

兴证期货·研发中心

2019年2月24日星期日

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

投资咨询编号：Z0013331

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

豆油维持震荡行情，节后油脂进入到消费淡季，库存去化过程减缓；中美贸易谈判持续，但整体对贸易谈判乐观，中国进口美国大豆对国内市场利空。南美巴西大豆主产区天气开始好转，阿根廷天气好转，大豆产量预估调高。美豆出口销售数据有所好转但库存消化仍需要时间；美国农业部2月报中性偏多。国内油厂大豆压榨利润维持低位，油厂的开工率开始逐步恢复；马来西亚棕榈油1月产量减少，需求有所恢复对价格利多，棕榈油价格震荡偏强。

● 后市展望及策略建议

中美贸易谈判前景乐观，对后期美豆的进口数量可能增加，对外盘利好对国内利空，但由于外盘下跌空间有限，油脂库存去化支撑豆油价格；但基本面方面还需要关注中国采购美豆的节奏以及南美方面的天气情况；马来西亚棕榈油产量进入减产周期、预期仍将同比减少，需求有所好转，期末库存可能逐步去化；国内油脂价格可能维持区间偏强震荡。

1. 油脂基本面

1.1 豆油基本面

1.1.1 中美贸易谈判持续并可能延长

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，具体结果可能还要需要等待后期谈判。

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构购买113万吨美国大豆，以及后期的购买可能以及达到500万吨左右，但对美国大豆市场影响有限。2019年1月7-9日，美国贸易代表在北京与中方谈判，双方分歧缩小，对后期继续谈判进程利好，有可能解决贸易争端问题，利空国内豆类油脂。2019年2月14、15日，贸易谈判在北京举行；2月21、22，中美谈判在华盛顿举行，并延期至24日，整体来看谈判预期看好。

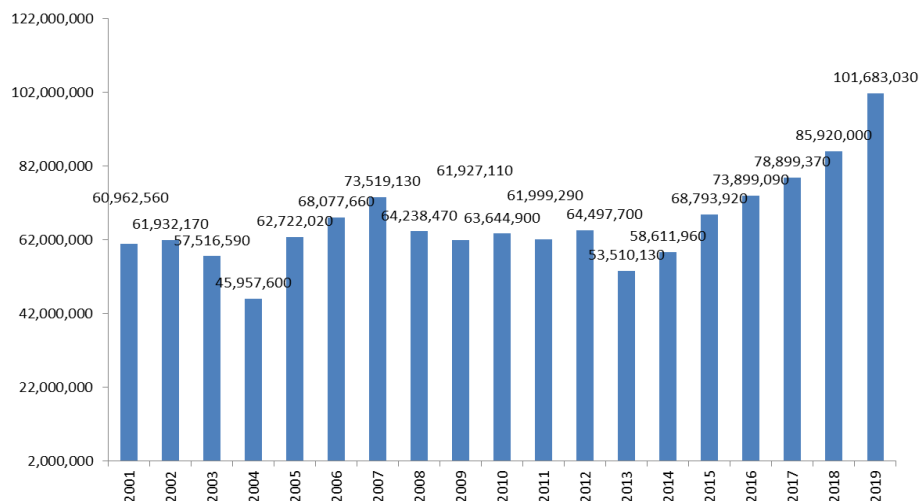
美国是全球大豆产量最大的国家，大豆出口量仅次于巴西，62%的大豆出口到中国；而中国是全球最大的大豆需求国，年进口量达到9500万吨以上，其中从美国进口3200万吨以上，占比超过30%。中国方面，进口大豆来源受阻，大豆供应无法满足，市场可能会出现大幅上涨行情，导致两败俱伤的结局。

1.1.2 美农业部 2 月报告中性偏多

美国农业部 2 月报显示,美豆产量 45.44 亿蒲(预期 45.58,12 月 46.00, 上年 44.11), 期末 9.10 亿蒲(预期 9.20, 12 月 9.55, 上年 4.38)。阿根廷大豆产量 5500 万吨(预期 5500), 巴西大豆产量 1.17 亿吨(预期 1.163)。美豆产量及库存数据均稍低于此前市场预期, 但巴西产量稍高于此前市场预期, 本次报告对大豆市场相对中性或略微偏多。。

