



需求旺季来临 豆油维持上行趋势

作者：方正中期期货 2 队

摘要

8 月份受棕榈油利多出尽的影响，国内植物油走势整体出现了一波较明显的回调。不过随着巴西大豆进口量的不断减少，国内食用油消费以豆油和菜油为主，在孟晚舟案件得以合理解决之前，国内进口菜籽和菜油的状况难以得到改善，菜油的高价将促使下游消费向豆油进行偏斜。豆油需求上涨的同时，供给端在 4 季度度将面临一定的收缩，除了市场传言的国家收储 200 万吨豆油以外，美豆进口的多少仍然是决定豆油走势的关键。虽然中国仍将履行中美第一阶段的贸易协定，但该协定仅约定了中国总进口农产品的价值，并没有明确具体进口农产品的种类和数量，在中国仍然保留对美大豆进口附加关税的基础上，很难想象本年度对美豆的进口数量会达到甚至超过以往的水平，而且在当前时期进口的美豆仍然有相当一批要进入国家储备，这使得市场上大豆的供应量势必会出现短暂的下滑。

一边是供需端的收紧，另一边是全球货币政策的持续性宽松，美元的不断贬值使得该国商品价格面积不断的通胀，美豆出口价格也不断上行，加上对原油价格 4 季度上涨的预期，国内豆油价格有望出现连续的上行。由于十一及中秋双节的临近，国内植物油消费需求将出现明显的提升，豆油价格的走势可能在进入 9 月后就提前启动，并出现连续性的上涨。

进入 9 月后，随着国庆中秋双节的临近，下游油脂消费的需求将再度走强，国内植物油价格有望得到较强的支撑，不会在本轮回调中出现较大的下行。进入 10 月后，随着巴西大豆可供出口量的消耗殆尽，美豆进口的数量将决定着国内下半年植物油价格的走势，不过考虑到棕榈油此时已经进入季节性减产的时期，棕榈油价格将再度得到支撑。整体来看，国内植物油价格长期上行的趋势并没有得到改变，在 8 月油脂价格回调之后，整体植物油价格将有望再度得到走强，国内对进口大豆供给的担忧将推动以豆油为主的植物油价格在 4 季度重新上涨。

具体交易策略:

交易合约	Y2101
交易方向	多
入场价区	6400-6700
止损价区	6200-6300
资金占用	1%
目标点位	7200-7300

一、油料作物生产供应及进出口情况

8月植物油价格出现回落，主要反应在棕榈油减产幅度不及预期之上，MPOB报告的公布显示马来劳动力下滑对棕榈油产量影响有限，所以导致了棕榈油价格的短期回调。而另一方面，美豆单产大幅攀升，本年度美豆产量预期将再度回升至1.2亿吨以上，在本年度巴西大豆丰产的情况下，美豆产量的提升使得全球供应依旧充足，USDA报告的数据基本在市场预期之中，并没有对美豆价格带来较大的影响。

相反由于出口预期的提升，美豆价格从底部开始抬升，对中国出口的下滑是此前美豆价格不断下行的主要原因，进入8月后随着中国对美豆进口的增长，美豆价格的底部也开始逐步抬升。预期美豆价格有望回到960美分/蒲式耳左右，但能否进一步的上行则要视中国进口美豆的实际进度如何。

