

## 油脂基本面较弱，延后加征关税时点恐雪上加霜

### 主要观点

**行情回顾。**上周国内油脂延续震荡行情。受到原油价格步步走高的影响，油脂周初逐渐从前一周的跌势中缓和过来，连续两天收涨，但随后周中马来发布棕油产量及出口数据，马盘大幅走低，拉拽国内油脂收跌，周五市场对中美贸易战情绪乐观，油脂又现小幅回升。成交量上看，棕油由于行情波动较大，成交量较之上周大幅增加；豆油、菜油成交量变化较小。国际方面，美豆油周内收涨，概因贸易谈判利多美豆出口。马棕油出口不力，库存压力压制期价走低。

**后市展望。**基本上，供给方面，短期内油脂库存下降较缓或小幅增加。其中，棕榈油成交提货较差，港口库存明显累积。不过如果在3月份前进口利润持续贴水，则将影响3月份棕榈油的到港量。豆油商业库存已降至130万吨左右，但南美天气炒作情绪淡化，且中美和谈可能扩大进口美豆都使豆油供应面临压力。菜油油厂库存已连续两个月下降，略高于去年同期水平。需求方面，食用消费方面，年后油脂需求低迷，2月油厂采货量偏少，市场交投热情转冷。工业消费方面，马来自2月业实施B10项目，但毕竟马来市场有限，政策利多并不明显。

消息面上，我国上周发布了2019年种植业工作要点，提出要扩大大豆种植面积并提高产量，不过大豆市场的供给以进口大豆为主的格局不会改变。中国会继续开展国际大豆贸易，美国仍是中国大豆贸易的重要伙伴。关于第七轮中美经贸高级别磋商，谈判时间已延期2天至2月24日，据消息人士中国提议将每年额外增加进口包括大豆在内的300亿美元美国农产品，这或对连盘豆油构成上行压力，美豆油则有望受此消息提振走出上涨的行情。

整体上看，短期内油脂面临供需双重压力，基本面情况较低迷。消息面在下周对油脂的影响较大，主要关注中美磋商结果。相对强弱关系上，豆油在油脂中处于领头地位，中美磋商结果对其影响最大；棕油和马盘联动关系较强，而马盘短期较弱拖累连盘；菜油缺乏炒作电且供需两弱，在油脂中弱势跟踪豆、棕油。即豆油>棕油>菜油。关于油脂的下一步走势，本周可关注的事项有（1）中美磋商结果，如和预期一致继续增加进口，豆油恐将回落；（2）马来西亚SGS出口数据和MPOA产量数据，如果能有效去库存或进一步提振马盘。

**操作建议。**单边：如果磋商未改变加征关税时间，本周周末将迎来3月2日加征关税的关键时点。如果关税兑现，期价短期内很有可能上行。激进者可在此消息确定后，轻仓买入豆油，但如果本周仍有磋商建议平仓谨慎观望。棕油方面和马盘联系紧密，需根据马盘走势谨慎操作，从当前形势看不建议做空，但做多空间也不大，观望为宜。菜油当下在油脂中弱势跟踪棕油、豆油，不建议入场。

套利：油粕比方面，当下粕类利空已逐渐出尽，日内跌幅也在缩窄，且豆油短期内偏于震荡，油粕比套利空间不大。跨品种方面，豆棕价差已接近1000元/吨，但碍于消息面的影响，做空豆棕价差仍需谨慎。菜油由于走势弱于棕油，也可作为做多棕油时的空头配置。

报告日期 2019-02-25

### 研究所

史玥明

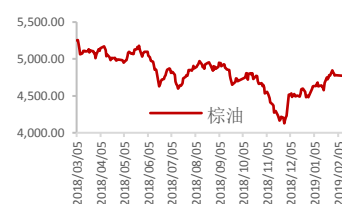
油脂期货分析师

从业资格号：F3048367

电话：010-84183099

邮件：shiyueming@guodu.cc

### 主力合约行情走势



## 目 录

一、行情回顾.....	4
二、基本面分析.....	5
(一) 供需分析.....	5
(二) 成本利润分析.....	7
三、后市展望.....	9
四、操作建议.....	10

