

# 天气担忧叠加消费旺季，豆油维持偏强走势

## ——豆类油脂9月月度投资策略

2020-08-31

农产品策略组

研究员：

姚序

从业资格证号：F0209444

投资咨询证号：Z0000600

电话：021-68757023

邮箱：yaox@qh168.com.cn

研究员：

王琪瑶

从业资格证号：F3048009

电话：021-68757023

邮箱：wangqy@qh168.com.cn

相关研究报告

### ◎投资要点：

◆CBOT 大豆价格近期持续上涨，创出近两年新高，主要因天气担忧以及中国采购。第二大主产区爱荷华州遭遇严重干旱，大豆作物优良率持续下调，市场预期 USDA 将在 9 月报告中下调美豆单产预估。

◆国内进口大豆到港量仍然庞大，叠加油厂开工率维持高位，豆油产出量非常可观，但得益于旺盛的消费，近期豆油累库依然速度迟缓，豆油库存仍然处于偏低水平。

◆下半年豆油表观消费量要高于上半年，尤其是第四季度，因为传统节日多，刺激豆油消费。9 月份是包装油备货旺季，今年中秋节和国庆节重合，节前备货将更为集中。

◆**结论及操作建议：**天气担忧抬升进口大豆成本，而中秋、国庆节前备货备货支撑，9 月份国内豆油库存或将延续缓慢累库进程，豆油价格有望维持偏强走势。操作上建议 Y2101 合约逢低买入，阻力 7000，支撑 6500。套利方面，建议关注做多豆粽价差、豆油 1-5 反套机会。

◆**风险因素：**中美关系，产区天气，国内外新冠疫情，相关油脂走势。

## 正文目录

1. 策略概述.....	3
2. 策略逻辑.....	3
2.1. 美豆优良率连续三周下调.....	3
2.2. 市场预期 USDA 将下调美豆单产预估.....	4
2.3. 国内豆油累库速度迟缓.....	4
2.4. 9 月份迎来备货和消费旺季.....	6
2.5. 关注棕榈油减产情况.....	7
2.6. 资金逢低做多意愿仍强.....	7
3. 结论及操作建议.....	8

## 图表目录

图 1 美豆优良率.....	3
图 2 飓风“劳拉”路径.....	3
图 3 美豆单产趋势线.....	4
图 4 美豆产量预估.....	4
图 5 油厂开机率.....	6
图 6 月度大豆压榨量.....	6
图 7 豆油库存.....	6
图 8 三大油脂库存.....	6
图 9 豆油月度成交量.....	6
图 10 豆油未执行合同.....	6
图 11 豆油表观消费量.....	6
图 12 餐饮收入当月同比.....	6
图 13 一级豆油现货价格.....	7
图 14 马来西亚棕榈油产量.....	7
图 15 基金 CBOT 豆油净持仓.....	7
图 16 Y2101 持仓与价格走势.....	7
图 17 豆油 1-5 价差.....	8
图 18 油粕比.....	8

## 1.策略概述

天气担忧和中国采购支撑 CBOT 大豆价格震荡走强，提升进口大豆成本。国内二季度豆油需求超预期，9 月份将迎来中秋、国庆节前备货旺季，叠加豆油与菜油、棕榈油相比具有价格优势，有助于消化超高压榨量带来的供应压力，国内豆油库存或将延续缓慢累库进程，豆油价格有望维持偏强走势。

