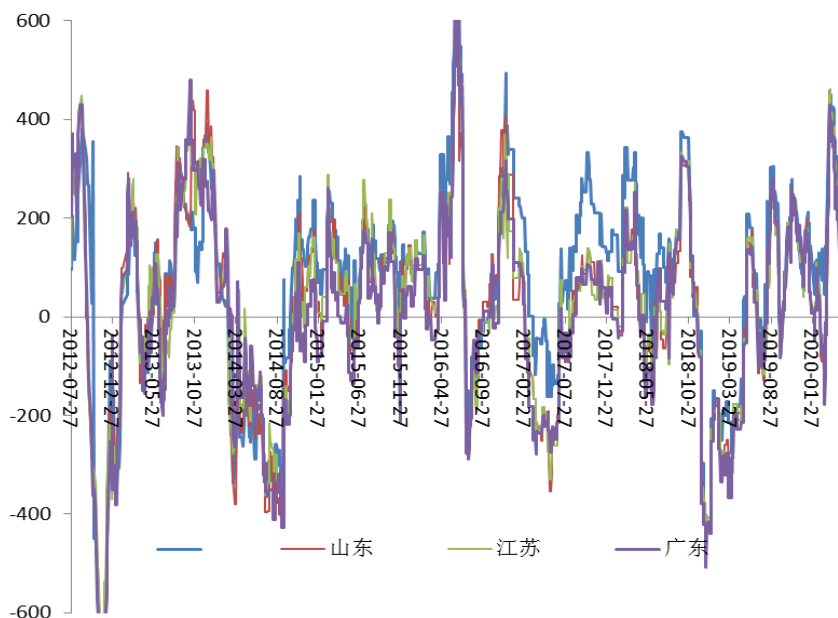
图 9：大豆压榨利润

品种	交货月	CBOT价格	CNF中国 美元/吨	完税价 元/吨	连盘 豆粕	连盘 豆油	盘面 毛利	涨跌	豆粕 现货	豆油 现货	现货 榨利
美湾大豆	7月	835	364	2995	2743	5422	202	11	2678	5480	162
	8月	835	366	3011	2743	5422	186	11	2678	5480	146
	9月	835	366	3018	2807	5528	250	7	2678	5480	139
	10月	845.5	375	3095	2807	5528	173	-4	2678	5480	62
美西大豆	10月	845.5	369	3053	2807	5528	215	-3	2678	5480	104
巴西大豆	7月	835	362	2976	2743	5422	275	7	2678	5480	236
	8月	838.5	368	3031	2743	5422	220	-2	2678	5480	181
	9月	845.5	375	3085	2807	5528	238	-3	2678	5480	127
	2021年2月	844.75	355	2935	2641	5596	271		2678	5480	277
	2021年3月	844.75	350	2897	2641	5596	309		2678	5480	315
	2021年4月	843.75	351	2901	2641	5596	305		2678	5480	311
	2021年5月	843.75	352	2914	2641	5596	292		2678	5480	298
阿根廷大豆	6月	835	354	2907	2743	5422	236	14	2678	5480	195

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

现货压榨方面，受大豆进口增加、油厂开机率上升，豆粕供应逐步转向宽松，主要进口港大豆压榨利润高位有所回调。

图 10: 进口大豆现货压榨利润走势



数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

1.1.5 原油暴跌影响基本消化，豆油区间震荡

从食用需求的角度看，目前进入到油脂消费淡季。疫情影响以及原油价格的大跌已经充分反应。豆油的食用消费和工业消费预期减少，后期豆油价格可能维持区间震荡，区间高点取决于疫情和原油走升的速度。

综合来看，中美贸易争端缓和对外盘利多。美国农业部 5 报告中性偏空，美国大豆种植面积大幅提高，南美大豆产量小幅下调。国内油脂进入消费淡季，后期疫情逐步缓解，有利于豆油的恢复。目前豆油价格处于低位，后期可能逐步震荡企稳。

1.2 棕榈油基本面

1.2.1 马来棕榈油库存大幅增加

图 11：马来西亚棕榈油数据（万吨）

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
2019/03	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%
2020/03	1,397,313	1,728,581	1,181,422	-16.4%	-40.8%
2020/04	1,652,771	2,045,377	1,236,438	0.2%	-25.1%