## 插图

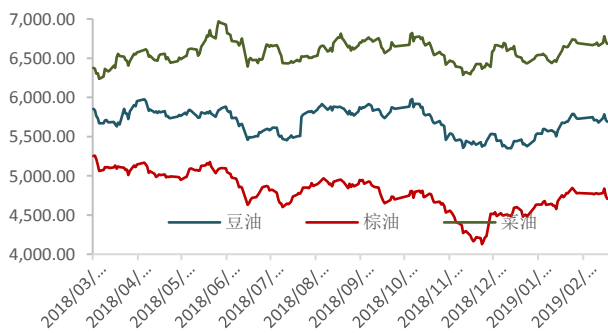
图 1 油脂主力合约走势 .....	4
图 2 豆油内外盘主力合约走势 .....	4
图 3 棕榈油内外盘主力合约走势 .....	4
图 4 豆油量价分析 .....	4
图 5 棕榈油量价分析 .....	5
图 6 菜油量价分析 .....	5
图 7 豆油基差 .....	5
图 8 棕榈油基差 .....	5
图 9 菜籽油基差 .....	5
图 10 油脂间比价 .....	5
图 11 棕油港口库存 .....	7
图 12 豆油港口库存 .....	7
图 13 豆油商业库存 .....	7
图 14 菜油商业库存 .....	7
图 15 豆油仓单数量 .....	7
图 16 菜油仓单数量 .....	7
图 17 豆油进口成本与期价走势 .....	8
图 18 棕油进口成本与期价走势 .....	8
图 19 豆油进口利润与期价走势 .....	8
图 20 棕油进口利润与期价走势 .....	8
图 21 豆油压榨利润与期价走势 .....	9
图 22 菜油压榨利润与期价走势 .....	9

## 一、行情回顾

国内油脂行情						
	收盘价 (元/吨)	周度涨幅	成交量 (万手)	成交量变化	持仓量 (万手)	持仓量变化
豆油	5714.00	0.39%	163.82	21.75%	67.69	-5.35%
棕油	4,712.00	-1.13%	193.21	38.97%	45.43	2.50%
菜油	6,679.00	0.04%	71.89	16.24%	26.83	2.88%
外盘油脂行情						
	收盘价	周度涨幅	成交量 (万手)	成交量变化	持仓量 (万手)	持仓量变化
美豆油	30.87 美分/磅	2.12%	30.71	-3.54%	20.80	9.48%
马棕油	2252.00 林吉特/吨	-0.92%	7.75	26.43%	6.09	3.34%

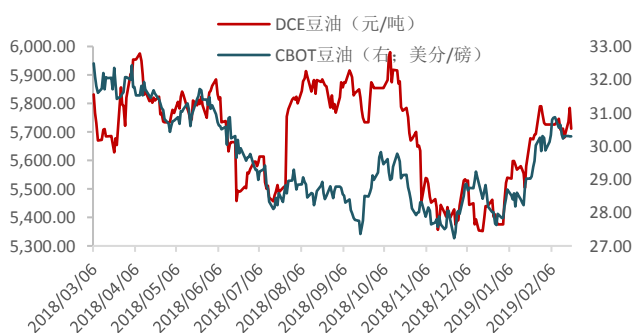
上周国内油脂延续震荡行情。受到原油价格步步走高的影响，油脂周初逐渐从前一周的跌势中缓和过来，连续两天收涨，但随后周中马来发布棕油产量及出口数据，马盘大幅走低，拉拽国内油脂收跌，周五市场对中美贸易战情绪乐观，油脂又现小幅回升。成交量上看，棕油由于行情波动较大，成交量较之上周大幅增加；豆油、菜油成交量变化较小。国际方面，美豆油周内收涨，概因贸易谈判利多美豆出口。马棕油出口不力，减产季也即将过去，库存压力压制期价走低。

