

## 棕榈油产量回升，豆棕价差逐渐修复

2024年5月6日 星期一

兴证期货·研究咨询部

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

### 内容提要

#### ● 行情回顾

4月油脂呈现下跌运行，棕榈油领涨油脂板块。本轮油脂下跌来源于棕榈油的增产季的产量修复预期，在MPOB报告发布后，棕榈油价格跳水，价格快速下跌近700元/吨。棕榈油价格走弱同样影响豆油价格，但是豆粕价格相对坚挺以及豆油对棕榈油的需求替代导致豆油价格仍然存在支撑，虽然油脂整体均呈现走弱态势，但是豆油运行强于棕榈油。

#### ● 后市展望与策略建议

4月呈现下跌走势，棕榈油走弱植物油价格下行的主要原因。随着斋月结束，棕榈油交易逻辑向供应趋松转变，供应预期好转叠加多头资金获利离场导致棕榈油出现接近700元跌幅，市场快速消化产量修复预期。目前棕榈油进入传统增产季节，产量预计逐渐回升，海外出口与消费走弱使得产地累库逻辑进一步强化，厄尔尼诺气候对棕榈油产量影响尚未体现，棕榈油外来供应预计趋松。豆油方面，目前豆棕现货价差较小，豆油替代性价比仍然较好，除棕榈油刚需外，豆油基本挤占棕榈油需求。虽然目前豆油供应约束小于棕榈油，但是在未来天气炒作背景下，豆油价格存在上行可能，未来运行预计强于棕榈油。

#### ● 风险因素



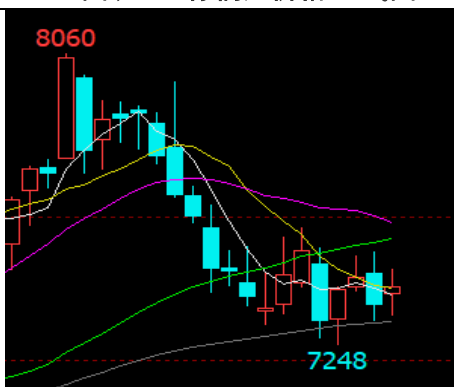
美国天气情况；棕榈油产量修复情况；下游油脂需求  
变化；

## 1. 行情回顾

截至 4 月 30 日，BMD 棕榈油主力合约收盘价 3814 林吉特/吨，较月初下跌 7.47%，CBOT 美豆油主力合约收盘价为 43.04 美分/磅，较月初下跌 5.53%；国内棕榈油主力合约收盘价为 7320 元/吨，较月初下跌 3.82%，豆油合约收盘价为 7628 元/吨，较月初下跌 0.96%。4 月内外盘油脂价格均下跌，但是内盘跌幅弱于外盘，棕榈油领跌油脂。

4 月油脂呈现下跌运行，棕榈油领跌油脂板块。本轮油脂下跌来源于棕榈油的增产季的产量修复预期，在 MPOB 报告发布后，棕榈油价格跳水，价格快速下跌近 700 元/吨。棕榈油价格走弱同样影响豆油价格，但是豆粕价格相对坚挺以及豆油对棕榈油的需求替代导致豆油价格仍然存在支撑，虽然油脂整体均呈现走弱态势，但是豆油运行强于棕榈油。

