

兴证期货·研发中心

2019年8月2日星期五

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](mailto:ligq@xzfutures.com)

## 内容提要

### ● 行情回顾

7月豆油震荡走高；油厂开工率同比低于去年水平，豆油供应压力不大，但受需求放缓影响豆油库存走高至144万吨。豆油期货、现货价格震荡反弹；美国国内大豆压榨数据较好，但中美贸易冲突导致出口受阻。美国大豆种植面积大幅萎缩，优良率偏低对价格利多。南美大豆产量基本确定，巴西大豆产量达到1.17万吨，阿根廷大豆产量达到5600万吨。若只进口南美大豆，并不能满足中国国内需求，因此后期豆类油脂的价格将面临上涨压力。棕榈油库存维持震荡，接近66万吨；6月马来棕榈油的产量同比增加，出口减少，期末库存降幅低于预期；目前来看，整体油脂维持供求宽松状态，但预期未来进口成本走高推动豆油价格上涨。

### ● 后市展望及策略建议

进入8月以后，中美贸易冲突升级将继续推升国内豆类油脂进口成本上升，南美大豆进口成本将向美国大豆进口成本靠拢带动国内大豆价格上涨。豆油的需求将恢复增加，对价格利多，豆油期货将震荡走高。东南亚棕榈油逐步进入到增产周期，对棕榈油价格利空，需求的恢复则对价格利多。综合来看，消费旺季将来临，豆类油脂价格震荡走高。

## 1. 油脂基本面

### 1.1 豆油

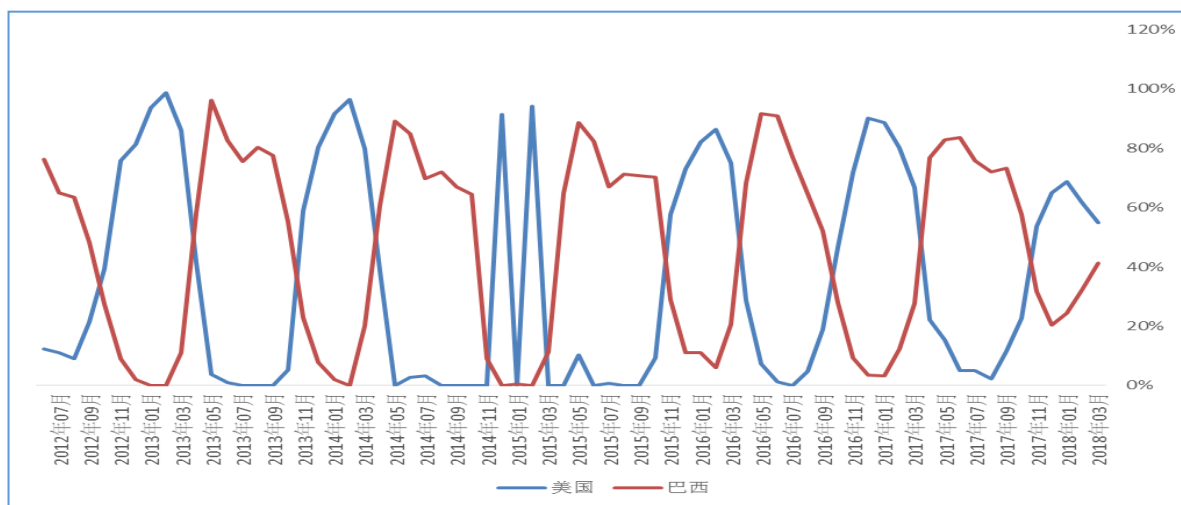
#### 1.1.1 美国天气炒作对大豆利好

美国农业部 7 月报显示，美新豆播种面积 8000 万英亩（上年 8920），收割面积 7930 万英亩（上年 8810），单产 48.5 蒲（预期 48.4，上月 49.5，上年 51.6），产量 38.45 亿蒲（预期 38.5，上月 41.5，上年 41.5），出口 18.75 亿蒲（上月 19.5，上年 17.75），压榨 21.15 亿蒲（上月 21.15，上年 21.00），期末 7.95 亿蒲（预期 8.12，上月 10.45，上年 9.95）。巴西大豆产量维持上月预估 1.17 亿吨不变（预期 1.17），阿根廷大豆产量维持上月预估 5600 万吨不变（预期 5610）。美国新豆产量因收获面积及单产齐降而明显下降，但出口预估也出现较大幅度的下调，导致新豆结转库存预估虽然明显下降，但仅稍低于此前市场预期，而南美大豆产量预估则维持上月预估不变，故而本次报告对市场影响中性略偏多。目前，美国天气有所好转，但大豆优良率仍旧维持低位，后期仍需持续关注。