策略建议：操作上建议 Y2101 合约逢回调买入，阻力 7000，支撑 6500。套利方面，建议关注做多油粕比、豆油 1-5 反套机会。

## 2.策略逻辑

### 2.1.美豆优良率连续三周下调

进入 8 月，美豆产区天气开始出现恶化，美国中西部地区可以看到明显的干旱迹象，尤其是第二大主产区爱荷华州（产量占美豆产量的 14%左右），遭遇了 2013 年 9 月以来最大范围的干旱。美国干旱监测报告显示，截至周二，衣阿华州有 96%的地方异常干燥，相比之下，一周前为 88%。大约 61%的州处于中度至异常干旱，相比之下，一周前为 45%。而上周末的飓风“劳拉”带来的降雨改善了中西部产区东南部分地区（包括密苏里州、伊利诺伊州、印第安纳州等）的作物状况，但对于缓解爱荷华州尤其是该州西部的干旱则比较有限。如果干旱持续，将导致大豆作物品质下降，这意味着单产减少，进而造成 2020-21 市场年度供应下降。

USDA 作物周报显示，截至 2020 年 8 月 30 日当周，美国大豆优良率为 66%，与分析师平均预期的 66%一致，之前一周为 69%，此为连续第三周美豆优良率遭到下调，前一周是从 72%下调至 69%，下调原因是 8 月 10 日的超强风暴带来的大风天气造成了损失。去年同期优良率为 55%。受干旱影响，爱荷华州的优良率由上周的 56%下调至 50%，下调幅度最大。天气预报显示，未来 1 到 2 周时间，美国中西部地区依旧是偏干，并且干旱面积有扩大的迹象，市场可能会继续消化大豆单产下调的预期，不过从整体上来看，除了爱华周以外，其他州情况良好，将在一定程度上弥补爱荷华州的产量损失。

图 1 美豆优良率

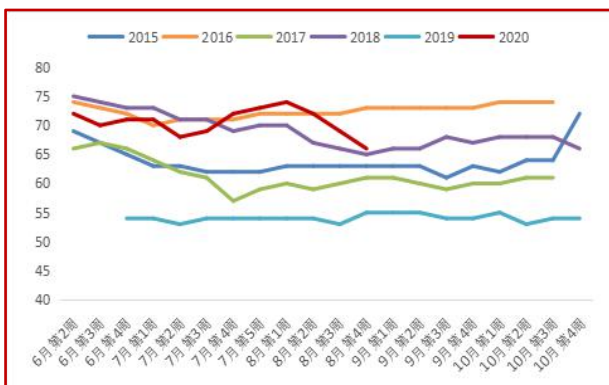
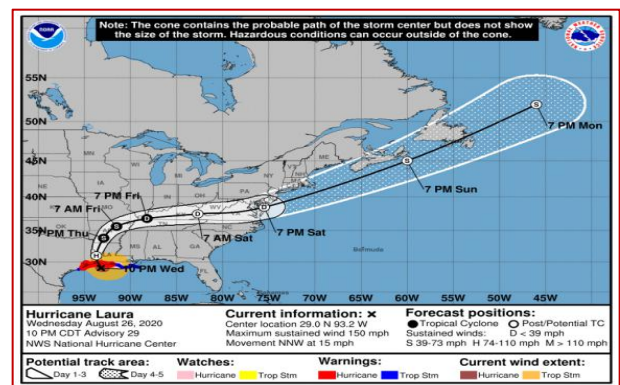


图 2 飓风“劳拉”路径

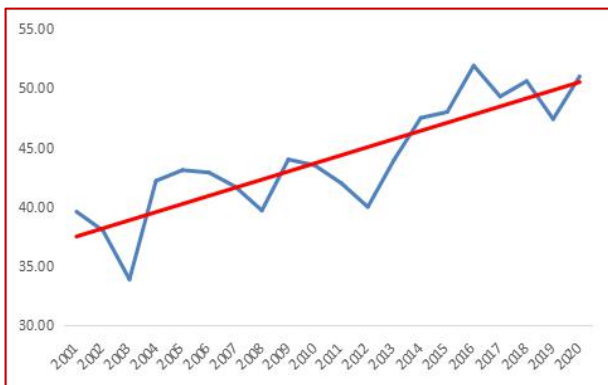


## 2.2.市场预期 USDA 将下调美豆单产预估

8 月份 USDA 给出超市场预期单产预估 53.5 蒲式耳/英亩后，市场认为利空出尽，随即美豆在主产区天气出现恶化以及强劲的出口数据和中国加大采购预期下连续走高，9 月份美豆即将进入收获期，需要关注 9 月份 USDA 报告中对单产的调整，9 月份供需报告数据仍会是比较重要的节点。

