

## 美豆油又创新高的背后

农产品专题

- 此轮美豆油的上行首先我们认为小麦的干旱，以及巴西玉米的减产和美玉米种植担忧先行从供给端推动了农产品市场。然后需求端发力，4 月 19 日 45Q 法案的新政策出来，这个对刺激乙醇行业产能扩张有利，可能获得更多的税收抵免。美国农业部于 4 月 22 日宣布通过高混合燃料基础设施激励计划提供 1840 万美元的奖励，以及拜登政府本周四拜登政府在地球日召开“气候峰会”，承诺至 2030 年美国的碳排放量将在 2005 年的基础上减 50-52%，均从生物柴油和乙醇燃料的角度推动了原料价格的上涨。本身农产品旧作就是低库存的阶段，所以价格涨势就较为凌厉。
- 如果从极端的巴西玉米 900 万吨的减产量以及中国增加 400 万吨的美玉米的采购量，我们从往年的历史走势以及美玉米的库存情况来看来考虑，旧作的玉米我们认为进入 650~680 美分/蒲式耳，大概率把巴西的减产预期和中国对旧作美玉米的需求预期这两个因素给交易进去。但是 45Q 法案的支持力度我们需要进行评估，我们比较担心的是 45Q 的法案给予美玉米较高的升水，我们近期会单独出专题报告针对 45Q 法案对于美玉米的价格进行估值，因为美玉米会受影响美豆油和美大豆的价格运行趋势。
- 大的价格运行方向，在碳中和背景下，需求端发力，需要供给端来扩张，平衡表紧张的状态没有实际性扭转前，我们建议还是找支撑对美玉米、美豆油、美豆多头配置的思路。

国投安信期货

农产品团队

吴小明

从业资格号:

F3078401

投资咨询号:

Z0015853

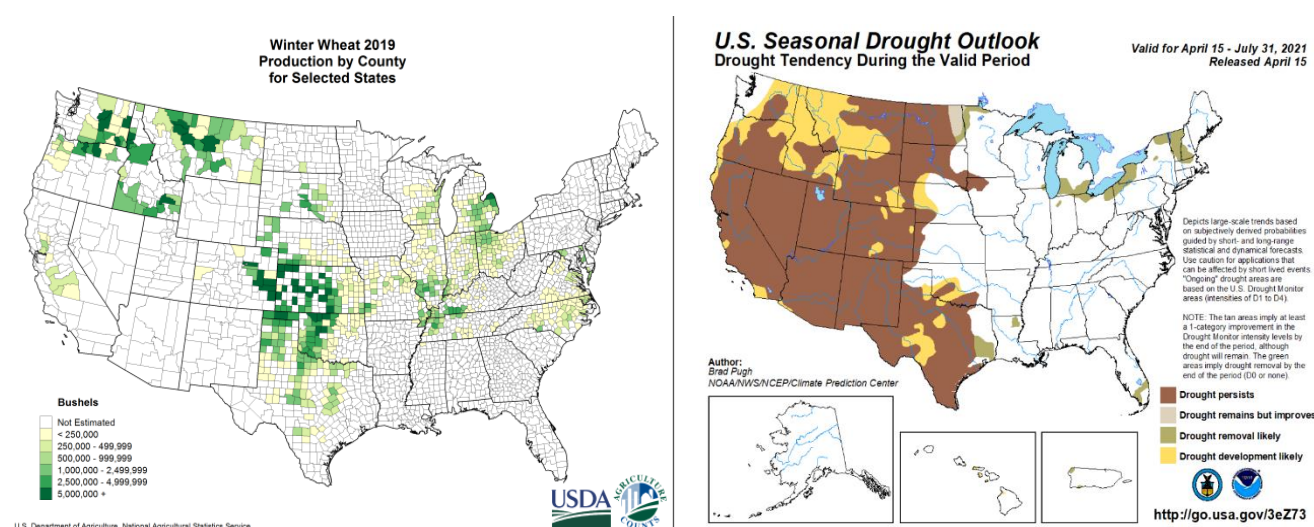
010-58747605

wuxm1@essence.com.cn

# 麦产区干旱和俄乌地缘政治紧张

## 美麦产区干旱

美国冬小麦产区主要集中在北部平原和中西部地区，4月15日的NOAA对美国4~6月份的干旱情况的展望看，美国北部平原处于干旱状况，引发市场对冬小麦产量的担忧，并且现实情况美国北部平原确实偏干，冬小麦价格大涨。



