

贸易开战，油脂将走高

兴证期货·研发中心

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

程然

从业资格编号：F3034063

联系人

李国强

电话：021-20370971

邮箱：ligq@xzfutures.com

2018年6月18日星期一

内容提要

● 行情回顾

豆油本周震荡走低。中美贸易战正式开打，在美国宣布对部分进口中国商品加征关税之后，中国也紧随其后对部分美国商品加征 25% 的关税，包括大豆，这无疑会大幅提高后期豆类油脂的进口成本，导致国内豆类油脂的价格走高。美豆国内压榨数据利好，但出口销售数据较差，导致市场对需求减弱的担忧；美国农业部 6 报预测廷大豆产量由 3700 万吨，但调高巴西大豆产量至 1.19 亿吨，整体中性；国内油厂大豆压榨利润逐步走低，由于豆粕胀库，导致油厂的开工率逐低于正常；马来西亚棕榈油 5 月产量小幅下降，出口大幅放缓，期末库存降幅低于预期。综合来看，目前油脂价格下跌后可能将大幅反弹。

● 后市展望及策略建议

中美贸易战开打，对豆类油脂价格利多；美豆出口放缓导致市场对需求担忧，南美大豆方面阿根廷大豆减产利多；棕榈油方面，马来西亚 5 月的产量回升低于预期、出口大幅转弱，期末库存维持高位震荡；整体油脂可能维持震荡走强。

1. 油脂基本面

1.1 豆油基本面

1.1.1 中美贸易战开打

2018年4月4日，美国政府发布了加征关税的商品清单，将对我输美的1333项500亿美元的商品加征25%的关税。随后，根据《中华人民共和国对外贸易法》和《中华人民共和国进出口关税条例》相关规定，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、财政部长姆努钦将率美方代表团访华。中共中央政治局委员、国务院副总理刘鹤将与美方代表团就共同关心的中美经贸问题交换意见。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，国务院副总理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。中国政府同样公布对美国进口商品加征25%关税的公告，针锋相对，由于清单中包括美豆，因此毫无疑问会大幅提高进口大豆的成本，因此，预期将刺激国内豆类油脂价格上涨。

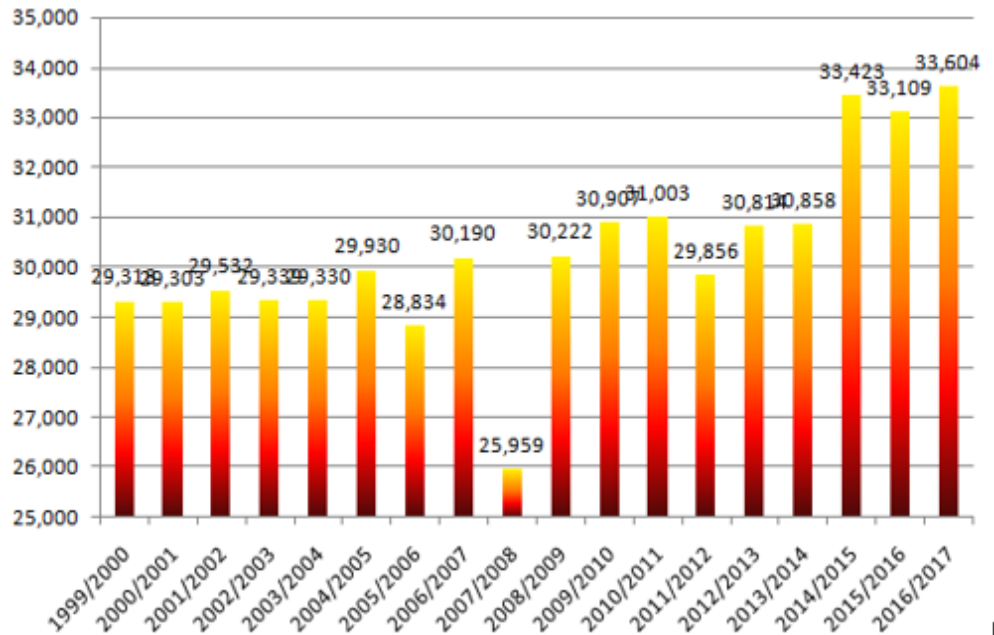
美国是全球大豆产量最大的国家，大豆出口量仅次于巴西，62%的大豆出口到中国；而中国是全球最大的大豆需求国，年进口量达到9500万吨以上，其中从美国进口3200万吨以上，占比超过30%。若贸易战开始，美国大豆出口受阻，豆价将大幅下跌，农民损失严重；而中国方面，进口大豆来源受阻，大豆供应无法满足，市场可能会出现报复性上涨行情，导致两败俱伤的结局。

1.1.2 美农业部6月报告中性

美国农业部6月月报显示，美新豆播种面积8900万英亩（上月8900，上年9010），单产48.5蒲（上月48.5，上年49.1），产量42.80亿蒲（上月42.80，上年43.92），出口22.90亿蒲（上月22.90），压榨20.00亿蒲（上月19.95），期末3.85亿蒲（预期4.17，上月4.15）；陈豆产量43.92亿蒲（上月43.92），压榨20.15亿蒲（上月19.90），出口20.65亿蒲（上月20.65），期末5.05亿蒲（预期5.22，上月5.30）；巴西产量11900万吨（预期11743、上月11700、去年11410），阿根廷产量3700万吨（预期3789、上月3900、去年5780）。巴西产量调高抵消阿根廷调低，美豆陈、新豆压榨双双提高，导致陈、新豆结转库存均低于预期，本次报告略显中性。

