

兴证期货·研发中心

2020年1月5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

12月豆油维持震荡走高行情；年末需求大幅增加，油脂在利好刺激下不断走高。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。美国国内大豆压榨数据一般，中美贸易出现转机，美豆出口增加，外盘价格逐步走高。年末的需求增加对豆油价格仍旧偏多。棕榈油产量大幅下降，全球棕榈油减产的预期逐步兑现。由于印尼和马来大幅提高生柴掺混比率，未来需求将大增，后期需求关注这个因素的兑现情况。近期，国内进口棕榈油维持高位，但由于外盘价格上涨超过内盘，后期的进口量将大幅萎缩。12月马来棕榈油的产量将大幅减少供求紧张逐步兑现。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1月以后，中美贸易协议的细节对价格产生较大影响，需要关注。外盘大豆供求过剩状态向平衡过度，价格将震荡走高。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，后期的利好支撑仍旧存在。综合来看，油脂需求向好，未来的利好仍将推动价格震荡偏强。

1. 油脂基本面

1.1 豆油

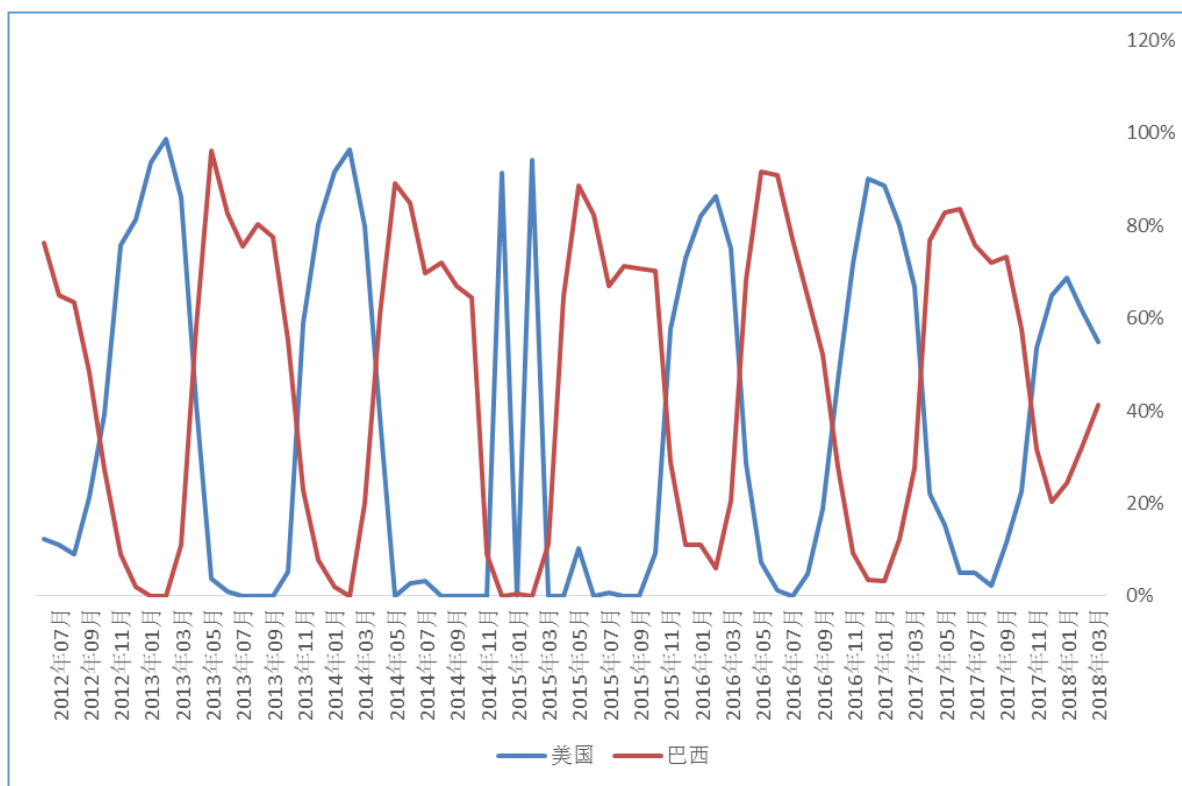
1.1.1 美国大豆减产对大豆价格利好

美国农业部 12 月报告显示，美国大豆收割面积 7560 万英亩（上月 7560，上年 8760），单产 46.9 蒲（上月 46.9，上年 50.6），产量 35.50 亿蒲（上月 35.50，上年 44.28），出口 17.75 亿蒲（上月 17.750，上年 17.48），压榨 21.05 亿蒲（上月 21.05，上年 20.92），期末 4.75 亿蒲（预期 4.72.上月 4.75，上年 9.13）。美国大豆各项数据均未调整，本次报告相对显中性。美国大豆的减产基本实现，由于种植面积和单产的下降，今年总产量跌破 1 亿吨水平将使得美国大豆的供求状态由过剩逐步转向平衡，对美国大豆的价格利多。

