

兴证期货·研发中心

2020年9月28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

原油价格震荡，植物油价格冲高后大幅杀跌。中国大量进口美豆对外盘大豆利多；美国天气偏干旱导致减产预期强化，前期豆类油脂升水溢价偏高后出现大幅杀跌。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133万吨。近期，美豆主产区的干旱仍将给大豆油脂价格带来利多影响，但有传言减产可能并没有预期的那么大对价格利空；马来西亚棕榈油产量增加但需求尚可，期末库存可能小幅增加，对价格利空。综合来看，中国增加美豆进口和美豆主产区干旱炒作对豆类油脂的利多影响短暂退场，油脂大幅回调后将维持震荡调整。

● 后市展望及策略建议

美国农业部9月报告调低单产和产量，对大豆价格利多。美国大豆主产区干旱可能仍将对价格产生利多影响，需要持续关注。近期国内大量进口美豆，政府收储200万吨豆油的传言，给豆类油脂带来风险溢价，但目前溢价过高可能不利于价格。东南亚地区棕榈油供求略紧张，对棕榈油价格利多。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略好。目前来看，整体油脂价格大幅下跌后将维持短暂调整，暂时观望。

1. 油脂基本面

1.1 豆油基本面

1.1.1 利多短暂退场，大豆冲高回落

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。前期市场炒作干旱和中国进口增加的影响逐步退场，大豆价格出现回调。

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

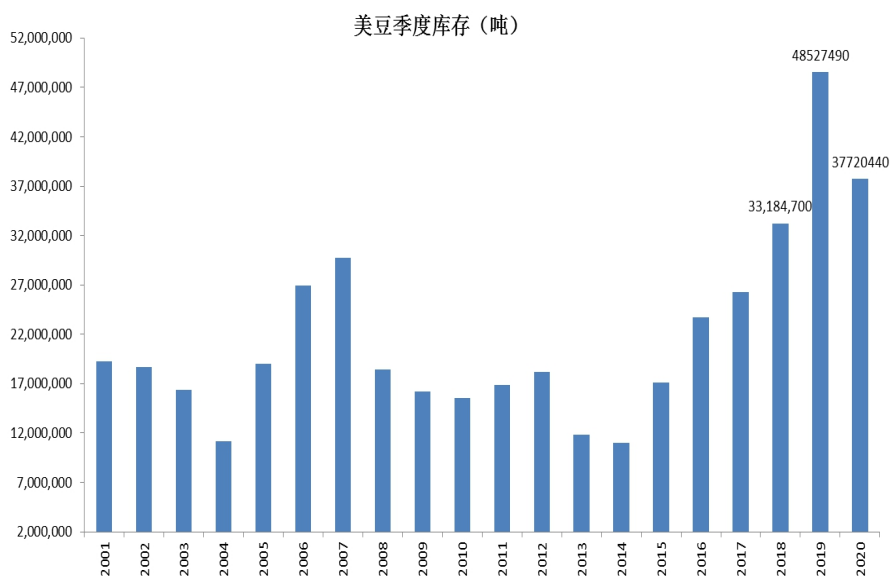
大豆受限，进口大豆价格大幅上涨。中美贸易争端导致中美双方两败俱伤。

1.1.2 美国农业部 9 月报告利多

美国农业部 9 月报告显示，美新豆播种面积 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 51.9 蒲（预期 51.6 蒲、上月 53.3 蒲、上年 47.4 蒲），产量 43.13 亿蒲（预期 42.86 亿蒲、上月 44.25 亿蒲、上年 35.52 亿蒲），出口 21.25 亿蒲（上月 21.25 亿蒲、上年 16.80 亿蒲），压榨 21.80 亿蒲（上月 21.80 亿蒲、上年 21.70 亿蒲），期末 4.60 亿蒲（预期 4.61 亿蒲，上月 6.10 亿蒲、上年 5.75 亿蒲）。美陈豆出口及压榨预估双双调高导致陈豆库存下降幅度超过此前预期，加上美新豆产量调降，新季结转库存亦随之下调，本次报告对大豆市场影响利多。

