

兴证期货·研发中心

2019年4月1日星期一

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

3月豆油维持震荡走低行情；油厂开工率节后恢复后，油厂供应压力小幅增加，部分油厂豆粕出现胀库停机，但豆油受需求放缓库存出现震荡反弹的情况，豆油期货、现货价格震荡走低；美国国内大豆压榨数据较好、出口受中国采购影响好转，但巨大的库存仍旧对价格利空；南美大豆主产区天气尚可，巴西大豆收割速度高于往年，产量较年初预期有所下滑；阿根廷主产区大豆生长利好，产量恢复性反弹至5200万吨，对远期价格有一定利空。棕榈油库存维持震荡走高，接近78万吨；3月马来棕榈油的产量预期同比增加，出口转差，期末库存增加；目前来看，整体油脂维持供求宽松状态，消费淡季价格偏弱。

● 后市展望及策略建议

进入4月以后，中美贸易谈判及进口美豆的关税税率将对国内豆类油脂价格有较大影响，但市场预期贸易争端解决概率较大；豆油的需求仍旧堪忧，但由于价格已经处于低位，可能维持区间震荡；东南亚棕榈油逐步进入到增产周期，对棕榈油价格利空，需求的恢复情况仍旧决定棕榈油的价格反弹幅度；综合来看，受消费淡季影响，油脂的需求放缓高于预期，整体油脂价格维持区间震荡概率较大。

1. 油脂基本面

1.1 豆油

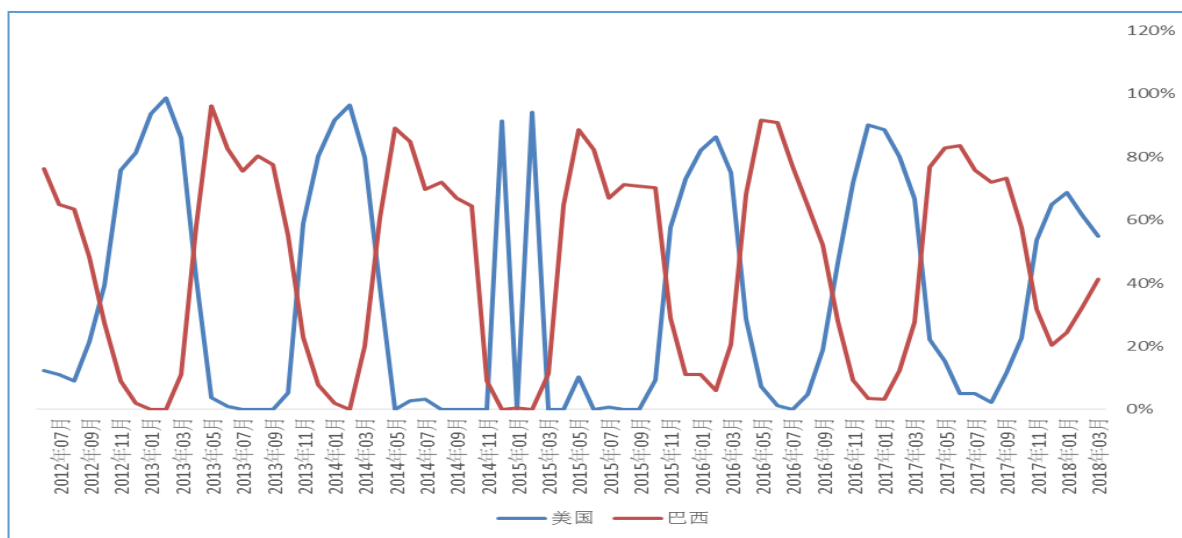
1.1.1 南美天气炒作对大豆利好

巴西方面，美国农业部 3 月预估 2018/19 年度巴西大豆产量可能达到 1.165 亿吨，较 2 月报告小幅下调了 50 万吨，主要因为 2 月以来巴西大豆主产区缺乏降雨，导致单产水平出现下降；阿根廷大豆的产量维持 5500 万吨的水平，虽然 1 月阿根廷大豆主产区降雨较为严重，但并未对产量造成较大影响，后期生长关键期的天气还需要重点关注；若不再经历去年的严重干旱，阿根廷大豆的产量预期恢复到 5000 万吨以上，较去年大幅增加，给全球大豆的压力较大。

1.1.2 美豆进口增加，压力较大

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。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。12 月 13 日，美国农业部报道中国进口了 113 万吨美国大豆，美国方面，由于前期贸易战影响，大豆价格偏高，制约了中国对大豆的需求，美国大豆的出口受到极大的抑制，库存创出历史新高，后期的出口压力也非常大，给全球大豆价格带来压力。近期中美谈判顺利，据报道中国已经采购了美豆 700 万吨左右，后期可能还将继续增加采购至 2000 万吨，对美国庞大库存有利好作用。

