

供给转向宽松，关注政策及天气

摘要

1、棕榈油：基于 3 月增产不及预期以及较好的出口表现，预计马棕油 3 月维持去库节奏，支撑棕榈油期价；而国内买船量不足，库存预计维持低位。短期预计棕油继续偏强运行，二季度棕榈油转增产季后，棕榈油基本面预计转弱。但未来不确定性因素较多，需要关注印尼产量可能受去年干旱影响、B40 政策的落地情况、拉尼娜的天气炒作等。

2、豆油：南美丰产逐渐落地，全球大豆供给宽松，美豆新作成为未来新的关注重点，目前预测的天气情况利好美豆新作的播种；近期国内油厂有停机挺价动作，国内库存缓慢去库，但后续 4-6 月的大量到港预计给国内库存带来压力。短期豆油预计跟随棕油上涨，二季度预计震荡偏弱运行。

3、菜油：加拿大减产忧虑仍存，从原料端支撑菜油远月合约；二季度菜籽到港量较多，供给宽松的预期使期价上方承压。短期菜油原料端带来压力，二季度关注天气对产地的影响。

4、豆棕价差：棕油基本面仍明显强于豆油，豆棕 05 价差难以修复。等到棕油进入增产季并出现库存拐点后，豆棕 09 价差有望开始修复。但从长远的角度考虑，棕榈油受限于种植面积和树龄结构问题，产量的增幅有限，而大豆仍有增面积增产的趋势，所以豆棕长远的基本面可能会逐渐发生质的变化，豆棕价差的倒挂可能逐渐成为常态，不能仅根据历史数据而做统计性套利。

关注点：棕榈油产量及出口情况、印尼生柴政策、拉尼娜对美豆及加菜籽的影响。

油脂

季度报告

2024 年 4 月 1 日

国贸期货·研究院
农产品研究中心

杨璐琳

从业资格号：F3042528

投资咨询号：Z0015194

研究助理 陈凡生

从业资格号：F03117830

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序

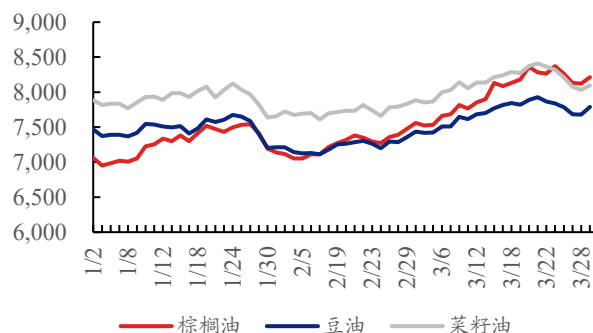


期市有风险，入市需谨慎

1 行情回顾

一季度，三大油脂整体呈现震荡上行态势，棕榈油 5-9 月差走高，豆棕价差持续倒挂。1 月受产地减产季及国内外去库的基本面支撑，棕榈油期价走高；2 月棕榈油供需双弱，叠加资金节前避险情绪，期价有一波较大的回落；春节假期结束后，受前期进口利润较差影响，棕榈油买船较少，叠加产地处于减产季，产地及国内港口库存去化，支撑棕榈油上涨；3 月初召开的 POC 会议放出利多消息，叠加偏紧基本面，棕榈油上涨至高位。棕油产量的季节性叠加近月持续偏紧的供给，一季度棕油 5-9 月差震荡上行，最高达到 700 点的月差。受南美丰产预期影响，CBOT 大豆自去年年底持续下跌，连豆油期价底部失去支撑，3 月触底反弹后从成本端支撑豆系期价。菜油基本面较弱，主要跟随豆棕行情变动，国内“冻雨”天气炒作使得菜油有一波较大的涨幅。由于豆棕基本面强弱差异较大，一季度豆棕 05 价差一度走低，最深倒挂至 -550 元/吨。

图 1：一季度三大油脂主力合约走势



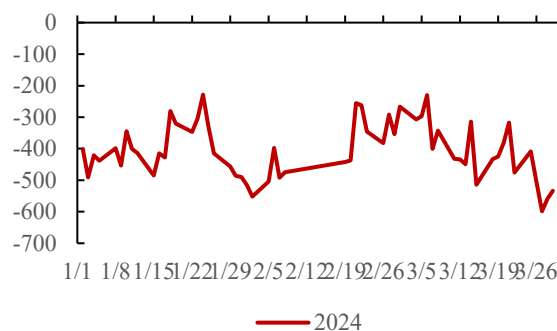
数据来源：Wind，国贸期货整理

图 3：棕榈油 5-9 月差



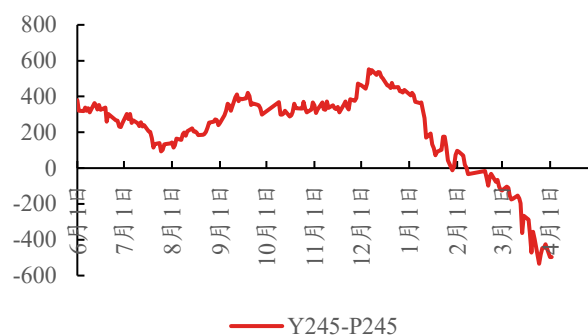
数据来源：Wind，国贸期货整理

图 2：一季度华南棕榈油进口盘面利润



数据来源：Wind，国贸期货整理

图 4：豆棕 05 价差



数据来源：Wind，国贸期货整理

2 棕榈油供需分析

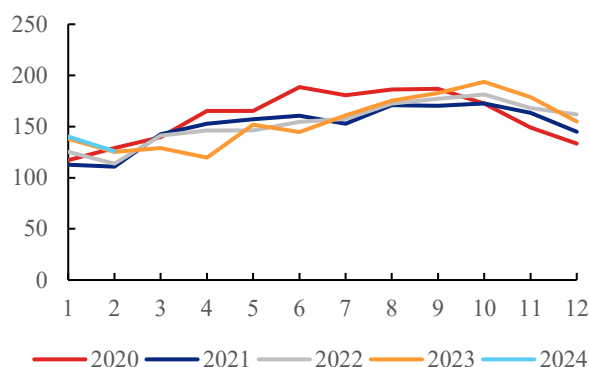
2.1 供给

2024 年 1 月、2 月马来棕榈油产量仍显现季节性减产，2 月份产量为 125.96 万吨，较 1 月

环比减少 10.18%，与去年同期的 125.36 万吨基本持平。目前 MPOB 的 3 月报告还未发布，各机构对马来棕榈油 3 月产量的统计结果均是增产，但增产幅度差异较大：据 SPPOMA 数据显示，3 月 1-20 日马来西亚棕榈油单产增加 23.38%，出油率减少 0.15%，产量增加 22.4%；而据马来西亚棕榈油协会(MPOA)发布的数据，马来西亚 3 月 1-20 日棕榈油产量预估增加 2.98%，其中马来半岛增加 9.94%，马来东部减少 6.96%，沙巴减少 5.16%，沙撈越减少 10.34%。由于 2 家机构的数据差异过大，我们根据近 5 年的历史数据，分析 MPOB 将公布的 3 月数据将更有可能显现什么样的产量增幅。

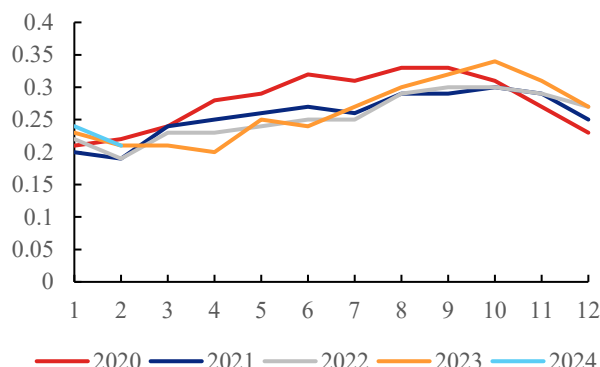
首先，根据马来棕榈油产量和单产数据，我们发现 2024 年 1-2 月的情况和去年同期十分相似（如图 5、图 6），那么我们可以初步推断马来棕榈油 2024 年 3 月的产量及单产情况可能与去年 3 月相似。2023 年 3 月马来棕榈油产量为 128.84 万吨，较上个月环比增加 2.77%；2023 年 3 月马来棕榈油单产为 0.21 吨/公顷，与去年 2 月持平。将 2 家机构的数据与去年的数据作对比后，我们发现 SPPOMA 关于单产 23.38% 的增幅可能有所高估，而 MPOA 发布的 2.98% 的产量增幅与去年的 2.77% 相接近。

