

兴证期货·研发中心

2021年4月19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

油脂价格探底后出现震荡反弹。南美洲巴西大豆进入收割后期，产量将创出新高，对价格利空；阿根廷偏干旱，大豆产量小幅下调至 4400 万吨，南美产量基本确定；外盘大豆价格高位震荡。中国大量进口美豆，美豆库存偏低对大豆价格利多；油厂大豆供应充足，部分油厂开工率偏低，豆油供应下滑。目前国内豆油库存 59 万吨。3 月，马来西亚棕榈油产量出现大幅增加，期末库存大幅反弹，对价格利空。东南亚劳工短缺有所缓解，后期供应持续不断恢复。综合来看，全球经济幅度对油脂需求增加，尽管供求改善，但利多仍存，油脂维持高位区间震荡。

● 后市展望及策略建议

美国农业部 4 月报告预期巴西大豆产量增加 200 万吨，阿根廷维持 4750 万吨，美豆新作种植面积大幅提高。阿根廷降雨有所增加缓解大豆生长压力。国内进口美豆同比增加，市场需求较好。东南亚地区棕榈油产量大增，期末库存增加高于市场预期。宏观方面，全球经济复苏以及美国大规模经济刺激将导致利多商品需求，对价格利多。总体来看，后期利多利空交织，油脂将维持高位区间震荡行情。

1. 油脂基本面

1.1 豆油基本面

1.1.1 阿根廷产量偏低

阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所发布报告称，2020/21 年度阿根廷大豆产量预计为 4300 万吨，低于早先预测的 4400 万吨，因为今年早些时候的干旱天气导致产量低于预期。阿根廷大豆收获进度为 3.5%，平均单产为每公顷 3.1 吨。

阿根廷农业部发布的数据显示，阿根廷农户已经销售 1245 万吨 2020/21 年度大豆。去年同期阿根廷农户销售 1745 万吨 2019/20 年度大豆。阿根廷农户还销售量 1960 万吨玉米，比去年同期低了 150 万吨；销售 1133 万吨小麦，比去年同期低了近三分之一。

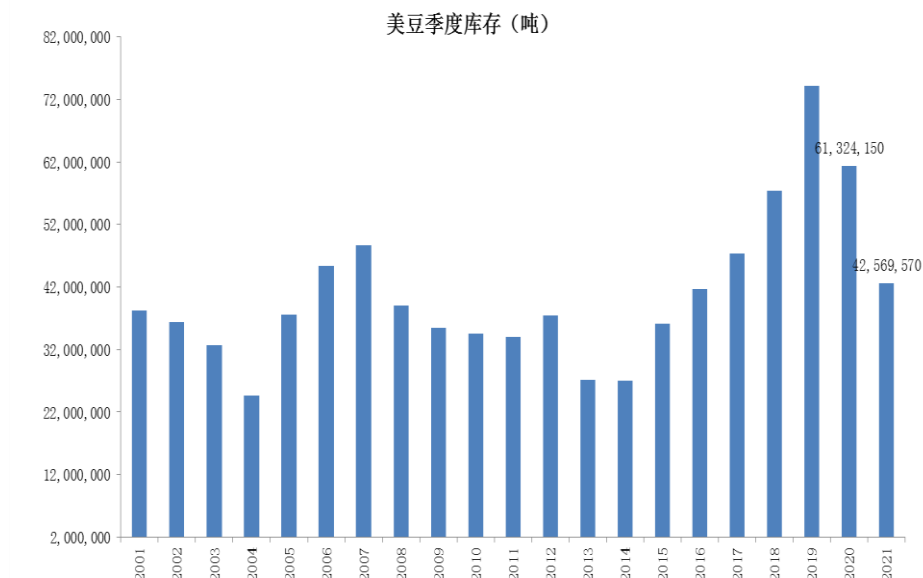
据咨询机构 DATAGRO 公司称，截至 4 月 9 日，巴西 2020/21 年度大豆收割工作稳步推进，完成了 87.2%，比一周前的 82.4% 提高 4.8%，比五年平均进度高出 6.4%。目前的收获进度落后上年同期的 91.8%。截至 4 月 9 日当周，全国大部分地区天气干燥，有利于大豆收获。气象预报显示，除了马拉尼昂州和皮奥伊州外，本周南里奥格兰德州、圣卡塔琳娜州和帕拉纳州西部将会出现几场降雨。在其他地区，降雨将从周五开始影响巴伊亚州东南部、中西部和西部的大部分地区。这些降雨将有助于缓解作物损失。巴西国家商品供应公司（CONAB）预测 2020/21 年度巴西大豆产量为 1.3554 亿吨，比上月预测值高出 40.8 万吨，比上年提高 1069.5 万吨。