图 1：美国和巴西大豆进口比重

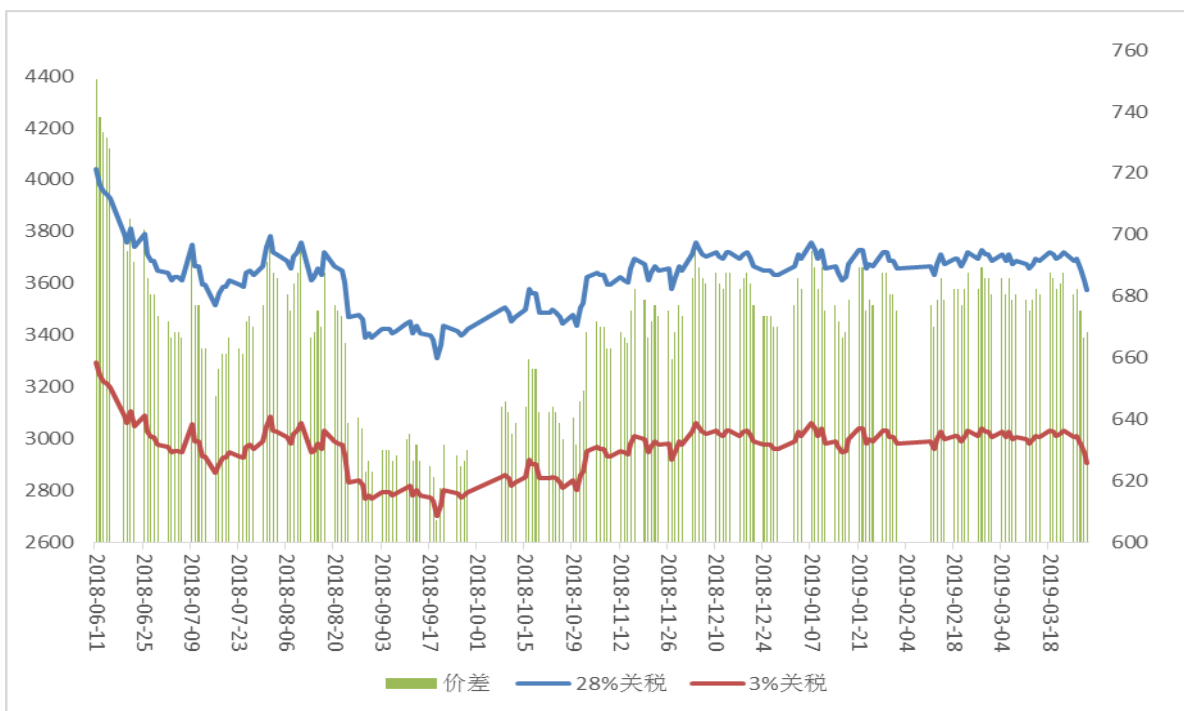


数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

虽然中国开始进口美豆，但若按照 28% 的进口税率，压榨利润为负，企业不可能进口，而只有国储进口且不可能直接进入市场流通；后期国储抛售这些大豆的价格（即如何处理 28% 的

关税), 对市场影响较大。如图 2 所示, 按照 28%的进口关税, 美豆进口到岸成本为 3572 元/吨, 国内港口进口大豆价格在 3100 元/吨; 若后期关税取消, 3%关税美豆成本在 2905 元/吨, 对国内大豆的压力较大; 目前美豆维持弱势震荡但种植成本在 860 美分/蒲式耳, 继续下跌空间不大。但若贸易争端解决, 豆类油脂定价体系将重估。

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 未来大豆进口增加对价格有压力

表 3: 4 月大豆进口预估

2019年4月	进口量	船数
东北地区	83.9	13
华北地区	102.6	16
山东地区	169.7	26
华东地区	245.9	39
福建地区	43.8	7
广东地区	103.4	16
广西地区	76.5	12
全国总计	825.8	129

