

中美贸易局势紧张，油脂延续多头看法

主要观点

行情回顾。上周，油脂板块走势出现分化，棕榈油、菜油继前一周震荡调整后继续走高，而豆油延续窄幅震荡走势，料短期触顶。成交持仓上看，油脂成交量基本与上周持平，而持仓略有增加。外盘方面，上周马来西亚发布的出口数据利多盘面，在库存继续下降的预期下，马棕油结束回调继续上涨。美豆油在美豆产量仍存疑的情况下跟随美豆走低，且周五周六中美再度互加关税，贸易摩擦升级，料本周延续外弱内强格局。

后市展望。棕油方面，由于印度方面将对进口棕榈油加征关税，料印度上半年大规模棕榈油进口不可持续，马来产地去库存忧。印尼生柴 B30 政策逐渐落地，或从工业需求角度去库，因此产地压力主要来自马来西亚，短期或受情绪面影响回调。国内棕油基差及成交情况较好，本周大概率跟随豆油在中美紧张局势下走强，但后续计划买船增加了中期供应压力，且连盘与马盘的联动性也将拖拽连棕油上行进度。

豆油方面，近期美豆主产区天气良好，美豆油追随美豆在天气利空影响下不断下调，但从压榨及豆油库存来看，均低于往年同期，因此美豆油相比于美豆较为坚挺。不过周末中美互加关税，本周盘面受情绪影响较大，走势或与基本面背离，在出口承压的情况下，美豆油将追随美豆走弱。国内连豆油上周窄幅震荡，上方仍有空间，本周或在进口成本抬升和双节消费的双重提振下走强。

菜油方面，近期盘面缺乏中加方面的消息面指引，菜油视中美贸易战进展继续走高，且菜油压榨开工率走低，商业库存连续三周下降，中长线看涨，但随着菜豆、菜棕价差日渐拉大，菜油上涨空间也较有限，不会出现较大的涨幅。

整体上看，本周油脂市场最大的影响因素在于中美贸易战，豆油无疑将再度成为油脂板块的领头羊，棕油在外盘影响下或在其中居于弱势。即豆油>菜油>棕油。关于油脂的下一步走势，本周可关注的事项有（1）中美贸易战新进展，若美方出台关于 5500 亿美元商品的具体征税标准，中美局势将延续紧张，国内豆类表现将持续偏强；（2）印度加征关税落地时间及马来西亚 SGS 出口数据，加征关税后马来精炼棕油的关税将回到去年水平，利空马棕油出口。

操作建议。单边：本周在中美贸易局势紧张的背景下，豆油大概率走强，加之上周豆油并未突破上涨，上方仍有空间，可酌情做多，初步看到6300。菜油受消息面影响，周初也存做多机会，但自8月上涨以来一直没有明显回调，需警惕回调风险，及时止盈。

套利：油粕比方面，尽管猪瘟压制豆粕需求，但眼下中美贸易战成为主要矛盾，粕类反弹幅度或超过油脂，油粕比多头可反向开空。跨品种方面，豆棕价差已扩大至1300元/吨，但本周豆强于棕趋势明确，前期多头仍可继续持有；菜棕套利也可继续持有。

报告日期 2019-08-26

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.....	3
二、基本面分析.....	5
（一）供需分析.....	6
（二）成本利润分析.....	7
三、后市展望.....	9
四、操作建议.....	10

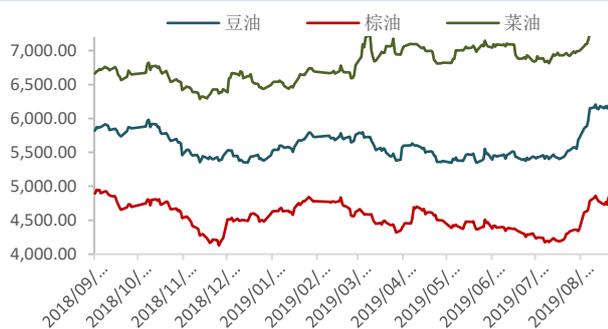
插图

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	4
图 6 菜油量价分析	4
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 大豆/菜籽油粕比	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 豆油进口成本与进口利润	8
图 18 大豆进口成本与进口利润	8
图 19 棕油进口成本与进口利润	8
图 20 菜油进口成本与进口利润	8
图 21 豆油压榨利润	9
图 22 菜油压榨利润	9

