

利多浮现，油脂震荡反弹

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5月11日星期五

内容提要

● 行情回顾

豆油本周维持低位震荡反弹行情。中美贸易谈判并未有实质性进展，结果的不确定性给豆类油脂价格带来很大变数；美豆国内压榨数据利好，但出口销售数据较差，导致市场对需求减弱的担忧；美国农业部5月报将阿根廷大豆产量由4000万吨下调到3900万吨，可能继续调低至3700--3800万吨，对价格中性偏多；国内豆油的库存维持高位震荡走低；油厂大豆压榨利润较好，但由于豆粕胀库，导致油厂的开工率逐低于正常；马来西亚棕榈油4月产量同比小幅增加但低于预期，出口放缓，期末库存降幅高于预期。综合来看，目前油脂价格维持区间震荡概率较大。

● 后市展望及策略建议

中美贸易战的谈判并未有实质性结果，对豆类油脂影响较大，需密切关注；美豆出口放缓导致市场对需求担忧，南美大豆方面阿根廷继续存在减产预期，将支撑豆油价格；棕榈油方面，马来4月的产量回升、出口转弱，期末库存可能增加给价格带来压力；整体油脂可能维持区间震荡行情。

1. 油脂基本面

1.1 豆油基本面

1.1.1 中美贸易谈判需持续关注

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。

5月3日到4日，美国总统特使、财政部长姆努钦将率美方代表团访华。中共中央政治局委员、国务院副总理刘鹤将与美方代表团就共同关心的中美经贸问题交换意见。贸易谈判并未有实质性结果，对豆类油脂的影响较大。5月14日，国务院副总理刘鹤将赴美继续就贸易谈判进行磋商。

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，导致两败俱伤的结局。

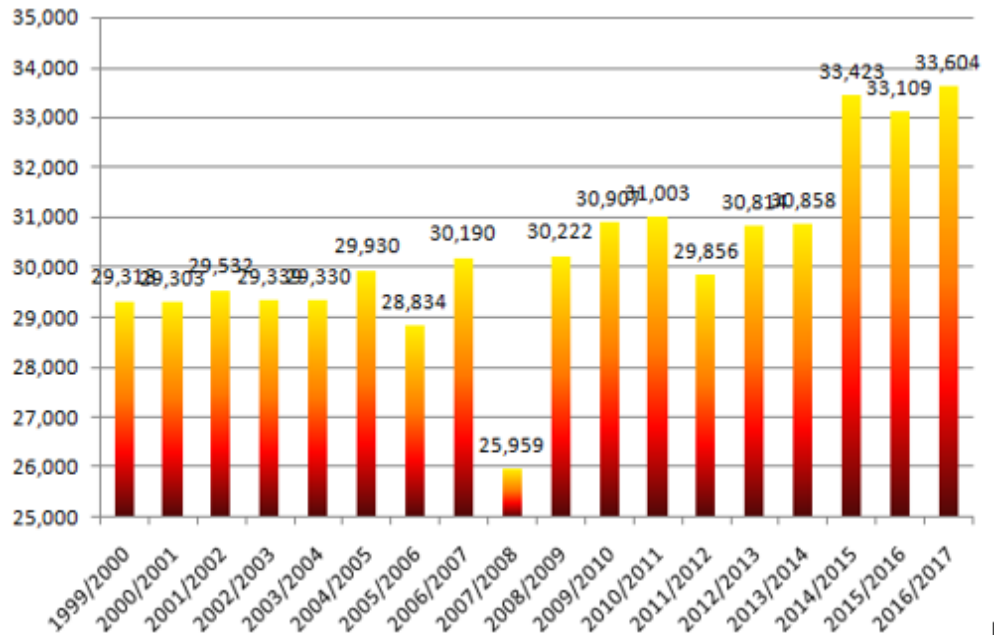
1.1.2 美农业部5月报告偏多

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5月月报显示，美豆新作播种面积8900万英亩（上年9010），单产48.5蒲（上年49.1），产量42.80亿蒲（上年43.92），出口22.9亿蒲，期末4.15亿蒲（预期5.35）；陈豆出口维持20.65亿蒲不变，压榨19.9亿蒲（上月19.7），期末5.3亿蒲（上月5.5，预期5.4）；巴西产量11700万吨（上月11500、去年11410），阿根廷产量3900万吨（上月4000、预期3869、去年5780）。美豆陈作出口维持不变但压榨调高，新豆出口量远高于预期，导致陈豆与新豆结转库存均低于预期，报告略偏多。

