

兴证期货·研发中心

2021年12月1日星期三

农产品研究

李国强

从业资格编号：F0292230

投资咨询编号：Z0012887

### 内容提要

联系人

李国强

电话：021-20370971

邮箱：

[ligq@xzfutures.com](mailto:ligq@xzfutures.com)

### ● 行情回顾

11月豆油逐步走出顶部形态；月初国内经济活动恢复，对油脂需求利好；原油价格也持续震荡走高带动商品人气；但随着下旬新冠疫情再起，市场恐慌情绪迅速蔓延，原油暴跌，带动整体商品迅速走低。美国大豆产量出现小幅调高。南美洲巴西大豆种植面积和产量预期将继续创出历史新高，阿根廷近期大豆种植按期推进，主产区出现降雨，后种植尚可，但后期需要持续跟踪天气情况。马来西亚人工短缺导致产量持续低于预期，库存维持偏低水平。印尼政府大幅增加棕榈油出口关税和收费，导致棕榈油成本大幅增加。目前国内油脂的期现价差维持较高水平，由于年末双节需求对现货带来较好支撑，基差可能持续；但随着供应的逐步增加，现货消费料逐步下滑，若无灾害性天气干扰，油脂逐步构筑出顶部区间，可关注远期合约的偏空走势。国内豆油、棕榈油库存维持偏低，后期将逐步走高。

### ● 后市展望及策略建议

进入12月以后，南美大豆主产区成为市场关注焦点，尤其是阿根廷大豆主产区天气尤其需要关注。马来西亚疫情导致劳工短缺，棕榈油供应长期低于预期对价格利多。国内豆油、棕榈油库存维持低位，12月将是需求旺季，需求的利好对价格利多，但进入到1月之后需求将大幅萎缩，可能形成油脂的顶部区间。宏观方面，货币收紧、疫情再起，将导致商品的价格走弱，因此，可关注油脂构筑顶部后能否顺畅下跌。

## 1. 油脂基本面

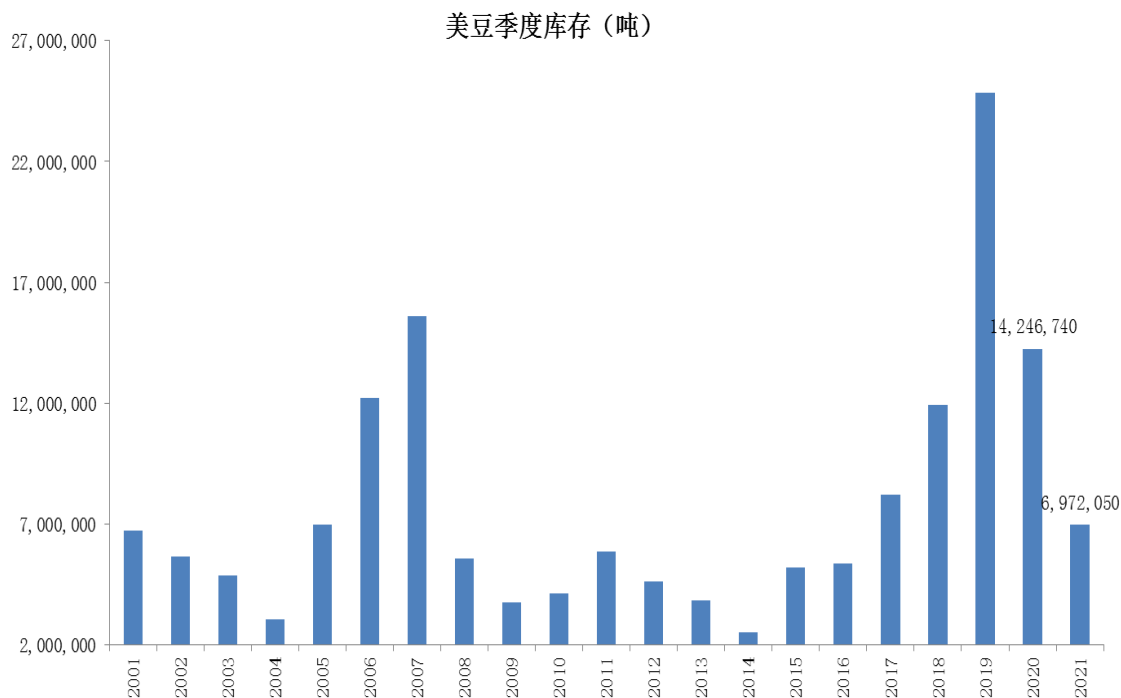
### 1.1 豆油

#### 1.1.1 库存增加，农业部报告偏空

美国农业部 11 月报告显示，美豆种植面积 8720 万英亩（上年 8310），收割 8640 万英亩（上年 8230），单产 51.2 蒲/英亩（上年 51.0 蒲/英亩），产量 44.25 亿蒲（上年 42.16 亿蒲），出口 20.50 亿蒲（上年 22.65 亿蒲），压榨 21.90 亿蒲（上年 21.41 亿蒲），期末库存 3.40 亿蒲（上年 2.56 亿蒲）。全球期末存 10378 万吨（上期 9889 万吨，上年 9916 万吨）。USDA 上调美豆的产量，美国国内大豆出口数量小幅下调，期末库存 3.40 亿蒲，高于上月水平，同样高于去年的 2.56 亿蒲，本次报告对大豆市场影响中性偏空，但利空低于市场预期。

