

库存保持高位，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

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9月9日星期日

内容提要

● 行情回顾

豆油本周维持区间弱势震荡反弹行情。中美贸易战导致市场预期后期进口美豆成本大幅增加，但进口豆油的数量增加可能压制价格。国内豆类油脂下游消费受节假日备货有所好转，但库存仍旧维持高位水平；美豆出口销售数据大幅放缓，中长期大量库存需要消化。美国农业部8月报预测美新豆供应超出预期，给市场价格带来很大打压。近期的调研显示美豆单产存在继续走高可能，对大豆价格压力较大。国内油厂大豆压榨利润尚可，油厂的开工率逐低于正常；马来西亚棕榈油7月产量低于市场预期，出口增加不明显，期末库存增加低于预期。油脂供求宽松，短期可能维持区间震荡。

● 后市展望及策略建议

中美贸易战对中长期对豆类油脂价格利多；美豆出口不及预期，库存消化仍需要时日，南美大豆方面阿根廷大豆减产利多，但全球大豆供应仍旧宽裕；棕榈油方面，马来西亚8月的产量预期大幅增加、出口有所恢复，期末库存维持震荡走高对价格利空；整体油脂供求宽松维持，油脂价格维持区间震荡。

1. 油脂基本面

1.1 豆油基本面

1.1.1 中美贸易战持续

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，国务院副总理刘鹤赴美继续就贸易谈判进行磋商。

6月15日，美国公布中国商品征税清单。中国政府同样公布对美国进口商品加征25%关税的公告，针锋相对，由于清单中包括美豆，因此毫无疑问会大幅提高进口大豆的成本，因此，预期将刺激国内豆类油脂价格上涨。

7月6日，中美双方正式对部分进口商品加征关税25%，毫无疑问会大幅提高进口大豆的成本。

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。

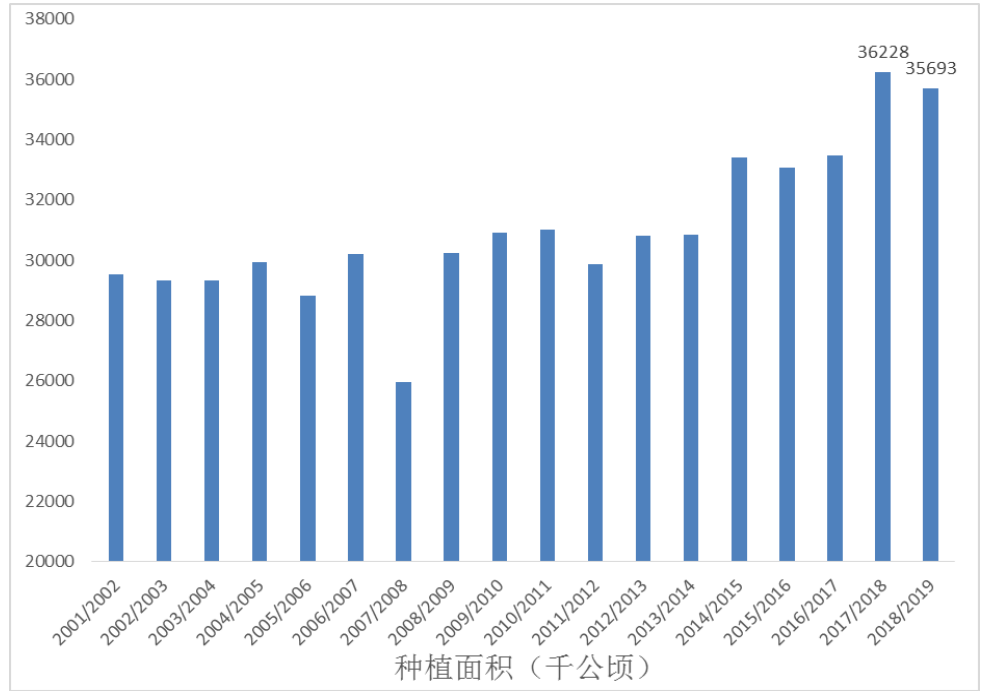
1.1.2 美农业部8月报告大幅利空

美国农业部8月月报显示，美新豆播种面积维持8960万英亩不变，单产51.6蒲（上月48.5，上年49.1），产量45.86亿蒲（上月43.10，上年43.92），出口20.60亿蒲（上月20.40，上年21.10），压榨20.60亿蒲（上月20.45，上年20.40），期末7.85亿蒲（预期6.41，上月5.80，上年4.30）；巴西新豆产量维持上月预测值12050万吨不变，阿根廷新豆产量维持上月5700万吨不变。美新豆单产及产量均大幅上调，期末库存还是大增至7.85亿蒲，远高于预期，中国进口维持9500万吨不变。本次报告利空。最近，从部分调研机构的情况看，美国大豆单产可能存在小幅调高的可能，对价格压力仍旧较大。

