

兴证期货·研发中心

2019年5月19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

联系人

李国强

电话：021-20370971

邮箱：

liqg@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

上周豆油价格震荡反弹。油脂进入到消费淡季，去库存过程放缓。进口大豆压榨数量维持低位，豆油的供应低于去年同期水平。中美贸易冲突升级，未来中国进口大豆成本将大幅提高。南美方面，巴西大豆产量接近 1.17 亿吨，阿根廷大豆产量预估 5600 万吨。美国部分大豆出口订单取消，库存消化仍需时间。今年美国大豆种植面积可能减少 5% 以上。国内油厂大豆压榨利润维持低位，油厂的开工率低于往年正常水平。随着中美贸易冲突的升级，未来豆类油脂价格将震荡走高。马来西亚棕榈油 4 月产量同比增加，出口需求增加，期末库存下降且略高于市场预期。国内棕榈油成交低迷，进口高于去年同期水平，库存维持高位对价格有一定抑制。

● 后市展望及策略建议

中美贸易冲突升级，后期中国进口大豆成本将大幅走高对价格利多。外盘大豆价格已经低于种植成本 850—880 美分/蒲式耳，可能抑制美国大豆种植面积。国内豆油库存维持在 140 万吨，在下半消费旺季到来之前，豆油库存窄幅区间震荡为主。豆油价格维持震荡反弹的概率较大。马来西亚棕榈油行业进入增产周期，需求恢复，期末库存下降对价格有支撑。国内棕榈油需求偏弱，库存增加，对价格压力偏大。未来受豆类油脂进口成本增加影响，棕榈油价格震荡反弹概率较大。

1. 油脂基本面

1.1 豆油基本面

1.1.1 中美贸易冲突升级

2018年4月4日，美国政府发布了加征关税的商品清单，将对我国输美的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国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。

2018年5月3日到4日，美国总统特使、财政部长姆努钦率美方代表团访华。中共中央政治局委员、国务院副总理刘鹤与美方代表团就共同关心的中美经贸问题交换意见，但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，进口美国大豆的成本大幅提高，刺激国内豆类油脂价格大幅上涨。7月6日，中美双方正式对部分进口商品加征关税25%，贸易战进入实施阶段。

2018年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商品征收关税，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。11月初，中美两国领导人电话沟通，贸易争端出现转机，具体结果仍需等待后期谈判。

2018年12月2日，中美贸易争端取得进展。美国暂缓对中国商品新增关税，中国将从美国进口大量大豆，导致国内供求紧张的大豆基本面预期发生改变，国内豆类油脂价格出现下跌。12月13日，美国农业部报道中国签订了113万吨美国大豆的进口合同，并报道中国后期的大豆购买数量可能达到500万吨，对美国大豆价格产生了一定利多影响。

2019年1月7-9日，美国贸易代表在北京与中方谈判，分歧缩小，有利于双方后期的谈判。2019年2月14-15日，中美贸易谈判在北京举行。2月21-24日，中美贸易谈判在华盛顿继续举行。政府发言人对整体谈判结果预期看好。4月3-5日，新一轮谈判结束，进展顺利。5月10日，美国对2000亿美元的中国进口商品加征关税至25%，冲突升级。

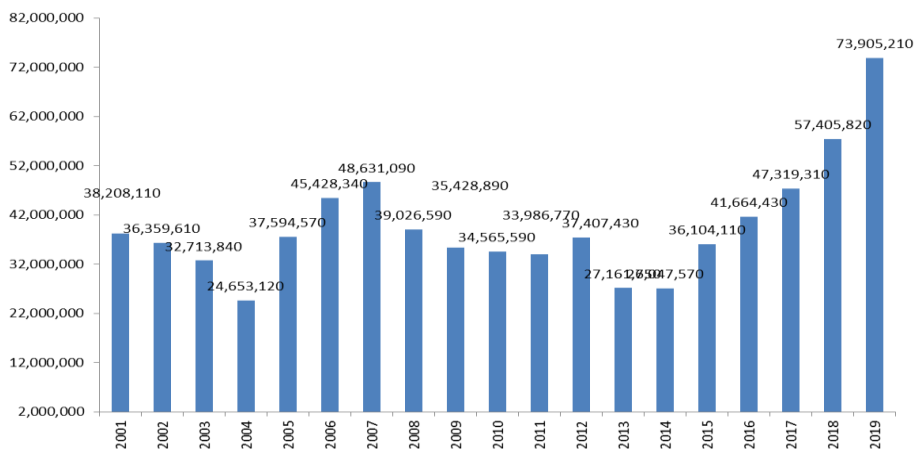
美国是全球大豆产量最大的国家。美国大豆出口量的62%出口到中国，中国是美国大豆最重要的消费市场。2016/17年度中国进口大豆总量达到9500万吨，其中从美国进口3200万吨，占中国大豆进口量的30%。中美贸易争端导致美国大豆出口数量减少，大豆价格大幅下挫。中国进口大豆来源受限，进口大豆价格大幅上涨。中美贸易争端导致中美双方两败俱伤。