数据来源：USDA，国投安信研究院

## 地缘局势紧张加剧了市场的担忧

俄罗斯在与乌克兰接壤的边界上部署的军队人数已增至 10 万以上，是最近几次两国边界上规模最大的军事集结，导致进一步爆发冲突的可能性升高。目前，俄罗斯已计划对外国军用船只和官方船只封锁连接黑海与亚速海的刻赤海峡(Kerch Strait)。亚速海有两个重要的乌克兰港口，马里乌波尔和别尔江斯克，约占该国谷物出口能力的 5%。如果乌克兰亚速海的两个重要港口存在使用风险的话，那么通过卡车将作物运到最近的可用港口奥恰基夫将花费约 26.40 美元/吨，通过火车将其运到最近的港口将花费 15.80 美元/吨。上述运费大致折算为 41~69 美分/蒲式耳。一旦俄乌冲突进一步波及到商业船只或者冲突蔓延到乌克兰的其他港口，带来的风险溢价都可能影响并导致粮食价格上涨，这些溢价需要加到销售价格中，乌克兰供应了全球约 10% 的小麦和 16% 的大麦出口。

# 玉米旧作收紧

## 巴西二茬玉米的产量下降

由于4月份巴西天气干旱，市场在下调巴西玉米的产量。目前预期巴西玉米下调量在200~400万吨，机构对巴西玉米产量放在1.03~1.05亿吨之间。

USDA4月份数据将巴西玉米放在1.09亿吨。CONAB4月份预计巴西的2020/21年玉米产量为1.089亿吨。机构跟官方之间的数据差异较大。

巴西二茬玉米主要在中西部和南部地区，它通常在1月至3月播种，然后在6月至9月收获，约占巴西玉米产量的86%，几乎占该国玉米出口的全部。主要来自马托格罗索州、南马托格罗索州、戈亚斯州和巴拉那州。干旱天气。

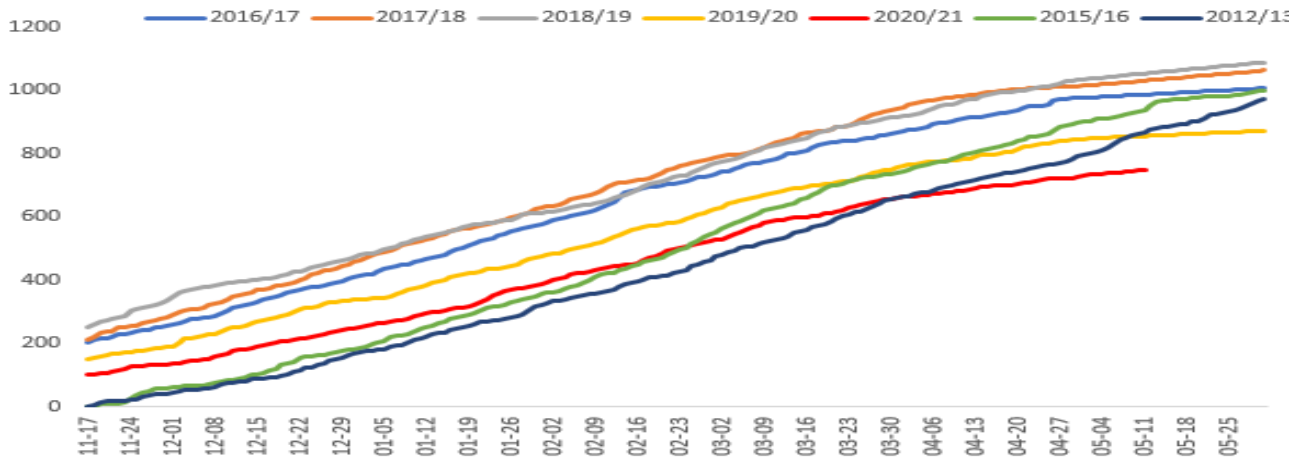
## 我们对二茬巴西玉米产量和美玉米价格的看法

从降水情况看，目前降水偏低，类似于2012年，2015年和2020年，我们参照历史年份，USDA对巴西玉米产量都均进行了下调，下调幅度在400~900万吨。今年的情况比往年更为糟糕，所以具体的下调幅度是否会超往年需要关注。

