

兴证期货·研发中心

2019年7月18日 星期四

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

联系人

李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

内容提要

豆油、棕榈油库存偏高、消费低迷，在期货合约大幅升水的情况下，豆油、棕榈油近月合约短期存在下跌空间，建议投资者可进行抛空。

豆油中长期供求紧张对价格利多。但短期来看，豆油需求较差，库存维持偏高水平。目前期货价格远远升水现货价格，存在期现套利空间。期货的仓单维持历史偏高水平，后期随着交割的临近，Y1909 合约存在震荡走低的可能。豆油 Y1909 合约实质性突破 5500 元/吨的概率较低，建议投资者以 5500 为止损，参与空单交易，在 8 月中下旬考虑止盈。

全球棕榈油的供求维持宽松局面。短期，国内棕榈油的库存和进口量维持高位，在需求较弱的情况下，棕榈油价格可能继续震荡走低，可关注近月 P1909 合约的短期做空。建议投资者以 20 日线为止损，少量参与 P1909 合约的空头交易，8 月中下旬考虑止盈。

1、全球大豆基本面

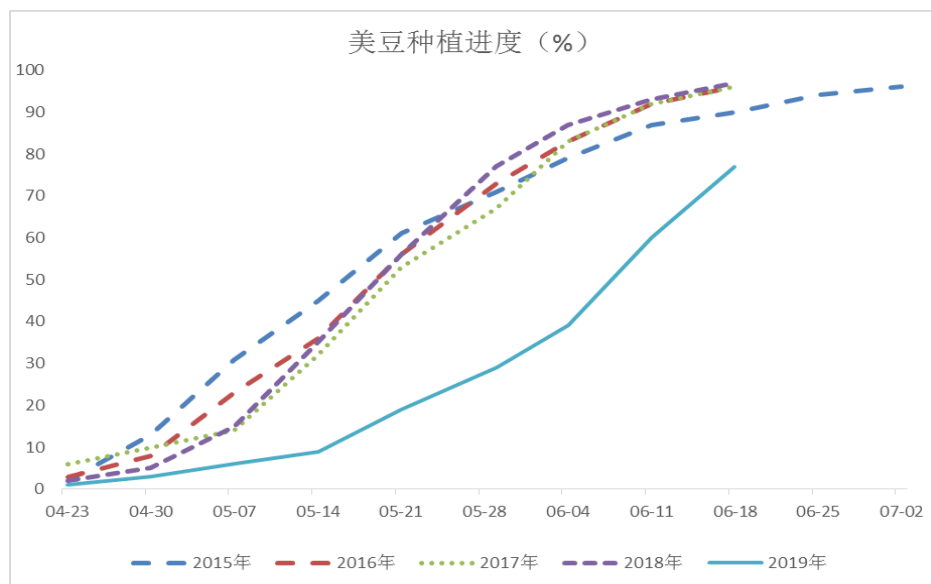
1.1 大豆

整体来看，2019 年下半年全球大豆的供求仍旧维持宽裕局面，但库存的地区分布不均衡成为影响价格的主要因素。2018/19 年度，美国大豆的产量达到 1.23 亿吨，创出历史新高。2019/20 年度，美国大豆种植面积大幅萎缩。受洪涝灾害的影响，美国大豆的种植进度要远低于正常水平，这将给大豆单产造成影响，美国大豆的产量将大幅下降。巴西方面，尽管种植面积增加，但受单产下降影响，2018/19 年度巴西大豆的产量小幅下降到 1.17 亿吨。阿根廷大豆产量恢复性反弹，2018/19 年度产量达到 5600 万吨，较去年的 3780 万吨大幅增加。今年阿根廷国内的大豆库存小幅反弹，供求仍旧略显偏紧张。2019 年底阿根廷大豆的种植面积可能继续提高。因此，未来全球大豆供应可能小幅下降，但仍旧维持高位，供求宽松状态延续。

1.1.1 美国大豆基本面

2019 年，美国大豆的种植进度偏慢。如图 1 所示，截止 6 月 18 日，美国大豆的种植率只有 77%，远远低于往年正常水平，这可能会影响未来美国大豆的单产和总产水平。后期美国天气炒作的概率也比往年更高。

图 1：美国大豆种植进度

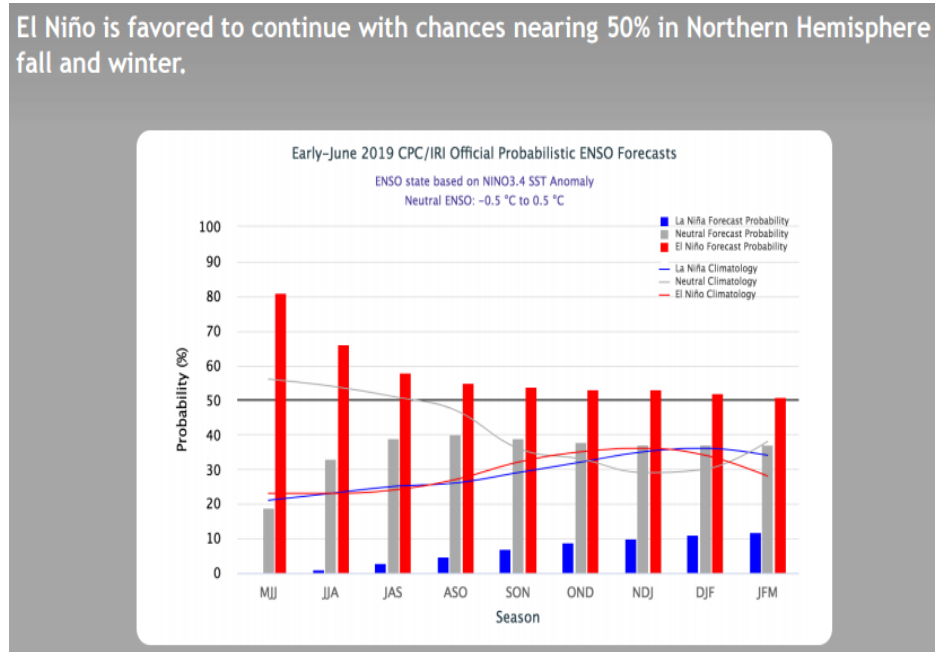


数据来源：兴证期货研发部、USDA

产量方面，2019/20 年度预期美国大豆的收割面积为 3208 万公顷，较去年大幅下降 10% 以上。目前美国农业部将大豆的单产设定在 3.33 吨/公顷的趋势单产水平。我们认为这个预估明显偏低，美国大豆单产会更高，但由于种植进度偏慢，后期市场存在天气炒作的空间。

