

## 高位震荡，油脂存在回调风险

农产品研究团队

2017年8月26日星期六

**李国强**

从业资格编号：F0292230

投资咨询编号：Z0012887

021-20370971

ligq@xzfutures.com

**程然**

从业资格编号：F3034063

chengran@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

豆油本周维持震荡反弹行情，美国农业部8月报告利空市场，但近期机构调研显示美豆单产可能并不乐观给豆价带来一定支撑；南美大豆库存较大供应压力持续；目前油脂的消费需求将逐步好转对价格有一定支撑，但由于油脂库存水平维持历史高位，去库存之路仍将漫长；马来西亚棕榈油8月产量预期增幅放缓，对棕榈油价格有支撑，也使得棕榈油成为最强的油脂品种，但后期库存预期增加，中长期对价格有压力。综合目前来看，油脂库存维持高位，基本面并无改观，因此后期维持区间震荡或弱势反弹行情。

#### ● 后市展望及策略建议

美国农业部公布8月月度报告数据显示，美新豆收割面积8870万英亩，单产49.4蒲（预期47.5），产量43.81亿蒲（预期42.03），期末库存4.75亿蒲（预期4.24）。美豆单产出人意料不降反而大幅提高，对大豆整体利空。目前是美豆的生长关键期，后续单产的变化还存在可能，美豆的高波动性仍然存在；棕榈油方面，马来8月的产量预期增幅放缓，给市场带来支撑，但国外棕榈油库存累积较快，中长期不利于价格走高，油脂可能维持区间震荡行情。

## 1. 1. 油脂基本面

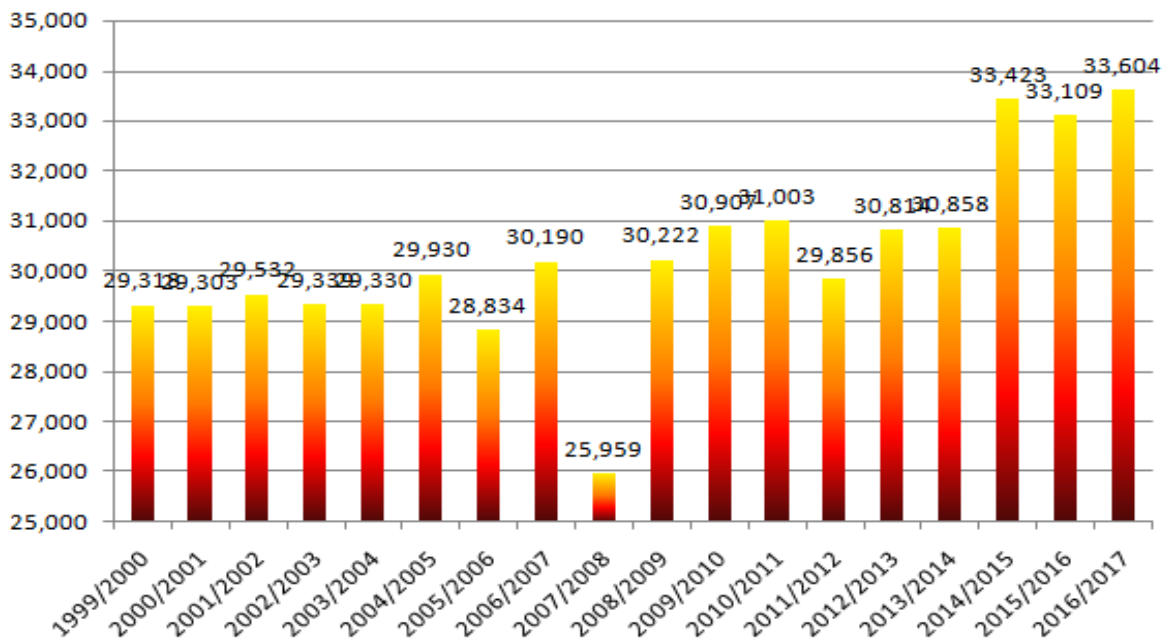
### 1.1 豆油基本面

#### 1.1.1 美农业部 8 月 10 日报告利空

美国农业部发布的季度库存报告显示 6 月 1 日的美国大豆库存为 9.63 亿蒲式耳，比上年同期高出 11%。但由于市场预期为 9.81 亿蒲式耳，因此本次报告较预期利多，导致美豆大幅反弹。

