

## 中美贸易战加剧，豆棕价差迎高位

### 主要观点

**行情回顾。**上周，国内油脂市场连连下跌，基本回吐9月以来所有涨幅。其中棕榈油受到外盘影响跌幅居前，并带领整个油脂市场深陷泥潭。成交量方面，豆油、菜油都有明显下滑，市场情绪较低迷。豆油主力合约报收5,734.00元/吨，周度涨幅-1.92%，周度成交量累计164.00万手，较上周涨-32.86%，持仓量90.12万手，周增1.13万手。棕榈油主力合约报收4,652.00元/吨，周度涨幅-4.36%，周度成交量累计189.58万手，较上周涨0.70%，持仓量63.54万手，周增10.86万手。菜籽油主力合约报收6,563.00元/吨，周度涨幅-2.68%，周度成交量累计119.18万手，较上周涨-19.29%，持仓量41.68万手，周增-0.43万手。国际方面，美豆油周一周二由于贸易战升级呈现下跌走势，周三开始企稳小幅反弹，报28.49美元/磅，周度涨幅2.85%，周度成交量累计34.99万手，较上周涨22.19%，持仓量27.02万手，周增0.04万手。马棕油整周下跌，截止上周五已跌至近三年低点，报2143.00林吉特/吨，周度涨幅-5.30%，成交量7.78万手，较上周涨242.70%，持仓量5.90万手，周增1.61万手。

**基本面分析。**库存方面，截至上周五棕榈油港口库存为46.70万吨，减少了-1.48%，随着天气转凉，棕榈油在植物油中掺混相对降低，棕油进口量将进一步下降，但可能随着马来西亚10月份0关税的推进有所变数。从仓单数量上看，豆油仓单数量较之上周没有增减；菜油仓单数量有所下降（-1629张）。这表明，市场对后市情绪较为低迷，但仓单数量回撤并不大也暗示市场后续或有筑底反弹的预兆。从进口成本及利润看，豆油、棕油进口成本都有所下降，主要是受到本周外盘油脂弱势下行的影响。进口利润方面，连豆油跌幅小于美豆油，连棕油跌幅小于马棕油，因此进口利润有所抬升。从压榨利润看，上周豆油、菜油的压榨利润表现不一，豆油压榨利润上涨57.45元/吨至301.44元/吨，菜油压榨利润下跌-45.07元/吨至170元/吨。由于上周美国2000亿靴子落地，市场对蛋白粕需求上升，油厂出现了挺粕弃油的现象，豆油压榨利润主要依靠豆粕价格提升。

**后市展望。**供给方面，国内油脂依旧库存高企，其中，棕榈油受助于马来西亚10月份0关税持续的影响，后续港口库存不排除有增加的可能；豆油、菜油近期开工率有所上升，处于缓慢降库存的过程；美方关税施压，可能对豆油有成本性的提振。需求方面，中秋已过，国庆临近，油厂双节备货告一段落，短期内需求将归于平淡。供需层面上整体处于供大于求的情况。整体来看，油脂本周可能会对美加征关税做出反应，但鉴于目前库存尚充足，预计行情还是以震荡小幅抬升为主。关于油脂的下一步走势，本周可关注的事项有（1）中美加征关税下一步进展，如果双方态度持续强硬，对后续豆油的供给形成缺口，期价或有上升的可能；（2）马来西亚ITS棕油出口报告，MPOA供需报告，出口量增加、库存下降将有利于马棕油盘面。

报告日期 2018-09-25

### 研究所

史玥明

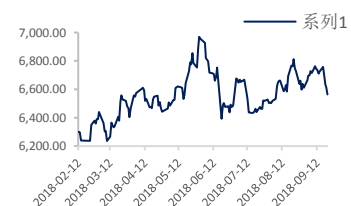
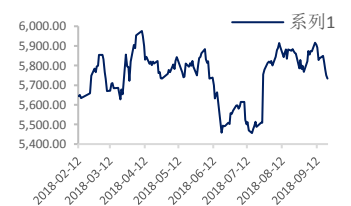
油脂期货分析师

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) 库存分析.....	5
(二) 成本利润分析.....	6
(三) 要闻分析.....	7
三、后市展望.....	8
四、操作建议.....	9

