

## 油脂月报

2021 年 2 月 8 日 星期一

## 豆油涨势未尽，机会与挑战并存

执笔：唐咏琦

电话：0591-87892521

从业资格：F3076316

## 摘要

2021 年 1 月豆油走势跌宕起伏，在创下新高后，市场情绪开始转空，一路下行，回调幅度远超预期，下跌近有 800 多点。因豆油**目前低库存和高基差逻辑依然存在**，供应方面也不乏利好题材支撑，在经过两周的回调后，边际利空消化，**重回涨势，进入反弹修复阶段**。不过由于春节临近，备货需求接近尾声，且资金有回笼预期，此轮反弹未过前高。

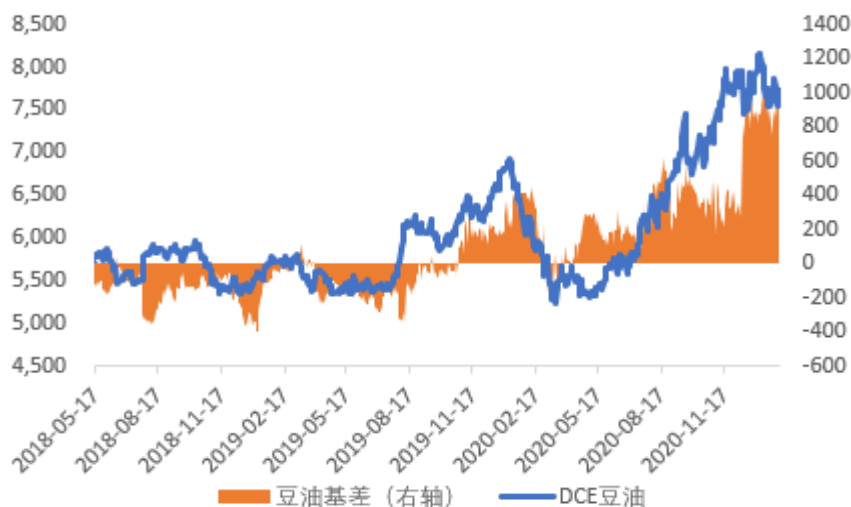
目前，国内油脂库存整体偏低，题材炒作方面还有美豆出口窗口期延长和马棕库存重建缓慢等支撑，预计豆油未来仍有上行可能。但因春节临近和实物备货工作也接近尾声，资金不确定性较强，建议**前期多单谨慎持有，未入场待期价企稳再入场做多**。

## 一、行情回顾

月初，因成本端驱动保持强劲和美元指数疲软，豆油期价一路走高，最高达到 8250 元/吨。但因 MPOB 报告的期末库存数据不及预期，以及印尼和马来西亚先后表示要推迟生柴掺混计划，棕油率先走低拖累国内油脂市场，豆油开启回调之路。期间虽有 USDA 供需报告利好提振，但受制于买粕卖油套利影响，豆油跌势难改。随后，又因南美降雨改善，美豆期价暴跌逼近 1300，豆油跌幅进一步扩大，最低跌至 7430 元/吨，回调了 800 余点。最终在 1 月尾声，在外盘触底强势回升的带动下，豆油完成筑底，开启反弹。但是次轮反弹持续时间不长，期价最高仅升至 7904 元/吨。

在此轮的回调整理过程中，豆油基本面并未发生明显变化，走势更多是受到外部因素的扰动影响。目前豆油现货供应依旧紧张，沿海豆油价格主要集中在 8330-8900 元/吨，基差在 1000 元/吨上下波动。高基差的支撑下，豆油深度回调压力小。

图表 1：豆油走势图



数据来源：WIND

## 二、成本方面：美豆低库存基础犹在

### 1. 需求旺盛继续支撑美豆走势

1月公布的USDA报告将美豆单产下调至50.2蒲/英亩，出口数据上调至2230百万蒲，虽然进口数据大幅增加，使得最终美豆期末库存降至1.40亿蒲，略小于市场预估，但1.4亿蒲的期末库存和3.07%的库销比已是近7年来的最低水平，且创纪录的进口数量也从侧面反应了美豆的库存紧张，可售额度或提前见底。同时，受南美干旱影响，美国农业部还将阿根廷的产量预估下调至4800万吨，最终全球期末库存降至9539万吨。1月的USDA报告再次传达了美豆及全球大豆供应偏紧的局势，直接点燃了市场做多情绪，美豆一举突破1400一线。

