

需求弱勢，油脂低位震蕩

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4月1日星期日

内容提要

● 行情回顾

3，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但出口销售持续萎靡，季度库存创出同期历史新高，对价格利空；巴西大豆收割已经接近尾声，产量维持历史高位；但阿根廷主产区干旱可能对单产造成较大影响，主流机构已经将阿根廷产量下调到 4400 万吨以下；若没有及时的降雨，产量存在继续下调的可能，大豆价格偏强的态势将持续，这对豆油有一定支撑；需求方面，目前是油脂消费清淡，油厂开工恢复正常，供应压力不断加大，豆油库存维持高位震荡，维持季节性高点。棕榈油库存维持震荡反弹，接近 69.6 万吨；2 月马来棕榈油的产量同比大幅增加，出口受关税取消影响出现增加，库存出现了下降，对价格有一定的支撑；但由于关税取消政策在 4 月结束，可能透支后期需求，而且随着后期棕榈油产量的继续恢复，棕榈油的库存可能继续增加，对价格造成压力。

● 后市展望及策略建议

进入 4 月以后，阿根廷大豆产量成为影响市场行情的最主要因素；从目前情况看，阿根廷大豆产量维持低位概率较大；但东南亚棕榈油将逐步进入到增产周期，对棕榈油价格产生一定利空。需求方面，油脂的交投仍将维持清淡；综合来看，豆油和棕榈油可能维持区间震荡的行情。

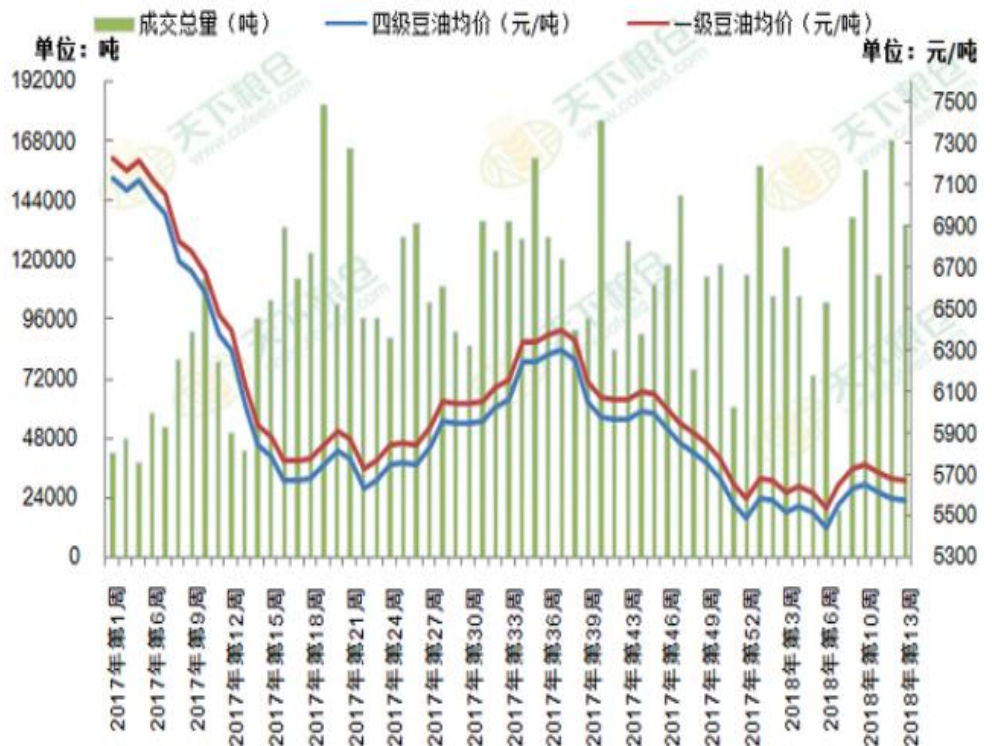
1. 油脂基本面

1.1 豆油

美国方面，2017年美国大豆种植面积达到9014.2万英亩，产量也创出历史新高；但美国农业部预估2018年美豆种植面积8898.2万英亩，较去年实际面积减少116万英亩，意外低于市场平均预期的9091.9万英亩；美国大豆的种植效益维持高位情况下种植面积却意外下降，令人吃惊，不排除美国农业部蓄意抬高美豆价格刺激消费的阴谋。现货方面，美国大豆的库存维持高位，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。目前巴西大豆已经进入收割尾声，从收割的情况看，整体单产水平低于去年，但由于种植面积大幅提高，巴西大豆产量可能超过去年的历史高点。阿根廷天气偏干旱，可能造成弃收的面积远远超过正常水平且单产的下降可能会继续增加，目前主流机构已经大幅下调阿根廷大豆的产量水平至4000万吨以下，远远低于美国农业部3月4700万吨的水平。且随着干旱的持续，处于关键生长期的大豆单产可能会继续下调，成为目前影响市场价格的最重要利多因素。