## 插图

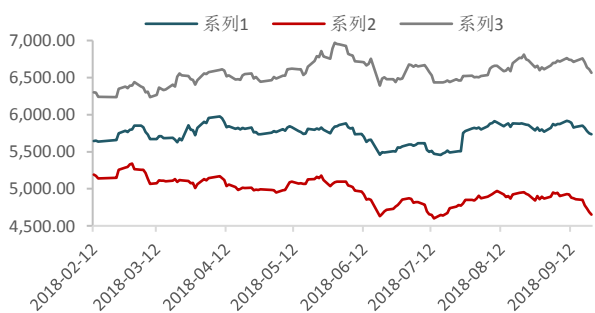
图 1 油脂主力合约走势 .....	4
图 2 豆油内外盘主力合约走势 .....	4
图 3 棕榈油内外盘主力合约走势 .....	4
图 4 豆油量价分析 .....	4
图 5 棕榈油量价分析 .....	5
图 6 菜油量价分析 .....	5
图 7 主力合约基差 .....	5
图 8 大豆、菜籽油粕比 .....	5
图 7 豆油仓单数量 .....	6
图 8 菜油仓单数量 .....	6
图 9 棕油港口库存 .....	6
图 10 豆油商业库存 .....	6
图 11 豆油进口成本与期价走势 .....	7
图 12 棕油进口成本与期价走势 .....	7
图 13 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

## 一、行情回顾

上周，国内油脂市场连连下跌，基本回吐9月以来所有涨幅。其中棕榈油受到外盘影响跌幅居前，并带领整个油脂市场深陷泥淖。成交量方面，豆油、菜油都有明显下滑，市场情绪较低迷。豆油主力合约报收5,734.00元/吨，周度涨幅-1.92%，周度成交量累计164.00万手，较上周涨-32.86%，持仓量90.12万手，周增1.13万手。棕榈油主力合约报收4,652.00元/吨，周度涨幅-4.36%，周度成交量累计189.58万手，较上周涨0.70%，持仓量63.54万手，周增10.86万手。菜籽油主力合约报收6,563.00元/吨，周度涨幅-2.68%，周度成交量累计119.18万手，较上周涨-19.29%，持仓量41.68万手，周增-0.43万手。

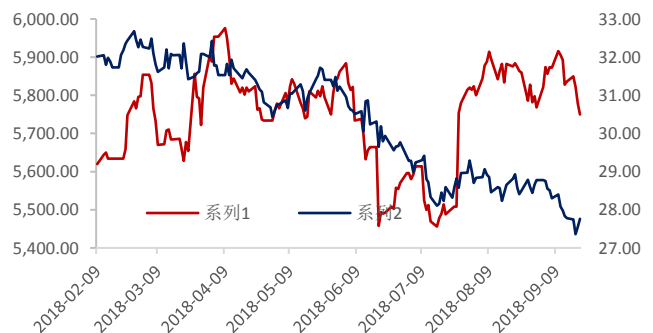
国际方面，美豆油周一周二由于贸易战升级呈现下跌走势，周三开始企稳小幅反弹，报28.49美元/磅，周度涨幅2.85%，周度成交量累计34.99万手，较上周涨22.19%，持仓量27.02万手，周增0.04万手。马棕油整周下跌，截止上周五已跌至近三年低点，报2143.00林吉特/吨，周度涨幅-5.30%，成交量7.78万手，较上周涨242.70%，持仓量5.90万手，周增1.61万手。