数据来源: 兴证期货研发部、天下粮仓

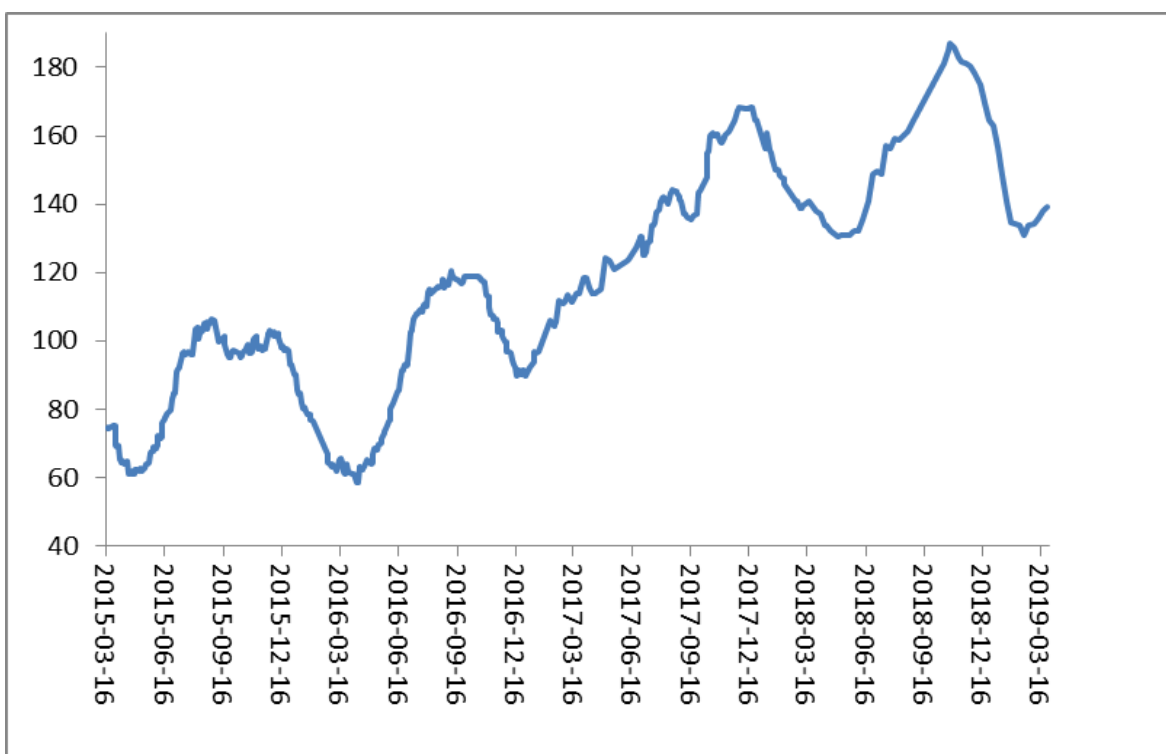
国内方面，春节过后，国内油厂开工率逐步回升到正常水平，但进口大豆受贸易战影响出现一定下降，港口库存出现下滑；节后豆油的需求转差，库存维持小幅走高至 139 万吨，供求宽松；随着原油价格的小幅反弹，豆油的生物柴油需求预期有所恢复，对豆油价格利好。

表 3 为国内 4 月大豆进口预报，由预报看，我国 4 月大豆进口数量大幅增加，一方面由于国内库存下降；另一方面，由于南美大豆上市，尤其巴西大豆销售量大幅增加，国内进口积极性增加。

1.1.4 豆油库存震荡反弹

如图 4 所示，国内豆油的商业库存自 10 月末以来持续走低，由于下游养殖需求较差，大豆压榨亏损，开机率低于往年，豆油库存维持震荡反弹；目前豆油的库存为 139 万吨，较最高时下降 55 万吨，但较春节前小幅上涨 10 万吨。

