

库存持续走高，油脂震荡偏弱

兴证期货·研发中心

农产品研究团队

李国强

从业资格编号：F0292230

投资咨询编号：Z0012887

程然

从业资格编号：F3034063

联系人

李国强

电话：021-20370971

邮箱：ligq@xzfutures.com

2017年11月19日星期日

内容提要

● 行情回顾

豆油本周维持震荡走低行情，美豆收割基本结束，美豆丰产基本确定，市场关注点已经转移到南美；目前全球大豆供给宽松局面维持；南美大豆库存仍旧宽裕，但天气情况成为市场关注的焦点，对价格有一定利多影响；国内豆油的库存持续创出历史新高，年末消费需求尚未启动兑现；目前油厂大豆压榨利润较好，开工率持续维持高位，对油脂有一定压力；马来西亚棕榈油10月产量大幅增加，但出口增幅较弱，库存同比大增，对棕榈油价格有一定压力，后期逐步进入减产周期，很难出现大幅下跌。综合目前来看，油脂库存持续创出新高，消费旺季仍迟迟未来，给油脂价格带来很大压力，因此油脂维持震荡偏弱的概率较大。

● 后市展望及策略建议

美国农业部公布11月月度报告，维持美豆单产宽松局面维持，报告对大豆影响中性偏空。近期美豆出口受南美大豆出口竞争压力明显，压制豆价；11月国内进口大豆数量较多，有10月船期延期卸港的影响；棕榈油方面，马来10月的产量大幅增加、出口走弱，给市场带来压力，国外棕榈油库存累积较快，中长期不利于价格走高，油脂可能维持震荡走弱行情。

1. 油脂基本面

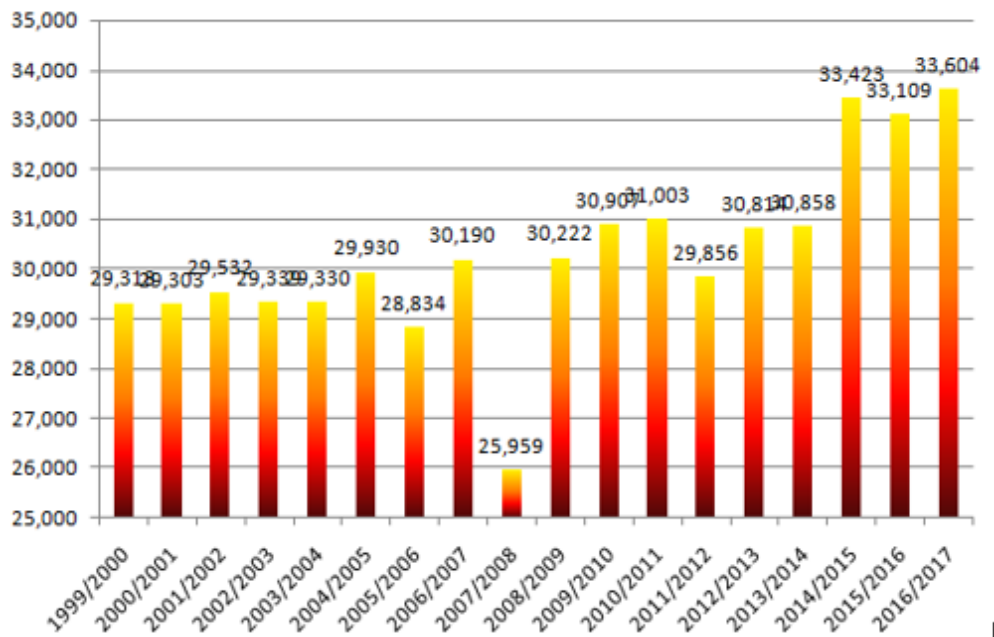
1.1 豆油基本面

1.1.1 美农业部 11 月报告中性偏空

美国农业部发布的季度库存报告显示 9 月 1 日的美国大豆库存为 3.013 亿蒲式耳,比上年同期高出 53%。但由于低于市场预期,因此季末库存数据利多。

美国农业部 11 月月报显示,美新豆单产 49.5 蒲(预期 49.3、上月 49.5、上年 52.0),收割面积 8950 万英亩(上月 8950、去年 8270),产量 44.25 亿蒲(预期 44.08、上月 44.31、上年 42.96),期末 4.25 亿蒲(预期 4.20、上月 4.30、上年 3.01)。美新豆单产未动而产量略有调低,导致结转库存因此略有调低,但略高于此前市场预期。总体来看,本次报告并无超出预期,整体豆类油脂宽松局面维持。

