

宏观压制+供应趋宽，套利效果>单边

前言：油脂在春节过后的一段时间内维持震荡整理，而近期由于西方银行危机出现，导致市场对经济衰退的担忧加剧，油脂再度跟随原油走弱；本周宏观情绪稍有好转后油脂企稳小幅回升，后市油脂会如何运行？

- 观点：
1. 硅谷银行破产引起的银行危机引发市场对经济衰退的进一步担忧。加上美联储为了抵抗通胀持续处于加息状态，即使加息放缓，但美元的升值及担忧情绪加剧，依然压制大宗商品市场。
 2. 棕榈油当前供应端因马来的减产季和斋月的开启加上印尼的限制出口有所支撑；豆油因巴西大豆的丰产导致进口成本下降；菜籽油方面加拿大菜籽去年增产，我国进口恢复，供应格局较宽松。
 3. 国内棕油库存维持高位；豆油和菜油库存虽然并没有棕榈那样高企，但旺季已过提货速度不快，库存压力或随着后续到港和压榨的补充不断增加。
 4. 后疫情时代，市场对今年国内终端需求的恢复保持乐观预期，但短期需求的恢复稍不及预期，清明节时间较短对市场提振力度也有限，终端需求的恢复需要更强的驱动和更长的时间。
 5. 总结：利好驱动不足，油脂单边趋势并不明显；由于棕油基本面支撑稍强于菜油，而豆油成本端不确定性仍存，因此菜油 05-棕榈油 05 价差或有继续走弱的可能。

国际篇

宏观压制仍存，三大油脂供应端有强弱之分

一、银行业危机带来的隐患：市场对经济衰退的进一步担忧

美国时间 3 月 10 日，美国资产排名第 16 的硅谷银行因挤兑出现流动性危机，最终被美国联邦存款保险公司接管。硅谷银行危机是次贷危机以来，美国最大的银行业危机，加之硅谷银行的客户多是科创公司，故其影响除了银行业和金融市场之外，还冲击到众多科创公司的现金流和支付结算。FDIC 公布数据显示，截至 2022 年末，在硅谷银行的存款中，能够被美国存款保险覆盖的存款占比仅为 2.7%，换言之，超过 97% 的存款面临损失风险，这也是上周四硅谷银行当天存款流失 420 亿美元的主要原因。因此，即便是硅谷银行被 FDIC 接管，若没有新的救市措施，在现有机制下，美国众多社区银行和地方存款机构仍会面临存款搬家的挤兑风险。

自去年3月份启动加息周期以来，面对强劲就业市场和通胀预期，美联储被迫不断增强加息力度和节奏，目前市场预计至今年上半年美联储就会将政策利率提升至5.0-5.5%，即18个月间，政策利率将累计提升了525BPs。利率环境如此快速的变化势必会给金融市场、金融机构带来压力，硅谷银行挤兑危机则反映出，利率环境的巨变已经给美国金融稳定带来了巨大压力，由此一定会影响到美联储抗通胀的策略。鉴于目前美国通胀已经呈现出广泛性，美联储为了抑制高通胀继续加息提高利率，美元升值，利空于大宗商品市场。也加深了市场对经济衰退的担忧。

二、植物油供应后续趋于宽松，但棕榈油供应面短期偏紧

1、马来减产+印尼限制出口，供应尚有支撑

从2月MPOB月报来看，马来棕油产量仍然受到拉尼娜影响，处于减产季节；虽然历年走势来看3月多半产量即将迎来转折，但今年受到降雨和洪水影响，产量恢复预计不快，产地库存压力也不大。

除了本身产量恢复有限，在3月，马来西亚进入维持一个月的斋月，在这个传统节日期间，马来西亚人民在日落之前是不可以吃饭的，基本上当地人也会停止许多工作和活动而保持体力，棕榈油的采摘、运输甚至出口，都可能会受到影响，因此在斋月结束前，马来方面的棕油出口也会下降。加上另一个主产国印尼前段时间计划在5月前限制近400万吨的棕榈油出口量，企图提振棕榈油价格，棕油在短期内的供应依然有紧张的状态，支撑其价格。





数据来源：Wind

2、豆、菜油供应格局趋宽

豆油方面，虽然阿根廷天气恶劣，大豆产量一再下调，但由于巴西大豆丰产弥补阿根廷的减产，加上二三季度巴西大豆大量到港，进口大豆供应趋宽，后续油厂不缺豆的情况下开机增加，豆油供应压力也将随之增加。

菜油方面来看，2022/23 年度加拿大菜籽产量为 1900 万吨，同比上年增产 38.18%，出口量恢复至 840 万吨，同比增加 308 万吨或 58.89%，2022/23 年度全球菜籽产量由 7402 万吨增加至 8630 万吨，全球菜籽供应转宽松。我国菜籽进口也随之恢复，至今已经采购加拿大油菜籽近 500 万吨，且船期主要集中在去年四季度和今年上半年，为近年来同期最高水平。随着进口菜籽源源不断到港，沿海油厂维持较高开工率，沿海油厂菜油库存继续增加。