1.1.2 美国农业部 5 月报告中性偏空

美国农业部 5 月报显示，美新豆播种面积 8460 万英亩（上年 8920），收割面积 8380 万英亩（上年 8810），单产 49.5 蒲（上年 51.6），产量 41.50 亿蒲（预期 41.87，上年 45.44），出口 19.50 亿蒲（上年 17.75），压榨 21.15 亿蒲（上年 21.00），期末 9.70 亿蒲（预期 9.10，上年 9.95）。巴西大豆产量维持上月预估 1.17 亿吨不变（预期 1.169），阿根廷大豆产量较上月预估调增 100 万吨至 5600 万吨（预期 5580）。美国新豆产量虽然低于预期，但因为陈作大豆出口大幅下降导致新豆期初库存大增，新豆期末库存预估远超此前预期，创下历史新高，叠加南美大豆产量预估也略高于预期，本次报告对市场影响偏空。

季度库存报告显示，截止 2019 年 3 月 1 日美国大豆库存为 7390 万吨，比 2018 年 3 月 1 日的 5740 万吨高出 11650 万吨，创出历史新高。虽然从 2018 年年末至今，中国对美国大豆订单大幅增加，但美国大豆出口到中国的数量仍旧偏低，中美贸易争端的发展态势还将影响美国大豆的出口。因此，美国大豆库存的压力仍旧较大，对价格利空。

图 1：美国大豆季度库存（吨）



数据来源：兴证期货研发部、USDA

由于中美贸易争端的影响，美国大豆价格大幅下跌，农户种植大豆的收益大幅萎缩。如图 2 所示为 CBOT 大豆和玉米价格的比价走势。近 8 年以来，美国 CBOT 大豆对玉米价格的均值比价为 2.5。即当大豆对玉米比价为 2.5 时，种植大豆和种植玉米的效益基本相等。目前二者比价为 2.3，说明种植大豆的收益低于种植玉米的收益。中美贸易冲突升级，美国大豆的库存维持历史高位，预计后期美国大豆价格上涨的概率不大。那么，2019 年春季美国农民选择种植大豆的意愿将会出现下降。美国农业部预测美国

大豆的种植面积同比将下降 5%。我们认为市场可能低估农户的担忧，美国大豆种植面积下降的幅度可能超出预期。近期，美国洪灾可能导致玉米种植面积减少，有利于后期大豆种植面积的提高，对大豆价格有压力。

