

兴证期货·研发中心

2019年10月6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

联系人

李国强

电话：021-20370971

邮箱：

liqg@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

9月豆油维持震荡回调行情；由于前期豆油价格上涨过快，导致进口豆油出现利润，进口数量出现大幅增加，对豆油价格打压严重；国内方面，油厂开工率同比低于去年水平，但受压榨利润走高影响，压榨量持续走高也对豆油价格不利。豆油期货、现货价格大幅回调。美国国内大豆压榨数据较差，中美贸易谈判存在不确定性。美国大豆种植面积大幅萎缩，优良率偏低，单产水平小幅下调，预期产量大幅下调，对豆类油脂价格利多。棕榈油产量维持高位，国内价格上涨过快导致进口棕榈油出现较高利润，进口数量大幅增加，打压市场价格。10月马来棕榈油的产量将逐步减少供求过剩矛盾将逐步改善，而年末需求仍旧偏多，棕榈油价格将会受到支撑。预期未来供求转好对豆油和棕榈油利多。

● 后市展望及策略建议

进入10月以后，中美贸易不确定将继续对国内豆类油脂价格构成支撑。美国大豆的减产将逐步兑现，外盘大豆将震荡偏强，成本支撑明显。国内豆油的年末需求维持高位，豆油期货震荡偏强概率较大。东南亚棕榈油进入到减产周期，未来供求过剩矛盾将逐步缓解，对棕榈油价格利多。综合来看，油脂需求向好，价格将震荡偏强。

1. 油脂基本面

1.1 豆油

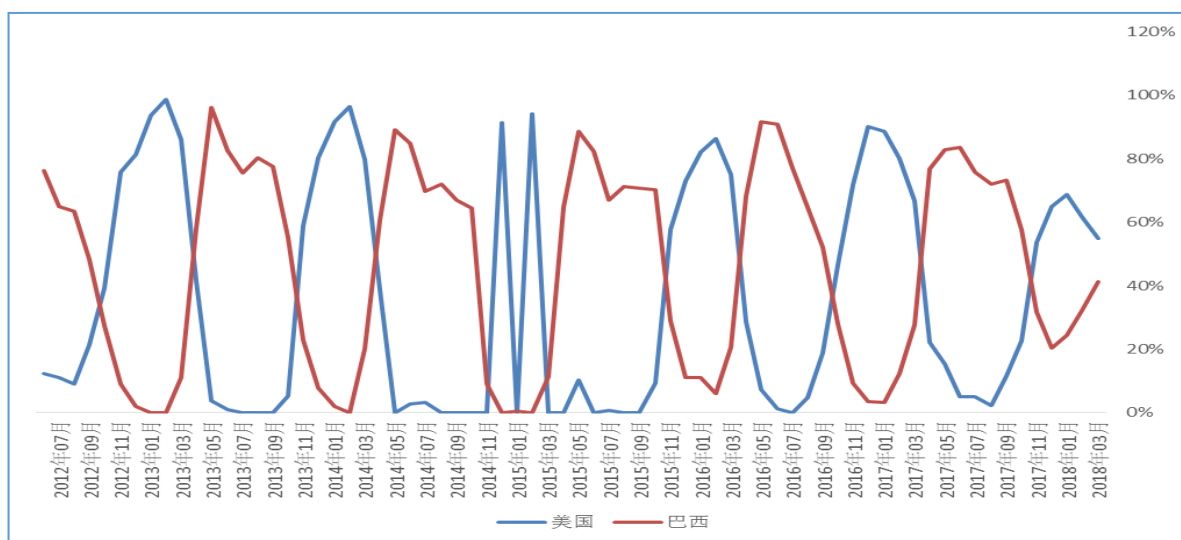
1.1.1 美国大豆单产下降对大豆利好

美国农业部9月报告显示，美新豆播种面积7670万英亩（上月7670、上年8920），收割面积7590万英亩（上月7590、上年8810），单产47.9蒲（预期47.2、上月48.5、上年51.6），产量36.33亿蒲（预期35.96、上月36.80、上年45.44），出口17.75亿蒲（上月17.75，上年17.45），压榨21.15亿蒲（上月21.15、上年20.85），期末库存6.40亿蒲（预期6.61，上月7.55，上年10.05）。美国陈豆出口及压榨预估双双调高导致陈豆库存下降幅度超过此前预期，美国新豆产量调降情况下新季结转库存亦随之下调且同时低于此前市场预期，本次报告对大豆市场影响偏多。目前，部分机构调研显示，美豆的单产和总产水平比去年同期大幅下降，未来美豆的价格将震荡偏强。