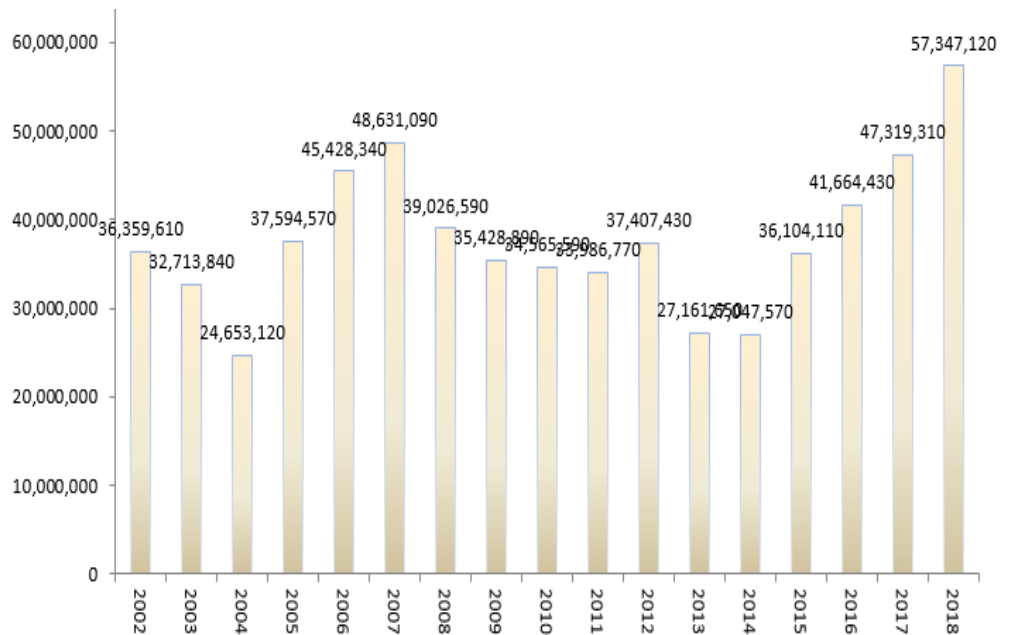
季度库存报告显示，2018年3月1日美国所有部位的大豆库存为5735万吨，比2017年3月1日的4732万吨高出1003万吨。如下图所示，美豆的季度库存数据维持季节性的最高水平。

