

兴证期货·研发中心

2019年8月11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：

ligq@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

上周豆油价格大幅走高行情。中美贸易争端升级，贸易战、汇率战对大豆进口不利，提高大豆进口成本。美国大豆主产区出现高温对大豆生长不利，市场预期美国大豆单产水平走低。美国农业部7月报告显示，今年美国大豆种植面积减少超过10%。美国大豆库存消化仍需时间。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。国内油脂消费将逐步进入到旺季，未来需求好转将有助于库存下降。国内豆油库存小幅下降至139万吨。国内油厂大豆压榨利润维持低位，油厂的开工率小幅上升至46%。短期来看，需求增加预期带动豆油价格偏强。马来西亚棕榈油进入增产周期，出口大幅放缓。国内棕榈油成交低迷，进口高于去年同期水平，但消费增加预期对价格有利。

● 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上涨对豆类油脂利多。近期美国大豆主产区出现高温，天气炒作导致近期价格变动较快，需要关注。国内豆油库存小幅下降至139万吨，在下半年消费旺季逐步到来，豆油库存可能出现下降，豆油价格维持震荡偏强。马来西亚棕榈油行业进入增产周期，需求转弱，期末库存降幅低于预期。国内棕榈油短期需求偏弱，库存小幅下降但仍维持高位，随着消费旺季预期的到来，棕榈油价格可能震荡偏强。

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。副总理刘鹤与美方代表团交换意见，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，贸易争端出现转机，后期谈判持续。

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。6月29日，习特会后，美国宣布暂缓对中国商品新加征关税，贸易战缓和。7月23日，中国政府放开部分企业进口美豆并豁免惩罚性关税。7月底，中美上海谈判进展不顺利，特朗普威胁9月再加征关税，贸易争端升级。

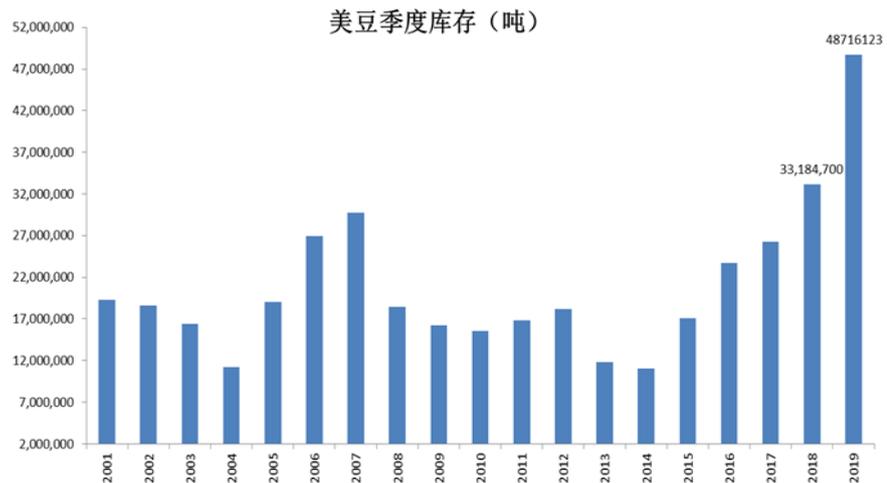
美国是全球大豆产量最大的国家。美国大豆出口量的62%出口到中国。2016/17年度中国进口大豆总量达到9500万吨，从美国进口3200万吨，占30%。中美贸易争端导致美国大豆出口减少，大豆价格下挫。中国进口大豆受限，进口大豆价格大幅上涨。中美贸易争端导致中美双方两败俱伤。

1.1.2 美国农业部 7 月报告偏多

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。

6 月 29 日, 美国农业公布季度库存报告显示, 截止 2019 年 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的出口, 美国大豆库存的压力仍旧较大, 对价格利空。

