

## 油脂短期内延续震荡下跌，谨观消息面进展

### 主要观点

**行情回顾。**上周是国内春节后的交易第一周，油脂表现相对平淡。受到春节期间美豆油上涨的影响，周一油脂高开，但随后重又回落，说明市场对油脂短期内前景较不看好。节后油脂需求回落，豆油、菜油期价周内都呈现小幅回调的走势。而本周原油价格企稳走高，对棕油形成提振，在油脂中跌幅较小，基本与节前价格持平。成交量上看，市场情绪低迷，成交清淡。国际方面，美豆油受中美谈判的不确定性影响连连下行，马棕油先跌后涨，基本与上周期价持平。

**后市展望。**基本上，供给方面，年后国内油脂去库存速度将放缓。其中，棕榈油当前进口利润为负，如果持续贴水，则将影响3月份棕榈油的到港量。豆油的港口库存和商业库存依然较高，在第5轮中美贸易谈判后，中储粮已采购两笔共计260万吨美豆，豆油供给在油脂中最为充足。菜油油厂库存已连续两个月下降，不过近期水产需求向好，或增加菜油压榨。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。

消息面上，上周为期两天的第六次中美经贸高级别磋商结束，据外交部公布，双方团队磋商又取得了重要阶段性进展。刘鹤已经定下本周再赴美谈第七轮。这意味着两国元首确定的磋商期限，截至目前并没有改变和延长，如果在3月1日前没有达成共识，很有可能将会把当前10%的关税提高到25%，美豆油期价或将大幅下行。如果期限在未来两周内延长或相应调低关税，则会刺激美豆油期价上涨。

整体上看，油脂供需关系中，豆油国内仍处于供大于求局面，棕油、菜油国内库存压力较小，但棕油产地方面库存压力较大，或会通过马盘传导连盘。消息面方面重点关注中美贸易谈判结果。相对强弱关系上，棕油受到原油提振，表现最为强势；菜油前期涨势较小，跌幅也相对有限；豆油当前库存较高，且受消息面影响最大，在油脂中处于弱势。即棕油>菜油>豆油。关于油脂的下一步走势，本周可关注的事项有（1）中美谈判方面的新进展，能否在3月1日前对进口关税进行调降对期价影响较大；（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；（3）巴西、阿根廷大豆产区的天气状况，如果中美关税事项未得缓解，巴西方面的大豆供给将直接影响到我国的进口量。

**操作建议。**单边：春节过后，油脂由于需求低迷，短期内将处于弱势震荡行情。其中，棕油受到原油价格提振，价格相对坚挺，可酌情轻仓入多。豆油受消息面影响较大，建议谨慎观望，但根据其K线形态，当下处于波浪理论的第三浪，在其回调结束后将迎来第四轮上涨，因此也可在5650一线低价买入持有，等待上涨机会。菜油当下在油脂中弱势跟踪棕油、豆油，涨跌幅有限，不建议入场。

套利：油粕比方面，当下粕类利空逐渐出尽，油粕比在不断升高后出现拐点，建议止盈平仓，但粕类并无较大利好，因此不建议做空。跨品种方面，豆棕价差已接近900元/吨，但棕油基本面强于豆油，价差恐仍有下降空间，可以850元/吨为目标做空豆棕价差。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 2019-02-18

