

贸易战升级，油脂走高

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

黄维

从业资格编号：F3015232

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8日星期日

内容提要

● 行情回顾

豆油本周区间震荡反弹。中美贸易主宰全球豆类油脂市场；美豆国内压榨数据利好，但出口销售不振对价格有压力；阿根廷大豆产量较美国农业部预估的 4700 万吨可能继续调低至 3800 万吨，干旱炒作持续，整体对价格利多；国内豆油的库存维持高位震荡；油厂大豆压榨利润较好，油厂的开工率也恢复到正常水平；马来西亚棕榈油 3 月产量将季节性回升，但受豆油上涨带动将继续反弹。综合来看，油脂库存维持高位，消费一般，但贸易战主宰目前的豆类油脂市场，油脂价格震荡走高的概率较大。

● 后市展望及策略建议

中美贸易战持续升温将推动豆类油脂价格继续走高；美豆的出口将有所放缓，但南美大豆出口放量，升贴水大幅走高，将带动国内大豆油脂价格走高；棕榈油方面，马来 3 月的产量回升但出口同样有所好转，市场预期库存有所降低，棕榈油可能受豆油上涨带动走高，本周油脂将偏强，可少量尝试多单。

1. 油脂基本面

1.1 豆油基本面

1.1.1 中美贸易战导致豆类油脂大幅上涨

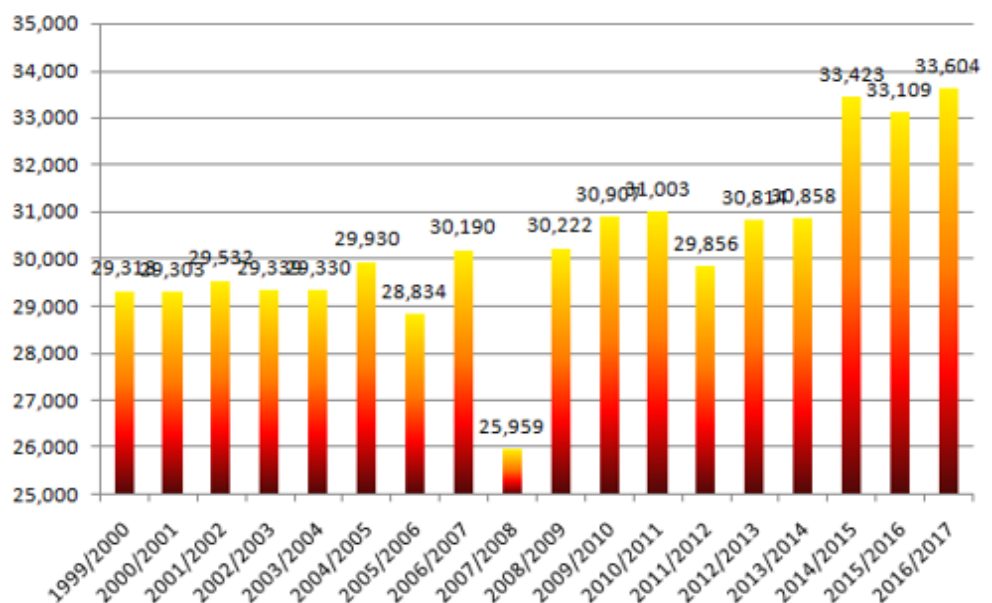
2018年4月4日，美国政府发布了加征关税的商品清单，将对我输美的1333项500亿美元的商品加征25%的关税。随后，根据《中华人民共和国对外贸易法》和《中华人民共和国进出口关税条例》相关规定，经国务院批准，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%的关税。实施日期将视美国政府对我商品加征关税实施情况，由国务院关税税则委员会另行公布。

美国是全球大豆产量最大的国家，大豆出口量仅次于巴西，62%的大豆出口到中国；而中国是全球最大的大豆需求国，年进口量达到9500万吨以上，其中从美国进口3200万吨以上，占比超过30%。若贸易战开始，美国大豆出口受阻，豆价将大幅下跌，农民损失严重；而中国方面，进口大豆来源受阻，大豆供应无法满足，市场可能会出现报复性上涨行情，导致中美两国两败俱伤的结局。