图 5：马来初榨棕榈油月度产量（万吨）



数据来源：钢联，国贸期货整理

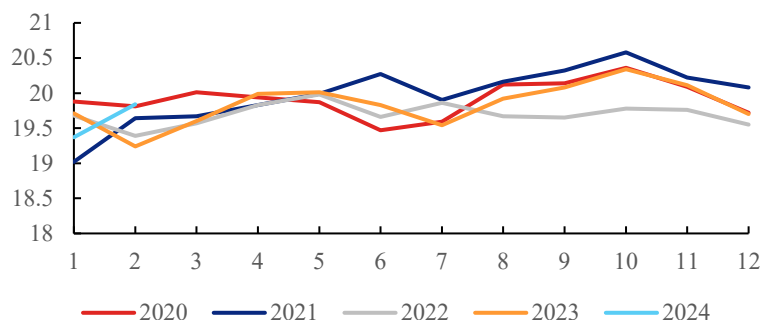
图 6：马来棕榈油单产（吨/公顷）



数据来源：钢联，国贸期货整理

其次，我们还发现近 5 年 3 月的出油率均环比有不同程度的增加（如图 7），而 SPPOMA 的数据却显示出油率有所减小，与近 5 年的季节性不符。

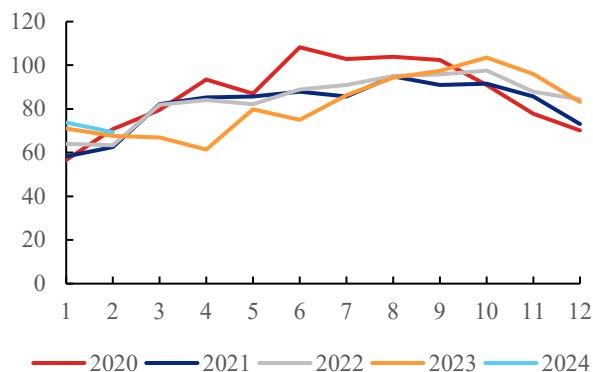
图 7：马来棕榈油出油率（%）



数据来源：钢联，国贸期货整理

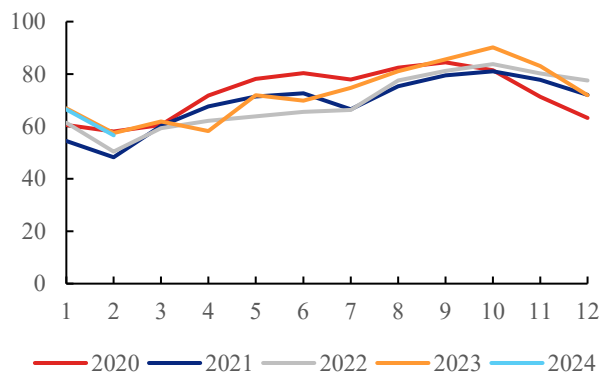
值得一提的是，我们对马来半岛、沙巴和沙撈越的产量进行复盘时，发现 MPOA 发布的 3 月数据与近 5 年的季节性也不符合。过去 4 年间，3 月马来半岛棕榈油产量有 3 年大幅增产，仅 2023 年小幅减产，3 月沙巴和沙撈越棕榈油产量则每年都有不同程度的增产，而 MPOA 数据却显示今年 3 月马来半岛棕榈油减产近 10%、沙巴和沙撈越有不同程度的减产。虽然 MPOA 公布的整体产量变化与去年相似，但从统计的产量分布情况来看，今年的产量情况未必符合近 5 年的季节性，也未必与去年情况雷同。

图 8：马来半岛初榨棕榈油产量（万吨）



数据来源：钢联，国贸期货整理

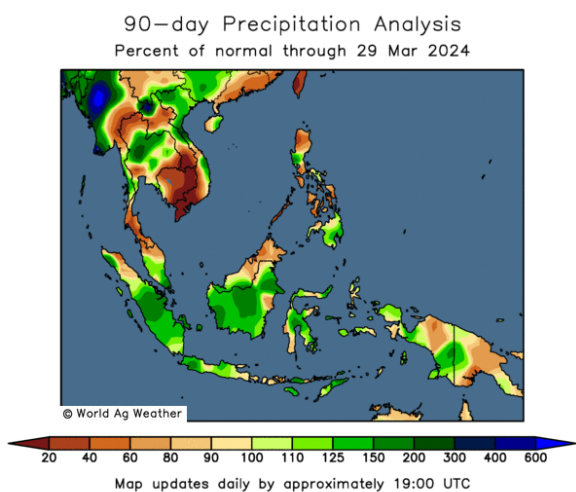
图 9：沙巴和沙撈越初榨棕榈油产量（万吨）



数据来源：钢联，国贸期货整理

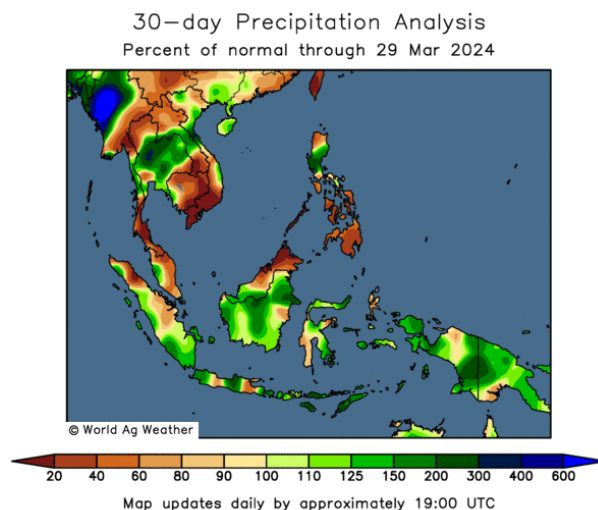
回顾东南亚的天气情况，一季度马来整体降水偏少，其中马来半岛降水距平接近平均水平、沙巴和沙撈越则降水偏少，而近一个月马来整体天气进一步偏干，利好 3 月产量。另外，印尼一季度的降水量明显较马来多，印尼棕榈油转入增产季的节奏可能放缓。

图 10：过去 90 天东南亚降水距平（截至 3/29）



数据来源：World Ag Weather，国贸期货整理

图 11：过去 30 天东南亚降水距平（截至 3/29）



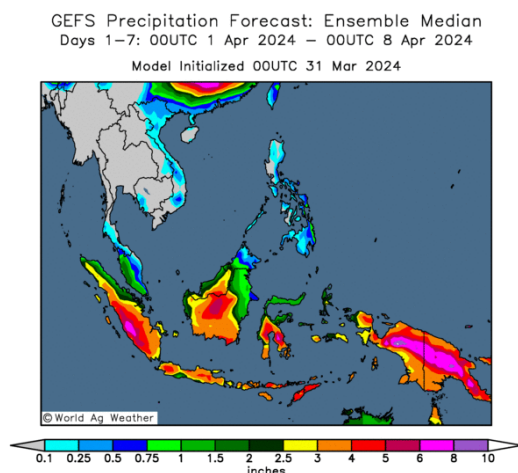
数据来源：World Ag Weather，国贸期货整理

综上，我们认为 3 月马来棕榈油大概率增产，增产的幅度预估在 5% 以内。

展望二季度，马来棕榈油 4 月预计如期显现季节性增产，而印尼棕榈油受降水偏多影响可能较晚进入增产季，且受去年厄尔尼诺影响可能有增产不及预期的表现。根据天气预报，未来

