

美豆进口，油脂下跌压力释放

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12月16日星期日

内容提要

● 行情回顾

豆油维持低位震荡走低，中美贸易战缓解，中国开始进口美国大豆对市场利空。国内豆类油脂下游消费放缓，库存维持高位；美豆出口销售数据有所好转但并不能支撑美豆继续走高，压力明显，中长期大量库存需要消化。美国农业部12月报预测美豆库存维持高位，继续给市场价格带来很大打压。国内油厂大豆压榨利润走低，油厂的开工率维持低位；马来西亚棕榈油11月产量减少，但需求减少幅度更大，出口大幅回落，期末库存增加至300万吨，对价格利空。油脂供求宽松，价格可能继续承压回落。

● 后市展望及策略建议

中美贸易争端短期出现缓和，美国暂不对中国商品征收额外关税，中国已经开始大量进口美国大豆，这将有利于美豆上涨但利空国内豆类油脂；美豆需求短期将会受中国买盘介入出现增加；中国将进口大量大豆，利空豆粕和豆油的价格；马来西亚11月的产量减少，但需求更弱，期末库存出现增加，对价格利空；国内油脂价格将继续震荡走低，建议投资者偏空交易。

1. 油脂基本面

1.1 豆油基本面

1.1.1 中美贸易争端缓和、中国开始进口美豆

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。

11月初，中美两国领导人电话沟通，贸易战出现转机的可能性，后期谈判可能会出现好的迹象，但近期的情况看，贸易的解决难言乐观，具体结果可能还要需要等待月末的结果。

12月2日，中美贸易争端取得进展，美国将暂缓对中国商品新增关税，中国将从美国进口大量的大豆，出乎市场预期；这将导致国内紧张的大豆预期发生改变，国内豆类油脂将出现下跌压力。

12月13日，美国农业部报道中国进口了113万吨美国大豆，中美贸易摩擦暂缓对国内豆类油脂价格偏空

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。

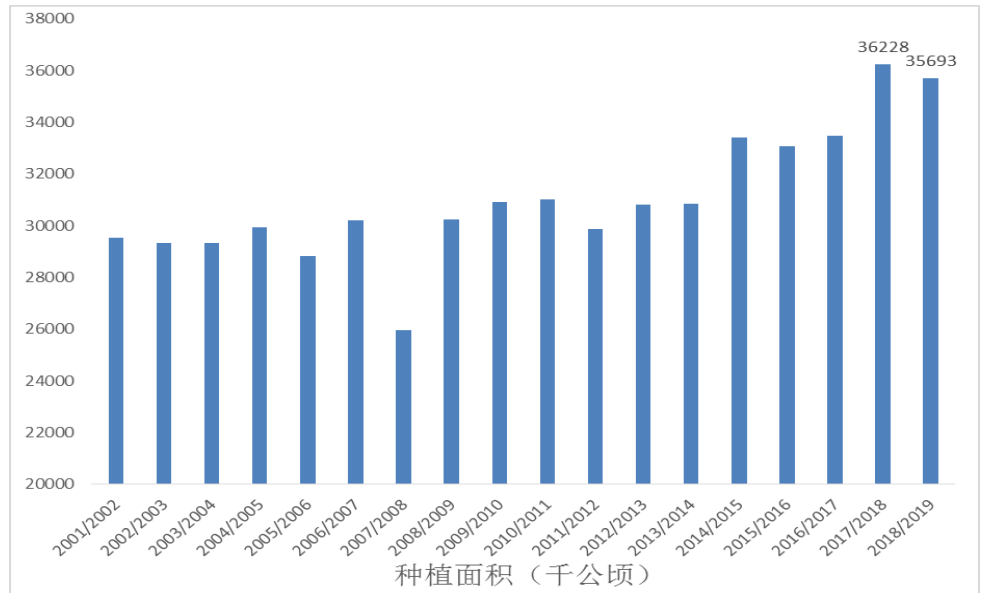
1.1.2 美农业部月报告中性偏空

美国农业部11月报显示，美豆收割面积8830万英亩（上月8830，上年8950），单产52.1蒲（预期52.1，上月52.1，上年49.3），产量46.00亿蒲（预期46.00，上月46.00，上年44.11），出口19.00亿蒲（上月19.00，上年21.29），压榨20.80亿蒲（上月20.80，上年20.55），期末9.55亿蒲（预期9.45，上月

9.55，上年 4.38)。巴西新豆产量 12200 万吨（上月 12050，预期 12088），阿根廷新豆产量 5550 万吨（上月 5550，预期 5572）。美豆数据均未调整，阿根廷大豆产量未调整，而巴西大豆产量调升幅度略高于预期，本次报告中性略偏空。