1.1.2 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。

图 1: 美豆收割面积

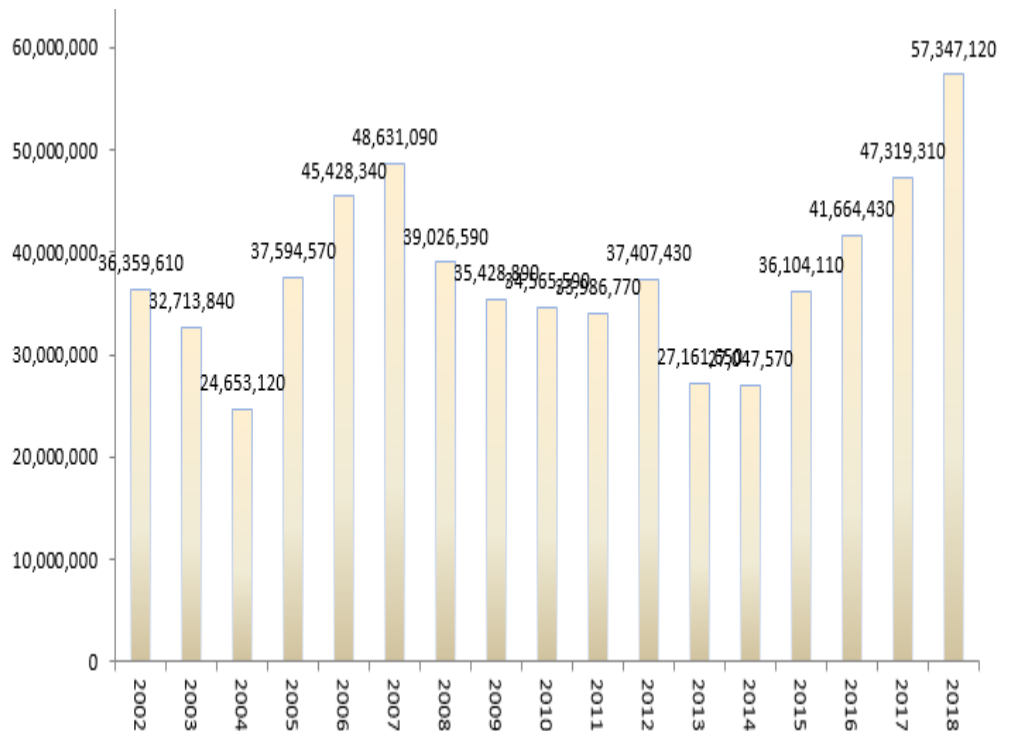


数据来源：兴证期货研发部、USDA

美国农业部3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,报告影响中性。

季度库存报告显示,2018年3月1日美国所有部位的大豆库存为5735万吨,比2017年3月1日的4732万吨高出1003万吨。如下图所示,美豆的季度库存数据维持季节性的最高水平。