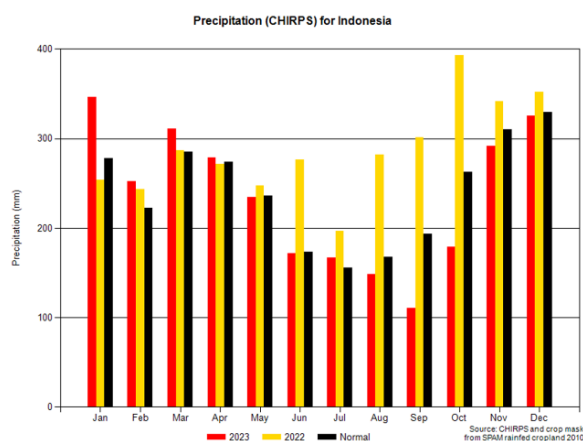
一周马来整体降水偏少利好产量；而印尼苏门答腊岛中西部和加里曼丹中部有暴雨天气，对产量不利，拖慢其进入增产季的节奏。另外，印尼受去年厄尔尼诺影响 6-10 月降水持续性偏少，其中南苏门答腊地区去年 8-10 月份降水量不足 100 毫米，根据干旱带来减产的滞后性，印尼今年 4-7 月的产量预计受不利影响显现减产或增产不及预期。

图 12：未来 7 天东南亚降水量（3/31 发布）



数据来源：World Ag Weather，国贸期货整理

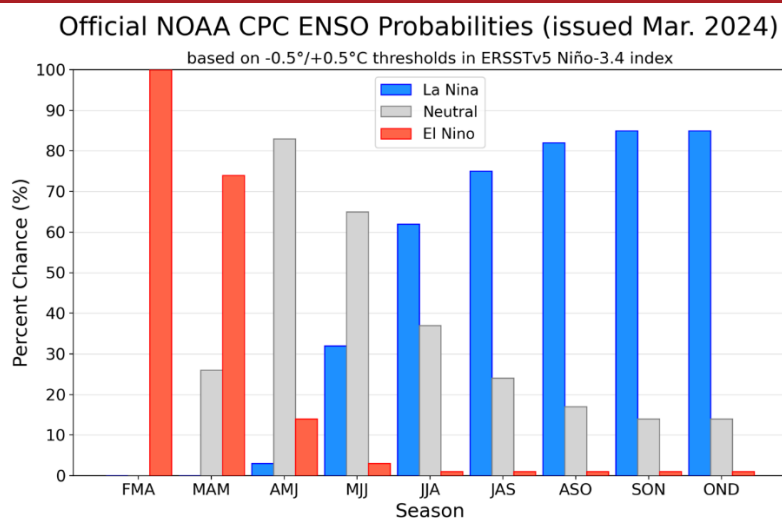
图 13：印尼棕榈油产区降水量



数据来源：USDA，国贸期货整理

另外，近期 NOAA CPC 对 ENSO 事件的预测结果显示，4-6 月厄尔尼诺将大概率转为中性，而下半年出现拉尼娜的概率正逐渐提高，目前 6 月发生拉尼娜事件的概率已超 60%。若拉尼娜发生，印马两地降水将会增加，从而不利于当期产量。由于今年拉尼娜发生的时间处于棕榈油的季节性增产周期，所以预期导致棕榈油增产不及预期，且在后续 11 月转入减产季后扩大减产幅度，为全球棕榈油供应带来担忧。值得说明的是，根据历史统计数据，在强厄尔尼诺后的过渡型拉尼娜往往强度并不高，所以即便今年拉尼娜发生了，对棕油带来的减产幅度也预计较小。

图 14：NOAA CPC 预测 ENSO 事件发生概率

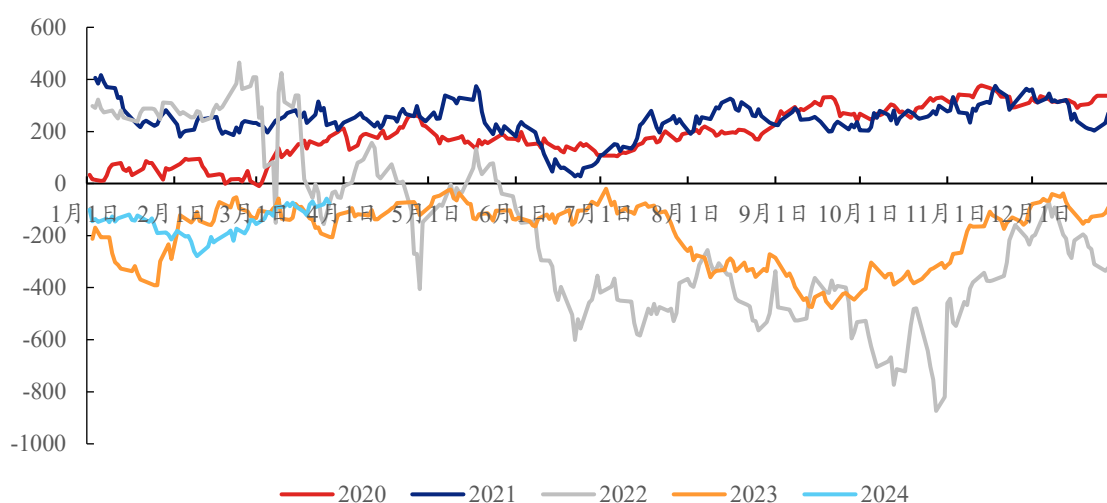


数据来源：NOAA CPC，国贸期货整理

2.2 需求

产地需求方面，3月马来处于斋月，国内食用消费有所提振，而进入4月后，随着斋月逐渐结束，预计马来国内食用消费短期将有所回落；生柴方面，印马两国对生柴需求有政策利好，其中印尼今年有望推行 B40 计划，提高棕榈油的掺混比例，而马来近日有消息称要推广 B20 政策的使用范围，两国生柴政策预计对棕榈油需求有持久性的提振。从 POGO 价差来看，目前 POGO 价差倒挂，说明生柴利润空间较好；虽然近期 POGO 价差呈现震荡上行，但仍处于近 5 年的低位，整体而言，当下 POGO 价差有利于加工企业生产生柴，从而增加棕榈油短期的生柴需求。

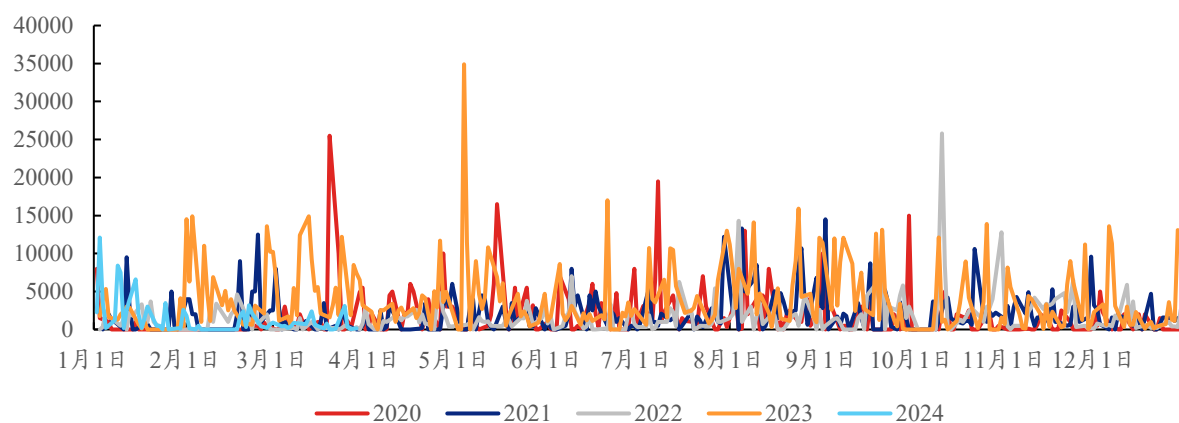
图 15：近 5 年 POGO 价差（即 BMD 毛棕油结算价-美国海湾超低硫 2 号柴油现货价）



数据来源：钢联，国贸期货整理

从国内需求来看，3月现货成交量较差，大部分时间成交量仅有几百吨，甚至有几日成交量为 0，与近 5 年同期相比成交量较低。3月成交量低一方面是因为近期处于油脂消费淡季，另一方面则是因为棕榈油近期价格偏高导致下游倾向于收购更有性价比的其他植物油。