以目前的气候情况看，2019 年秋冬季全球气候维持厄尔尼诺的概率超过 50%。这将给南北美洲带来丰沛的降雨，整体有利于大豆生长。因此，未来全球大豆的单产可能会维持高位。但考虑到美豆种植进度偏慢，后期的生长如果跟不上则很容易受到早霜影响出现大幅减产，需要特别关注。

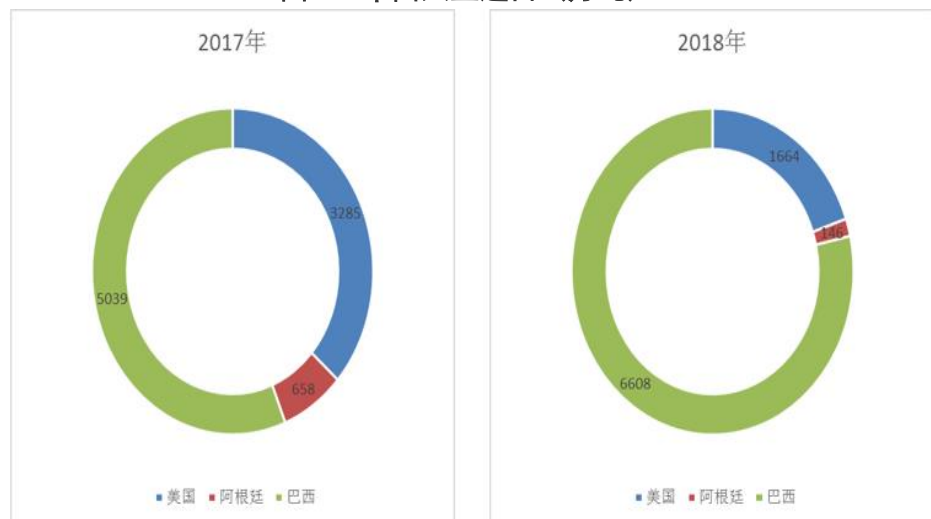
图 2：全球气候走势情况



数据来源：兴证期货研发部、NOAA

综合美国大豆的种植面积、种植进度以及未来生长期的天气状况，我们认为美国大豆的单产水平将有所下滑，但维持趋势单产之上，今年大豆生长期的天气炒作空间比较大。

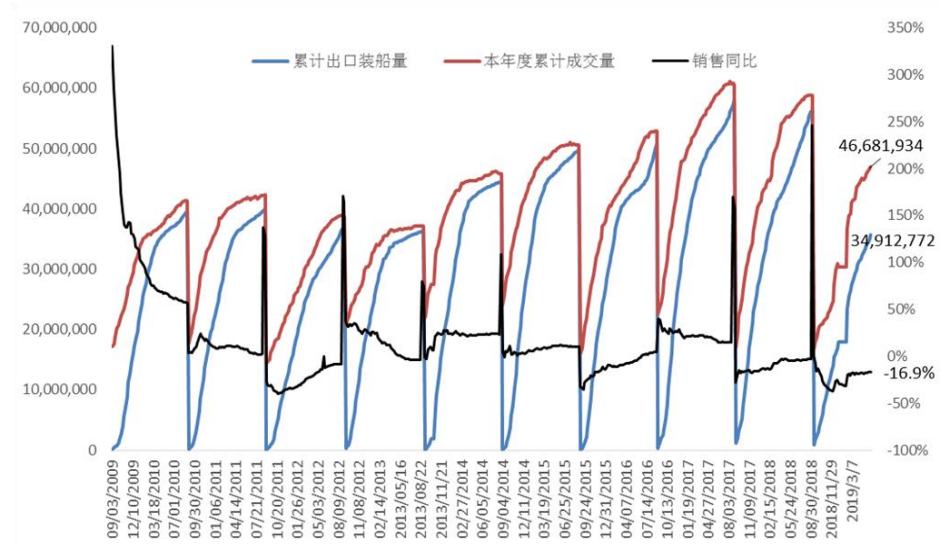
图 3：中国大豆进口（万吨）



数据来源：兴证期货研发部、Cofeed

需求方面，美国大豆的消费量仅次于中国，位于全球的第二位。大豆的出口量仅次于巴西，也是全球大豆出口的主要国家。如图3所示，2017、2018年日历年期间，中国大豆主要进口国的大豆进口情况。对比可以看出，受中美贸易战的影响，中国进口美国大豆的数量大幅减少1500万吨，而进口巴西大豆增加1600万吨，巴西大豆弥补了美国大豆出口减少的市场份额。