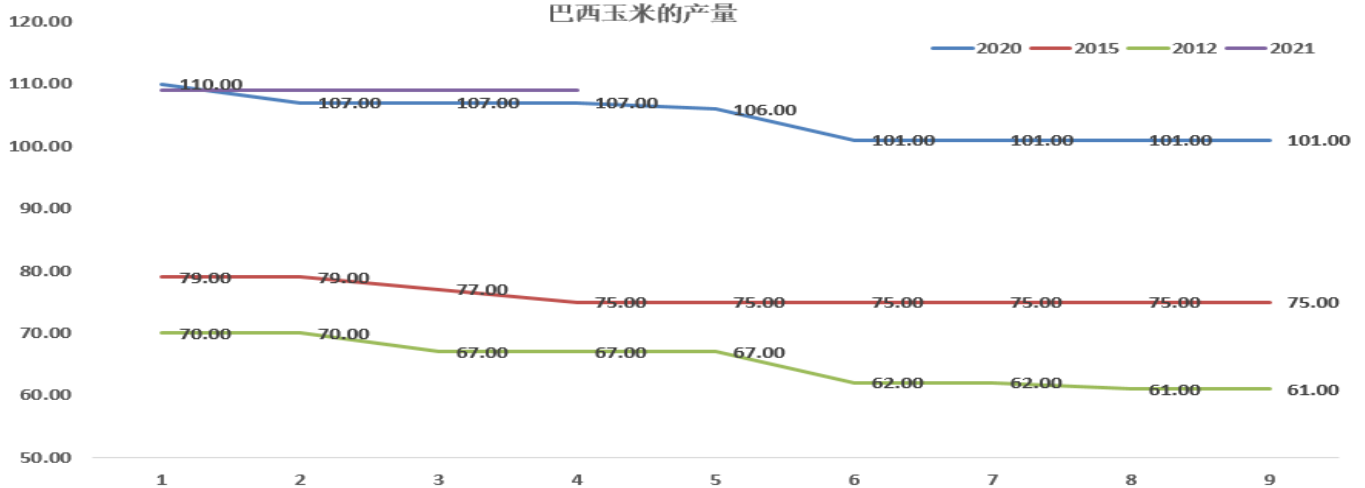
美国农业部目前尚未对巴西产量进行大幅调整，如果巴西产量确实因为天气减产巨大的话，部分需求会部分转到美国，进一步收紧美玉米的平衡表。加上中国方面采购美玉米的进度较快，2020/21年度USDA对中国对美玉米的采购量放在2400万吨，市场上对中国的采购量预估在2800万吨。美国平衡表的需求端还有上调的空间，而巴西从供给端上给与影响，激发了市场做多的玉米的热情。

如果从极端的巴西玉米900万吨的减产量以及中国增加400万吨的美玉米的采购量，我们从往年的历史走势以及美玉米的库存情况来考虑，旧作的玉米我们认为进入650~680美分/蒲式耳，要注意把巴西的减产预期和中国对旧作美玉米的需求预期这两个因素给交易进去。但是**45Q法案的支持力度我们需要进行评估，我们比较担心的是45Q的法案给予美玉米较高的升水，我们近期会单独出专题报告针对45Q法案对于美玉米的价格进行估值。因为美玉米会影响到美豆油、美大豆的价格运行趋势。**