从天气的角度看，美豆的天气有利于大豆生长且优良率维持高位，尽管近期的干旱导致优良率有所下降，但本次美国农业部报告公布的美豆实地调研单产水平大幅提高，超出市场预期，打破了市场预期美国农业部将逐步调高单产的预期，本次报告上调幅度过大，利空情绪较浓，会导致美豆价格大幅走低。国内方面，由于受到外盘利空因素的影响，豆粕和豆油的价格可能大幅下挫，建议多单暂时离场。

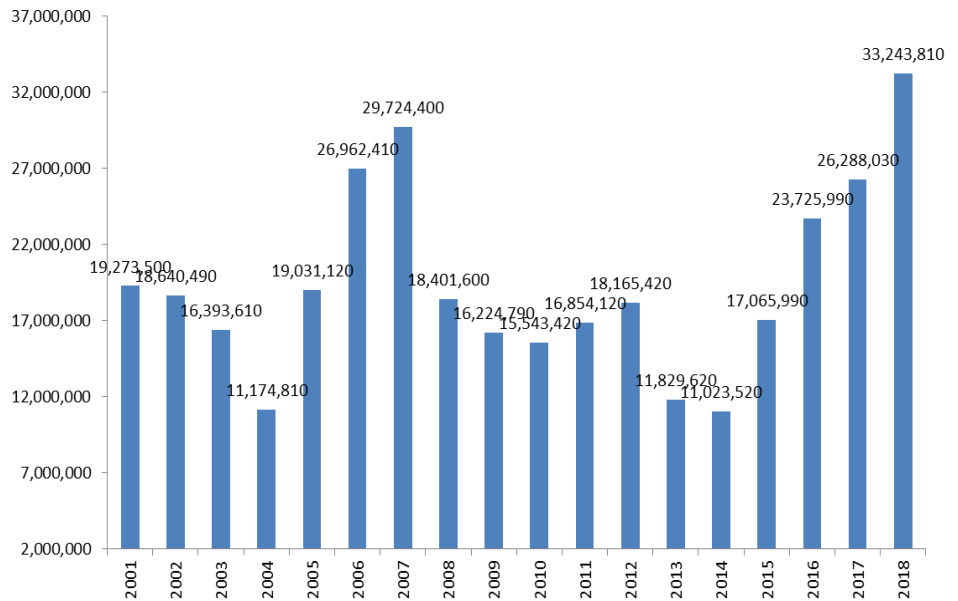
季度库存报告显示，2018年6月1日美国所有部位的大豆库存为3324万吨，比2017年6月1日的2628万吨高出606万吨，比上年同期高出26%，并持续创出历史新高。尽管中国大豆进口强劲，但由于中美贸易战关系，出口进度大幅放缓，美国农业部甚至调低了美豆出口数据，因此，美豆库存的压力非常大，对价格有很大的压力。

