

兴证期货·研发中心

2022年2月7日星期一

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

● 行情回顾

1月豆油出现震荡走高行情；原油价格震荡走高带动商品人气。南美洲出现异常天气，产区降雨不均，中部地区降雨偏大不利于收割，南部大豆种植主产区降雨偏低导致单产和产量大幅下调；阿根廷大豆主产区出现持续降雨，有利于缓解前期旱情，但后期高位且偏干旱，单产和产量可能会出现下调，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。12月以来，马来西亚出现暴雨洪涝灾害，导致棕榈油产量下滑。受南美、东南亚地区极端天气影响，油脂价格震荡走高。目前国内油脂的期现价差维持较高水平，春节结束后，油脂需求放缓，在目前价格高企的背景下，继续大幅走高的概率下滑；但国内豆油、棕榈油库存偏低，支撑价格继续高位偏强震荡。

● 后市展望及策略建议

进入2月以后，南美大豆主产区仍将是市场炒作的焦点，尤其是巴西南部 and 阿根廷大豆主产区天气干旱尤其需要关注，天气升水溢价对价格利多。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；洪涝灾害导致棕榈油停产也导致短期产量偏低预期。国内豆油、棕榈油库存维持低位，春节之后需求转差，但供求紧平衡将支撑油脂震荡偏强。

1. 油脂基本面

1.1 豆油

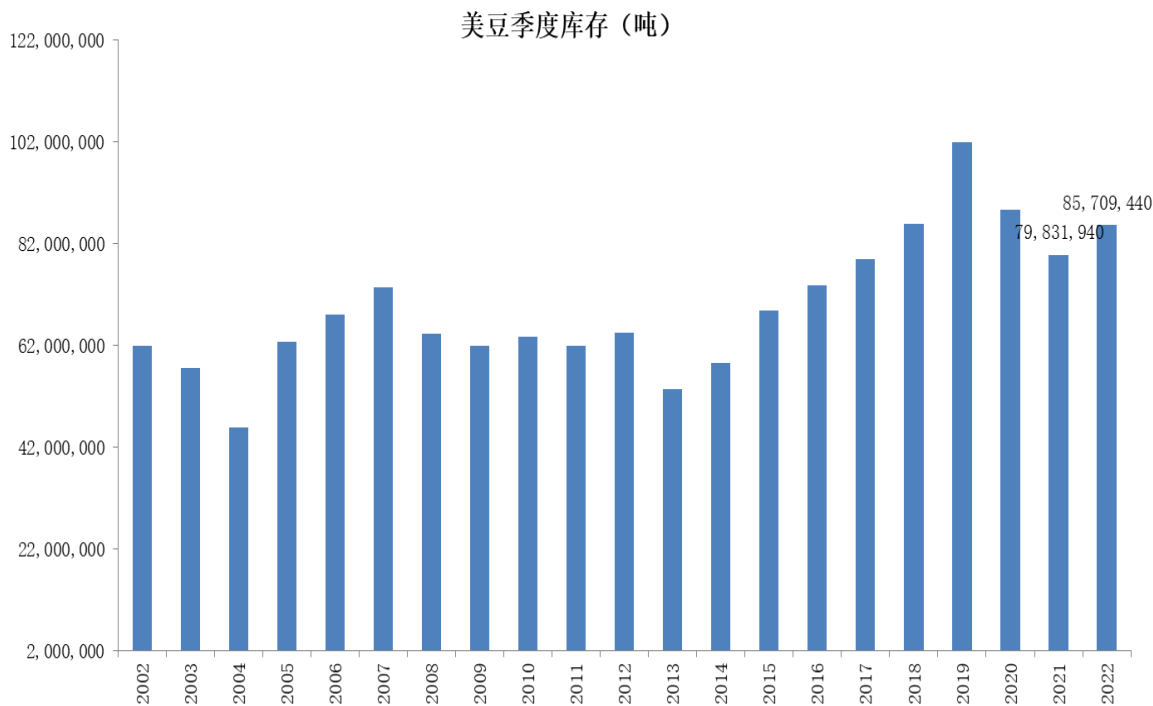
1.1.1 库存维持下调，报告偏多

美国农业部 1 月报告显示，美豆种植面积 8720 万英亩（上年 8310），收割 8630 万英亩（上年 8230），单产 51.4 蒲/英亩（上年 51.0 蒲/英亩），产量 44.35 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 3.50 亿蒲（上年 2.56 亿蒲）。全球期末存 9520 万吨（上期 10378 万吨，上年 9916 万吨）。美国大豆的库存数据出现小幅上调，库存小幅增加。巴西大豆下调 500 万吨、阿根廷大豆下调 300 万吨、巴拉圭大豆下调 150 万吨，显示南美天气对大豆影响出现，后期干旱炎热天气还可能致大豆产量下调。