#### 1.1.2 中美贸易冲突升级，大豆进口成本增加

2018 年 4 月以来，中美贸易战开始发酵。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，大大提高了美国大豆进口的成本。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。2018 年 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。随着谈判的进行，中国已经签订了近千万吨的美国大豆采购合同。但 2019 年 5 月 1 日，中美贸易谈判急转直下，美国提高中国部分商品的进口关税。7 月 23 日，中美谈判重启，市场预期乐观；8 月 1 日，中美贸易谈判恶化，特朗普威胁加征关税导致豆类油脂的价格上涨。

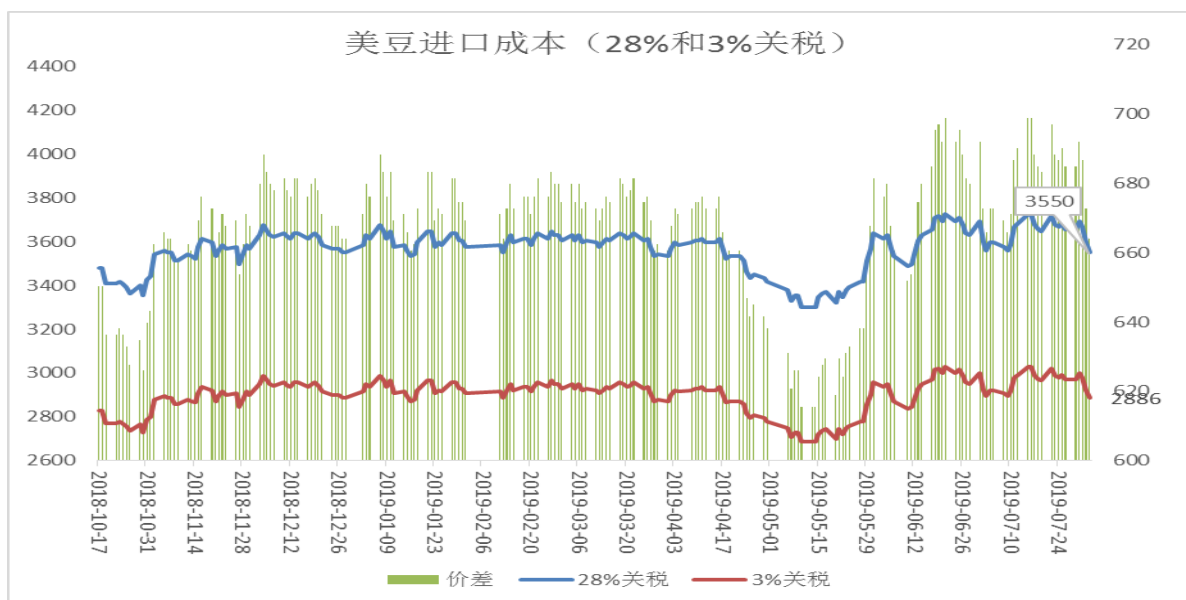
图 1：美国和巴西大豆进口比重



数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

如图 2 所示，若按照 28% 的进口税率，中国进口美国大豆的成本达到 3550 元/吨，远远高于目前南美进口大豆的 3120 元/吨的成本。如果进口美国大豆，油厂压榨亏损严重，企业没有动力进口。如果只进口南美的大豆，巴西和阿根廷的大豆出口供应可能不能满足我国国内对大豆的需求，这就意味着后期随着南美大豆库存的大幅减少，大豆的价格将大幅走高向美国大豆价格靠拢，带动国内豆类油脂价格的大幅走高。

图 2：不同关税下美国大豆成本测算



数据来源：兴证期货研发部、Wind

### 1.1.3 大豆进口增加对价格有一定压力

图 3：8 月大豆进口预估（万吨）

2019年8月	进口量	船数
东北地区	84.4	13
华北地区	105.2	16
山东地区	166.4	25.3
华东地区	298.7	47.2
福建地区	50.8	8
广东地区	114	17.5
广西地区	91	14
全国总计	910.5	141