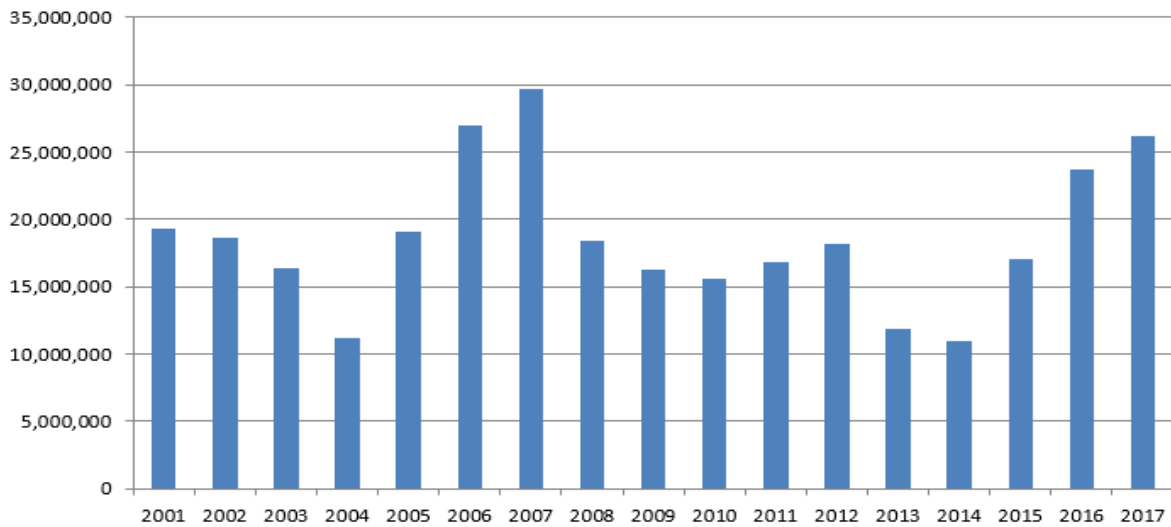
美国农业部 8 月月报显示，美新豆收割面积 8870 万英亩（上月 8870、上年 8270），单产 49.4 蒲（上月 48、上年 52.1，预期 47.5），产量 43.81 亿蒲（上月 42.60、上年 43.07，预期 42.03），期末库存 4.75 亿蒲（上月 4.60、预期 4.24）。美新豆播种面积未动、单产出人意料不降反而大幅提高，产量提高使得结转库存远高于预期，本次报告对大豆整体利空。报告公布后美豆期货快速跳水。目前美豆的价格走势与天气的预期炒作息息相关，可能还存在炒作的空间，但结局可能还需要看天气。

### 美豆收割面积（千公顷）



季度库存报告显示，2017 年 6 月 1 日美国所有部位的大豆库存为 2621 万吨，比 2016 年 6 月 1 日高出 249 万吨。如下图所示，美豆的季度库存数据维持季节性的偏高水平。

