

兴证期货.研发中心

2019年6月24日 星期一

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

2019年下半年全球大豆供应维持宽松局面,但中美贸易争端导致大豆地区库存分布不均衡。中美贸易争端的走势还将对未来大豆的价格产生非常大的影响。

受非洲猪瘟影响,国内豆粕的养殖需求萎缩超预期,下半年将更严重,这导致豆粕需求减少,对豆粕价格形成压力。

我国豆油的供应主要依靠进口大豆压榨。由于进口大豆压榨量大幅萎缩,豆油供应同比减少。下半年,豆油消费旺季到来,豆油将迅速去库存,带动豆油价格走高。

棕榈油产量的持续增加导致国际棕榈油价格大幅下挫。未来棕榈油价格将偏弱运行,争夺豆油和菜籽油市场份额。国内三大油脂品种中,棕榈油的价格走势相对最弱。

1. 全球大豆基本面

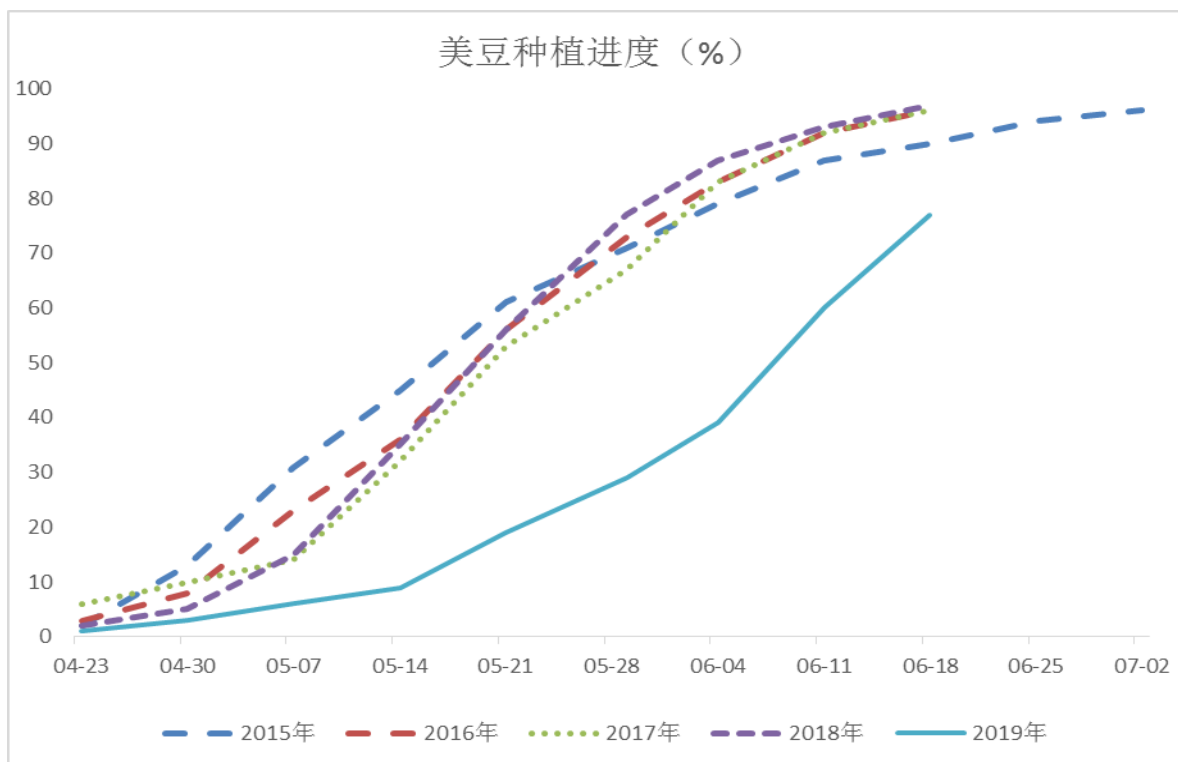
1.1 大豆

整体来看，2019年下半年全球大豆的供求仍旧维持宽裕局面，但库存的地区分布不均衡成为影响价格的主要因素。2018/19年度，美国大豆的产量达到1.23亿吨，创出历史新高。2019/20年度，美国大豆种植面积大幅萎缩。受洪涝灾害的影响，美国大豆的种植进度要远低于正常水平，这将给大豆单产造成影响。因此，美国大豆的产量将大幅下降。巴西方面，尽管种植面积增加，但受单产下降影响，2018/19年度巴西大豆的产量小幅下降到1.17亿吨。5月以来，中美贸易争端升级，巴西大豆的销售大幅增加，价格也出现走高，较高的价格将会刺激未来巴西农户继续增加大豆的种植面积。阿根廷大豆产量恢复性反弹，2018/19年度产量达到5600万吨，较去年的3780万吨大幅增加。今年阿根廷国内的大豆库存小幅反弹，供求仍旧略显偏紧张。2019年底阿根廷大豆的种植面积可能继续提高。因此，未来全球大豆供应可能小幅下降，但仍旧维持高位，供求宽松状态将延续。

1.1.1 美国大豆基本面

2019年，美国大豆的种植进度偏慢。如图1所示，截止6月18日，美国大豆的种植率只有77%，远远低于往年正常水平，这可能会影响未来美国大豆的单产和总产水平。后期美国天气炒作的概率也比往年更高。

图 1：美国大豆种植进度

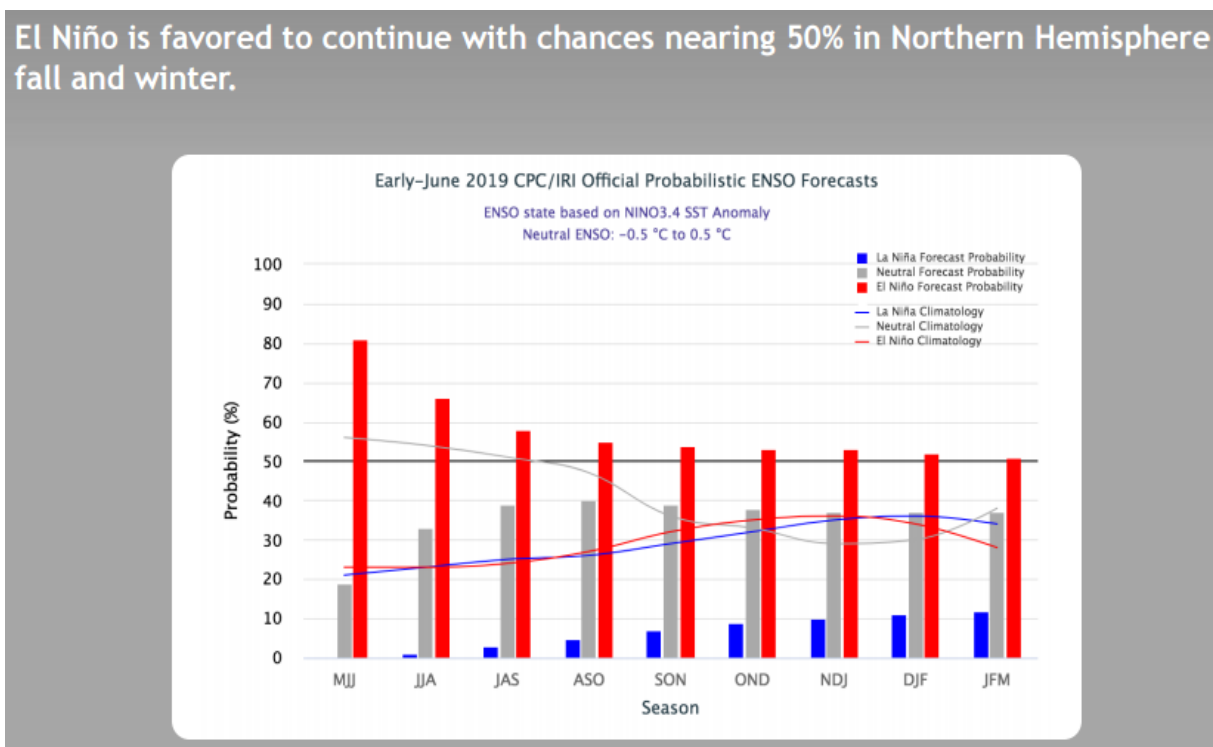


数据来源：USDA、兴证期货研发部

产量方面，2018/19 度美国大豆的收割面积达到历史第二高的 3565 万公顷，单产达到 3.47 吨/公顷，大豆的产量创出历史新高，达到 1.237 亿吨。2019/20 年度，预期美国大豆的收割面积为 3392 万公顷，较去年大幅下降 5% 以上。目前美国农业部将大豆的单产设定在 3.33 吨/公顷的趋势单产水平。我们认为这个预估明显偏低，美国大豆单产会更高，但由于种植进度偏慢，后期市场存在天气炒作的空间。

以目前的气候情况看，2019 年秋冬季全球气候维持厄尔尼诺的概率超过 50%。由于厄尔尼诺现象给南北美洲带来丰沛的降雨，整体有利于大豆生长。因此，未来全球大豆的单产可能会维持高位。

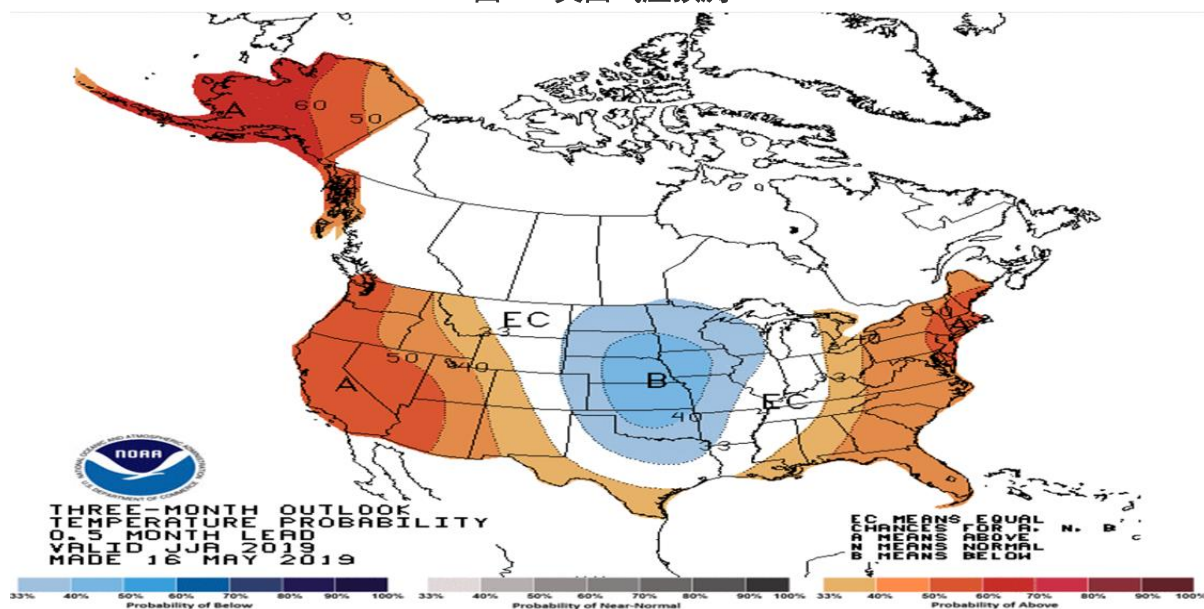
图 2：全球气候走势情况



数据来源：USDA、兴证期货研发部

从美国本土及大豆主产区的情况看，如图 3 所示，未来三个月美国大豆主产区的气温将持平或略低于往年正常温度，这对播种偏晚的大豆生长不利。

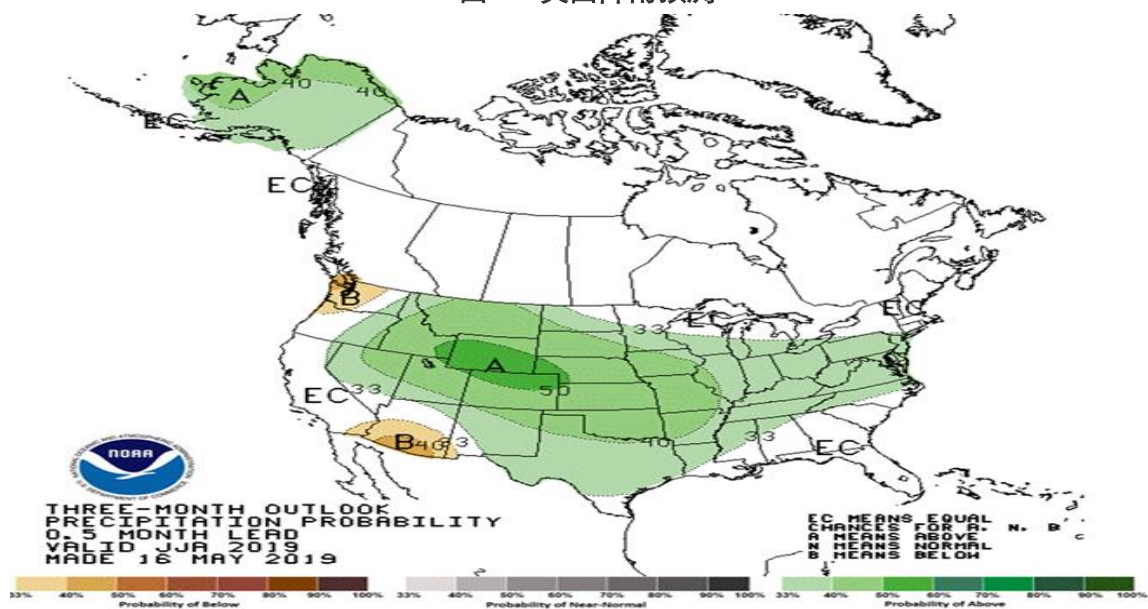
图 3：美国气温预测



数据来源：NOAA、兴证期货研发部

从降雨的情况看，未来三个月美国大豆主产区大部分地区的降雨概率高于往年水平，不排除部分地区出现洪涝灾害的可能。因此，2019年下半年美国大豆天气炒作的空间相对较大。

图 4：美国降雨预测

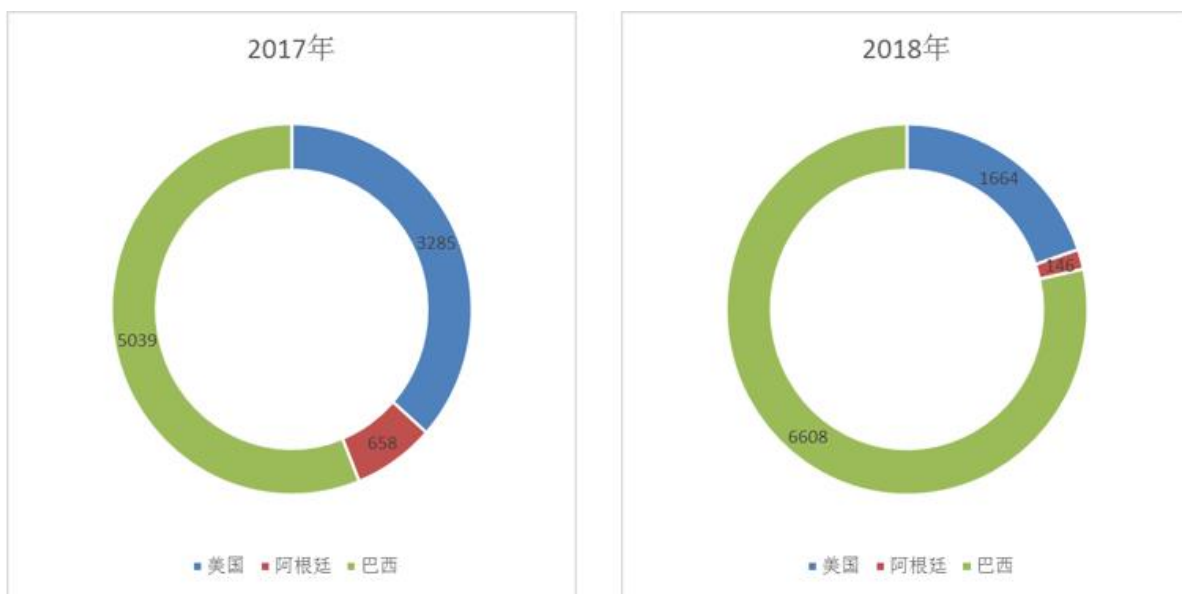


数据来源：NOAA、兴证期货研发部

综合美国大豆的种植面积、种植进度以及未来生长期的天气状况，我们认为美国大豆的单产水平将有所下滑，但维持趋势单产之上，今年大豆生长期的天气炒作空间比较大。

需求方面，美国是目前全球大豆产量最高的国家，但 2019/20 年度将被巴西超越。美国大豆的消费量仅次于中国，位于全球的第二位。大豆的出口量仅次于巴西，也是全球大豆出口的主要国家。如图 5 所示，2017、2018 年日历年期间，中国大豆主要进口国的大豆进口情况。

