

兴证期货·研发中心

2018年10月11日星期四

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

内容提要

● 行情回顾

9月豆油维持区间震荡的行情；油厂供应压力较大，需求虽然有所增加，但库存仍旧维持小幅走高；国际方面，原油的上涨带动生物柴油的生产和消费，豆油需求小幅反弹。美国国内大豆压榨数据较好但出口销售较差对价格打压严重；美豆单产维持历史高位，总产和期末库存也维持高位，对远期价格压力较大。棕榈油库存维持震荡，接近44万吨；9月马来棕榈油的产量同比增加，出口大幅反弹，期末库存有所增加；目前来看，东南亚地区棕榈油的产量增幅可能再度恢复，尽管能源价格走高带动棕榈油的生物柴油需求增加，但整体供求宽松状态压制棕榈油价格。

● 后市展望及策略建议

进入10月以后，美国大豆产量逐步确定，供应压力将持续打压美国国内大豆价格；但中美贸易战提高我国进口大豆成本，对豆油价格有一定的支撑；东南亚棕榈油仍然处于增产周期，对棕榈油价格利空。综合来看，豆油和棕榈油基本面维持宽松状态，维持区间震荡的概率较大。

1. 油脂基本面

1.1 豆油

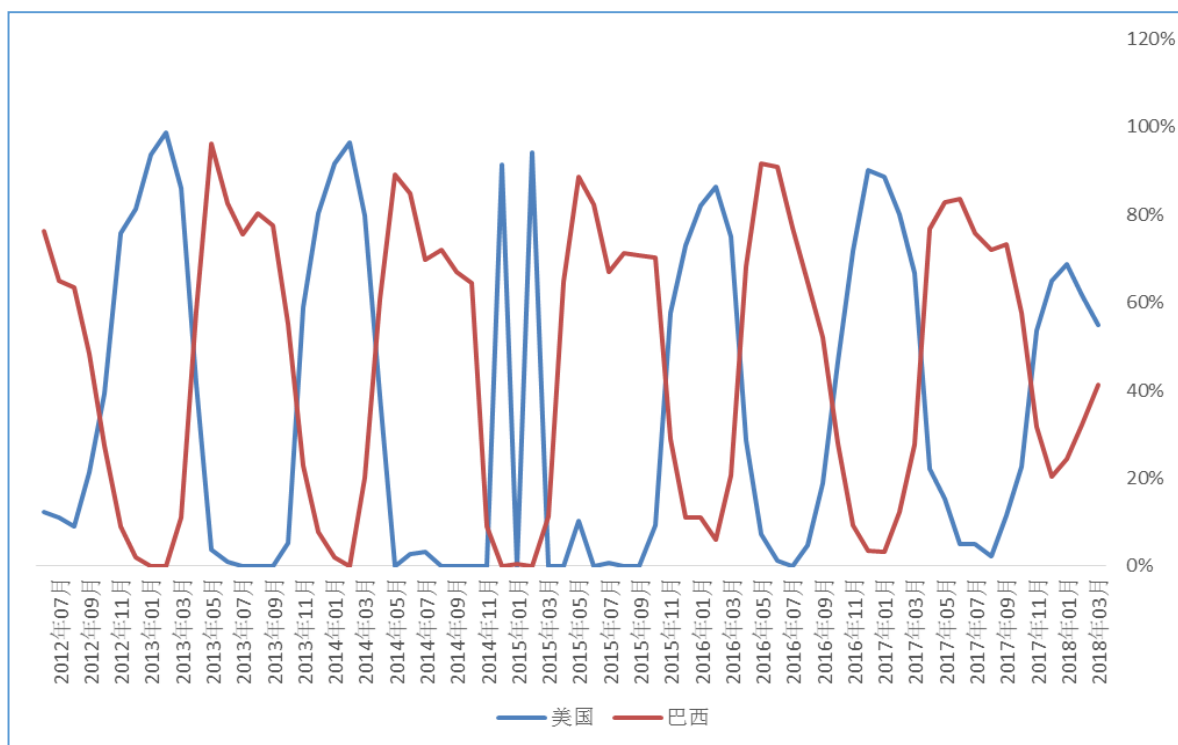
1.1.1 美豆丰产打压价格

美国方面，美国农业部预估 2018 年美豆种植面积 8960 万英亩，较去年实际面积 9010 万英亩减少 50 万英亩；美国大豆的单产由 51.6 蒲式耳/英亩大幅上调到 52.8 蒲式耳/英亩，大大高于市场的预期，导致美国大豆的总产量较历史最高水平上调 292 万吨。随着美国大豆的收割即将结束，供应压力将持续存在。毫无疑问，美国大豆的增产将给全球豆粕和豆油的价格都带来一定程度的压力。

1.1.2 美豆进口周期到来，关税拉高进口成本

4 月以来，中美贸易战曲折进行，直到 7 月 6 日，中美贸易战进入实质阶段，美国大豆进口到中国需要缴纳 28% 的关税，大大提高了美豆进口的成本。如下图所示，为美国大豆和巴西大豆进口到中国的数量占比情况，从周期性的角度，美国大豆出口到中国的周期为 10 月到来年的 3 月。这就意味着后期，国内必须要从美国进口大豆，进口成本将大幅增加。由于目前巴西大豆已经出现较美豆更高的溢价水平，因此，后期进口美豆的成本跳涨要低于 25% 的加征关税，但可能不会低于 10% 的成本增加。

