

兴证期货·研发中心

2020年8月3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：

ligq@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

7月豆油出现震荡走高行情；新冠疫情影响缓解，餐饮行业活动恢复，油脂的需求有所增加。全球疫情高峰已经过去，各地经济活动开始逐步恢复，能源及油价震荡反弹。国内油厂开工率维持高位，豆粕和豆油的供应逐步增加。受中美关系交恶影响，外盘大豆需求受限，但国内预期偏强，价格震荡走高。中国对美豆进口存在变数，豆类风险溢价走高。南美大豆单产和总产可能维持高位。棕榈油产量有所恢复，需求向好，马来和印尼政府正积极应对，给棕榈油价格带来支撑。国内进口棕榈油库存偏低，后期可能会出现进口增加。

● 后市展望及策略建议

进入8月以后，疫情影响减弱带动原油价格上涨对植物油需求好转有支撑。美国国内局势及中美局势发生恶化，可能对油脂利多。油脂价格已经大幅反弹，后期上涨动力将下降。国内豆油需求逐步增加，有利于价格。东南亚棕榈油需求增加，但生物柴油掺混比率提高进程放缓对需求影响较大。综合来看，油脂价格筑底后反弹，建议投资者震荡偏强对待。

1. 油脂基本面

1.1 豆油

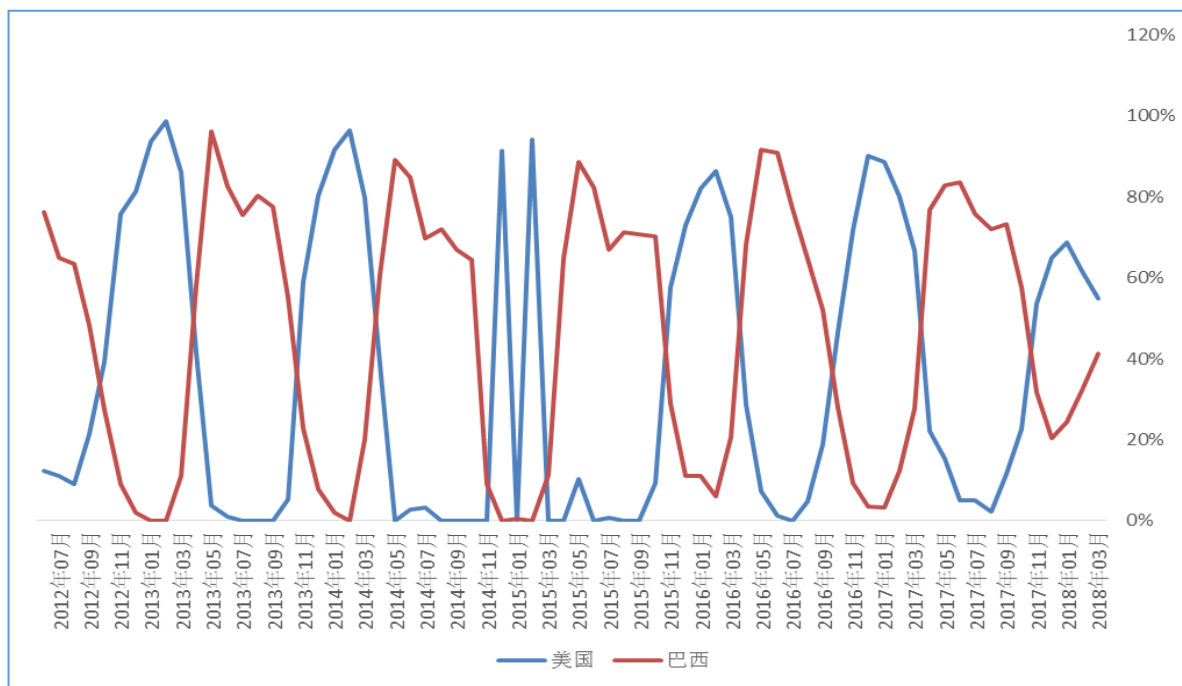
1.1.1 美国大豆种植面积大幅反弹

美国农业部 7 月报告显示，美新豆播种面积 8380 万英亩（上月 8350 万英亩、上年 7610 万英亩），收割面积 8300 万英亩（上月 8280 万英亩、上年 7500 万英亩），单产 49.8 蒲（预期 50.1 蒲、上月 49.8 蒲、上年 47.4 蒲），产量 41.35 亿蒲（预期 41.67 亿蒲、上月 41.25 亿蒲、上年 35.57 亿蒲），出口 20.50 亿蒲（上月 20.50 亿蒲、上年 16.50 亿蒲），压榨 21.60 亿蒲（上月 21.45 亿蒲、上年 21.55 亿蒲），期末 4.25 亿蒲（预期 4.43 亿蒲，上月 3.95 亿蒲、上年 6.20 亿蒲）。