之后虽因南美降雨改善，美豆期价大幅下挫，但最终还是在需求旺盛和低库存逻辑下觅得支撑。在1300附近企稳反弹。同时据最新的美国农业部出口销售报告显示，截止到2020年1月28日，美国对中国大豆出口装船量为3238万吨，高于去年同期的1140万吨。同时，美国农业部称，2020年12月份美国大豆压榨量为1.938亿蒲式耳，这不仅创下了历史同期新高，还是去年10月以来的第二高峰，大豆压榨数据表现强劲。国内压榨和出口需求旺盛的共同作用下，美豆库存数据有望继续收紧。

图表 2：1 月 USDA 报告

美豆	2018/19	2019/20		2020/2021	
		12 月 预测值	1 月 预测值	12 月 预测值	1 月 预测值
种植面积(百万英亩)	89.2	76.1	76.1	83.1	83.1
收割面积 (百万英亩)	87.6	74.9	74.9	82.3	82.3
单产 (蒲式耳/英亩)	50.6	47.4	47.4	50.7	<b>50.2</b>
百万蒲式耳					
期初库存	438	909	909	523	525
产量	4428	3552	3552	4170	<b>4135</b>
进口量	14	15	15	15	<b>35</b>
总供应量	4880	4476	4476	4709	4695
压榨量	2092	2165	2165	2195	<b>2200</b>
出口量	1752	1676	1682	2200	<b>2230</b>
总需求量	3971	3953	3952	4534	4555
期末库存量	909	523	525	175	<b>140</b>

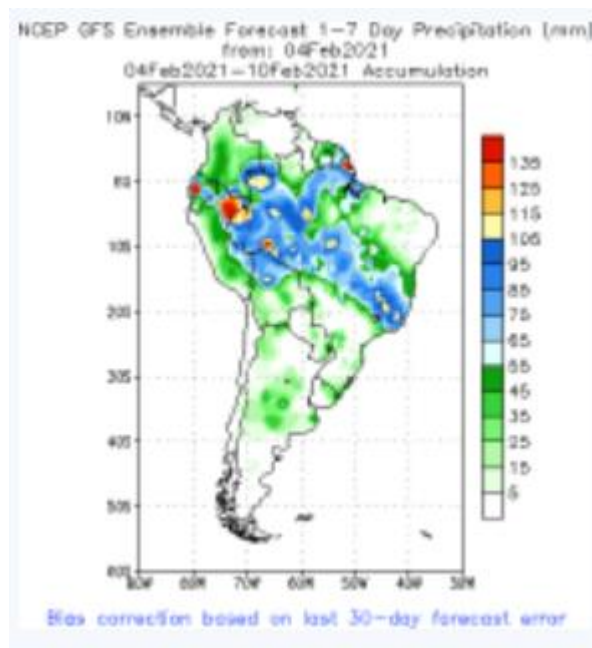
数据来源：USDA

## 2. 南美降雨改善墒情同时延误收割，短期利多，长期偏空

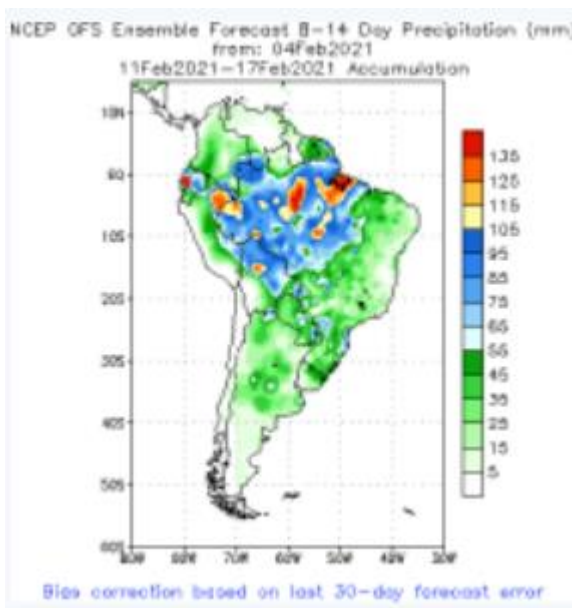
随着美豆产量的尘埃落定，市场焦点已逐步转向南美天气变化。1 月的降水令南美的土壤墒情得到了有效改善，已有多家机构开始上调巴西 2020/21 年度大豆预估产量，均值在 1.32 亿吨附近，高于去年的 1.26 亿吨，再创历史记录。同时，阿根廷大豆种植率和优良率都出现了提升，现分别为 98.6%和 23%。不过这还是仍未能解决早播大豆的干旱问题，且也对巴西大豆收割的开局带来了阻碍。AgRural 称截至 1 月 28 日，巴西 2020/21 年度大豆收获完成 1.9%，远低于去年同期的 8.9%，创下 2010/11 年度以来的同期最慢收获进度。

