

兴证期货·研发中心

2019年12月1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：

liqg@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

上周豆油价格震荡回调。中美贸易谈判出现变数，市场预期两国第一阶段协议的签署可能要推迟到明年对外盘大豆价格利空。美国产量的影响基本结束，后期美豆的出口将对价格有很大影响，受中美关系影响较大。南美方面进入种植周期，天气好转有利于大豆种植，仍需关注后期天气变化。短期来看，美国大豆库存消化仍需时间。国内油脂消费进入旺季，未来需求好转将有助于库存下降。国内豆油库存大幅下降至108万吨。国内油厂大豆压榨利润维持偏高水平，但进口大豆库存不足，影响企业开工。短期来看，豆油需求增加，库存下降，价格震荡偏强。马来西亚棕榈油产量出现下降，出口增加，马来和印尼调高生物柴油掺混比率，明年开始实施将刺激棕榈油需求大幅增加，预期未来棕榈油消费大幅提高，利多棕榈油。国内棕榈油价格大涨，成交量下降，进口高于去年同期水平。

● 后市展望及策略建议

中美贸易争端存在变数，对进口大豆数量和成本有很大影响。美国大豆主产区天气利好，有利于大豆收割。国内豆油库存108万吨，下半年消费旺季到来，豆油库存可能出现下降，豆油价格震荡偏强。马来西亚棕榈油产量同比下降，需求转好，期末库存出现下降。未来生物柴油需求预期增加有利于棕榈油长期走高。

1. 油脂基本面

1.1 豆油基本面

1.1.1 中美贸易争端出现变数

2018年4月4日，美国政府发布商品清单，将对我国输美的1333项500亿美元的商品加征25%的关税。随后，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。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。刘鹤与美方交换意见，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，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，中国政府公布对美国进口商品加征25%关税。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。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。8月13日，两国高层通话，部分商品加征关税暂缓，中美贸易争端缓和。8月23日，中美贸易争端再度升级。10月，中美政府谈判取得初步进展。但近期，市场预期中美第一阶段协议的签署可能要推迟到明年。

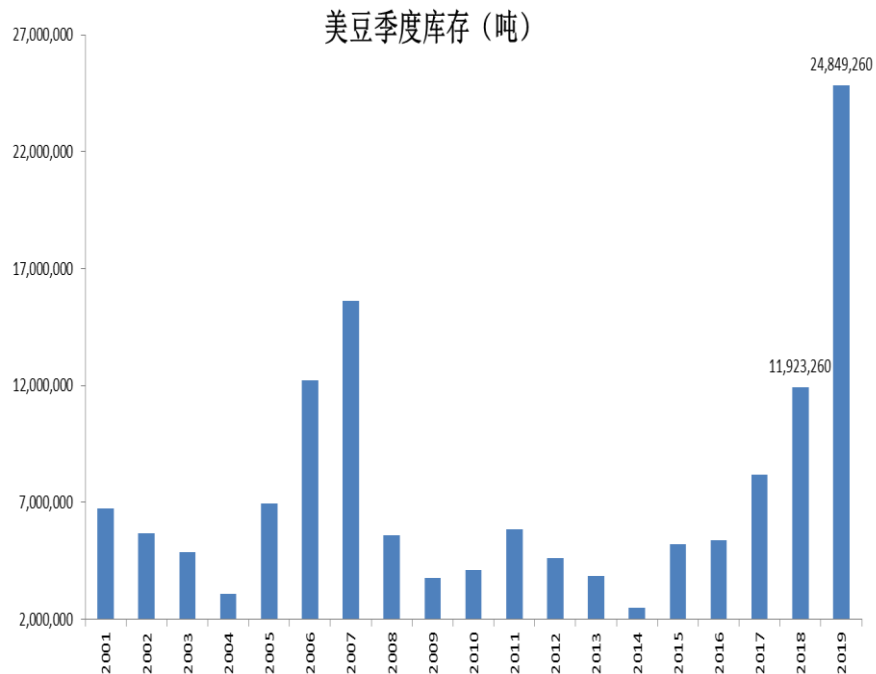
美国是全球大豆产量最大的国家。美国大豆出口量的62%出口到中国。2016/17年度中国进口大豆总量达到9500万吨，从美国进口3200万吨，占30%。中美贸易争端导致美国大豆出口减少，大豆价格下挫。中国进口大豆受限，进口大豆价格大幅上涨。中美贸易争端导致中美双方两败俱伤。