数据来源：兴证期货研发部、Mpob

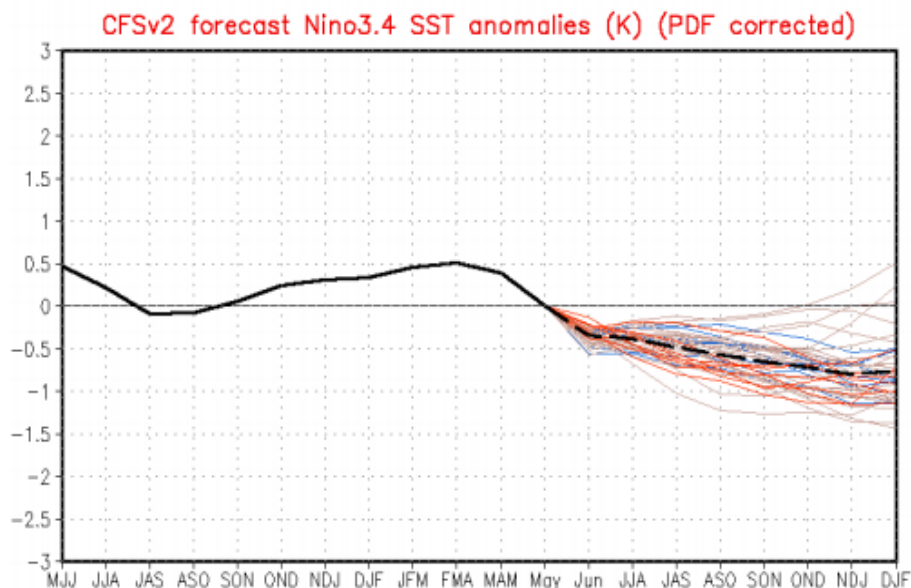
马来西亚棕榈油局公布 4 月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚 4 月棕榈油的产量为 165.2 万吨，高于 3 月的 139.7 万吨，同比增加 0.2%，产量超出市场预期。3 月开始，马来西亚棕榈油进入到增产周期，产量数据出现增加。马来西亚棕榈油 4 月的出口数据为 123.64 万吨，较 3 月的 118.14 万吨小幅增加，高于市场预期。东南亚地区棕榈油价格偏高，出口数量受到一定抑制。马来西亚 4 月棕榈油的期末库存为 204.53 万吨，较 3 月的库存 172.8 万吨出现增加，高于市场预期，对价格略显偏空。

近期由于马来西亚新冠病毒影响较严重，马来政府关闭部分棕榈园，可能会影响棕榈油供应。

1.2.2 天气恢复正常有利于棕榈油生产

棕榈油常年连续生产，受天气的影响也很直接。根据天气预测模型，全球已经进入到中性气候，这有利于东南亚地区的棕榈油主产国马来西亚和印度尼西亚降雨量恢复正常，有利于后期东南亚棕榈油的单产和产量。

图 12: 天气预测模型

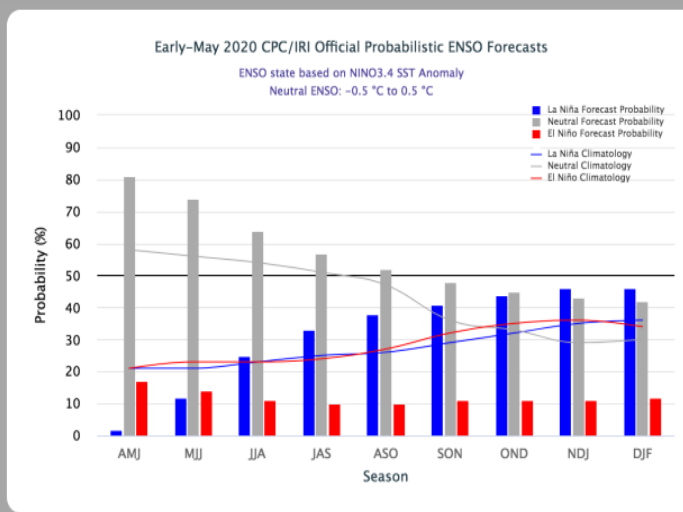


数据来源：兴证期货研发部、NOAA

目前全球已经进入中性天气且会持续到 2020 年夏季以后。

图 13: 厄尔尼诺概率

ENSO-neutral is most likely to continue through the Northern Hemisphere summer 2020, with increasing chances of La Niña through the rest of the year.