据最新的气象预报显示，未来的两周里巴西地区将继续出现降雨，且降雨量比此前更大，在补充晚播大豆水分的同时，也给作物收获造成了不利影响。另外，阿根廷种植现已基本完成，将逐渐进入关键生长期，但由于再度进入干燥天气，作物生长压力依然存在。若最终降雨量达不到预期，单产前能将进一步受损。播种延迟，再加上收割推后，预计今年的南美大豆收成要比正常情况要晚 2-3 周，预计将在 2 月底或 3 月初达到顶峰。

图表 3：未来一周南美降雨统计



图表 4：未来两周南美降雨统计



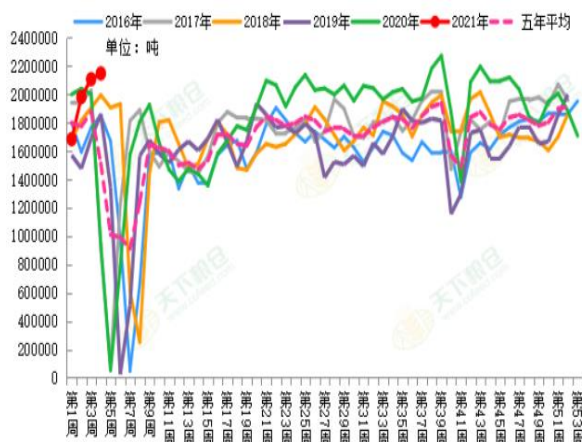
综合来看，南美丰产基本可以落实，但是南美大豆成熟缓慢和收割困难延长了美豆出口的窗口期，巴西目前可供出口大豆数量极少，短期内美豆仍是全球大豆的独家供应。旺盛的出口和压榨需求下，美豆供需平衡表还有继续下调空间，支撑期价走势。

因此，虽然美豆上行突破还需要有新的题材支撑，但是需求旺盛和库存紧张逻辑下，现在就说美豆涨势接近尾声为时尚早。成本端支撑依旧较为稳固。

## 二、供需方面：高压榨下去库趋势不变，短期库存偏低

供应端，1月初因北方疫情和豆粕胀库，全国各地油厂皆有停机现象，开机率普遍在48%左右。后期随着豆粕胀库问题缓解和原料大豆供应充足，油厂开机率开始回升。上周油厂为满足节前备货需求，进行年底最后一次冲量。开机率为60.59%，较上周的59.43%增幅1.16%。按当前开机速度来算，预1月份全国大豆压榨总量在879万吨，较上月实际压榨842.25增加36.75万吨，增幅4.36%；较去年同期591.3增加287.7万吨，增幅48.66%。

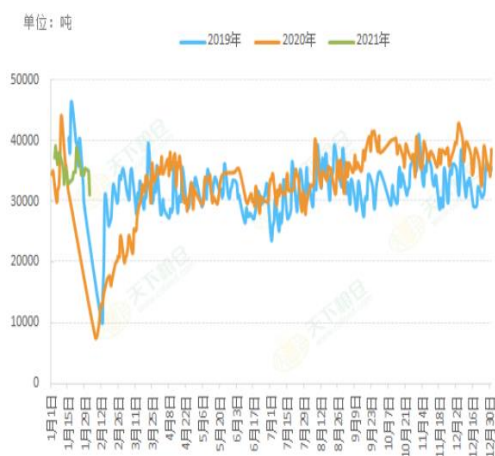
图表 5：全国大豆压榨量



数据来源：天下粮仓

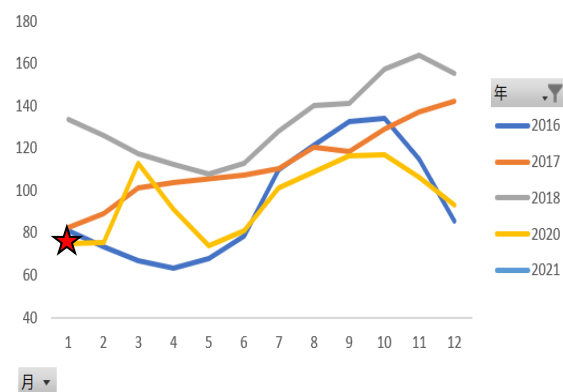
需求端，下游备货需求保持旺盛，南方部分区域提货困难，北油南发现象持续，使得高压榨量下豆油库存仍在继续下降。截至 1 月 29 日，国内豆油商业库存总量为 80.455 万吨，较上个月同期 99 万吨降 18.545 万吨，降幅为 18.73%，较去年同期的 85 万吨降 4.545 万吨，降幅为 5.35%，明显低于往年平均水平。