1.1.2 美国农业部 4 月报告中性偏空

美国农业部 4 月报告显示，美豆大豆收割面积 8230 万英亩（上月 8230 万英亩、上年 7500 万英亩），单产 50.2 蒲（上月 50.2 蒲、上年 47.4 蒲），产量 41.35 亿蒲（上月 41.35 亿蒲、上年 35.52 亿蒲），出口 22.80 亿蒲（上月 22.50 亿蒲、上年 16.76 亿蒲），压榨 21.90 亿蒲（上月 22.00 亿蒲、上年 21.65 亿蒲），期末库存 1.20 亿蒲（预期 1.19 亿蒲，上月 1.20 亿蒲、上年 5.75 亿蒲）。USDA 适度调高了出口预估从而抵消了压榨小幅下调带来的不利影响，从而导致期末库存预估数据维持上月预估 1.20 亿蒲不变，略微高于此前市场预期的 1.19 亿蒲，同时阿根廷大豆产量维持 4750 万吨不变而巴西产量预估上调 200 万吨至 1.36 亿吨，本次报告对大豆市场影响中性略偏空。

美国农业公布季度库存报告显示，截止 2021 年 3 月 1 日当季，大豆库存 15.64164 亿蒲，此前市场预估为 15.34 亿蒲，去年同期为 22.54882 亿蒲。从历史库存看，库存处于历史的偏低水平。中美贸易争端缓和，中国进口美豆数量大幅增加，美国大豆库存的压力大幅下降。

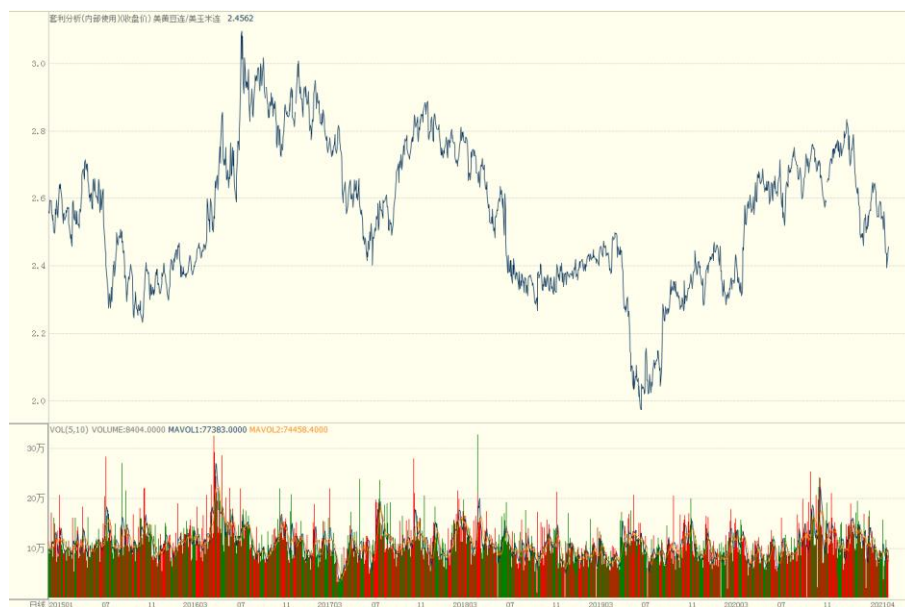
图 1：美国大豆季度库存（吨）



数据来源：兴证期货研发部、USDA

中国对美国大豆的进口量持续增加，美豆价格大幅走高，农户种植大豆的收益大幅增加。国际市场方面，玉米价格上涨幅度低于大豆。CBOT 大豆和玉米价格的比价 2.45，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

