

兴证期货·研发中心

2018年8月31日星期五

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](mailto:ligq@xzfutures.com)

## 内容提要

### ● 行情回顾

8月豆油维持区间震荡的行情；油厂供应压力较大，加之国储持续抛售豆油，使得市场对豆油价格看空依旧。尽管目前进入到中秋备货后期，需求依旧差强人意，豆油库存继续小幅上涨，创出新高；国际方面，原油的上涨带动生物柴油的生产和消费，豆油的需求小幅反弹。美国国内大豆压榨数据较好但出口销售较差对价格打压严重；美豆单产大幅上调，总产和期末库存上调幅度也远超市场预期，对远期价格压力较大。棕榈油库存维持震荡回调，接近47万吨；7月马来棕榈油的产量同比增加低于预期，出口小幅反弹，期末库存低于预期，但8月产量可能再度增加；目前来看，东南亚地区棕榈油的增幅可能再度恢复，尽管能源价格走高带动棕榈油的生物柴油需求增加，但整体供求宽松状态仍旧压制棕榈油价格。

### ● 后市展望及策略建议

进入9月以后，美国大豆产量逐步确定，由于近期美豆优良率小幅下滑，因此我们认为单产和产量存在小幅下调的可能；中美贸易战可能提高进口大豆成本，对豆油价格有支撑；东南亚棕榈油进入到增产周期，对棕榈油价格产生利空。综合来看，豆油和棕榈油基本面维持宽松状态，需求向好预期下后期维持区间偏强震荡的概率较大。

# 1. 油脂基本面

## 1.1 豆油

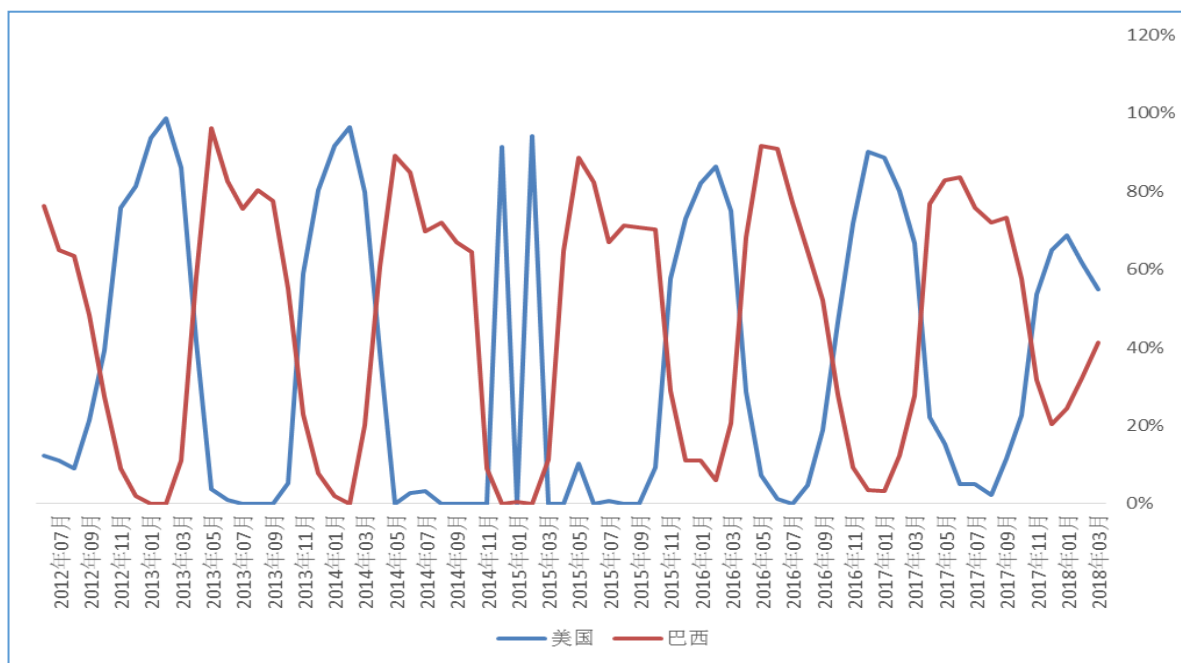
### 1.1.1 美豆丰产打压价格

美国方面，美国农业部预估 2018 年美豆种植面积 8960 万英亩，较去年实际面积 9010 万英亩减少 50 万英亩；美国大豆的单产由 48.5 蒲式耳/英亩大幅上调到 51.6 蒲式耳/英亩，大大高于市场的预期，导致美国大豆的总产量较历史最高水平上调 529 万吨。近期美国大豆的优良率由 8 月初的 69% 下调到 66%，随着天气条件的转差，后期美豆的单产和产量存在小幅下调的可能，但整体丰产的局面不会改变。根据 Pro Farmer 的调研数据，美国大豆的单产可能创出历史新高达到 53 蒲式耳/英亩。如果是这种情况出现，美豆的压力可能要超过市场的预期。毫无疑问，美豆的增产将给豆粕和豆油的价格都带来很大的压力。

### 1.1.2 美豆进口周期降至，关税拉高进口成本

4 月以来，中美贸易战曲折进行，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，大大提高了美豆进口的成本。如下图所示，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。这就意味着后期，国内必须要从美国进口大豆，进口成本将大幅增加。由于目前巴西大豆已经出现较美豆更高的溢价水平，因此，后期进口美豆的成本跳涨要低于 25% 的加征关税，但可能不会低于 10% 的成本增加。

