

兴证期货·研发中心

2020年11月30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

11月豆油出现高位震荡走高行情；国内新冠疫情影响基本控制，餐饮行业活动恢复，油脂的需求有所增加。全球疫情二次爆发，各地经济活动受到一定影响。国内油厂开工率维持高位，豆粕和豆油的供应维持高位。中美关系反复，但中国进口美豆数量大幅增加，外盘大豆价格走高也给国内价格上涨带来支撑。美国农业部报告显示美豆产量下调需求增加，对美豆价格利多。南美大豆播种受干旱影响出现延期，市场对未来产量预期悲观。棕榈油产量偏低，受疫情及劳动力短缺影响较大啊，需求尚可，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反弹，未来会增加棕榈油进口数量。

● 后市展望及策略建议

进入12月以后，豆油消费需求进入旺季，对油脂价格利多。国内疫情影响减弱，对植物油需求好转有支撑。拉尼娜气候对未来南美产量利空，目前巴西和阿根廷大豆主产区降雨偏少导致种植延迟，未来干旱可能仍将对大豆生长不利，对大豆油脂价格长期利多。国内豆油需求逐步增加，有利于价格走高。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有一定负面影响。综合来看，油脂价格受利好支撑可能维持高位震荡，但继续大幅上涨乏力，建议暂时观望。