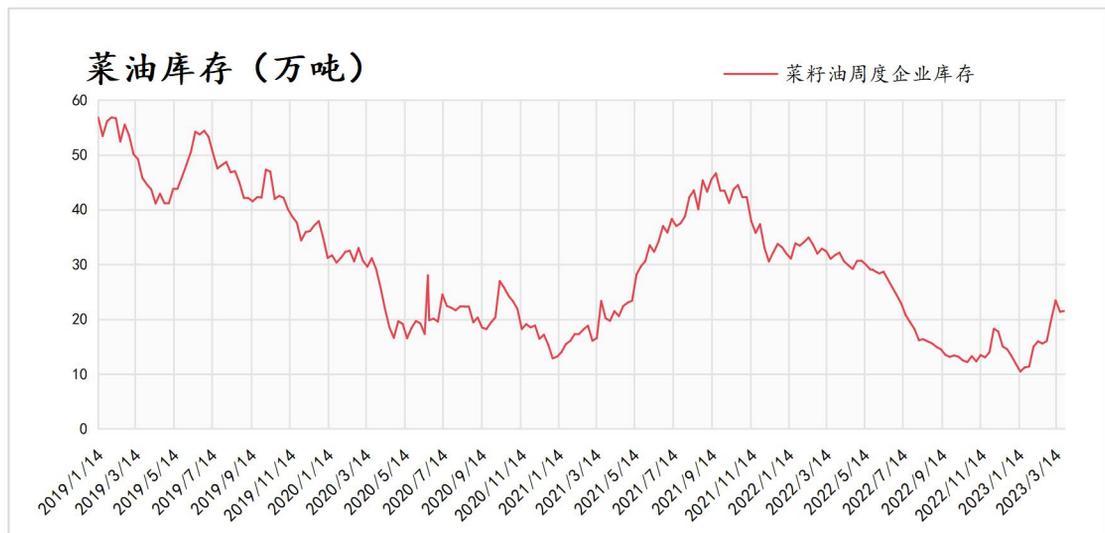
国内篇

需求回升不及预期，高库存抑制油脂价格

一、库存回升，后续到港后累库压力增加

国内由于目前不是消费旺季，下游提货一般，油脂库存压力较大。尤其是棕榈油，由于去年四季度我国大量进口，库存目前已经处于近年较高水平，高库存弱需求，限制其价格。豆油和菜油的库存压力虽然没有棕榈油那么大，但结合

我们上面所提到的，进入二季度，进口大豆到港增加，缓解当前大豆供应紧张情况，油厂停机的现状也会因天气逐渐转热而好转（天气炎热后大豆不宜长期储存，油厂或被迫增加开机压榨以免大豆放坏）；以及近月油菜籽开机处于高位的情况，豆油和菜籽油的需求或不足以抵消掉其供应增加的速度，库存压力也会逐渐增大。



数据来源：卓创资讯

二、需求恢复不及预期，消费仍显疲弱

众所周知的是，油脂的需求旺季在每年的第四季度到春节这段时间内，现在并不处于消费旺季；加上近期的节假日，清明节仅休息一天，对餐饮和旅游业的提振效应或许并不是很强，后续五一假期虽然有较好的预期，但距离现在而言还为时过早，市场虽然一直对后疫情结束的需求保持较乐观心态，但无论是国

家公布的 CPI 宏观数据亦或是当前油脂的价格，都侧面反映了需求的恢复并不是一蹴而就的，因此短期的质变并不具有太大的可能性，需求的恢复还需要更多的利好和更长的时间来兑现。

策略篇

驱动有限，菜棕套利或有更高的性价比

从基本面角度来看，三大油脂的基本面格局整体上呈趋于宽松的趋势，唯一供应稍有支撑的棕油，也是暂时性的紧张，等斋月结束后，马来棕油产量也将进入季节性增产期，差不多同一时间印尼的出口也将逐渐恢复；叠加全球经济衰退担忧的压制，今年上半年油脂似乎并不具备更多的上行动力。

而考虑到月底即将公布的美国新季种植面积调查报告，当前市场预估新季大豆播种面积会增加，但不排除可能出现初步调查结果大跌眼镜的可能——毕竟美国农业部的打脸也不是个别情况。不过综合来看，即使美国这边种植面积有变动的可能，但近月大豆到港增加的现状不会轻易动摇，豆油这一端的变动暂时没有那么快反应。

相比之下，菜油的供应格局最为稳定——加拿大菜籽一年一产，去年产量已定，今年新季的炒作将在夏天才能开启，扰动较为有限；需求方面虽然油脂存在部分替代关系，但棕榈油在夏季将迎来相对需求偏旺的时刻，比如工业和食品工场的的需求等（具体在之前的油脂深度研究报告中有详细论述），因此菜油和棕榈油存在基本面强弱关系。

综上，油脂易受海外市场影响，且全球金融局势动荡，不确定性较高，因此并不建议以单边思路对待；由于菜油基本面支撑弱于棕榈油，因此菜油-棕榈油价差或仍有缩小空间。

风险点：棕榈油出口国政策变化、美国种植意向调查大幅不及预期



免责声明：本报告数据和信息来源于交易所，合法媒体或资讯机构的公开资料，以及我公司付费授权的数据信息，但公司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证。我公司力求对市场分析、判断做到客观公正，但市场千变万化，本公司不承担任何依据此报告内容进行操作投资而导致的损失。本报告未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如需引用、刊发，须注明出处为“山西三立期货经纪有限公司”，且不得对本报告进行有悖意愿的删节和修改。