图 5：中国大豆进口（万吨）

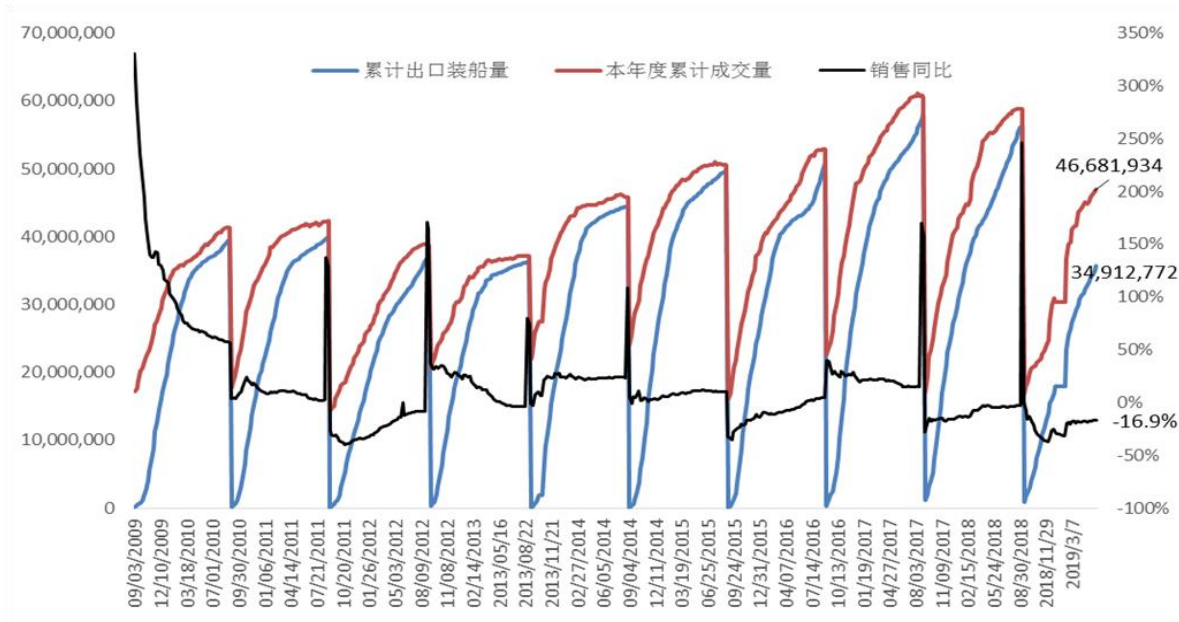


数据来源：海关总署、兴证期货研发部

对比可以看出，受中美贸易战的影响，中国进口美国大豆的数量大幅减少 1500 万吨，而进口巴西大豆增加 1600 万吨，巴西大豆弥补了美国大豆出口减少的市场份额。

如图 6 所示，受中美贸易争端的影响，美国大豆的出口销售数据大幅低于去年水平，同比降幅接近 17%，对美国大豆的需求利空。

图 6：美国大豆销售（吨）

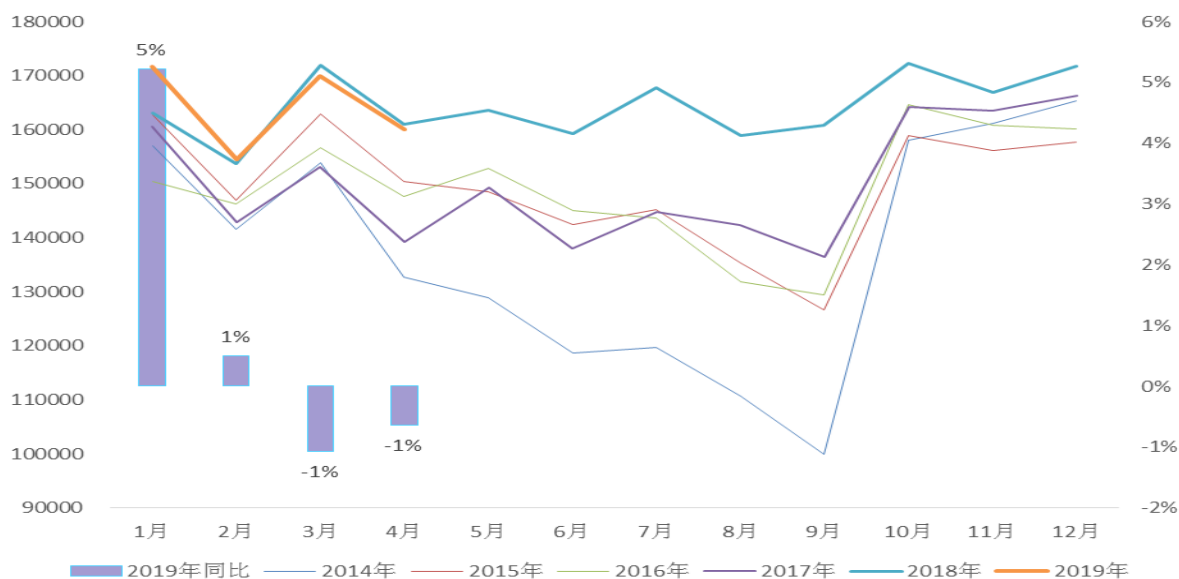


数据来源：USDA、兴证期货研发部

2019 年以来美国大豆销售同比降幅居高不下，尤其是 5 月以后中美贸易争端再次升级，出口销售降幅同比再度扩大。

压榨方面，美国国内大豆的压榨需求并未延续去年大幅增加的情况。如图 7 所示，美国大豆的压榨量基本维持去年的水平。从今年 2 月开始，大豆的压榨量同比出现负增长。

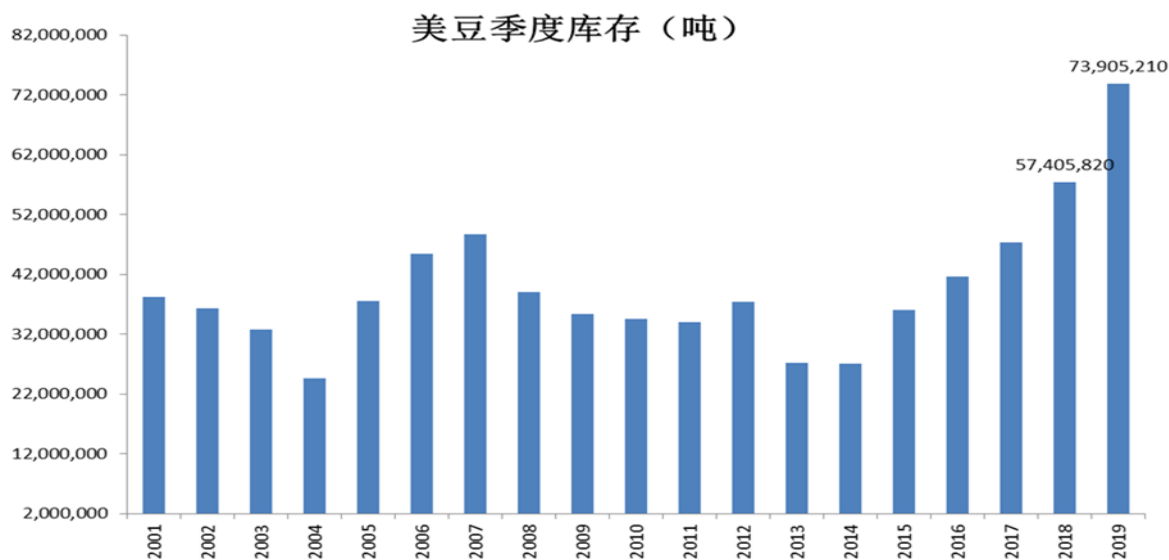
图 7：美国大豆压榨量（千蒲式耳）



数据来源：NOPA、兴证期货研发部

库存方面，截止 3 月 1 日，美国大豆的季度库存达到 7391 万吨，这是历史同期的最高记录，比去年同期的 5740 万吨足足增加了 1651 万吨。自 2014 年开始，美国大豆的库存水平不断增加，充裕的库存将给大豆价格带来很大压力。

图 8：美国大豆季度库存（吨）



数据来源：USDA、兴证期货研发部

综合供求方面的信息，我们认为 2019/20 年度随着美国大豆的产量走低，美国大豆的供求状况可能会有所好转，但供求过剩状态会继续打压外盘期货价格。

1.1.2 巴西大豆基本面

2018/19 年度巴西大豆的产量达到创记录的 1.17 亿吨。巴西压榨量次于美国，出口量要远远高于美国，是全球大豆出口量最大的国家。

产量方面，2019 年 4 月巴西大豆基本收割完毕，产量达到 1.17 亿吨，维持历史高位。最近几年，巴西大豆的种植收益远远高于其他农作物，导致巴西大豆种植面积不断增加。另外，巴西 MT 州可供种植农作物的土地不断开垦增加，也有利于大豆种植面积的增加。从目前的情况看，中美贸易争端升级，巴西大豆出口出现了大幅增加且升贴水价格也不断走高，使得巴西大豆的去库存顺利。农户在种植收益较好的情况下，今年年底继续增加大豆种植面积的概率大增。如下图 9 所示，近期巴西大豆销售的升水大幅走高，保证了大豆销售价格达到 10 美元/蒲式耳以上，种植收益率达到 15% 以上。另外，从气候情况看，2019/20 年度，南美洲出现厄尔尼诺气候的概率达到 50%，可能给巴西带来非常充沛的降雨，有利于大豆的生长，因此后期巴西大豆的单产和产量数据可能维持高位。

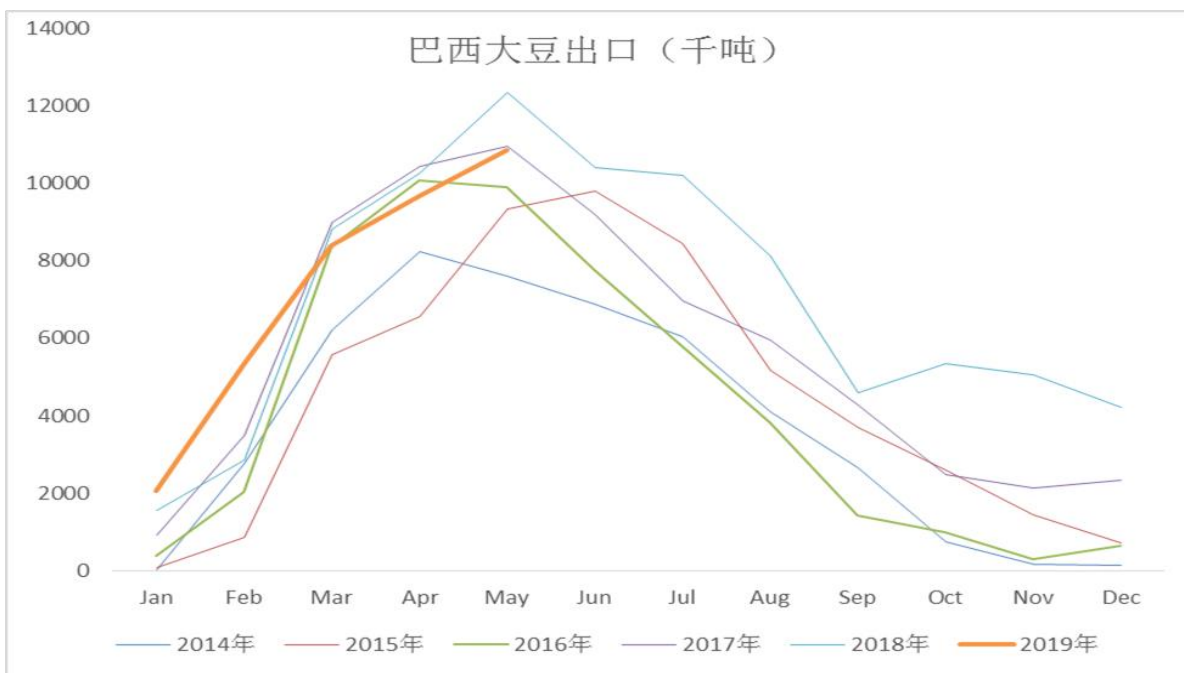
图 9：巴西大豆升贴水报价（美分/蒲式耳）



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

需求方面，巴西大豆的出口占需求的比重最大。如图 10 所示，2019 年巴西大豆的出口数据基本维持高位水平。中美贸易战使得中国企业放弃进口美国大豆转而进口巴西大豆。在中美贸易战升级的情况下，后期巴西大豆的出口量可能继续大幅增加，一直持续到 9 月以后，巴西大豆库存基本见底。因此，可以预期巴西大豆的出口动力仍旧非常强劲。

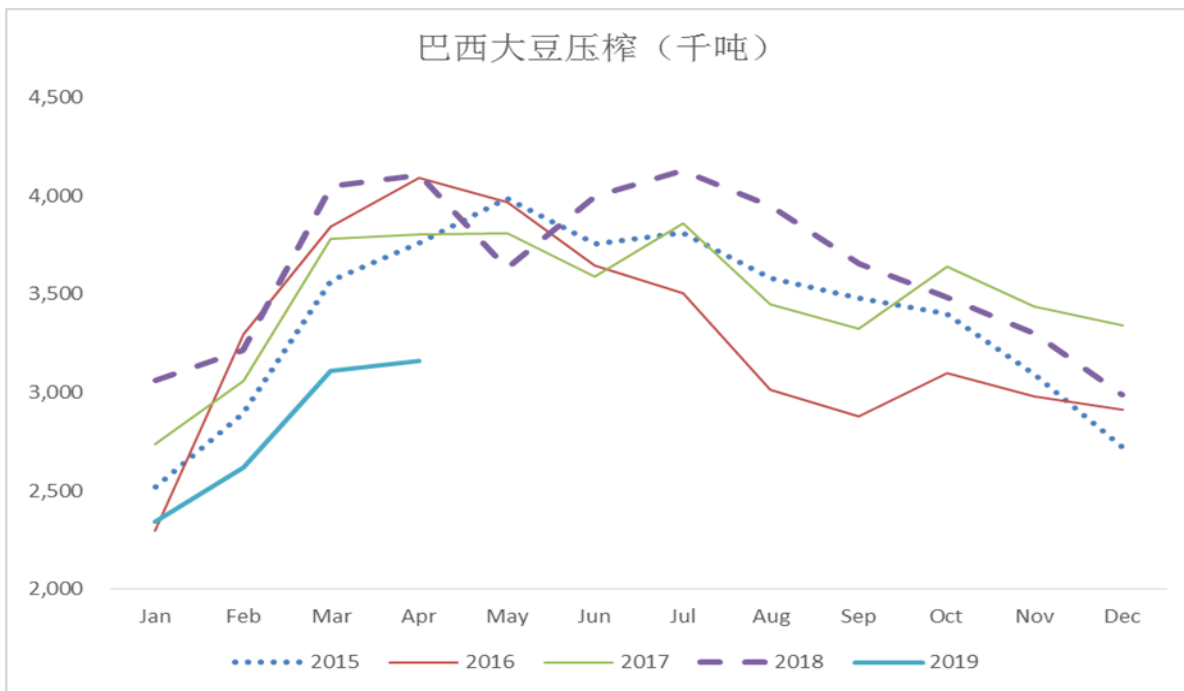
图 10: 巴西大豆月度出口量 (千吨)



数据来源: Abiove、兴证期货研发部

压榨方面,巴西大豆的价格相对较高,部分抑制了国内大豆的压榨需求。如图 11 所示,今年巴西大豆的压榨量同比大幅低于去年水平,降幅达到 30%。在出口旺盛、价格大幅走高的情况下,后期的压榨数据可能继续维持低迷状态。

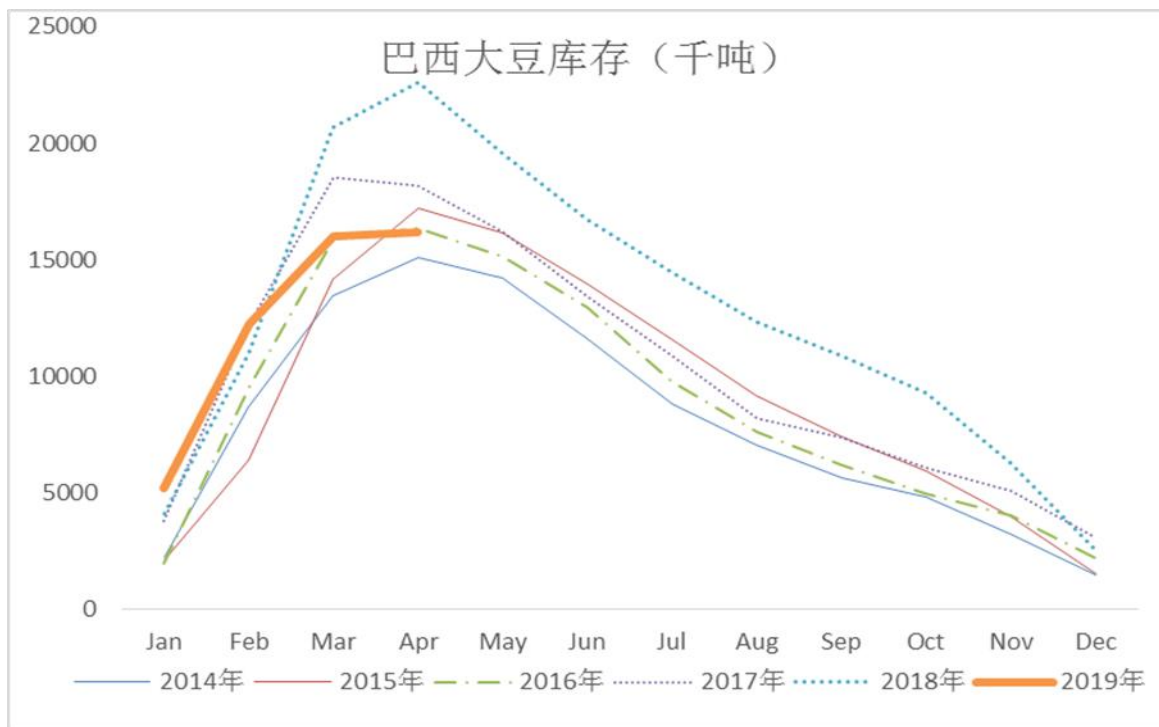
图 11: 巴西大豆压榨量 (千吨)



数据来源: Abiove、兴证期货研发部

尽管今年巴西大豆产量维持高位，但随着出口的增加，库存的下降速度较快。后期随着中国进口量的持续增加，巴西大豆的库存将继续大幅下降。由于巴西大豆压榨量放缓，使得国内的豆油和豆粕的库存下降较快，可能会带动后期巴西大豆的压榨，有利于库存的继续减少。

图 12: 巴西大豆库存 (千吨)



数据来源: Abiove、兴证期货研发部

综合巴西的供求情况，我们认为巴西仍将从中美贸易争端中获益。今年巴西大豆产量维持高位，从美国转购巴西大豆的中国贸易商增加，巴西大豆现货价格较高，农民获得丰厚收益。明年巴西大豆的种植面积仍将增加，因此供应方面增长的趋势会延续。