巴西产区总体降水 累计



巴西玉米的产量



数据来源：USDA，路透，国投安信研究院

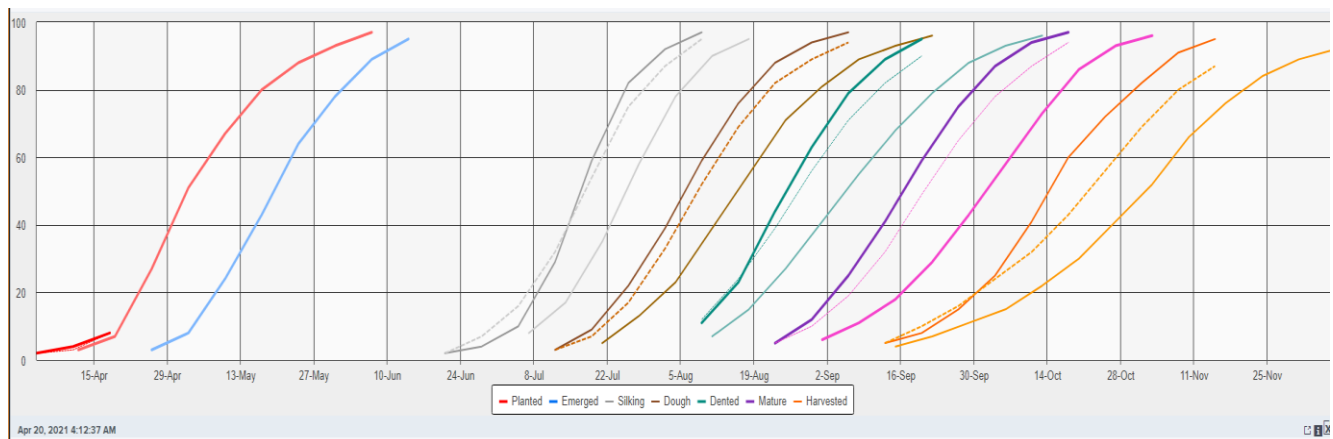
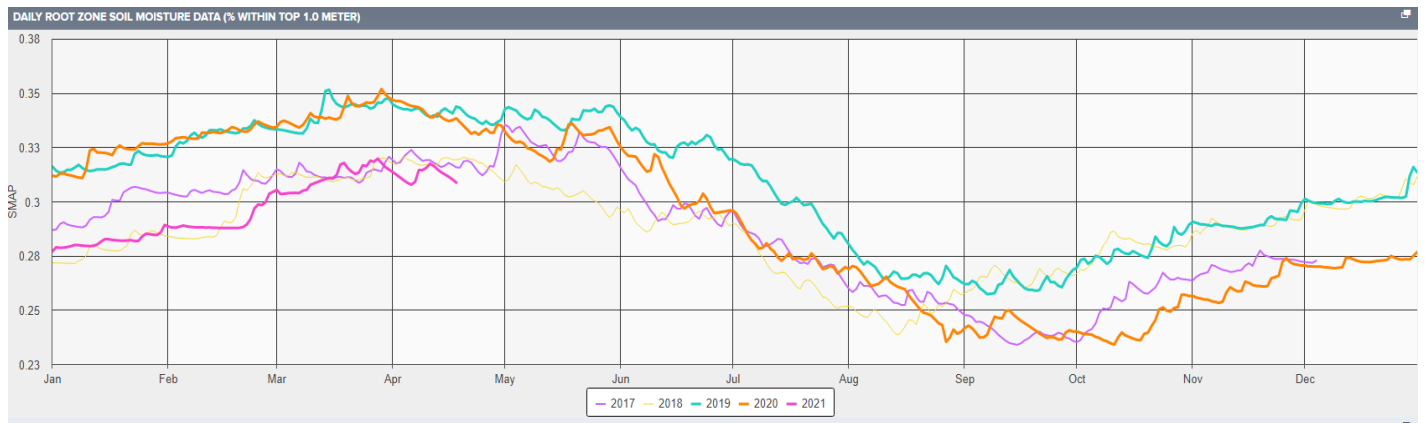
## 美国新季玉米种植存担忧

今年美国中西部的土壤湿度是近几年来低点，市场对美国中西部地区干旱存在担忧，担心影响到美玉米的种植进度。

2021/22 年度市场对中国采购也抱有期待，预计中国采购量会放在 1500 万吨。

而 2021 年我们对美国乙醇的需求也持有乐观的态度，工艺需求这块也值得期待，

整体看在旧作紧张背景下，需要 2021/22 年美玉米从供给端扩张，一旦供给扩张的路上遇到障碍，价格就需要通过上涨来抑制需求。平衡表的定性状态预计是从过度紧张往松一点的情况转，但是预计美国作物年度内逆转的难度有点大，所以新季玉米交易题材方面看，市场也有往上去推涨的动力。



数据来源：路透，国投安信研究院

## 美玉米的工业需求

### 45Q 法案加码，具体法案变动细节可参考我们的报告《45Q 法案政策新增项目》

4 月 19 日，R-W.V. 和卡罗尔·米勒与众议院少数党领袖凯文·麦卡锡（Kevin McCarthy）一起宣布了一项法案，以改善和延长碳捕获和封存（CCS）第 45 季度税收抵免。

法案变动的内容主要如下：

- A. 税收抵免永久化。
- B. 强化驱油（CO<sub>2</sub>-EOR）和碳封存的信用额度从每吨 35 美元提高到 50 美元。对于其他固碳，其价值将从每吨 50 美元增加到 85 美元。

C. 抵免期限:该法案将抵免的支付期限从 12 年提高到 20 年

D. 年度最低碳捕获与封存数量变动:

将直接空气捕获项目必须封存的最小碳量从 10 万吨碳减少到 10,000 吨碳;