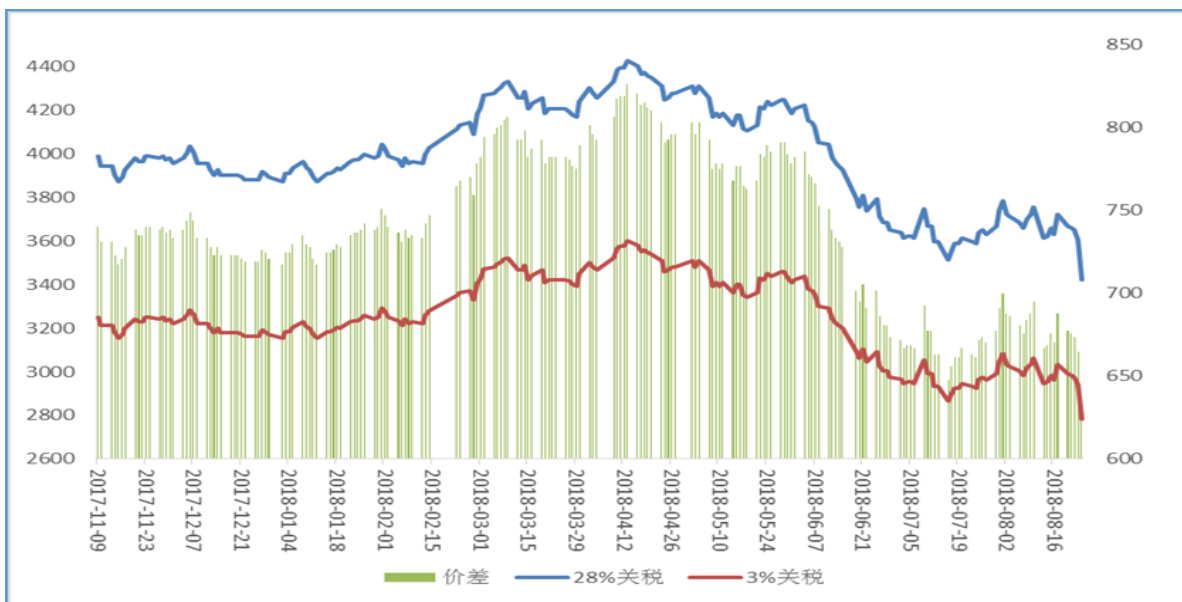
图 1：美国和巴西大豆进口比重



数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

如图 2 所示，按照 28% 的进口关税，美豆的进口到岸成本要超过 3750 元/吨，目前国内港口进口大豆价格维持在 3400 元/吨。在美豆价格维持在成本上下波动的情况下，继续下跌的空间不大，这就意味着后期国内进口大豆的成本可能接近 3750 元/吨，成本的跳涨必然会带动豆油和豆粕价格的走高。

