

兴证期货·研发中心

2020年9月7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

原油价格出现回调，植物油需求有所恢复，价格震荡偏强。受中美关系不确定影响，豆类油脂升水溢价偏高带动价格偏强。市场传言政府将临储豆油导致豆油价格偏强运行。油厂大豆供应增加，开工率维持偏高水平，豆油供应维持高位。目前国内豆油库存130万吨。近期，美豆主产区出现干旱，对大豆油脂价格利多；东南亚洪水导致棕榈油减产预期给本就偏紧的棕榈油带来利多。综合来看，中美关系不确定给豆类油脂价格带来动力，美国大豆减产对豆油利多，国储收购豆油预期给油脂价格带来升水溢价；东南亚的减产预期对棕榈油价格利多，国内油脂价格整体高位偏强震荡。

● 后市展望及策略建议

美国大豆单产大幅提高导致美豆产量大幅增加，美豆期末库存增加高于预期，但近期美国大豆主产区干旱导致单产预期下降。短期市场关注中美关系导致进口大豆减少以及政府收储200万吨豆油的传言，给豆类油脂带来风险溢价。东南亚地区棕榈油供求紧张，减产预期对棕榈油价格刺激作用。印度和中国由于棕榈油库存偏低，增加对棕榈油的采购导致外盘需求良好带动棕榈油震荡偏强。目前来看，整体油脂价格维持高位偏强震荡走势。

1. 油脂基本面

1.1 豆油基本面

1.1.1 中美关系恶化，油脂升水溢价走高

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。7月6日，中美双方正式加征关税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。近期，中美关系恶化，导致市场给豆类油脂较高风险溢价带动价格走高

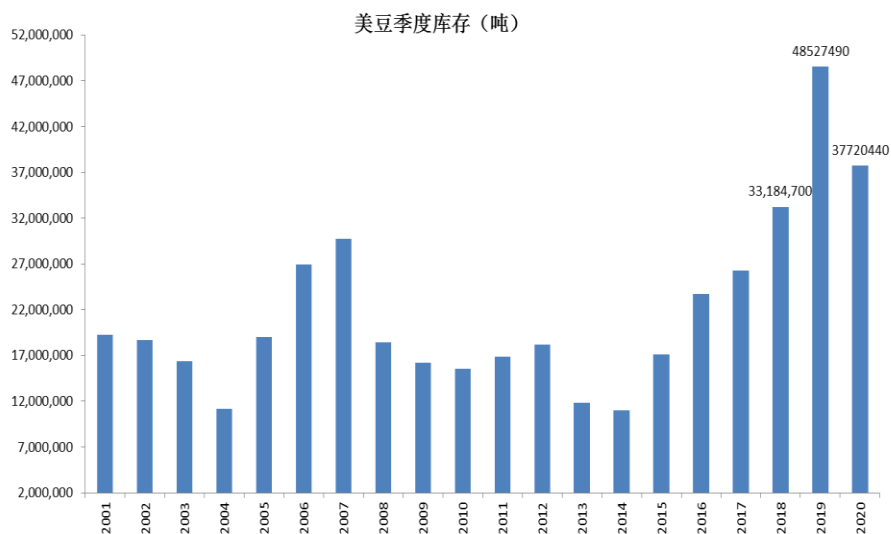
美国是全球大豆产量最大的国家。美国大豆出口量的62%出口到中国。2016/17年度中国进口大豆总量达到9500万吨，从美国进口3200万吨，占30%。中美贸易争端导致美国大豆出口减少，大豆价格下挫。中国进口大豆受限，进口大豆价格大幅上涨。中美贸易争端导致中美双方两败俱伤。

1.1.2 美国农业部 8 月报告偏空

美国新豆播种面积 8380 万英亩（上月 8380 万英亩、上年 7610 万英亩），收割面积 8300 万英亩（上月 8300 万英亩、上年 7500 万英亩），单产 53.3 蒲（预期 51.3 蒲、上月 49.8 蒲、上年 47.4 蒲），产量 44.25 亿蒲（预期 42.74 亿蒲、上月 41.35 亿蒲、上年 35.52 亿蒲），出口 21.25 亿蒲（上月 20.50 亿蒲、上年 16.50 亿蒲），压榨 21.80 亿蒲（上月 21.60 亿蒲、上年 21.60 亿蒲），期末 6.10 亿蒲（预期 5.23 亿蒲，上月 4.25 亿蒲、上年 6.15 亿蒲）。美新豆单产大幅调高导致产量预估调升幅度高于预期，而压榨、出口预估上调仅仅抵消了新作产量大幅上调带来的部分供应增量，导致新作期末库存预估最终仍然大幅上调，高于此前市场预期，8 月报告对大豆市场影响利空。