图 1：美豆收割面积



数据来源：兴证期货研发部、USDA

图 2：美豆季度库存

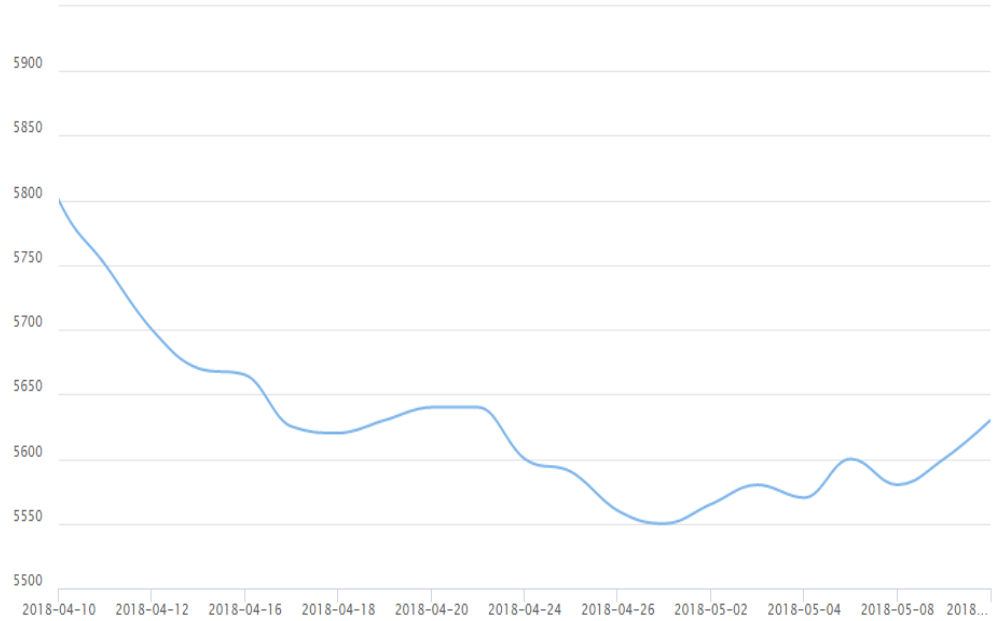


数据来源：兴证期货研发部、USDA

1.1.2 价格维持震荡反弹

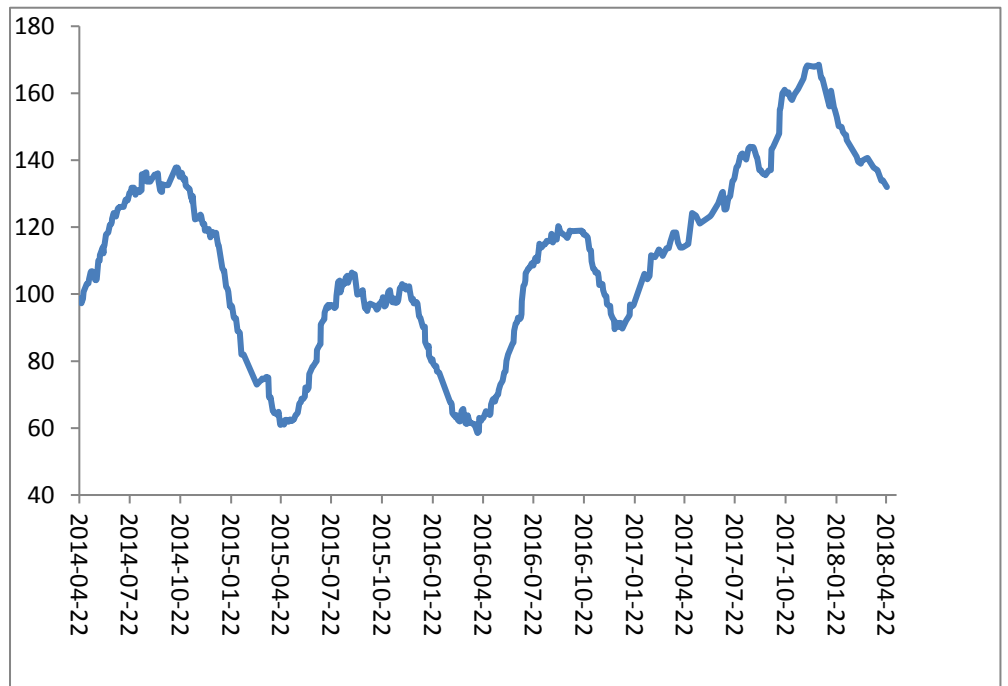
从豆油的成交来看，我国豆油的成交价格出现低位反弹，四级豆油维持 5570--5680 元/吨的区间小幅震荡；成交量本周维持震荡走高。目前，广州地区一级豆油的成交价格到 5720 元/吨，四级豆油的价格为 5620 元/吨，维持低位震荡反弹。

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，目前进入消费淡季，油厂开工率恢复正常水平，豆油的库存维持高位震荡；豆油的期末库存维持高位震荡走低，目前为 132 万吨。

1.1.3 5 月进口量增加、大豆库存维持高位

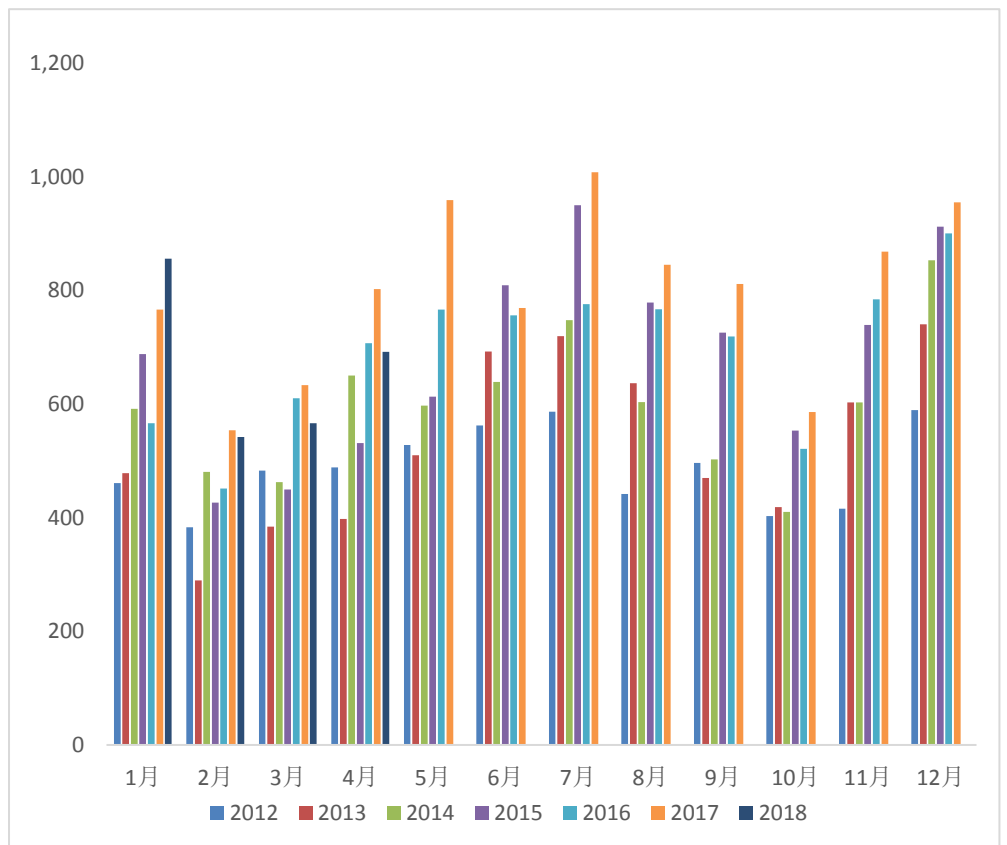
据全面调查显示，2018 年 5 月份国内各港口进口大豆预报到港 141 船 904 万吨，高于 4 月的 800 万吨，低于去年 5 月同期进口量。