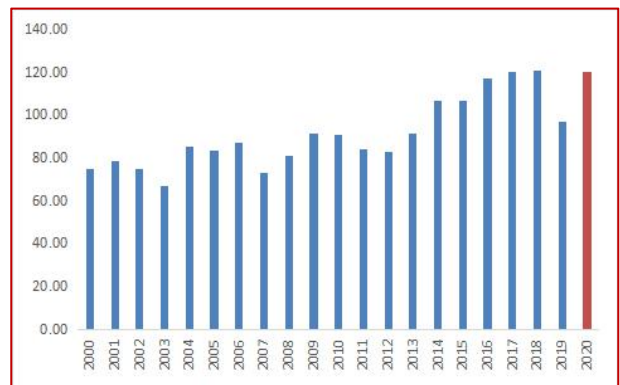
目前市场预期 USDA 将在 9 月报告中下调美豆单产预估。一是因为连续下调的美豆优良率，二是 Pro Farmer 的田间调查预估单产为 52.5 蒲式耳/英亩。虽然在过去几年的 Pro Farmer 预估值相对于 USDA 预估值偏低，但基于目前的 66% 优良率情况（未来有可能进一步调低），52.5 甚至仍有可能高估。但即使如此，受种植面积增加和单产改善，预计 2020 年美豆产量仍将较大幅减产的 2019 年有 20% 左右的增幅，因此后期随着美豆收割上市，收割压力将会逐渐显现。

图 3 美豆单产趋势线



资料来源：USDA；东海期货研究所整理

图 4 美豆产量预估



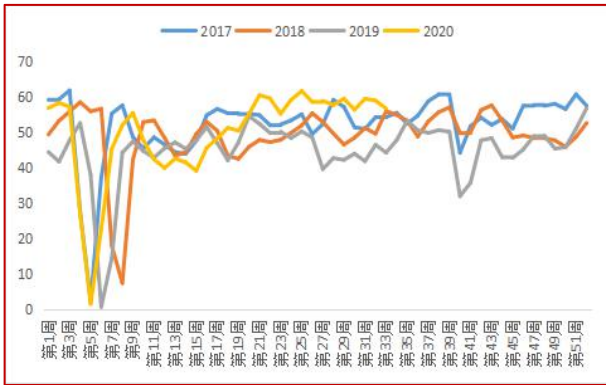
资料来源：USDA；东海期货研究所整理

## 2.3.国内豆油累库速度迟缓

国内方面，1-7 月我国进口大豆 5513 万吨，去年同期 4691 万吨，同比增 17.5%。1-7 月，巴西是我国第一大进口来源国，占比 73%。7 月份后，随着巴西大豆逐渐售罄以及贴水上涨，美豆价格优势显现。四季度美豆将是主要来源。虽然中美关系不确定性引起市场波动，不过，8 月 25 日商务部表示：中美双方同意创造条件和氛围，继续推动中美第一阶段经贸协议落实。市场预计中国将在后期继续进行美豆的采购，国内大豆供应有保障。