巴西大豆产量预估上调 200 万吨至 1.26 亿吨（预期 1.234 亿吨），阿根廷大豆产量维持 5000 万吨不变（预期 5080 万吨）。美豆新作产量因收获面积增加随之相应上调，压榨上调抵消了部分新作产量上调带来的供应增量情况下新作期末库存上调，但其上调幅度略小于此前市场预期，而 USDA 亦同时调高巴西大豆产量预估，本次报告对大豆市场影响中性。

1.1.2 中美关系恶化，大豆进口前途未卜

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。

2020年5月22日，全国人大常委会启动相关程序，为香港制定《香港维护国家安全法》，打击香港极少数危害国家安全的罪犯。这导致美国政府的不满，中美关系恶化。近期，中美关系再度出现恶化局面，导致市场对未来中国进口美国大豆的担忧，给豆类油脂带来风险溢价。

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 大豆进口预期增加对价格有压力

图 3: 8月大豆进口预估 (万吨)

2020年8月	进口量	船数
东北地区	141.8	22
华北地区	129.7	19.5
山东地区	200.1	30.5
华东地区	303.4	45.5
福建地区	42.6	6.5
广东地区	20.1	18.5
广西地区	98.1	15
全国总计	1035.8	158

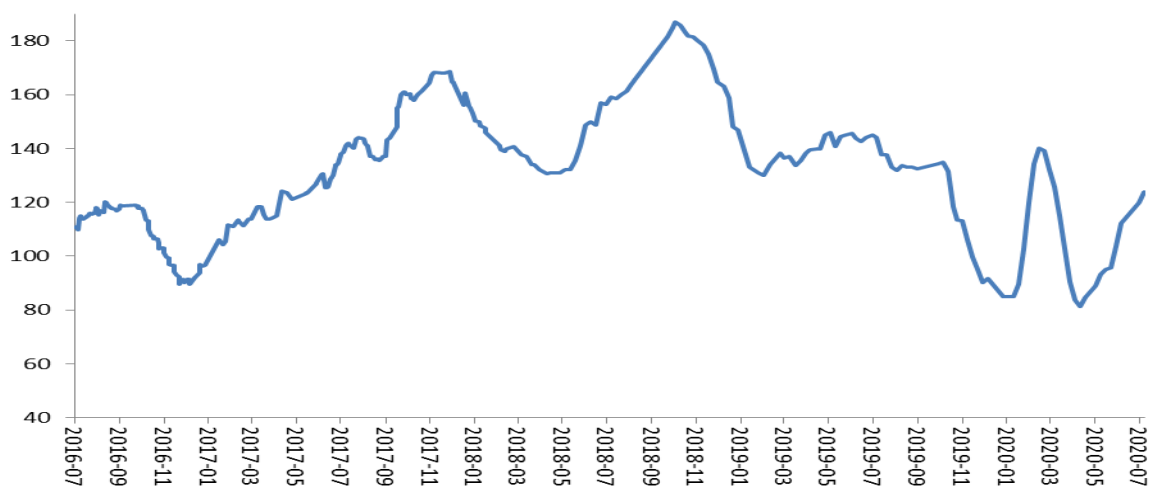
数据来源: 兴证期货研发部、天下粮仓

国内方面, 受养殖补栏逐步恢复, 对豆粕需求增加。前期国内油厂豆源不足的情况发生改观, 开工率恢复。中美贸易关系再度恶化, 近月进口南美大豆出现增加, 但远月船货较少。港口大豆消耗增加。豆油的需求有一定增加, 库存为 124 万吨。