1.1.2 中美第一阶段协议签署，对外盘利多

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

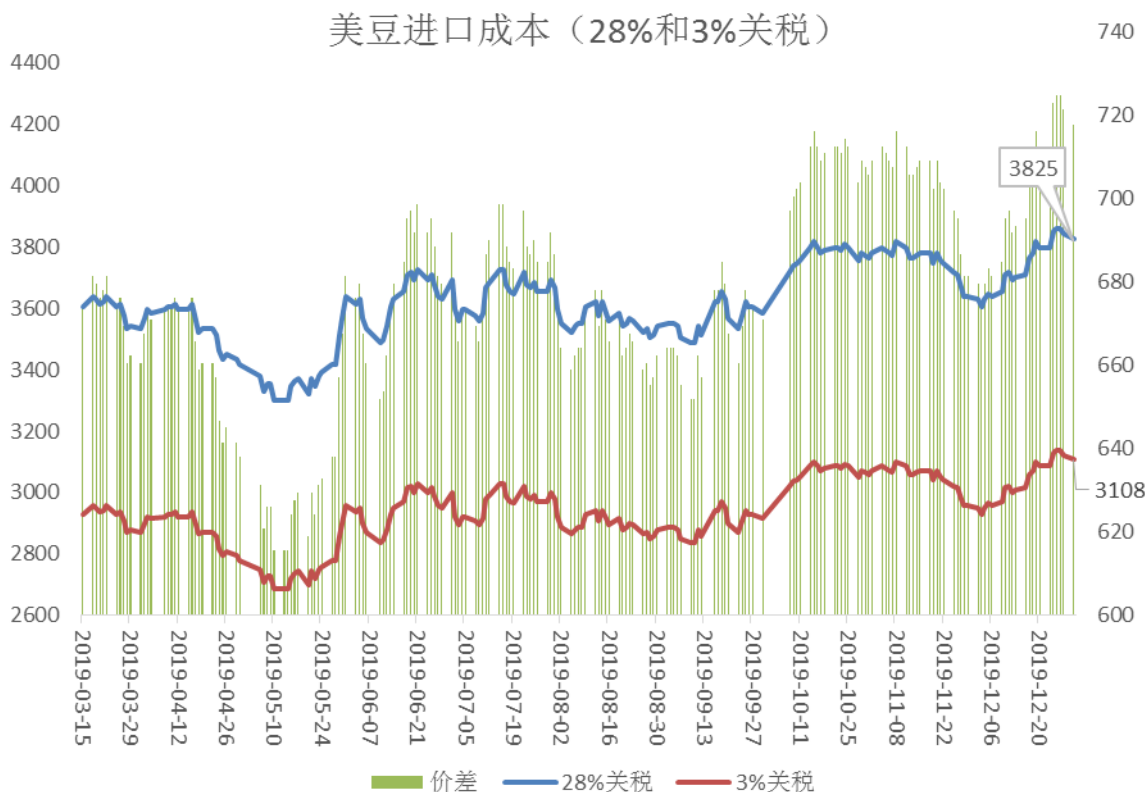
国将暂缓对中国商品新增关税，中国将从美国进口大量的大豆。12月13日，美国农业部报道中国进口了113万吨美国大豆。随着谈判的进行，中国已经签订了近千万吨的美国大豆采购合同。但2019年5月1日，中美贸易谈判急转直下，美国提高中国部分商品的进口关税。7月23日，中美谈判重启；8月1日，中美贸易谈判恶化。9月中美政府释放善意，预期10月的谈判有所进展，中国政府加快美豆的购买，并且针对大型油厂开放了一定数量的美豆免加征关税进口配额，对美国大豆利多。

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。

9月，中美贸易争端缓解，中国放开1000万吨美豆免加征关税的进口配额，进口成本较低，对国内市场利空。

12月，中美贸易第一阶段协议签署，未来中国将恢复美国大豆的进口，对美国大豆的价格利多。但中国政府具体采购多少美豆及采购的方式和节奏仍没有公布，因此，市场仍旧等待协议的细节。

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: 1月大豆进口预估 (万吨)

2020年1月	进口量	船数
东北地区	71.5	11
华北地区	85.6	13
山东地区	160.4	24.5
华东地区	229.2	33.5
福建地区	39.3	6
广东地区	89.1	14
广西地区	65.1	9
全国总计	740.2	113