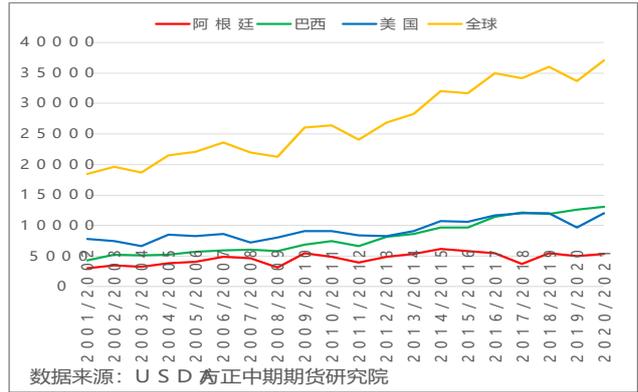
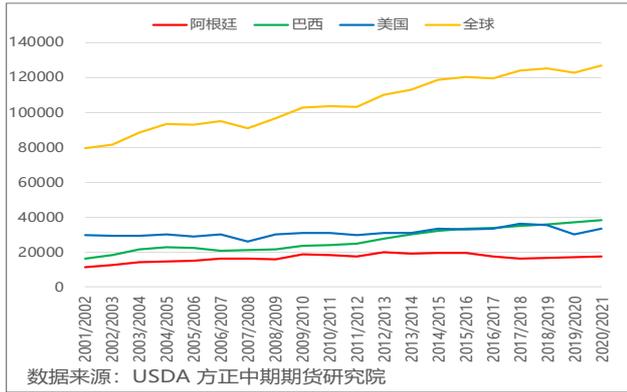
二、全球大豆生产供应及进出口情况

本年度全球大豆丰产，其中美豆产量有望达到1.2亿吨，平均单产为每英亩53.3蒲式耳；而巴西大豆产量为创纪录的1.209亿吨。根据巴西农业部下属的国家商品供应总局CONAB称，2020/21年度巴西大豆产量将进一步增长，因为国内外的需求增加，2020/21年度巴西大豆播种面积将保持长期增长的态势，再度创下历史最高纪录，同比增加100万公顷，达到3786万公顷。CONAB预计2020/21年度巴西大豆产量为1.335亿吨，高于其他分析机构的预测。单产预计相对高企，达到每公顷3.53吨。

巴西大豆种植面积增加的同时，阿根廷大豆种植面积预期也将出现增长。市场预计2020/21年度阿根廷大豆播种面积预计达到1800万公顷或4440万英亩，比2019/20年度的1760万公顷（4340万英亩）增加40万公顷（98万英亩）或2.2%。2020/21年度阿根廷大豆产量有望达到5200万吨，比2019/20年度的5000万吨高出200万吨或4%。对于豆油市场而言，全球大豆产量的不断上行无疑给后期价格带来重重压力。

图 1: 全球大豆种植面积 单位 (千公顷)

图 2: 全球大豆产量 单位 (万吨)



据巴西贸易部数据公布,巴西7月份累计对全球装出大豆1037万吨,较6月份减少338万吨,环比减少32.59%;较去年同期增加255万吨,同比增加32.61%。2020年1-7月份巴西累计出口大豆7419万吨,同比增加35.73%,其中71%出口到了中国。由于此前出口一直保持在较高水平,这使得巴西国内可供出口的大豆数量在未来几个月中将不断下滑,8月巴西大豆出口量可能下降至650万吨左右,10月后中国对大豆的进口需求将转向美国。

图3: 中国进口大豆月度数据 单位(万吨)

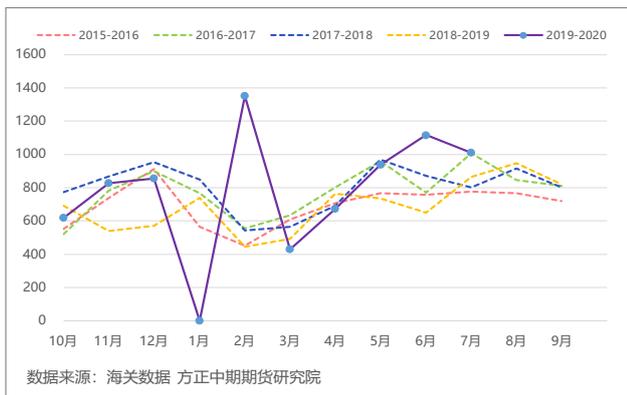
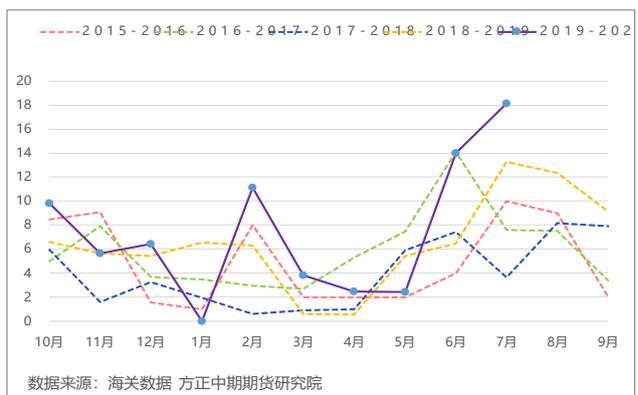