南美洲出现极端天气，巴西中部和北部大豆主产区降雨过量，而南部主产区降雨不足，天气干旱，导致大豆产量出现大幅下调；1 月阿根廷出现降雨，但 2 月天气将高位少雨，大豆产量同样面临大幅下调的局面，全球大豆价格大幅上涨带动豆油和豆粕价格震荡走高。

美国农业公布季度库存报告显示，截止 2021 年 12 月 1 日当季，大豆库存 8571 万吨，去年同期为 7983 万吨。从历史库存看，库存处于历史的均值水平。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）

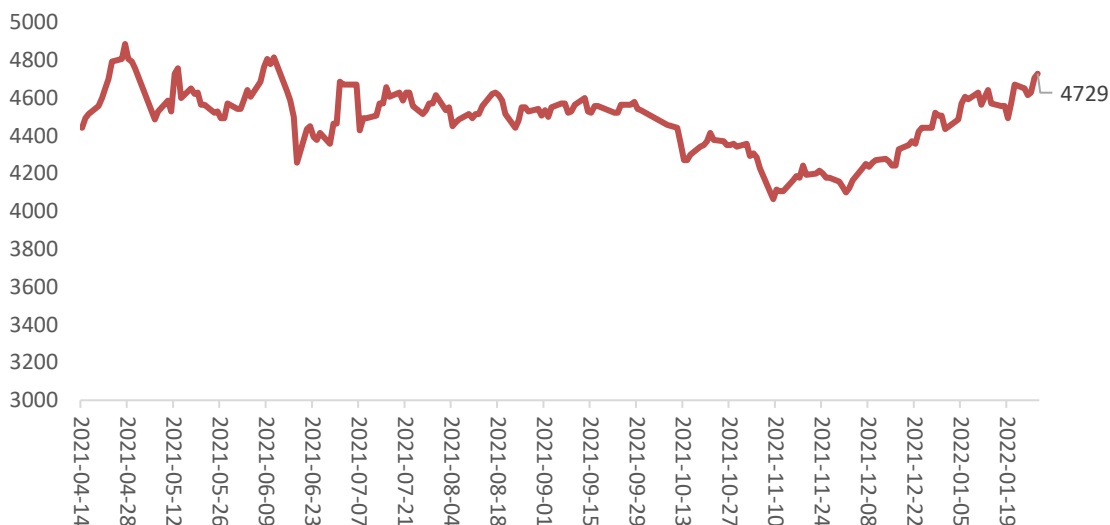


数据来源：兴证期货研发部、USDA

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，由于南美减产预期，近期中国采购美国大豆数量增加，对价格利多。巴西大豆出口数量同样增加。