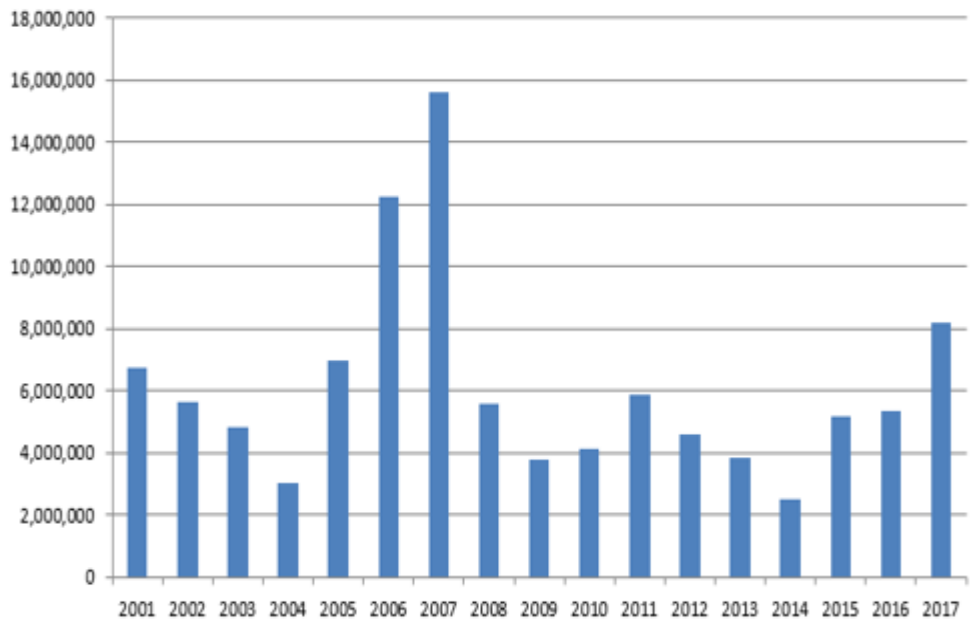
图 1: 美豆收割面积



数据来源: 兴证期货研发部、USDA

季度库存报告显示,2017 年 9 月 1 日美国所有部位的大豆库存为 820 万吨,比 2016 年 9 月 1 日高出 284 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。