1.1.3 阿根廷大豆基本面

供应方面，阿根廷是全球第三大豆生产国。但由于阿根廷大豆压榨量大，导致可供出口的大豆数量远远低于美国和巴西。尽管是全球大豆出口的第三大国，但阿根廷大豆出口量一直小于 1000 万吨。由于 2019 年阿根廷主产区天气状况良好，大豆产量达到 5600 万吨，较去年的 3780 万吨大幅增加 1820 万吨。

需求方面，自 2011 年以来，阿根廷大豆的压榨量从 3300 万吨大幅提高到 4300 万吨，导致本国大豆的出口量逐步萎缩。2017/18 年度，阿根廷大豆大幅减产，大豆的净出口量趋近于 0。预期 2018/19 年度阿根廷大豆的净出口量为 140 万吨。随着阿根廷大豆产量恢复到正常水平，未来阿根廷大豆的出口量将逐步恢复到 500—1000 万吨区间。

压榨角度看，由于国内大豆供求仍旧偏紧，阿根廷大豆的价格维持高位。阿根廷大豆压榨数据同比正常年份略有下滑。根据美国农业部的预估，2018/19 年度阿根廷大豆的压榨量为 4200 万吨，较去年同期的 3700 万吨大幅增加 500 万吨。因此，2019 年阿根廷大豆仍旧略显偏紧，支撑大豆价格维持偏强状态。

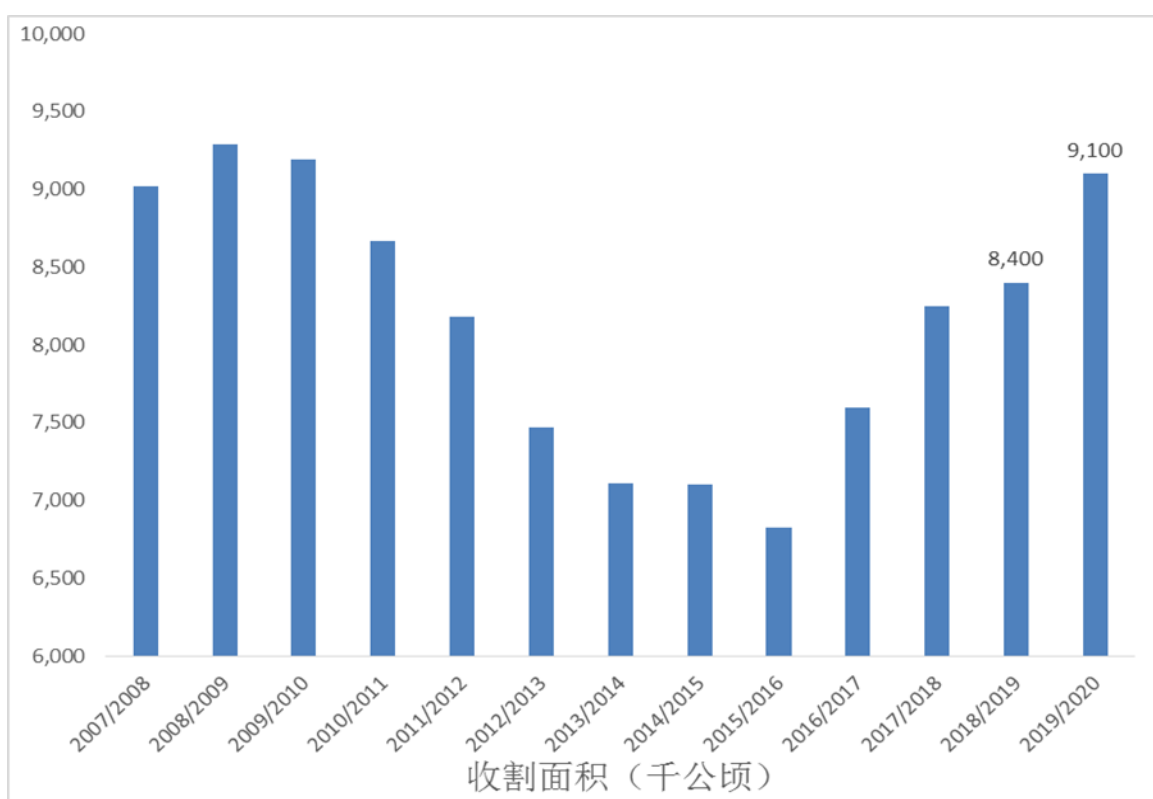
根据美国农业部的预期，2019/20 年度，阿根廷大豆的种植面积小幅走高，由去年的 1710 万公顷增加到 1750 万公顷，增幅 2.3%，阿根廷大豆总产量维持高位。

1.1.4 中国大豆基本面

我国大豆的产量维持在 1100—1700 万吨区间，由于国内大豆是非转基因大豆，单产水平较低，种植成本偏高。国产大豆的出油率远低于进口转基因大豆。我国大豆主产区黑龙江到沿海地区的运输成本较高，使得国产大豆用于压榨的竞争力要远远低于进口转基因大豆。国产大豆主要用于高蛋白食品豆，当然也有部分民营小型企业主打非转基因的健康品牌，压榨销售非转基因豆油。整体来看，国产大豆的竞争力要远远低于进口大豆。

供应方面，2017 年在政府农业供给侧改革的指导下，大豆的种植补贴大幅提高。2019 年我国国产大豆的种植补贴大幅提高，预估大豆种植面积提高 8% 达到 910 万公顷，最终产量将首次达到 1700 万吨。由于需求有限，国产大豆的价格维持低迷。

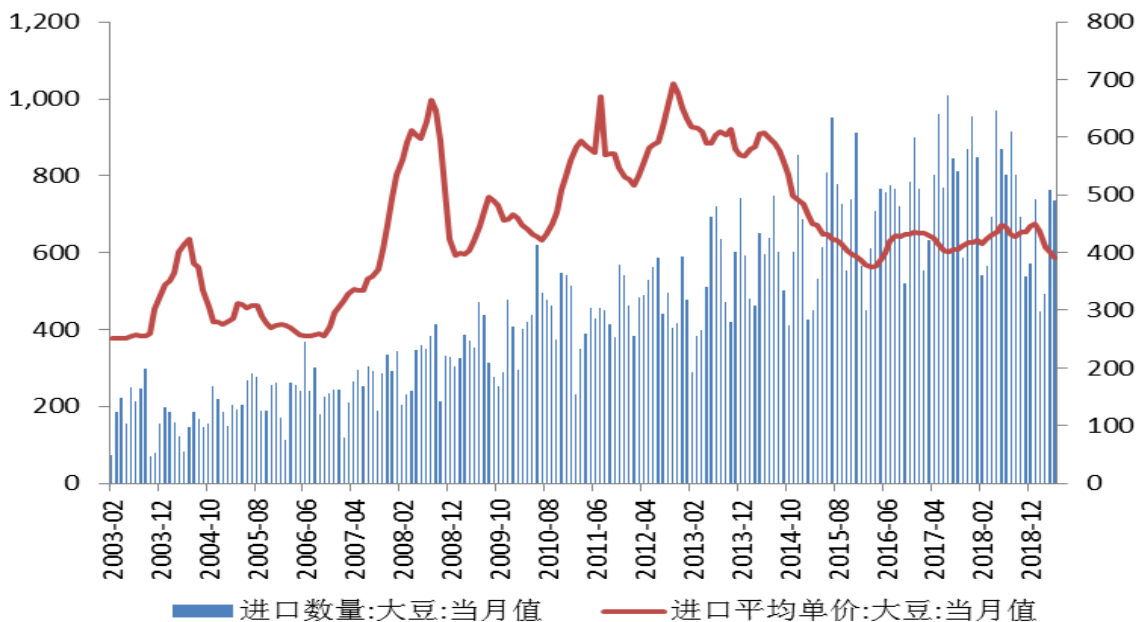
图 13：中国大豆收割面积（千公顷）



数据来源：USDA、兴证期货研发部

我国是大豆的最主要消费国，大豆压榨数量维持高位。但受非洲猪瘟影响，2018/19 年度大豆压榨量将出现萎缩。如图 14 是我国大豆进口的月度走势。由于 2018 年元旦以来，生猪价格持续下跌、养殖效益转差，大豆和豆粕的需求萎靡。2018 年下半年，非洲猪瘟席卷全国，生猪存栏、能繁母猪存栏量同比降幅超过 20%。2019 年下半年，养殖对豆粕的需求降幅可能超出市场预期，大豆的进口量下降也会超出市场的预期。整体来看，非洲猪瘟可能导致 2019 年大豆的进口和压榨量下滑 10% 左右。

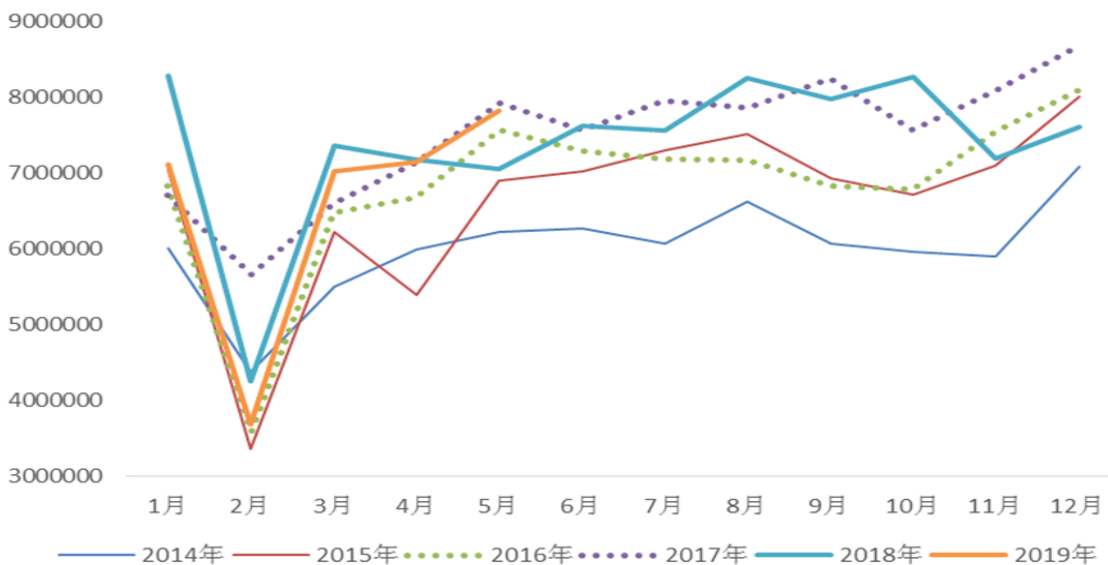
图 14: 中国大豆进口量 (万吨、美元/吨)



数据来源: wind、兴证期货研发部

需求方面，国产非转基因大豆主要用于食用消费，需求相对稳定。压榨对进口大豆的需求成为影响国内大豆需求的最主要因素。从需求的角度看，进口大豆主要以消费蛋白粕用途为主。由于下游养殖行业低迷，今年以来，我国大豆的压榨数据非常疲弱。尽管肉蛋禽的存栏增加，但生猪存栏的大幅下降导致整体养殖行业对豆粕需求的减少还将持续，因此，下半年国内大豆的压榨量和消费量会继续下滑。

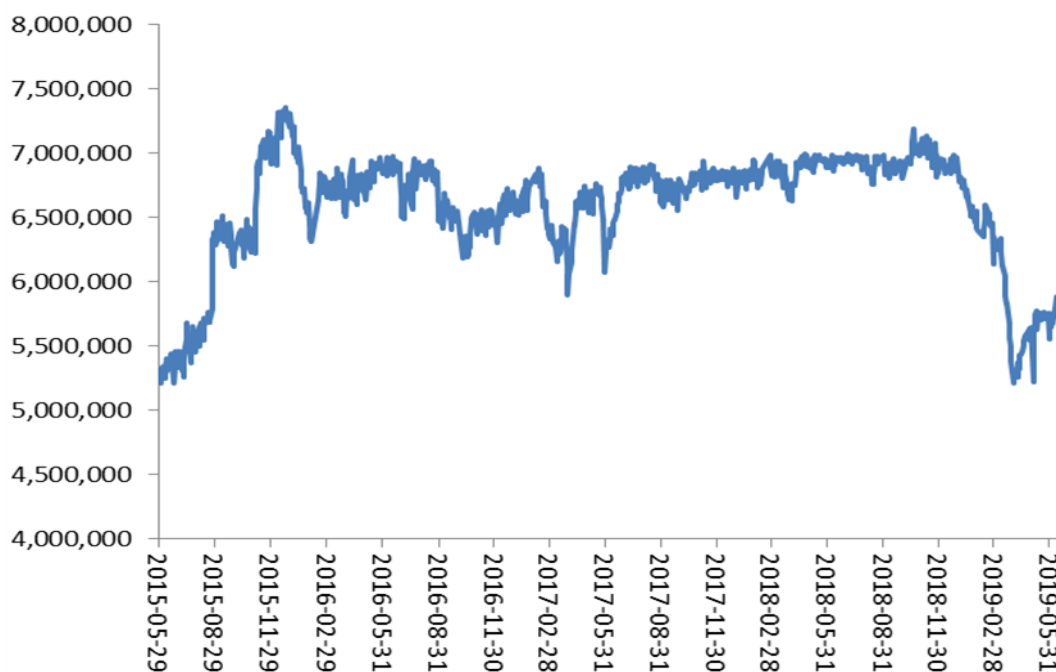
图 15: 大豆压榨量 (吨)



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

库存方面，国内大豆库存维持低位水平：一方面，由于需求不振，压榨企业主动控制库存；另一方面，下游企业预期大豆价格走低，备货积极性不高。但随着 5 月中美贸易争端升级，国内沿海大豆的库存走高。如图 16 所示，我国沿海大豆库存小幅增加到 570 万吨。

图 16: 沿海大豆库存 (吨)



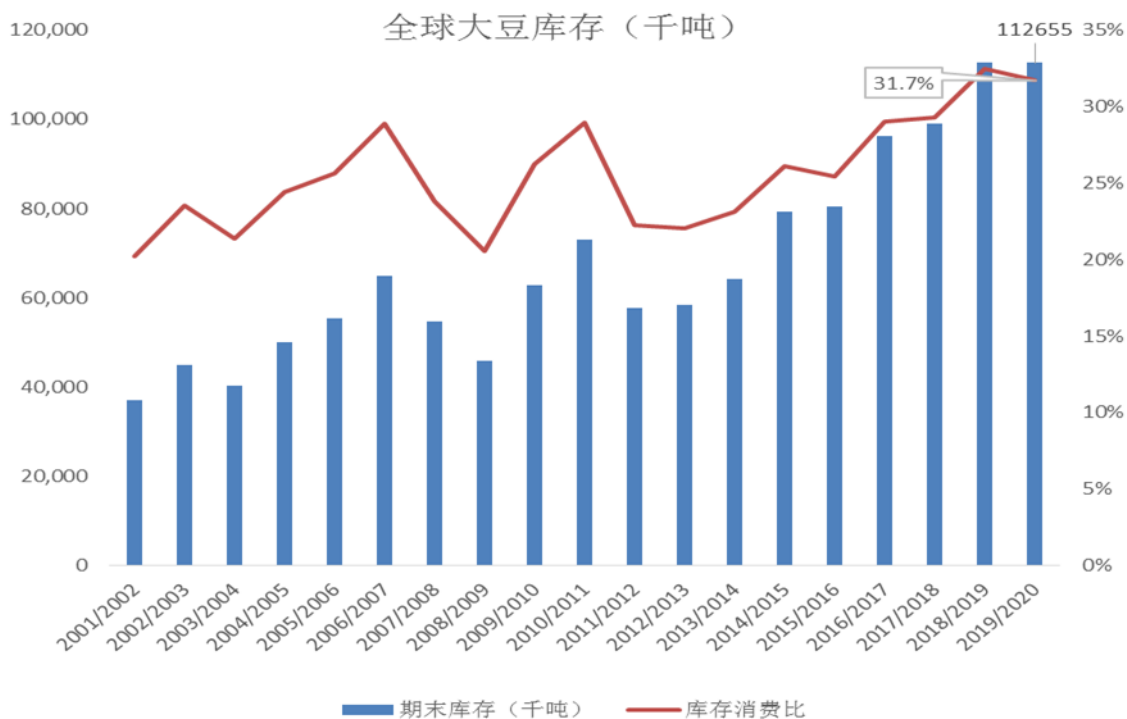
数据来源: wind、兴证期货研发部

综合来看，我国大豆的产量对价格行情的影响较小。进口大豆的成本低、进口量大，对价格的走势起决定性影响。受下游养殖行业需求大幅萎缩影响，国内进口和压榨大豆的数量出现同比减少的情况，预期下半年我国进口大豆的数量可能下降 10%，需求萎缩对大豆价格利空。

1.1.5 全球大豆供求分析

从前述分析看，2019/20 年度，全球大豆的供应量有所减少，主要表现在美国大豆产量将出现同比大幅减少。南美方面，由于巴西和阿根廷大豆价格上涨，农民选择种植大豆的积极性增加，大豆种植面积继续提高。如果天气情况维持正常，南美大豆产量极有可能继续维持历史高位，供应方面存在压力。如图 17 所示，根据美国农业部预测，未来全球大豆的库存略有下降但仍维持高位水平，给价格带来很大压力。

图 17：全球大豆库存及库消比（千吨）



数据来源：USDA、兴证期货研发部

消费方面，大豆的去库存过程一般需要价格的持续下降带动。由于中美贸易争端的升级，除美国大豆价格偏弱，全球其他国家和地区大豆价格均维持偏强态势，抑制了全球大豆的消费。另外，由于中国发生非洲猪瘟导致养殖行业出现衰退，对大豆的需求减少，也制约了大豆消费。