图4: 中国进口豆油月度数据 单位(万吨)



据中国海关总署出台的统计数据显示,2020年7月中国大豆进口1009.14万吨,较6月份1116.02减少106.88万吨,环比减幅9.58%,较去年同期864.08增加145.06万吨,同比增幅16.79%。从供应国的情况看,从供应国的情况看,巴西仍然是头号供应国。7月份中国从巴西进口大豆817.78万吨,较上月1051.2万吨减少233.42万吨,减幅22.21%。较去年同期642.16万吨增加175.62万吨,同比增幅27.35%;1至7月份中国从巴西进口大豆的总量为4073.01万吨,较去年同期3371.86增加701.15万吨,同比增幅20.79%。

中国7月进口美豆数量只有3.83万吨,主要大豆供给仍来自于巴西。不过随着巴西可供出口大豆数量的减少,国内进入8月后开始增加进口美豆的步伐。根据美国农业部的数据报告,7月中国进口商买入约250万吨美国大豆,预期在未来1-2个月到港。虽然中国采购美豆的数量开始有所增长,但相对仍处于一个较低的水平,在中国没有全面取消对美进口大豆关税的情况下,预期国内进口美豆数量很难恢复到以往高

峰时期。这使得市场对 10 月后国内大豆的供给仍存在着较大的担忧，从而推动豆油价格的不断上行，在对豆油价格上涨的预期下，国内 6-7 月豆油进口量也大幅攀升，根据海关数据统计，2020 年 7 月份国内豆油进口 18.14 万吨，较上个月 14.02 万吨增加 4.12 万吨，较去年同期增加 4.89 万吨。

三、豆油消费需求状况及产量、开工情况

自 5 月起国内进口大豆数量增长之后，国内油厂的开机率就不断上行，5 月后国内大豆压榨量都保持在较高水平。根据市场消息显示，7 月份油厂大豆压榨 894.15 万吨（出粕 7,063,785 吨，出油 1,698,885 吨），较 6 月份的压榨量 873.315 万吨增加 20.835 万吨，增幅 2.39%，较去年同期的 670.83 万吨增加 33.29%。2019/2020 大豆压榨年度（始于 2019 年 10 月 1 日），全国大豆压榨量为 73,762,150 吨，较 2018/2019 年度的 69,953,500 吨增加 3,808,650 吨，增幅为 5.44%。2020 年自然年度（始于 2020 年 1 月 1 日）迄今，全国大豆压榨量总计为 51,839,650 吨，较 2019 年的 46,896,000 吨增加 4,943,650 吨，增幅为 10.54%。