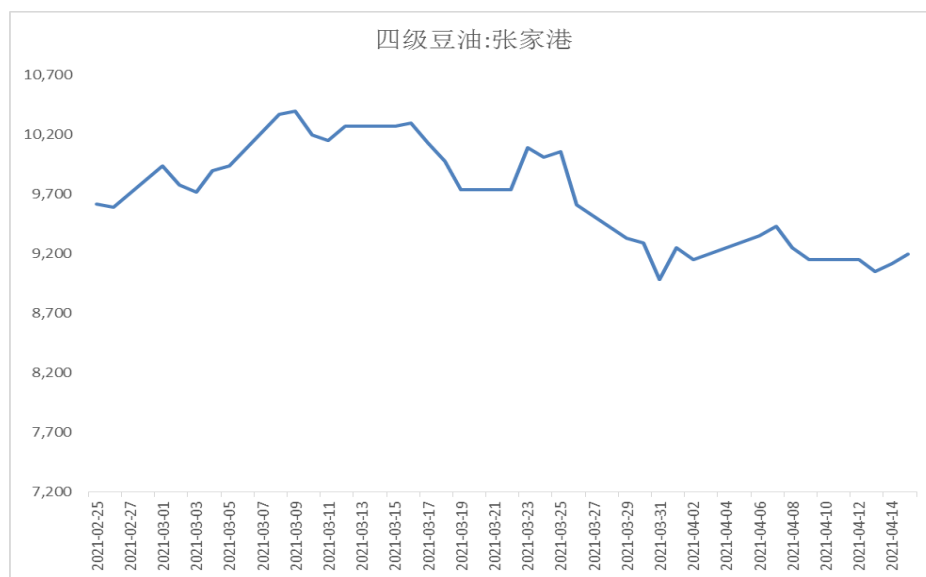


数据来源：兴证期货研发部、博弈大师

1.1.3 豆油现货价格维持震荡

从豆油的成交价格来看，国内四级豆油的成交价格回调，张家港四级豆油价维持在 9050-9200 元/吨，成交下降。

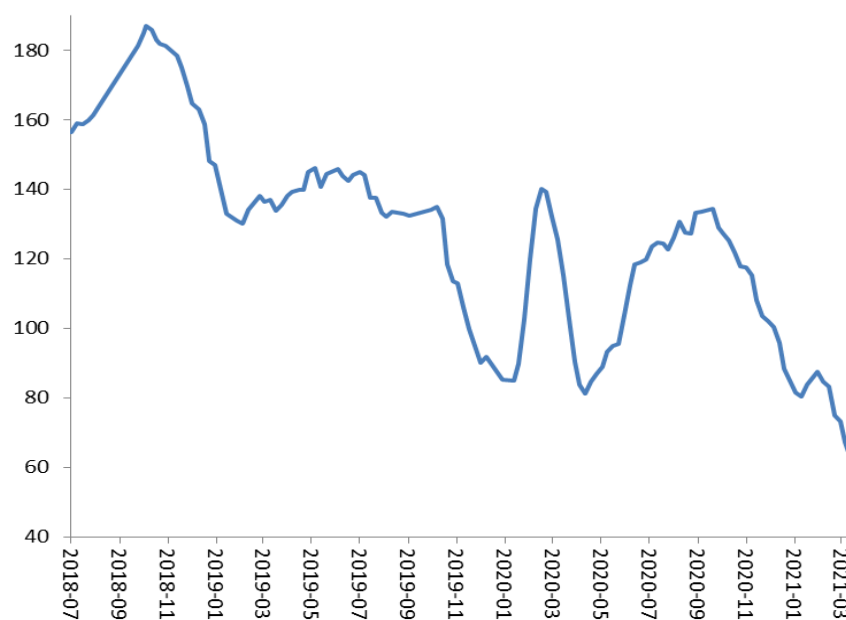
图 3：国内四级豆油成交价格



数据来源：兴证期货研发部、Wind

从供求方面看，节后国内油厂开工率偏低，豆油的供应量相对较少。目前豆油消费转差，全国豆油的库存为 59 万吨，库存震荡下降。

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 4 大豆进口量同比增加

根据天下粮仓调查显示，2021 年 4 国内进口大豆数量预期 759.7 万吨，高于去年同期。

图 5：4 大豆进口预估（万吨）

2021年4月	进口量	船数
东北地区	71.5	11
华北地区	85.4	13
山东地区	150.2	23
华东地区	238.3	36.5