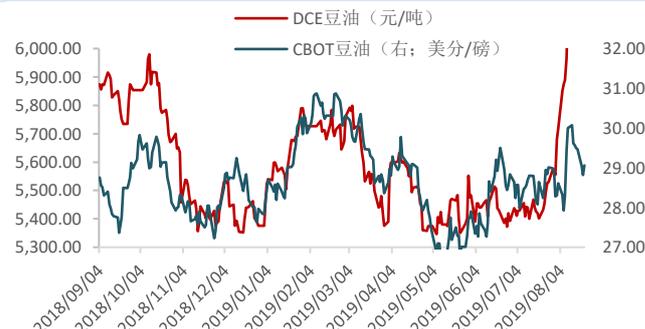
一、行情回顾

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	6186.00	0.75%	537.91	-7.34%	101.20	4.17%
棕油	4,842.00	0.62%	327.72	4.83%	52.29	10.23%
菜油	7,459.00	2.14%	154.33	-7.06%	35.18	18.79%
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	28.64 美分/磅	-2.95%	26.03	-12.35%	22.13	4.82%
马棕油	2263.00 林吉特/吨	4.43%	11.49	38.77%	6.40	2.63

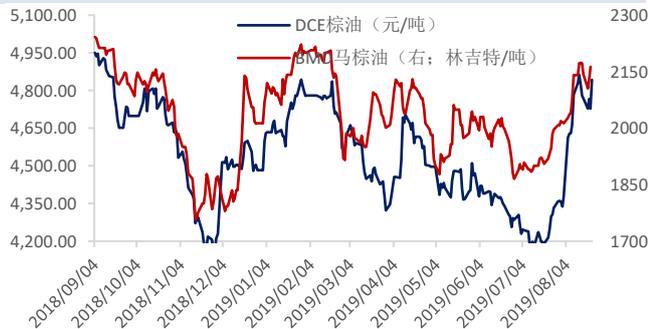
上周，油脂板块走势出现分化，棕榈油、菜油继一周震荡调整后继续走高，而豆油延续窄幅震荡走势，料短期触顶。成交持仓上看，油脂成交量基本与上周持平，而持仓略有增加。外盘方面，上周马来西亚发布的出口数据利多盘面，在库存继续下降的预期下，马棕油结束回调继续上涨。美豆油在美豆产量仍存疑的情况下跟随美豆走低，且周五周六中美再度互加关税，贸易摩擦升级，料本周延续外弱内强格局。

