

## 中美磋商告一段落，油脂期价回归基本面

### 主要观点

**行情回顾。**2月，国内油脂市场受到节前大量备货的影响，年后需求低迷，形态有不同程度的走弱。上旬适逢春节假期无交易，中旬受到中美贸易磋商的影响，期价基本维持震荡偏弱的走势，下旬马来西亚发布棕油的出口报告利空，叠加国内棕油的库存压力加大，在缺乏利多消息指引的情况下，国内油脂步步下挫，棕油首当其冲。月底两天走势逐渐企稳，以菜油为首小幅回调。成交量上看，由于2月交易日较少，且年后市场情绪尚未回暖，油脂成交量都有所下降。国际方面，美豆油月内宽幅震荡，在中美贸易谈判前期期价会小幅走高，但在贸易谈判后期期价又有所回落。马棕油虽然处于减产季，但是产量下降的利好不足以掩盖出口不力的利空，2月中旬受原油走高影响小幅上涨，随后临近月末，每5日公布一次的出口数据和1月出口量相比十分惨淡，产地库存压力压制了马盘的反弹。

**后市展望。**基本上，供给方面，短期国内油脂去库存速度将放缓。其中，棕榈油当下的港口库存压力较大，不过进口利润呈现贴水状态，可能影响3月份棕榈油的到港量，或能缓解部分库存压力。豆油的港口库存和商业库存存在缓慢下降，但绝对值依然较高，而且在第7轮中美贸易谈判后，中方同意进口1000万吨美豆。不过鉴于近期猪瘟疫情仍在发酵，国内豆油的压榨开工率较低，短期供给压力减小。菜油油厂库存持续下降，不过随着天气转暖，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，2月原油价格低迷，POGO价差为负，油脂的工业消费需求被抑制，后续若原油价格走高，油脂的工业用途或引领油脂整体上涨。

消息面上，第七轮中美经贸高级别磋商在美国首都华盛顿结束。美国总统特朗普表示，磋商取得实质性进展，美国将延后原定于3月1日对中国产品加征关税的措施。但由于延后时点不定，给美豆油带来的利多有限。中加方面，2月28日夜间接传言进口菜籽GMO证书（转基因证书）部分被拒，而进口菜油或进口菜籽压榨的菜油是我国普通菜油主要的供应货源。在供给面预期收窄的情况下，菜系商品大幅大涨。

整体上看，油脂供需关系中，国内豆油、棕油仍处于供大于求局面，菜油库存压力相对较小。消息面方面重点关注中美贸易关系走向，在缺乏明显消息指引的情况下，中加关系也会通过提振菜油价格利多油脂。相对强弱关系上，棕油受到马盘利空影响，在油脂中表现最弱；菜油短期内有所提振，但成交持仓不及豆棕，走势略强于棕油。即豆油>菜油>棕油。关于油脂的下一步走势，本月可关注的事项有（1）中美谈判方面的新进展以及USDA供需报告，若美国18/19年度库存高企会波及国内豆油价格；（2）马来西亚MPOB库存数据，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。

报告日期 2019-03-04

研究所

史玥明

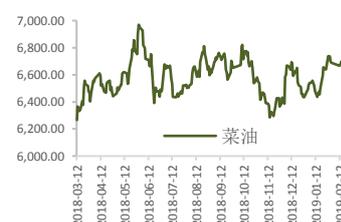
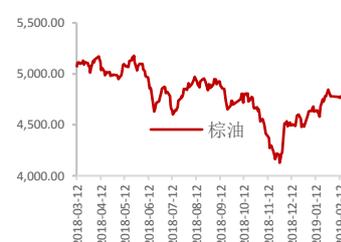
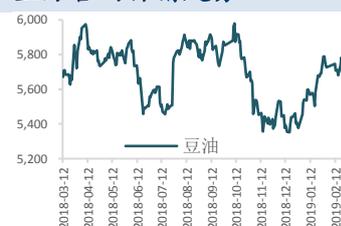
油脂期货分析师

