

利空暂缓，油脂弱势反弹

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10月28日星期日

内容提要

● 行情回顾

豆油上周区间震荡走低。原油大幅走低带动油脂震荡偏弱，但中美贸易战导致市场预期后期进口美豆成本大幅增加，对豆油价格利多。国内豆类油脂下游消费放缓，库存维持高位；美豆出口销售数据大幅放缓，压力明显，中长期大量库存需要消化。美国农业部10月报预测美新豆供应维持高位，给市场价格带来很大打压。国内油厂大豆压榨利润较好，油厂的开工率维持高位；马来西亚棕榈油10月产量将继续增加，但需求被透支，出口大幅回落，期末库存可能增加对价格利空。油脂供求宽松，可能维持区间震荡。

● 后市展望及策略建议

中美贸易战持续，对中长期豆类油脂价格利多；美豆出口不及预期，库存消化仍需要时日，随着收割进行供应压力逐步增加，全球大豆供应仍旧宽裕；棕榈油方面，马来西亚10月的产量预期增加、出口大幅回落，对价格不利，期末库存将维持震荡走高对价格利空；目前国内油脂价格处于震荡区间底部，可能出现小幅反弹。

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。

尽管9月13日，美国邀请中方赴美就贸易战进行谈判，但随后特朗普继续对中国征收关税，显示贸易战结束概率较低。9月24日，中美双方继续扩大征税范围的概率较大。

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 美农业部月报告中性偏空

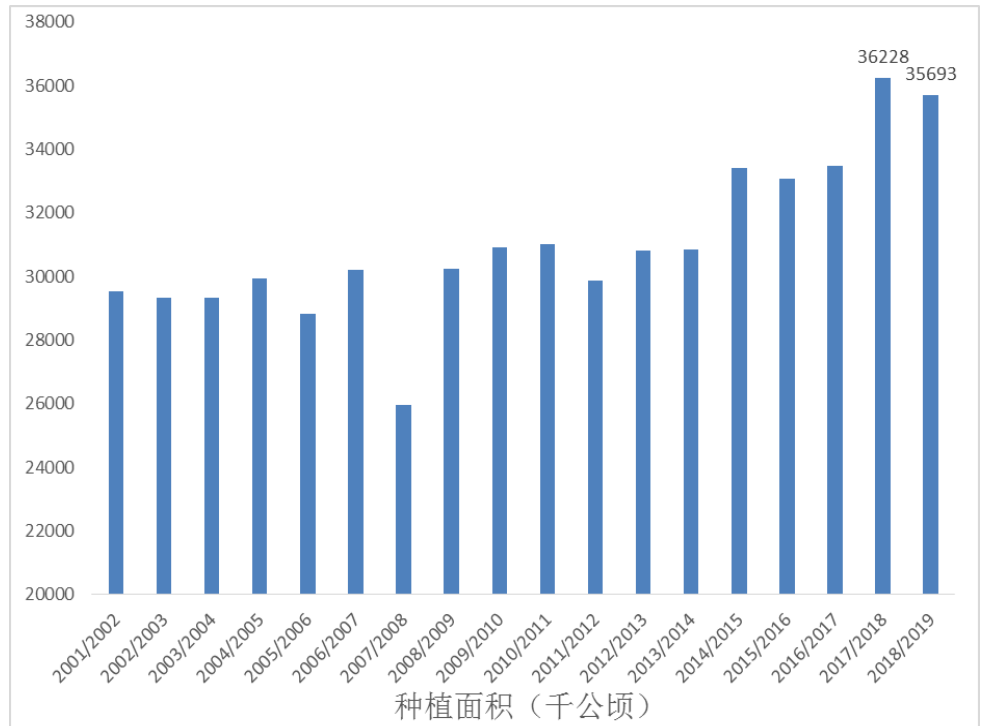
美国农业部10月报显示，美新豆播种面积8910万英亩（上月8960，上年9010），单产53.1蒲（预期53.3，上月52.8，上年49.3），产量46.90亿蒲（预期47.33，上月46.93，上年44.11），出口20.60亿蒲（上月20.60，上年21.29），压榨20.70亿蒲（上月20.70，上年20.55），期末8.85亿蒲（预期8.98，上月8.45，上年4.83）。美豆产量及库存均较上月预测值有所上调，但稍低于此前市场预期。

从天气的角度看，美豆的天气有利于大豆生长和收割，近期美国大豆主产区天气情况良好，后期美豆维持历史高位记录的单产水平概率较大，供应压力将持续，对大豆价格利空。国内方面，由于受到后期进口美豆成本大涨预期所致，豆粕和豆油的价格维持偏强震荡。