### 图1 油脂主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图2 豆油内外盘主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

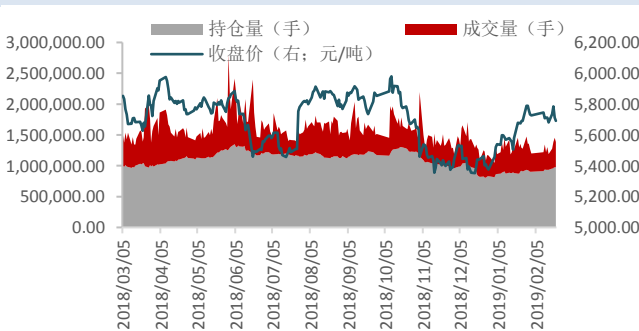
### 图3 棕榈油内外盘主力合约走势



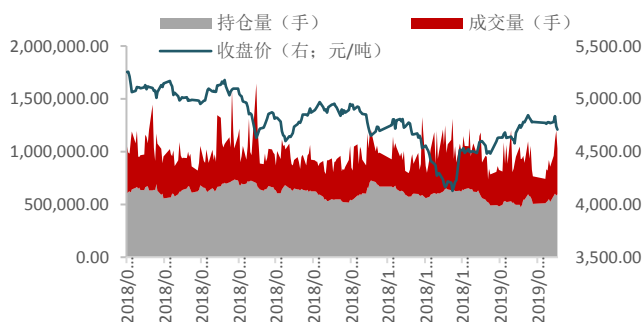
数据来源：Wind、国都期货研究所

请务必阅读正文后的免责声明

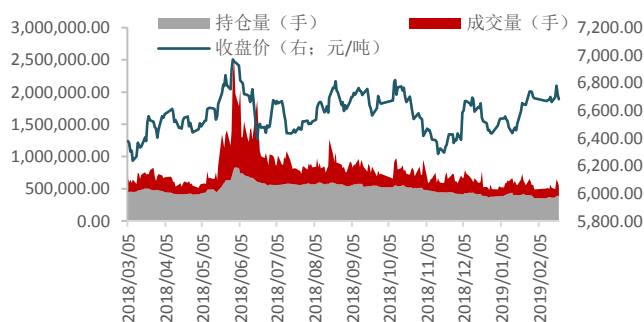
### 图4 豆油量价分析



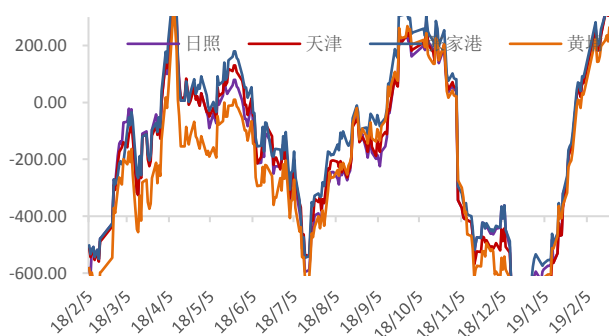
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 5 棕榈油量价分析**


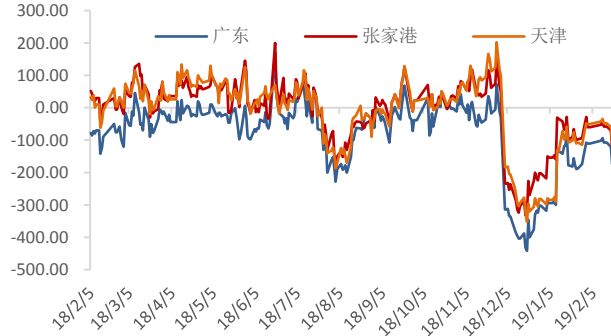
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 6 菜油量价分析**


