

## 马来斋月去库延续，4月或将成为库存拐点

2024年3月22日 星期五

兴证期货·研究咨询部

农产品研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

胡卉鑫

从业资格编号：F03117395

联系人

胡卉鑫

邮箱：

hhx@xzfutures.com

### 核心观点

近期油脂市场做多氛围浓厚，棕榈油价格持续反弹，价格一度上涨接近 8500 元/吨，反弹幅度超市场预期。棕榈油受基本面与资金共同推动，盘面强势运行，产地情况成为影响价格强弱的重要因素，3 月受斋月影响，出口与国内消费上升，产地预计延续去库运行，但是从往年产量变化以及本月高频数据发现，棕榈油产量已经出现回升迹象，棕榈油增产即将来临，需求方面，斋月及开斋节结束后，国内需求将有所回落，印度与中国棕榈油进口对马棕出口支撑有限，豆棕价差持续倒挂以及进口利润尚未改善均影响两国棕榈油进口意愿，在供应回升，需求下降情况下，4 月预计将成为棕榈油库存拐点，二季度产地棕榈油预计累库，产地报价同样存在松动可能，叠加阿根廷大豆上市以及国内大豆到港，豆油供应宽松同样将对棕榈油形成一定压力，棕榈油存在回落可能。国内棕榈油买船整体仍然以进口利润为主要驱动，产地报价下降情况下预计将改善国内进口利润，届时关注油厂买船情况。

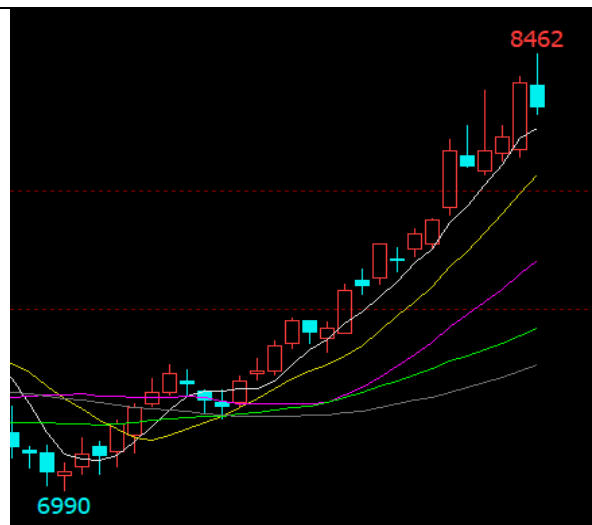
## 目录

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 一、近期行情：基本面+资金驱动，棕榈油强势上涨 ..... | 1 |
| 二、斋月消费预计上升，马棕库存后期存在回升可能 ..... | 1 |
| 三、结论 .....                    | 5 |

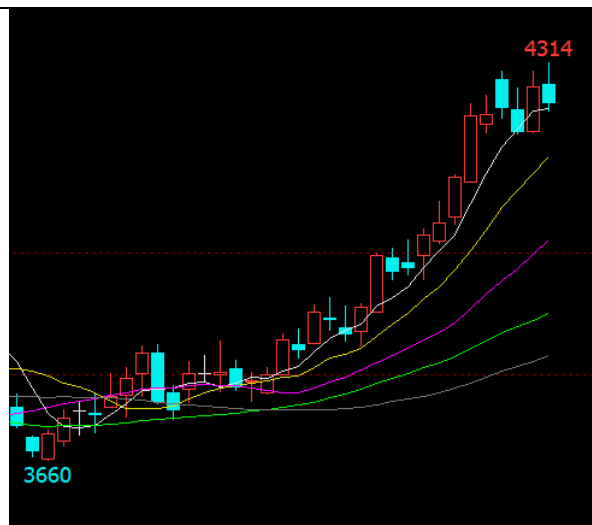
## 一、近期行情：基本面+资金驱动，棕榈油强势上涨

近期油脂市场做多氛围浓厚，棕榈油价格持续反弹，价格一度上涨接近 8500 元/吨，反弹幅度超市场预期。本轮行情反弹受基本面与资金面双重推动，减产期叠加斋月为资金提供了良好的做多机会。自去年 11 月起，棕榈油进入减产季，产地端开始去库，国内棕榈油进口利润亏损，买船下降限制棕榈油整体供应，我国棕榈油库存同样下降。当前马棕尚未进入季节性增产，叠加斋月对国内消费与产量影响，棕榈油供应持续收紧成为棕榈油本轮反弹的核心逻辑，供应端稳定增产预计推迟至开斋节后，产量、库存修复时间仍将支撑盘面价格。