季度库存报告显示, 2018 年 12 月 1 日美国大豆库存为 1.02 亿吨, 比 2017 年 12 月 1 日的 8952 万吨高出 1200 万吨, 创出历史新高。虽然后期中国订单出现增加, 但美豆出口中国进程仍旧缓慢, 中美贸易战关系的发展态势还将影响大豆的出口。因此, 美豆库存的压力非常大, 对价格有很大的压力。

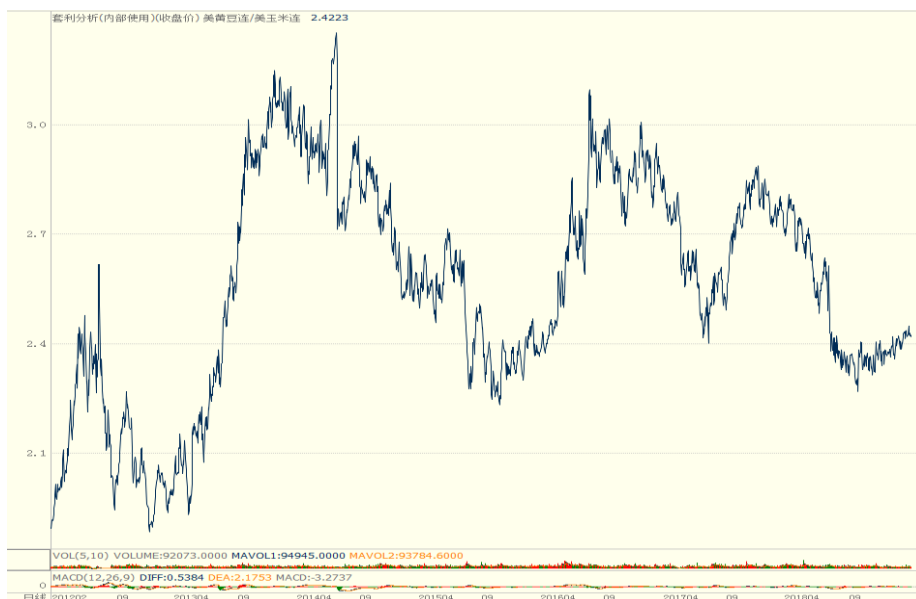
图 1: 美豆季度库存



数据来源: 兴证期货研发部、USDA

由于中美贸易战的影响,2018 年美国农户种植大豆遇到了很大的挑战, 如图 2 所示为 CBOT 大豆和玉米的比价走势图, 近 8 年以来, 大豆对玉米的均值比价为 2.5 左右, 即当二者比价为 2.5 时种植效益基本相等, 目前二者比价在 2.4 附近说明种植大豆的收益率低于种植玉米的收益率, 由于中美贸易冲突仍不确定且美国大豆的库存已经创出历史新高对价格有持续的利空, 预期后期美国大豆价格上涨的概率不大, 2019 年春季美国农民选择种植大豆的概率下降, 目前市场有预期美国大豆的种植面积下调 3%, 但市场可能低估了农户的担忧, 种植面积下降的幅度可能远远超出市场的预期。这可能有利于远期美国大豆的上涨。

