

兴证期货·研发中心

2019年11月3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](mailto:ligq@xzfutures.com)

## 内容提要

### ● 行情回顾

10月豆油维持震荡走高行情；经过一个半月的调整，油脂在利好刺激下再度大幅走高。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，压榨量持续走高开始对豆油价格不利。豆油期货、现货价格大幅走高后，进口豆油已经出现利润。美国国内大豆压榨数据一般，中美贸易出现转机，后期进口美豆增加。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，但由于印尼和马来大幅提高生柴掺混比率，未来需求将大增，为油脂上涨提供动力。国内进口棕榈油出现利润，进口数量维持高位，打压市场价格。11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11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，生物柴油掺混比率提高仍需时间兑现，短期价格涨幅过大，面临回调压力。综合来看，油脂需求向好，但短期利好逐步兑现，价格将偏强震荡为主。

## 1. 油脂基本面

### 1.1 豆油

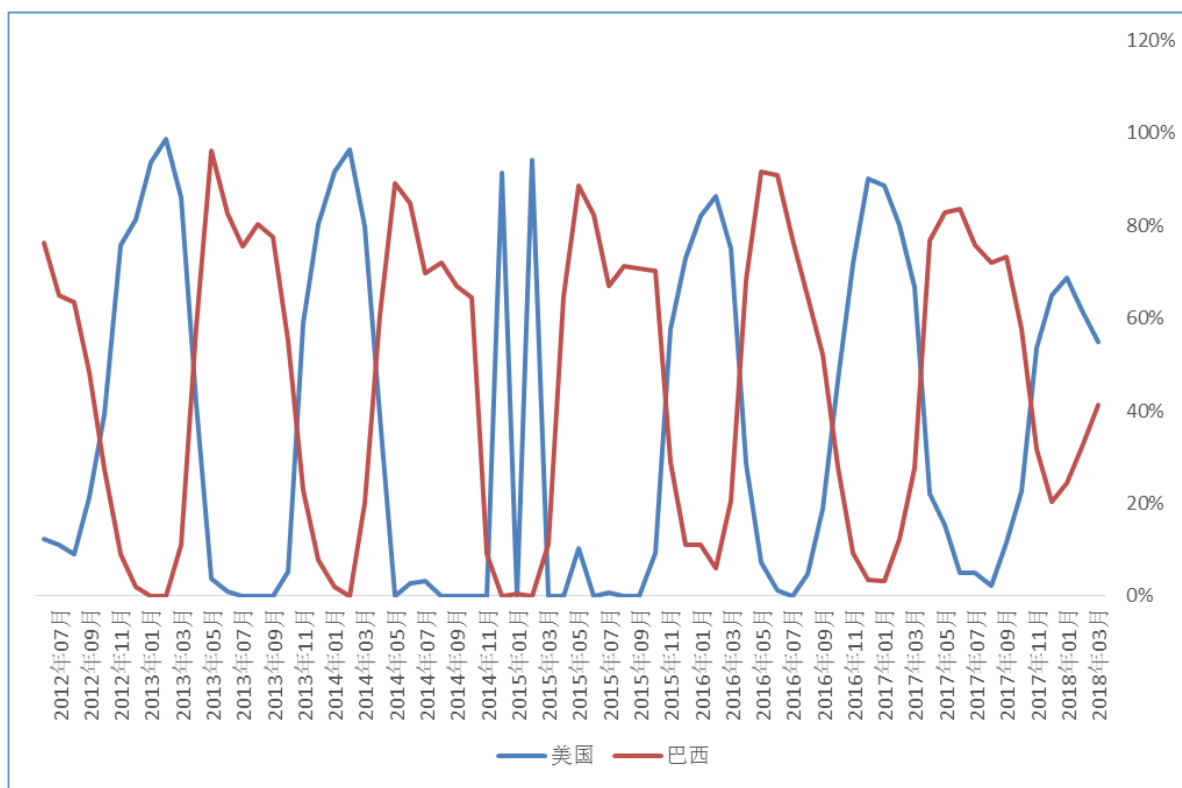
#### 1.1.1 美国大豆单产下降对大豆利好

美国农业部 10 月报告显示，美新豆播种面积 7650 万英亩（上月 7670、上年 8920），收割面积 7560 万英亩（预期 7573.9、上月 7590、上年 8760），单产 46.9 蒲（预期 47.3、上月 47.9、上年 50.6），产量 35.50 亿蒲（预期 35.83、上月 36.33、上年 44.28），出口 17.75 亿蒲（上月 17.75，上年 17.48），压榨 21.2 亿蒲（上月 21.15、上年 20.92），期末库存 4.60 亿蒲（预期 5.21，上月 6.40，上年 9.13）。美新豆单产及收割面积双双调低导致产量预估低于此前市场预期，加上 USDA 同时调高美新豆压榨量，这令其期末库存预估亦低于此前市场预期，本次报告利多大豆市场。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。

