

春节到来，油脂交投清淡

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

2018年2月4日星期日

内容提要

● 行情回顾

1月，豆油维持区间震荡走低的行情；供给方面，美国国内大豆压榨数据较好单出口销售持续萎靡，对市场价格有利空影响；南美大豆出口量创出历史新高且价格偏低，对价格利空；目前全球大豆库存充裕，供给维持宽松状态；巴西已经开始收割，虽然有降雨对收割造成一定影响，但整体单产可能高于预期，丰产可能性较高；阿根廷主产区干旱可能对单产造成较大影响，部分机构可能要大幅下调阿根廷大豆产量，对豆价存在利多炒作；需求方面，春节备货即将结束，需求旺季将逐步结束，国内豆油库存由最高的168万吨大幅下降至149.9万吨。棕榈油库存维持震荡反弹，目前接近65万吨；12月马来棕榈油的产量同比大幅增加，出口恢复缓慢，库存出现了大幅增加，对价格有一定的利空；市场预期1月马来西亚棕榈油产量将出现减少，期末库存可能会小幅下降。

● 后市展望及策略建议

进入2月以后，美豆的出口销售将继续影响市场价格；巴西大豆的收割情况和后期的阿根廷天气情况将影响市场行情；需求方面，由于春节的消费旺季即将结束，后期油脂的交投将逐步清淡，可能维持弱势震荡行情；东南亚棕榈油进入减产周期，对棕榈油价格产生一定利多，但需求的转弱同样利空价格。综合来看，豆油和棕榈油可能维持震荡偏弱的行情。