美国农业公布季度库存报告显示，截止 2021 年 9 月 1 日当季，大豆库存 697 万吨，去年同期为 1425 万吨。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，中国进口美国大豆数量大幅增加，美国大豆库存的压力大幅下降。

图 1：美国大豆季度库存（吨）

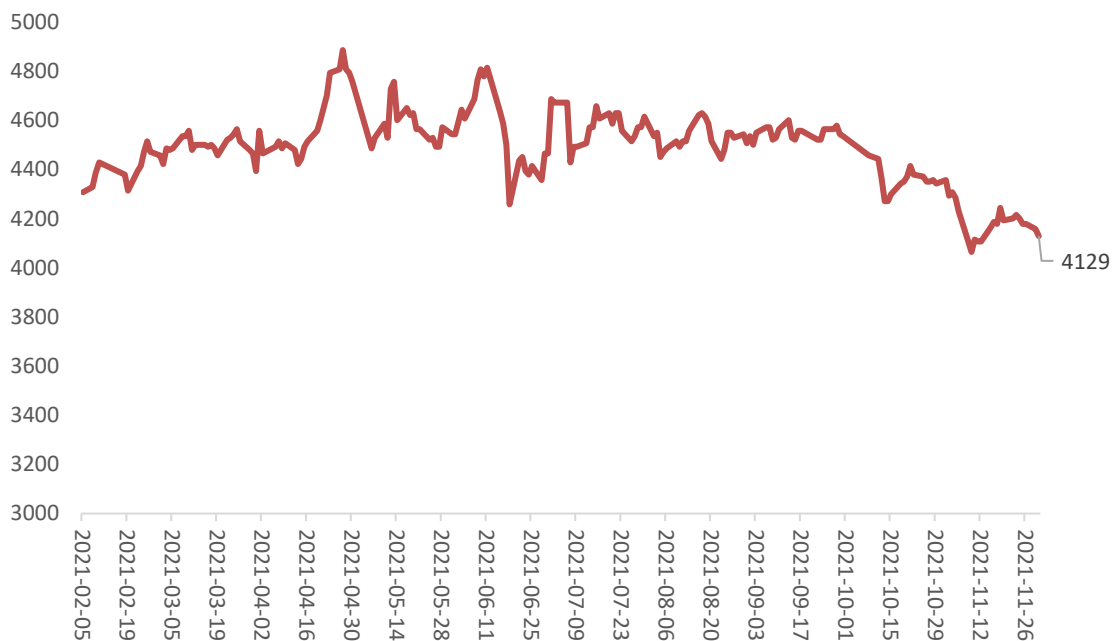


数据来源：兴证期货研发部、USDA

#### 1.1.2 美豆出口逐步增加

根据美国农业部的报告，中国进口商增加了美国大豆的进口数量，随着收割的进行，美国大豆库存维持增加，对价格利空。巴西大豆出口数量将逐步下滑。

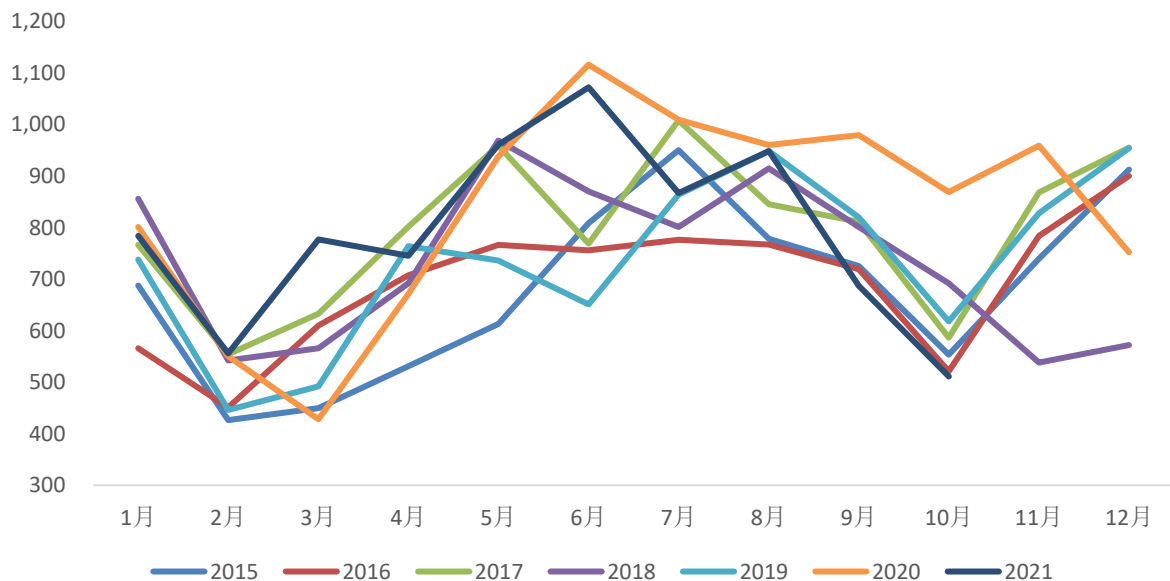
图 2：美国大豆成本测算



数据来源：兴证期货研发部、Wind

### 1.1.3 进口有所下滑

图 3：大豆月度进口（万吨）