图表 1：棕榈油价格 K 线图

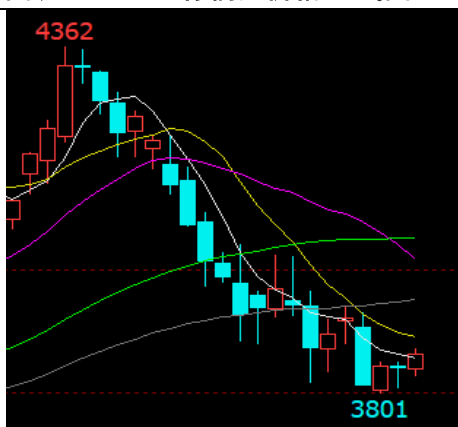


图表 2：豆油价格 K 线图

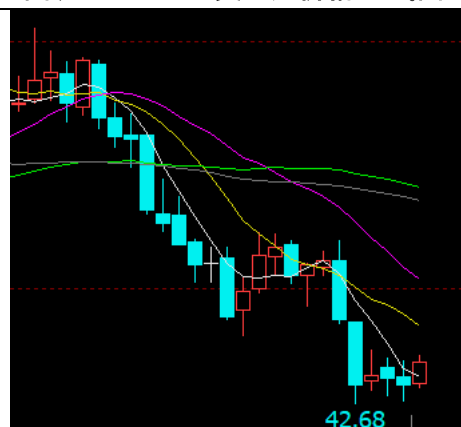


数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研究咨询部

图表 3：BMD 棕榈油价格 K 线图



图表 4：CBOT 美豆油价格 K 线图



数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研究咨询部

图表 5: 豆油期现变化 (元/吨)



图表 6: 棕榈油期现变化 (元/吨)



数据来源: 同花顺 iFind, 兴证期货研究咨询部

## 2. 基本面情况

### 2.1 供应端

#### 2.1.1 棕榈油、豆油产地情况

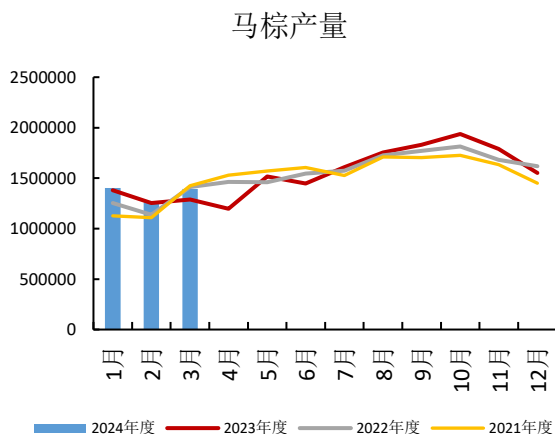
马印进入传统增产季, 棕榈油产量逐渐回升。马棕 3 月产量为 139.2 万吨, 产量环比增长 10.57%, 虽然 3 月马来西亚受斋月影响, 但是产量超预期上升预示着产地正式进入增产季。4 月马印两国降水整体良好, 印尼降水量相对由于马来西亚, 其中马来西亚半岛南部、沙撈越、苏门答腊岛与加里曼丹岛整体降水量较好, 可达 80-100mm, 马印两国天气情况尚未对棕榈油产量产生扰动。4 月马棕产量存在修复预期, 虽然开斋节假日导致马棕产量增幅预计不及预期, 但是增产季背景下市场对产地供应仍然存在期待。印尼方面, 2 月产量为 425.2 万吨, 与去年产量基本持平, 同样位于近三年高位区间, 印棕供应整体保障较强。整体而言, 雨季基本结束, 马印两国棕榈油均将进入增产季, 未来产量上升趋势不变, 产地供应预计逐渐改善。

大豆方面, 巴西、阿根廷收割持续推进, 机构小幅上调巴西产量。4 月 USDA 报告维持未调整巴西大豆产量, 维持 1.55 亿吨水平, Conab 巴西大豆产量进一步下调至 1.46 亿吨, 巴西机构产量预测仍然较为悲观, 但是巴西部分机构 4 月小幅上调巴西产量至 1.51 亿吨, 巴西大豆产量仍然存在一定保证。阿根廷大豆同样开始收割, 但是降水过多影响阿根廷收割进度, 小幅落后于往年收割水平。受降水影响, 阿根廷大豆产量由下调至 4950-5000 万吨, 增产程度受到影响, 但是阿根廷大豆