图 2：美豆季度库存

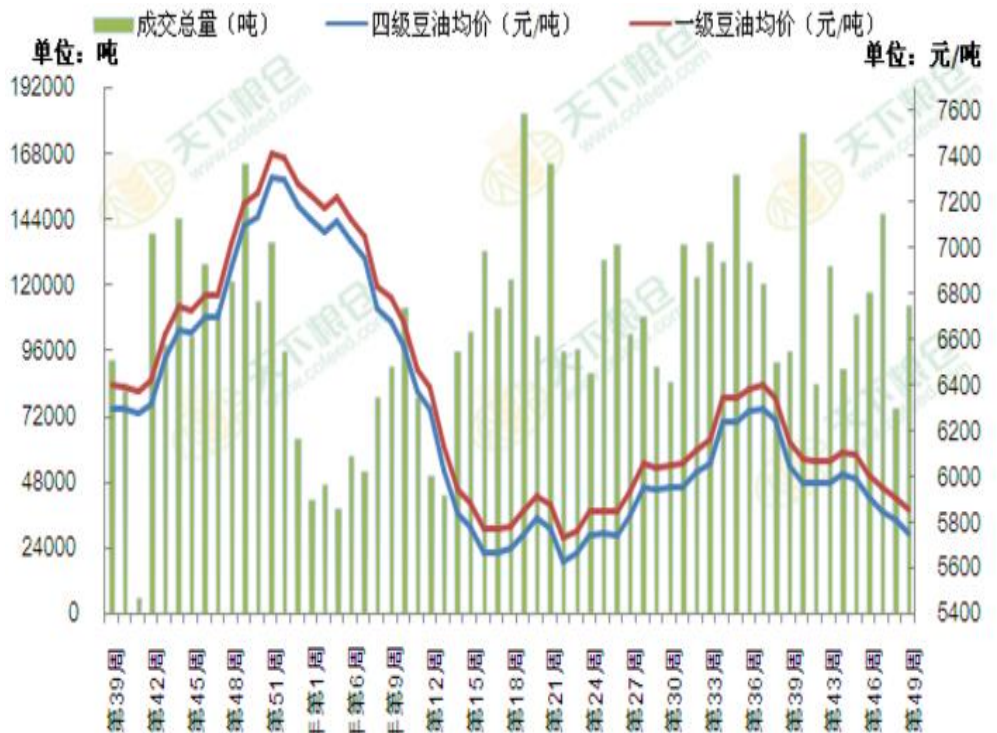


数据来源：兴证期货研发部、USDA

1.1.2 成交有所反弹，库存高位震荡

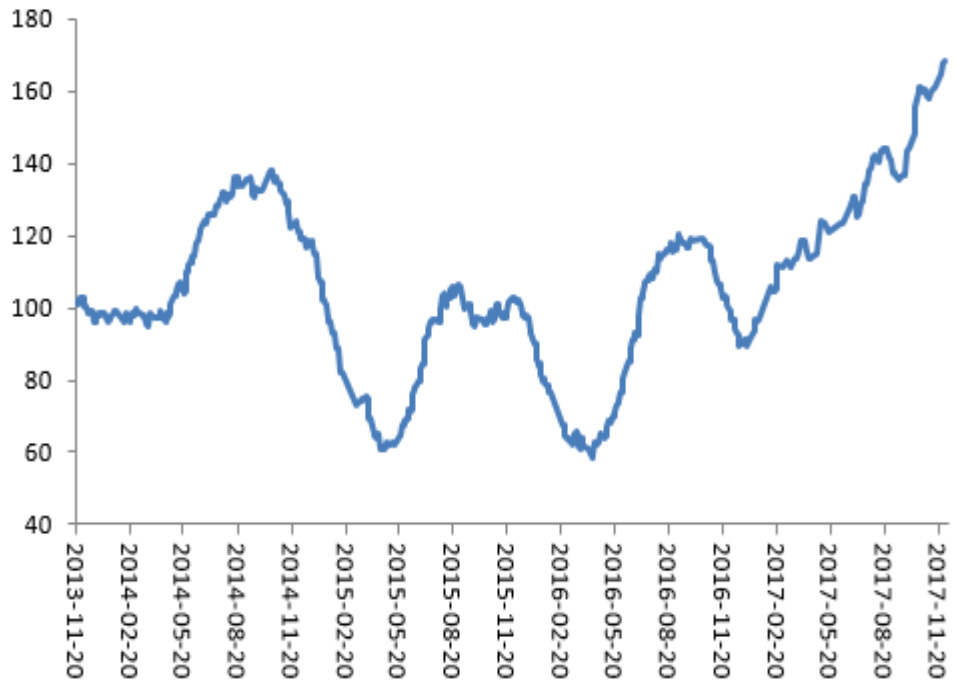
从豆油的成交来看，我国豆油的成交价格维持走低趋势，成交量本期出现小幅反弹。目前，广州地区一级豆油的成交价格到 5820 元/吨，四级豆油的价格为 5700 元/吨，维持小幅走弱。

图 3：国内豆油成交情况



数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

图 4：全国豆油库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

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走高；消费旺季的逐步到来，但需求似乎仍未见起色，短期将维持供求宽裕的格局；豆油的期末库存 168 万吨。

1.1.3 11、12 月进口量及大豆库存维持高位

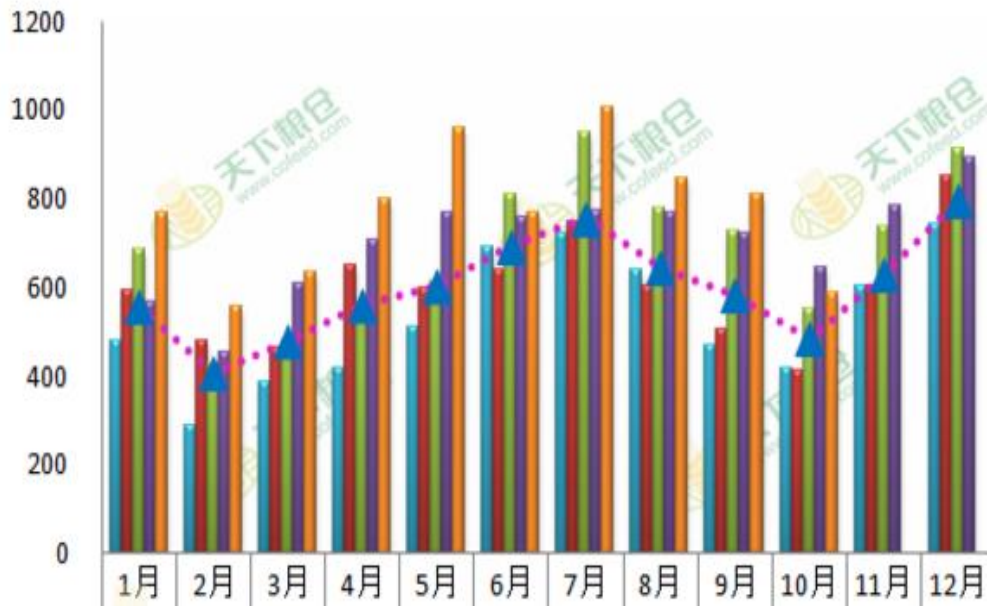
据全面调查显示，2017 年 12 月份国内各港口进口大豆预报到港 141 船 907.75 万吨，高于 2017 年 11 月份的进口量。由于 10 月进口船期出现推迟，进口量只有 586 万吨，导致 11 月大豆进口大幅增加至 868。

图 5：2017 年 11 月大豆进口量

2017年12月	进口量	船数
东北地区	72.9	11
华北地区	125	19.5
山东地区	205.4	32.5
华东地区	270	41.5
福建地区	45.5	7
广东地区	100.4	15.5
广西地区	88.5	13.5
全国总计	907.75	141