国内方面，3月整个国内油厂开工率维持高位，进口大豆大量到港量受春节影响出现一定下降；但随着假期的结束，大豆的进口量迅速恢复；豆油的需求较弱，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；豆油维持区间震荡的概率较大。整体来看，由于全球油脂的供应非常充裕，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

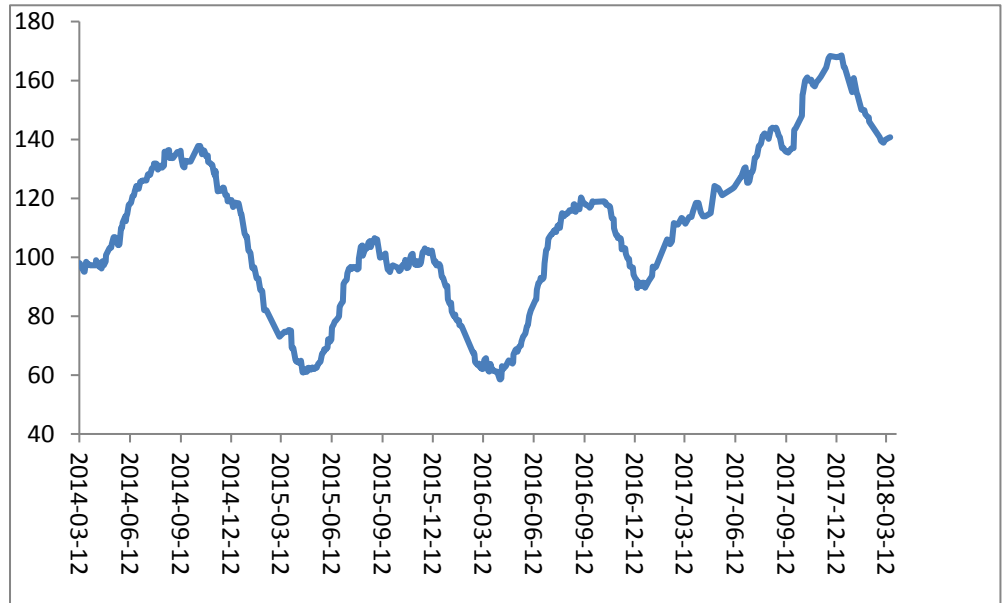


数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

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低位震荡行情，目前维持在 5400 到 5800 元/吨的区间；由于供应压力较大，目前价格已经由最高的 6300 元下滑到 5600 元的水平，豆油的价格可能继续维持区间震荡行情。

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 796 元；近期国内和外盘豆油的价差有所扩大，仍旧维持在深度亏损区间。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。

