

阿根廷炒作再起，油脂维持震荡

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3月19日星期一

内容提要

● 行情回顾

豆油本周低位区间震荡。目前来看，美豆国内压榨数据利好，但出口销售不振对价格有压力；全球大豆供给宽松局面维持；南美大豆库存宽裕，但阿根廷大豆产量较美国农业部预估的 4700 万吨可能继续调低，干旱炒作仍是目前市场关注的焦点，整体对价格利多；国内豆油的库存创出历史新高后持续震荡下降；油厂大豆压榨利润较好，随着春节假期的结束，油厂的开工率也恢复到正常水平，后期豆粕豆油的供应将回升；马来西亚棕榈油 2 月产量仍然季节性减少，但出口受印度大幅提高关税影响大幅下挫，导致价格偏弱。综合目前来看，油脂库存维持高位，消费一般，油脂维持低位区间震荡的概率较大。

● 后市展望及策略建议

美国农业部公布 3 月月度报告，维持美豆单产和总产，下调了美豆的出口导致库存增加高于预期，宽松局面维持。美豆出口受南美大豆出口竞争压力明显，压制豆价；2 月国内进口大豆数量低位，压榨利润较好，随着企业开机的恢复，供应逐步增加；棕榈油方面，马来 3 月的产量可能回升但出口转差，对价格利空，国内棕榈油库存维持高位震荡，中长期不利于价格走高，油脂可能维持震荡偏弱行情。

1. 油脂基本面

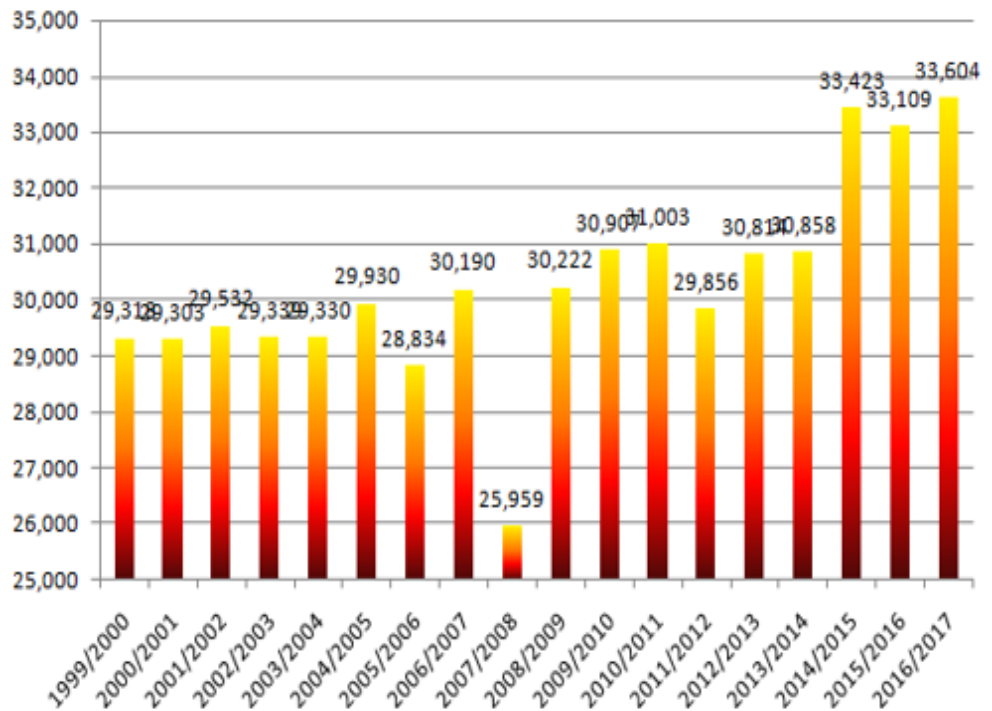
1.1 豆油基本面

1.1.1 美农业部 3 月报告中性

美国农业部发布的季度库存报告显示 12 月 1 日的美国大豆库存为 8952 万吨，比上年同期高出 9%，并持续创出历史新高。尽管中国大豆进口强劲，但由于美豆定价偏高，出口竞争力远远落后于南美洲，导致出口进度大幅放缓，美国农业部甚至调低了美豆出口数据，因此，美豆库存的压力将会非常大，对价格有很大的压力。