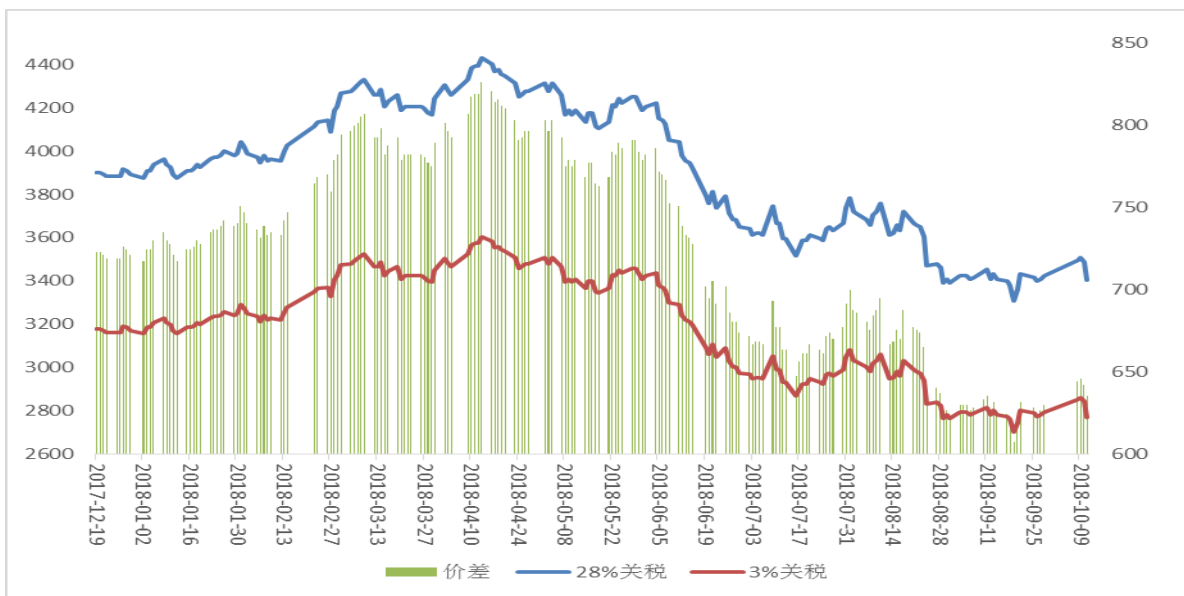
图 1：美国和巴西大豆进口比重



数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

如图 2 所示，按照 28% 的进口关税，美豆的进口到岸成本为 3650 元/吨，目前国内港口进口大豆价格维持在 3550 元/吨。在美豆价格维持在成本上下波动的情况下，继续下跌的空间不大，这就意味着后期国内进口大豆的成本可能接近 3650 元/吨，成本的跳涨必然会带动豆油和豆粕价格的走高。