福建地区	35.5	5.5
广东地区	107.8	17
广西地区	71	11
全国总计	759.7	117

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。3 月我国大豆进口量达到 777 万吨，高于去年同期，从船期看后期进口量将维持高位。

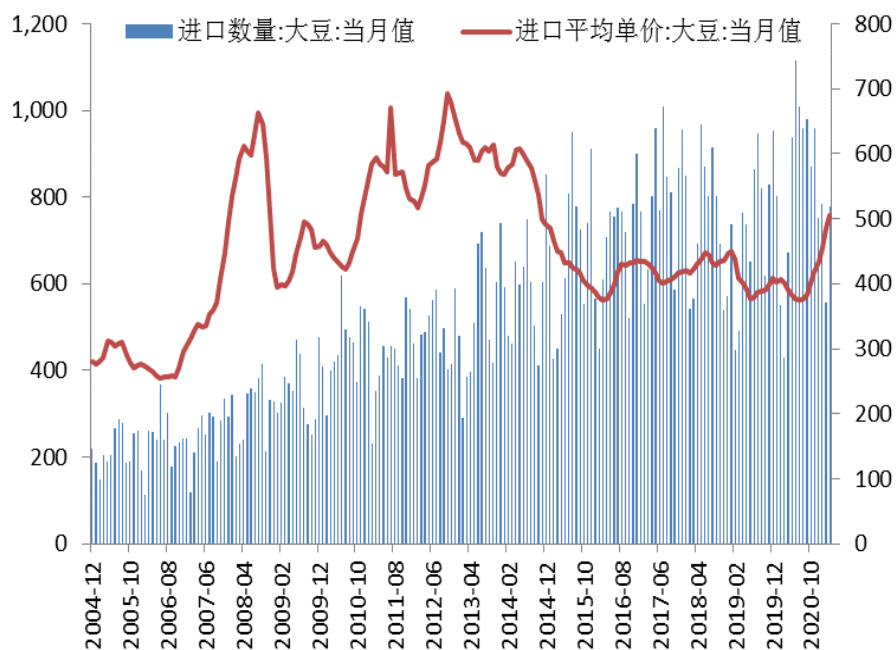
图 6：大豆进口量（万吨）



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。2021 年 3 月，我国大豆的进口量 777 万吨，较去年同期大幅增加。近期中国进口美豆大幅增加。

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 801 万吨，高于上一周的水平，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，美国进口大豆盘面压榨利润转负；巴西和阿根廷进口大豆压榨利润大幅下滑。