### 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

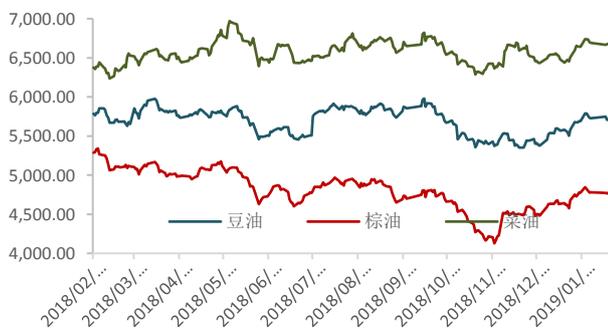
图 1 油脂主力合约走势 .....	4
图 2 豆油内外盘主力合约走势 .....	4
图 3 棕榈油内外盘主力合约走势 .....	4
图 4 豆油量价分析 .....	4
图 5 棕榈油量价分析 .....	5
图 6 菜油量价分析 .....	5
图 7 豆油基差 .....	5
图 8 棕榈油基差 .....	5
图 9 菜籽油基差 .....	5
图 10 油脂间比价 .....	5
图 11 棕油港口库存 .....	7
图 12 豆油港口库存 .....	7
图 13 豆油商业库存 .....	7
图 14 菜油商业库存 .....	7
图 15 豆油仓单数量 .....	7
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	5680.00	-0.80%	134.56	-24.93%	71.52	0.56%
棕油	4,768.00	-0.08%	139.03	-20.61%	44.32	1.63%
菜油	6,660.00	-0.64%	61.85	-21.88%	26.08	-3.94%
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	30.31 美分/磅	-1.81%	27.50	-12.66%	19.63	25.31%
马棕油	2253.00 林吉特/吨	-1.62%	6.13	130.45%	5.22	-5.45%

上周是国内春节后的交易第一周，油脂表现相对平淡。受到春节期间美豆油上涨的影响，周一油脂高开，但随后重又回落，说明市场对油脂短期内前景较不看好。节后油脂需求回落，豆油、菜油期价周内都呈现小幅回调的走势。而本周原油价格企稳走高，对棕油形成提振，在油脂中跌幅较小，基本与节前价格持平。成交量上看，市场情绪低迷成交清淡，成交量相较于节前一周有所减少。国际方面，美豆油受中美谈判的不确定性影响连连下行，马棕油先跌后涨，基本与上周期价持平。

### 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

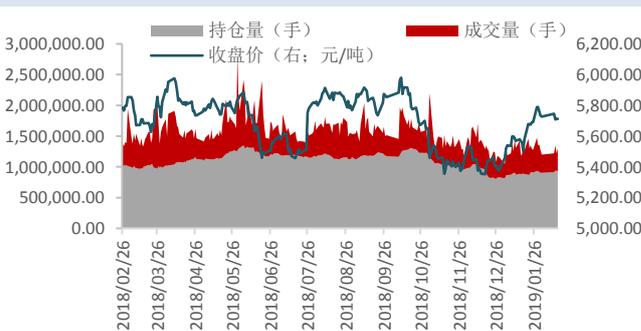
### 图3 棕榈油内外盘主力合约走势



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



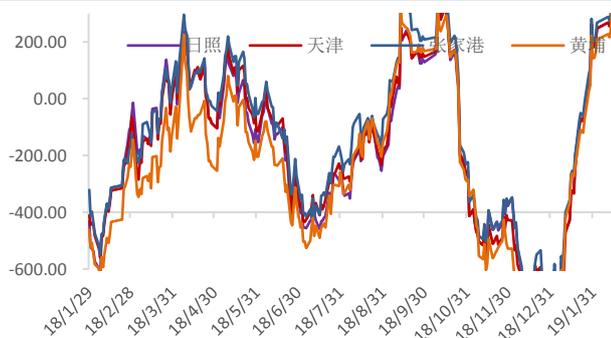
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 5 棕榈油量价分析**