1.1.2 美国农业部 11 月报告偏空

美国农业部 11 月报告显示，美豆播种面积 7650 万英亩（上月 7650、上年 8920），收割面积 7560 万英亩（上月 7560、上年 8760），单产 46.9（预估 46.6、上月 46.9、上年 50.6），产量 35.50 亿蒲（预估 35.10、上月 35.50、上年 44.28），出口 17.75（上月 17.75，上年 17.48），压榨 21.05（上月 21.2、上年 20.92），期末 4.75（预期 4.28，上月 4.60，上年 9.13）。美农业部维持新作产量及出口预估均不变，但下调压榨值令期末库存意外小幅上调，该报告对大豆市场略偏空。。

9 月 30 日，美国农业公布季度库存报告显示，截止 2019 年 9 月 1 日美国大豆库存为 2485 万吨，比 2018 年 9 月 1 日的 1192 万吨高出 1293 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 所示为美豆种植期，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，美国农户从玉米转种大豆的情况大幅增加。美国农业部 10 月报告公布数据显示，美国大豆种植面积较之前预测下降幅度更大，降幅达到 14%。以目前美豆的优良率偏低的情况看，未来大豆的产量可能同比去年减少超过 2500 万吨，使得美豆的供求过剩发生改变。

图 2：美国大豆对玉米比价有所恢复



数据来源：兴证期货研发部、博弈大师

1.1.3 豆油价格小幅回落

从豆油的成交价格来看，国内四级豆油的成交价格震荡回落，张家港四级豆油均价维持在 6370--6510 元/吨，成交量出现增加。

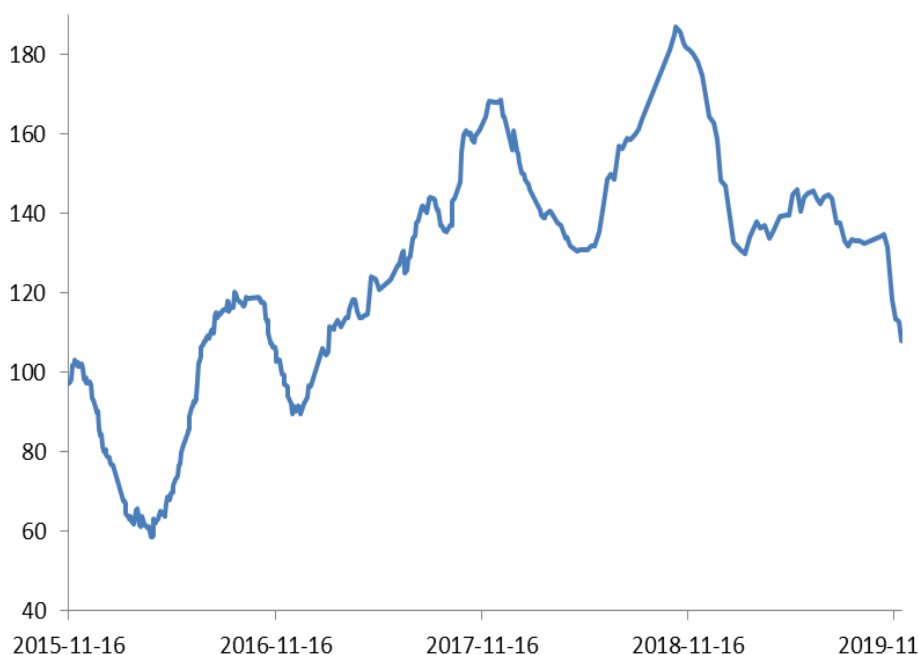
图 3：国内四级豆油成交价格



数据来源：兴证期货研发部、Wind

从供求方面看，国内油厂开工率有所恢复，但低于往年正常水平，豆油的供应量维持正常偏少。目前处于豆油消费旺季。全国豆油的库存为 108 万吨，豆油去库存可能会继续持续。