综合分析全球情况，我们认为，全球大豆供应略减、需求萎缩，去库存不顺畅，供求宽松的状态持续。

需求萎缩，豆粕上涨不易

1. 豆粕行情回顾

图 18：豆粕主力走势



数据来源：博弈大师、兴证期货研发部

如上图 18 豆粕主力合约走势。2019 年上半年豆粕价格行情可以分为两个阶段。第一阶段为年初到 4 月，中美贸易争端缓解，预期国内进口美国大豆大幅增加，需求将出现下滑，豆粕价格逐步震荡走低，由年初的 2700 元/吨下跌到 2500 元/吨。第二阶段从 2019 年 5 月以后，中美贸易冲突升级，国内豆粕价格大幅走高。另外，美国大豆种植期开始后，大豆主产区降雨偏多，种植进度大幅落后于往年，市场预期美国大豆单产和产量将受到影响，使得国内外大豆价格大涨，豆粕价格由 2500 元/吨大幅上冲至 3000 元/吨。目前，中美贸易争端有所缓和，国内豆粕需求放缓迹象明显，豆粕价格维持偏强震荡。

2. 豆粕基本面分析

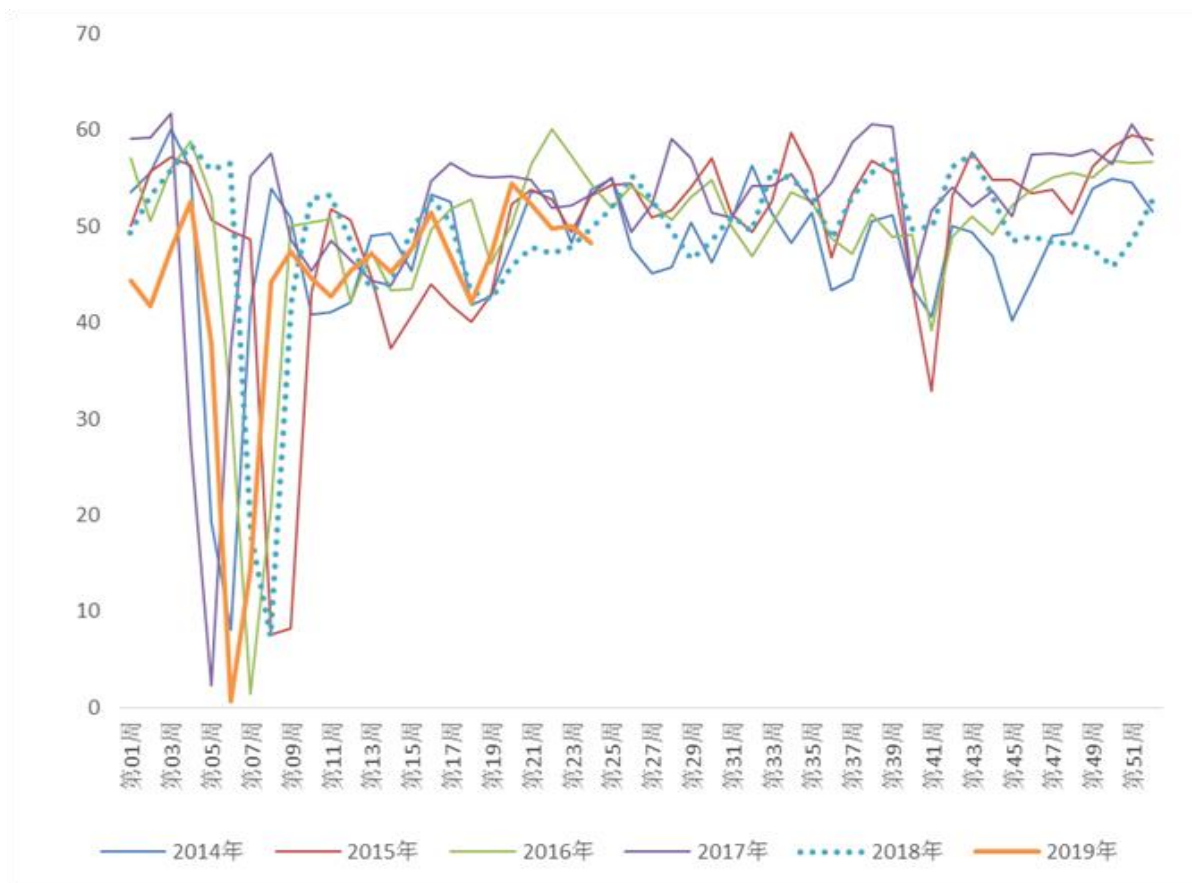
2.1 豆粕的供应分析

我国土地资源稀缺，在保证单产较高的主粮作物的前提下没有足够的土地供大豆的生产以满足国内日益增长的蛋白粕的需求。只有通过大量进口大豆进行压榨，以满足国内对蛋白粕的

需求。全球 80% 以上的蛋白粕依靠豆粕提供，因此豆粕被其他蛋白粕取代的概率较低。豆油在全球油脂的消费比重占 35%，在价格高企时被其他油脂取代的可能性更大。因此，国内进口大豆主要以满足国内的蛋白粕需求为主，这也导致了国内豆油产量和消费量占整体油脂的比重要远远高于国际水平。

2005 年以来，我国大豆压榨行业产能达到 1.5 亿吨，产能利用率维持在 60%。国内豆粕的供应基本依靠进口大豆压榨，直接进口豆粕数量有限。在价格低迷的情况下，豆粕出现一定数量的出口。

图 19：压榨企业开工率 (%)

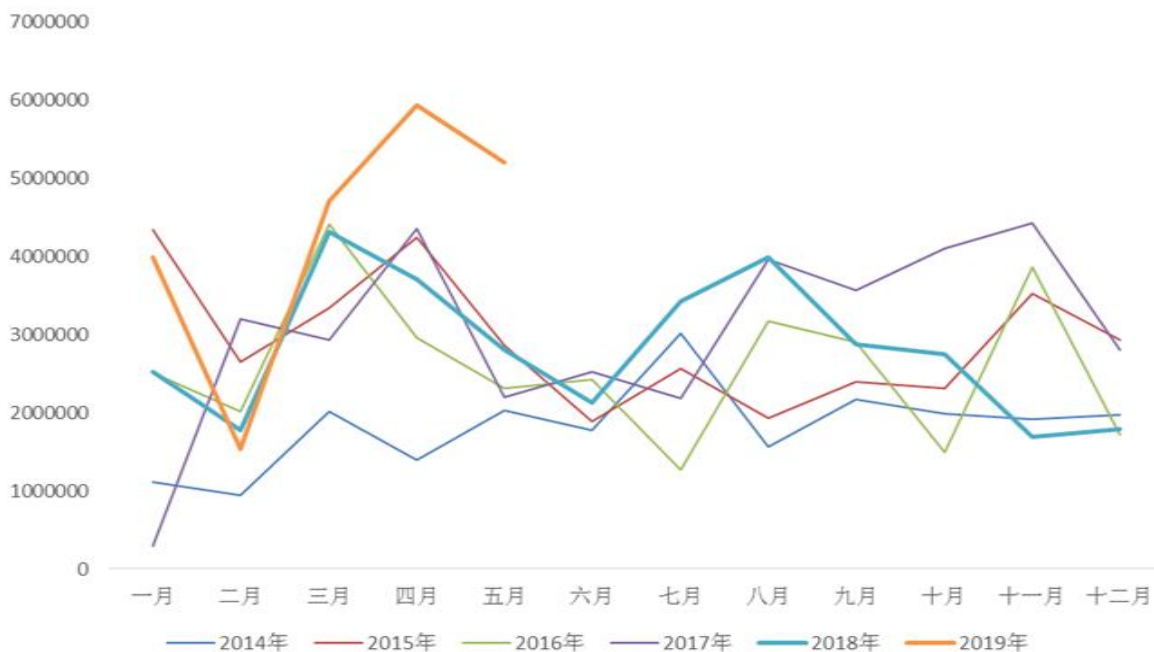


数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

如图 19 所示，我国大豆压榨企业的开工率。整体来看，今年年初以来，油厂受豆粕消费不旺，销售不畅影响，降低了开工率。今年上半年的豆粕供应出现一定萎缩。5 月以后，受中美贸易争端升级影响，豆粕价格大幅走高，成交有所好转，油厂开工率最高恢复到 55% 水平。