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

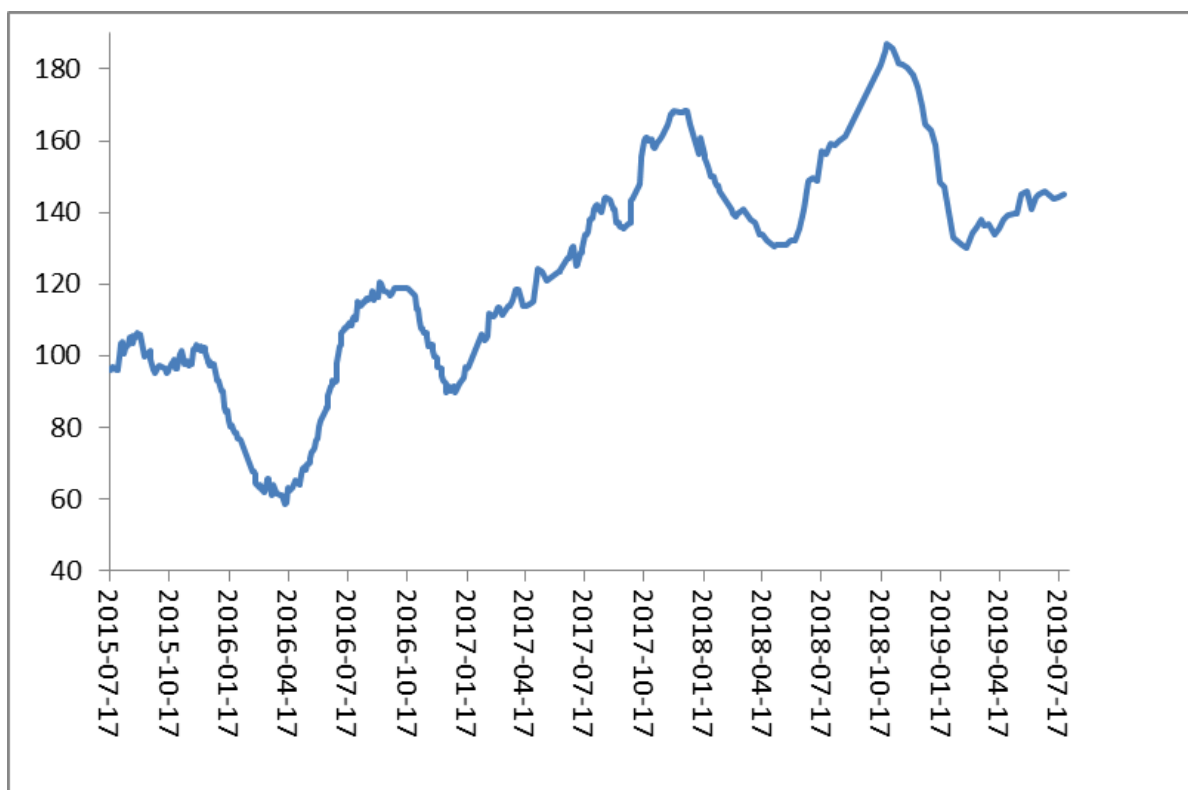
国内方面，受养殖需求不佳影响，国内油厂开工率持续低于去年同期水平。进口大豆受中美贸易争端影响出现一定下降，港口大豆库存维持低位；豆油的需求较差，库存维持在 144 万吨水平，供求维持宽松局面。

图 3 为国内 8 月大豆进口预报。由预报看，我国 8 月大豆进口数量维持高位，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，国内企业进口积极性增加。

### 1.1.4 豆油库存区间震荡

如图 4 所示，国内豆油的商业库存从 2018 年 10 月末以来持续走低。由于下游养殖需求较差，油厂开机率低于往年正常水平，豆油库存维持在 144 万吨的区间震荡；目前豆油的库存为 144 万吨，比最高时的 185 万吨下降 41 万吨。