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

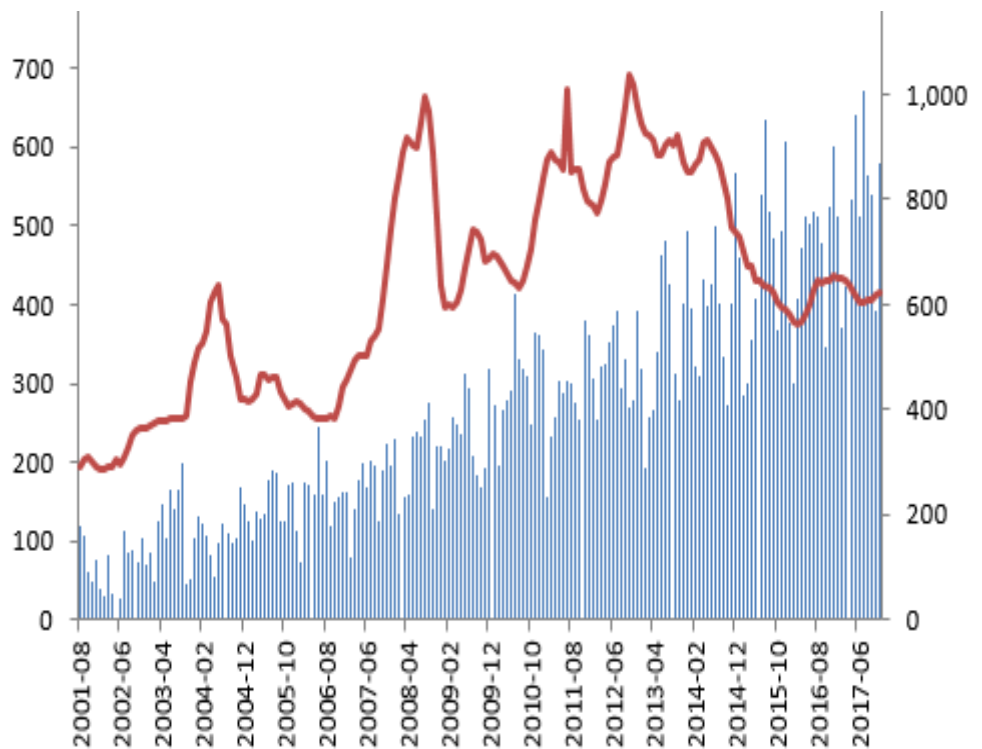
图 6：大豆进口量



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 416 美元，目前维持在低位震荡。11 月大豆的进口成本出现了小幅反弹，目前维持在 416 美元/吨左右。