从市场成交的情况看，2019 年前 5 个月我国豆粕的成交量仍旧维持较高的水平，尤其是 4、5 月成交量大幅增加。

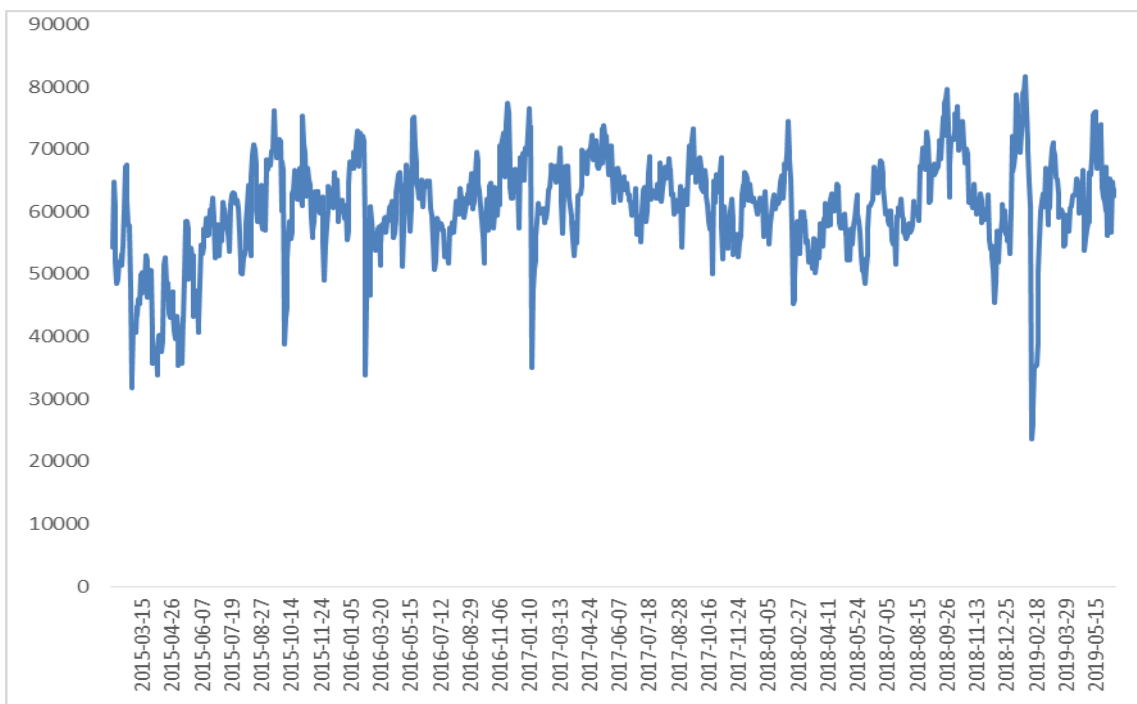
图 20：全国部分地区豆粕成交量（吨）



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

图 21 是我国沿海 30 家油厂豆粕提货量走势。从图看，今年 1 月到 5 月以来，国内豆粕的提货量较去年大幅减少，从侧面印证今年豆粕需求偏弱的状况。

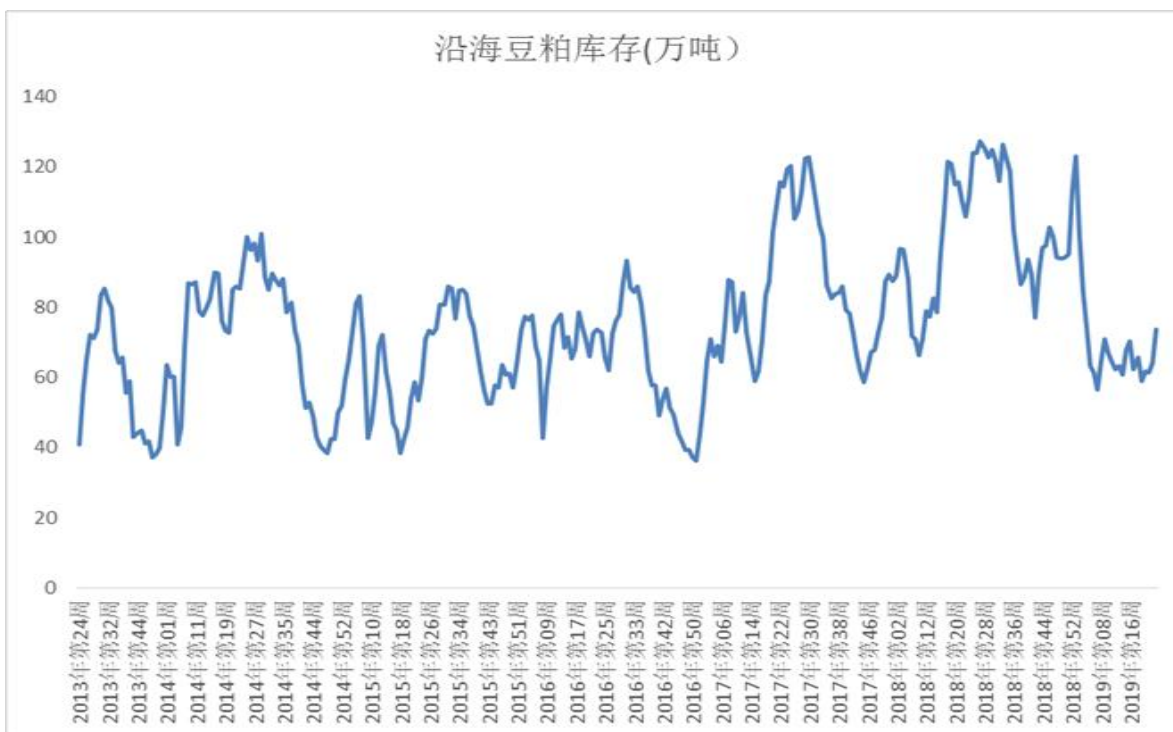
图 21：沿海 30 家企业提货量（吨）



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

如图 22 为我国沿海豆粕库存走势。由于预期豆粕需求放缓，企业逐步减少豆粕的库存。今年以来，国内豆粕库存量持续偏低。

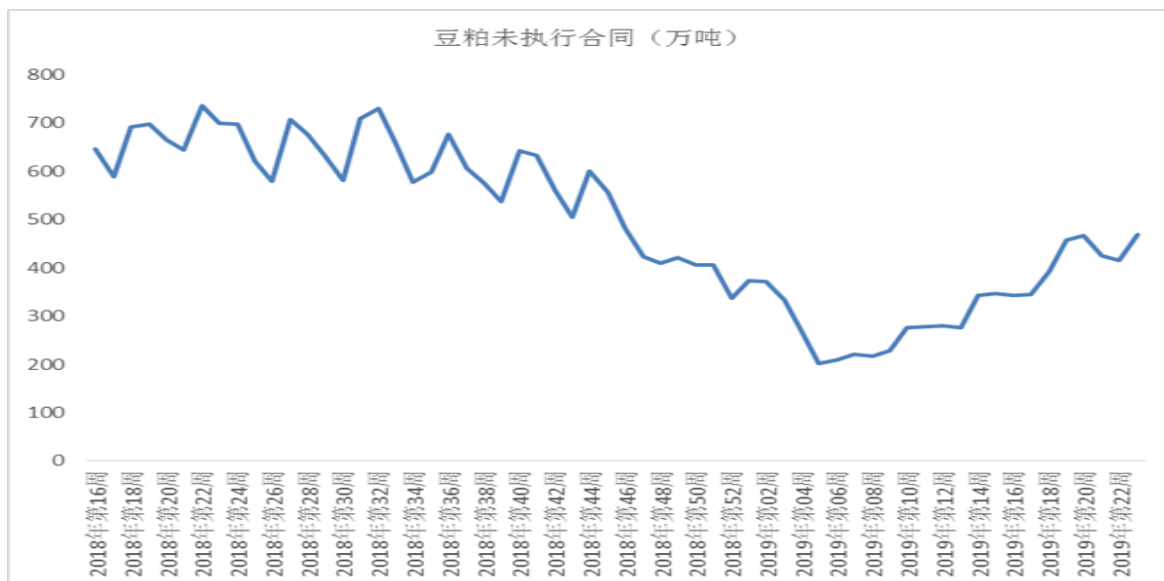
图 22：国内豆粕库存走势（万吨）



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

从图 23 国内豆粕未执行合同情况看，未执行合同量小幅增加。虽然没有达到去年的高位，但在需求减少的情况下，目前的库存水平已经偏高，将抑制后期豆粕的需求。

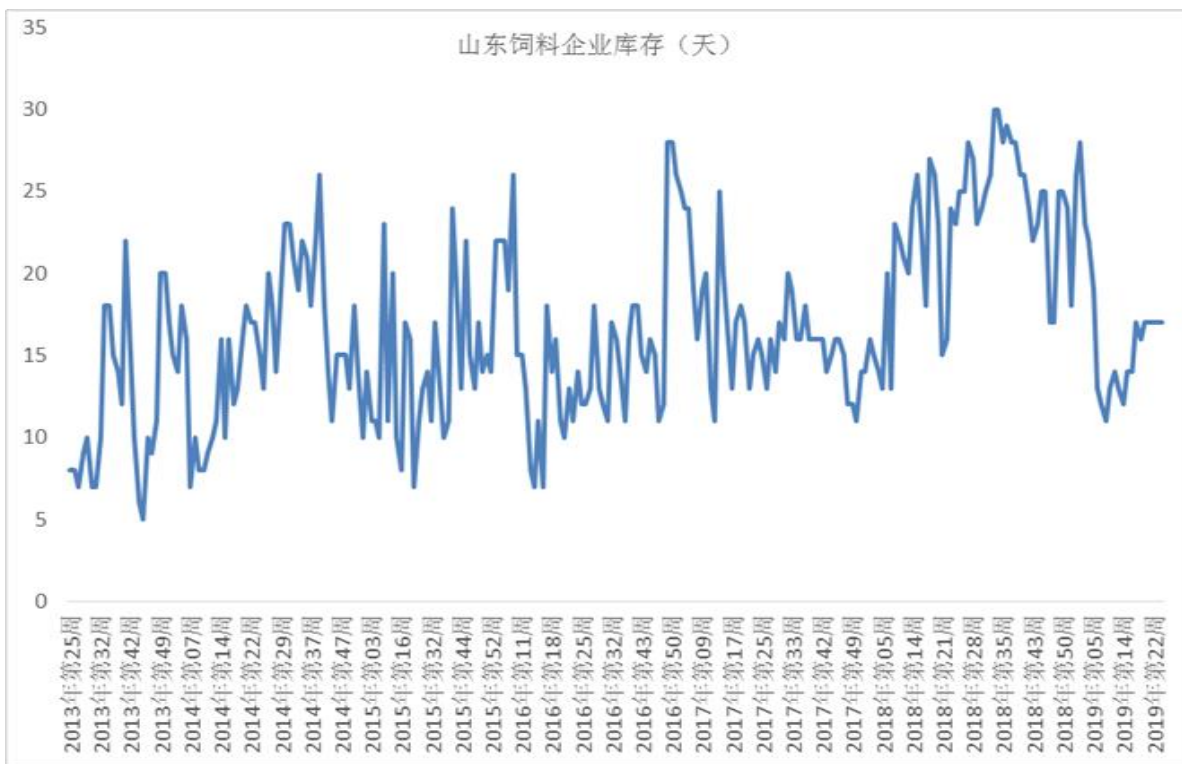
图 23：国内豆粕未执行合同（万吨）



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

如图 24，山东地区饲料企业豆粕库存天数下降到 17 天的水平，说明饲料企业对后期消费并不乐观，减少库存以防价格回调风险

图 24：山东饲料企业豆粕库存天数（天）



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

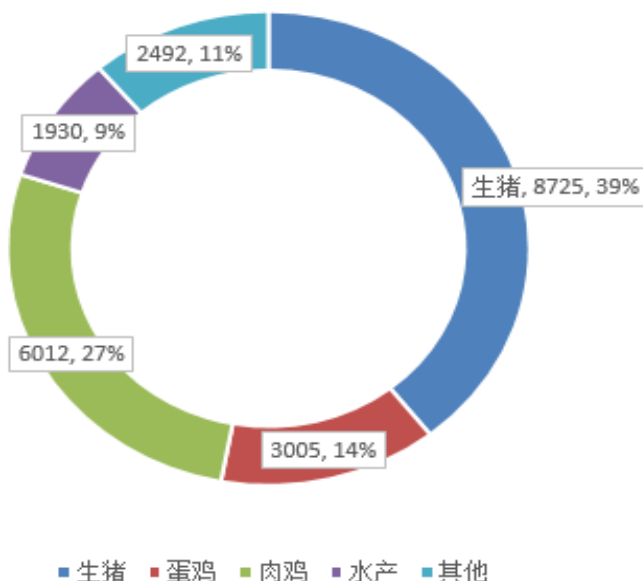
综合来看，目前油厂的开机率维持在正常偏低水平，豆粕的压榨供应量和成交量平稳略减。由于未来需求不乐观，豆粕的库存和未执行合同以及下游饲料企业的库存都维持在正常或偏低水平，反映了目前市场豆粕需求不旺的情况。

2.1 豆粕的需求分析

我国豆粕主要用于养殖业的消费。从数据看，用于生产饲料的豆粕占消费豆粕的 95% 以上，其余 2.5%--5% 的豆粕满足出口需求，用于食用消费的豆粕相对稳定，不足总消费量的 1% 且主要是国产大豆生产的豆粕。养殖行业的需求状况成为分析豆粕需求的主要因素。

在我国，生猪对豆粕的需求量最大；其次是肉蛋禽对豆粕的需求，再次是水产。如图 25 显示，生猪饲料占总饲料产量的 39%；肉鸡饲料产量占 27%，蛋鸡饲料产量占 14%，水产和反刍饲料分别约占饲料总产量的 9% 左右。由于豆粕在各种饲料中的含量占比不同，豆粕的消费用量也略有差异。

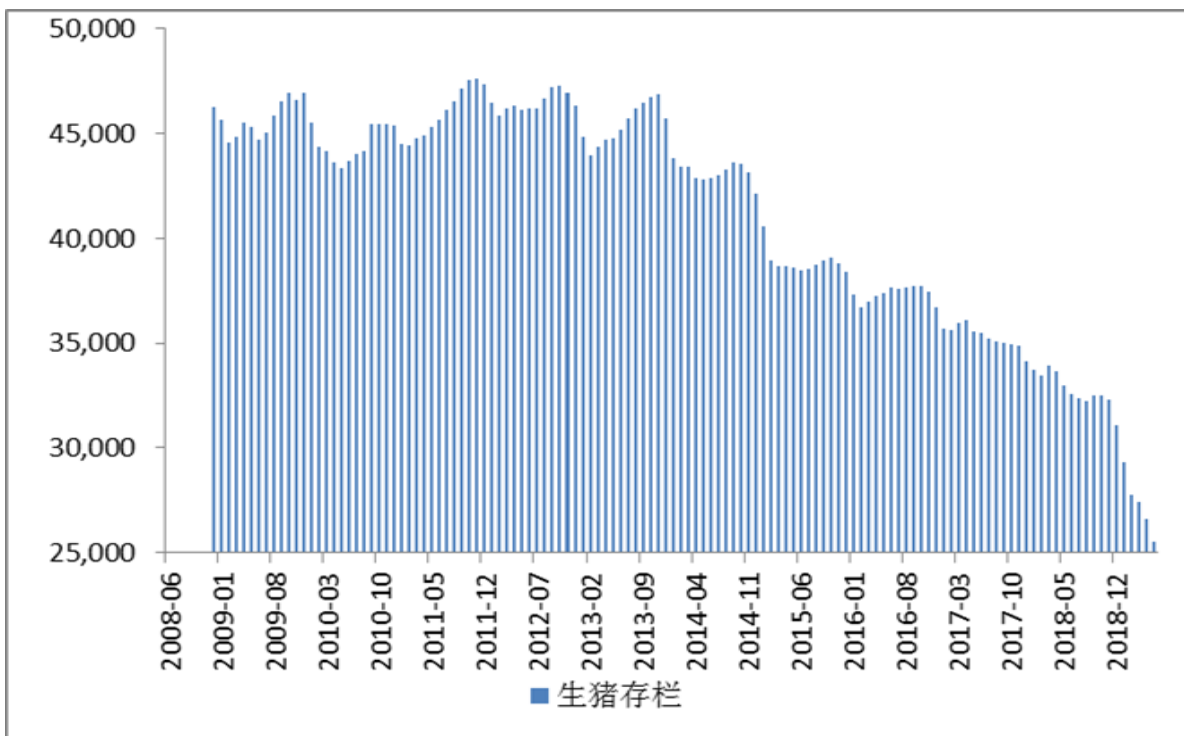
图 25：2016 年全国饲料产量（万吨）



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

首先，分析生猪行业情况。生猪价格自 2017 年下半年进入下行周期。图 26 生猪存栏走势，显示 2018 年生猪的存栏量加速下滑。从调研的情况看，由于非洲猪瘟的影响，生猪产能迅速下降，2019 年下半年生猪存栏数据可能继续重挫，生猪存栏的大幅下降将抑制豆粕的需求。

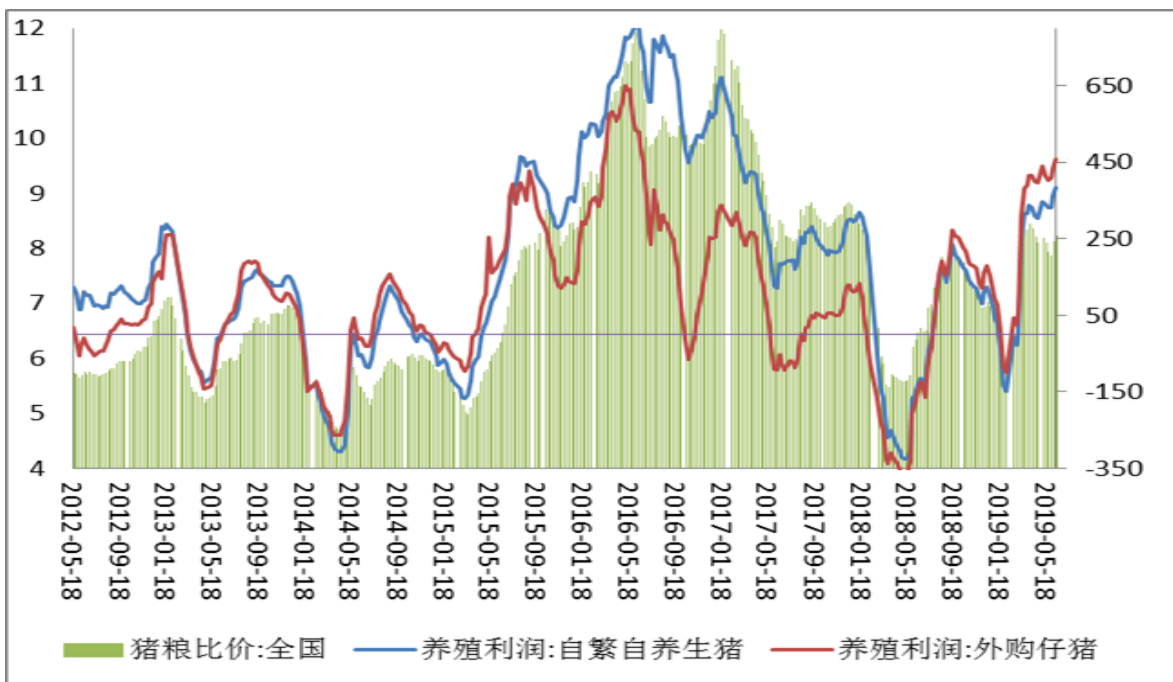
图 26：生猪存栏量（万头）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

如图 27 所示，生猪养殖利润从 2019 年 3 月大幅走高，目前已经达到 450 元/头。但仔猪供不应求，生猪存栏无法提高，养殖利润将继续大幅走高。

图 27：生猪养殖利润（元/头）



数据来源：wind、兴证期货研发部

如图 28 所示，仔猪的出售毛利大幅走高，由于能繁母猪产能下降迅速，后期仔猪仍将供不应求，仔猪的价格和养殖利润仍将大幅走高。

图 28：仔猪出售毛利（元/头）

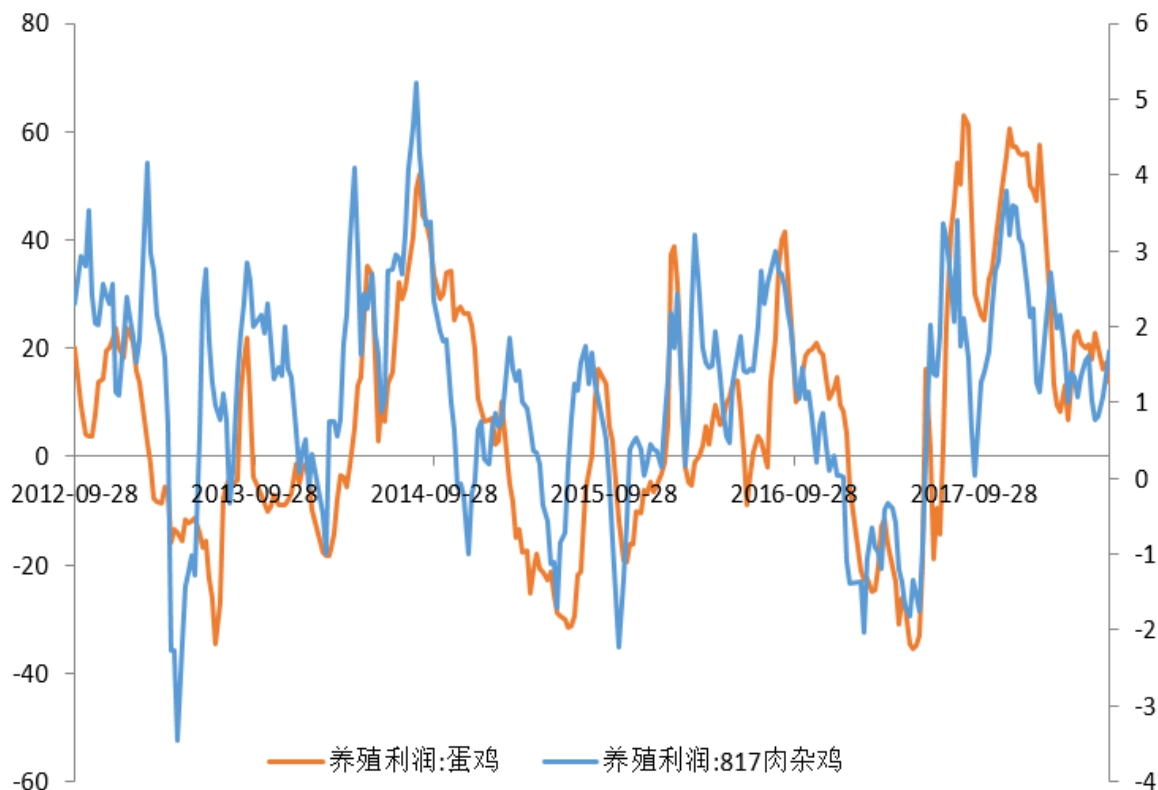


数据来源：wind、兴证期货研发部

从肉蛋禽的情况看，2017 年以后肉蛋禽供求处于紧平衡状态，价格和养殖利润不断走高。目前全国肉蛋鸡的存栏量仍旧处于历史偏低水平，随着补栏的不断增加，肉蛋鸡存栏量将增加。

如图 29 为我国肉蛋禽养殖利润走势。2017 年下半年，肉鸡价格和鸡蛋价格大幅上涨，养殖利润达大幅走高，养殖户补栏积极。2019 以来，肉鸡和鸡蛋的需求旺盛，养殖利润维持较好的状态。由于肉鸡和鸡蛋将替代部分猪肉消费，肉鸡和鸡蛋的价格和利润可能维持较好水平，这有利于肉蛋禽存栏的增加。肉蛋禽存栏增加对豆粕的需求利好。

图 29：肉蛋禽养殖利润（元/只）

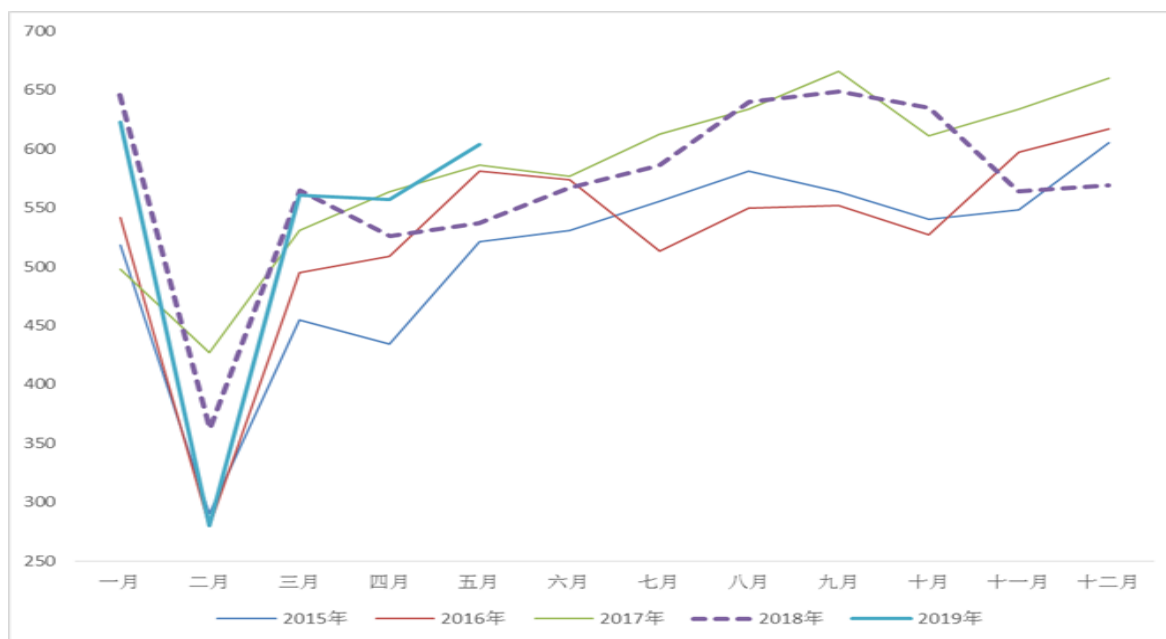


数据来源：wind、兴证期货研发部

最后，水产养殖方面，虽然水产的价格维持较高的水平，养殖的积极性也比较高，但由于长江以南地区水产养殖需求恢复速度不及预期，蛋白粕的消费恢复缓慢。2019 年下半年，水产养殖的恢复，对豆粕的需求将利好。