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）

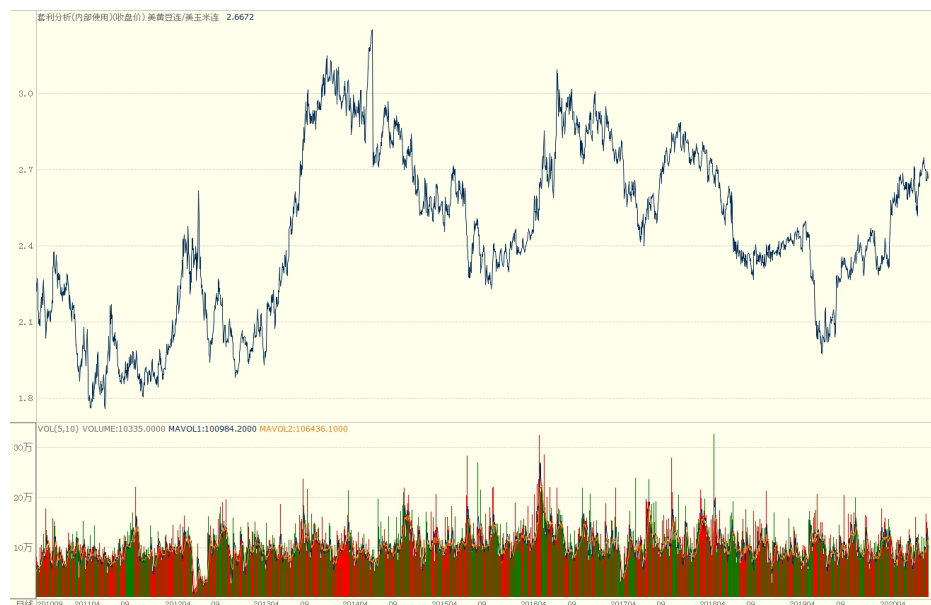


数据来源：兴证期货研发部、USDA

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

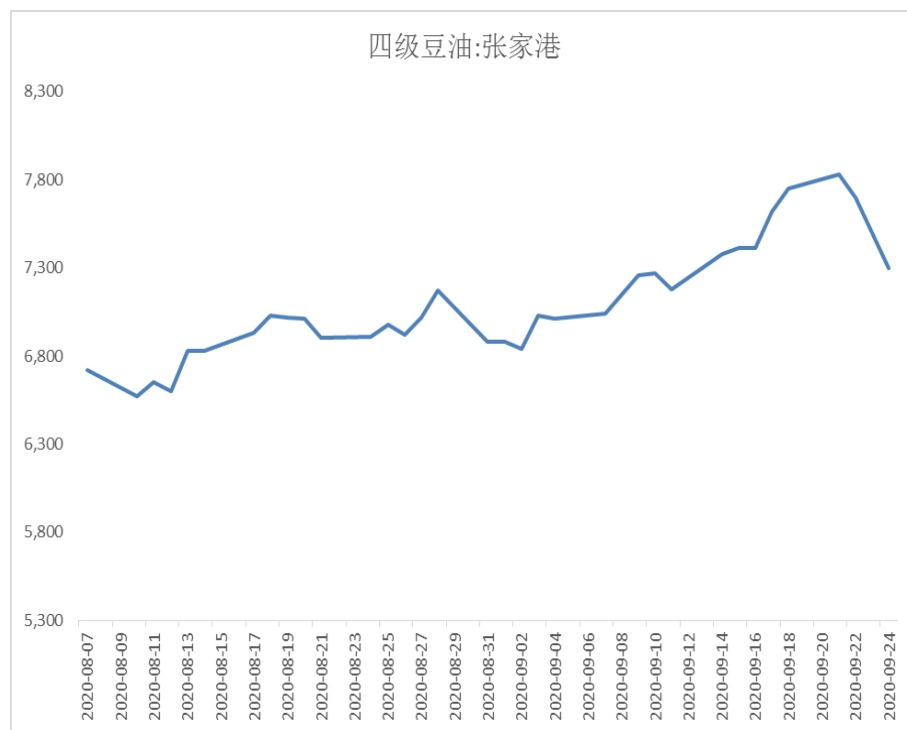


数据来源：兴证期货研发部、博弈大师

1.1.3 豆油价格大幅回调

从豆油的成交价格来看，国内四级豆油的成交价格大幅回调，张家港四级豆油价维持在 7300-7830 元/吨，成交有所下降。

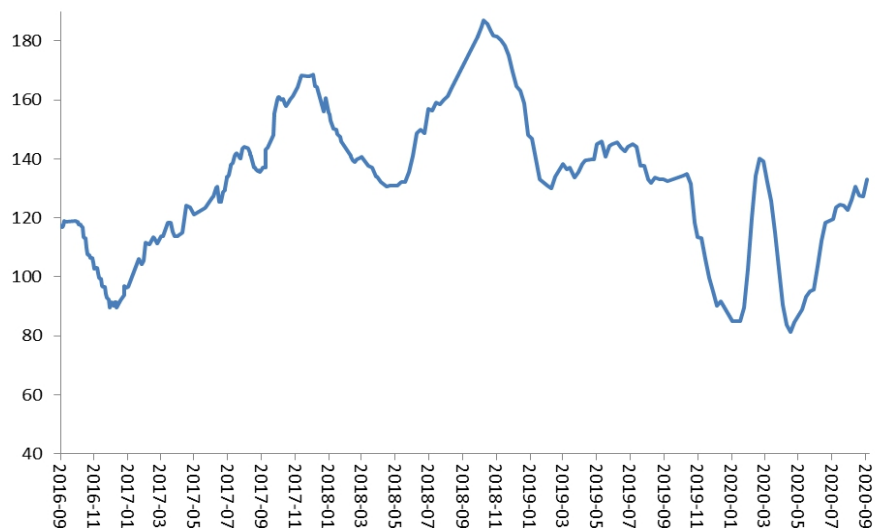