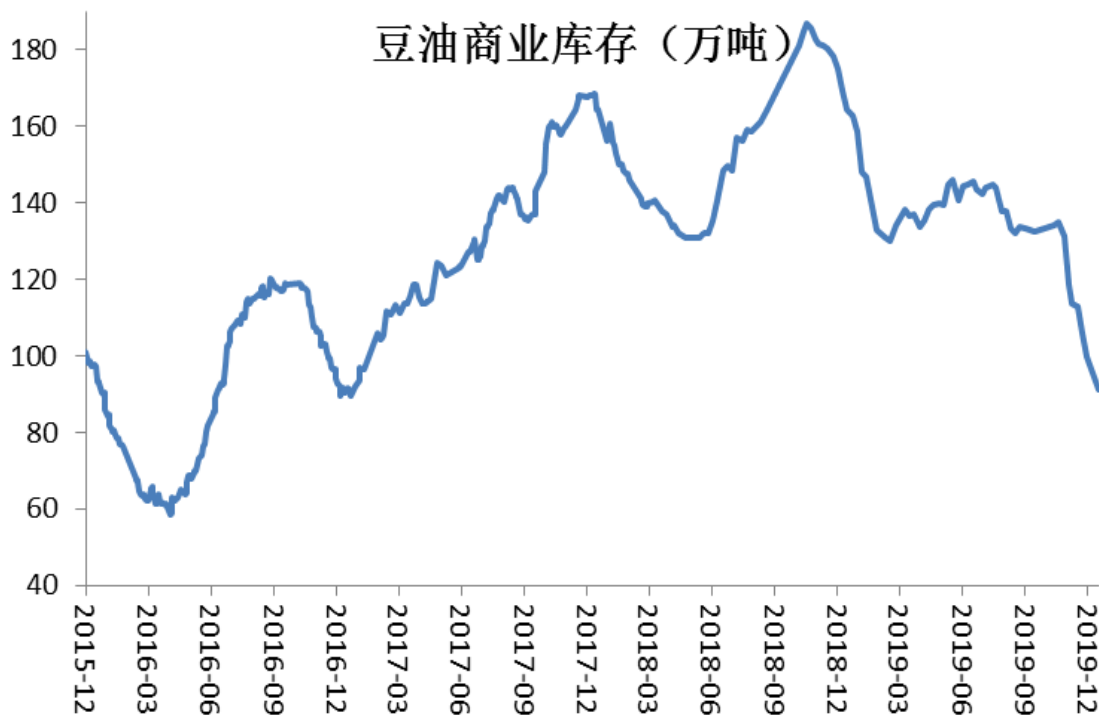
数据来源: 兴证期货研发部、天下粮仓

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。中美贸易争端缓解, 进口大豆出现增加, 但港口大豆库存维持偏低。豆油的需求好转, 库存下降至 91 万吨, 供求局面好转。

图 3 为国内 1 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

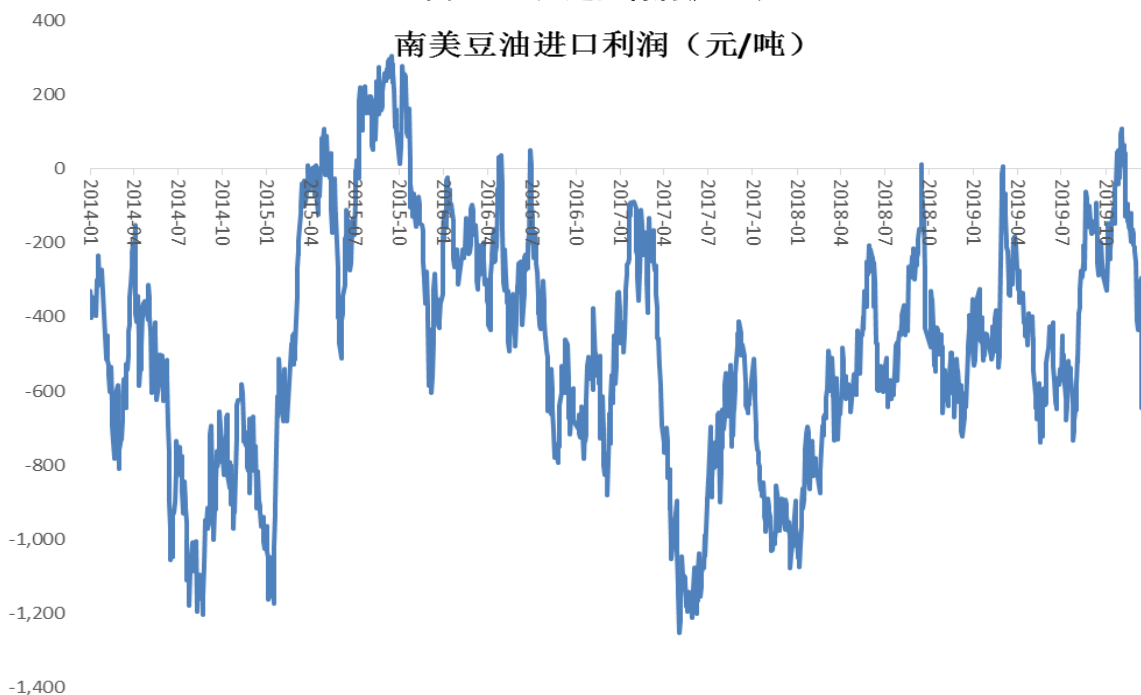
如图 4 所示，国内豆油的商业库存从 2018 年 10 月末以来持续走低。由于下游养殖需求较差，油厂开机率低于往年正常水平，豆油库存下降至 91 万吨的水平，比最高时的 185 万吨大幅下降，后期还将继续下降。

1.1.5 国内豆油价格走强，但进口仍旧亏损

从进出口情况看，由于外盘豆油价格上涨幅度远远高于内盘，每吨豆油的进口亏损 500 元；，国内和外盘豆油的价差大幅扩大，进口维持大幅亏损状态。

从国际情况看，未来阿根廷豆油可能会装船发往中国，对国内豆油有一定打压。但目前来看，全球油脂供求均出现紧张局面，外盘价格的上涨可能仍将持续，对国内价格同样利多。

图 5：豆油进口利润(元/吨)