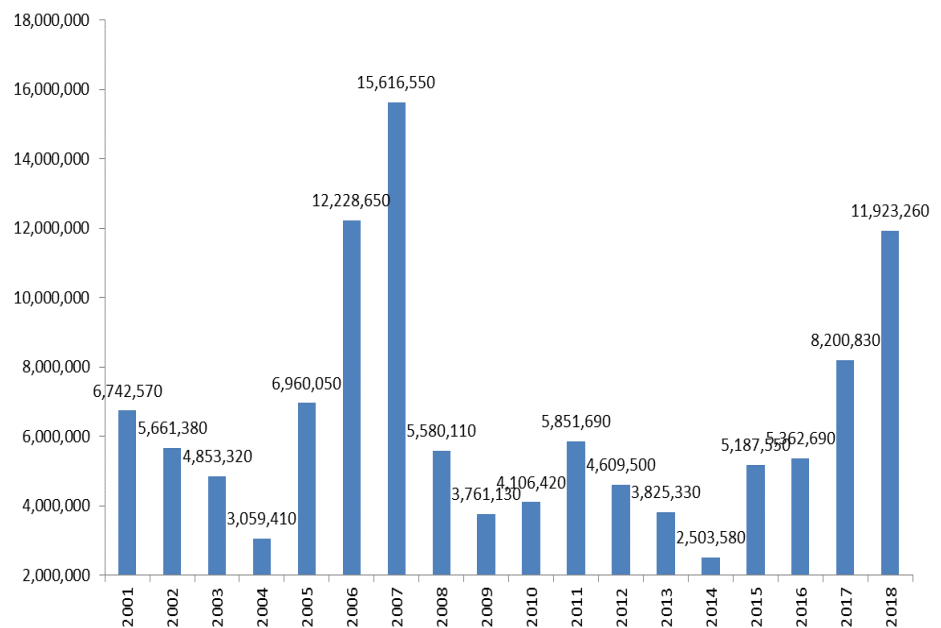
季度库存报告显示，2018 年 9 月 1 日美国大豆库存为 1192 万吨，比 2017 年 9 月 1 日的 821 万吨高出 371 万吨，比上年同期高出 45%，维持历史新高。尽管中国大豆进口强劲，但由于中美贸易战关系，美国大豆出口进度大幅放缓，美国农业部维持较低的美豆出口数据，因此，美豆库存的压力非常大，对价格有很大的压力。