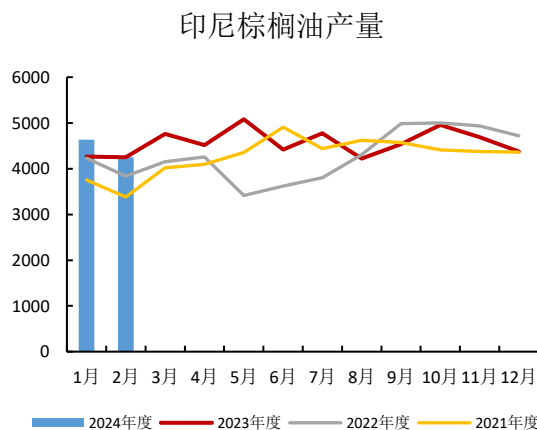
增产程度在一定程度上弥补巴西大豆损失，全部大豆边际供应收紧相对有限。

美豆方面，土壤条件相对较好，播种进度整体偏快。目前，美豆新作种植进度达 18%，与去年水平基本持平，本年度种植进度相对偏快。土壤情况方面，4 月美豆土壤干旱率稳定在 21%附近，降水量尚可，部分地区土壤偏干利于大豆播种。但是天气预报显示 5 月产区降水量预计上升，届时可能对大豆播种形成一定阻碍。

图表 7: 马来西亚棕榈油产量 (吨)

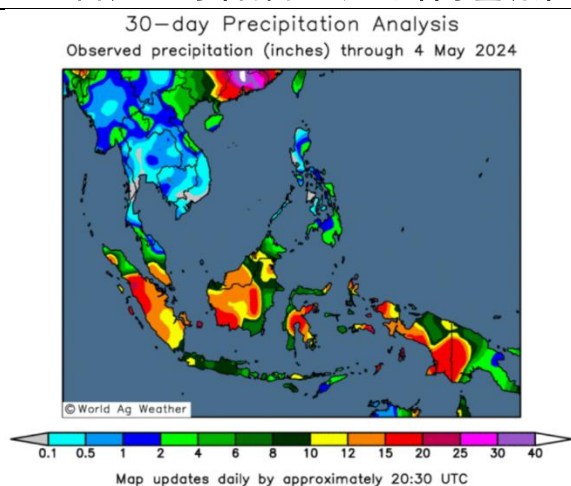


图表 8: 印尼棕榈油产量 (吨)

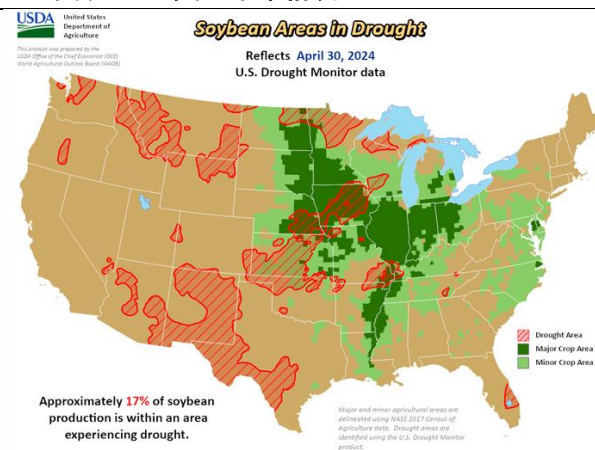


数据来源: MPOB, Gapki, 兴证期货研究咨询部

图表 9: 马印两国过去 30 日降水量统计

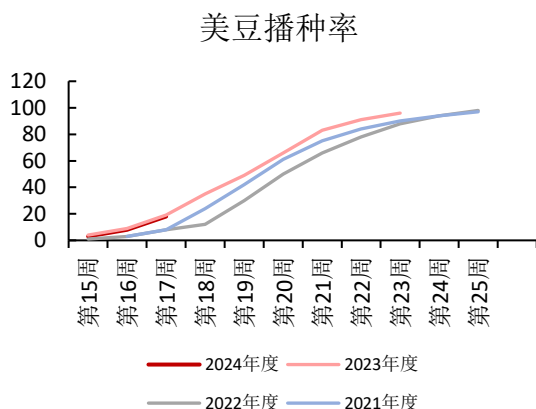


图表 10: 美豆干旱情况

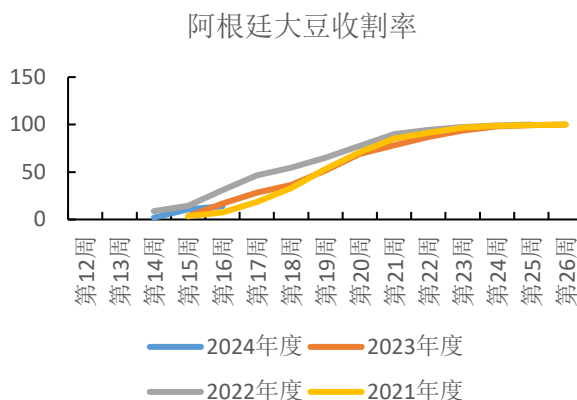


数据来源: AG Weather, USDA, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 美豆播种率