图 2：美国大豆对玉米比价偏低

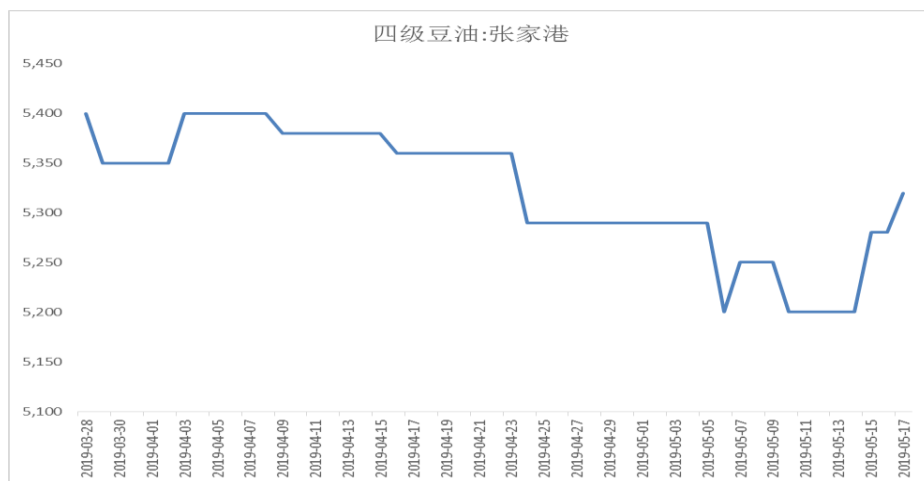


数据来源：兴证期货研发部、博弈大师

1.1.3 豆油价格震荡反弹

从豆油的成交价格来看，国内四级豆油的成交价格维持低位震荡反弹，张家港四级豆油均价维持在 5200--5320 元/吨，成交量维持低位。

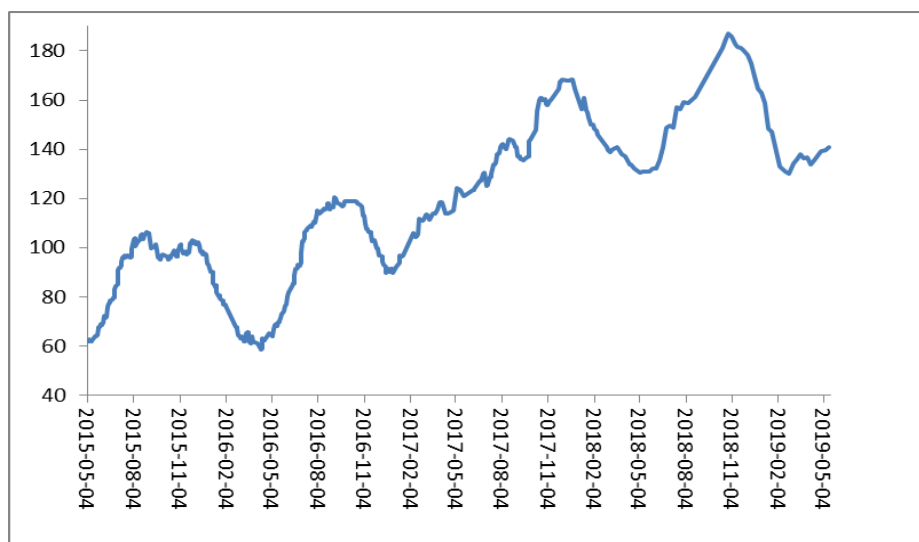
图 3：国内四级豆油成交价格



数据来源：兴证期货研发部、Wind

从供求方面看,国内油厂开工率大幅上升到 54%,高于往年正常水平,豆油的供应量维持正常偏多。目前处于豆油消费淡季,豆油成交低迷。全国豆油的库存为 140 万吨,年末需求旺季到来之前,豆油供求均保持正常状态,预期豆油库存维持在 130—140 万吨区间。

图 4: 全国豆油库存 (万吨)

