

## 马棕基本面支撑下降，关注油脂分化情况

兴证期货·研究咨询部

2024年8月19日 星期一

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

### 内容提要

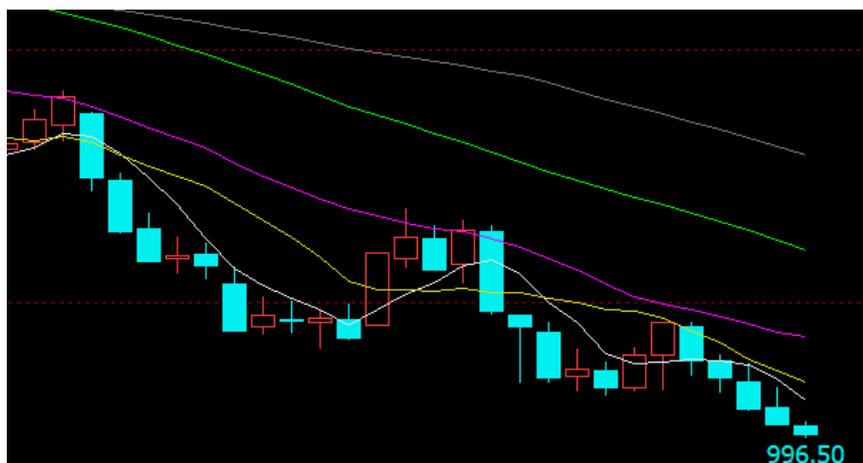
棕榈油产地支撑逐渐下降，累库预期下运行边际趋弱。8月马棕出口环比下降，产量预计基本稳定，产地累库使得供应端有所趋松。国内8月买船开始恢复，但下游需求偏弱，库存小幅回升。目前棕榈油消费性价比较低，下游采购意愿有限，同时随着天气逐渐转凉，棕榈油消费受限，华南消费对需求端提振较小，棕榈油预计进入季节性累库，运行强度边际下降。豆油方面，虽然油脂供应充裕，但是在豆油替代与四季度油脂消费旺季期待下，豆油消费预计出现改善，有利于豆油高位库存去化。在美豆丰产背景下，豆油涨幅整体有限，但供需情况改善仍将驱动豆油边际转强。

## 1.三季度油脂运行小幅分化原因

本年度美洲油脂油料丰产，油脂基本面偏空，但是受地缘政治以及宏观情绪影响，价格冲高震荡后回落，目前延续美豆偏空逻辑运行，震荡区间下移。三季度至今，三大植物油中棕榈油表现亮眼，在菜油、豆油持续下跌过程中维持横盘运行。其中，棕榈油震荡区间跌幅相对有限，累计下跌约 600 元，而菜油、豆油累计跌幅近 1000 元，棕榈油相对抗跌。

基本面分化是棕榈油运行相对强势的主要原因。本年度全球油脂油料进入库存重建阶段，市场持续交易油脂供应宽松预期，价格上方承压。作为国内主流食用油，豆油、菜油联动性较强，豆油率先反应利空后带动菜油走低，国内库存以及远月到港同样充裕，内外利空使得以上两种油品承压下行。棕榈油由于本年度季节性累库推迟，供应约束较强，受大豆影响相对较小，加之马棕价格优势使得出口端持续强劲，供应约束下棕榈油运行偏强。

图表 1: 美豆主力合约价格持续下跌 (美分/蒲)



数据来源：文华财经，兴证期货研究咨询部

图表 2: 连粕主力合约价格秩序下跌 (元/吨)



