

巴西升贴水与棕榈油产地收缩支撑，油脂大幅反弹

2024年4月3日 星期三

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

3月油脂内外盘多重利多叠加，基本面叠加资金推动油脂强势反弹。本轮油脂反弹动力不仅来源于棕榈油的供应约束，大豆进口成本抬升同样助力本次反弹。棕榈油方面，减产期内，棕榈油2月库存降幅超市场预期，结合斋月产量修复扰动影响，产地供应收紧持续支撑盘面；豆油方面，南美大豆产量担忧导致巴西大豆升贴水快速回升，大豆进口成本上升带动豆油价格反弹。油脂市场多重利多驱动下，3月油脂价格整体上涨。

● 后市展望与策略建议

3月植物油整体反弹，棕榈油作为最强势品种领涨油脂板块，产地库存下降叠加斋月影响均导致棕榈油基本面对盘面支撑逐渐强化，带动植物油板块反弹。当前棕榈油延续供应偏紧逻辑，虽然4月进入传统增产季，但是斋月与开斋节马来西亚工作时长下降，工作日减少后产量修复恐不及预期，产量与库存预计于5月出现明显回升，同时近期地缘事件扰动频发，原油同样将对棕榈油价格形成提振，近期延续震荡偏强运行，但是产地增产降至，棕榈油远期价格预计有所下降。豆油方面，当前下游消费虽然对棕榈油形成替代，需求端支撑较强，但是当前豆油库存仍然位



于高位，二季度大豆大量到港后豆油潜在供应预计上升，价格存在下降可能，整体而言豆油供应趋松预期不变，豆油在美豆天气炒作前存在下跌可能。

● 风险因素

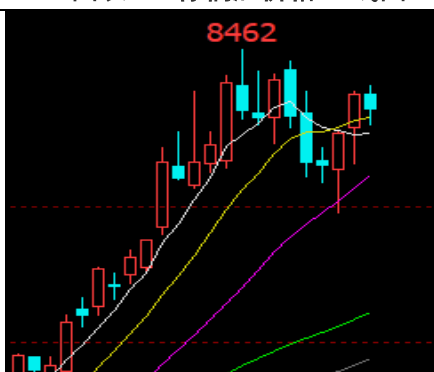
美国天气情况；美豆单产与种植面积调整；棕榈油产量修复情况；下游油脂需求变化；

1. 行情回顾

截至3月29日，BMD 棕榈油主力合约收盘价 4197 林吉特/吨，较月初上涨 5.74%，CBOT 美豆油主力合约收盘价为 48.16 美分/磅，较月初下跌 6.6%；国内棕榈油主力合约收盘价为 8216 元/吨，较月初上涨 9.89%，豆油合约收盘价为 7790 元/吨，较月初下跌 5.87%。3 月内外盘油脂均呈现反弹运行，内盘强于外盘，棕榈油反弹强于豆油。

3 月油脂内外盘多重利多叠加，基本面叠加资金推动油脂强势反弹。本轮油脂反弹动力不仅来源于棕榈油的供应约束，大豆进口成本抬升同样助力本次反弹。棕榈油方面，减产期内，棕榈油 2 月库存降幅超市场预期，结合斋月产量修复扰动影响，产地供应收紧持续支撑盘面；豆油方面，南美大豆产量担忧导致巴西大豆升贴水快速回升，大豆进口成本上升带动豆油价格反弹。油脂市场多重利多驱动下，3 月油脂价格整体上涨。

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

棕榈油产量持续下降, 降水过多持续影响产量恢复。马棕 2 月产量为 125.9 万吨, 产量季节性回落, 马来沙巴州、沙捞越等产区降水过多引发部分地区洪涝灾害, 对产量形成影响。3 月马棕产量存在修复预期, MPOA、SPPOMA 等机构表示棕榈油产量预计增长 2%-17%不等, 虽然产量增幅存在差异, 但是增产预期较为确定, 随着雨季的结束, 棕榈油产量预计逐渐修复。印尼方面, Gapki 公布棕榈油 1 月供需情况, 1 月产量为 463.4 万吨, 达近三年同期新高, 印棕供应整体保障较强。但是印尼 2 月起降水持续高于马来西亚, 降水过多将影响棕榈油实际产量水平, 因此, 2、3 月印棕产量同样存在下行可能。整体而言, 雨季基本结束, 马印两国棕榈油均将进入增产季, 未来产量预计有所上升。但是受斋月与开斋节影响, 马棕产量修复速度恐有所放缓, 供应端扰动预计将于开斋节后结束, 当前产地供应仍然相对偏紧。