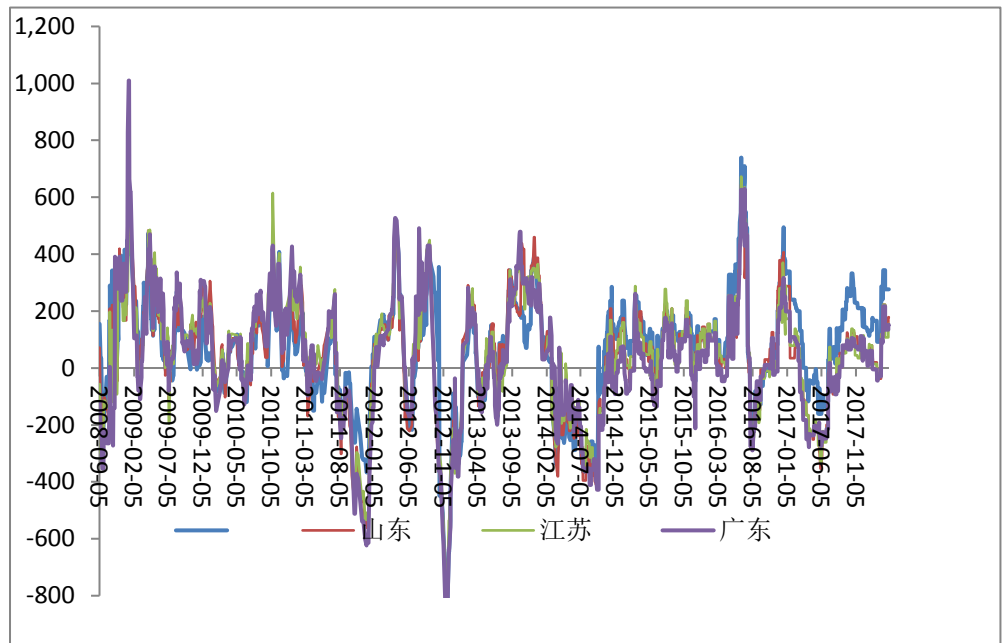
图 3：豆油进口利润



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，进口大豆成本维持偏强震荡，豆粕现货价格大幅走强，压榨企业大豆进口压榨利润最近走高。

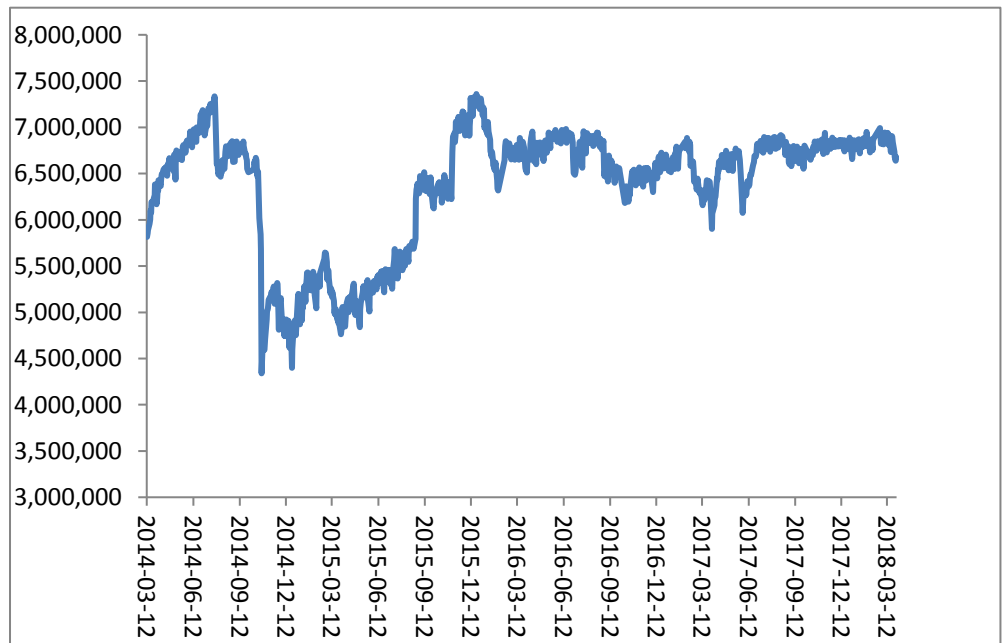
图 4：进口大豆压榨利润



数据来源：Wind，兴证期货研发部

下游消费情况看，目前豆粕需求较好，随着后期补栏的进行，对豆粕的需求可能更强；从大豆供给的角度来看，2月进口大豆量维持季节性低点，进口大豆的库存量维持高位。目前，进口大豆库存为667万吨，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，4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，豆粕的需求较好，后期养殖可能继续利好；豆油的交投较为一般；油厂的开工率维持正常，豆油库存可能继续维持高位；预期4月油脂可能维持区间震荡的行情，建议投资者区间震荡对待。

1.2 棕榈油基本面

每年的 4 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大幅增加的趋势。供应的增加一般会导致供求关系转向宽松的局面，由于全球气候逐步正常，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，随着淡季的到来，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，2018 年 2 月马来西亚棕榈油产量同比出现小幅增加，但进入到减产周期且出口关税的取消使得马来棕榈油库存下降较快；从 3 月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量同比还将增加，出口维持偏强，但期末库存可能维持季节性高位。

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；后期棕榈油的库存可能出现继续走高；出口数据方面，预期 3 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，3 月棕榈油供应同比增加，对价格有一定的压力；需求端维持弱势，可能给棕榈油价格带来压力。