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 12月大豆进口量预期增加

根据天下粮仓调查显示，2019年12月国内进口大豆数量预期达到934.9万吨，高于去年同期的572万吨。

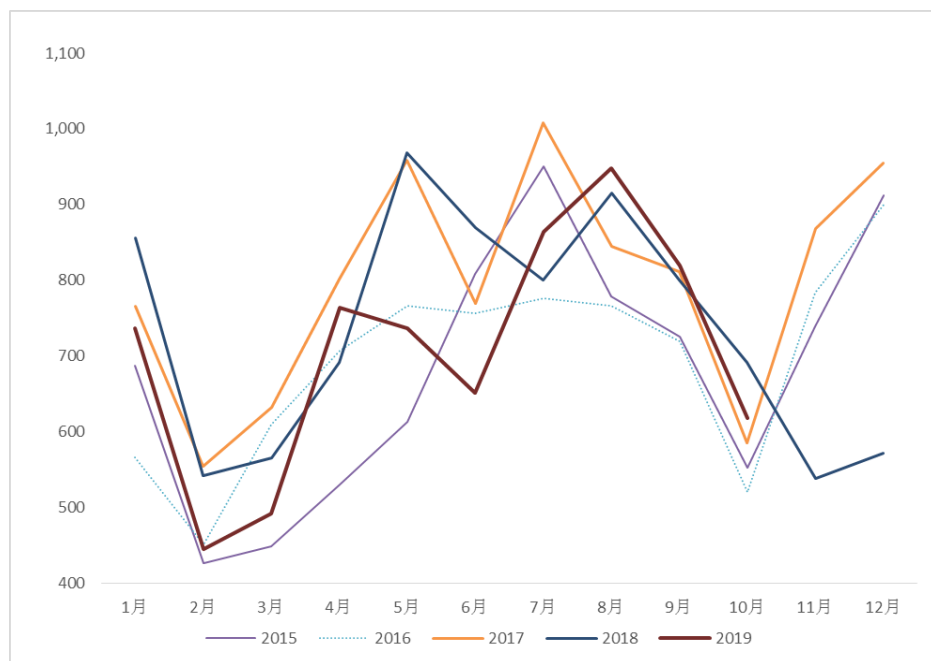
图 5：12月大豆进口预估（万吨）

| 2019年12月 | 进口量 | 船数 |
|----------|-------|-----|
| 东北地区 | 102.8 | 16 |
| 华北地区 | 158.5 | 24 |
| 山东地区 | 201.5 | 31 |
| 华东地区 | 137.8 | 37 |
| 福建地区 | 39.3 | 6 |
| 广东地区 | 90.3 | 14 |
| 广西地区 | 104.7 | 16 |
| 全国总计 | 934.9 | 144 |

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。

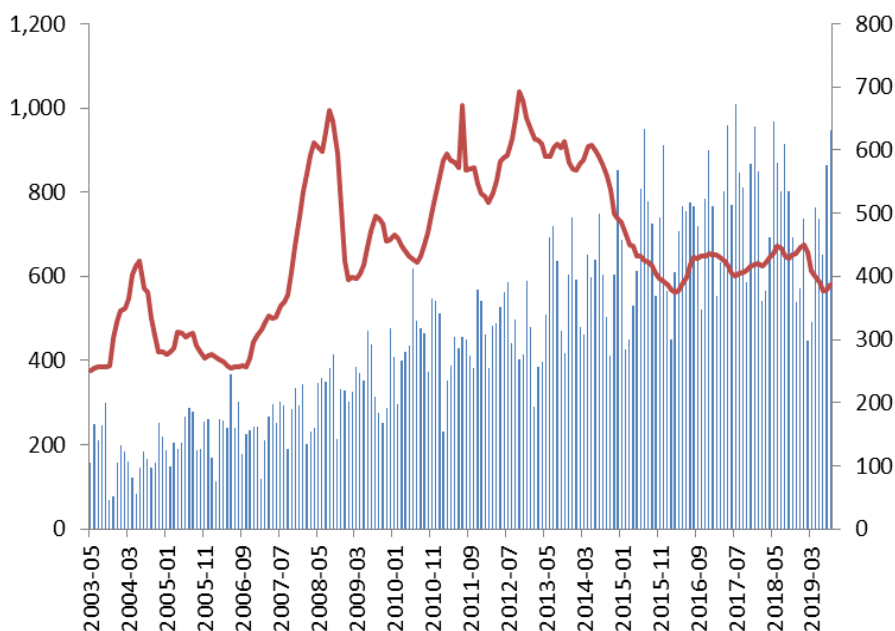
图 6: 大豆进口量 (万吨)