由预报看, 我国 8 月大豆进口数量维持偏高水平, 进口订单维持高位。

1.1.4 豆油库存高位震荡

图 4: 豆油商业库存 (万吨)



数据来源: 兴证期货研发部、Wind

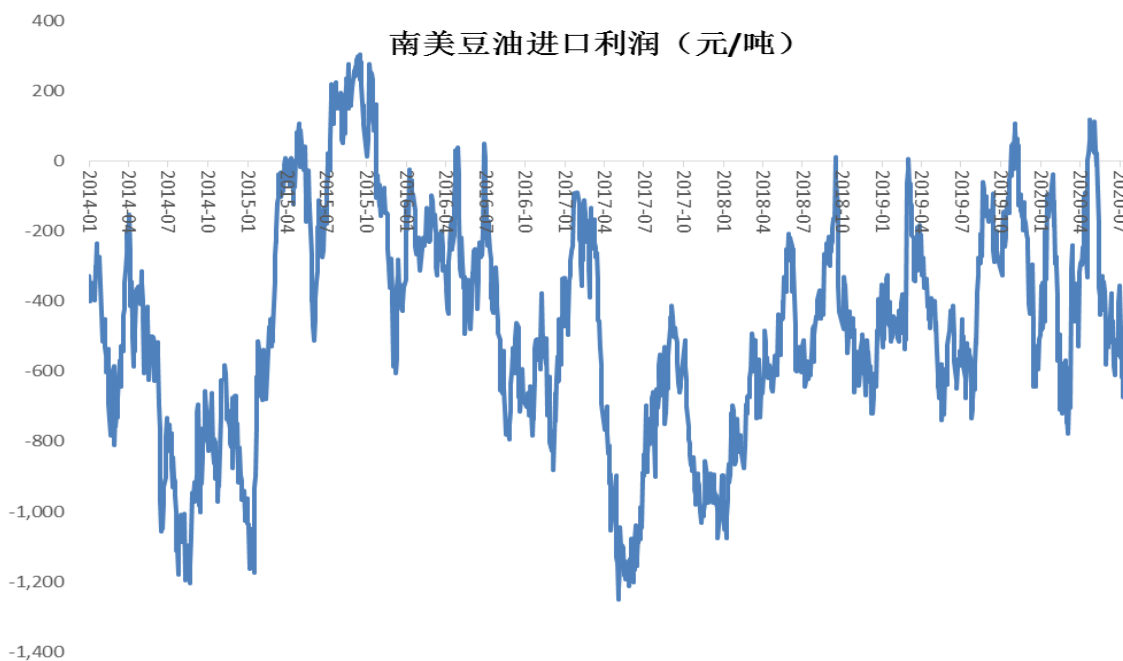
国内豆油的商业库存震荡走高, 豆油供应增加量大于需求, 后期库存可能还将维持偏高区间震荡。

1.1.5 内外盘价差扩大，进口亏损

从进出口情况看，由于外盘豆油价格上涨幅度高于内盘，每吨豆油的进口亏损 600 元；国内和外盘豆油的价差扩大。

从国际情况看，豆油工业需求用途下降，对价格仍有一定压力。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)