从业资格号：F3048367

电话：010-84183099

邮件：shiyueming@guodu.cc

主力合约行情走势



 **操作建议。**单边：在2月下旬油脂呈现出不同程度的回调，因此当下油脂处于相对低点，豆油、棕油可酌情布局多仓。菜油由于3月1日涨幅过大，压缩了部分上涨空间，建议谨慎观望。

套利：产业利润套利方面，粕类价格仍处于下行通道中，但不建议此时入场做多，前期做多仓位可逐渐止盈离场。跨品种方面，豆棕价差已接近1100一线，可寻合适机会介入做空。

## 目录

一、行情回顾 .....	6
二、基本面分析 .....	7
(一) 库存分析 .....	7
(二) 成本利润分析 .....	9
三、资金面分析 .....	11
(一) 国际 CFTC 持仓分析 .....	11
(二) 国内资金动向分析 .....	11
四、技术面分析 .....	12
五、后市展望 .....	13
六、操作建议 .....	14

插图

图 1 油脂主力合约走势.....	6
图 2 豆油内外盘主力合约走势.....	6
图 3 棕榈油内外盘主力合约走势.....	7
图 4 豆油量价分析.....	7
图 5 棕榈油量价分析.....	7
图 6 菜油量价分析.....	7
图 7 主力合约基差.....	7
图 8 大豆、菜籽油粕比.....	7
图 9 棕油港口库存.....	9
图 10 豆油港口库存.....	9
图 11 菜油商业库存.....	9
图 12 豆油商业库存.....	9
图 13 豆油仓单数量.....	9
图 14 菜油仓单数量.....	9
图 15 豆油进口成本与期价走势.....	10
图 16 棕油进口成本与期价走势.....	10
图 17 豆油进口利润与期价走势.....	10
图 18 棕油进口利润与期价走势.....	10
图 19 豆油压榨利润与期价走势.....	11
图 20 菜油压榨利润与期价走势.....	11
图 21 非商业持仓多/空头走势.....	11
图 22 非商业净持仓.....	11
图 23 油脂指数与资金量走势.....	12

图 24 豆油期价与资金量走势.....	12
图 25 棕油期价与资金量走势.....	12
图 26 菜油期价与资金量走势.....	12

## 一、行情回顾

2月，国内油脂市场受到节前大量备货的影响，年后需求低迷，形态有不同程度的走弱。上旬适逢春节假期无交易，中旬受到中美贸易磋商的影响，期价基本维持震荡偏弱的走势，下旬马来西亚发布棕油的出口报告利空，叠加国内棕油的库存压力加大，在缺乏利多消息指引的情况下，国内油脂步步下挫，棕油首当其冲。月底两天走势逐渐企稳，以菜油为首小幅回调。成交量上看，由于2月交易日较少，且年后市场情绪尚未回暖，油脂成交量都有所下降。

国际方面，美豆油月内宽幅震荡，在中美贸易谈判前期价会小幅走高，但在贸易谈判后期价又有所回落。马棕油虽然处于减产季，但是产量下降的利好不足以掩盖出口不力的利空，2月中旬受原油走高影响小幅上涨，随后临近月末，每5日公布一次的出口数据和1月出口量相比十分惨淡，产地库存压力压制了马盘的反弹。

国内油脂行情						
	收盘价 (元/吨)	月度涨幅	成交量 (万手)	成交量变化	持仓量 (万手)	持仓量变化
豆油	5,674.00	-1.32%	462.94	-34.55%	66.65	-6.15%
棕油	4,560.00	-4.68%	509.65	-32.68%	48.35	2.68%
菜油	6,631.00	-1.25%	204.33	-35.71%	27.06	-5.87%
外盘油脂行情						
	收盘价	月度涨幅	成交量 (万手)	成交量变化	持仓量 (万手)	持仓量变化
美豆油	30.24 美分/磅	0.23%	123.79	18.98%	22.84	18.57%
马棕油	2122.00 林吉特/吨	-7.70%	27.07	-14.77%	7.60	34.99%