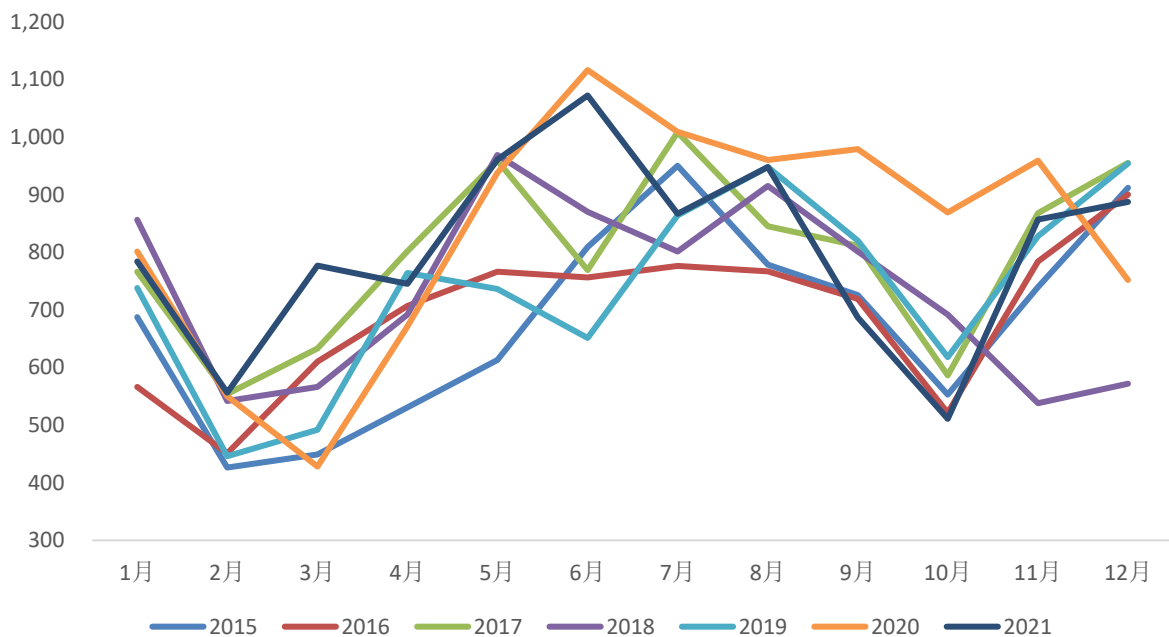
图 2：美国大豆成本测算



数据来源：兴证期货研发部、Wind

1.1.3 进口维持高位区间

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维持高位，开工率维持正常水平。港口大豆库存持续下滑。豆油的需求一般，库存震荡至 67.5 万吨。

1.1.4 豆油库存维持震荡走低

图 4：豆油商业库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

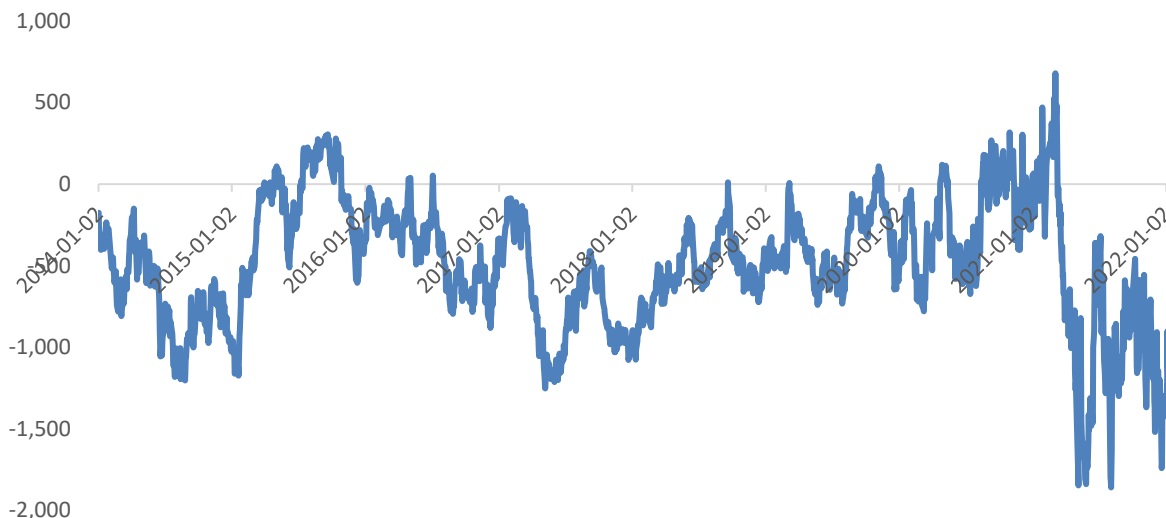
国内豆油的商业库存 67.5 万吨，继续维持低位水平，豆油供应下滑，需求一般，后期库存可能维持偏低状态。

1.1.5 进口亏损略减

从进出口情况看，由于外盘豆油价格上涨少于国内，国内外每吨豆油的进口亏损 901 元/吨；国内和外盘豆油的价差有所收窄。

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，导致外盘价格维持震荡。短期全球油脂供求略显紧张，受大豆供应下滑的担忧，豆油价格表现坚挺。

图 5：豆油进口利润(元/吨)