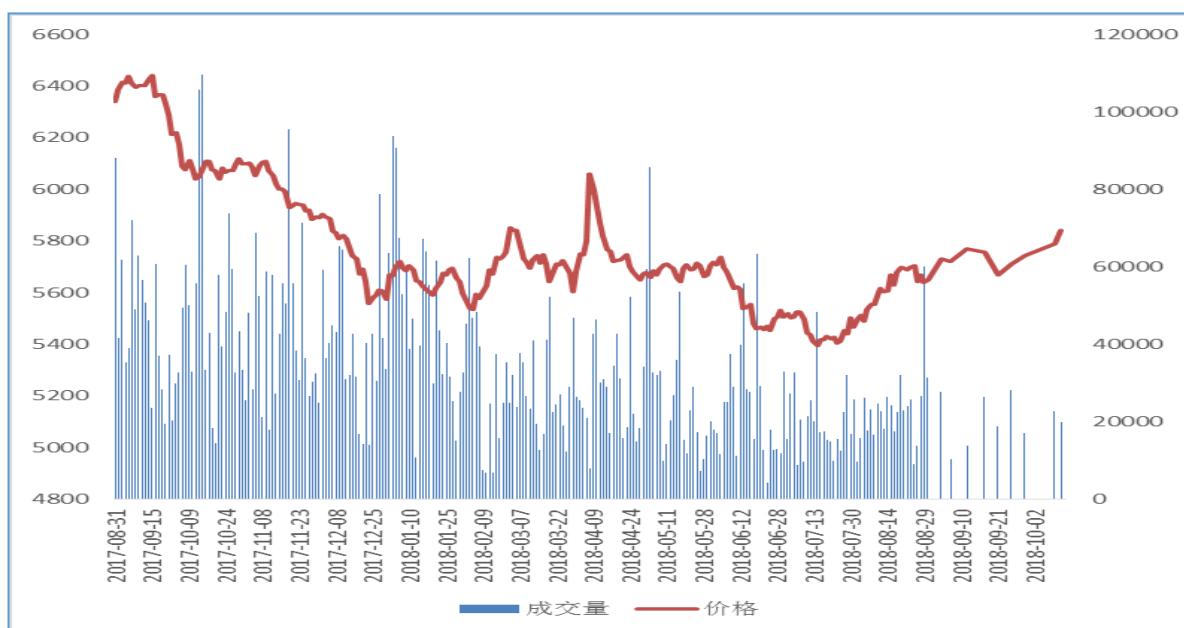
图 2：不同关税下美豆成本测算



数据来源：兴证期货研发部

1.1.3 国内开工维持高位，豆油成交开始转差

图 3：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

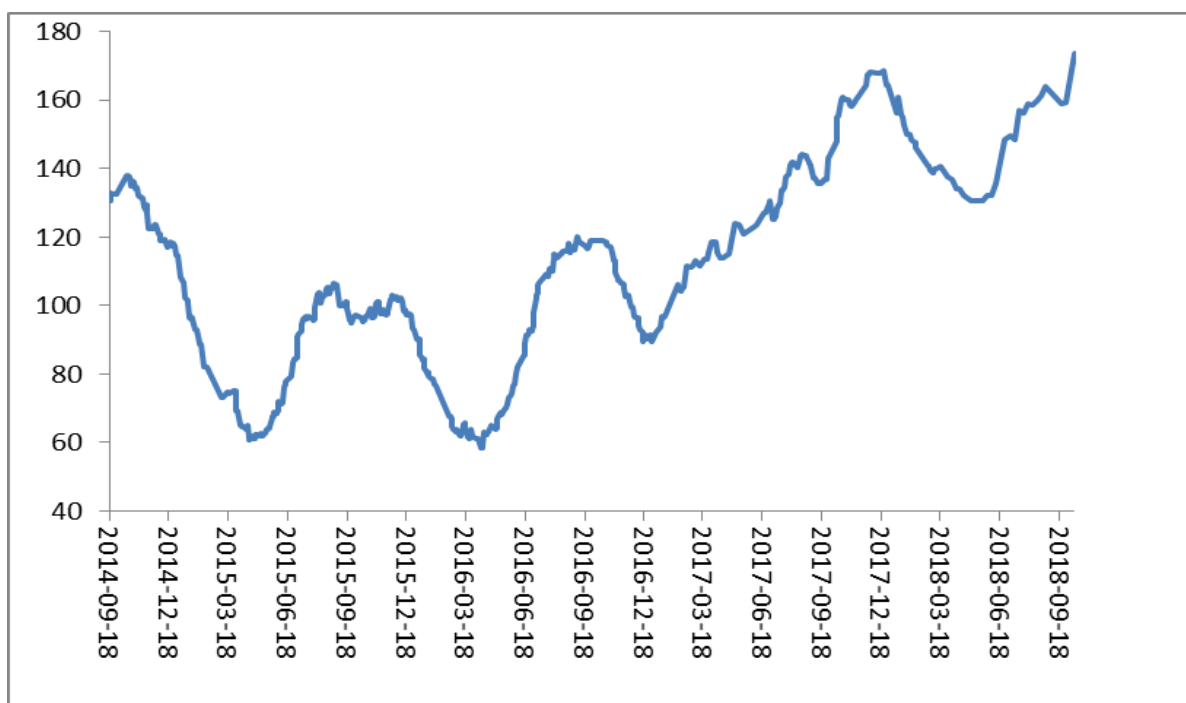
国内方面，9月整个国内油厂开工率维持高位震荡，进口大豆受贸易战影响出现一定下降，但港口库存仍旧维持高位，存在囤积现象；中秋国庆备货结束，豆油的需求转差，库存继续震荡走高，供求宽松的状态很难发生改变；近期，随着原油价格的上涨，豆油的生物柴油需求大幅增加，受该利多因素影响，外盘豆油维持震荡偏强，对国内豆油有一定的利好。

图3为国内豆油的成交价格及成交量的走势图。自2018年7月下旬以来，豆油的现货价格维持低位震荡反弹行情，目前维持在5800到5950元/吨的区间；由于供求宽松，豆油的价格可能维持区间震荡。

1.1.4 豆油库存继续走高，宽松局面持续

如图4所示，国内豆油的商业库存自5月以来持续走高，由于国内需求一般，加之政府不断抛售豆油储备，豆油库存维持震荡走高；目前豆油的库存仍震荡走高。当然后期随着下半年的到来，豆油的需求可能逐步有所起色。

图4：豆油商业库存



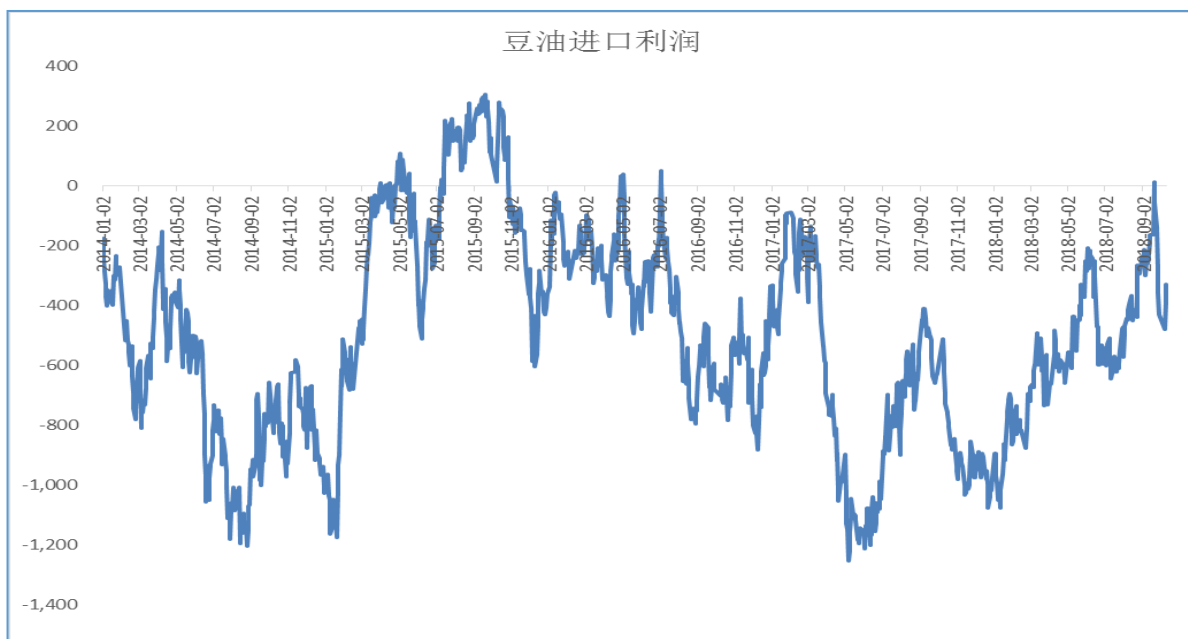
数据来源：兴证期货研发部、WIND

1.1.5 进口亏损，后期对价格有支撑

从进出口情况看，每吨豆油的进口亏损接近365元；近期国内和外盘豆油的价差有所扩大，进口亏损出现了小幅增加。短期来看，外盘豆油价格偏强而国内豆油价格则相对较弱，导致进口亏损扩大。