图1 油脂主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

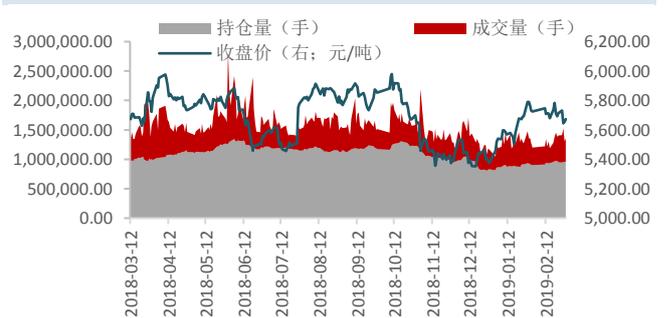
图2 豆油内外盘主力合约走势



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**


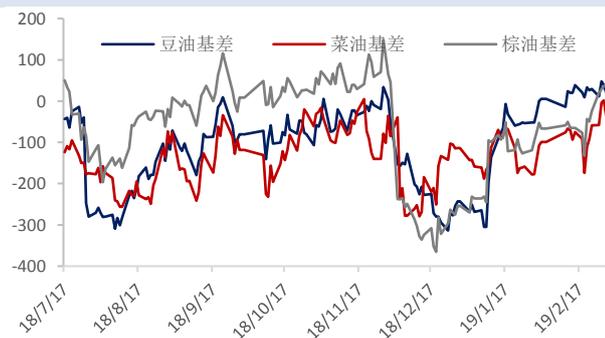
数据来源: Wind、国都期货研究所

**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) 供需分析

截至2月底,棕榈油月末港口库存为77.80万吨,月初港口库存为54.80万吨,增加了41.97%,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，库存方面的压力依旧较大。产量方面，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%。作为对比，2月1日-15日马来西亚棕榈油产量比1月份同期降21.04%，2月1日-10日马来西亚棕榈油产量比1月份同期降47.41%。由此可以看出，马来西亚减产季逐渐结束，产量下降的利好不会维持太久。出口方面，马来船运调查机构SGS公布的数据显示，马来西亚2月棕榈油出口量较1月出口的145.36万吨下降15.3%至123.19万吨。其中毛棕油出口量急速下滑48.07%至19.19万吨，对马棕油期价上行构成阻力。尽管马来西亚3月仍将维持出口0关税，印尼在燃料混合20%生物柴油(B-20政策)也将推动该国今年的棕榈油工业消费增加，但这对于马来、印尼庞大的库存来说只是杯水车薪。厄尔尼诺天气方面，中国气象局国家气候中心(NCC)发布报告，确认2018年9月至2019年1月，赤道中东太平洋达到一次厄尔尼诺事件标准。但此次厄尔尼诺程度较轻，对中南亚降水影响较小且时间存在滞后，中期来看对产地棕油影响不大。棕油整体走势偏空。

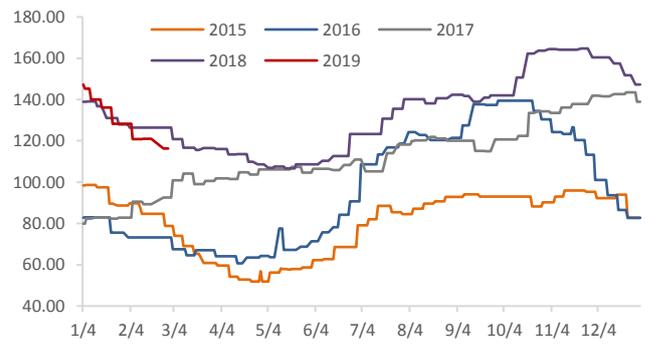
豆油月末港口库存为116.30万吨，月初港口库存为128.30万吨，下降了-9.35%。按照往年库存规律，下降趋势将持续到一季度末，因此库存还将继续下降，但当下绝对值要高于往年。仓单方面，豆油仓单1月下旬变动较大，注册仓单量从月初的35,399.00张下降至月末的29,300.00张，减少幅度-17.23%，虽然豆油仓单数量仍然处于高位，但是卖压正在缓解，后市或随着消费带动上涨行情。美国方面，据NOPA数据，美国油籽压榨企业1月大豆压榨量达历史同期的最高水平，高于多数贸易商的预估值。NOPA会员单位占到全美大豆压榨总量的约95%。NOPA报告显示，会员单位1月大豆压榨量为1.71630亿蒲式耳，略低于12月的1.71759亿蒲式耳，但远高于2018年1月所创的前一历史同期纪录1.63111亿蒲式耳。而受制于中美贸易战，中国大豆进口量也有所缩减，1月中国大豆进口量为738万吨，较上年同期的848万吨下降13.0%。2月中美贸易磋商密集，美方延后了加征关税的时点，短期内进口或增加。中期来看，猪瘟疫情影响豆粕需求，进而波及豆油压榨，供给压力或逐渐减小，1季度后可能迎来波段上涨行情。