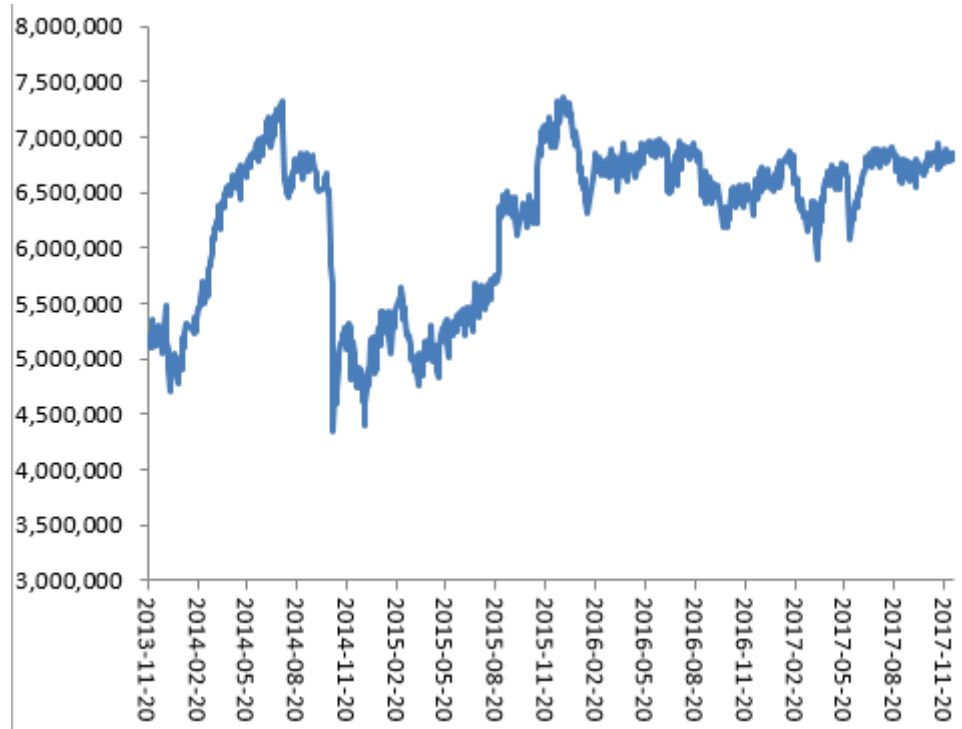
图 7：大豆进口量及 CNF 均价



数据来源：Wind，兴证期货研发部

目前国内大豆库存为 686 万吨,高于上一周的水平,维持在历史的高位区间。近期油厂开机率维持高位，但对大豆的消耗仍旧处于较高位置。

图 8：国内大豆库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

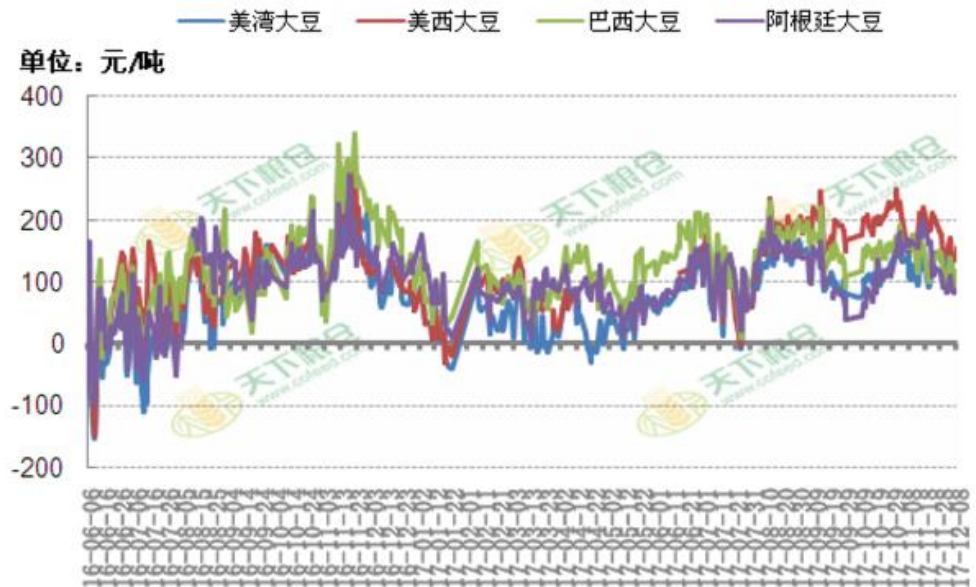
图 9：大豆压榨利润

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	12月	992	420	3250	2925	5708	117	11	3013	5705	197
	1月	992	419	3240	2864	5890	112	23	3013	5705	207
	2月	1004.25	422	3280	2864	5890	72	23	3013	5705	167
美西大豆	12月	992	415	3210	2925	5708	157	21	3013	5705	237
	1月	992	414	3200	2864	5890	152	43	3013	5705	247
巴西大豆	12月	992	424	3280	2925	5708	115	20	3013	5705	196
	2018年1月	992	424	3280	2864	5890	102	13	3013	5705	196
	2018年2月	1004.25	422	3270	2864	5890	112	13	3013	5705	206
	2018年3月	1004.25	419	3250	2864	5890	132	13	3013	5705	226
	2018年4月	1014.75	420	3260	2864	5890	122	23	3013	5705	216
	2018年5月	1014.75	422	3270	2842	6036	122	24	3013	5705	206
	2018年6月	1023.25	426	3300	2842	6036	92	-6	3013	5705	176
阿根廷大豆	2018年5月	1023.25	419	3250	2842	6036	82	-5	3013	5705	168

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 10：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 消费预期迟迟未兑现，价格震荡偏弱

从食用需求的角度看，目前逐步进入到油脂消费旺季，但目前油厂开工率维持偏高位置，豆油的供应仍旧充裕，市场交投清淡，下游企业并无积极采购备货的现象，制约豆油价格。

综合来看，美国农业部的报告整体中性偏空；南美大豆库存较多，供应压力将持续，后期销售对大豆价格有利空，但南美天气炒作对豆价有支撑；国内油厂压榨利润较好，开工率维持高位，导致豆油库存持续增加，对价格有压力；需求方面，年末消费旺季到来，但油脂下游备货并不积极，也制约价格上涨，整体来看，豆油价格震荡走低概率较大，建议投资者空单持有或暂时观望。

1.2 棕榈油基本面

1.2.1 马来棕榈油库存继续走高

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
2016/10	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%
2017/08	1,810,594	1,942,001	1,487,820	6.4%	32.6%
2017/09	1,779,924	2,019,018	1,515,304	3.8%	30.5%
2017/10	2,008,841	2,190,106	1,548,724	19.7%	39.1%

