



**豆油：趋势性反转并未形成，  
高位震荡或加剧**

长安期货有限公司

2021年03月22日

## 豆油：趋势性反转并未形成，高位震荡或加剧

今年一季度，油脂市场延续了去年的强势格局，一路突破前高，特别是在春节过后，美国 1.9 万亿刺激计划逐步落地，美元疲软支撑下，整个大宗商品市场一片火热，国际油价向上抬头，油脂市场在宏观向好与其自身偏强的基本面格局的带动下直线拉升，豆油主力合约一度突破 9500 元/吨高位。然而进入 3 月中旬，盘面出现了明显的调整态势，多头情绪转弱，在期价如此高位的水平下，不禁引起了空头投资者的想象，本文我们将对目前豆油所处的基本面供需格局加以分析，帮助投资者对后市行情走势加以判断。

### 一、国际市场核心驱动因素分析

#### （一）美豆供需偏紧格局暂未改变

在今年春节过后的农业展望论坛中，专家预测美豆播种面积将会上涨至 9000 万英亩，较去年的 8300 万英亩上涨 7.8%。但是一方面，由于阿根廷大豆生长情况较差，美豆压榨需求增强，以及中国生猪恢复带来的美豆出口需求增加，美豆需求的增长能够抵消供给可能出现的增长。因此 USDA 对 2021/22 年度大豆年末库存预估为 1.45 亿蒲式耳，虽然高于 2020/21 年度的 1.2 亿蒲式耳，但仍位于历史性低位。

美国农业部USDA美豆月度供需报告（2021年3月）				
项目/市场年度	2018/19	2019/20	2020/21	
			2月	3月
播种面积（万英亩）	8920	7610	8310	8310
收获面积（万英亩）	8760	7500	8230	8230
单产（蒲/英亩）	50.6	47.4	50.2	50.2
美豆产量（百万蒲）	4428	3552	4135	4135
出口（百万蒲）	1748	1676	2250	2250
压榨（百万蒲）	2092	2165	2200	2200
期末库存（百万蒲）	909	523	120	120

数据来源：USDA，长安期货

再来关注一下 3 月的 USDA 供需报告，美豆方面的数据较 2 月预估持平，收割面积和大豆产量预估分别稳定在 8230 万英亩和 41.35 亿蒲式耳；美豆出口为 22.5 亿蒲式耳，压榨量也较 2 月保持在 22 亿蒲式耳不变，最终期末库存预估也与 2 月持平，为 1.2 亿蒲式耳。

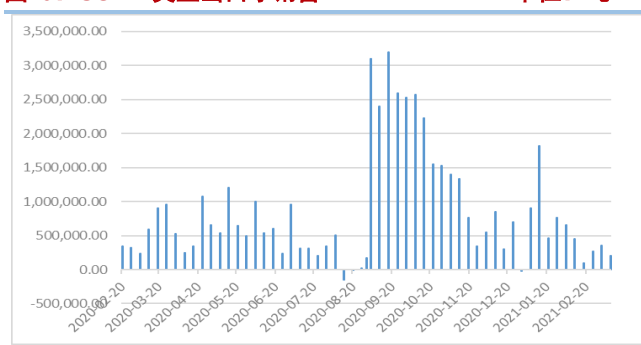
可以看到，美豆自身供需偏紧的格局没有改变，这为美豆期价提供了较强支撑，但是美豆 1400 美分上方的位置似乎已对这份利多交易的比较完全，也较难进一步提供向上动能。

## （二）巴西大豆将陆续到港，美豆销售窗口渐近尾声

今年受南美天气影响，大豆收割一直迟滞，美豆逐渐销售殆尽，这一点无疑是支撑美豆短期价格稳定在 1400 美分以上的主要因素之一。然而随着时间的推移，多头的底气逐渐转弱，因为不管收割再怎么迟滞，巴西大豆终究还是会上市，时间已开始成为空头的的朋友。

在本月的 USDA 报告中，美国农业部将巴西大豆产量预估调高 100 万吨，至 1.34 亿吨，市场分析师此前预计巴西产量仅会小幅增加 0.09 万吨至 1.3309 亿吨。超出市场预期的产量调增几乎奠定了巴西丰产的格局。在这样的背景之下，全球大豆需求开始转向南美供应，令美豆出口需求放缓。美国农业部最新一期的出口销售报告数据显示，截止 3 月 11 日当周，美豆 2020/21 年度出口销售净增 20.24 万吨，较前一周减少 42%。美豆盘面的上方压力也开始更为显现。