图 1: 美豆收割面积



数据来源：兴证期货研发部、USDA

图 2: 美豆季度库存

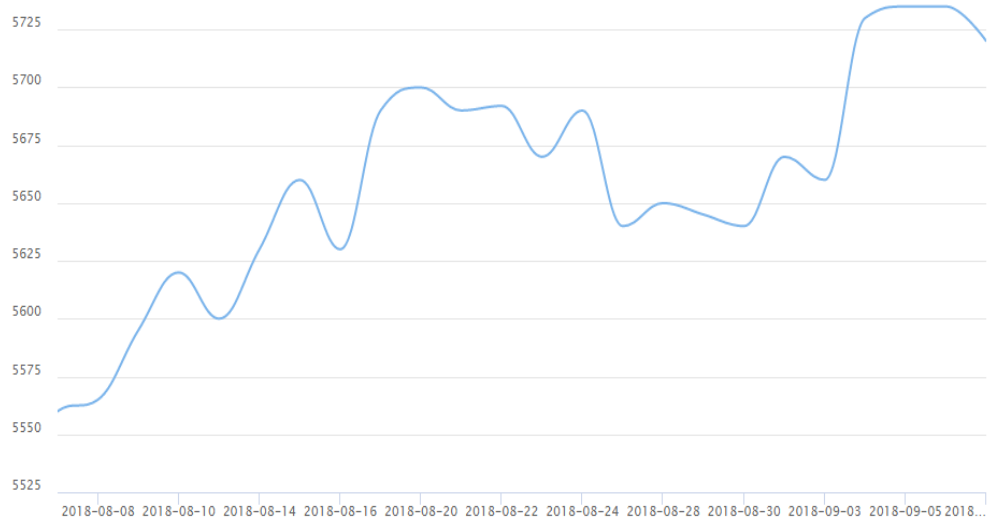


数据来源：兴证期货研发部、USDA

1.1.2 价格低位震荡反弹

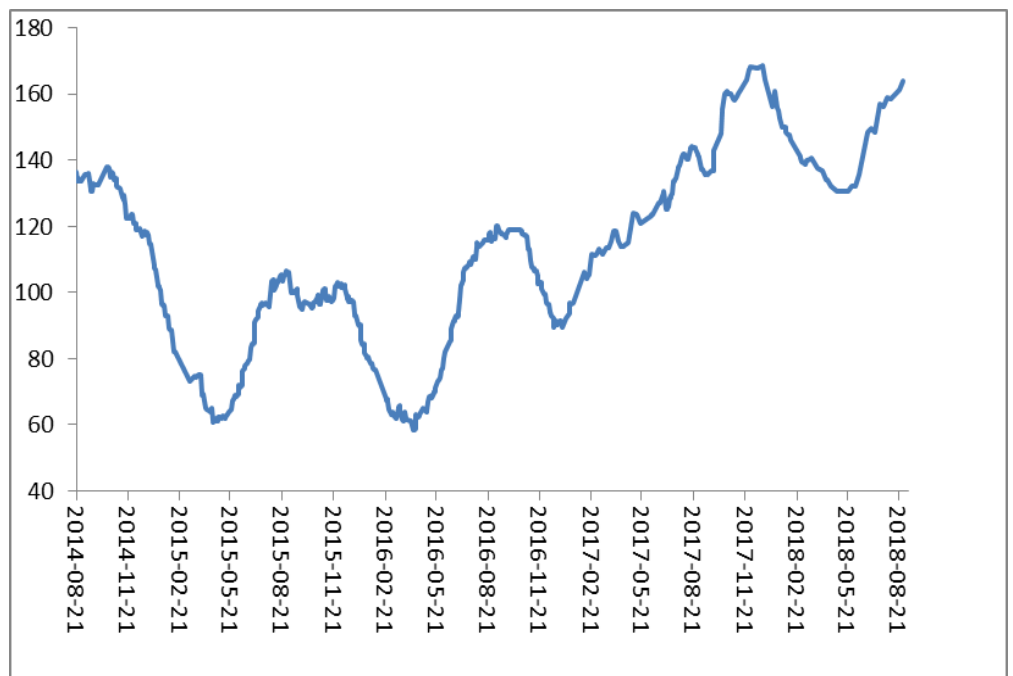
从豆油的成交来看，我国豆油的成交价格出现低位震荡反弹，一级豆油维持 5650--5750 元/吨的区间震荡；成交量本周维持小幅震荡反弹。目前，广州地区一级豆油的成交价格到 5700-5750 元/吨，维持区间震荡。

图 3：国内一级豆油成交价格反弹



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

供求来看，目前节假日备货对豆油需求有所拉动，油厂开工率近期下滑严重，低于正常水平，豆油的库存维持震荡反弹；豆油的期末库存目前为 163 万吨，基本维持历史高位。

1.1.3 8月进口量下降、大豆库存维持高位

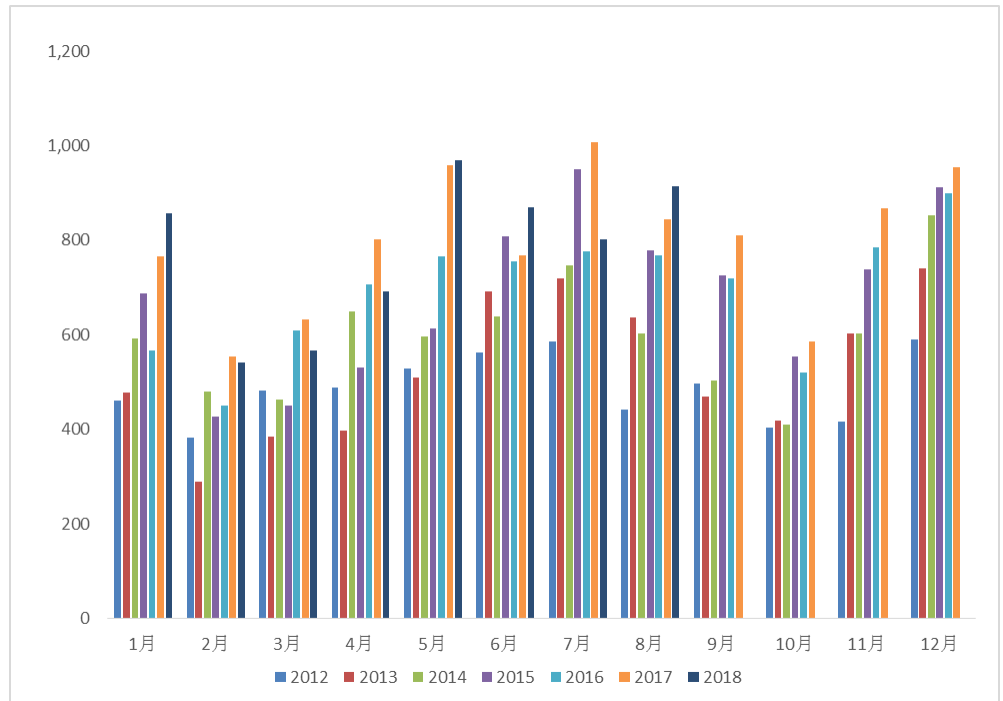
据全面调查显示, 2018年9月份国内各港口进口大豆预报到港 120 船 762 万吨, 低于8月的 915 万吨, 也低于去年9月同期进口量 822 万吨。