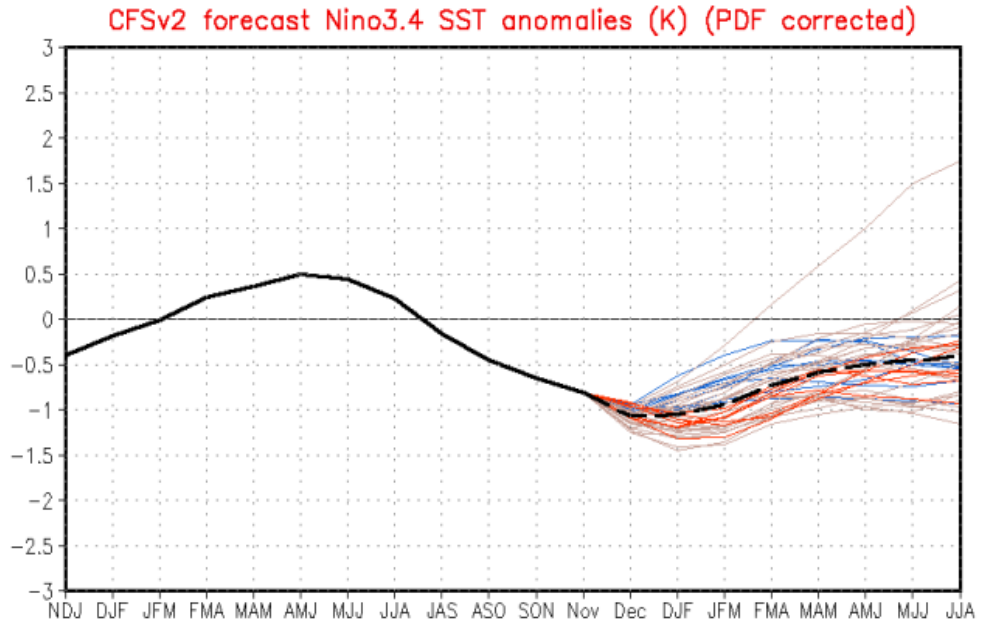
数据来源：兴证期货研发部

11月10日，马来西亚棕榈油局公布10月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚10月棕榈油的产量为200.8万吨，远远低于9月的177.9万吨，同比增加19.7%；11月开始，马来西亚棕榈油进入到减产周期，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154.8万吨，环比出现增加，较9月的151.5万吨增加3.3万吨。马来西亚棕榈油的期末库存为219万吨，较9月的库存大幅增加，同比增加39.1%。本次报告的产量同比增加，但出口同比增幅较小，库存增加较快，后期产量的恢复将给价格带来压力。

1.2.2 2017年末，拉尼娜概率接近70%

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年末全球气候出现拉尼娜现象的概率接近70%。根据NOAA的最新预测，本年度出现拉尼娜的概率较大，意味着棕榈油的产量将逐步恢复。

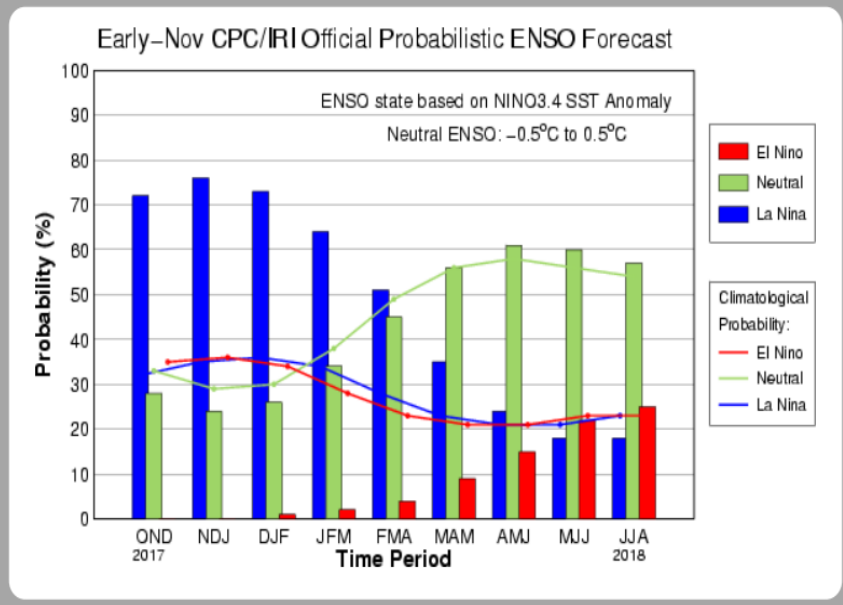
图 1: 天气预测模型



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 2: 天气预测模型

La Niña conditions are predicted to continue (~65%-75% chance) at least through the Northern Hemisphere winter 2017-18, with a 51% chance of continuation through February-April 2018.