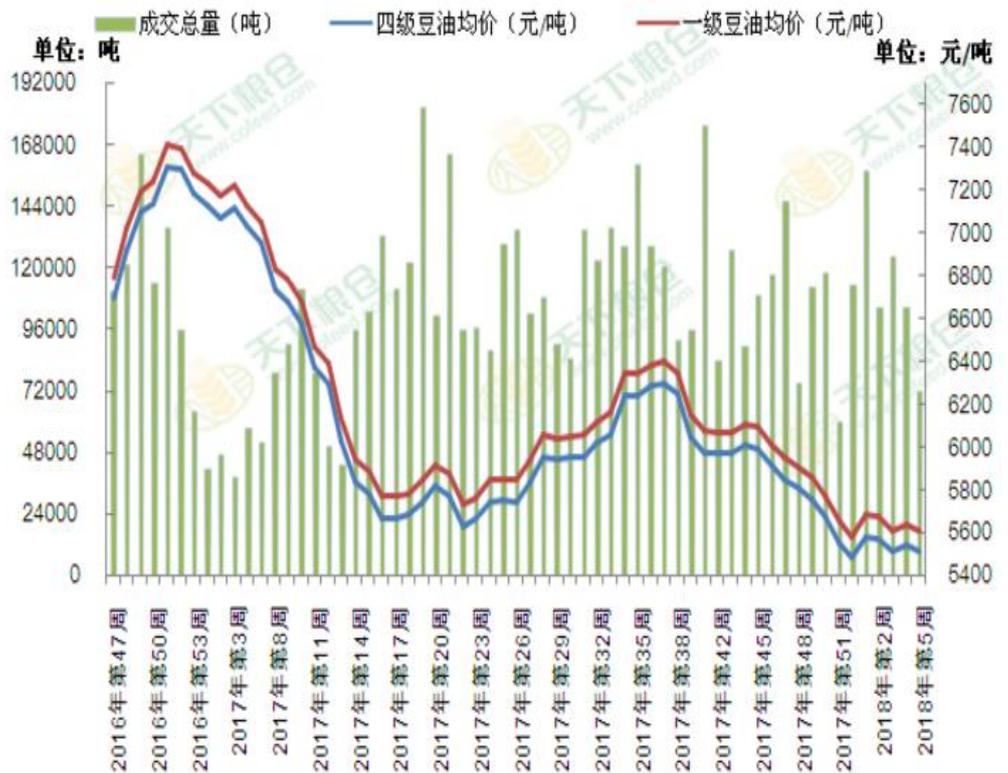
1. 油脂基本面

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；今年美国大豆主产区的天气较差，导致美豆的单产不及去年的水平；但由于种植面积大幅提高，以及种植条件改进，美豆总量继续创出新高。现货方面，美国大豆的库存小幅调高，显示后期供应仍旧宽松；在南美销售竞争的压力下仍将会打压价格。目前巴西的大豆已经陆续收割，尽管部分地区出现降雨对收割造成影响，但整体单产水平要好于预期，巴西大豆存在小幅上调的可能。阿根廷天气偏干旱，可能造成种植面积不及预期，单产的下降同样高于市场预期，目前部分调查机构已经大幅下调近年阿根廷大豆的产量水平至 5000-5100 万吨，远远低于美国农业部 1 月 5600 万吨的水平。后期的拉尼娜天气对阿根廷大豆的影响仍将成为市场关注的焦点。

国内方面，1 月整个国内油厂开工率维持高位，进口大豆大量到港量同样维持较高的水平；但随着 2 月春节的到来，豆油的备货将基本结束，后期豆油的交投将逐步转向清淡。豆油供求宽松的状态很难发生改变；豆油维持区间偏弱震荡的概率较大。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

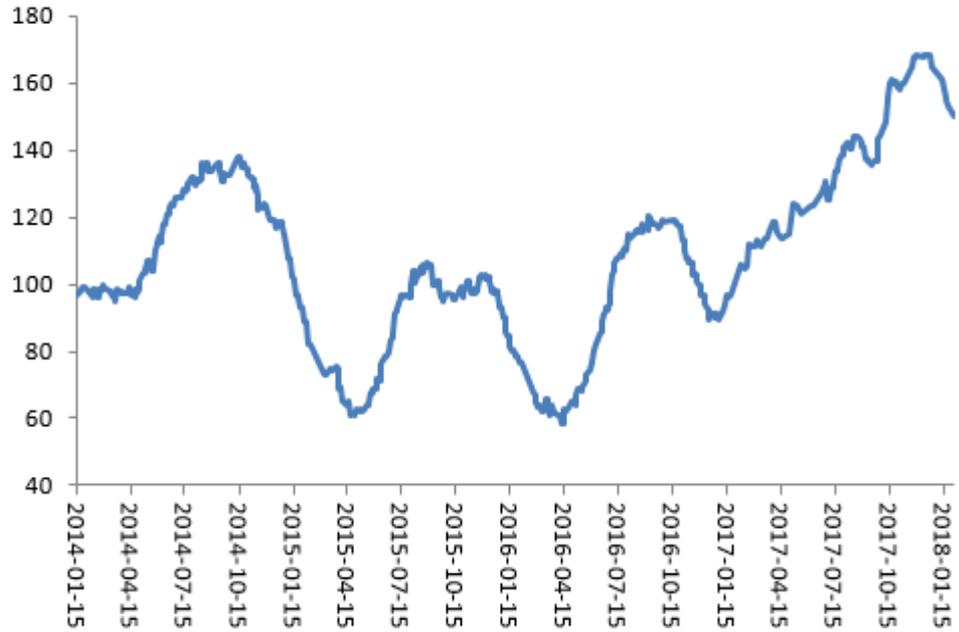


数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

图 1 为国内豆油的成交价格及成交量的走势图。自 2017 年 8 月下旬以来，豆油的现货价格维持震荡走低行情，目前已经跌破前期 5600 到 6260 元/吨的