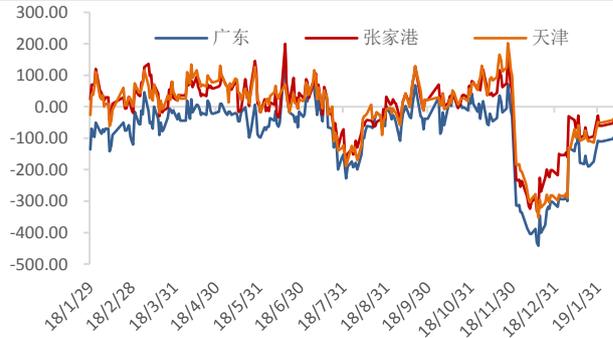

数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 6 菜油量价分析**

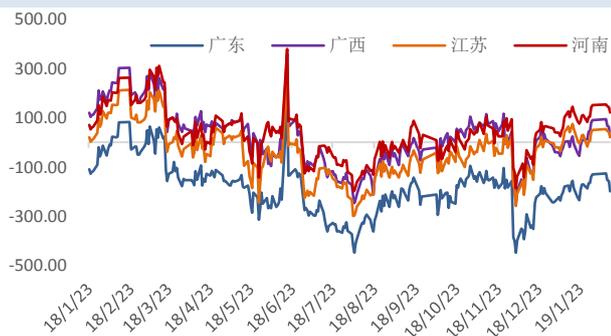

数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 7 豆油基差**


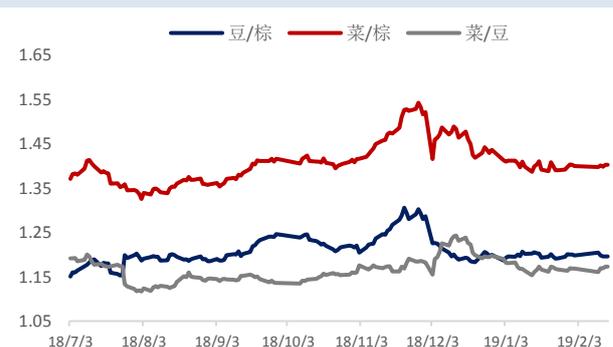
数据来源: Wind、国都期货研究所

**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13.50%, 春节过后, 棕油需求回落, 港口走货略显不畅。马来产地方面, 根据MPOB报告, 1月末该国棕榈油库存环比下降6.7%至300万吨。数据显

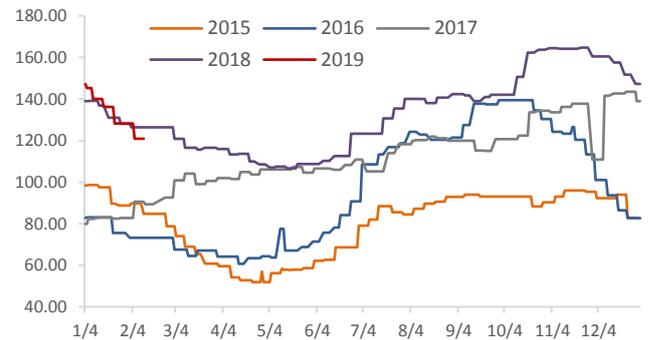
示,1月棕榈油产量环比下滑3.9%至174万吨;出口增长21.2%至168万吨。虽然报告整体偏多,但马来库存水平依旧较高,马棕油上涨存在压力。马来西亚船运调查机构SGS公布的数据显示,马来西亚2月1-10日棕榈油出口量为39.25万吨,较1月1-10日出口的46.64万吨下降15.8%。从主要出口市场上看,面向中国、印度市场的出口量增加,而面向欧盟市场的出口量锐减。不过2月仍处于棕榈油减产季,且适逢马来西亚农历新年假期,工作日减少,棕榈油产量很可能继续下降。因此马盘短期内很有可能维持窄幅震荡走势,继续向下砸盘的可能性不大。但从中期来看,随着3月起棕榈油进入增产季,如果马来棕油库存未有效下降,则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120.90万吨,较之前一周下降-5.77%,但依旧处于历史同期高位。中国海关总署公布的数据显示,2019年1月中国大豆进口量为738万吨,较去年12月的572万吨增长29.0%,较上年同期的848万吨下降13.0%。1月植物油进口量为85.9万吨,较12月的74万吨增加16.1%,较上年同期的57万吨上升50.7%。美国农业部周四公布的出口销售报告显示,截至1月3日当周,美豆大豆净取消订单总计61.09万吨,创市场年度低位,较一周前水平和四周均值均大幅下滑。交易商表示,在取消的订单中,有80.7万吨原计划运往中国,还有44.4万吨原计划运往“未知”目的地,市场认为这些目的地可能也是中国。这对美豆油打击较大,周内期价连续下行。巴西方面,据《油世界》数据,预计2019年巴西大豆产量定在1.165亿吨。基于这一预期,预估出口量在7130万吨(对比上年为8307万吨)。但对巴西大豆价格利多影响减弱,因2019/20年度(今年4月-明年3月)阿根廷大豆出口预期增至1000-1200万吨(对比上年仅为450万吨)补充全球大豆产量,且今年中国受到中美贸易战的影响,大豆进口量将不及往年,加之国内猪瘟疫情仍在蔓延和加重,市场对豆粕的需求量持续下滑,大豆压榨需求随之减少。中长期来看,这将抑制全球大豆的上涨空间,进而对豆油施加上方压力。