表 1: 马来西亚棕榈油数据

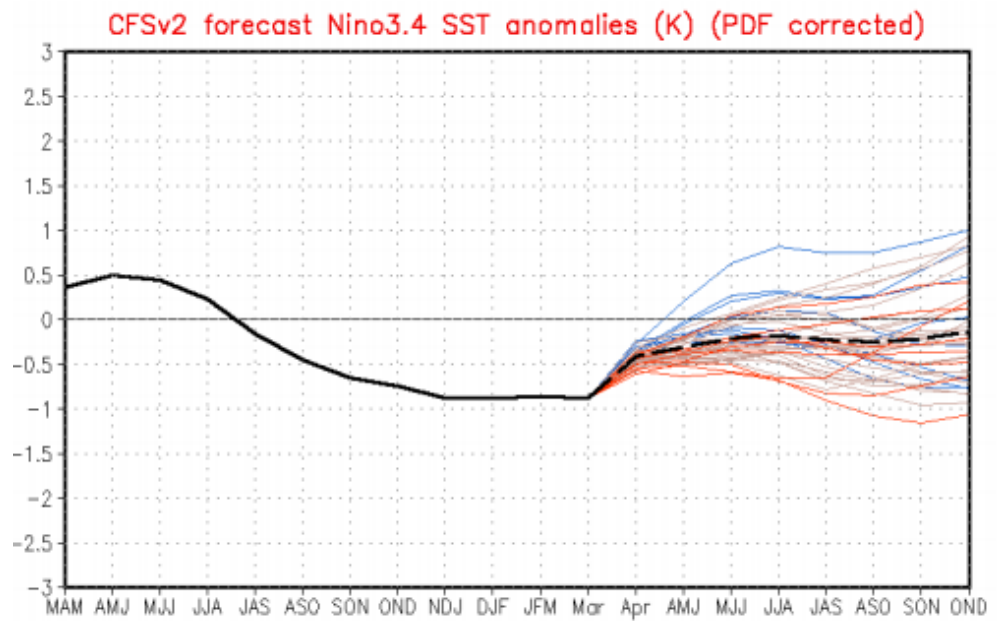
马来西亚棕榈油数据					
	产量	期末库存	出口	产量同比	库存同比
2017/02	1,258,538	1,459,056	1,107,011	20.7%	-32.7%
2017/03	1,464,021	1,554,106	1,265,771	20.0%	-17.6%
2017/04	1,548,053	1,599,894	1,283,308	19.0%	-11.3%
2017/05	1,654,494	1,557,619	1,505,929	21.2%	-5.3%
2017/06	1,514,170	1,527,043	1,379,691	-1.2%	-14.0%
2017/07	1,827,108	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

从马来西亚的数据来看，2 月马来西亚棕榈油的产量为 134.2 万吨，同比增加 6.7%。预期马来和印尼的棕榈油 3 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 2 月棕榈油出口量为 131.2 万吨，较 1 月出现了大幅减少；目前情况看，3 月以来棕榈油的出口需求可能会出现一定幅度的增加，会对棕榈油的价格有一定支撑。

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，后期天气逐步转向中性，意味着棕榈油的产量恢复。

图 1: 天气预测模型

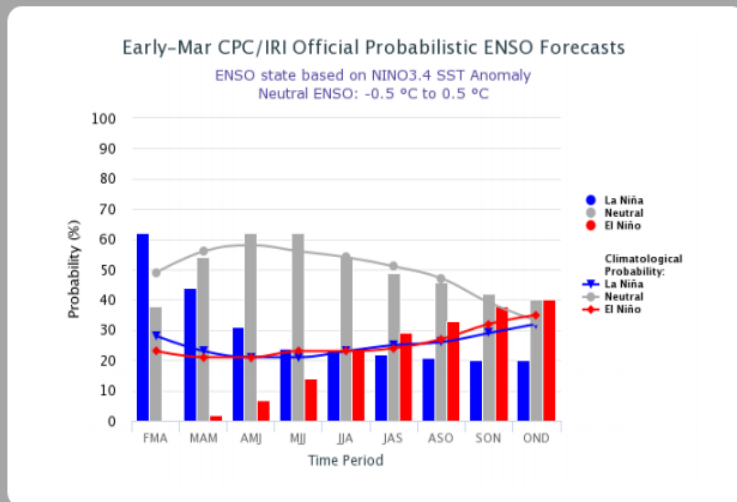


数据来源：NOAA，兴证期货研发部

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%，2018 年 4 月以后可能逐步转向中性。

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

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。从季节行角度来看，4 月—10 月棕榈油将进入到增产周期，供应压力大幅增加。