图1 油脂主力合约走势



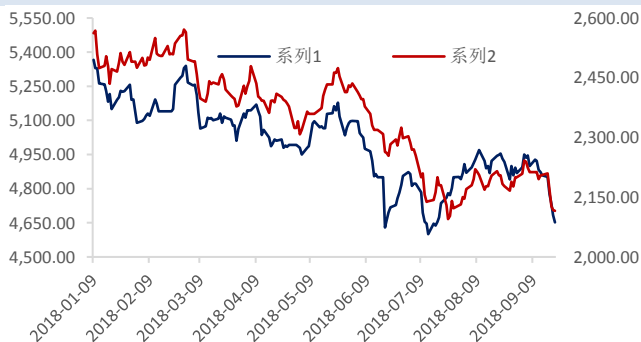
数据来源：Wind、国都期货研究所

图2 豆油内外盘主力合约走势



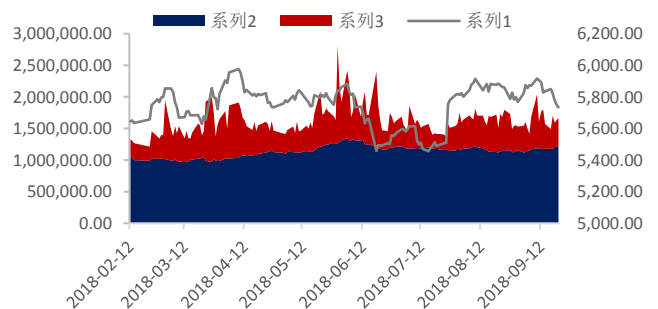
数据来源：Wind、国都期货研究所

图3 棕榈油内外盘主力合约走势

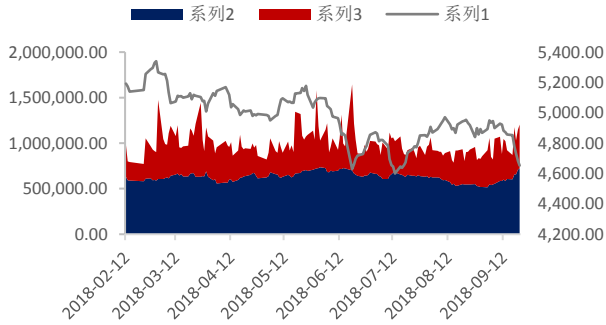


数据来源：Wind、国都期货研究所

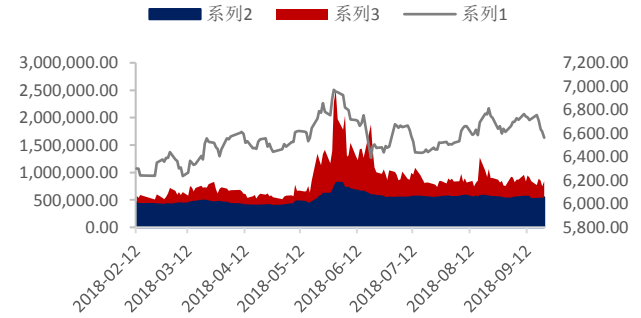
图4 豆油量价分析



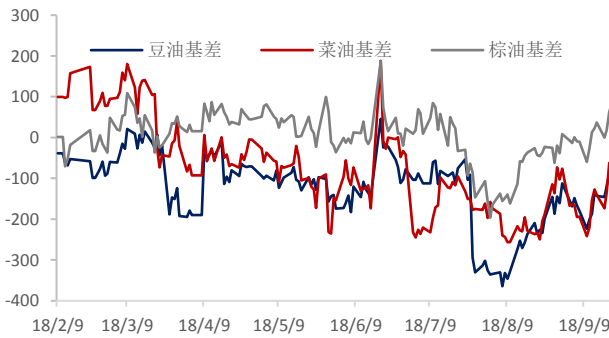
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图5 棕榈油量价分析**


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 主力合约基差**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图8 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）库存分析

截至上周五，棕榈油港口库存为46.70万吨，前一周港口库存为47.40万吨，减少了-1.48%，这主要是由于前一周陆续增加8月推迟的港口到船，上周基本结束。而且，上周起我国油脂双节备货接近尾声，需求有所回落，棕榈油持续累库，预计后续将逐步减少棕油到港。随着天气转凉，棕榈油在植物油中掺混相对降低，棕油进口量将进一步下降，从历年棕油港口库存的季节性规律也可看出，日后棕油的库存将逐步减少。