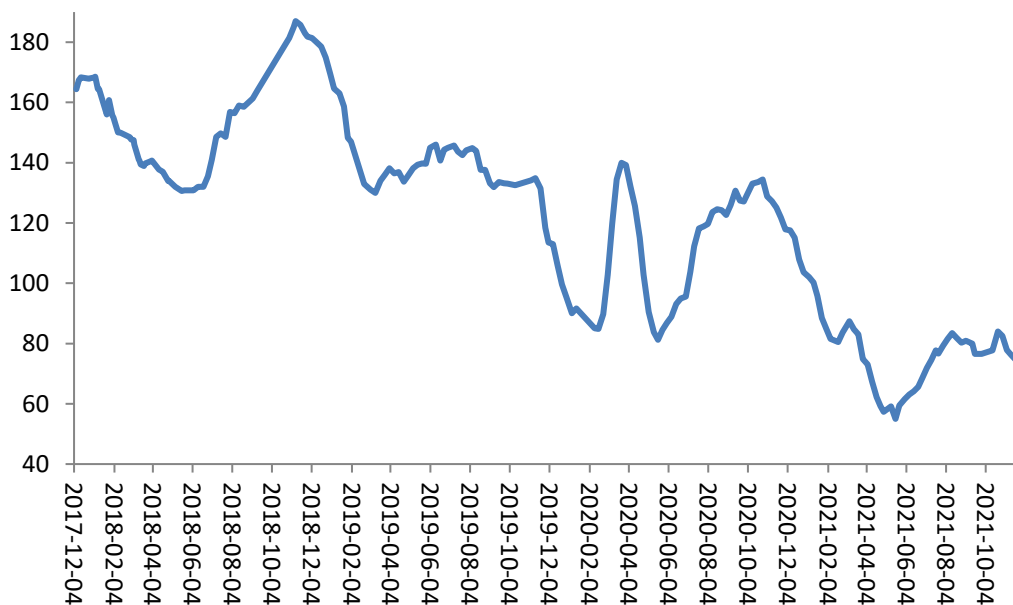
数据来源：兴证期货研发部、Wind

我国大豆进口维持正常水平，大豆供应维持充足。

国内方面，生猪养殖利润大跌导致加速出栏，生猪存栏出现下滑，对豆粕需求利空。国庆节后，生猪价格迅速反弹，显示生猪存栏下滑，对豆粕的需求利空。国内油厂大豆进口数量下滑，开工率维持正常偏低水平。港口大豆库存持续下滑。豆油的需求一般，库存震荡至 73.15 万吨。

### 1.1.4 豆油库存维持震荡

图 4：豆油商业库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

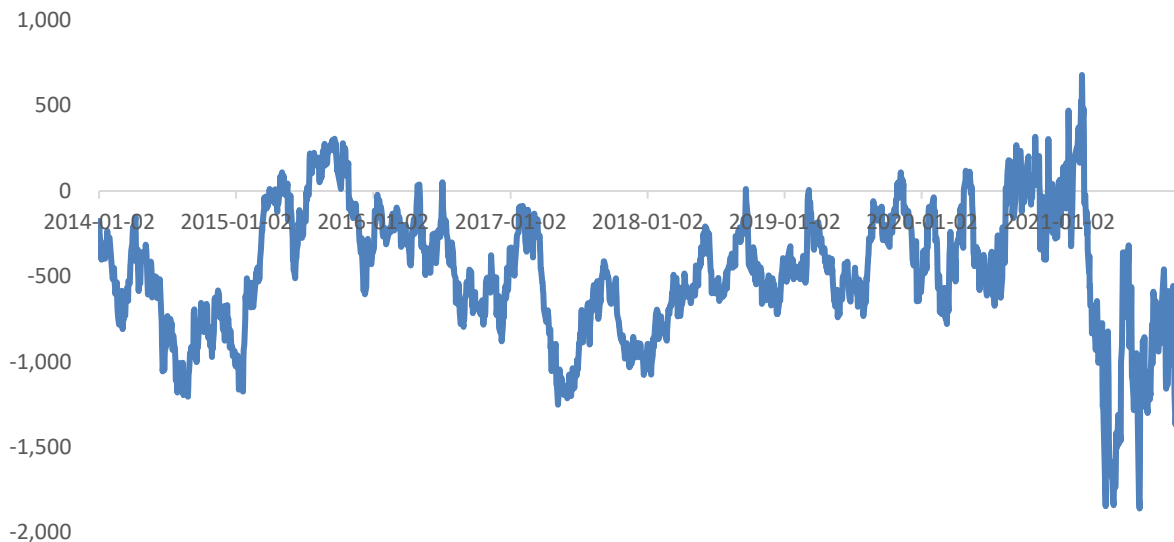
国内豆油的商业库存 73.15 万吨，较前期最低点有了一定增加，豆油供应下滑，需求一般，后期库存可能继续震荡反弹。