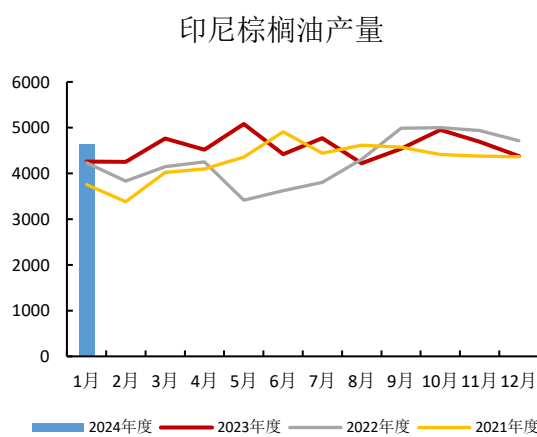
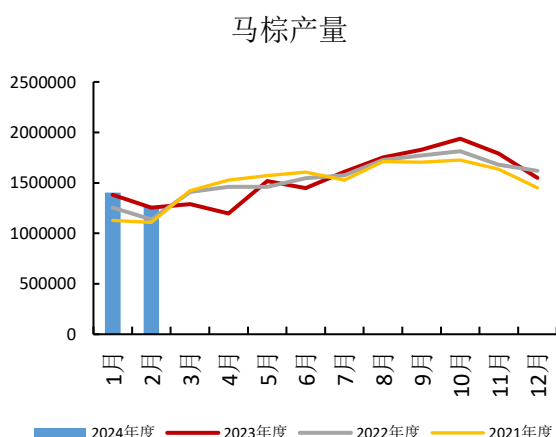
大豆方面, 巴西产量分歧较大, 阿根廷降水偏少引发产量担忧。Conab 持续下调巴西大豆产量, 2 月报告将产量由 1.56 亿吨下调至 1.49 亿吨, 3 月继续下调至 1.46 亿吨, 巴西当局对产量持悲观态度, 但是 USDA 仍然给出 1.55 亿吨左右的乐观预测, 预测分歧较大。本年度阿根廷大豆为大豆供应最大增量, 但是春节前后主产区零星降水导致部分产区出现干旱, 阿根廷当地机构将产量由 5500

万吨一度下调至 5000 万吨，增产程度受到影响。南美大豆产量出现变数对供应形成扰动，销售进度偏低同样导致大豆可出口量下降，供应担忧情况下巴西大豆升贴水反弹走高。但是当前巴西大豆收割进度达 66.3%，产量变动空间逐渐下降，阿根廷大豆优良率与土壤情况同样较为良好，南美产量变动空间相对有限，市场更愿意交易 USDA 产量水平，整体而言，南美大豆产量扰动基本结束。

美豆方面，新作种植面积符合市场预期，对盘面指引有限。3 月种植面积报告显示，美豆种植面积约为 8650 万英亩，虽然低于 2 月展望论坛内预测的 8750 万英亩，但整体符合市场预期，市场对其反应平淡，延续震荡运行。虽然在 6 月播种面积报告发布前，种植户仍将根据近期大豆-玉米价格变动以及天气情况对种植面积进行调整，但是在大豆种植利润驱动下，本年度美豆种植面积上升预计较为确定，美豆供应逐渐趋松。

图表 7: 马来西亚棕榈油产量 (吨)

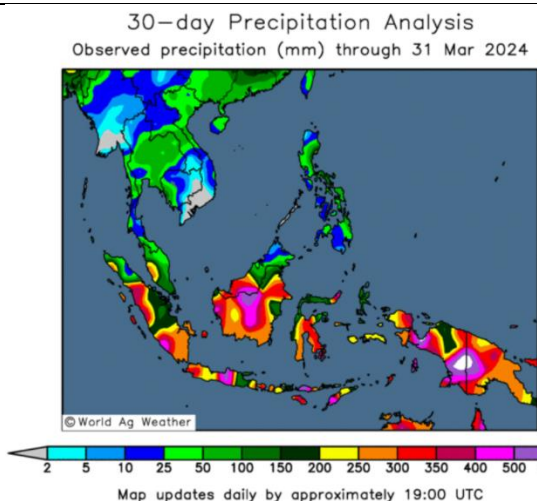
图表 8: 印尼棕榈油产量 (吨)