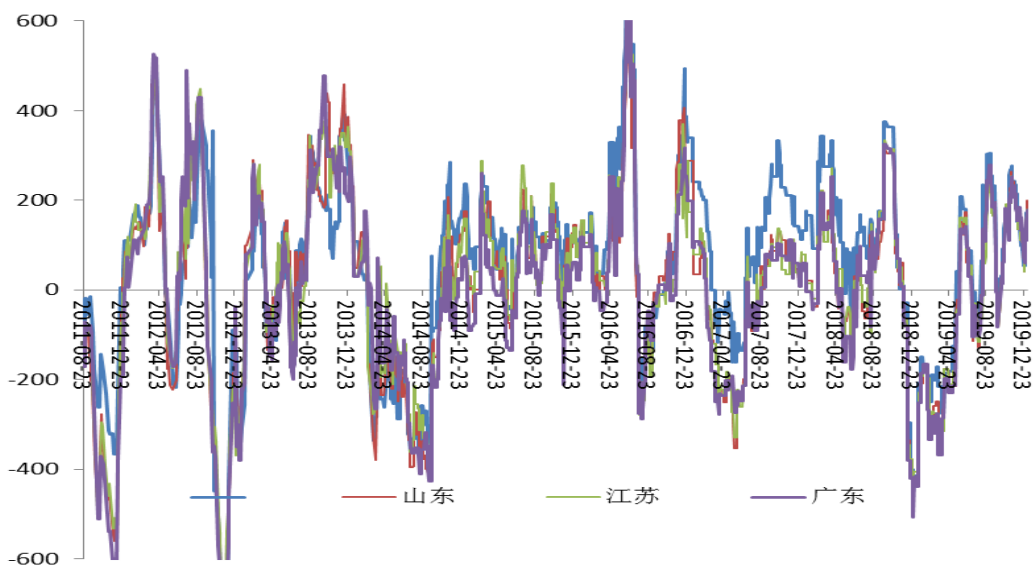


数据来源：兴证期货研发部、Wind

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。

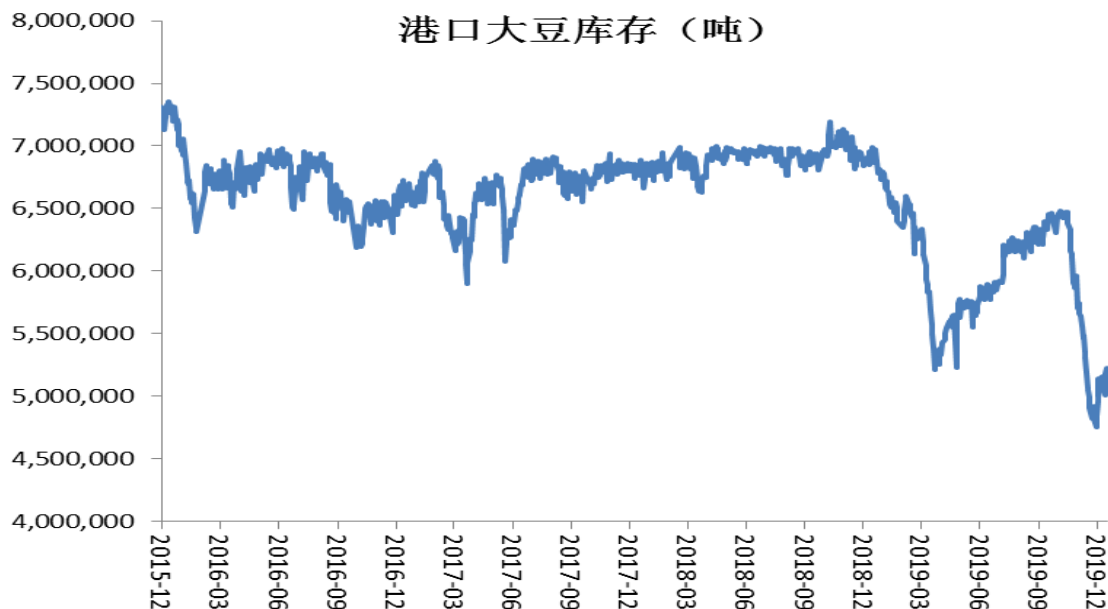
图 6：进口大豆压榨利润



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，1月中美贸易协定利好将逐步兑现，市场对结果预期乐观。未来中国可能进口美国大豆，对外盘价格利多；随着外盘进口成本的增加，国内豆类油脂价格的价格短期利空中长期利多。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 产量大降、库存减少

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 11 月，马来西亚棕榈油产量同比出现大幅下降，出口大幅下降，期末库存下降但低于市场预期，对棕榈油中性。从 12 月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量同比可能继续大幅减少、出口需求可能下降，棕榈油的库存大概率下降。

需求方面，随着价格的大幅走高，棕榈油的成本大幅走高抑制了需求。出口数据方面，12 月棕榈油出口量出现环比大幅下降；综合马来西亚和印度尼西亚供求，棕榈油供求数据仍旧以减产主导，相对仍旧偏多。

