

兴证期货.研发中心

2019 年 3 月 3 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

程然

从业资格编号：F3034063

联系人

李国强

电话：021-20370971

邮箱：

ligq@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2 月豆油维持偏强震荡行情；随着养殖行业转差、油厂开工率节后恢复后，油厂供应压力大增，部分油厂豆粕出现胀库停机，豆油库存尚可，但随着胀库停机，油厂可能出现挺油抛粕策略；美国国内大豆压榨数据较好、出口受中国采购影响好转，但巨大的库存仍旧对价格利空；南美大豆主产区天气尚可，巴西大豆收割速度高于往年，产量较年初预期有所下滑；阿根廷主产区大豆生长利好，产量恢复性反弹至 5200 万吨，对远期价格有一定利空。棕榈油库存维持震荡走高，接近 78 万吨；2 月马来棕榈油的产量预期同比增加，出口有好转，期末库存预期减少；目前来看，整体油脂供求过剩状态有所好转。

● 后市展望及策略建议

进入 3 月以后，中美贸易谈判及进口美豆的关税税率将对国内豆类油脂价格有较大影响，但市场预期解决概率较大；若进口美豆不加 25%关税的概率很大，这将有利于美豆需求而利空国内豆粕豆油价格；东南亚棕榈油进入减产，对棕榈油价格利多，但需求疲弱不利于棕榈油消费；综合来看，豆油受供应减少影响将更强、棕榈油受包装新规影响需求减少，整体油脂价格偏强震荡、可能震荡走高，豆油价格将远强于棕榈油。

1. 油脂基本面

1.1 豆油

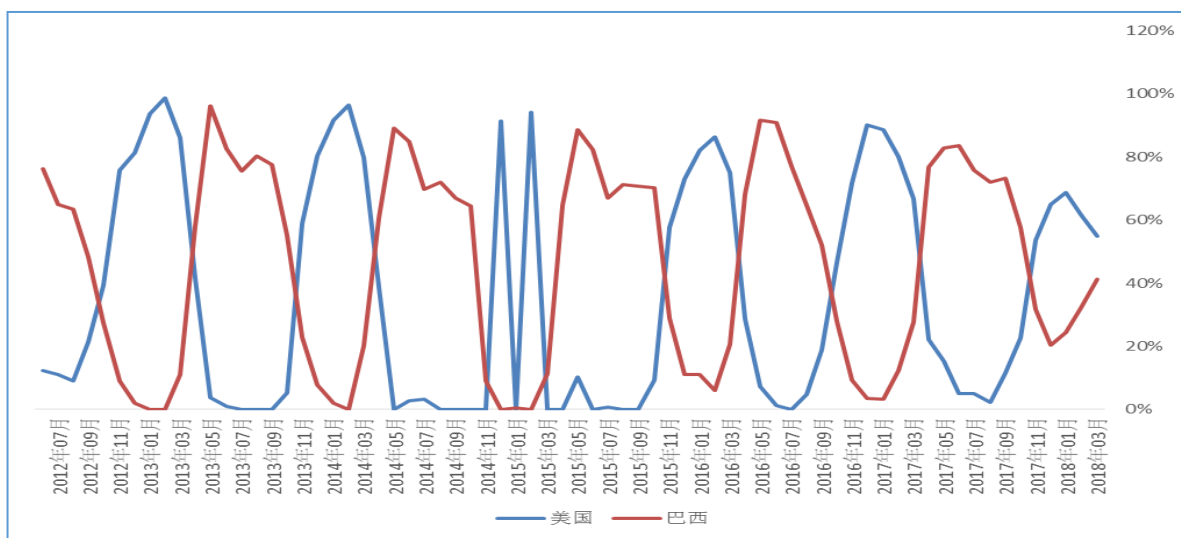
1.1.1 南美天气炒作对大豆利好

巴西方面，美国农业部预估 2018/19 年度巴西大豆产量可能达到 1.17 亿吨，较 12 月报告大幅下调了 500 万吨，主要因为 1 月以来巴西大豆主产区缺乏降雨，导致单产水平出现下降；阿根廷大豆的产量维持 5200 万吨的水平，虽然 1 月阿根廷大豆主产区降雨较为严重，但并未对产量造成较大影响，后期生长关键期的天气还需要重点关注；若不再经历去年的严重干旱，阿根廷大豆的产量预期恢复到 5000 万吨水平，较去年大幅增加，给全球大豆的压力较大。

1.1.2 重启美豆进口，豆类油脂压力重现

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。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，美国方面，由于前期贸易战影响，大豆价格偏高，制约了中国对大豆的需求，美国大豆的出口受到极大的抑制，库存创出历史新高，后期的出口压力也非常大，给全球大豆价格带来压力。近期中美谈判顺利，据报道中国已经采购了美豆 700 万吨左右，后期可能还将继续增加采购至 1000 万吨，对美国庞大库存有利好作用。