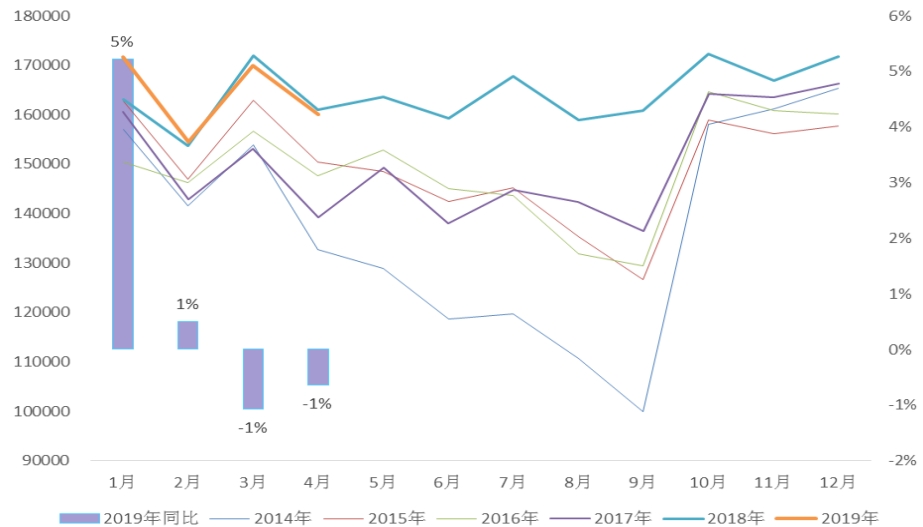
图4：美国大豆销售（吨）



数据来源：兴证期货研发部、USDA

如图4所示，受中美贸易争端的影响，美国大豆的出口销售数据大幅低于去年水平，同比降幅接近17%，对美国大豆的需求利空。

图5：美国大豆压榨量（千蒲式耳）



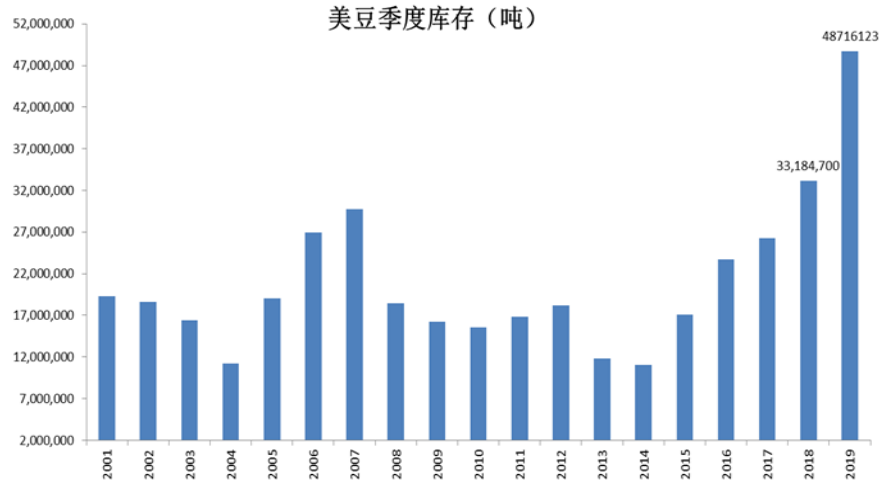
数据来源：兴证期货研发部、NOPA

压榨方面，美国国内大豆的压榨需求并未延续去年大幅增加的情况。

如图 5 所示，美国大豆的压榨量基本维持去年的水平。从今年 2 月开始，大豆的压榨量同比出现负增长。

库存方面，截止 6 月 1 日，美国大豆库存为 4872 万吨，比 2019 年 6 月 1 日的 3318 万吨高出 1154 万吨，创出历史新高。中美贸易争端的发展态势还将影响美国大豆出口，美国大豆库存压力仍旧较大，对价格利空。

图 6：美国大豆季度库存（吨）



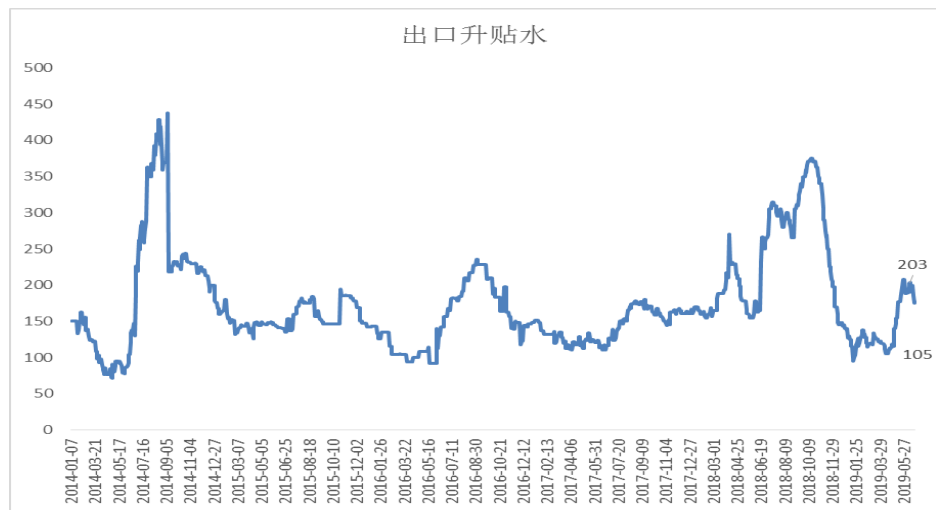
数据来源：兴证期货研发部、USDA

综合供求方面的信息，2019/20 年度随着美国大豆的产量走低，美国大豆的供求状况可能会有所好转，但供求过剩状态会继续打压外盘期货价格。

1.1.2 巴西大豆基本面

2018/19 年度巴西大豆的产量达到创记录的 1.17 亿吨。巴西压榨量次于美国，出口量要远远高于美国，是全球大豆出口量最大的国家。

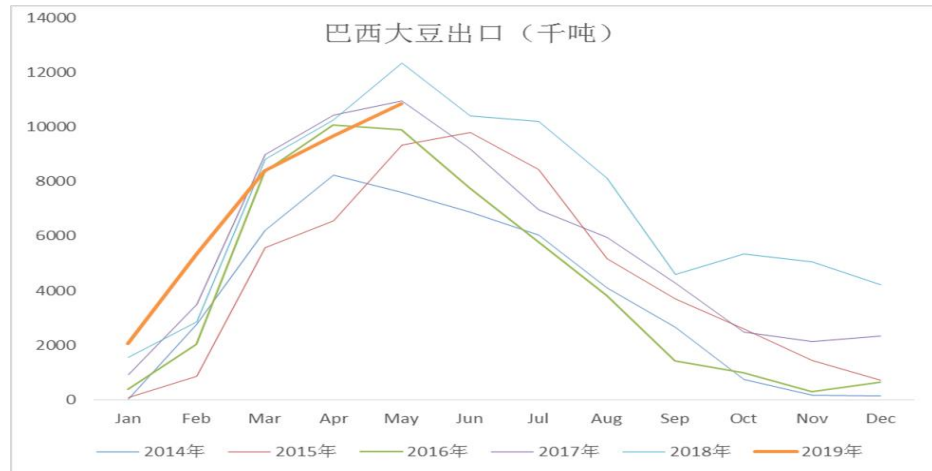
图 7：巴西大豆升贴水报价（美分/蒲式耳）



数据来源：兴证期货研发部、Cofeed

从目前的情况看，中美贸易争端不确定，巴西大豆出口出现了大幅增加且升贴水价格也不断走高，使得巴西大豆的去库存顺利。农户在种植收益较好的情况下，今年年底继续增加大豆种植面积的概率大增。如图 7 所示，近期巴西大豆销售的升水大幅走高，保证了大豆销售价格达到 10 美元/蒲式耳以上，种植收益率达到 15% 以上。南美洲出现厄尔尼诺气候可能给巴西带来非常充沛的降雨，有利于大豆的生长，因此后期巴西大豆的单产和产量数据可能维持高位。