图2: 美豆季度库存

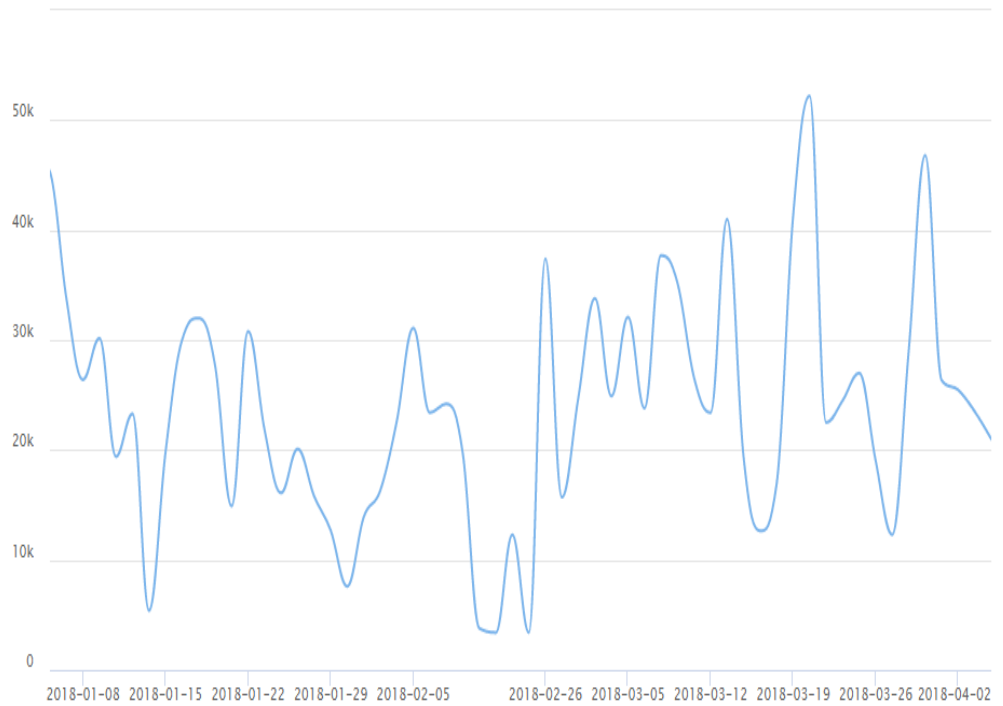


数据来源: 兴证期货研发部、USDA

1.1.2 成交偏弱, 价格大幅跳涨

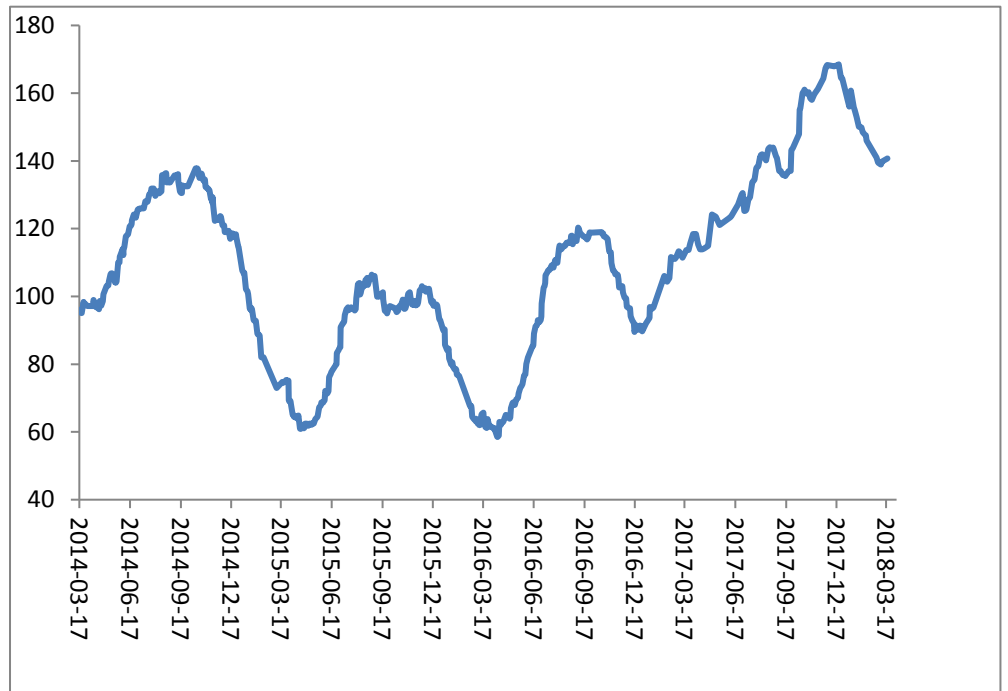
从豆油的成交来看,我国豆油的成交价格出现大幅跳涨,四级豆油较节前跳涨200--300元/吨,达到5950—6000元;成交量本期出现小幅走低。目前,广州地区一级豆油的成交价格到6050元/吨,四级豆油的价格为59500元/吨,出现大幅走高。

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，豆油的库存维持高位震荡；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 141 万吨。