图 4：豆油商业库存（万吨）



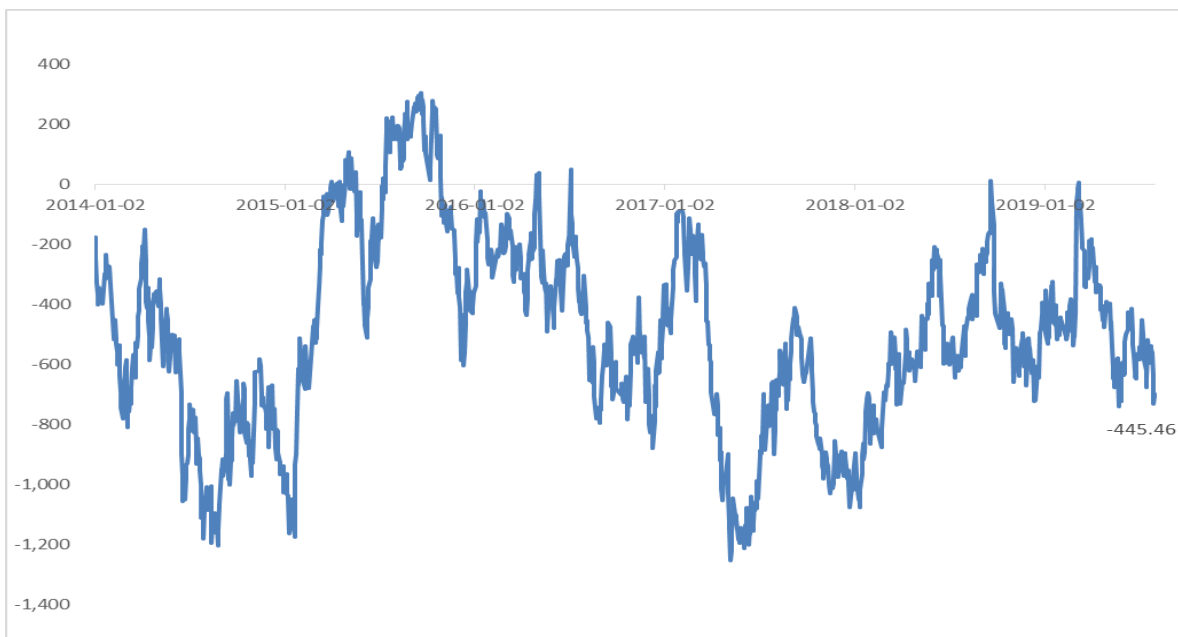
数据来源：兴证期货研发部、Wind

### 1.1.5 国内豆油价格反弹，进口亏损增加

从进出口情况看，每吨豆油的进口亏损接近 560 元；近期国内和外盘豆油的价差大幅增加，进口亏损扩大。外盘豆油价格反弹幅度较国内豆油价格反弹幅度大，导致进口亏损增加。

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(元/吨)