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

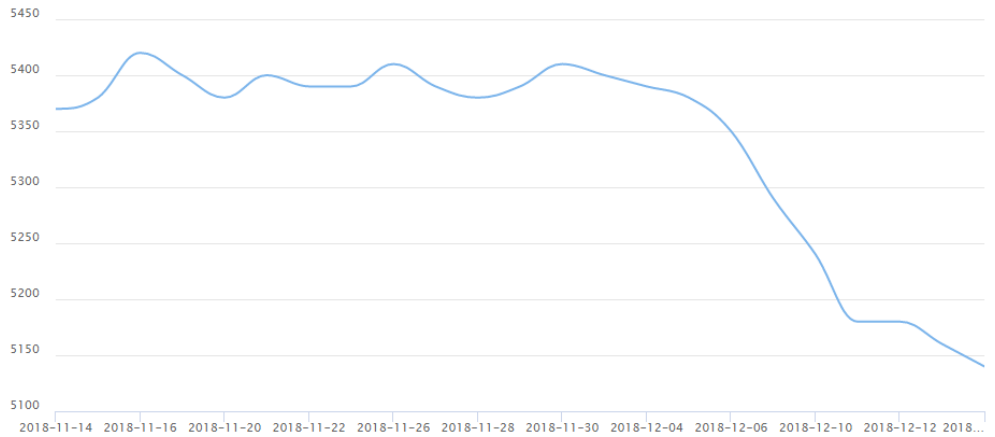


数据来源：兴证期货研发部、USDA

1.1.2 价格震荡走低

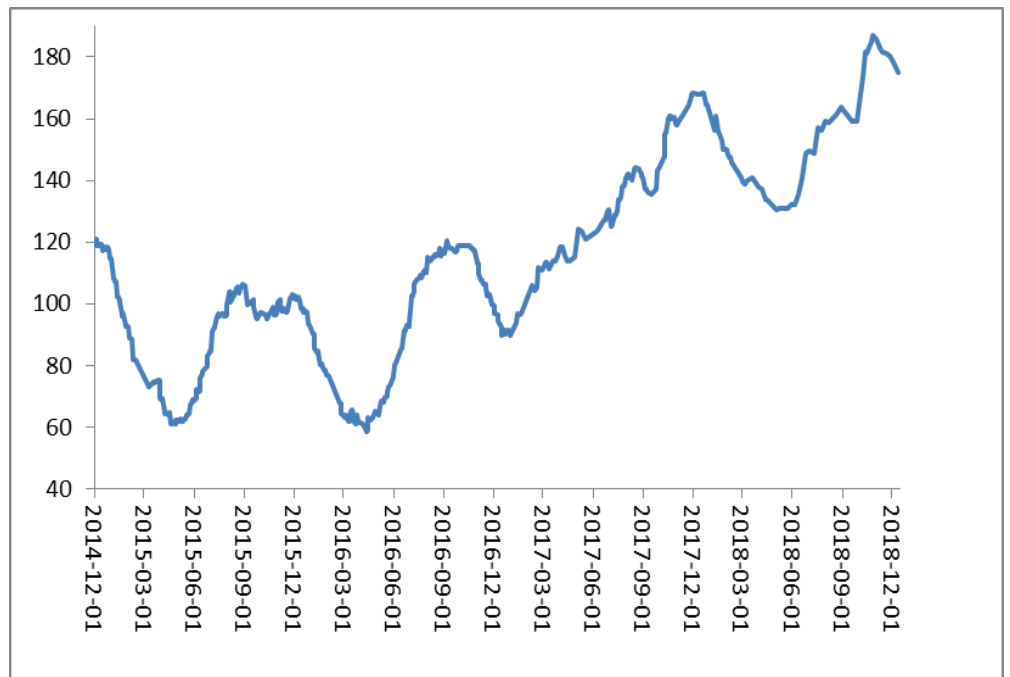
从豆油的成交来看，我国豆油的成交价格出现弱势震荡走低，全国一级豆油均价下跌至 5140--5180 元/吨的区间；成交量本周维持震荡回调。目前，广州地区一级豆油的成交价格到 5000-5110 元/吨，维持震荡走低。

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

供求看，目前豆油需求暂时较弱，油厂开工率近期有所回调，豆油的库存维持高位震荡回调；豆油的期末库存目前为 175 万吨，维持历史高位。

1.1.3 12月进口量下降、大豆库存高位

据全面调查显示，2018 年 12 月份国内各港口进口大豆 633.8 万吨，高于

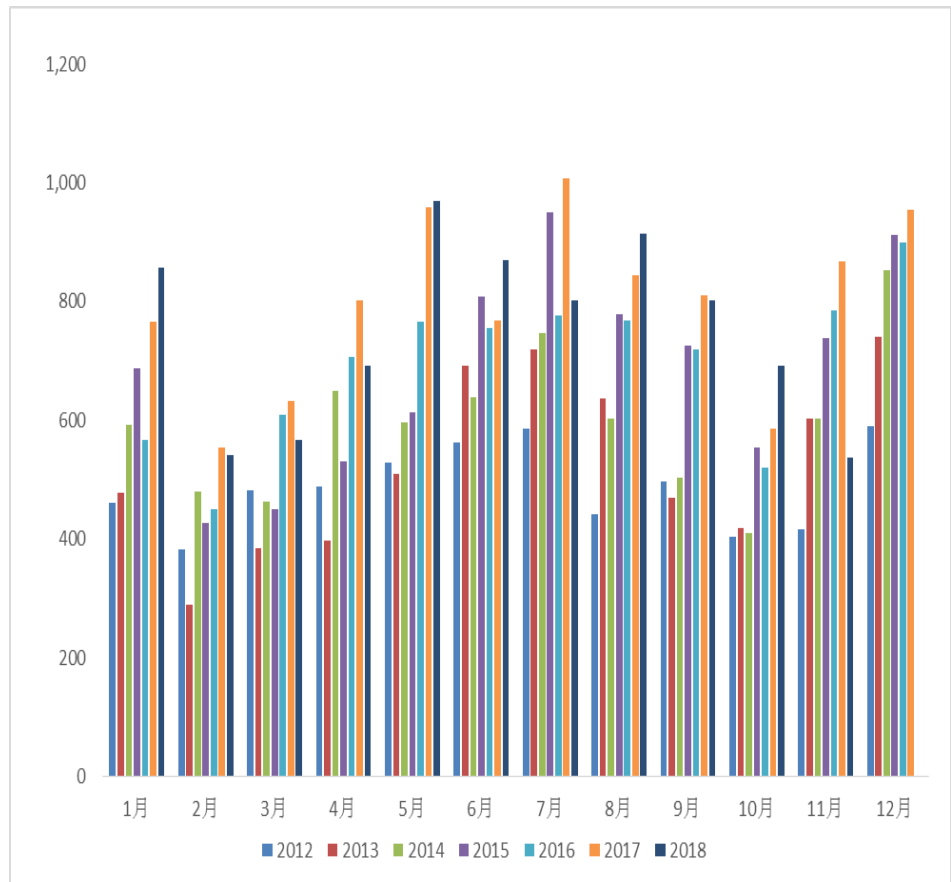
11 月的 538 万吨，但远远低于去年 12 月同期进口量 955 万吨。

图 5：2018 年 11 月大豆进口量

2018年12月	进口量	船数
东北地区	39	6
华北地区	74.4	11.5
山东地区	128.5	20
华东地区	183.6	30
福建地区	40.2	6.5
广东地区	91.6	14
广西地区	76.5	12
全国总计	633.8	100