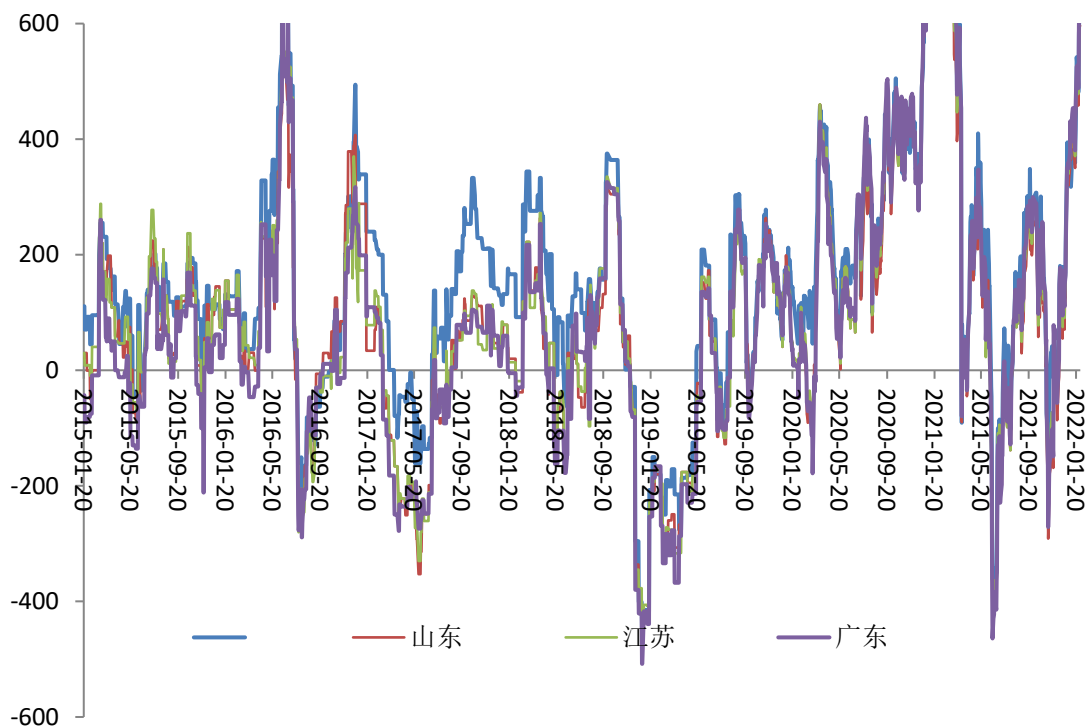


数据来源：兴证期货研发部、Wind

1.1.6 压榨利润走高

从整个进口大豆的压榨产业链来看，外盘大豆价格走高，国内豆油近期大幅走高，油厂的压榨利润处于正常偏高水平。2022 年 1 月份，大豆供应量维持宽松，压榨利润维持出现走高。