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: 2024/25 美豆种植面积预测

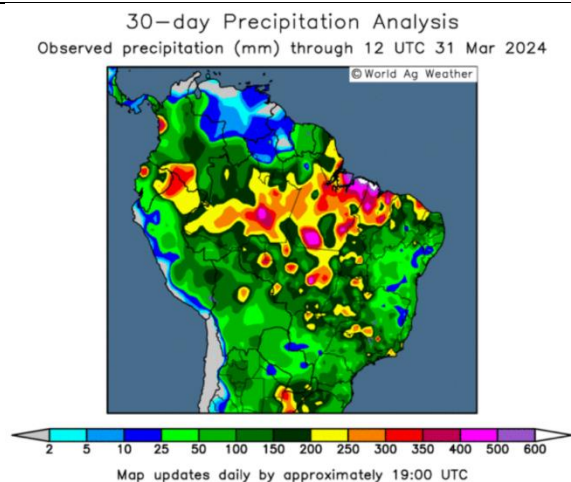


State	Area planted			Percent previous (perce)
	2022 (1,000 acres)	2023 (1,000 acres)	2024 ¹ (1,000 acres)	
Alabama	360	350	320	
Arkansas	3,180	2,980	3,100	
Delaware	160	150	155	
Georgia	165	160	160	
Illinois	10,800	10,350	10,500	
Indiana	5,850	5,500	5,750	
Iowa	10,100	9,950	10,200	
Kansas	5,050	4,430	4,250	
Kentucky	1,950	1,830	1,950	
Louisiana	1,260	1,030	1,150	
Maryland	520	470	455	
Michigan	2,250	2,040	2,200	
Minnesota	7,450	7,350	7,500	
Mississippi	2,310	2,180	2,250	
Missouri	6,100	5,600	6,000	
Nebraska	5,750	5,250	5,300	
New Jersey	110	100	110	
New York	350	350	350	
North Carolina	1,700	1,640	1,650	
North Dakota	5,700	6,200	6,900	
Ohio	5,100	4,750	5,000	
Oklahoma	545	460	550	
Pennsylvania	600	570	580	
South Carolina	405	395	350	
South Dakota	5,100	5,100	5,200	
Tennessee	1,650	1,600	1,650	
Texas	155	125	100	
Virginia	620	580	630	
Wisconsin	2,160	2,110	2,200	
United States	87,450	83,600	86,510	

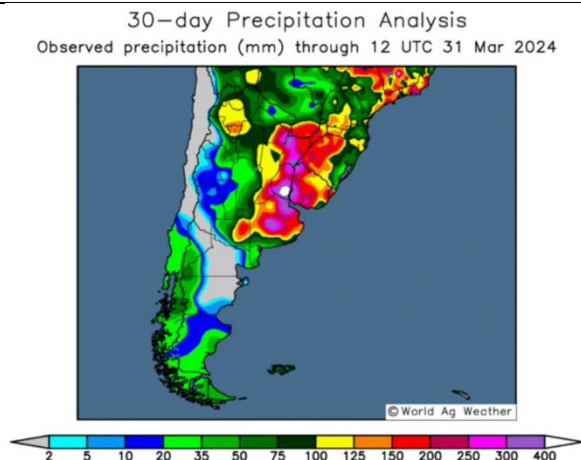
¹ Intended plantings in 2024 as indicated by reports from farmers.

数据来源: AG Weather, USDA, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 巴西 3 月降水量



图表 12: 阿根廷 3 月降水量



数据来源：AG Weather，兴证期货研究咨询部

2.1.2 大豆、棕榈油出口整体偏弱

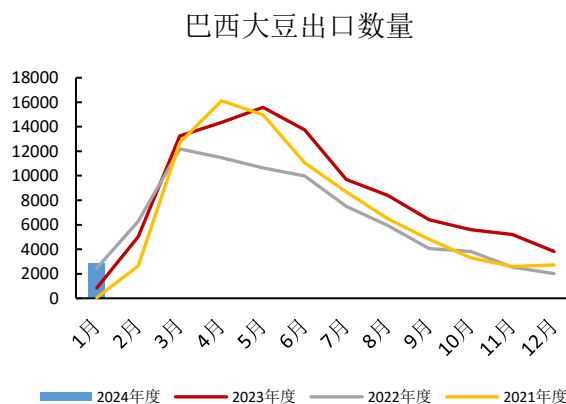
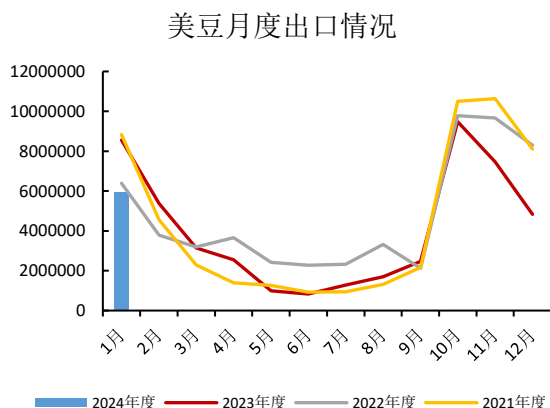
棕榈油价格持续走强，马棕榈油出口有限。2月马棕榈油出口量为104.55万吨，环比持续下降%。我国棕榈油进口亏损限制进口水平。目前，棕榈油进口利润自11月中旬起开始亏损，每吨亏损一度达330元以上，国内油厂出现洗船，买船数量持续下降，2月进口量仅为9.57万吨，位于近三年进口区间下沿。刚需消费下棕榈油库存持续下降，但受进口利润约束，国内进口供应整体偏低。印度方面，棕榈油进口量同样持续下滑，2月进口量为49.53万吨，贸易商预测3月进口量将进一步下降至48.1万吨，虽然开斋节油脂备货需求与相对较低的植物油库存应利好棕榈油进口，但是印度更愿意进口或消费性价比更高的葵油与榨利较好的豆油，同样限制了马棕的出口情况。但是随着斋月结束以及产量逐渐修复，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。