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

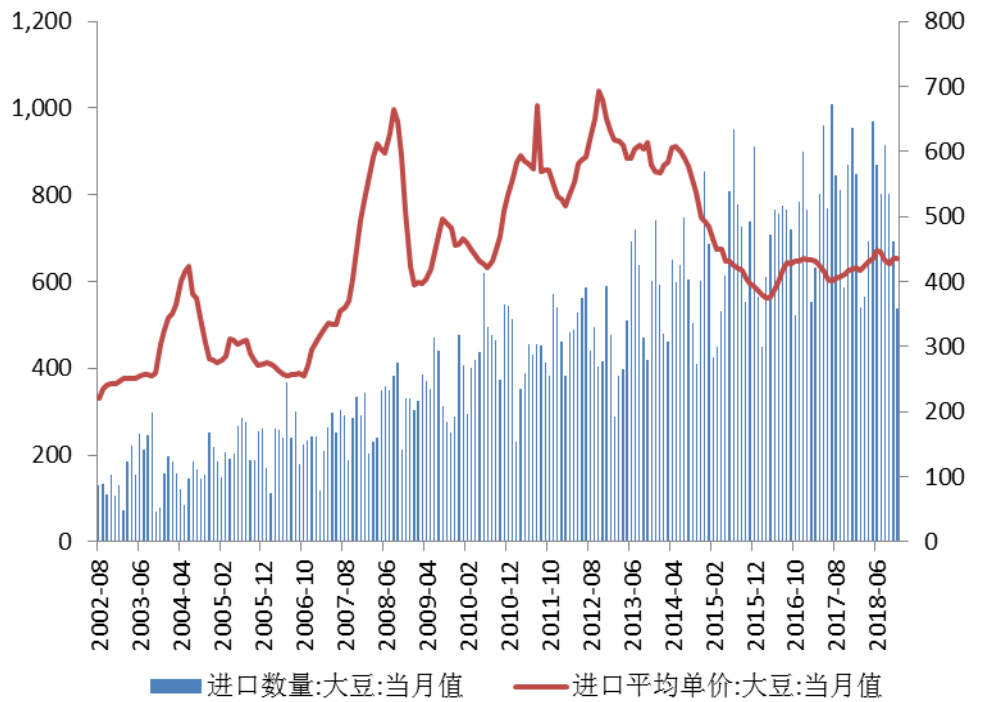
图 6：大豆进口量



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。10 月大豆的进口成本出现了小幅上涨，目前维持在 434 美元/吨左右。