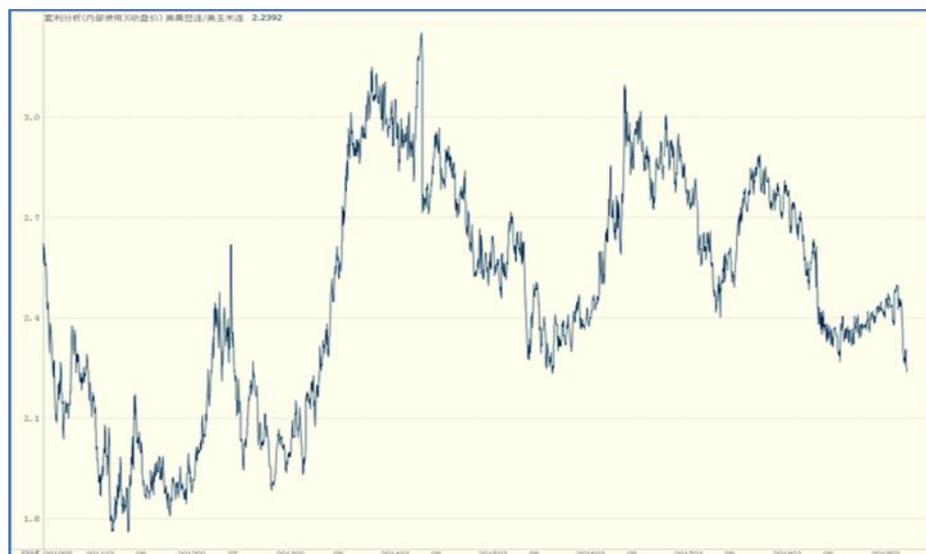
图 1: 美国大豆季度库存 (吨)



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。二者比价为 2.3, 种植大豆的收益低于种植玉米的收益, 因此我们预测美国农业部 6 月种植面积数据偏高, 而 6 月 29 日和 7 月月报基本反映了农户减少种植面积的情况。但目前市场对美国农业部的报告有很大的质疑, 认为美国农业部的调研数据可能没有考虑到受洪灾影响, 美国农户从玉米转种大豆的情况。根据《油世界》的报道, 美国农业部将重新组织对大豆种植面积的调研, 8 月的月报可能会有最终的结论。近期来看, 美国大豆主产区将出现偏干旱天气, 这对美国大豆单产利空, 天气炒作还将持续。