### 1.1.5 进口亏损增加

从进出口情况看，由于外盘豆油价格下跌少于国内，国内外每吨豆油的进口亏损 1190 元/吨；国内和外盘豆油的价差有所扩大。

从国际情况看，豆油工业需求数量因为政策因素影响出现变动，导致外盘价格弱势震荡。短期全球油脂供求略显紧张，但随着宏观货币政策的收紧以及原油的暴跌，油脂价格出现了下跌动能。

图 5：豆油进口利润(元/吨)

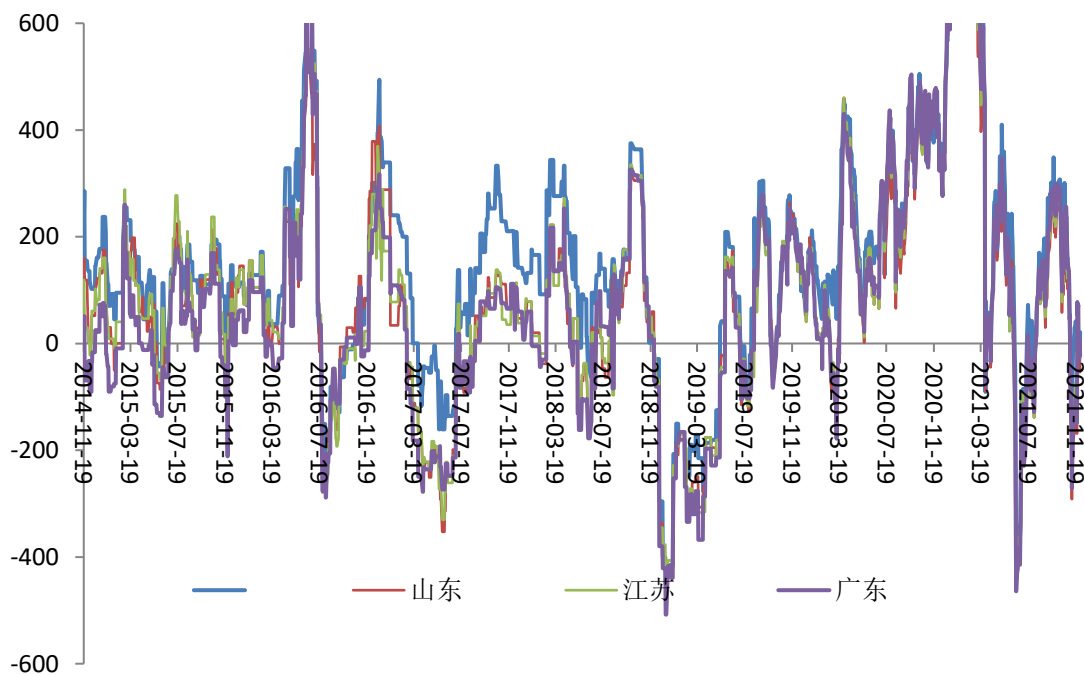


数据来源：兴证期货研发部、Wind

### 1.1.6 压榨利润偏低

从整个进口大豆的压榨产业链来看，外盘大豆价格偏弱，国内豆油近期大幅下挫，油厂的压榨利润处于正常偏低水平。2021 年 12 月份，大豆供应量维持宽松，压榨利润维持正常。