1.1.3 3月进口量少但大豆库存维持高位

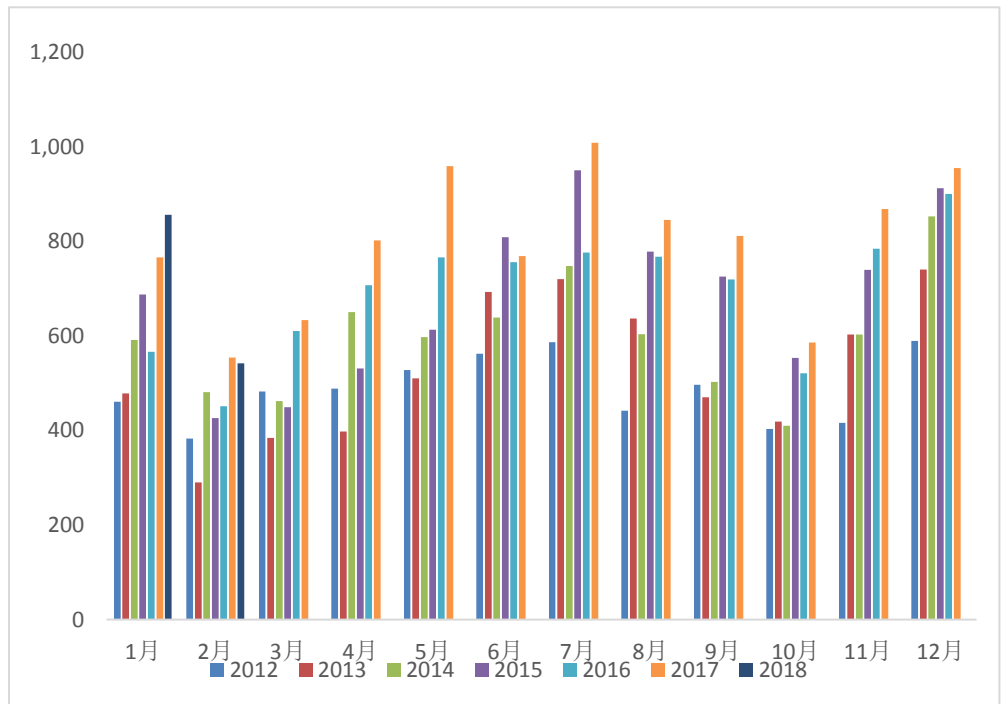
据全面调查显示,2018年4月份国内各港口进口大豆预报到港 126 船 800.7 万吨, 高于 3 月的 605 万吨, 低于去年 4 月同期进口量。

图 5: 2018 年 4 月大豆进口量

2018 年 4 月	进口量	船数
东北地区	58.4	9
华北地区	115.5	18.5
山东地区	183	28.5
华东地区	226	35.5
福建地区	38.5	6
广东地区	75.3	12
广西地区	104	16
全国总计	800.7	126