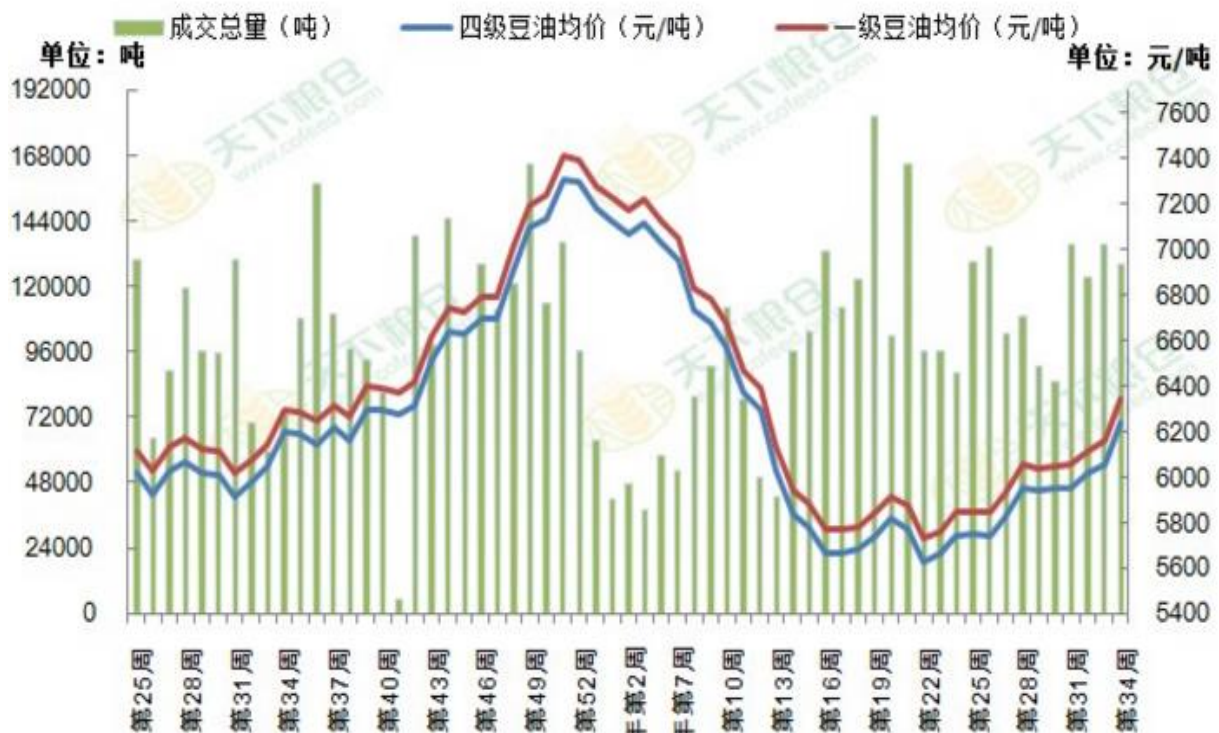
美豆季度库存（吨，截止6月1日）



### 1.1.2 成交平稳，库存高位震荡

从豆油的成交来看，我国豆油的成交价格维持平稳状态，成交量本期出现小幅波动。目前，广州地区一级豆油的成交价格到 6180 元/吨，四级豆油的价格为 6050 元/吨，维持震荡反弹。

图 1：国内豆油成交情况



数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

图 2：全国豆油库存



数据来源：兴证期货研发部、wind

供给来看，目前油厂开工率维持高位震荡，豆油的库存维持高位震荡；随着消费旺季的逐步到来，豆油需求有所提高，但短期将维持供求宽裕的格局；豆油的期末库存 144 万吨。

### 1.1.3 大豆进口有所放缓，库存高位震荡

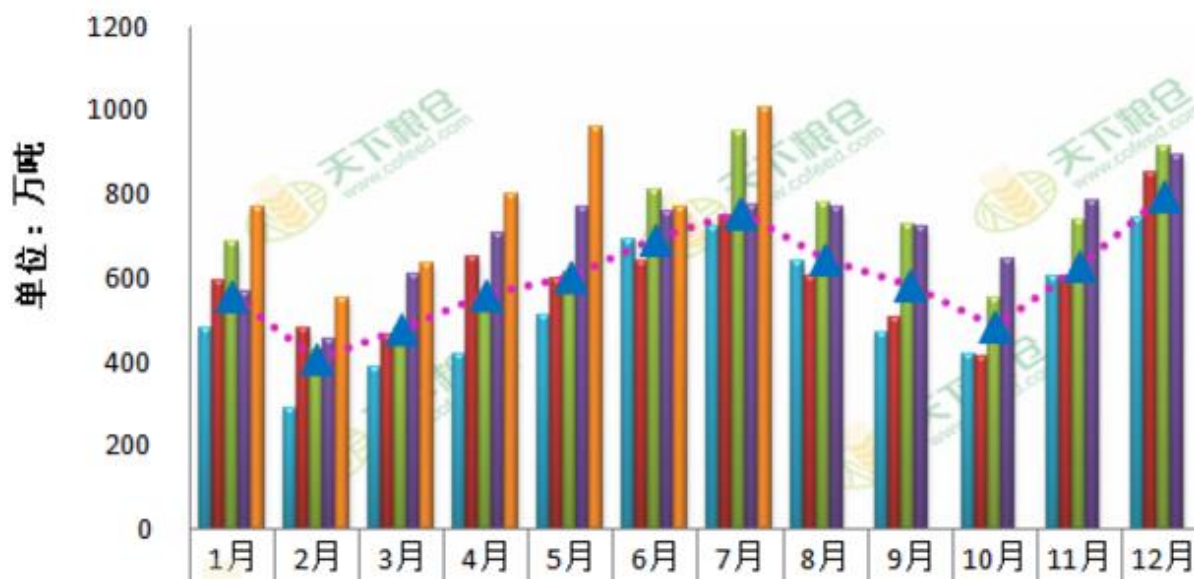
据全面调查显示，2017 年 8 月份国内各港口进口大豆预报到港 125 船 801 万吨，低于 2017 年 7 月份的进口量。

图 3：2017 年 8 月大豆进口量

2017年8月	进口量	船数
东北地区	59	9
华北地区	104	16
山东地区	181.24	28.5
华东地区	249	39
福建地区	39	6
广东地区	100.6	15.5
广西地区	68.6	10.5
全国总计	801.5	125

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

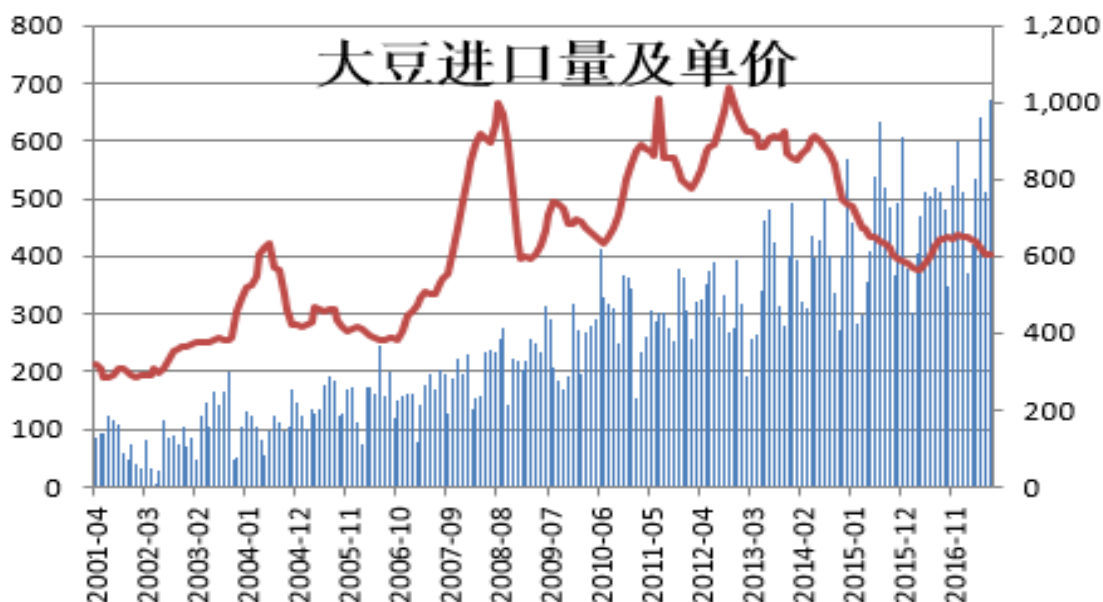
图 4：大豆进口量



数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

从进口价格的角度看，从2013年3月以来，每吨进口大豆的CNF价格由700美元震荡走低到403美元，目前维持在低位震荡。7月大豆的进口成本出现了走低，目前维持在400美元/吨左右。

图 5：大豆进口量及 CNF 均价



数据来源：兴证期货研发部、wind

目前国内大豆库存为680万吨，低于上一周的水平，维持在历史的高位区间。近期油厂开机率维持高位，对大豆的消耗较大。

图 6：国内大豆库存



数据来源：兴证期货研发部、wind

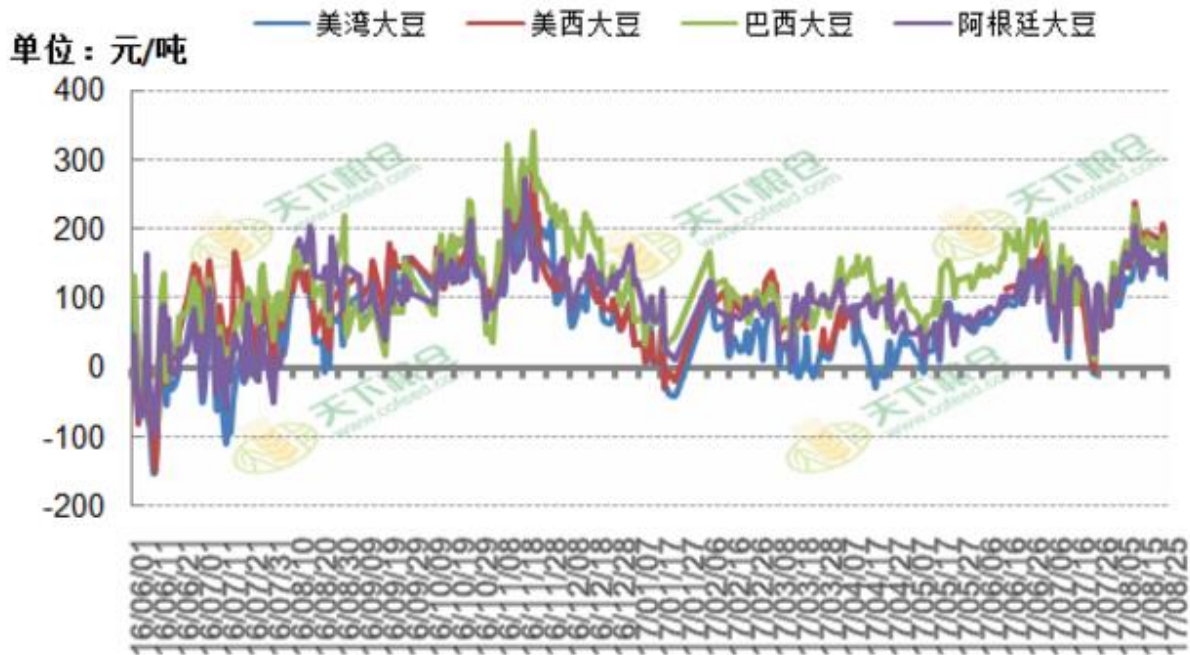
图 7：大豆压榨利润

品种	交货月	CBOT价格	CFR中国 美元/吨	完税价	连盘 豆粕	连盘 豆油	盘面 榨利	涨跌	豆粕 现货	豆油 现货	现货 榨利
美湾大豆	9月	946.5	413	3210	2,734	6374	129	-16	2765	6255	132
	10月	946.5	413	3210	2,734	6374	129	-16	2765	6255	132
	11月	946.5	413	3210	2,734	6374	129	-16	2765	6255	132
美西大豆	10月	946.5	407	3170	2,734	6374	169	-16	2765	6255	172
	11月	946.5	408	3180	2,734	6374	159	-16	2765	6255	162
巴西大豆	9月	946.5	413	3210	2,734	6374	161	-16	2765	6255	163
	10月	946.5	413	3210	2,734	6374	161	14	2765	6255	163
	11月	946.5	416	3240	2,734	6374	131	-6	2765	6255	133
	2018年2月	964	409	3180	2,669	6466	157	-1	2765	6255	193
	2018年3月	964	406	3160	2,669	6466	177	-1	2765	6255	213
	2018年4月	971.75	405	3150	2,669	6466	187	-1	2765	6255	223
阿根廷大豆	9月	946.5	408	3170	2,734	6374	137	-6	2765	6255	140
	10月	946.5	410	3190	2,734	6374	117	-6	2765	6255	120

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

从大豆压榨产业链来看，美国进口大豆的理论压榨利润维持高位；巴西和阿根廷大豆进口压榨利润更大，对国内价格有一定压力。

图 8：进口大豆压榨利润走势



数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

#### 1.1.4 消费尚可，价格区间震荡

从食用需求的角度看，目前逐步进入到油脂消费旺季，下游的需求转强，目前油厂开工率维持高位，豆油的供应仍旧充裕，后期消费可能继续向好。

综合来看，美国农业部的报告整体利空；南美大豆库存较多，供应压力将持续，后期销售对价格有利空；近期美国大豆优良率提高，但单产可能不及预期，对大豆价格有压力；此外，美国决定对阿根廷和印尼进口的生物柴油征收反补贴关税，有利于本国豆油的消费但不利于棕榈油消费；豆油价格区间震荡，短期建议投资者暂时观望。

## 1.2 棕榈油基本面

### 1.2.1 马来棕榈油库存大幅走高

表 1：马来西亚棕榈油数据

	产量	期末库存	出口	产量同比	库存同比
2016/06	1,532,613	1,776,264	1,132,282	-13.1%	-17.4%
2016/07	1,585,882	1,770,650	1,384,220	-12.7%	-21.8%
2016/08	1,701,905	1,464,491	1,812,394	-17.0%	-41.3%
2016/09	1,715,125	1,547,173	1,451,144	-12.5%	-41.1%
2016/10	1,677,873	1,574,114	1,430,946	-17.6%	-44.5%
2016/11	1,574,935	1,655,884	1,370,385	-4.7%	-43.1%
2016/12	1,473,717	1,665,388	1,267,941	5.3%	-36.7%
2017/01	1,276,848	1,540,832	1,282,584	13.0%	-33.2%
2017/02	1,258,538	1,459,056	1,107,011	20.7%	-32.7%
2017/03	1,464,021	1,554,106	1,265,771	20.0%	-17.6%
2017/04	1,548,053	1,599,894	1,283,308	19.0%	-11.3%
2017/05	1,654,494	1,557,619	1,505,929	21.2%	-5.3%
2017/06	1,514,170	1,527,043	1,379,691	-1.2%	-14.0%
2017/07	1,827,108	1,784,143	1,397,846	15.2%	0.8%

数据来源：兴证期货研发部

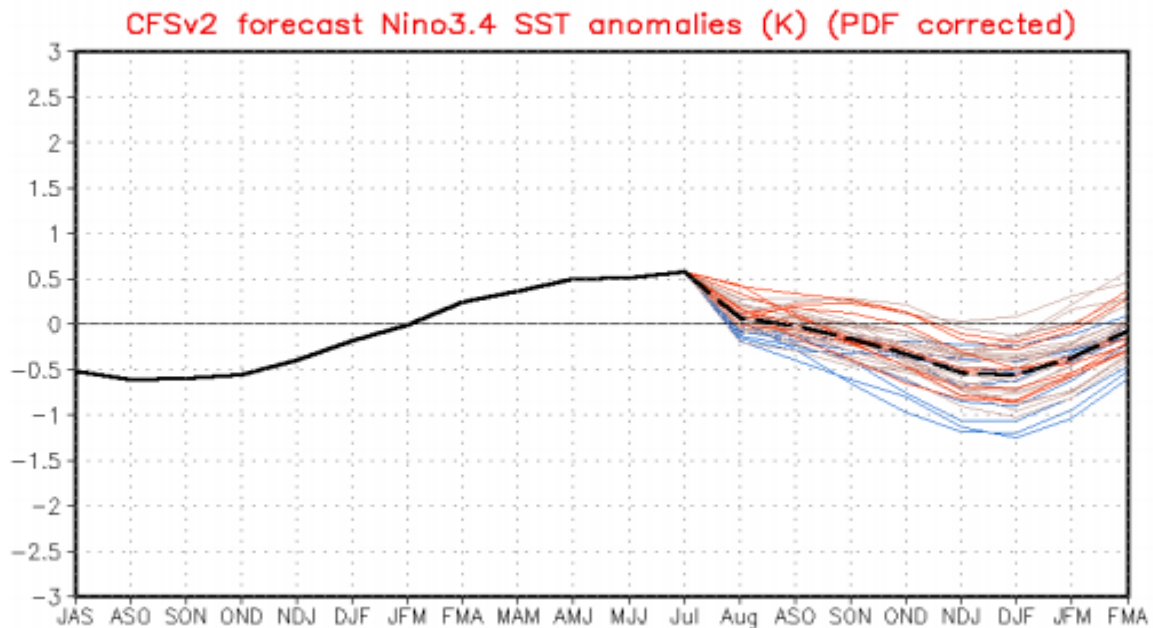
8月10日，马来西亚棕榈油局公布7月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚7月棕榈油的产量为182.7万吨，远远高于6月的151.4万吨，同比增加15.2%；3月开始，马来西亚棕榈油进入到增产周期，厄尔尼诺的减产影响可能已经结束；马来西亚棕榈油的出口数据为139.78万吨，环比出现小幅增加，较6月的137.97万吨增加1.82万吨。马来西亚棕榈油的期末库存为178.5万吨，较6月的库存大幅增加，同比增加15.2%。本次报告的产量同比大幅增加，后期产量的恢复将给价格带来压力。

### 1.2.2 2017年气候中性概率较大

棕榈油常年连续生产，受天气的影响也很直接。根据目前的天气预测模型来看，目前2017年末以来的全球气候成中性。根据NOAA的最新预测，本年度维持天气中性的概率较大，意味着棕榈油的产量将逐步恢复。



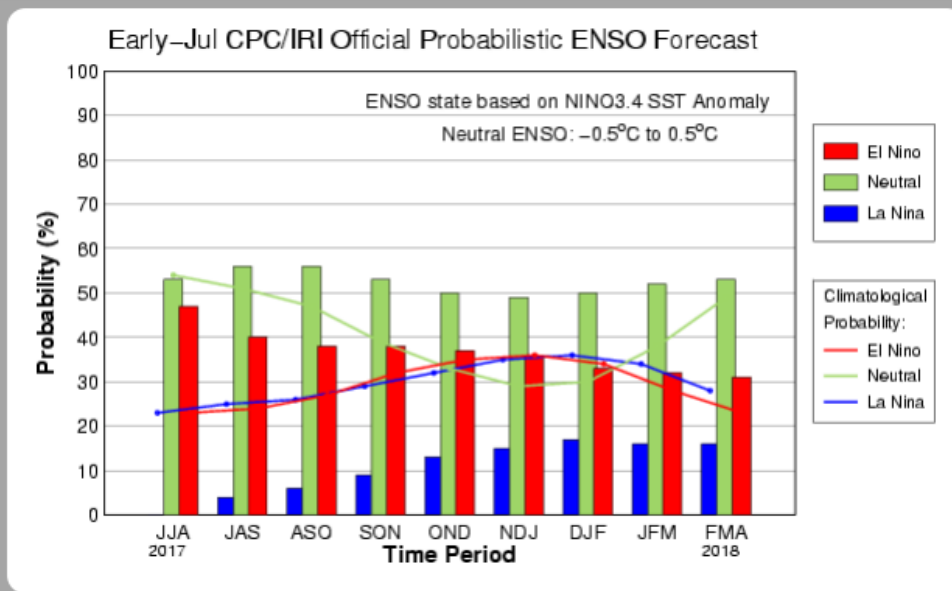
图 1：天气预测模型



数据来源：兴证期货研发部

图 2：天气预测模型

ENSO-Neutral is favored (50 to ~55% chance) into the Northern Hemisphere winter 2017-18, with diminishing chances for El Niño throughout.

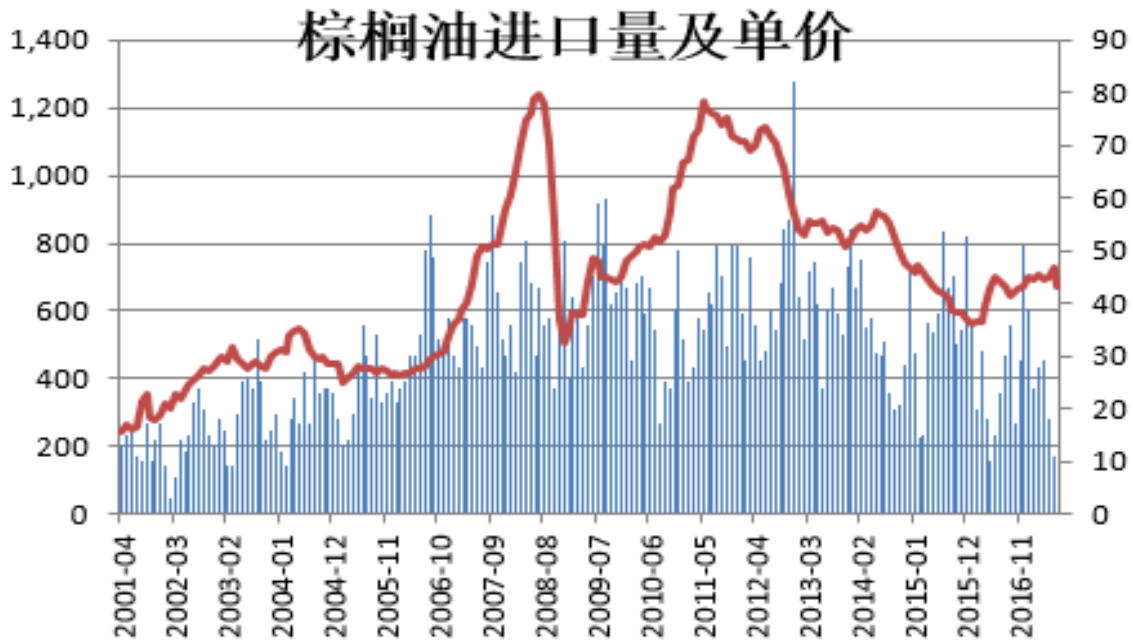


数据来源：兴证期货研发部

从棕榈树的生产特性来看，通常来说，当干旱来临，棕榈油的减产需要延迟 6—9 个月的时间才会显现。目前产量情况看，厄尔尼诺的减产影响已经基本结束，东南亚地区棕榈油的产量进入到增产周期，产量的反弹必然对价格有一定的压力。

### 1.2.3 棕榈油库存维持低位

图 3：棕榈油进口及价格



数据来源：兴证期货研发部、wind

如图所示，7 月我国棕榈油的进口大幅走低，为 8 万吨，低于去年同期的 23 万吨的进口量。这主要因为棕榈油的需求较弱，现货价格低迷，进口减少；目前棕榈油需求仍将偏弱，国内棕榈油的库存近期维持低位。

图 4：国内棕榈油现货价格及港口库存

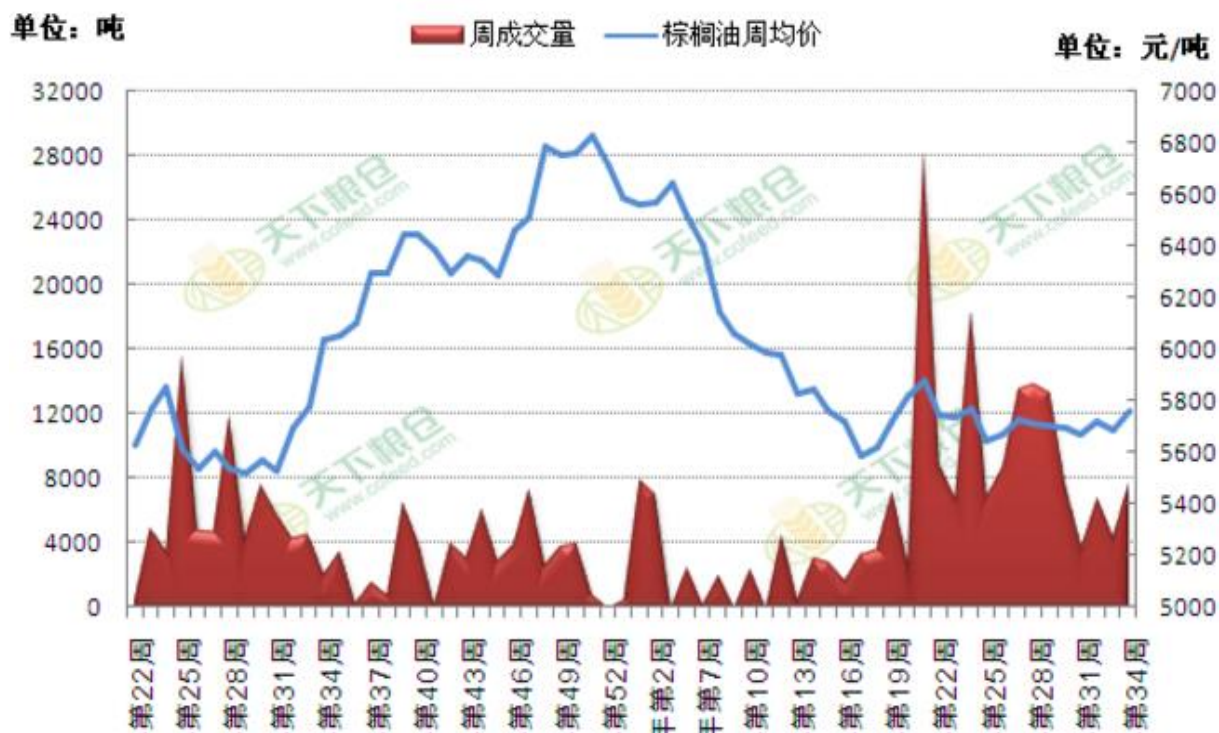


数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

从现货的角度来看，国内棕榈油的商业库存由 2017 年 5 月的 65 万吨出现大幅下降，目前商业库存为 28.9 万吨，较上一周的库存水平小幅反弹。

从棕榈油的进口价格看，进口价格由前期的 580 美元/吨上涨到目前的接近 670 美元/吨的水平，出现了一定幅度的增加。

图 5：国内棕榈油的成交情况



数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

短期，国内棕榈油价格维持区间震荡。如图 5 所示，本周棕榈油的现货成交价格震荡反弹，成交量维持小幅增加。从棕榈油的成交情况来看，广州棕榈油的价格 5750 元附近。

### 1.2.4 进口成本对期货价格有小幅支撑

从进口贸易商的角度来看，目前国内华南地区马来西亚 24 度棕榈油的现货进口成本 5670 元/吨，1 月进口成本 5730 元，现货消费在 5750 元，每吨盈利 80 元。远月印尼的棕榈油进口完税成本为 5630 元，较期货每吨升水 80 元；从进口贸易的角度来看，从进口的棕榈油价格对盘面有一定支撑。

图 7：马来西亚棕榈油进口成本

品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CNF (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	9月	675	-02.50	20	695	5670	(华南)
		675	-02.50	25	700	5710	(华东)
		675	-02.50	28	703	5730	(华北)
	10月	675	-02.50	20	695	5670	(华南)
		675	-02.50	25	700	5710	(华东)
		675	-02.50	28	703	5730	(华北)
	11/12月	675	00.00	20	695	5670	(华南)
		675	00.00	25	700	5710	(华东)
		675	00.00	28	703	5730	(华北)
	1/2/3月	677.5	00.00	20	697.5	5690	(华南)
		677.5	00.00	25	702.5	5730	(华东)
		677.5	00.00	28	705.5	5750	(华北)
33度棕榈油	9月	670	-02.50	25	695	5670	(华东)
	10月	670	-02.50	25	695	5670	(华东)
	11/12月	670	00.00	25	695	5670	(华东)
	1/2/3月	672.5	00.00	25	697.5	5690	(华东)
44度棕榈油	9月	667.5	+02.50	25	692.5	5650	(华东)

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

从进口融资的角度看，由于我国金融领域在进口贸易融资的去杠杆化效应，棕榈油的贸易融资量大幅萎缩，因此棕榈油的金融属性也大幅萎缩。

综合来看，马来西亚棕榈油产量进入增产周期，厄尔尼诺的影响将逐步消失；近期需求较差，库存高位震荡，但后期棕榈油进口出现盈利，将带动进口量大幅增加、库存偏低的状态将改变，建议投资者区间震荡对待。

## 2. 技术分析及操作策略

### 2.1 豆油

由日线图看，豆油主力合约维持震荡反弹，建议投资者暂时观望。

图 1: 豆油 1801 日线



数据来源：兴证期货研发部

## 2.2 棕榈油

由技术看，棕榈油区间震荡反弹，建议投资者暂时观望。

图 2：棕榈油 1801 合约日线



数据来源：兴证期货研发部

## 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾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接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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引致的损失负任何责任。