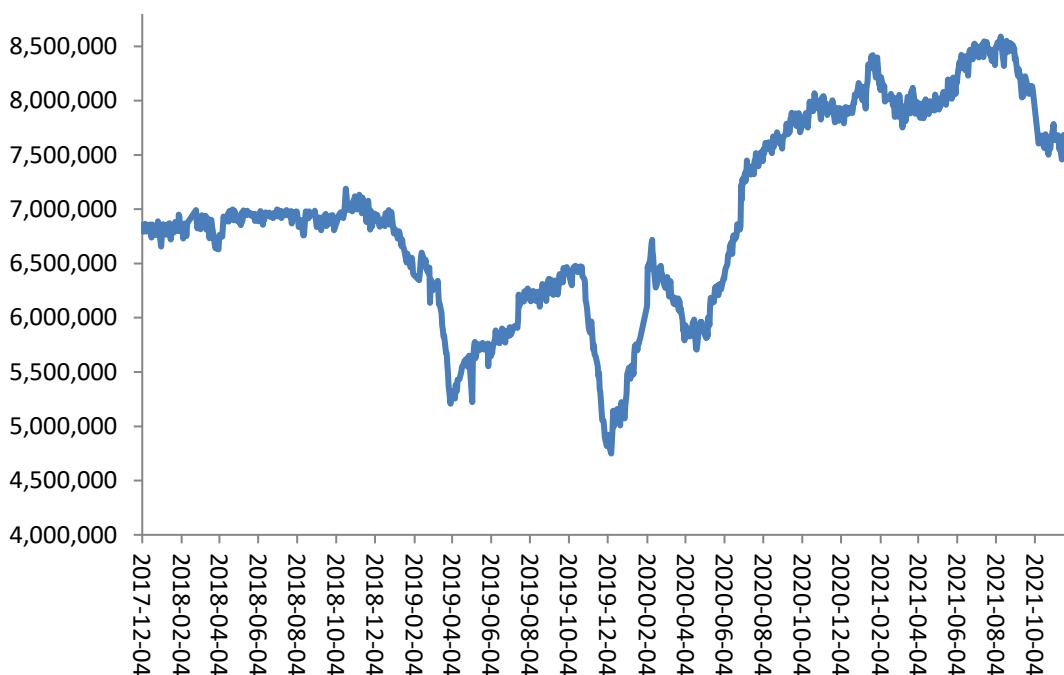
图 6：进口大豆压榨利润



数据来源：兴证期货研发部、Wind

下游消费情况看，目前豆粕消费较差。由于前期价格暴跌，生猪存栏下滑，后期对豆粕的需求增幅不大。从大豆供给的角度来看，10月进口大豆数量维持偏低水平。目前，进口大豆库存为759万吨，维持高位震荡走低。

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，美国大豆的单产和总产高于预期对价格利空。宏观货币政策收紧及疫情再起导致的原油价格暴跌对商品尤其是油脂价格利空。国内由于年底双节临近，逐步进入到豆油消费旺季，豆油的现货价格相对较强，期现价价差维持较高水平。目前期货盘面顶部形态初步显现，若后期需求开始转弱不排除油脂进入到调整下挫行情。

## 1.2 棕榈油基本面

### 1.2.1 库存增加低于预期

每年的 10 月到 4 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下滑的趋势。供应的减少一般会导致供求关系转向偏紧张的局面，全球已经进入拉尼娜气候，中长期来看棕榈油的月度产量数据维持正常水平，但由于疫情导致人工短缺，棕榈油产量对价格利多。需求方面，随着能源政策的实施，棕榈油的生物柴油需求增加。从马来西亚公布的产量数据来看，2021 年 10 月，马来西亚棕榈油产量同比出现小幅度增加，出口大幅下滑，期末库存大幅增加但低于市场预期，对棕榈油中性。从 11 月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量同比下滑、出口需求下滑，棕榈油的库存大概率下调。