1.1.2 中美贸易冲突缓解，对国内大豆价格利空

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；8月1日，中美贸易谈判恶化。9月中美政府释放善意，预期10月的谈判可能有所进展。

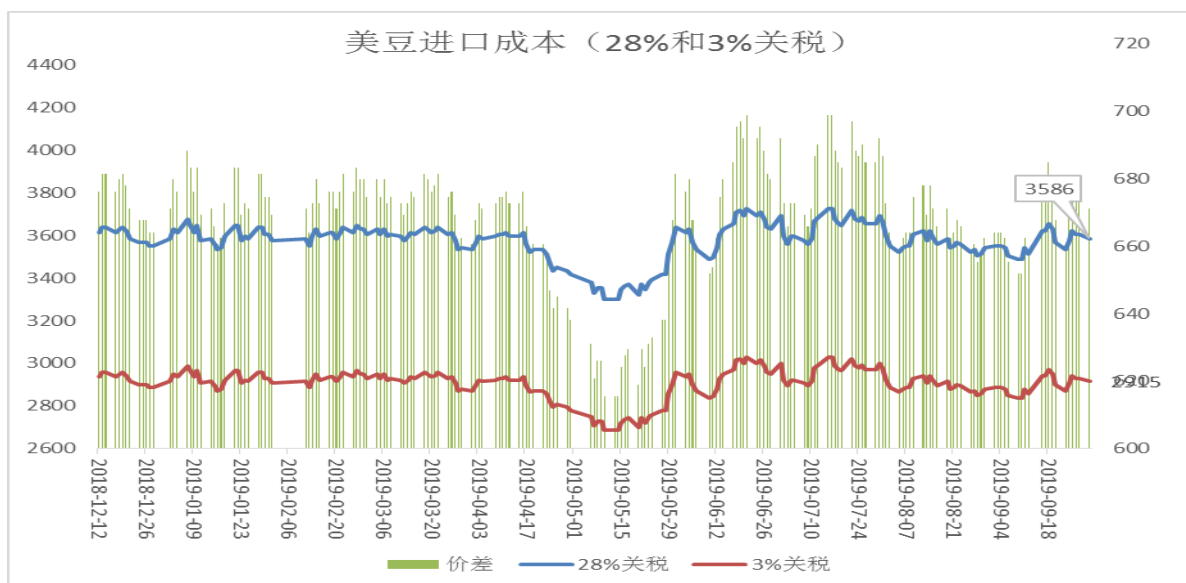
图1：美国和巴西大豆进口比重



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 3586 元/吨，远高于目前南美进口大豆的 3377 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，大豆的价格将保持与美国大豆的价差水平，带动国内豆类油脂价格的震荡偏强。

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 大豆进口维持高位对价格有压力

图 3：10 豆进口预估（万吨）

2019年10月	进口量	船数
东北地区	58.51	9
华北地区	99.3	15
山东地区	150.3	23
华东地区	266.4	41
福建地区	32.9	5
广东地区	78.2	12
广西地区	65.1	10
全国总计	750.71	115