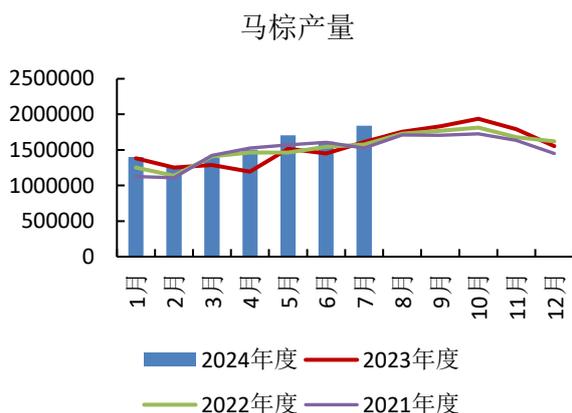
数据来源：文华财经，兴证期货研究咨询部

## 2.近月马棕出口转弱，产地供应对价格约束下降

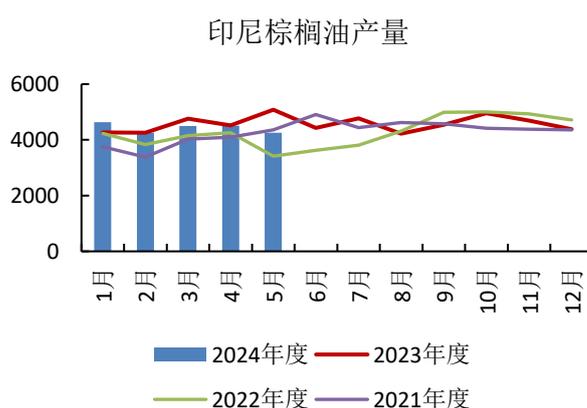
### (1) 马棕增产趋势不减，基本弥补印尼产量损失

棕榈油每年存在明显的旱季与雨季，降水的多寡不仅影响当下果实的含油率以及采摘情况，同样影响未来 6-8 个月油棕果的产量情况。通常来说，马印两国旱季与雨季基本一致，每年 4 月至 10 月为旱季，棕榈油进入增产季，11 月至次年 3 月为雨季，棕榈油进入减产季。马棕本年度产量表现基本符合季节性变动，1-7 月总产量为 1071.68 万吨，环比增长 10.57%，产量有所上升。但是印棕月度产量低于去年水平，1-5 月总产量为 2214.5 万吨，同比下降 3.18%，5 月甚至出现较大降幅，产量仅为 425.3 万吨，去年厄尔尼诺导致的印尼产区干旱对本年度棕榈油产量影响逐渐显现，印尼三季度产量预计延续减产趋势，增产幅度有限。目前而言，马棕产量增幅基本可以覆盖印尼产量缺口，同时马来西亚油棕果含油率有所改善，增产趋势不改，全球棕榈油产地供应预计边际转松。

图表 3: 马棕产量表现良好



图表 4: 印棕产量下降



数据来源：USDA，AG Weather，兴证期货研究咨询部

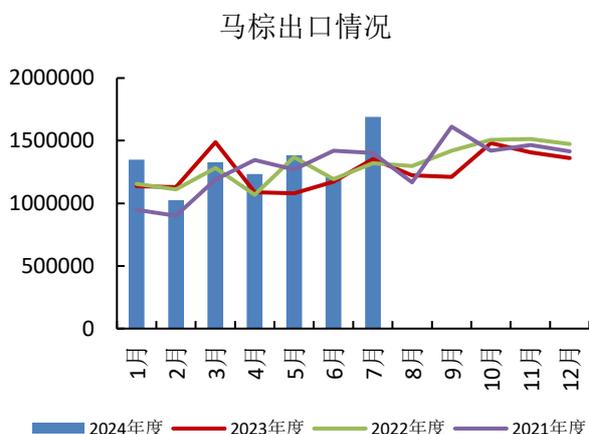
### (2) 印度进口下降，马棕出口转弱引发累库预期

本年度马棕累库进度整体后置，库存修复慢于预期是上半年棕榈油偏强运行的底层逻辑。一方面，上半年减产季、增产季切换恰逢开斋节，马棕库存降至 171.25 万吨年内低位，叠加开斋节，国内、海外需求大幅上升，印度自 4 月起采购棕榈油意愿持续上升，大量进口棕榈油，进一步导致棕榈油累库困难，7 月棕榈油进口量环比上升 37%，出口端强劲表现使得产地累库有限，低位库存成为上半年棕榈油价格偏强运行的主要因素。