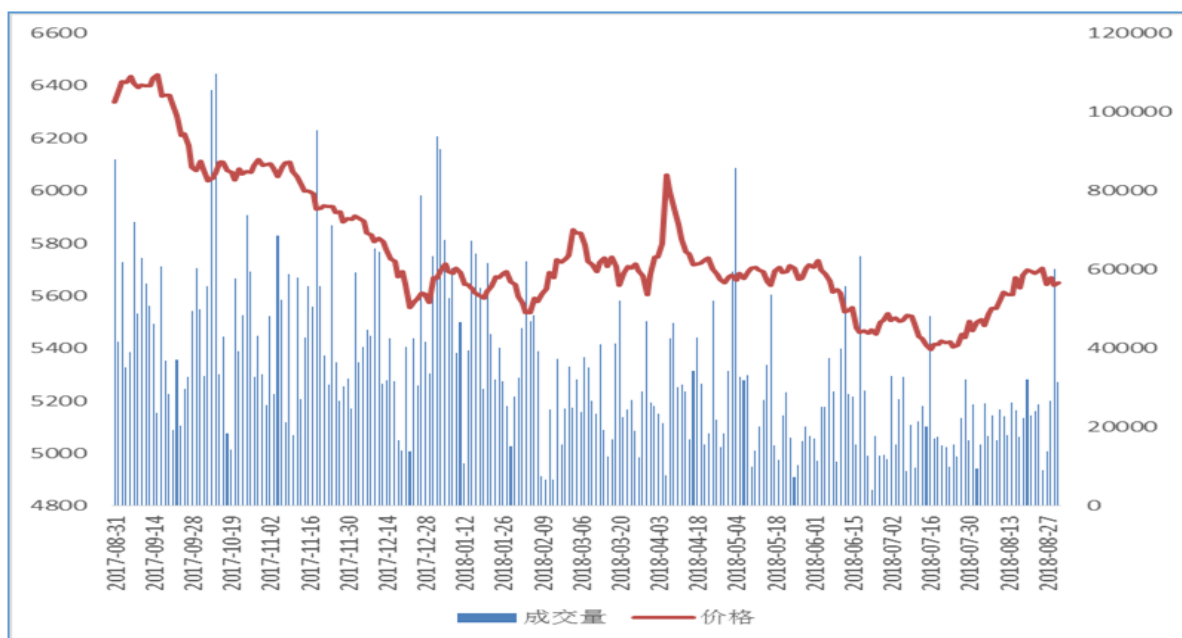
图 2：不同关税下美豆成本测算



数据来源：兴证期货研发部

### 1.1.3 国内开工反弹，豆油成交有所好转

图 3：豆油价格及成交量走势



数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

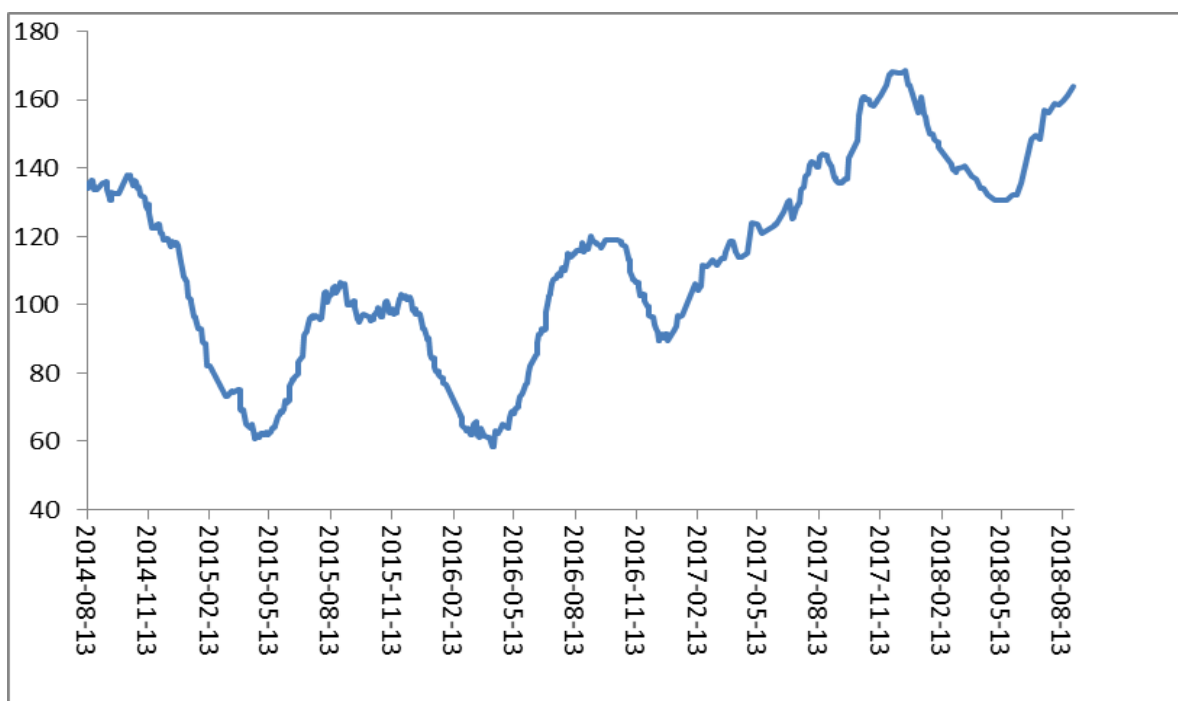
国内方面，8月整个国内油厂开工率逐步震荡走高，进口大豆大量到港量受贸易战影响出现一定下降；中秋备货已经开始，豆油的需求有所好转，但豆油的库存继续震荡走高，供求宽松的状态很难发生改变；近期，随着原油价格的上涨，豆油的生物柴油需求大幅增加，受该利多因素影响，外盘豆油维持震荡偏强的概率较大，对国内豆油有一定的利好。

图2为国内豆油的成交价格及成交量的走势图。自2018年7月下旬以来，豆油的现货价格维持低位震荡反弹行情，目前维持在5600到5900元/吨的区间；由于供求宽松，目前价格已经持续维持在低位区间水平，豆油的价格可能维持区间震荡反弹。

### 1.1.4 豆油库存维持高位，宽松局面持续

如图4所示，国内豆油的商业库存自5月以来持续走高，由于国内需求一般，加之政府不断抛售豆油储备，豆油库存维持震荡走高；目前已经接近中秋节备货的尾端，豆油的库存仍是居高不下。当然后期随着下半年的到来，豆油的需求将会逐步有所起色。

图4：豆油商业库存



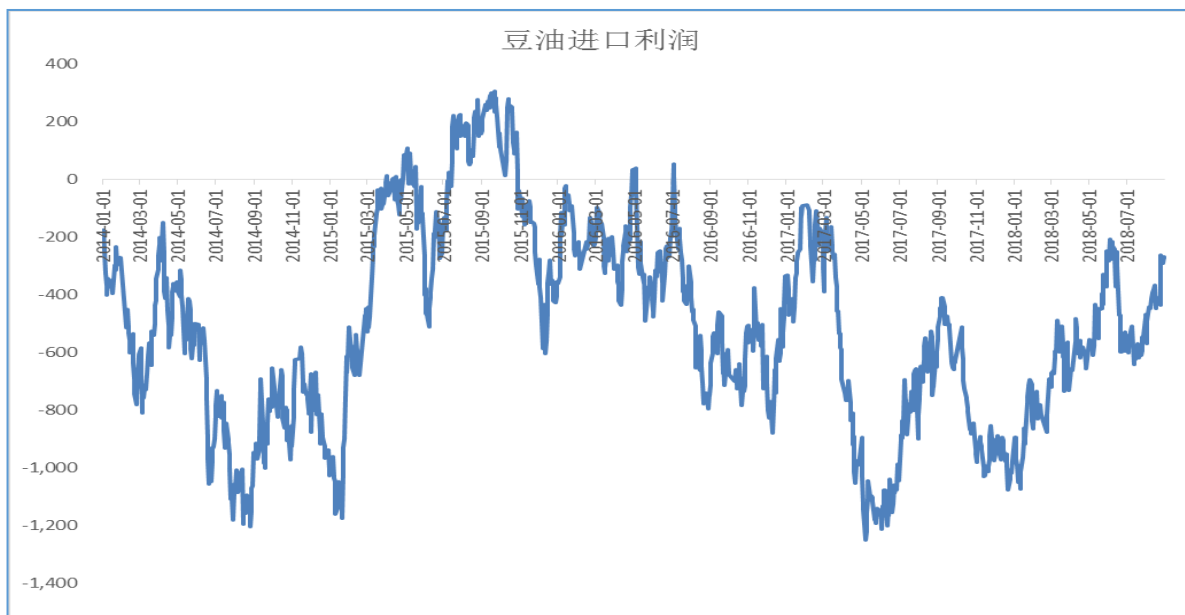
数据来源：兴证期货研发部、WIND

### 1.1.5 进口亏损收窄，后期对价格有压力

从进出口情况看，每吨豆油的进口亏损接近273元；近期国内和外盘豆油的价差有所缩窄，进口亏损出现了大幅减少。短期来看，外盘豆油价格偏弱而国内豆油价格则相对较强，导致进口亏损缩小。