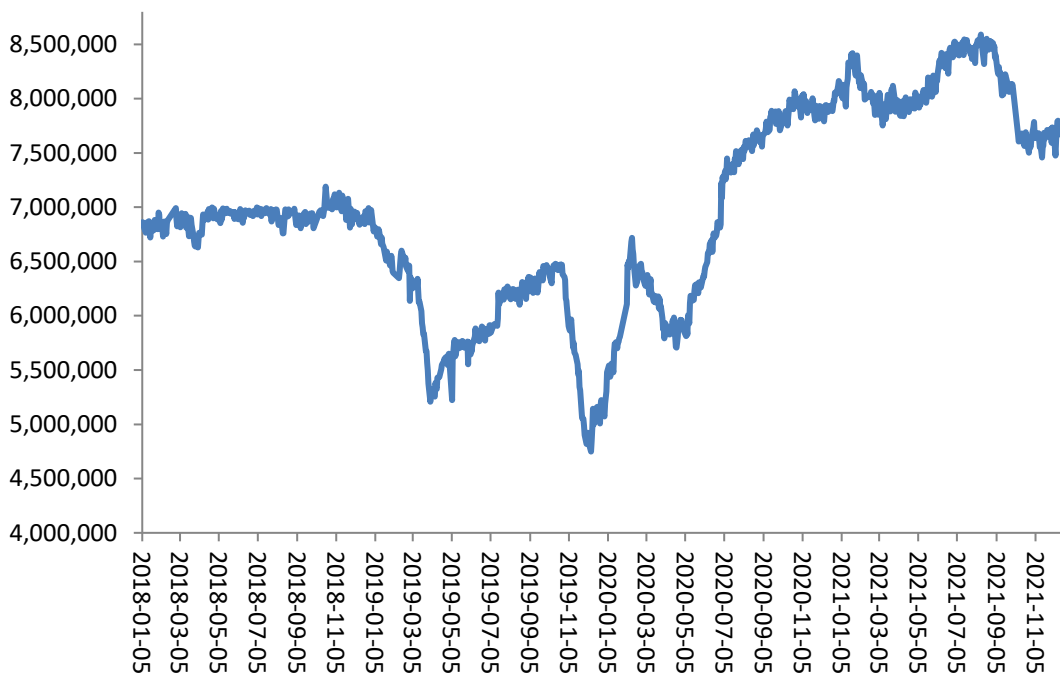
图 6：进口大豆压榨利润



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。由于生猪价格暴跌，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，12月进口大豆数量维持高位。目前，进口大豆库存为736万吨，维持高位震荡下滑。

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，目前进入到南美大豆生长的关键时期；受天气干旱影响，巴西南部主产区大豆出现了大幅下调，阿根廷大豆产量也会面临下调；全球大豆价格大幅走高。国内双节过后进入豆油消费淡季，需求相对放缓，但库存偏低的状态将支撑豆油价格震荡偏强。

1.2 棕榈油基本面

1.2.1 库存大幅下滑

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 12 月，马来西亚棕榈油产量同比出现增加，出口大幅下滑，期末库存下滑，对棕榈油中性偏多。从 1 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，随着原油价格高位震荡走高，棕榈油需求预期下滑。出口数据方面，12 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

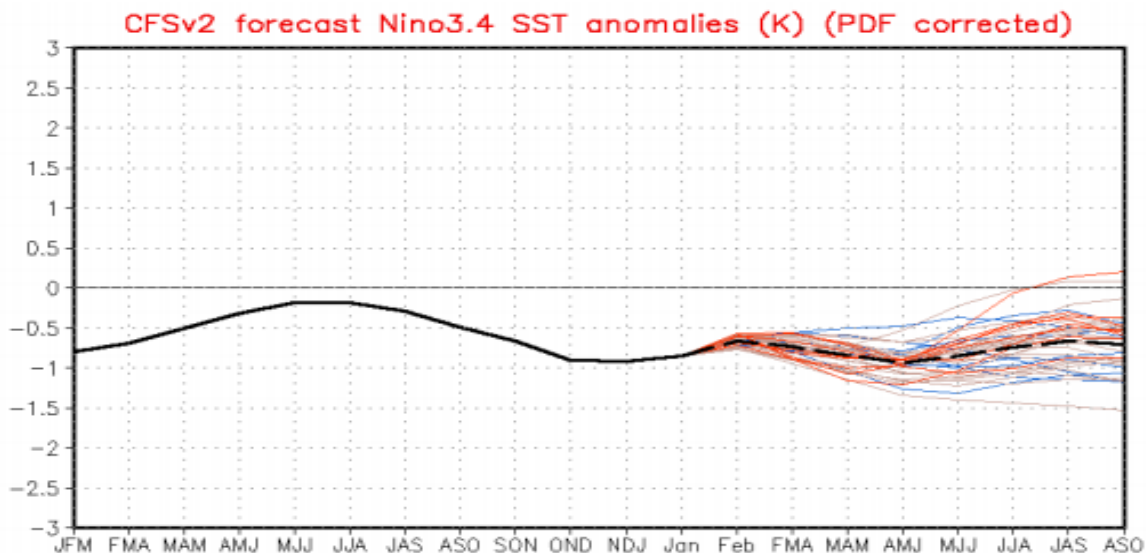
马来西亚棕榈油数据					
	产量	期末库存	出口	产量同比	库存同比
2020/12	1,333,637	1,264,881	1,624,692	0.0%	-37.0%
2021/01	1,126,629	1,324,963	947,395	-3.4%	-24.5%
2021/02	1,105,590	1,308,080	895,556	-14.2%	-22.2%
2021/03	1,423,354	1,445,970	1,182,084	1.9%	-16.3%
2021/04	1,522,865	1,545,981	1,338,672	-7.9%	-24.4%
2021/05	1,571,523	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%
2021/11	1,634,932	1,816,879	1,467,518	9.6%	16.1%
2021/12	1,450,905	1,583,040	1,414,566	8.8%	25.2%