美国农业部 2 月月报显示，美豆产量 43.92 亿蒲(上月 43.92、上年 42.96)，期末 5.55 亿蒲（华尔街预期 5.29、路透预期 5.30、上月 5.30、上年 3.02）。巴西产量 11300 万吨（华尔街预期 11400、路透预期 11390、上月 11200、上年 11410）；阿根廷产量 4700 万吨（华尔街预期 4810、路透预期 4840、上月 5400、上年 5780）。美豆出口大幅下调导致结转库存明显高于预期。但阿根廷产量大降 700 万吨超出预期，而巴西产量仅调增 100 万吨低于预期，本次报告影响中性。

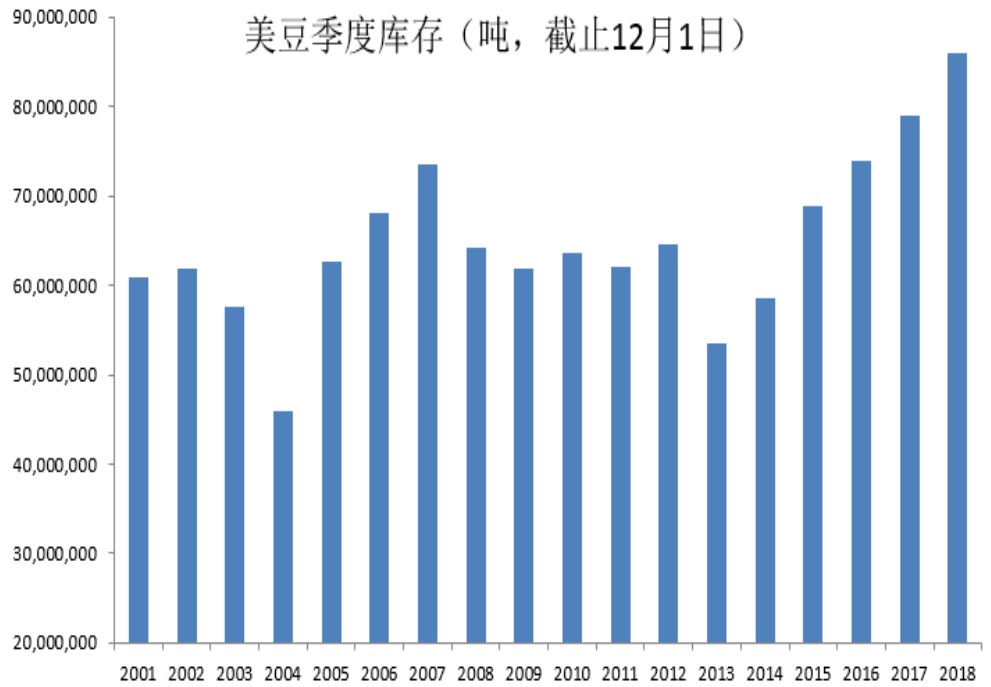
图 1: 美豆收割面积



数据来源：兴证期货研发部、USDA

季度库存报告显示，2017 年 12 月 1 日美国所有部位的大豆库存为 8952 万吨，比 2016 年 12 月 1 日的 7889 万吨高出 702 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 成交偏弱，库存震荡走低

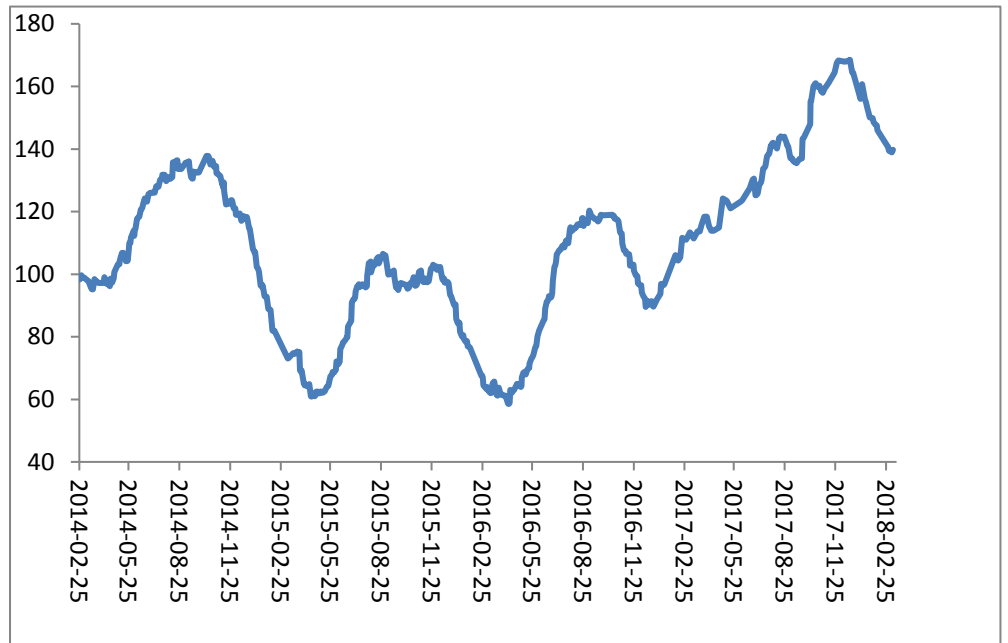
从豆油的成交来看，我国豆油的成交价格维持正常水平，成交量本期出现小幅走低。目前，广州地区一级豆油的成交价格到 5580 元/吨，四级豆油的价格为 5480 元/吨，维持低位震荡走低。