图 1：美国和巴西大豆进口比重

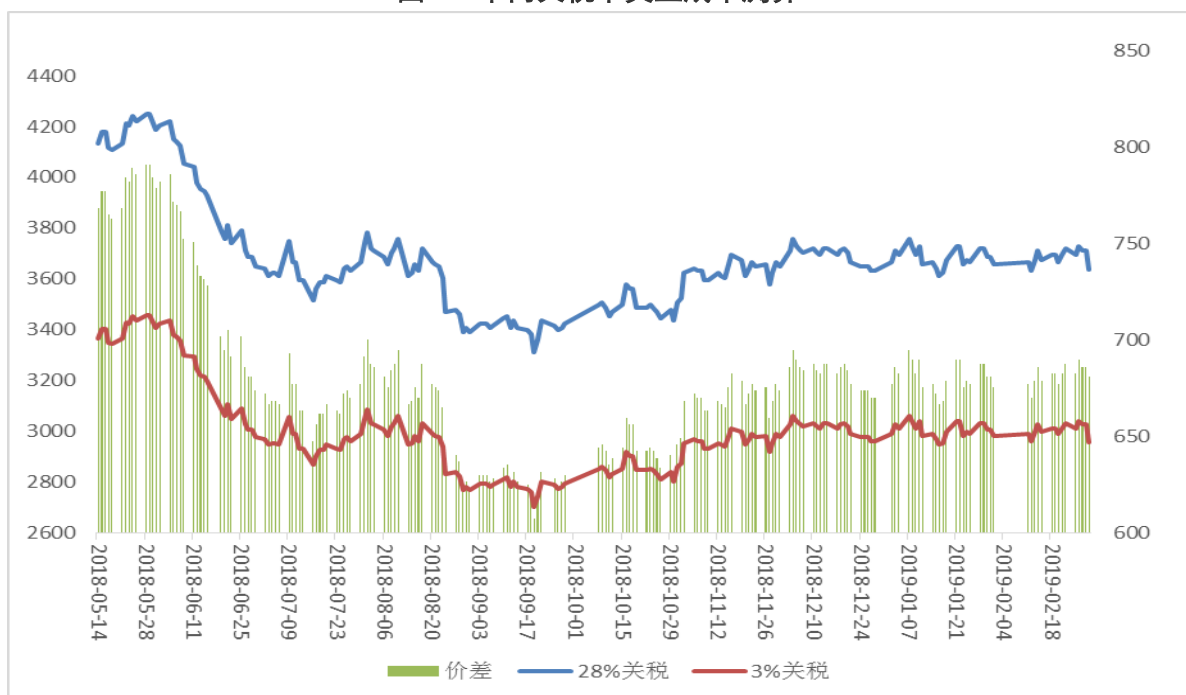


数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

虽然中国开始进口美豆，但若按照 28% 的进口税率，压榨利润为负，企业不可能进口，而只有国储进口且不可能直接进入市场流通；后期国储抛售这些大豆的价格（即如何处理 28% 的

关税), 对市场影响较大。如图 2 所示, 按照 28% 的进口关税, 美豆进口到岸成本为 3635 元/吨, 国内港口进口大豆价格在 3200 元/吨; 若后期关税取消, 3% 关税美豆成本在 2950 元/吨, 对国内大豆的压力较大; 目前美豆维持弱势震荡但种植成本在 860 美分/蒲式耳, 继续下跌空间不大。但若贸易争端解决, 豆类油脂定价体系将重估。

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 油厂胀库停机, 大豆进口增加

表 3: 3 月大豆进口预估

2019年3月	进口量	船数
东北地区	37.7	6
华北地区	108	18
山东地区	111	17
华东地区	219.5	35
福建地区	38.1	6
广东地区	98.3	15
广西地区	58.5	9
全国总计	671.1	106

数据来源: 兴证期货研发部、天下粮仓

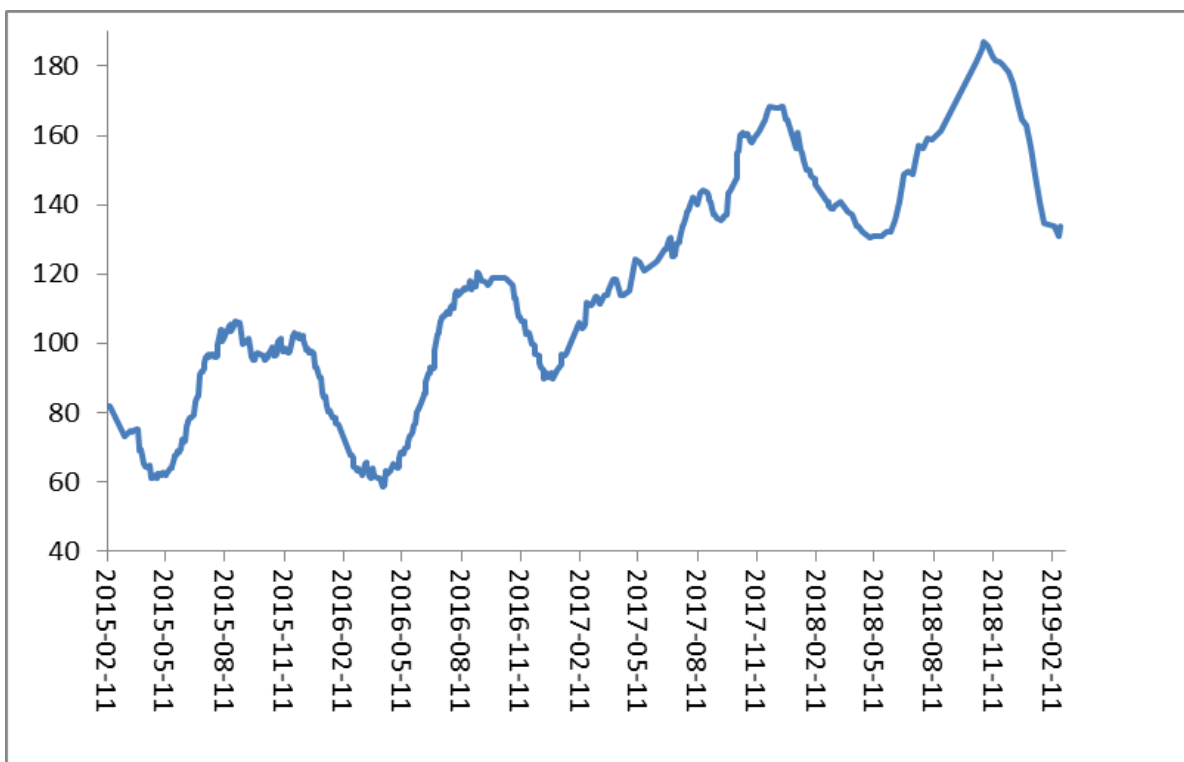
国内方面，2 月经历了春节，整个国内油厂开工率先降后升，进口大豆受贸易战影响出现一定下降，港口库存出现下滑；节后豆油的需求转差，库存维持 130 万吨震荡，供求宽松；近期，随着原油价格的小幅反弹，豆油的生物柴油需求预期有所恢复，对豆油价格有一定的利好。