图 5: 2018年9月大豆进口量

2018年9月	进口量	船数
东北地区	51.5	8
华北地区	81	13
山东地区	152.4	23.5
华东地区	218.5	34.5
福建地区	47.5	7.5
广东地区	110.8	17
广西地区	100.3	16
全国总计	762	120

数据来源: 兴证期货研发部、天下粮仓

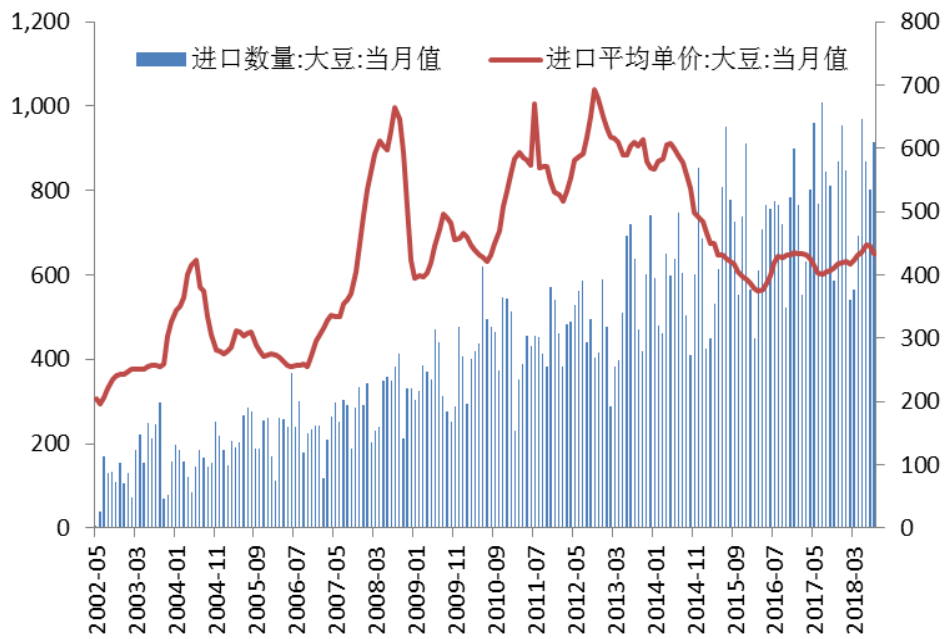
图 6: 大豆进口量



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 415 美元, 目前维持低位震荡。8月大豆的进口成本出现了小幅下跌, 目前维持在 415 美元/吨左右。