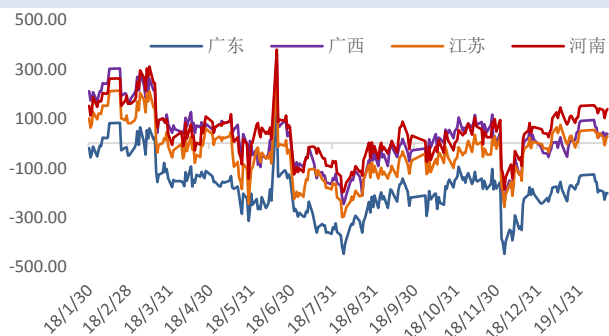
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 7 豆油基差**


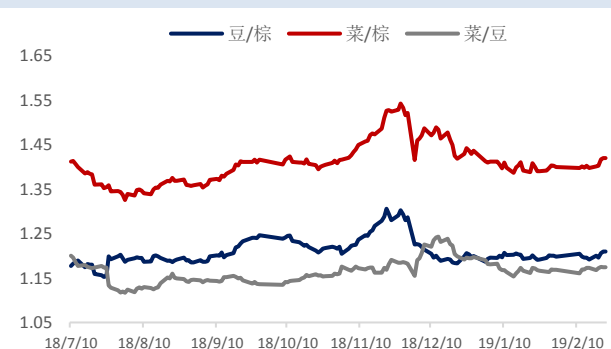
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 8 棕榈油基差**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 9 菜籽油基差**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 10 油脂间比价**


数据来源: Wind、国都期货研究所

## 二、基本面分析

### (一) 供需分析

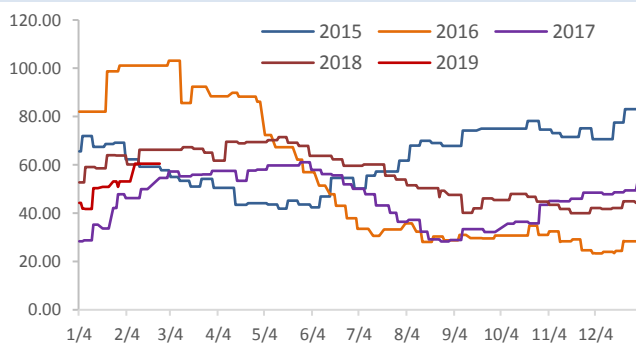
截至上周五, 棕榈油港口库存为62.20万吨, 相较于前一周增加了0.00%。商业库存为75.80万吨, 较之前一周增加了25.29%。本周棕榈油库存继续增加, 这主要由于近期棕榈油成交提货较差, 棕榈油库存明显累

积。马来产地方面，据马来西亚SPPOMA数据，2月1日-20日马来西亚棕榈油产量比1月份同期降8.36%，单产降9.31%，出油率增加0.18%。数据发布之后，受到产量下降的影响，市场对马棕油库存压力的心理预期有所减小，期价逐渐拉升。出口方面，根据马来西亚船运调查机构SGS公布的数据显示，马来西亚2月1-20日棕榈油产品出口量为91.80万吨，较上月同期的96.25万吨减少4.6%。从主要出口市场上看，面向印度市场的出口量增加，而面向欧盟、中国、美国市场的出口量都有所减少。马来西亚棕榈油局（MPOB）在其官网上公布称，马来西亚维持3月毛棕榈油出口零关税。自2018年9月份以来，马来西亚一直维持毛棕榈油零出口关税政策。该举措料将继续促进马来西亚棕榈油的出口。面对严峻的库存数据，如果3月起棕榈油进入增产季后，库存未通过出口有效下降，则将再度进入累库状态，届时期价或将迎来波段下跌的行情。