图 2：美国大豆对玉米比价偏低

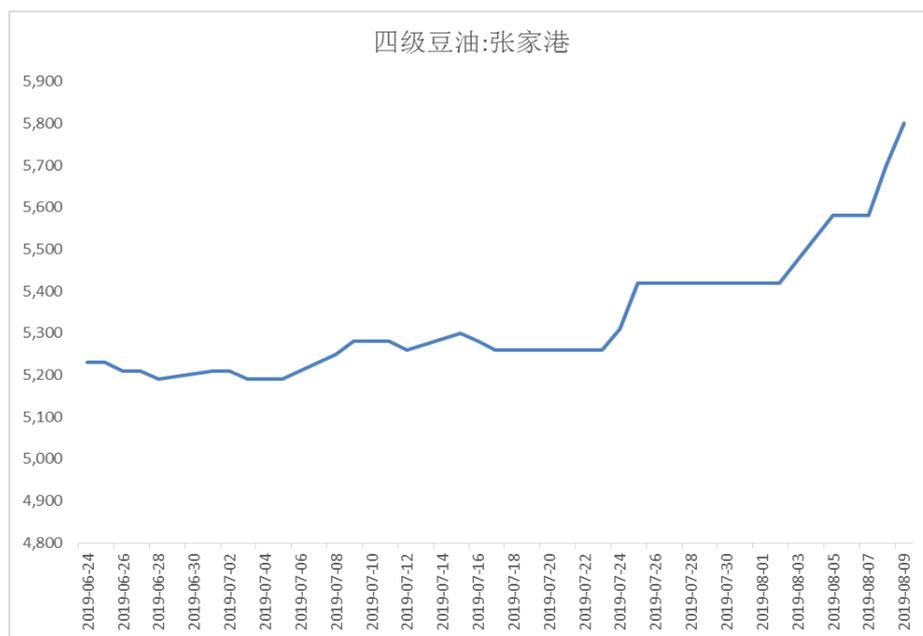


数据来源：兴证期货研发部、博弈大师

1.1.3 豆油价格大幅走高

从豆油的成交价格来看，国内四级豆油的成交价格震荡走高，张家港四级豆油均价维持在 5580--5800 元/吨，成交量大幅反弹。

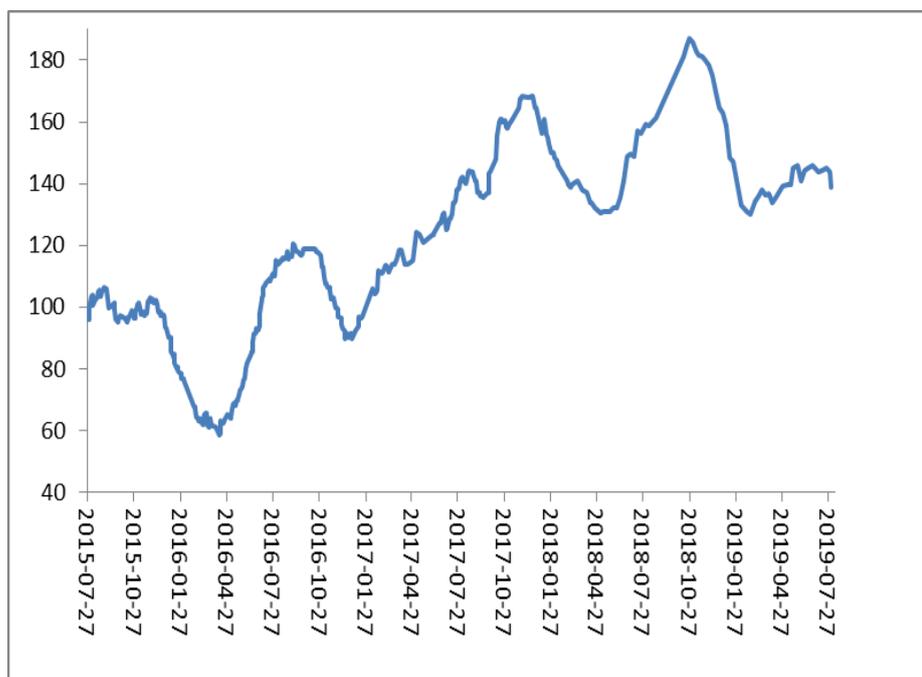
图 3：国内四级豆油成交价格



数据来源：兴证期货研发部、Wind

从供求方面看，国内油厂开工率为 46%，低于往年正常水平，豆油的供应量维持正常偏少。目前处于豆油消费淡季，但旺季逐步来临。全国豆油的库存为 139 万吨，需求旺季到来后，豆油的去库存将出现。