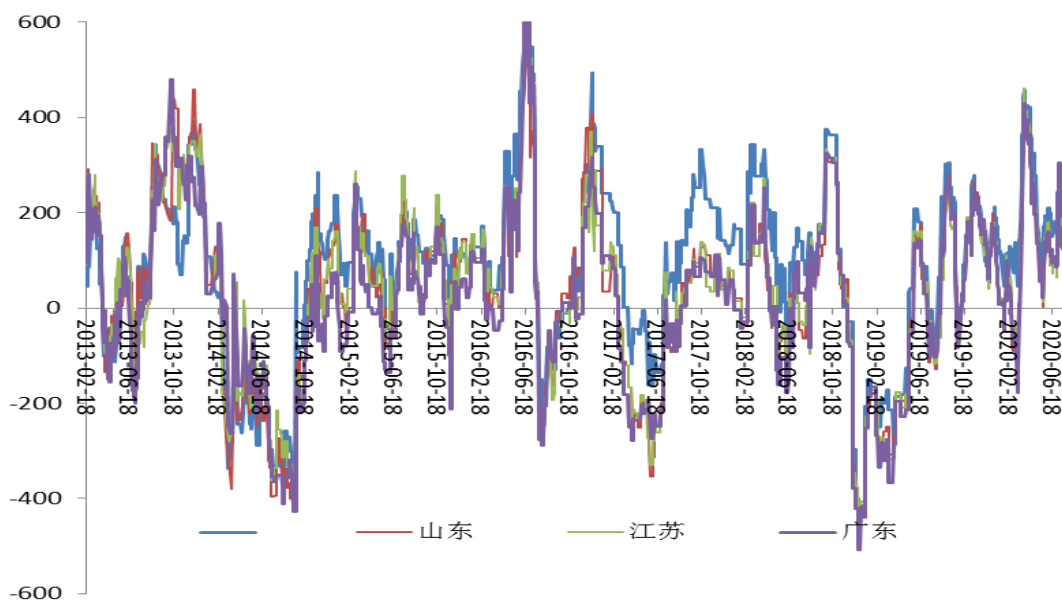


数据来源：兴证期货研发部、Wind

1.1.6 压榨利润小幅反弹

从整个进口大豆的压榨产业链来看，由于进口大豆大幅增加，油厂大豆库存反弹，开工率走高，豆粕价格偏强震荡。油厂的压榨利润维持高位。2020 年 8 月份，大豆供应量维持宽松，压榨利润维持高位水平。

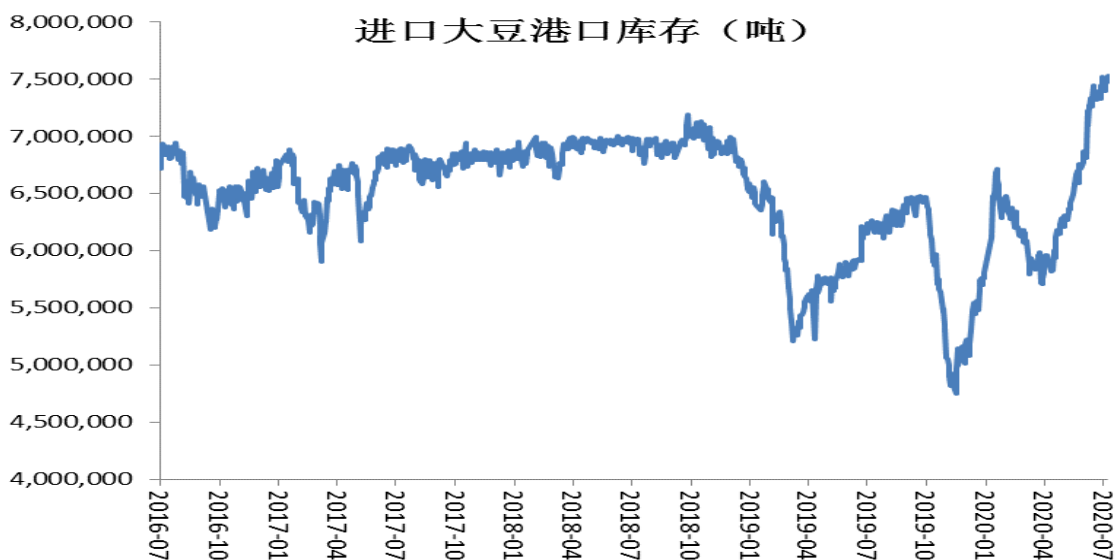
图 6：进口大豆压榨利润



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，6月进口大豆量同比增加。目前，进口大豆库存为 752 万吨，出现增加。