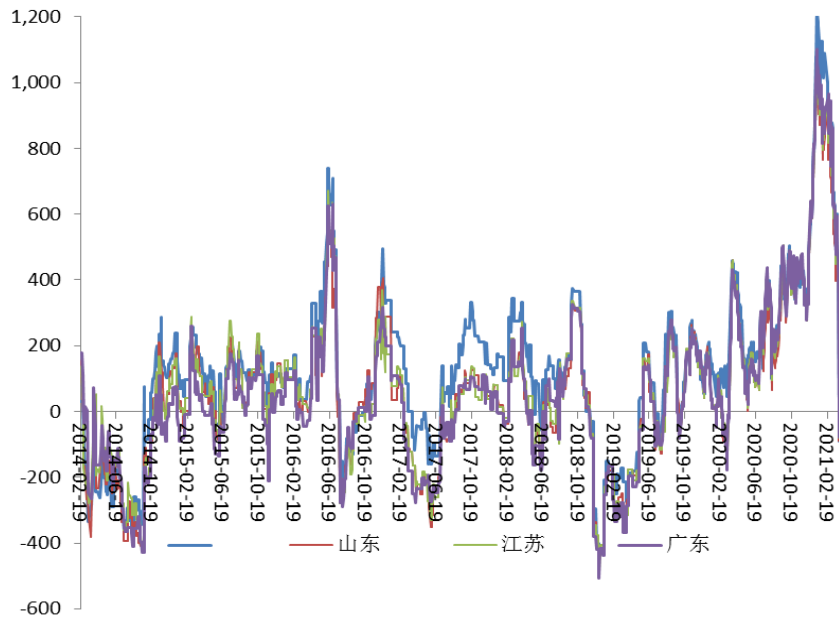
图 9：大豆压榨利润

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	4月	1418.25	611	4562	3384	8736	-229	27	3323	9210	-187
	10月	1269	567	4286	3475	7982	-24	30	3323	9210	89
	11月	1269	562	4245	3475	7982	17	30	3323	9210	130
美西大豆	4月	1418.25	608	4537	3384	8736	-204	24	3323	9210	-162
	10月	1269	565	4271	3475	7982	-9	30	3323	9210	104
	11月	1269	560	4230	3475	7982	32	30	3323	9210	145
巴西大豆	4月	1418.25	574	4294	3384	8736	127	39	3323	9210	173
	5月	1418.25	576	4317	3384	8736	104	39	3323	9210	150
	6月	1411	579	4345	3509	8244	76	55	3323	9210	122
	7月	1411	584	4381	3509	8244	40	58	3323	9210	86
	8月	1411	587	4433	3509	8244	-12	27	3323	9210	34
	9月	1411	590	4455	3509	8244	-34	27	3323	9210	12
阿根廷大豆	5月	1411	573	4295	3384	8736	-49	26	3323	9210	-12
	6月	1411	577	4331	3509	8244	-75	48	3323	9210	-48
	7月	1411	579	4345	3509	8244	-89	47	3323	9210	-62

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

现货压榨方面，大豆进口下滑、油厂开机率偏低，豆油价格维持偏高，主要进口港大豆现货压榨利润已经大幅下滑。

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 消费旺季结束

从食用需求的角度看，消费旺季结束，油脂的需求将会出现下滑。近期，原油价格大幅走高，对豆油工业需求利多。

综合来看，中国进口美豆同比增加，美豆库存走低。美国农业部 4 月报告中性偏空。南美巴西大豆主产区收割进度加快，巴西增产；阿根廷干旱对产量不利，预计产量 4300 万吨。后期进入油脂消费淡季，需求放缓。随着经济的企稳及各国放水，后期商品价格存在上涨动力，豆油价格将维持高位区间震荡。

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
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%
2020/11	1,491,551	1,564,505	1,303,318	-3.0%	-30.7%
2020/12	1,333,637	1,264,881	1,624,692	0.0%	-37.0%
2021/01	1,126,629	1,324,963	947,395	-3.4%	-24.5%
2021/02	1,105,590	130,808	895,556	-14.2%	-92.2%
2021/03	1,423,354	1,445,970	1,182,084	1.9%	-16.3%