从国际情况看，近期有报道称阿根廷豆油已经大量装船，将发往中国，目前装船数量有近3船，总计豆油约12万吨，这是近三年来阿根廷再度出口中国豆油。相信后期随着豆油的到港，豆油的价格将会受到很大的打压。

图 5：豆油进口利润

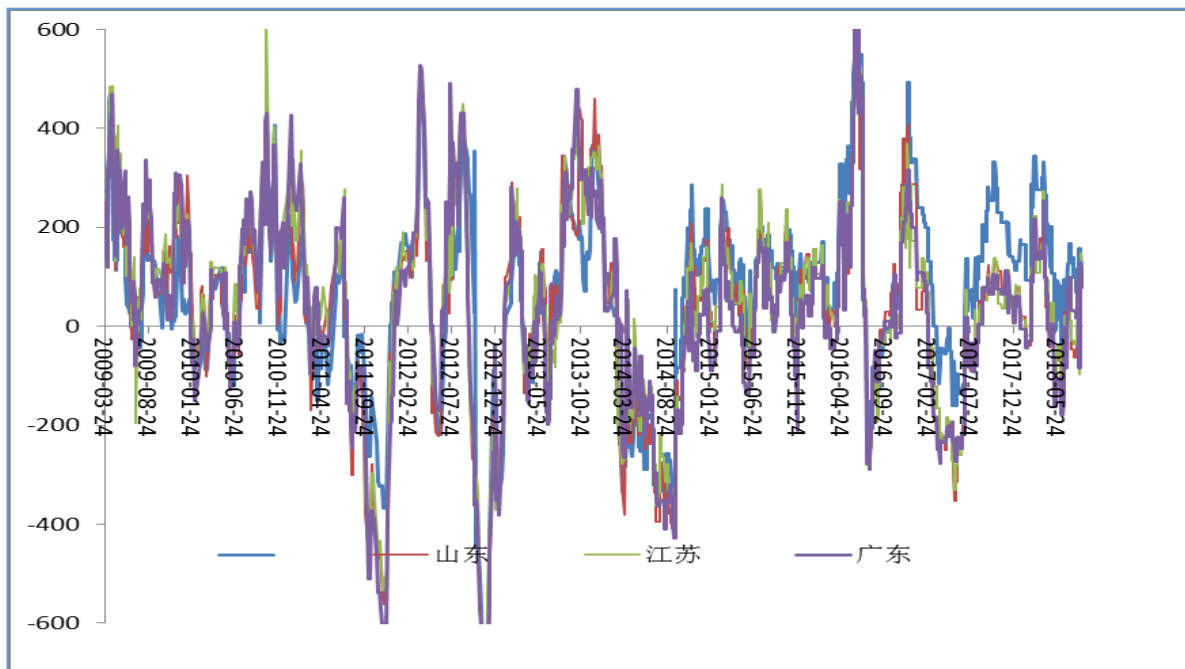


数据来源：兴证期货研发部、WIND

### 1.1.6 压榨利润走低，对价格形成支撑

从整个进口大豆的压榨产业链来看，进口大豆成本维持偏强震荡，豆粕现货价格受到美国大豆丰产以及非洲猪瘟的影响出现了大幅回调，压榨企业大豆进口压榨利润大幅缩窄。

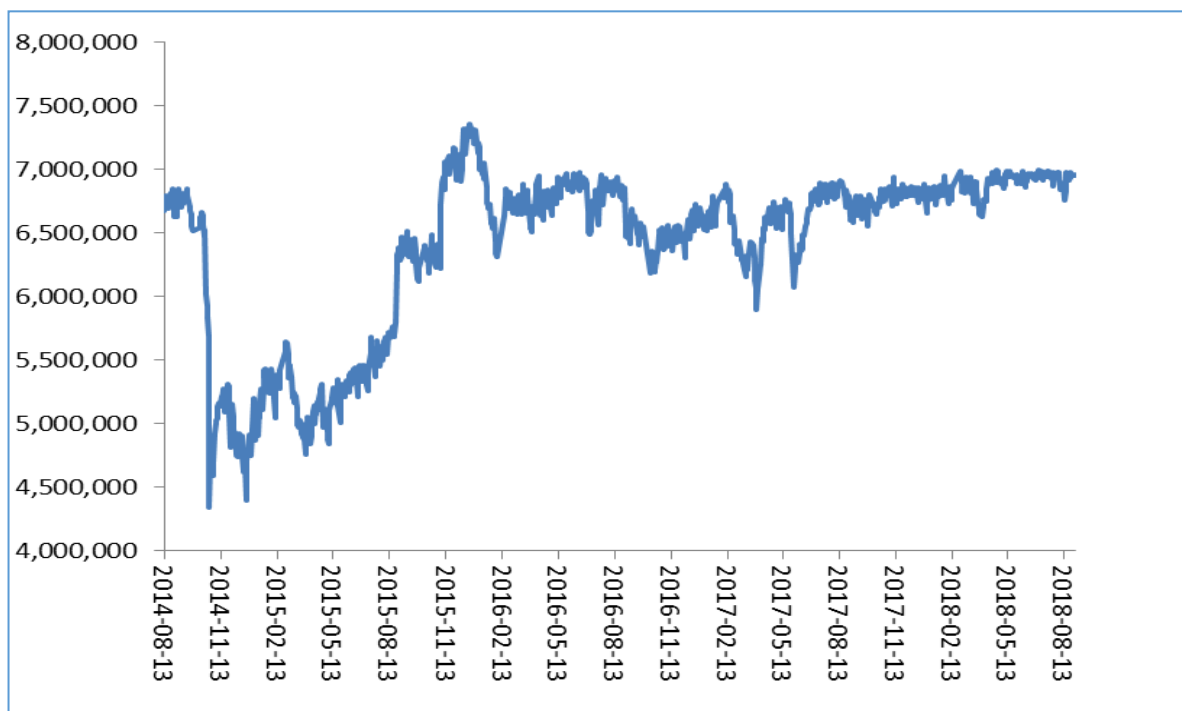
图 6：进口大豆压榨利润



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，尽管近期猪价止跌反弹，但由于非洲猪瘟的影响较大，市场抛售生猪的情况持续发生，后期对豆粕的需求可能减少；从大豆供给的角度来看，7月进口大豆量维持正常，进口大豆的库存量维持高位。目前，进口大豆库存为 695 万吨，维持在近年中值偏高水平，对价格有一定的压力。