图 1：美国和巴西大豆进口比重



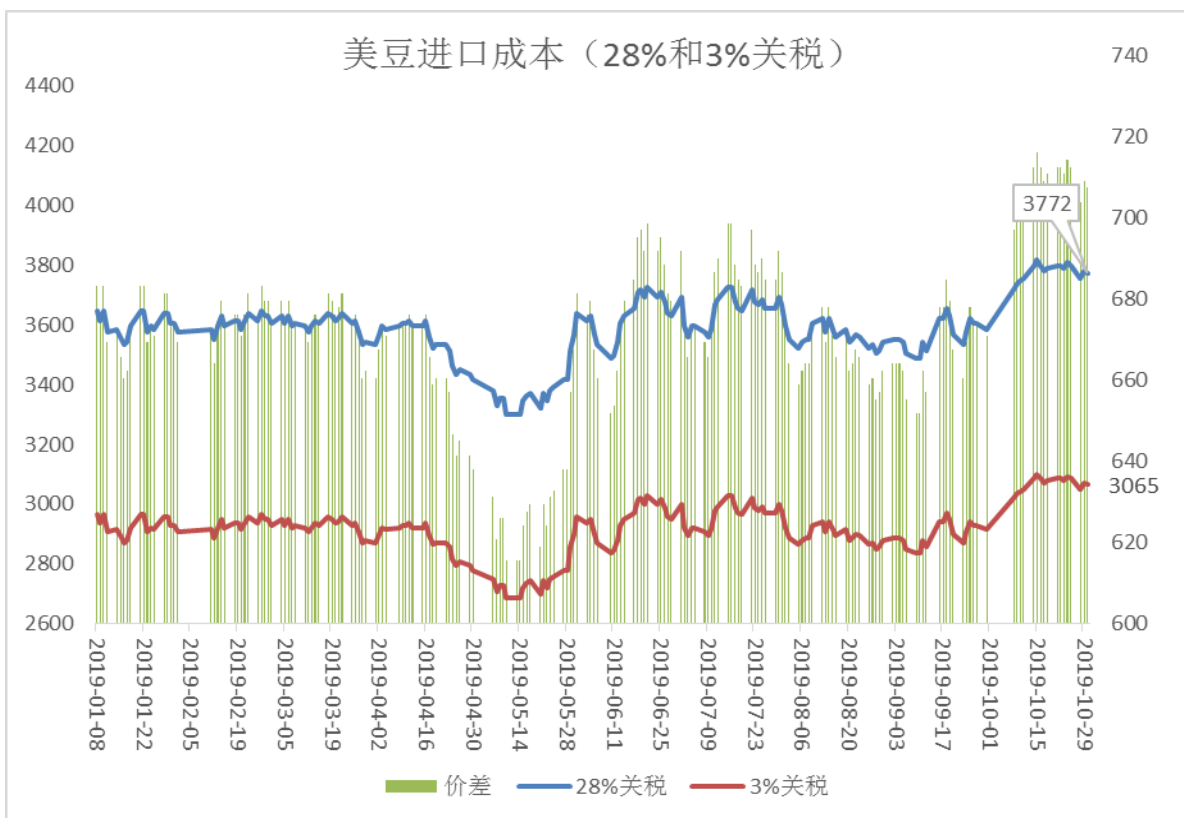
数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

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 月的谈判有所进展，中国政府加快美豆的购买，并且针对大型油厂开放了一定数量的美豆进口配额，对美国大豆利多。

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 3772 元/吨，远高于目前南美进口大豆的 3375 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。

目前中美贸易争端缓解，中国放开 1000 万吨美豆加征关税的进口配额，进口成本较低，对国内市场利空。但中美贸易争端的大势仍存在不确定性。

**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 3：11 月大豆进口预估（万吨）

2019年11月	进口量	船数
东北地区	72.45	11
华北地区	125.4	19
山东地区	149.1	23
华东地区	243.8	38
福建地区	35.8	5.5
广东地区	93.2	14.5
广西地区	91.1	14
全国总计	810.85	125