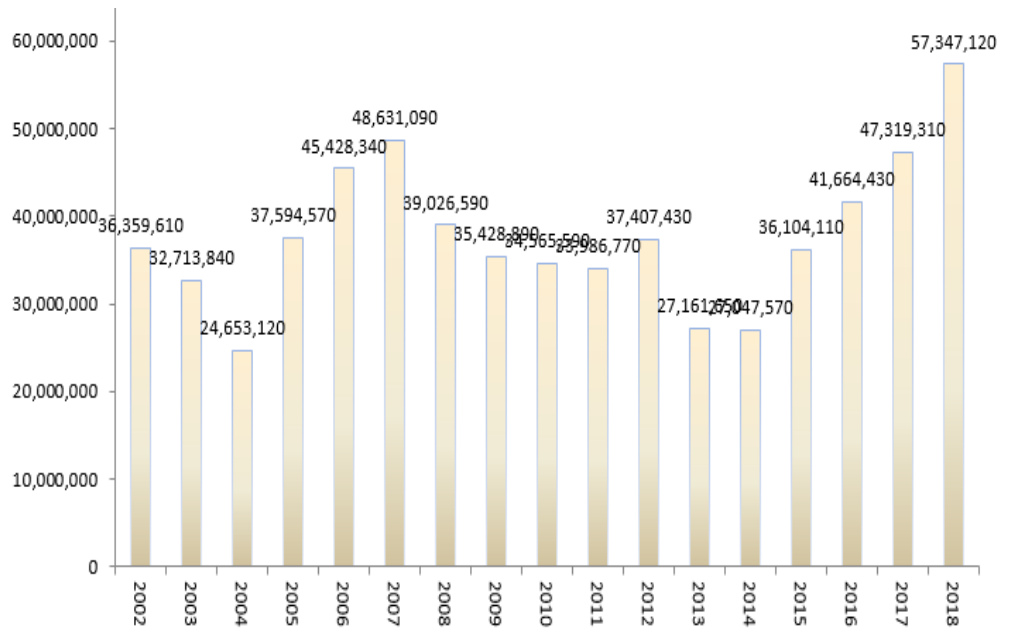
季度库存报告显示，2018年3月1日美国所有部位的大豆库存为5735万吨，比2017年3月1日的4732万吨高出1003万吨，比上年同期高出21%，并持续创出历史新高。尽管中国大豆进口强劲，但由于中美贸易战关系，出口进度大幅放缓，美国农业部甚至调低了美豆出口数据，因此，美豆库存的压力非常大，对价格有很大的压力。