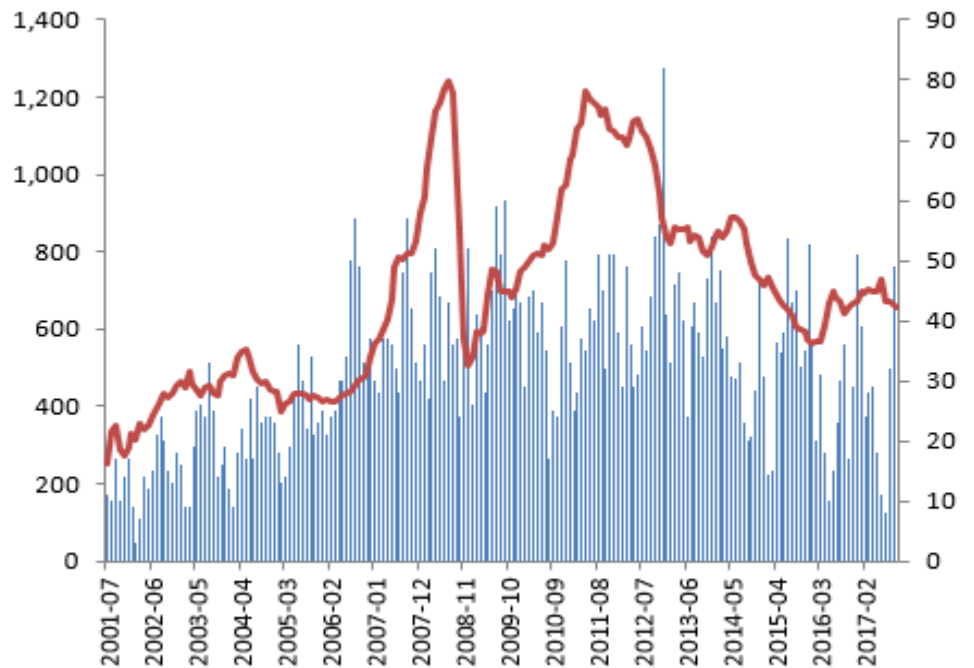


数据来源: 兴证期货研发部

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结束; 拉尼娜现象将有助于东南亚降雨; 但短期东南亚地区棕榈油的产量进入到季节性减产周期, 产量的可能逐步减少, 给价格带来季节性支撑。

1.2.3 棕榈油库存维持反弹

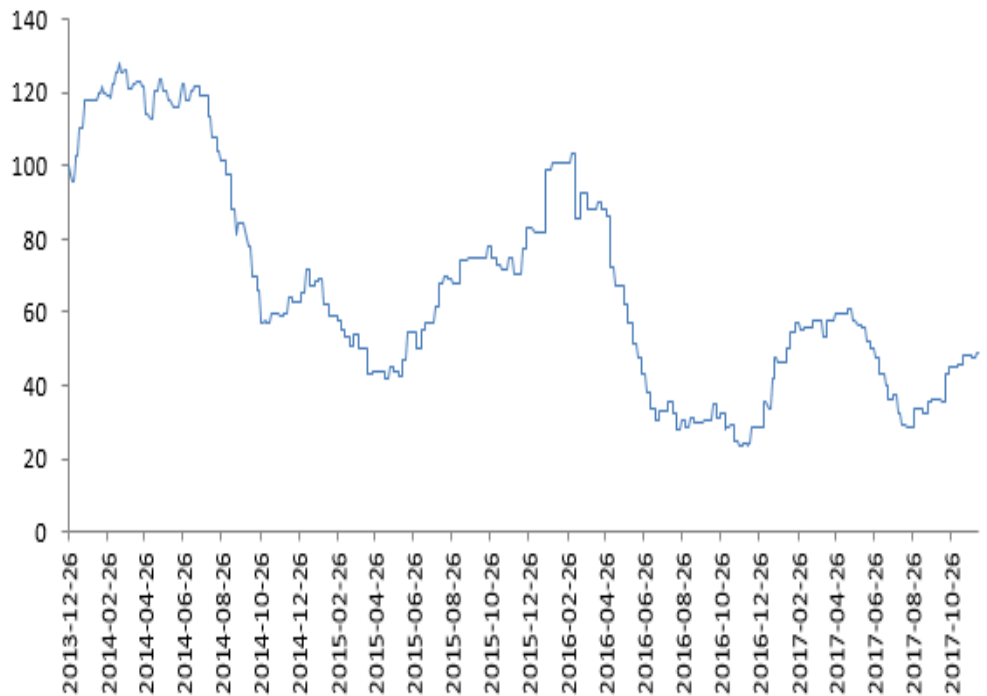
图 3：棕榈油进口及价格



数据来源：Wind，兴证期货研发部

如图所示，10 月我国棕榈油的进口大幅增加，为 32 万吨，高于去年同期的 17 万吨的进口量。这主要因为棕榈油的进口利润增加，进口大增；目前棕榈油需求偏弱，国内棕榈油的库存近期维持震荡反弹。