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。加拿大统计局最新发布的库存报告显示,2018年12月31日加拿大的油菜籽库存达到创纪录的1455万吨,较去年增长4.5%(即65.5万吨),其中农场库存相较2017年的1340万吨增长了6.3%,而商业库存由2017年的130万吨降为120万吨。法国农业部发布的播种面积报告显示,2019年法国冬季油菜籽播种面积预计为130万公顷,高于原先预测的120万公顷,但是仍然比去年播种面积减少16.8%。整体来看,菜油国际供给相对充足。从国内角度来看,周初受到水产市场活跃的影响,菜粕小幅走高,菜油方面或增加压榨,库存或有增加的可能。

**图 11 棕油港口库存**

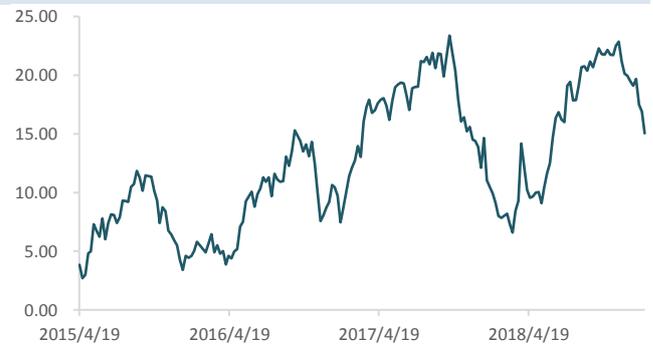

数据来源: Wind、国都期货研究所

**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**

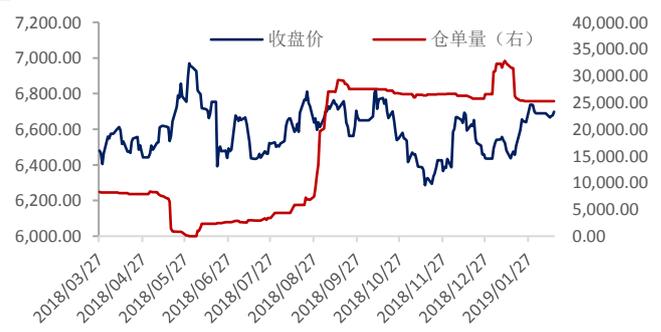

数据来源: Wind、国都期货研究所

**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0.0 元/吨至5930 元/吨, 进口利润下跌-13 元/吨至-212 元/吨。上周美豆油走势下行, 拉低了国内豆油的进口成本, 但国内豆油受其影响也表现低迷, 进口利润因此与节前水平持平, 依旧维持贴水状态。棕油的进口成本增加60.67元/吨至4910.24

元/吨，进口利润增加111.23元/吨至-206.91元/吨。马来产地方面，1月份出口增加，产量下降，库存方面有所调减，棕油价格渐渐企稳回升，进口成本增加，而进口利润受到国内棕油价格低迷的影响继续下行，如果贴水状态持续，则可能会影响到3月份的到港量。