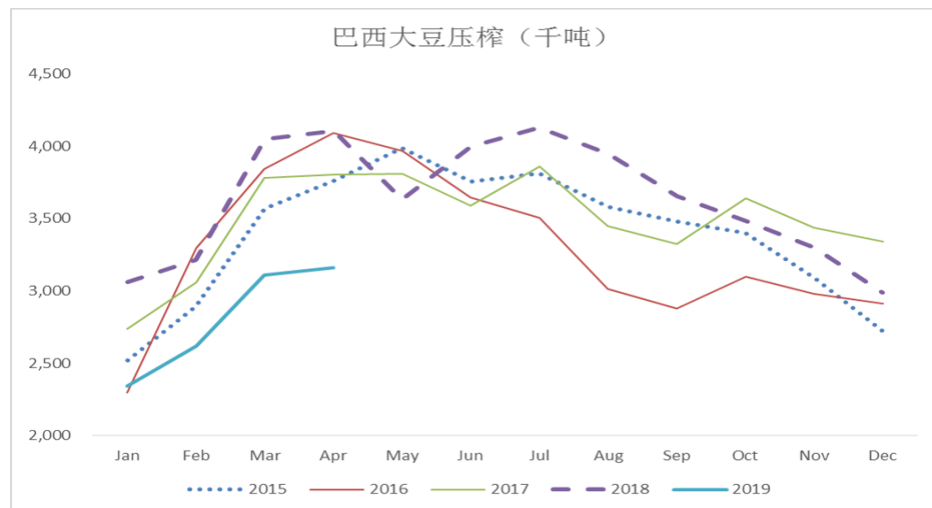
图 8：巴西大豆月度出口量（千吨）



数据来源：兴证期货研发部、Abiove

需求方面，巴西大豆的出口占需求的比重最大。如图 8 所示，2019 年巴西大豆的出口数据基本维持高位水平。中美贸易争端使得中国企业放弃进口美国大豆转而进口巴西大豆。在中美贸易战升级的情况下，后期巴西大豆的出口量可能继续大幅增加，一直持续到 9 月以后，巴西大豆库存基本见底。因此，可以预期巴西大豆的出口动力仍旧非常强劲。

图 9：巴西大豆压榨量（千吨）

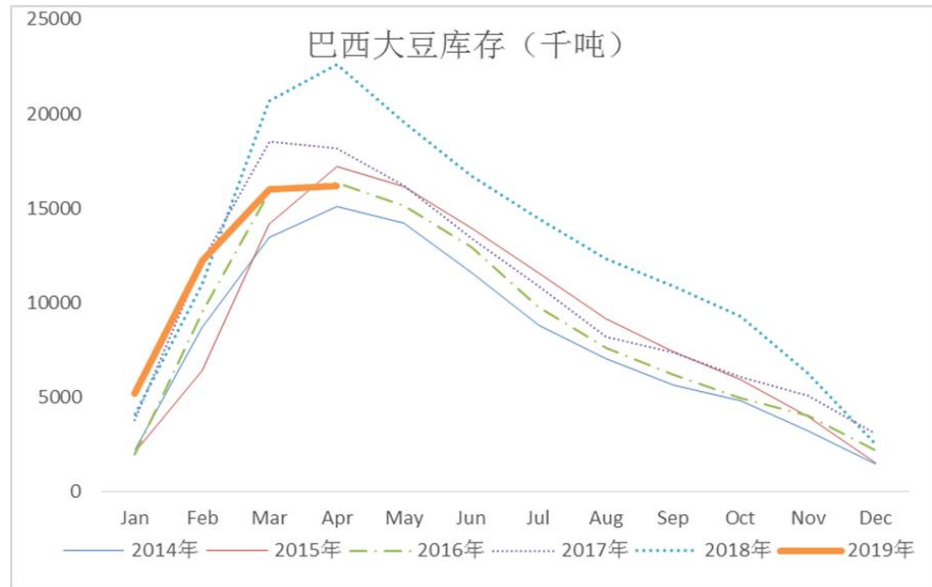


数据来源：兴证期货研发部、Abiove

压榨方面，巴西大豆的价格相对较高，部分抑制了国内大豆的压榨需求。如图 9 所示，今年巴西大豆的压榨量同比大幅低于去年水平，降幅达到 30%。在出口旺盛、价格大幅走高的情况下，后期的压榨继续低迷。

尽管今年巴西大豆产量维持高位，但随着出口的增加，库存的下降速度较快。后期随着中国进口量的持续增加，巴西大豆的库存将继续大幅下降。由于巴西大豆压榨量放缓，使得国内的豆油和豆粕的库存下降较快，可能会带动后期巴西大豆的压榨，有利于库存的继续减少。

图 10：巴西大豆库存（千吨）



数据来源：兴证期货研发部、Abiove

综合巴西的供求情况，我们认为巴西仍将从中美贸易争端中获益。今年巴西大豆产量维持高位，从美国转购巴西大豆的中国贸易商增加，巴西大豆现货价格较高，农民获得丰厚收益。明年巴西大豆的种植面积仍将增加，因此供应方面增长的趋势会延续。

1.1.3 阿根廷大豆基本面

供应方面，2019 年阿根廷主产区天气状况良好，大豆产量达到 5600 万吨，较去年的 3780 万吨大幅增加 1820 万吨。

需求方面，阿根廷大豆的压榨量达到 4300 万吨，出口量逐步萎缩。预期 2018/19 年度阿根廷大豆的净出口量为 140 万吨，未来阿根廷大豆的出口量将逐步恢复到 500—1000 万吨区间。

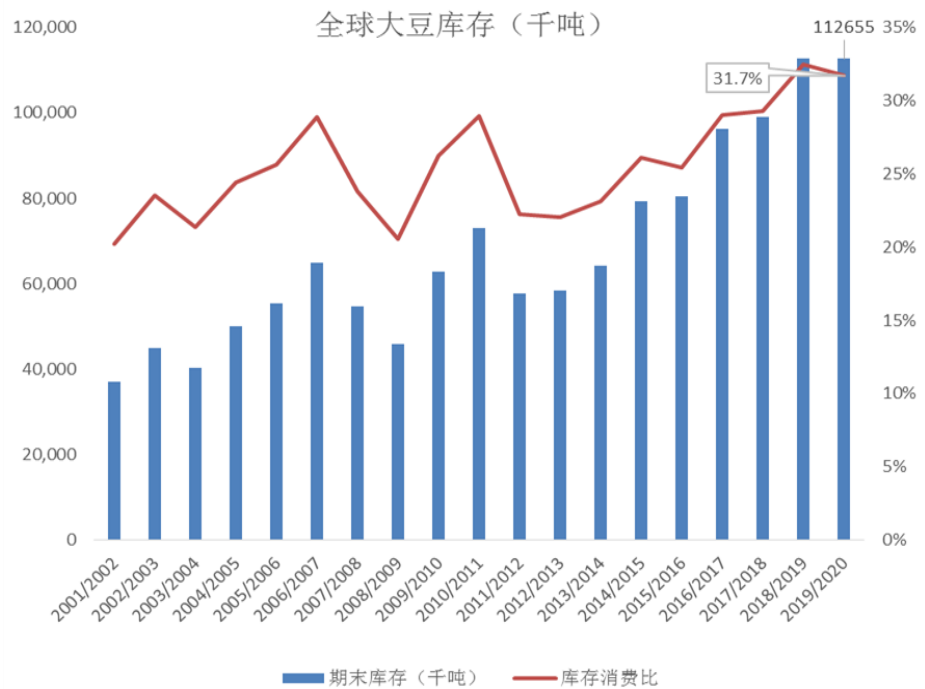
阿根廷大豆压榨数据同比正常年份略有下滑。2018/19 年度压榨量为 4200 万吨，较去年同期的 3700 万吨大幅增加 500 万吨。因此，2019 年阿根廷大豆仍旧略显偏紧，支撑大豆价格维持偏强。