图 2：美豆/玉米比价偏低



数据来源：兴证期货研发部、USDA

1.1.2 豆油价格震荡

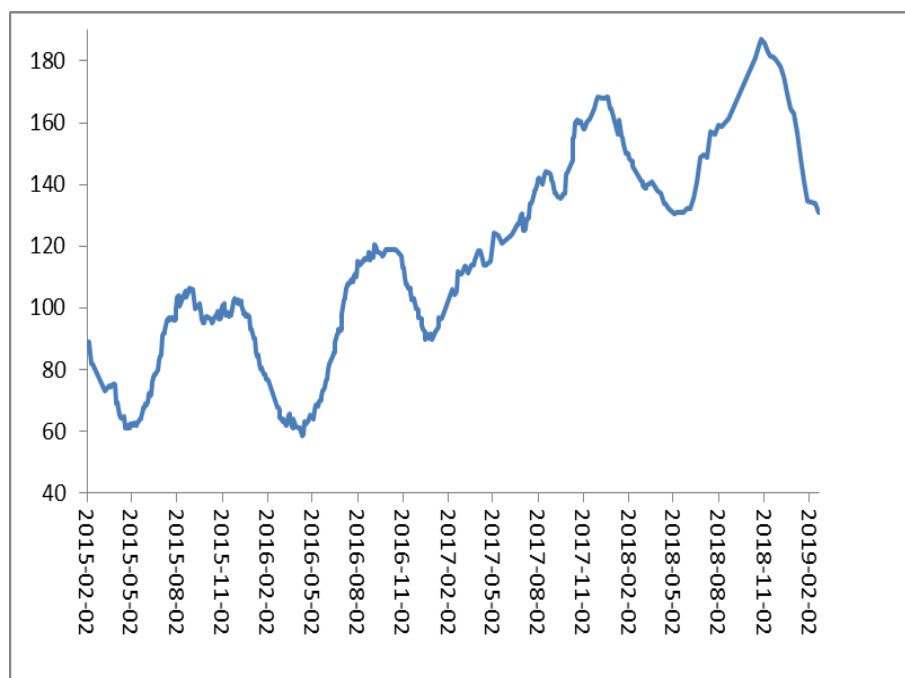
从豆油的成交来看，我国豆油的成交价格出现震荡，全国一级豆油均价维持在 5680--5760 元/吨的区间；成交量维持震荡走低。目前，广州地区一级豆油的成交价格到 5640-5700 元/吨，维持低位震荡。

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

供求看，目前豆油需求出现好转，油厂开工率在节后有所恢复，豆油的库存维持高位震荡走低；豆油的期末库存目前为 131 万吨，维持震荡回调。

1.1.3 2月进口量大幅下降

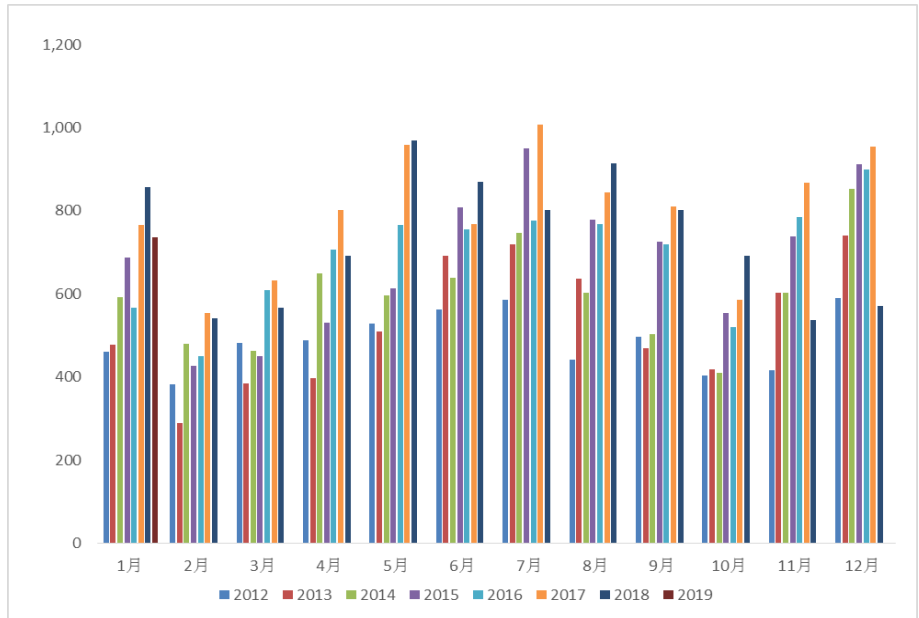
据全面调查显示，2019年2月份预期国内各港口进口大豆399.4万吨，低于1月的738万吨，也远远低于去年2月同期进口量542万吨。

图 5：2019年2月大豆进口量

2019年2月	进口量	船数
东北地区	6.5	1
华北地区	54.6	9
山东地区	83.3	13
华东地区	114.7	18
福建地区	44.3	7
广东地区	102.8	9
广西地区	38.5	6
全国总计	399.4	63