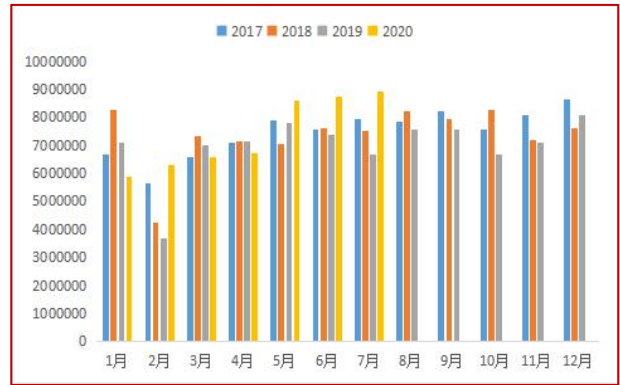
压榨方面，由于压榨利润改善，在 3、4 月份经历过低谷以后，从 5 月中旬开始，油厂周度压榨量已经连续十五周位于 200 万吨附近。6 月份压榨量 873 万吨创下当时历史记录，7 月份 894 万吨继续刷新记录。截至 8 月 21 日当周，国内油厂压榨开机率为 58.09%，压榨量为 201.7 万吨。8 月前 3 周已压榨 608 万吨，上月同期 602 万吨，预计 8 月份压榨量将继续创记录。

图 5 油厂开机率



资料来源：天下粮仓；东海期货研究所整理

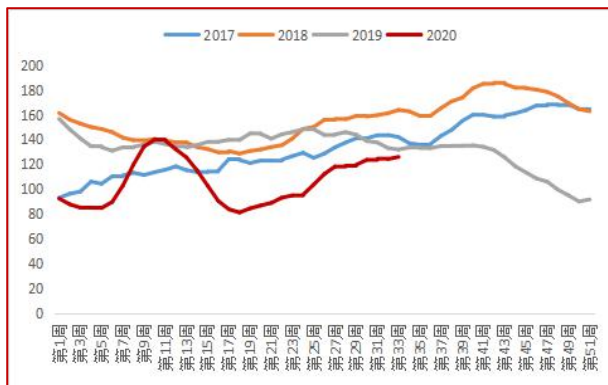
图 6 油厂月度压榨量



资料来源：天下粮仓；东海期货研究所整理

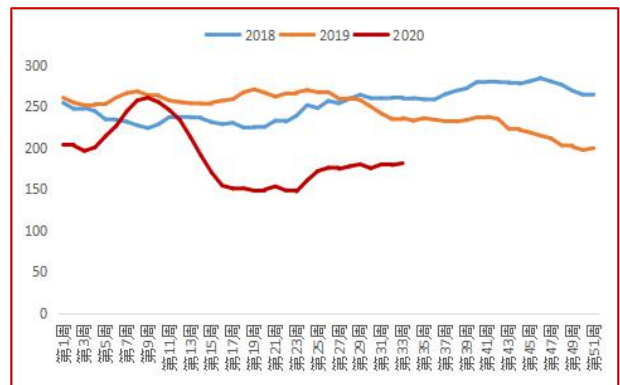
在如此巨量的压榨供应下，国内豆油库存累库速度却不明显。截至8月21日，国内豆油商业库存总量126万吨，较上周的122.685万吨增3.31万吨，增幅为2.7%，去年同期132.2万吨，五年均值136.32万吨。包括豆油、菜油、棕榈油的三大油脂国内总库存也仅有181.4万吨，2019年为236.11万吨，2018年为259.61万吨。正是如此的低库存奠定了油脂行情上涨的基础。后期随着大豆到港的放缓，预计压榨量将有所下降，豆油累库的压力将进一步减轻。