图 4：国内棕榈油港口库存

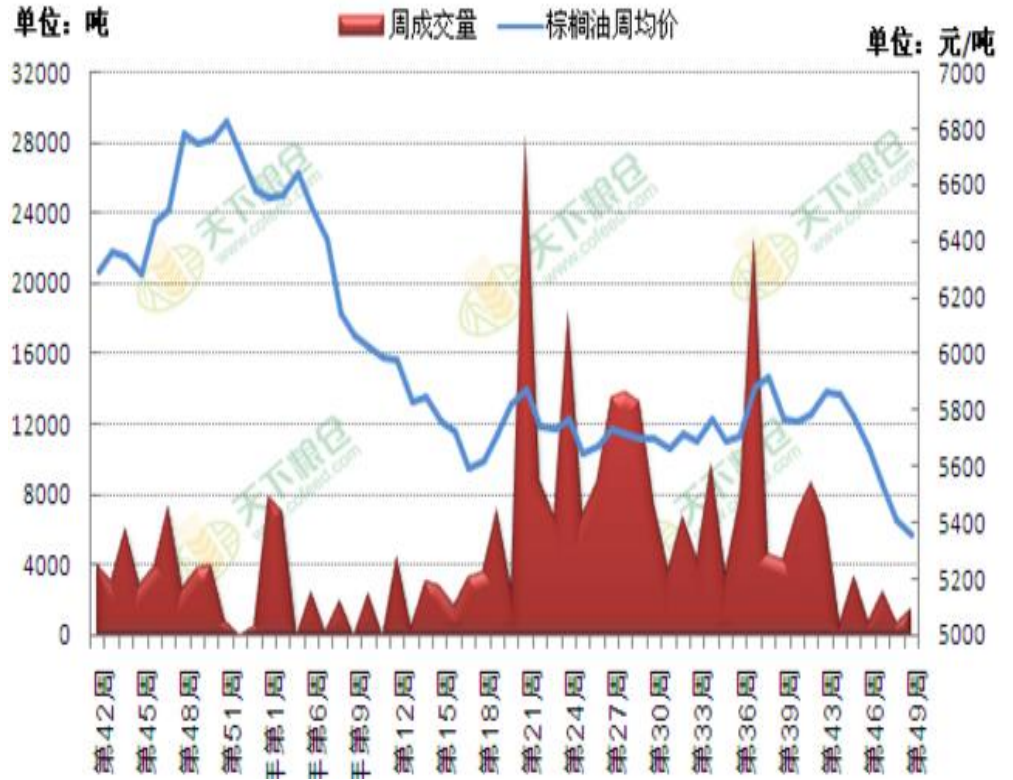


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

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 48.5 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 657 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：天下粮仓，兴证期货研发部

短期，国内棕榈油价格维持震荡走低。如图 5 所示，本周棕榈油的现货成交价格震荡走低，成交量维持低位。从棕榈油的成交情况来看，广州棕榈油的价格 5400 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 5310 元/吨，5 月进口成本 5450 元，现货消费在 5400 元，每吨盈利 90 元。远月印尼的棕榈油进口完税成本为 5450 元，较期货每吨升水 130 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 6：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)	CIF (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	12月	635	-02.50	20	655	5310	(华南)
		635	-02.50	25	660	5350	(华东)
		635	-02.50	28	663	5370	(华北)
	1月	637.5	-02.50	20	657.5	5330	(华南)
		637.5	-02.50	25	662.5	5370	(华东)
		637.5	-02.50	28	665.5	5390	(华北)
	2/3月	645	-05.00	20	665	5390	(华南)
		645	-05.00	25	670	5430	(华东)
		645	-05.00	28	673	5450	(华北)
	4/5/6月	652.5	-05.00	20	672.5	5450	(华南)
		652.5	-05.00	25	677.5	5490	(华东)
		652.5	-05.00	28	680.5	5510	(华北)
33度棕榈油	12月	632.5	-02.50	25	657.5	5330	(华东)
	1月	635	-02.50	25	660	5350	(华东)
	2/3月	642.5	-05.00	25	667.5	5410	(华东)
	4/5/6月	650	-05.00	25	675	5470	(华东)
44度棕榈油	12月	642.5	-07.50	25	667.5	5070	(华东)

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

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将逐步进入到减产周期，厄尔尼诺的影响消失，后期的产量将逐步恢复正常；11月数据情况看，马来产量维持同比大幅增加但需求较弱，期末库存将创出新高，对价格利空；年末消费需求并未如期而至，市场成交清淡也对价格利空，建议投资者震荡偏弱对待。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

日线图看，豆油主力合约维持震荡走低，建议投资者震荡偏空对待或暂时观望。

图 1: 豆油 1805 日线



数据来源：兴证期货研发部

2.2 棕榈油

由技术看，棕榈油低位区间震荡走低，建议投资者偏空对待或暂时观望。

图 2：棕榈油 1805 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。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。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

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

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。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。