图 16：国内棕榈油日成交量（吨）

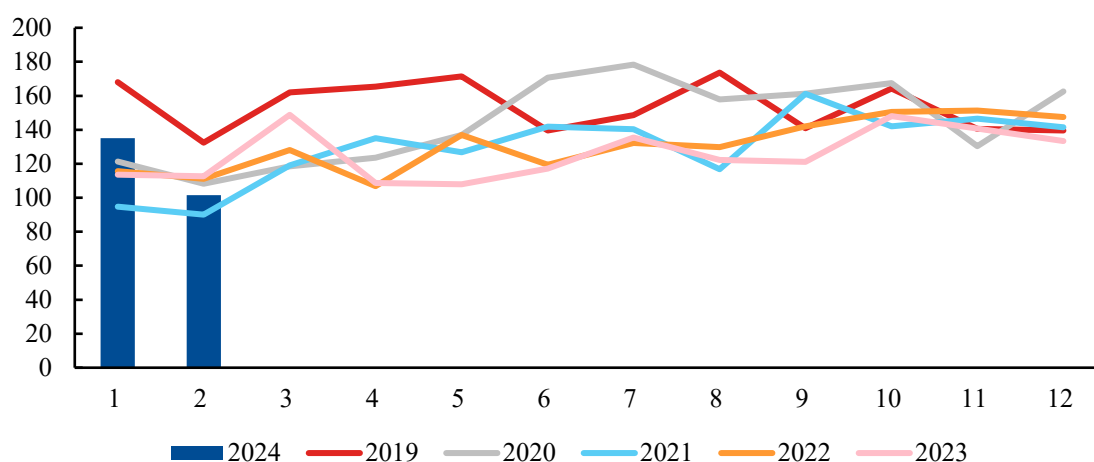


数据来源：钢联，国贸期货整理

2.3 进出口

产地出口方面，3月马来棕榈油出口量环比显现好转。据船运调查机构 ITS 数据显示，马来西亚3月1-31日棕榈油出口量为133.31万吨，较上月同期出口的110.61万吨增加20.53%；据马来西亚独立检验机构 AmSpec，马来西亚3月1-25日棕榈油出口量为104.60万吨，较上月同期出口的86.31万吨增加21.2%。根据近5年的出口数据，3月马来棕榈油出口量显现季节性的增加，而第二季度的出口量表现不一，下一轮较明显的出口增量预计在9-10月显现。

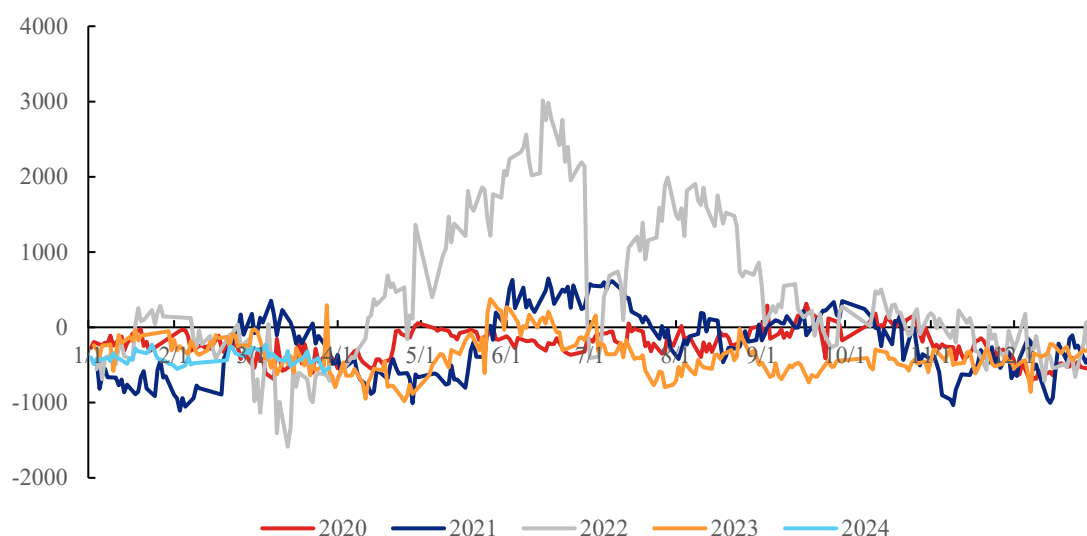
图 17：马来棕榈油月度出口量（万吨）



数据来源：MPOB，国贸期货整理

国内进口方面，由于进口盘面利润倒挂严重，以及棕榈油较低的性价比使下游需求部分被豆油替代，国内贸易商进口棕榈油的意愿遭到抑制，导致近期棕榈油买船量偏少，预计二季度到港量较少，国内棕榈油供给趋紧。

图 18：华南棕榈油进口盘面利润

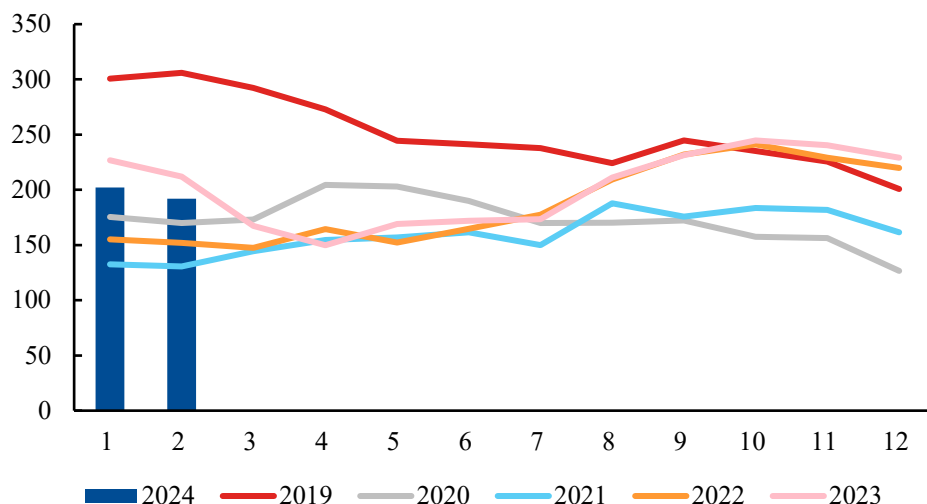


数据来源：Wind，国贸期货整理

2.4 库存

马来库存方面，基于前文对3月马来棕榈油小幅增产的判断、出口量的显著好转以及较好的国内消费，预计3月马来棕榈油库存将维持去库节奏，预计库销比也会降低。如果上述预测兑现，3月去库及库销比降低将支撑棕榈油近月期价。展望二季度，随着斋月结束、马来棕榈油步入增产周期，若生柴需求没有明显提振，那么二季度马来棕榈油库存或出现拐点进而累库。

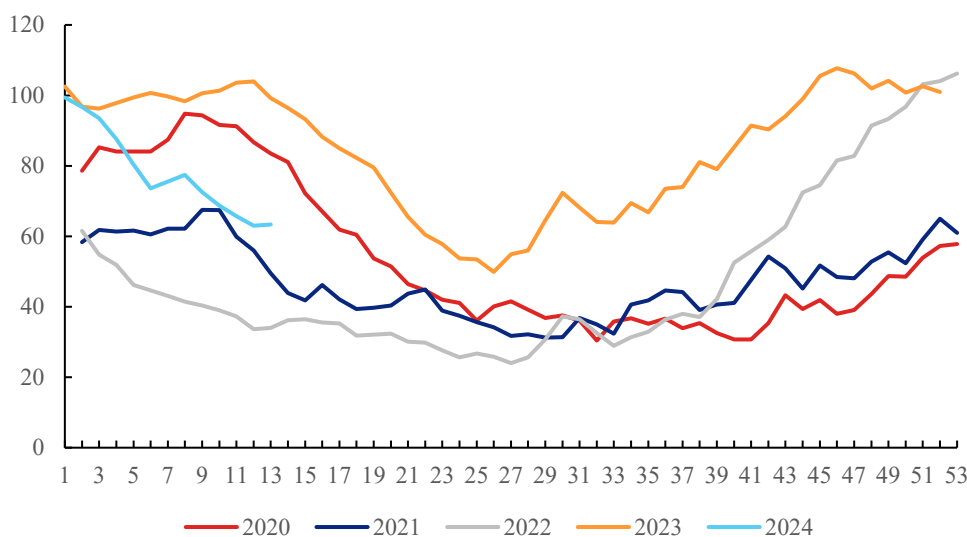
图 19：近 5 年马来棕榈油库存（万吨）



数据来源：Wind，国贸期货整理

国内库存方面，受前期节假日下游备货需求及近日买船较少影响，国内棕榈油商业库存逐渐去化。根据近5年国内棕榈油库存的季节性，叠加二季度棕榈油到港量较少的预期下，预计国内棕榈油库存将进一步降低。