图 5：2018 年 5 月大豆进口量

2018年5月	进口量	船数
东北地区	71.3	11
华北地区	132.8	21
山东地区	209.6	32.5
华东地区	288.1	44.5
福建地区	43	7
广东地区	90.9	14
广西地区	68.5	11
全国总计	904.2	141

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

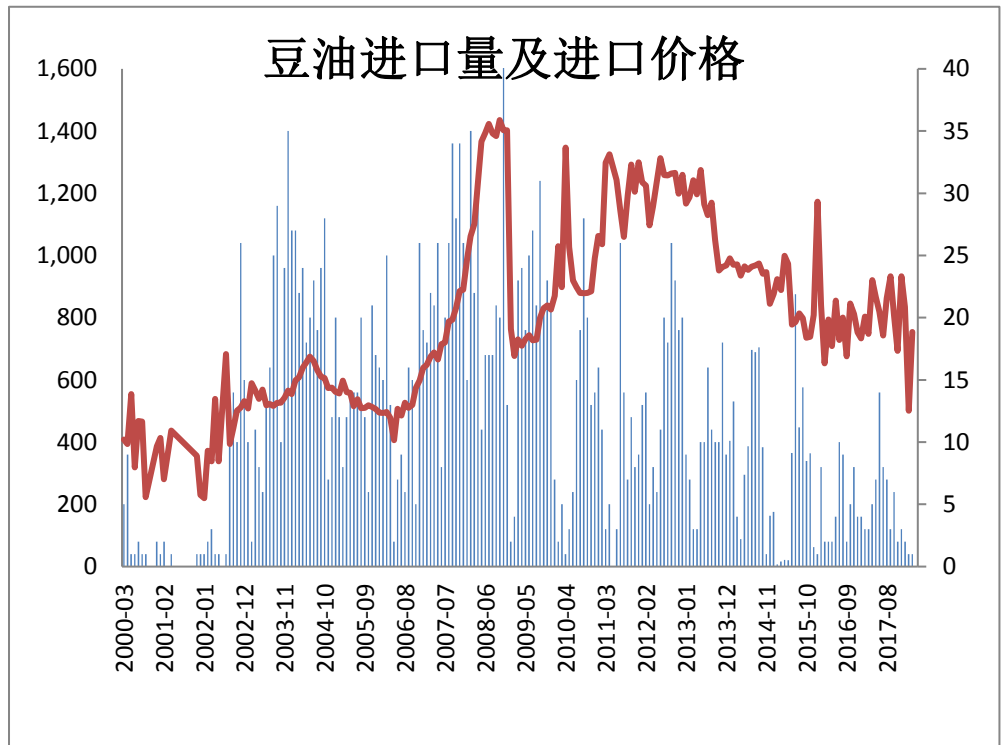
图 6：大豆进口量



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 420 美元，目前维持在低位震荡。4 月大豆的进口成本出现了小幅反弹，目前维持在 433 美元/吨左右。