数据来源：兴证期货研发部、Mpob

马来西亚棕榈油局公布 12 月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚 12 月棕榈油的产量为 145.09 万吨，低于 11 月的 163.49 万吨，同比增加 25.2%，产量高于市场预期。10 月开始，马来西亚棕榈油进入到减产周期，产量数据开始兑现。马来西亚棕榈油 12 月的出口数据为 146.75 万吨，低于 11 月的 146.75 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 12 月棕榈油的期末库存为 158.3 万吨，高于市场预期，较 11 月的库存 181.68 万吨低。受疫情影响，马来西亚棕榈油的产量低于预期，需求同样偏弱，库存继续下滑。

1.2.2 降雨偏多有利于棕榈油长期增产

图 9：天气预测模型

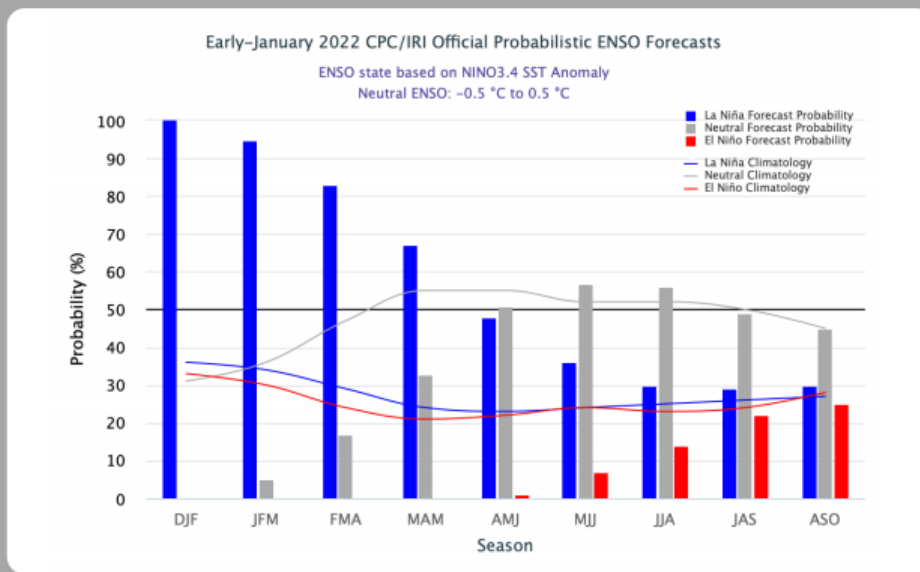


数据来源：兴证期货研发部、NOAA

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，东南亚天气出现洪涝灾害不利于棕榈油生产，但对长期产量提高有利。

图 10：天气预测模型

La Niña is expected to continue through Northern Hemisphere spring 2022. A transition to ENSO-neutral is expected by April-June 2022.