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，8月国内疫情得到控制，国际疫情也逐步缓解，经济活动有所恢复。中美关系转差对大豆价格利多。国内油厂开机率逐步恢复，导致豆粕、豆油供应逐步增加。后期美豆种植天气炒作以及中美贸易交恶对豆类油脂价格偏多，预期豆油价格维持震荡偏强。

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，2020 年 3 月，马来西亚棕榈油产量同比出现大幅下降，出口大幅下降，期末库存小幅增加，对棕榈油利空。从 7 月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量同比可能增加、出口需求大幅增加，棕榈油的库存大概率维持低位。

需求方面，随着原油价格的大幅走低，棕榈油吸引力降低抑制需求。出口数据方面，6 月棕榈油出口量出现大幅增加；综合马来西亚和印度尼西亚供求，棕榈油短期需求超预期。

图 8：马来西亚棕榈油数据

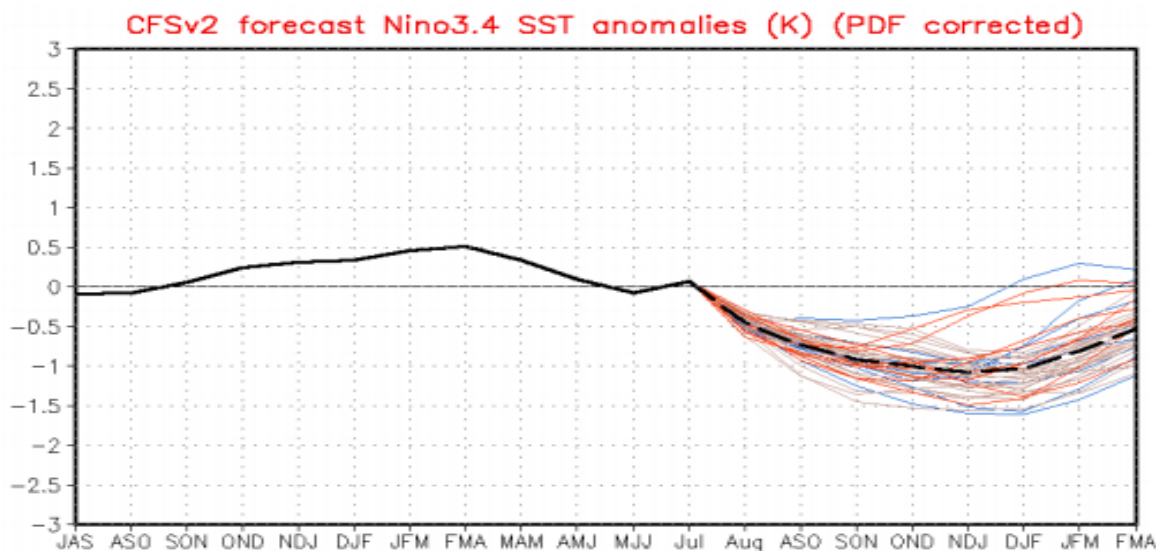
马来西亚棕榈油数据					
	产量	期末库存	出口	产量同比	库存同比
2019/05	1,671,467	2,447,441	1,711,882	9.6%	12.8%
2019/06	1,518,239	2,423,615	1,382,761	13.9%	10.7%
2019/07	1,738,356	2,391,677	1,485,216	15.6%	8.0%
2019/08	1,821,548	2,251,831	1,732,888	12.3%	-9.5%
2019/09	1,842,433	2,448,272	1,409,945	-0.6%	-3.7%
2019/10	1,795,880	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%
2020/05	1,651,328	2,034,480	1,368,619	-1.2%	-16.9%
2020/06	1,885,742	1,901,021	1,709,752	24.2%	-21.6%