菜油月末商业库存为16.50万吨，相较于月初的16.91万吨降低了-2.42%，菜油的库存压力在油脂中最小，进口菜油或进口菜籽压榨的菜油在抛储结束后成为普通菜油主要的供应货源。仓单方面，菜油仓单从月初的25,265.00张下降至24,970.00张，减少幅度-1.17%，说明菜油的卖压也在缓解，期价依旧存在一定的做多空间。产地方面，据加拿大统计局称，2019年1月份加拿大油菜籽压榨量为82.96万吨，低于12月份的84.63万吨，不过比上年同期增加9.1%，比三年平均水平增加11%。2018/19年度第29周加拿大油菜籽出口量为6.98万吨。迄今为止，2018/19年度油菜籽累计出口量为551.35万吨，创三年同期最低，同比减少6.7%。在过去三年，截

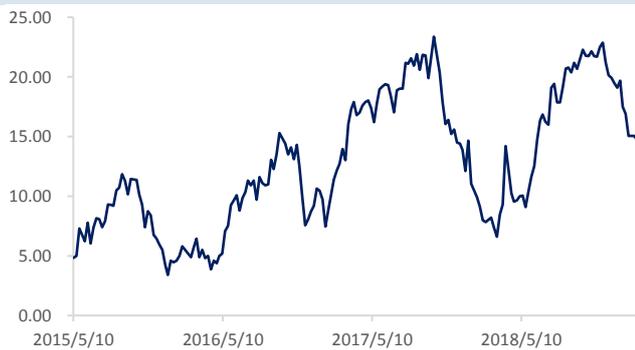
至第29周出口量通常占到全年出口量的53.9%，以此测算本年度出口量将达到1020万吨，低于加拿大农业与农业食品部的预测为1100万吨。这其中一部分原因是中加关系紧张造成的，鉴于中国菜籽主要进口国是加拿大，每当消息对中加关系炒作时，菜系期价都有不同程度上涨，但通常是日内影响。中期来看，菜油弱势跟随豆油上涨的可能性较大。