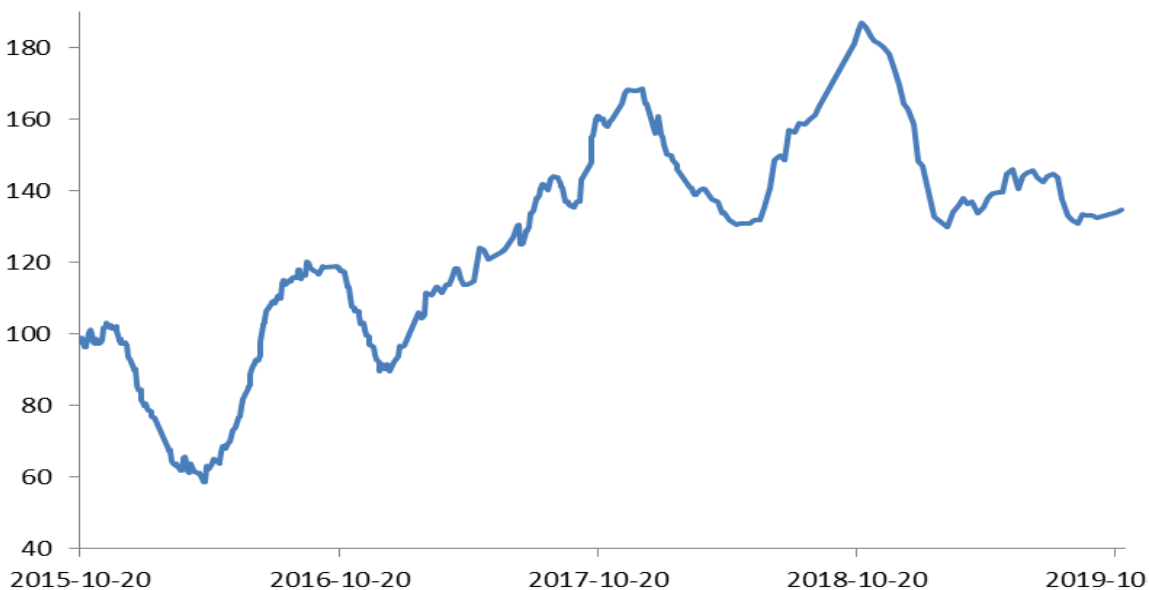
数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

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131.4万吨，供求局面好转。

图 3 为国内 11 月大豆进口预报。由预报看，我国 11 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

图 4：豆油商业库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

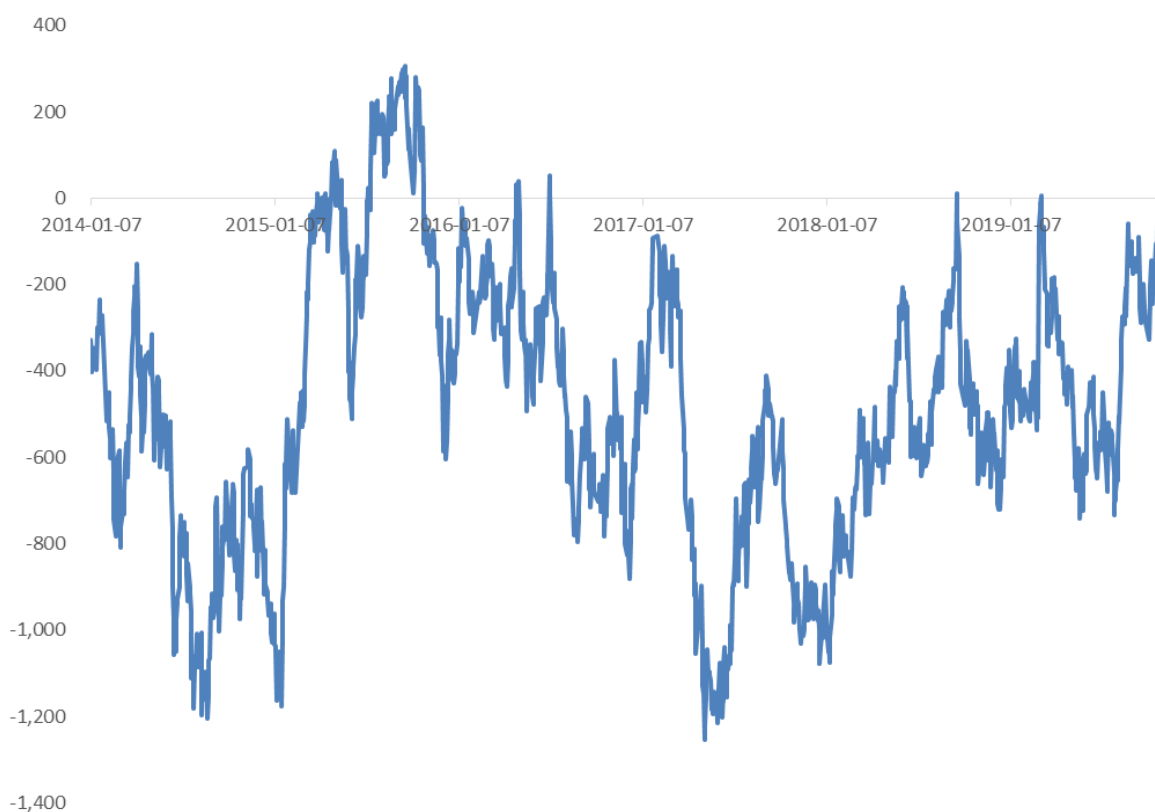
如图 4 所示，国内豆油的商业库存从 2018 年 10 月末以来持续走低。由于下游养殖需求较差，油厂开机率低于往年正常水平，豆油库存维持在 131.4 万吨的水平，比最高时的 185 万吨下降 53 万吨，后期还将继续下降。