图 3：国内四级豆油成交价格



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。目前豆油消费较好，全国豆油的库存为 133 万吨，库存有所下降。

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。

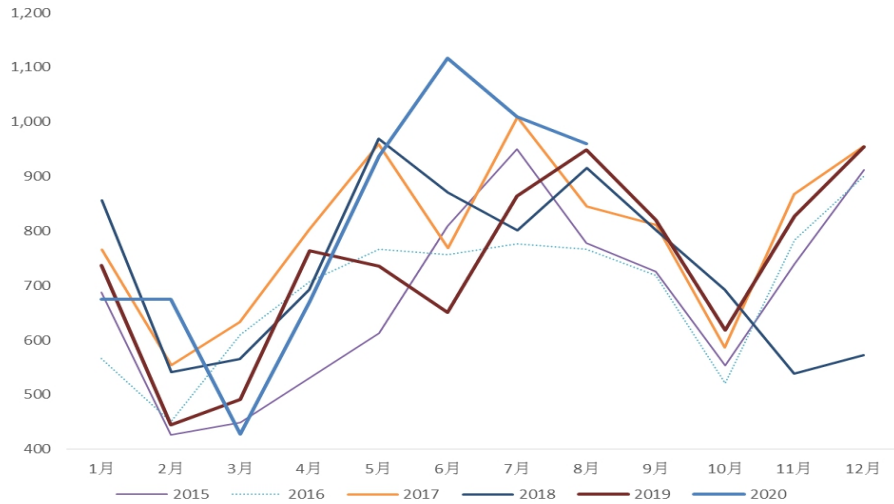
图 5：9月大豆进口预估（万吨）

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。8 月我国大豆进口量达到 960 万吨，同比上涨 1.3%，从船期看后期进口量还将维持高位。