1. 油脂基本面

1.1 豆油

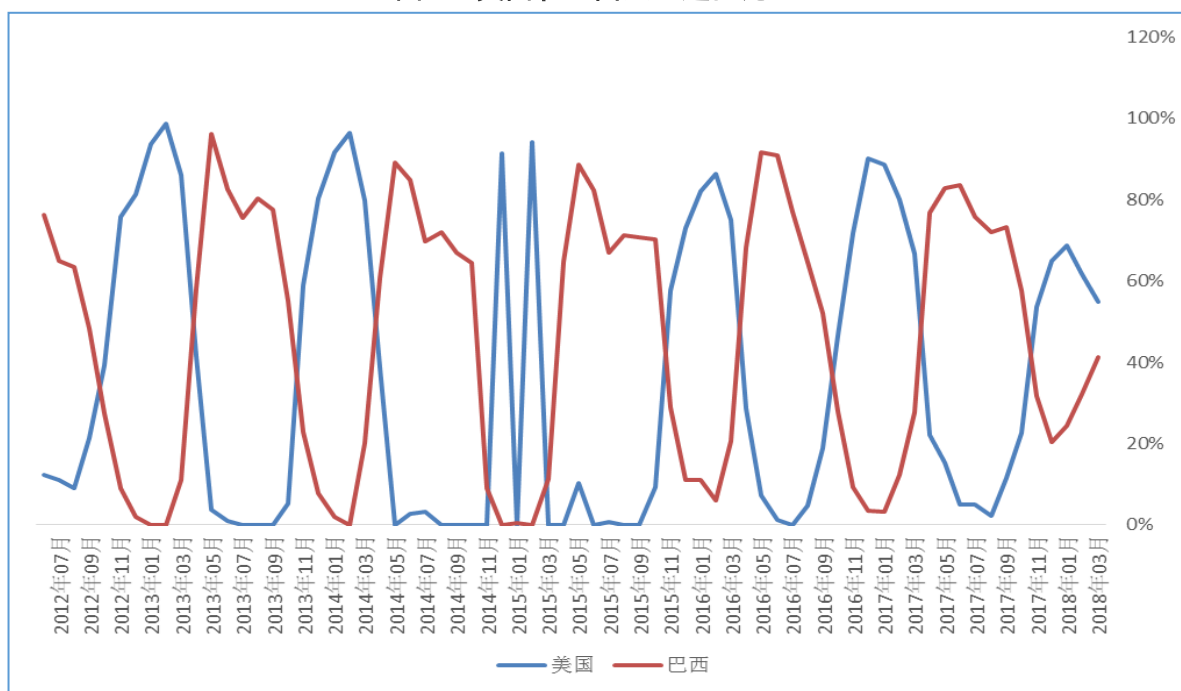
1.1.1 美国大豆库存大幅下调

美国农业部 11 月报告显示，美新豆播种面积 8310 万英亩（上月 8310 万英亩、上年 7610 万英亩），收割面积 8230 万英亩（上月 8230 万英亩、上年 7500 万英亩），单产 50.7 蒲（预期 51.7 蒲、上月 51.9 蒲、上年 47.4 蒲），产量 41.70 亿蒲（预期 42.53 亿蒲、上月 42.68 亿蒲、上年 35.52 亿蒲），出口 22.00 亿蒲（上月 22.00 亿蒲、上年 16.76 亿蒲），压榨 21.80 亿蒲（上月 21.80 亿蒲、上年 21.65 亿蒲），期末库存 1.90 亿蒲（预期 2.39 亿蒲，上月 2.90 亿蒲、上年 5.75 亿蒲）。虽然美豆出口及压榨预估均维持不变，但美豆产量在单产调降大于预期情况下出现大幅下调，从而令新季结转库存出现超出预期的调降，本次报告对大豆市场影响利多。

1.1.2 近期美豆进口放缓对价格不利

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。

根据美国农业部的报告，自 8 月以来，中国进口商增加了美国大豆的进口数量，这有利于美国大豆库存的下滑，对价格利多。但从 11 月底的数据来看，美豆出口的数量下滑，部分美豆合同出现违约情况。大豆需求的下滑对价格利空，可能导致大豆价格回调，不利于下游豆油和豆粕的价格。

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 进口高位对价格有压力

图 3：12 月大豆进口预估（万吨）

2020年12月	进口量	船数
东北地区	89.1	13.5
华北地区	123.6	18.5
山东地区	198.2	30
华东地区	307.5	47.5
福建地区	32.7	5
广东地区	95.6	14.5
广西地区	79.5	12
全国总计	926.2	141

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

国内方面，目前养殖存栏维持高位，对豆粕需求较好，但随着年末存栏的下滑，对豆粕的需求将走低。国内油厂大豆进口数量维持高位，开工率维持偏高水平。中美贸易关系不断反复，但总体来看进口美国大豆仍处于偏高位置。港口大豆库存增加。豆油的需求有一定增加，库存为 115 万吨。