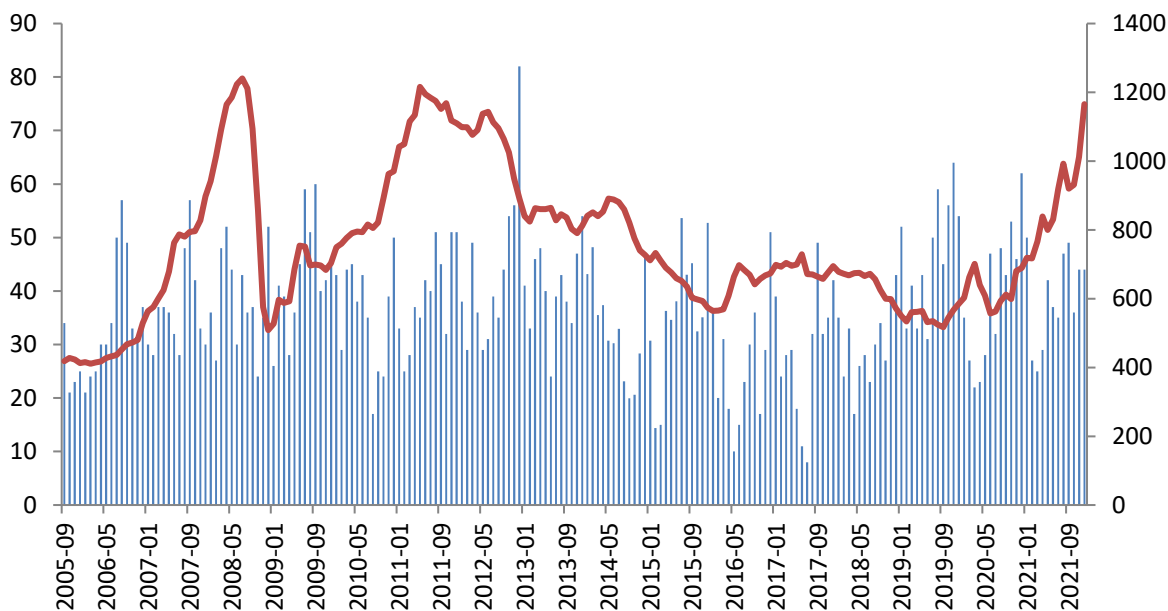
数据来源：兴证期货研发部、NOAA

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 12 月进口 44 万吨，进口量较去年同期的 62 万吨大减。