数据来源: 兴证期货研发部、天下粮仓

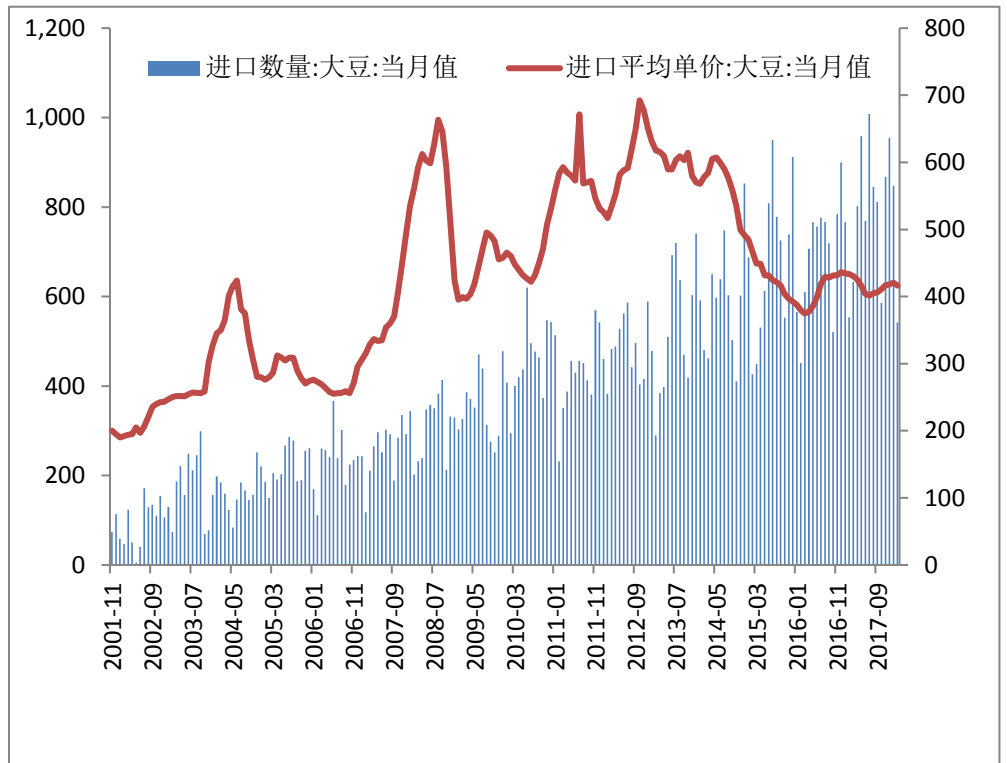
图 6: 大豆进口量



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。

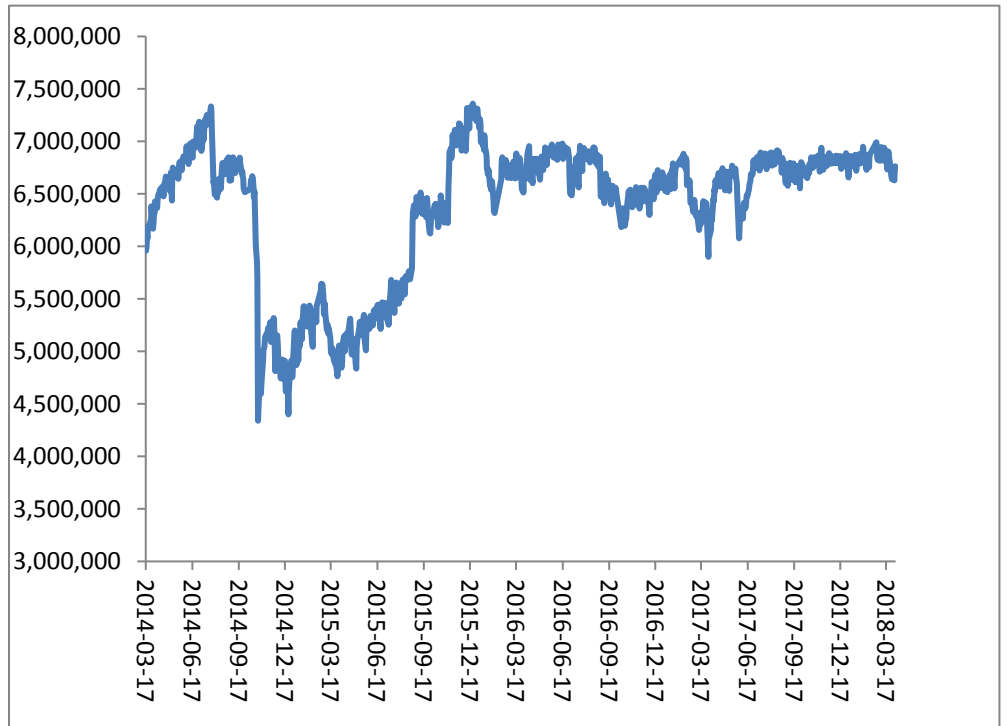
图 7：大豆进口量及 CNF 均价



数据来源：Wind，兴证期货研发部

目前国内大豆库存为 676 万吨,略高于上一周的水平,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

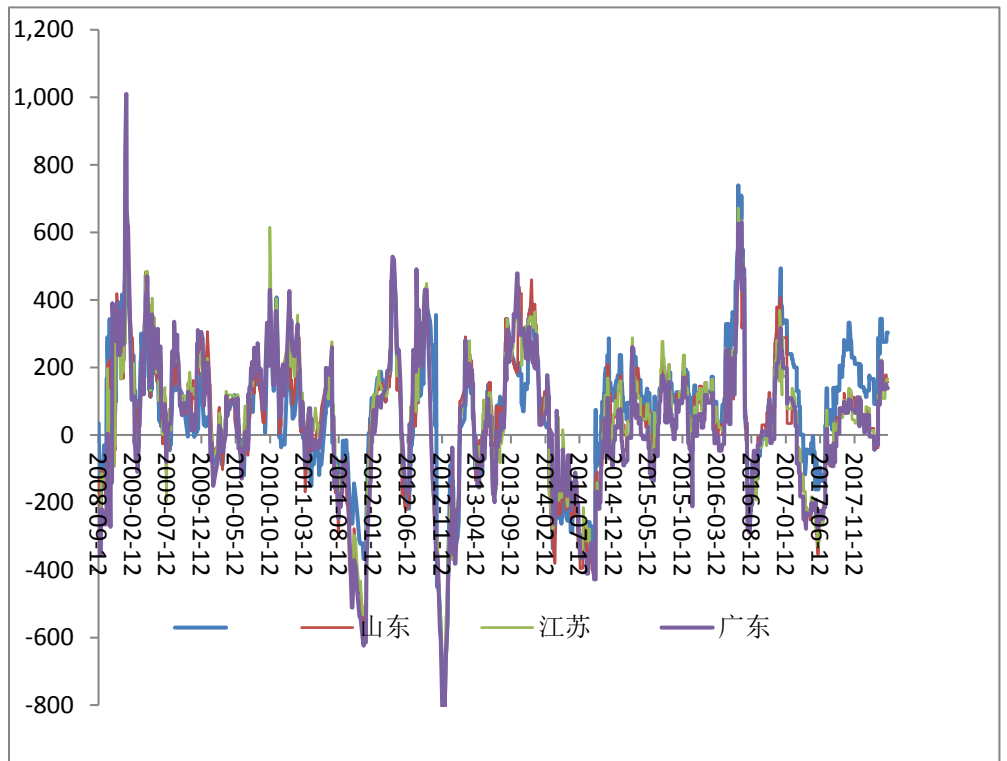
图 9：大豆压榨利润

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	4/5月	1038	450	3299	3188	5940	318	22	3188	5640	263
	6/7月	1049.25	455	3310	3188	5940	307	21	3188	5640	252
	10月	1042.25	458	3332	3211	6080	329	41	3188	5640	230
	11月	1042.25	458	3338	3211	6080	323	25	3188	5640	224
美西大豆	4月	1038	442	3242	3188	5940	375	19	3188	5640	320
	5月	1049.25	446	3248	3188	5940	369	13	3188	5640	314
	6月	1049.25	447	3258	3188	5940	359	13	3188	5640	304
	7月	1049.25	448	3263	3188	5940	354	18	3188	5640	299
巴西大豆	5月	1038	459	3334	3188	5940	313	27	3188	5640	256
	6月	1049.25	464	3377	3188	5940	270	24	3188	5640	213
	7月	1049.25	465	3382	3188	5940	265	19	3188	5640	208
阿根廷大豆	5月	1049.25	453	3291	3188	5940	297	20	3188	5640	243
	6月	1049.25	457	3328	3188	5940	260	13	3188	5640	206

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

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，中美贸易战将大幅提高大豆的进口成本，成为主导近期国内豆类油脂价格上涨的动力；南美方面，阿根廷天气炒作持续，继续减产预期强烈，对豆价有支撑；国内油厂压榨利润维持高位，开工率已经恢复正常，建议投资者可少量做多。