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

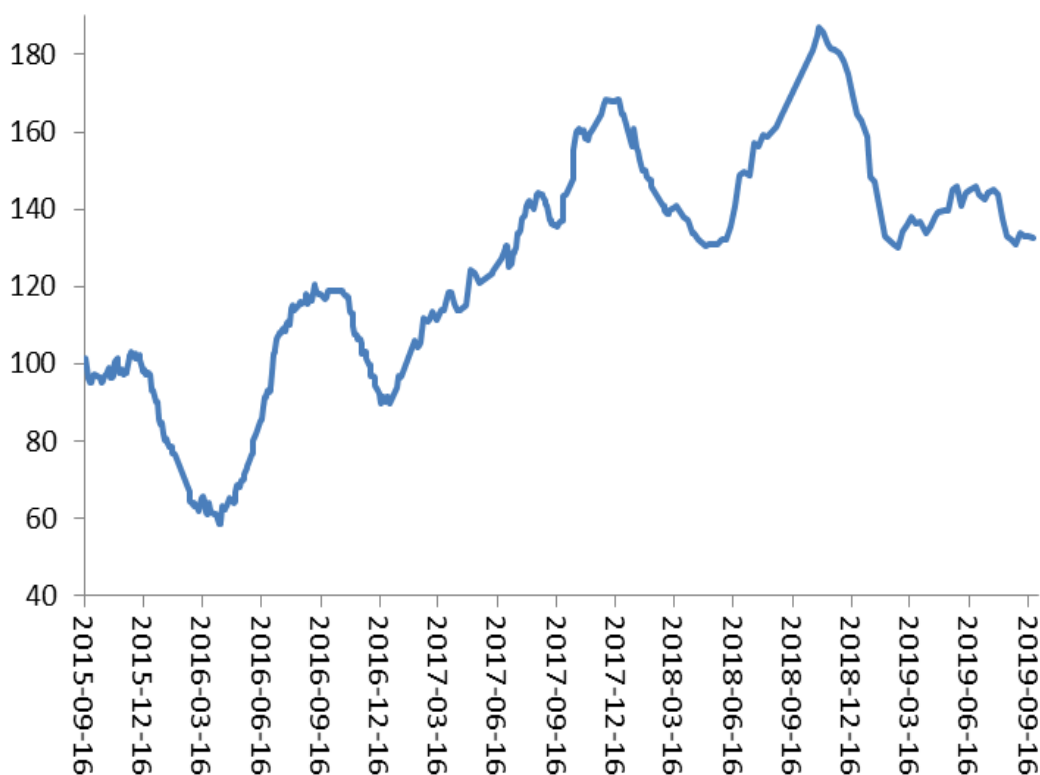
国内方面，受养殖需求不佳影响，国内油厂开工率持续低于去年同期水平。进口大豆受中美贸易争端影响出现一定下降，但港口大豆库存维持偏高水平；豆油的需求好转，库存下降至132.5万吨，供求局面好转。

图3为国内10月大豆进口预报。由预报看，我国10月大豆进口数量维持高位，前期进口订单逐步到港增加了国内进口大豆数量。

1.1.4 豆油库存震荡

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132.5万吨的水平，比最高时的185万吨下降53万吨，后期还将继续下降。

图4：豆油商业库存（万吨）



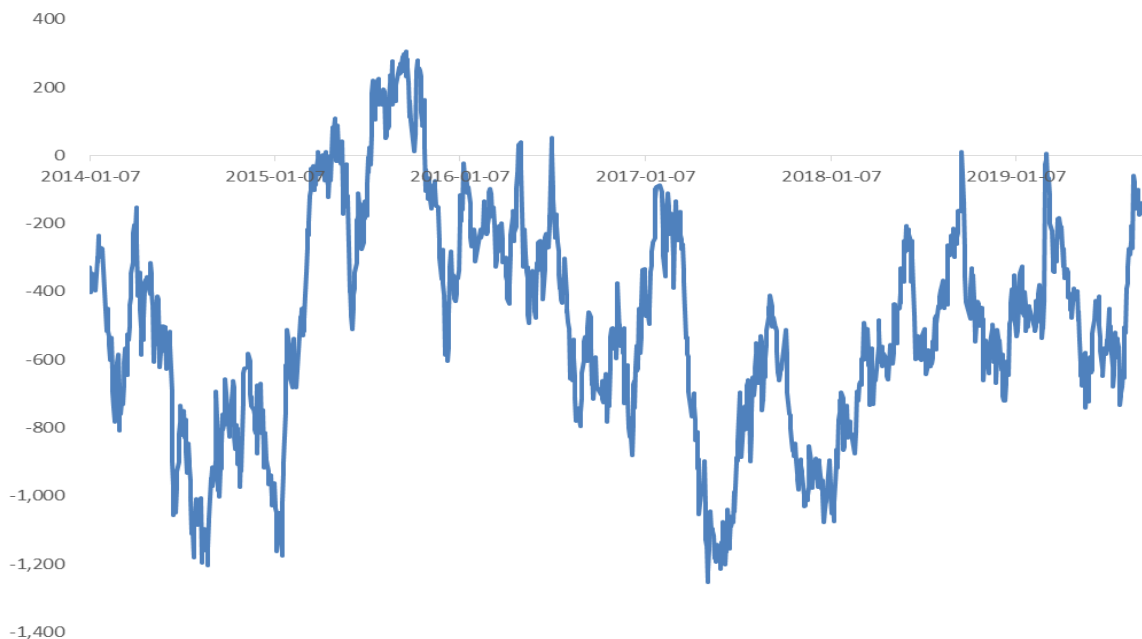
数据来源：兴证期货研发部、Wind

1.1.5 国内豆油价格回调，进口盈利窗口关闭

从进出口情况看，每吨豆油的进口亏损接近300元；国庆期间，国内和外盘豆油的价差大幅扩大，进口进入亏损。外盘豆油价格反弹，导致进口亏损扩大。

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。近期，国内豆油价格大幅回调，进口数量将放缓。

图 5：豆油进口利润(元/吨)