### **1.1.5 国内豆油价格走强，进口盈利打开**

从进出口情况看，每吨豆油的进口盈利 50 元；近期，国内和外盘豆油的价差大幅扩大，进口进入盈利。

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。国内豆油价格大幅大幅上涨，内外盘套利可能继续进入对国内价格偏空。

图 5：豆油进口利润(元/吨)

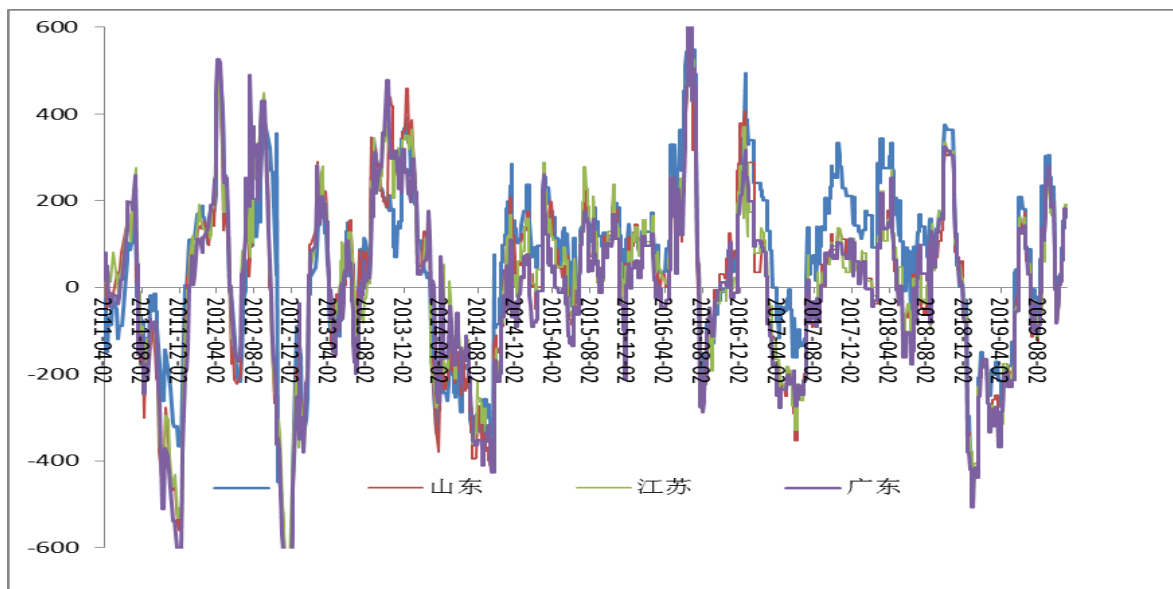


数据来源：兴证期货研发部、Wind

### **1.1.6 压榨利润大幅走高**

从整个进口大豆的压榨产业链来看，进口南美大豆成本基本持平，豆粕、豆油现货价格偏强使得国内大豆压榨出现较高利润，开工率短期走高。

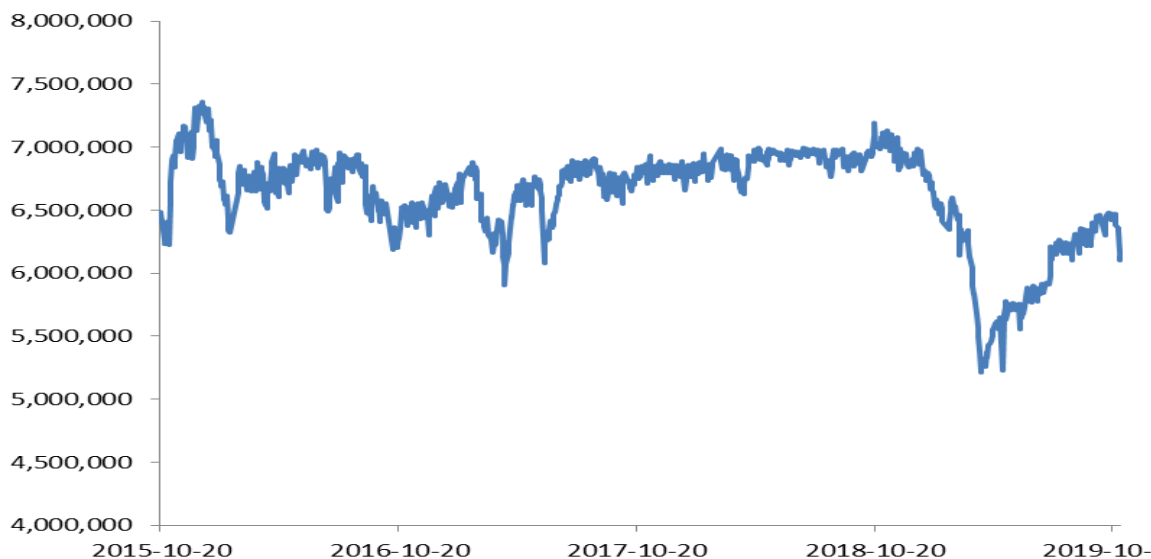
图 6：进口大豆压榨利润



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，后期对豆粕的需求减少。从大豆供给的角度来看，9月进口大豆量同比增加。目前，进口大豆库存为610万吨，出现大幅下降，由于10月进口增加，预期库存将增加。

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，11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、库存增加

每年的 10 月到 3 月棕榈油进入到减产周期，这决定了棕榈油的供应将会出现减少的趋势。供应的增加一般会导致供求关系转向偏紧的局面，由于全球气候可能转入中性天气，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 9 月，马来西亚棕榈油产量同比出现小幅下降，出口大幅减少，期末库存大幅增加，对棕榈油价格利空。