美国农业公布季度库存报告显示，截止 2020 年 6 月 1 日美国大豆库存为 3771 万吨，比 2019 年 6 月 1 日的 4852 万吨足足下降了 1080 万吨。但从历史库存看，库存处于历史的偏高水平，对价格有压力。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。

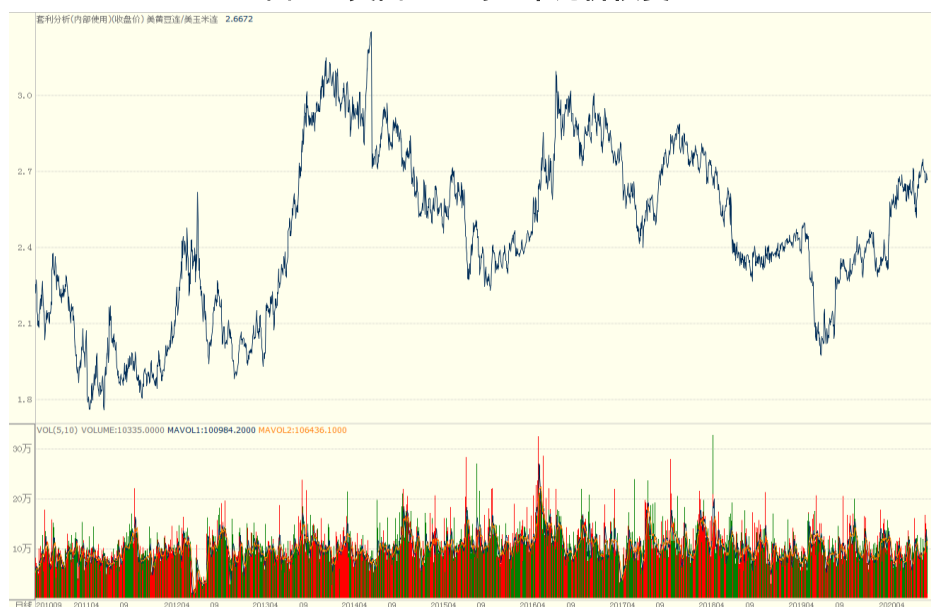
图 1：美国大豆季度库存（吨）



数据来源：兴证期货研发部、USDA

中美贸易争端出现反复，对美国大豆的利空影响仍旧持续，美豆价格大幅偏弱，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。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。美国大豆的种植面积和产量都可能有很大的恢复。