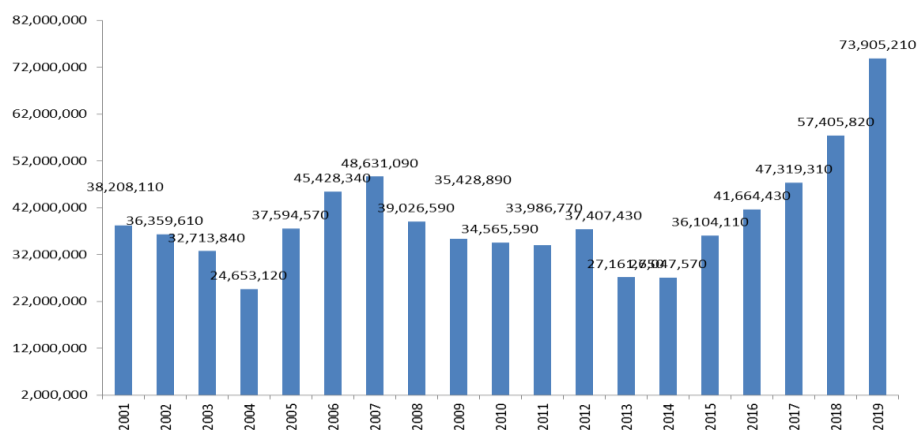


数据来源: 兴证期货研发部、Wind

1.1.4 5月大豆进口量小幅下降

根据天下粮仓调查显示,2019年5月国内进口大豆数量达到 723 万吨,低于4月的 762 万吨,低于去年同期的 969 万吨。

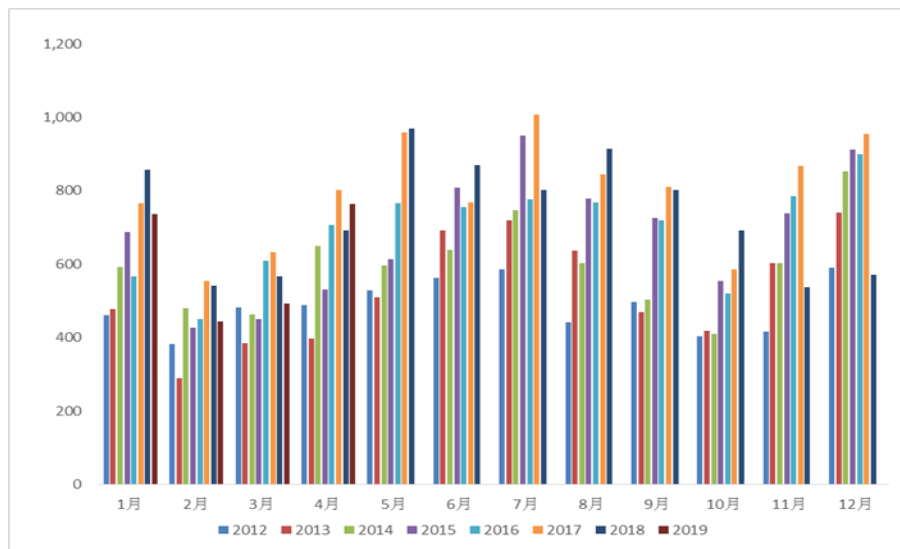
图 5: 5月大豆进口预估 (万吨)



数据来源: 兴证期货研发部、USDA

图 6 为我国大豆月度进口量走势图。第一季度我国大豆进口量同比减少，后期进口量可能有所增加。

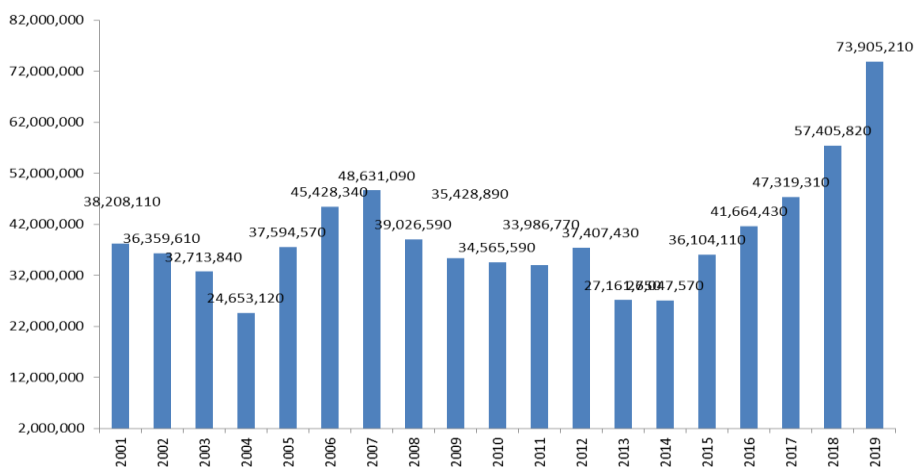
图 6：大豆进口量（万吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

从进口成本角度看，2013年3月，每吨进口大豆的 CNF 价格达到 700 美元，随着全球大豆产量大幅增加，我国进口大豆成本逐步下降。目前我国大豆的进口 CNF 成本下降到 401 美元/吨。4 月大豆平均进口成本为 401 美元/吨。