图 7 豆油库存



资料来源：天下粮仓；东海期货研究所整理

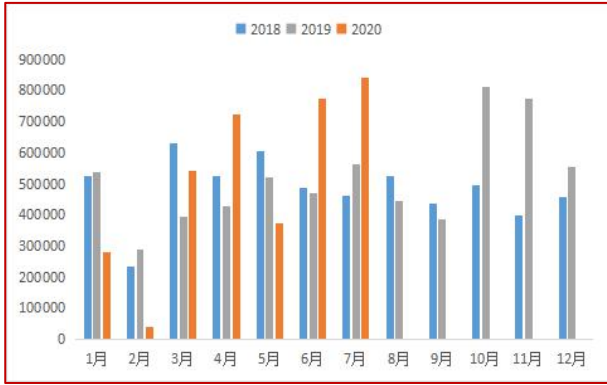
图 8 三大油脂库存



资料来源：天下粮仓；东海期货研究所整理

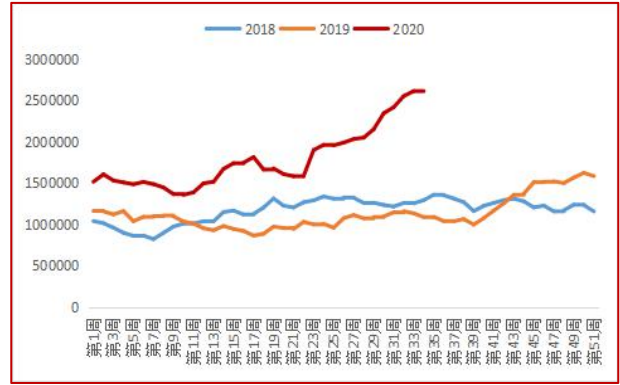
正是超预期的旺盛消费消化了巨量的供应。7月豆油现货成交量84.3万吨，1-7月累计成交358万吨，去年同期为321万吨，成交量同比增幅11.5%。6月份以来，豆油提货量恢复，平均每周15.5万吨，较去年同期14.89万增幅4.1%。此外，油厂还有大量的未执行合同，截止8月21日，豆油未执行合同261.4万，去年同期108.9万，其中包含大量采购的远期合同，表明市场对未来需求较为乐观。

图 9 豆油月度成交量



资料来源：天下粮仓；东海期货研究所整理

图 10 豆油未执行合同

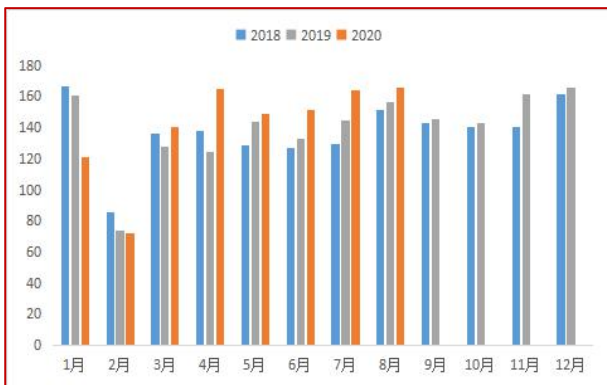


资料来源：天下粮仓；东海期货研究所整理

### 2.4.9 月份迎来备货和消费旺季

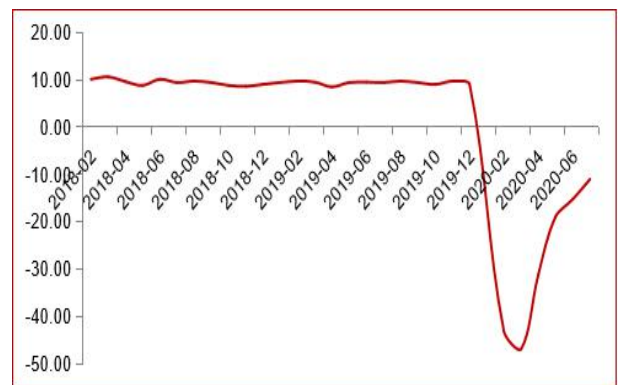
1-7月，豆油月度平均表观消费量为137.7万，去年同期为130万。我们认为豆油表观消费量的增长主要得益于：一、餐饮业的快速恢复，统计局数据显示，7月份餐饮收入同比降幅已经由3月最高同比降46.8%收窄至11%。据此我们认为餐饮业已经恢复到疫情前的7-8成，这从龙头餐饮企业海底捞的半年报也可以看出，2020年上半年海底捞营收97.61亿元，同比降19.2%。不过随着餐饮的复苏，后续复苏的边际效应将有所减弱；二、对菜油、棕榈油的替代，目前豆油对于其他油脂均具备价格优势，替代优势明显，估计替代量为每月不到10万吨；三、饲料用油的增长，按照3.5亿吨饲料0.5%比例的添加，月均约需消耗15万吨植物油，其中棕榈油为主要，豆油则占一部分；四、囤货需求，这主要由不断涌现的豆油收储传闻激起，但收储传闻一直未能得到证实，反而近期出现不再收储的传闻，造成行情的明显波动。