图 5：国内月度大豆压榨量 单位（万吨）

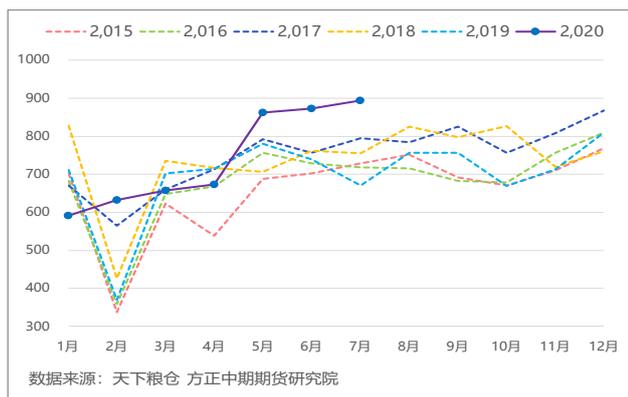
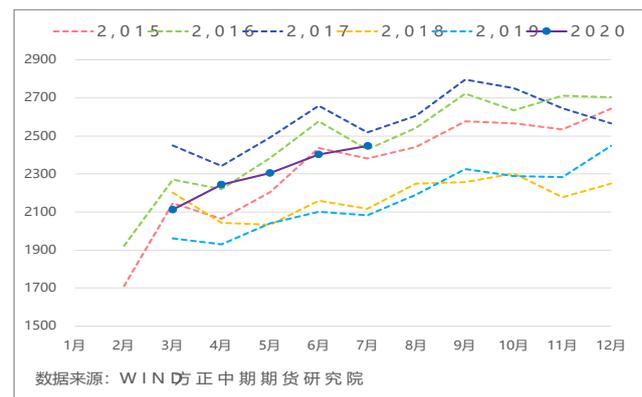


图 6：国内饲料产量 单位（万吨）



随着国内疫情的好转，国内生猪存栏不断增长，根据农业农村部监测，7 月份全国生猪存栏环比增长 4.8%，连续 6 个月增长，同比增长 13.1%。这是自 2018 年 4 月份以来生猪存栏首次实现同比增长，也是继 6 月份能繁母猪存栏同比增长后，生猪产能恢复的又一个重要拐点。同时，7 月份能繁母猪存栏环比增长 4.0%，连续 10 个月增长，同比增长 20.3%。生猪养殖业的恢复，同时带动了饲料需求的快速增长，2020 年 7 月国内饲料产量达到 2449.2 万吨，环比上涨 1.88%，同比上涨 17.61%。饲料产量的上行使得国内油厂开机率一直保持在较高水平，但在国家收储豆油以及菜油供给偏弱的情况下，国内豆油消费量的提升使得国内豆油库存的堆积变得缓慢。

图 7：国内沿海油厂大豆库存 单位（万吨）

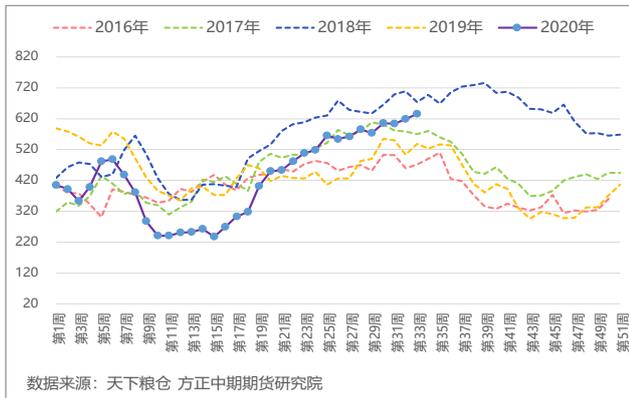
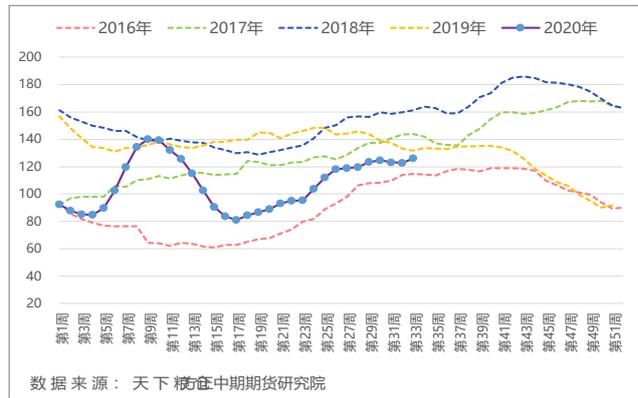