区间；由于供应压力较大，目前价格已经有最高的 6300 元下滑到 5430 元的水平，豆油的价格可能继续维持区间震荡走低行情。

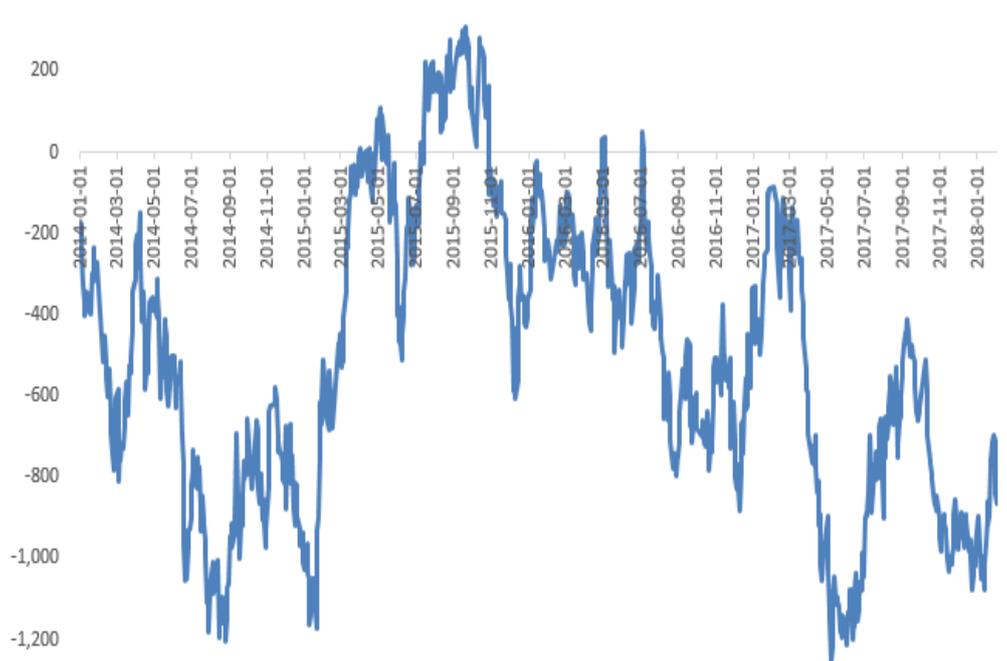
图 2：豆油商业库存



数据来源：兴证期货研发部、wind

从进出口情况看，每吨豆油的进口亏损接近 785 元；近期国内和外盘豆油的价差有所扩大，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。