季度库存报告显示，2018年9月1日美国大豆库存为1192万吨，比2017年9月1日的821万吨高出371万吨，比上年同期高出45%，维持历史新高。

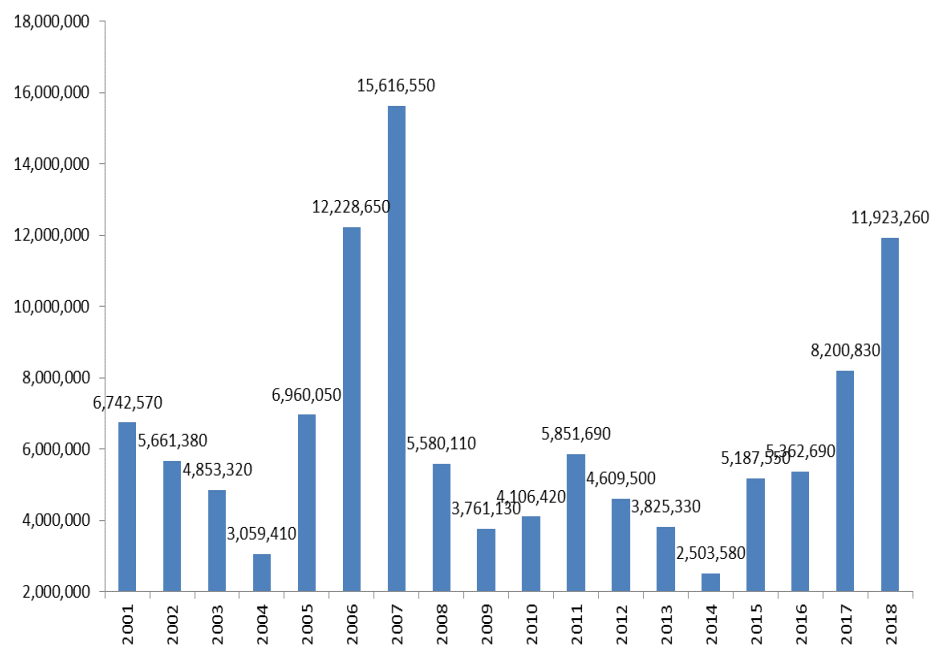
尽管中国大豆进口强劲,但由于中美贸易战关系,美国大豆出口进度大幅放缓,美国农业部维持较低的美豆出口数据,因此,美豆库存的压力非常大,对价格有很大的压力。