表 3 为国内 3 月大豆进口预报，由预报看，我国 3 月大豆进口数量大幅增加，一方面由于国内库存下降；另一方面，由于南美大豆上市，尤其时巴西大豆销售量大幅增加国内进口积极性增加。

1.1.4 豆油库存震荡

如图 4 所示，国内豆油的商业库存自 10 月末以来持续走低，由于下游养殖需求较差，大豆压榨亏损，开机率低于往年，豆油库存维持震荡走低；目前豆油的库存为 133 万吨，较最高下降 55 万吨。

图 4：豆油商业库存



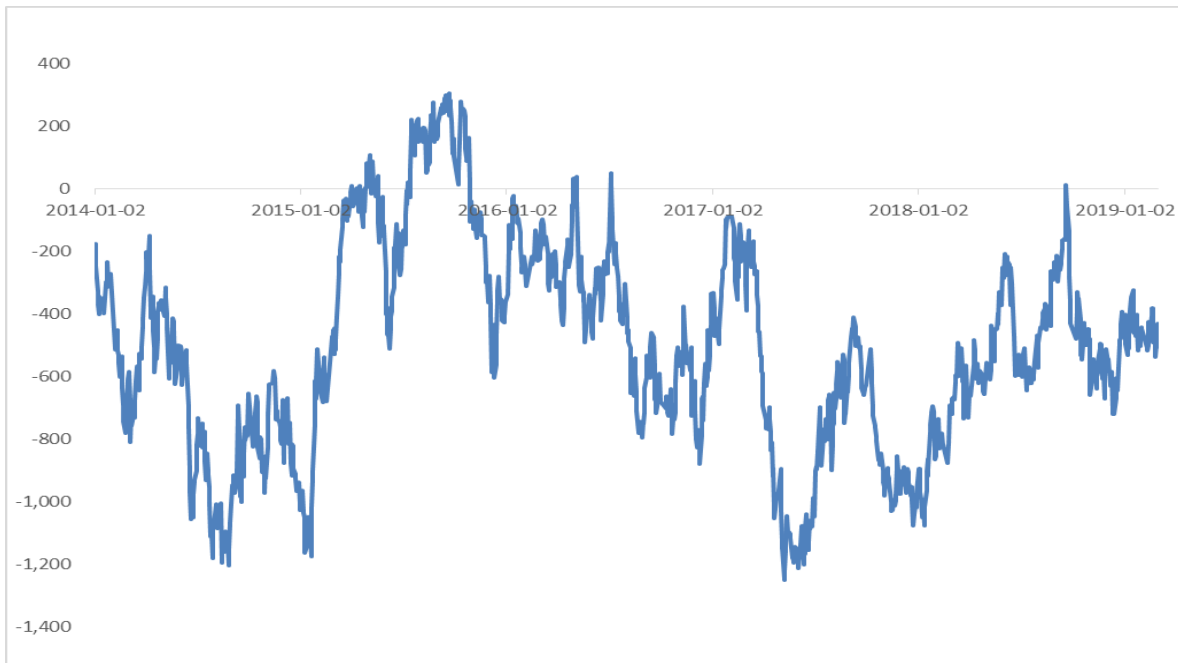
数据来源：兴证期货研发部、WIND

1.1.5 豆油进口亏损，后期对价格有支撑

从进出口情况看，每吨豆油的进口亏损接近 453 元；近期国内和外盘豆油的价差有所扩大，进口亏损出现了小幅增加。短期来看，外盘豆油价格上涨幅度较国内豆油价格上涨更多，导致进口亏损增加。

从国际情况看，未来阿根廷豆油可能会装船发往中国，根据中国和阿根廷政府的协议，2019 年可能进口 30 万吨的阿根廷豆油，后期随着豆油的到港，豆油的价格将会受到一定的打压，但若国外豆油价格持续强于国内，可能导致亏损扩大而不能形成有效进口。