图 20：近 5 年国内棕榈油周度商业库存（万吨）



数据来源：Wind，国贸期货整理

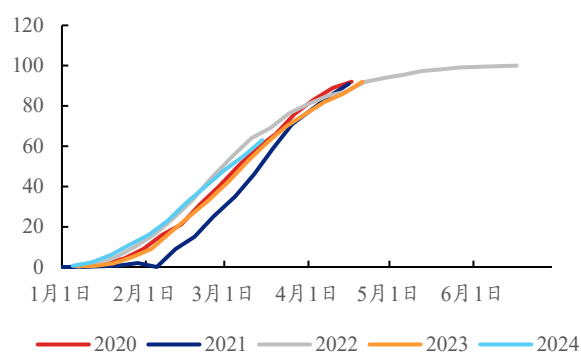
3 豆油供需分析

3.1 南美大豆基本面分析

虽然各机构对巴豆的产量预估仍存分歧，但巴西大豆丰产预期基本落地。CONAB 在 3 月继续下调了巴豆产量预估 260 万吨至 1.46858 亿吨，USDA 的 3 月供需报告中预估巴豆产量为 1.55 亿吨，调减了 100 万吨，而私人机构 Agroconsult 近期则上调巴豆产量预估 430 万吨至 1.565 亿吨。虽然各家对产量进行了不同程度的调整，但是绝对值仍然是近年产量的高位，巴豆丰产的预期正逐步兑现。

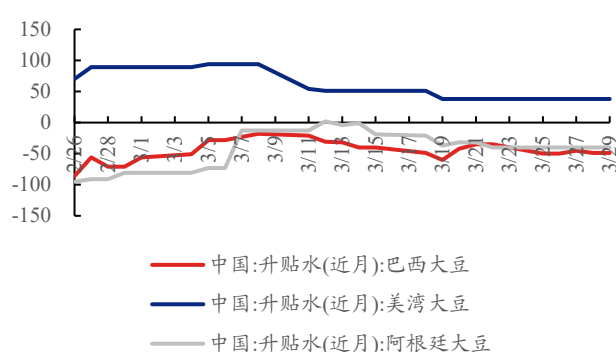
根据 CONAB，截至 3 月 24 日当周，巴西大豆收割率为 66.3%，上周为 61.9%，去年同期为 69.1%。目前巴西大豆收割进度已近七成，其中马托格罗索已基本收获完成，农民卖压预计接近峰值，出口压力仍将对巴西大豆升贴水施压。

图 21：巴西大豆收割进度（%）



数据来源：钢联，国贸期货整理

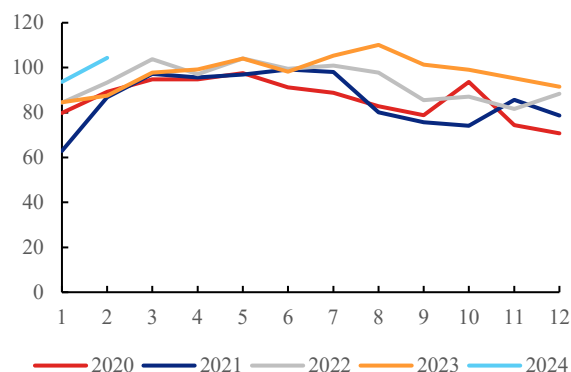
图 22：巴西、阿根廷、美湾出口至中国大豆的升贴水



数据来源：Wind，国贸期货整理

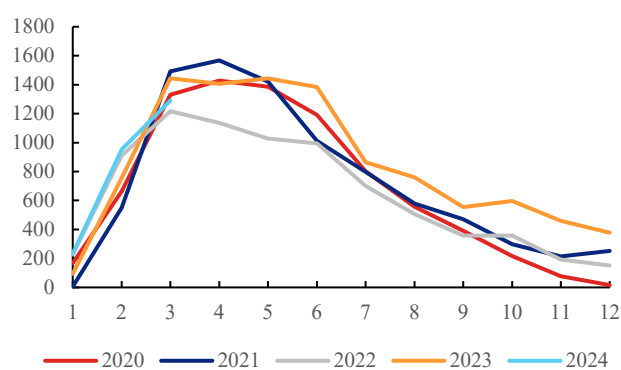
马托格罗索州 2 月压榨量为 104.35 万吨，较 1 月环比增长 11.40%，较去年同期增加 19.33%。巴西大豆压榨量预计增加，主要满足巴西生柴需求的增长。

图 23：马托格罗索州大豆压榨量（万吨）



数据来源：钢联，国贸期货整理

图 24：巴西大豆出口量（万吨）

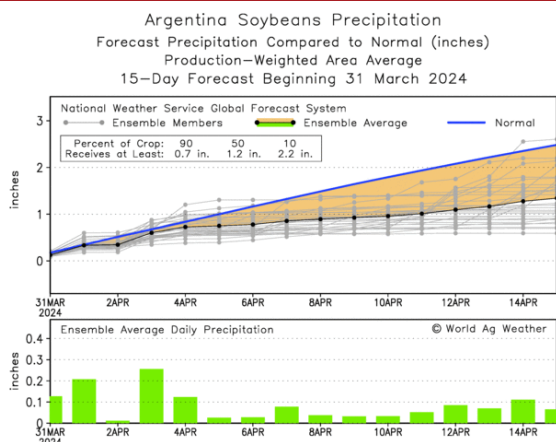


数据来源：ANEC，国贸期货整理

根据 ANEC，预计 3 月份巴豆出口量在 1348.60 万吨，环比增长 41.51%，较去年同期减少 6.61%。出口量的同比减少主要受贴水压力、农民惜售情绪以及国内生柴需求增长等影响。

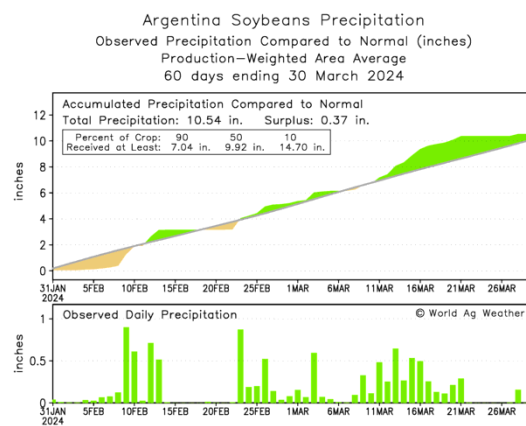
阿根廷大豆方面，布交所维持对其产量预估在 5250 万吨，仍维持丰产预期。根据布交所 ECC 报告，截至 3 月 26 日，阿根廷大豆结荚率 93%，前一周为 88%，去年同期为 91%；大豆优良率为 29%，前一周为 31%；一般率为 50%，合计生长情况正常率为 79%，整体高于近五年平均水平。根据未来 15 天天气预报，阿根廷未来降水量较正常值偏低，一方面有利于改善 3 月中下旬偏多降水带来偏湿的土壤墒情，但另一方面也可能会影响 4 月仍处生长关键期的大豆优良率，但对阿根廷大豆的丰产预期预计影响不大。

图 25: 阿根廷未来 15 天降水预报 (3/31 发布)



数据来源: World Ag Weather, 国贸期货整理

图 26: 阿根廷过去 60 天降水情况 (3/31 发布)