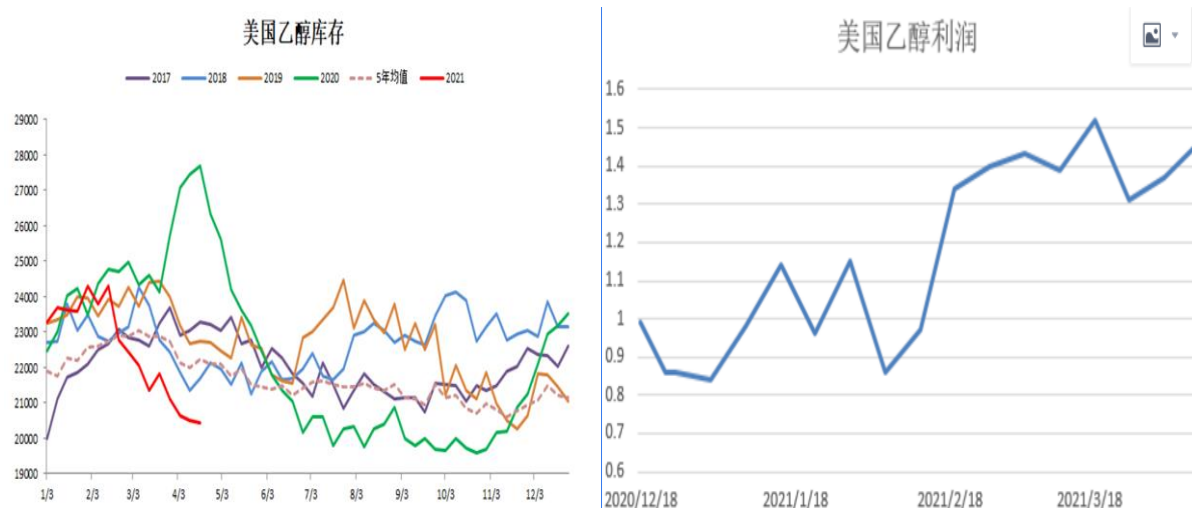
将非电力制造计划必须封存的最小碳量从 10 万吨碳减少到 25,000 吨碳;

将发电设施必须封存的最小碳量从 50 万吨碳减少到 10 万吨;

将碳利用所需封存的最低碳量从 2.5 万吨降至 1 万吨。

对于美玉米的工业需求，我们持有乐观态度，跟我们前期提到的美国生物柴油逻辑类似，我们认为进入产能释放的周期内。因为 45Q 的扩张和改革降低了私人资本投资在发电、乙醇和化肥生产、天然气加工、炼油、化工生产以及钢铁和水泥制造等一系列行业部署碳捕获技术的成本和风险，乙醇炼厂通过 45Q 法案可以拿到一部分抵税收入。