图 1：美豆收割面积



数据来源：兴证期货研发部、USDA

图 2：美豆季度库存

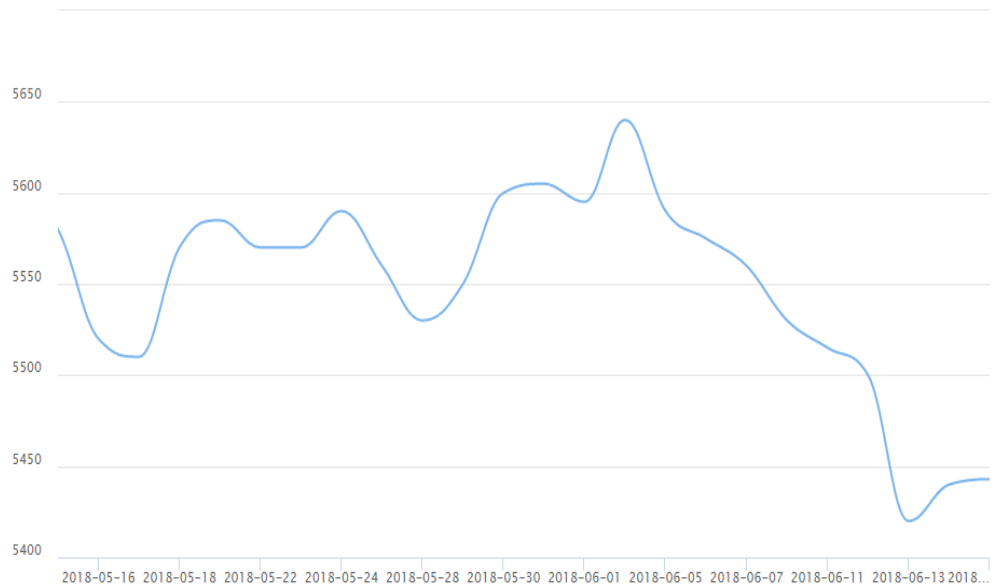


数据来源：兴证期货研发部、USDA

1.1.2 价格震荡走低

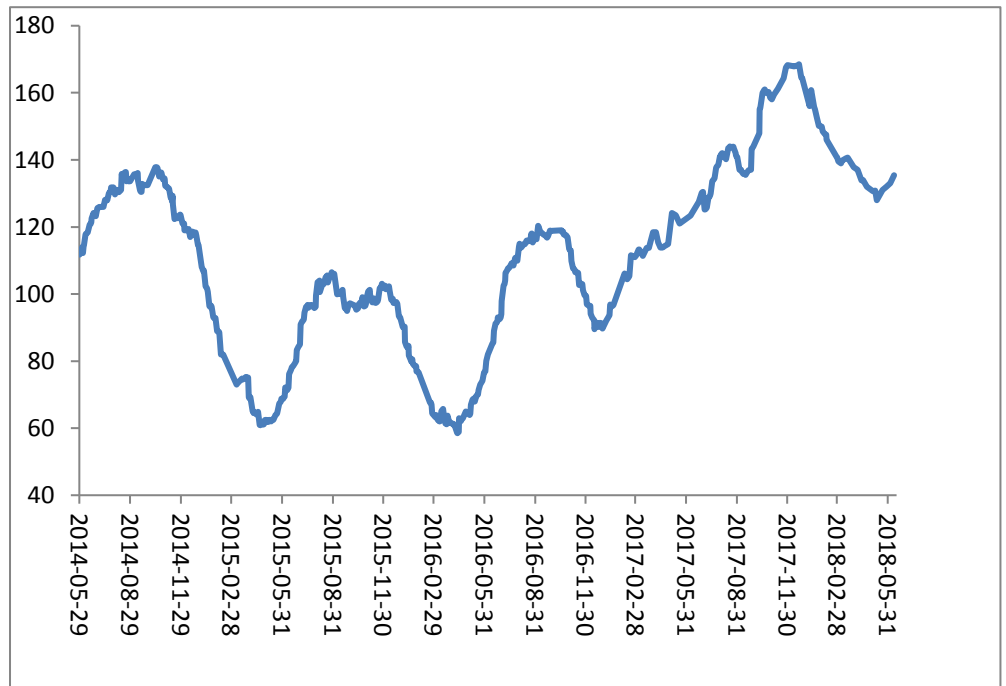
从豆油的成交来看，我国豆油的成交价格出现震荡走低，四级豆油维持 5450--5520 元/吨的区间小幅震荡走低；成交量本周维持震荡走低。目前，广州地区一级豆油的成交价格到 5500 元/吨，四级豆油的价格为 5420 元/吨，维持区间震荡走低。

图 3：国内豆油成交价格走低



数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

图 4：全国豆油库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

供给来看，目前进入消费淡季，油厂开工率受豆粕胀库影响偏低，豆油的库存维持高位震荡反弹；豆油的期末库存维持高位震荡，目前为 135 万吨。

1.1.3 6 月进口量增加、大豆库存维持高位

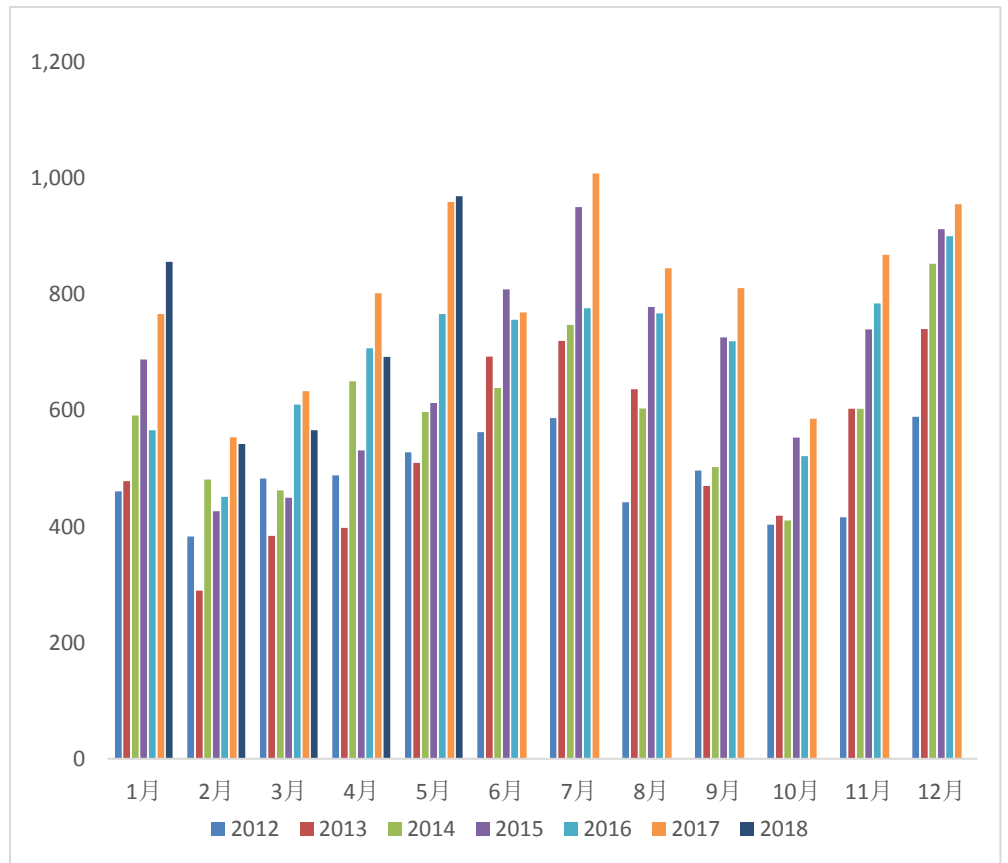
据全面调查显示，2018 年 6 月份国内各港口进口大豆预报到港 147 船 954.95 万吨，高于 5 月的 906 万吨，也高于去年 5 月同期进口量。