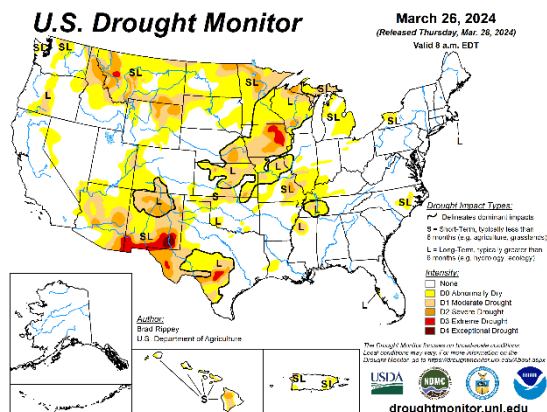


数据来源: World Ag Weather, 国贸期货整理

3.2 美豆基本面分析

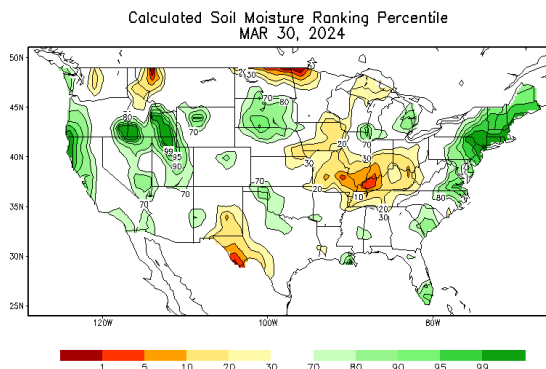
种植面积: 3 月 29 日凌晨发布的 USDA 种植意向报告显示美豆新作种植面积预计为 8651 万亩，与市场预期接近，较 2 月份展望报告公布的 8750 万亩的预期有所降低，但仍较去年同比有所增加。该种植意向报告公布数据与市场预期差异较小，对豆系期价影响不大。

图 27: 美国干旱检测情况 (3/26 发布)



数据来源: US Drought Monitor, 国贸期货整理

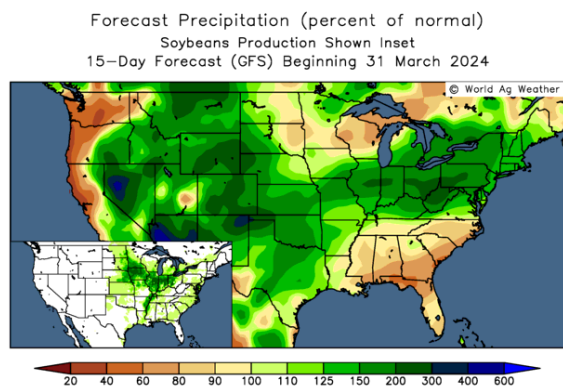
图 28: 美国土壤墒情分位值 (3/30 发布)



数据来源: NOAA CPC, 国贸期货整理

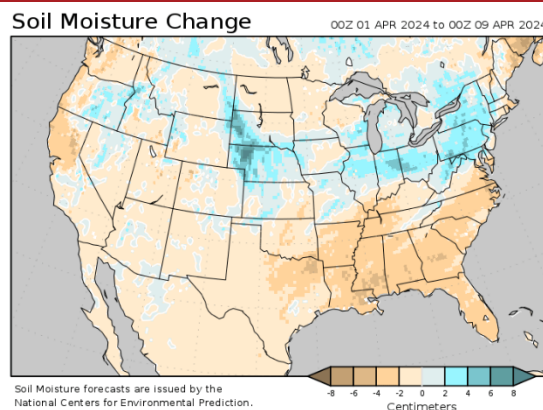
产区天气：当下产地偏干、土壤墒情较差，但4月的雨情有望改善墒情。根据 US Drought Monitor 监测数据显示，当下美豆产区偏干，尤其是爱荷华西北部地区干旱情况较为严重；据 NOAA CPC 土壤墒情数据显示，当下美豆主产区土壤墒情分位值处于较低水平。根据未来15天天气预报，大豆主产区将迎来较好的雨情，利于土壤墒情改善；根据 COLA 的短期气候展望，4月1-9日美豆主产区土壤墒情预计显现好转。4月墒情的改善将有利于4月下旬美豆新作的种植。

图 29：未来 15 天美国降水情况（3/31 发布）



数据来源：World Ag Weather，国贸期货整理

图 30：4 月 1-9 日美国土壤墒情变化



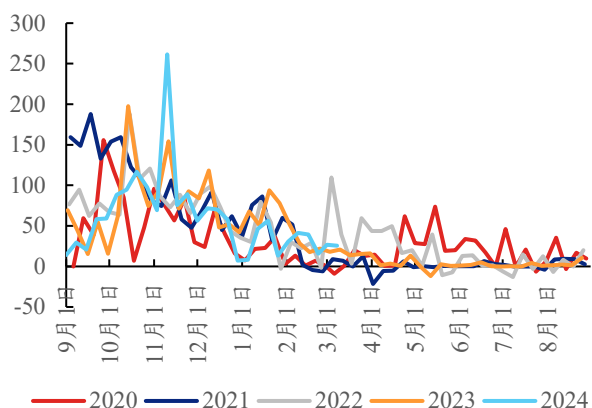
数据来源：COLA，国贸期货整理

展望二季度的天气，预计美豆产区降水良好，干旱情况逐渐消失。根据 NOAA 对降水的预测，4-6 月美豆主产区将迎来正常偏多的降水量；而干旱展望也显示 4-6 月爱荷华州及周边地区的干旱大概率消失，说明二季度的降水缓解了产区的干旱情况。

另外，如前文所说，4-6 月厄尔尼诺将逐渐转为中性，二季度 ENSO 事件对美豆影响较小；而下半年可能发生的拉尼娜事件预计会带来天气炒作。

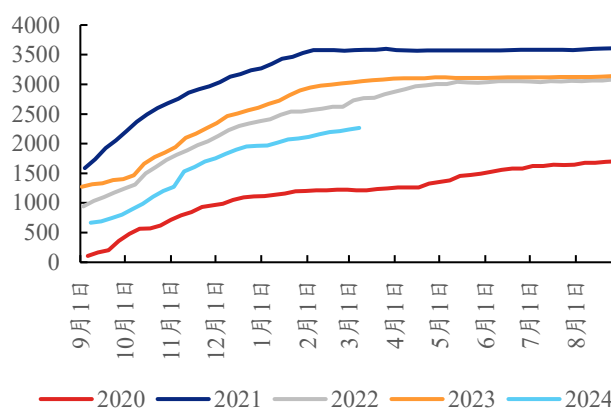
综上，美豆新作有增面积增产的预期，今年全球大豆供给预计更加宽松。

图 31：美豆对华净出口销售量（万吨）



数据来源：钢联，国贸期货整理

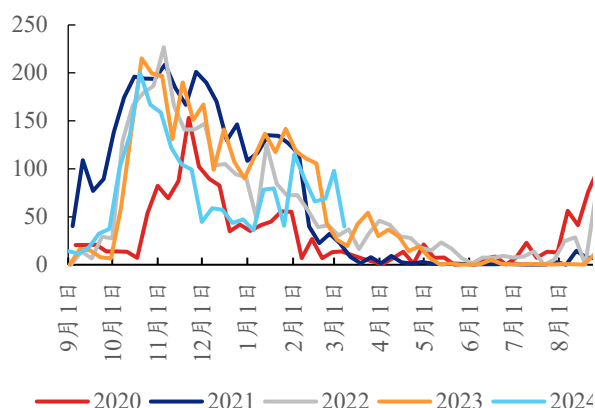
图 32：美豆对华出口销量累计值（万吨）



数据来源：钢联，国贸期货整理

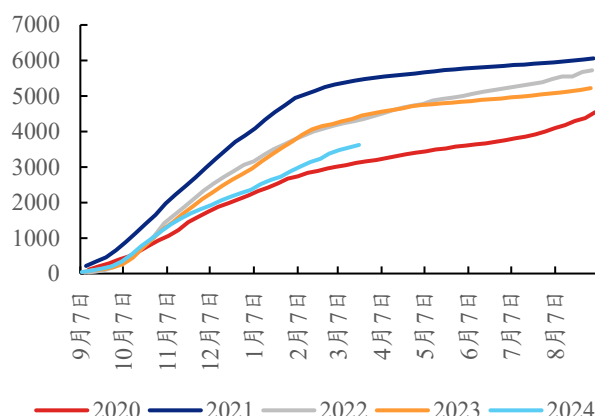
美豆出口：从美豆出口数据看，23/24 年度美豆出口形势总体维持低迷态势，美豆对中国净出口销售量大幅减少。根据 USDA，截止 2024 年 3 月 21 日，美豆累计出口销售 4035 万吨，同比-18.9%，其中对中国出口累计销售 2330 万吨，同比-24.4%；美豆累计出口装运 3621 万吨，同比-18.6%，其中对中国累计装运 2258 万吨，同比-23.8%。3 月 USDA 供需报告维持 2023/2024 年度美豆出口预估 4681 万吨，当前出口销售完成率 86.2%，出口装运进度 77.4%，均同比偏慢。