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，目前春节假期结束，油厂开工率迅速回升，豆油的库存维持小幅增加；消费旺季的逐步结束，后期需求难言乐观，因此豆油的期末库存维持高位震荡，目前为 139 万吨。

1.1.3 3 月进口量少但大豆库存维持高位

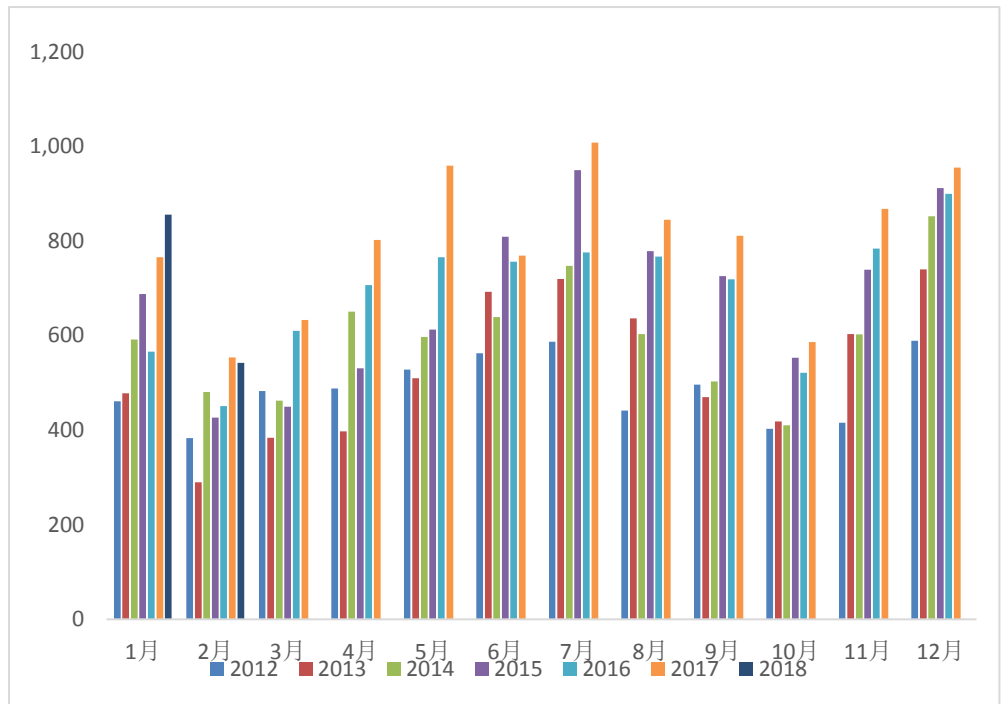
据全面调查显示,2018 年 3 月份国内各港口进口大豆预报到港 94.5 船 605.3 万吨，高于 2 月的 542 万吨，低于去年 3 月同期进口量。

图 5：2018 年 3 月大豆进口量

2018年3月	进口量	船数
东北地区	39.6	6
华北地区	75	11.5
山东地区	119.2	18.5
华东地区	207.6	33
福建地区	28.5	4.5
广东地区	70.4	11
广西地区	65	10
全国总计	605.3	94.5