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 8月大豆进口量预期增加

根据天下粮仓调查显示，2019年8月国内进口大豆数量预期达到910.5万吨，低于7月的941万吨，高于去年同期的915万吨。

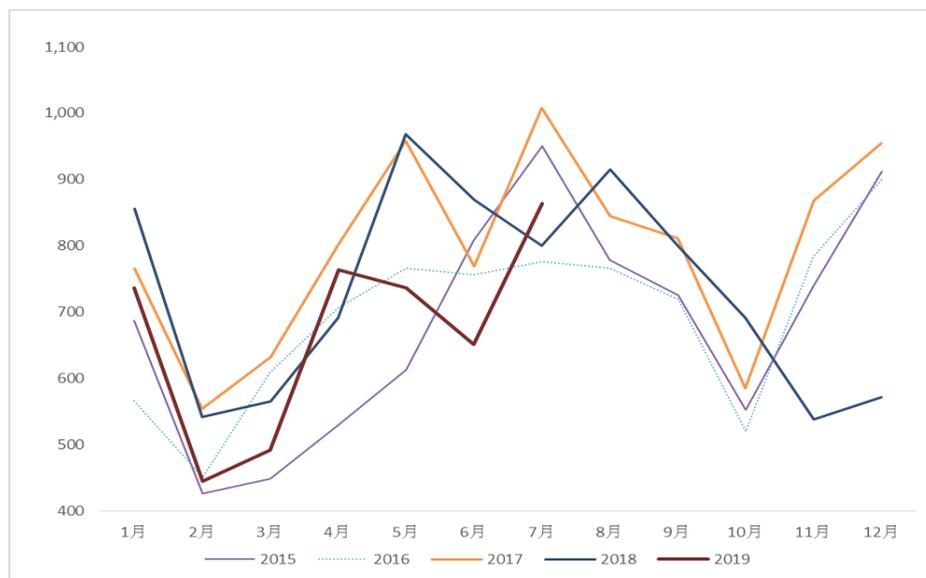
图 5：8月大豆进口预估（万吨）

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

图 6 为我国大豆月度进口量走势图。第一、二季度我国大豆进口量同比减少，后期进口量可能有所增加。

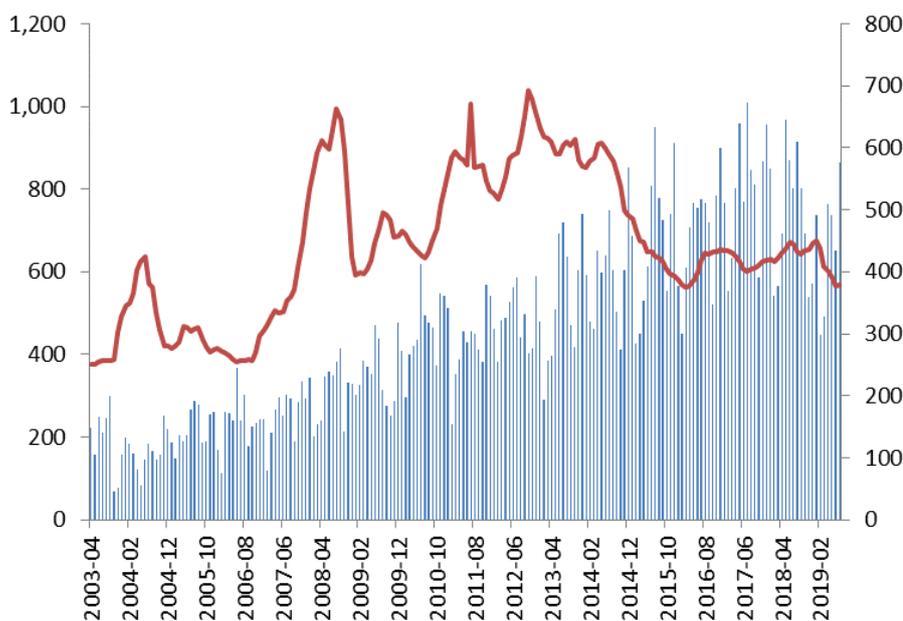
图 6: 大豆进口量 (万吨)



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。6 月, 我国大豆的进口 CNF 成本下降到 379 美元/吨。但随着中美贸易争端的升级影响, 国内进口大豆的成本将走高。