从 10 月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量同比可能增加、出口需求可能维持弱势，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上调，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，9 月棕榈油出口量出现环比大幅减少；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

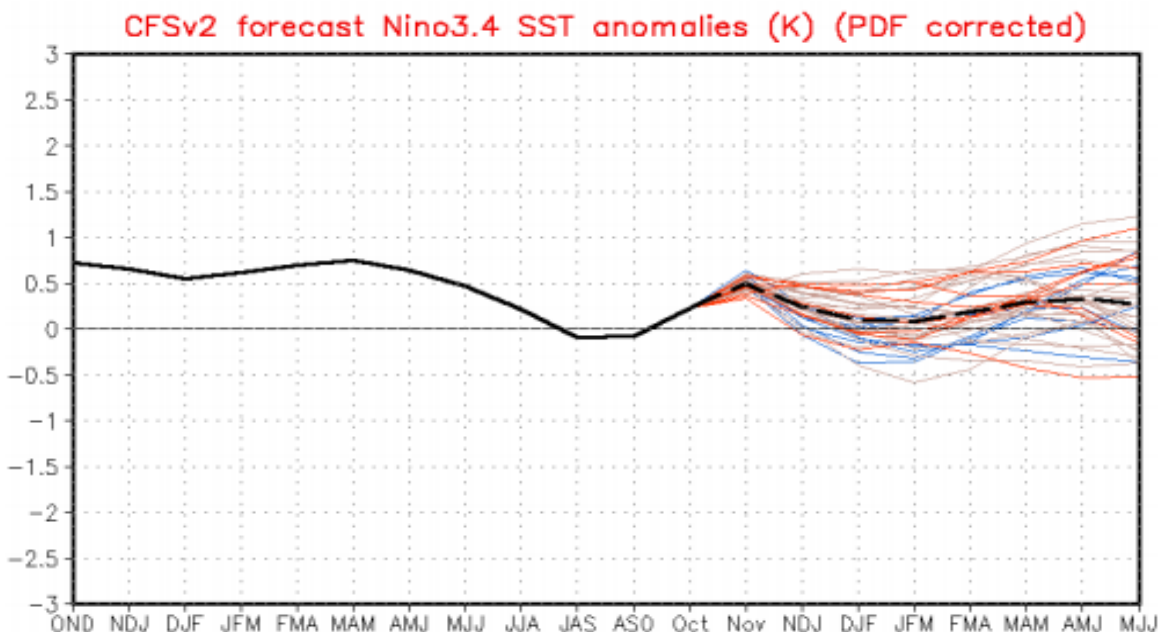
马来西亚棕榈油数据					
	产量	期末库存	出口	产量同比	库存同比
2018/09	1,853,601	2,541,152	1,618,702	4.1%	25.9%
2018/10	1,964,954	2,722,391	1,571,169	-2.2%	24.3%
2018/11	1,845,219	3,006,988	1,375,217	-5.0%	17.6%
2018/12	1,808,038	3,215,052	1,383,307	-1.4%	17.7%
2019/01	1,737,498	3,001,169	1,676,442	9.5%	17.8%
2019/02	1,544,517	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%
2019/09	1,842,433	2,448,272	1,409,945	-0.6%	-3.7%