图 2：美国大豆对玉米比价恢复

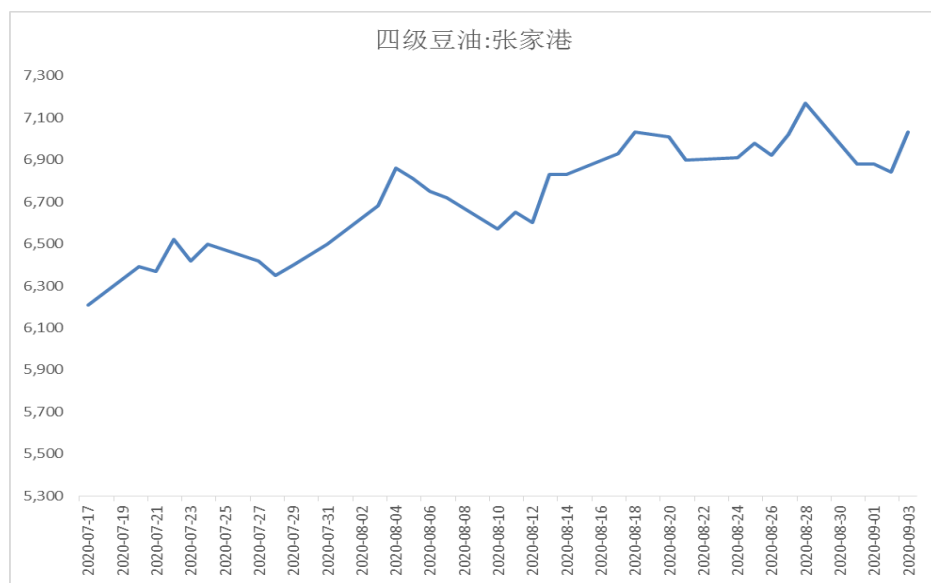


数据来源：兴证期货研发部、博弈大师

1.1.3 豆油价格震荡偏强

从豆油的成交价格来看，国内四级豆油的成交价格高位震荡，张家港四级豆油价维持在 6880-7030 元/吨，成交有所增加。

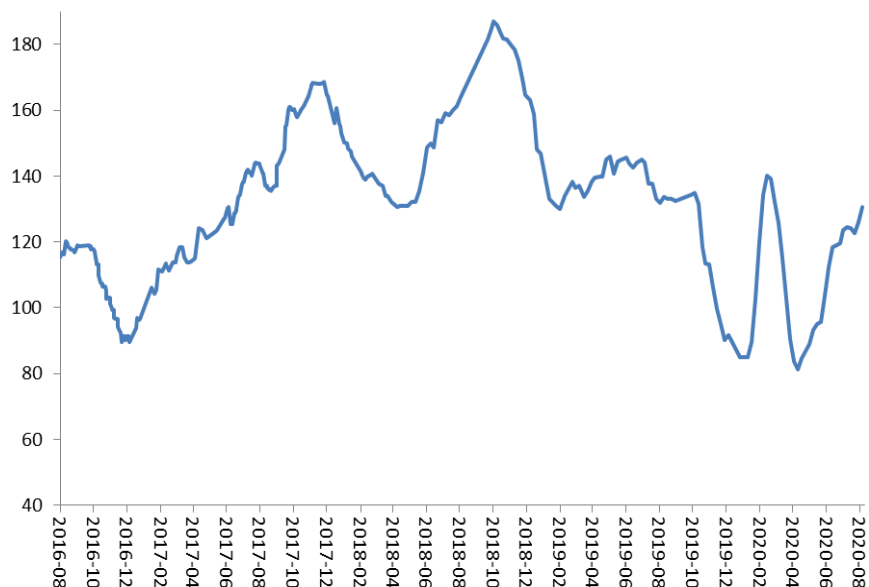
图 3：国内四级豆油成交价格



数据来源：兴证期货研发部、Wind

从供求方面看，国内油厂开工率恢复正常，豆油的供应量相对前期有所增加。目前豆油消费逐步好转，全国豆油的库存为 130 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 9月大豆进口量同比增加

根据天下粮仓调查显示，2020年9月国内进口大豆数量预期达到894.7万吨，高于去年同期的820万吨。

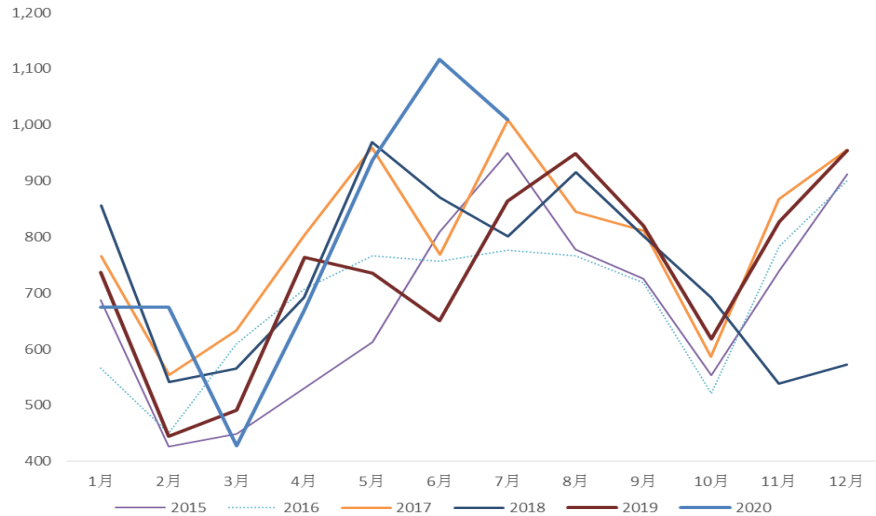
图 5：9月大豆进口预估（万吨）

2020年9月	进口量	船数
东北地区	104.6	16
华北地区	122.3	19
山东地区	176	27
华东地区	278.7	43
福建地区	42.7	7
广东地区	98.9	15.5
广西地区	71.5	11
全国总计	894.7	138.5

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。7月我国大豆进口量同比上涨17%，从船期看后期进口量还将维持高位。