从压榨利润看，豆油压榨利润下降-49.2元/吨至-226.80元/吨，菜油压榨利润上涨46.57元/吨至180元/吨。出现分化的原因主要在于菜粕，受到水产市场交投活跃的影响，菜粕价格水涨船高。并且，菜油周内跌幅不及豆油，因此菜油的压榨利润相对较好。大豆方面油粕两弱，压榨利润下滑。从油厂的开机率来看，上一周豆油厂的开机率为37.86%，较之前一周的52.51%有所下滑，压榨量为134.2万吨，较之前一周减少了51.94。菜油开机率为26.15%，略高于前一周的21.31%。

图 17 豆油进口成本与期价走势



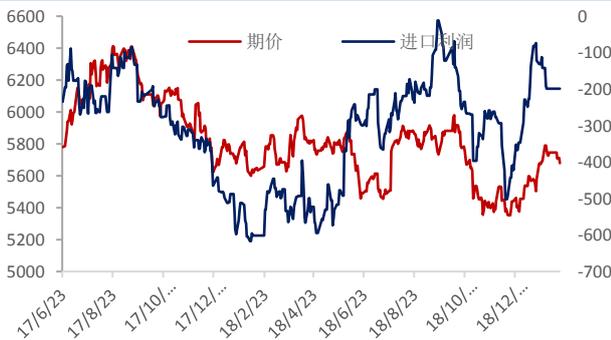
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

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，年后国内油脂去库存速度将放缓。其中，棕榈油当前进口利润呈现贴水状态，如果在3月份前持续，则将影响3月份棕榈油的到港量。豆油的港口库存和商业库存依然较高，在第5轮中美贸易谈判后，中储粮已采购两笔共计260万吨美豆，豆油供给在油脂中最为充足。菜油油厂库存已连续两个月下降，不过近期水产需求向好，或增加菜油压榨。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。豆油占据主导地位，棕油、菜油的食用需求相对较弱；工业消费方面，马来西亚自2019年2月起在交通和其他补贴行业实施B10生物燃料项目，生物柴油需求或将提振马盘棕油价格。

消息面上，上周为期两天的第六次中美经贸高级别磋商结束，据外交部对外公布信息，双方团队的磋商又取得了重要阶段性进展。刘鹤已经定下本周再赴美谈第七轮。这意味着两国元首确定的磋商期限，截至目前并没有改变和延长，如果在3月1日前没有达成共识，很有可能将会把当前10%的关税提高到25%，美豆油期价或将大幅下行。如果期限在未来两周内延长或相应调低关税，则会刺激美豆油期价上涨。

整体上看，油脂供需关系中，豆油国内仍处于供大于求局面，棕油、菜油国内库存压力较小，但棕油产地方面库存压力较大，或会通过马盘传导连盘。消息面方面重点关注中美贸易谈判结果，在3月1日前将主宰油脂期价走势。相对强弱关系上，棕油上周受到原油提振，在油脂中相对抗跌，表现最为强势；菜油虽然成交持仓不及豆油、棕油，但前期涨势较小，跌幅也相对有限；豆油当前库存较高，且受消息面影响最大，消息未落地之前走势不明确，在油脂中处于弱势。即棕油>菜油>豆油。关于油脂的下一步走势，本周可关注的事项有（1）中美谈判方面的新进展，能否在3月1日前对进口关税进行调降对期价影响较大；（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；（3）巴西、阿根廷大豆产区的天气状况，如果中美关税事项未得缓解，巴西方面的大豆供给将直接影响到我国的进口量。

#### 四、操作建议

单边：春节过后，油脂由于需求低迷，短期内将处于弱势震荡行情。其中，棕油受到原油价格提振，价格相对坚挺，可酌情轻仓入多。豆油受消息面影响较大，建议谨慎观望，但根据其K线形态，当下处于波浪理论的第三浪，在其回调结束后将迎来第四轮上涨，因此风险偏好者也可在当前回调期间5650一线低价买入持有，等待上涨机会。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，油粕比在不断升高后出现拐点，建议止盈平仓，但粕类并无较大利好，因此不建议做空。跨品种方面，豆棕价差已接近900元/吨，但棕油基本面强于豆油，价差恐仍有下降空间，可以850元/吨为目标做空豆棕价差。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。