由预报看，我国 12 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

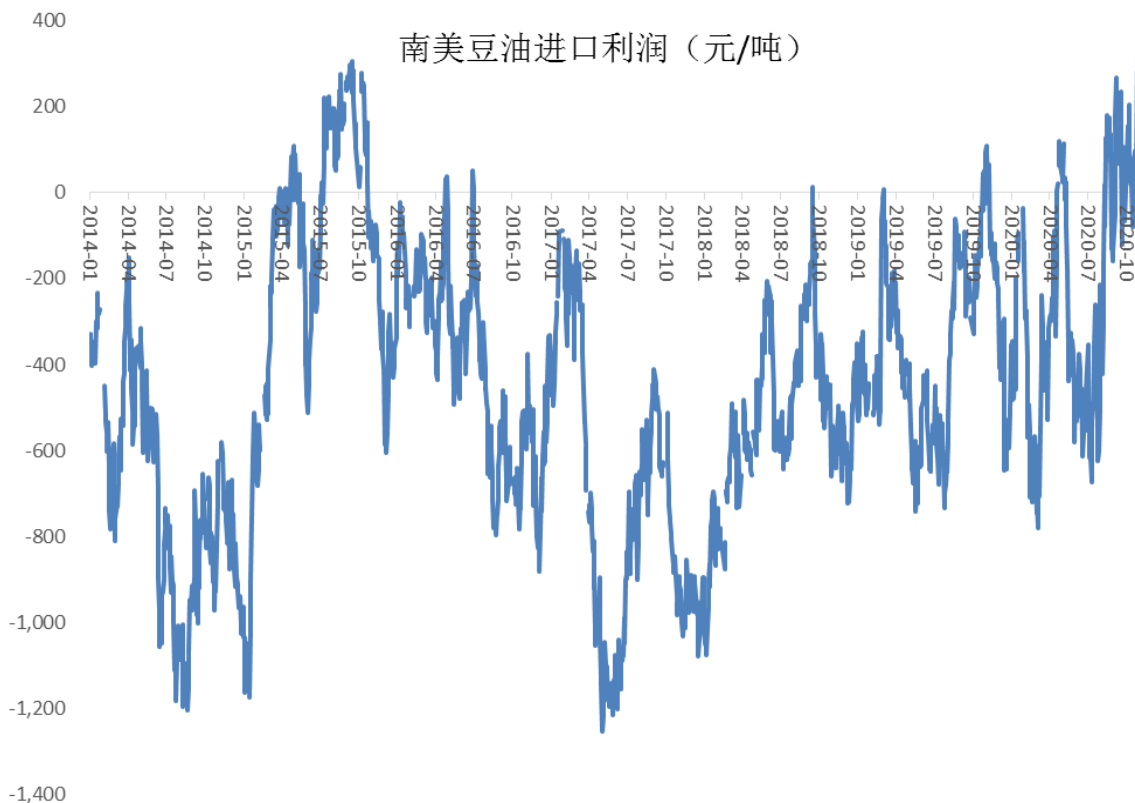
国内豆油的商业库存震荡，豆油供应增加，后期库存可能还将维持偏高区间震荡。

1.1.5 内外盘价走弱，进口亏损

从进出口情况看，由于国内豆油价格上涨幅度低于外盘，每吨豆油的进口盈利 406 元；国内和外盘豆油的价差维持低位。

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，短期全球油脂供求略显过剩，但预期随着减产的到来供求逐步转向紧平衡。

图 5：豆油进口利润(元/吨)

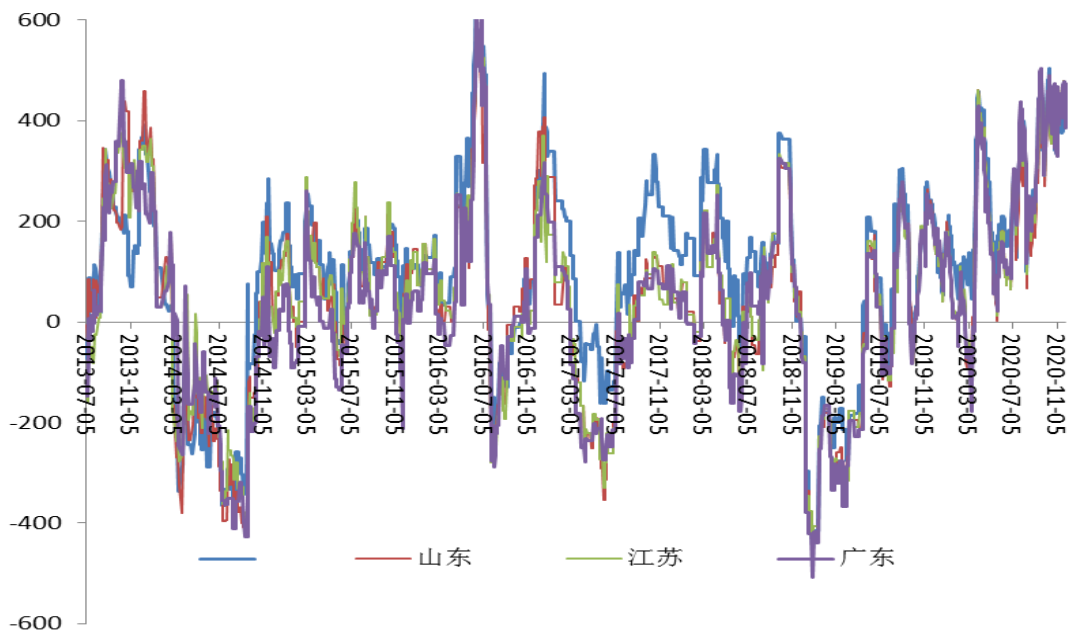


数据来源：兴证期货研发部、Wind

1.1.6 压榨利润维持高位

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，开工率维持高位，豆粕价格维持高位。油厂的压榨利润维持高位。2020 年 11 月份，大豆供应量维持宽松，压榨利润维持高位水平。