图 5：豆油进口利润

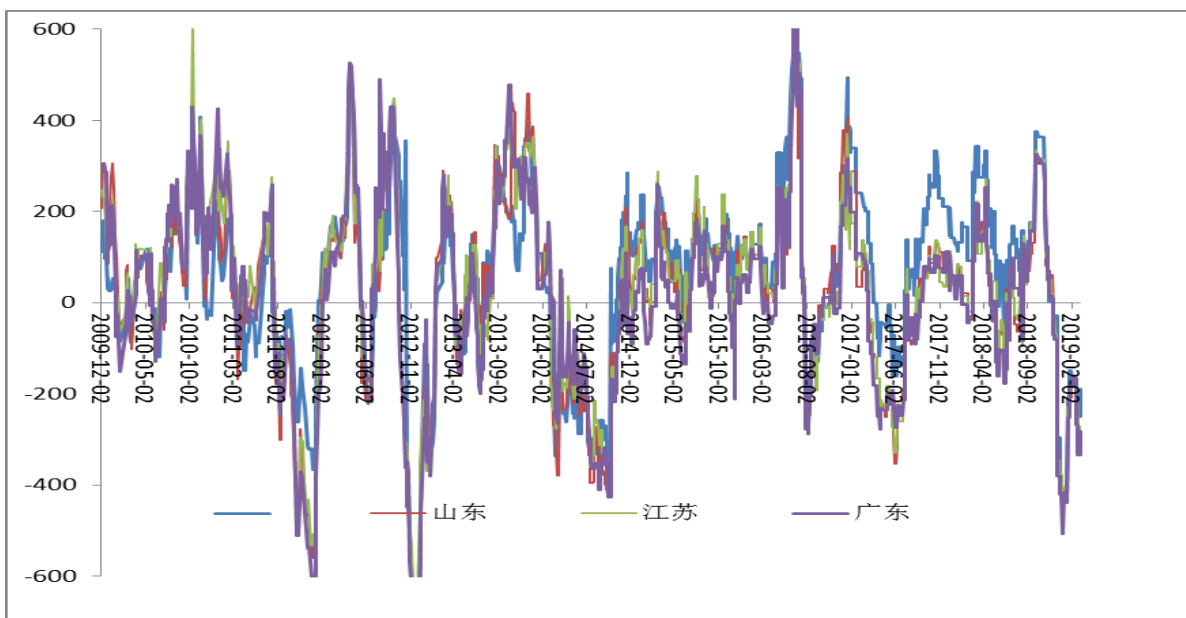


数据来源：兴证期货研发部、WIND

1.1.6 压榨亏损有所扩大，对价格有支撑

从整个进口大豆的压榨产业链来看，进口大豆成本维持高位，豆粕、豆油现货价格偏弱使得国内大豆压榨利润出现亏损。

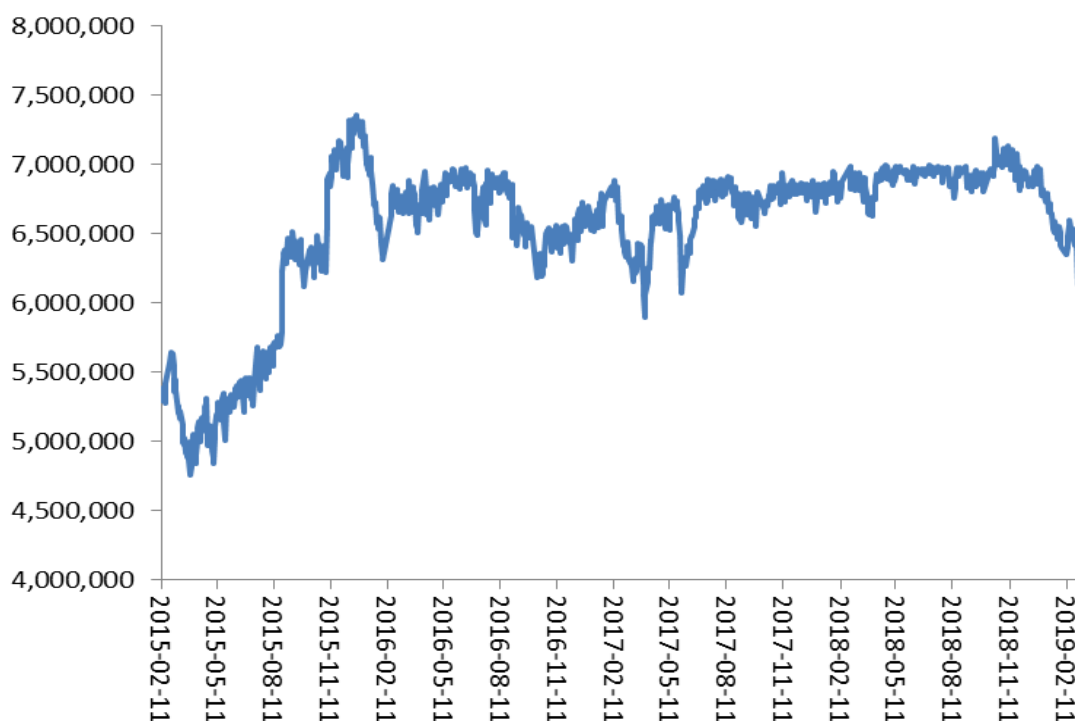
图 6：进口大豆压榨利润



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，春节后猪肉价格持续走强，但由于非洲猪瘟的影响较大，生猪存栏大幅萎缩，后期对豆粕的需求可能大幅减少；从大豆供给的角度来看，1月进口大豆量大幅萎缩，目前，进口大豆库存为 635 万吨，维持在近年中值偏低水平，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，3月中美贸易谈判仍旧继续，尽管中国开始进口美豆但中美贸易争端的不确定性仍旧较大；南美方面供应压力将逐步增加，巴西大豆上市对价格有压力；阿根廷天气存在一定不确定性，但产量恢复的概率较高，对价格有压力；国内油厂开机率大幅下降，使得豆油的供应压力持续走低，库存可能不断下降；但棕榈油受包装新规影响需求大幅下滑，整体来看，预期3月油脂过剩状态好转，价格降震荡偏强，豆油相对强于棕榈油。