图 8：马来西亚棕榈油数据

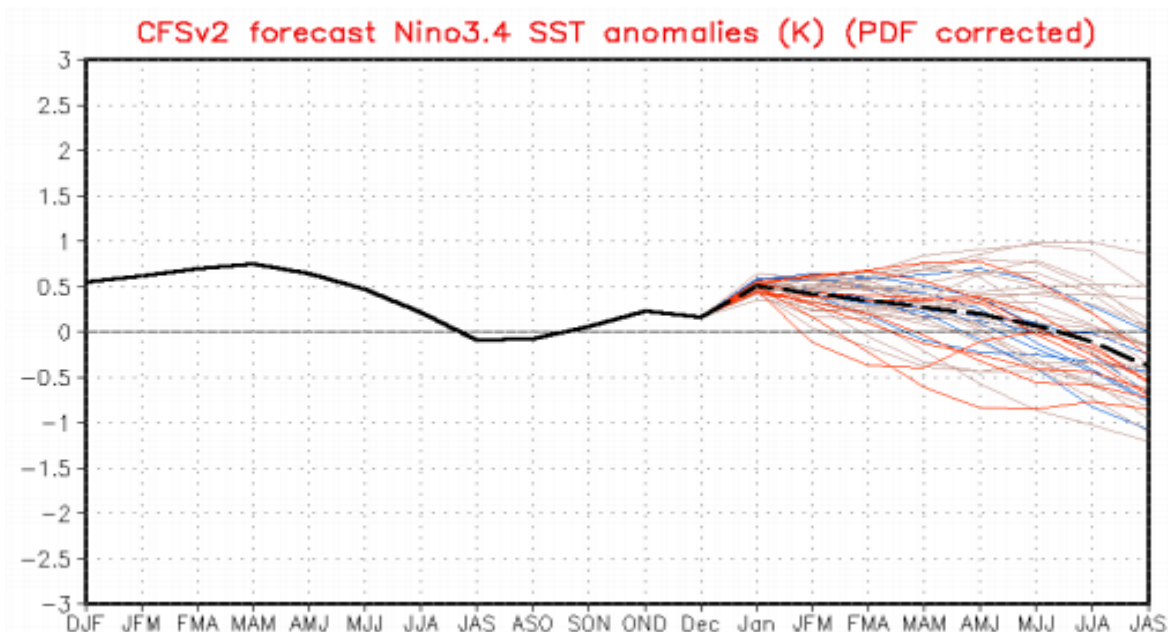
马来西亚棕榈油数据					
	产量	期末库存	出口	产量同比	库存同比
2018/10	1,964,954	2,722,391	1,571,169	-2.2%	24.3%
2018/11	1,845,219	3,006,988	1,375,217	-5.0%	17.6%
2018/12	1,808,038	3,215,052	1,383,307	-1.4%	17.7%
2019/01	1,737,498	3,001,169	1,676,442	9.5%	17.8%
2019/02	1,544,517	3,045,493	1,321,287	15.0%	22.9%
2019/03	1,671,865	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%
2019/11	1,538,054	2,256,048	1,401,462	-16.6%	-25.0%

数据来源：兴证期货研发部、Mpob

马来西亚棕榈油局公布 11 月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚 11 月棕榈油的产量为 153.8 万吨，低于 10 月的 179.5 万吨，同比减少 16.6%，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 11 月的出口数据为 140.1 万吨，较 10 月的 164.17 万吨大幅下降。2019 年 11 月，东南亚地区棕榈油价格相对偏高，出口数量大幅萎缩。马来西亚 11 月棕榈油的期末库存为 225.6 万吨，较 10 月的库存 234.8 万吨出现下降，但下降幅度低于市场预期。