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。10 月, 我国大豆的进口 CNF 成本为 390 美元/吨。随着中美贸易争端的缓和, 国内进口大豆的成本短期预期走低, 但中长期则可能走高。

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 490 万吨，低于上一周的水平，近期大幅下滑。进口大豆入关困难可能对价格利多。

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大幅盈利状态。

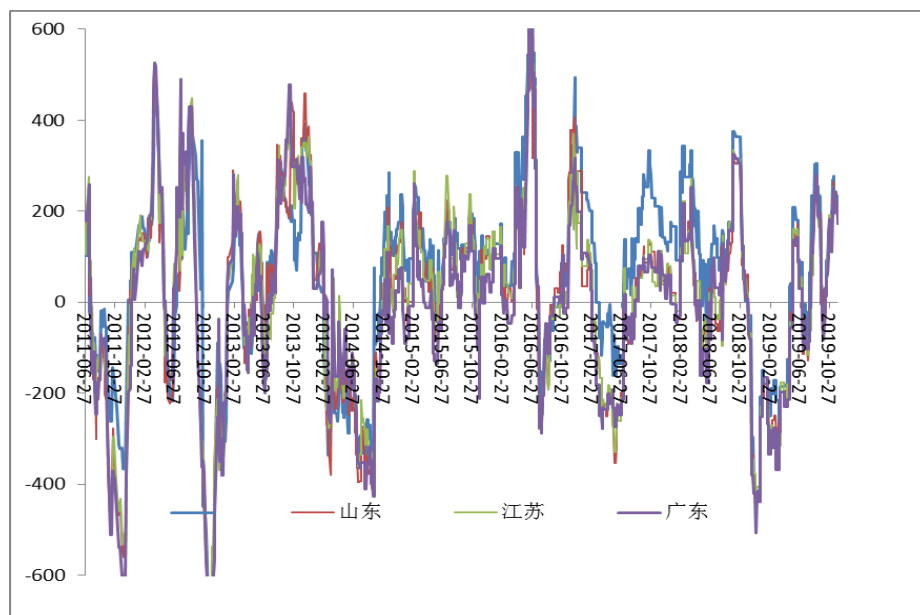
图 9：大豆压榨利润

| 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 | 12月 | 882 | 393 | 4083 | 2864 | 6236 | -636 | 37 | 2983 | 6440 | -503 |
| | 2020年1月 | 882 | 393 | 4086 | 2864 | 6236 | -639 | 38 | 2983 | 6440 | -506 |
| 美西大豆 | 12月 | 882 | 388 | 4030 | 2864 | 6236 | -583 | 30 | 2983 | 6440 | -450 |
| 巴西大豆 | 12月 | 882 | 404 | 3269 | 2864 | 6236 | 241 | -21 | 2983 | 6440 | 376 |
| | 2020年1月 | 882 | 403 | 3261 | 2864 | 6236 | 249 | -25 | 2983 | 6440 | 384 |
| | 2020年2月 | 896.5 | 389 | 3152 | 2755 | 6240 | 272 | 14 | 2983 | 6440 | 493 |
| | 2020年3月 | 896.5 | 384 | 3117 | 2755 | 6240 | 307 | 5 | 2983 | 6440 | 528 |
| | 2020年4月 | 910.75 | 386 | 3136 | 2755 | 6240 | 288 | 6 | 2983 | 6440 | 509 |
| | 2020年5月 | 910.75 | 388 | 3151 | 2755 | 6240 | 273 | 3 | 2983 | 6440 | 494 |
| | 2020年6月 | 923.25 | 391 | 3181 | 2808 | 6194 | 276 | 19 | 2983 | 6440 | 464 |
| 阿根廷大豆 | 12月 | 882 | 389 | 3147 | 2864 | 6236 | 238 | 11 | 2983 | 6440 | 369 |
| | 2020年5月 | 923.25 | 378 | 3073 | 2755 | 6240 | 227 | 5 | 2983 | 6440 | 443 |