1.2 棕榈油基本面

1.2.1 产量增加，库存走高，棕榈油价格疲软

每年的 11 月到次年 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。供应的减少一般会导致供求关系转向紧张的局面，由于全球气候逐步正常，棕榈油的月度产量数据将恢复正常的趋势，对价格不利；需求方面，随着能源价格的下跌，棕榈油的生物柴油需求增幅将低于预期。从马来西亚公布的产量数据来看，2018 年 12 月，马来西亚棕榈油产量同比出现减少，出口则受需求不振影响出现大幅减少，期末库存继续走高，对棕榈油价格利空。从 1 月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量同比可能下降但出口需求可能有所好转，棕榈油的库存将继续下降，整体对价格有一定利多。

需求方面，随着印度对棕榈油进口关税的下调，市场对棕榈油的需求出现了一定程度的增加；由于近期原油价格维持低位，棕榈油的生物柴油需求预期减缓，对棕榈油的消费利空；出口数据方面，1 月棕榈油出口量预期出现环比走高；综合马来西亚和印度尼西亚供求，1 月棕榈油供求数据中性偏多，对棕榈油价格有一定支撑。

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
2017/12	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%
2018/08	1,622,231	2,488,713	1,099,583	-10.4%	28.2%
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%

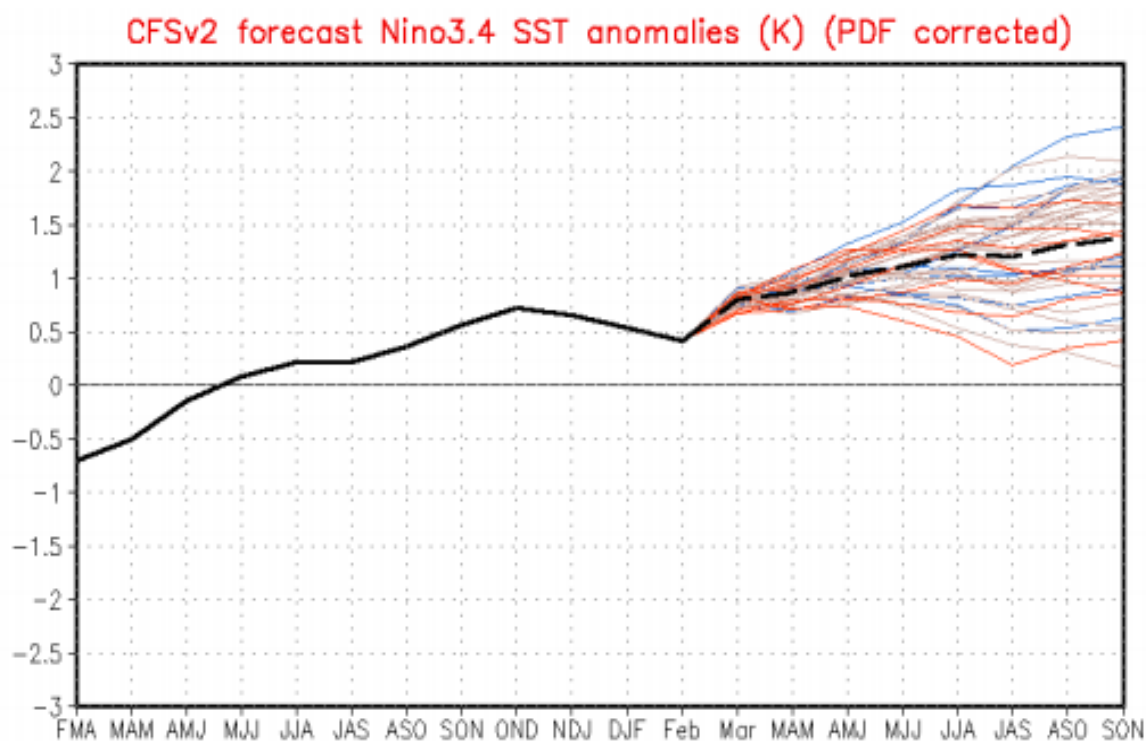
数据来源：兴证期货研发部

从马来西亚的数据来看，1 月马来西亚棕榈油的产量为 174 万吨，同比大幅增加 10%。预期马来和印尼的棕榈油 2 月产量维持同比下降局面，供应的减少对棕榈油的价格有一定支撑。出口方面，马来西亚 1 月棕榈油出口量为 168 万吨，较 12 月出现了大幅增加；目前情况看，由于关税利多影响持续，2 月棕榈油的出口需求可能会小幅增加，会对棕榈油的价格有一定支撑。

1.2.2 全球气候变化，不利棕榈油生产

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，全球气候可能已经进入厄尔尼诺，2019 年春季持续的概率下降到 55%，带来干旱气候影响棕榈油的产量。