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

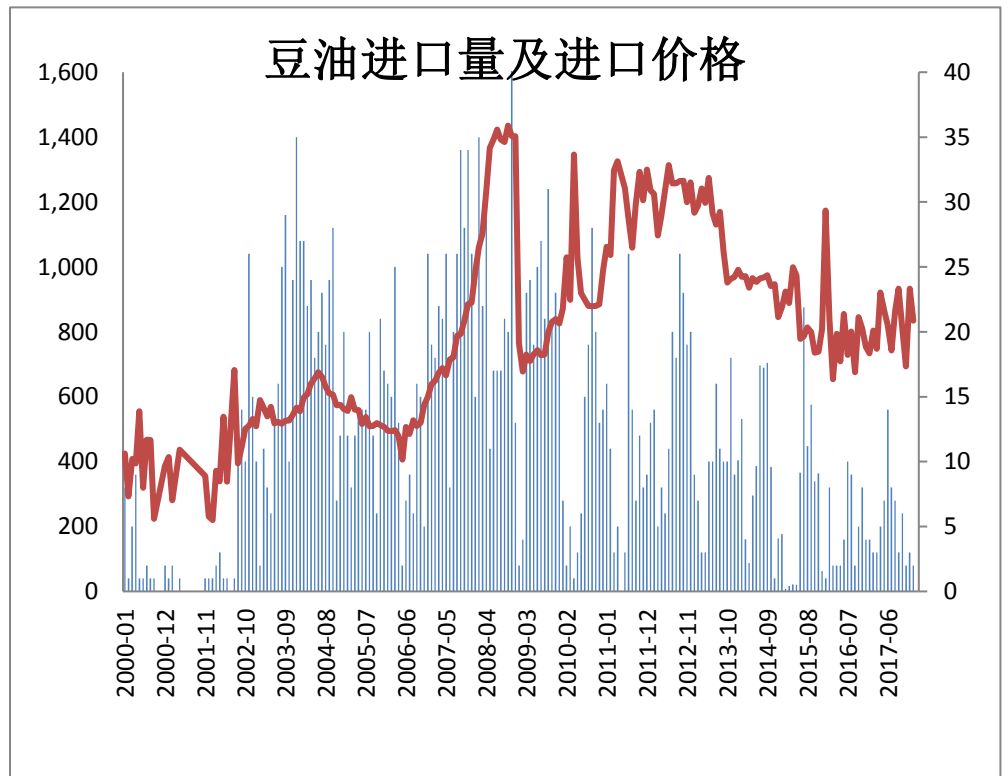
图 6：大豆进口量



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 420 美元，目前维持在低位震荡。2 月大豆的进口成本出现了小幅下挫，目前维持在 415 美元/吨左右。