图 7：大豆结转库存



数据来源：兴证期货研发部

综合来看，9月美豆逐步成为全球唯一充裕的豆源地，大豆的出口可能有所转好，但由于新作大豆单产水平维持高位，供给压力依然严峻；国内油厂开机率维持高位，使得豆油的供应压力持续增加，9月10日以后政府抛售豆油将停止，压力有所缓解；在生物柴油需求好于预期的情况下，国际豆油需求好转；国内随着下半年节假日的到来，预期9月油脂可能维持区间震荡反弹的行情，建议投资者区间震荡偏强对待。



## 1.2 棕榈油基本面

### 1.2.1 产量不及预期，需求下降，棕榈油价格疲软

每年的4月到次年10月棕榈油进入到增产周期，这决定了棕榈油的供应将会出现大幅增加的趋势。供应的增加一般会导致供求关系转向宽松的局面，由于全球气候逐步正常，棕榈油的月度产量数据将出现同比增加的趋势，对价格不利；需求方面，随着能源价格的上涨，棕榈油的生物柴油需求增幅远远高于预期，从印度尼西亚生物柴油的产量和出口量数据看，棕榈油的需求要远远好于预期。从马来西亚公布的产量数据来看，2018年7月马来西亚棕榈油产量同比出现大幅减少，出口环比出现小幅增加，导致期末库存增幅不及市场预期，对棕榈油价格利多。从8月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量同比增幅可能低于预期，消费要低于预期，整体对价格有一定支撑。

需求方面，随着印度对棕榈油进口关税的提高，市场对棕榈油的需求出现了一定程度的放缓；但由于能源价格的上涨，棕榈油的生物柴油需求大幅增加，对棕榈油的消费好于预期；出口数据方面，7月棕榈油出口量出现环比小幅走高；综合马来西亚和印度尼西亚供求，8月棕榈油供求数据可能偏利空，对棕榈油价格有一定压力。

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
2017/07	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%
2018/06	1,332,705	2,188,660	1,129,088	-12.0%	43.3%
2018/07	1,503,220	2,214,565	1,205,813	-17.7%	24.1%

数据来源：兴证期货研发部

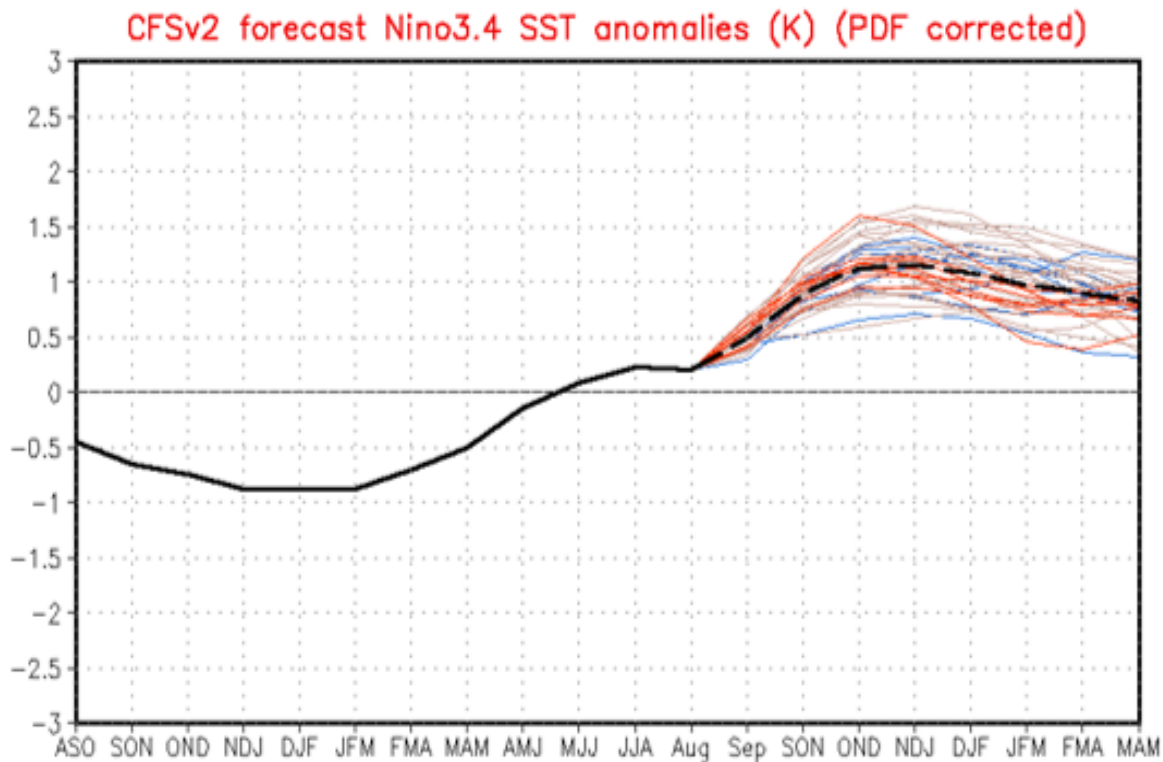
从马来西亚的数据来看，7月马来西亚棕榈油的产量为150.3万吨，同比减少17.7%。预期马来和印尼的棕榈油8月产量将有所恢复，供应的恢复对棕榈油的价格有一定压力。出口方面，