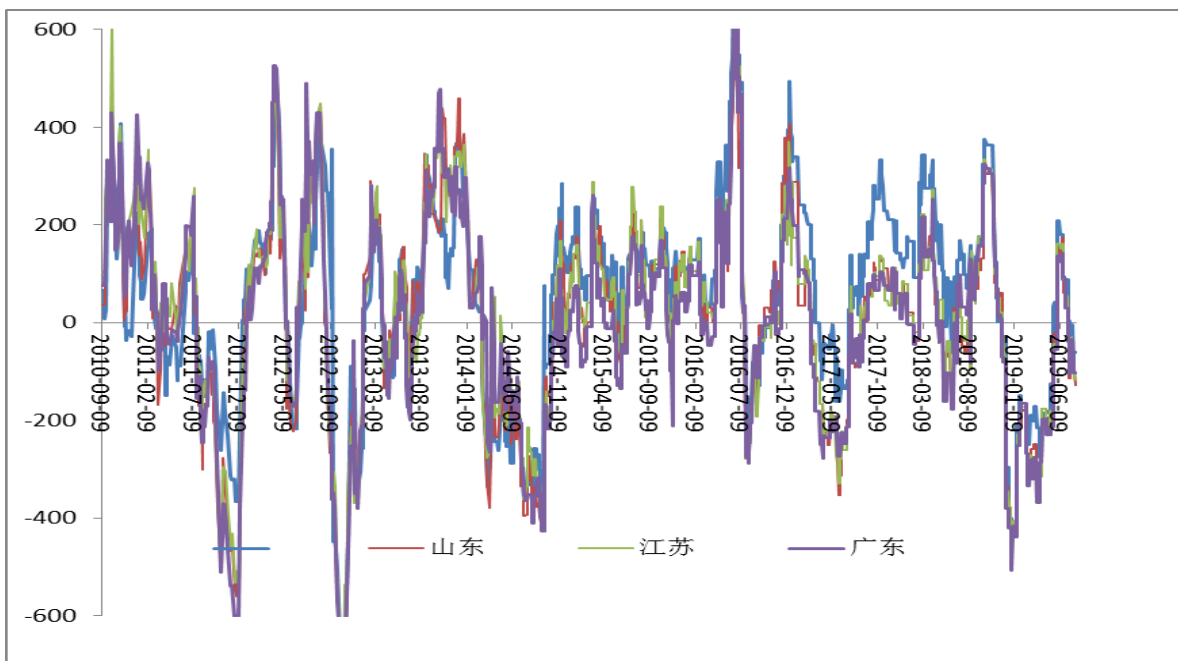


数据来源：兴证期货研发部、Wind

### 1.1.6 压榨维持微利或小幅亏损

从整个进口大豆的压榨产业链来看，进口南美大豆成本较低，豆粕、豆油现货价格上涨使得国内大豆压榨维持一定利润。

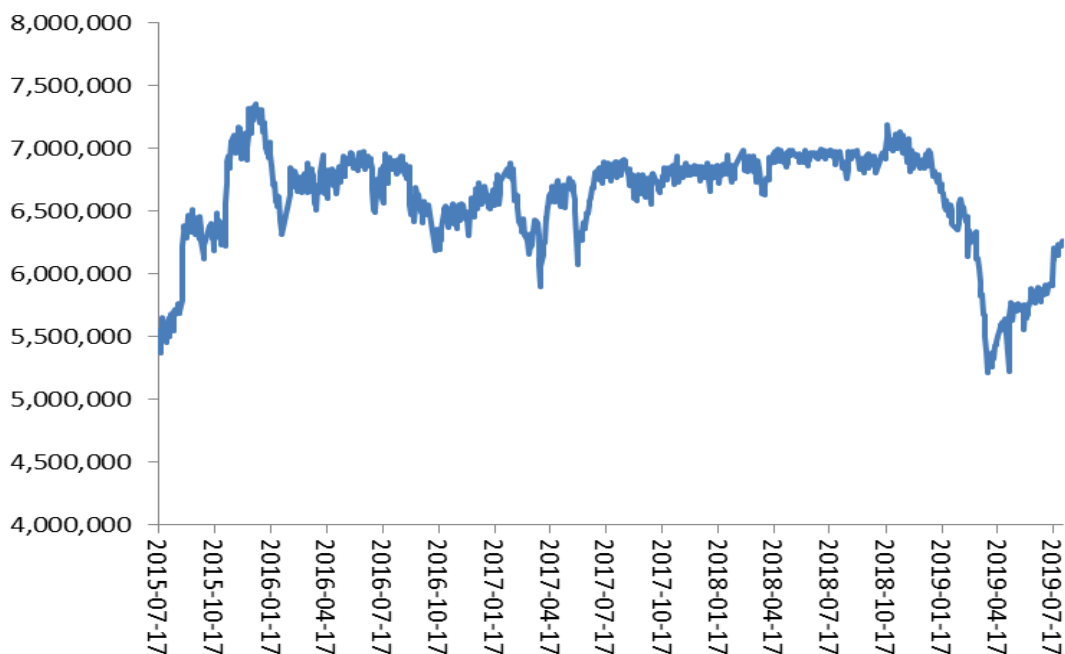
图 6：进口大豆压榨利润



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。由于非洲猪瘟的影响较大，生猪存栏大幅萎缩，后期对豆粕的需求大幅减少。从大豆供给的角度来看，4月进口大豆量同比增加。目前，进口大豆库存为625万吨，维持在近年偏低水平，由于8月南美大豆进口增加，预期库存将逐步增加。

图7：大豆结转库存（吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

综合来看，8月中美贸易冲突升级可能，中国进口美国大豆受阻。未来中国进口南美大豆数量将大幅增加，这必然会导致南美大豆价格上涨，从而带动国内豆类油脂价格走高。国内油厂开机率较正常水平偏低，豆油的供应持续低位，后期随着消费旺季的到来豆油可能进入去库存状态。棕榈油受包装新规影响需求大幅下滑，预期8月油脂宽松逐步紧张，价格可能逐步震荡上行。