如图 30 所示，2019 年豆粕的饲料用量维持在近年来的低位水平，说明豆粕需求低迷。

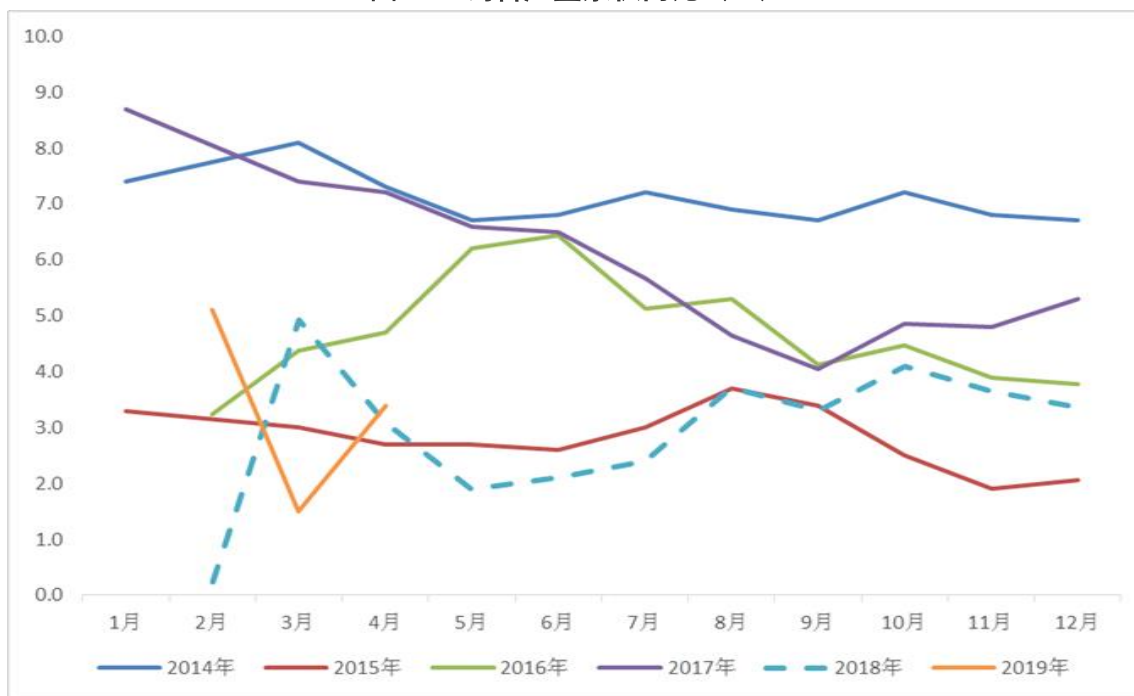
图 30: 豆粕饲料用量 (万吨)



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

从饲料累积同比看, 增幅下降到 3.4%, 显示出饲料需求增长乏力。

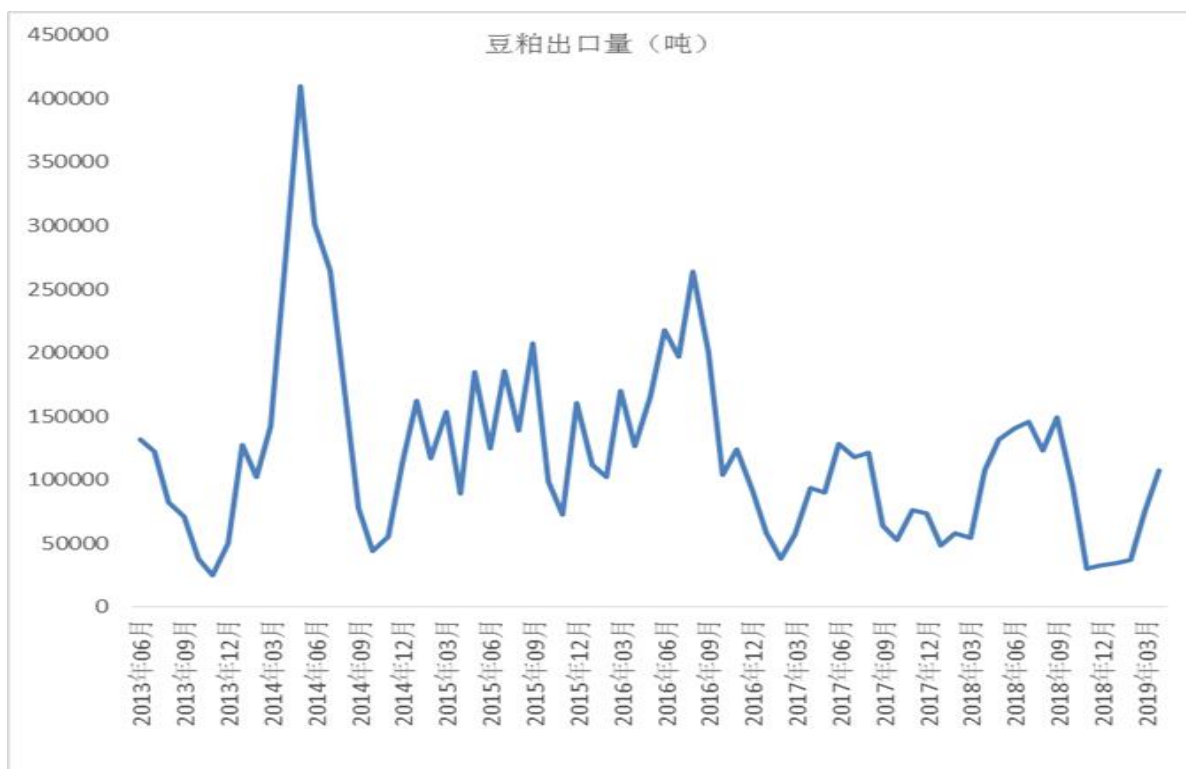
图 31: 饲料产量累积同比 (%)



数据来源: wind、兴证期货研发部

综合养殖的情况看, 生猪存栏大幅下降不利于豆粕消费。尽管肉蛋禽养殖和水产养殖对豆粕的消费需求利好, 但整体养殖对豆粕的需求可能出现绝对量的下降。2019年下半年豆粕需求量的下滑可能会超出市场预期。

图 32: 豆粕出口量 (万吨)



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

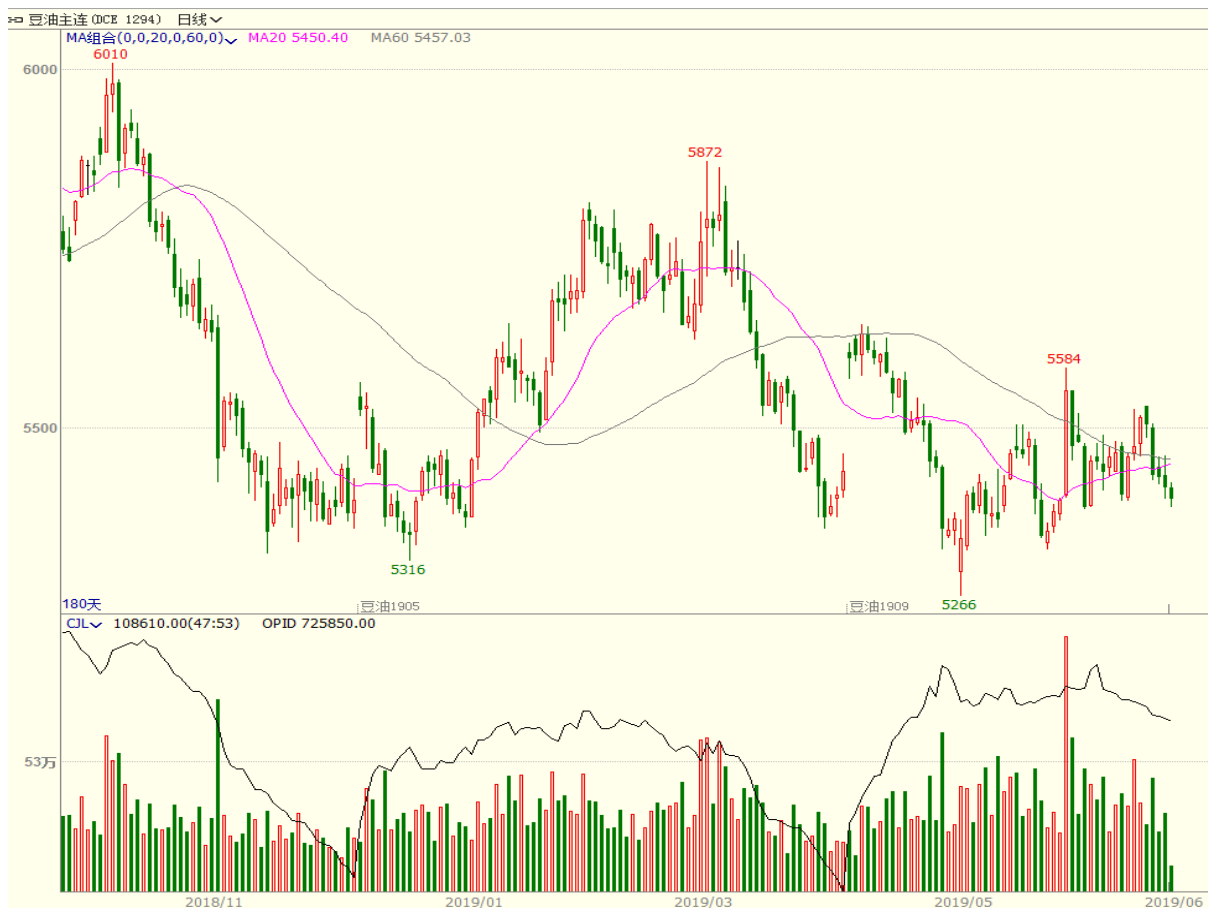
豆粕的出口数量比重不大,但数量波动较大。如图 32 所示,2019 年上半年我国豆粕的出口量整体萎缩,后期出口数量可能小幅增加。

综合豆粕供求的分析,我们认为国内豆粕的供应同比下降。由于下游养殖需求疲弱,豆粕的实际消费数量出现萎缩,2019 年我国进口大豆的数量再次下降。在消费低迷的情况下,豆粕价格继续大幅上涨难度较大。但由于中美贸易争端的影响,进口大豆的成本抬升对国内豆粕价格产生很大影响,需要特别关注。

供求逆转，豆油大幅上涨

1. 豆油行情回顾

图 33：豆油主力走势



数据来源：文华财经、兴证期货研发部

如上图豆油主力合约走势，2019年上半年豆油价格行情基本维持窄幅震荡行情。2019年年初以来，国内豆油的库存水平大幅下降，导致豆油价格走高。但3月以后，豆油需求放缓，库存维持在140万吨左右，豆油价格面临压力，逐步震荡回调到前期低位。目前处于豆油消费淡季，豆油的库存维持震荡，下半年需求旺季到来之前，豆油价格维持震荡概率较大。

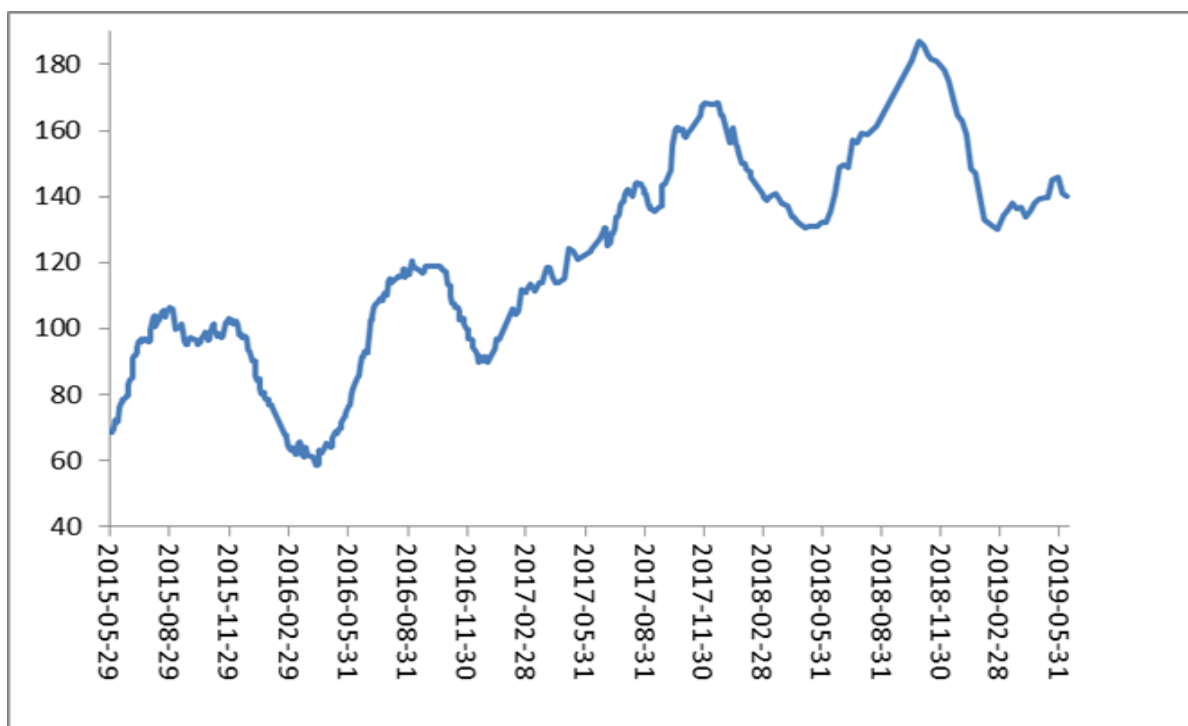
2. 豆油基本面分析

2.1 豆油的供应分析

从国内的情况来看，近年来国内豆油的月度进出口量均处于5万吨以下，对供求影响较小。豆油的新增供应量主要体现在压榨企业豆油的产量上，今年大豆压榨量出现下滑，豆油的供应出现减少。

从库存的情况看，如图 34 所示，全国各地油厂库存维持在 140 万吨以上，库存压力相对较大，给豆油价格带来很大压力。

图 34：全国油厂库存（万吨）



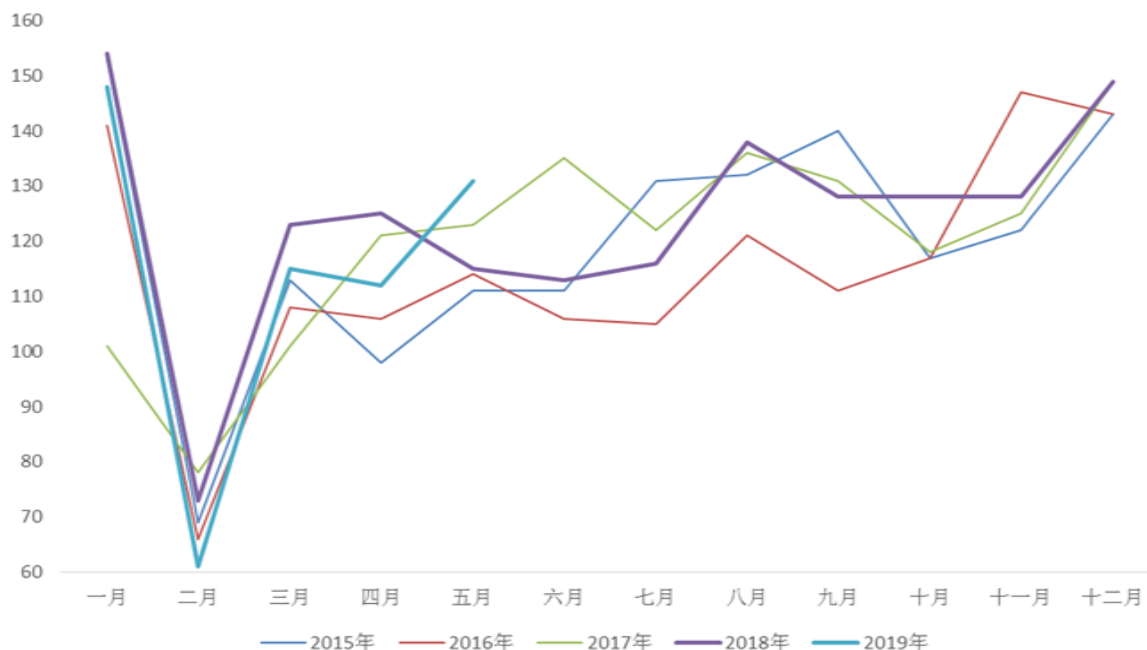
数据来源：wind、兴证期货研发部

2.2 豆油的需求分析

我国豆油进口关税目前为 9%，远远高于大豆的进口关税 3%，使得豆油的价格相对国际水平要高，因此进口量比出口量更大，价格走势受外盘影响程度要小。国内豆油基本用于食用消费，占比超过 90%。在与外盘相对隔离的情况下，豆油的食用消费决定国内豆油的消费。

国内豆油的食用需求增幅开始放缓，根据美国农业部的预测，2017/18 年度我国豆油的消费 1650 万吨；2018/19 年度国内豆油消费量略微下降至 1625 万吨；2019/20 年度，豆油的食用消费需求可能略微增加到 1639 万吨。随着中国人口老龄化的影响，豆油的消费量徘徊不前。如图 35 显示，我国豆油的食用消费量基本维持不变。

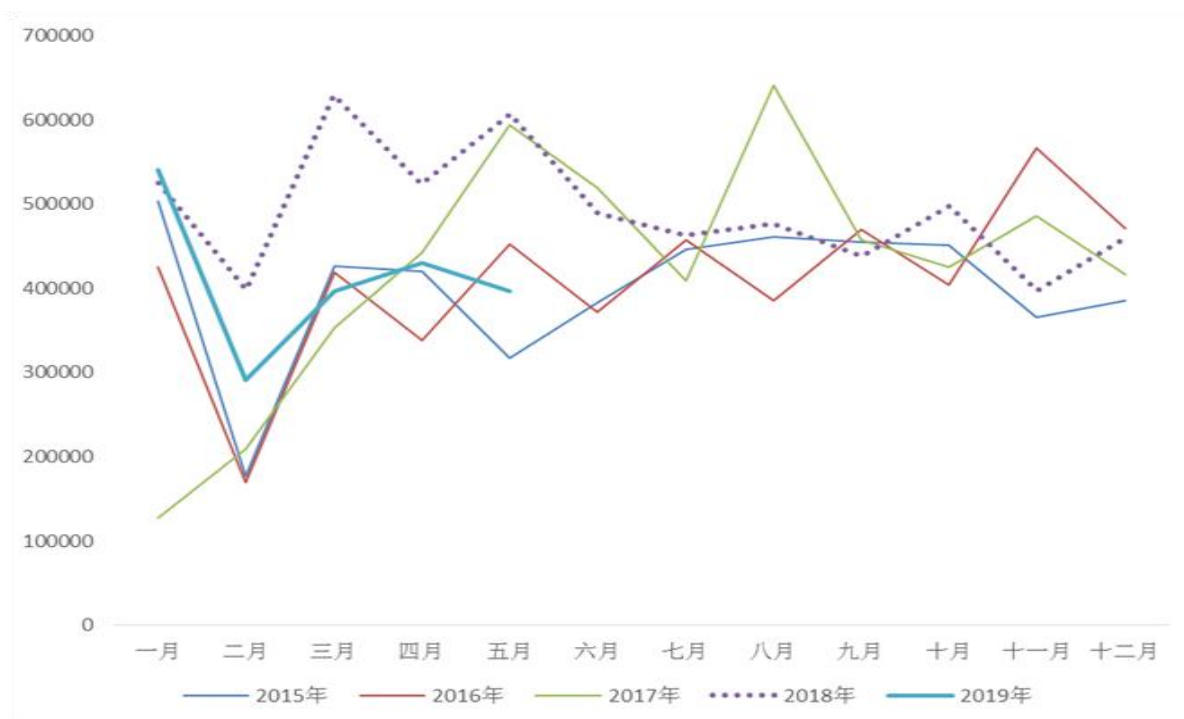
图 35: 全国豆油食用消费 (万吨)