图表 1：国内棕榈油 2 月起强势反弹



图表 2：马棕同样呈现反弹格局



数据来源：USDA，兴证期货研究咨询部

## 二、斋月消费预计上升，马棕库存后期存在回升可能

虽然棕榈油多头情绪持续支撑盘面，但是增产季即将来临，棕榈油破位上涨同样面临着回调担忧，棕榈油斋月期间的产量与库存表现或将成为行情变动的重要影响因素。马来西亚斋月一般横跨两个月，并在斋月结束后举行 2 天的开斋节，在此期间，油棕园劳动人员数量与劳动时长均有所缩短，同时国内棕榈油消费将有所上升，这将对棕榈油供需情况形成较大影响，斋月天数的不同分布也将导致斋月所在月份棕榈油

产量的差异。本文整理 2016-2023 年斋月所在月份及斋月前后 1 个月的供需变动情况，其中深色图表为斋月天数较多的月份，浅色图标为斋月天数较少的月份，本年度斋月为 3 月 12 日-4 月 10 日左右，3 月为斋月天数较多月份。2016-2023 共有 10 个月份符合该特征，其中仅有 4 个月份减产、5 个月份出口上升、7 个月份消费上升、6 个月份库存下降，可以发现在棕榈油在斋月天数较多月份中，棕榈油产量变动存在不确定性，但是消费上升、库存下降概率较大。斋月产量方面，由于斋月依照伊斯兰历计算，不存在固定日期，因此棕榈油产量的季节性变动将影响斋月产量，园区劳动力与园区维护情况同样将对产量形成扰动；消费方面，斋月与开斋节在东南亚等地区地位基本与春节等同，节日备货提振国内需求，斋月国内消费上升整体概率较大；出口方面，关注主要需求国库存与进口利润情况，印度虽然也存在斋月，但是印度棕榈油更多受葵油、豆油等其他植物油影响，斋月对出口的提振力度有限。

**图表 3：2016-2023 年马棕斋月前后变化**

| 日期     | 期初库存    | 产量      | 进口     | 出口      | 国内消费   | 期末库存    |
|--------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|
| May-16 | 1800201 | 1364583 | 20024  | 1282405 | 256803 | 1645600 |
| Jun-16 | 1645600 | 1532613 | 19636  | 1132282 | 289303 | 1776264 |
| Jul-15 | 1776264 | 1585341 | 12823  | 1384220 | 219558 | 1770650 |
| Aug-16 | 1770650 | 1701833 | 7807   | 1812394 | 203405 | 1464491 |
| Apr-17 | 1554106 | 1548026 | 54475  | 1284101 | 272612 | 1599894 |
| May-17 | 1599894 | 1654494 | 47450  | 1506145 | 238657 | 1557036 |
| Jun-17 | 1557036 | 1514255 | 45828  | 1379888 | 210160 | 1527071 |
| Jul-17 | 1527071 | 1826828 | 52962  | 1399107 | 222672 | 1785082 |
| Apr-18 | 2323458 | 1558331 | 35624  | 1530139 | 207534 | 2179740 |
| May-18 | 2179740 | 1525405 | 32260  | 1291365 | 277158 | 2168882 |
| Jun-18 | 2168882 | 1332704 | 85889  | 1129515 | 270925 | 2187035 |
| Jul-18 | 2187035 | 1503220 | 44030  | 1196651 | 322945 | 2214689 |
| Apr-19 | 2922852 | 1649368 | 62112  | 1653881 | 250747 | 2729704 |
| May-19 | 2729704 | 1671467 | 61789  | 1714567 | 301143 | 2447250 |
| Jun-19 | 2447250 | 1510835 | 101250 | 1383216 | 265373 | 2410746 |
| Jul-19 | 2410746 | 1740759 | 40069  | 1489171 | 324304 | 2378099 |
| Mar-20 | 1700257 | 1397313 | 79216  | 1184702 | 262501 | 1729583 |
| Apr-20 | 1729583 | 1652771 | 56596  | 1236438 | 158014 | 2044498 |
| May-20 | 2044498 | 1651337 | 37101  | 1368746 | 334611 | 2029579 |
| Jun-20 | 2029579 | 1885742 | 48841  | 1706597 | 359234 | 1898331 |
| Mar-21 | 1306022 | 1423483 | 137332 | 1190975 | 231946 | 1443916 |
| Apr-21 | 1443916 | 1528121 | 109847 | 1346326 | 189653 | 1545905 |