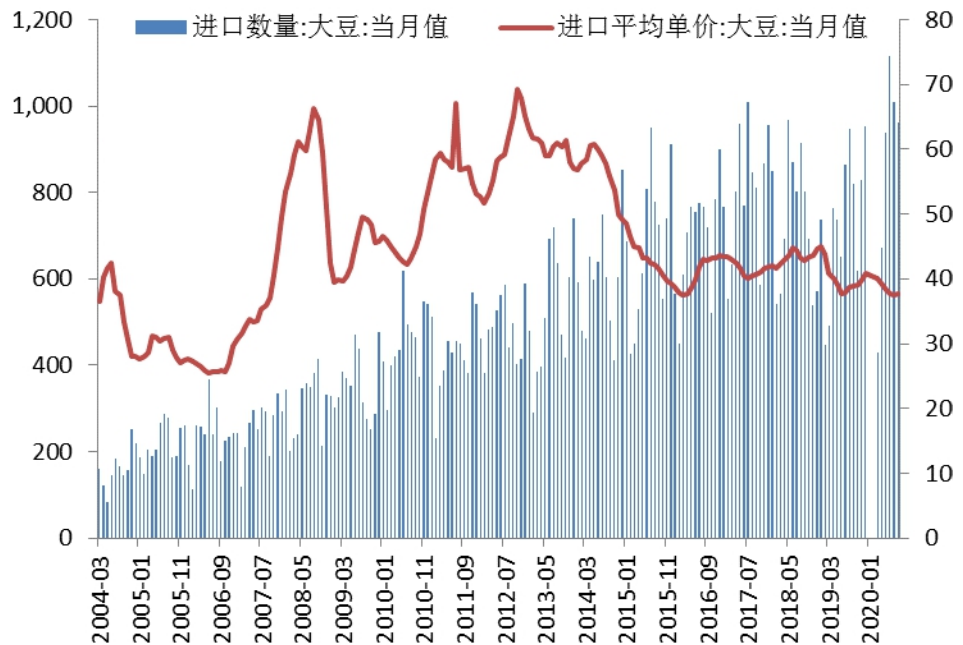
图 6：大豆进口量（万吨）



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 8 月，我国大豆的进口量 960 万吨，较去年同期增加 1.3%。近期中国进口美豆大幅增加，但中美关系恶化，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 776 万吨，低于上一周的水平，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。