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

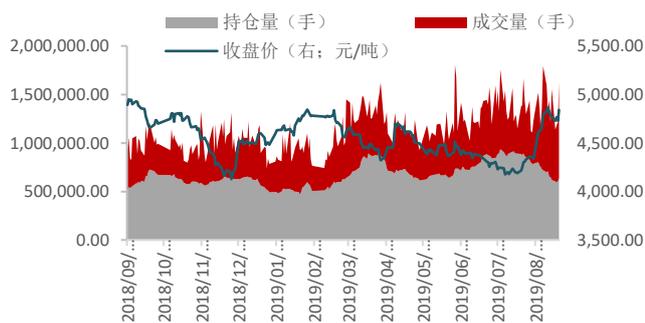
图3 棕榈油内外盘主力合约走势


数据来源：Wind、国都期货研究所

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
图6 菜油量价分析

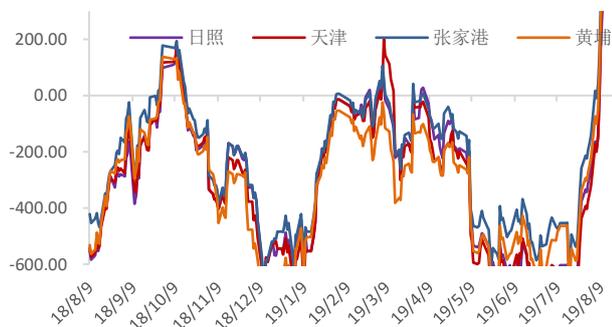


数据来源: Wind、国都期货研究所



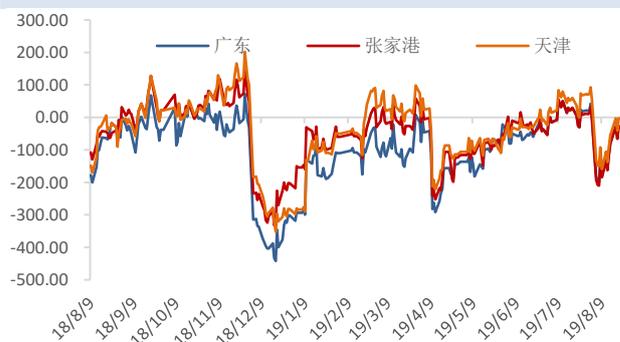
数据来源: Wind、国都期货研究所

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



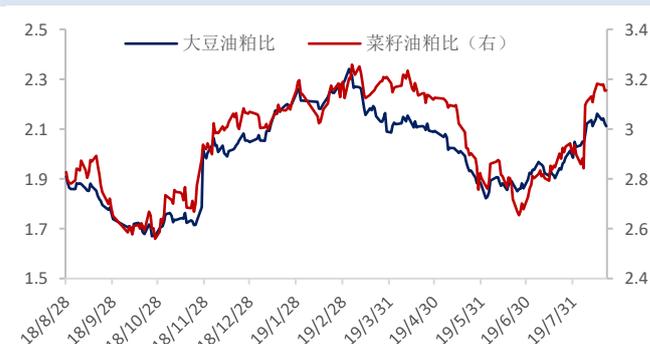
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 9 菜籽油基差



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 10 大豆/菜籽油粕比



数据来源: Wind、国都期货研究所

二、基本面分析

（一）供需分析

棕油

截至上周五，棕榈油港口库存为61.80万吨，相较于前一周降低了0.00%。商业库存为53.50万吨，较之前一周降低了-4.80%。根据季节性历史规律，在双节备货未结束的情况下，棕榈油库存仍存下降预期。

国际方面，根据马来船运调查机构SGS公布的数据，马来西亚8月1-20日棕榈油出口量为98.36万吨，较上月同期的92.63万吨增加6.2%。不过印度油籽生产停滞不前，政府人士表示将在未来几周内对进口植物油加征5%的附加关税。此前印度对毛棕油征收40%的关税，对马来精炼棕油征收45%（前值50%）的关税，导致2019年前7个月精炼棕油进口激增。预计在加征关税后，进口将相应减少，马棕油中期走势将承压。产量方面，马来西亚MPOB表示，由于预期天气良好，马来西亚2019年棕榈油产量料为2030万吨，此前预估为2000万吨，去年为1950万吨。尽管预期2019年下半年产量将高于上半年，但因施肥减少导致油棕果单产下降，下半年1050万吨的产量预估依旧低于去年同期水平。MPOB预估到12月底棕榈油库存将降至250万吨，低于2018年底的320万吨，盘面长期存在支撑。