图表 6：豆油提货量



数据来源：天下粮仓

图表 7：豆油库存量



数据来源：天下粮仓

虽然近期油厂压榨量提升，包装油备货接近尾声，豆油库存降幅收窄，以及节后消费放缓或现累库现象。但是因年关临近，油厂基本有停产计划，加之巴西陈豆库存不足和新豆收获缓慢，原料供应缩减，2 和 3 月份进口大豆月均到港 630 万吨，届时部分油厂会有缺豆停机计划。故一季度原料供应走弱下，预计豆油库存增幅有限，库存继续维持低位。

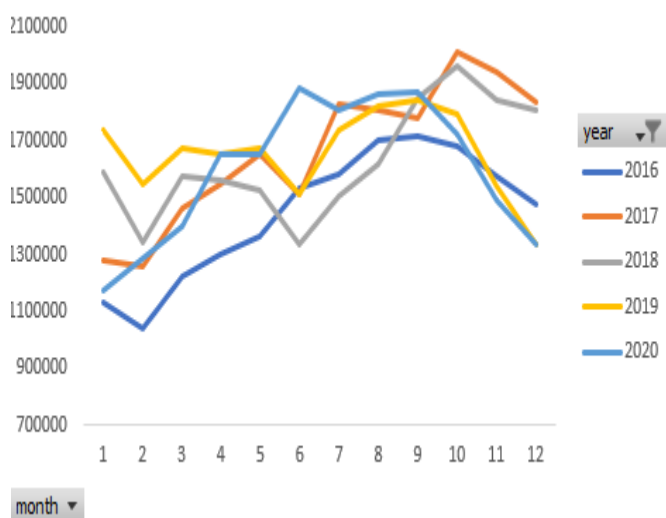
### 三、相关油脂表现

#### 1. 马棕库存恢复困难，国内棕油累库缓慢

12月马棕库存降幅虽不及预期，但仍是07年以来的最低水平。1月，因降雨过多引发洪水阻碍收割运输和疫情影响劳工短缺的问题，产量继续下降。SPPOMA 数据显示，马来西亚棕榈油产量环比下滑14%。产量下降的同时，马棕出口数量也在不断下滑，据多家船运机构数据显示，同期出口量环比降低36.2-37.2%。加之马来政府2月继续维持毛棕榈油出口关税8%，以及印度为支持国内农业基础设施建设，将毛棕油的进口关税和其他食用油的关税差额由8.25%下降至2.25%，一度引发市场对棕榈油出口担忧，期价大幅下挫。

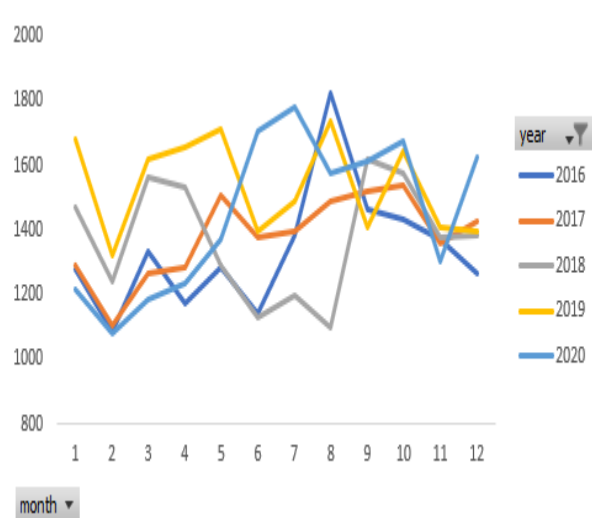
不过相比之下，印尼税费相对更高，2月毛棕榈油出口税为每吨93美元，出口费为每吨255美元，合计每吨348美元，而且印度农业基础设施完善还需时间，短期内马棕出口不会造成太大影响。按目前1月数据测算下，市场预计马棕1月末库存区间大概在120-135万吨之间，仍处于偏低水平。最终结果如何，还需重点关注2月10日公布的MPOB报告。