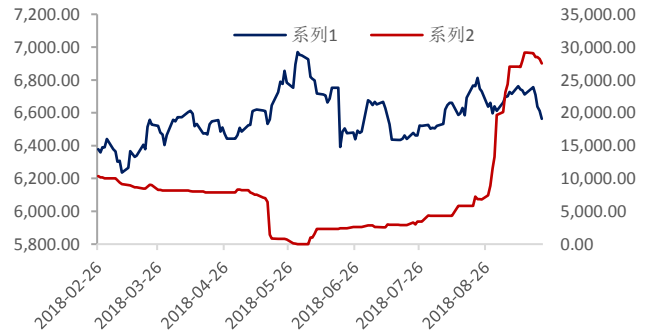
从仓单数量上看，豆油仓单数量较之上周没有增减（+0张），涨幅0.00%；菜油仓单数量有所下降（-1629张），跌幅-5.58%。这表明，市场对后市情绪较为低迷，但仓单数量回撤并不大也暗示市场后续或有筑底反弹的预兆。其中，菜油由于受到加拿大菜籽减产、临储菜油清库的影响，菜油远期或在油脂中表现强势。

图7 豆油仓单数量



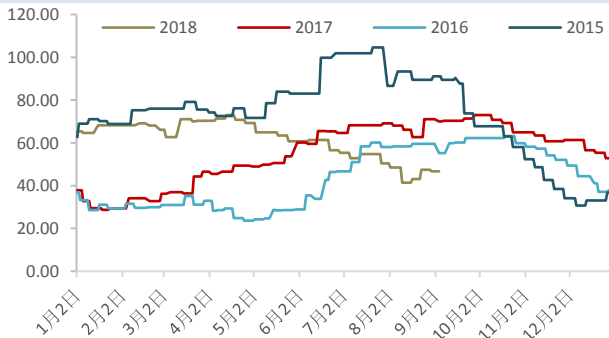
数据来源: Wind、国都期货研究所

图8 菜油仓单数量



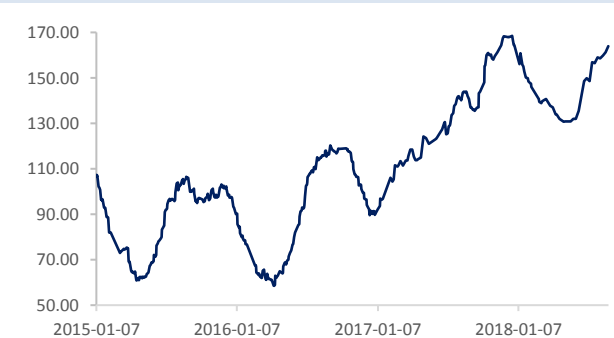
数据来源: Wind、国都期货研究所

图9 棕油港口库存



数据来源: Wind、国都期货研究所

图10 豆油商业库存



数据来源: Wind、国都期货研究所

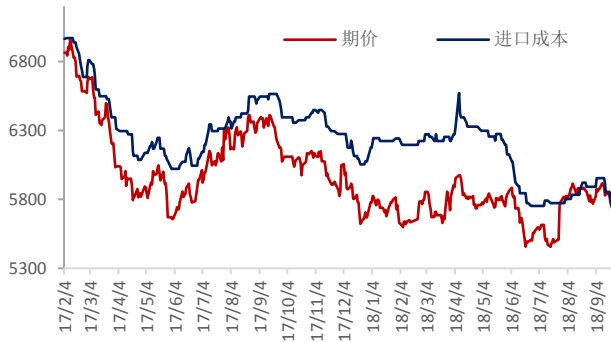
## (二) 成本利润分析

从进口成本及利润看, 豆油进口成本上涨-100.0 元/吨至5755 元/吨, 进口利润上涨95 元/吨至-12 元/吨。棕油的进口成本上涨-160.73元/吨至4819.46元/吨, 进口利润上涨75.78元/吨至-51.13元/吨。进口成本都有所下降, 主要是受到本周外盘油脂弱势下行的影响。进口利润方面, 连豆油跌幅小于美豆油, 连棕油跌幅小于马棕油, 因此进口利润有所抬升。若后市国外市场油脂继续下挫且跌幅大于国内油脂市场, 则进口利润会进一步攀升, 提升贸易商进口国外油脂的积极性。