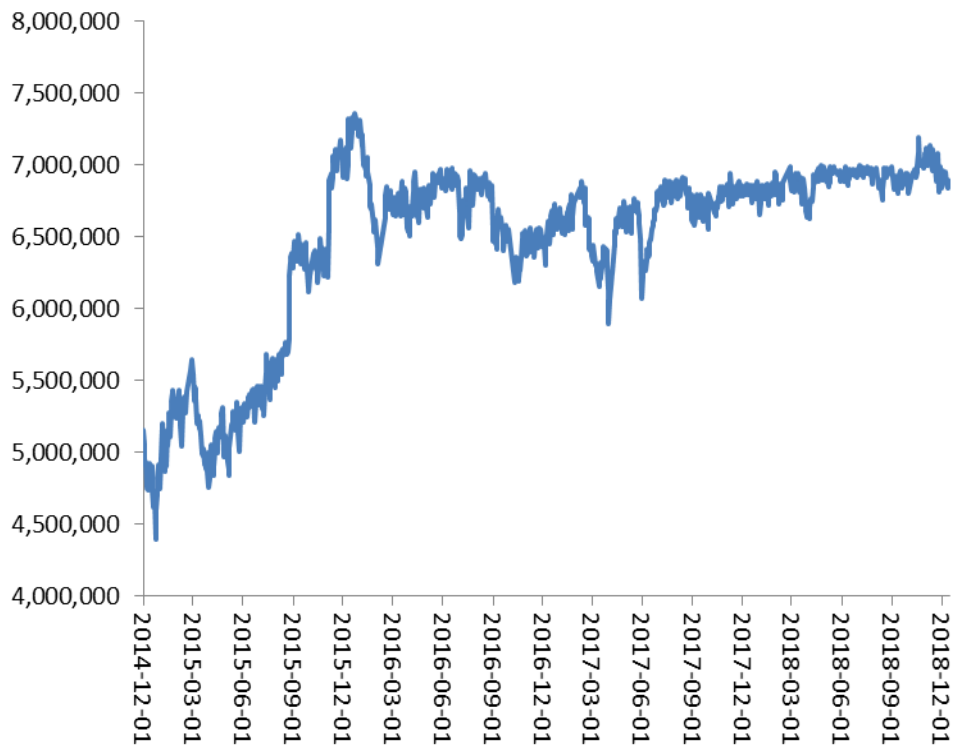
图 7：大豆进口量及 CNF 均价



数据来源：Wind，兴证期货研发部

目前国内大豆库存为 687 万吨，持平于上一周的水平，但维持在历史的高位区间，近期油厂开机有所下滑，低于正常水平，主要由于压榨利润走低所致。

图 8：国内大豆库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

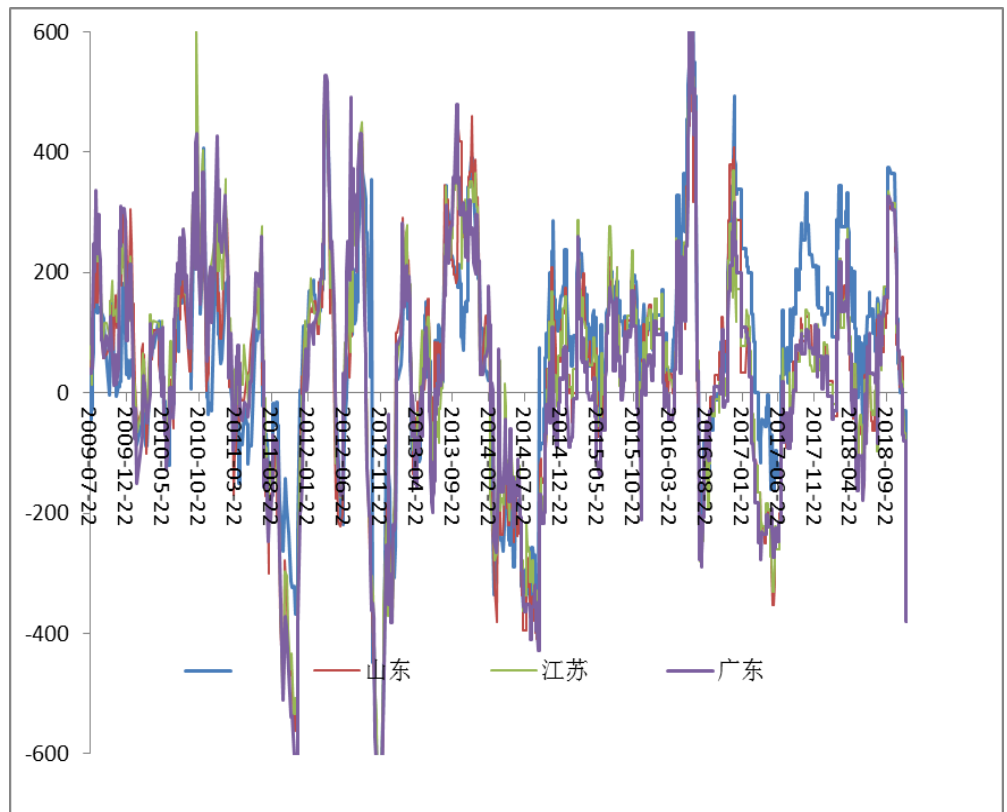
图 9：大豆压榨利润

品种	交货月	CBOT价格	CNF中国 美元/吨	完税价 元/吨	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	12月	907	387	3831	2865	5024	-613	-38	2980	5080	-512
	2019年1月	920.5	393	3894	2647	5360	-784	-42	2980	5080	-575
	2019年2月	920.5	393	3904	2647	5360	-794	-30	2980	5080	-585
	2019年3月	920.5	391	3883	2647	5360	-773	-3	2980	5080	-564
	2019年4/5月	933.25	396	3935	2647	5360	-825	-3	2980	5080	-616
美西大豆	12月	907	381	3775	2865	5024	-557	-52	2980	5080	-456
	2019年1月	920.5	388	3845	2647	5360	-735	-55	2980	5080	-526
巴西大豆	12月	907	388	3107	2865	5024	161	-16	2980	5080	263
	2019年1月	920.5	391	3135	2647	5360	28	-28	2980	5080	235
	2019年2月	920.5	388	3115	2647	5360	48	-20	2980	5080	255
	2019年3月	920.5	386	3100	2647	5360	63	-19	2980	5080	270
	2019年4/5月	933.25	388	3122	2647	5360	41	-28	2980	5080	248
	2019年6月	945	393	3156	2696	5492	72	-29	2980	5080	214
阿根廷大豆	12月	907	388	3108	2865	5024	60	-6	2980	5080	161
	2019年5月	945	384	3092	2696	5492	26	-4	2980	5080	177