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

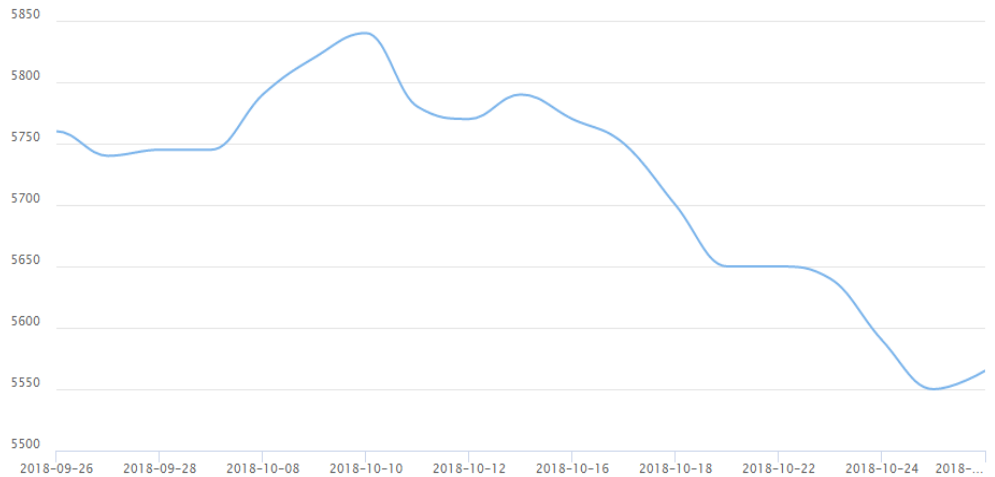


数据来源: 兴证期货研发部、USDA

1.1.2 上周价格继续回落

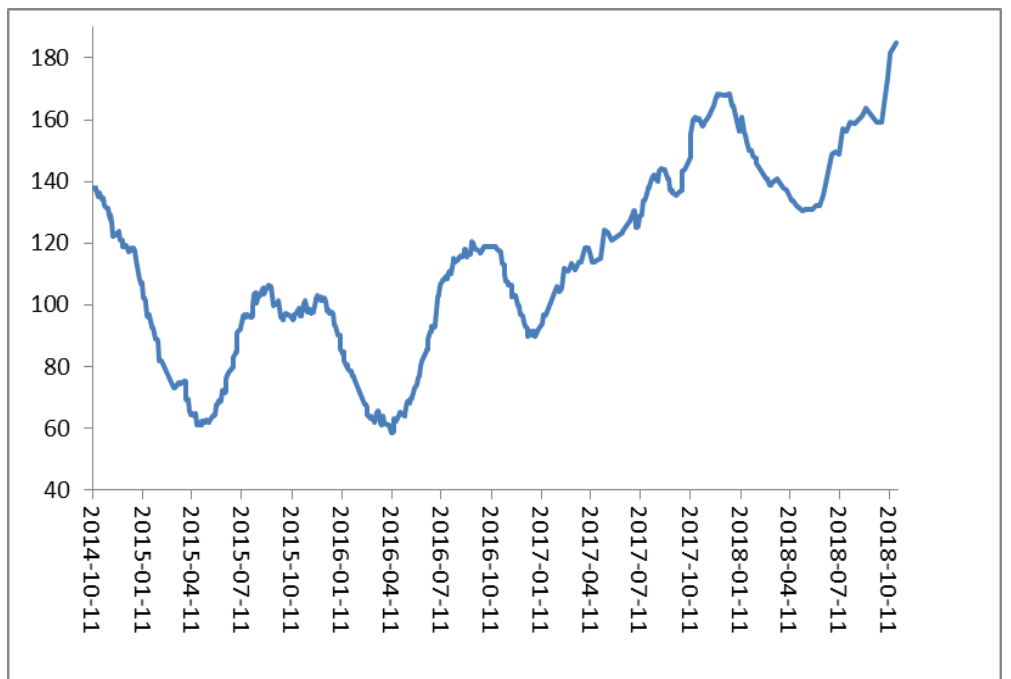
从豆油的成交来看，我国豆油的成交价格出现震荡反弹，一级豆油维持5550--5650元/吨的区间震荡；成交量本周维持震荡回调。目前，广州地区一级豆油的成交价格到5530-5720元/吨，维持区间震荡走低。

图 3：国内一级豆油成交价格回落



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已经消失，油厂开工率近期维持高位且高于正常水平，豆油的库存维持高位震荡走高；豆油的期末库存目前为185万吨，维持历史高位。

1.1.3 10月进口量下降、大豆库存走高

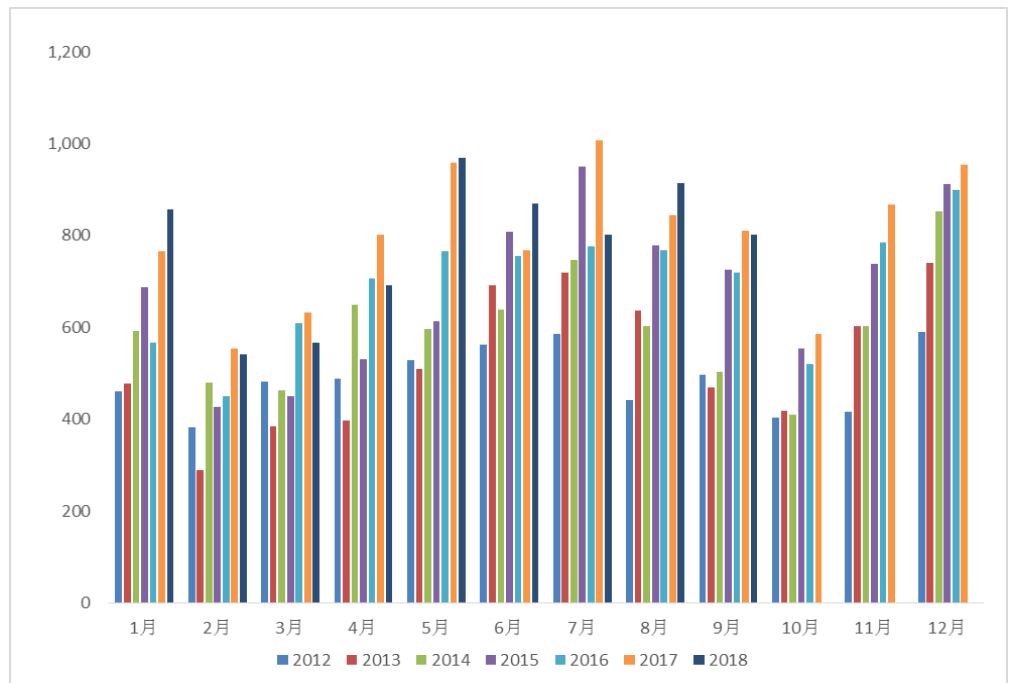
据全面调查显示，2018年10月份国内各港口进口大豆640万吨，低于9月的801万吨，但高于去年10月同期进口量586万吨。