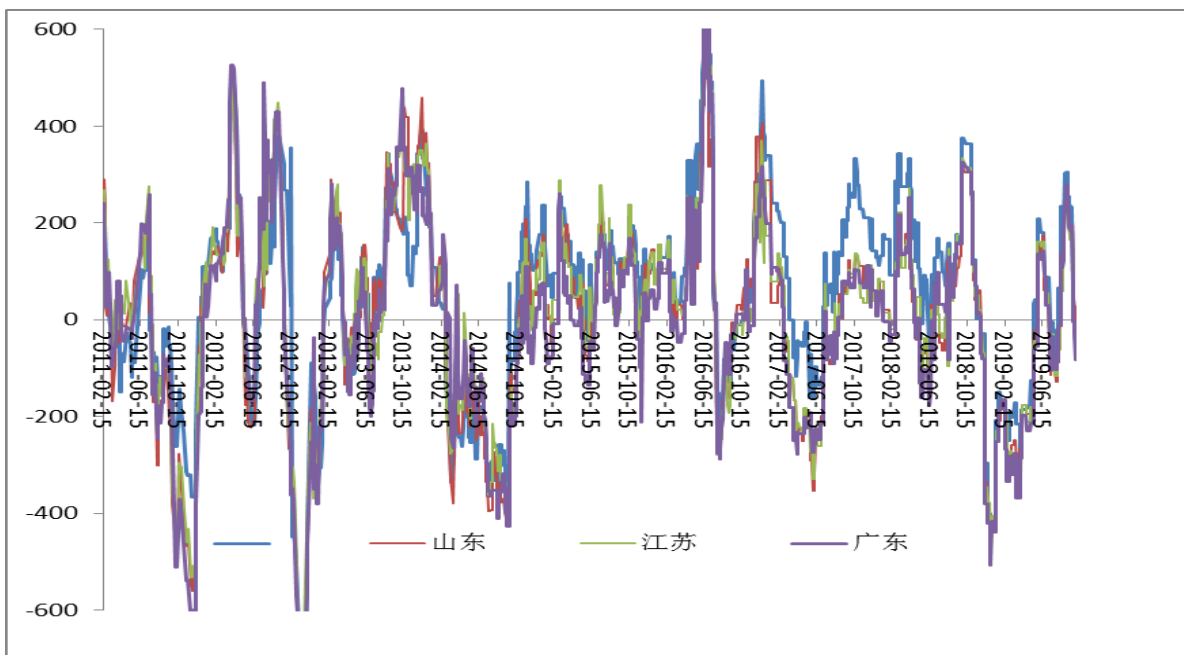


数据来源：兴证期货研发部、Wind

1.1.6 压榨利润走低

从整个进口大豆的压榨产业链来看，进口南美大豆成本走高，豆粕、豆油现货价格下跌使得国内大豆压榨出现亏损，开工率短期走低。

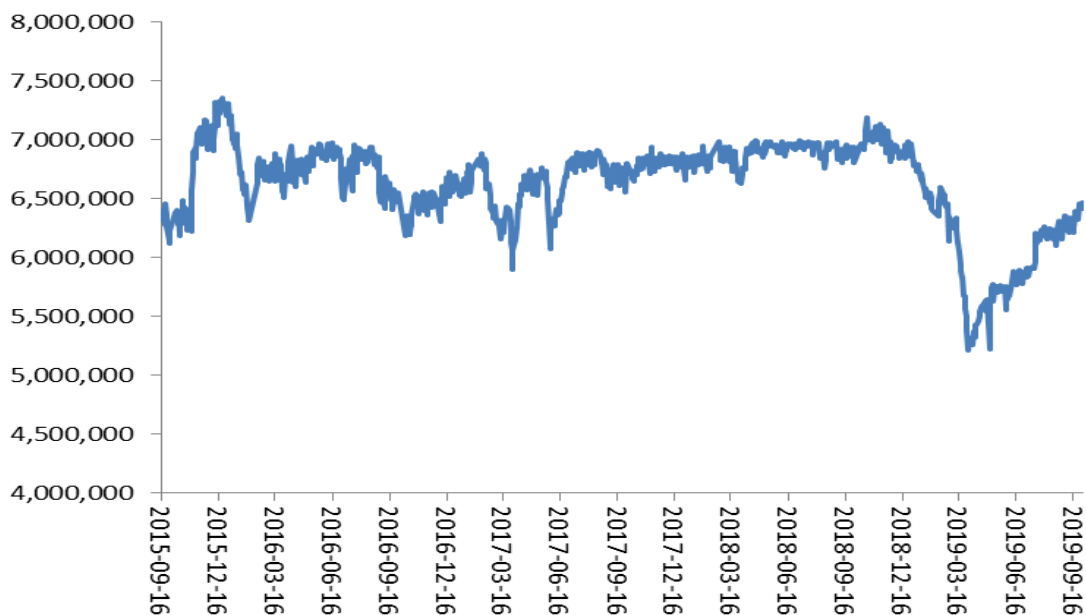
图 6：进口大豆压榨利润



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，8月进口大豆量同比增加。目前，进口大豆库存为647万吨，基本恢复正常水平，由于9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，10月中美贸易谈判将持续，市场对结果预期乐观。未来中国可能进口美国大豆，对国内豆类油脂价格利空。美国方面，由于产量大幅下降逐步影响市场，外盘价格震荡偏强可能给价格带来上涨动力。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持续，豆油可能仍旧去库存，这将带动豆油价格震荡偏强。

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
2018/08	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%