豆油

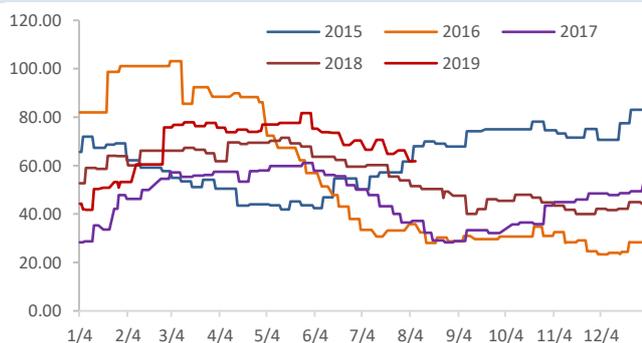
截至上周五，豆油港口库存为117.00万吨，较之前一周下降了0.00%。商业库存为136.30万吨，较之前一周下降了-0.97%。库存较之上周变化不大，但商业库存已经走下历史同期高点，对盘面构成支撑。

国际方面，由于市场对美国USDA报告中大豆产量存疑，作物巡查团展开调查，调查显示大豆结荚数为1106.91个，去年为1208.99个，三年均值为1175.4个。尽管结果利多美豆，但是周五中方表示对原产于美国的包含大豆在内的约750亿美元商品，加征10%、5%不等关税，分两批自2019年9月1日、12月15日实施。美方随后在周六表示将提高对约5500亿美元中国输美商品加征关税的税率。中美贸易战再度升级，作为替代，近期中国采购巴西大豆的数量大幅增加，巴西植物油行业协会(ABIOME)在6月份预计2019/20年度巴西大豆期末库存为560万吨，本月预测值下调到260万吨，而且可能还会进一步下调。在此影响下，美豆油大概率跟随美豆下行，国内豆油则在进口成本上升和双节备货双重提振下震荡走强。

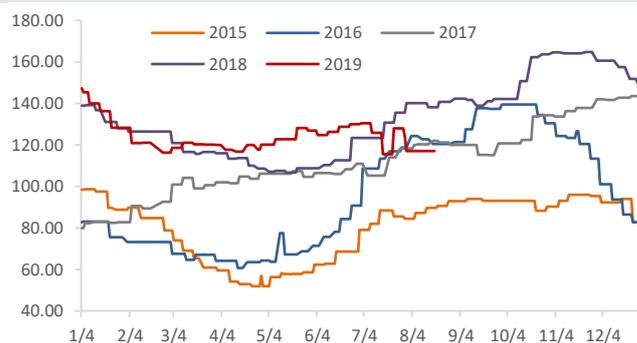
菜油

截至上周五，菜油商业库存为14.32万吨，较之前一周减少了-2.92%。在压榨下降的背景下，菜油库存与历史季节性规律背离，逐渐下降，料期价中长期偏强。

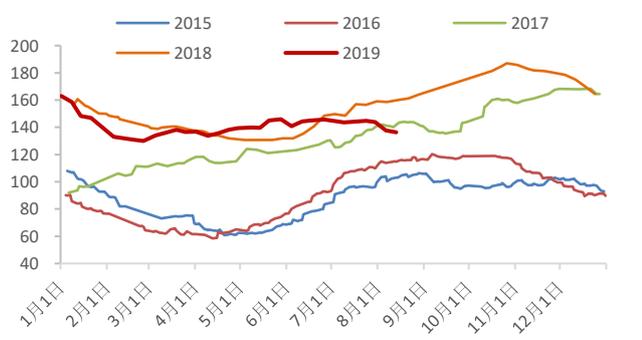
国际方面，上周末中美贸易关系愈发紧张，在中加关系无更多指引的情况下，菜油也随之走强，关注9月初孟晚舟听证会对盘面的影响，若中国仍不从加拿大进口菜油，则菜油中长期供应仍是悬而未决的问题。

图 11 棕油港口库存


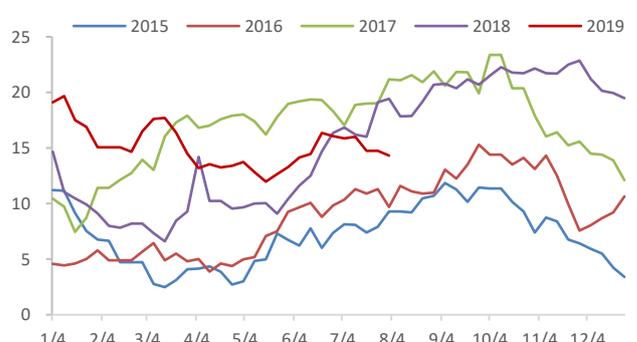
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 豆油港口库存