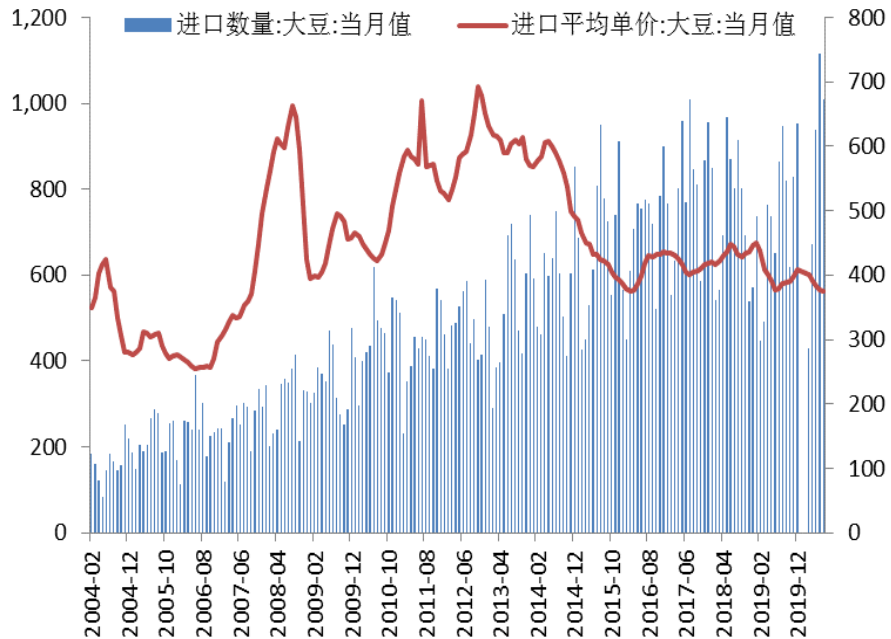
图6：大豆进口量（万吨）



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7月，我国大豆的进口量1009万吨，较去年同期增加17%。随着中美关系恶化，国内进口大豆数量可能受限。