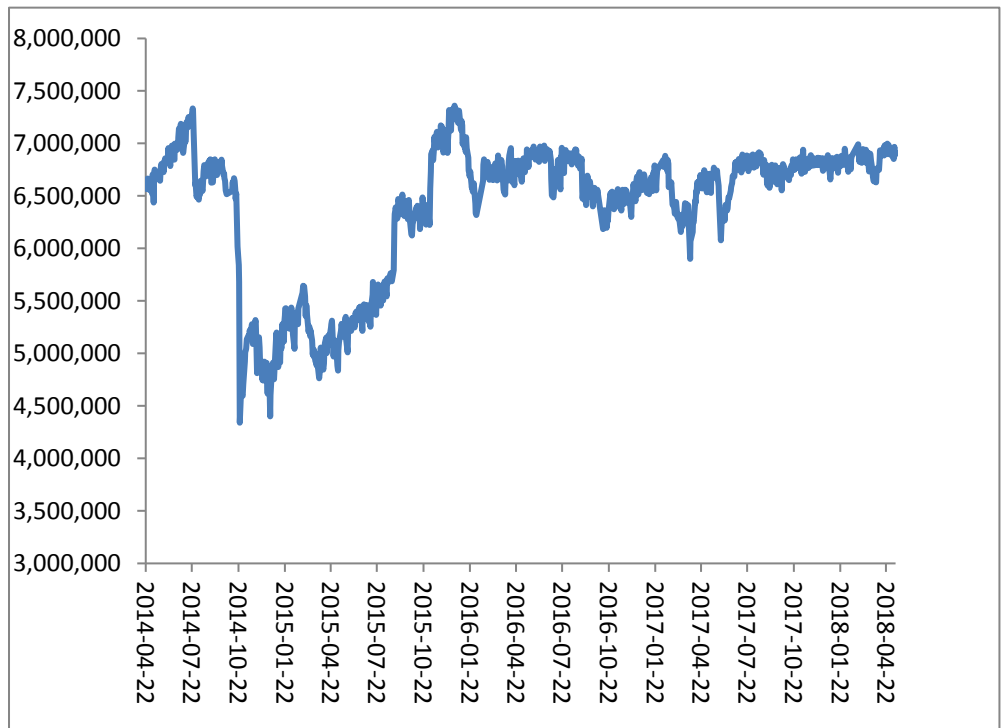
图 7：大豆进口量及 CNF 均价



数据来源：Wind，兴证期货研发部

目前国内大豆库存为 691 万吨,略低于上一周的水平,维持在历史的高位区间, 近期油厂开机率正常偏低, 主要由于豆粕胀库停机所致。

图 8：国内大豆库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

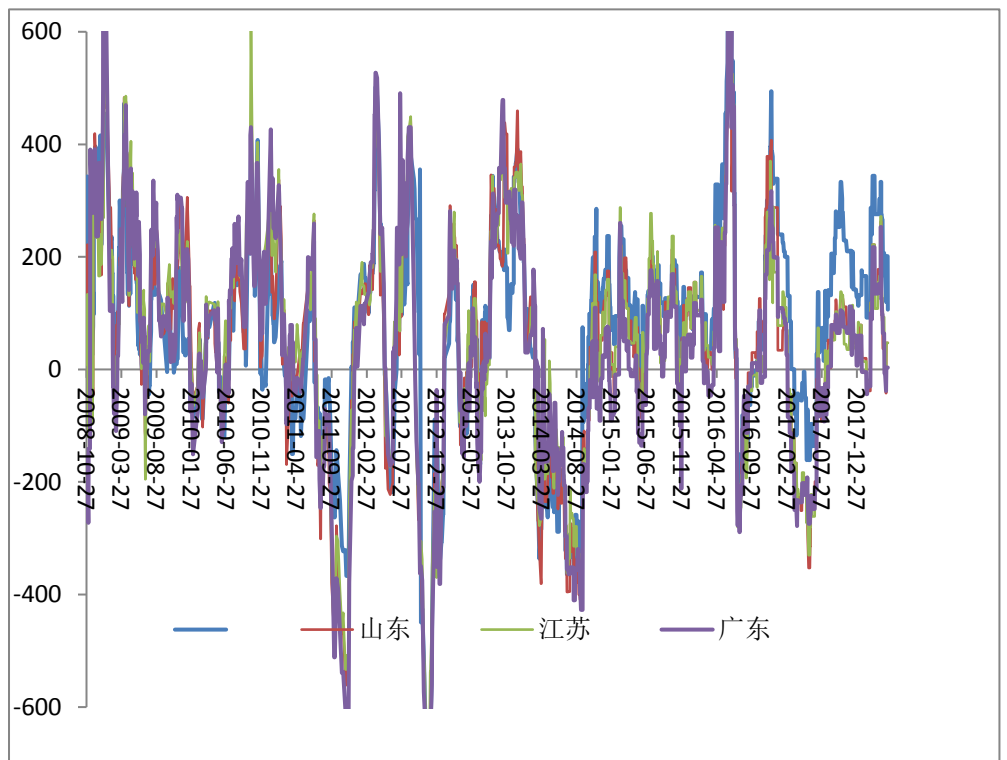
图 9：大豆压榨利润

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	5月	1021.25	446	3269	3085	5842	294	-15	3013	5630	196
	6/7月	1021.25	445	3270	3085	5842	293	-16	3013	5630	195
	8月	1031	450	3306	3133	5976	320	-24	3013	5630	159
	10月	1031	448	3295	3133	5976	331	-23	3013	5630	170
	11月	1031	449	3301	3133	5976	325	-24	3013	5630	164
美西大豆	5月	1021.25	432	3171	3085	5842	392	-16	3013	5630	294
	6/7月	1021.25	432	3176	3085	5842	387	-16	3013	5630	289
巴西大豆	5月	1021.25	440	3229	3085	5842	392	-16	3013	5630	292
	6月	1021.25	442	3243	3085	5842	378	-17	3013	5630	278
	7月	1021.25	451	3320	3085	5842	301	-17	3013	5630	201
	8月	1021.25	457	3359	3085	5842	262	-16	3013	5630	162
阿根廷大豆	5月	1021.25	452	3312	3085	5842	192	-16	3013	5630	97
	6月	1021.25	456	3345	3085	5842	159	-17	3013	5630	64
	7月	1021.25	461	3389	3085	5842	115	-15	3013	5630	20