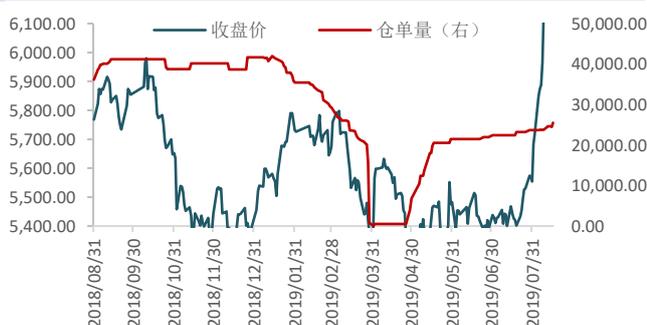
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 豆油商业库存


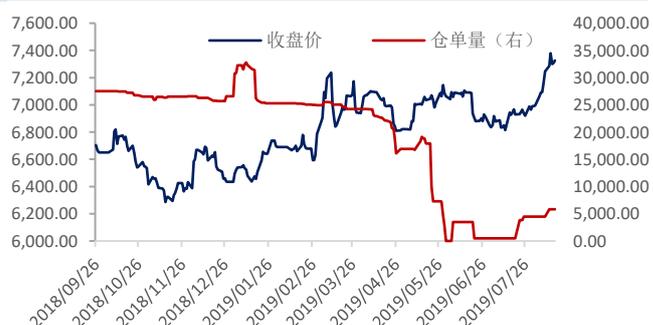
数据来源：Wind、国都期货研究所

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，南美豆油进口成本降低-139.8 元/吨至5329.1 元/吨，进口利润增加143.8 元/吨至856.9 元/吨，豆油进口利润持续增加，后续进口大概率增加。棕油进口成本降低34.7 元/吨至4879.9 元/吨，进口利润增加75.3 元/吨至-1.9 元/吨，由于前期国外棕油盘面涨幅不及内盘，进口利润扭亏为盈。菜油的进口成本降低-17.7 元/吨至6239.1 元/吨，进口利润增加138.7 元/吨至1206.9 元/吨，升水大幅增加并破千，但在进口政策不变的情况下也是有价无市。

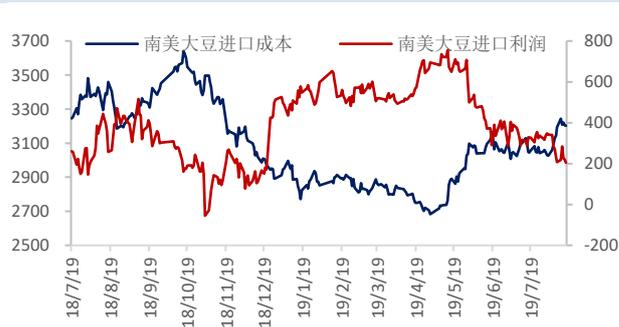
从压榨利润看，上周豆粕期价小幅反弹，豆油压榨利润增加36.6 元/吨至116.1 元/吨，油厂开机率从上周的46.39%小幅降至44.18%。菜油压榨利润增加69.0 元/吨至667.0 元/吨，开机率较之上周的30.02%大幅下降，为19.37%。料在进口菜籽供应偏紧的局面下，菜油压榨将延续偏低的开工率，或支撑菜油期价走高。