图表 12: 阿根廷大豆收割进度



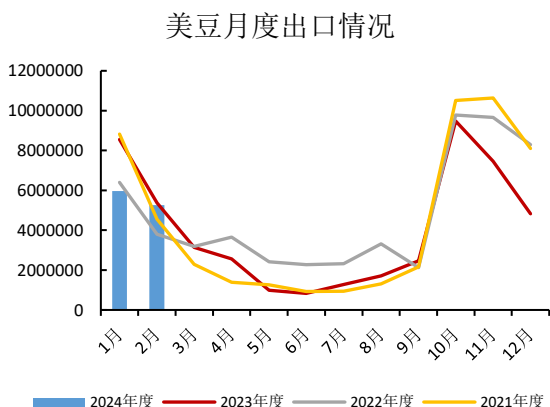
数据来源: USDA, 布宜诺斯艾利斯交易所, 兴证期货研究咨询部

### 2.1.2 大豆、棕榈油出口整体偏弱

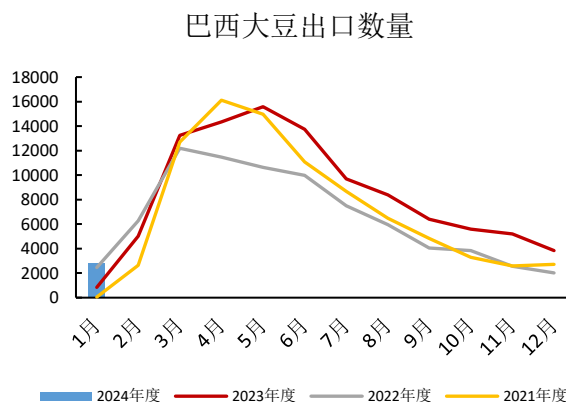
开斋节结束, 棕榈油海外需求回落。3月马棕榈油出口量为131.76万吨, 环比超预期上升, 斋月与开斋节需求提振海外出口, 但是进入4月后, 机构预测棕榈油出口量环比下降, 斋月需求结束后棕榈油出口预计重回疲软状态。我国棕榈油进口利润转正, 5月、6月等进口利润分别回升至169元/每吨与253元/吨, 国内远月买船逐渐回升, 但是受国内油脂消费整体有限影响, 中国进口回升对马棕出口提振有限。印度方面, 棕榈油进口量同样持续下滑, 3月进口量为47.48万吨, 棕榈油进口连续三个月回落, 4月受开斋节影响, 进口量回升至68.2万吨, 但是节日消费对棕榈油提振整体有限, 葵油与豆油应用性价比相对更好。棕榈油产地报价出现松动, 我国5月及往后船期棕榈油进口利润开始转正, 进口利润打开后产量预计需求国进口量预计有所回升。

大豆到港量回升, 天量到港量预计逐渐转为豆油库存。我国3月大豆进口量约为554万吨, 低于往年水平, 但4月起大豆到港逐渐上升。截至4月26日, 我国大豆4月大豆累计到港量为702万吨, 基本符合预期, 5月大豆到港量预计将达900万吨水平, 大豆进口情况持续改善。远月大豆到港量整体较为稳定, 大豆供应较为充裕。

图表 13: 美豆月度出口数量 (吨)