图 5：2018 年 5 月大豆进口量

2018年6月	进口量	船数
东北地区	90.9	14
华北地区	132.5	20.5
山东地区	206	31.5
华东地区	277.2	43.5
福建地区	50	8
广东地区	113.85	16.5
广西地区	84.5	13
全国总计	954.95	147

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

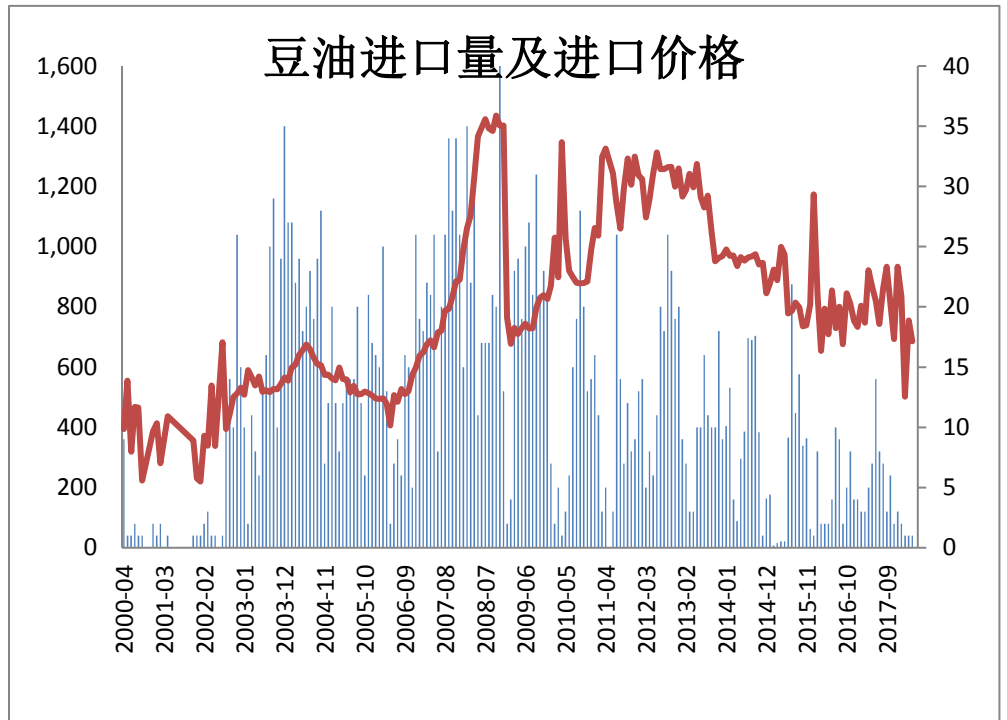
图 6：大豆进口量



数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

从进口价格的角度看，从 2013 年 3 月以来，每吨进口大豆的 CNF 价格由 700 美元震荡走低到 420 美元，目前维持低位震荡反弹。5 月大豆的进口成本出现了小幅反弹，目前维持在 436 美元/吨左右。