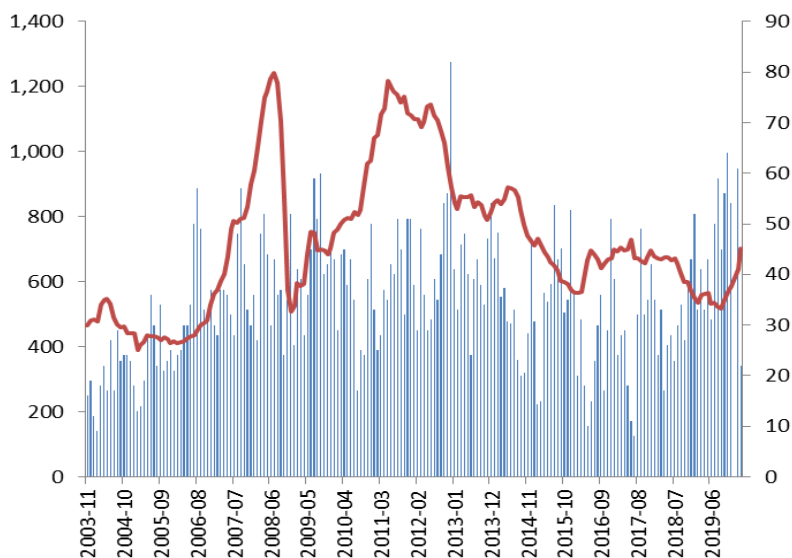


数据来源：兴证期货研发部、NOAA

从棕榈树的生产特性来看，通常来说，当干旱来临，棕榈树的开花和授粉受到影响，对应未来 6--9 个月后的果实产量将会下降，从而影响棕榈油产量。2019 年以来厄尔尼诺气候的影响已经结束，后期由于天气情况良好，棕榈油单产和产量可能逐步恢复到趋势水平。

1.2.3 国内棕榈油库存小幅下降

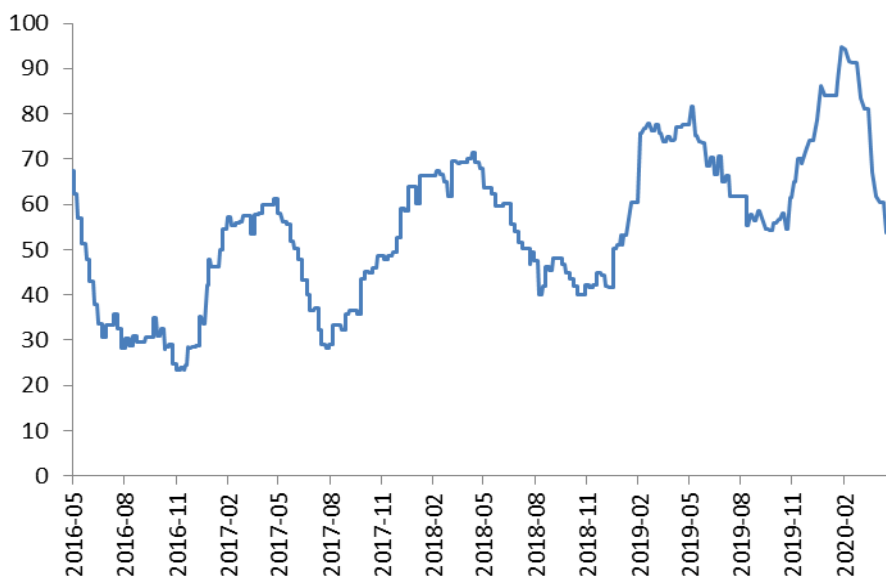
图 14: 棕榈油进口及价格



数据来源：兴证期货研发部、wind

如图 14 所示，3 月我国棕榈油进口 22 万吨，大幅低于去年同期的 41 万吨。目前棕榈油的进口利润亏损，进口量维持低位。近期国内棕榈油进口大幅萎缩，库存持续走低。