|        |         |         |        |         |        |         |
|--------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|
| May-21 | 1545905 | 1571525 | 89014  | 1268659 | 368374 | 1569411 |
| Jun-21 | 1569411 | 1606187 | 113126 | 1419004 | 255501 | 1614219 |
| Mar-22 | 1518238 | 1411215 | 85150  | 1281739 | 260020 | 1472844 |
| Apr-22 | 1472844 | 1462050 | 77652  | 1073038 | 296697 | 1642811 |
| May-22 | 1642811 | 1461032 | 57823  | 1376416 | 263424 | 1521826 |
| Jun-22 | 1521826 | 1545103 | 59273  | 1193928 | 286443 | 1645831 |
| Feb-23 | 2268198 | 1253664 | 52506  | 1127953 | 326567 | 2119848 |
| Mar-23 | 2119848 | 1288354 | 39772  | 1486233 | 287719 | 1674022 |
| Apr-23 | 1674022 | 1196450 | 43118  | 1074447 | 341526 | 1497617 |
| May-23 | 1497617 | 1517546 | 80926  | 1079020 | 328923 | 1688146 |

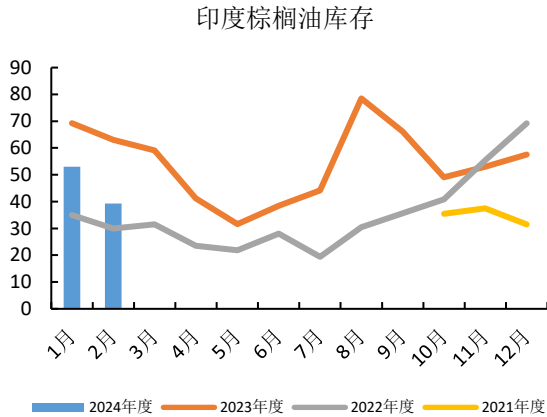
数据来源：USDA，兴证期货研究咨询部

2024年斋月为3月12日至4月10日左右，因此，本文通过分析斋月天数较多月份的供需情况、结合往年3月整体进出口水平，对2024年斋月棕榈油供需情况进行分析。本年度斋月天数较多月份为3月，虽然位于传统减产期间，但是3月通常为雨季尾声，同时本年度马来西亚3月降水持续下降，对产量和修复形成一定利好，同时自2023年6月起马来西亚劳工水平持续上升，油棕园区劳动人数同样出现改善，同时本年度化肥价格回落，园区化肥用量上升，以上两方面的改善预计将缓解马棕减产力度。目前，SPPOMA数据显示，3月1-20日棕榈油产量环比上升38.8%，棕榈油供应存在回升可能，但是SPPOMA数据测算一般与MPOB偏差较大，40%左右的产量增幅预计被高估。往年3月产量一般位于120-150万吨区间，我们结合往年环比均值给出三月产量预估。