需求方面，随着原油价格暴跌，棕榈油需求预期下滑。出口数据方面，11 月棕榈油出口量小幅下降；综合马来西亚和印度尼西亚供求，棕榈油供应仍旧偏紧。

图 8：马来西亚棕榈油数据

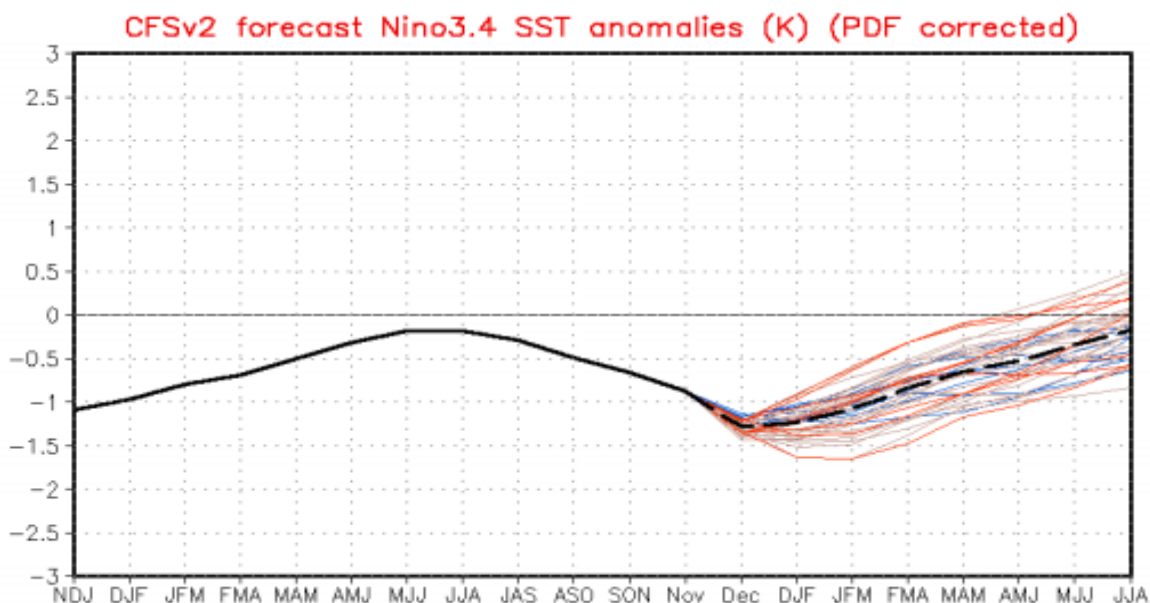
马来西亚棕榈油数据					
	产量	期末库存	出口	产量同比	库存同比
2020/09	1,869,339	1,725,120	1,612,169	1.5%	-29.5%
2020/10	1,724,420	1,573,450	1,673,998	-4.0%	-33.0%
2020/11	1,491,551	1,564,505	1,303,318	-3.0%	-30.7%
2020/12	1,333,637	1,264,881	1,624,692	0.0%	-37.0%
2021/01	1,126,629	1,324,963	947,395	-3.4%	-24.5%
2021/02	1,105,590	1,308,080	895,556	-14.2%	-22.2%
2021/03	1,423,354	1,445,970	1,182,084	1.9%	-16.3%
2021/04	1,522,865	1,545,981	1,338,672	-7.9%	-24.4%
2021/05	1,571,523	1,568,943	1,265,460	-4.8%	-22.9%
2021/06	1,606,187	1,613,657	1,418,825	-14.8%	-15.1%
2021/07	1,523,143	1,496,460	1,408,321	-15.7%	-11.9%
2021/08	1,702,430	1,874,746	1,162,812	-8.6%	10.3%
2021/09	1,703,740	1,746,520	1,597,393	-8.9%	1.2%
2021/10	1,725,837	1,834,103	1,417,868	0.1%	16.6%

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 172.58 万吨，高于 9 月的 170.37 万吨，同比增加 0.1%，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，产量数据迟迟未出现增加。马来西亚棕榈油 10 月的出口数据为 141.786 万吨，低于 9 月的 159.74 万吨。东南亚地区棕榈油价格处于高位，后期出口数量受限。马来西亚 10 月棕榈油的期末库存为 183.4 万吨，低于市场预期，较 9 月的库存 174.65 万吨低。受疫情影响，马来西亚棕榈油的产量低于预期，需求偏弱，库存出现增加。

## 1.2.2 气候利多棕榈油产量

图 9: 天气预测模型

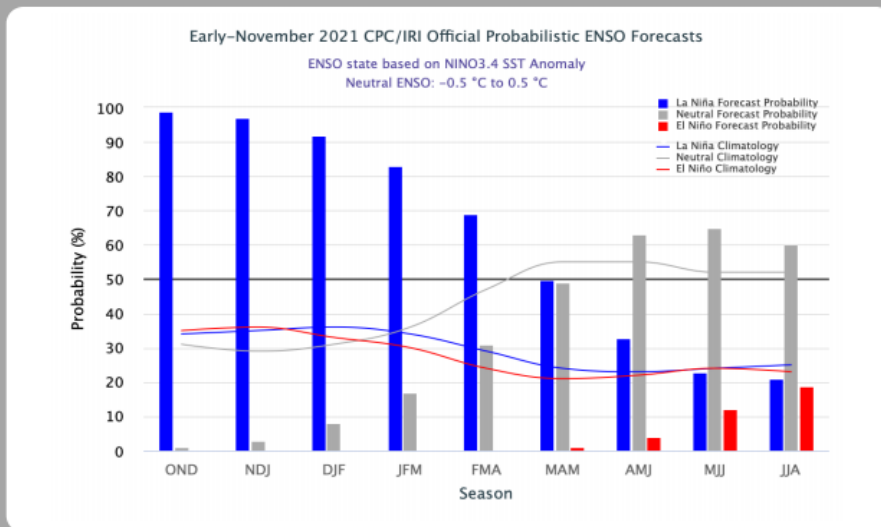


数据来源：兴证期货研发部、NOAA

棕榈油常年连续生产，受长期气候的影响较大。根据 NOAA 预测，全球进入拉尼娜气候，东南亚天气恢复正常利于产量提高。

图 10: 天气预测模型

La Niña is expected to continue through Northern Hemisphere winter 2021-22 and into spring 2022.