图 3：USDA 美豆出口净销售 单位：吨



资料来源：wind，长安期货

图 4：我国进口大豆到港库存 单位：吨



资料来源：wind，长安期货

## （三）马棕阶段性产量数据激增，但库存重建难以一蹴而就

由于三大油脂之间较强的替代作用，使得相关油脂的基本面格局也会对豆油产生较大的影响，特别是棕榈油，其供需题材常常成为三大油脂的核心驱动。

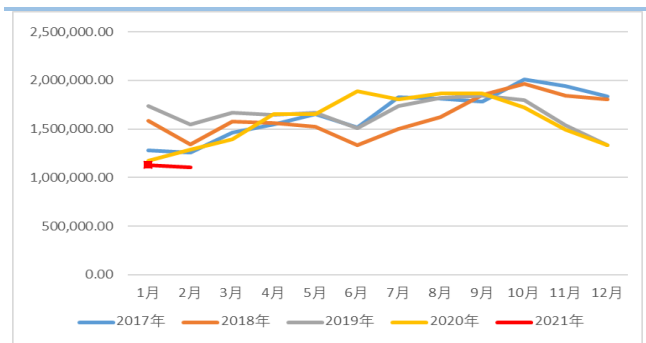
马来西亚棕榈油局（MPOB）本月公布的供需报告数据显示，产量方面，2 月为 110.559 万

请务必阅读正文后的免责声明部分！

放心的选择 贴心的服务

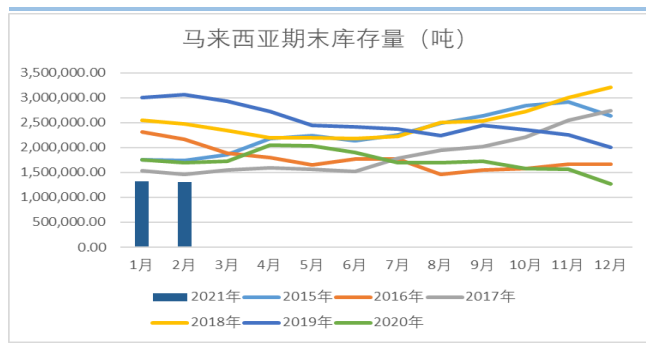
吨，环比降低 1.85%，连续第五个月下滑，产量恢复因天气多雨与疫情导致劳工短缺依然不尽如人意。但同时出口也降至 2007 年 2 月以来的最低水平。供需双弱格局下，最终 2021 年 2 月底马来西亚棕榈油库存为 130.08 万吨，环比 1 月底减少 1.8%，创下五年来的最低水平。报告出炉前市场预期 2 月底库存为 142 万吨，低于市场预期，马棕库存的历史低位暂时还没有扭转，成为油脂期价的较强支撑。

**图 3：马来西亚棕榈油产量** 单位：吨



资料来源：wind，长安期货

**图 4：马来西亚棕榈油期末库存** 单位：吨



资料来源：wind，长安期货

然而 SPPOMA 超预期的产量数据似乎给马棕低位库存的强劲支撑造成松动，SPPOMA 公布 3 月 1 日-15 日马来西亚棕榈油产量比 2 月同期增加 62%，单产增 63.12%，出油率减少 0.08%。一时间使棕榈油盘面急转直下，不过 62% 的增长与春节期间产量基数较低有关，并不能完全认为马棕供需偏紧格局已经明显扭转。产量恢复虽是大势所趋，但库存重建仍需一定时间，现阶段棕榈油的支撑仍在。

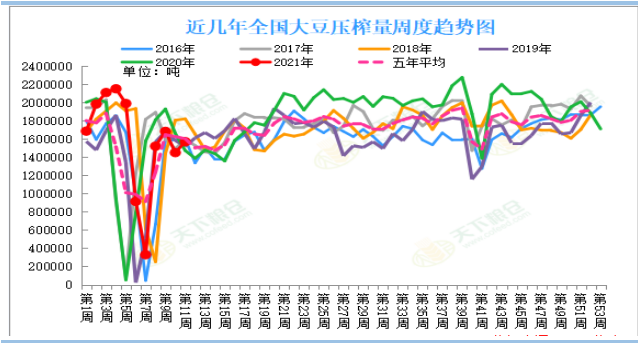
## 二、国内市场核心驱动因素分析

### (一) 油厂开机率回升较慢，后市将受制于豆粕需求

2021 年 3 月 13 日-3 月 19 日当周，全国各地油厂大豆压榨开机率为 44.23%，较前一周的 40.85% 增加 3.38%，当周大豆压榨总量为 156.86 万吨（出粕 123.92 万吨，出油 29.8 万吨），较前一周的 144.87 万吨增加 11.99 万吨，增幅 8.27%。油厂开机和压榨虽有回升，但仍处在较低水平，究其原因，一方面，与 2、3 月份大豆到港量偏低有关。2021 年第 9 周，大豆到港近 59.9 万吨，较前周的 210.4 万吨减少 150.5 万吨，2 月份实际到港 594 万吨，明显低于预报的 640.7 万吨。另一方面，停机检修是油厂应对豆粕胀库与压榨利润恶化的最佳方式。