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亏损；巴西和阿根廷大豆进口压榨利润大幅萎缩，对国内价格有一定支撑。现货方面，目前压榨利润出现缩小。

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，油厂开工率近期小幅走低；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，受原油大跌导致油脂价格大幅下挫。中美贸易争端短期缓解，中国开始进口大量美豆，对豆类油脂价格有压力；近期消费走弱，库存继续维持高位震荡，美国农业部报告利空，后期对豆油价格压力较大；短期来看，油脂价格将继续低位震荡，建议投资者逢反弹继续抛空。

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
2017/10	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%
2018/10	1,964,954	2,722,391	1,571,169	-2.2%	24.3%
2018/11	1,845,219	3,006,988	1,375,217	-5.0%	17.6%

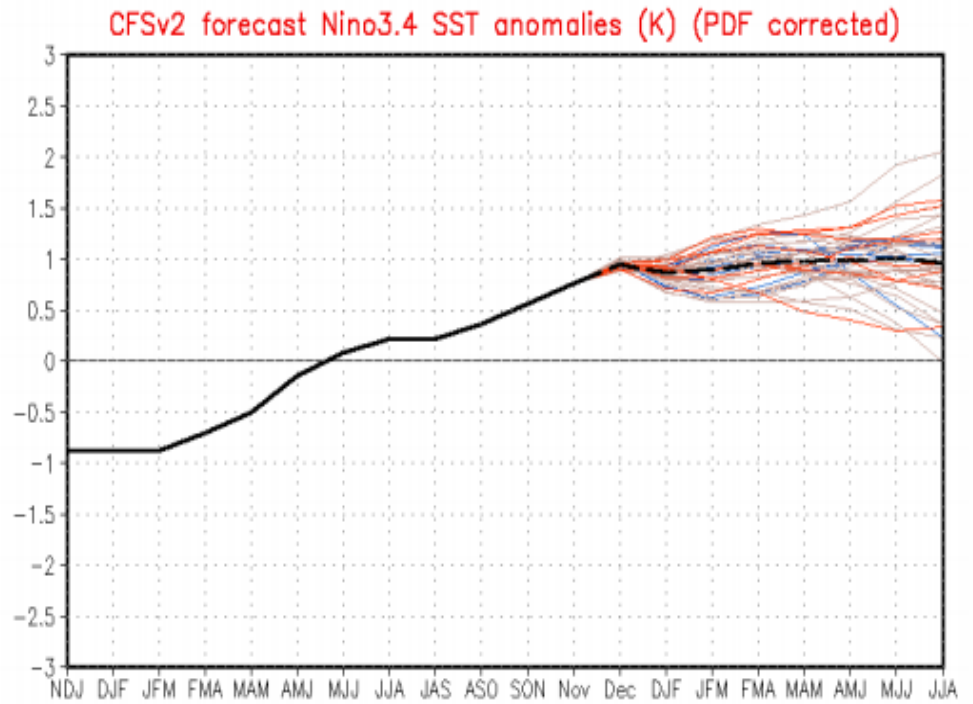
数据来源：兴证期货研发部

马来西亚棕榈油局公布 11 月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚 11 月棕榈油的产量为 184.5 万吨，低于 10 月的 196 万吨，同比减少 5%，低于市场预期；11 月开始，马来西亚棕榈油进入到减产周期；马来西亚棕榈油的出口数据为 137.5 万吨，环比出现小幅减少，较 10 月的 157 万吨减少，主要因为市场已经透支了自 9 月以来马来西亚棕榈油出口关税调低的需求且由于印度尼西亚下调棕榈油出口关税挤占了马来西亚棕榈油的出口份额。马来西亚棕榈油的期末库存为 300 万吨，较 10 月的库存增加，同比增加 17.6%。本次报告的产量低于预期，出口低于预期，库存增幅高于预期。

1.2.2 进入厄尔尼诺气候，但产量下降未出现

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 80%，从目前的月度数据看，可能已经进入到厄尔尼诺气候，但从持续时间来看可能非常短暂，因为春季之后概率大幅下降到 55%--60%。