## 1.2 棕榈油基本面

### 1.2.1 产量增加、库存下降

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，随着能源政策的实施，棕榈油的生物柴油需求增幅将增加。从马来西亚公布的产量数据来看，2019年6月，马来西亚棕榈油产量同比出现增加，出口大幅减少，期末库存下降低于市场预期，对棕榈油价格利空。从7月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量同比可能增加、出口需求可能略有好转，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。出口数据方面，7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，棕榈油供求数据维持中性偏空。

图 8：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
2018/05	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%
2019/05	1,671,467	2,447,441	1,711,882	9.6%	12.8%
2019/06	1,518,239	2,423,615	1,382,761	13.9%	10.7%

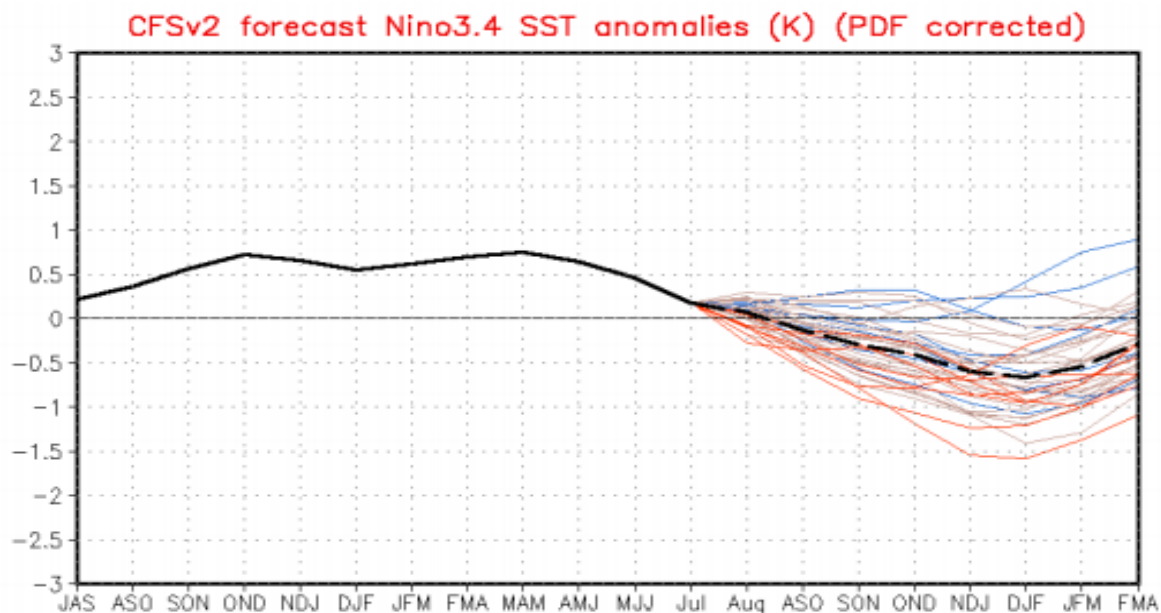
数据来源：兴证期货研发部、MpoB

马来西亚棕榈油局公布6月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚6月棕榈油的产量为151.8万吨，远低于5月的167.1万吨，同比增加13.9%，符合市场预期。4月开始，马来西亚棕榈油进入到增产周期，但产量数据仍旧存在一定的波动。马来西亚棕榈油6月的出口数据为138万吨，较5月的171万吨大幅减少，主要因为外部需求转弱所致。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，但目前关税影响已经基本消化。马来西亚6月棕榈油的期末库存为242.4万吨，较5月的库存244.7万吨小幅减少，高于市场预期库存235万吨，本次报告的期末库存数据高于预期，对马来西亚棕榈油的市场价格中性偏空。