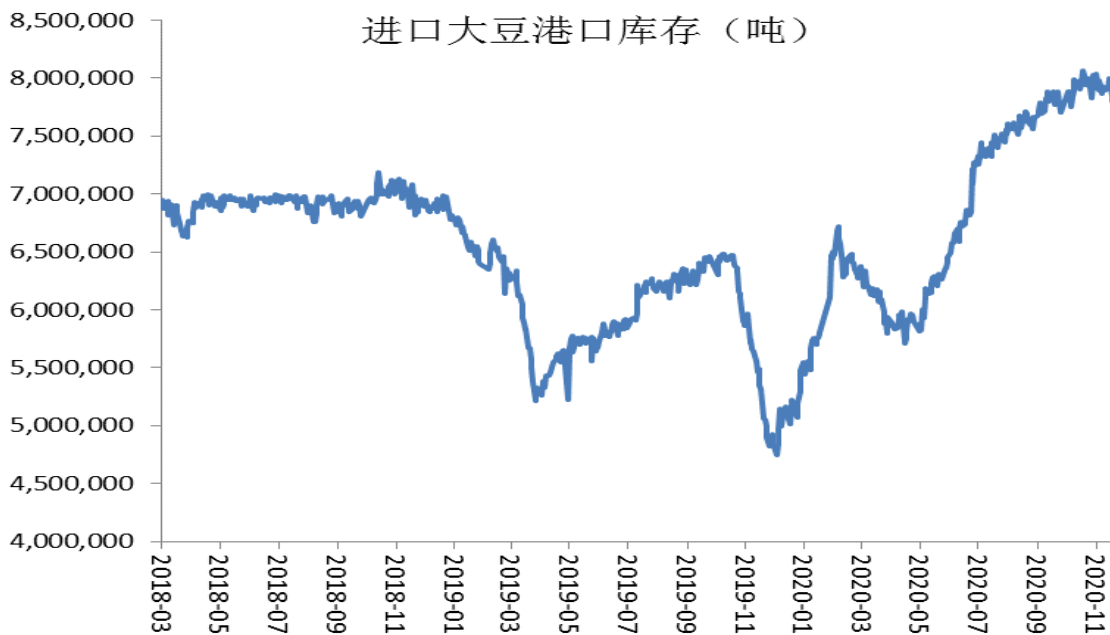
图 6：进口大豆压榨利润



数据来源：兴证期货研发部、Wind

下游消费情况看，目前豆粕需求较好。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，10月进口大豆量同比增加。目前，进口大豆库存为 791 万吨，出现小幅下滑。

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，12 月国内疫情得到控制，国际疫情二次报告对豆油需求不利。中美关系反复，8 月以来中国进口美豆数量增加，但短期对美豆需求下滑，对价格不利。国内油厂开机率维持高位，导致豆粕、豆油供应增加。美豆减产炒作以及拉尼娜对南美洲产量下滑的担忧对豆类油脂价格利多；预期豆油价格维持高位震荡，但继续大幅走高压力较大。

1.2 棕榈油基本面

1.2.1 产量下滑预期库存减少

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 11 月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量同比可能小幅下降、出口需求维持，棕榈油的库存大概率降低。

需求方面，随着原油价格反弹，棕榈油需求有增加。出口数据方面，10 月棕榈油出口量出现小幅反弹；综合马来西亚和印度尼西亚供求，棕榈油短期需求尚可。

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
2019/08	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%
2020/09	1,869,339	1,725,120	1,612,169	1.5%	-29.5%
2020/10	1,724,420	1,573,450	1,673,998	-4.0%	-33.0%