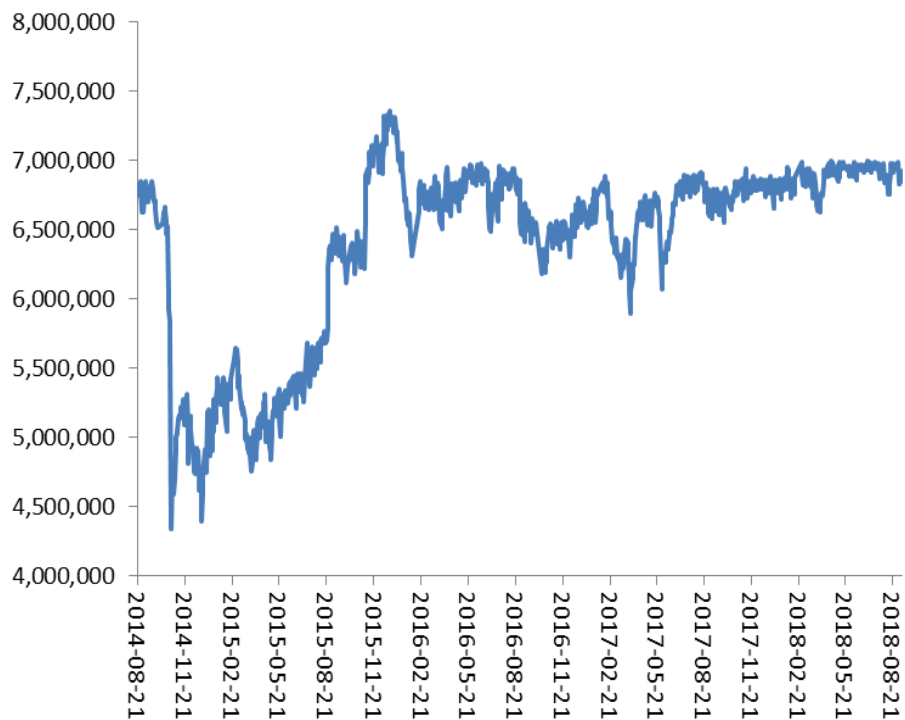
图 7：大豆进口量及 CNF 均价



数据来源：Wind，兴证期货研发部

目前国内大豆库存为 693 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

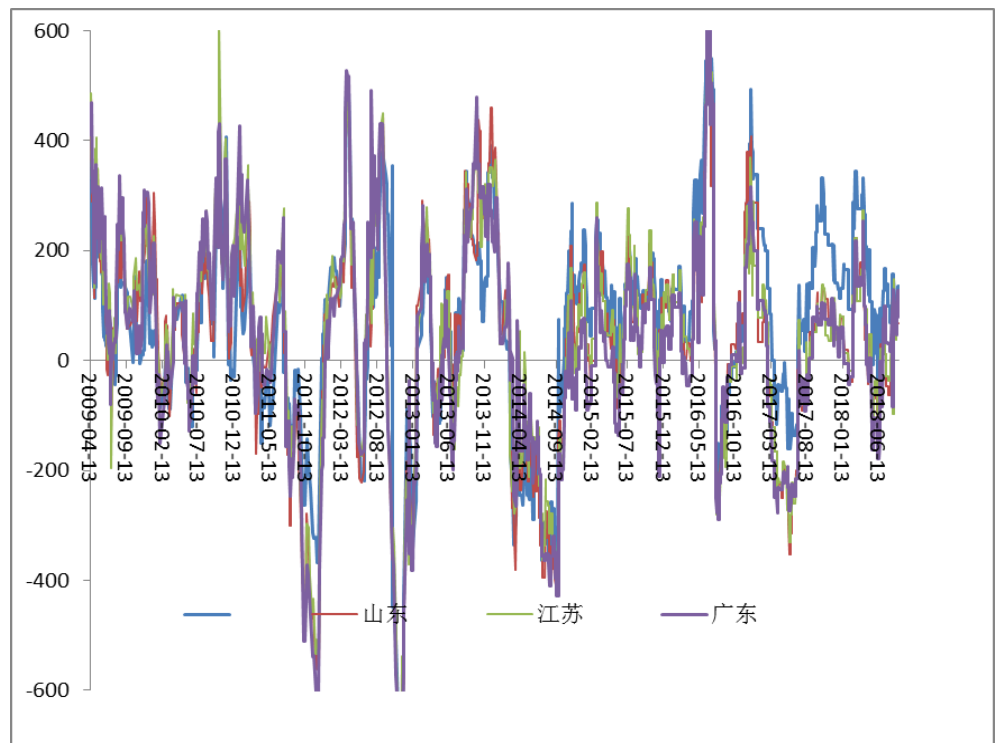
图 9：大豆压榨利润

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 毛利	涨跌	豆粕 现货	豆油 现货	现货 榨利
美湾大豆	9月	839.25	359	3538	3122	5860	42	5	3202	5635	62
	10月	839.25	359	3540	3122	5860	40	5	3202	5635	60
	11月	839.25	360	3562	3122	5860	18	-3	3202	5635	38
	12月	852.25	366	3619	3122	5860	-39	3	3202	5635	-19
美西大豆	9月	839.25	347	3423	3122	5860	157	-12	3202	5635	177
	10月	839.25	351	3468	3122	5860	112	-17	3202	5635	132
	11月	839.25	351	3468	3122	5860	112	-13	3202	5635	132
巴西大豆	9月	839.25	422	3355	3122	5860	283	11	3202	5635	302
	10月	839.25	424	3374	3122	5860	264	19	3202	5635	283
	11月	839.25	426	3392	3122	5860	246	32	3202	5635	265
	2019年2月	865.25	397	3173	2776	5830	186	-9	3202	5635	484
	2019年3月	865.25	389	3110	2776	5830	249	-9	3202	5635	547
	2019年4/5月	877	388	3107	2776	5830	252	-10	3202	5635	550
阿根廷大豆	9月	839.25	413	3281	3122	5860	240	6	3202	5635	263
	2019年5月	887.25	383	3063	2755	5928	180	-13	3202	5635	481

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大幅下降；巴西和阿根廷大豆进口压榨利润较好，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 消费需求有所好转

从食用需求的角度看，目前处于油脂消费旺季，中秋节和国庆节备货利于需求，油厂开工率本周有所下降；豆油的供应压力有所减小，市场交投有所增加，下游企业采购正常。

综合来看，中美贸易将大幅增加油脂进口成本，远期对豆类油脂价格利多；南美方面，阿根廷减产，但巴西产量相对较大；美国农业部报告大幅利空，后期对豆油价格压力较大，国内油厂压榨利润维持一定水平，开工率有所下降，供应压力有所缓解，但整体宽松状态不变，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
2017/07	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%
2018/05	1,525,405	2,170,431	1,290,601	-7.8%	39.3%
2018/06	1,332,705	2,188,660	1,129,088	-12.0%	43.3%
2018/07	1,503,220	2,214,565	1,205,813	-17.7%	24.1%