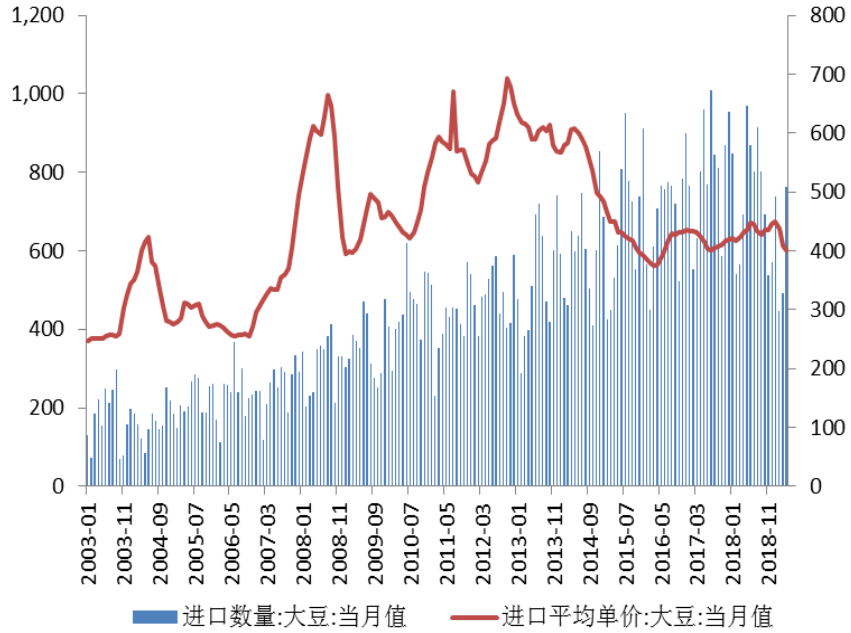
图 7：大豆进口量及 CNF 均价



数据来源：兴证期货研发部、Wind

国内大豆库存为 570 万吨，高于上一周的水平，但维持历史平均水平以下，主要由于一季度进口大豆数量偏低所致。

图 8：国内大豆库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

从大豆压榨产业链来看，美国进口大豆的理论压榨利润维持大幅亏损状态；巴西和阿根廷进口大豆压榨利润丰厚。

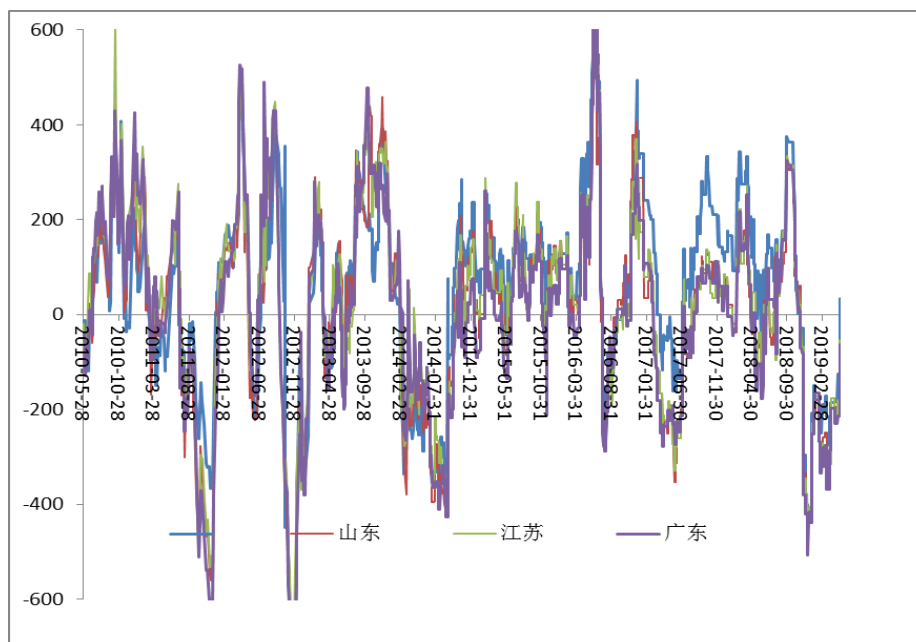
图 9：大豆压榨利润

品种	交货月	CBOT价格	升贴水 FOB	升贴水 CNF	FOB价格 美元/吨	运费 美元/吨	CNF中国 美元/吨	完税价 元/吨	涨跌
美湾大豆	6月	839.75	38	150N	322	41	363	3590	23
	7月	839.75	40	152N	323	41	364	3603	26
	8月	846.5	41	153Q	326	41	367	3630	27
	10月	864.75	33	142X	330	40	370	3660	25
美西大豆	6月	839.75	74	142N	336	25	361	3563	23
	7月	839.75	77	145N	337	25	362	3580	26
巴西大豆	5月	839.75	90	177N	342	32	374	2980	19
	6月	839.75	95	182N	343	32	375	2997	19
	7月	839.75	105	192N	347	32	379	3031	22
	2020年2月	885.75	47	131H	343	31	374	2991	10
	2020年3月	885.75	44	128H	342	31	373	2982	18
	2020年4月	896	35	119K	342	31	373	2986	
阿根廷大豆	5月	839.75	34	142N	321	39.5	361	2879	19
	6月	839.75	44	152N	325	39.5	364	2910	19

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

现货压榨方面，受豆粕价格大幅上涨带动，主要进口港大豆压榨利润开始转正，有利于开工率的恢复。

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

1.1.5 需求进入淡季

从食用需求的角度看，随着春节的结束，油脂消费逐步进入淡季。由于供应萎缩，豆油库存可能维持 130—140 万吨的区间震荡。豆油去库存的速度放缓。

综合来看，中美贸易冲突升级，后期中国进口大豆成本将大幅提高，对豆类油脂价格有支撑。由于非洲猪瘟影响，养殖业对豆粕需求的放缓超预期。豆油消费放缓，库存维持震荡。中长期来看，豆油价格将出现探底回升的行情，建议投资者可逢低少量做多远期豆油。