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，这导致油厂开工率小幅走高。

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 需求利好，利多价格

从食用需求的角度看，目前进入到油脂消费旺季。随着消费的增加，豆油库存将可能下降。目前豆油库存达到 108 万吨。

综合来看，中美贸易争端出现变数，短期对内外盘价格不确定性增加，但中长期进口成本可能上涨。美国农业部 11 月报告偏空，但今年美国大豆单产水平远远低于去年，对美国大豆价格影响利多。国内油脂进入消费旺季，后期消费将提高，可能逐步进入去库存过程。中长期来看，豆油价格将出现区间震荡偏强行情，建议投资者逢低偏多交易。

1.2 棕榈油基本面

1.2.1 马来棕榈油库存大降

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 |
| 2018/09 | 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% |
| 2019/10 | 1,795,880 | 2,348,066 | 1,641,743 | -8.6% | -13.7% |

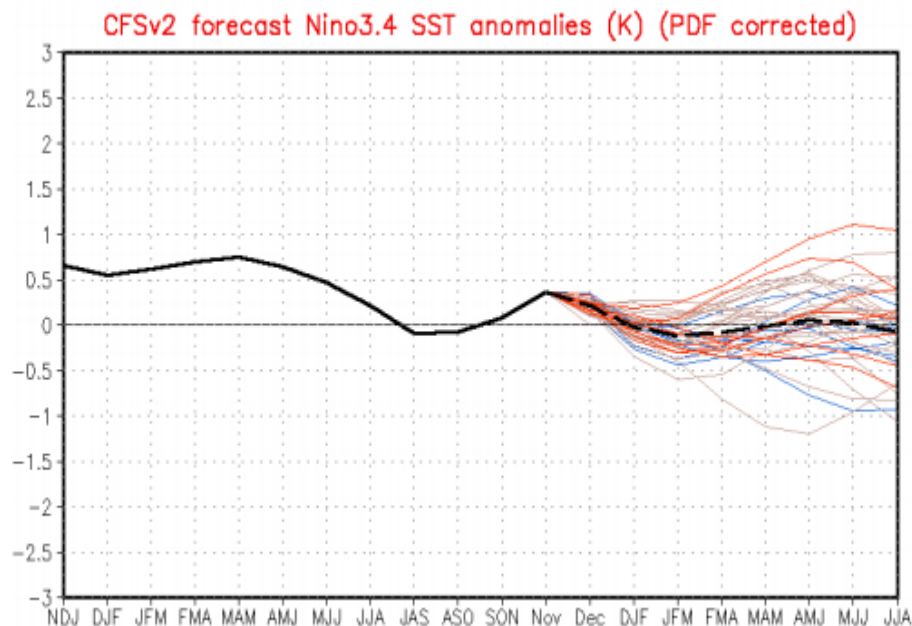
数据来源：兴证期货研发部、Mpob

马来西亚棕榈油局公布 10 月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚 10 月棕榈油的产量为 179.6 万吨，低于 9 月的 184.2 万吨，同比减少 8.6%，产量降幅远远超出市场预期。10 月开始，马来西亚棕榈油进入到减产周期，产量数据出现了较大幅度的下降。马来西亚棕榈油 10 月的出口数据为 164.17 万吨，较 9 月的 140.9 万吨大幅增加。2019 年 10 月，东南亚地区棕榈油价格相对偏低，出口数量大幅增加。马来西亚 10 月棕榈油的期末库存为 234.8 万吨，较 9 月的库存 244.8 万吨出现下降，与市场预期库存增加相反，利多市场。本次报告后，国内外棕榈油期货价格大幅飙涨。