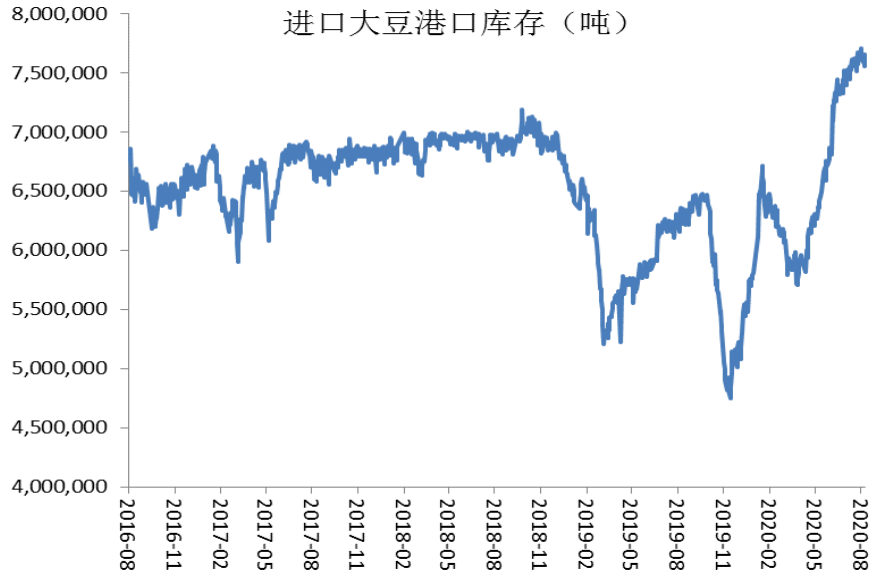
图7：大豆进口量及CNF均价



数据来源：兴证期货研发部、Wind

国内大豆港口库存为 765 万吨，高于上一周的水平，近期高位震荡。

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维持高位；巴西和阿根廷进口大豆压榨维持较好的盈利状态。

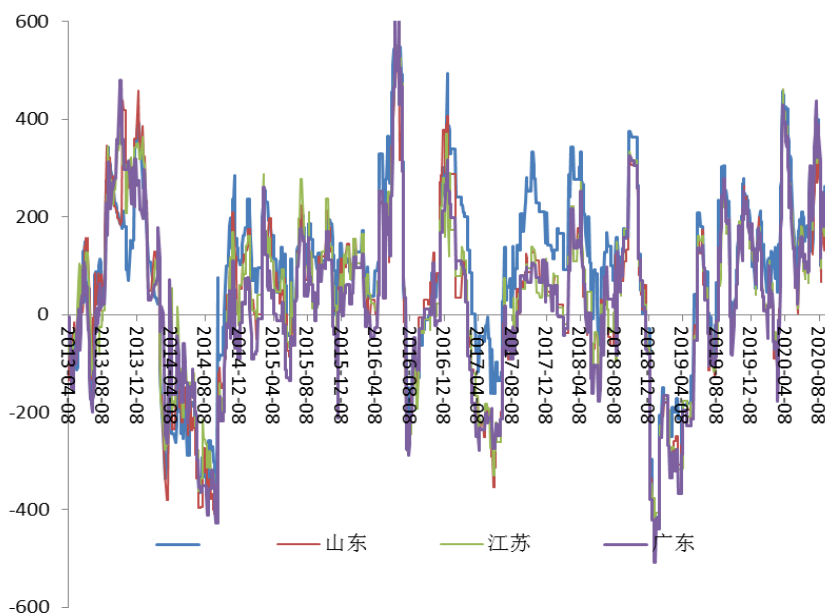
图 9: 大豆压榨利润

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	9月	966	437	3446	2941	6752	160	-46	2907	6920	165
	10月	966	435	3437	2941	6752	169	-30	2907	6920	174
	11月	966	435	3441	2941	6752	165	-30	2907	6920	170
	12月	972.25	435	3442	2941	6752	164	-38	2907	6920	169
	2021年1月	972.25	435	3460	2814	6602	17		2907	6920	151
美西大豆	10月	966	429	3389	2941	6752	217	-40	2907	6920	222
	11月	966	429	3391	2941	6752	215	-38	2907	6920	220
	12月	972.25	430	3403	2941	6752	203	-35	2907	6920	208
巴西大豆	9月	966	451	3553	2941	6752	121	-15	2907	6920	128
	10月	966	452	3563	2941	6752	111	-21	2907	6920	118
	11月	966	451	3560	2941	6752	114	-29	2907	6920	121
	12月	972.25	452	3573	2941	6752	101	-30	2907	6920	108
	2021年1月	972.25	425	3378	2814	6602	33	-19	2907	6920	164
	2021年2月	972.75	417	3323	2814	6602	88	-30	2907	6920	219
	2021年3月	972.75	409	3257	2814	6602	154	-27	2907	6920	285
	2021年4月	974.25	406	3237	2814	6602	174	-30	2907	6920	305
	2021年5月	974.25	408	3248	2814	6602	163	-27	2907	6920	294
2021年6月	976.75	411	3270	2814	6602	141	-35	2907	6920	272	
阿根廷大豆	9月	966	431	3394	2941	6752	145	-16	2907	6920	148
	2021年5月	976.75	400	3187	2814	6602	224	-38	2907	6920	355

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

现货压榨方面，大豆进口增加、油厂开机率维持高位，豆粕供应宽松，主要进口港大豆压榨利润小幅下降。

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 需求有所增加，油脂震荡偏强

从食用需求的角度看，后期逐步进入到油脂消费旺季，随着双节补库，油脂的需求将会出现增加。近期，原油价格维持高位震荡偏强，未来豆油的工业需求很难有好转。

综合来看，中美贸易争端再起对外盘利空，对内盘利多。美国农业部 8 报告中性偏空，美国大豆单产大幅提高，产量因此大幅增加，期末库存高于市场预期。近期美国大豆主产区出现干旱，市场预期大豆产量将下降，对豆类油脂价格利多。国内油脂逐步进入双节补库行情，后期需求恢复，有利于豆油的价格。市场传言政府将临储对豆油价格利多，短期豆油将维持高位震荡偏强。

1.2 棕榈油基本面

1.2.1 马来棕榈油库存小幅下降

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
2019/07	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%
2020/07	1,807,748	1,698,036	1,782,276	4.0%	-29.0%