数据来源：兴证期货研发部、NOAA

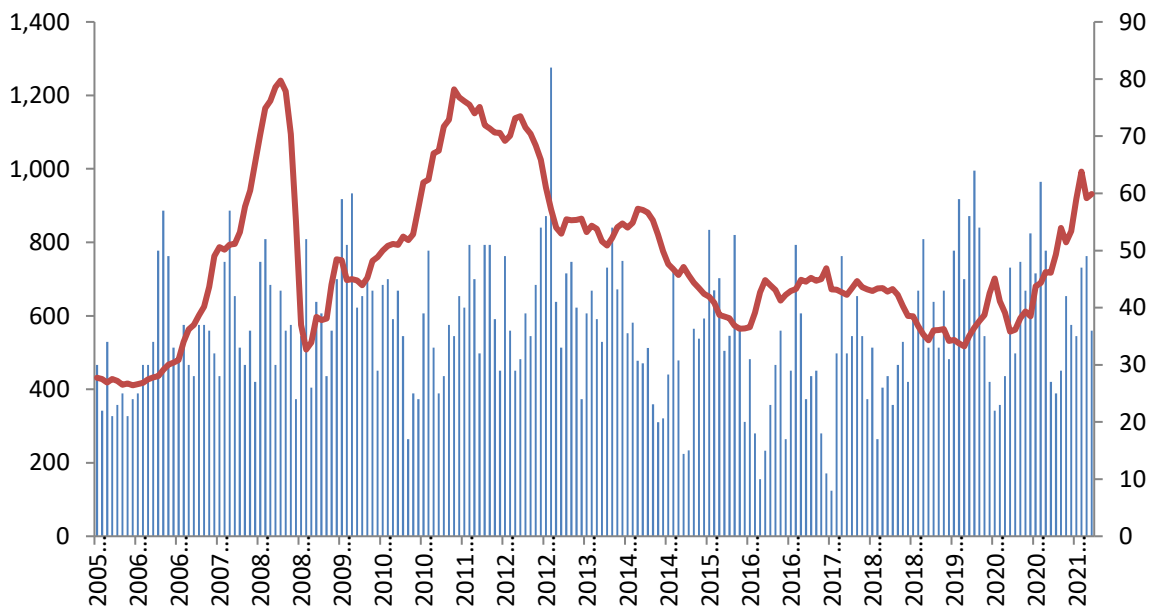
根据天气预测模型，目前全球已经进入拉尼娜气候。马来西亚和印度降雨量恢复正常偏多。



### 1.2.3 棕榈油进口下滑

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，2021 年 10 月进口 36 万吨，进口量较去年同期的 53 万吨大减。