数据来源：兴证期货研发部、Mpob

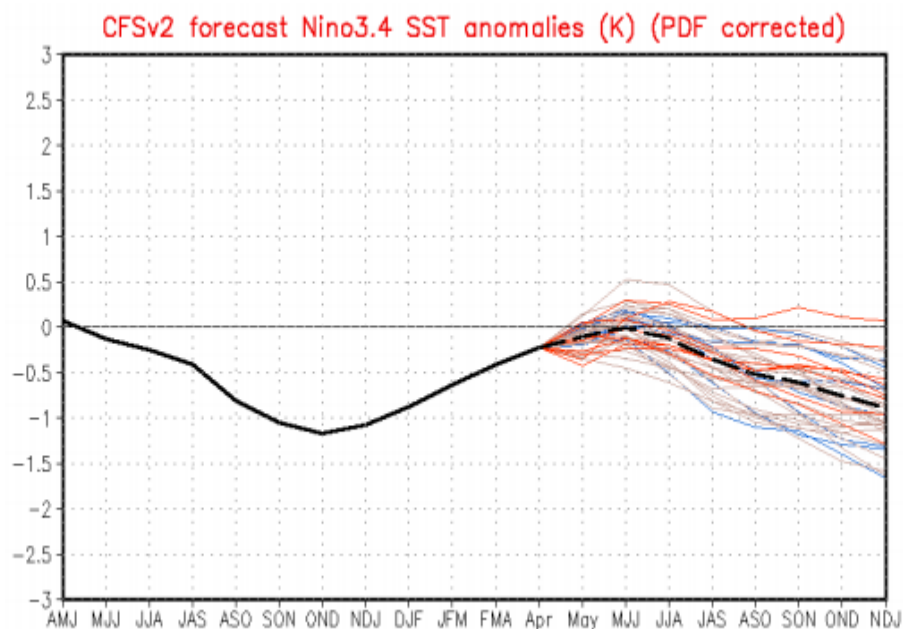
马来西亚棕榈油局公布 3 月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚 3 月棕榈油的产量为 142.33 万吨，远高于 2 月的 110.5 万吨，同比增加 1.9%，产量高于市场预期。3 月开始，马来西亚棕榈油进入到增产周期，产量数据出现增加。马来西亚棕榈油 3 月的出口数据为 118.2 万吨，较 2 月的 89.5 万吨大幅增加。东南亚地区棕榈油价格处于高位，出口数量受关税提升影响大幅下滑。马来西亚 3 月棕榈油的期末库存为 144.5 万吨，远低于市场预期，较 2 月的库存 130.8 万吨出现大幅增加。

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 天气短期利空棕榈油生产

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，全球处于拉尼娜气候，由于降雨偏多，不利于棕榈油收割，但长期来看天气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。