图 8：国内主要油厂豆油库存 单位（万吨）



自 5 月开始，随着巴西大豆的不断到港，国内沿海油厂大豆库存开始不断升高。截止 8 月 21 日当周，国内沿海主要地区油厂进口大豆总库存量 636 万吨，较上周的 618.92 万吨增加 17.08 万吨，增幅 2.76%，较去年同期 539.04 万吨增加 17.98%。8 月下旬大豆到港量依旧庞大，预计后期大豆库存还将继续增加。国内豆油商业库存总量 125.995 万吨，较上周的 122.685 万吨增 3.31 万吨，增幅为 2.7%，较上个月同期 121.5 万吨增 4.495 万吨，增幅为 3.7%，较去年同期的 132.3 万吨降 6.305 万吨，降幅 4.77%，五年同期均值 136.32 万吨。进入 8 月后，豆油库存的增长出现了明显的放缓，一方面是由于部分油厂蛋白胀库使得开机率下和地，另一方面豆油对菜油的消费替代有所增长。考虑到进入 9 月后将面临国庆中秋双节消费增长，豆油需求将再度升高，同时巴西大豆出口量将再度下滑，美豆进口量虽然出现了一定的增长，但预期无法完全替补巴西豆子减少后的空白，豆油价格有望出现持续性的上扬。

四、CFTC 持仓变动

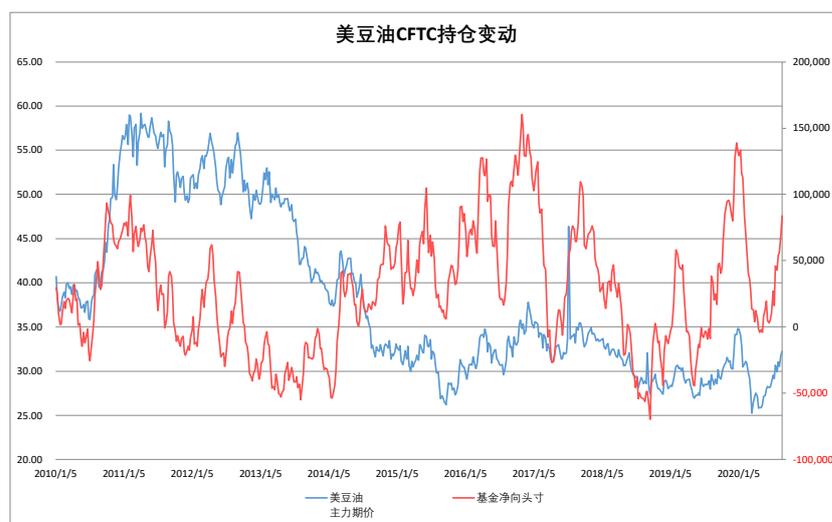


图 9：美豆油 CFTC 持仓变动
资料来源：WIND 方正中期研究院整理

进入8月后，国内加速了对美国大豆的进口节奏，使得美豆即使在本年度产量大增的情况下价格依旧从底部开始回升。中国进口需求的增长使得美豆价格出现了较大的反弹，短期内推动了美豆油价格的同步上行。在原油价格隐隐要突破当前震荡区间的情况下，美豆油非商业净多头持仓更是一路增长，截至8月25日，美豆油非商业净多头持仓达到83713手，是自今年2月以来的最高值。但是未来美豆价格的上涨仍不容乐观，除了美豆产量的大幅攀升以外，巴西和阿根廷明年大豆种植面积将大概率再度增长，中国采购大豆的比重将转3-9月这个时间段，从而减少对美豆进口的依赖。虽然目前中国承诺履行第一阶段中美贸易协定中的内容，但是在美豆进口关税全面取消之前，预期对美豆的进口量仍难以恢复到以往高峰期的水平。美豆油价格的反弹，一方面依赖于美元的不断贬值，另一方面寄希望于原油价格的上涨，但是在供需偏宽松的格局下，预期未来的上涨空间仍然有限。而国内豆油价格的上行，主要受益于3月巴西新豆上市前国内植物油供给的减少以及春节前消费的增长，预期未来国内外豆油的走势将出现分化，国内豆油进口利润有望得到提升。