随着疫情的好转，汽油需求的同比逐步恢复，碳中和政策下，乙醇库存下降，利润在转好



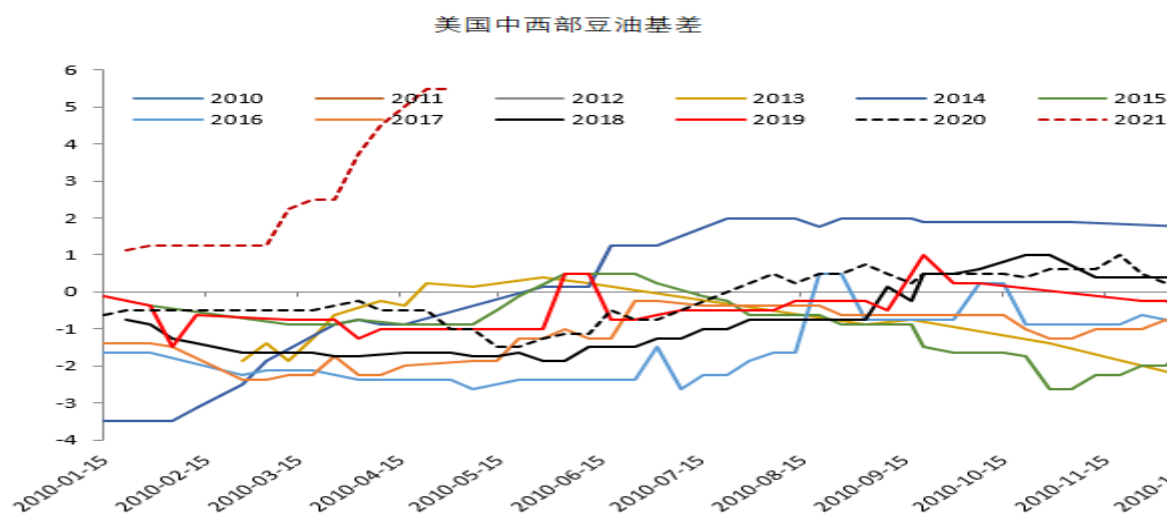
数据来源：路透，国投安信研究院



# 谷物小麦以及能源政策强势提振美豆油

对于美豆油市场的上涨，主要的影响因素如下：

- 美玉米旧作担忧巴西减产，加上市场对美国玉米产区和小麦产区对干旱的担忧，谷物市场出现飙升。美玉米和美豆油作为生物能源的原料，相互之间影响和跟随。
- 4月19日的45Q法案新增扶持政策
- 本周四拜登政府在地球日召开“气候峰会”，承诺至2030年美国的碳排放量将在2005年的基础上减50-52%。拜登希望到2050年美国经济完全脱碳。目前看拜登政府对碳排放量减排的推动积极，会提振生物燃料的需求预期。美豆油作为生物柴油的原料，收益于美国的碳中和政策，从政策端给与长期的支撑，有拖底的效应。
- 美国农业部给出了新的刺激政策，为了纪念地球日，美国农业部于4月22日宣布通过高混合燃料基础设施激励计划提供1840万美元的奖励，以帮助扩大高混合乙醇和生物柴油的可用性。根据美国农业部的数据，这项奖励涵盖了20个州，预计将帮助推动每年约2.18亿加仑的可再生燃料需求。
- 美豆油现货价格高，现货升水盘面美豆油的现货基差在4月19日45Q新法案通过后出现了跳涨，美国中西部毛豆油基差目前对着盘面升水接近13美分/磅，说明了美国现货市场的紧张。美豆旧作的平衡表紧张，美国国内压榨近期一直有缺豆停机的情况发生，加上可再生柴油的产能上马，需求预期向好，炼厂高基差采购原料，美豆油供需双利好。



数据来源：路透，国投安信研究院

# 比对下 3 月中旬阶段性高点的异同点

另外我们再来回顾下美豆油市场本周的突破和 3 月中旬的阶段性调整的异同点。下面是我们 3 月 31 日的日评（*相关报告可以登陆国投安信投研平台查询*），从政策端收入看，目前 RIN 价格以及 LCFS 信贷带来的政策收入跟 3 月中旬差异不大，柴油价格虽然有所上涨，给豆油能带来的上涨力度也较小。而目前巴西在降生柴掺混，美国对巴西豆油价差拉高，要小心再次发生巴西豆油出口到美国的情况发生。所以但从生柴利润的角度看（仅考虑 RIN+1 美元/加仑补贴+LCFS），对美豆油的估值范围差异不大。那么问题我们预计是要考虑的是新能源政策以及谷物市场带来的外溢效应。

操作评级		2021年03月31日	
棕榈油	☆☆☆	吴小明	F3078401 Z0015853
豆油	☆☆☆	010-58747784	gtaxinstitute@essence.com.cn

## 【行情观点】

美国豆油从上周开始以来的跌停，我们认为主要原因有以下方面：

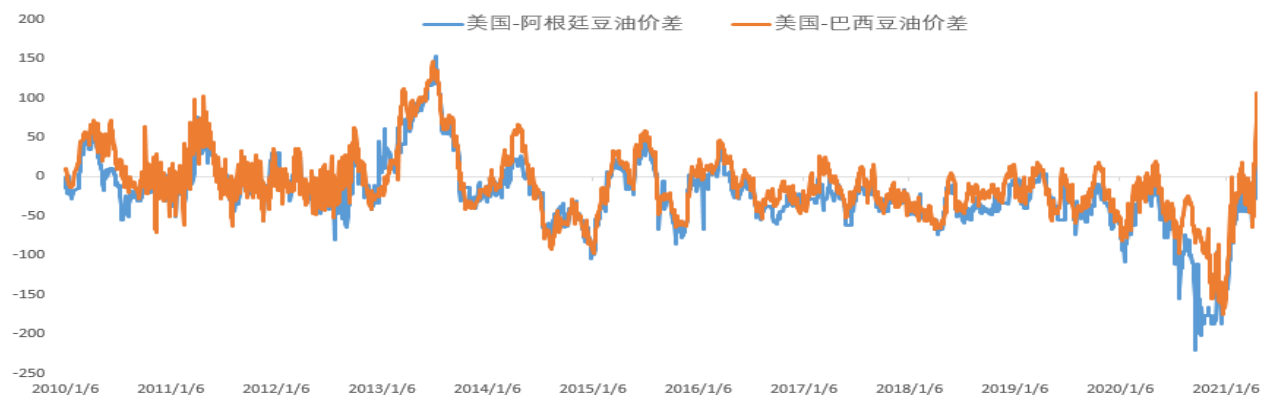
1、3月25日保证金的提高，CME在月差和单边均提高了，美盘豆油5月合约提高了150美金/手，7~8月和8-9月差也分别提高了50和20美金/手。2、美豆油多头基金在进行大幅度的减仓。3、从生柴角度看，美国炼厂的扩张周期开启，从量上定性看，作为过渡原料的美豆油中短期需求的支撑因素在。从价格角度看，美国的炼厂短期收入的增量来源大头是RIN的收入和1美元/加仑的补贴。传统生物柴油企业能拿到1.5个RIN的收入，而如果美豆油一口价在80美分/磅附近，我们预计能把这两块利润给消耗掉，最近美豆油市场因为原料紧俏，远期基差报价比较高的时候到达了20美分/磅，所以倒推盘面的价格接近60美分/磅的时候就容易把炼厂的利润给抹平。另外因为美豆油价格的飙升，阿根廷方面的豆油也在往美国市场出口，所以我们觉得美豆油从定量的角度看，价格贵了。5、另外周三欧盟的菜籽和葵花籽新季面积大幅提高，葵花籽的新季增量在200万吨，如果全部压榨葵油的增量大致在90万吨。这块新出现的利空，美大豆和美豆油市场也要继续消化一下压力。