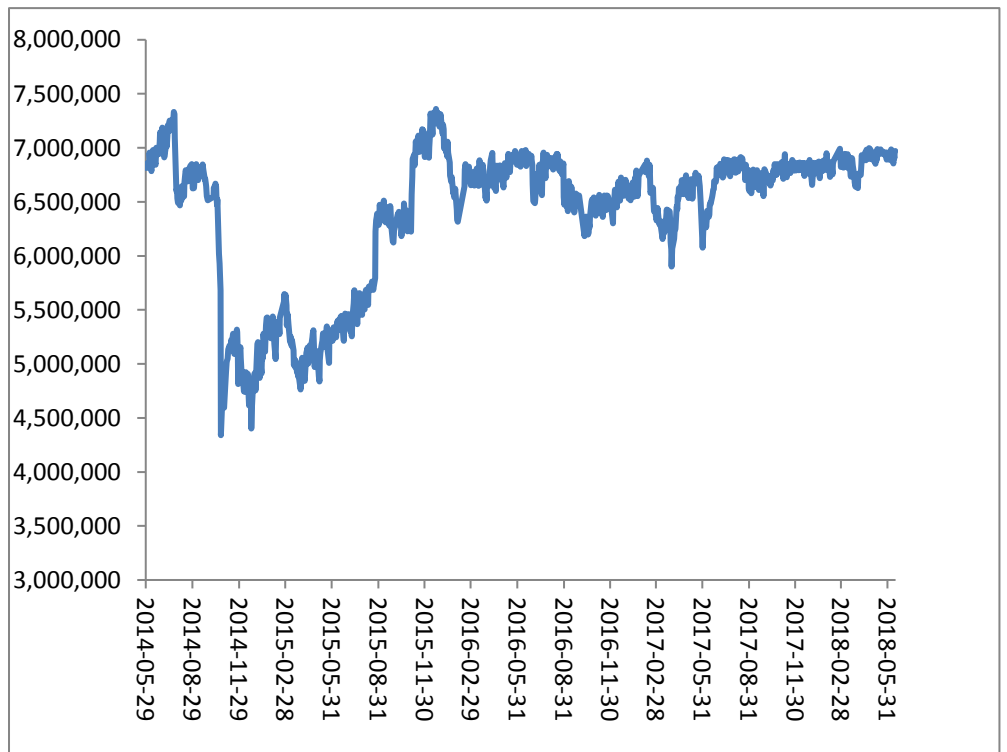
图 7：大豆进口量及 CNF 均价



数据来源：Wind，兴证期货研发部

目前国内大豆库存为 697 万吨,略高于上一周的水平,维持在历史的高位区间, 近期油厂开机率正常偏低, 主要由于豆粕胀库停机所致。

图 8：国内大豆库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

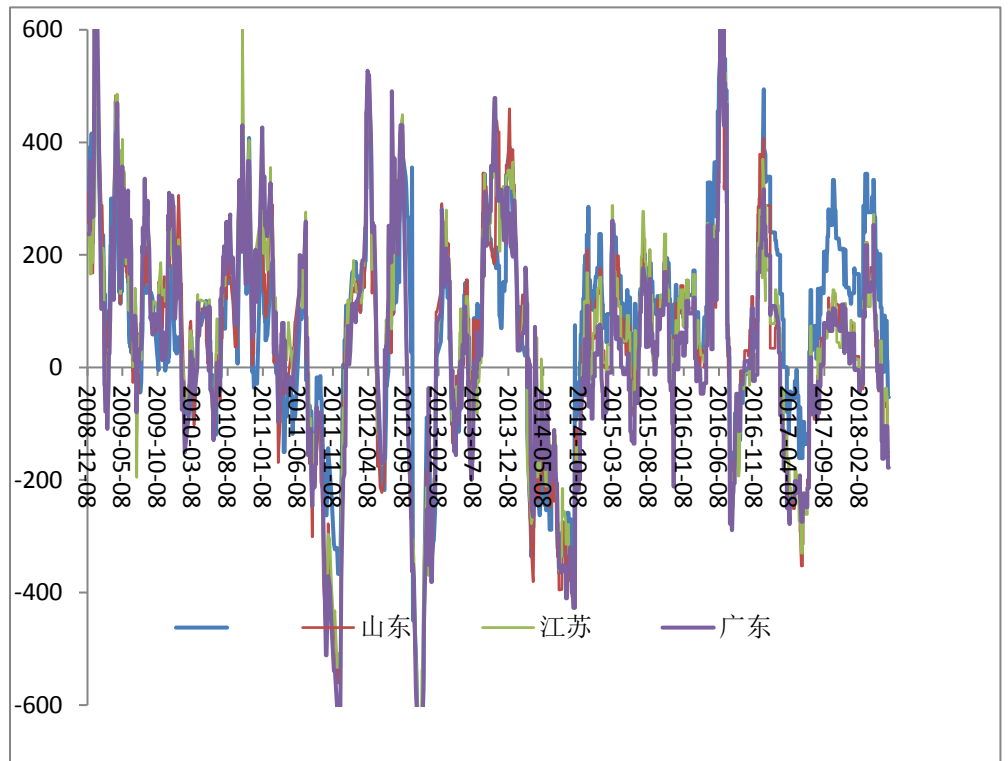
图 9：大豆压榨利润

品种	交货月	CBOT价格	CFR中国 美元/吨	完税价	连盘 豆粕	连盘 豆油	盘面 榨利	涨跌	豆粕 现货	豆油 现货	现货 榨利
美湾大豆	6/7月	927.25	418	3121	2957	5662	291	20	2812	5440	134
	8月	933.25	421	3144	3061	5854	386	26	2812	5440	111
	10月	950	431	3227	3061	5854	303	26	2812	5440	28
	11月	950	431	3232	3061	5854	298	27	2812	5440	23
美西大豆	7月	927.25	407	3052	2957	5662	360	10	2812	5440	203
	8月	933.25	411	3075	2957	5662	337	21	2812	5440	180
巴西大豆	6月	927.25	411	3075	2957	5662	393	19	2812	5440	234
	7月	927.25	421	3152	2957	5662	316	19	2812	5440	157
	8月	933.25	435	3255	2957	5662	213	18	2812	5440	54
	9月	939.75	441	3300	3061	5854	289	27	2812	5440	9
	2019年2月	961.5	425	3183	2815	5946	230	-27	2812	5440	126
	2019年3月	961.5	425	3183	2815	5946	230	-27	2812	5440	126
阿根廷大豆	6月	927.25	425	3173	2957	5662	182	18	2812	5440	28
	7月	927.25	418	3127	2957	5662	228	19	2812	5440	74

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

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高位；巴西和阿根廷大豆进口压榨利润略低，对国内价格有一定压力。现货方面，目前压榨维持较好的利润状态。

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、wind

1.1.4 消费需求放缓

从食用需求的角度看，目前处于油脂消费淡季，油厂开工率偏低，主要由于豆粕胀库停产所致；豆油的供应压力有所减小，市场交投一般，下游企业采购正常，不利豆油价格。

综合来看，中美贸易开战将大幅增加油脂进口成本，对豆类油脂价格利多；南美方面，阿根廷减产，但巴西产量相对较大；国内油厂压榨利润维持高位，开工率有所下降，供应压力有所缓解，建议投资者震荡偏强对待。