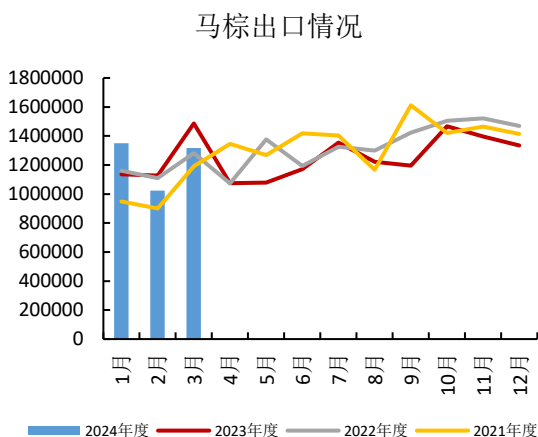


图表 14: 巴西大豆月度出口数量 (千吨)

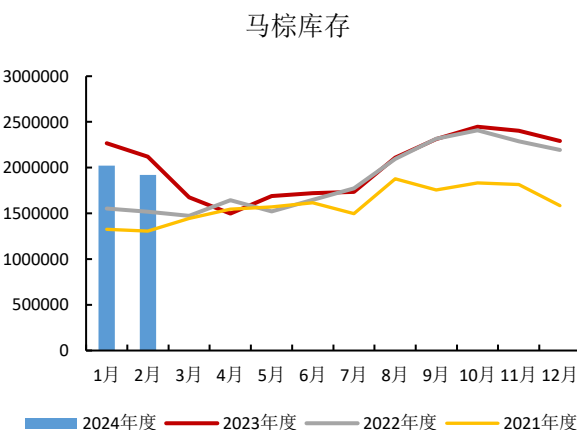


数据来源: USDA, Abiove, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 马棕榈油月度出口总量 (吨)

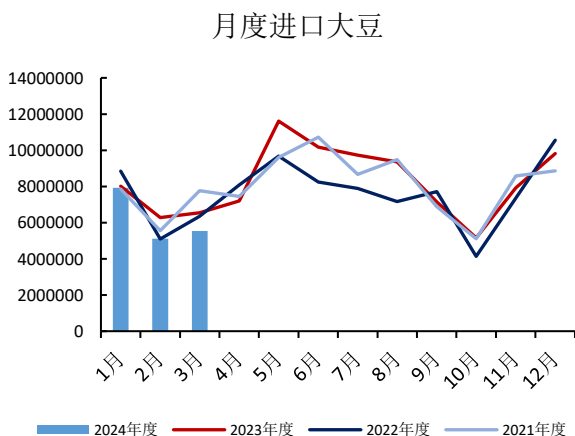


图表 16: 马来西亚棕榈油库存 (吨)

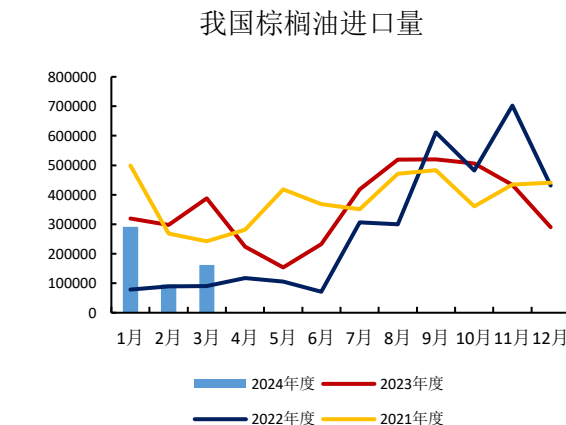


数据来源: MPOB, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 我国月度大豆进口数量 (吨)

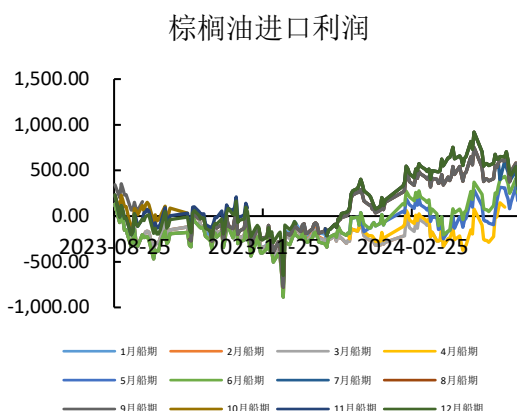


图表 18: 我国棕榈油进口数量 (吨)