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同样也高，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，油厂开工率偏低，主要由于豆粕胀库停产所致；豆油的供应压力将显现，市场交投一般，下游企业采购正常，不利豆油价格。

综合来看，中美贸易谈判并未有实质性结果，后期谈判还将对价格有很大影响；南美方面，阿根廷天气炒作持续，继续调减产量，对豆价有支撑；国内油厂压榨利润维持高位，开工率暂时有所下降，供应压力有所缓解，建议投资者区间震荡对待。

1.2 棕榈油基本面

1.2.1 马来棕榈油库存低于预期

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
2017/03	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%
2018/03	1,573,957	2,323,458	1,565,317	7.5%	49.5%
2018/04	1,558,337	2,174,243	1,541,432	0.7%	35.9%

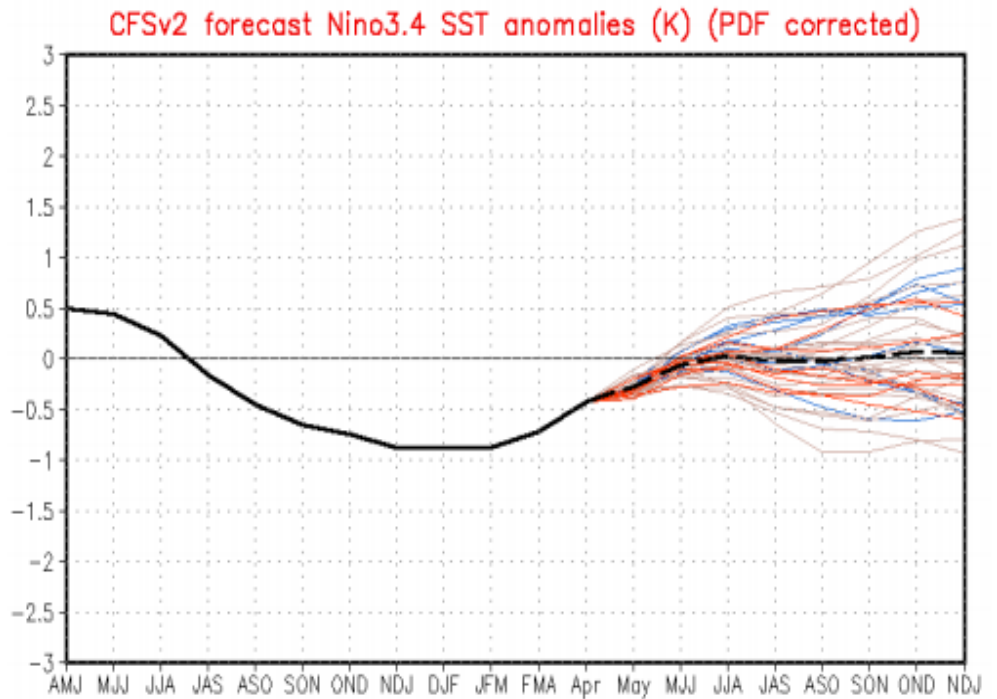
数据来源：兴证期货研发部

5月10日，马来西亚棕榈油局公布4月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚4月棕榈油的产量为155.8万吨，低于3月的157.4万吨，同比增加0.7%，低于市场预期；4月开始，马来西亚棕榈油进入到增产周期；马来西亚棕榈油的出口数据为154.1万吨，环比出现小幅减少，较3月的156.5万吨出现小幅减少。马来西亚棕榈油的期末库存为217.4万吨，较3月的库存大幅下降，同比增加35.9%。本次报告的产量低于预期，出口高于预期，库存降幅超出预期，报告偏多。