1.2.2 全球气候恢复正常，对棕榈油生产有利

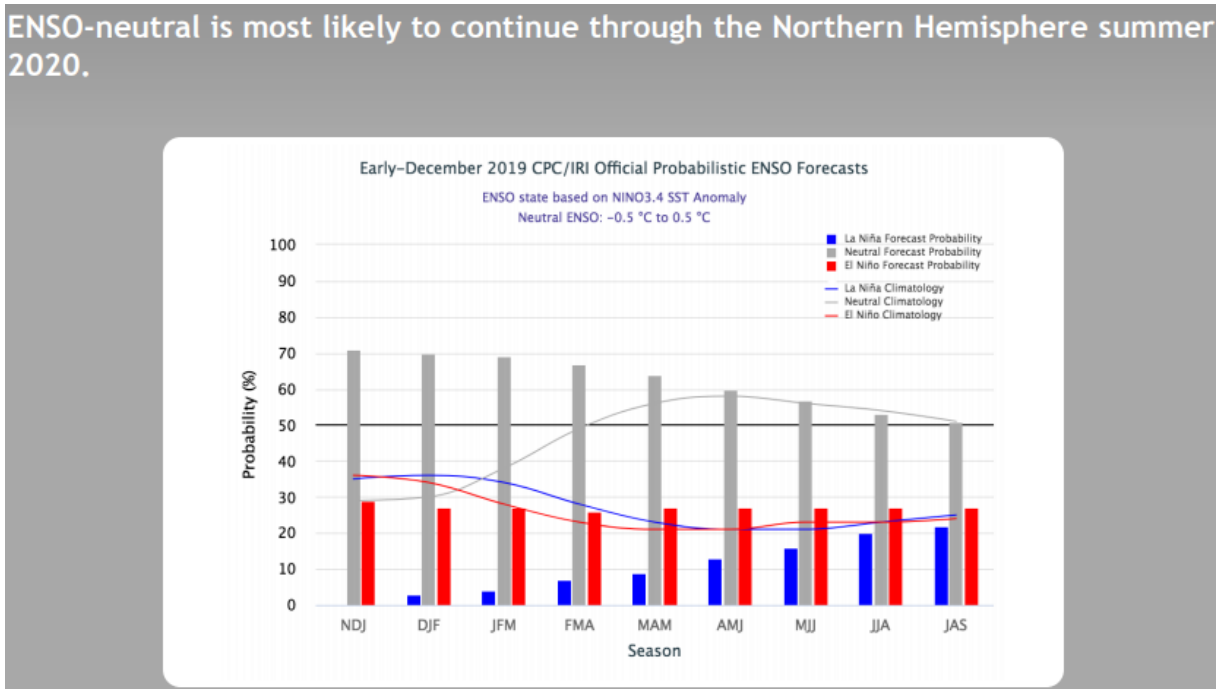
图 9: 天气预测模型



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



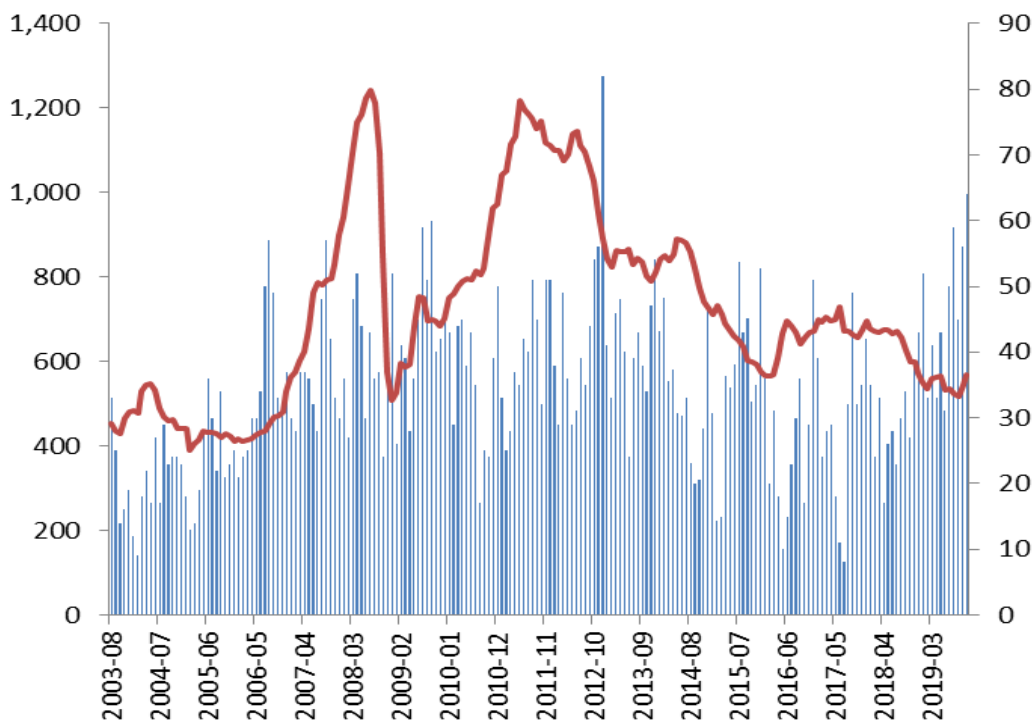
数据来源：兴证期货研发部、NOAA

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 9 月进口 45 万吨，10 月进口 56 万吨，11 月进口 64 万吨，进口量月度同比增加 26 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 6600 元/吨，进口成本为 6820 元/吨，进口亏损 220 元/吨，进入进口亏损区。

图 12: 马来西亚棕榈油进口成本 (元/吨)

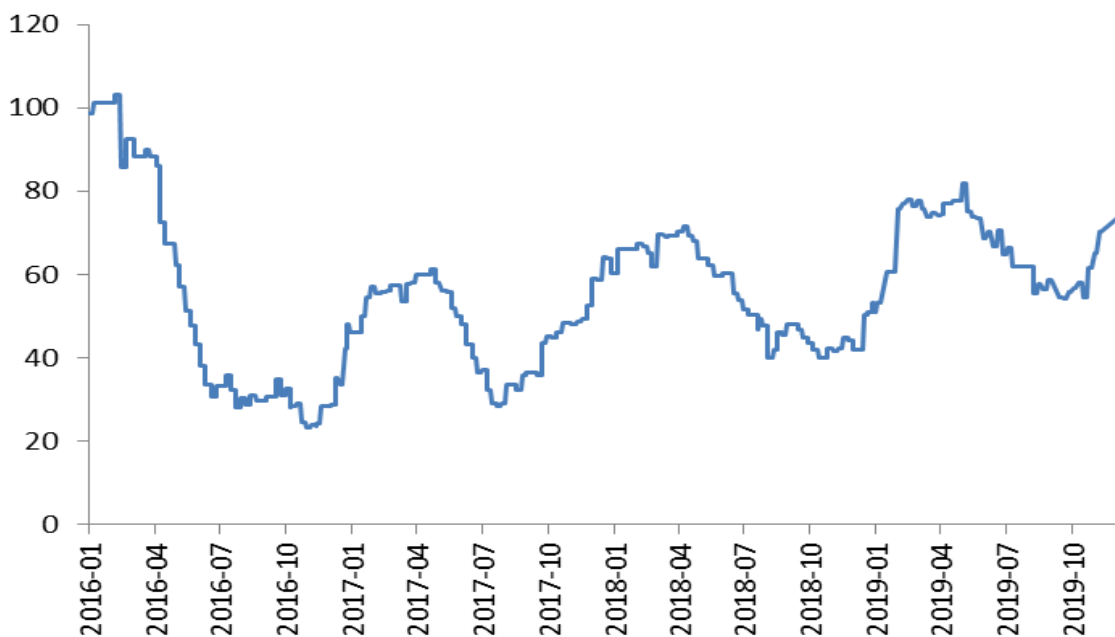
品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CNF (美元/吨)	完税价 (美元/吨)	港口
24度棕榈油	1月	787.5	00.00	28	815.5	6819	(华南)
		787.5	00.00	36	823.5	6885	(华东)
		787.5	00.00	40	827.5	6918	(华北)
	2月	790	00.00	28	818	6839	(华南)
		790	00.00	36	826	6905	(华东)
		790	00.00	40	830	6938	(华北)
	3月	790	00.00	28	818	6839	(华南)
		790	00.00	36	826	6905	(华东)
		790	00.00	40	830	6938	(华北)
	4/5/6月	775	+02.50	28	803	6715	(华南)
		775	+02.50	36	811	6781	(华东)
		775	+02.50	40	815	6815	(华北)