从国际情况看，阿根廷豆油已经大量装船，将发往中国，目前装船数量有近3船，总计豆油约12万吨，这是近三年来阿根廷再度出口中国豆油。后期随着豆油的到港，豆油的价格将会受到很大的打压。

图 5：豆油进口利润

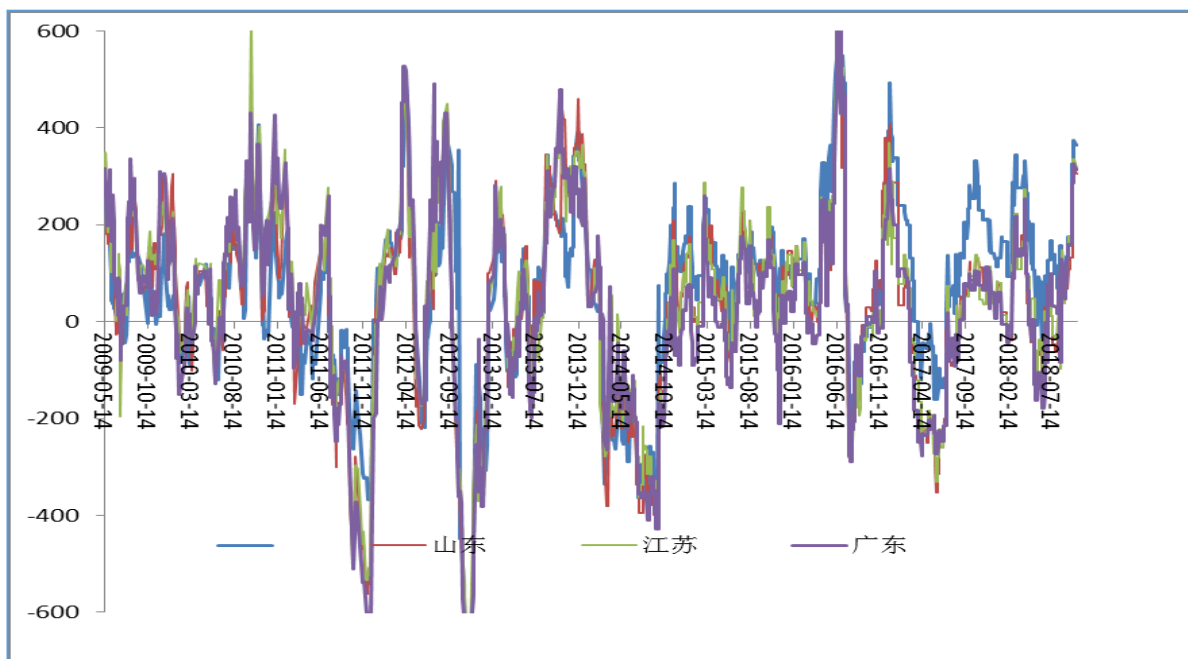


数据来源：兴证期货研发部、WIND

1.1.6 压榨利润大幅走高，对价格压力

从整个进口大豆的压榨产业链来看，进口大豆成本预期走高，豆粕现货价格大幅冲高使得国内大豆压榨利润出现迅速增加的局面。

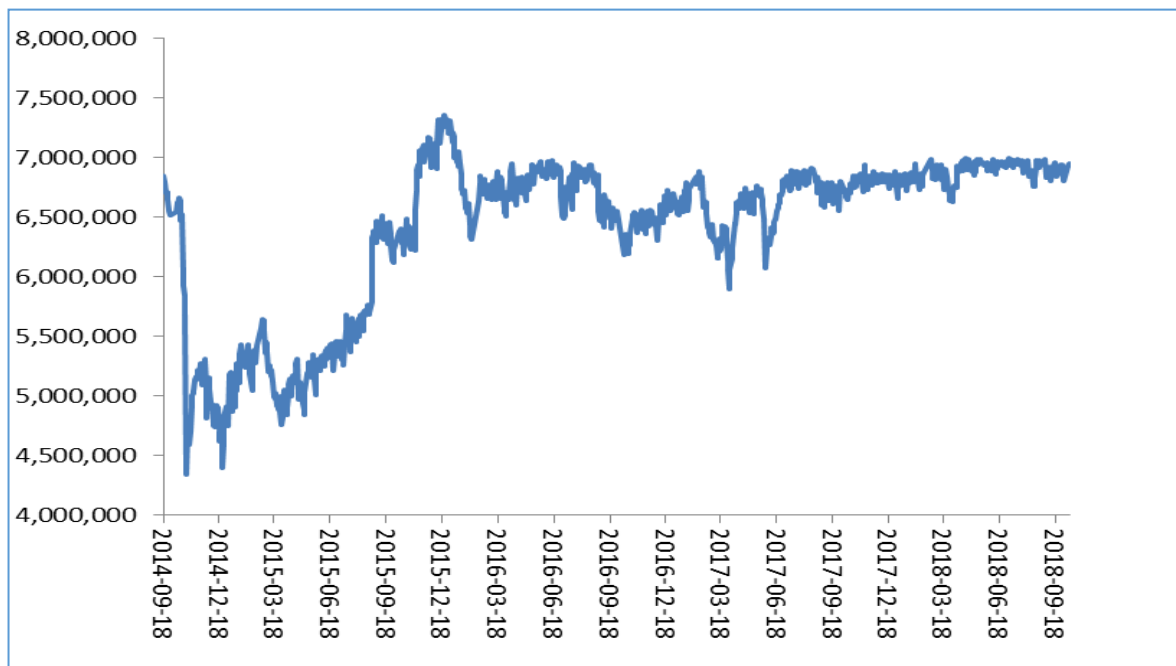
图 6：进口大豆压榨利润



数据来源：兴证期货研发部、WIND

下游消费情况看，目前豆粕需求较差，尽管近期猪价止跌反弹，但由于非洲猪瘟的影响较大，市场抛售生猪的情况持续发生，后期对豆粕的需求可能减少；从大豆供给的角度来看，8月进口大豆量维持正常偏高，进口大豆的库存量维持高位。目前，进口大豆库存为 693 万吨，维持在近年中值偏高水平，对价格有一定的压力。

图 7：大豆结转库存



数据来源：兴证期货研发部

综合来看，10月美豆逐步成为全球唯一充裕的豆源地，大豆的出口可能有所转好，但由于新作大豆单产水平维持高位，供给压力依然严峻；国内油厂开机率维持高位，使得豆油的供应压力持续增加；在生物柴油需求好于预期的情况下，国际豆油需求好转；国内豆油库存继续创出新高，供求宽松状态持续，预期10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

1.2.1 产量增加，库存走高，棕榈油价格疲软

