

## 中美关税摩擦对油脂油料市场影响解读

2024年4月8日 星期二

兴证期货·研究咨询部

农产品研究团队

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

联系人

胡卉鑫

从业资格编号: F03117395

邮箱:

hhx@xzfutures.com

### 核心观点

本次中美关税冲突直接利好豆类价格，利空植物油，油脂油料价格运行分化。豆类方面，本次关税反制力度远高于2018年，中美矛盾短期难以缓和，随之形成的新季美豆种植面积调降预期、全球大豆贸易流向变动以及远月大豆进口担忧均对大豆注入利多题材，近月而言，虽然二、三季度大豆供应整体充裕，但是巴西出口升贴水上升将影响我国三季度船期采购成本，国内豆粕生产成本上升，若其余需求国的大豆进口均转向巴西，巴西升贴水存在进一步上升可能，进口成本对豆粕价格存在较好支撑。中美关税影响更多落在远月大豆供应方面，美豆进口成本显著上升将限制油厂大豆买船，四季度缺豆发生概率较大，叠加年底消费旺季，豆粕远月走强可能性较高。但是需关注美豆是否通过巴西转口方式完成出口供应，若该情况发生，大豆整体供应量变动较小，豆粕仍然存在回落可能。

油脂方面，植物油出口、能源掺混需求下降是豆油、棕榈油价格集体走弱主要原因，其中棕榈油受能源冲击最大，掺混性价比下降以及出口税收补贴不足导致市场对印尼B40计划的推动情况存疑，占比超过一半的非公共部分义务量或将无法全额完成，棕榈油生柴利多再次削弱，叠加棕榈油增产季产量修复预期，



棕榈油价格承压，带动油脂板块运行转弱。豆油受豆粕估值提振，价格表现相对抗跌，但是难以形成独立行情，整体跟随油脂板块偏弱运行。

。

## 目录

一、事件回顾.....	1
二、当下关税近月实质影响有限，情绪冲击影响居多.....	1
三、南美卖压有待释放，豆粕未来或将呈现近弱远强结构.....	错误!未定义书签。
四、结论与未来可能存在风险事件.....	4

## 一、事件回顾

4月2日起，美国新一轮关税政策落地，对华加征34%关税，累计关税达54%，与特朗普前期反复提及的对华60%关税水平基本一致，中国同样对美国加征34%惩罚性关税，反制态度强烈，但是美国对其余国家及地区加征的高额关税出乎市场预料，贸易不确定性上升。受其影响，油脂油料价格走势分化，关税摩擦直接利好豆类，豆粕期货现货价格上涨，突破3000元/吨，而贸易不确定性叠加原油价格疲软影响导致植物油则集体下跌，其中棕榈油领跌油脂，跌幅近5%，菜油、豆油相对抗跌，跌幅小于棕榈油。