图 3：棕榈油成交量及价格走势

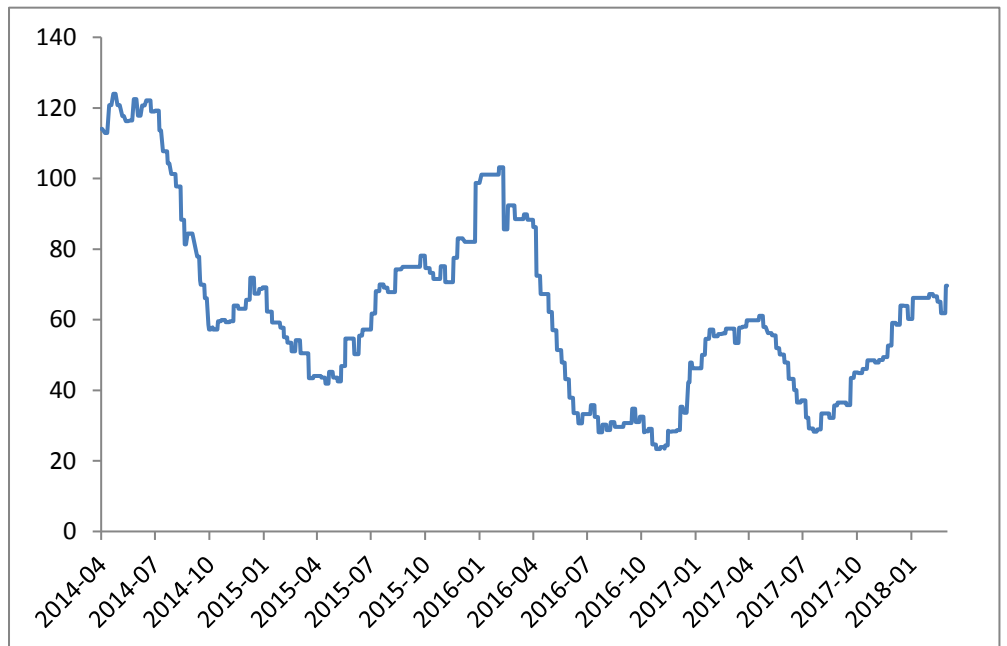


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

从现货的角度来看，目前国内棕榈油的成交量维持低位；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 69.6 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，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