数据来源：兴证期货研发部、Mpob

马来西亚棕榈油局公布 6 月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚 6 月棕榈油的产量为 188.57 万吨，远高于 5 月的 165.1 万吨，同比大增 24.2%，产量高于市场预期。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 6 月的出口数据为 170.9 万吨，较 5 月的 136.8 万吨小幅增加，高于市场预期。东南亚地区棕榈油价格反弹，出口数量增加。马来西亚 6 月棕榈油的期末库存为 190.1 万吨，较 5 月的库存 203.4 万吨出现下降，对价格略显偏多。

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

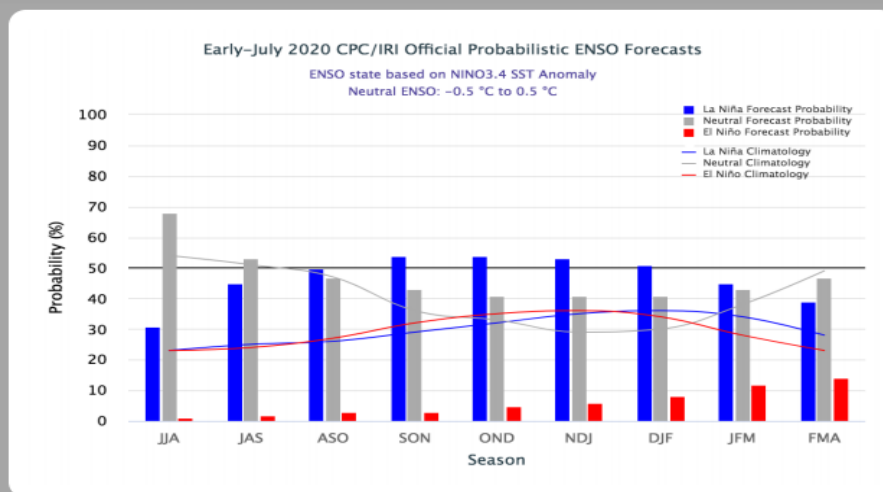


数据来源：兴证期货研发部、NOAA

棕榈油常年连续生产，受长期气候的影响较大。根据 NOAA 预测，全球厄尔尼诺中性天气维持整个夏天，后期有可能进入拉尼娜气候，东南亚气候恢复有利于棕榈油产量。

图 10：天气预测模型

ENSO-neutral is most likely to continue through the Northern Hemisphere summer 2020, with La Niña favored (50-55% chance) beginning in August-October 2020 and continuing through Northern Hemisphere winter 2020-21.