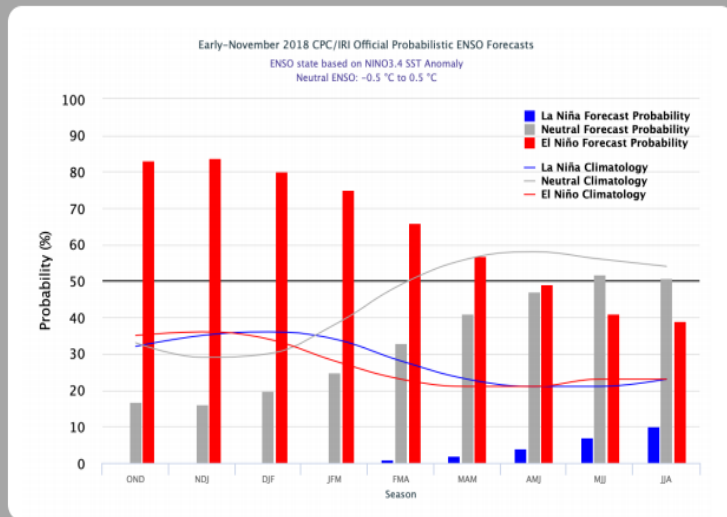
图 1: 天气预测模型



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 2: 天气预测模型

El Niño is expected to form and continue through the Northern Hemisphere winter 2018-19 (~80% chance) and into spring (55-60% chance).

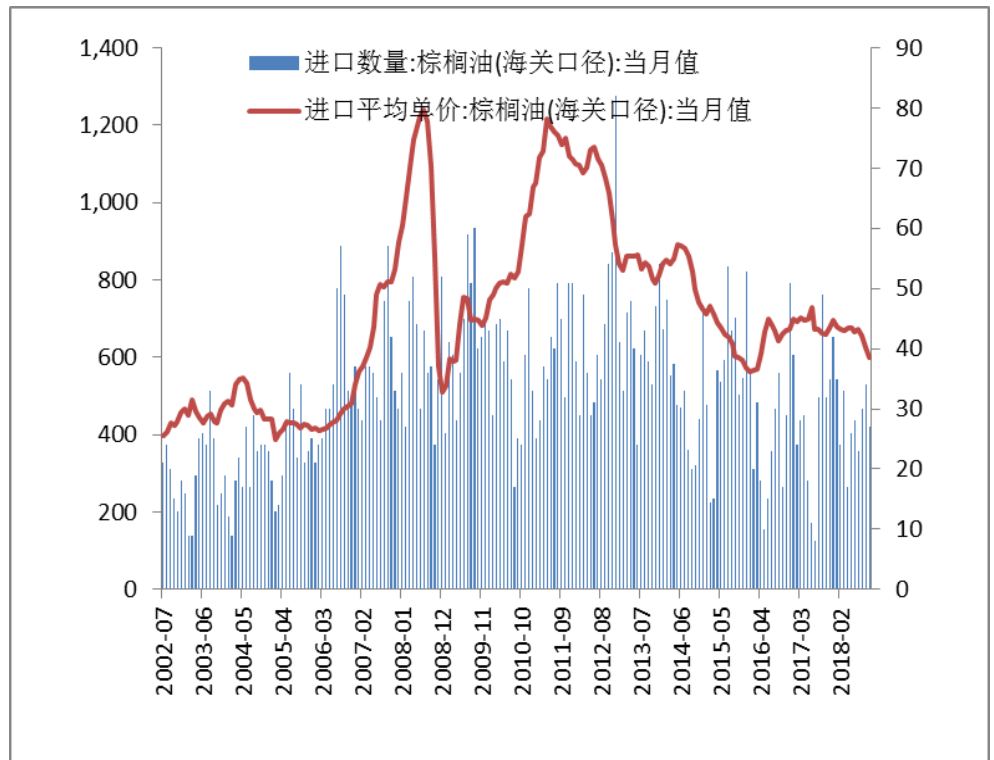


数据来源: 兴证期货研发部

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有助于棕榈树生长; 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