数据来源：兴证期货研发部、Mpob

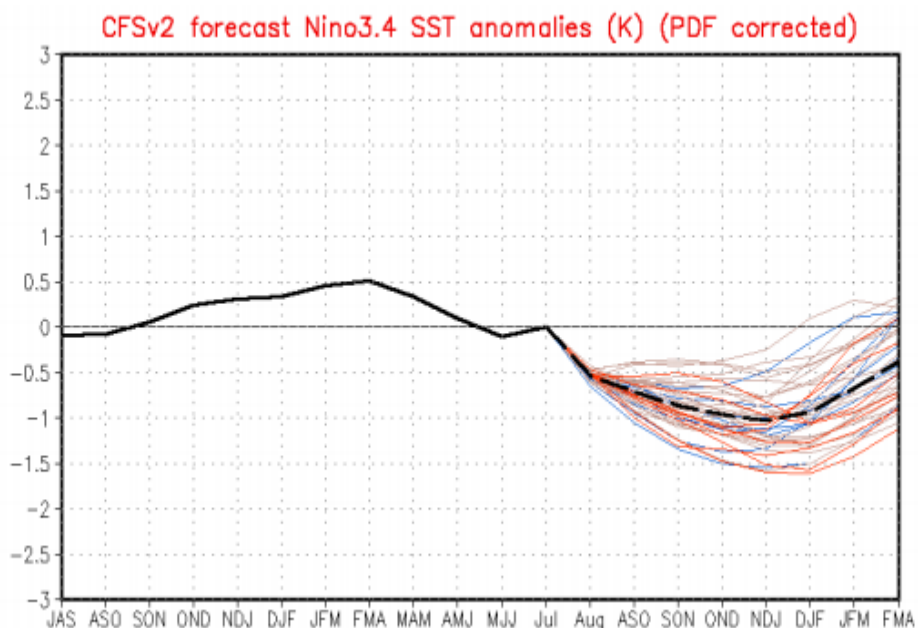
马来西亚棕榈油局公布 7 月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚 7 月棕榈油的产量为 180.77 万吨，低于 6 月的 188.57 万吨，同比增加 4.0%，产量高于市场预期。3 月开始，马来西亚棕榈油进入到增产周期，产量数据出现增加。马来西亚棕榈油 7 月的出口数据为 178.23 万吨，较 6 月的 170.9 万吨小幅增加，高于市场预期。东南亚地区棕榈油价格反弹，出口数量增加。马来西亚 7 月棕榈油的期末库存为 169.80 万吨，高于市场预期的 167 万吨，较 6 月的库存 190.1 万吨出现下降。

由于马来西亚新冠病毒影响较严重，印尼和马来劳动力缺乏，影响棕榈油生产和供应。

1.2.2 天气有利于棕榈油生产

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，全球处于中性气候到拉尼娜气候过渡期，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

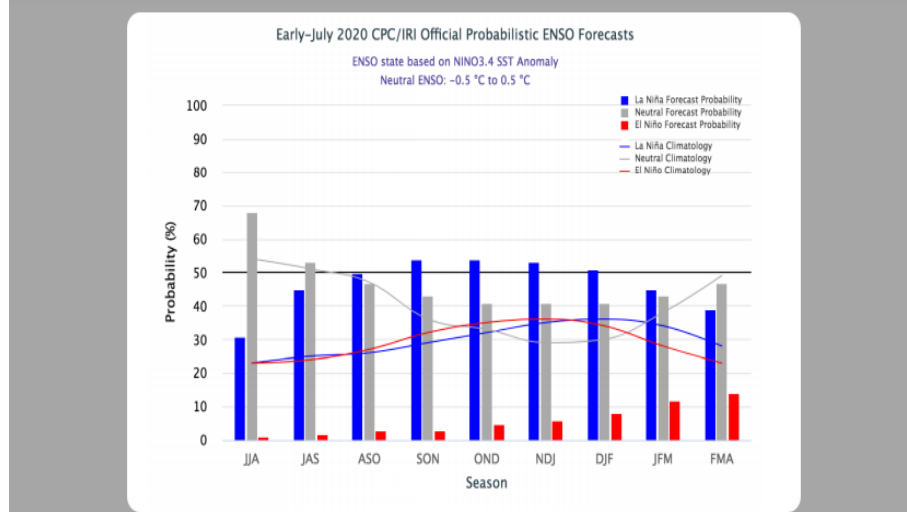


数据来源：兴证期货研发部、NOAA

目前全球大概率逐步进入到拉尼娜气候。

图 13: 厄尔尼诺概率

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.