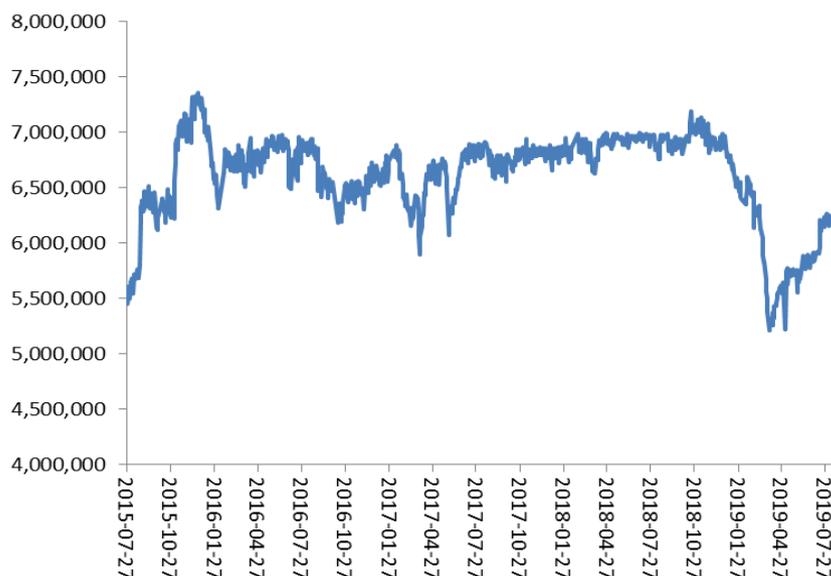
图 7: 大豆进口量及 CNF 均价



数据来源：兴证期货研发部、Wind

国内大豆港口库存为 624 万吨，低于上一周的水平，维持历史平均水平以下。随着进口量的增加，港口大豆库存将逐步恢复。

图 8：国内大豆港口库存（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维持盈利状态。

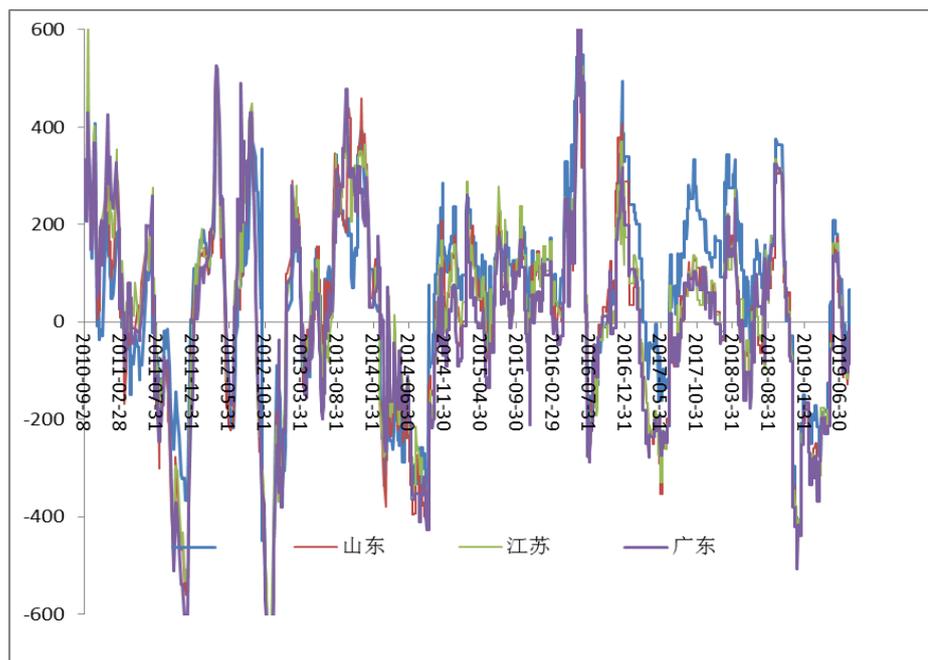
图 9：大豆压榨利润

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	8月	883	392	3941	2908	5924	-518	-16	2845	5730	-605
	9月	883	389	3917	2905	6044	-474	-11	2845	5730	-581
	10月	883	391	3931	2905	6044	-488	-2	2845	5730	-595
美西大豆	8月	883	380	3823	2908	5924	-400	-16	2845	5730	-487
巴西大豆	9月	883	406	3303	2905	6044	201	3	2845	5730	91
	10月	883	408	3315	2905	6044	189	11	2845	5730	79
	11月	883	413	3350	2905	6044	154	10	2845	5730	44
	2020年2月	907.5	391	3188	2769	6080	216	-3	2845	5730	206
	2020年3月	907.5	389	3173	2769	6080	231	-4	2845	5730	221
	2020年4月	918.5	391	3191	2769	6080	213	-3	2845	5730	203
	2020年5月	918.5	392	3200	2769	6080	204	-3	2845	5730	194
阿根廷大豆	9月	883	390	3175	2905	6044	208	1	2845	5730	104