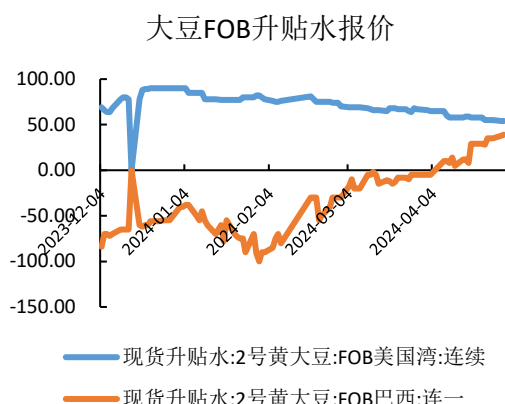


数据来源: 海关总署, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 棕榈油进口利润



图表 20: 大豆 FOB 升贴水



数据来源: 同花顺 iFind, Mysteel, 兴证期货研究咨询部

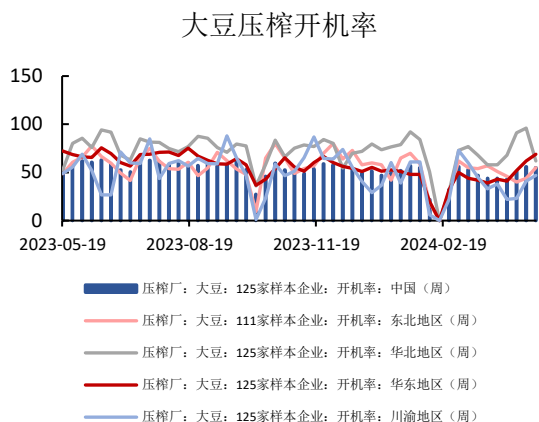
### 2.1.3 大豆开工持续回升

压榨方面, 全国油厂 4 月开工率持续回升, 开工率由 4 成上升至 6 成左右, 豆油供应宽松预期逐渐落地。截至 4 月 26 日, 油厂开工率为 55%, 大豆压榨量累计达 713.58 万吨, 豆油产量为 124.56 万吨。四月大豆压榨情况基本持平与往年水平, 但部分地区大豆通关较慢, 到部分油厂缺豆停工, 大豆到港量未能及时转化为豆油库存。目前大豆压榨利润持续为正, 利润稳定在 170-200 元/吨, 盘面榨利驱动下油厂压榨及开工预计逐渐回升。

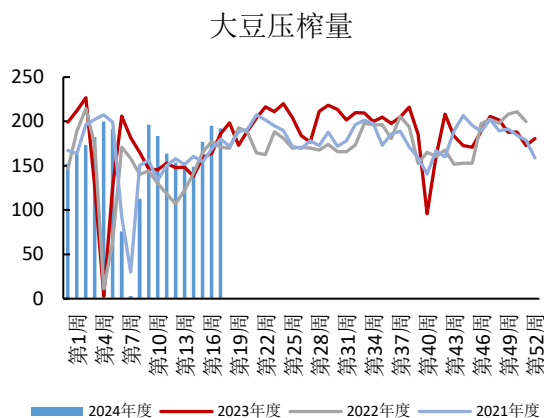
库存方面, 国内大豆港口、油厂库存稳定在 480 万吨左右, 但豆油库存不生反降, 棕榈油库存同样持续去库。截至 4 月 26 日, 大豆港口库存回升至 496.32 万吨, 油厂库存为 318.78 万吨, 逐渐恢复至近三年高位区间。但是油脂延续去库趋势, 豆油、棕榈油库存分别为 84.08 万吨与 46.83 万吨, 大豆通关缓慢在一定程度上影响豆油实际累库进度, 棕榈油买船虽然逐渐恢复, 但是海运时间导致国内棕榈油库存修复时点有所延后, 因此油脂库存与大豆库存出现一定分化。但随着大豆逐渐通关以及棕榈油买船逐渐到港, 油脂累库预期不变。