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%

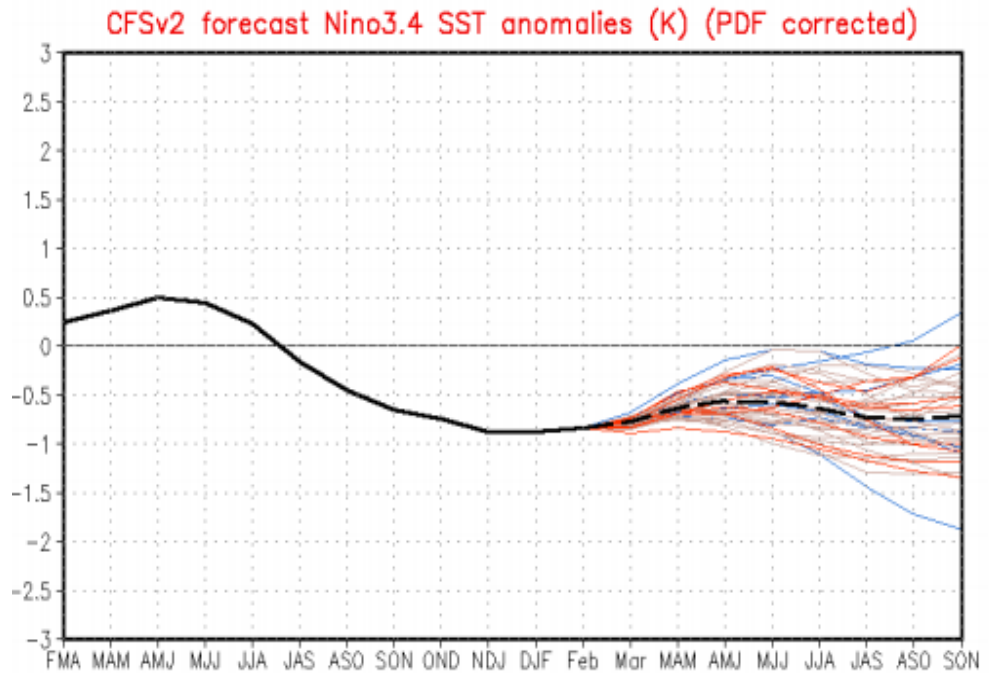
数据来源：兴证期货研发部

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。

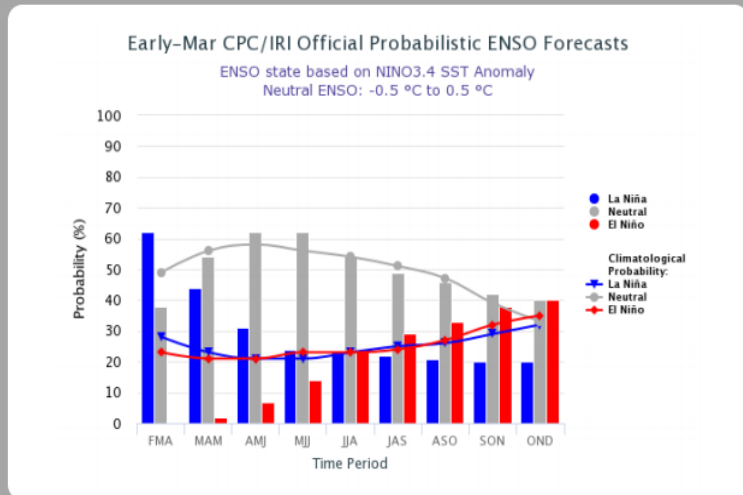
图 1: 天气预测模型



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.