图 33：美豆对华周度装运量（万吨）



数据来源：钢联，国贸期货整理

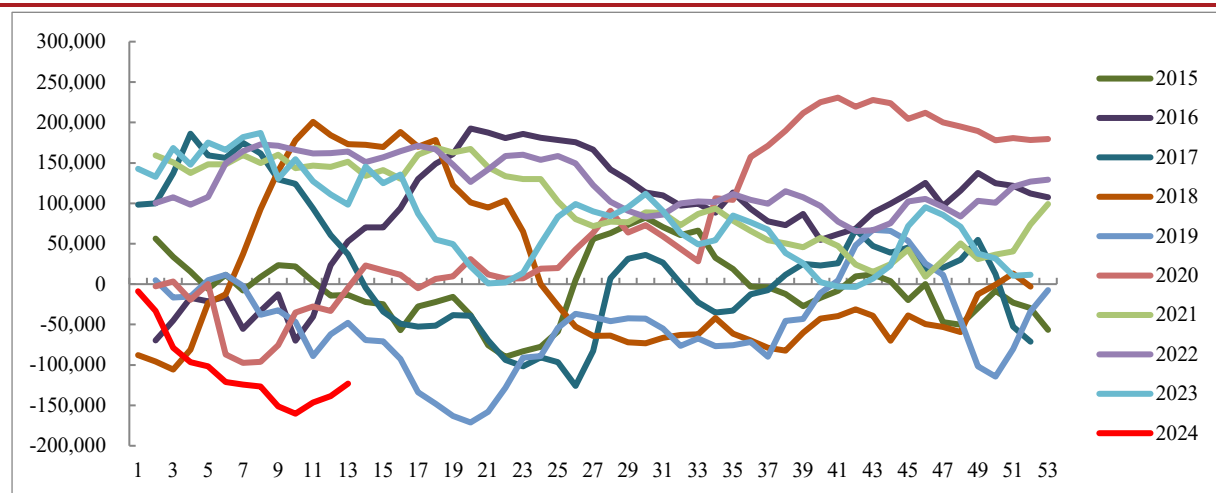
图 34：作物年度美豆装运量累计值（万吨）



数据来源：钢联，国贸期货整理

持仓情况：CFTC 美豆的空头持仓量进一步缩减，对豆系期价有所支撑。根据 CFTC 持仓报告，截至 2024 年 3 月 26 日当周，CBOT 大豆期货基金持仓净空头减少 15462 手至 123170 手，仍处于历史高位，后续可能在利多驱动下带来空头进一步回补，从而提振 CBOT 盘面。

图 35：CFTC 美豆管理基金净持仓



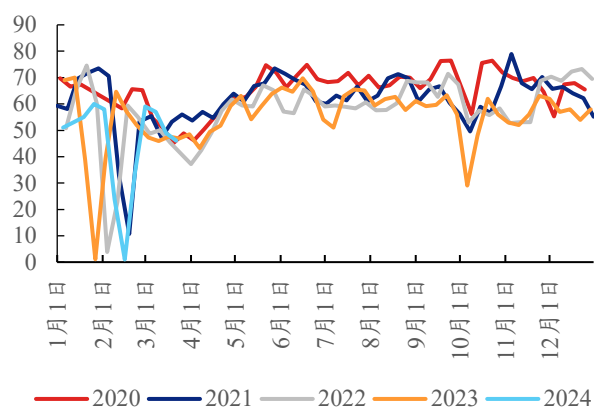
数据来源：Wind，国贸期货整理

3.3 国内豆油基本面分析

国内压榨：短期国内油厂控制压榨节奏挺价。近期国内大豆油厂开机率及压榨量都有所回

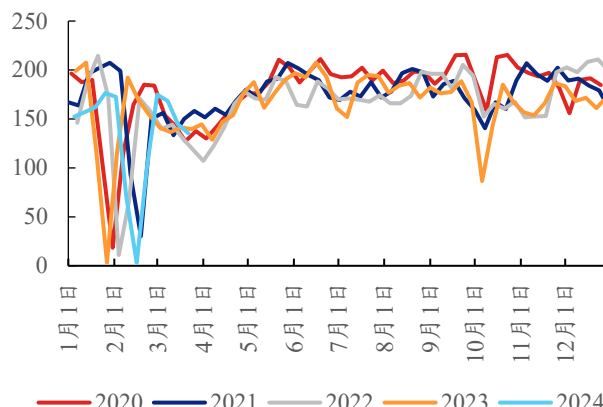
落，截至3月22日，中国111家主要油厂开机率为46%，上一周为49%，压榨量为135.38万吨，上一周为144.49万吨。二者的回落证实了之前关于控制压榨节奏的传闻，我们推断应该是油厂为了挺价而为之。展望二季度，进口大豆将集中到港，有利于油厂提高开机率和压榨量，二季度豆油供给预计宽松。

图 36：中国 111 家大豆油厂周度开机率（%）



数据来源：钢联，国贸期货整理

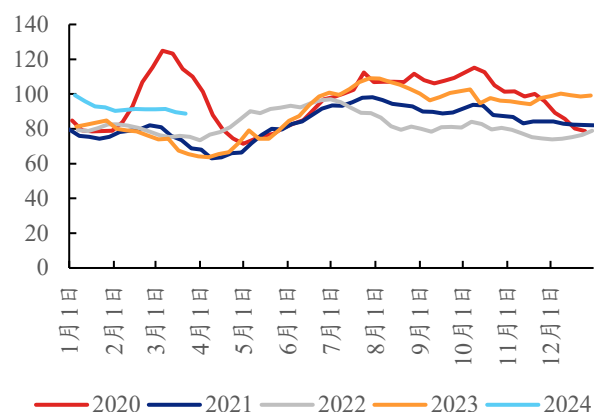
图 37：中国 111 家油厂周度大豆压榨量（万吨）



数据来源：钢联，国贸期货整理

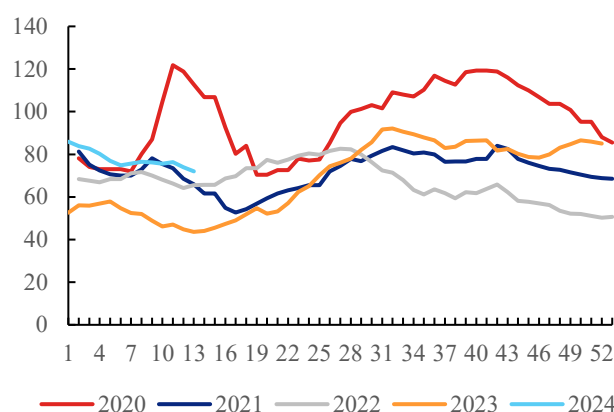
国内库存：由于压榨厂停机挺价，豆油短期供应趋紧，近期库存去化。截至3月22日当周，压榨厂周度豆油库存为88.73万吨，上一周为89.59万吨；截至3月26日当周，港口周度豆油库存为72万吨，上一周为73.9万吨。随着二季度豆油供给逐渐宽松，预计豆油将走出季节性累库趋势。