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

从成交的情况看, 由于豆油价格处于低位区间波动, 市场交投相对低迷, 豆油的成交量维持低位水平。

图 36: 全国豆油成交走势 (吨)



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

豆油的未执行合同已经回到正常偏低的水平，豆油的投资和投机需求萎缩。

图 37：全国豆油未执行合同（吨）



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

2.3 豆油的后期供求分析

在我国豆油主要来源于压榨企业的压榨，因此受制于大豆的进口量和压榨数量。由于我国进口大豆的关税为 3% 要远远低于豆油的进口关税 9%，因此国内豆油的价格相对国际豆油价格水平偏高，正常情况下国内豆油进口量要远远高于出口量。

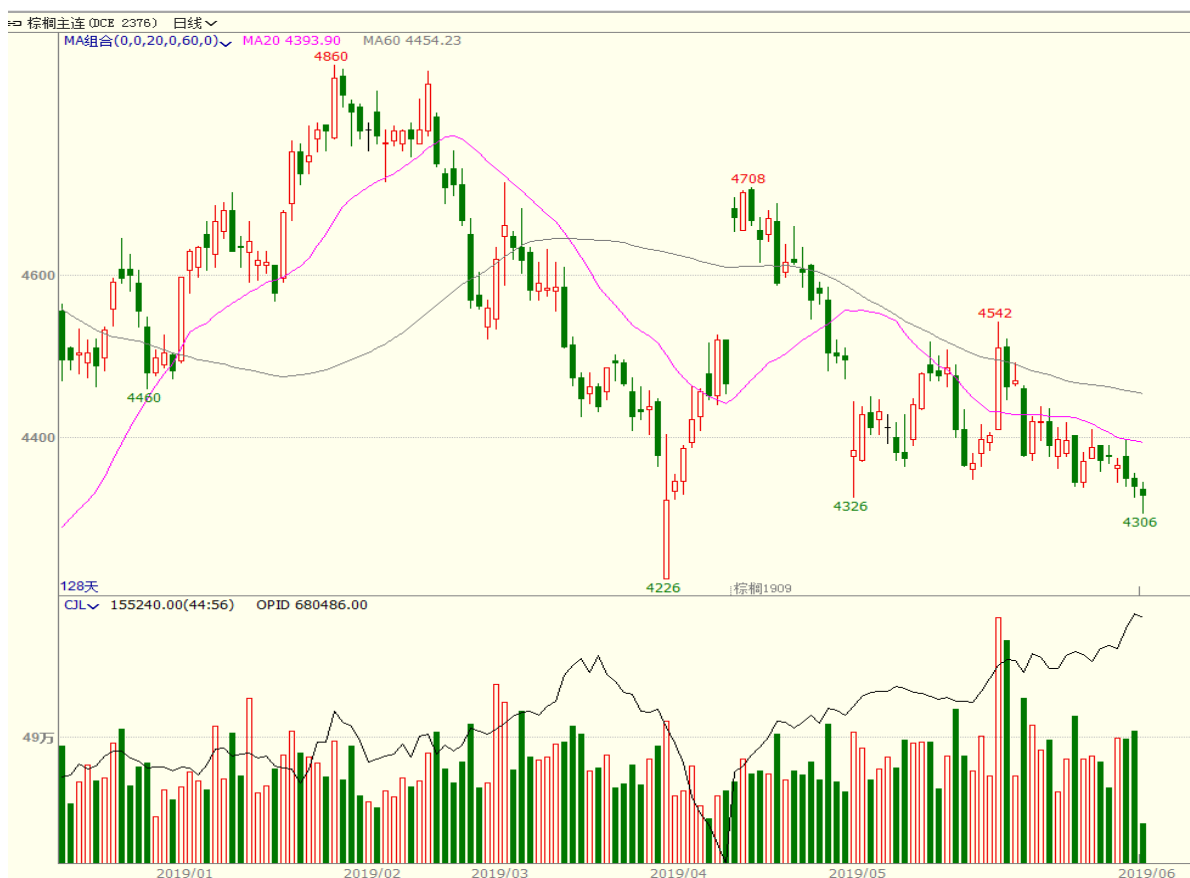
从消费看，我国是豆油的需求大国，豆油基本都用于满足食用需求，与巴西、阿根廷等豆油资源禀赋丰富用于生产生物柴油的国家不同。我国豆油的食用需求相对比较稳定，但由于我国逐步进入到老龄化社会，豆油的消费增幅大幅放缓。2019 年豆油的需求可能维持在 2018 年的水平。从消费的绝对量来看，我国豆油的消费量仍旧达到 1640 万吨的高位。

由于养殖需求放缓，我们预期今年下半年大豆进口量和压榨量将出现大幅减少，豆油的压榨供应量将出现大幅下降，在需求稳定的情况下，豆油的供求存在较大的缺口，豆油的价格出现上涨行情。

供应增加，棕榈油疲弱

1. 棕榈油行情回顾

图 38：棕榈油主力连续合约走势



数据来源：博弈大师、兴证期货研发部

如上图棕榈油主力合约价格走势，2019年上半年棕榈油价格维持宽幅震荡行情。由于东南亚地区棕榈油恢复增产，供应量不断增加且远超需求的增幅，全球棕榈油的库存不断积累。市场预期棕榈油的产量增加将会持续，进一步打压棕榈油价格。国内方面，由于豆油供应萎缩，油脂的供求压力出现缓解。下半年，油脂的需求旺季到来后，棕榈油价格可能会低位反弹。

2. 全球棕榈油基本面分析

2.1 全球棕榈油供应分析

棕榈树是多年生木本植物，树龄在30年以上，一般3年以后结果，6-7年棕榈树单产水平可以达到整个生命周期的平均水平，9—18年是高产周期，之后单产水平逐步下降，因此树龄结构是决定单产的重要因素。

2.1.1 印尼棕榈油产量

下图 39 为印度尼西亚棕榈树的收获面积及同比走势。由图看，印尼有近一半的棕榈树是近十年种植，而近 60% 棕榈树的树龄低于 10 年，处于单产增加的高峰期。但近年来印尼棕榈油收获面积增幅不断走低，这与 2008 年后新种面积增幅减少有关。根据 USDA 报告显示，2019 年印度尼西亚棕榈树的收获面积达到 1130 万公顷，2020 年可能继续增加到 1175 万公顷。

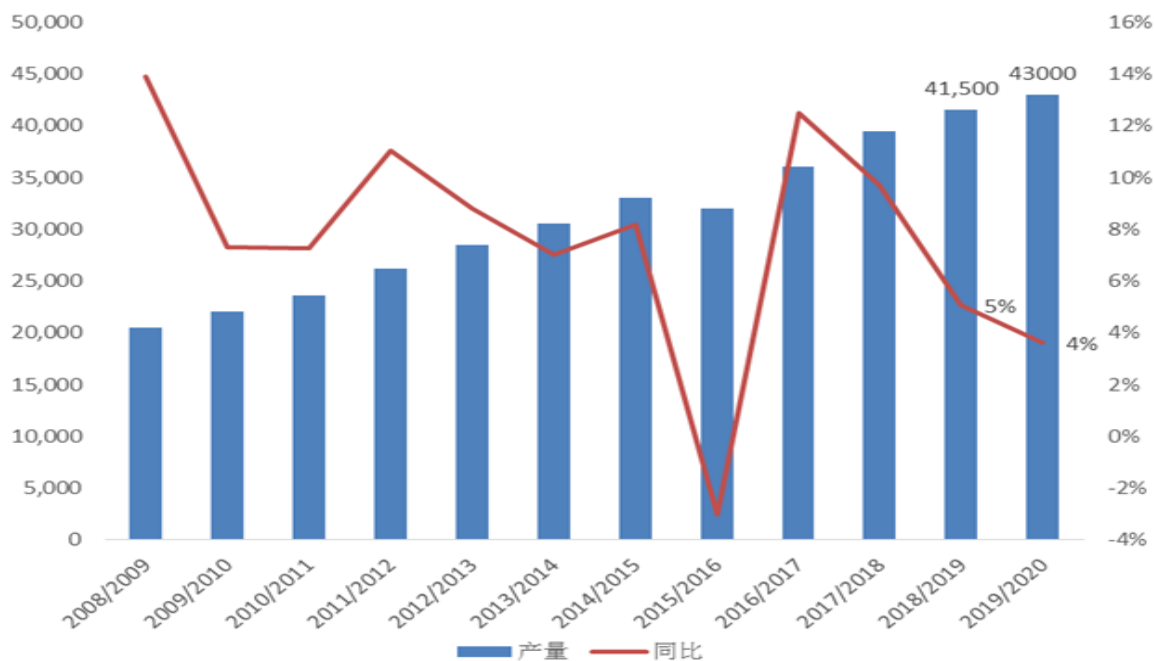
图 39：印尼棕榈油收割面积及同比（千公顷）



数据来源：USDA、兴证期货研发部

单产方面，2017 年东南亚地区棕榈油的单产恢复的比较缓慢，2018 年和 2019 年单产进入趋势单产水平。在收获面积不断增加、单产水平维持高位情况下，印尼棕榈油产量继续大幅增加。根据美国农业部的预测，2018 年印尼棕榈油的产量达到 3950 万吨，2019 年可能增加到 4150 万吨，2020 年将增加到 4350 万吨。棕榈油产量的增加对市场价格的压力非常大。

图 40：印尼棕榈油产量及同比（千吨）



数据来源：USDA、兴证期货研发部

2.1.2 马来西亚棕榈油产量

2019 年，马来西亚完全成熟的棕榈树的收获面积为 530 万公顷，较去年的 520 万公顷有所增加。2020 年收获面积可能增加到 535 万公顷。单产方面，马来西亚的棕榈油单产已经恢复到趋势性单产。

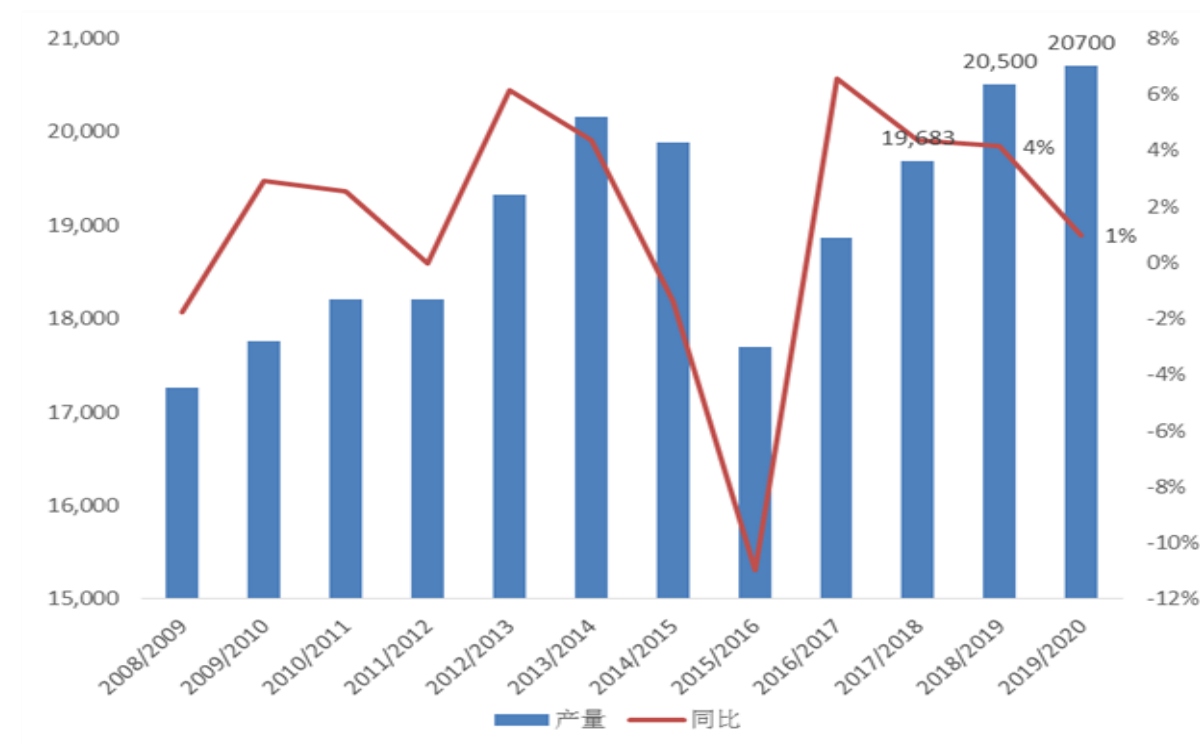
图 41：马来棕榈油收割面积及同比（千公顷）



数据来源：USDA、兴证期货研发部

随着种植面积和单产的恢复，马来西亚棕榈油产量维持高位。根据 USDA 的数据，2019 年马来西亚棕榈油的产量将达到 2050 万吨。2020 年，马来西亚的棕榈油产量将增加到 2070 万吨。

图 42：马来棕榈油产量及同比（千吨）



数据来源：USDA、兴证期货研发部

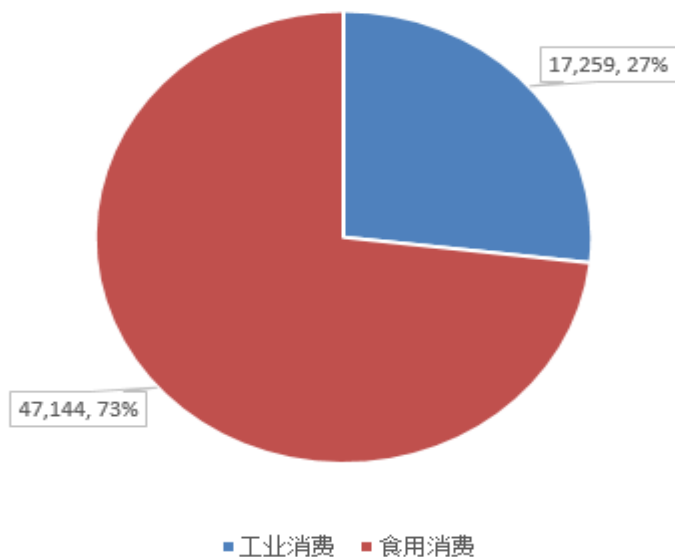
2019 年马来西亚和印度尼西亚棕榈油的总产量接近 6200 万吨，约占全球总产量的 82%；马来西亚产量的恢复性增加和印尼产量的大幅增加将导致 2019 年全球棕榈油产量出现大幅增加，对棕榈油价格有很大压力。

2.2 全球棕榈油需求分析

2.2.1 棕榈油的食用需求

棕榈油的需求主要还是用于食用消费需求，包括工业食品的消费需求。从近五年的情况看，棕榈油的食用需求平均增幅接近 4%，未来油脂整体的供给逐步恢复，尤其是棕榈油受厄尔尼诺天气减产的影响消失使得产量恢复到趋势性单产水平，产量增幅较大。棕榈油的供求关系逐步宽松。预期 2019 年下半年棕榈油的食用需求增幅可能高于 3%，棕榈油的价格仍需下调才能占领豆油和菜籽油的市场份额。

图 43: 全球棕榈油消费情况 (千吨)

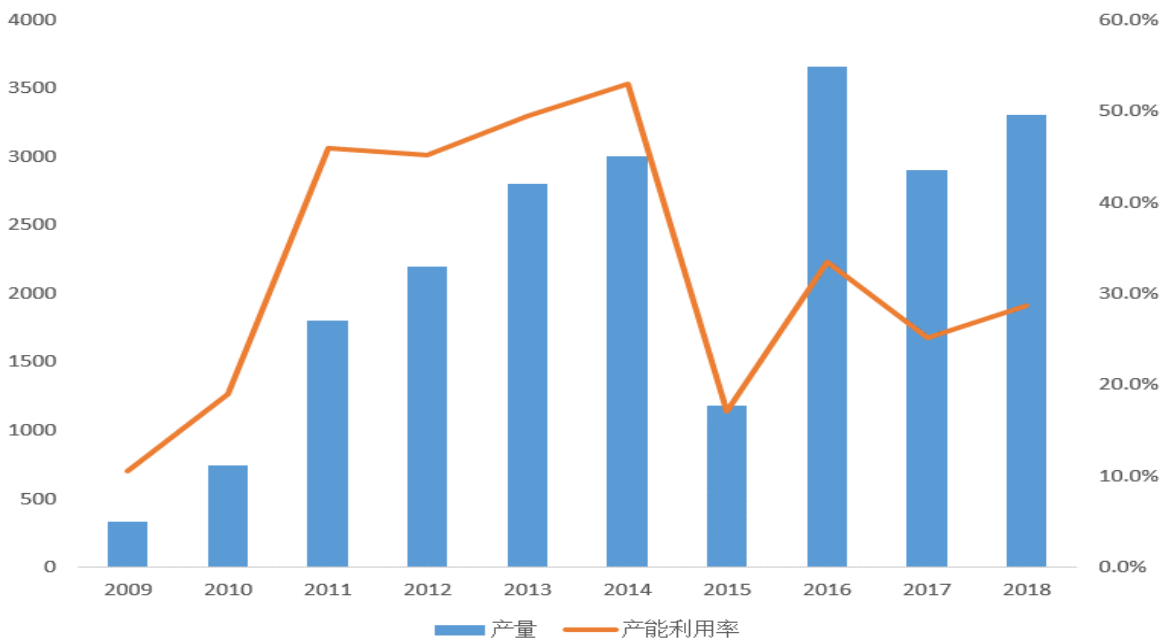


数据来源: USDA、兴证期货研发部

2.2.2 棕榈油的工业需求

印度尼西亚是棕榈油用于生物柴油生产需求最大的国家。图 44 是印尼生物柴油产能利用率情况。由图看，印尼生物柴油的产能利用率较低，还有较大的上升空间。近期随着原油价格的下挫，印尼生物柴油的产量出现下滑。中长期生物柴油的产量仍需要关注政府政策。