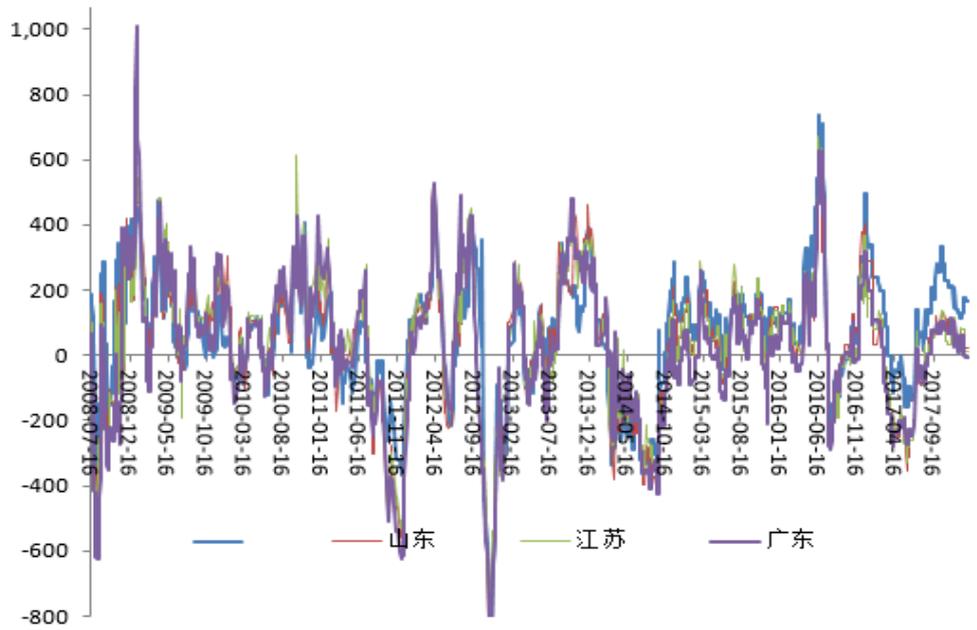
图 3：豆油进口利润



数据来源：兴证期货研发部、WIND

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、豆粕现货价格走弱，压榨企业大豆进口压榨利润不断走低。

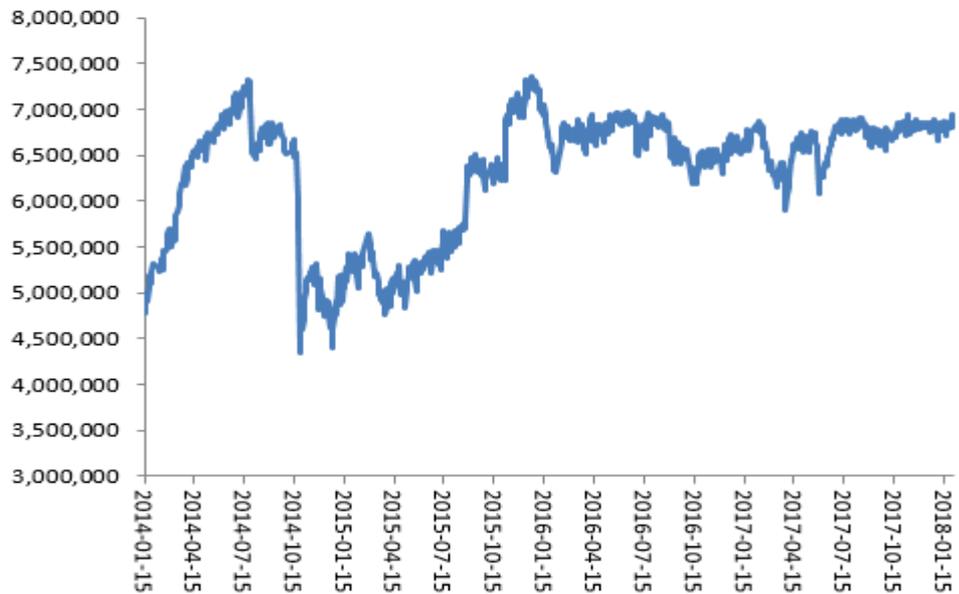
图 4：进口大豆压榨利润



数据来源：Wind，兴证期货研发部

下游消费情况看，目前豆粕需求尚可，但随着节前出来的增加，对豆粕的需求逐步转弱；从大豆供给的角度来看，12月进口大豆量维持高位，进口大豆的库存量维持高位。目前，进口大豆库存为682万吨，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：兴证期货研发部、天下粮仓

综合来看，2月美豆的出口利空数据对市场有压力，巴西丰产但阿根廷减产预期强烈；需求方面，豆粕的需求尚可，后期随着油脂备货的结束，春节前后豆油的交投将逐步清淡；油厂的开工率也将下降，库存可能继续走低；预期2月油脂可能维持弱势震荡的行情，建议投资者区间震荡偏弱对待。

1.2 棕榈油基本面

每年的 10 月到次年 3 月棕榈油进入到减产周期，这决定了棕榈油的供应将会出现逐步减小的趋势。供应的减少一般会导致供求关系转向偏紧的局面，但由于厄尔尼诺现象的影响消失，相信棕榈油的月度产量数据将出现同比增加的趋势，对价格不利；需求方面，随着春节备货的结束，棕榈油的成交将不断减少，价格可能逐步转弱。从马来西亚公布的产量数据来看，2017 年 12 月马来西亚棕榈油产量同比出现大幅增加，导致库存增加较快；从 1 月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量环比大幅减少，但同比可能会继续大幅增加，期末库存可能小幅下降，但仍旧维持季节性高点。