图表 1：节后豆粕价格跳涨



数据来源：文华财经，兴证期货研究咨询部

图表 2：节后棕榈油价格大幅下跌



数据来源：文华财经，兴证期货研究咨询部

## 二、关税摩擦对豆粕的影响

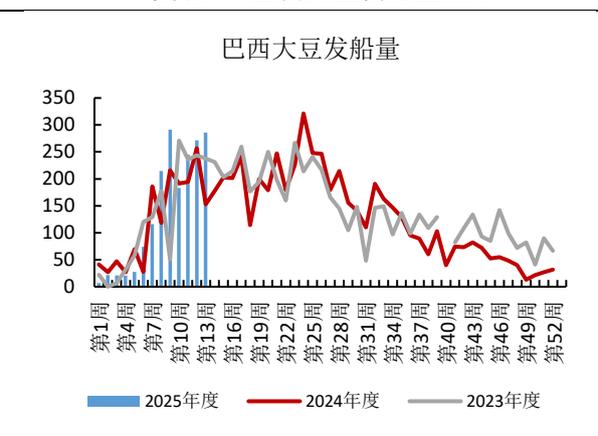
(一) 国内近月供应充裕，远月大豆供应担忧潜在利好价格

清明节后中美关税摩擦升级，中国对美反制 34%关税，大豆远月进口担忧上升，豆粕价格快速上涨，但是本次关税摩擦中，豆粕价格表现相对克制，上涨强度不及 2018 年。进口结构方面，我国美豆进口占比回落至 20%，较 2018 年 30%-35%的进口比重降幅明显，巴西大豆成为我国主要进口大豆，我国豆类进口对美依赖性下降。当前大豆供应逐渐回升，二、三季度大豆供应整体较为充裕。目前巴西进入大豆上市、出口阶段，出口发运加快，国内大豆供应转向巴西大豆，4-6 月月均大豆到港量预计达 900-1000 万吨水平，基本覆盖国内豆粕需求，近月豆粕供应回升预期在一定程度上限制豆粕上方涨幅。中美关税影响更多作用于远月合约。一方面，关税摩擦导致美豆价格跌破 1000 美分水平，农场大豆种植收益或将下降，因此新季大豆种植面积存在进一步下降可能，大豆产量下降担忧为豆粕远月合约注入潜在利多。另一方面，美豆进口高额关税将直接降低国内进口意愿，四季度大豆供应不足担忧将直接作用于远期合约，若美豆新作意外减产，远月合约利多影响或将更为显著。

图表 3：国内大豆预计到港量上升



图表 4：巴西大豆发船量上升



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

(二) 巴西升贴水持续上升，全球大豆贸易流存在改变可能

美国新一轮关税政策除了对中国加征高额关税外，对其盟友或合作伙伴关税程度同样超市场预期，部分国家与地区同样表达抗议态度并对美国贸易反制，美豆出口前景走弱，全球大豆进口存在转向巴西大豆可能。随着美国新关税政策发布，巴西大豆出口升贴水应声走高，价格由 150-180 美分区间快速上升至 190-220 区间，侧面反映巴西大豆供应存在收紧可能。目前美豆价格回落至 980-1000 美分区间，根据最新巴西大豆升贴水计算，我国进口成本预计上升 1.5%-2%，进口成本支撑豆粕价格下沿，价格回落空间有限。如果各国均大豆采购均转向巴西，巴西升贴水存在进一步上涨可能。但需要注意的是，美豆价格已经回落至 1000 美分以下的绝对低位，价格优势下部分国家与地区仍然存在直接采购美豆可能，或通过巴西转口美豆，若发生以上情形，全球大豆供应总量变动有限，巴西大豆出口约束下降，制约上方价格。