图 4：豆油商业库存



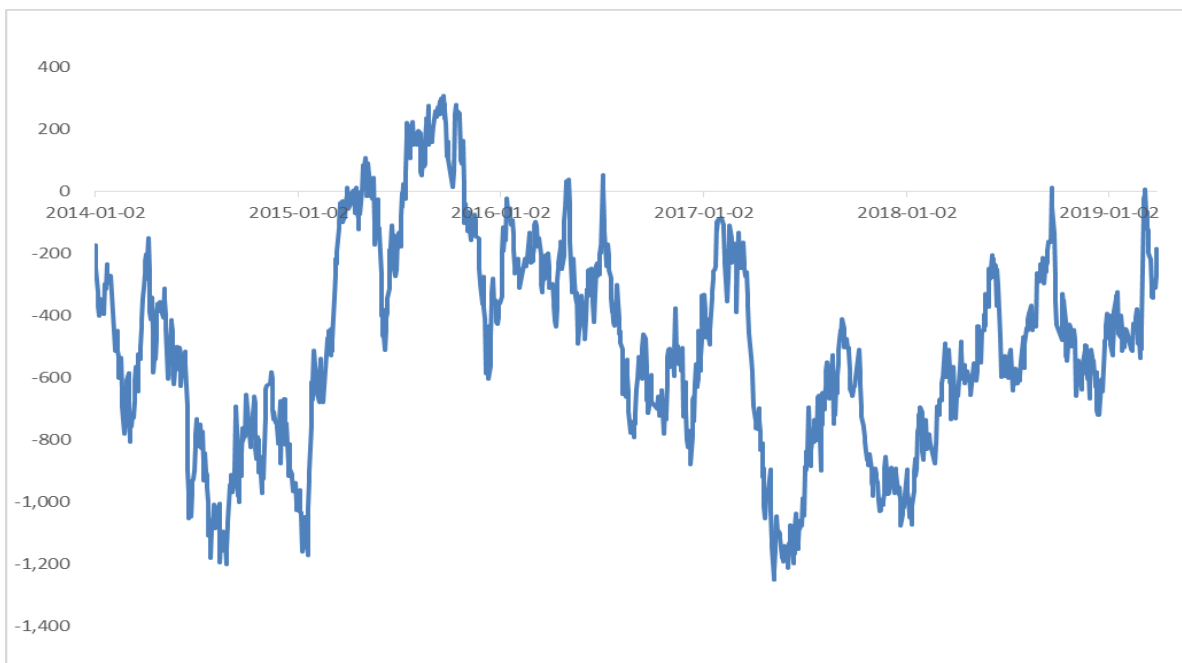
数据来源：兴证期货研发部、WIND

1.1.5 国内豆油下跌过快，进口亏损减少

从进出口情况看，每吨豆油的进口亏损接近 250 元；近期国内和外盘豆油的价差大幅缩小，进口亏损缩小。短期来看，外盘豆油价格下跌幅度较国内豆油价格下跌幅度小，导致进口亏损减少。

从国际情况看，未来阿根廷豆油可能会装船发往中国，根据中国和阿根廷政府的协议，2019 年可能进口 30 万吨的阿根廷豆油，后期随着豆油的到港，豆油的价格将会受到一定的打压，但若国外豆油价格持续强于国内，可能导致亏损扩大而不能形成有效进口。