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

现货压榨方面，主要进口港大豆压榨利润走高，这导致油厂开工率维持震荡走高。

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、天下粮仓

1.1.5 需求逐步好转利多价格

从食用需求的角度看，目前逐步进入油脂消费旺季。随着消费的大幅增加，豆油库存将可能快速下降。目前豆油库存达到 139 万吨。

综合来看，中美贸易冲突升级，后期中国进口大豆的进口成本将增加，对豆类油脂价格利多。近期美国出现干旱天气对大豆单产影响较大，市场出现天气炒作，对大豆价格影响较大。国内油脂将进入消费旺季，后期消费将提高，可能逐步进入去库存过程。中长期来看，豆油价格将出现震荡偏强行情，建议投资者做多 1 月合约。

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
2018/05	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%

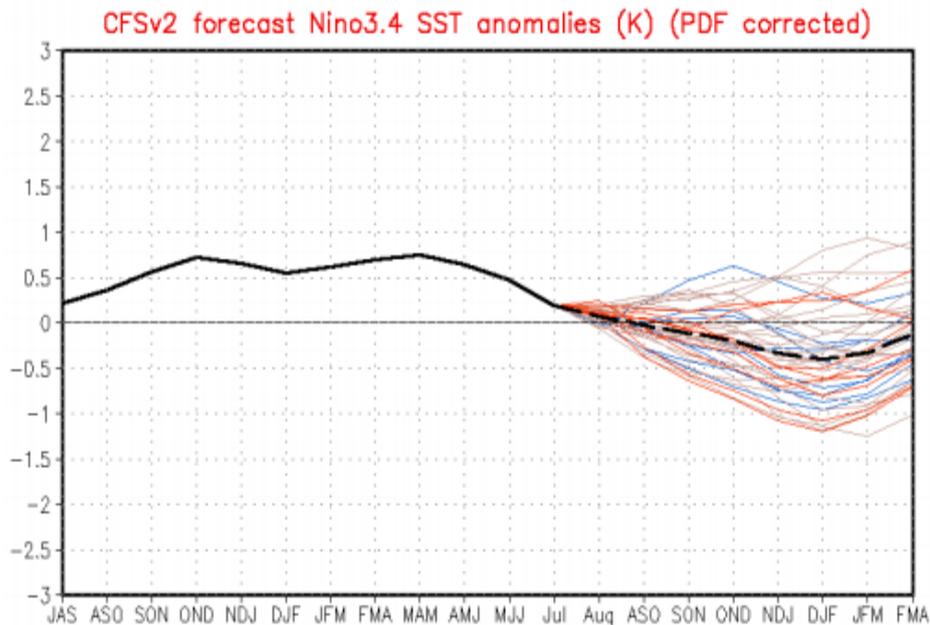
数据来源：兴证期货研发部、MpoB

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 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。