图 1：天气预测模型

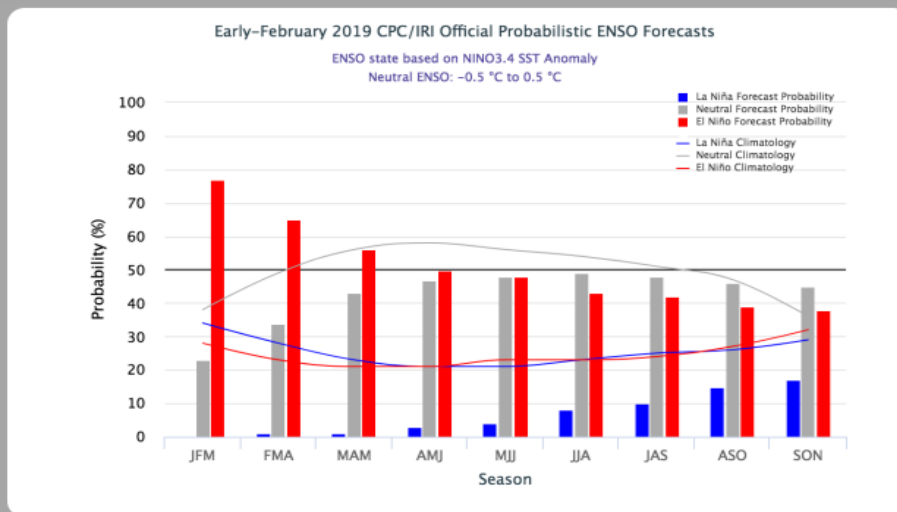


数据来源：NOAA，兴证期货研发部

根据目前的天气预测模型来看，目前全球已经进入厄尔尼诺气候，到 2019 年春季全球厄尔尼诺现象的概率降至 55%。目前，马来西亚和印度尼西亚降雨量有所下降，后期棕榈油的产量可能出现减少。

图 2：天气预测模型

El Niño conditions have formed and are favored to continue through the Northern Hemisphere spring 2019 (~55% chance).

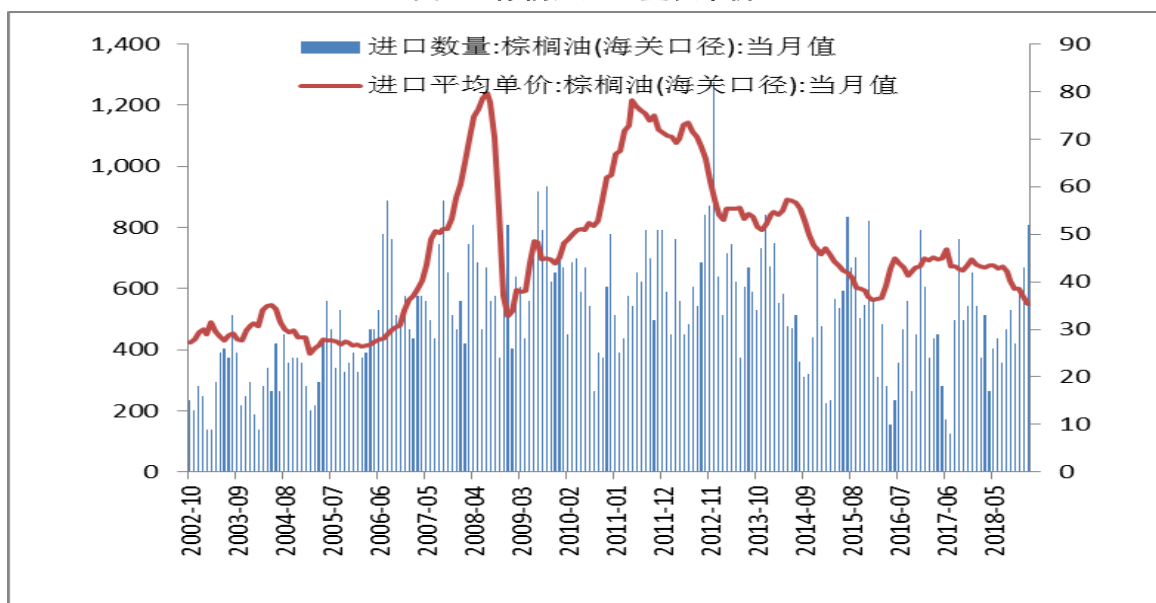


数据来源：兴证期货研发部

1.2.3 进口数量增加，对价格利空

如下图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，8月进口量为30万吨，9月进口34万吨，10月进口27万吨；11月进口38万吨，12月进口43万吨，1月进口量为52万吨，进口量大幅增加。