图表 8：马来西亚棕榈油库存



数据来源：WIND

图表 9：马来西亚棕榈油出口量

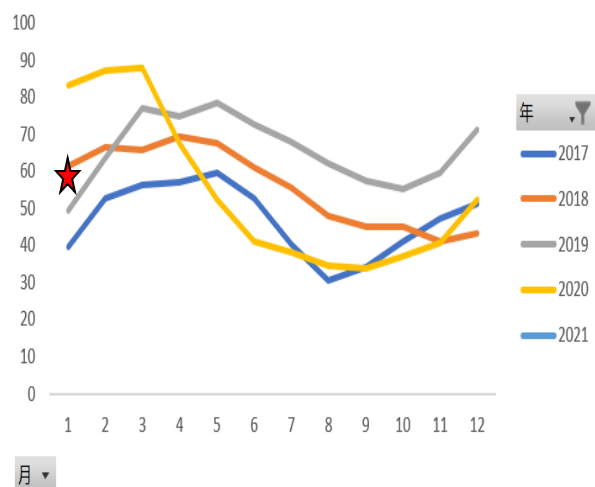


数据来源：WIND

国内方面，印尼和马来高昂的出口税费，加剧了我国进口利润倒挂程度，1月亏损最多时甚至超过1000元/吨，洗船现象再度发生，2月份预计24度棕榈油进口量在25万吨左右。截止1月29日，全国港口食用棕榈油总库存60.49万吨，较上月同期的58.29万吨增2.2万吨，增幅3.77%，仍低于5年平均库存64.77万吨。在产地库存有限和出口税费较高的情况下，国内棕榈油累库缓慢。

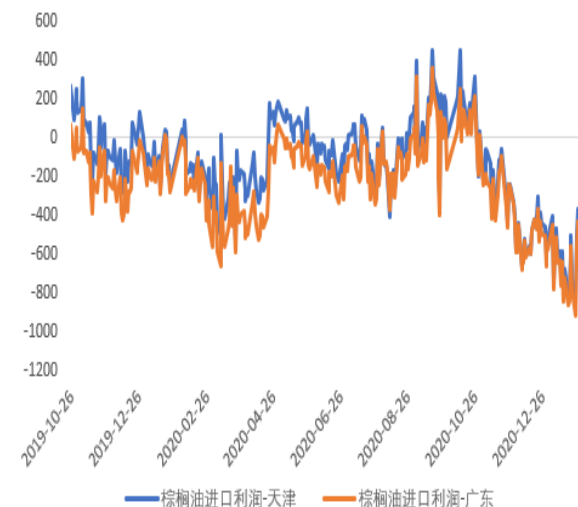


图表 10: 国内棕榈油库存



数据来源: WIND

图表 11: 棕榈油进口利润

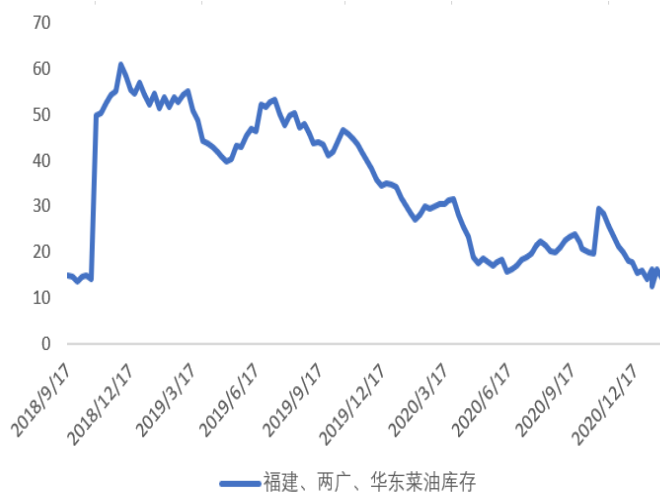


数据来源: WIND

## 2. 菜油供应趋紧短期难改

1 月菜油基本面并未发生太大变化, 仍是主要围绕低库存逻辑。虽然当前菜油和豆油、棕榈油价差较大, 平均分别在 1900 元/吨和 3000 元/吨, 影响菜油消费, 导致 1 月份菜油成交 0 吨。但是全球菜籽供应缩减和菜油进口有限的情况下, 菜油供应增幅有限, 库存一直处于偏低水平。截止 1 月底, 菜油库存总数为 16.8 万吨, 其中两广及福建地区的菜油在 1.55 万吨, 华东地区菜油为 15.25 万吨。较上月小幅增加了 2.59 万吨。