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，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，随着能源价格的上涨，棕榈油的生物柴油需求增幅远远高于预期，从印度尼西亚生物柴油的产量和出口量数据看，棕榈油的需求要远远好于预期。从马来西亚公布的产量数据来看，2018年9月，马来西亚棕榈油产量同比出现小幅增加，出口收到关税下调影响出现大幅增加，但期末库存仍旧继续走高，对棕榈油价格利空。从10月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量同比增幅可能继续增加，消费要低于预期，整体对价格有一定压力。

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；但由于能源价格的上涨，棕榈油的生物柴油需求大幅增加，对棕榈油的消费好于预期；出口数据方面，9月棕榈油出口量出现环比大幅走高；综合马来西亚和印度尼西亚供求，10月棕榈油供求数据可能偏利空，对棕榈油价格有一定压力。

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
2017/07	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%
2018/08	1,622,231	2,488,713	1,099,583	-10.4%	28.2%
2018/09	1,853,601	2,541,152	1,618,702	4.1%	25.9%

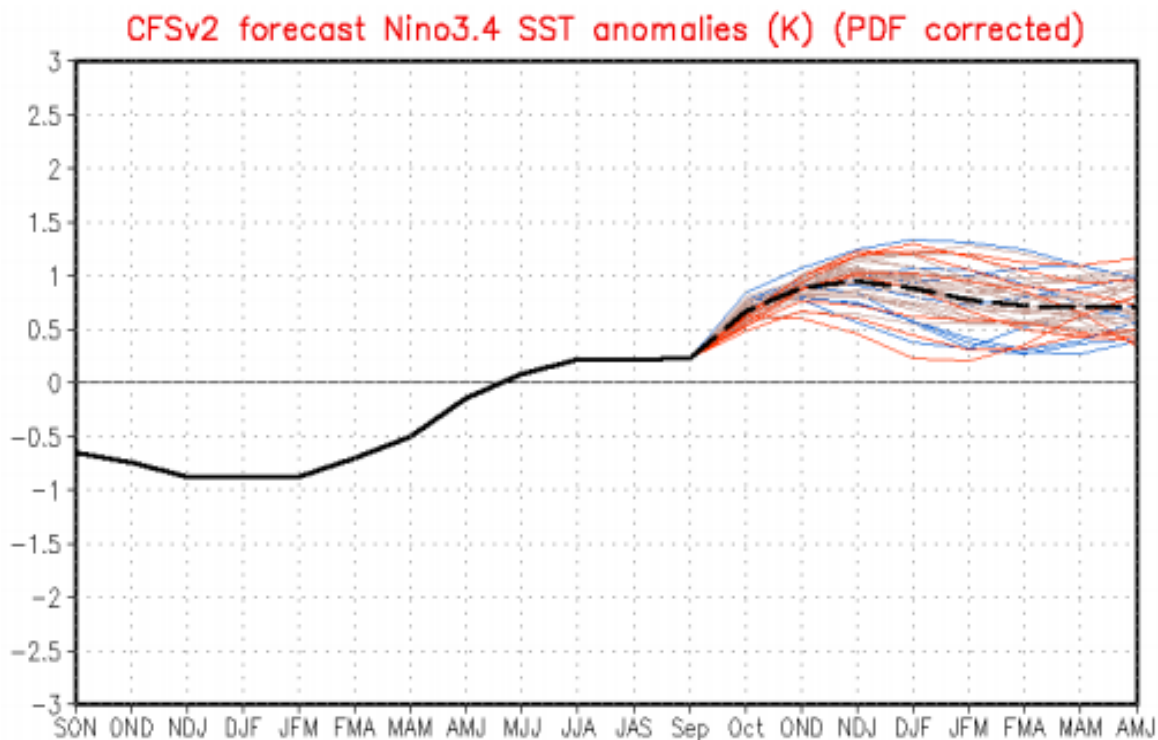
数据来源：兴证期货研发部

从马来西亚的数据来看，9月马来西亚棕榈油的产量为185万吨，同比增加4.1%。预期马来和印尼的棕榈油10月产量将继续恢复，供应的恢复对棕榈油的价格有一定压力。出口方面，马来西亚9月棕榈油出口量为162万吨，较8月出现了大幅增加；目前情况看，由于关税利多影响边际效应递减，10月棕榈油的出口需求可能会小幅下降，会对棕榈油的价格有一定压力。