图5：2018年10月大豆进口量

2018年10月	进口量	船数
东北地区	52.6	8
华北地区	67.5	11
山东地区	152.3	23.5
华东地区	213.8	38
福建地区	34	5.5
广东地区	75.5	12
广西地区	44.2	7
全国总计	639.9	101

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

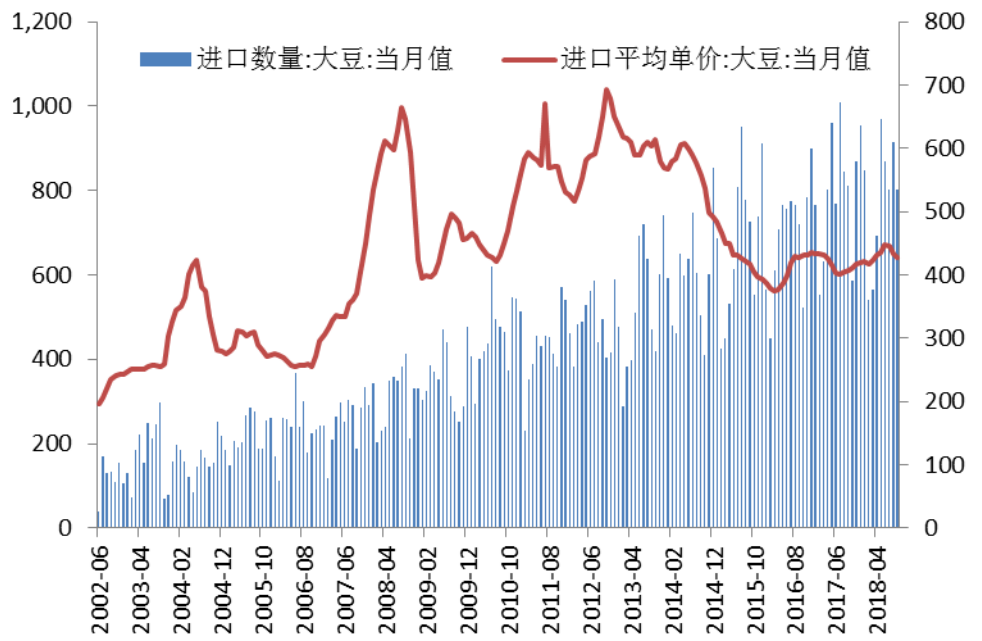
图6：大豆进口量



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。9月大豆的进口成本出现了小幅下降，目前维持在428美元/吨左右。