图表 12: 菜油库存



数据来源: 天下粮仓

## 五、总结和建议

1 月份，豆油走势跌宕起伏。在积累了一定获利盘后，市场情绪极易被利空消息所影响。因此在大跌消化边际利空后，豆油走势将再度重回基本面，低库存和高基差仍是主逻辑。成本方面，虽然美豆现正处于库存收紧和南美丰产相博弈之中，上行突破还需要有新的题材支撑，但是需求旺盛下，2 月 10 日的 USDA 报告期末库存将继续下降，多头情绪有望再度点燃，现在就说美豆涨势接近尾声为时尚早。成本端仍有支撑。供需方面，高压榨量下豆油延续去库，年后库存或小幅回升，但仍处于偏低水平，另外菜油和棕榈油库存也保持低位，油脂供应并无压力，且马棕库存重建缓慢，短期马盘期价偏强运行走势也给豆油市场带来了额外支持。

**综合来看，油脂基本面利多犹在，豆油走势尚未反转，未来仍有望上行，暂看上方整数关卡。不过年前资金热度有限，盘面趋势性较差，建议前期多单谨慎持有，待年后期价企稳后再择机轻仓布多。**



## 免责声明

本报告版权属于福能期货股份有限公司所有，仅作参考之用。不管在何种情况下，本报告都不能当作购买或出售报告中所提及的商品依据。报告是针对商业客户和职业投资者准备的，所以不得转给其他人员。尽管我们相信报告中数据和资料的来源是可靠的，但我们不保证它们绝对正确。我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。未经允许，不得以任何方式转载。

## 福能期货经营机构办公地址信息

公司地址：福建省福州市鼓楼区五四路 75 号海西商务大厦 31 层  
邮编：350003 电话：0591-87871692 传真：0591-88265617  
网址：www.fnqh.com.cn

## 厦门分公司

地址：厦门市东渡路 61 号振华大厦 B 座二楼  
邮编：361012 电话：0592-5678309  
传真：0592-5678778

## 湖北分公司

地址：武汉市洪山区徐东大街 67 号广泽大厦 9 层 D 户  
邮编：430070 电话：027-88773007  
传真：027-88773003

## 青岛营业部

地址：青岛市市南区香港中路 36 号招银大厦 1901 室。  
邮编：266001 电话：0532-82023818  
传真：0532-82023820

## 龙岩营业部

地址：龙岩市新罗区华莲路金融中心 A1A2 栋 1203-1205  
邮编：364000 电话：0597-2251100  
传真：0597-2257711

## 晋江营业部

地址：晋江市崇德路金融广场 3 号楼 1401-1402 室  
邮编：362200 电话：0595-85612808  
传真：0595-85610966

## 漳州营业部

地址：漳州龙文区万达写字楼 b 座 603-604  
邮编：363000 电话：0596-2038010  
传真：0596-2020009

## 宁德营业部

地址：宁德市蕉城南路 94 号泓源·国际-1-607  
邮编：352000 电话：0593-2999108  
传真：0593-2999106

## 莆田营业部

地址：莆田市城厢区联创国际广场 B 区 B4#201 号  
邮编：351100 电话：0594-2209090  
传真：0594-2606058

## 泉州营业部

地址：泉州市丰泽区田安路北段阳光大厦 A 幢 7 楼  
邮编：362000 电话：0595-36616716  
传真：0595-22116955

## 永安营业部

地址：永安市含笑大道 1196 号阳光丽景 1 号楼 1503-1507 室  
邮编：366000 电话：0598-3859578  
传真：0598-3859978

## 南昌营业部

地址：南昌市南滨国际金融大厦 2003-2005 室  
邮编：330000 电话：0791-86213373  
传真：0791-86210701

## 成都营业部

地址：成都市武侯区科华北路 65 号世外桃源广场 B 座 1917  
邮编：610042 电话：028-87590801  
传真：028-87590805

## 上海营业部

地址：上海市浦东新区东方路 969 号 8 楼 805  
邮编：200122 电话：021-68827096  
传真：021-68827678

## 广州营业部

地址：广州市天河区天河北路大都会广场 911  
邮编：510620 电话：020-38550010  
传真：020-38550010

## 深圳营业部

地址：深圳市福田区彩田路福建大厦 B 座 1701、1706  
邮编：518000 电话：0755-82529159  
传真：0755-82993386

## 南京营业部

地址：南京市玄武区中山路 268 号汇杰广场 1508 室  
邮编：210000 电话：025-83209186  
传真：025-83209187