2019/20 年度，阿根廷大豆的种植面积小幅走高，需求仍旧维持高位，供求基本维持平衡状态。

1.1.4 全球大豆供求分析

从前述分析看，2019/20 年度，全球大豆的供应量有所减少，主要表现在美国大豆产量将出现同比大幅减少。南美方面，由于巴西和阿根廷大豆价格上涨，农民选择种植大豆的积极性增加，大豆种植面积继续提高。如果天气情况维持正常，南美大豆产量极有可能继续维持历史高位，供应方面存在压力。如图 11 所示，根据美国农业部预测，未来全球大豆的库存略有下降但仍旧维持高位水平，给价格带来很大压力。

图 11：全球大豆库存及库消比（千吨）



数据来源：兴证期货研发部、USDA

消费方面，大豆的去库存过程一般需要价格的持续下降带动。由于中美贸易存在不确定，美国大豆价格偏弱，全球其他国家和地区大豆价格均维持偏强态势，抑制了全球大豆的消费。另外，由于中国发生非洲猪瘟导致养殖行业出现衰退，对大豆的需求减少，也制约了大豆消费。

综合分析全球情况，我们认为，全球大豆供应略减、需求萎缩，去库存不顺畅，供求宽松的状态持续。

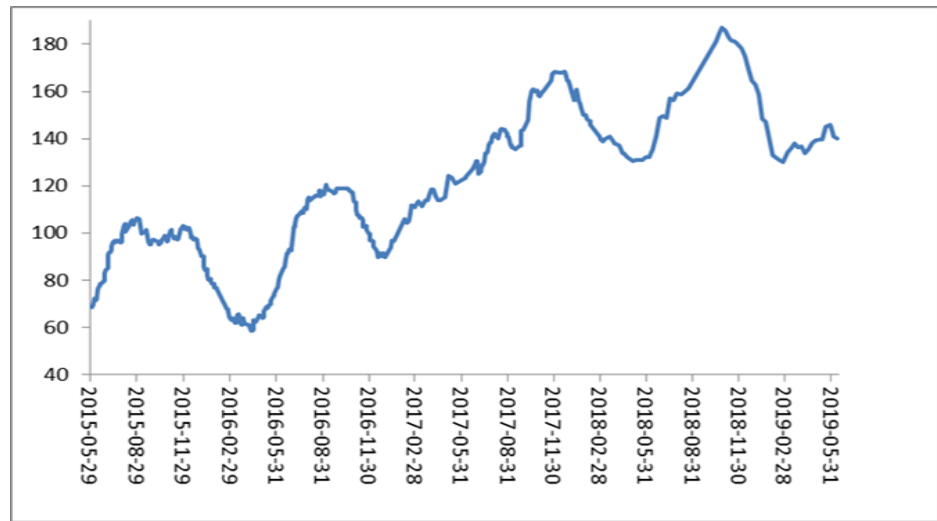
2.豆油、棕榈油基本面分析

2.1 豆油基本面分析

供应方面,国内豆油的月度进口量处于 10 万吨以下,对供求影响较小。豆油的新增供应量主要体现在压榨企业豆油的产量上,今年大豆压榨量出现下滑,豆油的供应出现减少。

从库存的情况看,如图 12 所示,全国各地油厂库存维持在 140 万吨以上,库存维持偏高水平,给豆油价格带来很大压力。

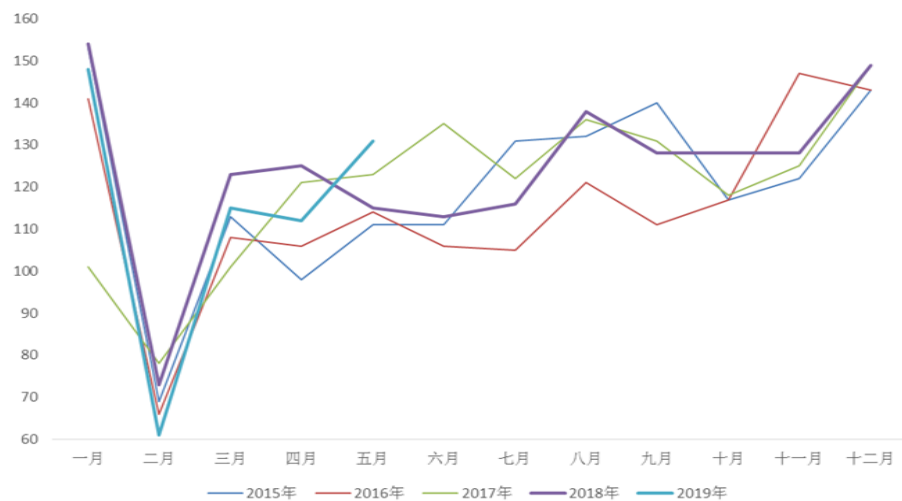
图 12: 全国油厂库存 (万吨)



数据来源: 兴证期货研发部、Wind

需求方面,国内豆油基本用于食用消费,占比超过 90%。在与外盘相对隔离的情况下,豆油的食用消费决定国内豆油的消费。

图 13: 全国豆油食用消费 (万吨)



数据来源: 兴证期货研发部、Cofeed

国内豆油食用需求增幅放缓,2017/18年度我国豆油的消费 1650 万吨;2018/19 年度国内豆油消费量下降至 1625 万吨;2019/20 年度,豆油的食用消费需求维持在 1639 万吨。随着中国人口老龄化的影响,豆油的消费量徘徊不前。如图 13 所示,我国豆油的食用消费量基本维持不变。