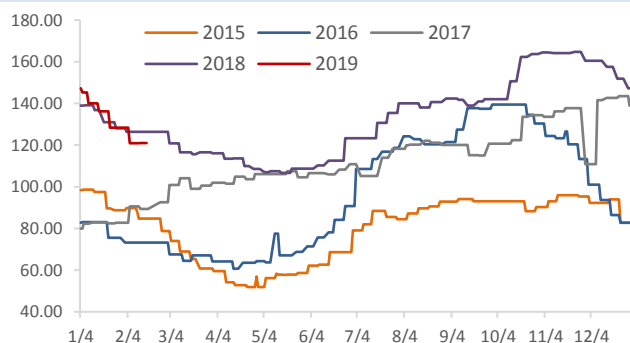
豆油港口库存为121.00万吨，较之前一周上涨0.08%。商业库存为131.03万吨，较之前一周上涨了-2.08%，库存压力正在逐步减轻。《油世界》称，18/19年度中国大豆进口量预计将较上年猛降660万吨至仅有8750万吨。我国2019年种植业工作要点提出，提升大豆和油料供给能力，组织实施大豆振兴计划，扩大东北、黄淮海地区大豆面积，力争全年大豆和油料面积增加500万亩以上。不过中国虽然要恢复和发展大豆生产，但大豆市场的供给以进口大豆为主的格局不会改变。中国会继续开展国际大豆贸易，美国仍是中国大豆贸易的重要伙伴。美国方面，美国农业部（USDA）在农业展望论坛上预估2019/20年度美国大豆种植面积为8500万英亩，较2018/19年度的8920万英亩下滑4.7%，低于此前市场预期的8610万英亩，概因中美贸易战导致需求下降。上周习近平主席特使、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤将访问华盛顿，于2月21日至22日同美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦举行第七轮中美经贸高级别磋商。值得注意的是，刘鹤这次出访，罕见地使用了“习近平主席特使”这个身份，这往往意味着特殊的授权。上次使用这个头衔，还是去年5月中旬那次赴美磋商。熟悉谈判的消息人士透露，美国和中国原则上已经就贸易争端中最棘手的议题研拟承诺纲要，而且中国将提议每年增加进口300亿美元的美国农产品，包括大豆，玉米和小麦。据此判断此次磋商后，原定加征关税的时间点（3月2日）可能会向后推延，连豆油或将开启一波下跌行情。

菜油商业库存为15.05万吨，较之前一周增加了-11.00%，仍处于下降周期，但高于去年同期水平。2月20日记者会上，农业农村部党组成员、中央农村工作领导小组办公室秘书局吴红耀局长对2019年一号文件中菜油方面作出如下解读：支持长江流域油菜生产。近几年国产菜籽产量持续下降，传统长江流域主产区工厂多数常年处于停机状态，主要以小榨形式生产“非转浓香型”菜油，国产菜籽和菜油商品化程度极低，临储菜油消化完成后市场商品化贸易流通主要依赖进口（进口菜籽加工和直接进口菜

油)。在政策导向下，国内进口菜籽压榨工厂主要分布在福建、两广及华东地区，构成新的主产区；主要消费区以具有菜油消费习惯的西南（四川、云南及贵州）、西北（陕西、甘肃、青海等）及长江流域（包括重庆）为主。2019年一号文件明确提出支持长江流域油菜生产，但并未提及支持方式，鉴于地位不及口粮谷物，且可替代油料品种较多，预计长江流域油菜产量遵循市场规律继续缩减。整体来看，国内当下菜油库存压力并不大，但相较于豆油、棕油，近期缺乏炒作热点，因此走势较为低迷。

**图 11 棕油港口库存**


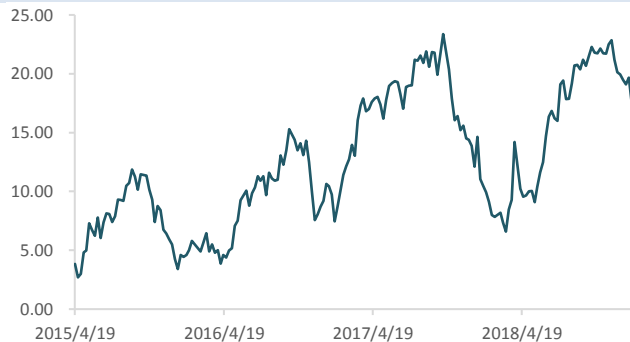
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 12 豆油港口库存**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 13 豆油商业库存**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 14 菜油商业库存**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 15 豆油仓单数量**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 16 菜油仓单数量**