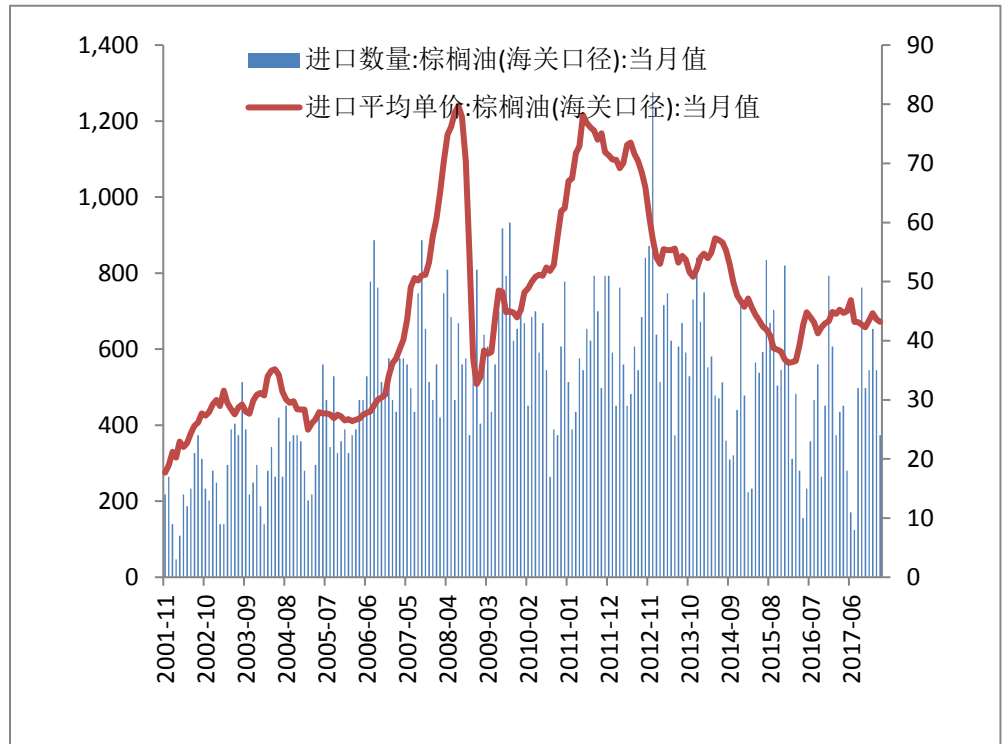


数据来源：wind，兴证期货研发部

如下图所示为我国棕榈油进口月度数据，我国棕榈油进口量从去年 8 月开始大幅反弹，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，1月进口35万吨；2月进口24万吨，在进口利润转正的情况下，出现了一定的恢复。

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出现一定的亏损，主要是因为国内价格走低所致。

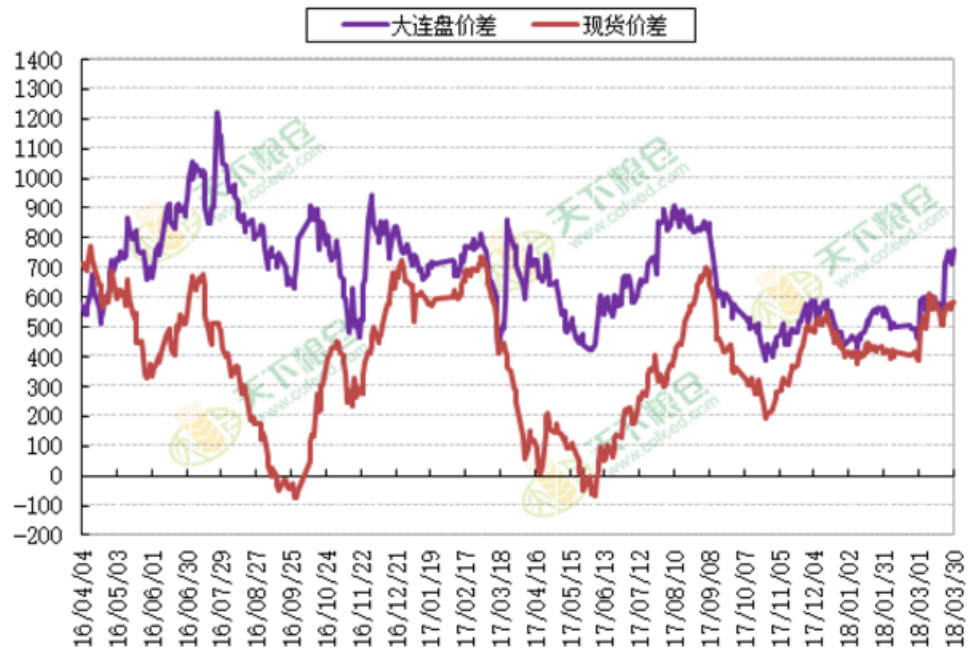
图6：马来西亚棕榈油进口成本

品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CNF (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	4月	657.5	+05.00	20	677.5	5210	(华南)
		657.5	+05.00	25	682.5	5240	(华东)
		657.5	+05.00	28	685.5	5270	(华北)
	5/6月	657.5	+05.00	20	677.5	5210	(华南)
		657.5	+05.00	25	682.5	5240	(华东)
		657.5	+05.00	28	685.5	5270	(华北)
	7/8/9月	655	+05.00	20	675	5190	(华南)
		655	+05.00	25	680	5220	(华东)
		655	+05.00	28	683	5250	(华北)
33度棕榈油	4月	657.5	+05.00	25	682.5	5240	(华东)
	5/6月	657.5	+05.00	25	682.5	5240	(华东)
	7/8/9月	655	+05.00	25	680	5220	(华东)
44度棕榈油	4月	665	+05.00	25	690	4960	(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



价差=豆油-棕油

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；4月以后供应进入旺季对价格利空；需求方面，油脂消费转弱，不利于棕榈油库存的降低，建议投资者以区间震荡对待。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

由日线图看，3月豆油价格维持区间震荡走低行情，供求宽松状态持续，后期价格仍旧维持区间震荡行情。

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，棕榈油维持低位区间震荡，后期预期供应增加，建议投资者区间震荡对待。

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。