1.2.2 全球气候中性，棕榈油生产正常

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，近期天气维持中性，但到年末厄尔尼诺现象出现的概率达到 65%--70%，可能带来干旱气候给棕榈油的产量带来影响。

图 1: 天气预测模型



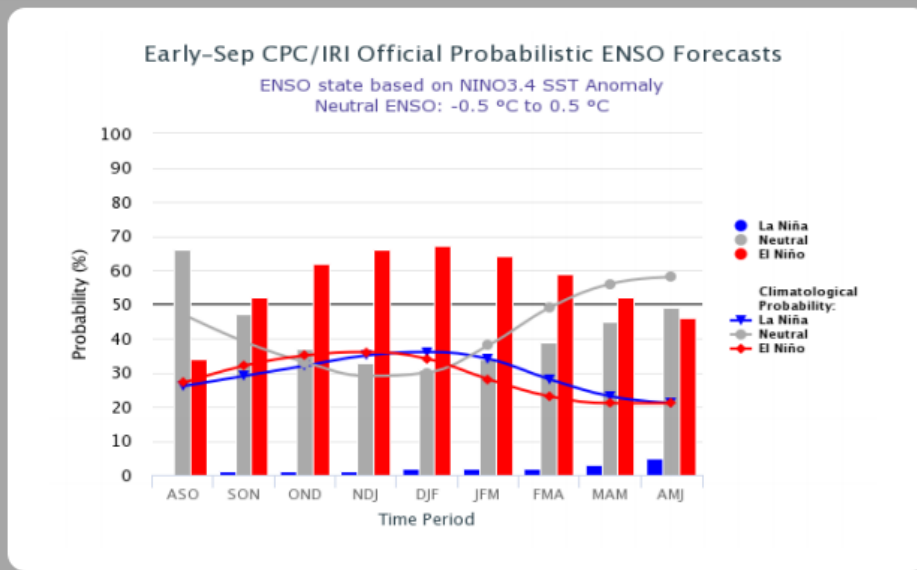
数据来源：NOAA，兴证期货研发部

根据目前的天气预测模型来看，目前全球维持中性气候，但到 2018 年年末全球气候出现厄尔尼诺现象的概率接近 65%--70%。

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 2：天气预测模型

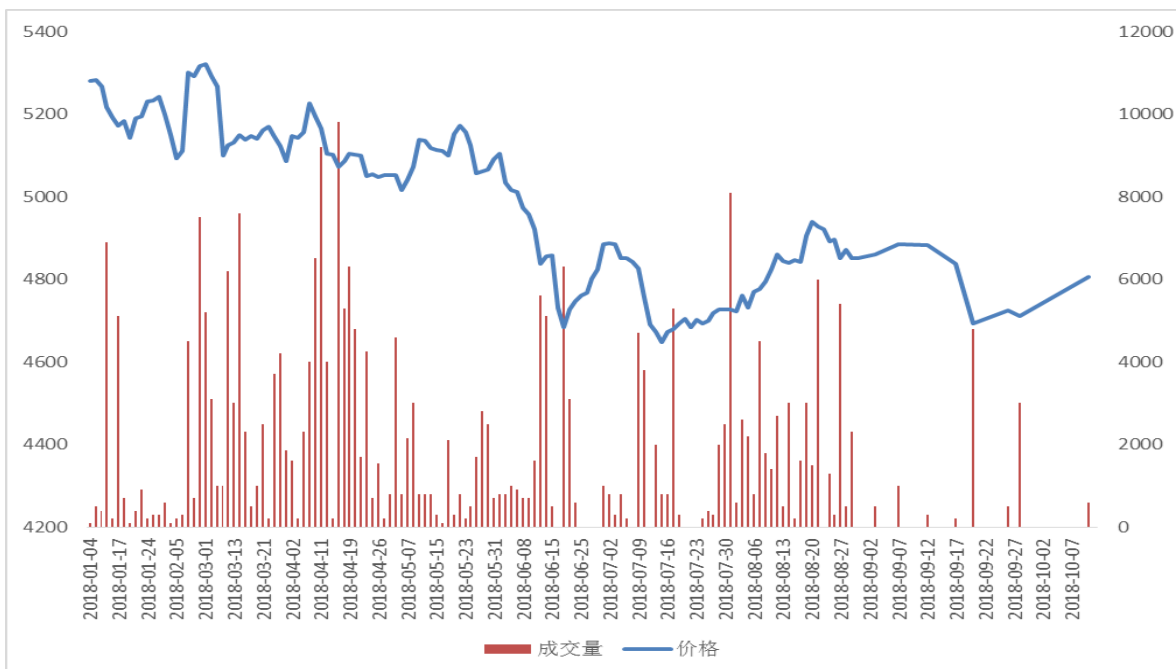
ENSO-neutral is favored through August-October 2018, with El Niño favored thereafter. Chances for El Niño are 65-70% during Northern Hemisphere winter 2018-19.