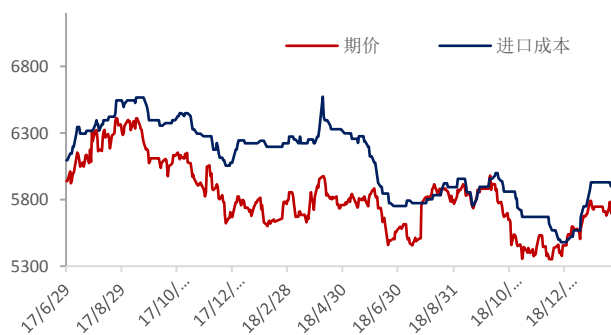

数据来源：Wind、国都期货研究所

## (二) 成本利润分析

从进口成本及利润看，豆油进口成本减少20.0 元/吨至5950 元/吨，进口利润上涨5 元/吨至-207 元/吨。上周美豆油周初小幅回调，拉低了国内豆油的进口成本，但国内豆油走势强于外盘，进口利润小幅上行，但依旧维持贴水状态。棕油的进口成本增加-137.37元/吨至4772.87元/吨，进口利润增加67.17元/吨至-60.87元/吨。马来产地2月出口量较之1月同期有所回落，减产季的利多也将于3月殆尽，库存恐依旧维持高位，马棕油价格大幅回落。连盘棕油虽然受其影响走势下行，但相比于马盘较为坚挺，进口利润有所回升，贴水状态有所减轻。

从压榨利润看，豆油压榨利润下降-66.2 元/吨至-293.00元/吨，菜油压榨利润上涨46.12元/吨至226 元/吨。本周猪瘟疫情再次扩散，豆粕价格持续下跌，豆油价格也在棕油的带动下出现回落，豆油压榨利润跌至贴水近300元/吨。菜油由于前期涨势不及豆油、棕油，在本周下跌的过程中表现相对抗跌，并在跌后反弹中领涨，菜粕价格表现也强于豆粕，因此菜籽压榨利润上行。从油厂的开机率来看，上一周豆油厂的开机率为14.42%，压榨量为51.13万吨，较之前一周增加了39.03万吨。菜油开机率为12.59%，压榨量为2.6万吨，较之前一周增加了1.9万吨。

图 17 豆油进口成本与期价走势



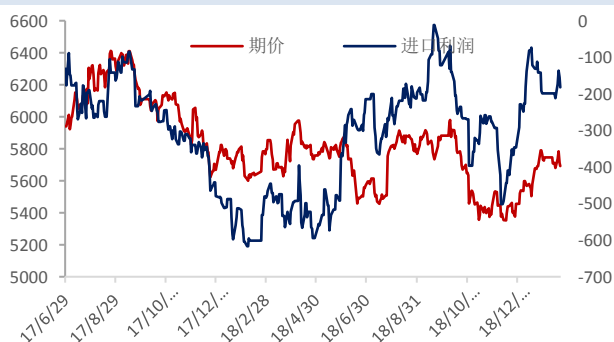
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 18 棕油进口成本与期价走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

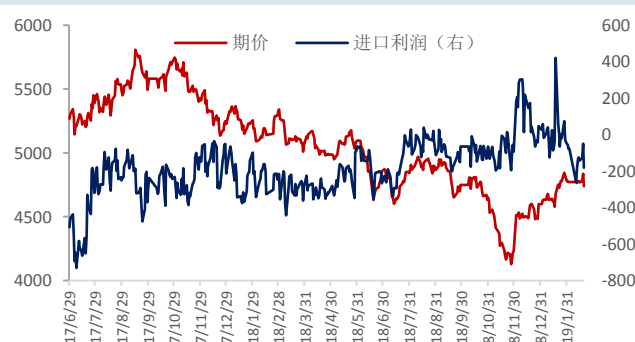
图 19 豆油进口利润与期价走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