图 5：豆油进口利润

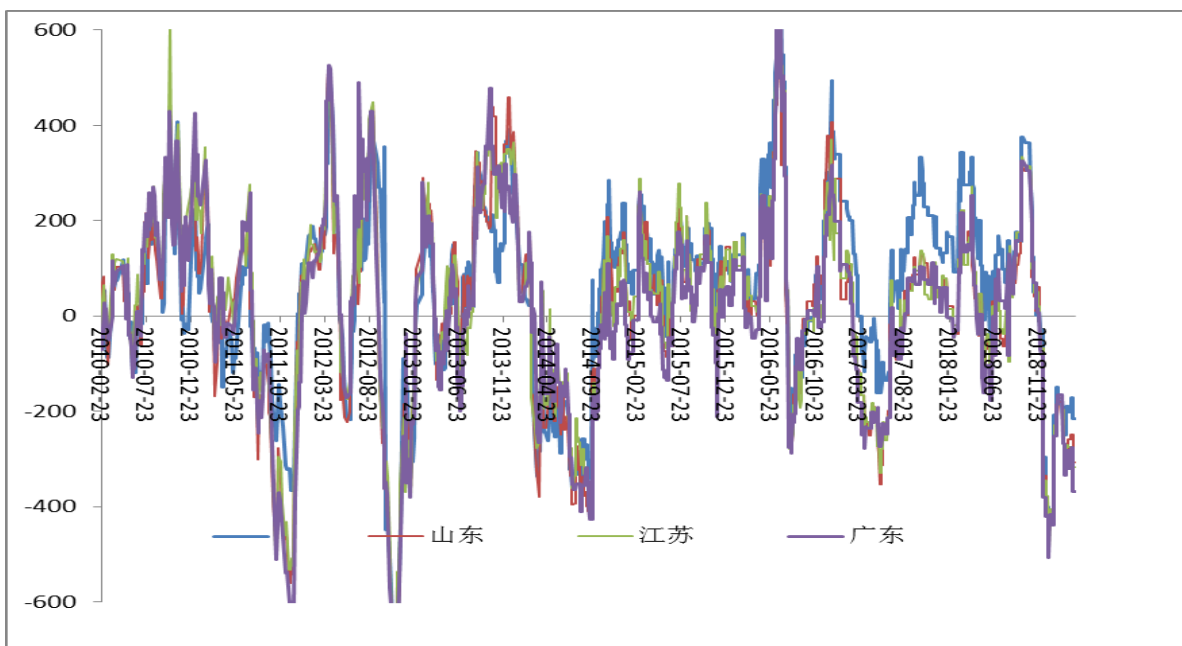


数据来源：兴证期货研发部、WIND

1.1.6 压榨亏损有所扩大，对价格有支撑

从整个进口大豆的压榨产业链来看，进口大豆成本维持高位，豆粕、豆油现货价格偏弱使得国内大豆压榨利润出现亏损。

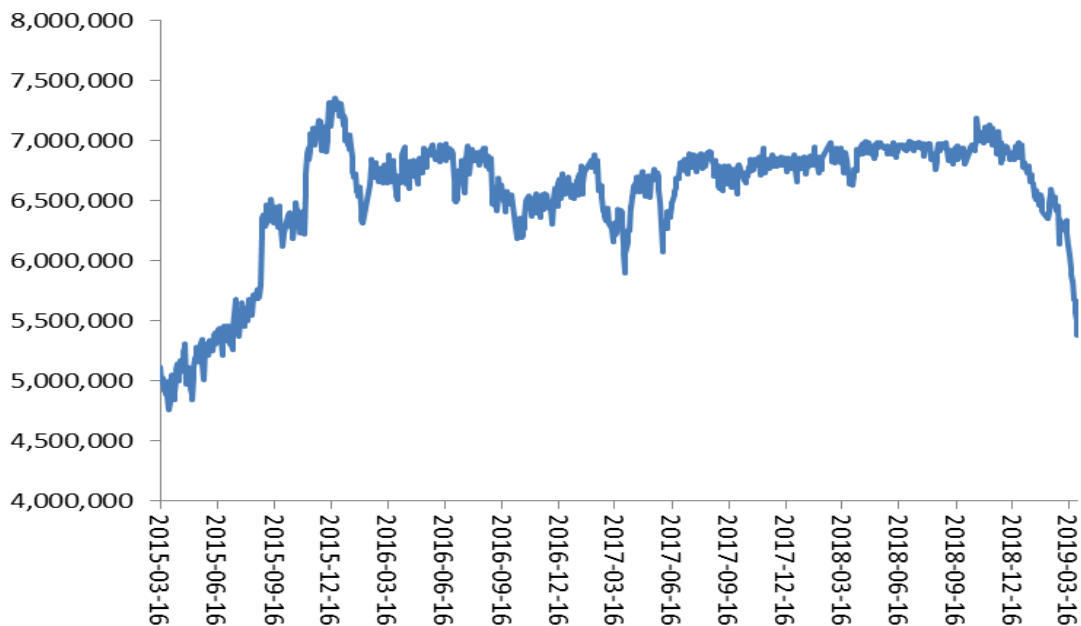
图 6：进口大豆压榨利润



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，春节后猪肉价格持续走强，但由于非洲猪瘟的影响较大，生猪存栏大幅萎缩，后期对豆粕的需求可能大幅减少；从大豆供给的角度来看，2月进口大豆量大幅萎缩，目前，进口大豆库存为537万吨，维持在近年偏低水平，由于4月南美大豆进口大幅增加，预期库存将逐步增加。

图 7：大豆结转库存



数据来源：兴证期货研发部

综合来看，4月中美贸易谈判将继续深入，但未来解决概率较大，美豆进口恢复将打压国内豆类油脂价格；南美方面供应压力将逐步增加，巴西大豆上市对价格有压力；阿根廷天气存在不确定性，但产量恢复的概率较高，对价格有压力；国内油厂开机率较正常水平偏低，豆油的供应持续低位，但消费淡季的需求低迷主导前期走势；棕榈油受包装新规影响需求大幅下滑，整体来看，预期4月油脂宽松状态维持，价格维持区间震荡。

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3月到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，由于全球气候可能发生厄尔尼诺现象，长期来看棕榈油的月度产量数据未来存在减少的可能，对价格利多；需求方面，随着能源价格的反弹，棕榈油的生物柴油需求增幅将有所恢复。从马来西亚公布的产量数据来看，2019年2月，马来西亚棕榈油产量同比出现大幅增加，出口则受需求不振影响出现大幅减少，期末库存继续走高，对棕榈油价格利空。从3月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量同比可能增加、出口需求可能低于预期，棕榈油的库存维持高位，整体对价格有一定利空。

需求方面，随着印度对棕榈油进口关税的下调，市场对棕榈油的需求出现了一定程度的增加；由于近期原油价格维持低位反弹，棕榈油的生物柴油需求预期有所增加，对棕榈油的消费利多；出口数据方面，3月棕榈油出口量出现环比走高；综合马来西亚和印度尼西亚供求，3月棕榈油供求数据维持中性。

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
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%
2019/02	1,544,517	3,045,493	1,321,287	15.0%	22.9%