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。

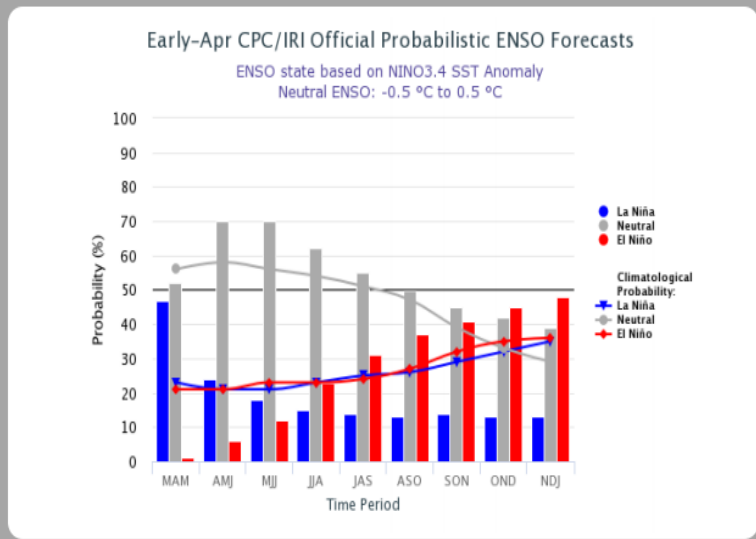
图 1: 天气预测模型



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 April-May, with ENSO-neutral favored (greater than 50%) through Northern Hemisphere summer 2018.

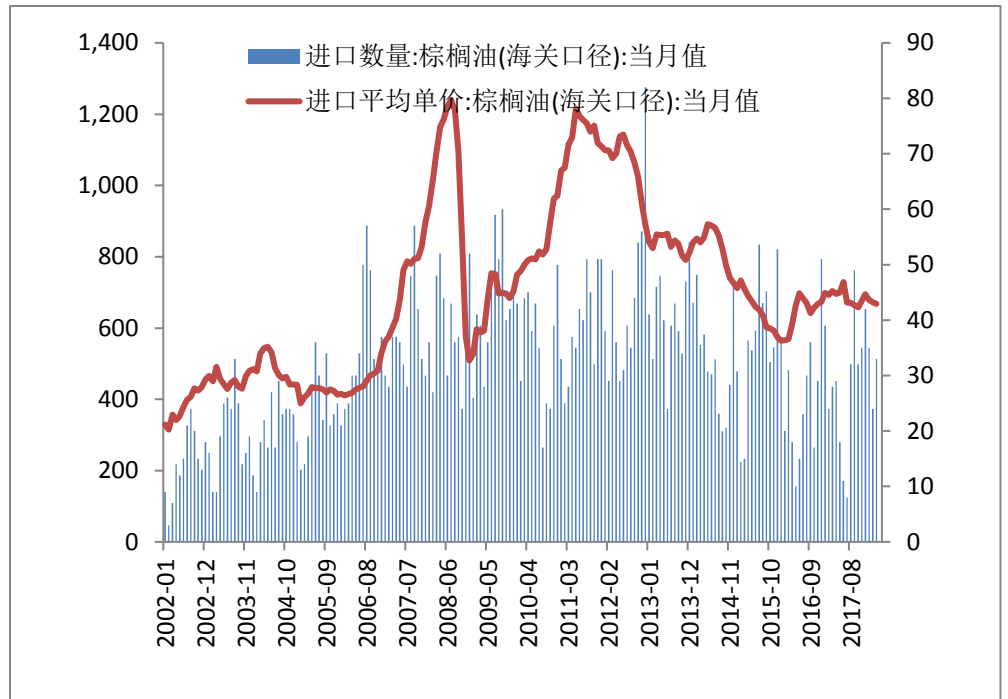


数据来源: 兴证期货研发部

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。目前产量情况看东南亚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