从成交的情况看,由于豆油价格处于低位区间波动,市场交投相对低迷,豆油的成交量维持低位水平。如图 14 所示,也印证了需求的弱势。

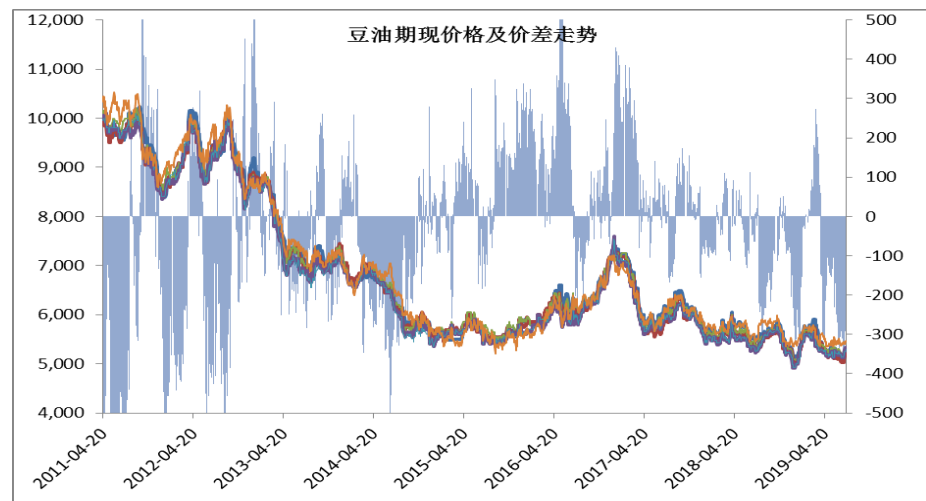
图 14: 全国豆油成交走势 (吨)



数据来源：兴证期货研发部、Cofeed

从期现价差结构方面看,目前大连现货价格大幅贴水期货 250 元/吨,在需求低迷的情况下,存在期现套利空间,期货价格存在下跌动力

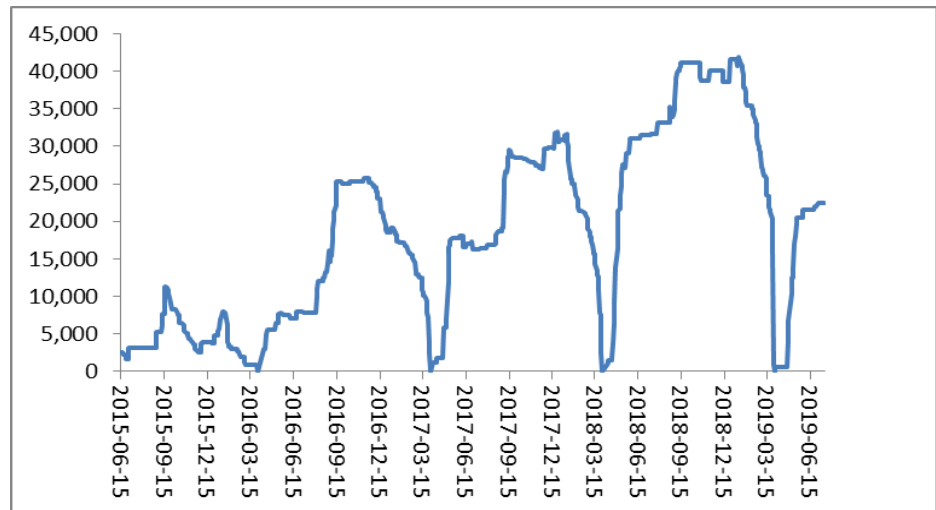
图 15: 全国豆油成交走势 (吨)



数据来源：兴证期货研发部、Wind

从仓单情况看,目前豆油的仓单接近 22000 手,尽管低于去年同期的 32000 手的水平,但处于历史偏高的水平,对豆油的期货价格利空。

图 16: 豆油仓单 (手)



数据来源: 兴证期货研发部、Wind

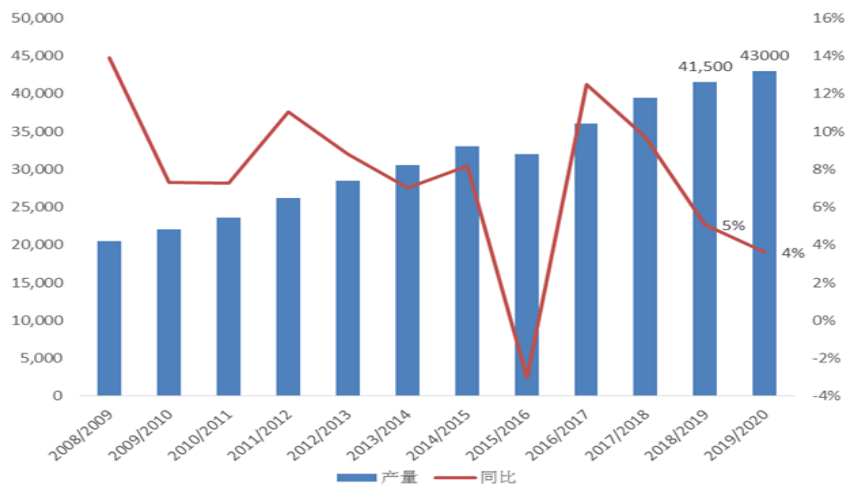
供求情况看, 豆油中长期供求紧张对价格利多。但短期来看, 豆油需求较差, 库存维持偏高水平。目前期货价格远远升水现货价格, 存在期现套利空间。期货的仓单维持历史偏高水平, 后期随着交割的临近, Y1909 合约存在震荡走低的可能, 建议投资者可关注逢高做空豆油 9 月合约。

2.2 棕榈油基本面

2.2.1 全球棕榈油基本面

马来西亚和印尼是全球棕榈油主产国, 合计占全球产量的 85%。2018 年印尼棕榈油的产量达到 3950 万吨, 2019 年可能增加到 4150 万吨, 2020 年将增加到 4350 万吨。棕榈油产量的增加对市场价格的压力非常大。

图 17: 印尼棕榈油产量及同比 (千吨)



数据来源: 兴证期货研发部、USDA

随着种植面积和单产的恢复，马来西亚棕榈油产量维持高位。根据 USDA 的数据，2019 年马来西亚棕榈油的产量将达到 2050 万吨。2020 年，马来西亚的棕榈油产量将增加到 2070 万吨。