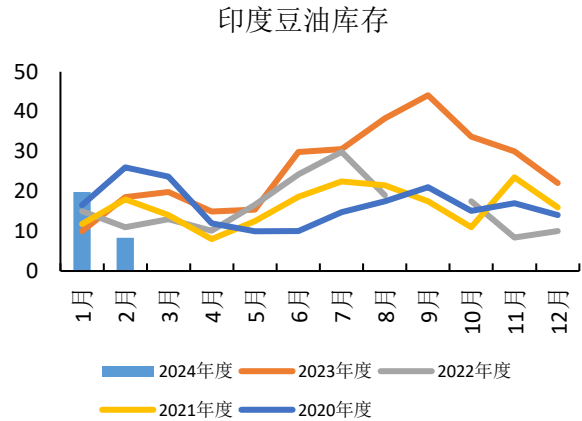
需求方面，斋月期间马来西亚国内需求通常出现较大增量，国内消费预计上涨；海外出口方面，印度植物油2月库存降幅较大，棕榈油、豆油、葵油均降至相对低位，叠加斋月需求上升，印度油脂进口潜力较大，有利于马棕3月出口水平，但是当前产地价格较为强势，印度棕榈油进口报价同样位于高位，价格对棕榈油形成一定限制，同时印度国内豆油压榨利润持续为正，棕榈油进口份额预计逐渐转向豆油，印度采购对棕榈油出口提振整体有限。我国棕榈油库存虽然自11月起下降，当前已降至近5年中枢水平，具有一定进口空间，但是棕榈油进口利润持续亏损，油厂买船意愿不强并出现洗船，刚需消费影响下棕榈油持续去库。但是随着豆棕价差持续扩大，目前下游部分棕榈油已逐渐被豆油替代，叠加4月阿根廷豆上市对升贴水的影响以及大豆到港

量回升豆油供应的上升，均对棕榈油未来进口与价格形成一定压力。我国棕榈油进口利润预计 6 月回正，利润驱动不足情况下我国买船预计有限，库存预计保持低位，对马棕出口提振同样有限。