数据来源: 兴证期货研发部、天下粮仓

1.2.4 库存震荡走高，进口维持偏高

目前，国内棕榈油的商业库存 74 万吨，近期震荡走高，主要是因为棕榈油价格偏高抑制了需求。

图 13: 棕榈油库存走势

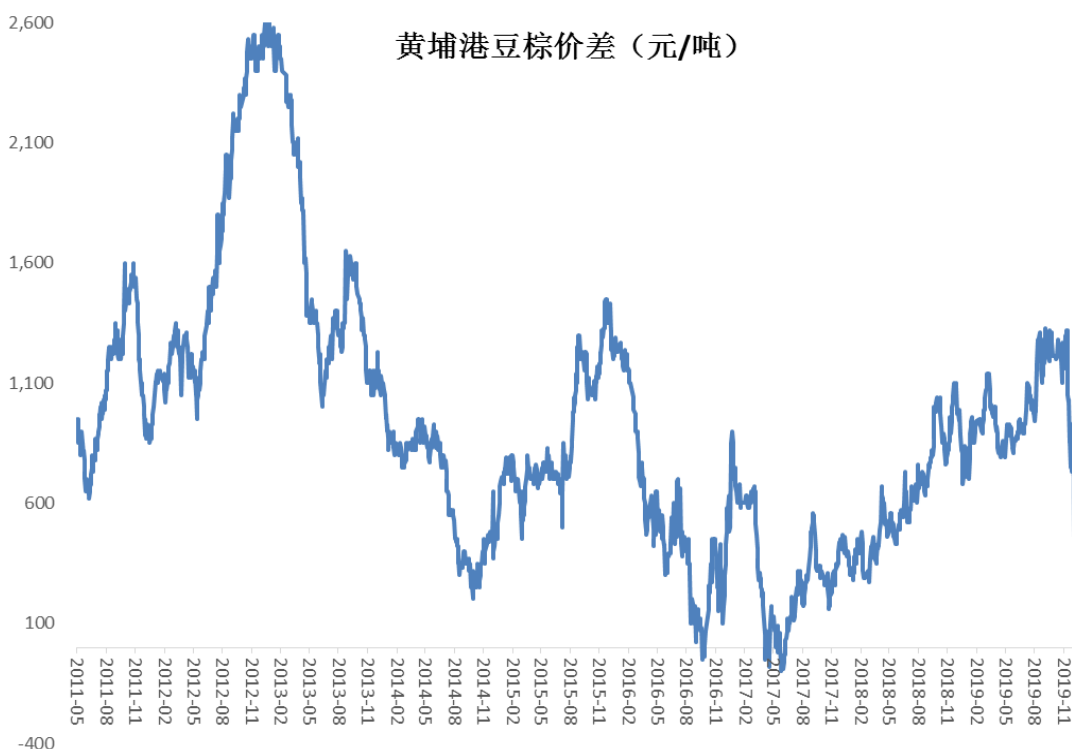


数据来源: 兴证期货研发部、Wind

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

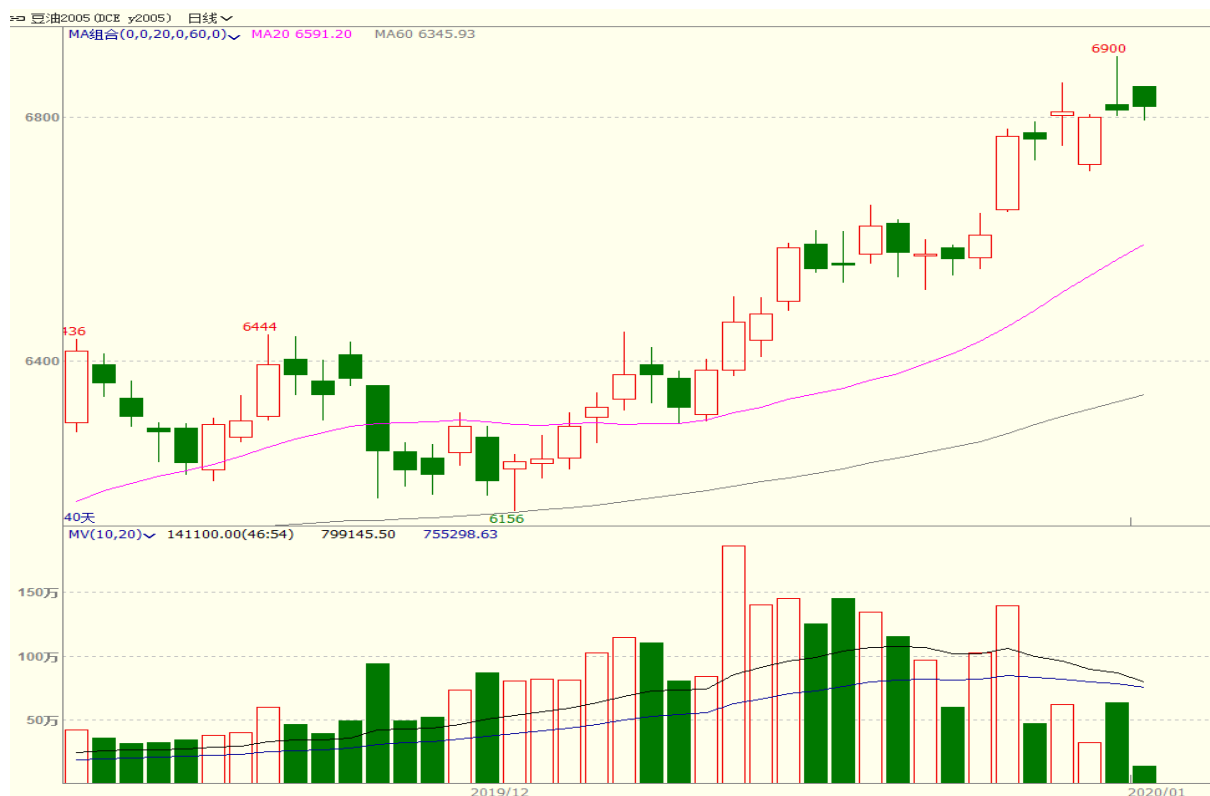
综合来看,东南亚地区棕榈油产量同比大幅下降,且进入到减产周期,对棕榈油价格利多;预期棕榈油用于生物柴油的需求大幅增加,利多棕榈油价格。国内方面,棕榈进口数量大幅增加,但价格偏高对需求不利,对棕榈油价格利空。1月以后,国内消费棕榈油需求下降,但由于外盘成本支撑较强,棕榈油价格震荡偏强,建议投资者偏多交易。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