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

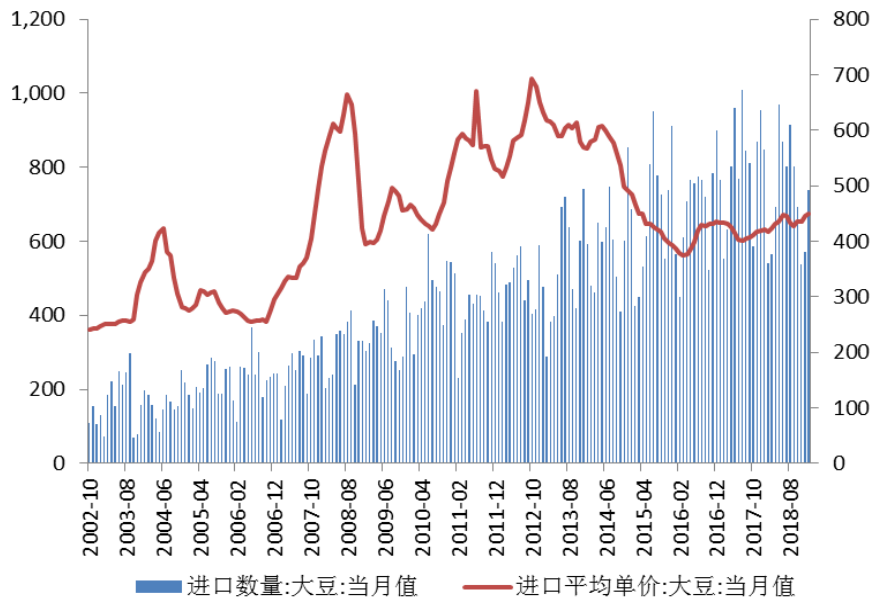
图 6：大豆进口量



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。1 月大豆的进口成本出现了小幅上涨，目前维持在 450 美元/吨左右。