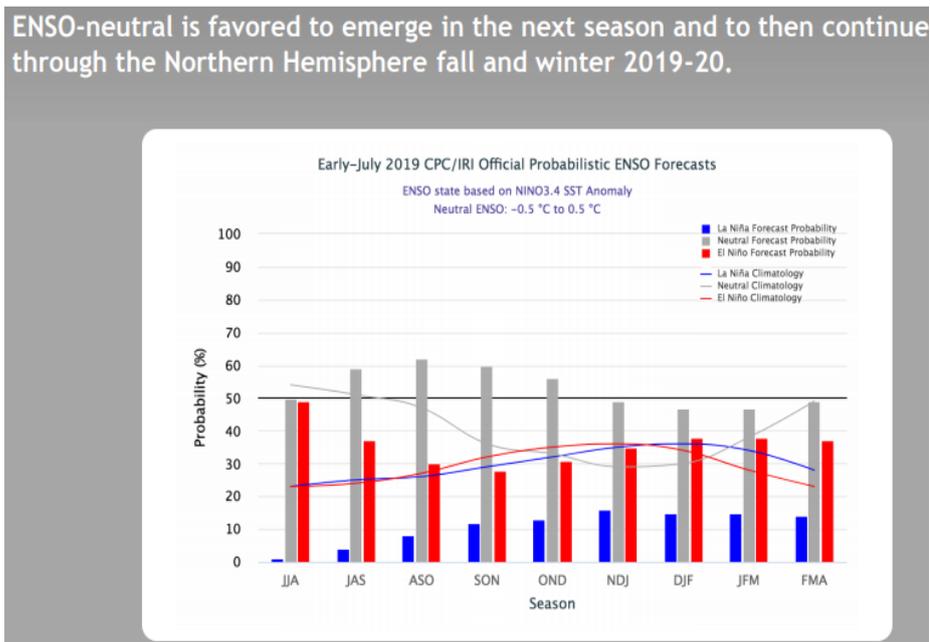
图 12: 天气预测模型



数据来源：兴证期货研发部、NOAA

目前处于厄尔尼诺气候，但 2019 年冬季全球气候将恢复中性。

图 13: 厄尔尼诺概率

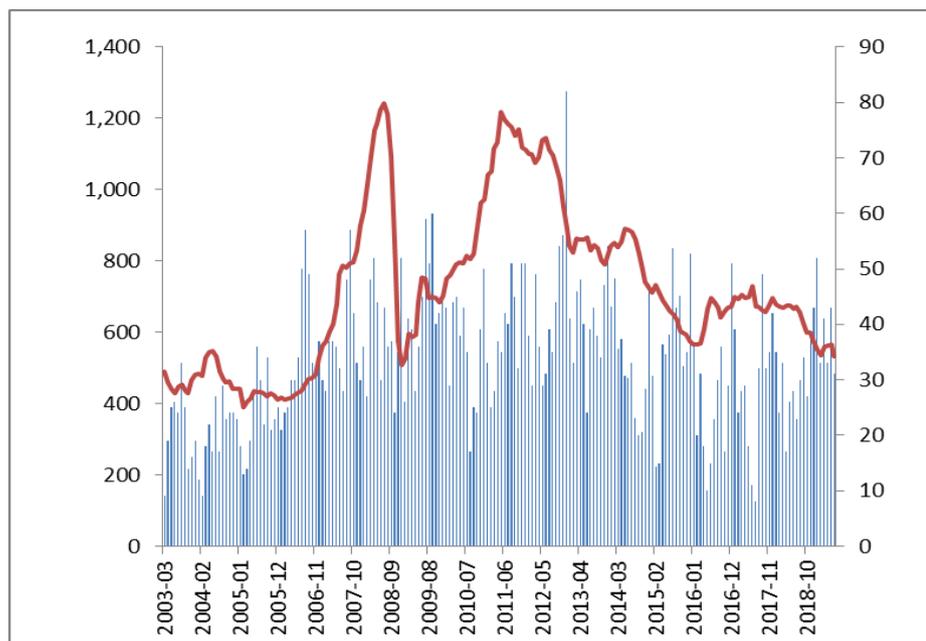


数据来源：兴证期货研发部、NOAA

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

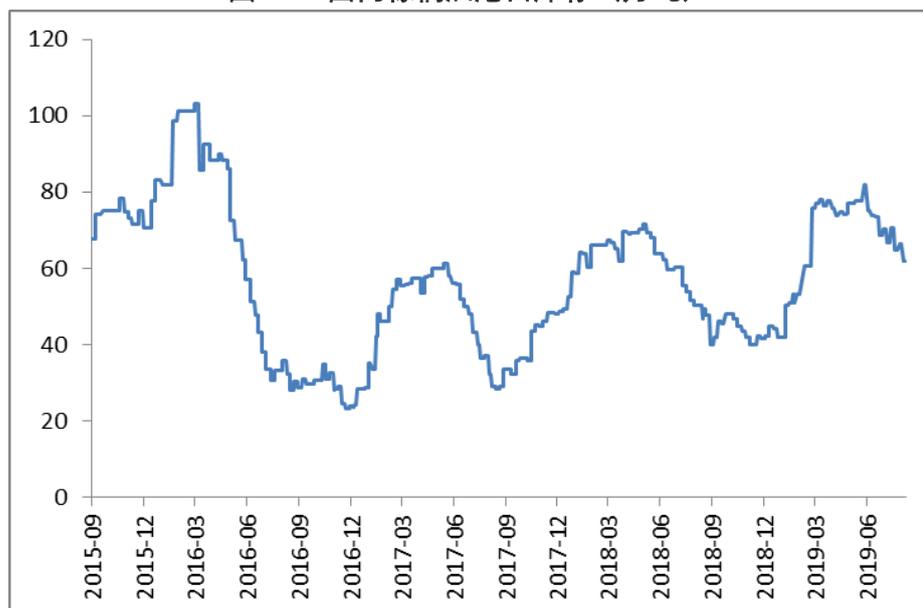
图 14: 棕榈油进口及价格



数据来源：兴证期货研发部、wind

如图 14 所示，6 月我国棕榈油进口 31 万吨，高于去年同期的 28 万吨。目前棕榈油的进口利润基本处于盈亏平衡，进口量有所下降。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于棕榈油的需求，国内棕榈油需求转弱，库存维持高位。

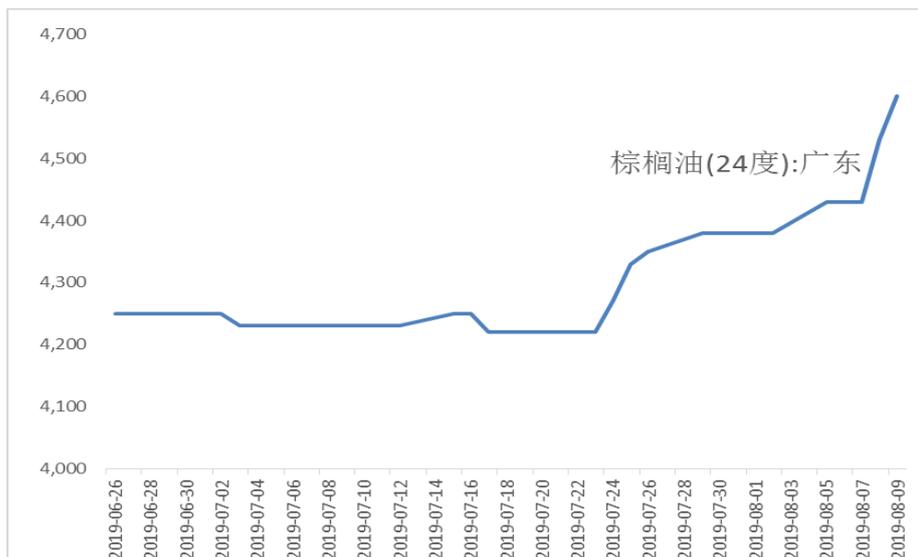
图 15: 国内棕榈油港口库存 (万吨)



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 62 万吨。

图 16: 广东 24 度棕榈油价格 (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维持震荡走高。如图 16 所示，广东 24 度棕榈油的价格 4380--4600 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 4780 元/吨，现货消费在 4600 元，每吨亏损 180 元。

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	8月	537.5	+02.50	25	562.5	4783	(华南)