图 17 豆油进口成本与进口利润



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 18 大豆进口成本与进口利润



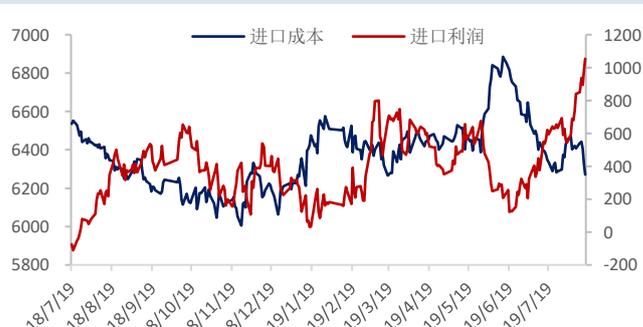
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 19 棕油进口成本与进口利润

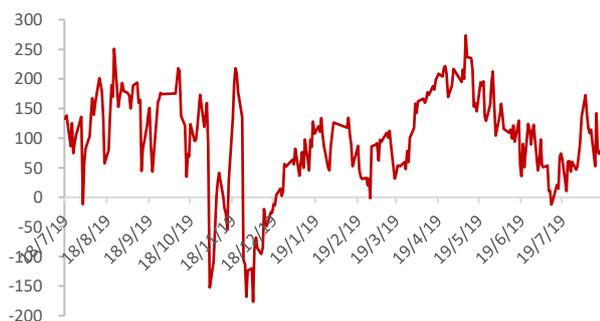


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 20 菜油进口成本与进口利润



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 21 豆油压榨利润


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 22 菜油压榨利润


数据来源: Wind、国都期货研究所

三、后市展望

棕油方面，由于印度方面将对进口棕榈油加征关税，料印度上半年大规模棕榈油进口不可持续，马来产地去库存忧。印尼生柴B30政策逐渐落地，或从工业需求角度去库，因此产地压力主要来自马来西亚，短期或受情绪面影响回调。国内棕油基差及成交情况较好，本周大概率跟随豆油在中美紧张局势下走强，但后续计划买船增加了中期供应压力，且连盘与马盘的联动性也将拖拽连棕油上行进度。

豆油方面，近期美豆主产区天气良好，美豆油追随美豆在天气利空影响下不断下调，但从压榨及豆油库存来看，均低于往年同期，因此美豆油相比于美豆较为坚挺。不过周末中美互加关税，本周盘面受情绪影响较大，走势或与基本面有一定出入，在出口承压的情况下，美豆油将追随美豆走弱。国内连豆油上周窄幅震荡，上方仍有空间，本周或在进口成本抬升和双节消费的双重提振下走强。

菜油方面，近期盘面缺乏中加方面的消息面指引，菜油视中美贸易战进展继续走高，且菜油压榨开工率走低，商业库存连续三周下降，中长线维持看涨，但随着菜豆、菜棕价差日渐拉大，菜油上涨空间也较有限，不会出现较大的涨幅。

整体上看，本周油脂市场最大的影响因素在于中美贸易战，豆油无疑将再度成为油脂板块的领头羊，棕油在外盘影响下或在其中居于弱势。即豆油>菜油>棕油。关于油脂的下一步走势，本周可关注的事项有（1）中美贸易战新进展，若美方出台关于5500亿美元商品的具体征税标准，中美局势将延续紧张，国内豆类表现将持续偏强；（2）印度加征关税落地时间及马来西亚SGS出口数据，加征关税后马来精炼棕榈油的关税将回到去年水平，利空马棕油出口。

四、操作建议

单边：本周在中美贸易局势紧张背景下，豆油大概率走强，加之上周豆油并未突破上涨，上方仍有空间，可酌情做多，初步看到6300。菜油受消息面影响，周初也存做多机会，但自8月上涨以来一直没有明显回调，需警惕回调风险，及时止盈。

套利：油粕比方面，尽管猪瘟压制豆粕需求，但眼下中美贸易战成为主要矛盾，粕类反弹幅度或超过油脂，油粕比多头可反向开空。跨品种方面，豆棕价差已扩大至1300元/吨，但本周豆强于棕趋势明确，前期多头仍可继续持有；菜棕套利也可继续持有。

分析师简介

史玥明，首都经济贸易大学量化金融专业硕士，现任油脂、白糖期货分析师。

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：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。