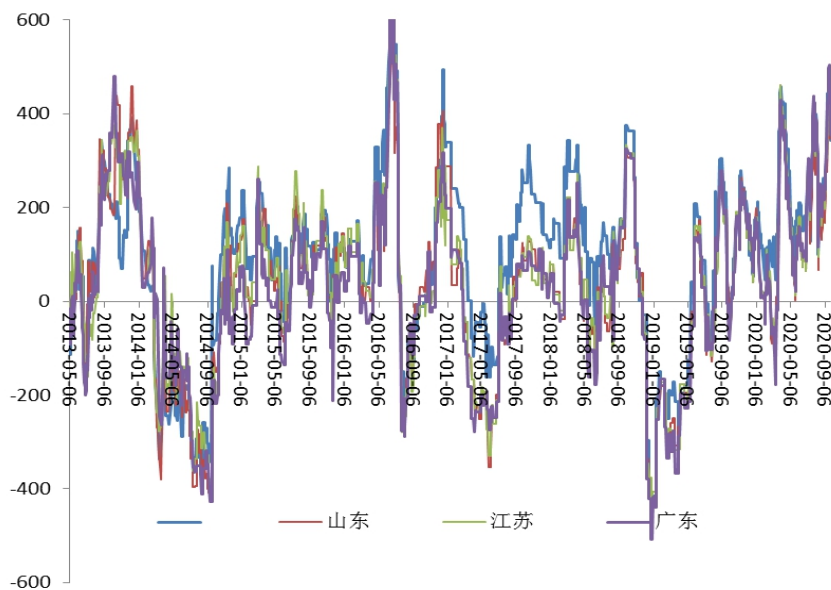
图 9：大豆压榨利润

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	1014.5	467	3663	3103	6900	99	-47	3053	7260	128
	10月	1014.5	467	3668	3103	6900	94	-48	3053	7260	123
	11月	1014.5	467	3675	3103	6900	87	-48	3053	7260	116
	12月	1018.75	466	3670	3103	6900	92	-46	3053	7260	121
	2021年1月	1018.75	461	3648	2876	6714	-100	-79	3053	7260	143
美西大豆	10月	1014.5	462	3630	3103	6900	132	-47	3053	7260	161
	11月	1014.5	462	3640	3103	6900	122	-47	3053	7260	151
	12月	1018.75	462	3643	3103	6900	119	-46	3053	7260	148
巴西大豆	9月	1014.5	468	3669	3103	6900	162	-50	3053	7260	195
	10月	1014.5	467	3670	3103	6900	161	-49	3053	7260	194
	11月	1014.5	468	3685	3103	6900	146	-50	3053	7260	179
	12月	1018.75	470	3703	3103	6900	128	-49	3053	7260	161
	2021年1月	1018.75	444	3520	2876	6714	95	-80	3053	7260	344
	2021年2月	1013.5	440	3492	2876	6714	123	-72	3053	7260	372
	2021年3月	1013.5	432	3427	2876	6714	188	-81	3053	7260	437
	2021年4月	1010.25	425	3373	2876	6714	242	-81	3053	7260	491
	2021年5月	1010.25	426	3382	2876	6714	233	-82	3053	7260	482
阿根廷大豆	9月	1014.5	454	3565	3103	6900	128	-46	3053	7260	154
	2021年5月	1012.5	419	3328	2876	6714	153	-78	3053	7260	391

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，豆粕价格维持偏高，主要进口港大豆压榨利润出现大幅回调但仍旧维持较好水平。

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，油脂维持震荡

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，原油价格震荡回调，由于价格偏低，未来豆油的工业需求很难有好转。

综合来看，中国开始大量进口美豆对外盘大豆价格利多。美国农业部 9 报告偏多，美国大豆单产下降，产量出现减少。美国大豆主产区出现干旱，后期还将对大豆产量产生影响，对豆类油脂价格存在偏多影响。国内油脂双节补库行情进入尾声，后期需求将会下滑。短期来看，豆油冲高后大幅杀跌，短期可能维持弱势震荡。

1.2 棕榈油基本面

1.2.1 马来棕榈油库存增幅低于预期

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%
2020/08	1,862,962	1,699,106	1,581,612	2.3%	-24.5%

数据来源：兴证期货研发部、Mpob

马来西亚棕榈油局公布 8 月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚 8 月棕榈油的产量为 186.29 万吨，高于 7 月的 180.77 万吨，同比增加 2.3%，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 8 月的出口数据为 158.16 万吨，较 7 月的 178.23 万吨大幅下降，但低于市场预期。东南亚地区棕榈油价格反弹，出口数量减少。马来西亚 8 月棕榈油的期末库存为 169.91 万吨，低于市场预期，较 7 月的库存 169.80 万吨出现增加。