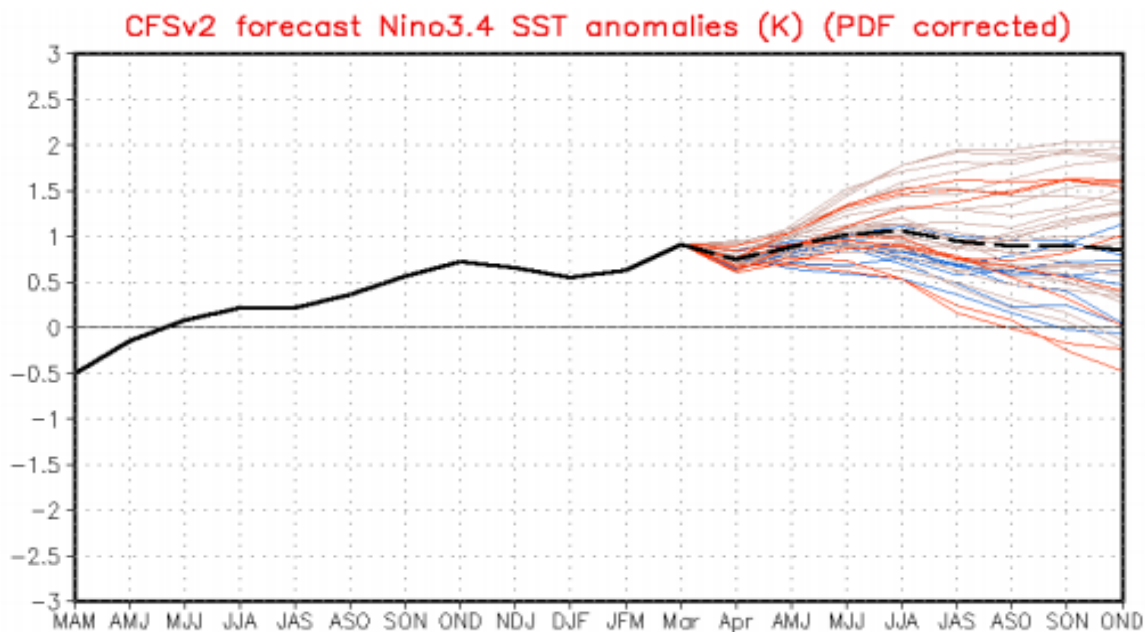
数据来源：兴证期货研发部

马来西亚棕榈油局公布2月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚2月棕榈油的产量为154.4万吨，低于1月的173.4万吨，同比大幅增加15%，高于市场预期；棕榈油的出口数据为132万吨，环比出现大幅下降，较1月的168万吨减少，主要因为外部需求大幅下降所致；棕榈油的期末库存为305万吨，较1月的库存301万吨增加，同比增加22.9%。3月报告的产量高于预期，出口低于预期，库存增幅高于预期。

1.2.2 全球气候变化，不利棕榈油生产

棕榈油常年连续生产，受长期气候的影响较大。根据 NOAA 预测看，全球气候可能已经进入厄尔尼诺，持续到 2019 年秋季后，概率下降到 50%，东南亚干旱的气候影响棕榈油产量。

图 1: 天气预测模型

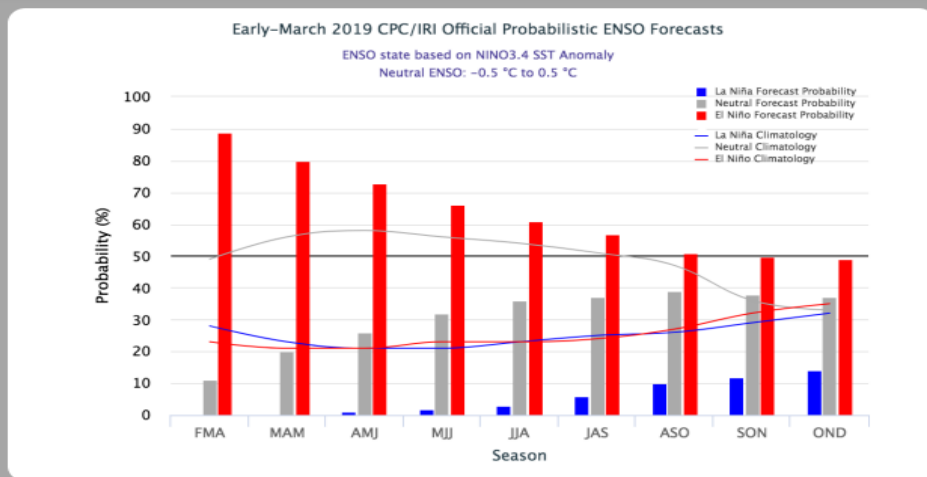


数据来源：NOAA，兴证期货研发部

根据天气预测模型，目前全球已经进入厄尔尼诺气候，到 2019 年秋季概率降至 50%。目前，马来西亚和印度尼西亚降雨量同比下降，后期棕榈油的产量可能出现减少。

图 2: 天气预测模型

El Niño conditions are favored to continue through fall 2019 with diminishing chances (~50% in October-November-December).