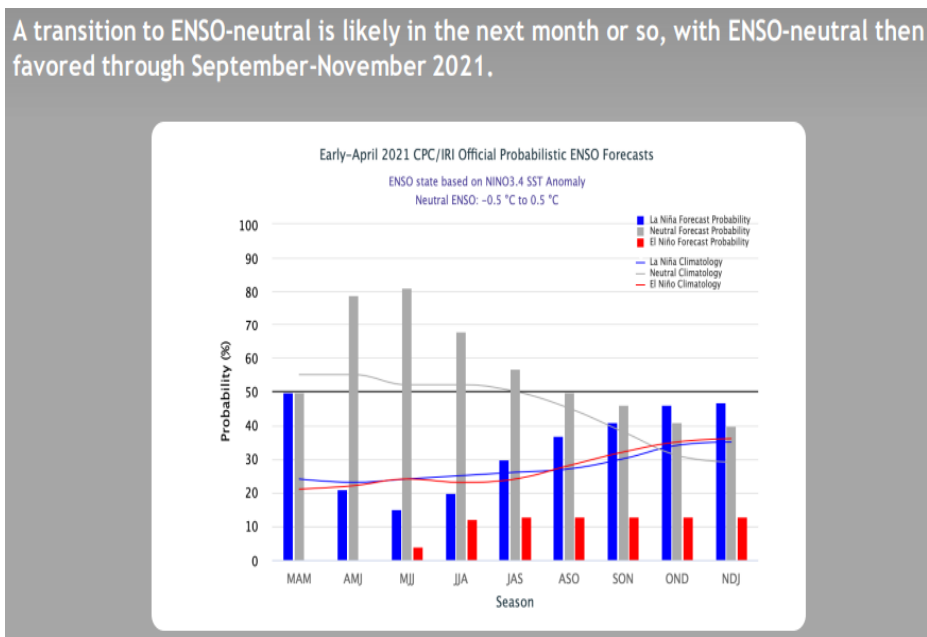
图 12: 天气预测模型



数据来源：兴证期货研发部、NOAA

目前全球处于拉尼娜气候，但即将转入中性天气。

图 13: 厄尔尼诺概率

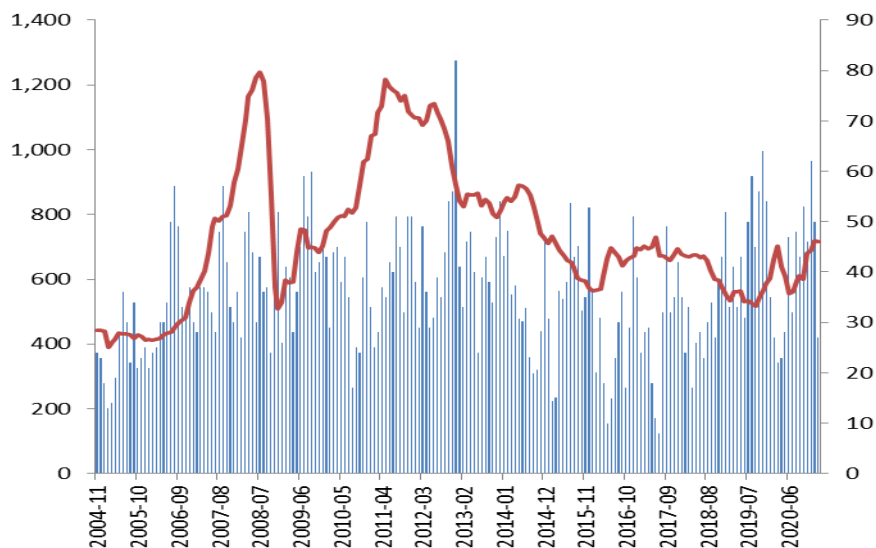


数据来源：兴证期货研发部、NOAA

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 国内棕榈油库存偏低

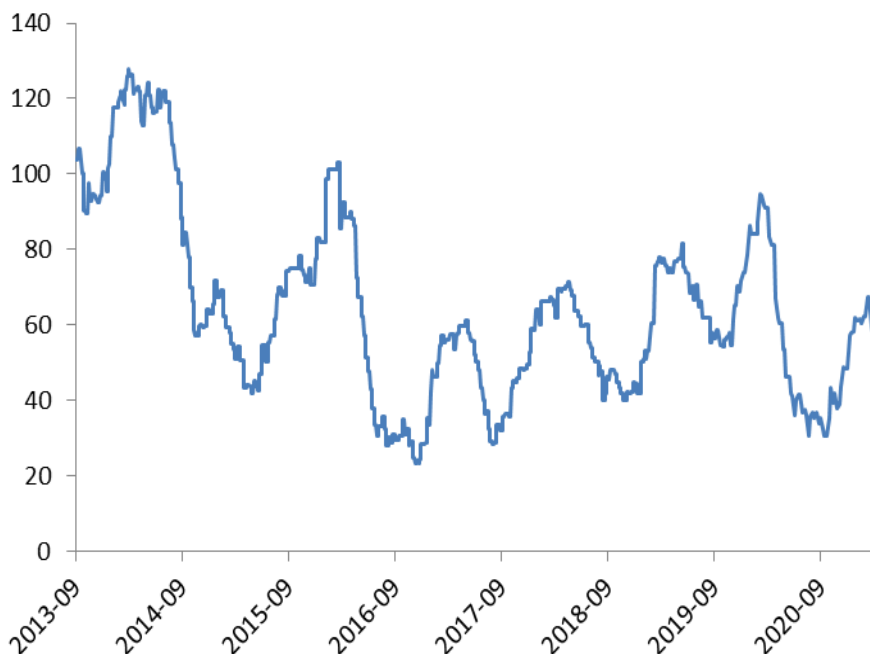
图 14: 棕榈油进口及价格



数据来源：兴证期货研发部、wind

如图 14 所示，2 月我国棕榈油进口 27 万吨，持平去年同期。

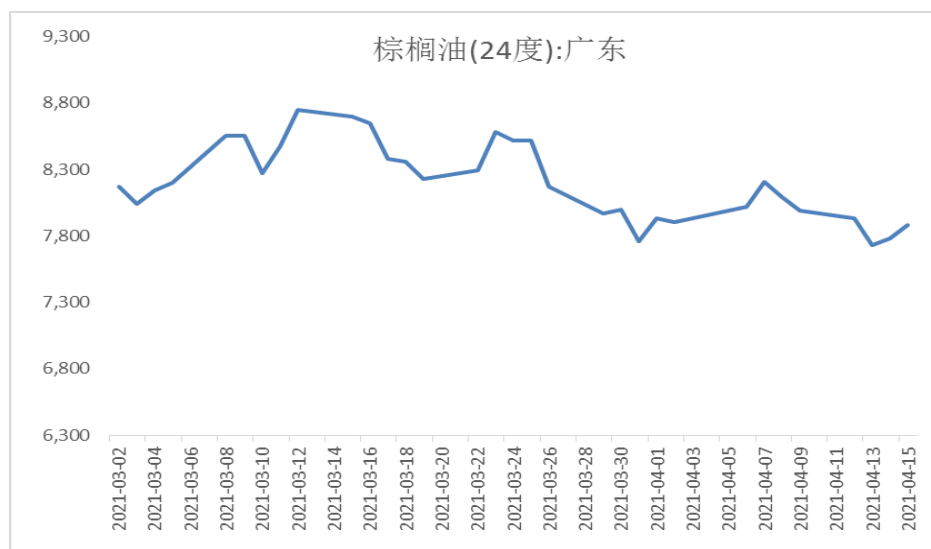
图 15: 国内棕榈油港口库存 (万吨)



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 46 万吨，处于近年来中值偏低水平。

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。如图 16 所示, 广东 24 度棕榈油的价格 7780-7930 元/吨区间。

1.2.4 棕榈油进口亏损

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 8660 元/吨, 现货消费在 7930 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	4月	1085	+10	24	1109	8666	(华南)
		1085	+10	32	1117	8728	(华东)
		1085	+10	36	1121	8759	(华北)
	5月	1065	+25	24	1089	8511	(华南)
		1065	+25	32	1097	8573	(华东)
		1065	+25	36	1101	8604	(华北)
	6月	1005	+30	24	1029	8047	(华南)
		1005	+30	32	1037	8109	(华东)
		1005	+30	36	1041	8140	(华北)
			915	+30	24	939	7350

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, 进口的棕榈油亏损。

综合来看, 棕榈油产量出现增加, 出口需求一般, 期末库存增加, 对棕榈油价格利空。目前棕榈油期现价格过大利多期货价格, 未来随着经济恢复及通胀预期, 棕榈油价格仍将处于高位区间震荡。

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。南美大豆丰产，美国种植面积提高，未来供应增加，但经济复苏预期及各国积极的货币和财政政策利多全球大宗商品。豆油价格将维持高位区间震荡行情。

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，棕榈油震荡反弹。全球经济复苏、美国经济刺激对大宗商品利多，棕榈油多空交易，价格将维持高位区间震荡行情。

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。