1.2 棕榈油基本面

1.2.1 马来棕榈油库存下降

图 11: 马来西亚棕榈油数据 (万吨)

	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
2018/03	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%
2019/03	1,671,865	2,917,443	1,617,659	6.2%	25.6%
2019/04	1,649,278	2,729,389	1,651,249	5.8%	25.5%

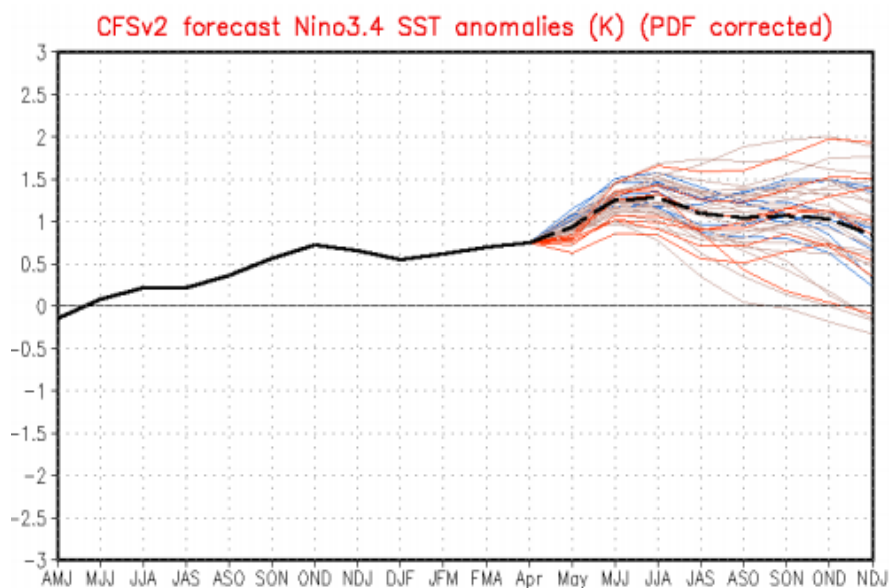
数据来源: 兴证期货研发部、Mpob

马来西亚棕榈油局公布 4 月的棕榈油供求数据。从数据看, 马来西亚 4 月棕榈油的产量为 164.9 万吨, 略低于 3 月的 167.2 万吨, 同比增加 5.8%, 符合市场预期。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 165 万吨, 较 3 月的 162 万吨小幅增加, 主要因为外部需求好转, 尤其是印度需求好转所致。2019 年 1 月开始, 印度下调马来西亚棕榈油进口关税, 导致马来西亚棕榈油需求持续好转。马来西亚 4 月棕榈油的期末库存为 272.9 万吨, 较 3 月的库存 291.7 万吨大幅减少, 低于市场预期库存 277 万吨, 本次报告的期末库存数据略低于预期, 对马来西亚棕榈油的市场价格中性偏多。

1.2.2 厄尔尼诺对棕榈油产量不利

棕榈油常年连续生产, 受天气的影响也很直接。根据天气预测模型, 全球气候已经进入到厄尔尼诺气候, 这会导致东南亚地区的棕榈油主产国马来西亚和印度尼西亚降雨量偏少, 未来 6—9 个月后棕榈油的单产和产量将受到不利影响。到 2019 年秋季厄尔尼诺气候持续的概率仍达到 50%, 厄尔尼诺气候对棕榈油产量的影响将会持续很长时间。