总结一下，我们认为美豆油中短期在炼厂产能扩张中，作为一种过渡原料，生柴中长期需求逻辑没有变，短期高价下炼厂利润受到影响，替代品的供给预期要增加，很显然美豆油价格贵了。所以阶段性看价格需要调整寻找新的均衡位置。拉长时间看，生柴的需求逻辑会给豆油起一个拖底效应。另外由于降雨的不规律性，我们对全年马来的增产预期也保持谨慎态度。所在全球油籽和植物油低库存没有实际性扭转的背景下，整体市场的驱动仍然是向上的。现阶段对美豆油需要挤压高估值，多空双方需要博弈一个估值均衡的位置出来，需要阶段性整理，等待新的驱动因素。目前国内豆油价格在全球市场是低洼区，内外盘利润的持续压制，我们预计国内油脂低库存的情况下，内外盘会给出阶段性利润修复的机会。

## 美豆油和南美豆油的价差拉开

市场预期巴西继续 B13 调至 B10，甚至继续往下调。南美豆油 FOB 贴水 6~7 月合约快速从正值转为负值。美国和巴西豆油价差在 44 美元/吨，创出近 5 年以来的高位。3 月下旬的时候听闻巴西豆油转到美国市场，当时巴西和美国豆油价差基本处于平水状态。随着巴西生物柴油因为高价豆油下调掺混比例，并且美国和巴西豆油价差拉高，关注是否巴西豆油市场会再次转到美国市场。