### 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，全球已经进入到厄尔尼诺气候，持续到 2019 年秋季后的概率继续下降，东南亚干旱的气候不利于棕榈油产量。

图 9：天气预测模型

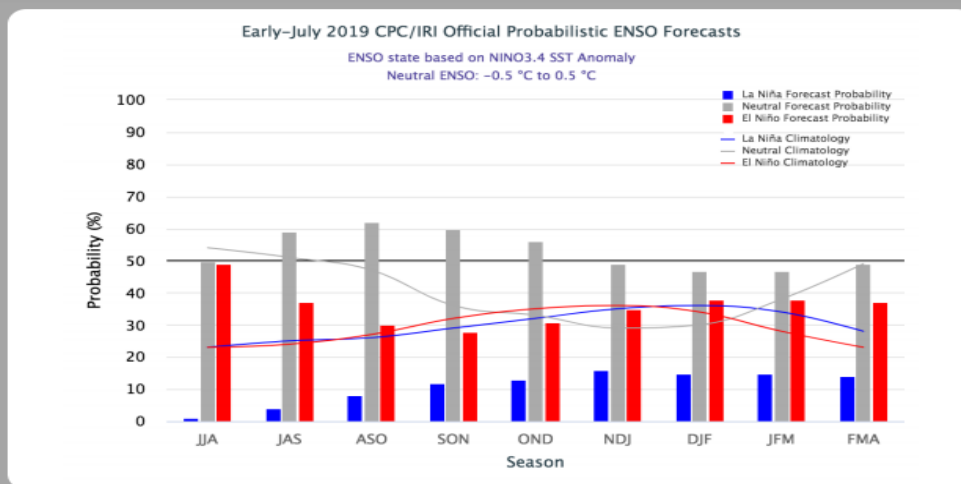


数据来源：兴证期货研发部、NOAA

根据天气预测模型，目前全球已经进入厄尔尼诺气候，到 2019 年年末概率下降。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 10：天气预测模型

ENSO-neutral is favored to emerge in the next season and to then continue through the Northern Hemisphere fall and winter 2019-20.