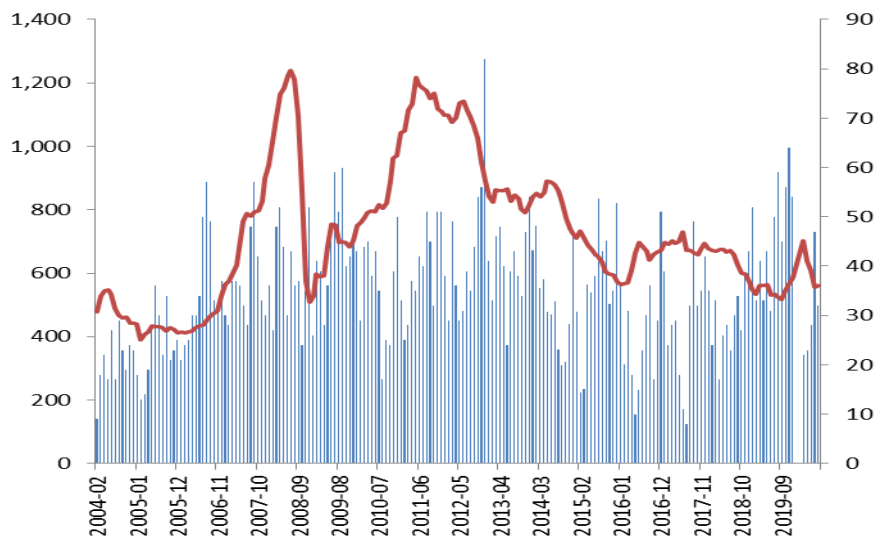


数据来源：兴证期货研发部、NOAA

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。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 国内棕榈油库存维持低位

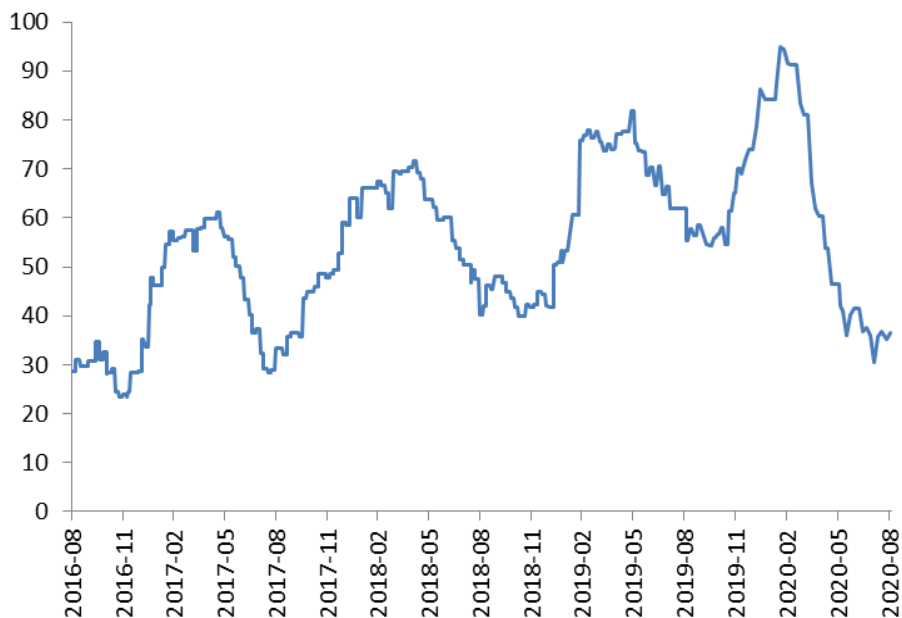
图 14: 棕榈油进口及价格



数据来源：兴证期货研发部、wind

如图 14 所示，7 月我国棕榈油进口 32 万吨，大幅低于去年同期的 50 万吨。

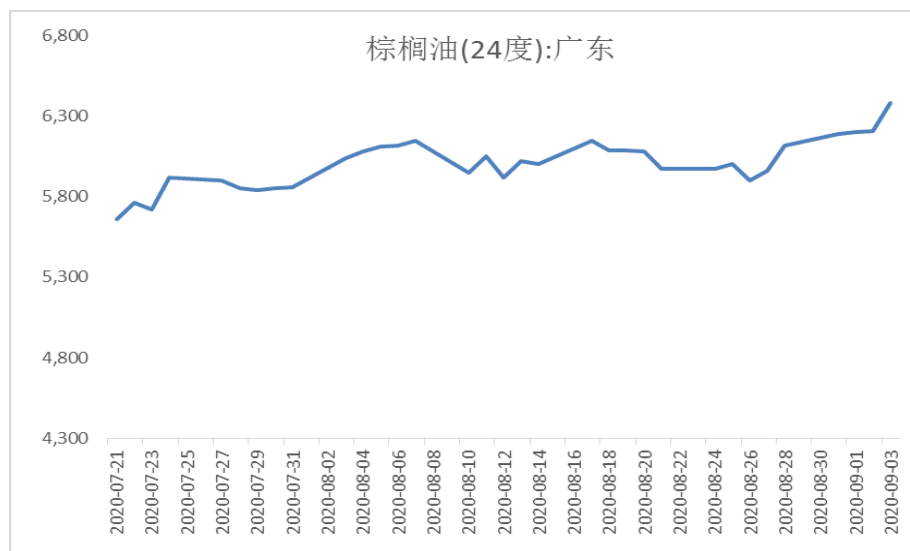
图 15: 国内棕榈油港口库存（万吨）



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为 36 万吨，处于近年来低位水平。

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高。如图 16 所示, 广东 24 度棕榈油的价格 6120-6380 元/吨区间。