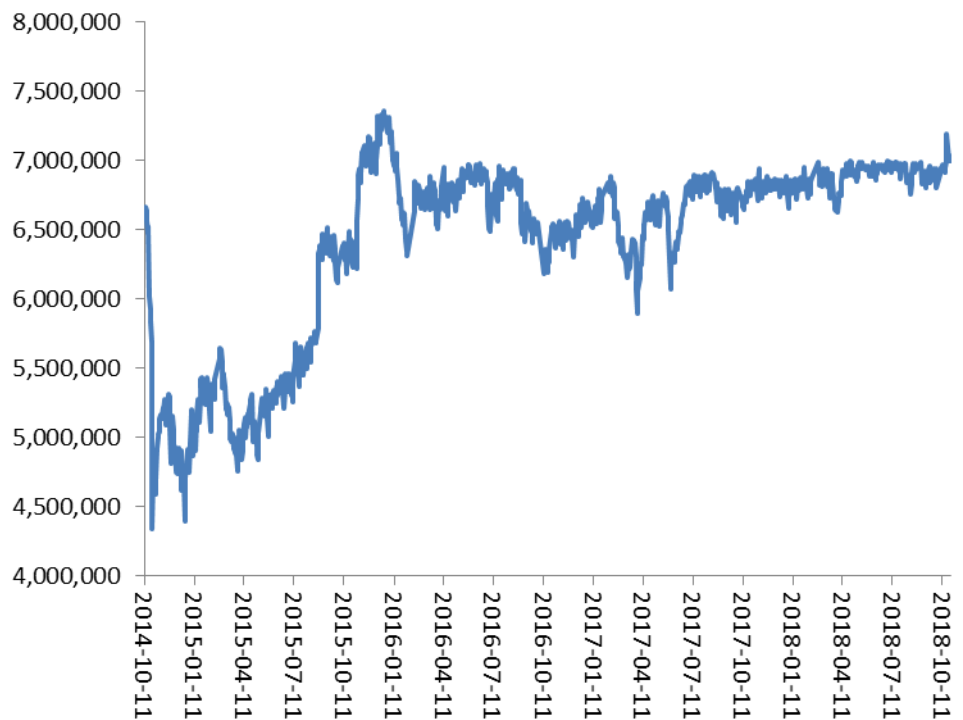
图 7：大豆进口量及 CNF 均价



数据来源：Wind，兴证期货研发部

目前国内大豆库存为 700 万吨,低于上一周的水平,维持在历史的高位区间,近期油厂开机继续增加,高于正常水平,主要由于压榨利润良好所致。

图 8：国内大豆库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

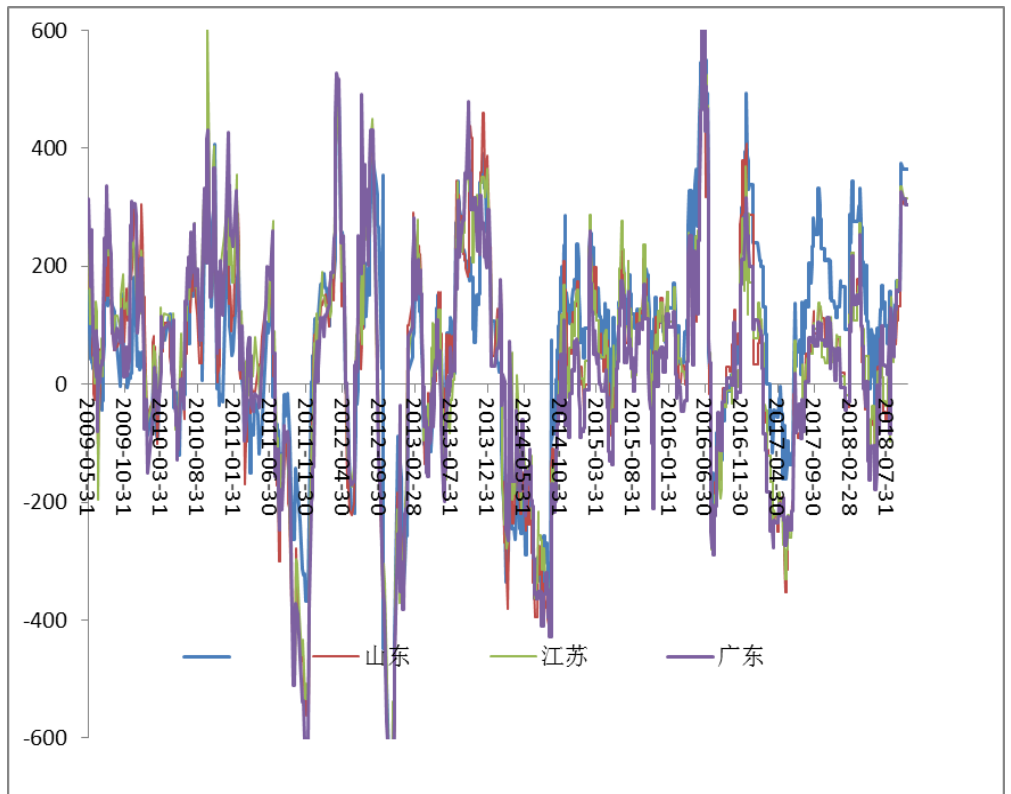
图 9：大豆压榨利润

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	10月	841.75	360	3611	3389	5688	147	8	3557	5450	235
	11月	841.75	362	3640	3389	5688	118	8	3557	5450	206
	12月	854.5	366	3685	3389	5688	73	9	3557	5450	161
美西大豆	10月	841.75	350	3510	3389	5688	248	8	3557	5450	336
	11月	841.75	346	3481	3389	5688	277	8	3557	5450	365
巴西大豆	10月	841.75	443	3576	3389	5688	239	2	3557	5450	324
	11月	841.75	442	3577	3389	5688	238	2	3557	5450	323
	12月	841.75	444	3598	3389	5688	217	1	3557	5450	302
	2019年2月	868	407	3311	2904	5762	136	17	3557	5450	589
	2019年3月	868	395	3223	2904	5762	224	18	3557	5450	677
	2019年4/5月	882	390	3182	2904	5762	265	18	3557	5450	718
阿根廷大豆	10月	841.75	428	3458	3389	5688	243	3	3557	5450	333
	2019年5月	893.75	389	3172	2829	5836	113	18	3557	5450	619