从压榨利润看, 上周豆油、菜油的压榨利润表现不一, 豆油压榨利润上涨57.45 元/吨至301.44 元/吨, 菜油压榨利润下跌-45.07元/吨至170 元/吨。由于上周美国2000亿靴子落地, 市场对蛋白粕需求上升, 豆粕价格上涨明显, 油厂出现了挺粕弃油的现象, 豆油压榨利润主要依靠豆粕价格提升。虽然时下是水产旺季, 但菜粕价格依旧低迷, 叠加菜油价格的下行走势, 菜油压榨利润呈现下跌走势, 对菜油厂的榨油积极性构成打击, 预计随着菜油供需结构发生变化, 压榨利润会逐渐回升。

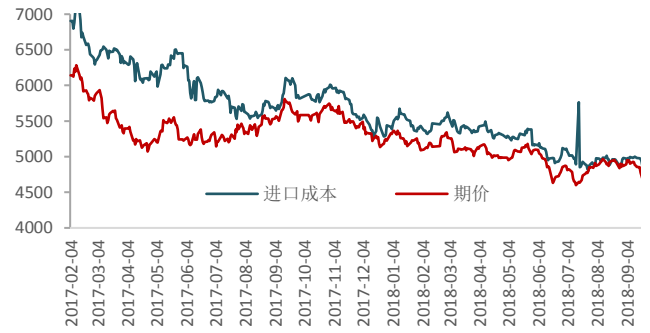


图 11 豆油进口成本与期价走势



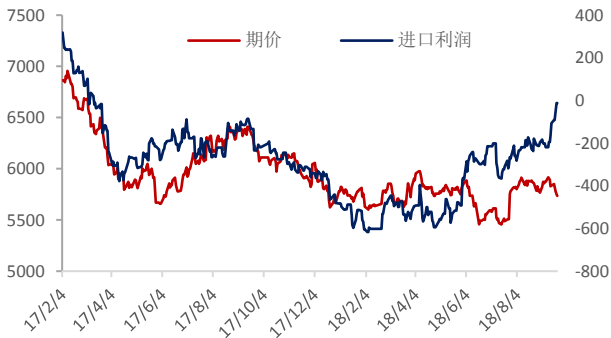
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 棕油进口成本与期价走势



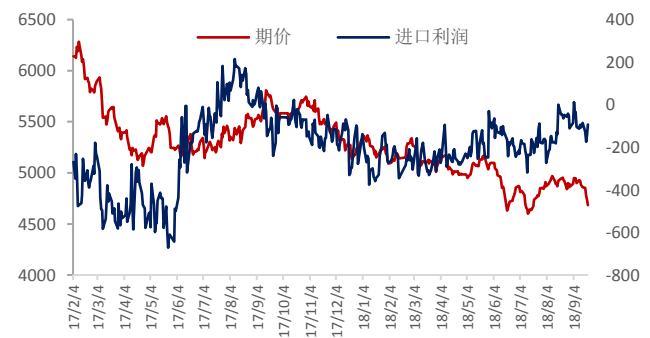
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13 豆油进口利润与期价走势



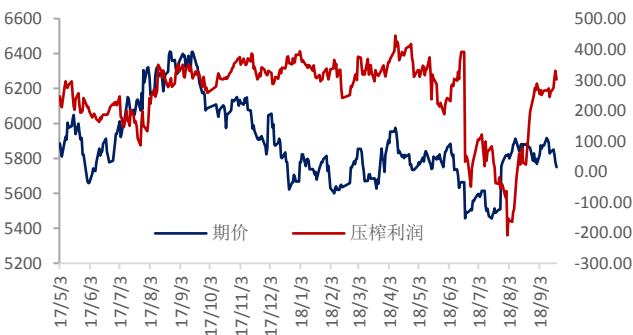
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14 棕油进口利润与期价走势



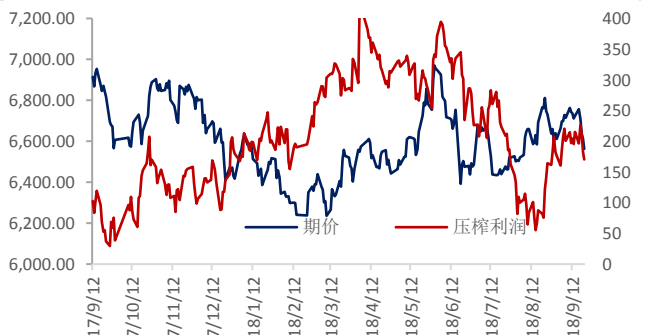
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 15 豆油压榨利润与期价走势