图 3：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维持亏损，主要是因为国内价格大跌所致。

图 4：马来西亚棕榈油进口成本

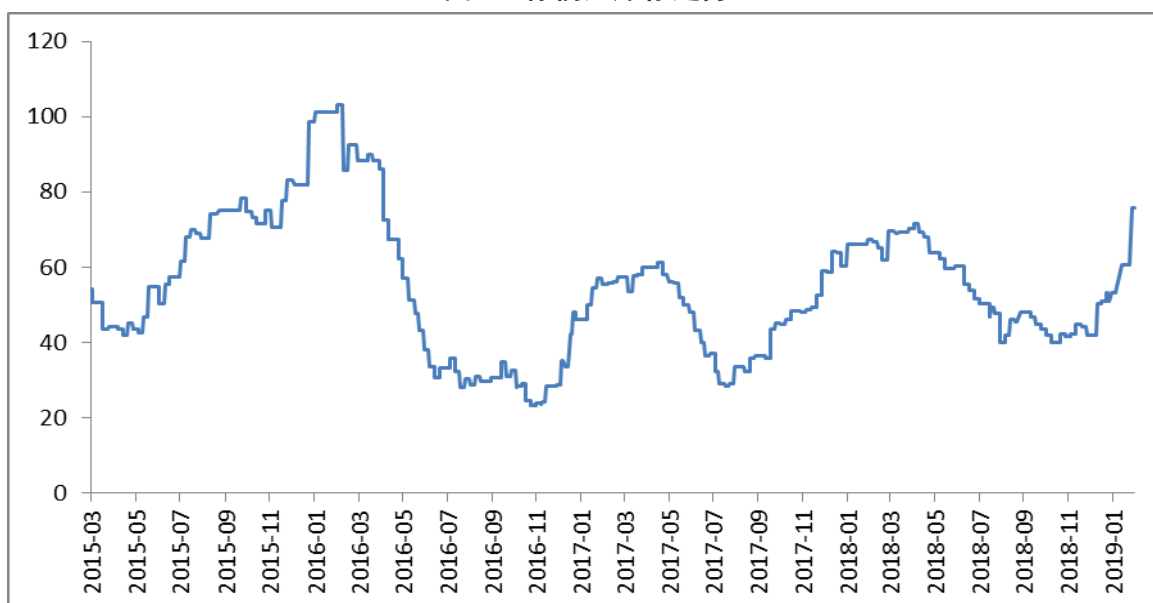
品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CNF (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	3月	532.5	-02.50	25	557.5	4548	(华南)
		532.5	-02.50	30	562.5	4588	(华东)
		532.5	-02.50	35	567.5	4628	(华北)
	4月	545	0.00	25	570	4648	(华南)
		545	0.00	30	575	4689	(华东)
		545	0.00	35	580	4729	(华北)
	5/6月	555	-02.50	25	580	4729	(华南)
		555	-02.50	30	585	4769	(华东)
		555	-02.50	35	590	4809	(华北)
	7/8/9月	567.5	0.00	25	592.5	4829	(华南)
		567.5	0.00	30	597.5	4869	(华东)
		567.5	0.00	35	602.5	4909	(华北)
33度棕榈油	3月	527.5	-02.50	30	557.5	4548	(华东)
	4月	540	0.00	30	570	4648	(华东)
	5/6月	550	-02.50	30	580	4729	(华东)
	7/8/9月	562.5	0.00	30	592.5	4829	(华东)
44度棕榈油	3月	525	-02.50	30	555	4243	(华东)

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

1.2.4 库存震荡走高，后期进口有所增加

目前，国内棕榈油的商业库存达到 76 万吨的水平，近期出现震荡走高情况；主要是因为棕榈油进口量增加，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 5：棕榈油库存走势