图 11 豆油表观消费量



资料来源：天下粮仓；东海期货研究所整理

图 12 餐饮收入当月同比



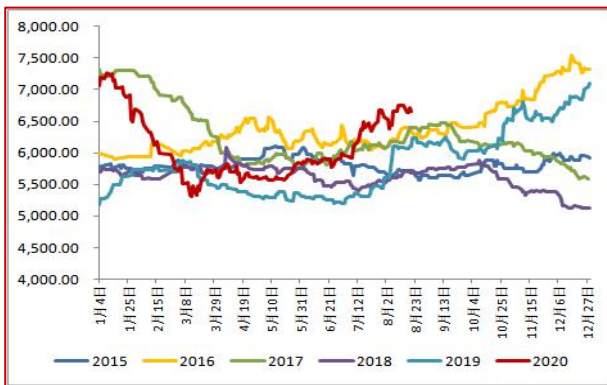
资料来源：统计局；东海期货研究所整理

我们认为未来豆油需求增长的点将表现在节前备货。9、10月份是包装油备货旺季，今年中秋节和国庆节重合，节前备货将更为集中。通常下半年豆油表观消费量要高于上半年，尤其是第四季度，因为传统节日多，刺激豆油消费。

## 2.5.关注棕榈油减产情况

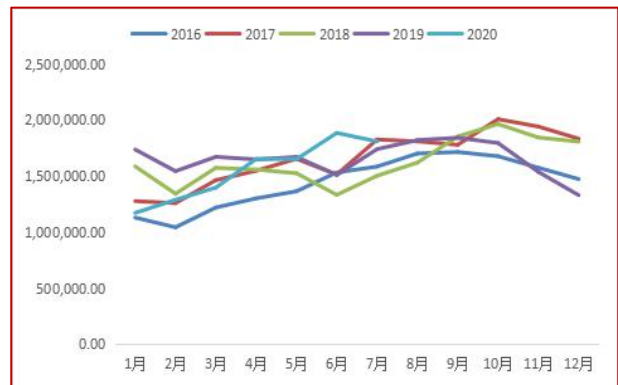
从价格季节性上来看，豆油价格年内高点一般多出现在四季度。过去五年中，9月份豆油价格上涨的有三年（除2017和2018年熊市），10月份豆油价格上涨的有四年（除2017年）。需要注意的是，在2016和2019年四季度，豆油价格均出现了大幅上涨并迭创新高，主要原因是2016年和2019年棕榈油均发生了较大幅度的减产，棕榈油价格大幅上涨，对豆油形成了提振。今年以来马来西亚棕榈油生产先后受到新冠肺炎疫情和洪水的干扰，导致马来西亚棕榈油产量出现反季节性减产。据西马南方棕榈油协会(SPPOMA)发布的数据显示，8月1日-31日马来西亚棕榈油产量比7月仅增0.7%，单产降0.37%。