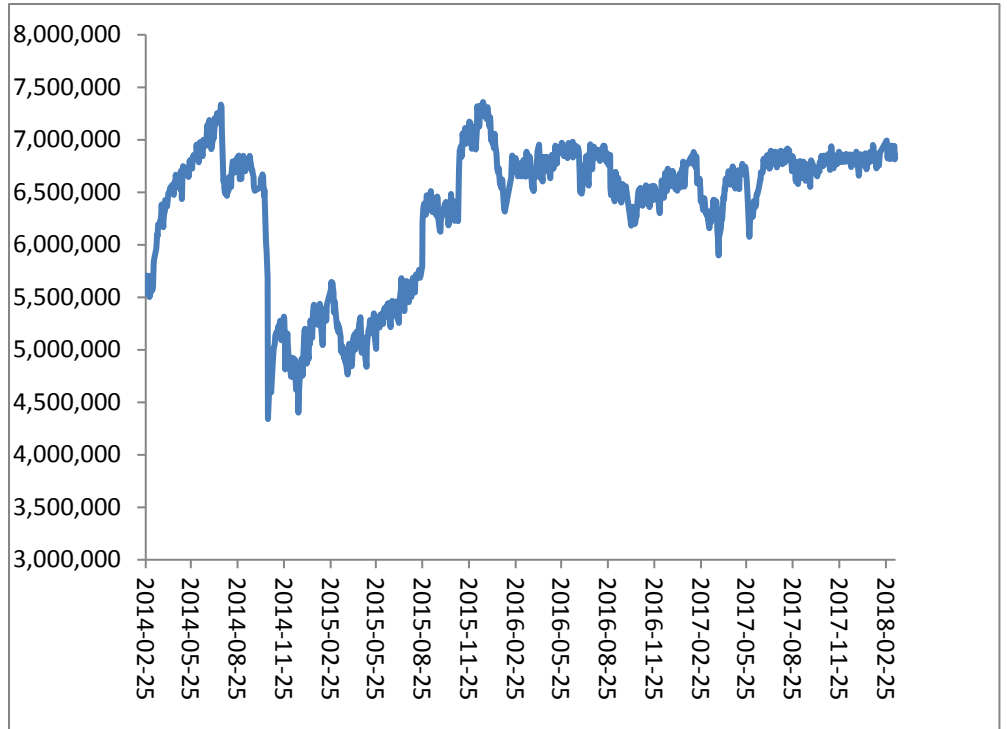
图 7：大豆进口量及 CNF 均价



数据来源：Wind，兴证期货研发部

目前国内大豆库存为 685 万吨,略低于上一周的水平,维持在历史的高位区间, 近期油厂开机率回升, 已经恢复到正常水平。

图 8: 国内大豆库存



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

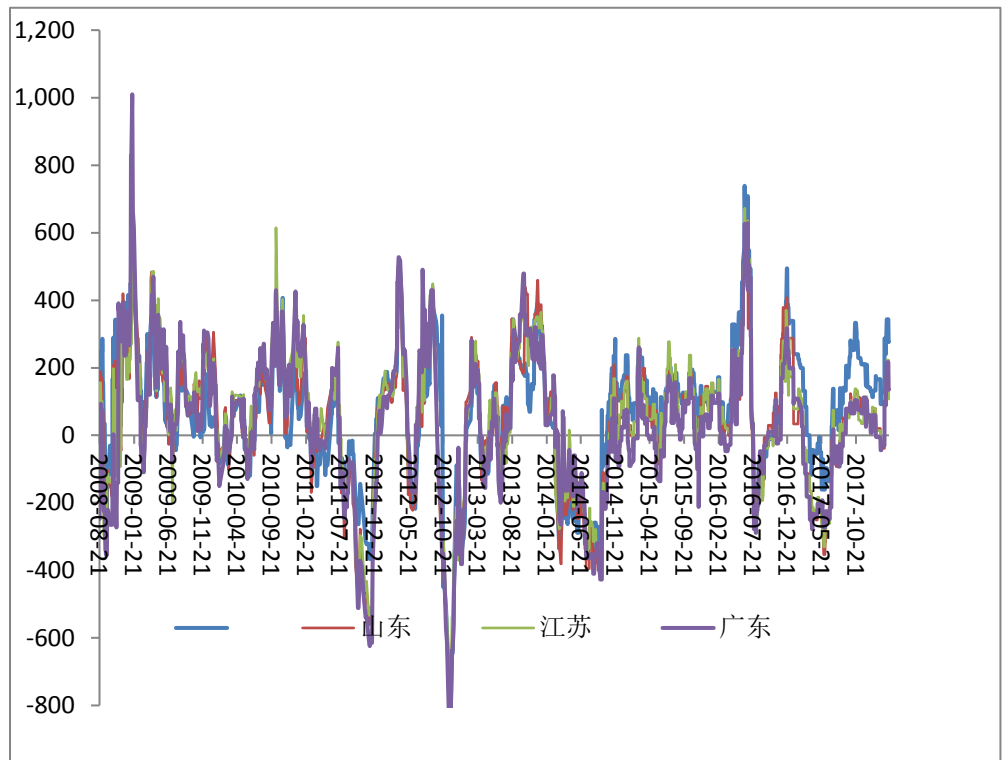
图 9: 大豆压榨利润

品种	交货月	CBOT 价格	CNF 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	3月	1040.75	449	3320	3053	5706	147	-6	3127	5600	186
	4/5月	1040.75	450	3330	3027	5850	144	10	3127	5600	176
	6/7月	1051.25	455	3370	3027	5850	104	10	3127	5600	136
	10月	1033.5	450	3330	2964	5982	118	12	3127	5600	176
	11月	1033.5	451	3340	2964	5982	108	12	3127	5600	166
美西大豆	4月	1040.75	443	3280	3027	5850	194	0	3127	5600	226
	5月	1051.25	447	3310	3027	5850	164	10	3127	5600	196
	6/7月	1051.25	447	3310	3027	5850	164	10	3127	5600	196
巴西大豆	3月	1040.75	451	3340	3053	5706	156	-15	3127	5600	194
	4月	1040.75	450	3330	3027	5850	173	9	3127	5600	204
	5月	1040.75	451	3340	3027	5850	163	-1	3127	5600	194
	6月	1051.25	455	3370	3027	5850	133	9	3127	5600	164
	7月	1051.25	458	3390	3027	5850	113	9	3127	5600	144
阿根廷大豆	5月	1051.25	452	3350	3027	5850	94	9	3127	5600	128
	6月	1051.25	454	3360	3027	5850	84	9	3127	5600	118

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。现货方面, 目前压榨维持较好的利润状态。

图 10：进口大豆现货压榨利润走势



数据来源：兴证期货研发部、wind

1.1.4 消费需求放缓，不利价格

从食用需求的角度看，目前处于油脂消费淡季，随着油厂开工率的逐步回升，豆油的供应压力将显现，市场交投低迷，下游企业采购放慢，不利豆油价格。

综合来看，美国农业部的报告整体中性；美国出口较差但国内消费强劲；南美大豆库存较多，供应压力将持续，但由于阿根廷天气炒作持续，减产预期强烈，对豆价有支撑；国内油厂压榨利润尚可，开工率已经恢复正常，豆油库存有所走低，对价格压力有所缓解；需求方面，春节消费旺季结束，下游交投清淡，后期不容乐观，整体来看，豆油价格维持震荡概率较大，建议投资者暂时观望。