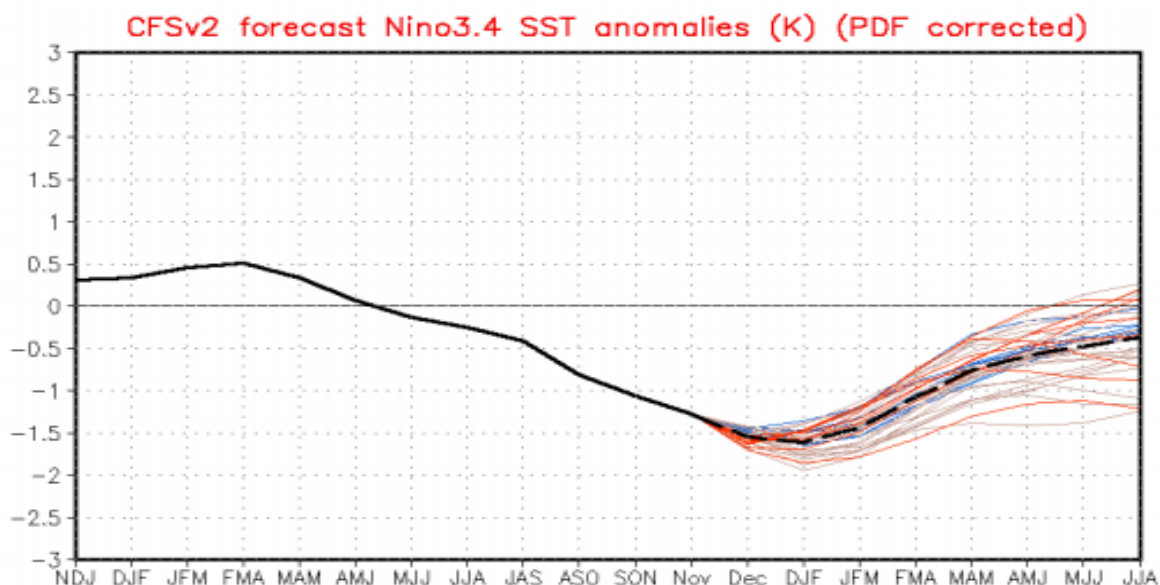
数据来源：兴证期货研发部、Mpob

马来西亚棕榈油局公布 10 月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚 10 月棕榈油的产量为 172.4 万吨，低于 9 月的 186.93 万吨，同比下滑 4%，产量低于市场预期。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 10 月的出口数据为 167.40 万吨，较 9 月的 161.21 万吨小幅增加。东南亚地区棕榈油价格反弹，出口数量增加。马来西亚 10 月棕榈油的期末库存为 157.34 万吨，低于市场预期，较 9 月的库存 172.5 万吨出现下滑。

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

1.2.2 气候短期利多中长期利空

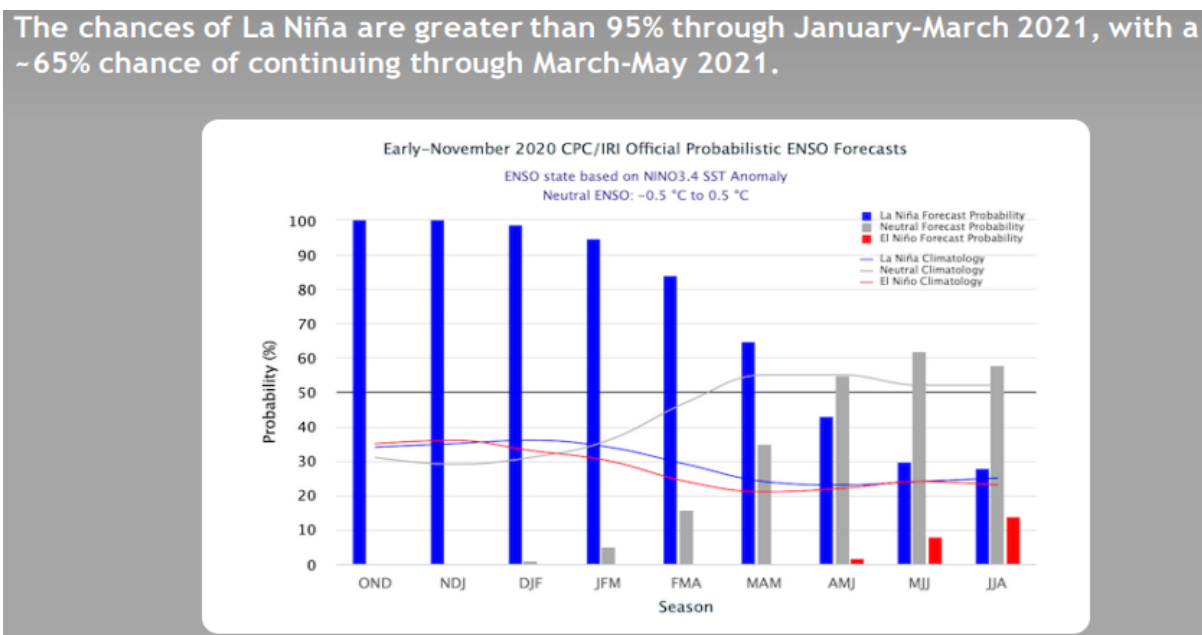
图 9：天气预测模型



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，全球可能进入拉尼娜气候，短期东南亚降雨增加不利于收割但中长期有利于产量提高。