数据来源：兴证期货研发部

1.2.3 国内消费低迷，成交价格维持震荡

图 3：棕榈油成交量及价格走势



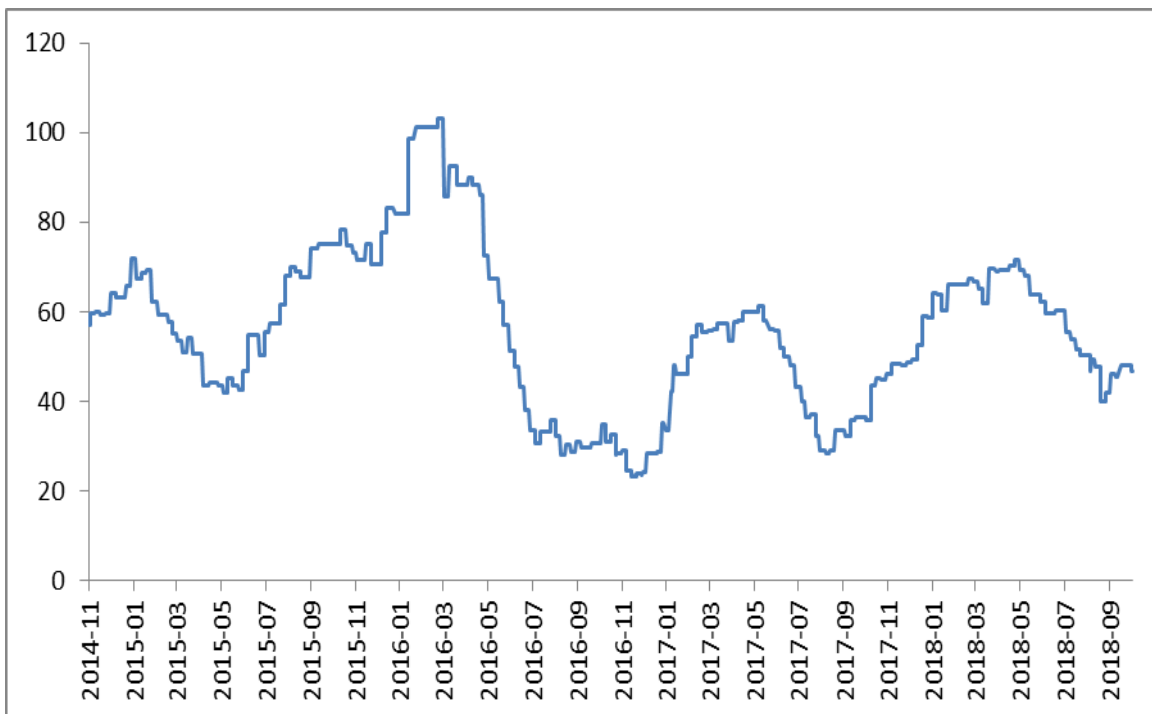
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

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低位震荡，消费的低迷对价格有压力。

1.2.4 库存震荡，后期进口有所增加

目前，国内棕榈油的商业库存达到 46 万吨的水平，近期出现震荡情况；主要是因为棕榈油进口量减少，国内需求萎靡。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。

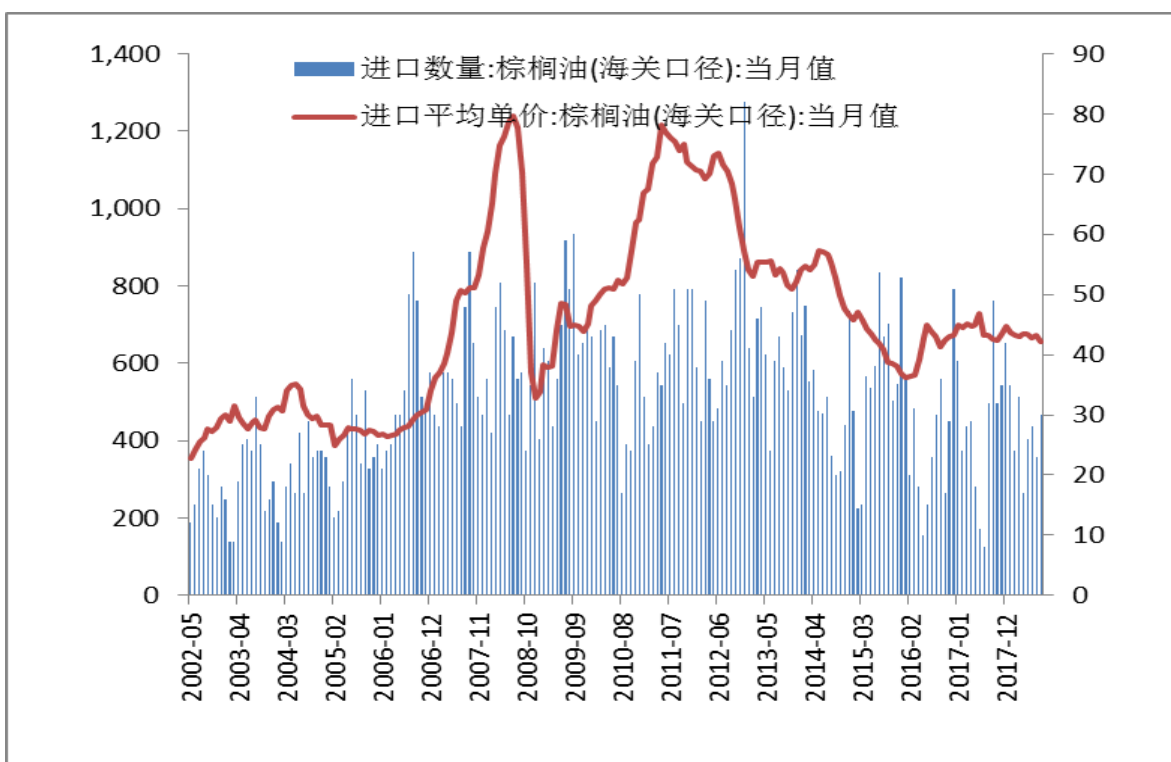
图 4：棕榈油库存走势



数据来源：wind，兴证期货研发部

如下图为我国棕榈油进口月度数据，我国棕榈油进口量从今年开始始终维持低位，4月进口 17 万吨；5月进口 26 万吨，6月进口 28 万吨，7月进口量为 23 万吨，8月进口量为 30 万吨。在进口亏损的情况下，进口量维持低位状态。