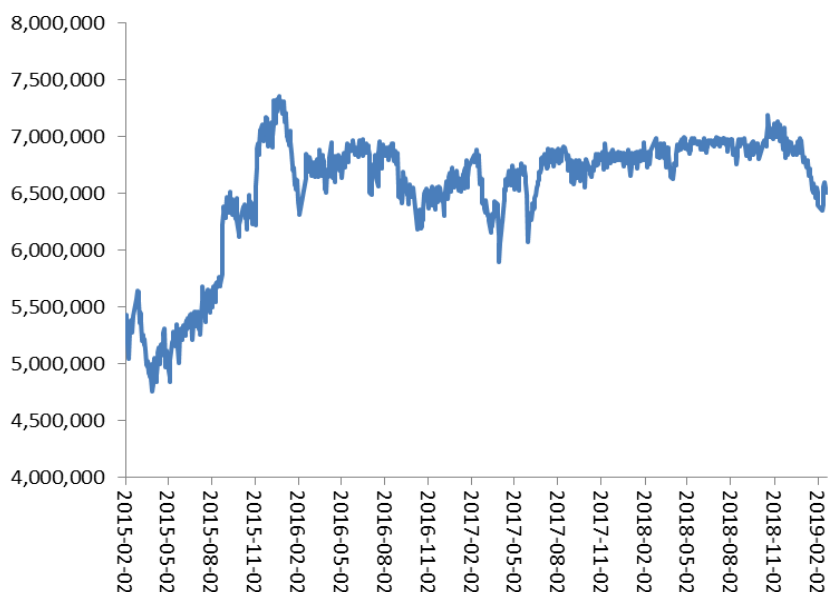
图 7：大豆进口量及 CNF 均价



数据来源：Wind，兴证期货研发部

目前国内大豆库存为 650 万吨，低于上一周的水平，维持历史低位区间，近期油厂开机有所增加，主要由于春节假期结束恢复开工。

图 8：国内大豆库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

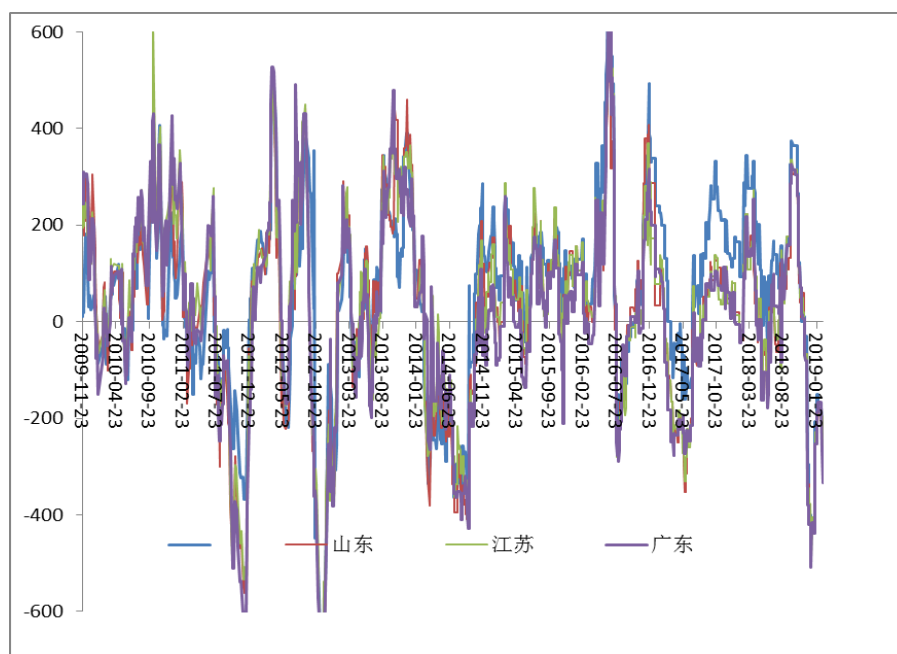
图 9：大豆压榨利润

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	3月	911	393	3798	2547	5722	-699	-16	2590	5610	-686
	4/5月	924.25	392	3794	2614	5822	-623	-24	2590	5610	-682
	10月	954.25	406	3927	2679	5924	-685	-17	2590	5610	-815
美西大豆	3月	911	385	3726	2547	5722	-627	-16	2590	5610	-614
巴西大豆	3月	911	386	3015	2547	5722	142	-8	2590	5610	153
	4月	924.25	391	3062	2547	5722	95	-8	2590	5610	106
	5月	924.25	394	3082	2614	5822	147	-26	2590	5610	94
	6月	937.5	400	3131	2614	5822	98	-20	2590	5610	40
	7月	937.5	401	3139	2614	5822	90	-23	2590	5610	35
阿根廷大豆	5月	937.5	385	3016	2614	5822	97	-16	2590	5610	40

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维持低位，对国内价格有一定支撑。现货方面，目前压榨利润有所恢复。

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 春节过后需求进入淡季

从食用需求的角度看，目前随着年末双节的结束，油脂消费逐步萎缩，但由于供应萎缩，豆油库存可能还将持续去化，但去化速度相对缓慢，由最高的 190 万吨下降到目前的 131 万吨，后期还将减少。

综合来看，中美贸易谈判对国内豆类油脂价格利空；若后期中国开始进口大量美豆，对豆类油脂价格有一定压力，但压力更大可能在豆粕端；近期消费有所放缓，库存维持震荡减少概率较大；南美天气对市场的影响暂时减小；中长期来看，豆油价格将维持区间偏强震荡，建议投资者可少量做多。

1.2 棕榈油基本面

1.2.1 马来棕榈油库存大幅下降

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
2017/12	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%
2018/12	1,808,038	3,215,052	1,383,307	-1.4%	17.7%
2019/01	1,737,498	3,001,169	1,676,442	9.5%	17.8%