图表 21: 油厂开机率

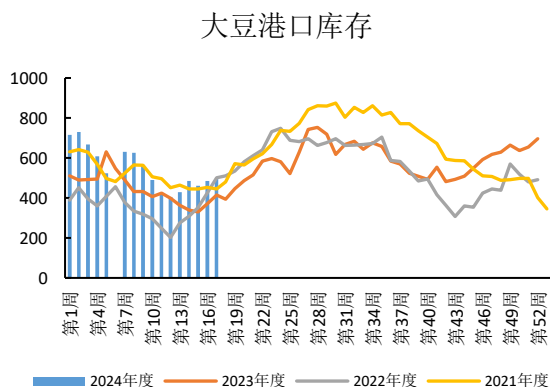


图表 22: 大豆月度压榨量 (吨)

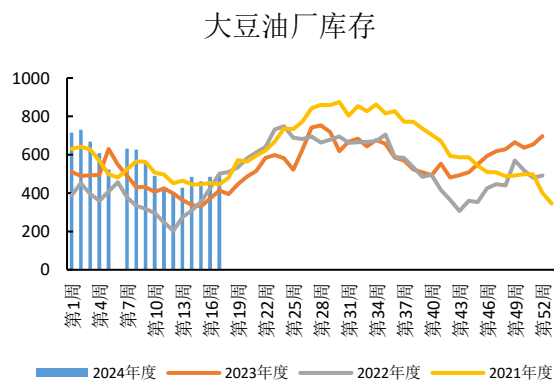


数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询部

图表 24: 大豆港口库存 (万吨)

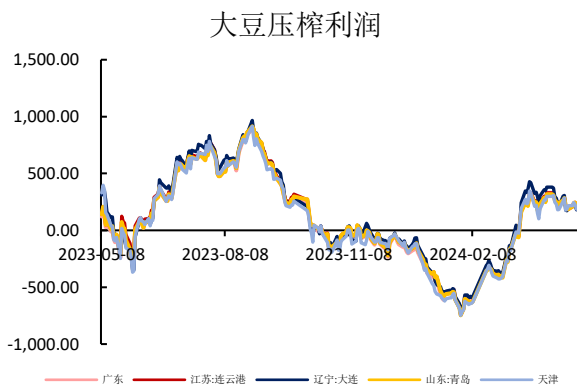


图表 25: 大豆油厂库存 (万吨)

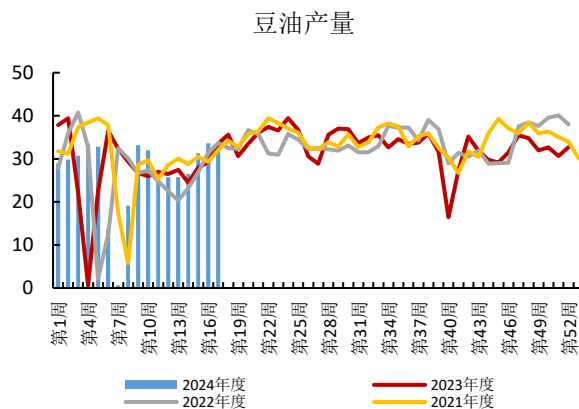


数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询部

图表 26: 大豆压榨利润 (元/吨)

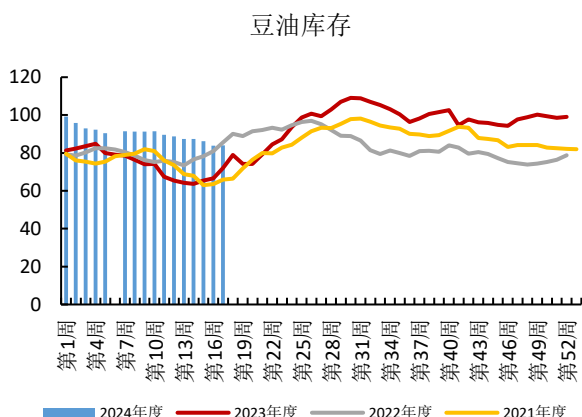


图表 27: 豆油产量 (万吨)