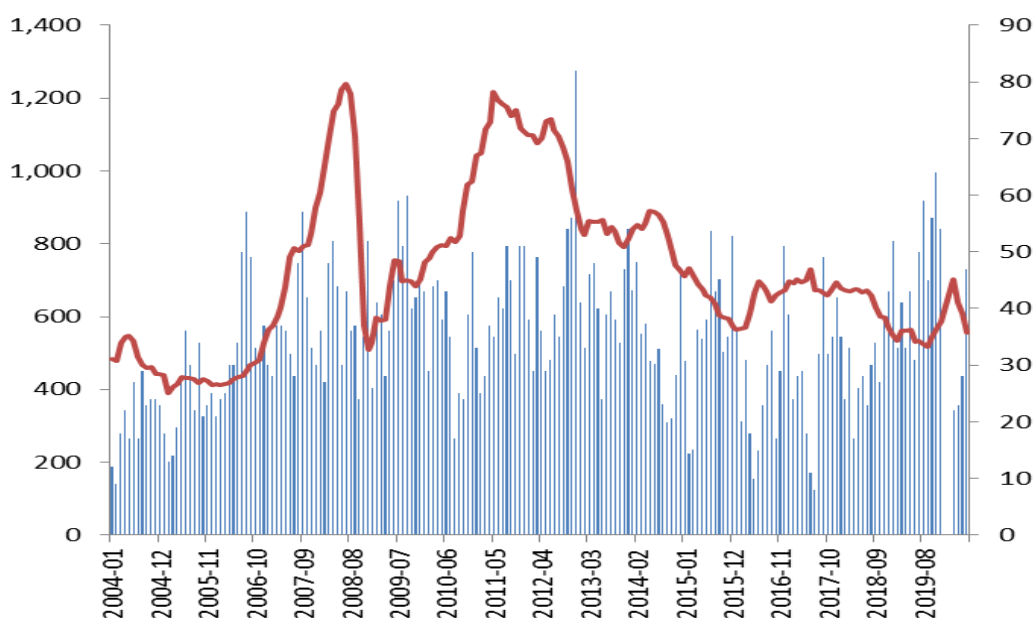
数据来源：兴证期货研发部、NOAA

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。未来可能进入到拉尼娜气候。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 6 月进口 47 万吨，进口量较去年同期的 31 万吨大幅增加 16 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 5910 元/吨，进口成本为 5993 元/吨，进口亏损 83 元/吨。

图 12：马来西亚棕榈油进口成本（元/吨）

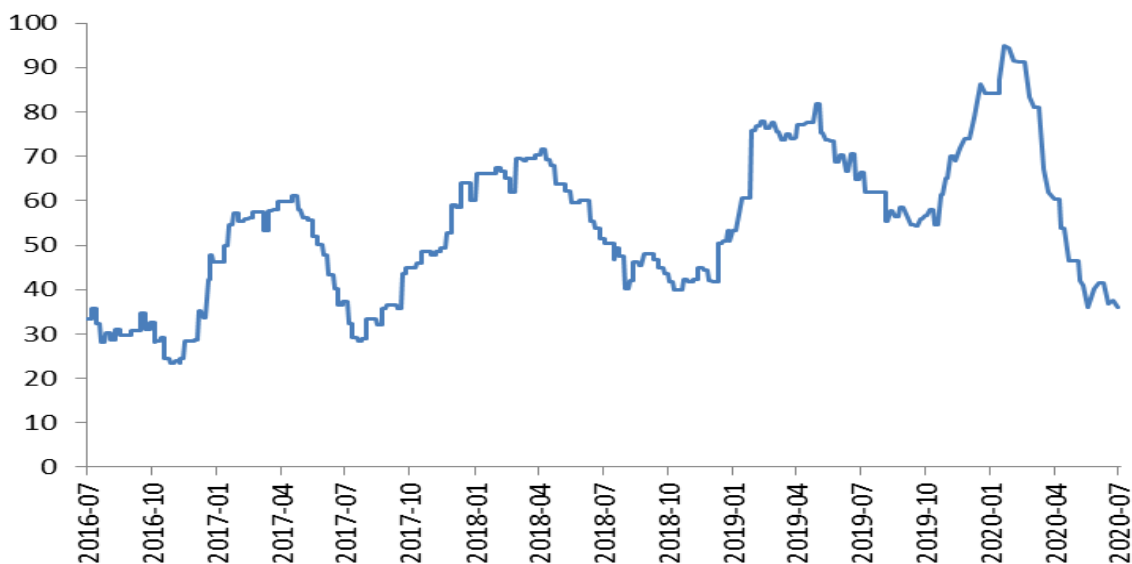
品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CNF (美元/吨)	完税价 (元/吨)	港口
24度棕榈油	8月	687.5	0	25	712.5	5993	(华南)
		687.5	0	33	720.5	6060	(华东)
		687.5	0	37	724.5	6093	(华北)
	9月	680	0	25	705	5931	(华南)
		680	0	33	713	5997	(华东)
		680	0	37	717	6030	(华北)
	10/11/12月	642.5	+2.5	25	667.5	5620	(华南)
		642.5	+2.5	33	675.5	5686	(华东)
		642.5	+2.5	37	679.5	5719	(华北)

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

1.2.4 需求好转，库存震荡走低

目前，国内棕榈油的商业库存 36 万吨，近期震荡走低，主要是因为棕榈油需求好转。

图 13：棕榈油库存走势



数据来源：兴证期货研发部、Wind

1.2.5 豆棕价差扩大

豆油和棕榈油的价差扩大至 620，主要因为外盘棕榈油需求增加，价格较国内上涨更高。

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进入增产周期，产量可能增加。短期来看，棕榈油的需求出现报复性反弹，出口量环比大增。随着原油价格逐步反弹，预期棕榈油用于生物柴油的需求可能逐步好转。国内方面，棕榈进口数量增加，库存维持低位，对棕榈油价格有支撑。棕榈油价格可能震荡偏强。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