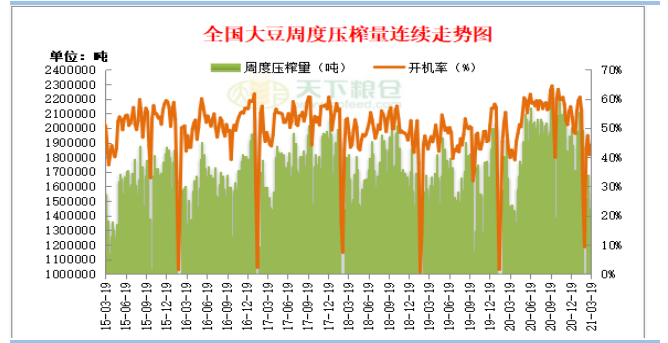
未来两周压榨量或有进一步回升，据天下粮仓预测压榨量在 150-160 万吨左右水平，后市压榨量的回升幅度或依然受制于豆粕的需求量，猪瘟疫情的控制程度与生猪存栏的恢复状况将成为影响压榨的重要因素。鉴于目前猪瘟反复以及国家推进饲料中豆粕替代比例的情况，大豆压榨或仍将受限，使豆油供应呈偏紧状态。

**图 5：大豆压榨量周度趋势图** 单位：吨



资料来源：天下粮仓，长安期货

**图 6：大豆压榨开机率连续走势图** 单位：吨

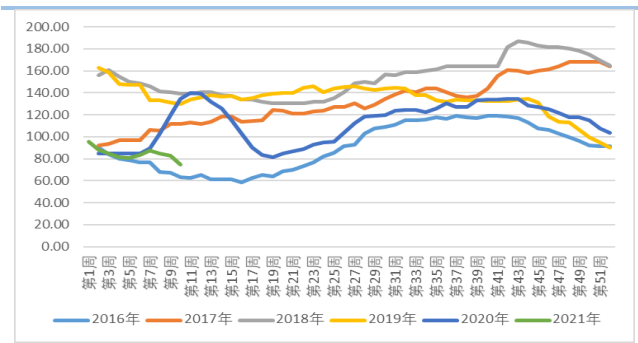


资料来源：天下粮仓，长安期货

## （二）国内三大油脂库存均处低位

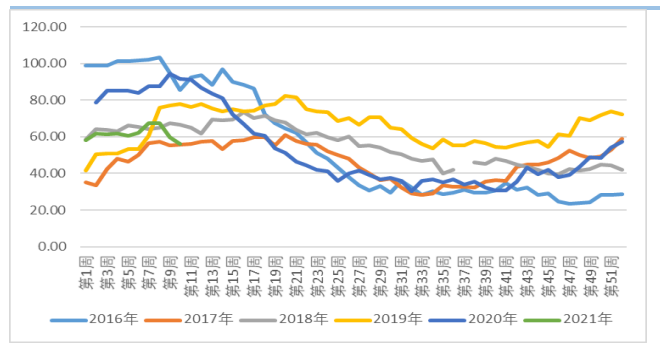
上周鉴于油厂压榨量回升幅度有限，而中下游消化较好，豆油库存继续下降，不过降幅有所收窄。截止 3 月 19 日，国内豆油商业库存为 73.08 万吨，较前一周的 74.825 万吨下降 1.745 万吨，降幅 2.33%，较上月同期的 87.36 万吨降 14.28 万吨，降幅 16.35%，较去年同期的 139.21 万吨降幅为 47.5%，五年均值为 118.8 万吨；全国港口食用棕榈油总库存为 49.73 万吨，较前一周的 56.03 万吨降 11.2%，较上月同期的 67.45 万吨降幅 26.27%，较去年同期 82.16 万吨降幅 39.47%。上周菜籽油厂开机率回升，但菜油提货速度快，导致两广及福建地区菜油库存下降至 1.46 万吨，较前一周的 1.7 万吨下降 2400 吨，降幅 14.12%，较去年同期的 4.2 万吨降幅 65.24%。