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；但 11 月以后，棕榈油进入到减产周期，继 12 月库存大幅提升后，后期棕榈油的库存可能有所下降；出口数据方面，1 月棕榈油出口量出现小幅减少；综合马来西亚和印度尼西亚供求，1 月棕榈油供应同比增加，对价格有一定的压力；但需求端有所转弱，后期可能给棕榈油价格带来压力。

表 1: 马来西亚棕榈油数据

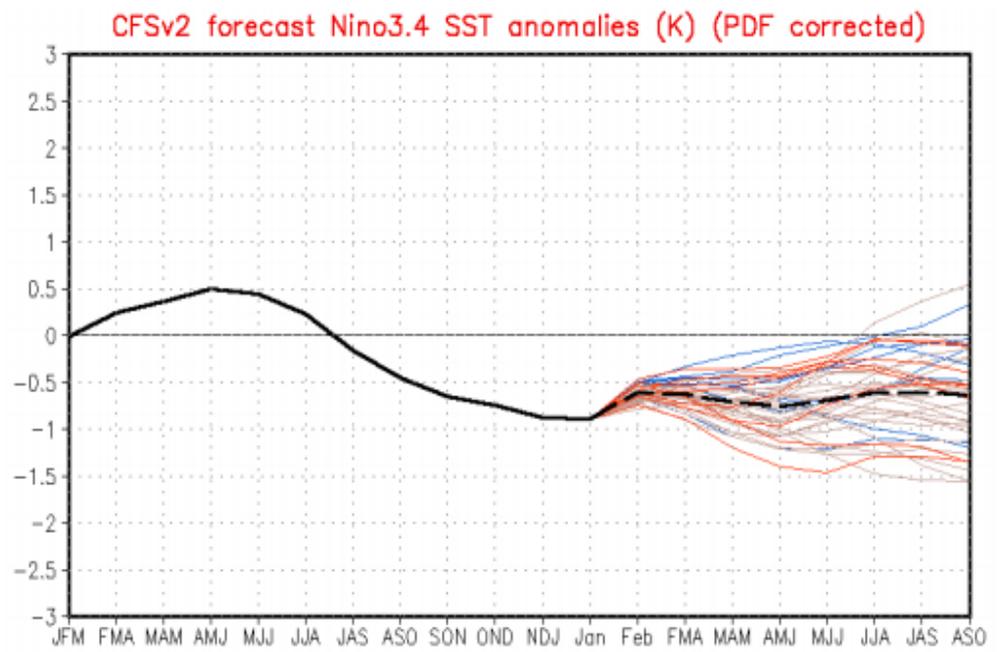
马来西亚棕榈油数据					
	产量	期末库存	出口	产量同比	库存同比
2016/12	1,473,717	1,665,388	1,267,941	5.3%	-36.7%
2017/01	1,276,848	1,540,832	1,282,584	13.0%	-33.2%
2017/02	1,258,538	1,459,056	1,107,011	20.7%	-32.7%
2017/03	1,464,021	1,554,106	1,265,771	20.0%	-17.6%
2017/04	1,548,053	1,599,894	1,283,308	19.0%	-11.3%
2017/05	1,654,494	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%
2017/11	1,942,834	2,556,636	1,354,373	23.4%	54.4%
2017/12	1,834,167	2,731,689	1,422,928	24.5%	64.0%

数据来源：兴证期货研发部

从马来西亚的数据来看，12 月马来西亚棕榈油的产量为 183.4 万吨，同比增加 24.5%。预期马来和印尼的棕榈油 1 月产量将维持同比增加趋势，供应的恢复对棕榈油的价格有压力。出口方面，马来西亚 12 月棕榈油出口量为 142.3 万吨，较 11 月出现了小幅增加；目前情况看，1 月以来棕榈油的出口需求可能会出现一定幅度的走低，会对棕榈油的价格有压力。