图 38：中国压榨厂周度豆油库存（万吨）



数据来源：钢联，国贸期货整理

图 39：中国港口周度豆油库存（万吨）

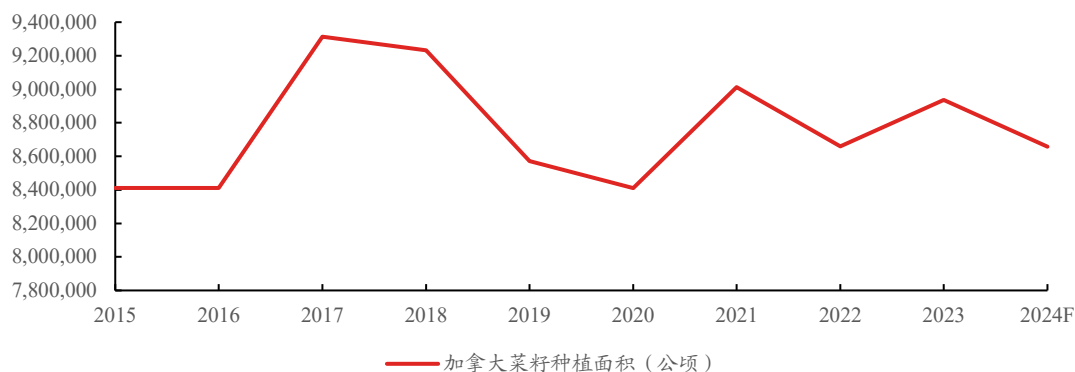


数据来源：钢联，国贸期货整理

4 菜油基本面分析

加菜籽产量：加拿大统计局发布的最新预测数据显示，2024年的菜籽种植面积约为865.78万公顷，低于此前加拿大农业部预计的880万公顷，较去年的893.61万公顷降低了约3%。按照2023年2.07吨/公顷的单产计算，预计今年减产约60万吨菜籽。

图 40：加拿大菜籽种植面积（公顷）

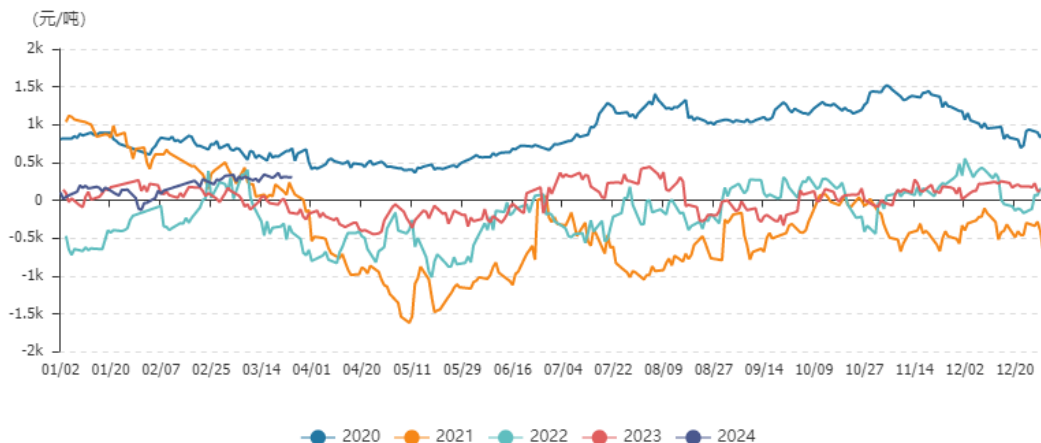


数据来源：加拿大统计局，国贸期货整理

另外，根据 NOAA 对 ENSO 事件的预测，今年 6 月后发生拉尼娜的概率有所提高，届时将对加拿大产地造成干旱影响，从而进一步减少加拿大菜籽产量，影响全球菜籽供应。

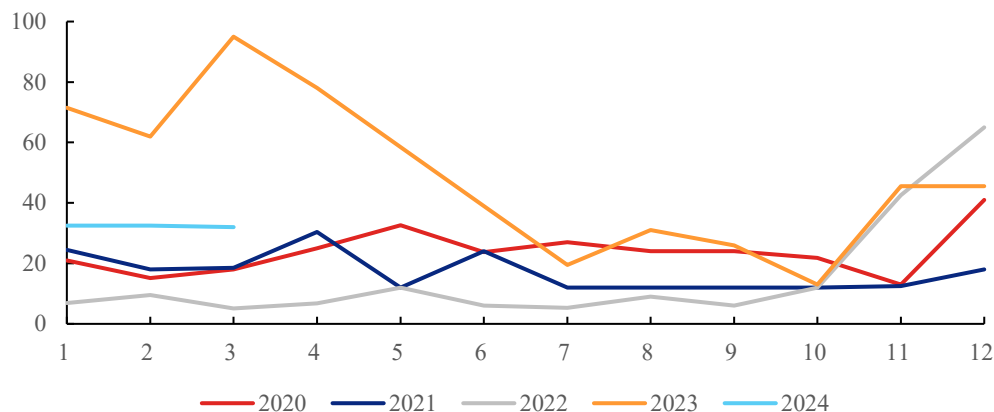
进口方面：近期进口菜籽压榨利润较好，激励贸易商们积极买船，3-7 月的到港量均较多。

图 41：进口菜籽压榨利润



数据来源：Wind，国贸期货整理

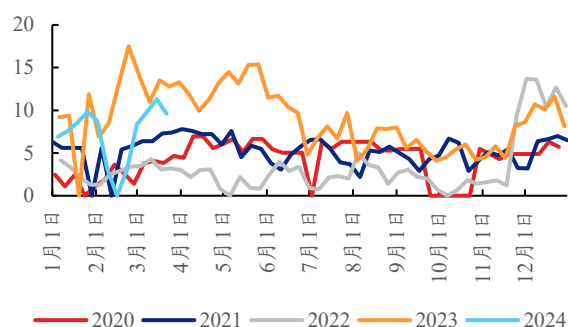
图 42：油菜籽预计到港量（万吨）



数据来源：钢联，国贸期货整理

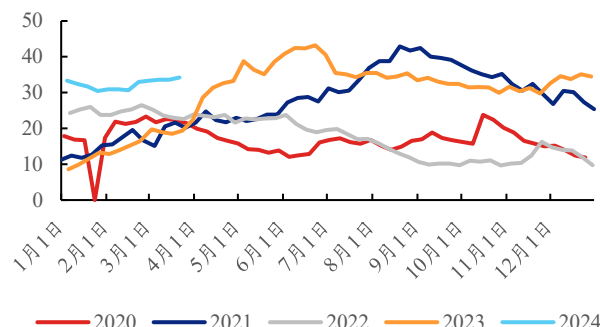
压榨方面：油厂压榨量开始出现回落，上周菜油库存有小幅增加。与大豆压榨厂类似的，部分菜籽压榨厂可能也是为了挺价而停机减少压榨。后续菜籽到港量偏多，预计菜油压榨量也会随之提高，二季度菜油库存预计累库。

图 43：油菜籽周度压榨量（万吨）



数据来源：钢联，国贸期货整理

图 44：华东及广西菜籽油周度库存（万吨）



数据来源：钢联，国贸期货整理

5 总结

1、棕榈油：基于 3 月增产不及预期以及较好的出口表现，预计马棕油 3 月维持去库节奏，支撑棕榈油期价；而国内买船量不足，库存预计维持低位。短期预计棕油继续偏强运行，二季度棕榈油转增产季后，棕榈油基本面预计转弱。但未来不确定性因素较多，需要关注印尼产量可能受去年干旱影响、B40 政策的落地情况、拉尼娜的天气炒作等。

2、豆油：南美丰产逐渐落地，全球大豆供给宽松，美豆新作成为未来新的关注重点，目前预测的天气情况利好美豆新作的播种；近期国内油厂有停机挺价动作，国内库存缓慢去库，但后续 4-6 月的大量到港预计给国内库存带来压力。短期豆油预计跟随棕油上涨，二季度预计震荡偏弱运行。

3、菜油：加拿大减产忧虑仍存，从原料端支撑菜油远月合约；二季度菜籽到港量较多，供给宽松的预期使期价上方承压。短期菜油原料端带来压力，二季度关注天气对产地的影响。

4、豆棕价差：棕油基本面仍明显强于豆油，豆棕 05 价差难以修复。等到棕油进入增产季并出现库存拐点后，豆棕 09 价差有望开始修复。但从长远的角度考虑，棕榈油受限于种植面积和树龄结构问题，产量的增幅有限，而大豆仍有增面积增产的趋势，所以豆棕长远的基本面可能会逐渐发生质的变化，豆棕价差的倒挂可能逐渐成为常态，不能仅根据历史数据而做统计性套利。

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

免责声明