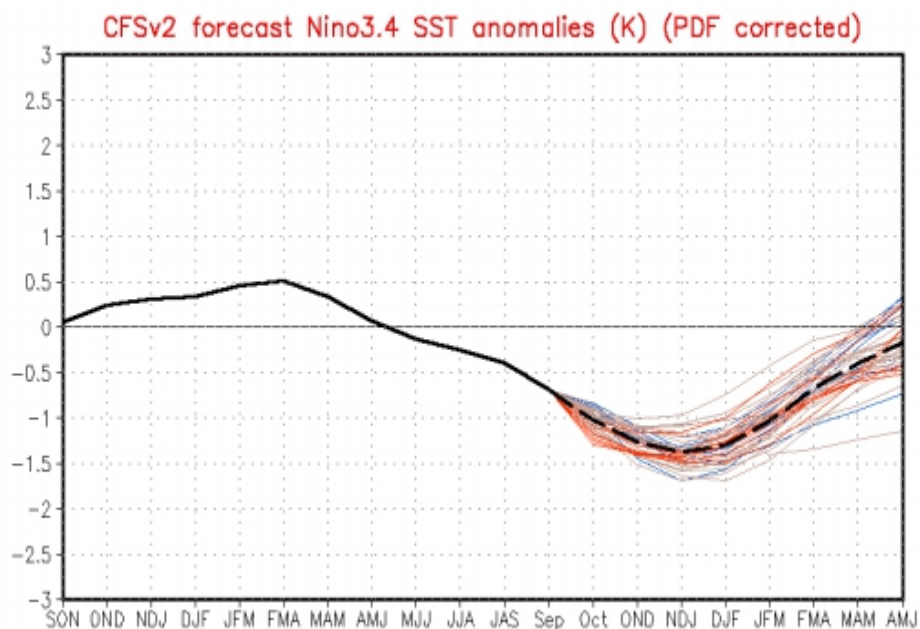
由于马来西亚新冠病毒影响较严重，印尼和马来劳动力缺乏，影响棕榈油生产和供应。

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

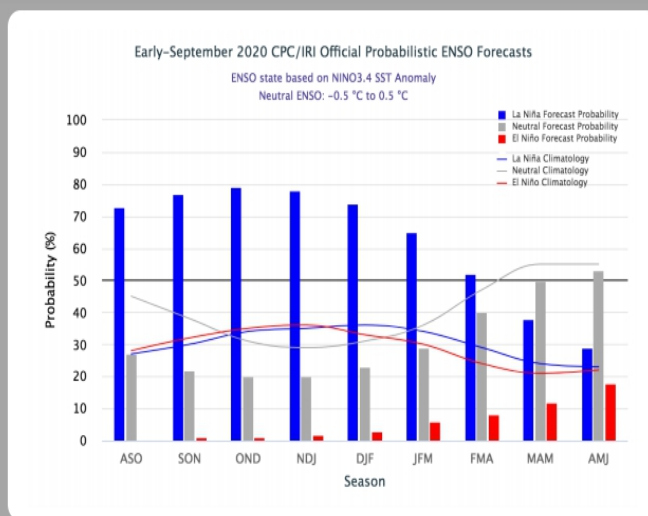


数据来源：兴证期货研发部、NOAA

目前全球大概率进入到拉尼娜气候。

图 13: 厄尔尼诺概率

La Niña is likely (> 70% chance) from August-October 2020 and to December-February 2020-21, with a ~50% chance of continuing through February-April 2021.