棕榈油常年连续生产，受天气的影响也很直接。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。

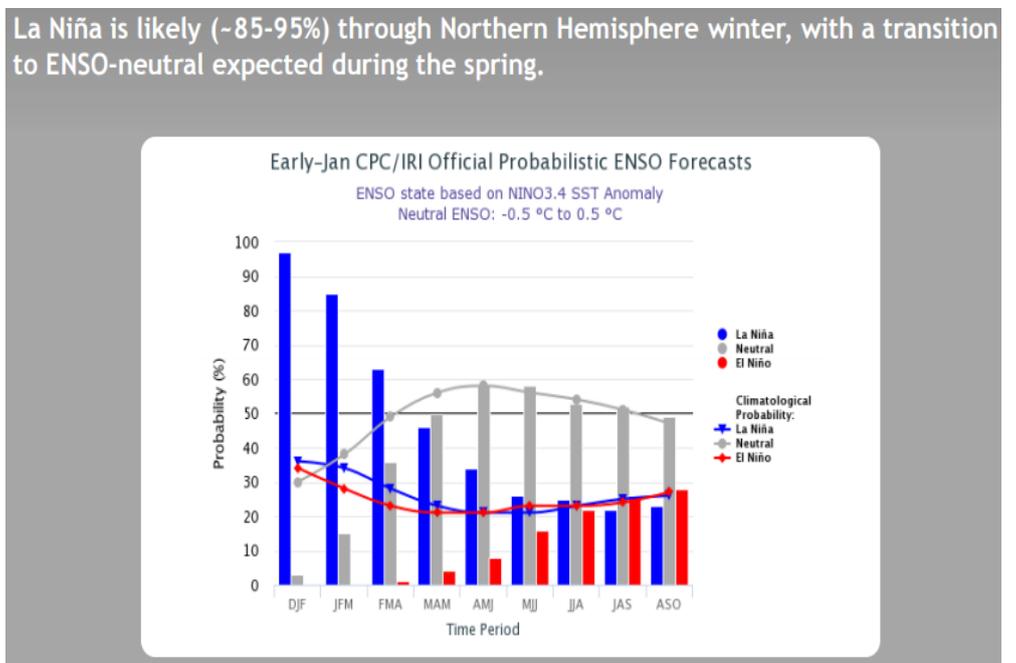
图 1: 天气预测模型



数据来源: NOAA, 兴证期货研发部

根据目前的天气预测模型来看, 2017 年末全球气候出现拉尼娜现象的概率接近 85--95%。

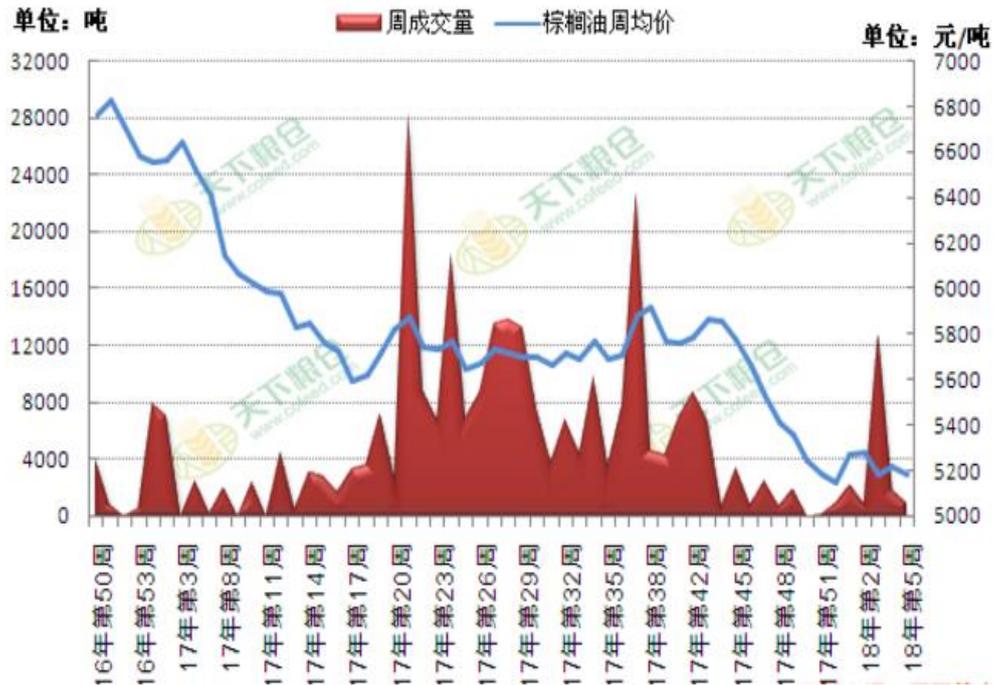
图 2: 天气预测模型



数据来源: 兴证期货研发部

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。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, 若进入到拉尼娜天气, 预期棕榈油的产量将逐步增加。