马来西亚 7 月棕榈油出口量为 120.5 万吨，较 6 月出现了小幅增加；目前情况看，8 月以来棕榈油的出口需求可能会继续下降，会对棕榈油的价格有一定压力。

### 1.2.2 全球气候中性，棕榈油生产正常

棕榈油常年连续生产，受天气的影响也很直接。根据 NOAA 的最新预测，近期天气维持中性，但到年末厄尔尼诺现象出现的概率达到 70%，可能带来干旱气候给棕榈油的产量带来影响。

图 1：天气预测模型



数据来源：NOAA，兴证期货研发部

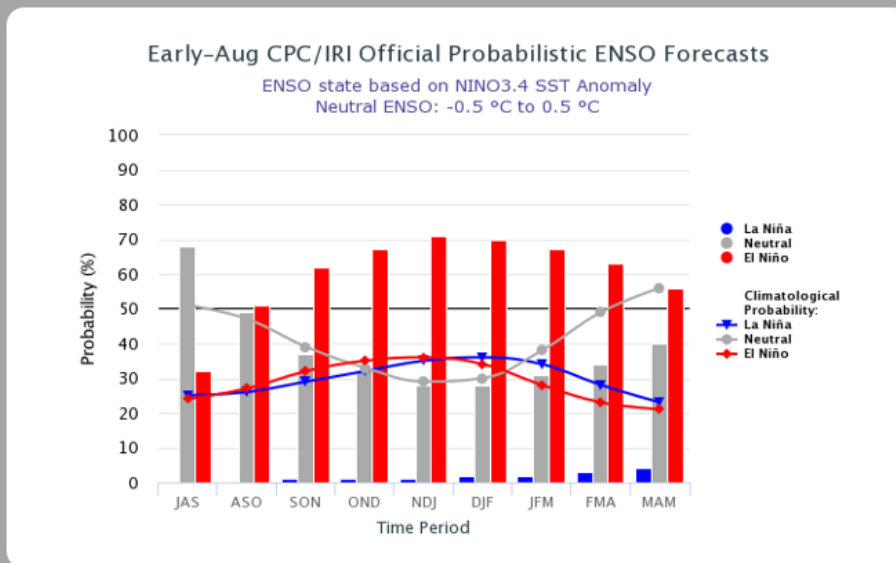
根据目前的天气预测模型来看，目前全球维持中性气候，但到 2018 年年末全球气候出现厄尔尼诺现象的概率接近 70%。

目前，马来西亚和印度尼西亚降雨充沛，使得棕榈油的产量出现增加。整个东南亚棕榈油的产量已经摆脱了之前厄尔尼诺天气的影响。从季节行角度来看，4 月—10 月棕榈油将进入到增产周期，供应压力大幅增加。



图 2：天气预测模型

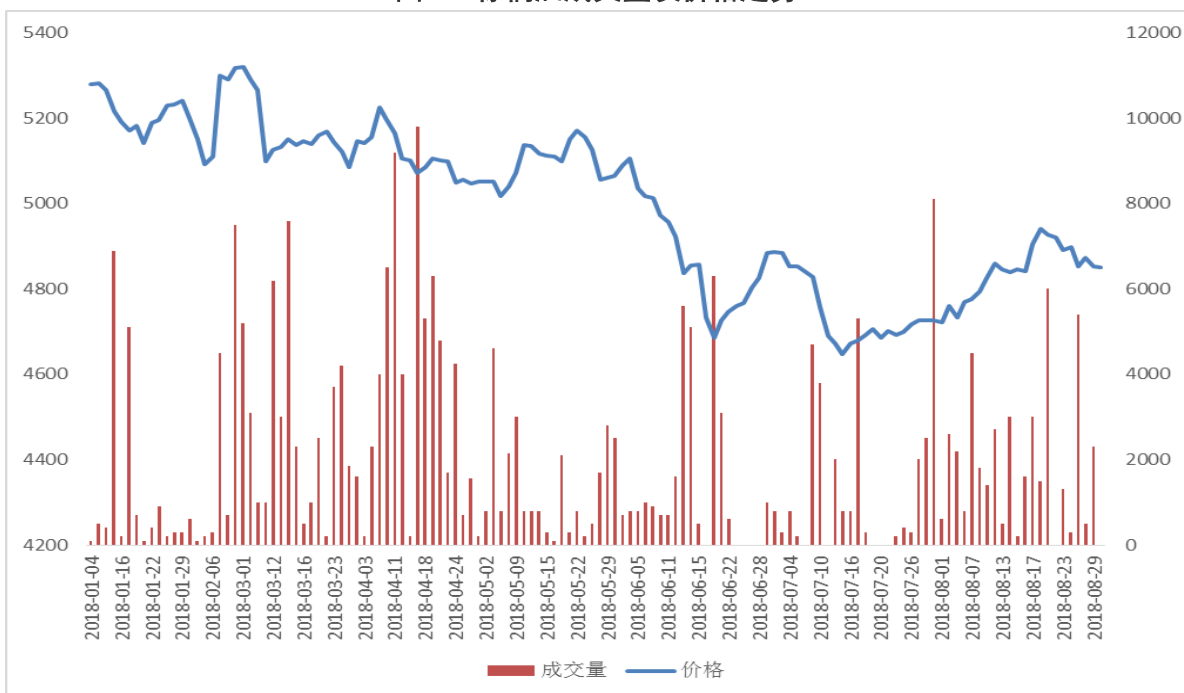
ENSO-neutral is favored through July-September 2018, with El Niño favored thereafter. Chances for El Niño are near 70% during Northern Hemisphere winter 2018-19.