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较大；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 消费需求放缓

从食用需求的角度看，目前油脂消费有所放缓，中秋节和国庆节结束不利于油脂消费，油厂开工率恢复；豆油的供应压力较大，市场交投放缓，下游企业采购偏弱。

综合来看，上周受原油大跌导致油脂价格大幅下挫。但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，巴西产量相对较大；美国农业部报告利空，后期对豆油价格压力较大，国内油厂压榨利润维持较高利润，开工率恢复增加，供应压力较大；短期来看，油脂价格处于区间震荡的底部可能存在弱势反弹行情。

1.2 棕榈油基本面

1.2.1 马来棕榈油库存走高

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%

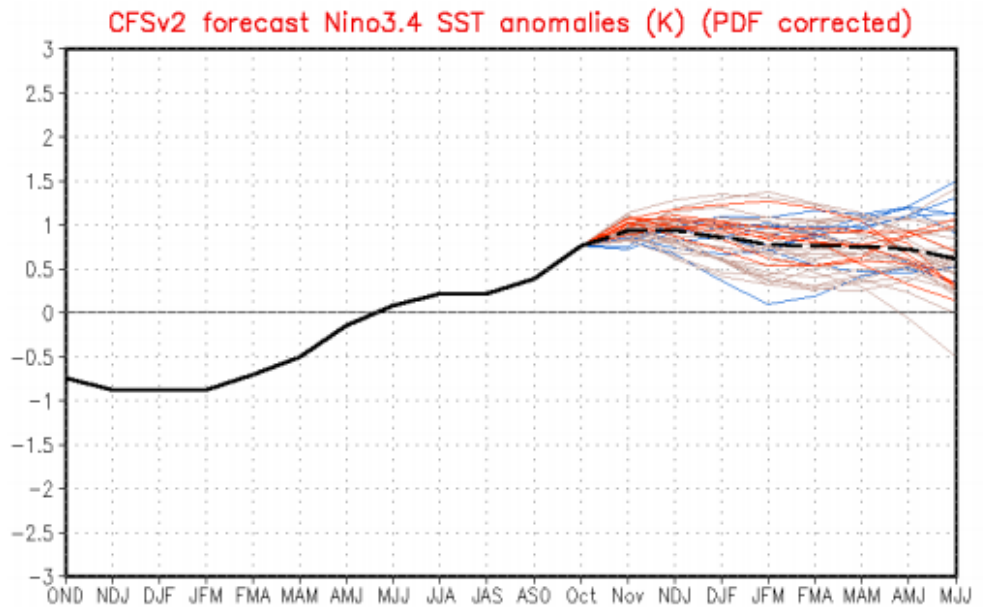
数据来源：兴证期货研发部

10月10日，马来西亚棕榈油局公布9月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚9月棕榈油的产量为185万吨，高于8月的162万吨，同比增加4%，高于市场预期；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162万吨，环比出现大幅增加，较8月的110万吨出现大幅增加，主要因为9月马来西亚棕榈油出口关税调低所致。马来西亚棕榈油的期末库存为254万吨，较8月的库存增加，同比增加26%。本次报告的产量高于预期，出口高于预期，库存增幅高于预期，报告中性偏空。