数据来源：兴证期货研发部、Mpob

马来西亚棕榈油局公布 9 月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚 9 月棕榈油的产量为 184.2 万吨，远高于 8 月的 182.2 万吨，同比减少 0.6%，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 9 月的出口数据为 140.9 万吨，较 8 月的 173.3 万吨大幅减少。2019 年 9 月开始，印度上调马来西亚棕榈油进口关税，导致马来西亚棕榈油需求转差。马来西亚 9 月棕榈油的期末库存为 245 万吨，较 8 月的库存 225 万吨大幅增加，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中性偏空。

### 1.2.2 全球气候恢复正常，对棕榈油生产有利

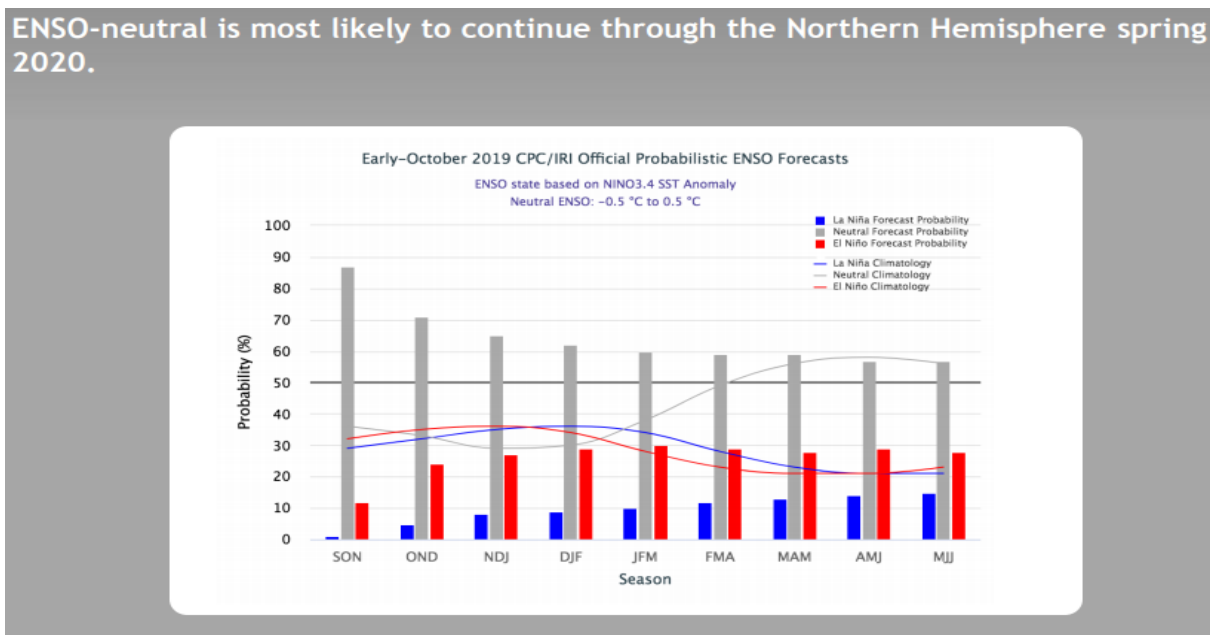
图 9：天气预测模型



数据来源：兴证期货研发部、NOAA

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 10：天气预测模型



数据来源：兴证期货研发部、NOAA

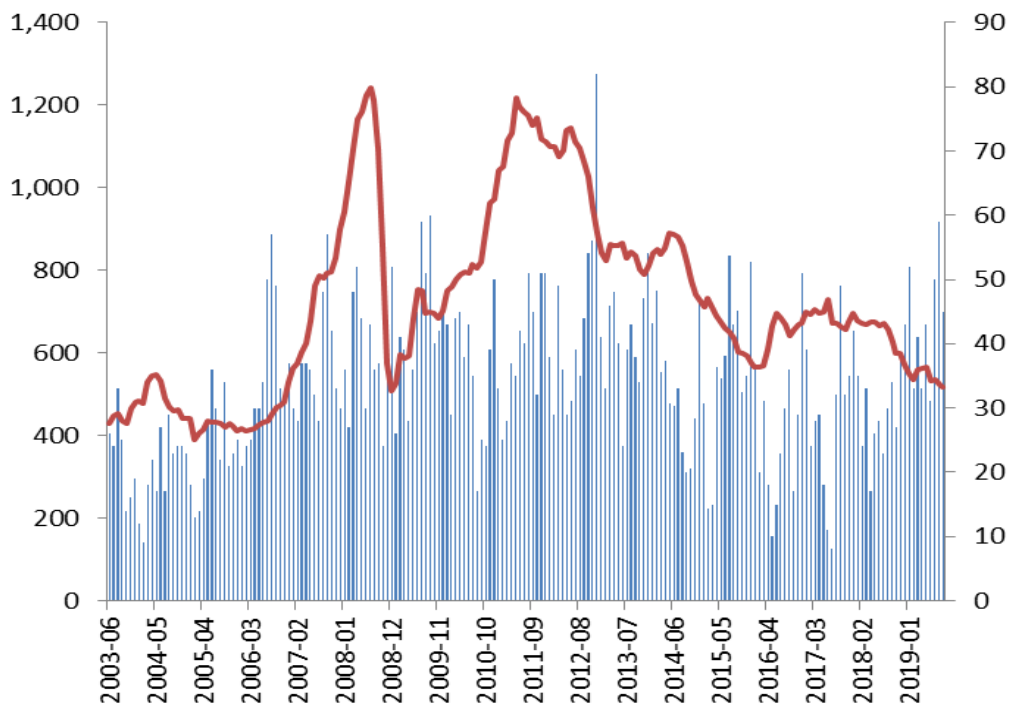


根据天气预测模型，目前全球已经进入中性气候，并持续到 2020 年春季。目前，马来西亚和印度尼西亚降雨量恢复正常，后期棕榈油的产量维持高位。