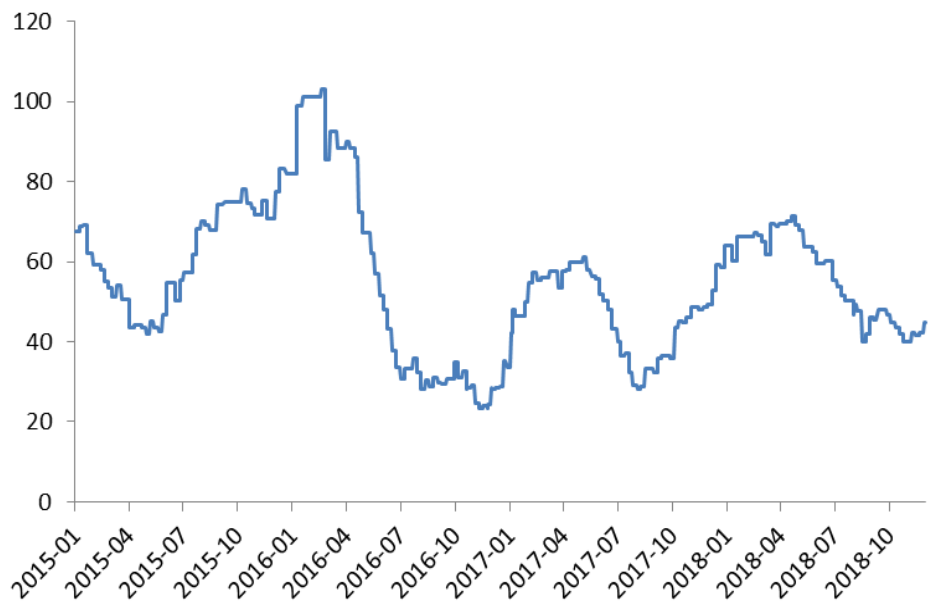
图 3: 棕榈油进口及价格



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

如图所示, 10月我国棕榈油的进口为 27 万吨, 低于去年同期的 32 万吨的进口量。目前棕榈油的进口基本处于盈亏平衡附近, 进口量可能会有所回升; 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。

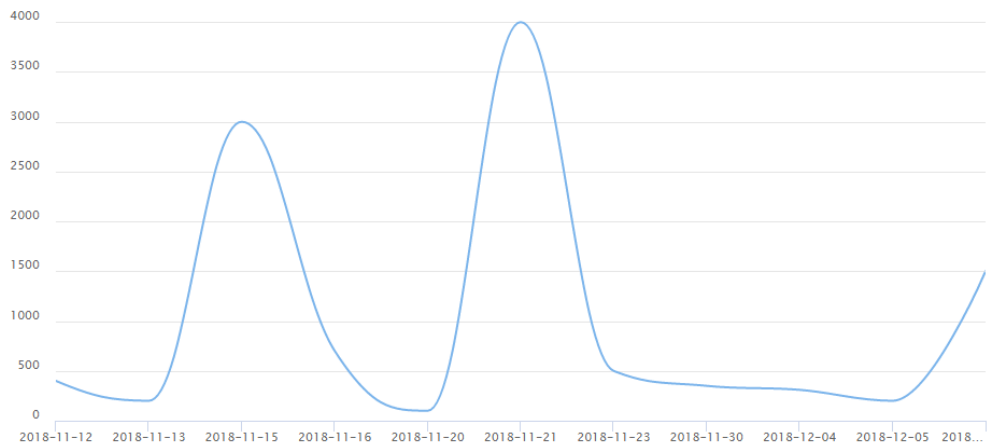
图 4: 国内棕榈油港口库存



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 8 月的 28 万吨出现大幅增加，目前商业库存为 45 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，国内棕榈油成交低位震荡。如图 5 所示，本周棕榈油的现货成交量维持低位震荡。从棕榈油的成交价格来看，广州棕榈油的价格 4060-4100 元区间附近。

1.2.4 进口亏损，对价格有一定支撑

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 4260 元/吨，现货消费在 4100 元，每吨亏损 160 元。远月印尼的棕榈油进口完税成本为 4320 元，较现货每吨升水 220 元；从进口贸易的角度来看，进口的棕榈油出现一定亏损，对价格有一定支撑。

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	12月	487.5	00.00	20	507.5	4260	(华南)
		487.5	00.00	25	512.5	4300	(华东)
		487.5	00.00	28	515.5	4330	(华北)
	1月	492.5	+02.50	20	512.5	4300	(华南)
		492.5	+02.50	25	517.5	4340	(华东)
		492.5	+02.50	28	520.5	4370	(华北)
	2/3月	522.5	-02.50	20	542.5	4550	(华南)
		522.5	-02.50	25	547.5	4590	(华东)
		522.5	-02.50	28	550.5	4610	(华北)
	4/5/6月	562.5	00.00	20	582.5	4880	(华南)
		562.5	00.00	25	587.5	4920	(华东)
		562.5	00.00	28	590.5	4940	(华北)
33度棕榈油	12月	482.5	00.00	25	507.5	4260	(华东)
	1月	487.5	+02.50	25	512.5	4300	(华东)
	2/3月	517.5	-02.50	25	542.5	4550	(华东)
	4/5/6月	557.5	00.00	25	582.5	4880	(华东)
44度棕榈油	12月	457.5	+02.50	25	482.5	3800	(华东)

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

综合来看，马来西亚棕榈油进入减产周期，产量的下降给价格带来一定支撑但需求的转弱对价格压力较大；11 月数据产量下调，出口回落，期末库存增加，对价格利空，棕榈油价格可能继续下挫。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

日线图看，豆油主力合约维持震荡走低行情，长期趋势仍旧偏空，建议投资者可反弹继续做空。

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，棕榈油低位区间震荡，后期可能继续维持走低，建议投资者可空单参与。

图 2：棕榈油 1901 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。