五、油脂季节性分析

油脂消费主要受到了油料端产量及节日消费节点的影响，因此在季节性上通常会呈现出一定的规律。棕榈油由于一年12个月都有产量，所以在天气不发生重大灾害的情况下，其价格主要受节日需求的影响，在季节性规律上不及豆类明显。美豆自5月起开始种植，因此一般从5月后会给豆油带来一定的天气升水，菜油在季节性表现上通常受到豆油价格走势的影响，从而在表现上和豆油类似。

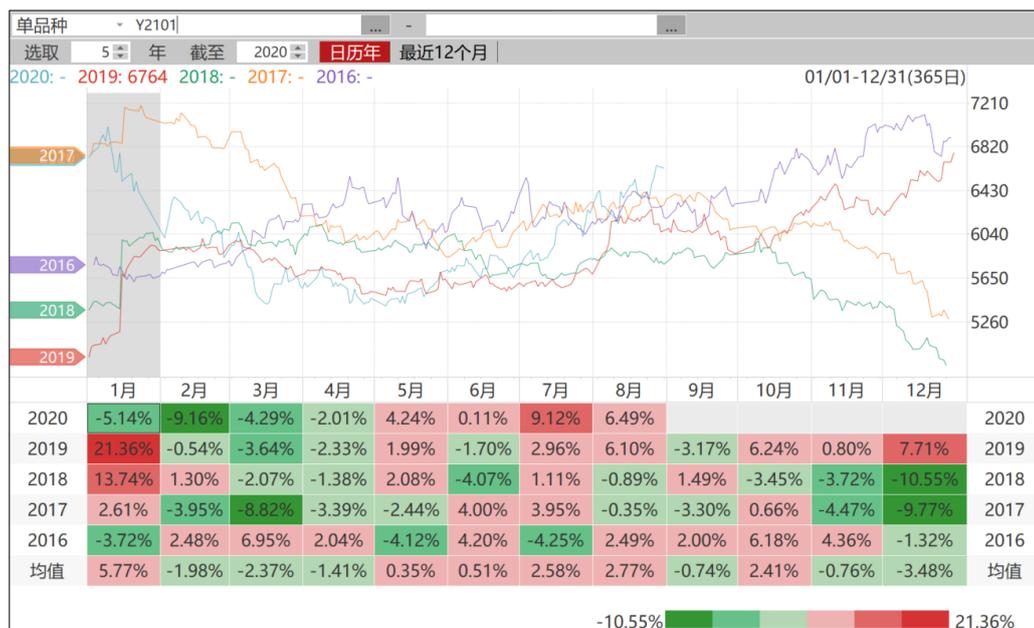


图 10：豆油季节性走势

资料来源：WIND 方正中期研究院整理

六 套利分析

由于国内进口大豆仍然存在较多的不确定性，尤其是对美进口大豆关税依旧存在，而在 11 月美国大选之后，中美之间贸易战能否停止仍然未知，这使得当前油脂价格在不同时期的走势将出现分化，亦会和正常年份的走势大相径庭。对豆油合约而言，1 月合约的走势将明显强于 5 月，这是因为 10 月后随着巴西可供出口大豆的减少，进口美豆的数量仍然可能有所不足，由于美豆进口关税依旧存在，国内进口量势必难以达到中美贸易战暴发之前的水平。在这种情况下，豆油 1/5 价差可能会再度上涨，不过由于 3 月巴西新豆即可上市，豆油 1/5 间的价差可能难以扩大到较高的水平，同时美国大选的结果也会使得豆油月间价差走势出现意想不到的波折，套利交易上面难以出现较好的机会。