1.2 棕榈油基本面

1.2.1 马来棕榈油库存高于预期

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
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%
2018/01	1,586,646	2,547,680	1,513,239	24.3%	65.3%
2018/02	1,342,805	2,477,853	1,312,295	6.7%	69.8%

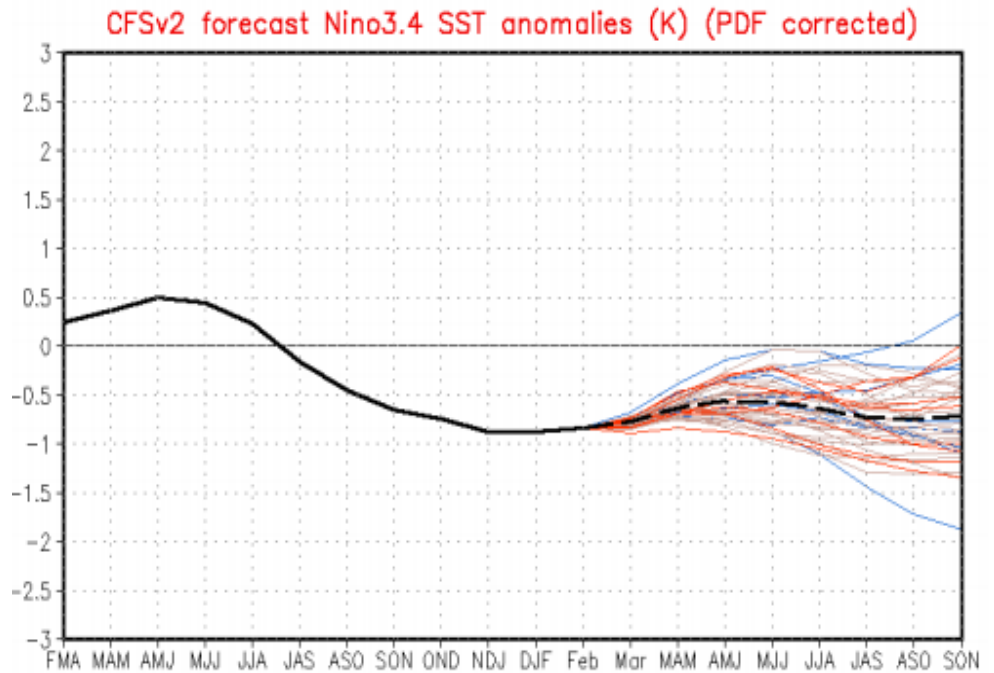
数据来源: 兴证期货研发部

3月12日, 马来西亚棕榈油局公布2月的棕榈油供求数据。从数据看, 马来西亚2月棕榈油的产量为134.3万吨, 低于1月的158.6万吨, 同比增加6.7%, 低于市场预期; 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131.2万吨, 环比出现大幅减少, 较1月的151.32万吨减少了近20万吨。马来西亚棕榈油的期末库存为247.7万吨, 较1月的库存小幅下降, 同比增加69.8%。市场预期马来西亚棕榈油库存大幅减少, 但本次报告的产量减少, 出口同样大幅减少, 库存降幅不及预期, 报告无疑偏空。

1.2.2 气候由拉尼娜逐步转向中性

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, 2017年末全球气候进入到拉尼娜气候模式, 持续到2018年春季。根据NOAA的最新预测, 2018年3月到5月, 拉尼娜气候将逐步转向中性。

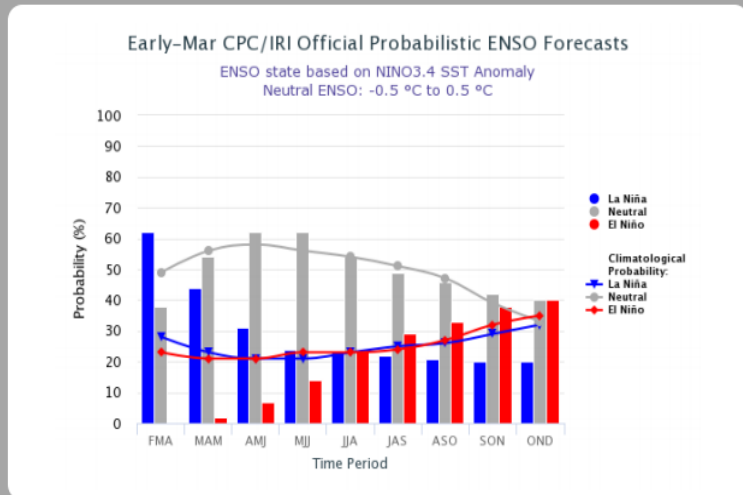
图 1: 天气预测模型



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 2: 天气预测模型

A transition from La Niña to ENSO-neutral is expected during the Northern Hemisphere spring (~55% chance of ENSO-neutral during March-May). Thereafter, ENSO-neutral conditions are likely into the second half of the year.