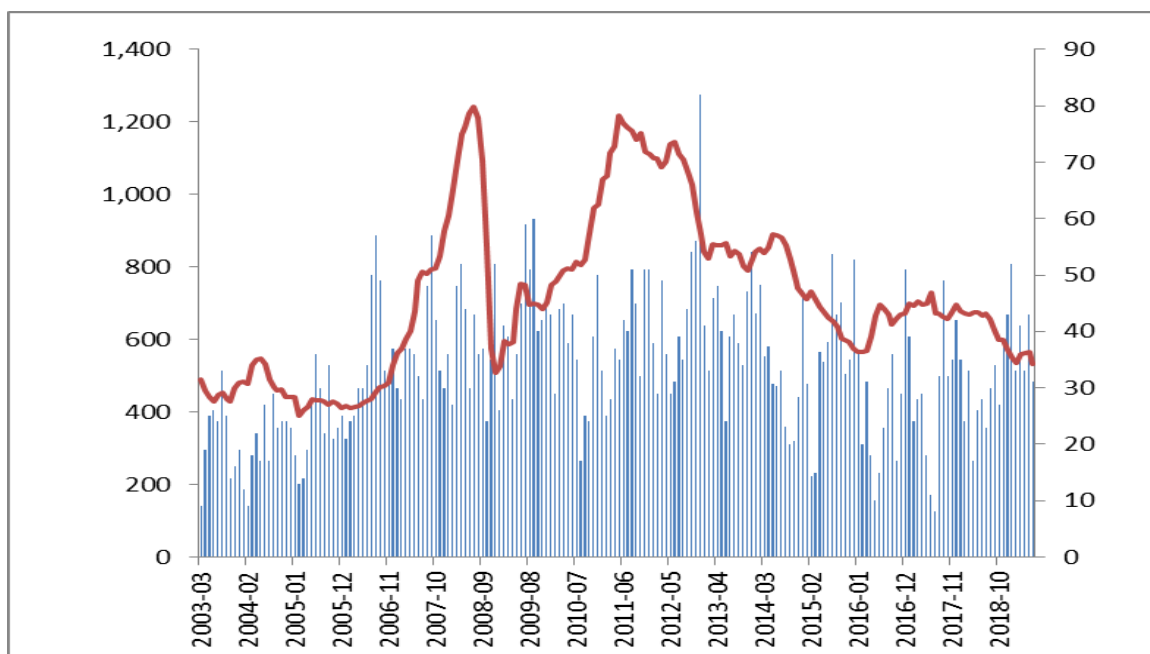
数据来源：兴证期货研发部、NOAA



### 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，4月进口33万吨，5月进口43万吨，6月进口量为31万吨，进口量月度同比增加3万吨。

图 11：棕榈油进口量及单价



数据来源：兴证期货研发部、Wind

国内棕榈油现货 4430 元/吨，进口成本为 4562 元/吨，因国内价格偏低，进口亏损。

图 12：马来西亚棕榈油进口成本（元/吨）

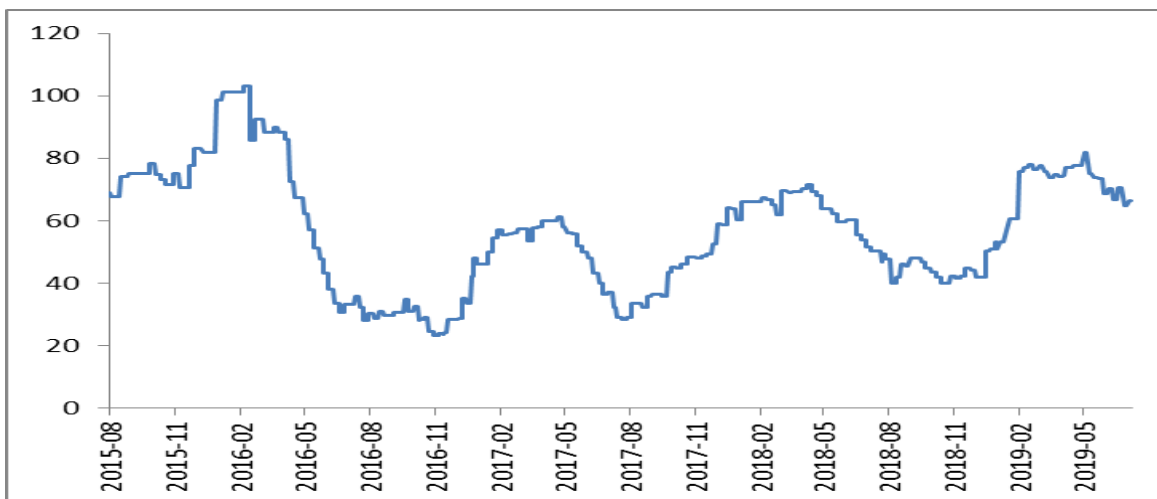
品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CNF (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	8月	520	00.00	25	545	4562	(华南)
		520	00.00	30	550	4603	(华东)
		520	00.00	35	555	4645	(华北)
	9月	525	00.00	25	550	4603	(华南)
		525	00.00	30	555	4645	(华东)
		525	00.00	35	560	4686	(华北)
	10/11/12月	535	-02.50	25	560	4686	(华南)
		535	-02.50	30	565	4727	(华东)
		535	-02.50	35	570	4768	(华北)
	1/2/3月	555	-02.50	25	580	4850	(华南)
		555	-02.50	30	585	4891	(华东)
		555	-02.50	35	590	4932	(华北)

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

### 1.2.4 库存震荡走低，进口维持偏高

目前，国内棕榈油的商业库存 66 万吨，近期高位震荡走低，主要是因为棕榈油进口量放缓，国内需求增加。

图 13：棕榈油库存走势



数据来源：兴证期货研发部、Wind

### 1.2.5 豆棕价差有所扩大

豆油和棕榈油的价差扩大，主要因为近期豆油上涨较快，二者价差可能维持震荡走高。后期需要关注中美贸易战及下游需求的影响情况。

图 14：豆油棕榈油价差（美元/吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

综合来看，东南亚地区棕榈油产量同比反弹，需求尚可，导致棕榈油库存走低。棕榈油的生物柴油的需求有所增加，对棕榈油消费利好。8 月以后外盘棕榈油供求宽松的局面持续，而国内消费需求有所增加，受豆油价格走高带动，棕榈油价格震荡偏强，建议投资者偏多交易。

## 2. 技术分析 & 操作策略

### 2.1 豆油

由日线图看，7月豆油价格维持震荡走高。虽然基本面供求宽松，但中美贸易冲突升级，且未来将进入消费旺季，豆类油脂将继续震荡走高。

图 15: 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，7月棕榈油维持震荡偏强。8月棕榈油需求将增加，且受豆油价格上涨带动也将震荡走高，建议投资者震荡偏强对待。

图 16: 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。