**图 5：豆油商业库存** 单位：万吨



资料来源：wind，长安期货

**图 6：棕榈油商业库存** 单位：万吨



资料来源：wind，长安期货

### (三) 抛储打压多头情绪，现货基差下行

近期中储粮重新启动储备豆油拍卖，其中 3 月 19 日首抛 20875 吨毛豆油，3 月 23 日第二次拍卖毛豆油有 19843 吨。首次抛储的成交率为 77%。2 万吨的豆油抛储其实数量并不大，很难对市场产生实质性影响，而更多的是在于对多头情绪的打压，现货一货难求的现象收到影响，贸易商和工厂阶段性放基差和出货意愿增加，豆油现货紧张的情况在一些地区出现缓解，如华东和华南一抖基差明显松动。此外，77%的成交也说明目前下游采购较为谨慎，观望态度明显。然而开机率偏低，豆油库存低位均未出现实质性扭转，因此豆油单边和月差暂以回调看待，并非转势。

## 三、综合判断

南美大豆陆续到港，美豆销售窗口渐近尾声，短期缺乏上行动能，但自身供需偏紧格局的支撑存在，美豆或依然保持高位震荡的态势，因此豆油成本端虽然提振不强，但支撑未破；马来西亚棕榈油产量的超预期增加和国内豆油抛储是引发近期油脂期价大幅回落的主要因素，但总结其自身基本面我们发现，虽然棕榈油处在增产周期当中，但 2 月底库存基数很低，供需紧张格局的扭转依然需要时间，国内供应端，油厂压榨量处于阶段性低位水平，豆油库存水平较低位回升的难度依然较大，而 2 万吨的抛储难以对基本面形成实质性影响，油脂供需偏紧格局暂未扭转。短期来看，在情绪上的利空释放完全后，或有补涨回稳的需求。高位入场的空单注意及时减仓或离场。

中长期来看，随着期价长时间的不断攀升，叠加南美大豆上市、马棕增产的弱预期，趋势性的上涨可能渐近尾声，前期低位多单可以适当止盈保护利润，但基本面偏紧格局未改的情况下期价不具备大跌的基础，不排除后市仍存在阶段性上涨的可能，做空仍需等待实质性利空信号的出现。

**后市关注要点：**美国农业部季报、种植意向报告、马棕增产与出口情况、国内油厂榨利及豆油库存变化

## 免责声明

本报告基于已公开的信息编制，但对信息的准确性及完整性不作任何保证。本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成个人投资建议。投资者应当充分考虑自身投资经历及习惯、风险承受能力等实际情况，并完整理解和使用本报告内容，不能依靠本报告以取代独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

长安期货有限公司版权所有并保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长安期货投资咨询部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 长安期货各分支机构及事业部

### 江苏分公司

地址: 常州市新北区高新科技园 3 号楼 B 座 307  
电 话: 0519-85185598

### 福建分公司

地址: 福建省厦门市思明区嘉禾路 23 号  
新景中心 B 栋 1007、1008 室  
电话: 0592-2231963  
传真: 0592-2231963

### 郑州营业部

地 址: 河南自贸试验区郑州片区 (郑东) 商务  
外环路 30 号期货大厦 1302 室  
电 话: 0371-86676962  
传 真: 0371-86676963

### 上海营业部

地址: 上海市杨浦区大连路 558、668 号 A 座 16  
层 05 号  
电话: 021-65688722  
传真: 021-60446926

### 西安和平路营业部

地址: 西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层 706  
室  
电话: 029-87206175  
传真: 029-87206175

### 能源化工事业部

地址: 西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层  
718 室  
电话: 029-87206172  
传真: 029-87206172

### 农产品事业部

地址: 西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层  
718 室  
电 话: 029-87206176  
传 真: 029-87206176

### 山东分公司

地址: 山东省烟台市经济技术开发区珠江路 10  
号  
电话: 0535-6957657  
传真: 0535-6957657

### 安徽分公司

地址: 合肥市蜀山区潜山路 188 号蔚蓝商务港 F  
座 1103 室  
电 话: 0551-62623638

### 淄博营业部

地址: 山东省淄博市高新区金晶大道 267 号颐  
和大厦 B 座 501 室  
电 话: 0533-6270009  
传 真: 0533-6270009

### 宝鸡营业部

地址: 宝鸡市高新开发区高新大道 40 号院 3 幢  
5 层 13 号  
电 话: 0917-3536626  
传 真: 0917-3535371

### 西安经济技术开发区营业部

地址: 西安经济技术开发区凤城八路 180 号长  
和国际 E 座 1501 室  
电话: 029-89824970  
传真: 029-89824970

### 金融事业部

地 址: 西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层  
706 室  
电 话: 029-87206171  
传 真: 029-87206171

### 金属事业部

地 址: 西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层  
718 室  
电 话: 029-87380130