图 18：马来棕榈油产量及同比（千吨）



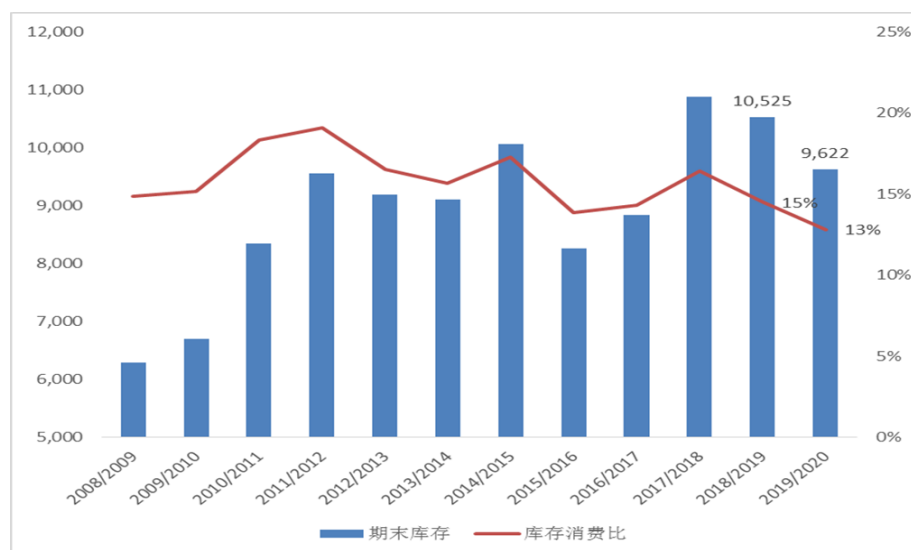
数据来源：兴证期货研发部、USDA

马来西亚产量的恢复性增加和印尼产量的大幅增加将导致 2019 年全球棕榈油产量出现增加，对棕榈油价格有很大压力。

棕榈油的需求包括食用消费和工业消费。食用消费维持稳定，棕榈油用于生物柴油的比重仍在提高，但受原油需求放缓及原油价格不确定的影响，棕榈油用于工业的需求存在不确定。

综合来看，全球棕榈油的供给继续增加，需求则相对维持稳定，尽管棕榈油的供求有所好转，但全球棕榈油的供求维持宽松的局面将持续。

图 19：马来棕榈油产量及同比（千吨）

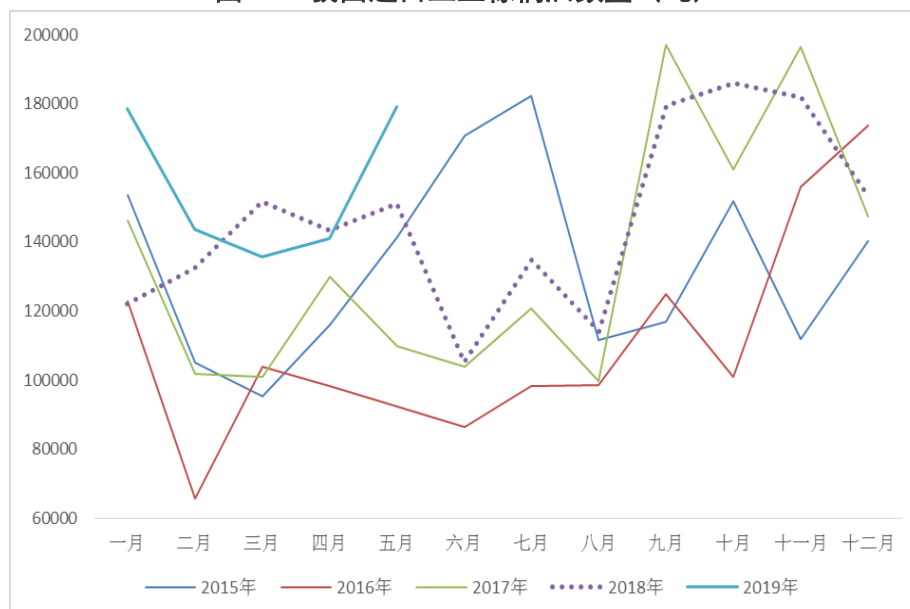


数据来源：兴证期货研发部、USDA

2.2.2 我国棕榈油基本面

在我国，棕榈油用于工业方面的需求保持相对稳定的增长。2019年以来工业棕榈油的进口量出现同比大幅增加，如图 20 所示，供求逐步宽松。

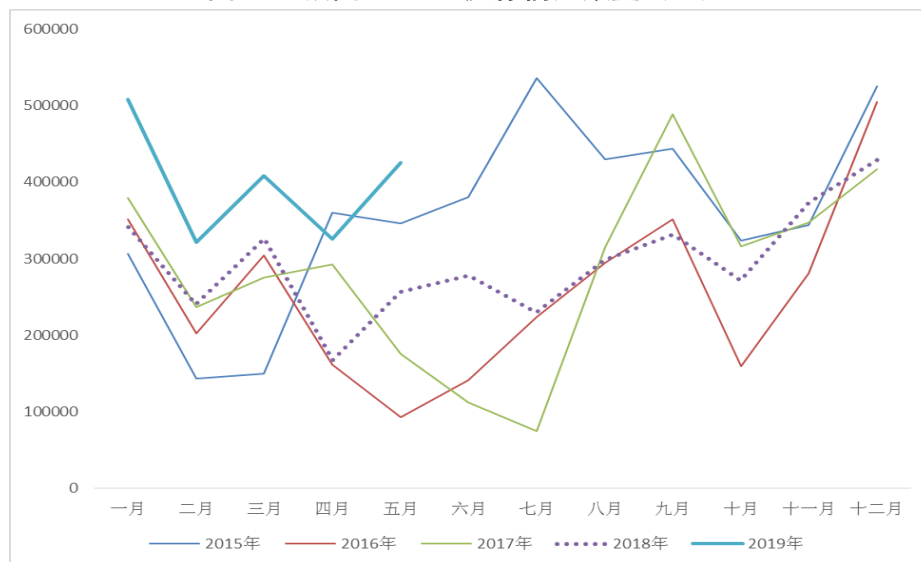
图 20：我国进口工业棕榈油数量（吨）



数据来源：兴证期货研发部、Cofeed

食用棕榈油的消费量维持稳定略减的态势。但食用棕榈油的进口量同样大幅增加，如图 21 所示。

图 21：我国进口 24 度棕榈油数量（吨）

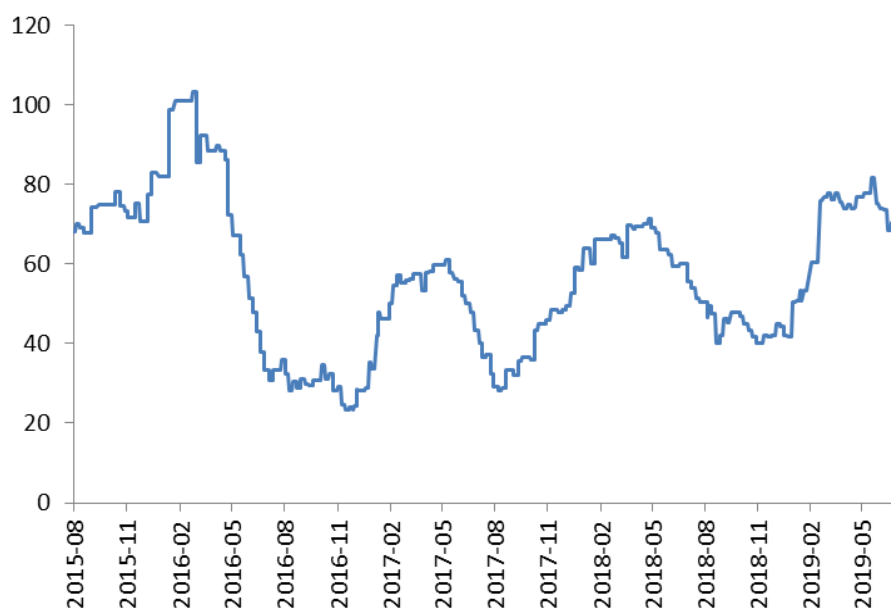


数据来源：兴证期货研发部、Cofeed

在消费需求萎缩的情况下，进口的增加只能通过降低价格挤占其他油脂的需求份额，这也是上半年以来棕榈油价格偏弱的主要原因。

从库存的角度看，2016 年我国棕榈油的库存接近 100 万吨，随后出现大幅下降。自 2017 年以来，棕榈油的库存逐步走高。目前接近 70 万吨，处于偏高的水平。

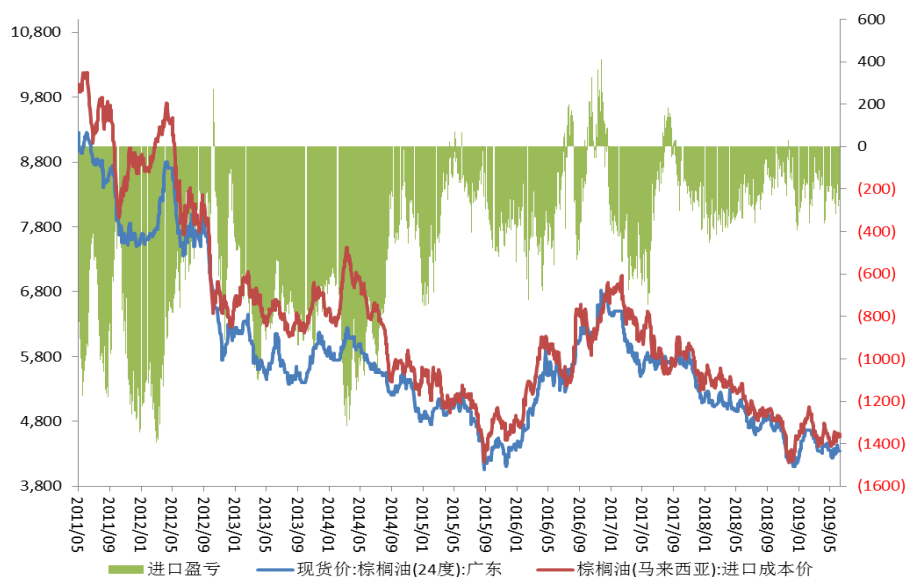
图 22：棕榈油港口库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