7月豆油价格震荡走高。国内疫情逐步缓解，国际疫情逐步改善，需求开始复苏，中美、中加关系恶化，豆油风险溢价提高，价格震荡走高，建议震荡偏强对待。

图 15：豆油技术分析（日 K 线）

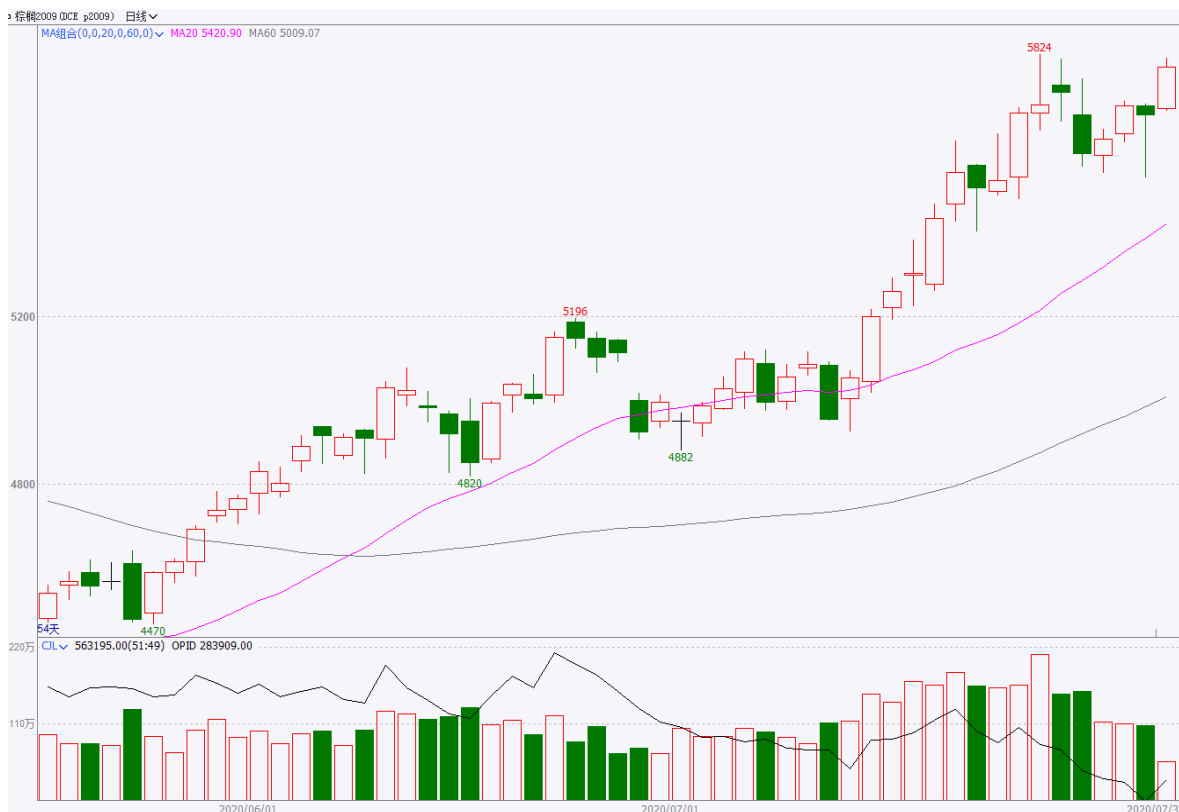


数据来源：兴证期货研发部、文华财经

2.2 棕榈油

7月棕榈油价格震荡走高。疫情影响基本结束，随着原油价格上涨，棕榈油生物柴油需求逐步恢复。棕榈油价格可能继续震荡偏强。

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。