1.2 棕榈油基本面

1.2.1 马来棕榈油库存高于预期

表 1: 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
2017/06	1,514,170	1,527,043	1,379,691	-1.2%	-14.0%
2017/07	1,827,108	1,784,143	1,397,846	15.2%	0.8%
2017/08	1,810,594	1,942,001	1,487,820	6.4%	32.6%
2017/09	1,779,924	2,019,018	1,515,304	3.8%	30.5%
2017/10	2,008,841	2,190,106	1,548,724	19.7%	39.1%
2017/11	1,942,834	2,556,636	1,354,373	23.4%	54.4%
2017/12	1,834,167	2,731,689	1,422,928	24.5%	64.0%
2018/01	1,586,646	2,547,680	1,513,239	24.3%	65.3%
2018/02	1,342,805	2,477,853	1,312,295	6.7%	69.8%
2018/03	1,573,957	2,323,458	1,565,317	7.5%	49.5%
2018/04	1,558,337	2,174,243	1,541,432	0.7%	35.9%
2018/05	1,525,405	2,170,431	1,290,601	-7.8%	39.3%

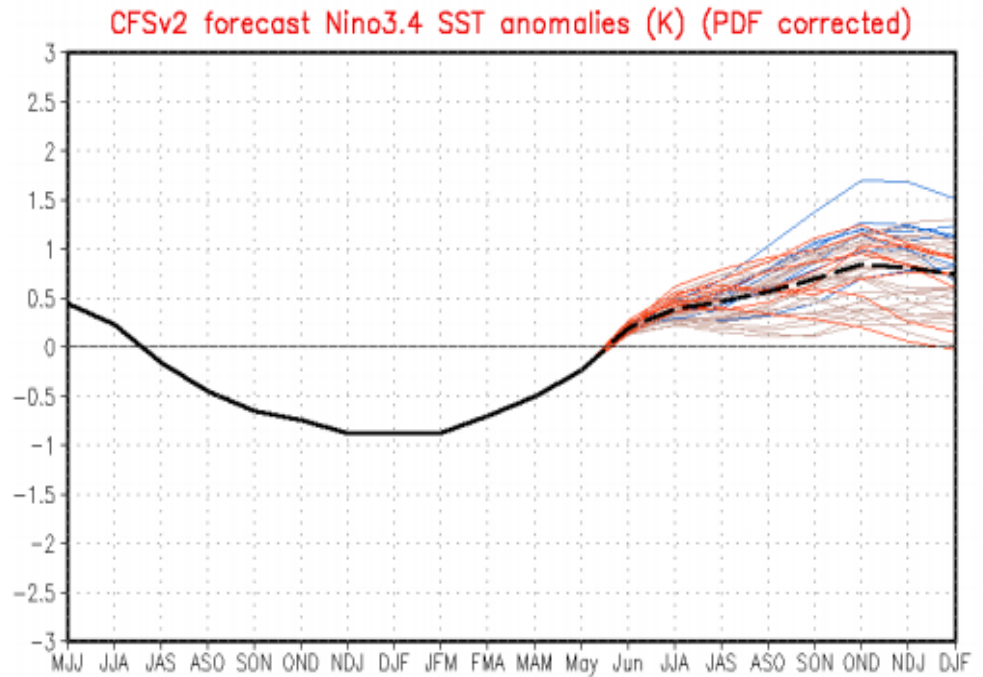
数据来源：兴证期货研发部

6月10日，马来西亚棕榈油局公布5月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚5月棕榈油的产量为152.5万吨，低于4月的155.8万吨，同比减少7.8%，低于市场预期；4月开始，马来西亚棕榈油进入到增产周期；马来西亚棕榈油的出口数据为129万吨，环比出现大幅减少，较3月的154.1万吨出现大幅减少。马来西亚棕榈油的期末库存为217万吨，较4月的库存小幅下降，同比增加39.3%。本次报告的产量低于预期，出口大幅低于预期，库存降幅低于预期，报告偏空。