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 16 菜油压榨利润与期价走势



数据来源: Wind、国都期货研究所

### (三) 要闻分析

上周, 需要关注的几项影响油脂期货的事项有:

1. 马来西亚出口数据改善, 10月关税依然为0

上周四，马来西亚船运调查机构ITS表示，马来西亚9月1—20日棕榈油出口较前月同期的61.17万吨，增加79.2%至109.63万吨。其中24°棕榈油进口量从18.72万吨增长至30.52万吨，涨幅63.03%。出口检验公司AmSpec Agri Malaysia称，马来西亚9月1—20日棕榈油出口预估为105.18万吨，较上月同期的60.91万吨增加72.7%。从数据上看，ITS和AmSpec虽然给出的数据有所偏差，但出口量都呈现大幅上行趋势，但国内由于棕榈油港口库存攀升，需求方面又持续疲软，将对连棕油构成压制，进而拖累国内整体油脂反弹进程。

马来西亚棕榈油局网站援引海关部门的数据显示，该国维持10月毛棕榈油出口关税在零不变。该国经计算后10月棕榈油参考价为每吨2150.69马币。只有当价格高于2250马币，才会进行征税。预计在此消息的作用下，马棕油会加速出口，提振马棕油期价行情。

## 2. 中美贸易战加剧，期价未见上涨

特朗普政府周一表示，美国宣布自2018年9月24日起加征关税税率为10%，2019年1月1日起加征关税税率提高到25%。中方对已公布的约600亿美元清单商品实施加征关税措施。经国务院批准，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的5207个税目、约600亿美元商品，加征10%或5%的关税，自2018年9月24日12时01分起实施。贸易战进一步升级，但从本周油脂期价上看未见端倪，主要是受马棕油行情拖累。9月24日国务院新闻办公室发表《关于中美经贸摩擦的事实与中方立场》白皮书，支出对中美两国来说，合作是唯一正确的选择，中国将坚定保护外商在华合法权益。由此看来，中美贸易战恐进一步加剧，预计在美方加征关税后，受到成本提振的影响，油脂期价会有所反弹，不过也需考虑马棕油对盘面的压制。

## 三、后市展望

供给方面，国内油脂依旧库存高企，其中，棕榈油受助于马来西亚10月份0关税持续的影响，后续港口库存不排除有增加的可能；豆油、菜油近期开工率有所上升，处于缓慢降库存的过程；美方关税施压，可能对豆油有成本性的提振。需求方面，中秋已过，国庆临近，油厂双节备货告一段落，短期内需求将归于平淡。供需层面上整体处于供大于求的情况。汇率方面，马币走强，对马棕油盘面也构成压力。整体来看，油脂本周可能会对美加征关税做出反应，但鉴于目前库存尚充足，预计行情还是以震荡小幅抬升为主。

关于油脂的下一步走势，本周可关注的事项有（1）中美加征关税进一步进展，如果双方态度持续强硬，对后续豆油的供给形成缺口，期价或有上升的可能；（2）马来西亚ITS棕油出口报告，MPOA供需报告，出口量增加、库存下降将有利于马棕油盘面。



#### 四、操作建议

单边：虽然处于“金九银十”时期，然而消息面对于期价的影响要大于季节性规律。中美关系的不确定性使油脂整体震荡偏弱，不建议盲目做空，短期内适宜平仓观望。

套利：近期猪瘟疫情依旧存在，但受制于消息面，粕类走势强于豆油，尽管从统计角度看油粕比数值处于历史低位，但从基本面上看，油粕比还有进一步下探的可能，可少量做空油粕价差。跨品种方面，豆棕价差上周持续走高，到达1010元/吨的近两年历史高位，但棕油近期较弱仍存在下行空间，可少量分阶段做多豆棕价差。

### 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。