但从季节行角度来看, 11 月棕榈油将进入到减产周期, 供应压力大幅缩小。

图 3：棕榈油成交量及价格走势

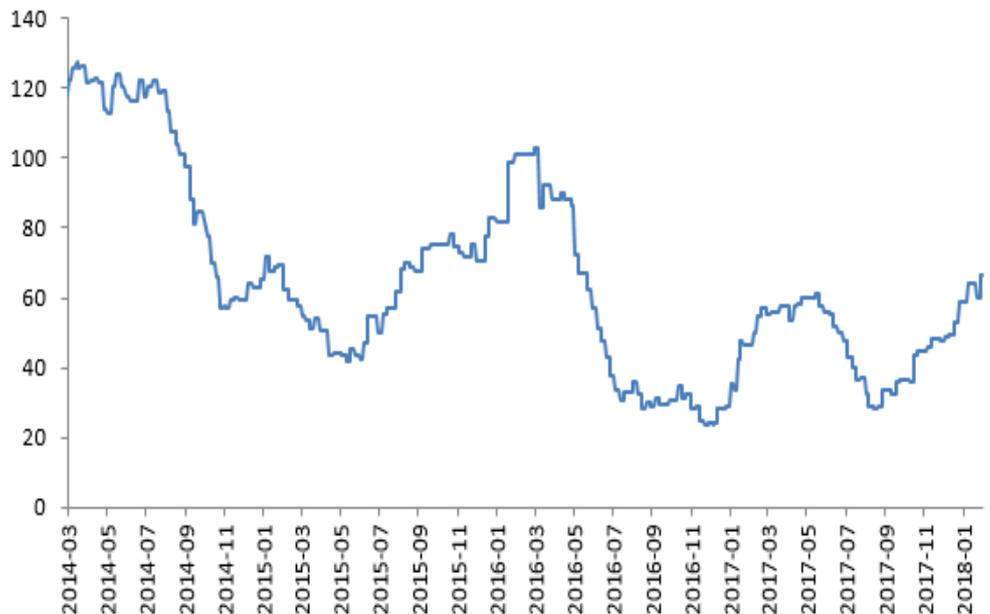


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

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震荡反弹，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 65 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，棕榈油的成交偏弱和库存维持增加状态。