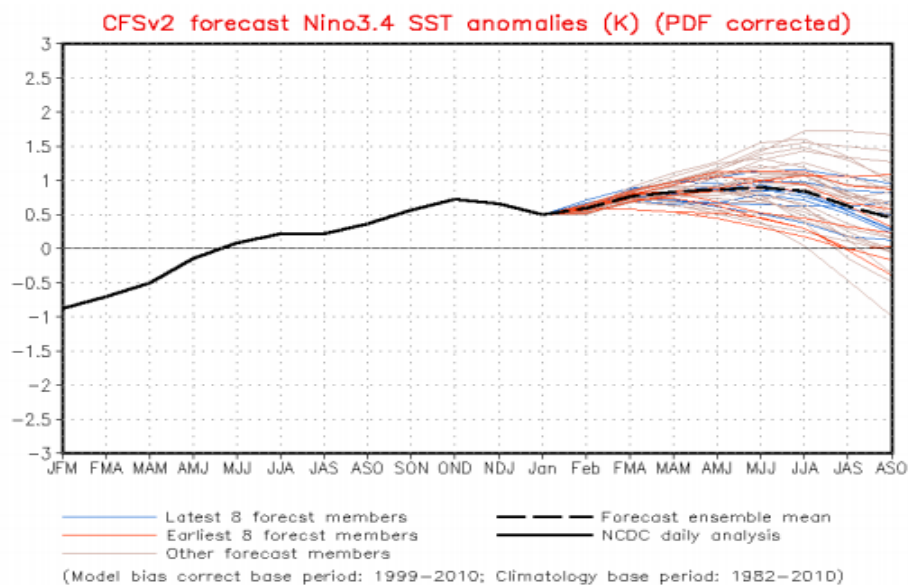
数据来源：兴证期货研发部

马来西亚棕榈油局公布 1 月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚 1 月棕榈油的产量为 173.4 万吨，低于 12 月的 180.8 万吨，同比大幅增加 10%，高于市场预期；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 168 万吨，环比出现大幅增加，较 12 月的 138 万吨增加，主要因为近期棕榈油的价格触底反弹，导致外部需求有所增加；1 月开始，印度下调马来西亚棕榈油进口关税，可能导致棕榈油需求再次转好。马来西亚棕榈油的期末库存为 300 万吨，较 12 月的库存 321 万吨大幅减少，但同比增加 17.8%。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。

1.2.2 进入厄尔尼诺气候，对后期产量有影响

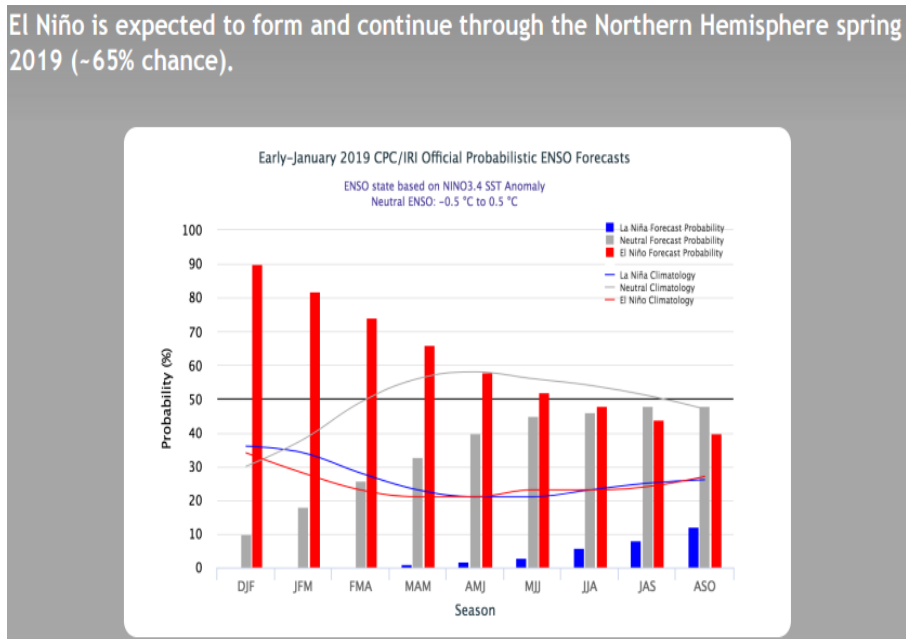
棕榈油常年连续生产，受天气的影响也很直接。根据目前的天气预测模型来看，目前全球气候可能已经进入厄尔尼诺现象，到 2019 年春季厄尔尼诺气候持续的概率达到 65%，厄尔尼诺气候出现的可能对棕榈油的生产产生不利影响。