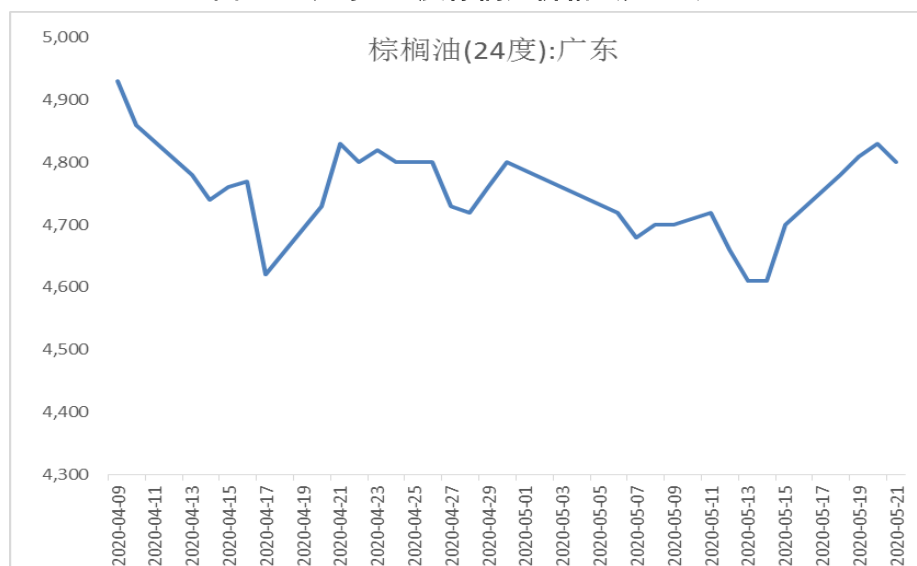
图 15: 国内棕榈油港口库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

从库存的角度看，国内棕榈油的商业库存由 2018 年 11 月的 35 万吨出现大幅增加，目前棕榈油商业库存为 46 万吨。

图 16: 广东 24 度棕榈油价格 (元/吨)



数据来源: 兴证期货研发部、Wind

短期, 国内棕榈油成交价格维持震荡走低。如图 16 所示, 广东 24 度棕榈油的价格 4780-4820 元/吨区间。

1.2.4 棕榈油进口小幅亏损

从进口贸易角度看, 国内华南地区马来西亚 24 度棕榈油的进口成本 4851 元/吨, 现货消费在 4800 元。

图 17: 马来西亚棕榈油进口成本

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	6月	540.00	0	25	565	4851	(华南)
		540.00	0	33	573	4919	(华东)
		540.00	0	37	577	4952	(华北)
	7月	537.50	+2.5	25	562.5	4830	(华南)
		537.50	+2.5	33	570.5	4897	(华东)
		537.50	+2.5	37	574.5	4931	(华北)
	8/9月	532.50	+2.5	25	557.5	4788	(华南)
		532.50	+2.5	33	565.5	4855	(华东)
		532.50	+2.5	37	569.5	4889	(华北)

数据来源: 兴证期货研发部、天下粮仓

从进口贸易的角度来看, 进口的棕榈油小幅亏损。

综合来看, 棕榈油产量同比下滑, 出口需求下降, 期末库存大幅走高。近期马来西亚棕榈油产量受疫情影响降低, 需求同样走低; 未来棕榈油需求恢复不易, 后期棕榈油维持区间震荡概率较大。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

日线图看，豆油主力震荡。目前豆油需求一般，原油下跌影响基本反映在价格中，随着疫情的控制，后期豆油需求增加，价格将维持区间震荡。

图 18: 豆油主力日线



数据来源：兴证期货研发部、文华财经

2.2 棕榈油

日线图看，棕榈油震荡，棕榈油产量下滑，需求下降幅度更大，短期价格将维持区间震荡。

图 19：棕榈油主力日线



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。