1.2.2 气候维持中性

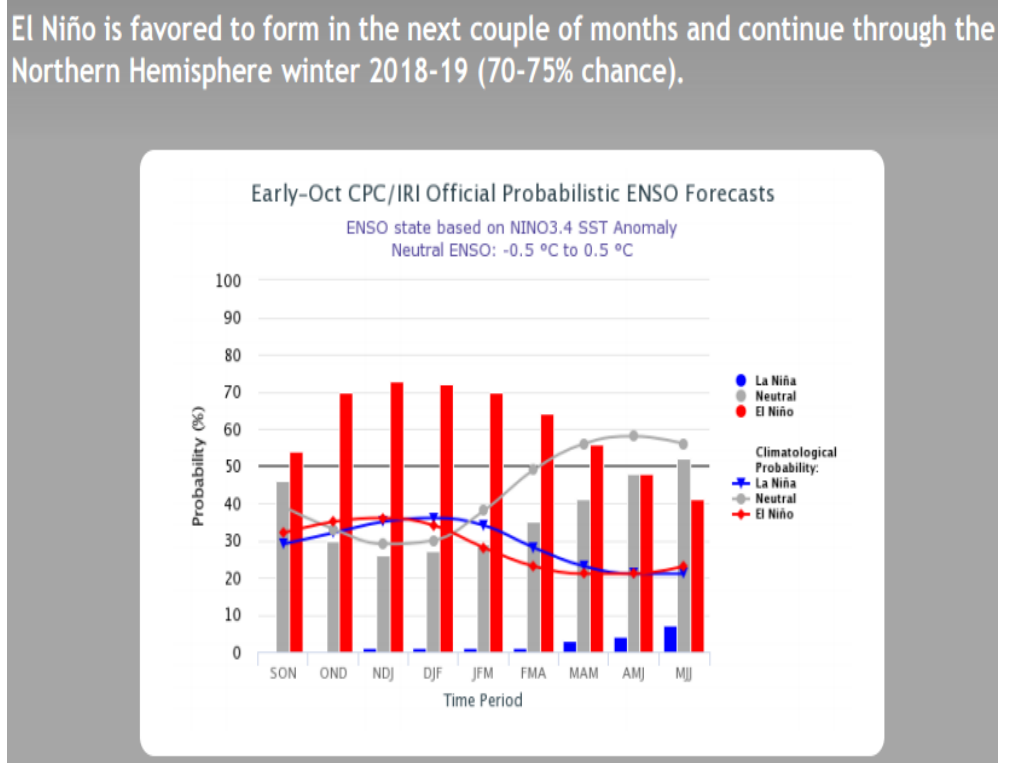
棕榈油常年连续生产，受天气的影响也很直接。根据目前的天气预测模型来看，目前全球气候维持中性，但到2018年冬季厄尔尼诺气候出现的概率达到70%-75%。

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

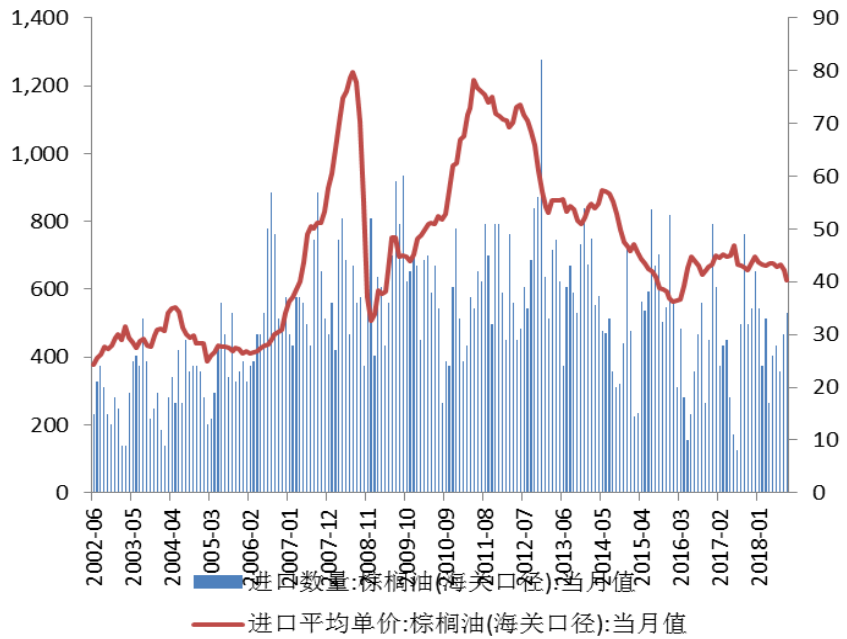


数据来源: 兴证期货研发部

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仍维持季节性增产周期, 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