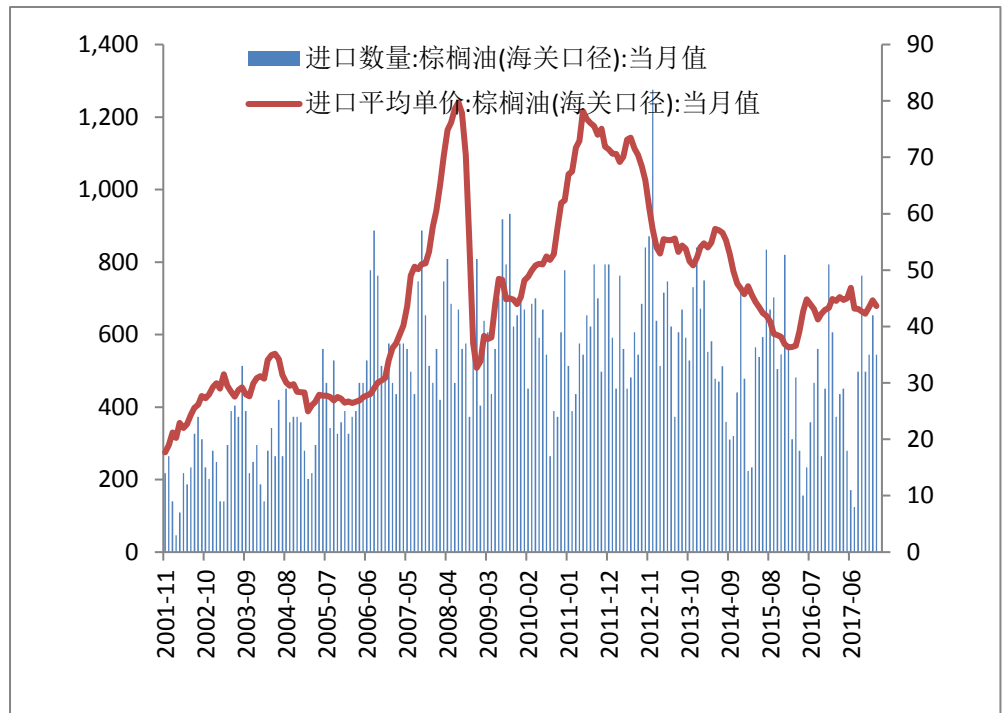


数据来源: 兴证期货研发部

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; 拉尼娜现象在 4 月以后也将结束, 气候恢复正常有助于棕榈油生长; 后期东南亚地区棕榈油的产量进入到季节性增产周期, 产量的可能逐步增加, 给价格带来季节性压力。