2019/07	1,738,356	2,391,677	1,485,216	15.6%	8.0%
2019/08	1,821,548	2,251,831	1,732,888	12.3%	-9.5%

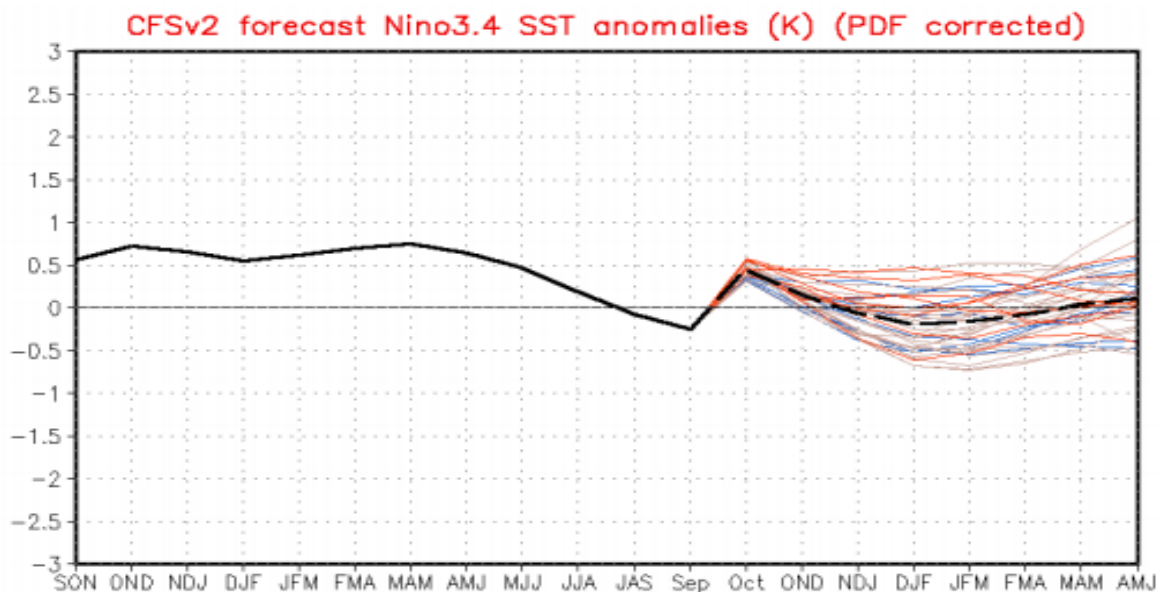
数据来源：兴证期货研发部、MpoB

马来西亚棕榈油局公布8月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚8月棕榈油的产量为182.2万吨，远高于7月的173.8万吨，同比增加12.6%，符合市场预期。4月开始，马来西亚棕榈油进入到增产周期，产量数据出现了较大幅度的增加。马来西亚棕榈油8月的出口数据为173.3万吨，较7月的148.5万吨大幅增加。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。9月，印度提高了对马来西亚毛棕榈油的进口关税5%，后期将制约马棕的出口。马来西亚8月棕榈油的期末库存为225万吨，较7月的库存239.2万吨小幅减少，基本符合市场预期，本次报告对马来西亚棕榈油的市场价格显中性。

1.2.2 全球气候恢复正常，对棕榈油生产有利

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中性天气，持续到 2020 年春季后，东南亚气候恢复有利于棕榈油产量。