从进口盈亏的角度看，棕榈油的理论进口利润大部分时间维持负值。目前，棕榈油进口亏损 160 元/吨，亏损相对较低。随着外盘维持震荡偏弱行情，棕榈油的进口成本支撑并不牢靠，将带动国内棕榈油价格继续走低。

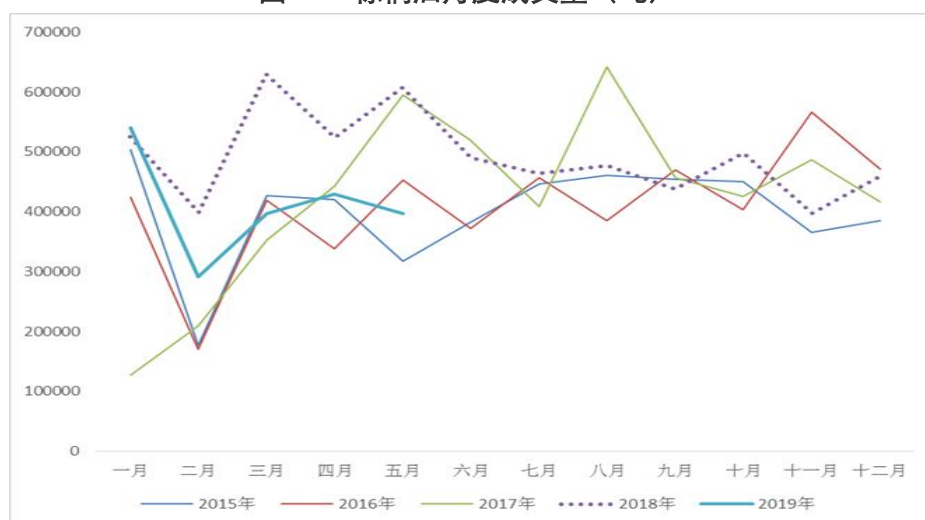
图 23：棕榈油进口盈亏



数据来源：兴证期货研发部、Wind

从棕榈油的成交情况来看，2019年棕榈油的成交量持续维持低位，显示出需求的不足。在需求旺季到来之前，棕榈油将维持低位震荡行情。

图 24：棕榈油月度成交量（吨）



数据来源：兴证期货研发部、Cofeed

综合来看，全球棕榈油的供求维持宽松局面。短期，棕榈油的库存和进口量维持高位，在需求较弱的情况下，棕榈油价格可能继续震荡走低，可关注近月 P1909 合约的短期做空。

3、短线做空 Y1909、P1909 合约

综上所述，油脂库存偏高、消费低迷，在期货合约大幅升水的情况下，豆油、棕榈油近月合约短期存在下跌空间，建议投资者可进行抛空。

图 25：豆油 Y1909 技术走势



数据来源：兴证期货研发部、文华财经

如图 25 为豆油 Y1909 合约走势。目前期货价格维持在 5400 附近震荡，由于现货价格在 5200 元/吨附近，且消费没有起色，后期震荡走低概率较大。豆油实质性突破 5500 元/吨的概率较低，建议投资者以 5500 为止损参与空单交易，在 8 月中下旬考虑止盈。

图 26: 棕榈油 P1909 技术走势



数据来源：兴证期货研发部、文华财经

如图 26 所示，棕榈油期货价格持续阴跌，受 20 日线和 60 日线压制。建议投资者以 20 日线为止损点，少量参与 P1909 合约的空头交易，8 月中下旬考虑止盈。

风险事项：

- 1、中美贸易争端升级，大豆进口大幅萎缩，油脂走强；
- 2、南美天气灾害导致产量大幅减少，可能更利多豆油价格；
- 3、能源价格大幅走高，导致东南亚生物柴油产量大幅增加；
- 4、国内消费提前启动，带动价格提前走高。

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。