1.2.2 气候维持中性

棕榈油常年连续生产，受天气的影响也很直接。根据目前的天气预测模型来看，目前全球气候维持中性，但到2018年冬季厄尔尼诺气候出现的概率超过50%。

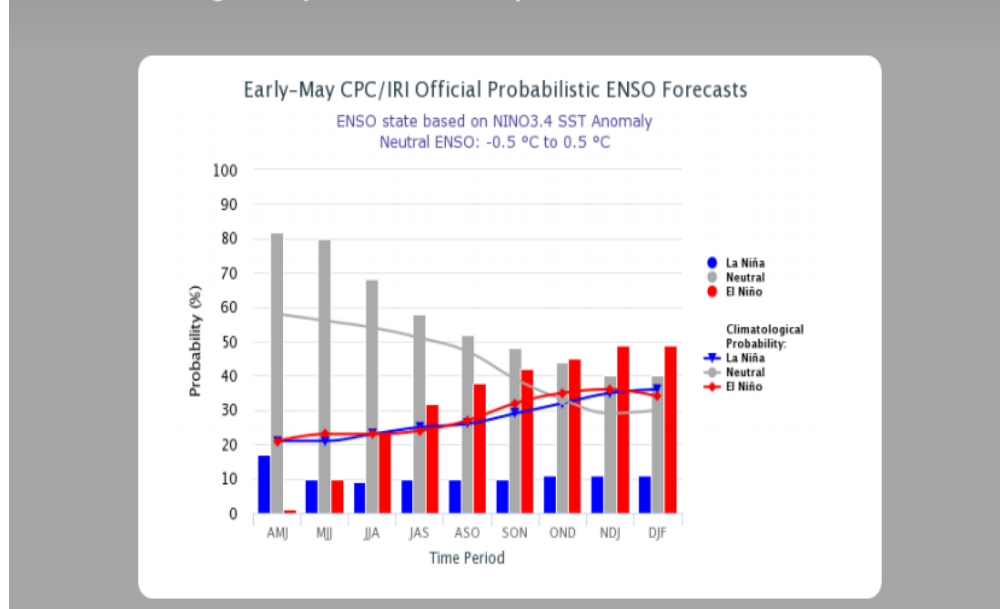
图 1: 天气预测模型



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 2: 天气预测模型

ENSO-neutral is favored through September-November 2018, with the possibility of El Niño nearing 50% by Northern Hemisphere winter 2018-19.

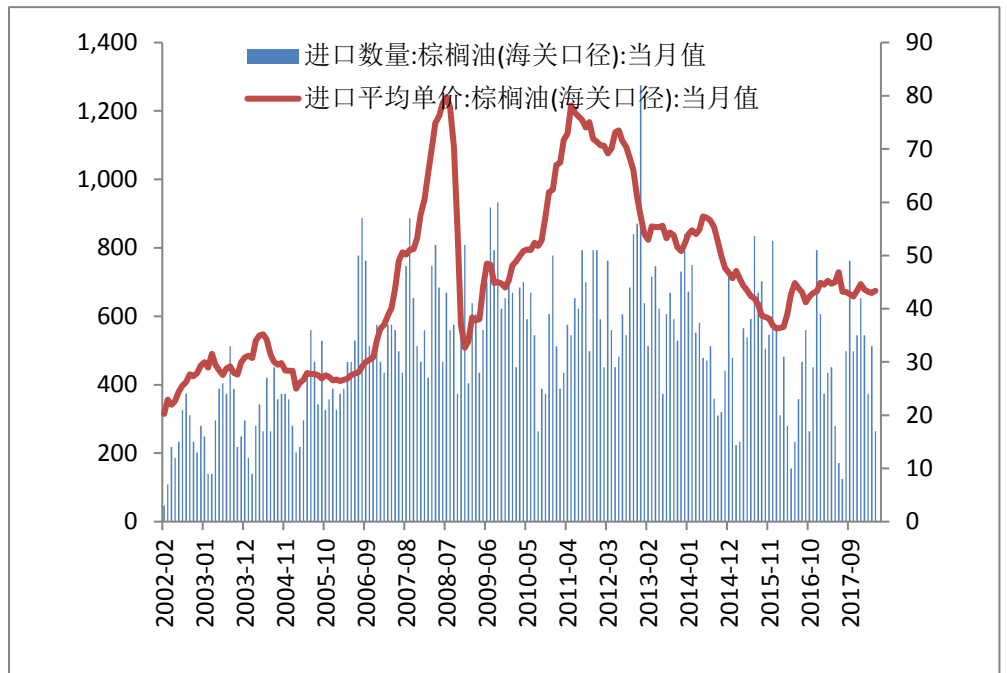


数据来源: 兴证期货研发部

从棕榈树的生产特性来看, 通常来说, 当干旱来临, 棕榈油的减产需要延迟 6-9 个月的时间才会显现。目前产量情况看东南亚气候恢复正常有助于棕榈油生长; 后期东南亚地区棕榈油的产量进入到季节性增产周期, 产量的可能逐步增加, 给价格带来季节性压力。