**图9 棕油港口库存**

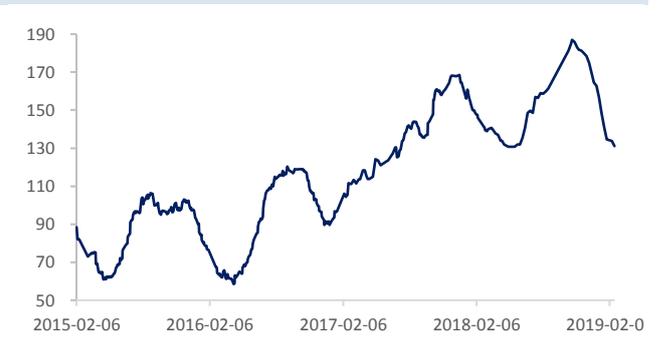

数据来源：Wind、国都期货研究所

**图10 豆油港口库存**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图11 菜油商业库存**


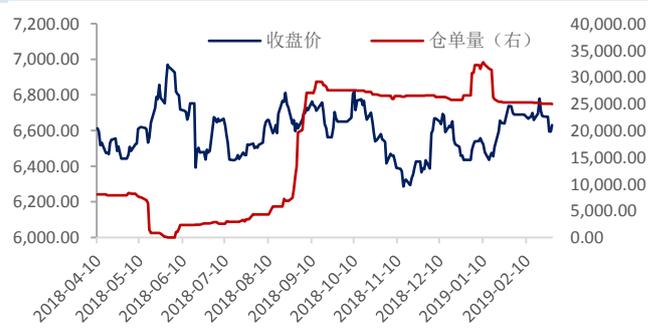
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图12 豆油商业库存**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图13 豆油仓单数量**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图14 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，豆油进口成本本月内波动较小，月末为5920元/吨，相较于月初下降了-10元/吨。由于国内连豆油跌幅超过美豆油，豆油进口利润贴水状态加深，月末达-225元/吨，相较于月初的-198元/吨下降了-27元/吨。春节之后，豆油销售重归平淡，在缺乏需求的情况下，国内豆油期价承压，豆油进口利润或将继续回落。棕油进口成本受到马来产地方面的影响下降，月末为4606.73元/吨，下降-234.25元/吨。棕油进口利润贴水小幅增加，月末为-46.73元/吨，月初为-38.98元/吨，月度减少-7.75元/吨。鉴于马来西亚3月份将维持毛棕油出口零关税政策，棕油进口成本仍维持低位，但前期国内棕油追随马棕油走势下行，如果马棕油进口利润持续贴水状态，或将影响3月的船期。

从压榨利润看，豆油压榨利润下降，截至2月末达257.10元/吨，较之月初下跌-35.11%。这主要是由于猪瘟疫情影响豆粕需求，豆粕期价持续下跌造成的，而豆油受累于当前高位库存，走势也相对较弱，压榨利润减少。菜油压榨利润有所增加，截至2月末为209元/吨，月度涨幅26.38%。菜油在1月豆油、棕油上涨时涨幅不大，因此2月油脂下行时相对抗跌，且紧张的中加关系给菜油价格提供了支撑。随着天气转暖，水产养殖提振菜粕需求，菜油压榨利润仍存上涨空间。

图 15 豆油进口成本与期价走势



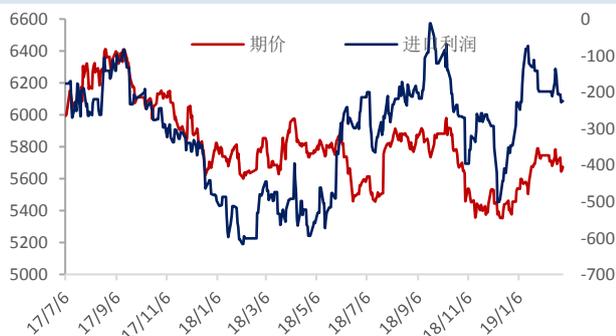
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 16 棕油进口成本与期价走势



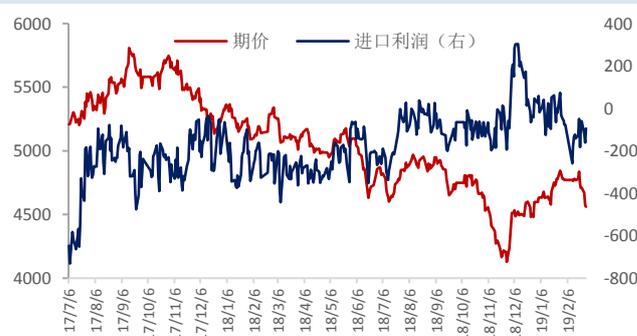
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 17 豆油进口利润与期价走势