		537.5	+02.50	30	567.5	4825	(华东)
		537.5	+02.50	35	572.5	4867	(华北)
	9月	537.5	0.00	25	562.5	4783	(华南)
		537.5	0.00	30	567.5	4825	(华东)
		537.5	0.00	35	572.5	4867	(华北)
	10/11/12月	545	0.00	25	570	4846	(华南)
		545	0.00	30	575	4888	(华东)
		545	0.00	35	580	4929	(华北)
	1/2/3月	565	0.00	25	590	5013	(华南)
		565	0.00	30	595	5055	(华东)
		565	0.00	35	600	5097	(华北)

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

远月印尼的棕榈油进口完税成本为 4670 元，较现货每吨升 70 元。从进口贸易的角度来看，进口的棕榈油小幅亏损，对价格有一定利多。

综合来看，马来西亚棕榈油进入增产周期，出口需求不足，期末库存高于预期。国内棕榈油进口增加，期末库存小幅下降。随着消费旺季的到来，棕榈油成交增加，后期价格可能震荡偏强。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

日线图看，豆油主力合约震荡走高。随着消费旺季的到来，油脂的需求好转，可能会维持震荡偏强走势。

图 18: 豆油 2001 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，棕榈油震荡走高。东南亚棕榈油进入增产周期，出口需求一般。国内棕榈油需求不振，但随着消费旺季到来，棕榈油价格将震荡偏强。

图 19：棕榈油 2001 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。