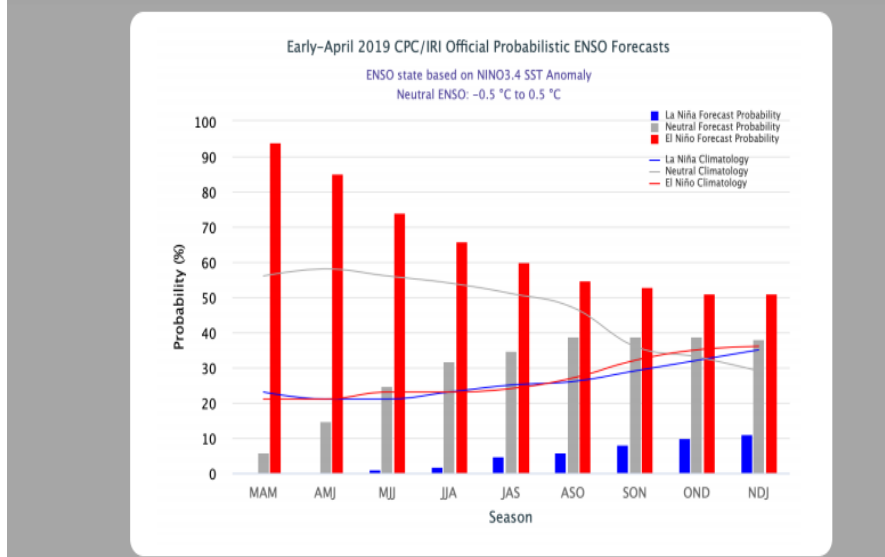
图 12: 天气预测模型



数据来源：兴证期货研发部、NOAA

图 13: 厄尔尼诺概率

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

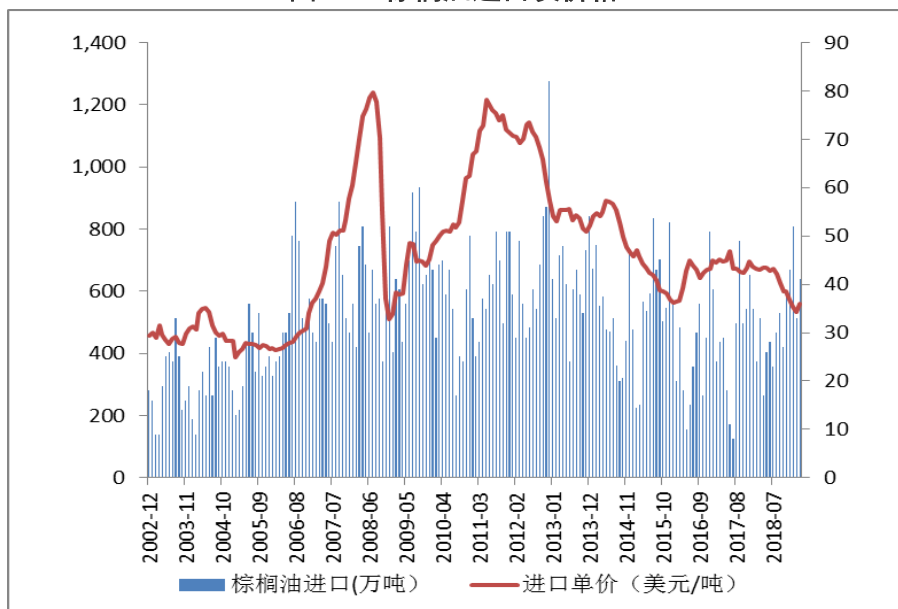


数据来源：兴证期货研发部、NOAA

从棕榈树的生产特性来看，通常来说，当干旱来临，棕榈树的开花和授粉受到影响，对应未来 6--9 个月后的果实产量将会下降，从而影响棕榈油产量。随着 2018 年 10 月以来厄尔尼诺气候的影响加剧，棕榈果的产量可能受影响减少，棕榈油的产量减少，对棕榈油的价格利好。