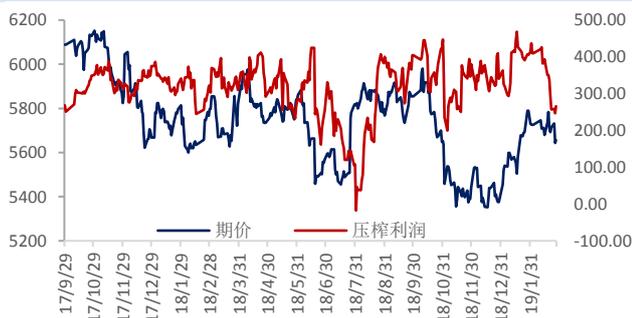


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 18 棕油进口利润与期价走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 19 豆油压榨利润与期价走势**


数据来源：Wind、国都期货研究所

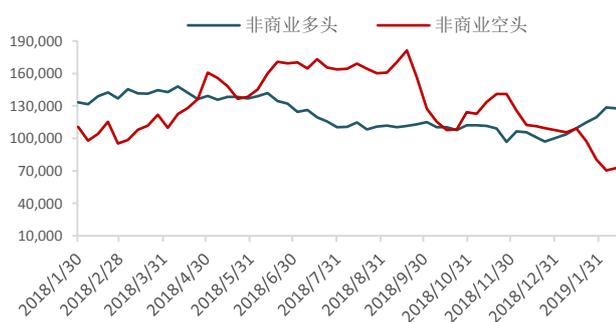
**图 20 菜油压榨利润与期价走势**


数据来源：Wind、国都期货研究所

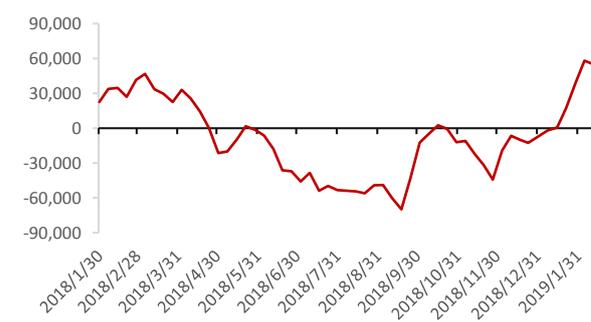
### 三、资金面分析

#### (一) 国际 CFTC 持仓分析

由于美国政府去年年底关门延迟了报告发布时间，当下CFTC持仓报告仅公布至2月12日。从1月下半月至2月12日的持仓情况来看，非商业多头在增持，而非商业空头在减持，截至2月12日，分别为127,702手和72,725手，非商业净持仓为54,977手，相较于1月下旬的17,411手增加了37,566手多单。2月份的持仓情况会在3月份发布，CFTC预计将在周二发布一份报告，并在每周的周五发布另一份报告，直到报告按正常时间表报告为止，届时可予以关注。初步判断，2月下半月美豆油缺乏明显上涨动力，中美贸易磋商的利多有限，加之马棕油对国际油脂价格的利空影响，2月下旬的非商业净持仓应呈现减持状态。

**图 21 非商业持仓多/空头走势**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 22 非商业净持仓**


数据来源：Wind、国都期货研究所

#### (二) 国内资金动向分析

从1月油脂整体资金量来看，月初资金量为5.29 亿元，月底资金量为4.84 亿元，扩张幅度为-8.42%，盘内沉淀资金减少，春节过后油脂需求转弱，油脂板块交易情绪尚未回暖，价格在资金面缩水的情况下走低。

其中,豆油年后走势较弱,月初资金量为2.46 亿元,月末资金量为2.27 亿元, 减幅-9.85%,但资金绝对量在油脂中依然是最大的。棕榈油月初资金量为1.35 亿元,由于2月下旬下跌走势明确,吸引部分资金入场做空,月末为1.32 亿元,减幅-7.82%,在油脂中资金流出比例最小。菜油在油脂中最弱,月初资金量为1.48 亿元,月末资金量为1.25 亿元,减幅-12.73%,持仓量较之年前减少较多。整体来看,各油脂品种在2月资金流出明显,基本呈现出价量同降的特点。后续可观察油脂方面的利好消息,如去库和减产等,届时资金或进场炒作,引发上涨行情。