数据来源：兴证期货研发部

### 1.2.3 国内消费低迷，成交价格维持低位震荡

图 3：棕榈油成交量及价格走势



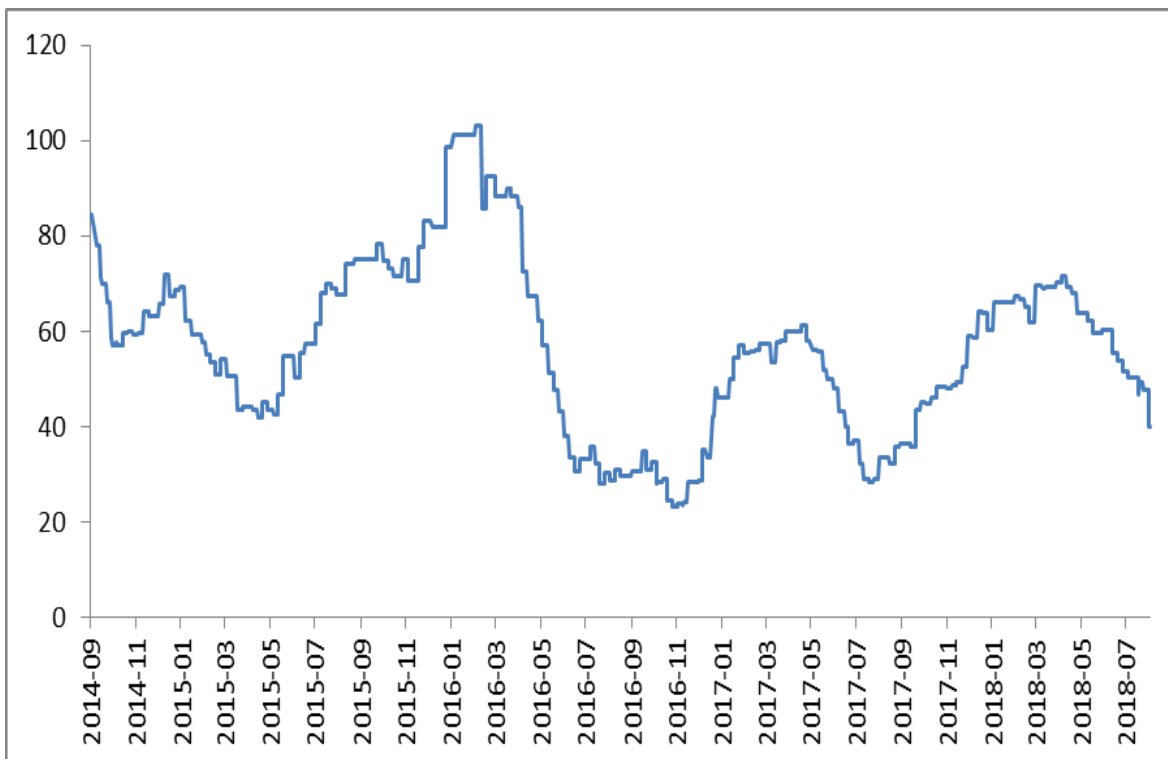
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

从现货的角度来看，目前国内棕榈油的成交量维持低位；目前国内棕榈油库存维持震荡走低，消费的低迷对价格有压力。

### 1.2.4 库存震荡走低，后期进口增加

目前，国内棕榈油的商业库存达到 47 万吨的水平，近期出现震荡走低情况；主要是因为棕榈油进口量减少，国内需求萎靡。国内棕榈油的价格水平相对较高，消费被豆油和菜籽油取代，棕榈油的成交偏弱。

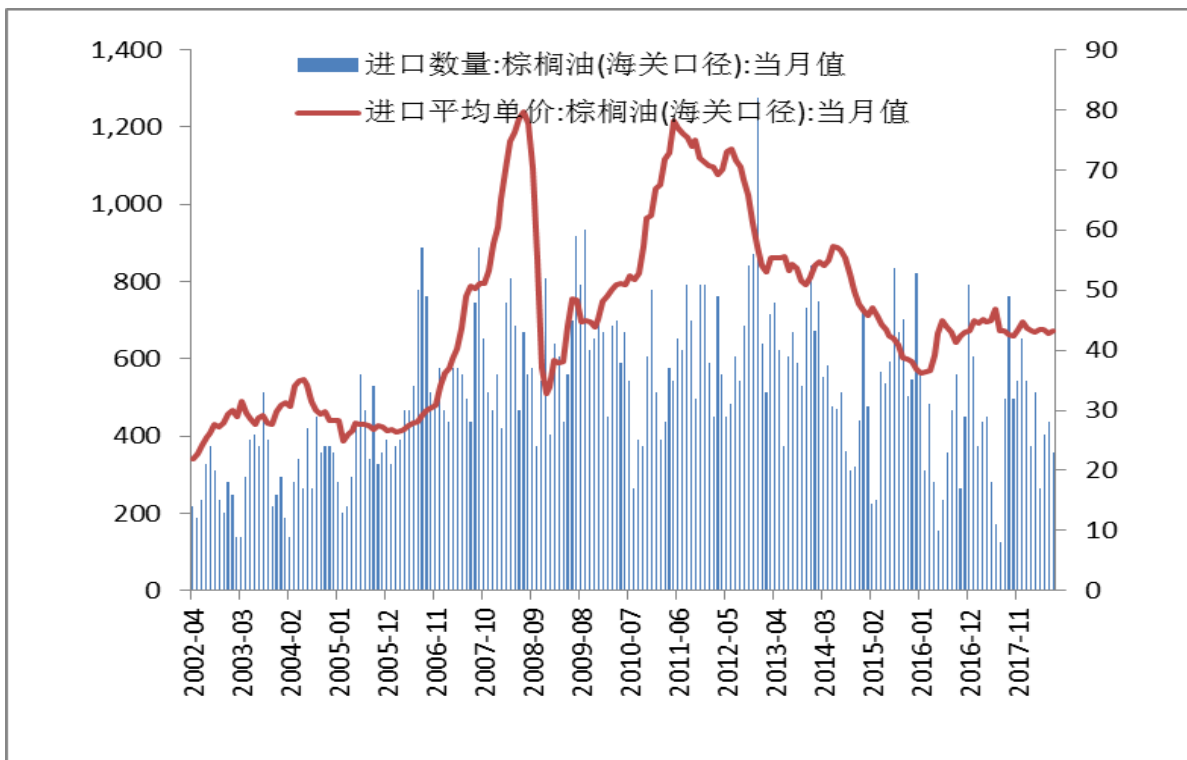
图 4：棕榈油库存走势



数据来源：wind，兴证期货研发部

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今年开始始终维持低位，4月进口17万吨；5月进口26万吨，6月进口28万吨，7月进口量为23万吨。在进口亏损的情况下，进口量维持低位状态。