图 44: 印尼生物柴油产量及产能利用率 (百万升)

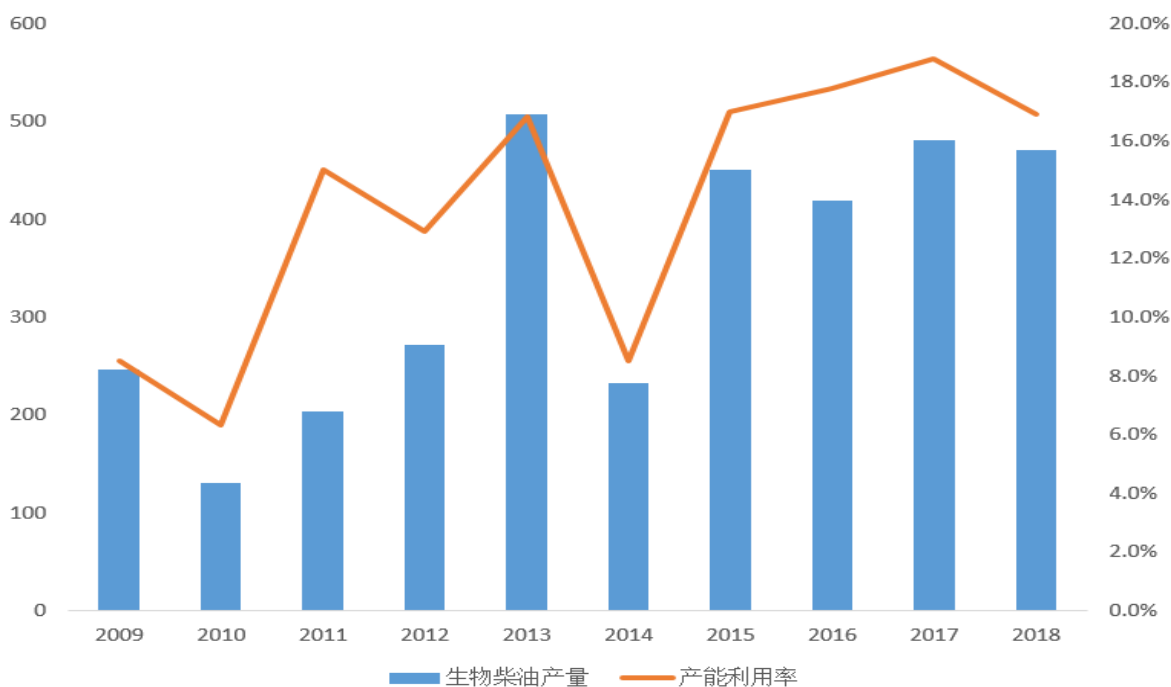


数据来源: USDA、兴证期货研发部

自 2016 年印尼生物柴油的混掺比例达到最高的 10.2% 以后，已经连续两年出现下调，2017 年为 9.2%，2018 年混掺比例下调至 8.7%。为了刺激棕榈油的消费，印尼政府将再度提高生物柴油的混掺比率，预期 2019 年棕榈油用于生物柴油的消费量将再次走高。

图 45 是马来西亚生物柴油产能情况。由图看，马来西亚棕榈油的产能利用率较低，刚刚达到 16%，上升空间较大。但由于政府缺乏激励，企业生产生物柴油的积极性不高。马来西亚生物柴油的产量更多取决于原油等能源价格的走势，因此仍旧存在较大的不确定性。

图 45：马来西亚生物柴油产量及产能利用率（百万升）



数据来源：USDA、兴证期货研发部

由于政府激励政策不积极，马来西亚生物柴油的混掺比率持续维持在 7% 的低位，棕榈油的消费量维持 40 万吨水平。能源价格的走势对马来西亚棕榈油用于生物柴油的数量有很大影响。

2.3 全球棕榈油供求分析

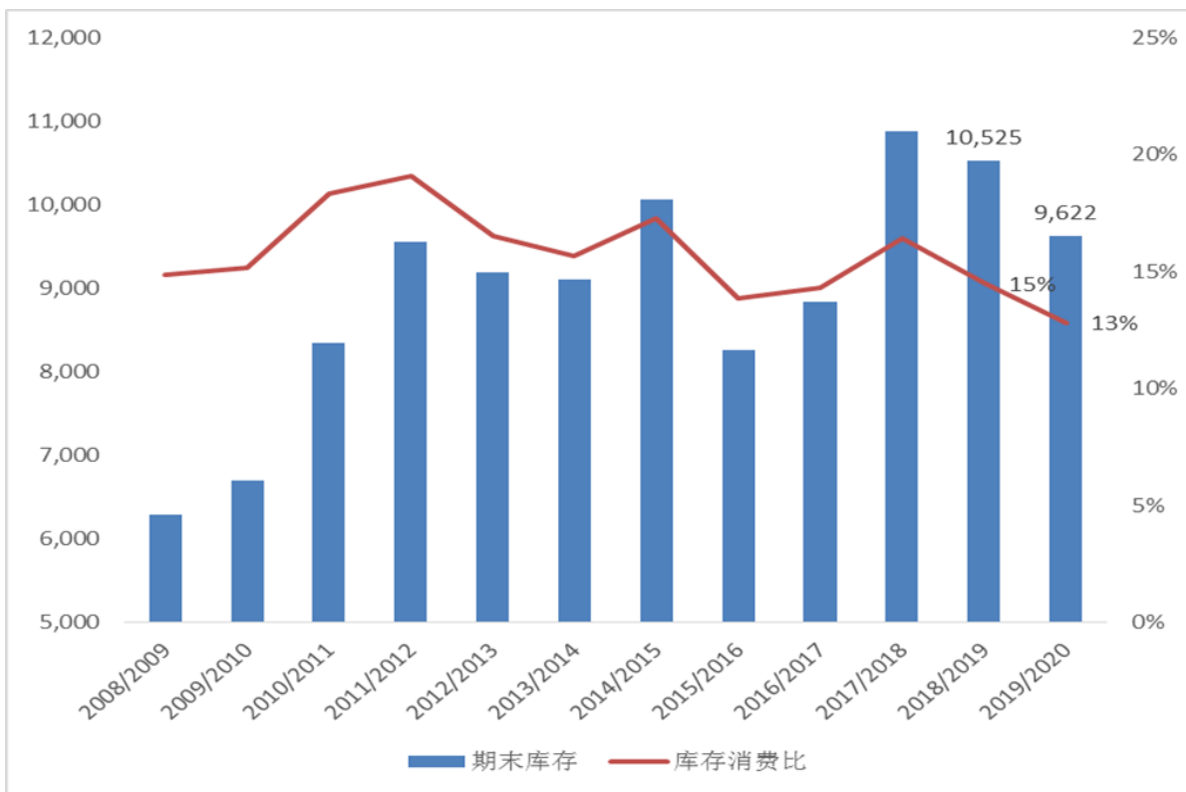
综合来看，随着马来西亚和印度尼西亚棕榈油的单产水平恢复，全球棕榈油的供给量大幅增加。需求方面，棕榈油的食用需求增幅有限，工业用途的用量、尤其是生物柴油的用量随着能源价格的走势发生很大的变化，存在较大的不确定性。

2018 年下半年，原油价格大涨，印度尼西亚和马来西亚生物柴油的出口数据亮眼，棕榈油的需求出现增加；但随着原油价格的回落，用于生物柴油生产的棕榈油用量大幅萎缩。

政策方面看，2018 年 6 月欧盟通过决议，自 2019 年后逐步减少用于生产生物柴油的棕榈油数量，直到 2030 年完全弃用棕榈油生产生物柴油。目前，欧盟用于生产生物柴油的用量达到 260—300 万吨的水平，逐步减少用量，可能在中长期不利于棕榈油的消费。

根据美国农业部的预测，全球棕榈油的供求维持宽松。如图 46 所示，2019 年全球棕榈油的库存小幅下降至 1052 万吨；2020 年，库存将下降至 962 万吨，库存消费下滑到 13%。

图 46：全球棕榈油库存及库消比（千吨）



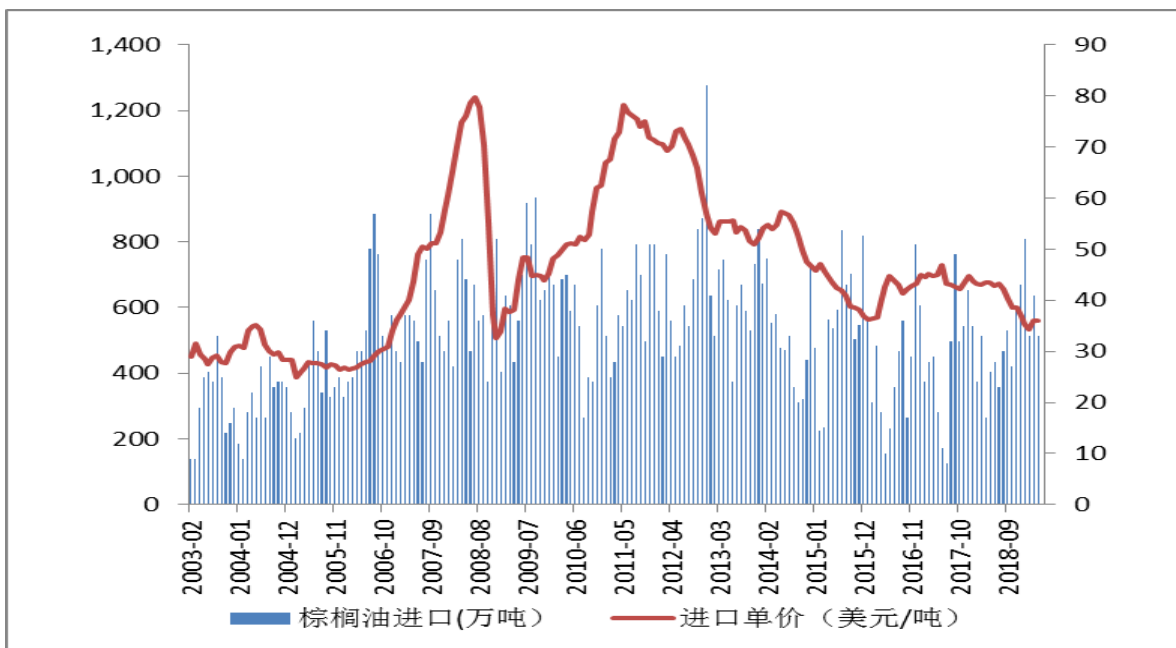
数据来源：USDA、兴证期货研发部

3. 我国棕榈油产业分析

我国是棕榈油的消费大国，也是棕榈油的净进口大国。我国棕榈油的消费有 66% 用于家庭食用消费，34% 用于工业消费。工业消费主要用于食品加工行业，因为棕榈油是饱和脂肪酸，不易变质，这个特性使得棕榈油成为方便面等食品的主要原料。但由于棕榈油熔点较高，容易出现浑油甚至会有凝固，导致棕榈油在家庭食用方面的需求较其他油脂存在劣势。

棕榈油用于工业方面的需求可能保持相对稳定的增长。随着菜籽油和豆油价格的偏强运行，棕榈油在家庭食用方面的需求可能出现逐步的增加。如图 47 为我国棕榈油月度进口数量。2019 年以来，棕榈油的进口数量出现缓慢回升，国内棕榈油的库存大幅增加。

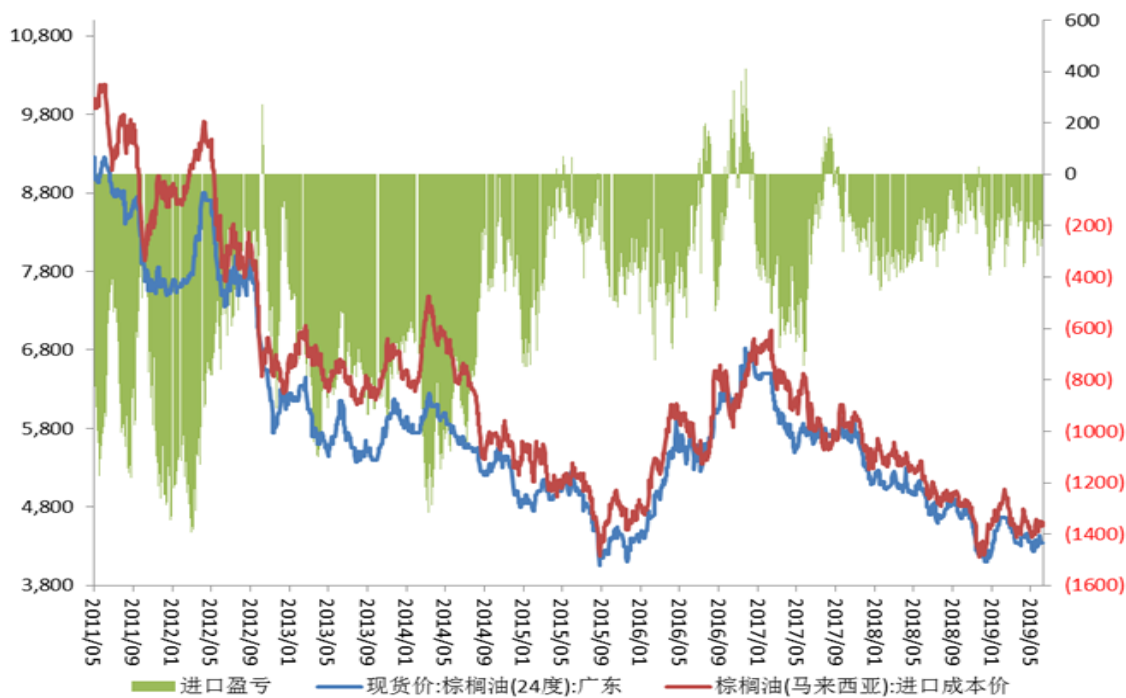
图 47: 棕榈油进口量



数据来源: wind、兴证期货研发部

从进口盈亏的角度看,我国棕榈油的理论进口利润大部分时间维持负值。在 2008 年生物能源的炒作时期有较长时期的进口盈利。2017 年,棕榈油的库存只有 30 万吨的历史低位,价格大幅走高,进口棕榈油出现盈利。目前,棕榈油进口亏损-250 元/吨。

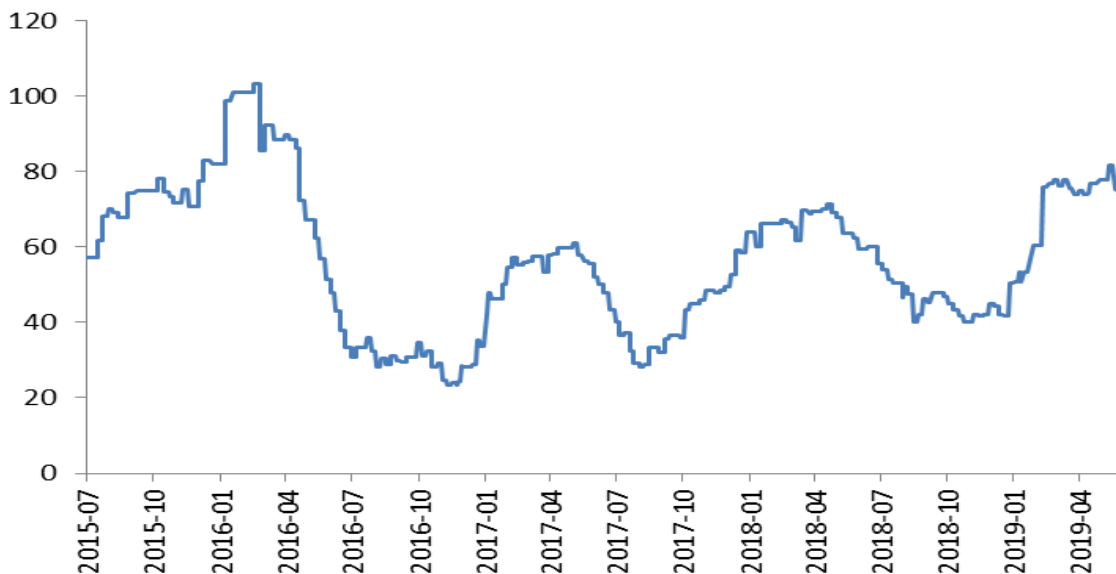
图 48: 棕榈油进口价差



数据来源: wind、兴证期货研发部

从库存的角度看，2014 年我国棕榈油的库存非常大，尤其是在第一季度，棕榈油的库存接近 130 万吨。自 2017 年以来，棕榈油的库存逐步走高。尤其是随着马来和印尼棕榈油的供应逐步宽松，国内棕榈油的进口再次放大，库存逐步积累。

图 49：棕榈油港口库存（万吨）



数据来源：wind、兴证期货研发部

从成交看，2019 年以来，棕榈油的成交延续低迷状态，显示需求疲弱。

图 50：棕榈油月度成交量（吨）



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

综合来看，全球棕榈油的供求维持宽松局面。我们预期下半年，棕榈油价格可能仍将维持相对弱势以抢占豆油和菜油的市场份额。国内棕榈油的进口小幅亏损，进口量有所恢复。棕榈油的成交量偏低，需求疲弱。下半年，油脂消费旺季到来，在菜籽油和豆油价格上涨的带动下，棕榈油价格将有所起色。

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。