图 13 一级豆油现货价格



资料来源：天下粮仓；东海期货研究所整理

图 14 马来西亚棕榈油产量



资料来源：MPOB；东海期货研究所整理

## 2.6.资金逢低做多意愿仍强

2008年金融危机后全球央行放水引发商品前所未有的上涨行情。市场对历史重演有预期，吸引大量资金进入商品市场做多。8月5日，国际金价突破2060美元/盎司，创历史新高就是这一预期的最直观表现。也有大量资金进入包括豆油在内的油脂板块。CFTC基金CBOT豆油持仓方面：截至上周，基金在CBOT豆油上持有净多头寸57524手，已经连续第六周增持净多单。连豆油总持仓量从5月初的52万增至最高79.8万。01合约持仓从8.5万最高增至63万。而且从行情走势来看，资金逢低做多的意愿仍然强烈，因此短期不建议做空豆油。

图 15 基金 CBOT 豆油净持仓

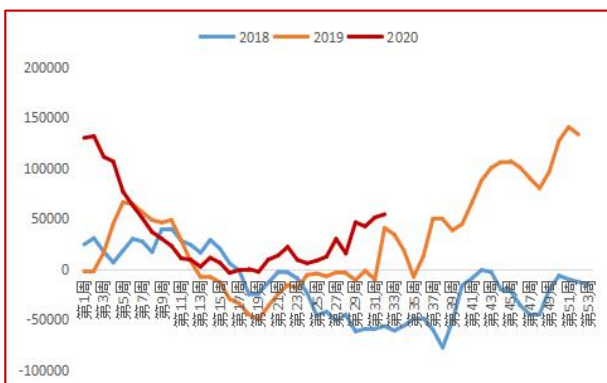


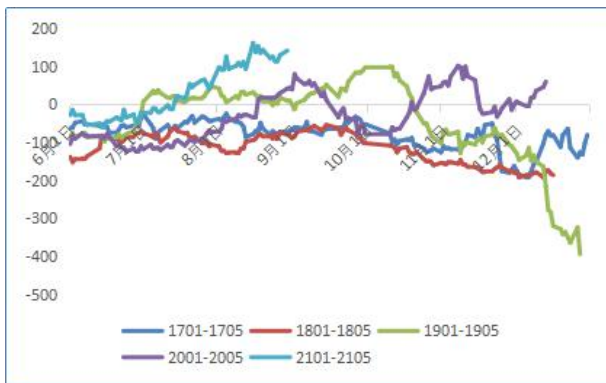
图 16 Y2101 持仓量与价格走势



### 3. 结论及操作建议

结论：天气担忧和中国采购支撑 CBOT 大豆价格震荡走强，提升进口大豆成本。国内二季度豆油需求超预期，9 月份将迎来中秋、国庆节前备货旺季，叠加豆油与菜油、棕榈油相比具有价格优势，有助于消化超高压榨量带来的供应压力，国内豆油库存或将延续缓慢累库进程，豆油价格有望维持偏强走势。

图 17 豆油 1-5 价差



资料来源：文化财经；东海期货研究所整理

图 18 油粕比



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

操作建议：单边：天气担忧叠加中秋、国庆节前备货备货支撑，9 月份国内豆油库存或将延续缓慢累库进程，豆油价格有望维持偏强走势。操作上建议 Y2101 合约逢低买入，阻力 7000，支撑 6500。

套利：目前豆油 1-5 价差处于近几年高位，主要原因是低库存和高消费令基差走强，但是随着后期美豆收割上市压力的显现，以及中央提倡节约、杜绝浪费，再叠加 9 月中下旬备货旺季结束，后期豆油基差有阶段性走弱的可能。建议若豆油出现阶段性回调时可关注 1-5 反套机会。

油粕比方面，在面对同样巨量供应的背景下，豆粕累库速度相对于豆油更为明显，截至 8 月 21 日，国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量 114.13 万吨，较去年同期增 55.97%。油厂压榨量仍维持在 200 万吨左右的超高水平，预计豆粕库存或继续回升。因此预计油粕比在 9 月份将继续维持高位，建议关注做多油粕比套利机会。

风险因素：中美关系，产区天气，新冠肺炎疫情，相关油脂走势。



## 分析师承诺:

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的报酬。

## 免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

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，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：[www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn