

## 人民币大幅升值，油脂下跌不易

农产品研究团队

2017年9月3日星期日

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

8月，豆油维持区间震荡的行情；供给方面，美国大豆主产区的天气干旱有所缓解，大豆的生长优良率小幅反弹，对美豆价格利空。南美大豆出口量大且价格偏低，对价格利空；目前全球大豆库存充裕，供给维持宽松状态，但美豆丰产的利空炒作已经接近尾声，后期继续炒作的空间不大；需求方面，油脂的消费旺季逐步到来，油厂开工率维持高位，供应压力不断增加，豆油库存维持143万吨的较高水平。棕榈油库存维持低位震荡；7月马来棕榈油的产量继续同比大幅增加，消费转弱，使得库存出现了大幅增加，对价格有一定的利空；市场预期8月马来西亚棕榈油产量将维持稳定，供求偏紧的状态可能逐步改观。

#### ● 后市展望及策略建议

进入9月以后，美国大豆的天气炒作接近尾声，美国农业部9月的报告将基本确定后期美豆的供求形势；但近期人民币大幅升值将导致商品价格普涨可能带动商品价格上涨；南美大豆的出口销售将给市场带来压力；需求方面，由于进入到消费旺季，油脂的需求转好，后期豆油的价格可能偏强；东南亚棕榈油的产量处于恢复状态，对棕榈油价格产生利空影响，但需求的影响可能更为关键。综合来看，豆油和棕榈油可能维持区间震荡偏强的行情，建议投资者震荡偏强对待。

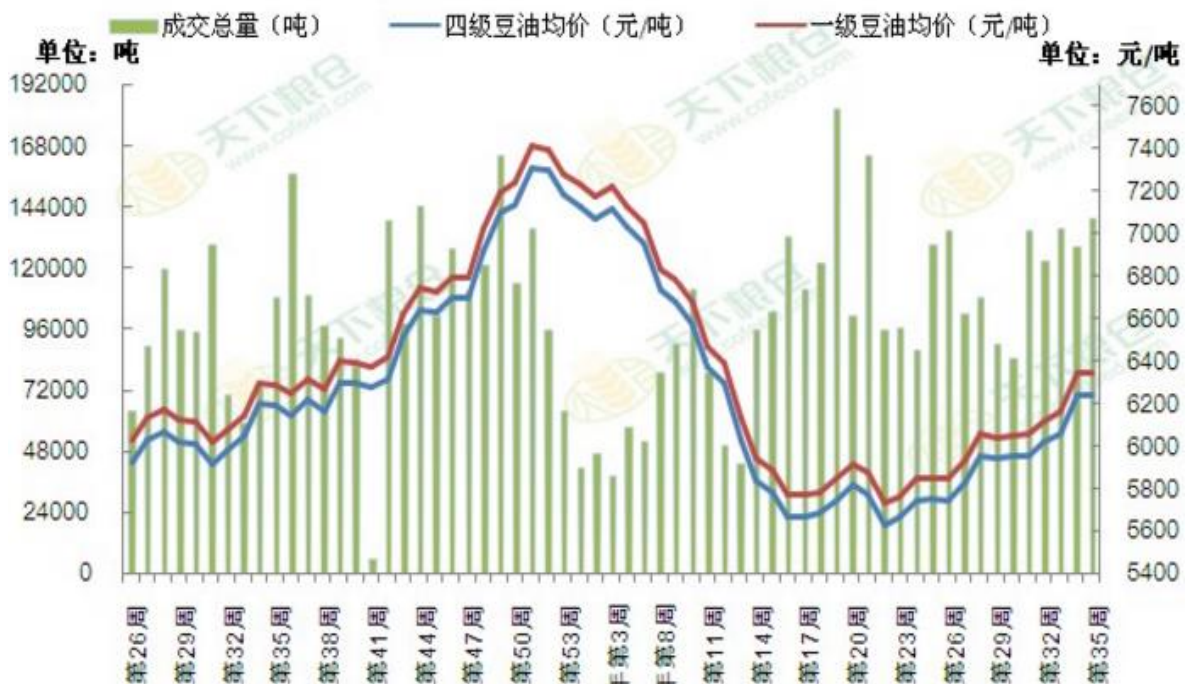
## 1. 油脂基本面

### 1.1 豆油

美国方面，美国大豆种植面积达到 8951 万英亩，远远超出去年的种植面积；美豆的天气炒作成为市场运行的主要模式，由于干旱炎热的气候持续，美豆的优良率大幅下降，使得市场预期美豆单产下降的空间较大，这也带动了美豆价格反弹且维持高位震荡的行情。现货方面，美国大豆的库存仍旧维持高位区间，在南美销售竞争的压力下仍将会打压价格。巴西的产量创出历史新高达到 1.14 亿吨，远远超出去年产量 9650 万吨；阿根廷大豆产量为 5780 万吨，较去年的 5680 万吨增加 100 万吨；随着南美大豆的入市，整体大豆供应压力继续增加，可能打压大豆的价格。

国内方面，油厂开工率维持高位，近三个月来进口大豆大量到港，也利于企业加大开工；目前接近 52.3% 的开工率略高于正常水平；但由于需求维持平稳向好，豆油的库存维持高位震荡；后期随着需求的增加，库存可能小幅下降。整体来看，由于全球大豆的供应非常充裕，油脂尤其是豆油的潜在供应量非常大，给价格上涨带来很大压力。

图 1：豆油价格及成交量走势

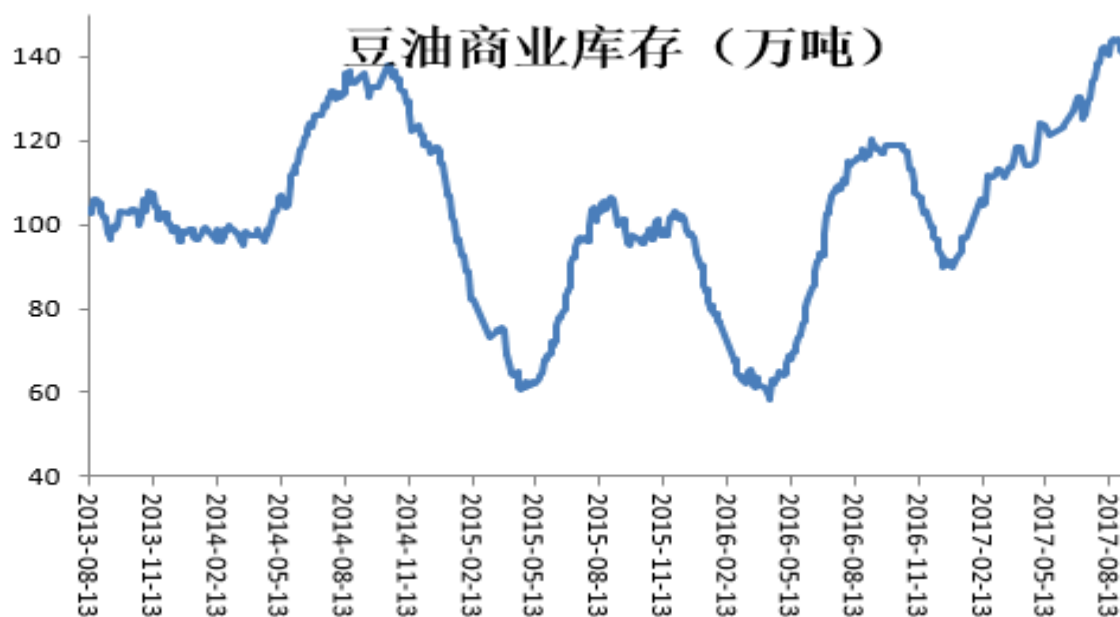


数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

图 1 为国内豆油的成交价格及成交量的走势图。自 2017 年 4 月以来，豆油的现货价格维持低位震荡行情，目前仍旧维持在 5600 到 6260 元/吨的区间震荡反弹；由于供应压力较大，整体的需求量并没有大幅增加，预期后市豆油的价格可能仍将维持低位震荡反弹。

从库存来看，豆油的库存由维持震荡走高，随着近期大豆到港量增加及开工率的维持高位，豆油的供应量将逐步放大，但需求同样出现了好转，库存维持高位震荡；如图 2 所示，国内豆油的商业库存为 140 万吨，较 8 月初的库存出现小幅增加，库存压力有所缓解。

图 2：豆油商业库存



数据来源：wind、兴证期货研发部

从进出口情况看，每吨豆油的进口亏损接近 300 元；近期国内和外盘豆油的价差大幅收敛，但仍旧维持在亏损区间。短期来看，外盘豆油价格仍旧偏强而国内豆油价格则相对较弱，导致进口维持亏损状态。

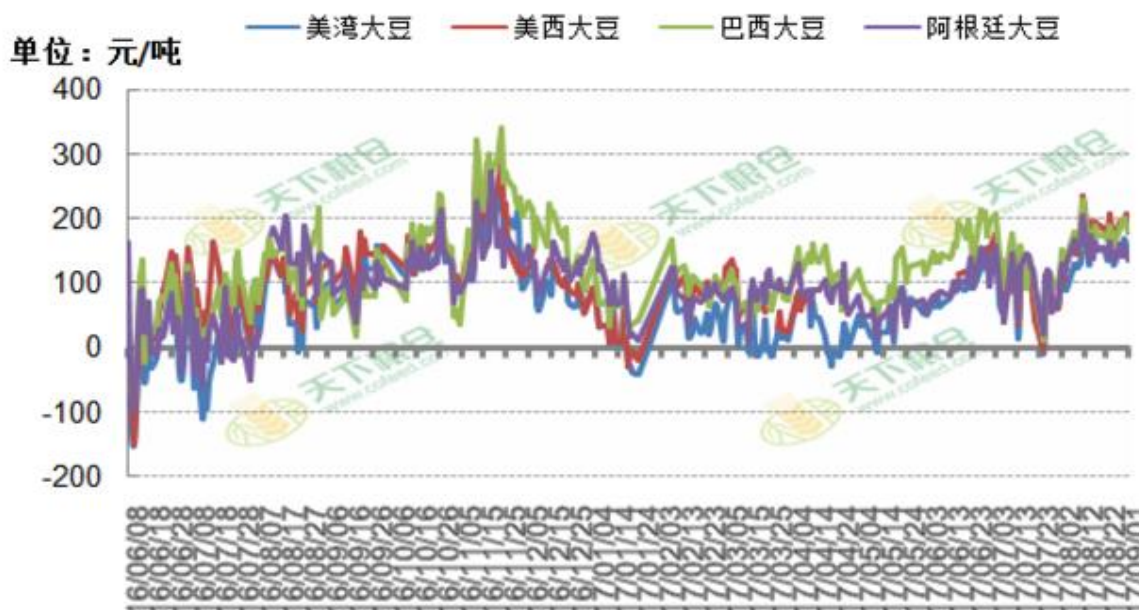
图 3：豆油进口利润



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

从整个进口大豆的压榨产业链来看，进口大豆成本维持低位震荡，豆油、豆粕反弹力度不大，压榨企业大豆进口压榨利润维持反弹，若后期压榨企业降低开工率将会对国内豆油和豆粕的价格形成一定的支撑。

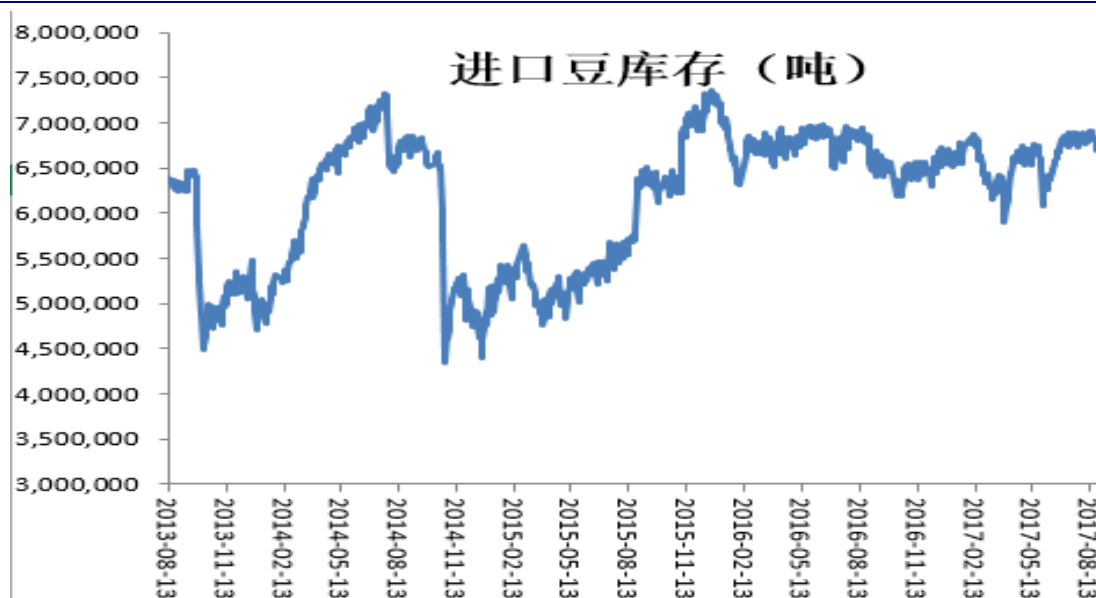
图 4：进口大豆压榨利润



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

下游消费情况看，目前豆粕需求仍旧偏弱，养殖企业的行业恢复不及预期，对豆粕价格有压力。从大豆供给的角度来看，8月进口大豆量维持高位，进口大豆的库存量维持高位。目前，进口大豆库存存为 666 万吨，维持在近年中值偏高水平，对价格有一定的压力。

图 5：大豆结转库存



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

综合来看，9月美豆的供求情况将逐步明朗，若产量没有意外大幅调整利空将逐步消化；需求方面，豆粕的需求较差但进入到油脂的消费旺季，油厂的开工率维持高位，但库存出现高位回调的迹象；近期人民币大幅升值，导致商品价格大幅上涨，可能会影响到农产品，我们预期9月油脂在需求利好的情况下震荡走高的概率更大，建议投资者少量参与多单。

## 1.2 棕榈油基本面

每年的3月到次年10月棕榈油进入到增产周期，这决定了棕榈油的供应将会出现逐步增加的趋势。供应的增加一般会导致供求关系转向宽松的局面，但由于需求也同样恢复，棕榈油的成交将增加，价格可能维持相对的坚挺。从马来西亚公布的产量数据来看，2017年6月马来西亚棕榈油产量同比出现减少，低于市场预期，主要因为斋月节日工人放假所致；从7月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量可能会继续增加，市场对供应压力仍有所担忧。

需求方面，随着印度对棕榈油进口关税的提高，市场对棕榈油的需求出现了一定程度的放缓，后期的需求令人担忧；随着产量的逐步增加以及需求的逐步放缓，预期后市棕榈油的库存将逐步震荡走高；出口数据方面，7月棕榈油出口量出现小幅增加；综合马来西亚和印度尼西亚供求，8月棕榈油供应同比增加，对价格有一定的压力；需求端目前处于棕榈油的消费旺季，后期可能给棕榈油价格带来一定支撑。

表 1: 马来西亚棕榈油数据

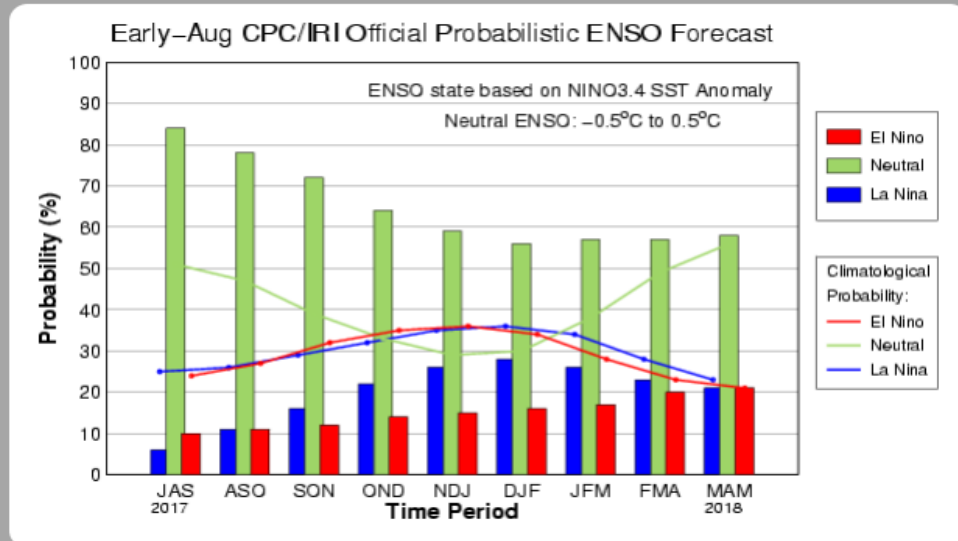
	马来西亚棕榈油数据				
	产量	期末库存	出口	产量同比	库存同比
2016/07	1,585,882	1,770,650	1,384,220	-12.7%	-21.8%
2016/08	1,701,905	1,464,491	1,812,394	-17.0%	-41.3%
2016/09	1,715,125	1,547,173	1,451,144	-12.5%	-41.1%
2016/10	1,677,873	1,574,114	1,430,946	-17.6%	-44.5%
2016/11	1,574,935	1,655,884	1,370,385	-4.7%	-43.1%
2016/12	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

从马来西亚的数据来看，7月马来西亚棕榈油的产量为182.7万吨，同比增加15.2%。预期马来和印尼的棕榈油8月产量将恢复同比增加趋势，供应的恢复对棕榈油的价格有压力。出口方面，马来西亚7月棕榈油出口量为139.8万吨，较6月出现了小幅增加；目前情况看，8月以来棕榈油的出口需求可能会出现一定幅度的反弹但产量的反弹幅度可能会更大，会对棕榈油的价格有压力。

图 6：天气预测模型

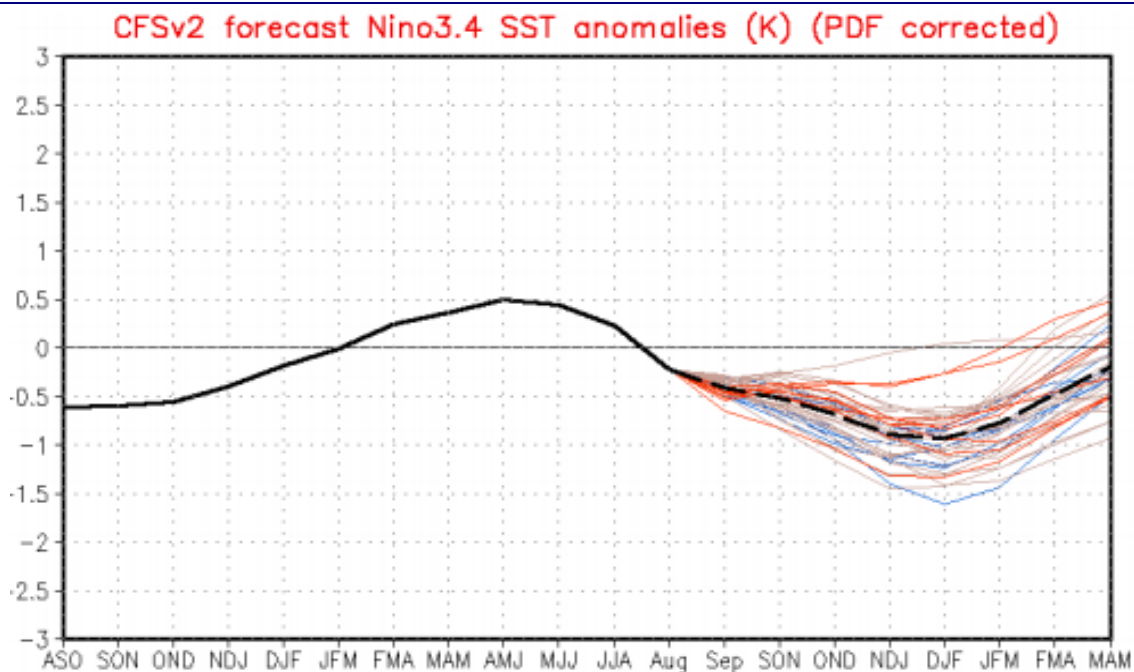
ENSO-Neutral is favored (~85% chance during Jul-Sep, decreasing to ~55% during Dec-Feb) through the Northern Hemisphere winter 2017-18.



数据来源：兴证期货研发部、NOAA

棕榈油常年连续生产，受天气的影响也很直接。从目前的情况看，厄尔尼诺现象已经结束，目前全球气候呈厄尔尼诺中性，有利于棕榈油的产量。

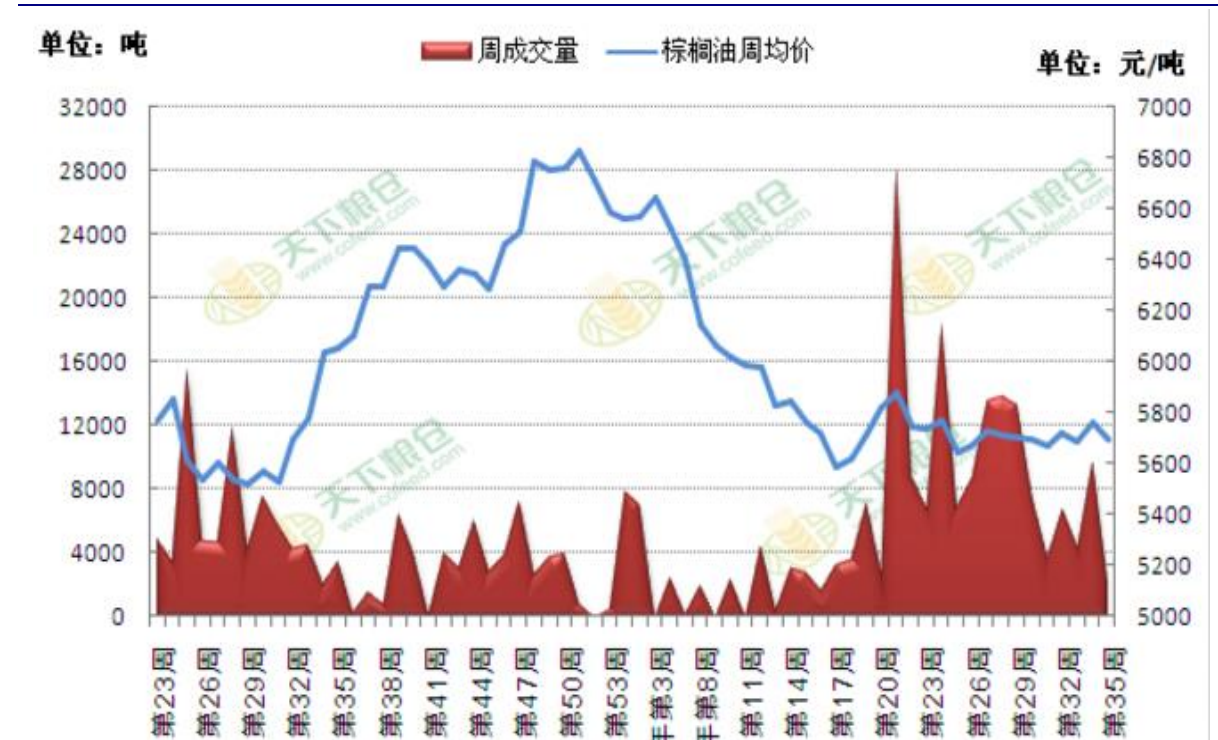
图 7：厄尔尼诺温差指数（温差越大越严重）



数据来源：兴证期货研发部、NOAA

目前，马来西亚和印度尼西亚降雨充沛，使得棕榈油的产量出现增加。目前，整个东南亚棕榈油的产量已经摆脱了之前厄尔尼诺天气的影响，我们预期棕榈油的产量将逐步增加，尤其是远期增产的幅度预期较大，导致整个棕榈油远期的价格不容乐观。

图 8：棕榈油成交量及价格走势



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

从现货的角度来看，目前国内棕榈油的成交量维持低位，周度的成交量低于往年的正常水平，豆油和菜籽油价格偏低，需求较棕榈油好导致国内棕榈油的需求走弱；目前国内棕榈油库存维持低位震荡，消费的低迷对价格有压力。

目前，国内棕榈油的商业库存达到 33 万吨的水平，近期出现低位震荡反弹的情况；主要是因为棕榈油进口量开始增加；国内棕榈油的价格水平相对较高，消费被豆油和菜籽油取代的情况还将持续，棕榈油的成交和库存仍将维持偏弱状态。

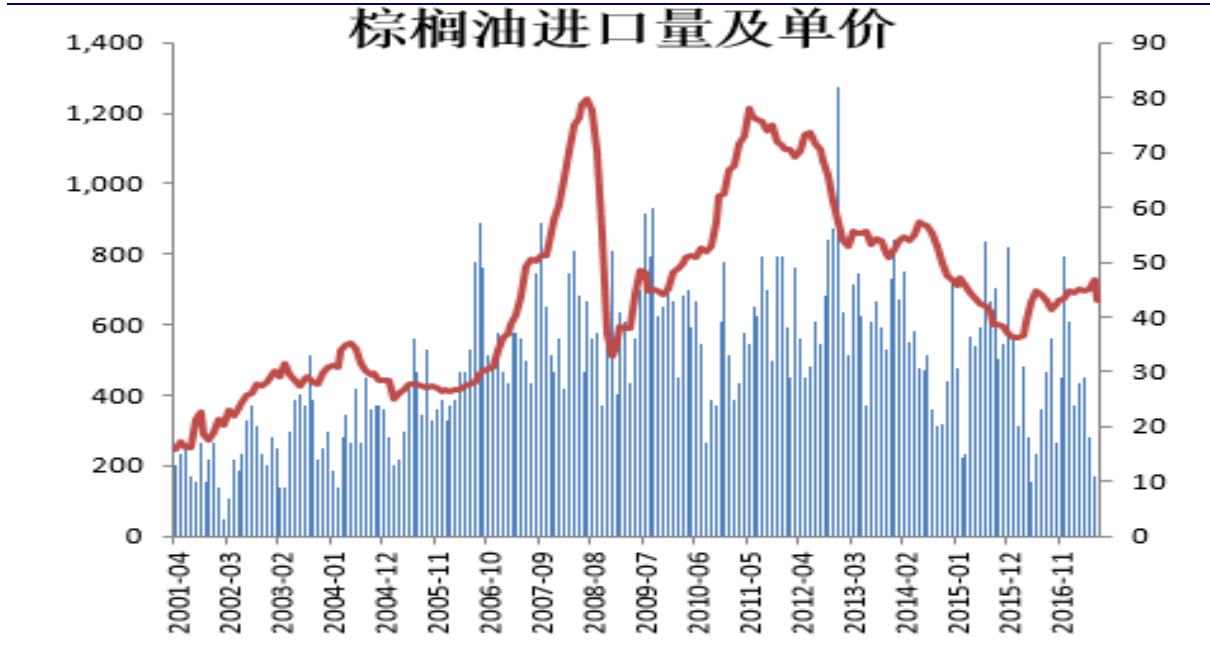
图 9：棕榈油库存走势



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

如下图为我国棕榈油进口月度数据，我国棕榈油进口量从去年12月开始大幅反弹，4月份棕榈油的进口数量达到42万吨，较去年同期大幅增加。但5月进口量为18万吨，6月进口量为21万吨，7月进口量为8万吨，远远小正常的进口水平。

图 10：棕榈油进口数据



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

从价差的角度来看，目前国内棕榈油的进口价差已经由前期的大幅亏损到目前的小幅盈利状态，主要是因为进口价格大幅走低所致。

图 11：棕榈油进口成本

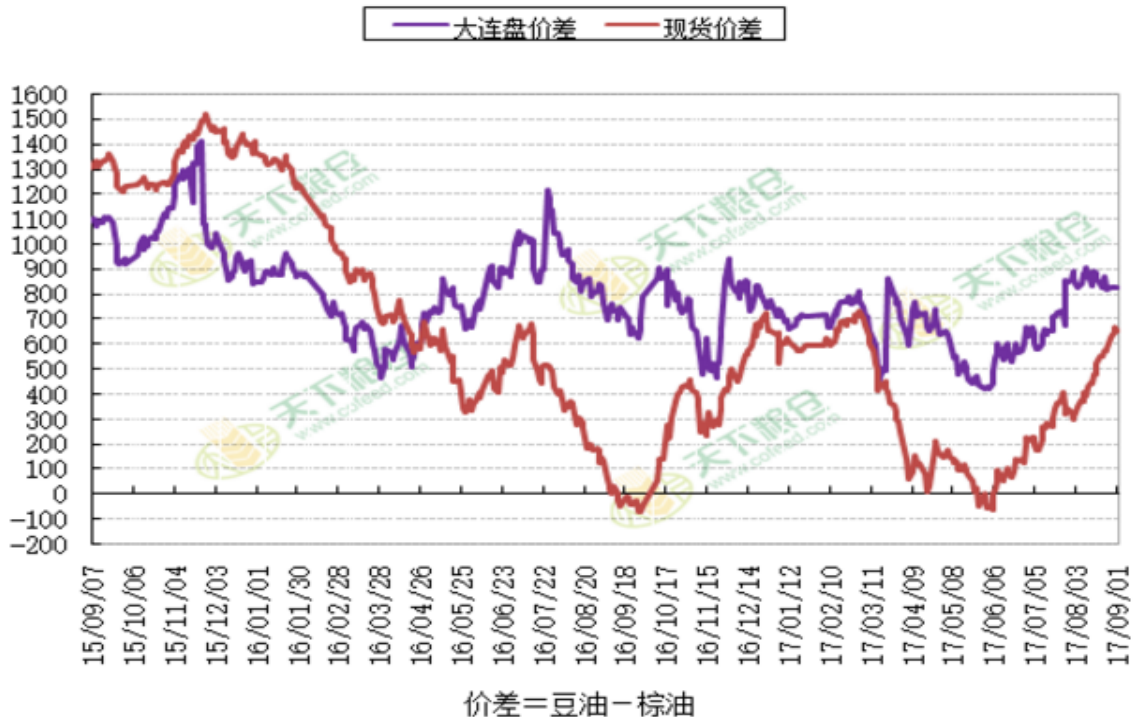
品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CFR (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	9月	672.5	00.00	20	692.5	5610	(华南)
		672.5	00.00	25	697.5	5650	(华东)
		672.5	00.00	28	700.5	5670	(华北)
	10月	670	00.00	20	690	5590	(华南)
		670	00.00	25	695	5630	(华东)
		670	00.00	28	698	5650	(华北)
	11/12月	670	00.00	20	690	5590	(华南)
		670	00.00	25	695	5630	(华东)
		670	00.00	28	698	5650	(华北)
1/2/3月	672.5	00.00	20	692.5	5610	(华南)	
	672.5	00.00	25	697.5	5650	(华东)	
	672.5	00.00	28	700.5	5670	(华北)	
33度棕榈油	9月	667.5	00.00	25	692.5	5610	(华东)
	10月	665	00.00	25	690	5590	(华东)
	11/12月	665	00.00	25	690	5590	(华东)
	1/2/3月	667.5	00.00	25	692.5	5610	(华东)
44度棕榈油	9月	662.5	00.00	25	687.5	5210	(华东)

数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部



豆油和棕榈油的期货价差震荡走高，二者现货价差同样出现了一定的走高；主要因为进口棕榈油价格大幅下跌所致，后期还需要关注外盘棕榈油的价格走势情况。

图 12：豆油棕榈油价差



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

综合来看，东南亚地区棕榈油产量同比将出现增加，将对价格有一定压力；8 月以后需求将小幅反弹，可能对价格有一定支撑；目前国际方面棕榈油的库存尚维持低位对价格有一定的支撑，且近期人民币升值对商品价格有支撑，建议投资者以震荡偏强对待。

## 2.技术分析及操作策略

### 2.1 豆油

由日线图看，8月豆油价格维持区间窄幅震荡，目前供求宽松，但受人民币升值影响可能震荡走高。

图 13: 豆油技术分析 (日 K 线)



数据来源：兴证期货研发部、文华财经

## 2.2 棕榈油

由棕榈油的技术图形看，棕榈油震荡反弹，后期可能偏强，建议投资者少量试多或观望。

图 14：棕榈油技术分析（日 K 线）



数据来源：兴证期货研发部、文华财经

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。