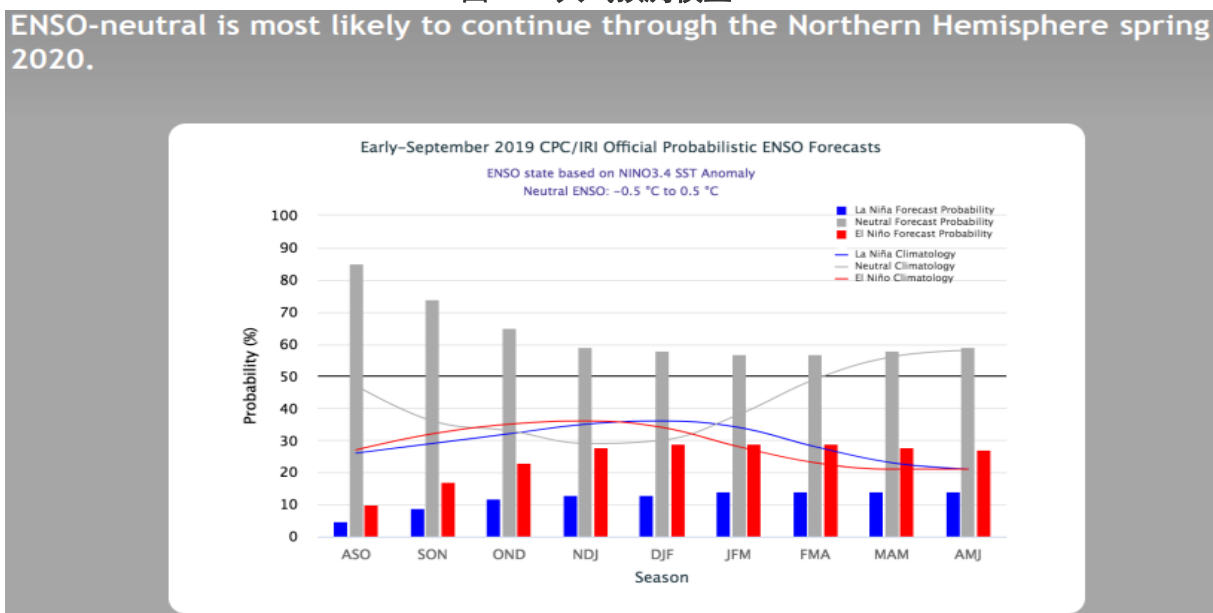
图 9：天气预测模型



数据来源：兴证期货研发部、NOAA

根据天气预测模型，目前全球已经进入中性气候，并持续到 2020 年春季。目前，马来西亚和印度尼西亚降雨量恢复正常，后期棕榈油的产量维持高位。

图 10：天气预测模型

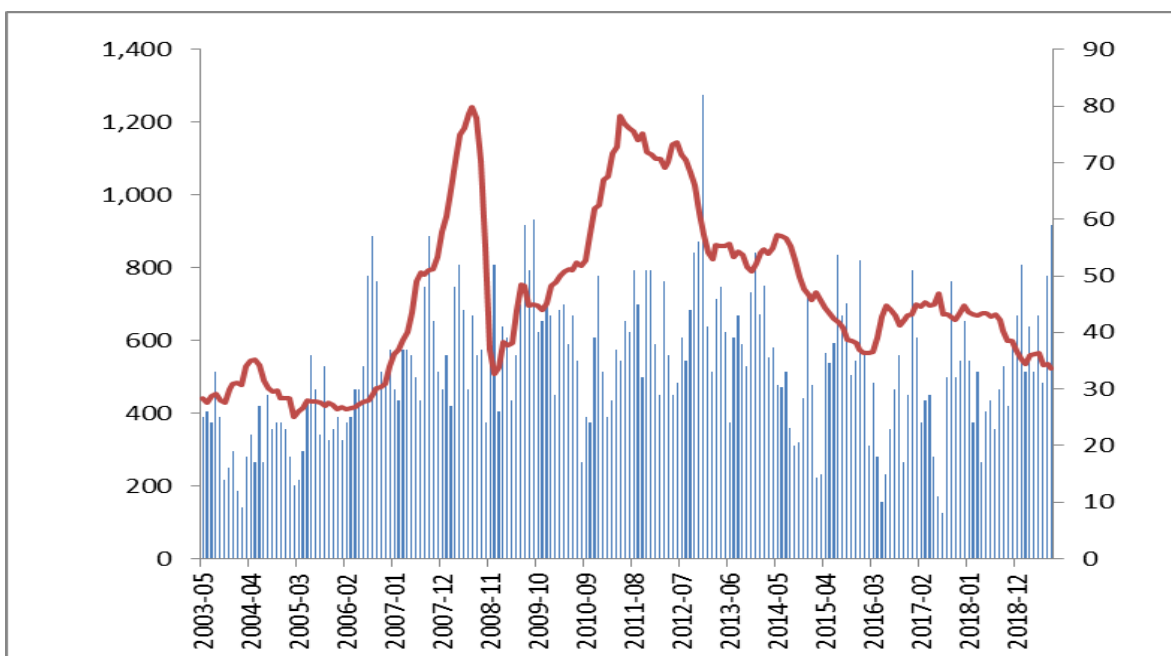


数据来源：兴证期货研发部、NOAA

1.2.3 进口数量增加，对价格利空

如下图所示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，2019 年 6 月进口量 31 万吨，7 月进口 50 万吨，8 月进口 59 万吨，进口量月度同比增加 29 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 4710 元/吨，进口成本为 4763 元/吨，进口亏损 53 元/吨。

图 12：马来西亚棕榈油进口成本（元/吨）

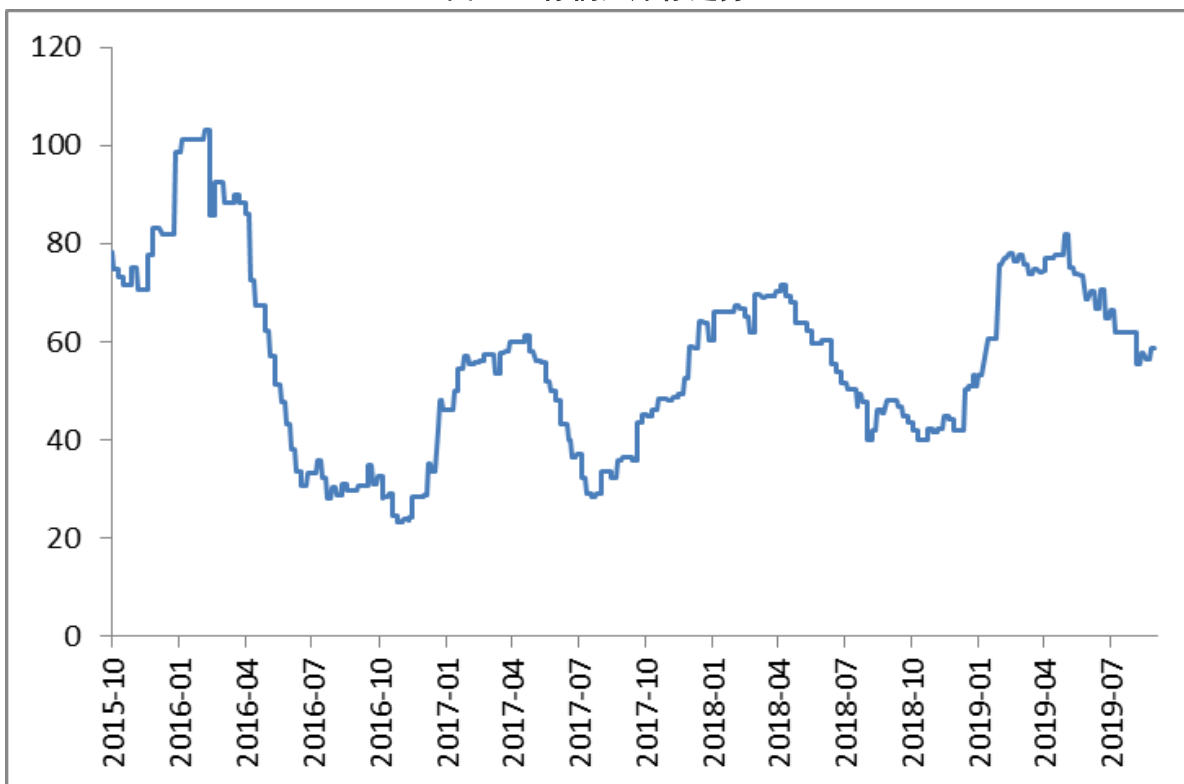
品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CNF (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	10月	527.5	+5.00	25	552.5	4763	(华南)
		527.5	+5.00	30	557.5	4805	(华东)
		527.5	+5.00	35	562.5	4848	(华北)
	11月	530	+5.00	25	555	4784	(华南)
		530	+5.00	30	560	4827	(华东)
		530	+5.00	35	565	4869	(华北)
	12月	537.5	+5.00	25	562.5	4848	(华南)
		537.5	+5.00	30	567.5	4890	(华东)
		537.5	+5.00	35	572.5	4933	(华北)
	1/2/3月	560	+5.00	25	585	5038	(华南)
		560	+5.00	30	590	5081	(华东)
		560	+5.00	35	595	5123	(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 58.6 万吨，近期高位震荡走低，主要是因为棕榈油需求量大幅增加且超过供给。