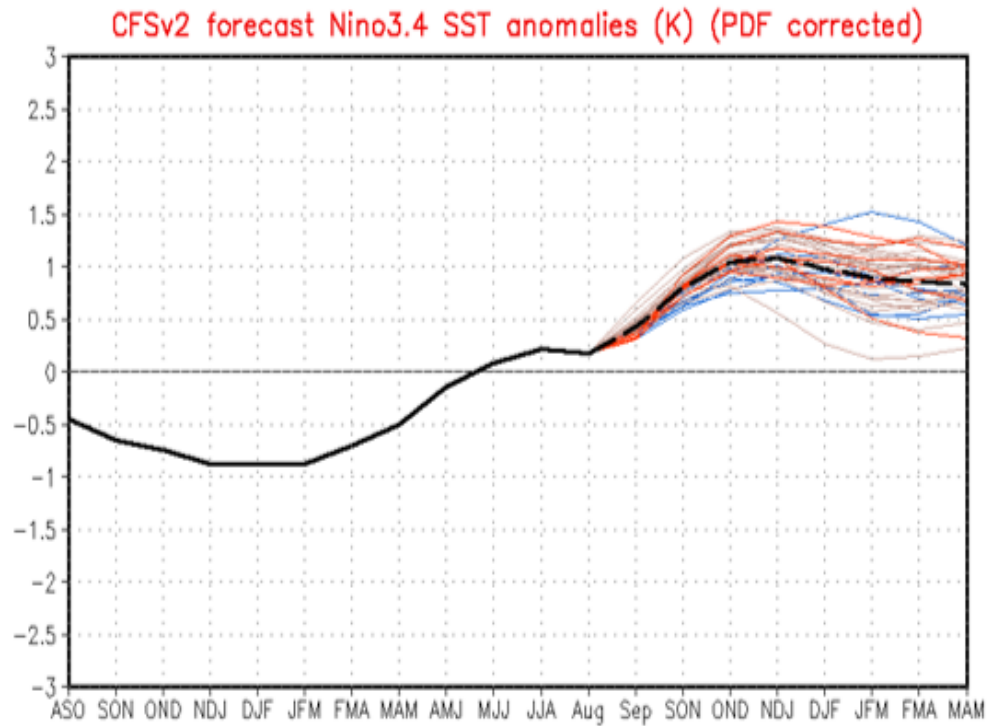
数据来源：兴证期货研发部

8月10日，马来西亚棕榈油局公布7月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚7月棕榈油的产量为150.3万吨，高于6月的133.2万吨，同比减少17%，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120.5万吨，环比出现大幅减少，较6月的112万吨出现大幅增加。马来西亚棕榈油的期末库存为221万吨，较6月的库存小幅增加，同比增加24.1%。本次报告的产量低于预期，出口低于预期，库存增幅低于预期，报告中性偏多。

1.2.2 气候维持中性

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，目前全球气候维持中性，但到2018年冬季厄尔尼诺气候出现的概率达到70%。

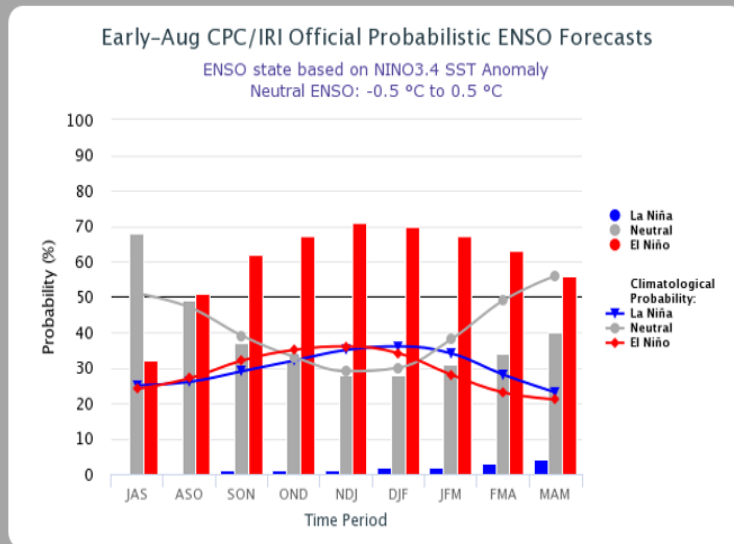
图 1: 天气预测模型



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 2: 天气预测模型

ENSO-neutral is favored through July-September 2018, with El Niño favored thereafter. Chances for El Niño are near 70% during Northern Hemisphere winter 2018-19.