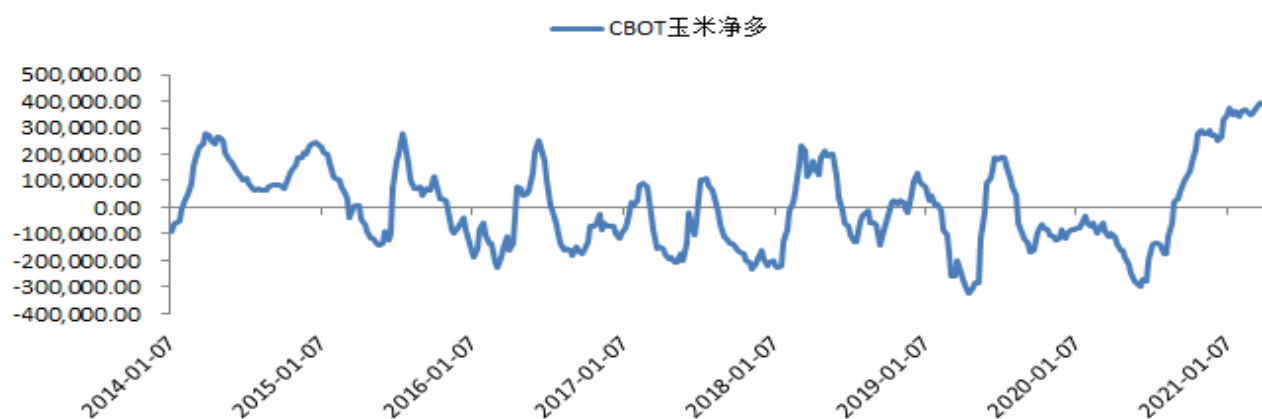


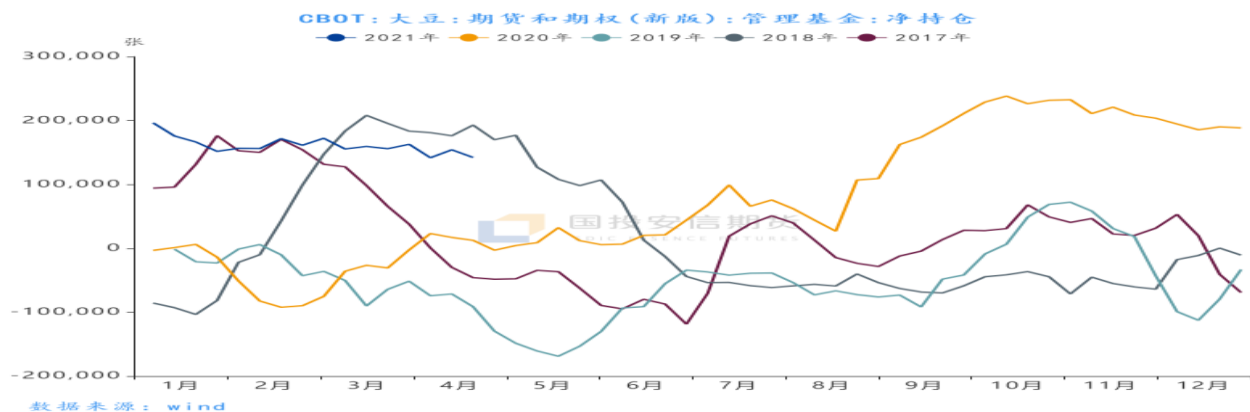
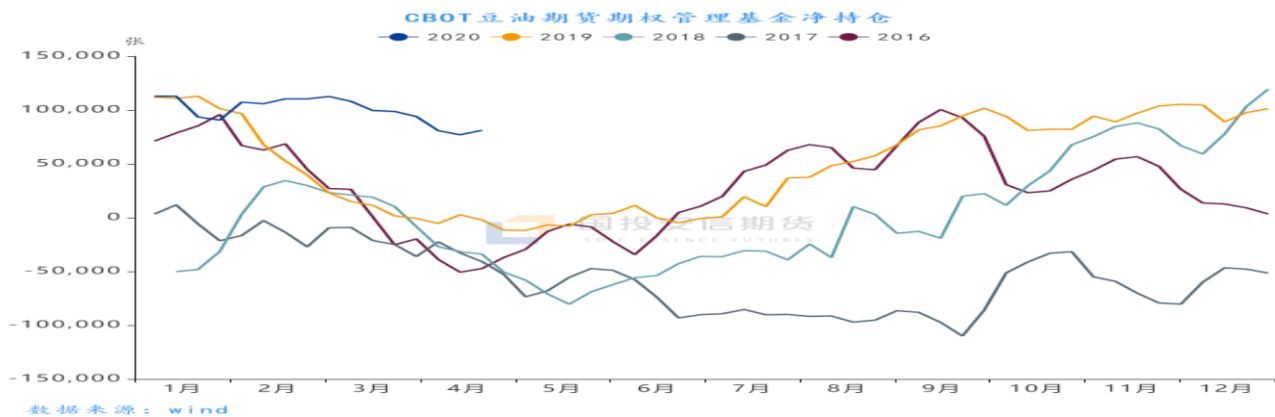


## 美玉米净多持仓创新高

从 CFTC 基金持仓看，美玉米管理基金净多持仓创新高，美豆油的净多持仓也处于近年来同期高点，美豆净多持仓也是偏高的状态，只是美玉米和美豆油的状态更为强悍。本周在能源政策以及谷物市场的强势下，美玉米本周增仓态度更为强势。

## CBOT玉米净多





## 结论:

此轮美豆油的上行首先我们认为小麦的干旱，以及巴西玉米的减产和美玉米种植担忧先行从供给端推动了农产品市场。然后需求端发力，4月19日45Q法案的新政策出来，这个对刺激乙醇行业产能扩张有利，可能获得更多的税收抵免。美国农业部于4月22日宣布通过高混合燃料基础设施激励计划提供1840万美元的奖励，以及拜登政府本周四拜登政府在地球日召开“气候峰会”，承诺至2030年美国的碳排放量将在2005年的基础上减50-52%，均从生物柴油和乙醇燃料的角度推动了原料价格的上涨。本身农产品旧作就是低库存的阶段，所以价格涨势就较为凌厉。

如果从极端的巴西玉米900万吨的减产量以及中国增加400万吨的美玉米的采购量，我们从往年的历史走势以及美玉米的库存情况来考虑，旧作的玉米我们认为进入650~680美分/蒲式耳，大概率把巴西的减产预期和中国对旧作美玉米的需求预期这两个因素给交易进去。但是45Q法案的支持力度我们需要进行评估，我们比较担心的是45Q的法案给予美玉米较高的升水，我们近期会单独出专题报告针对45Q法案对于美玉米的价格进行估值。因为美玉米会用到影响到美豆油和美大豆的价格运行趋势。

大的价格运行方向，在碳中和背景下，需求端发力，需要供给端来扩张，平衡表紧张的状态没有实际性扭转前，我们建议还是找支撑对美玉米、美豆油、美豆多头配置的思路。

### **【免责声明】**

本研究报告由国投安信期货有限公司撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。国投安信期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投安信期货有限公司所有, 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。如引用发布, 需注明出处为国投安信期货有限公司, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投安信期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。