图 5: 棕榈油进口量及单价



数据来源: wind, 兴证期货研发部

从价差来看, 目前国内棕榈油的进口价差出现一定的利润, 主要是因为国外价格走低所致。

图 6: 马来西亚棕榈油进口成本

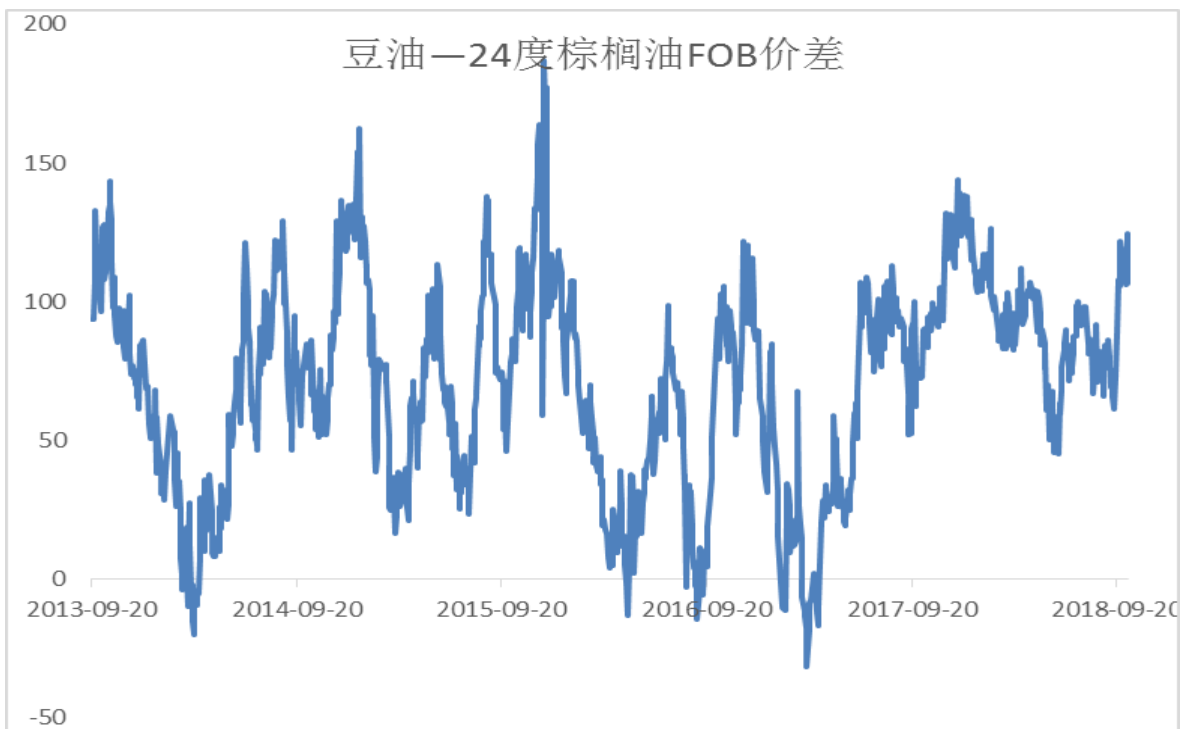
品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CNF (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	10月	545	-05.00	20	565	4760	(华南)
		545	-05.00	25	570	4800	(华东)
		545	-05.00	28	573	4830	(华北)
	11月	545	-05.00	20	565	4760	(华南)
		545	-05.00	25	570	4800	(华东)
		545	-05.00	28	573	4830	(华北)
	12月	555	-05.00	20	575	4840	(华南)
		555	-05.00	25	580	4890	(华东)
		555	-05.00	28	583	4910	(华北)
1/2/3月	582.5	-05.00	20	602.5	5070	(华南)	
	582.5	-05.00	25	607.5	5110	(华东)	
	582.5	-05.00	28	610.5	5140	(华北)	
33度棕榈油	10月	542.5	-05.00	25	567.5	4780	(华东)
	11月	542.5	-05.00	25	567.5	4780	(华东)
	12月	552.5	-05.00	25	577.5	4870	(华东)
	1/2/3月	580	-05.00	25	605	5090	(华东)
44度棕榈油	10月	520	-02.50	25	545	4310	(华东)

数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

1.2.5 豆棕价差有走高，利于棕榈油消费

豆油和棕榈油的价差低位震荡走高；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



数据来源：wind，兴证期货研发部

综合来看，东南亚地区棕榈油产量同比增加，后期供应压力大给价格带来压力；需求方面，生物柴油的需求可能会超出预期，对棕榈油消费利好；10月以后棕榈油维持宽松状态，价格可能会维持区间震荡，建议投资者以区间震荡对待。

2. 技术分析 & 操作策略

2.1 豆油

由日线图看，9月豆油价格维持区间窄幅震荡行情，供求维持宽松状态下，豆油后期大概率维持震荡行情。

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，棕榈油维持区间震荡走低，近期供应压力依旧较大、需求不见起色，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。