1.2.3 国内棕榈油库存维持高位

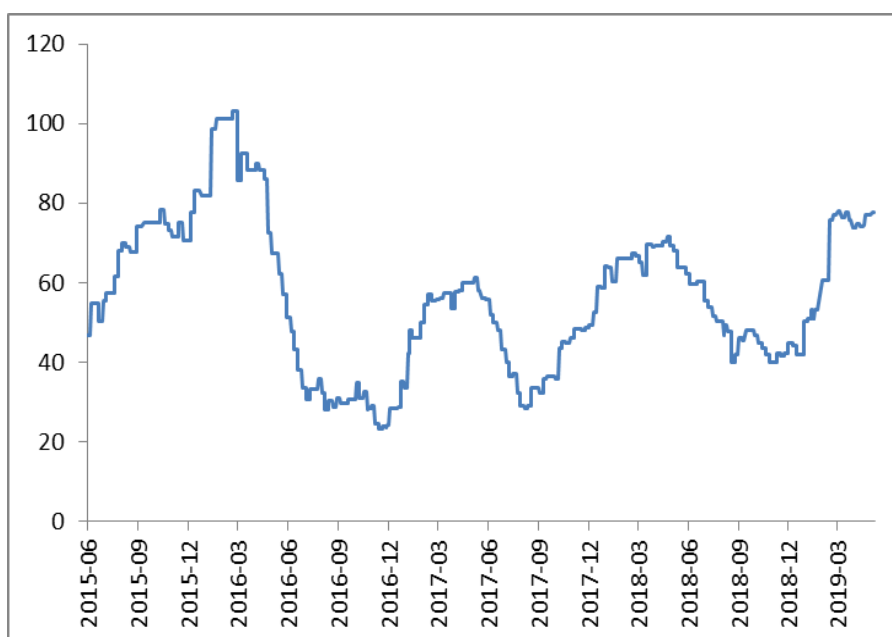
图 14: 棕榈油进口及价格



数据来源：兴证期货研发部、wind

如图 14 所示，3 月我国棕榈油进口 41 万吨，高于去年同期的 33 万吨。目前棕榈油的进口利润基本处于盈亏平衡，进口量有所回升。2018 年底，国内植物油包装新规规定要标明调和油的占比，有利于豆油的需求而不利棕榈油的需求，国内棕榈油需求转弱，库存震荡反弹。

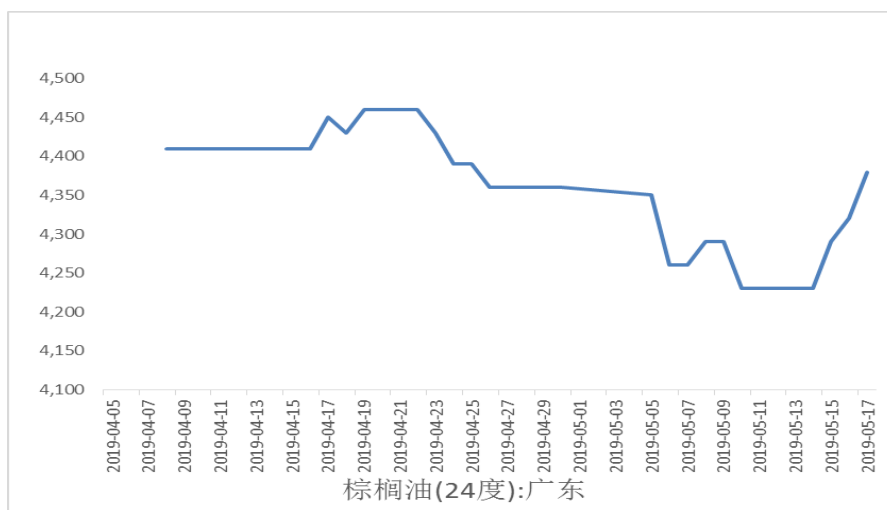
图 15: 国内棕榈油港口库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

从库存的角度看，国内棕榈油的商业库存由 2018 年 11 月的 35 万吨出现大幅增加，目前商业库存为 77 万吨。

图 16: 广东 24 度棕榈油成交价格 (元/吨)



数据来源：兴证期货研发部、Wind

短期，国内棕榈油成交价格震荡偏弱。如图 16 所示，广东 24 度棕榈油的价格 4310-4410 元区间。

1.2.4 进口亏损对价格有支撑

从进口贸易角度看，国内华南地区马来西亚 24 度棕榈油的进口成本 4482 元/吨，现货消费在 4410 元，每吨亏损 72 元。远月印尼的棕榈油进口完税成本为 4400 元，较现货每吨贴水 10 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 17: 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	5月	512.5	+05.00	25	537.5	4482	(华南)
		512.5	+05.00	30	542.5	4523	(华东)
		512.5	+05.00	35	547.5	4564	(华北)
	6月	512.5	+05.00	25	537.5	4482	(华南)
		512.5	+05.00	30	542.5	4523	(华东)
		512.5	+05.00	35	547.5	4564	(华北)
	7/8/9月	522.5	+05.00	25	547.5	4564	(华南)
		522.5	+05.00	30	552.5	4605	(华东)
		522.5	+05.00	35	557.5	4646	(华北)
	10/11/12月	542.5	+05.00	25	567.5	4728	(华南)
		542.5	+05.00	30	572.5	4769	(华东)
		542.5	+05.00	35	577.5	4810	(华北)

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

综合来看，马来西亚棕榈油进入增产周期，需求好转，期末库存进入下降周期。国内棕榈油进口增加，需求转差，期末库存持续增加对价格利空。但受中美贸易冲突升级影响，未来豆类油脂价格进口成本将抬升，棕榈油价格可能筑底反弹。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

日线图看，豆油主力合约震荡反弹。中美贸易冲突升级，未来进口成本推涨，豆油将继续反弹。

图 18：豆油 1909 日线



数据来源：兴证期货研发部、文华财经

2.2 棕榈油

日线图看，上周棕榈油震荡反弹；受中美贸易冲突升级影响，未来棕榈油价格可能继续反弹。

图 19：棕榈油 1909 日线



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。