请务必阅读正文后的免责声明

图 20 棕油进口利润与期价走势



数据来源：Wind、国都期货研究所



**图 21 豆油压榨利润与期价走势**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 22 菜油压榨利润与期价走势**


数据来源: Wind、国都期货研究所

### 三、后市展望

基本上，供给方面，短期内油脂库存下降较缓或小幅增加。其中，棕榈油成交提货较差，港口库存明显累积。不过如果在3月份前进口利润持续贴水，则将影响3月份棕榈油的到港量。豆油商业库存已降至130万吨左右，但南美天气炒作情绪淡化，且中美和谈可能扩大进口美豆都使豆油供应面临压力。菜油油厂库存已连续两个月下降，略高于去年同期水平。需求方面，食用消费方面，年后油脂需求低迷，2月油厂采货量偏少，市场交投热情转冷。工业消费方面，马来自2019年2月起在交通和其他补贴行业实施B10生物燃料项目，但毕竟马来市场有限，政策利多并不明显，产地棕油库存依旧维持高位。

消息面上，我国上周发布了2019年种植业工作要点，提出要扩大大豆种植面积并提高产量，不过大豆市场的供给以进口大豆为主的格局不会改变。中国会继续开展国际大豆贸易，美国仍是中国大豆贸易的重要伙伴。关于第七轮中美经贸高级别磋商，已延期至2月24日，据消息人士中国提议将每年额外增加进口包括大豆在内的300亿美元美国农产品，这或对连盘豆油构成上行压力，美豆油则有望受此消息提振走出上涨的行情。

整体上看，短期内油脂面临供需双重压力，基本面情况较低迷。消息面在下周对油脂的影响较大，主要关注中美磋商结果。相对强弱关系上，豆油在油脂中处于领头地位，中美磋商结果对其影响最大；棕油和马盘联动关系较强，而马盘短期较弱拖累连盘；菜油缺乏炒作电且供需两弱，在油脂中弱势跟踪豆、棕油。即豆油>棕油>菜油。关于油脂的下一步走势，本周可关注的事项有（1）中美磋商结果，如和预期一致继续增加进口，豆油恐将回落；（2）马来西亚SGS出口数据和MPOA产量数据，如果能有效去库存或进一步提振马盘。

#### 四、操作建议

单边：如果磋商未改变加征关税时间，本周周末将迎来3月2日加征关税的关键时点。如果关税兑现，期价短期内很有可能上行。激进者可在此消息确定后，轻仓买入豆油，但如果本周仍有磋商建议平仓谨慎观望。棕油方面和马盘联系紧密，需根据马盘走势谨慎操作，从当前形势看不建议做空，但做多空间也不大，观望为宜。菜油当下在油脂中弱势跟踪棕油、豆油，波动相对较小，涨跌幅有限，不建议入场。

套利：油粕比方面，当下粕类利空已逐渐出尽，日内跌幅也在缩窄，且豆油短期内偏于震荡，油粕比套利空间不大。跨品种方面，豆棕价差已接近1000元/吨，但碍于消息面的影响，做空豆棕价差仍需谨慎。菜油由于走势弱于棕油，也可作为做多棕油时的空头配置。

### 分析师简介

史玥明，量化金融专业硕士，现任油脂期货分析师。

### 国都期货研究所简介

国都期货研究所拥有一支由多名博士、硕士组成的高水平研究团队，成员来自澳洲国立大学、中国人民大学等海内外一流名校，具有丰富的衍生品投资经验，一直坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，为机构客户、产业客户提供研究分析、交易咨询、产品设计、风险管理等专业服务。本土智慧，全球视野，国都期货研究所始终与投资者在一起，携手共赢。

### 免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于国都信箱(yfb@guodu.cc)，欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：(c) 本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-64000083。