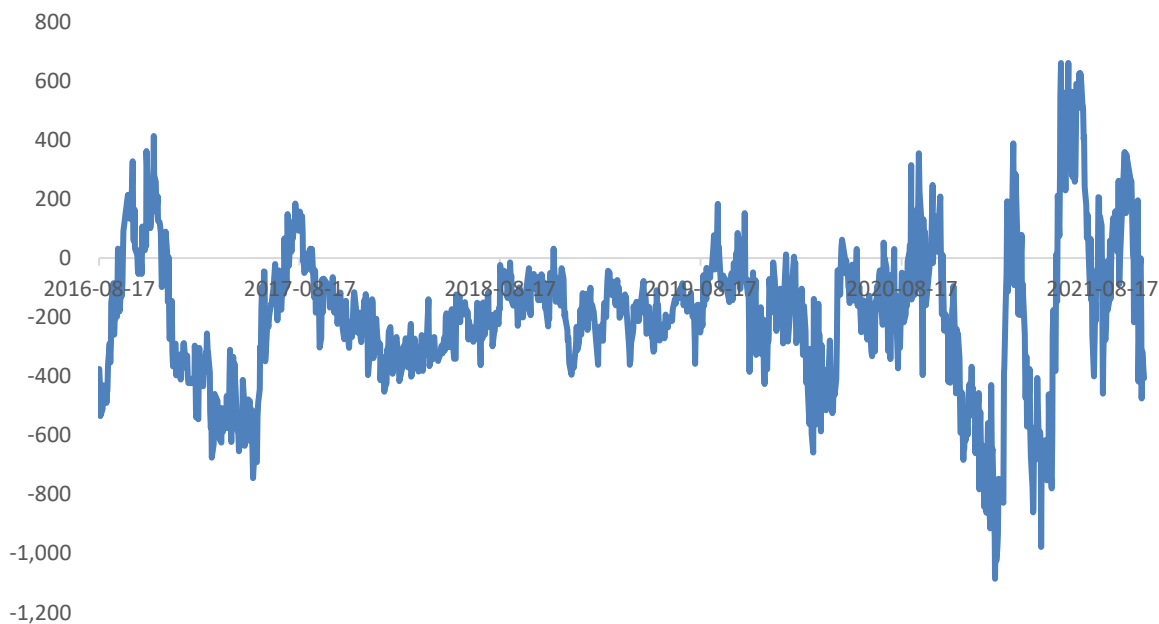
图 11：棕榈油进口量及单价



数据来源：兴证期货研发部、Wind

棕榈油现货 9700 元/吨，进口成本为 10380 元/吨，进口出现亏损。

图 12：马来西亚棕榈油进口亏损（元/吨）

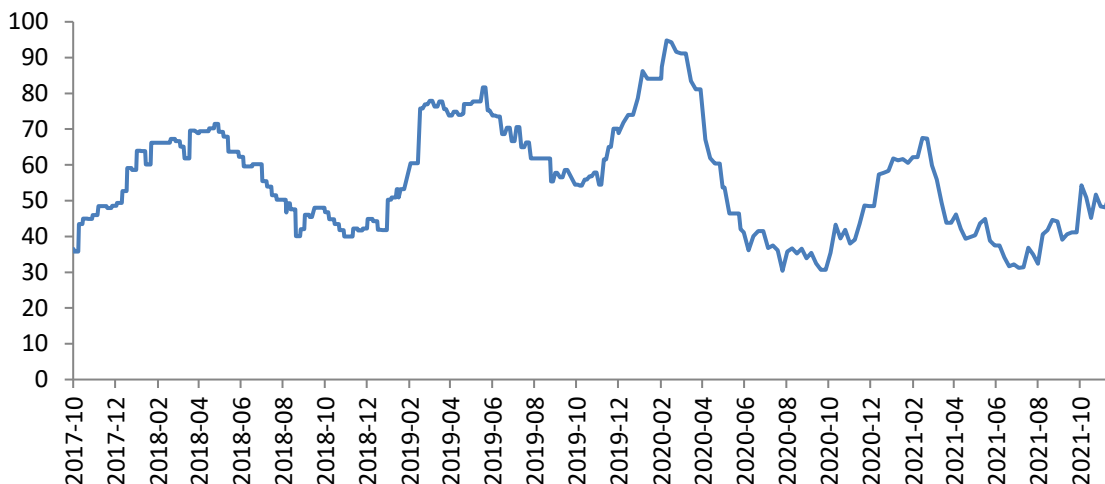


数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

### 1.2.4 库存维持震荡增加

目前，国内棕榈油的商业库存 54.45 万吨，近期震荡增加。

图 13：棕榈油库存走势

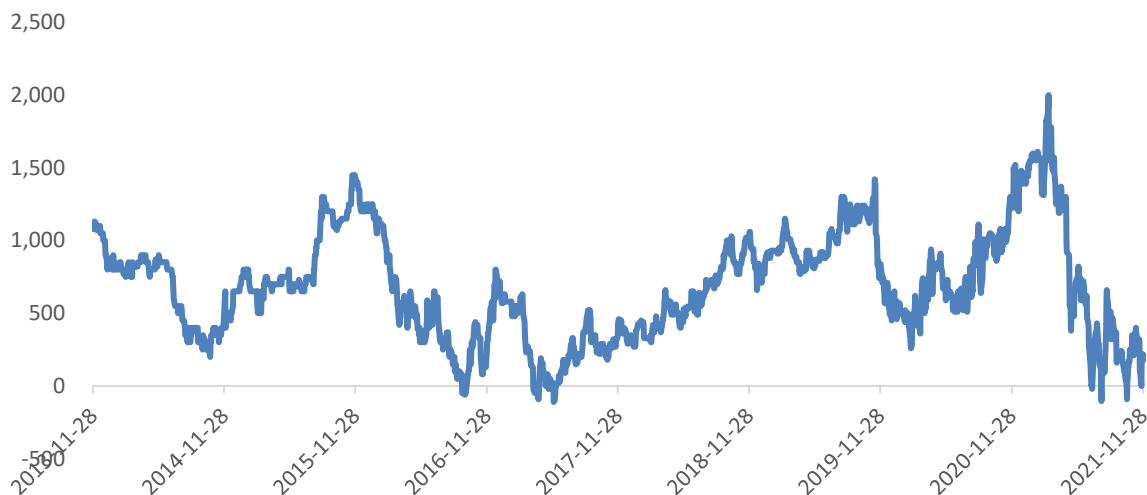


数据来源：兴证期货研发部、Wind

### 1.2.5 豆棕价差维持低位

豆油和棕榈油的价差 210 元/吨，处于偏低水平。

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增加不及预期，尤其是马来西亚人工短缺导致产量同比下滑，将对价格利多。国内方面，棕榈进口数量下滑，库存维持低位略增。由于价格大幅增加，棕榈油消费下滑，随着消费旺季的到来，棕榈油的需求将有所增加，但随后可能进入的调整下跌的行情。

## 2. 技术分析 & 操作策略

### 2.1 豆油

11月豆油价格高位震荡构筑顶部形态。随着宏观货币政策的收紧、疫情导致原油暴跌，豆油在消费旺季结束后可能进入到调整下跌行情。

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月棕榈油价格维持高位震荡筑顶行情。马来西亚劳工短缺导致棕榈油产量低于预期；印尼对棕榈油出口征收高额税费增加棕榈油成本，但随着高价对需求的抑制，及宏观政策偏紧预期，后期棕榈油价格可能逐步出现调整。

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。本报告清晰准确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。