**图 23 油脂指数与资金量走势**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 24 豆油期价与资金量走势**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 25 棕油期价与资金量走势**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 26 菜油期价与资金量走势**


数据来源: Wind、国都期货研究所

## 四、技术面分析

豆油方面, Y1905年后开盘步步下挫, 到达20日均线后企稳回调, 随后受棕油利空影响再次下行, 跌至40日均线后再次找到支撑。RSI线本月受利空影响一直在50一线徘徊, 且有走低趋势, 6日RSI和12日RSI彼此交缠, 距离收窄。而在2月底6日RSI上穿12日RSI, 标记市场情绪好转, 因此后续如果棕油无利空扰动, 油脂短期内或将开启新一轮上涨。

棕油方面，年后初期P1905窄幅震荡，中旬连收两日长上影线阳线后，棕油步步走低，其中不乏跳空低开的情况，在跌出60日均线后，棕油走势逐渐企稳。RSI线在棕油下跌途中走势逐渐分离，月底距离缩窄并有6日RSI线上穿12日RSI线趋势。如果3月初基本面好转，棕油上涨的可能性较大；但如果马来方面利空加剧，鉴于前期已跌破60日均线，连棕油下方支撑位初步看到4460一线。

菜油方面，中旬OI1905和棕油走势类似，但在随后的下跌过程中，表现相对坚挺，多空拉锯较激烈，多次收十字星。触及40日均线后，迅速反弹。两条RSI线月内距离较窄，6日RSI线上穿12日RSI线节点出现时间略早于豆油、棕油，因此从技术面角度来看，菜油在油脂下一步的上涨中可能处于领先地位。

## 五、后市展望

基本上，供给方面，短期国内油脂去库存速度将放缓。其中，棕榈油当下的港口库存压力较大，不过进口利润呈现贴水状态，可能影响3月份棕榈油的到港量，或能缓解部分库存压力。豆油的港口库存和商业库存正在缓慢下降，但绝对值依然较高，而且在第7轮中美贸易谈判后，中方同意进口1000万吨美豆。不过鉴于近期猪瘟疫情仍在发酵，国内豆油的压榨开工率较低，短期供给压力减小。菜油油厂库存持续下降，不过随着天气转暖，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，2月原油价格低迷，POGO价差为负，油脂的工业消费需求被抑制，后续若原油价格走高，油脂的工业用途或引领油脂整体上涨。

消息面上，第七轮中美经贸高级别磋商在美国首都华盛顿结束。美国总统特朗普表示，磋商取得实质性进展，美国将延后原定于3月1日对中国产品加征关税的措施。但由于延后时点不定，给美豆油带来的利多有限。中加方面，2月28日夜间接传言进口菜籽GMO证书（转基因证书）部分被拒，而进口菜油或进口菜籽压榨的菜油是我国普通菜油主要的供应货源。在供给面预期收窄的情况下，菜系商品大幅大涨。

整体上看，油脂供需关系中，国内豆油、棕油仍处于供大于求局面，菜油库存压力相对较小。消息面方面重点关注中美贸易关系走向，在缺乏明显消息指引的情况下，中加关系也会通过提振菜油价格利多油脂。相对强弱关系上，棕油受到马盘利空影响，在油脂中表现最弱；菜油短期内有所提振，但成交持仓不及豆棕，走势略强于棕油。即豆油>菜油>棕油。关于油脂的下一步走势，本月可关注的事项有（1）中美谈判方面的新进展以及USDA供需报告，若美国18/19年度库存高企会波及国内豆油价格；（2）

马来西亚MPOB库存数据，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。

## 六、操作建议

单边：在2月下旬油脂呈现出不同程度的回调，因此当下油脂处于相对低点，豆油、棕油可酌情布局多仓。菜油由于3月1日涨幅过大，压缩了部分上涨空间，建议谨慎观望。

套利：产业利润套利方面，粕类价格仍处于下行通道中，但不建议此时入场做多，前期做多仓位可逐渐止盈离场。跨品种方面，豆棕价差已接近1100一线，可寻合适机会介入做空。

### 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。