### 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 7 月进口 50 万吨，8 月进口 59 万吨，9 月进口 45 万吨，进口量月度同比增加 11 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

棕榈油现货 5240 元/吨，进口成本为 5241 元/吨，进口亏损 1 元/吨，进入进口盈利区。

图 12: 马来西亚棕榈油进口成本 (元/吨)

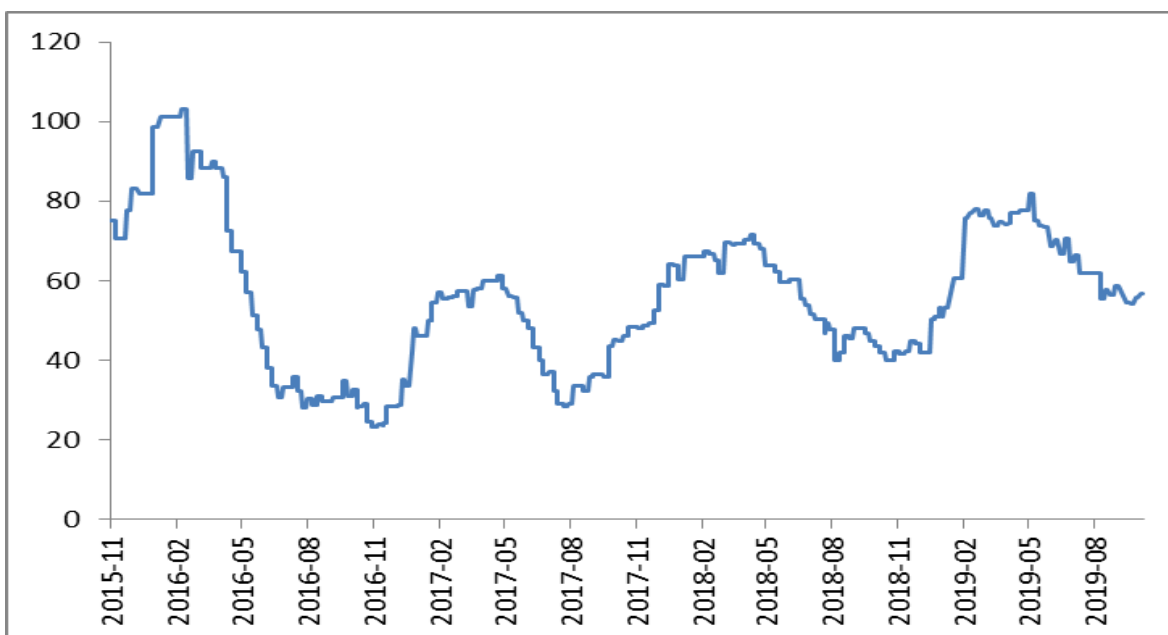
品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CNF (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	11月	590	-02.50	28	618	5241	(华南)
		590	-02.50	36	626	5308	(华东)
		590	-02.50	40	630	5342	(华北)
	12月	602.5	00.00	28	630.5	5346	(华南)
		602.5	00.00	36	638.5	5413	(华东)
		602.5	00.00	40	642.5	5446	(华北)
	1/2/3月	620	-02.50	28	648	5492	(华南)
		620	-02.50	36	656	5559	(华东)
		620	-02.50	40	660	5592	(华北)
	4/5/6月	627.5	-02.50	28	655.5	5554	(华南)
		627.5	-02.50	36	663.5	5621	(华东)
		627.5	-02.50	40	667.5	5655	(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 56.8 万吨, 近期高位震荡走低, 主要是因为棕榈油需求量大增加且超过供给。