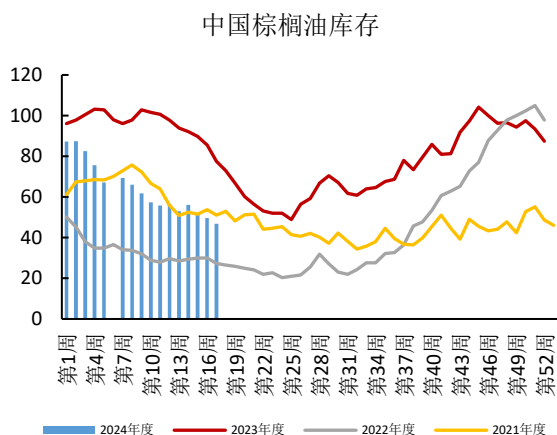


数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询部

图表 28: 我国豆油库存情况 (万吨)



图表 29: 我国棕榈油库存 (万吨)

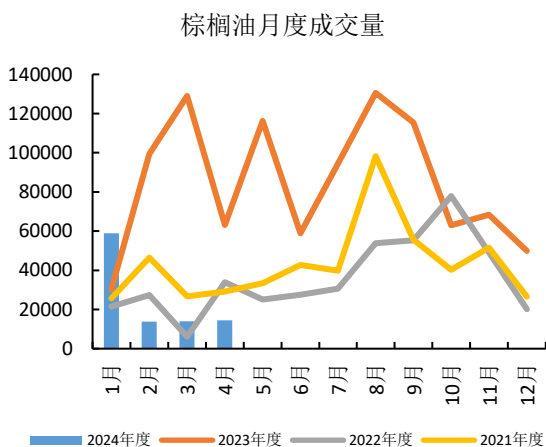


数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询部

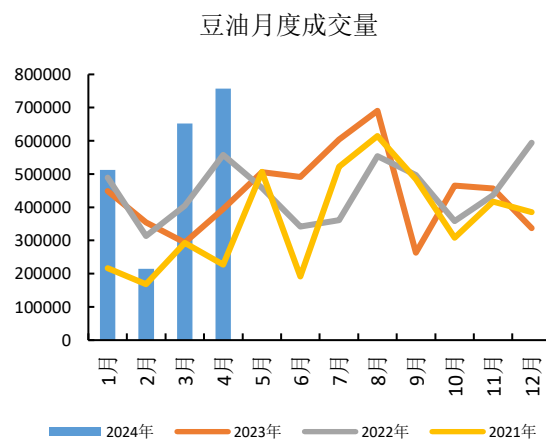
## 2.2 油脂消费总量有限, 豆油持续替代棕榈油

豆棕价差位于高位, 豆油持续挤占棕榈油需求。受开斋节影响, 棕榈油产地供应较为紧张, 推动国内外棕榈油价格大幅上涨, 4 月豆棕价差持续倒挂, 价差一度降至-625 元/吨, 棕榈油性价比远不如价格相对廉价的豆油, 因此, 自 3 月起豆油持续挤占棕榈油消费。截至 4 月 30 日, 棕榈油月度消费量降至 1.45 万吨, 豆油消费上升至 75.69 万吨, 远超往年消费水平, 豆油基本替代刚需外的棕榈油消费。随着产地产量持续修复, 豆棕盘面价差基本回归至正常区间, 但是现货仍然基本持平, 豆油仍然具有一定替代优势。

图表 30: 棕榈油成交量 (吨)



图表 31: 豆油成交量 (吨)



数据来源: 同花顺 iFind, 兴证期货研究咨询部

### 3. 结论

4 月呈现下跌走势，棕榈油走弱植物油价格下行的主要原因。随着斋月结束，棕榈油交易逻辑向供应趋松转变，供应预期好转叠加多头资金获利离场导致棕榈油出现接近 700 元跌幅，市场快速消化产量修复预期。目前棕榈油进入传统增产季节，产量预计逐渐回升，海外出口与消费走弱使得产地累库逻辑进一步强化，厄尔尼诺气候对棕榈油产量影响尚未体现，棕榈油外来供应预计趋松。豆油方面，目前豆棕现货价差较小，豆油替代性价比仍然较好，除棕榈油刚需外，豆油基本挤占棕榈油需求。虽然目前豆油供应约束小于棕榈油，但是在未来天气炒作背景下，豆油价格存在上行可能，未来运行预计强于棕榈油。

## 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。