图 13: 棕榈油库存走势

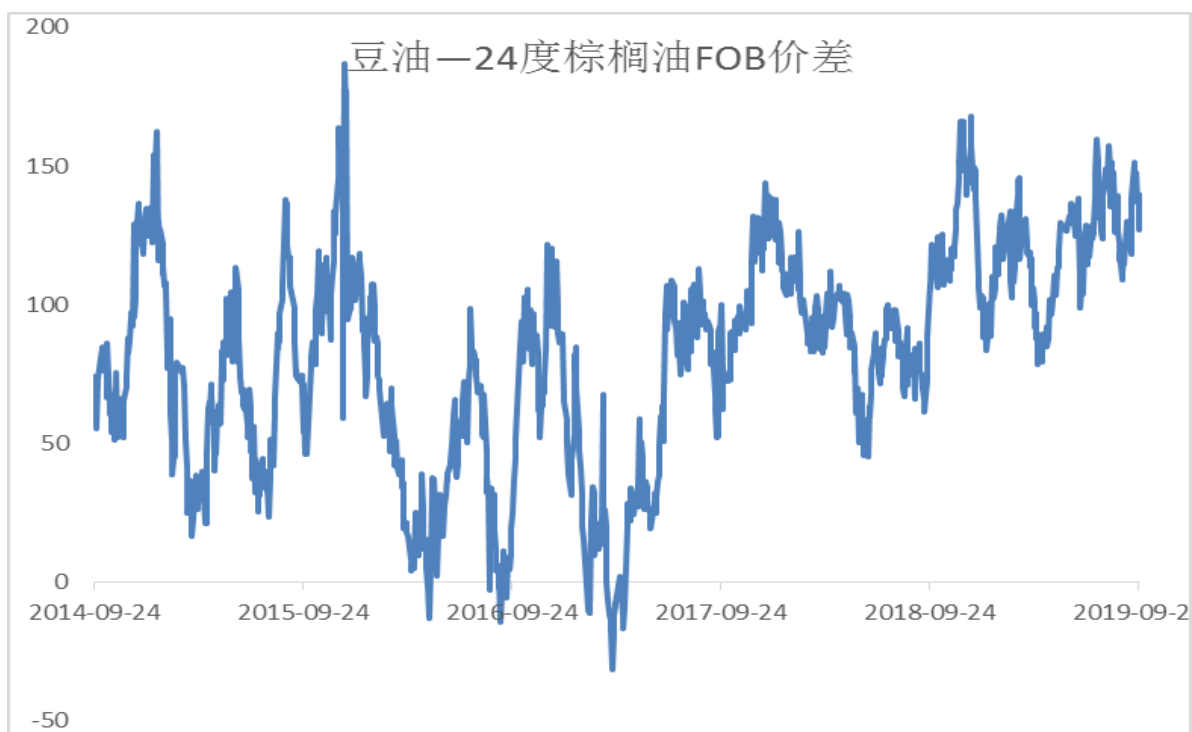


数据来源：兴证期货研发部、Wind

1.2.5 豆棕价差调整后将继续走高

豆油和棕榈油的价差大幅收窄，主要因为前期豆油上涨较快，二者价差迅速拉大后带动棕榈油需求。后期豆油和棕榈油价格将继续走高。

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增加, 需求大幅增加, 棕榈油库存走低。国内方面, 棕榈进口数量大幅增加, 对棕榈油价格利空。10 月以后, 棕榈油进入减产周期, 外盘棕榈油供求宽松的局面好转, 国内消费需求增加, 棕榈油价格震荡偏强, 建议投资者偏多交易。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

由日线图看，9月豆油价格震荡后回调。临近国庆，豆油需求放缓，中美贸易争谈判将继续进行且有望解决，给豆油带来一定调整压力，但后期需求仍在，油脂维持偏强震荡。

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，9月棕榈油冲高后大幅回落。后期，棕榈油仍存在需求旺季，但受进口盈利影响，棕榈油将调整，建议投资者区间偏强交易。

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。本报告清晰准确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。