图 10：天气预测模型



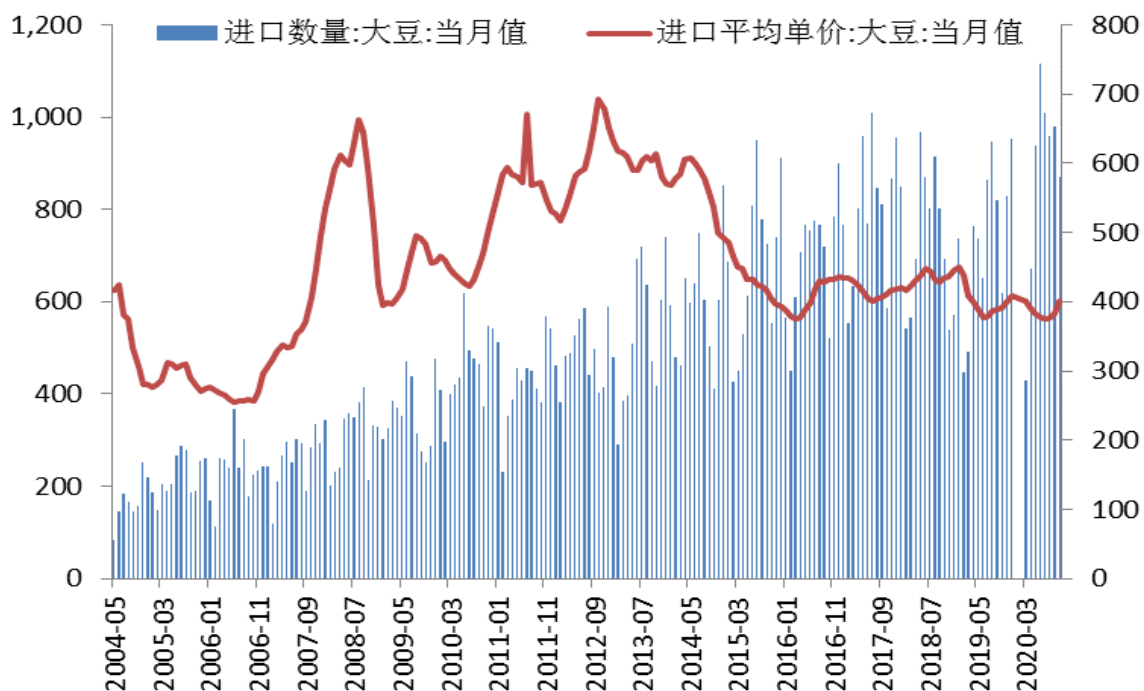
数据来源：兴证期货研发部、NOAA

根据天气预测模型，目前全球已经进入拉尼娜气候，并持续到 2021 年 5 月。马来西亚和印度尼西亚降雨量增加，未来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 10 月进口 53 万吨，进口量较去年同期的 56 万吨下降 2 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 6920 元/吨，进口成本为 6995 元/吨，进口略微亏损。