图 13: 棕榈油库存走势

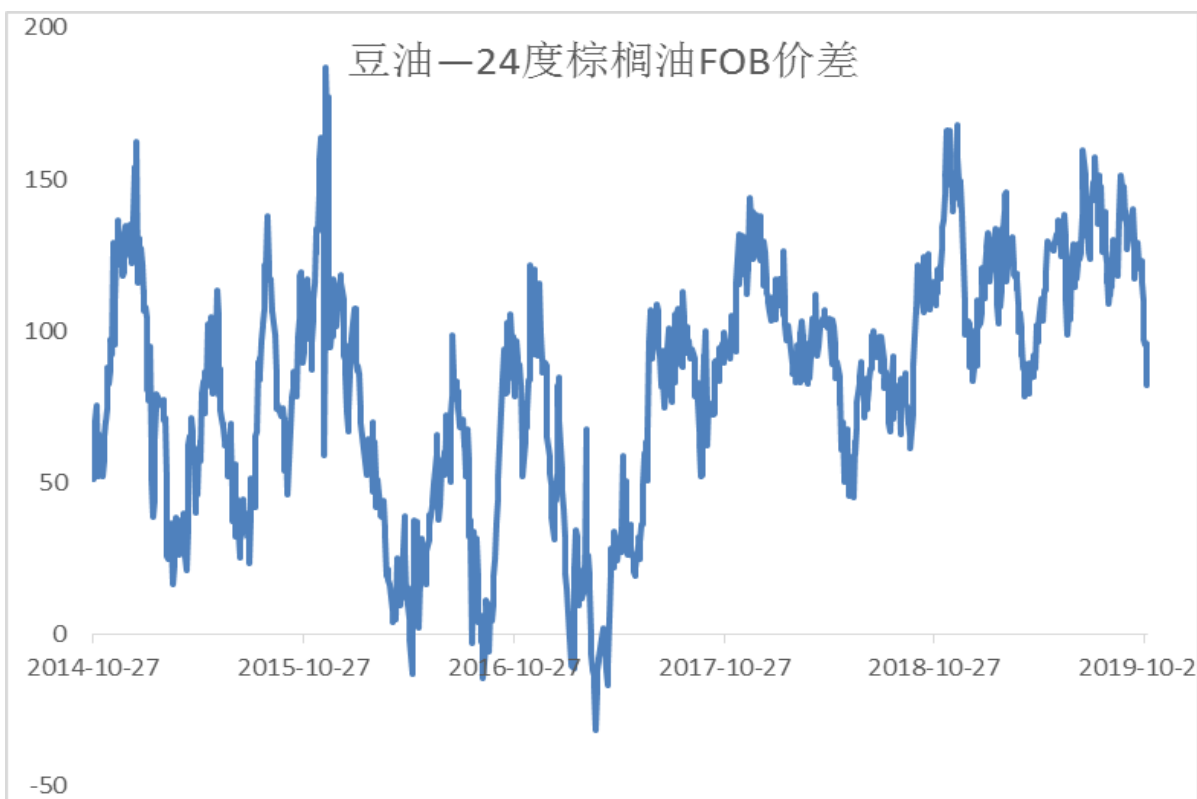


数据来源: 兴证期货研发部、Wind

### 1.2.5 豆棕价差大幅收窄

豆油和棕榈油的价差大幅收窄, 主要因为受棕榈油利好刺激上涨较快, 二者价差迅速缩小。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, 但进入到减产周期对价格利多; 预期棕榈油用于生物柴油的需求大幅增加, 利多棕榈油价格。国内方面, 棕榈进口数量大幅增加, 对棕榈油价格利空。11月以后, 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，10月豆油价格震荡走高。受到中美贸易及生物柴油需求增加影响，豆油需求增加，短期利好逐步释放，但下半年的消费旺季仍旧支持豆油价格震荡偏强。

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，10月棕榈油价格大幅走高。由于生物柴油需求预期的炒作，棕榈油表现亮眼，但仍需要时间来兑现。棕榈油进入减产周期且下半年的旺季消费来临将利好棕榈油价格，建议投资者偏多交易。

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。