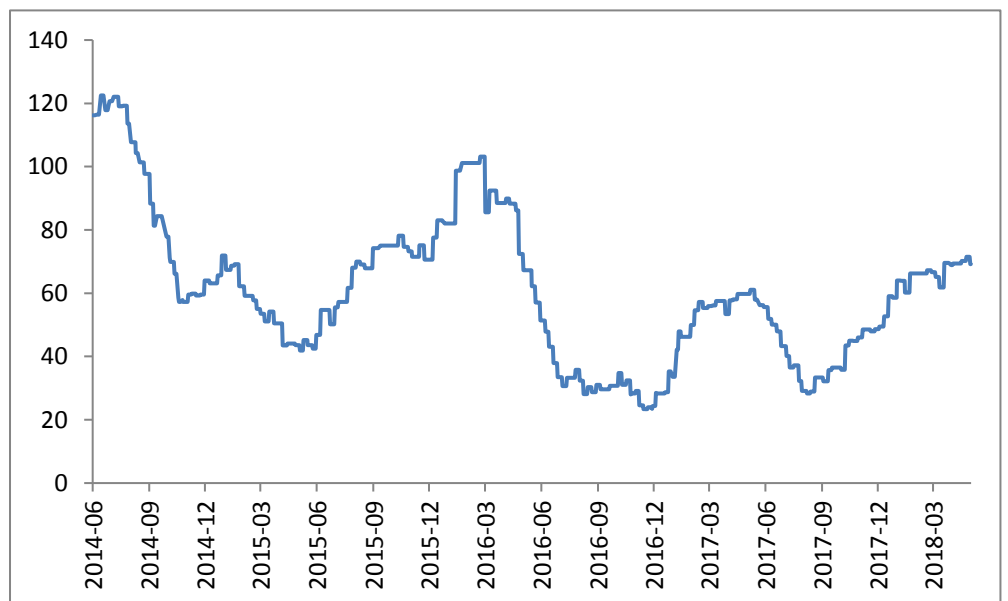
图 3：棕榈油进口及价格



数据来源：Wind，兴证期货研发部

如图所示，3 月我国棕榈油的进口环比增加，为 33 万吨，也高于去年同期的 28 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高位震荡。

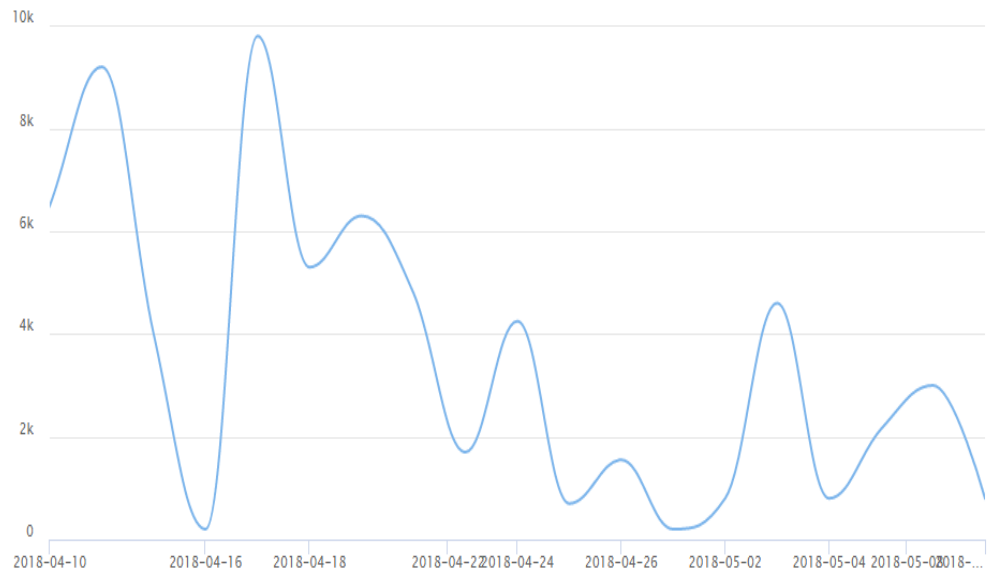
图 4：国内棕榈油港口库存



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 8 月的 28 万吨出现大幅增加，目前商业库存为 69.5 万吨。

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，国内棕榈油成交有所减少。如图 5 所示，本周棕榈油的现货成交维持低位。从棕榈油的成交价格来看，广州棕榈油的价格 5080-5200 元附近。

1.2.4 进口出现小幅盈利

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 5060 元/吨，现货消费在 5080 元，每吨小幅盈利 20 元。远月印尼的棕榈油进口完税成本为 5070 元，较现货每吨贴水 10 元；从进口贸易的角度来看，进口的棕榈油出现一定盈利。

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	5月	635	0.00	20	655	5060	(华南)
		635	0.00	25	660	5100	(华东)
		635	0.00	28	663	5130	(华北)
	6月	632.5	0.00	20	652.5	5050	(华南)
		632.5	0.00	25	657.5	5080	(华东)
		632.5	0.00	28	660.5	5110	(华北)
	7/8/9月	632.5	+02.50	20	652.5	5050	(华南)
		632.5	+02.50	25	657.5	5080	(华东)
		632.5	+02.50	28	660.5	5110	(华北)
	10/11/12月	632.5	+02.50	20	652.5	5050	(华南)
		632.5	+02.50	25	657.5	5080	(华东)
		632.5	+02.50	28	660.5	5110	(华北)
33度棕榈油	5月	635	0.00	25	660	5100	(华东)
	6月	632.5	0.00	25	657.5	5080	(华东)
	7/8/9月	632.5	+02.50	25	657.5	5080	(华东)
	10/11/12月	632.5	+02.50	25	657.5	5080	(华东)
44度棕榈油	5月	620	0.00	25	645	4670	(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；但4月数据产量不及预期，对价格利多，后期还需持续关注产量变动；随着棕榈油进口增加，库存将会继续震荡走高，棕榈油价格存在压力，维持区间震荡概率较大。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

日线图看，豆油主力合约低位震荡反弹，建议投资者区间震荡对待。

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，棕榈油震荡反弹，建议投资者区间震荡对待。

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。