图 12：马来西亚棕榈油进口成本（元/吨）

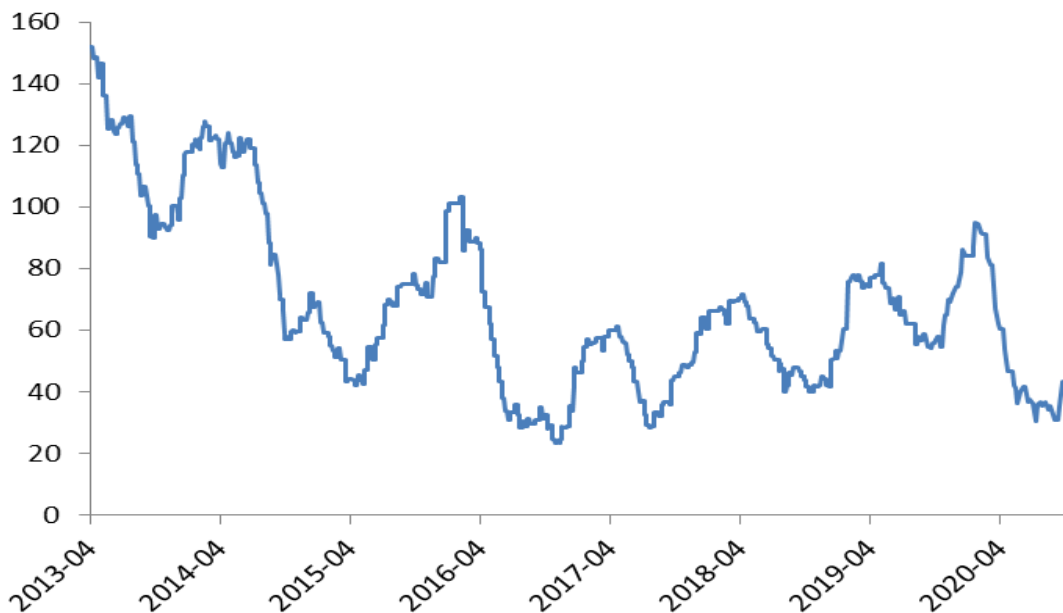
品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CNF (美元/吨)	完税价 (元/吨)	港口
24度棕榈油	12月	862.5	0	24	886.5	6995	(华南)
		862.5	0	32	894.5	7058	(华东)
		862.5	0	36	898.5	7089	(华北)
	1月	855	0	24	879	6937	(华南)
		855	0	32	887	6999	(华东)
		855	0	36	891	7030	(华北)
	1/2/3月	835	0	24	859	6781	(华南)
		835	0	32	867	6843	(华东)
		835	0	36	871	6874	(华北)