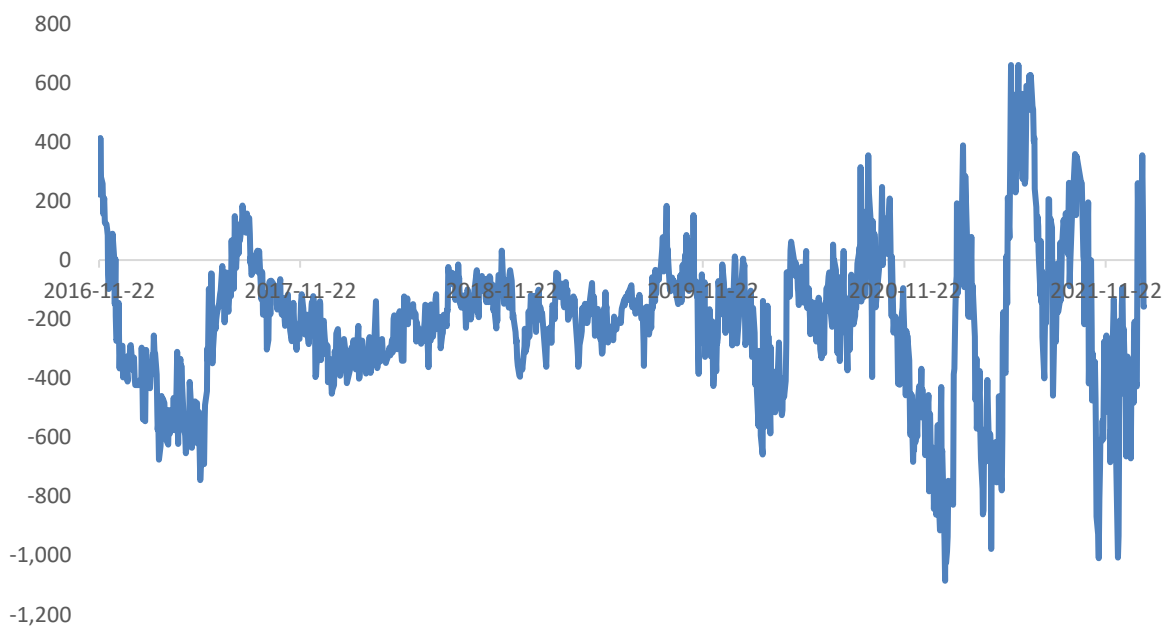
图 11：棕榈油进口量及单价



数据来源：兴证期货研发部、Wind

棕榈油现货 11120 元/吨，进口成本为 11280 元/吨，进口亏损。

图 12：马来西亚棕榈油进口亏损（元/吨）

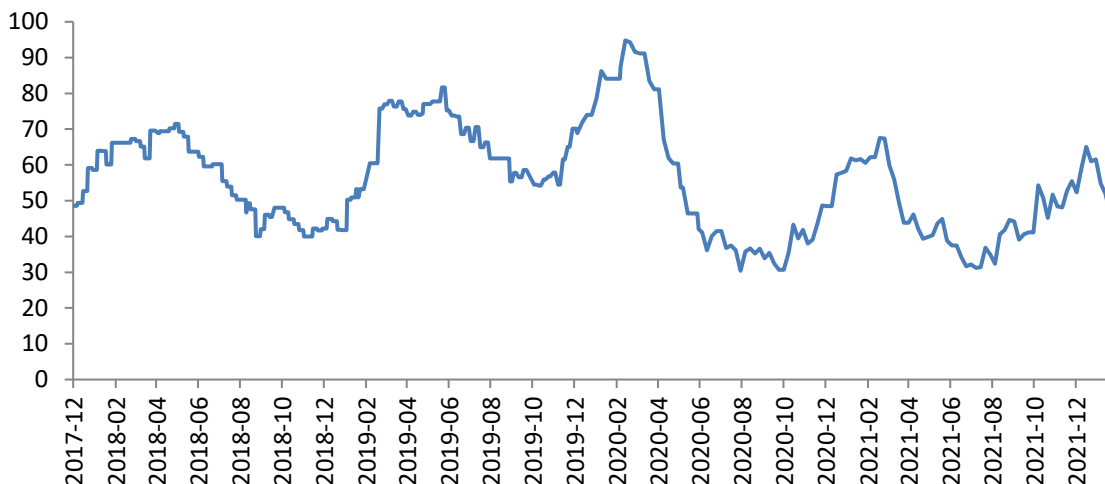


数据来源：兴证期货研发部、wind

1.2.4 库存维持震荡走低

目前，国内棕榈油的商业库存 46.2 万吨，近期震荡下滑。

图 13：棕榈油库存走势

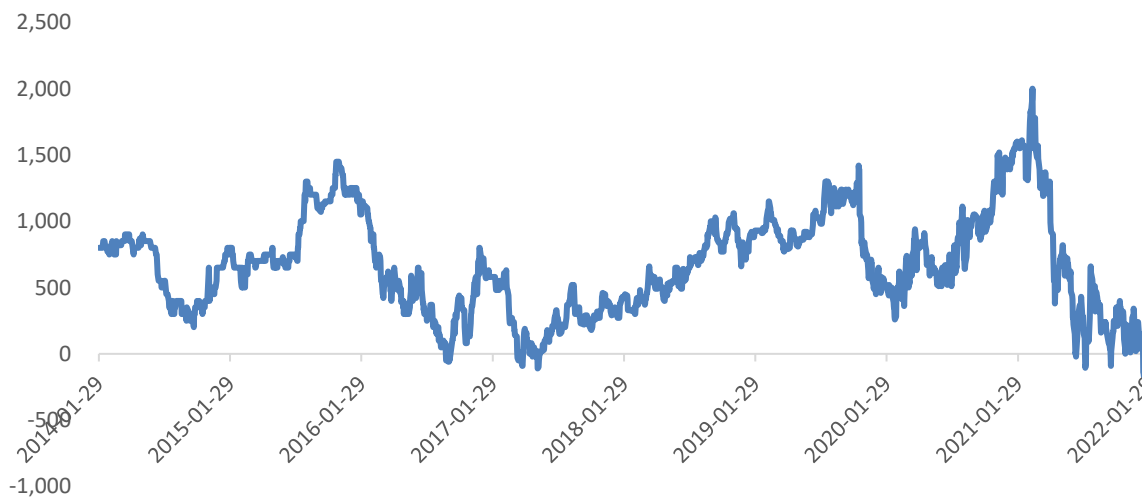


数据来源：兴证期货研发部、Wind

1.2.5 豆棕价差倒挂

豆油和棕榈油的价差-340 元/吨，出现严重倒挂，未来豆油将大量替代棕榈油。

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，东南亚地区洪涝灾害导致棕榈油产量增加不及预期，马来西亚人工短缺导致产量同比下滑，对价格利多。国内方面，棕榈进口数量下滑，库存维持低位。由于价格大幅增加，棕榈油消费下滑；节后消费逐步转差，棕榈油较高的绝对价格可能受到抑制。但目前供求偏紧的状态可能仍将支撑棕榈油价格维持高位区间震荡。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

1 月豆油价格高位震荡走高。南美天气干旱导致大豆减产对豆类油脂利多，豆油在消费旺季背景下可能仍旧维持震荡偏强。

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

1月棕榈油价格维持震荡走高行情。马来西亚劳工短缺导致棕榈油产量低于预期；东南亚出现洪涝灾害导致棕榈油减产，棕榈油价格将高位震荡偏强。

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。