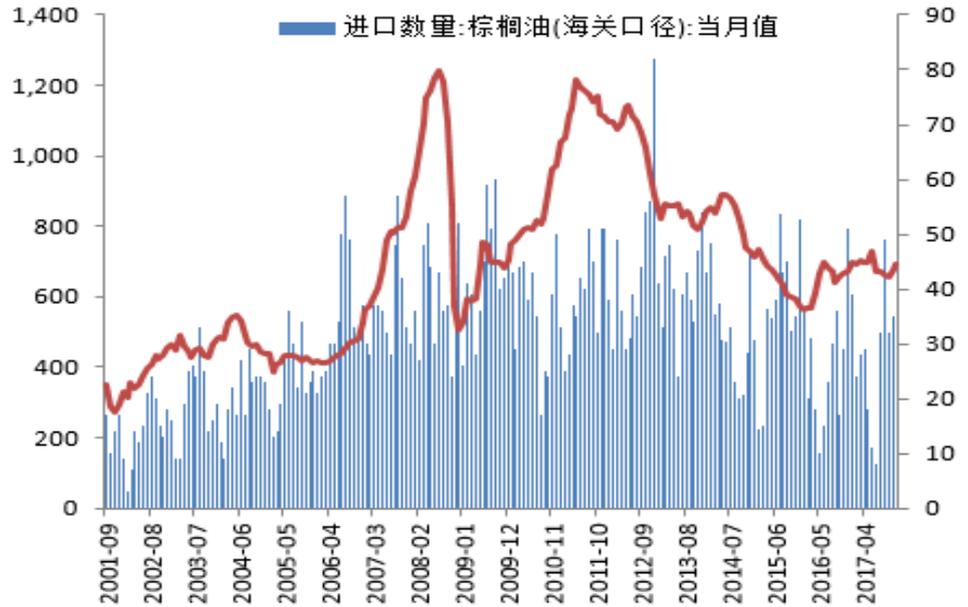
图 4：棕榈油库存走势



数据来源：wind，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。7 月进口量为 8 万吨，8 月进口 32 万吨，9 月进口量达到 49 万吨，10 月进口量为 32 万吨，11 月进口量为 35 万吨，12 月进口量为 42 万吨，在进口利润转正的情况下，出现了大幅增加。

图 5: 棕榈油进口量及单价



数据来源: wind, 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盈亏平衡状态，主要是因为国内价格坚挺所致。

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)	CHF (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	2月	655	-02.50	20	675	5200	(华南)
		655	-02.50	25	680	5240	(华东)
		655	-02.50	28	683	5260	(华北)
	3月	655	-02.50	20	675	5200	(华南)
		655	-02.50	25	680	5240	(华东)
		655	-02.50	28	683	5260	(华北)
	4/5/6月	667.5	-02.50	20	687.5	5290	(华南)
		667.5	-02.50	25	692.5	5330	(华东)
		667.5	-02.50	28	695.5	5350	(华北)
	7/8/9月	662.5	-02.50	20	682.5	5250	(华南)
		662.5	-02.50	25	687.5	5290	(华东)
		662.5	-02.50	28	690.5	5320	(华北)
33度棕榈油	2月	655	-02.50	25	680	5240	(华东)
	3月	655	-02.50	25	680	5240	(华东)
	4/5/6月	667.5	-02.50	25	692.5	5330	(华东)
	7/8/9月	662.5	-02.50	25	687.5	5290	(华东)
44度棕榈油	1月	672.5	-05.00	25	697.5	5030	(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低位震荡反弹，二者现货价差同样出现了一定反弹；主要因为棕榈油需求转弱所致，后期需要关注外盘棕榈油的价格走势情况。

图 7：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出现增加，将对价格有一定压力；1月以后供应进入淡季对价格有支撑；需求方面，年末的需求旺季的结束不利于棕榈油的消费，建议投资者以区间震荡偏弱对待。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

由日线图看，1 月豆油价格维持区间震荡走低行情，供求宽松状态持续，2 月进入春节假期，交投将转清淡，维持偏弱震荡行情。

图 1: 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，棕榈油震荡走低，后期预期供应增加，建议投资者震荡偏弱对待。

图 2：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。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。