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

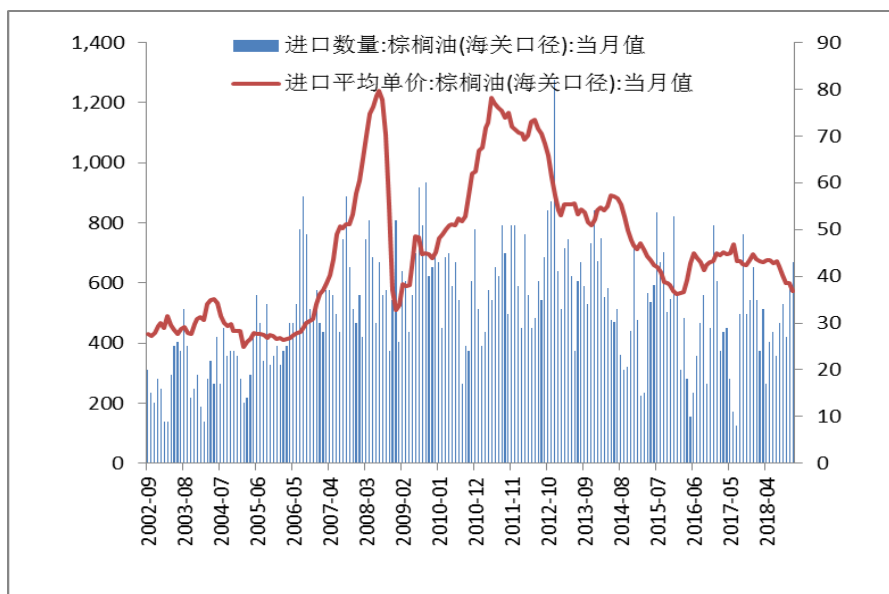


数据来源：兴证期货研发部

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有助于棕榈树生长；后期东南亚地区棕榈油的产量维持季节性减产周期，产量的可能逐步减少，给价格带来季节性支撑。

1.2.3 国内棕榈油库存大幅增加

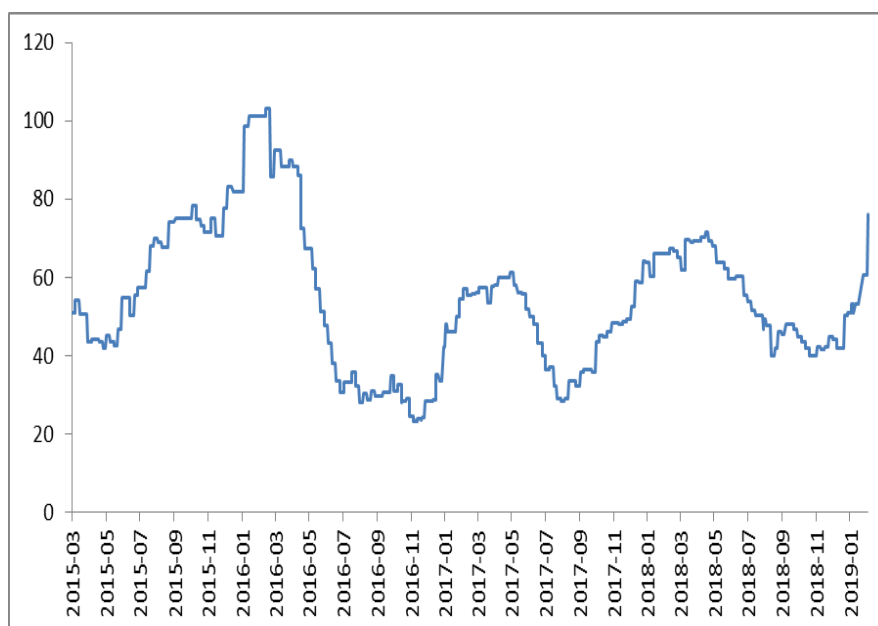
图 3：棕榈油进口及价格



数据来源：Wind，兴证期货研发部

如图所示，12 月我国棕榈油的进口为 43 万吨，高于去年同期的 42 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大幅反弹。