图 11: 豆油 1/5 价差

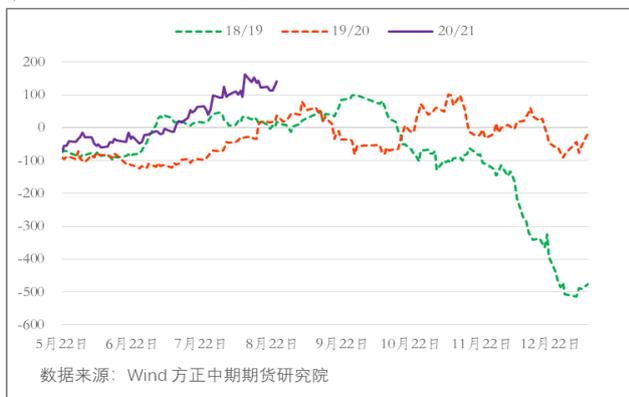


图 12: 豆棕 1 月价差



短期内由于棕榈油的利多出尽，使得棕榈油价格在 10 月前缺少足够的利多，棕榈油价格未来的大幅上涨仍依赖于马来和印尼两国生物柴油项目的启动，因此在减产驱动减弱之后，豆油的走势将弱于豆油和菜油，豆棕价差有望得到进一步的扩大，未来有望触及 1000 元/吨以上的水平。但菜棕价差仍然处于过高的位置，在品种间套利上没有更大的空间可以扩张。油脂间套利交易目前趋势最稳的应当以豆棕为主，但是在 4 季度豆油价格大概率上行的基础上，套利交易的价值仍然要低于单边市场。

七、 后市展望与总结

8 月份受棕榈油利多出尽的影响，国内植物油走势整体出现了一波较明显的回调。不过随着巴西大豆进口量的不断减少，国内对进口大豆供给的担忧将推动以豆油为主的植物油价格在 4 季度重新上涨。

国内食用油消费以豆油和菜油为主，在孟晚舟案件得以合理解决之前，国内进口菜籽和菜油的状况难以得到改善，菜油的高价将促使下游消费向豆油进行偏斜。豆油需求上涨的同时，供给端在 4 季节度将面临一定的收缩，除了市场传言的国家收储 200 万吨豆油以外，美豆进口的多少仍然是决定豆油走势的关键。虽然中国仍将履行中美第一阶段的贸易协定，但该协定仅约定了中国总进口农产品的价值，并没有明确具

体进口农产品的种类和数量，在中国仍然保留对美大豆进口附加关税的基础上，很难想象本年度对美豆的进口数量会达到甚至超过以往的水平，而且在当前时期进口的美豆仍然有相当一批要进入国家储备，这使得市场上大豆的供应量势必会出现短暂的下滑。

一边是供需端的收紧，另一边是全球货币政策的持续性宽松，美元的不断贬值使得该国商品价格面积不断的通胀，美豆出口价格也不断上行，加上对原油价格 4 季度上涨的预期，国内豆油价格有望出现连续的上行。由于十一及中秋双节的临近，国内植物油消费需求将出现明显的提升，豆油价格的走势可能在进入 9 月后就提前启动，并出现连续性的上涨。

在豆油价格上行的情况下，国内棕榈油和菜油价格也将得到提升。不过由于菜油价格已经处于较高的位置，且本身消费仍然难以提振，菜油价格难以形成较强的上升驱动力，本身价格的上涨主要依赖于跟随豆油的走势。棕榈油价格的上行仍要依赖于原油的上涨，在生物柴油产业得以复苏之前，本身亦缺乏足够的动能，短期内会受到豆油价格的拉动而有所上行。棕榈油价格的上涨仍是一个长期的趋势，由于印尼生柴项目的发展可以带动足够可观的下游消费，因此棕榈油价格的大幅上涨可能要等至年末时候才有可能得到启动，这主要依赖于市场对明年生柴消费的预期。在此之前，国内植物油的走势将以豆油驱动为主，逢低做多豆油 2101 仍是最佳的选择。

行方正以致远

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

联系方式:

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 楼

北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-68578010、68578867、85881117

传真：010-68578687

邮编：100037