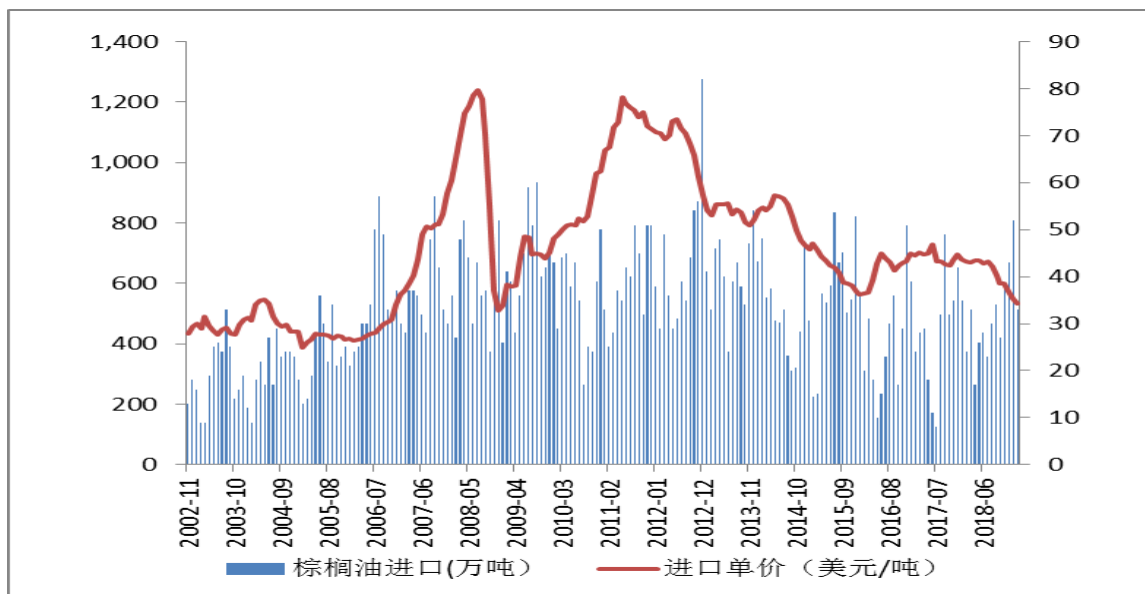


数据来源：NOAA，兴证期货研发部

1.2.3 进口数量增加，对价格利空

如下图为我国棕榈油进口月度数据，我国棕榈油进口量从 2018 年年末开始维持走高，9 月进口 34 万吨，10 月进口 27 万吨；11 月进口 38 万吨，12 月进口 43 万吨，1 月进口量为 52 万吨，2 月进口量为 33 万吨，进口量月度同比大幅增加 9 万吨。

图 3：棕榈油进口量及单价



数据来源：wind，兴证期货研发部

国内棕榈油现货 4250 元/吨，进口成本为 4426 元/吨，因国内价格偏低，进口亏损增加。

图 4：马来西亚棕榈油进口成本

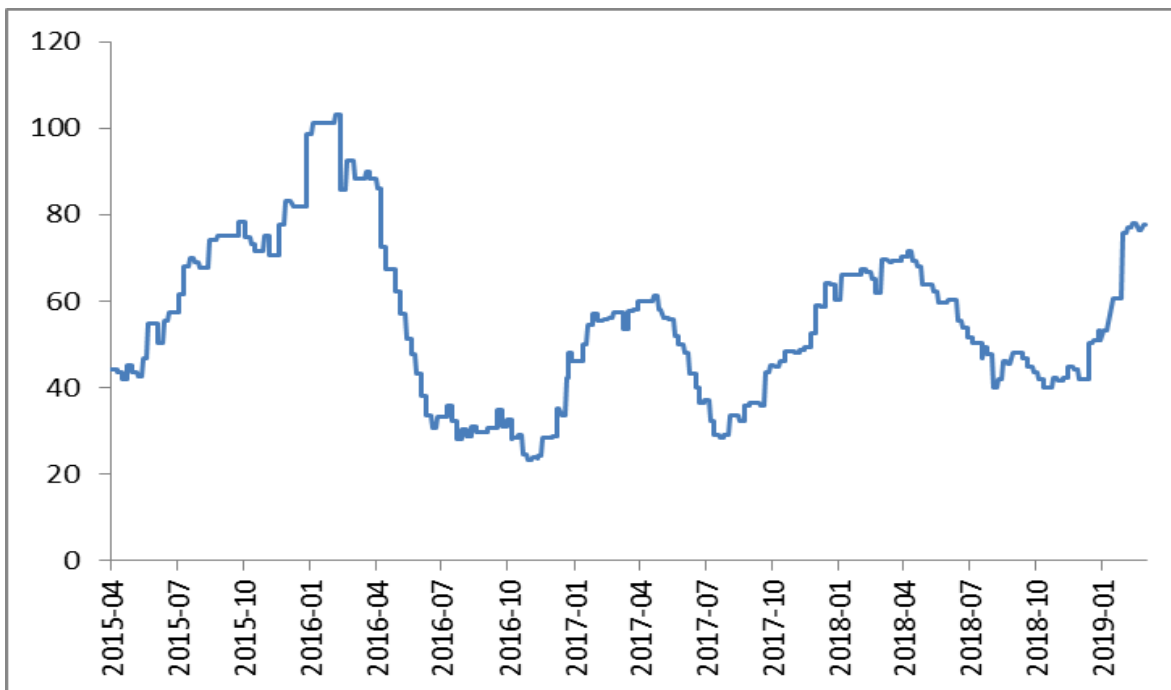
品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CNF (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	4月	520	-02.50	25	545	4426	(华南)
		520	-02.50	30	550	4465	(华东)
		520	-02.50	35	555	4505	(华北)
	5月	537.5	00.00	25	562.5	4565	(华南)
		537.5	00.00	30	567.5	4605	(华东)
		537.5	00.00	35	572.5	4645	(华北)
	6月	542.5	-02.50	25	567.5	4605	(华南)
		542.5	-02.50	30	572.5	4645	(华东)
		542.5	-02.50	35	577.5	4685	(华北)
	7/8/9月	562.5	-02.50	25	587.5	4764	(华南)
		562.5	-02.50	30	592.5	4804	(华东)
		562.5	-02.50	35	597.5	4844	(华北)
33度棕榈油	4月	515	-02.50	30	545	4426	(华东)
	5月	532.5	00.00	30	562.5	4565	(华东)
	6月	537.5	-02.50	30	567.5	4605	(华东)
	7/8/9月	557.5	-02.50	30	587.5	4764	(华东)
44度棕榈油	4月	507.5	-05.00	30	537.5	4091	(华东)