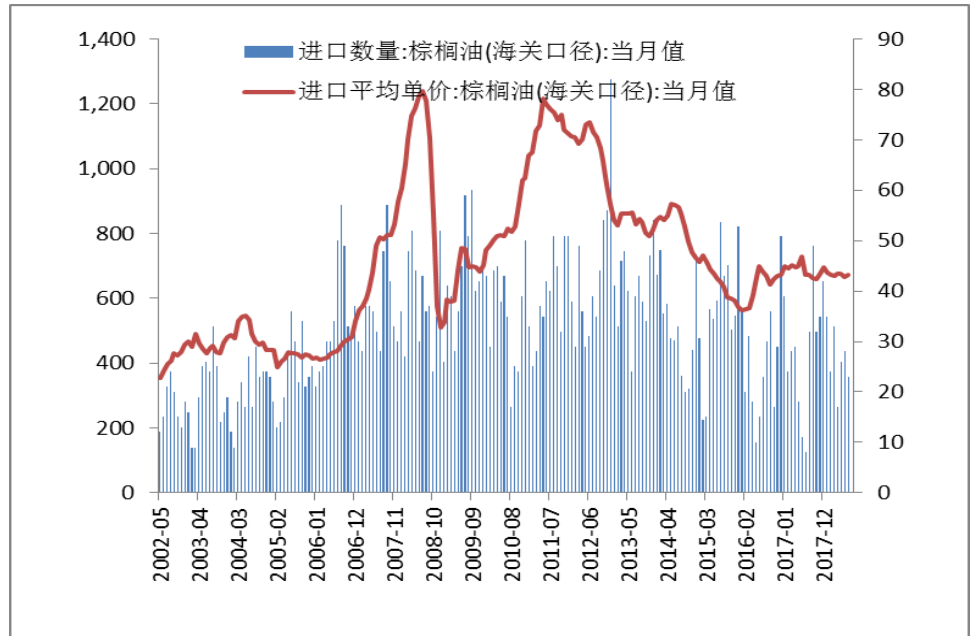


数据来源: 兴证期货研发部

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 棕榈油库存维持震荡走低

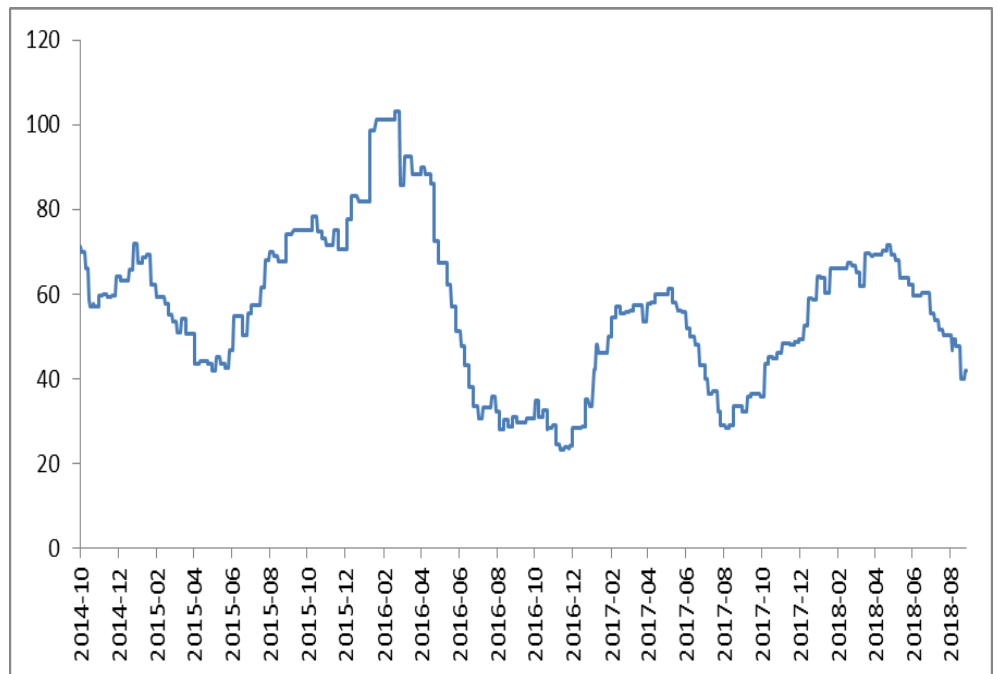
图 3：棕榈油进口及价格



数据来源：Wind，兴证期货研发部

如图所示，7 月我国棕榈油的进口量为 23 万吨，高于去年同期的 8 万吨的进口量。目前棕榈油的进口维持亏损，进口量维持较低水平；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走低。

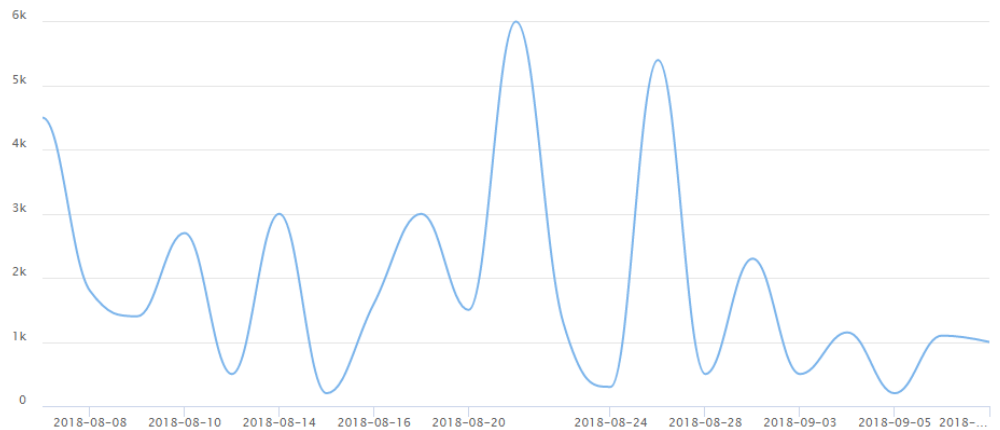
图 4：国内棕榈油港口库存



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 42 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，国内棕榈油成交大幅波动。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 4840-4890 元附近。