1.2.2 前期干旱对产量影响显现

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，全球已经进入到中性气候，这会导致未来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恢复正常，有利于后期东南亚棕榈油的单产和产量。但第一季度偏干旱天气影响棕榈油产量已经显现，马来西亚 10 月棕榈油产量下降证实这一点，后期还将出现产量下降的趋势。

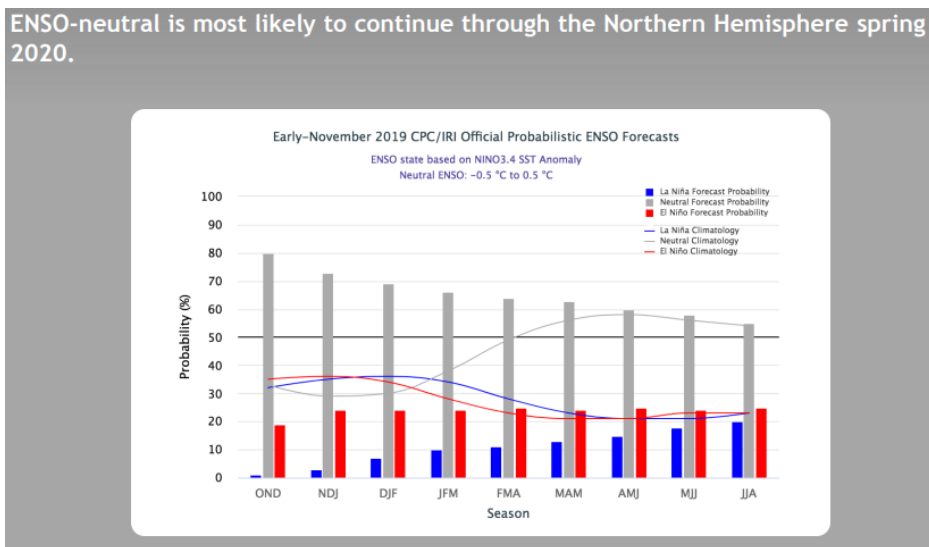
图 12: 天气预测模型



数据来源：兴证期货研发部、NOAA

目前全球已经进入中性天气且会持续到 2020 年春季以后。

图 13: 厄尔尼诺概率

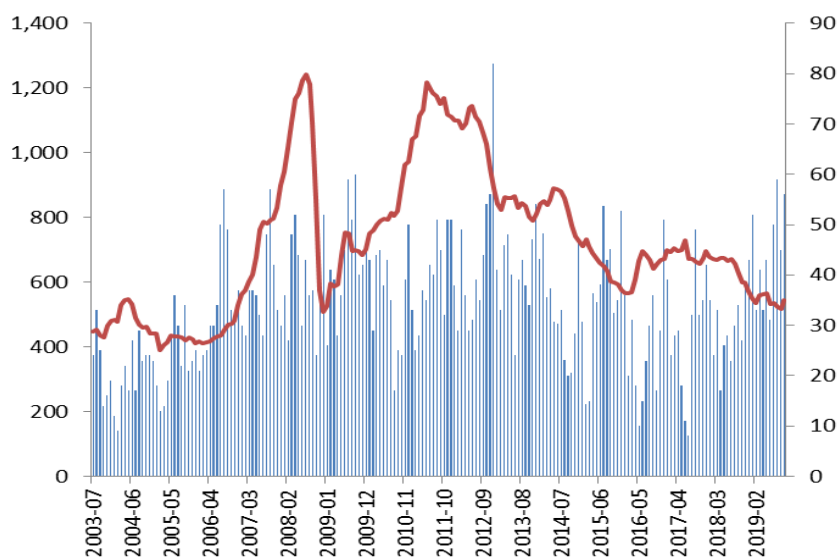


数据来源：兴证期货研发部、NOAA

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。2019 年 1 月以来厄尔尼诺气候的影响可能会对后期的产量产生一定影响，需要密切关注产量的变化。而目前天气转为中性，对未来棕榈油的产量利好。