图 5: 棕榈油进口量及单价



数据来源: wind, 兴证期货研发部

从价差来看, 目前国内棕榈油的进口价差出现一定的亏损, 主要是因为国内价格走低所致。

图 6: 马来西亚棕榈油进口成本

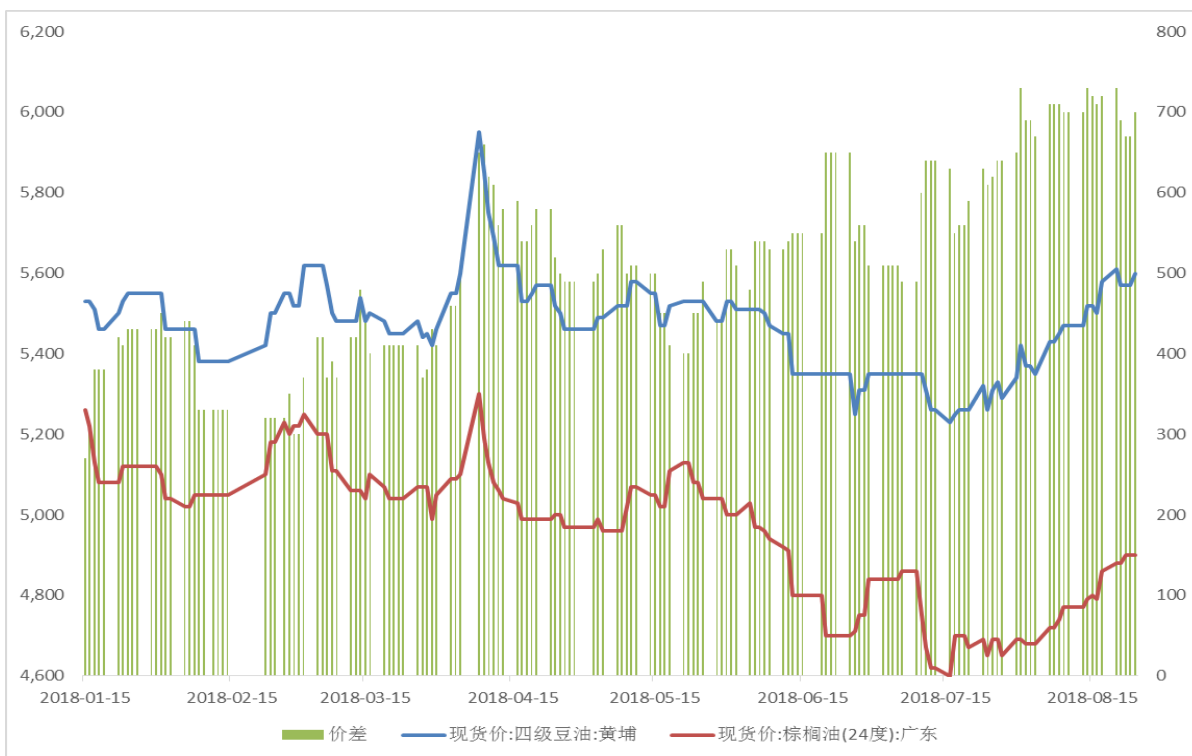
品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CIF (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	9月	570	0.00	20	590	4900	(华南)
		570	0.00	25	595	4940	(华东)
		570	0.00	28	598	4970	(华北)
	10月	570	0.00	20	590	4900	(华南)
		570	0.00	25	595	4940	(华东)
		570	0.00	28	598	4970	(华北)
	11/12月	580	0.00	20	600	4980	(华南)
		580	0.00	25	605	5020	(华东)
		580	0.00	28	608	5050	(华北)
1/2/3月	597.5	0.00	20	617.5	5130	(华南)	
	597.5	0.00	25	622.5	5170	(华东)	
	597.5	0.00	28	625.5	5190	(华北)	
33度棕榈油	9月	567.5	0.00	25	592.5	4920	(华东)
	10月	567.5	0.00	25	592.5	4920	(华东)
	11/12月	577.5	0.00	25	602.5	5000	(华东)
	1/2/3月	595	0.00	25	620	5150	(华东)
44度棕榈油	9月	552.5	0.00	25	577.5	4500	(华东)

数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

### 1.2.5 豆棕价差有所走高，利于棕榈油消费

豆油和棕榈油的价差低位震荡走高；主要因为棕榈油需求转弱所致，后期需要关注外盘棕榈油的价格走势情况。

图 7：豆油棕榈油价差



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

综合来看，东南亚地区棕榈油产量同比增幅低于预期，但后期供应压力大给价格带来压力；需求方面，生物柴油的需求可能会超出预期，对棕榈油消费利好；9 月以后棕榈油维持宽松状态，价格可能会有所恢复，建议投资者以区间震荡偏强对待。

## 2. 技术分析 & 操作策略

### 2.1 豆油

由日线图看，8月豆油价格维持区间弱势震荡反弹行情，供求维持宽松状态下，豆油后期大概率维持区间震荡行情。

图 1：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，棕榈油维持区间震荡，后期供应压力依旧、需求有所好转，建议投资者区间震荡对待。

图 2：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。