1.2.4 棕榈油进口小幅盈利

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 6359 元/吨, 现货消费在 6380 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	9月	750	-5	24	774	6359	(华南)
		750	-5	32	782	6424	(华东)
		750	-5	36	786	6457	(华北)
	10/11/12月	725	-7.5	24	749	6157	(华南)
		725	-7.5	32	757	6221	(华东)
		725	-7.5	36	761	6254	(华北)
	1/2/3月	700	-10	24	724	5954	(华南)
		700	-10	32	732	6019	(华东)
		700	-10	36	736	6051	(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, 进口的棕榈油小幅盈利。

综合来看, 棕榈油产量同比增加, 出口需求增加, 期末库存小幅下降。近期需求逐步恢复, 减产对棕榈油价格利多; 中国、印度等油脂库存偏低, 棕榈油进口需求增加, 棕榈油价格可能维持区间震荡偏强。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

日线图看，豆油主力震荡走高。经济逐步企稳好转，利于豆油工业需求增加，国储收购传闻及美豆减产预期导致豆油价格上涨，豆油价维持震荡偏强。

图 18: 豆油主力日线

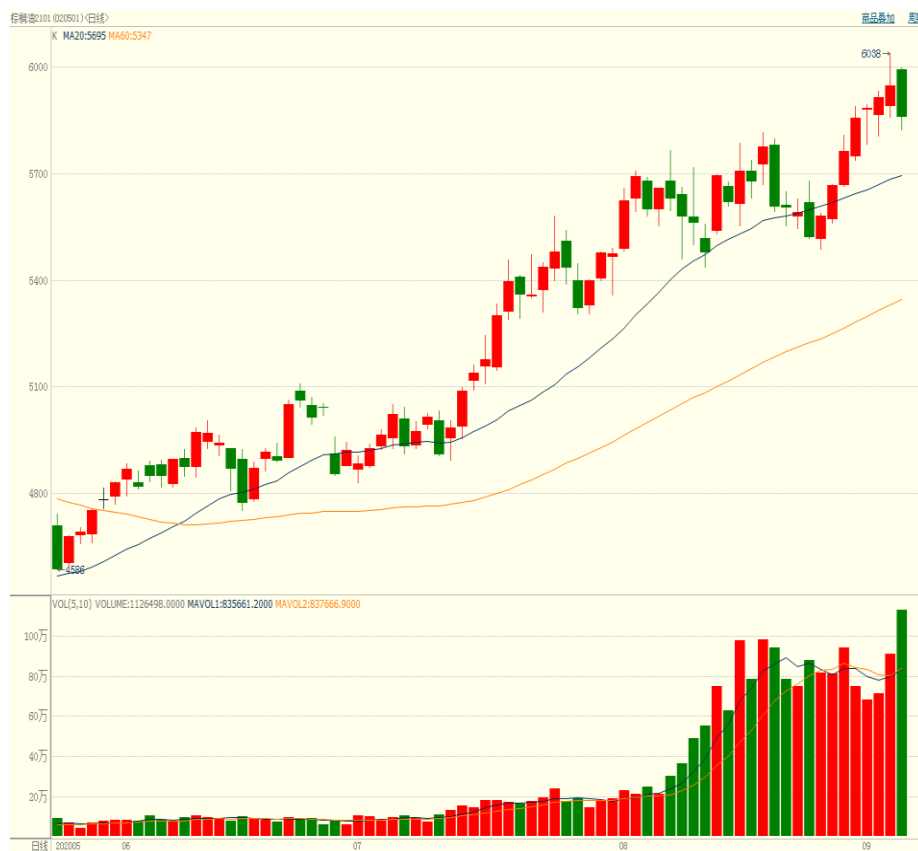


数据来源：兴证期货研发部、博弈大师

2.2 棕榈油

日线图看，棕榈油震荡偏强。经济逐步企稳，棕榈油需求转好；受豆油收储传闻及东南亚减产影响，棕榈油价格相对偏强，维持高位震荡。

图 19：棕榈油主力日线



数据来源：兴证期货研发部、博弈大师

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。