1.2.3 国内棕榈油库存增加

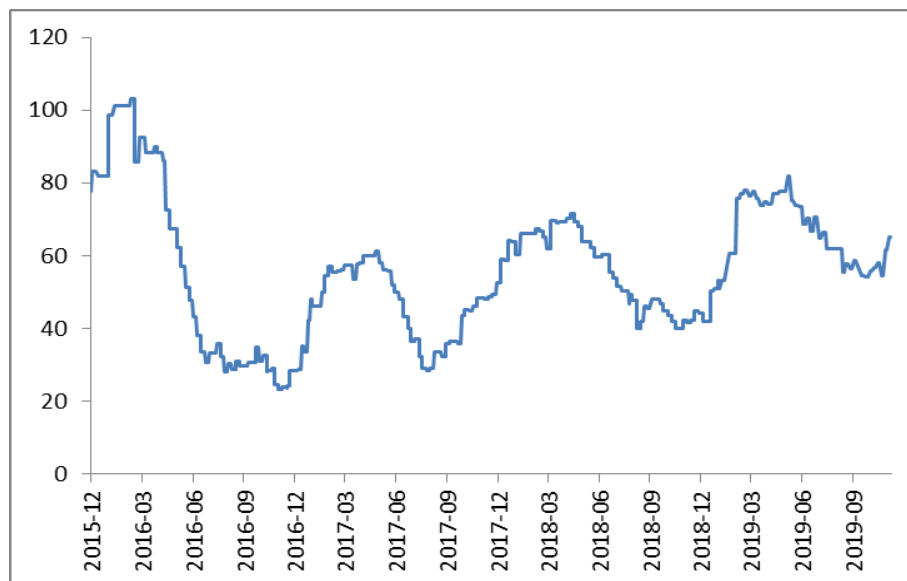
图 14: 棕榈油进口及价格



数据来源：兴证期货研发部、wind

如图 14 所示，10 月我国棕榈油进口 56 万吨，高于去年同期的 27 万吨。目前棕榈油的进口利润基本处于盈亏平衡，进口量维持高位。近期国内棕榈油进口大幅增加，库存走高。

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 65 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。如图 16 所示，广东 24 度棕榈油的价格 5650-5820 元区间。

1.2.4 进口略亏对价格利多

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 5869 元/吨，现货消费在 5650 元，每吨亏损 219 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 | 12月 | 660 | +05.00 | 28 | 688 | 5869 | (华南) |
| | | 660 | +05.00 | 36 | 696 | 5936 | (华东) |
| | | 660 | +05.00 | 40 | 700 | 5970 | (华北) |
| | 1月 | 665 | +05.00 | 28 | 693 | 5911 | (华南) |
| | | 665 | +05.00 | 36 | 701 | 5978 | (华东) |
| | | 665 | +05.00 | 40 | 705 | 6012 | (华北) |
| | 2/3月 | 672.5 | 00.00 | 28 | 700.5 | 5974 | (华南) |
| | | 672.5 | 00.00 | 36 | 708.5 | 6041 | (华东) |
| | | 672.5 | 00.00 | 40 | 712.5 | 6075 | (华北) |
| | 4/5/6月 | 670 | 00.00 | 28 | 698 | 5953 | (华南) |
| | | 670 | 00.00 | 36 | 706 | 6020 | (华东) |
| | | 670 | 00.00 | 40 | 710 | 6054 | (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 5844 元，较现货每升水 194 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，棕榈油产量下滑，出口需求大幅反弹，期末库存下降对价格利多。未来，马来西亚和印尼提高生物柴油掺兑比率，将大幅提高棕榈油用量，预期棕榈油库存将因此而逐步下降，棕榈油继续震荡偏强局面。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

日线图看，豆油主力震荡回调。目前豆油需求较好，库存大幅下降，消费旺季到来将支持豆油价格震荡偏强。

图 18：豆油 2005 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，棕榈油震荡回调。马来西亚和印尼提高生物柴油的掺兑比例将提高棕榈油的需求用量，加之预期棕榈油产量下滑，棕榈油震荡偏强。

图 19：棕榈油 2005 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。