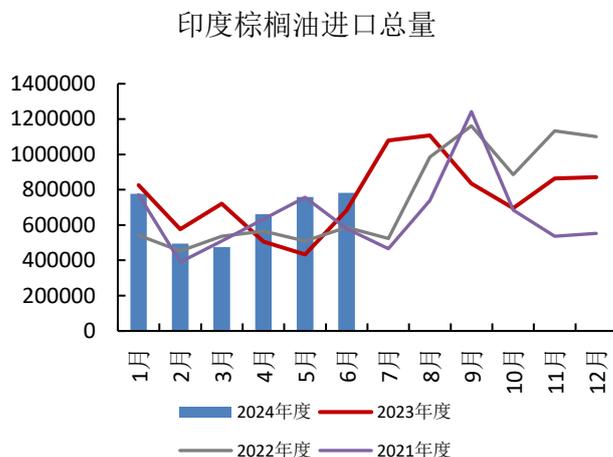
三季度起，棕榈油价格同样保持偏强运行，马来西亚棕榈油具备一定价格优势，挤占印尼棕榈油海外需求，7 月强劲出口持续，马棕去库程度超市场预期，MPOB 报告对盘面形成一定利

多提振。但随着印度独立日节日消费结束，国内需求波动下降，预计将导致 8 月印度棕榈油进口量下降。马来西亚 ITS、AmSpce 等机构数据显示，8 月 1-15 日马棕出口量减少 18%-20%，马棕出口预计有所回落，产地库存支撑力度边际下降。

图表 5：7 月马棕出口强劲



图表 6：印度棕榈油进口持续上升



数据来源：MPOB、印度溶剂萃取协会，兴证期货研究咨询部

### 3.豆棕价差收窄，需求成为油脂后市关注点

目前海外油脂供应端题材匮乏，上行驱动减弱，油脂行情取决于消费端变动情况。海外油脂油料供应趋松，全球植物油库存预计持续修复，国内植物油库存同样位于高位，供应整体充裕。截至 8 月 16 日，国内三大植物油总库存为 183.57 万吨，高于去年同期水平，其中豆油库存为 111.11 万吨，棕榈油库存为 58.26 万吨，菜油库存为 14.2 万吨，豆油累库放缓，棕榈油库存开始回升，增幅有所扩大，菜油库存创近 3 年新高，油脂供应端题材驱动可能性较小。9 月后学校、工地需求回升，四季度重要节日较多，油脂进入消费旺季，市场对需求端表现呈乐观态度，但是受价格、气温影响，植物油内部同样出现一定需求分化。

国内主流植物油中，豆油、棕榈油应用广泛、价格联动性较强，菜油除供应端出现较大减产外，基本跟随以上两类油脂运行。豆油、棕榈油消费互为替代，价差情况为判断二者替代程度的重要指标。本年度豆油、棕榈油基本面出现一定分化，棕榈油累库偏慢导致棕榈油偏强运行，豆棕价差持续走低，一度达-652 元/吨，豆油性价比远好于棕榈油，3 月、4 月豆油成交量激增，豆油基本替代棕榈油刚需以外消费，三季度豆棕价差修复有限，豆油替代延续，棕榈油成交量持续走低。三季度为国内油脂消费淡季，下游需求对基本面改善有限，油脂仍然受供应情况影响。8 月起棕榈油产地情况存在累库预期，独立机构调研数据显示，马棕 8 月增产预计延续，而出口环比出现较大降幅，产地预计开始累库，供应端对棕榈油价格支撑减弱。需求方面，

豆油性价比仍然较高，下游采购倾向豆油，同时 9 月后天气逐渐转凉，气温下降将限制棕榈油应用场景，北方刚需以外棕榈油将基本被豆油替代，华东棕榈油消费同样将出现较大降幅，华南地区四季度消费对棕榈油基本面提振有限，棕榈油消费预计下降，进入季节性累库，豆油则受需求带动，去库速度预计有所提升，供需情况存在边际转好预期。

图表 7：豆油成交量偏强



图表 8：棕榈油成交清淡



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

图表 9：豆棕价差持续收窄



数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研究咨询部

整体而言，棕榈油产地支撑逐渐下降，累库预期下运行边际趋弱。8 月马棕出口环比下降，产量预计基本稳定，产地累库使得供应端有所趋松。国内 8 月买船开始恢复，但下游需求偏弱，库存小幅回升。目前棕榈油消费性价比较低，下游采购意愿有限，同时随着天气逐渐转凉，棕榈油消费受限，华南消费对需求端提振较小，棕榈油预计进入季节性累库，运行强度边际下降。豆油方面，虽然油脂供应充裕，但是在豆油替代与四季度油脂消费旺季期待下，豆油消费预计

出现改善，有利于豆油高位库存去化。虽然在美豆丰产背景下，豆油涨幅整体有限，但供需情况改善仍将驱动豆油边际转强。

### 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。