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

1.2.4 需求好转，库存小幅增加

目前，国内棕榈油的商业库存 49 万吨，近期小幅走高，主要是因为棕榈油进口数量增加。

图 13：棕榈油库存走势

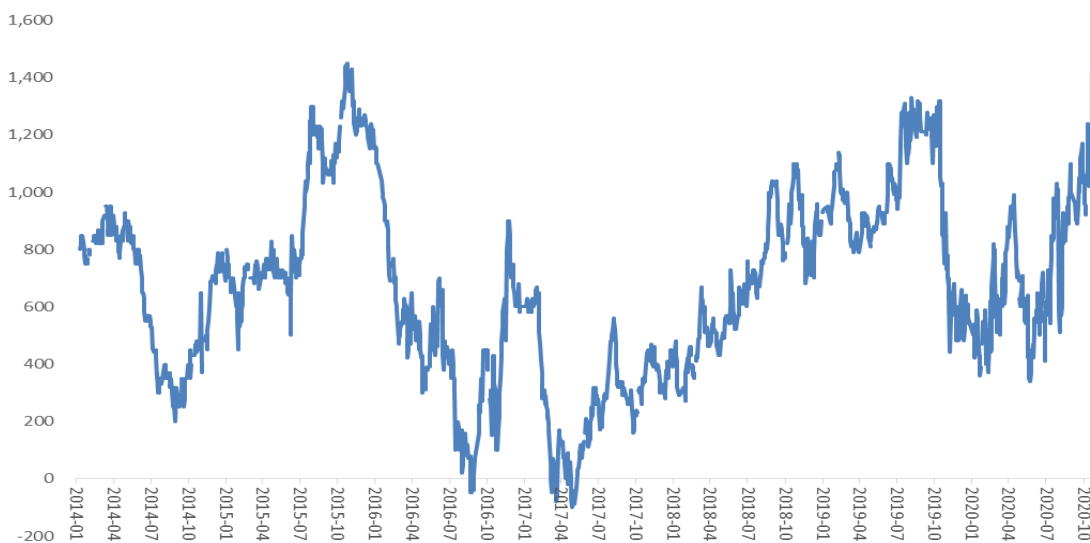


数据来源：兴证期货研发部、Wind

1.2.5 豆棕价差扩大

豆油和棕榈油的价差扩大至 1400 元/吨，主要因为美豆天气超过导致豆油价格偏强。

图 14：豆油棕榈油价差（美元/吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

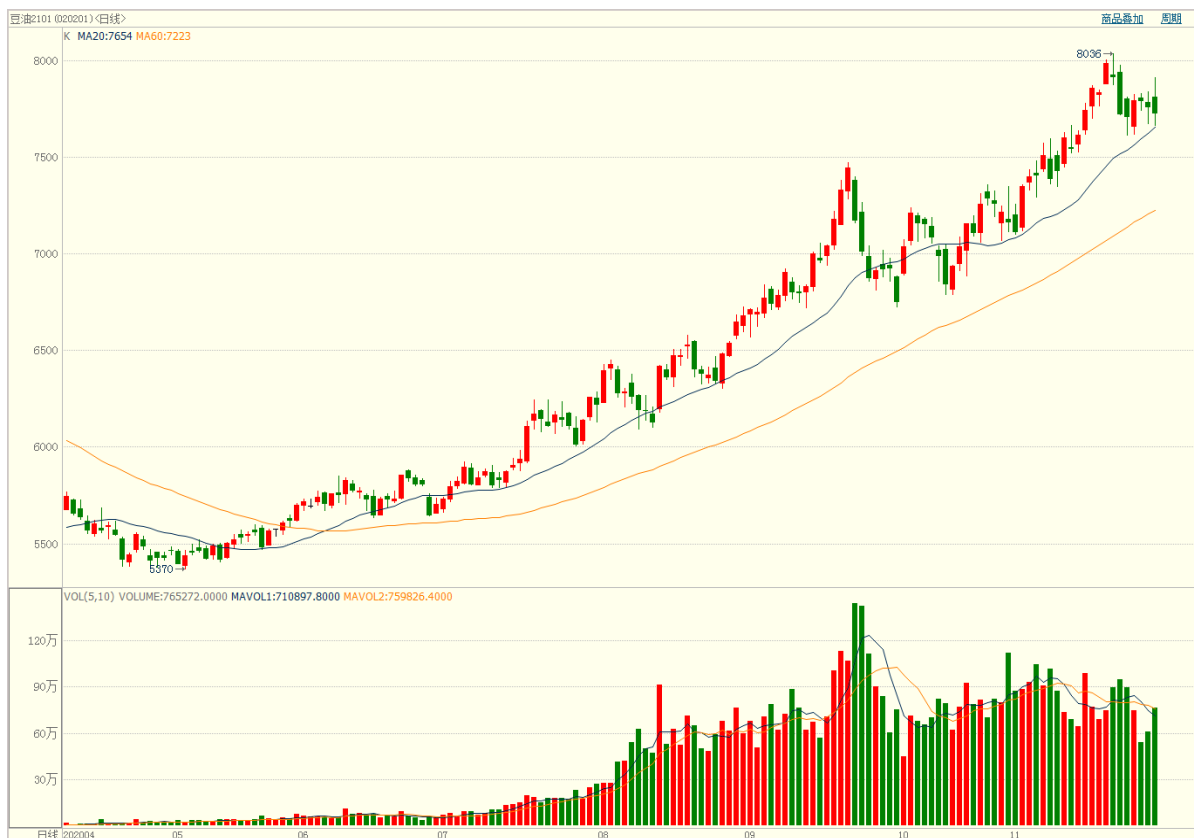
综合来看，东南亚地区降雨影响短期棕榈油产量；疫情导致东南亚地区劳动力短缺不利于棕榈油生产。棕榈油的需求反弹，出口量逐步反弹。随着原油价格反弹，预期棕榈油用于生物柴油的需求可能有所增加。国内方面，棕榈进口数量有所增加，库存维持反弹，棕榈油价格可能维持高位区间震荡。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

11月豆油价格维持高位震荡走高。国内疫情基本控制，国际疫情再度发酵，但整体对市场打压有限。美豆单产及产量下滑，库存进入正常水平，南美洲干旱影响播种对价格利多，豆油价格高位震荡，但继续大幅走高的概率不大。

图 15：豆油技术分析（日 K 线）



数据来源：兴证期货研发部、博弈大师

2.2 棕榈油

11月棕榈油价格高位震荡走高。疫情二次爆发不利于东南亚棕榈油生产，劳动力短缺同样对生产不利，但生物柴油产量下降，对需求不确定。棕榈油价格可能维持高位震荡行情。

图 16：棕榈油技术分析（日 K 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。