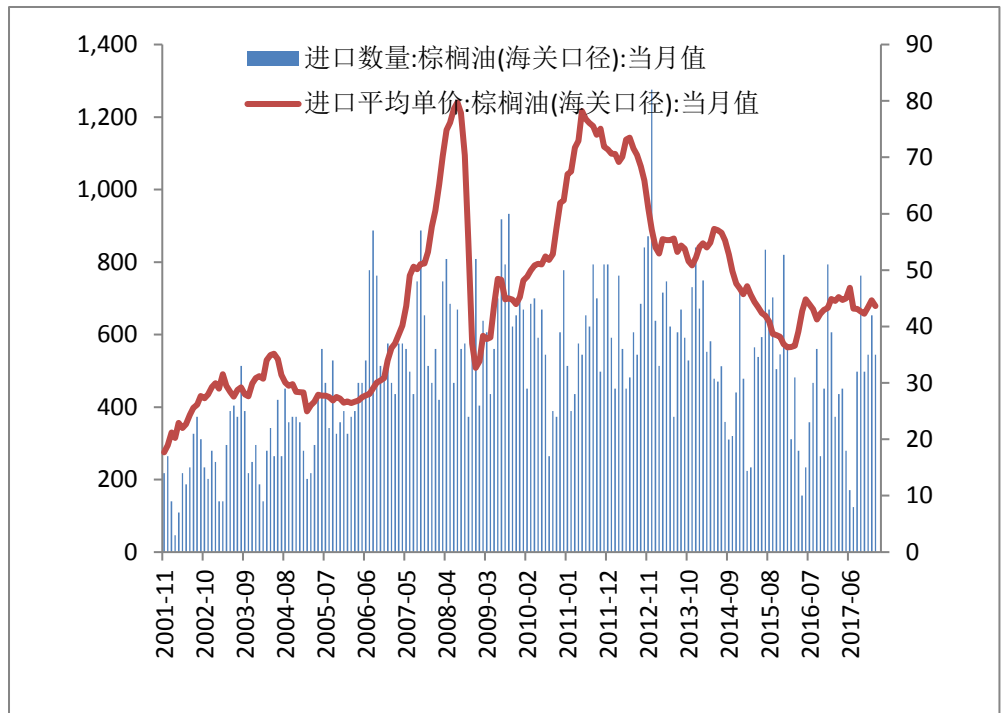


数据来源: 兴证期货研发部

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

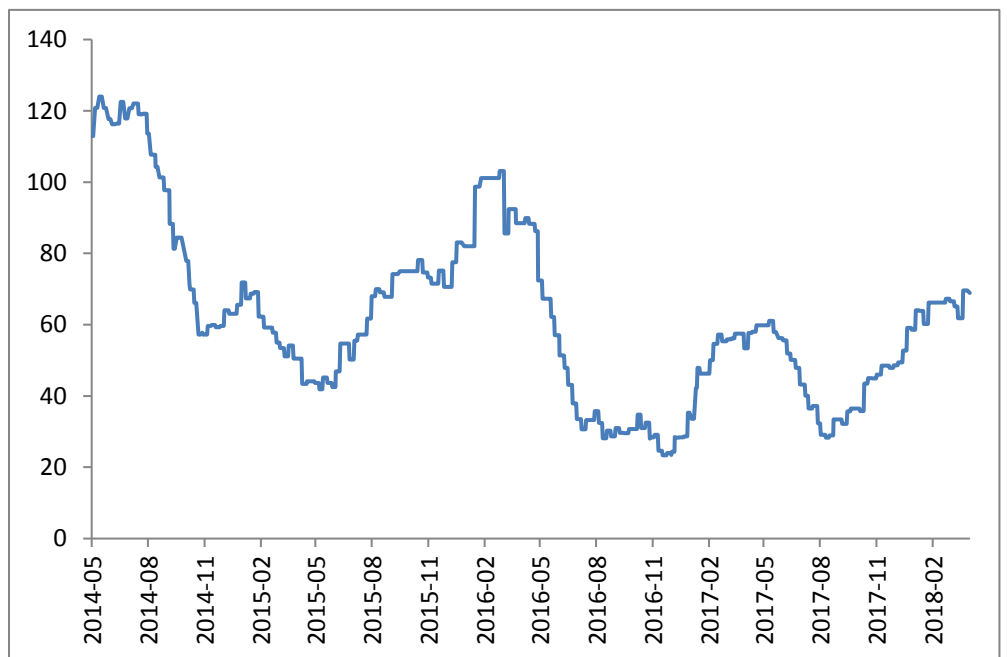
图 3：棕榈油进口及价格



数据来源：Wind，兴证期货研发部

如图所示，2 月我国棕榈油的进口环比减少，为 24 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。

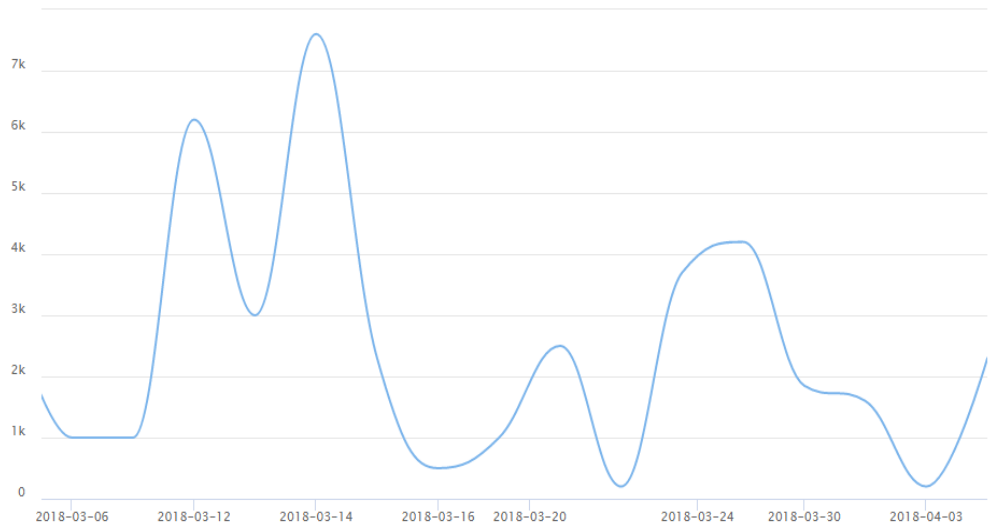
图 4：国内棕榈油港口库存



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 69 吨。

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，国内棕榈油成有所起色。如图 5 所示，本周棕榈油的现货成交小幅反弹。从棕榈油的成交价格来看，广州棕榈油的价格 5300 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 5290 元/吨，5 月进口成本 5310 元，现货消费在 5300 元，每吨小幅盈利 10 元。远月印尼的棕榈油进口完税成本为 5280 元，较期货每吨升水 130 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	4月	662.5	-02.50	20	682.5	5290	(华南)
		662.5	-02.50	25	687.5	5330	(华东)
		662.5	-02.50	28	690.5	5350	(华北)
	5/6月	665	0.00	20	685	5310	(华南)
		665	0.00	25	690	5350	(华东)
		665	0.00	28	693	5370	(华北)
	7/8/9月	662.5	0.00	20	682.5	5290	(华南)
		662.5	0.00	25	687.5	5330	(华东)
		662.5	0.00	28	690.5	5350	(华北)
33度棕榈油	4月	662.5	-02.50	25	687.5	5330	(华东)
	5/6月	665	0.00	25	690	5350	(华东)
	7/8/9月	662.5	0.00	25	687.5	5330	(华东)
44度棕榈油	4月	665	-02.50	25	690	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；由于目前中美贸易战带动豆类油脂上涨，棕榈油价格也将大幅走高，建议投资者少量做多。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

日线图看，豆油主力合约偏强，建议投资者少量做多。

图 1：豆油 1809 日线



数据来源：兴证期货研发部

2.2 棕榈油

由技术看，棕榈油区间震荡走高，建议投资者少量做多。

图 2：棕榈油 1809 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。