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

1.2.4 库存震荡走高，后期进口维持高位

目前，国内棕榈油的商业库存达到 78 万吨的水平，近期出现震荡走高情况；主要是因为棕榈油进口量增加，国内需求萎靡，尤其是植物油新包装制约棕榈油需求，导致价格相对最弱。

图 5：棕榈油库存走势

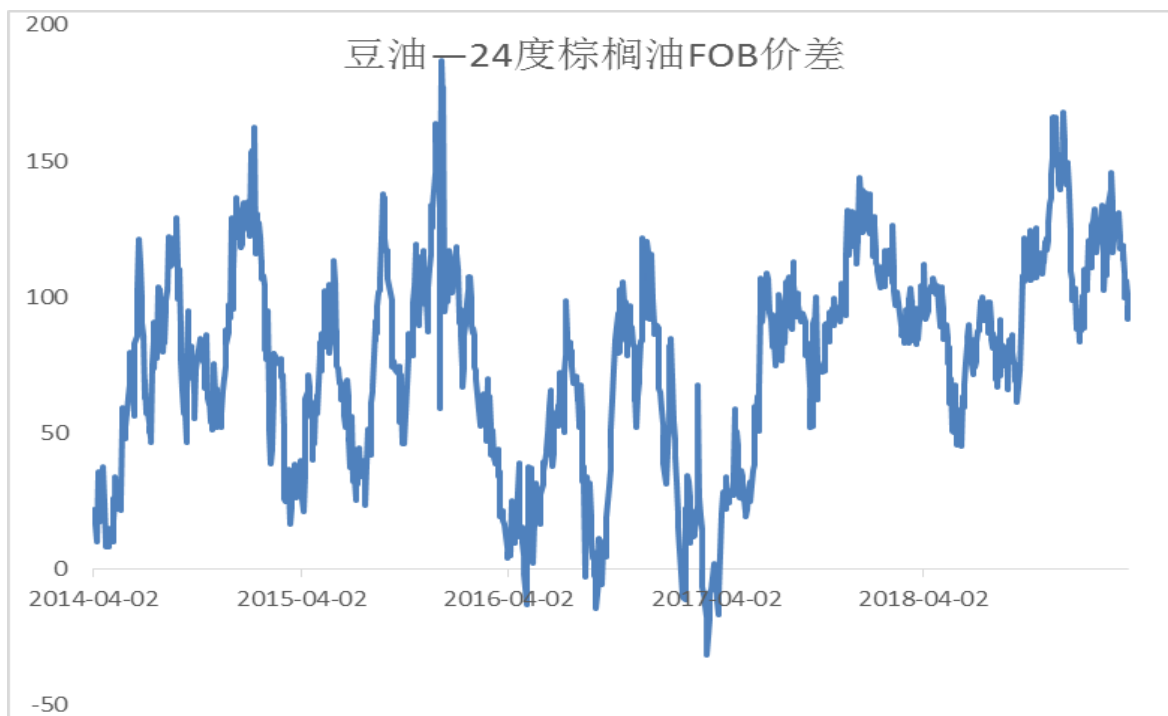


数据来源：wind，兴证期货研发部

1.2.5 豆棕价差有所缩小

豆油和棕榈油的价差缩小，主要因为近期豆油需求较差，库存低位反弹导致价格下跌速度高于棕榈油，二者价差可能维持高位震荡；后期需要关注中美贸易战及下游需求的影响情况。

图 6: 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反弹, 需求方面则低于预期导致棕榈油库存高于预期; 随着原油价格的反弹, 棕榈油的生物柴油的需求有所增加, 对棕榈油消费利好; 4月以后外盘棕榈油供求宽松的局面持续, 而国内消费需求将维持低位, 价格可能会维持区间震荡, 建议投资者区间震荡对待。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

由日线图看，3月豆油价格维持震荡走低，基本面供求宽松，需求放缓打压价格，4月仍旧是国内油脂消费淡季，预期豆油价格维持区间震荡行情。

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，棕榈油维持震荡走低，4月供应压力维持、需求仍将维持弱势，库存维持高位，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。