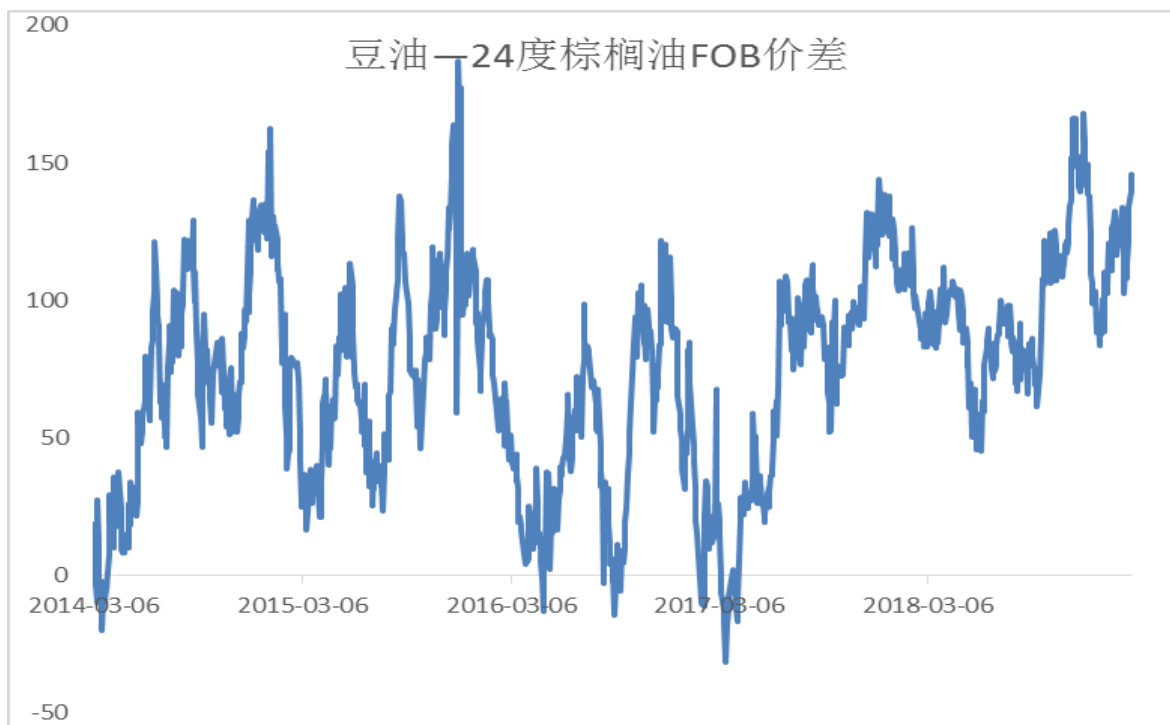


数据来源：wind，兴证期货研发部

1.2.5 豆棕价差小幅扩大

豆油和棕榈油的价差震荡走高；主要因为植物油包装新规导致豆油增加棕榈油需求减少所致，二者价差有继续扩大的可能；后期需要关注中美贸易战及下游需求的影响情况。

图 7：豆油棕榈油价差



数据来源：wind，兴证期货研发部

综合来看，东南亚地区棕榈油产量同比反弹，需求方面受价格偏低影响出口大幅增加，随着原油价格的上涨，棕榈油的生物柴油的需求增加，对棕榈油消费利好；3月以后外盘棕榈油供求过剩逐步缓解而国内需求较差库存将走高，价格可能会维持区间震荡，建议投资者区间偏强震荡对待。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

由日线图看，2月豆油价格维持偏强震荡行情，基本面供求宽松，中美贸易冲突缓和、中国开始进口美豆，但进入消费淡季，豆油成交放缓，后期将维持震荡反弹行情。

图 1：豆油技术分析（日 K 线）

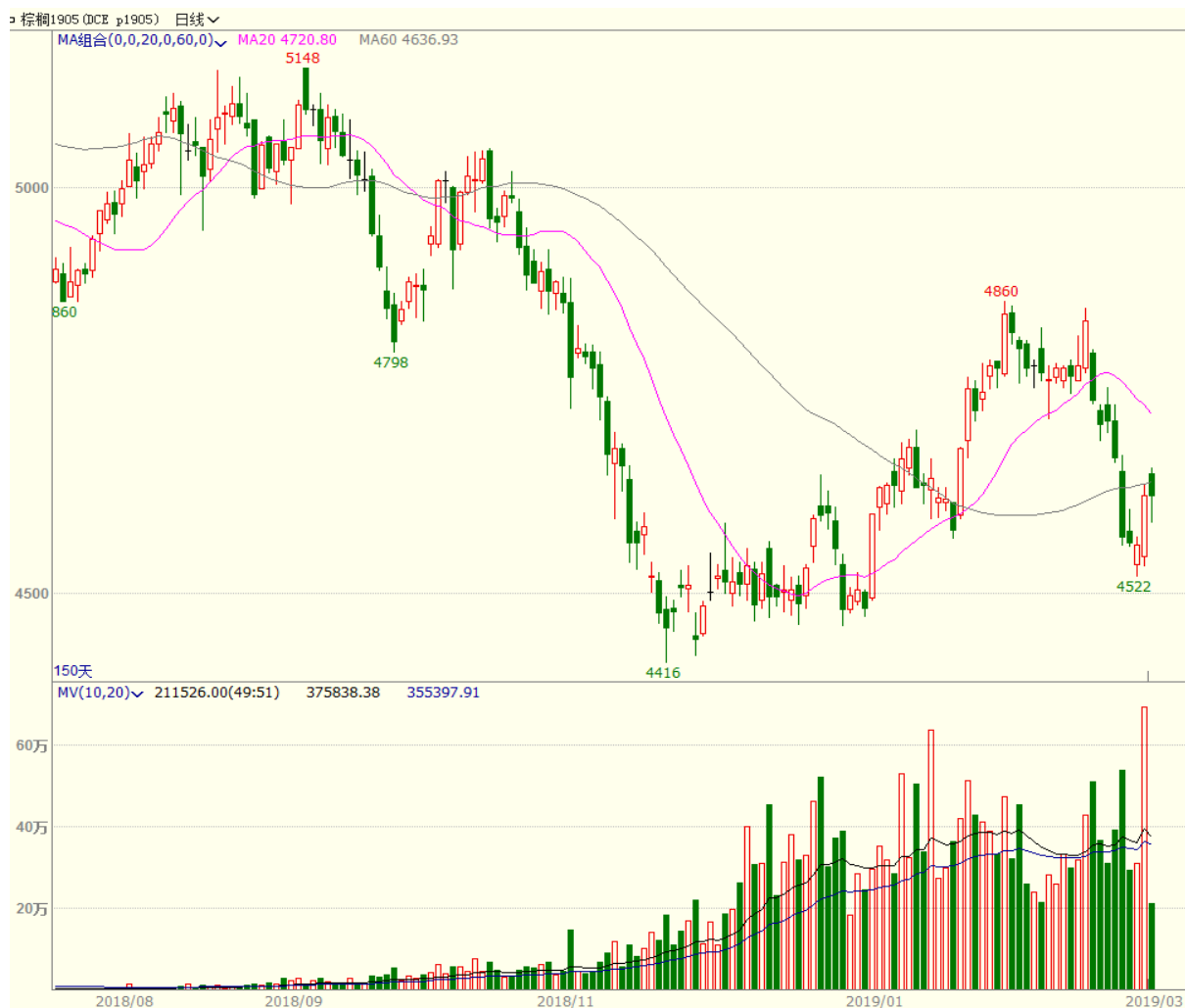


数据来源：兴证期货研发部、文华财经

2.2 棕榈油

由棕榈油的技术图形看，棕榈油维持震荡回调，近期供应压力有所缓解、但受中国植物油标签影响需求大幅放缓，库存增加，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。