由日线图看，12月豆油价格震荡走高。受到棕榈油减产及生物柴油需求增加利好影响，年末豆油需求增加，库存大幅下降，豆油价格持续震荡走高。

图 15：豆油技术分析（日 K 线）

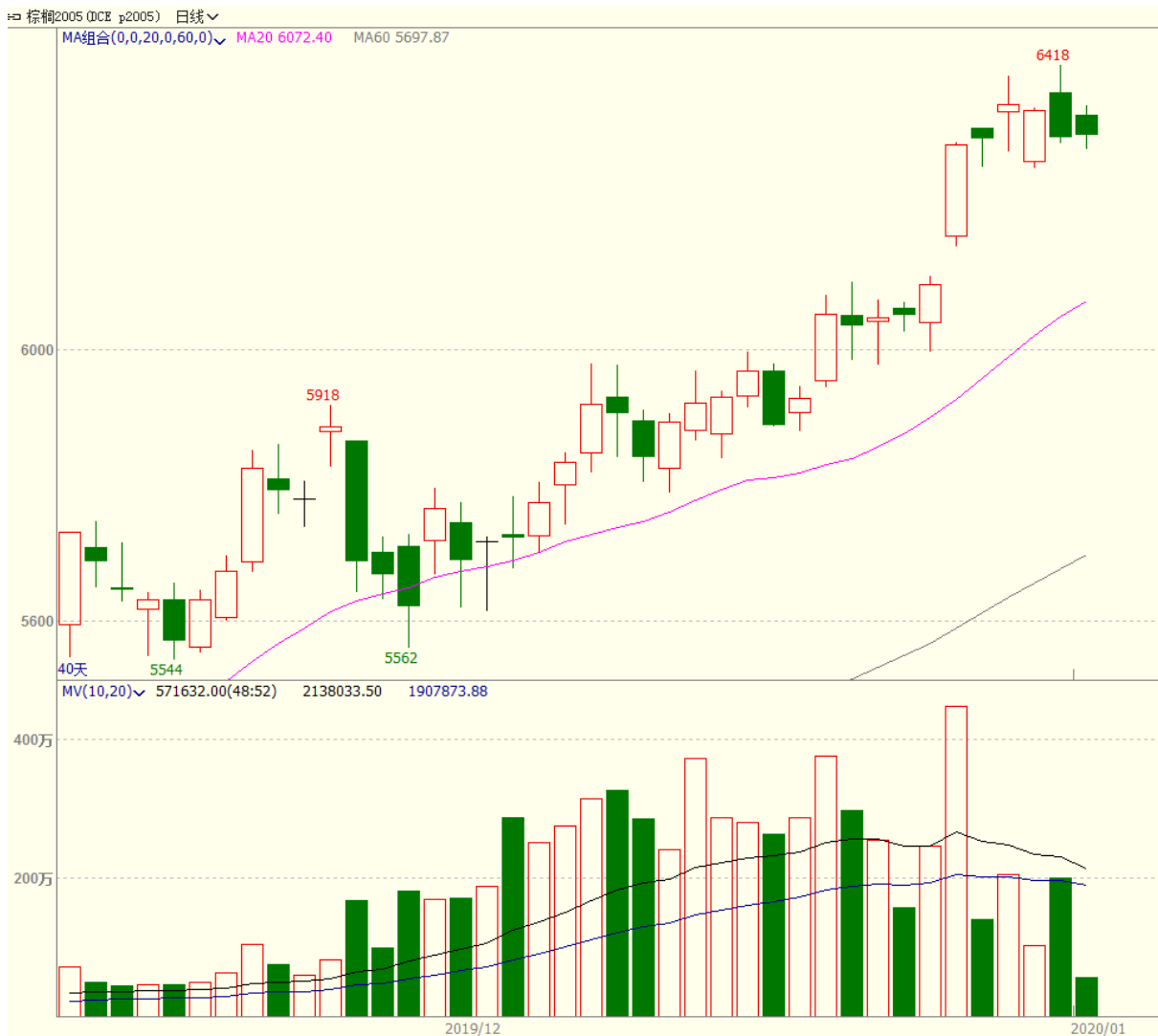


数据来源：兴证期货研发部、文华财经

2.2 棕榈油

由棕榈油的技术图形看，12月棕榈油价格大幅走高。由于东南亚棕榈油减产及生物柴油需求预期增加的炒作，棕榈油表现亮眼，后期利多仍将不断兑现，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。