1.2.3 棕榈油库存维持反弹

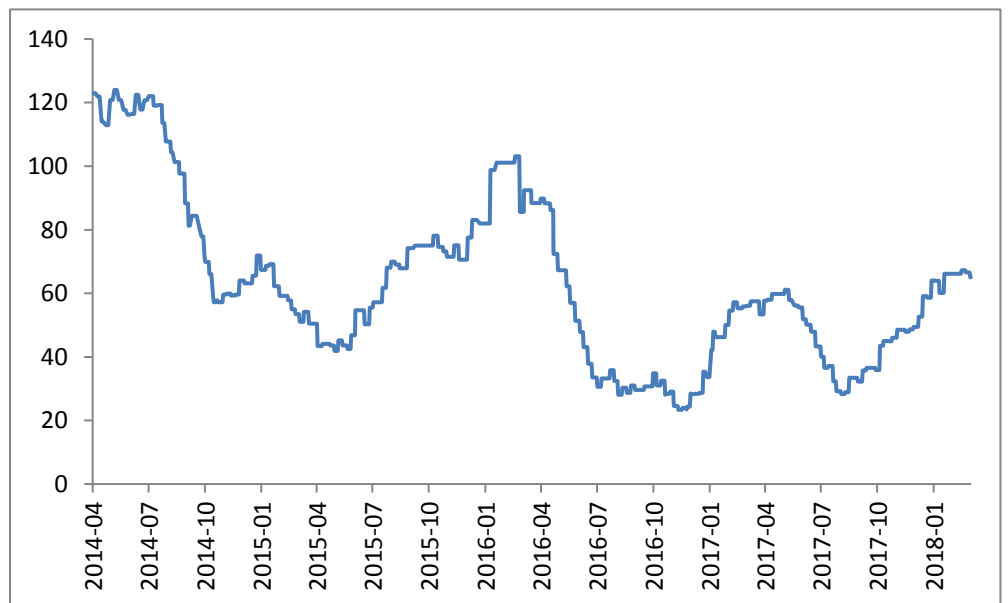
图 3：棕榈油进口及价格



数据来源：Wind，兴证期货研发部

如图所示，1 月我国棕榈油的进口环比小幅减少，为 35 万吨，也低于去年同期的 39 万吨的进口量。目前棕榈油的进口维持微利，进口量维持较高水平；但由于比价较高，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

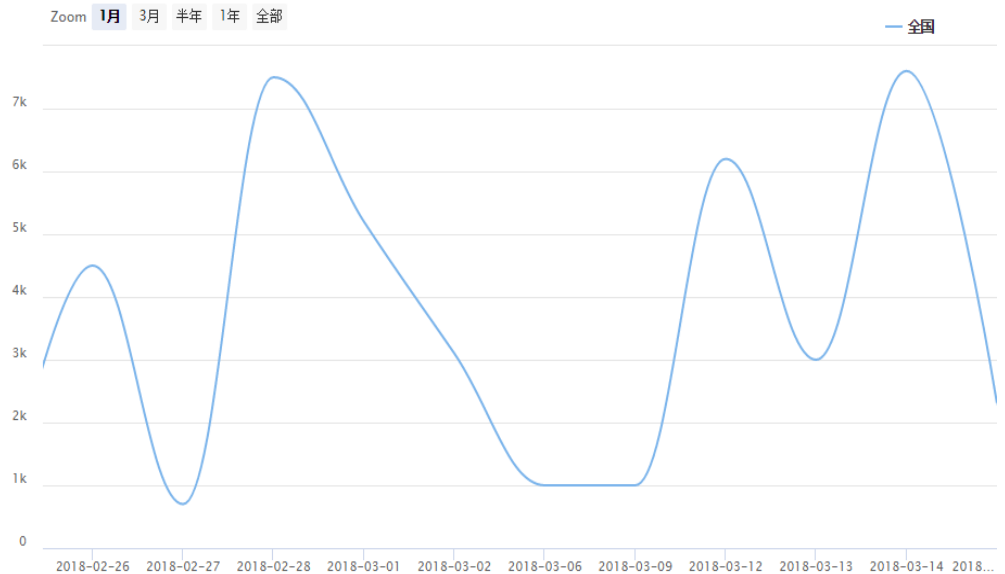


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

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，后逐步止跌反弹，目前商业库存为 65 吨。

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 694 美元/吨的水平，由于需求较弱，近期又有回调走低的可能。

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低位震荡。如图 5 所示，本周棕榈油的现货成交低迷。从棕榈油的成交情况来看，广州棕榈油的价格 5060 元附近。

1.2.4 进口成本高于盘面价格

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 5270 元/吨，5 月进口成本 5270 元，现货消费在 5060 元，每吨小幅亏损 210 元。远月印尼的棕榈油进口完税成本为 5230 元，较期货每吨升水 120 元；从进口贸易的角度来看，进口的棕榈油出现一定亏损。

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)	CNF (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	3月	660	+02.50	20	680	5270	(华南)
		660	+02.50	25	685	5310	(华东)
		660	+02.50	28	688	5330	(华北)
	4/5/6月	660	+02.50	20	680	5270	(华南)
		660	+02.50	25	685	5310	(华东)
		660	+02.50	28	688	5330	(华北)
	7/8/9月	655	+02.50	20	675	5230	(华南)
		655	+02.50	25	680	5270	(华东)
		655	+02.50	28	683	5290	(华北)
33度棕榈油	3月	660	+02.50	25	685	5310	(华东)
	4/5/6月	660	+02.50	25	685	5310	(华东)
	7/8/9月	655	+02.50	25	680	5270	(华东)
44度棕榈油	3月	660	+05.00	25	685	4970	(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，马来西亚棕榈油逐步进入增产周期，产量的回升给价格带来一定压力；由于目前处于棕榈油的消费淡季且国际棕榈油需求低迷，棕榈油成交价格低迷，建议投资者震荡走低对待。

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，建议投资者震荡对待或暂时观望。

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，棕榈油区间震荡走低，建议投资者区间震荡对待或暂观望。

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。