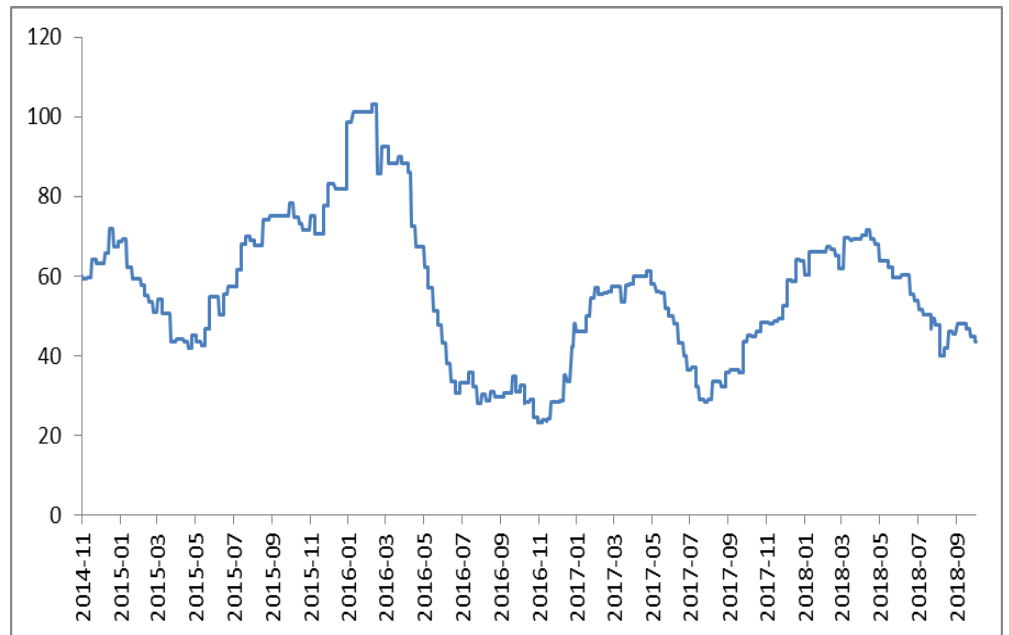
图 3: 棕榈油进口及价格



数据来源：Wind，兴证期货研发部

如图所示，9 月我国棕榈油的进口为 34 万吨，低于去年同期的 49 万吨的进口量。目前棕榈油的进口维持盈利，进口量出现增加；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。

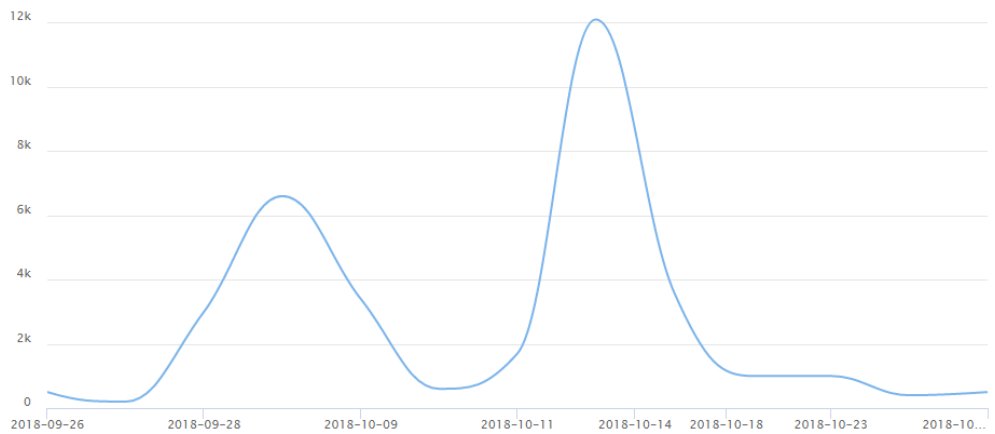
图 4: 国内棕榈油港口库存



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 43.5 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，国内棕榈油成交大幅回调。如图 5 所示，本周棕榈油的现货成交维持回调。从棕榈油的成交价格来看，广州棕榈油的价格 4630-4750 元区间附近。

1.2.4 进口存在亏损

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 4640 元/吨，现货消费在 4630 元，每吨小幅亏损 10 元。远月印尼的棕榈油进口完税成本为 4660 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	11月	530	-07.50	20	550	4640	(华南)
		530	-07.50	25	555	4690	(华东)
		530	-07.50	28	558	4710	(华北)
	12月	532.5	-07.50	20	552.5	4670	(华南)
		532.5	-07.50	25	557.5	4710	(华东)
		532.5	-07.50	28	560.5	4730	(华北)
	1/2/3月	565	-05.00	20	585	4940	(华南)
		565	-05.00	25	590	4980	(华东)
		565	-05.00	28	593	5000	(华北)
	4/5/6月	590	-07.50	20	610	5140	(华南)
		590	-07.50	25	615	5180	(华东)
		590	-07.50	28	618	5210	(华北)
33度棕榈油	11月	527.5	-07.50	25	552.5	4670	(华东)
	12月	530	-07.50	25	555	4690	(华东)
	1/2/3月	562.5	-05.00	25	587.5	4960	(华东)
	4/5/6月	587.5	-07.50	25	612.5	5160	(华东)
44度棕榈油	11月	512.5	-02.50	25	537.5	4250	(华东)

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

综合来看，马来西亚棕榈油处于增产周期，产量的回升给价格带来一定压力；10 月数据产量继续增加，出口数据回落对需求不利；外盘供给增加给价格带来压力；但目前棕榈油价格处于震荡区间低位，可能出现弱势反弹行情。

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，后期可能区间震荡反弹，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反弹，后期可能探底后回升，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。