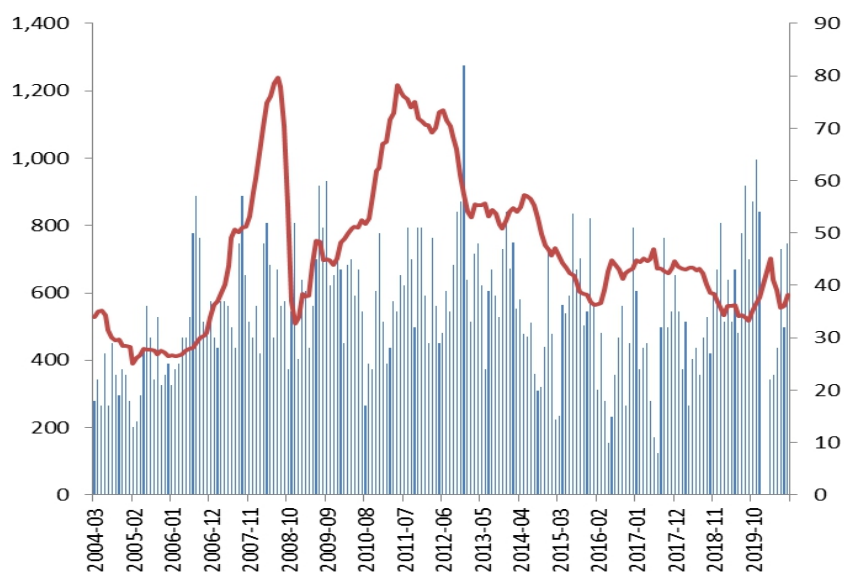
数据来源：兴证期货研发部、NOAA

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

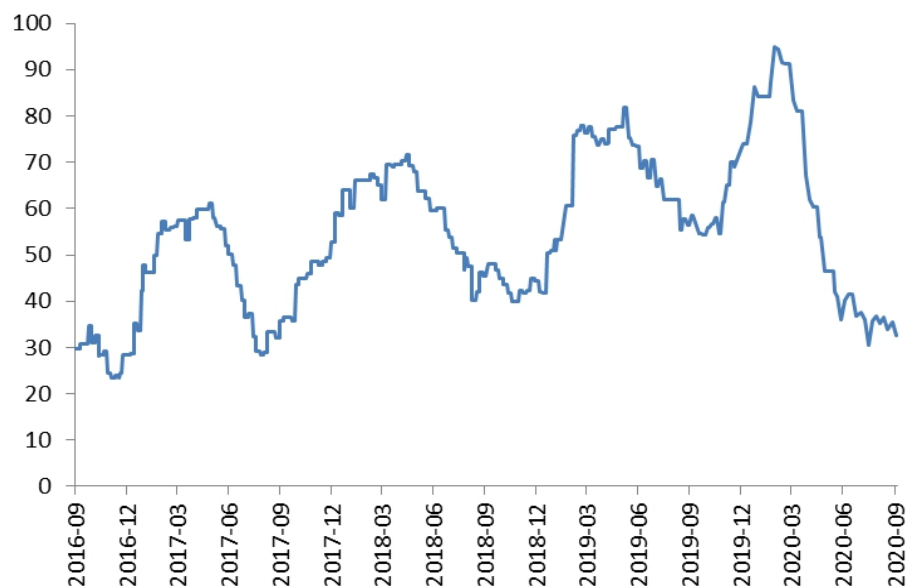
图 14：棕榈油进口及价格



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 48 万吨，大幅低于去年同期的 59 万吨。

图 15：国内棕榈油港口库存（万吨）

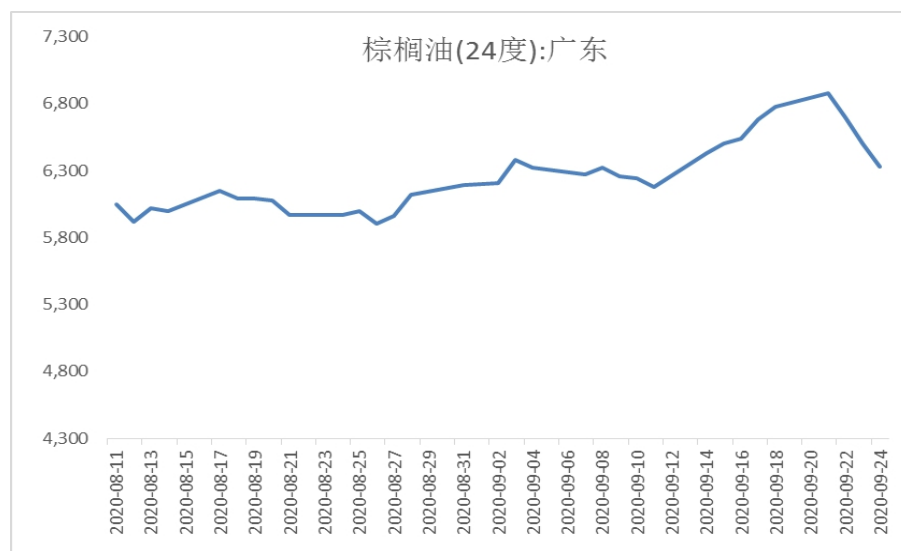


数据来源：兴证期货研发部、Wind

从库存的角度看，国内棕榈油的商业库存为 32.4 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大幅下挫。如图 16 所示，广东 24 度棕榈油的价格 6330-6830 元/吨区间。