图表 5：巴西升贴水快速上升



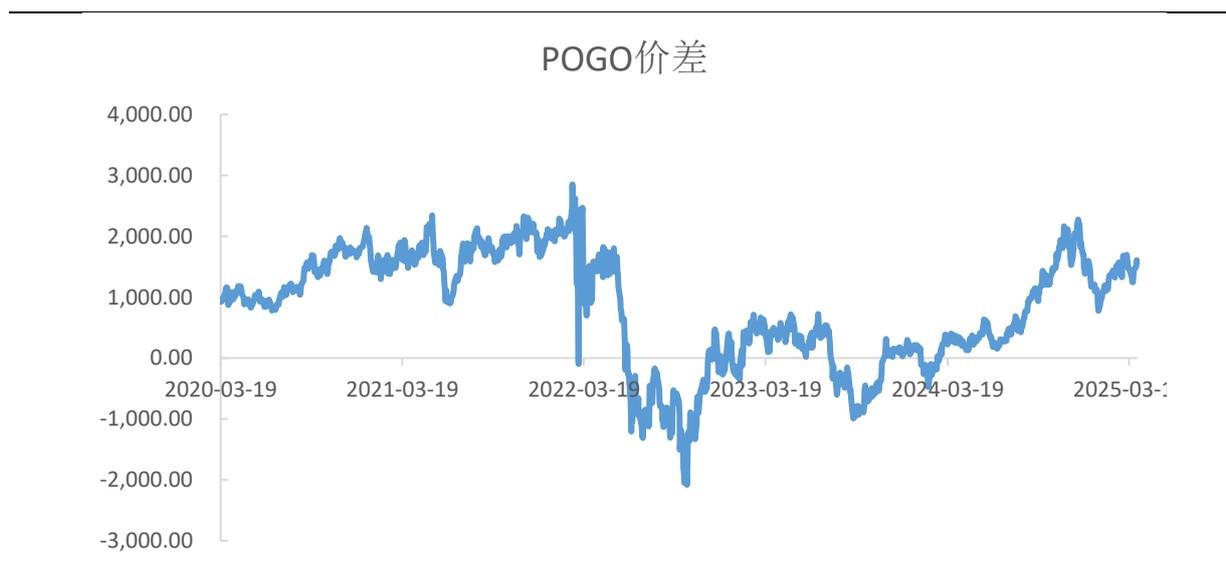
数据来源：汇易网，兴证期货研究咨询部

### 三、关税对油脂的影响

与油料单纯交易关税驱动不同的是，油脂价格不仅受关税影响的贸易不确定影响，自身生物柴油支撑也在逐渐走弱，两大利空共同导致植物油板块价格快速回落。关税贸易方面，美国对马来西亚、印尼分别加征 24%、32%关税，两国出口贸易不确定性上升，美国棕榈油进口量近年进口稳定在 180 万吨，虽然进口数量不及印度、中国，但

仍然对棕榈油形成一定利空。能源方面，原油大幅走弱冲击生物柴油需求，前期美国生物掺混量上升利好被生物柴油性价比下降利空替代，全球植物油能源需求下降。棕榈油方面，目前 POGO 价差持续走阔，棕榈油掺混成本高于直接消费化石能源，叠加全球贸易不确定性风险上升，印尼通过出口税收对 B40 计划补贴有限，目前仅公共部门 755 万千升义务量完成可能性较大，未纳入补贴的非公共部门义务量恐难以全额完成，印尼生物柴油政策对棕榈油的支撑同样持续转弱。产地方面，开斋节后棕榈油园区生产效率提高，高频数据显示，3 月棕榈油产量已经出现回升迹象，4 月进入增产季后棕榈油产量回升预期持续转强，产地累库预期影响下价格承压，中长期看棕榈油价格偏弱运行。豆油方面，国内库存中性偏高，基本面对价格影响有限，更多跟随能源价格以及棕榈油价格运行，但是中美关税整体利多豆类，因此豆油表现相对抗跌。

**图表 6: POGO 价差持续上升**



数据来源：汇易网，兴证期货研究咨询部

## 四、总结与展望

本次中美关税冲突直接利好豆类价格，利空植物油，油脂油料价格运行分化。豆类方面，本次关税反制力度远高于 2018 年，中美矛盾短期难以缓和，随之形成的新季美豆种植面积调降预期、全球大豆贸易流向变动以及远月大豆进口担忧均对大豆注入利多题材，近月而言，虽然二、三季度大豆供应整体充裕，但是巴西出口升贴水上升

将影响我国三季度船期采购成本，国内豆粕生产成本上升，若其余需求国的大豆进口均转向巴西，巴西升贴水存在进一步上升可能，进口成本对豆粕价格存在较好支撑。中美关税影响更多落在远月大豆供应方面，美豆进口成本显著上升将限制油厂大豆买船，四季度缺豆发生概率较大，叠加年底消费旺季，豆粕远月走强可能性较高。但是需关注美豆是否通过巴西转口方式完成出口供应，若该情况发生，大豆整体供应量变动较小，豆粕仍然存在回落可能。

油脂方面，植物油出口、能源掺混需求下降是豆油、棕榈油价格集体走弱主要原因，其中棕榈油受能源冲击最大，掺混性价比下降以及出口税收补贴不足导致市场对印尼 B40 计划的推动情况存疑，占比超过一半的非公共部分义务量或将无法全额完成，棕榈油生柴利多再次削弱，叠加棕榈油增产季产量修复预期，棕榈油价格承压，带动油脂板块运行转弱。豆油受豆粕估值提振，价格表现相对抗跌，但是难以形成独立行情，整体跟随油脂板块偏弱运行。

。

## 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，兴证期货研究咨询部不承担责任。

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咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。