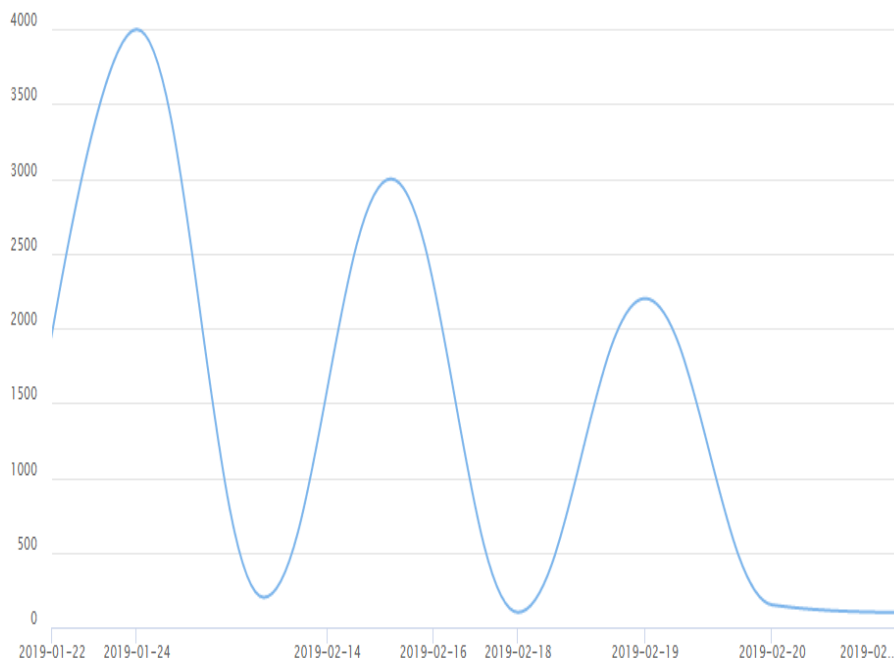
图 4：国内棕榈油港口库存



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 76 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，国内棕榈油成交震荡走低。如图 5 所示，本周棕榈油的现货成交量维持震荡走低。从棕榈油的成交价格来看，广州棕榈油的价格 4650-4660 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 4790 元/吨，现货消费在 4660 元，每吨亏损 130 元。远月印尼的棕榈油进口完税成本为 4710 元，较现货每吨升水 50 元；从进口贸易的角度来看，进口的棕榈油小幅亏损，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	2月	560	-05.00	25	585	4791	(华南)
		560	-05.00	30	590	4831	(华东)
		560	-05.00	35	595	4872	(华北)
	3月	560	-07.50	25	585	4791	(华南)
		560	-07.50	30	590	4831	(华东)
		560	-07.50	35	595	4872	(华北)
	4月	577.5	-02.50	25	602.5	4932	(华南)
		577.5	-02.50	30	607.5	4972	(华东)
		577.5	-02.50	35	612.5	5013	(华北)
	5/6月	582.5	-02.50	25	607.5	4972	(华南)
		582.5	-02.50	30	612.5	5013	(华东)
		582.5	-02.50	35	617.5	5053	(华北)
	7/8/9月	582.5	-02.50	25	607.5	4972	(华南)
		582.5	-02.50	30	612.5	5013	(华东)
		582.5	-02.50	35	617.5	5053	(华北)
33度棕榈油	2月	555	-05.00	30	585	4791	(华东)
	3月	555	-07.50	30	585	4791	(华东)
	4月	572.5	-02.50	30	602.5	4932	(华东)
	5/6月	577.5	-02.50	30	607.5	4972	(华东)
	7/8/9月	577.5	-02.50	30	607.5	4972	(华东)
44度棕榈油	3月	552.5	00.00	30	582.5	4470	(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；1月马来出口数据反弹，库存出现大幅减少，后期可能会持续出现库存去化，对价格有一定支撑，棕榈油价格维持震荡偏强行情。

2.技术分析及操作策略

2.1 豆油

日线图看，豆油主力合约维持震荡行情，后期随着大豆压榨量的长期放缓，豆油去库持续，建议投资者震荡偏强对待。

图 1：豆油 1905 日线



数据来源：兴证期货研发部

2.2 棕榈油

由技术看，棕榈油窄幅震荡，后期可能维持区间震荡反弹，建议投资者震荡偏强对待。

图 2：棕榈油 1905 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。