1.2.4 进口存在小幅亏损

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 4920 元/吨，现货消费在 4850 元，每吨小幅亏损 70 元。远月印尼的棕榈油进口完税成本为 4880 元，较现货每吨升水 30 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	9月	572.5	-02.50	20	592.5	4920	(华南)
		572.5	-02.50	25	597.5	4960	(华东)
		572.5	-02.50	28	600.5	4990	(华北)
	10月	577.5	0.00	20	597.5	4960	(华南)
		577.5	0.00	25	602.5	5000	(华东)
		577.5	0.00	28	605.5	5030	(华北)
	11/12月	585	-02.50	20	605	5030	(华南)
		585	-02.50	25	610	5070	(华东)
		585	-02.50	28	613	5090	(华北)
1/2/3月	602.5	+02.50	20	622.5	5170	(华南)	
	602.5	+02.50	25	627.5	5210	(华东)	
	602.5	+02.50	28	630.5	5230	(华北)	
33度棕榈油	9月	570	0.00	25	595	4940	(华东)
	10月	575	-02.50	25	600	4980	(华东)
	11/12月	582.5	-02.50	25	607.5	5050	(华东)
	1/2/3月	600	-02.50	25	625	5190	(华东)
44度棕榈油	9月	550	-02.50	25	575	4480	(华东)

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

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；8 月数据产量继续增加，但需求恢复缓慢，对价格利空；受节假日需求增加影响，棕榈油价格有所支撑但整体供求宽松下维持区间震荡格局。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

日线图看，豆油主力合约维持区间震荡，后期可能继续区间震荡，建议投资者暂时观望。

图 1: 豆油 1901 日线

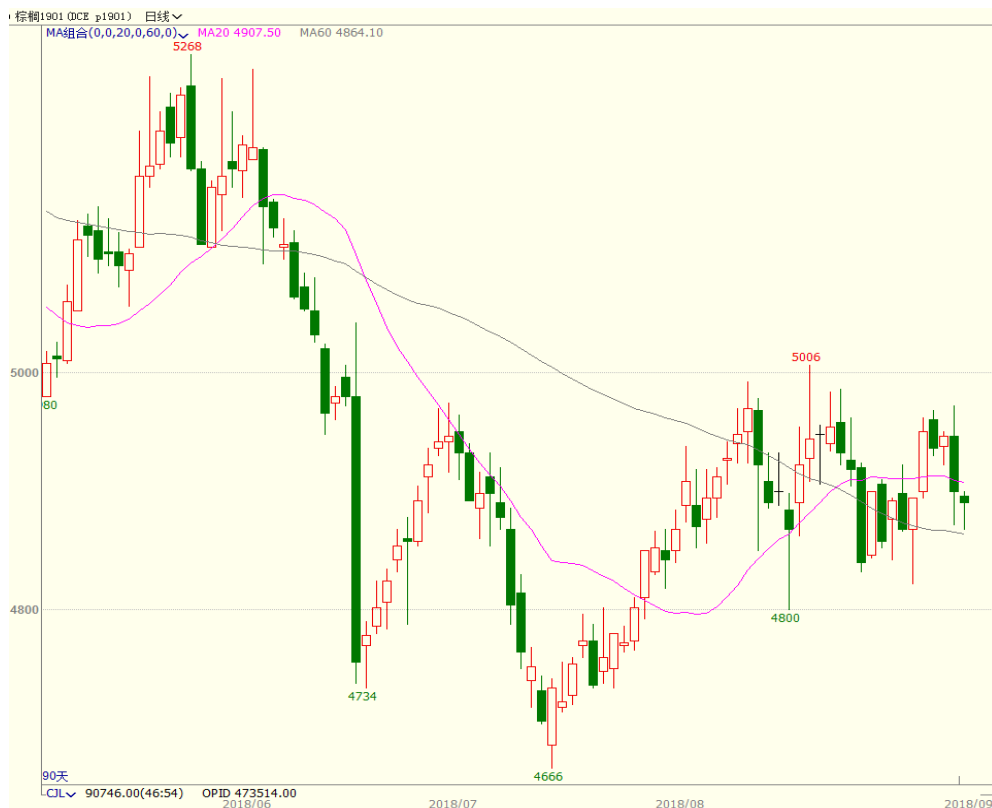


数据来源：兴证期货研发部

2.2 棕榈油

由技术看, 棕榈油维持区间震荡, 后期可能继续震荡, 建议投资者暂观望。

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。