图表 4：印度棕榈油库存

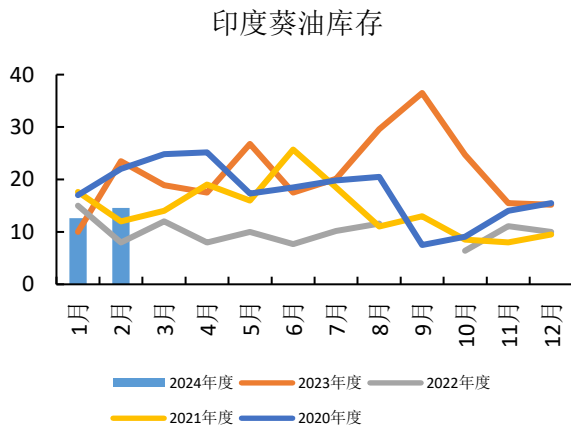


图表 5：印度豆油库存

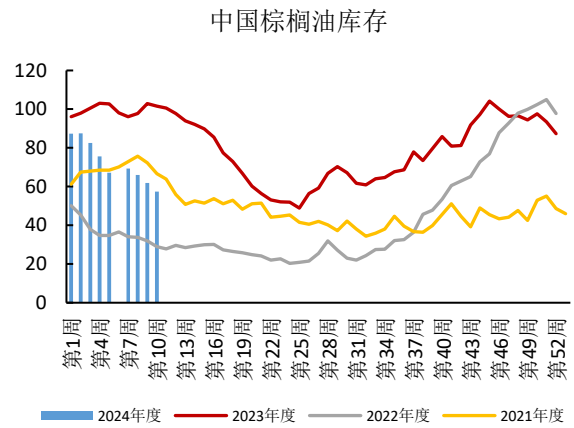


数据来源：印度溶剂萃取商协会，兴证期货研究咨询部

图表 6：印度葵油库存

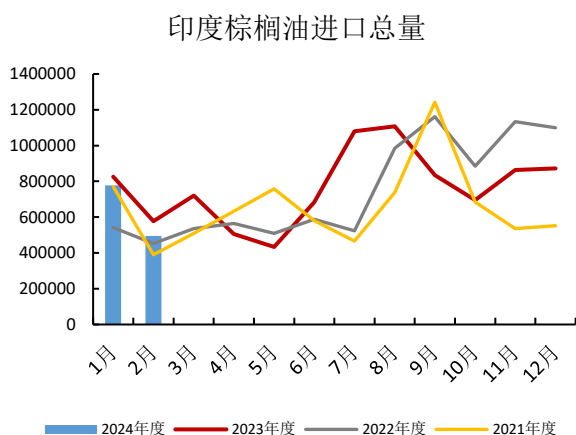


图表 7：中国棕榈油库存

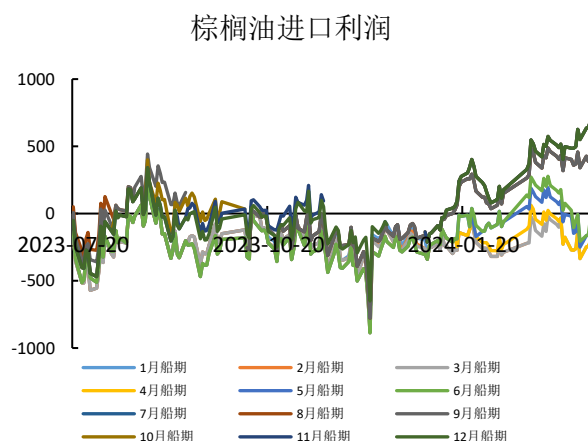


数据来源：印度溶剂萃取商协会，Mysteel，兴证期货研究咨询部

图表 8：印度棕榈油进口



图表 9：中国棕榈油进口利润



数据来源：印度溶剂萃取商协会，Mysteel，兴证期货研究咨询部

根据上述分析，我们对 3、4 月马棕供需平衡表进行测算，3 月整体维持供需双增格局，但是产量端增幅预计低于消费增幅，库存预计仍将下降，但是 4 月起棕榈油增产趋势较为明显，节日效应提振结束，供增需减情况下 4 月产地预计开始累库，届时产地价格存在放松可能。

图表 10：马棕 3、4 月供需平衡表预测

| 日期        | 期初库存    | 产量      | 产量增幅    | 进口       | 进口增幅    | 出口       | 出口增幅   | 国内消费     | 消费增幅    | 期末库存    | 库存增幅    |
|-----------|---------|---------|---------|----------|---------|----------|--------|----------|---------|---------|---------|
| 2024/1/31 | 2290793 | 1402020 | -9.59%  | 25543    | -11.80% | 1350574  | 18.94% | 347591   | 6.96%   | 2020191 | -10.93% |
| 2024/2/29 | 2020191 | 1259572 | -10.16% | 23964    | -6.18%  | 1015537  | -9.97% | 368980   | 12.99%  | 1919210 | -9.46%  |
| 2024/3/31 | 1919210 | 1440824 | 14.39%  | 23964    | 0.00%   | 1070985  | 5.46%  | 434031.2 | 17.63%  | 1878982 | -2.10%  |
|           | 1919210 | 1440824 | 14.39%  | 23964    | 0.00%   | 1096780  | 8.00%  | 434031.2 | 17.63%  | 1853187 | -3.44%  |
|           | 1919210 | 1748286 | 38.80%  | 23964    | 0.00%   | 1070985  | 5.46%  | 434031.2 | 17.63%  | 2186443 | 13.92%  |
|           | 1919210 | 1748286 | 38.80%  | 23964    | 0.00%   | 1096780  | 8.00%  | 434031.2 | 17.63%  | 2160649 | 12.58%  |
| 2024/4/30 | 1878982 | 1519349 | 5.45%   | 19075.34 | -20.40% | 995695.1 | -7.03% | 365541.1 | -15.78% | 2056170 | 9.43%   |
|           | 1853187 | 1519349 | 5.45%   | 19075.34 | -20.40% | 995695.1 | -7.03% | 365541.1 | -15.78% | 2030376 | 9.56%   |

数据来源：Conab，兴证期货研究咨询部

### 三、结论

棕榈油近期受基本面与资金共同推动，盘面强势运行，产地情况成为影响价格强弱的重要因素，3 月受斋月影响，出口与国内消费上升，产地预计延续去库运行，但是从往年产量变化以及本月高频数据发现，棕榈油产量已经出现回升迹象，棕榈油增产即将来临，需求方面，斋月及开斋节结束后，国内需求将有所回落，印度与中国棕榈油进口对马棕出口支撑有限，豆棕价差持续倒挂以及进口利润尚未改善均影响两国棕榈油进口意愿，在供应回升，需求下降情况下，4 月预计将成为棕榈油库存拐点，

二季度产地棕榈油预计累库，产地报价同样存在松动可能，叠加阿根廷大豆上市以及国内大豆到港，豆油供应宽松同样将对棕榈油形成一定压力，棕榈油存在回落可能。国内棕榈油买船整体仍然以进口利润为主要驱动，产地报价下降情况下预计将改善国内进口利润，届时关注油厂买船情况。



### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。