1.2.3 棕榈油库存维持震荡

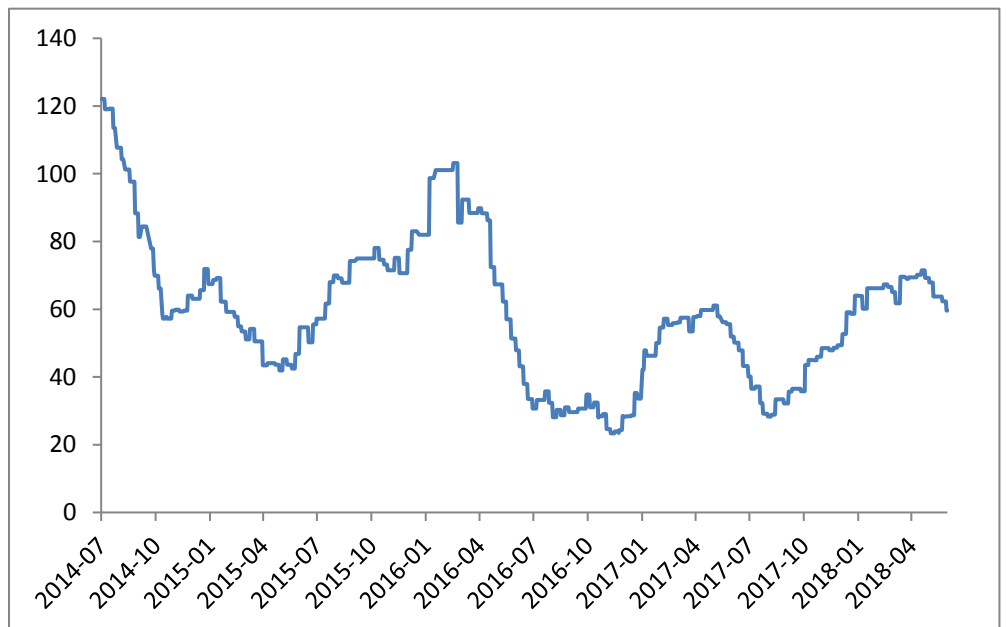
图 3：棕榈油进口及价格



数据来源：Wind，兴证期货研发部

如图所示，4 月我国棕榈油的进口环比大减，为 17 万吨，也低于去年同期的 29 万吨的进口量。目前棕榈油的进口维持亏损，进口量维持较低水平；由于比价较高，棕榈油需求偏弱，国内棕榈油的库存近期维持高位震荡走低。

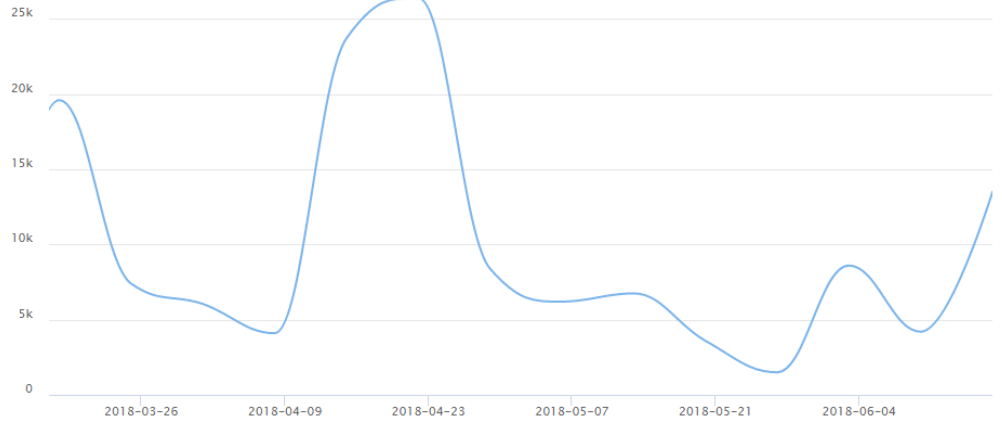
图 4：国内棕榈油港口库存



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

从现货的角度来看，国内棕榈油的商业库存由 2017 年 8 月的 28 万吨出现大幅增加，目前商业库存为 59 万吨。

图 5：国内棕榈油的成交情况



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

短期，国内棕榈油成交有所增加。如图 5 所示，本周棕榈油的现货成交维持低位。从棕榈油的成交价格来看，广州棕榈油的价格 4830-5000 元附近。

1.2.4 进口存在小幅亏损

从进口贸易商的角度来看，目前国内华南地区马来西亚 24 度棕榈油的现货进口成本 4900 元/吨，现货消费在 4850 元，每吨小幅亏损 50 元。远月印尼的棕榈油进口完税成本为 4820 元，较现货每吨贴水 30 元；从进口贸易的角度来看，进口的棕榈油出现一定盈利。

图 6：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)	CMF (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	6月	610	+02.50	20	630	4900	(华南)
		610	+02.50	25	635	4930	(华东)
		610	+02.50	28	638	4960	(华北)
	7月	610	+02.50	20	630	4900	(华南)
		610	+02.50	25	635	4930	(华东)
		610	+02.50	28	638	4960	(华北)
	8/9月	612.5	+02.50	20	632.5	4920	(华南)
		612.5	+02.50	25	637.5	4950	(华东)
		612.5	+02.50	28	640.5	4980	(华北)
	10/11/12月	620	+02.50	20	640	4970	(华南)
		620	+02.50	25	645	5010	(华东)
		620	+02.50	28	648	5030	(华北)
33度棕榈油	6月	607.5	+02.50	25	632.5	4920	(华东)
	7月	607.5	+02.50	25	632.5	4920	(华东)
	8/9月	610	+02.50	25	635	4930	(华东)
	10/11/12月	617.5	+02.50	25	642.5	4990	(华东)
44度棕榈油	6月	605	+02.50	25	630	4590	(华东)

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

综合来看，马来西亚棕榈油逐步进入增产周期，产量的回升给价格带来一定压力；但预期 6 月数据产量恢复，但需求萎缩，对价格利空；近期受中美贸易战影响，棕榈油价格存在上涨动力，维持区间震荡走高概率较大。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

日线图看，豆油主力合约震荡下跌，建议投资者少量试多。

图 1：豆油 1809 日线



数据来源：兴证期货研发部

2.2 棕榈油

由技术看，棕榈油震荡走低，建议投资者少量试多。

图 2：棕榈油 1809 合约日线



数据来源：兴证期货研发部

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。