1.2.4 棕榈油进口盈利

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 6118 元/吨，现货消费在 6330 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	10月	722.5	-27.5	24	746.5	6118	(华南)
		722.5	-27.5	32	754.5	6183	(华东)
		722.5	-27.5	36	758.5	6215	(华北)
	11/12月	710	-20	24	734	6017	(华南)
		710	-20	32	742	6081	(华东)
		710	-20	36	746	6114	(华北)
	1/2/3月	682.5	-22.5	24	706.5	5794	(华南)
		682.5	-22.5	32	714.5	5859	(华东)
		682.5	-22.5	36	718.5	5891	(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，进口的棕榈油盈利。

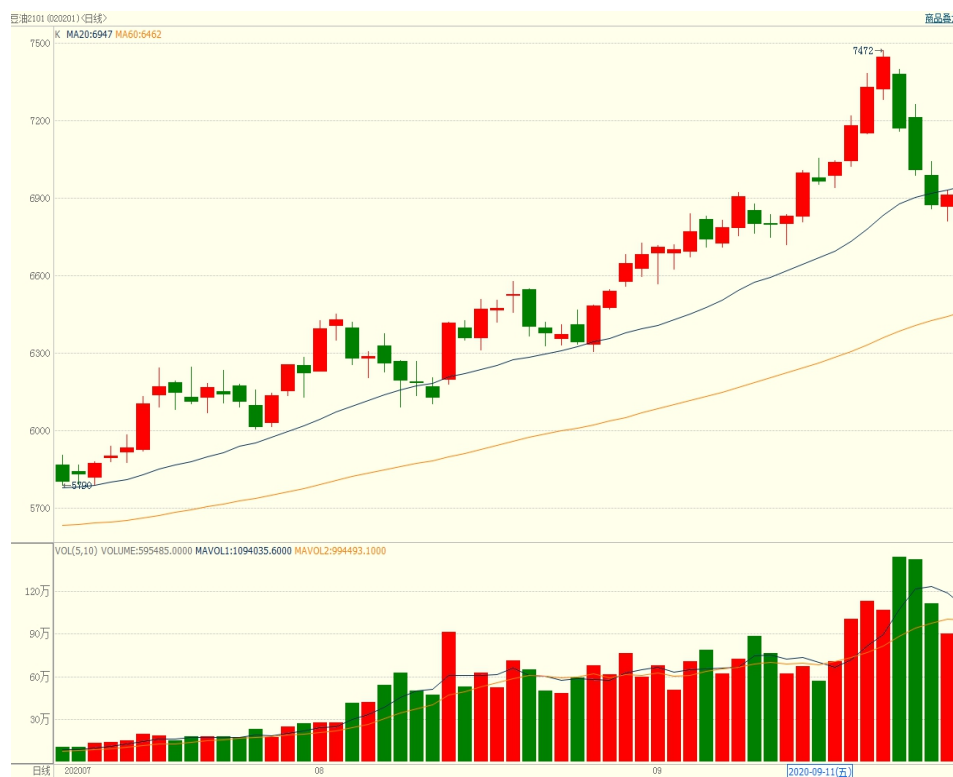
综合来看，棕榈油产量同比增加，出口需求有所恢复，期末库存小幅增加。近期棕榈油产量出现增加对棕榈油价格不利；中国、印度等油脂库存偏低，棕榈油进口需求增加，棕榈油价格冲高大跌后维持弱势震荡。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

日线图看，豆油主力冲高后大幅杀跌。豆油工业需求增加，国储收购传闻及美豆减产预期因素基本落地，短期豆油价格维持弱势震荡。

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，棕榈油冲高后大幅杀跌。经济逐步企稳，棕榈油需求转好；但产量逐步增加将给棕榈油价格带来压力，棕榈油价格维持弱势震荡。

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。