大豆到港季节性下降高于往年水平，一季度大豆到港供应偏紧。我国大豆2月大豆累计到港量为511.59万吨，3月到港量预计500万吨附近，均位于往年水平下沿。巴西大豆升贴水前期下行过快，在南美天气与产量扰动下，大豆升贴水出现反弹，带动大豆、豆粕价格上升。但随着巴西收割过半以及阿根廷天气好转，巴西大豆升贴水重新回落，但是在巴西产量下降1000万吨背景下，升贴水降幅较为有限。产量担忧下升贴水快速反弹，国内豆类供应紧张情绪愈发浓重，港口通关政

策传言间断性扰动市场，大豆供应阶段性供应偏紧。但是二季度将迎来大量大豆到港，4、5、6月预计分别到港 880 万吨、1000 万吨、1100 万吨，大豆供应预计逐渐转松，但是 4 月大豆预计中旬陆续到港，大豆供应回升仍需等待。

图表 13: 美豆月度出口数量 (吨)

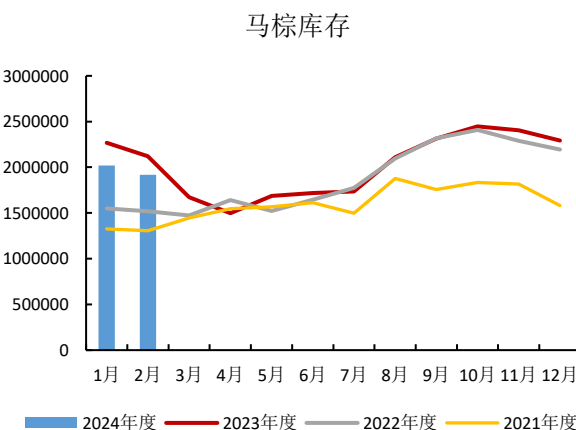
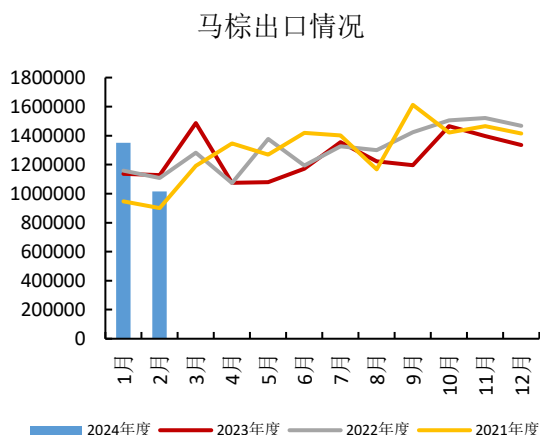
图表 14: 巴西大豆月度出口数量 (千吨)



数据来源: USDA, Abiove, 兴证期货研究咨询部

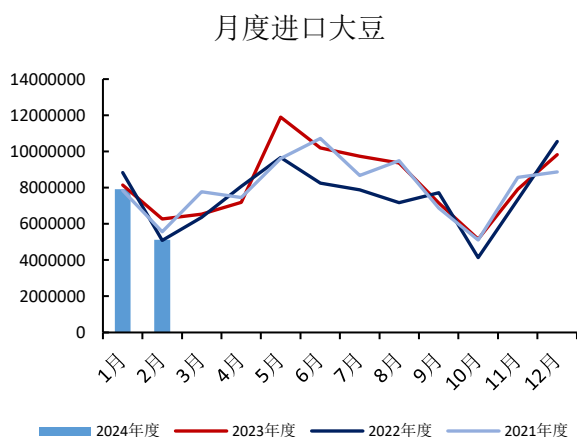
图表 15: 马棕榈油月度出口总量 (吨)

图表 16: 马来西亚棕榈油库存 (吨)

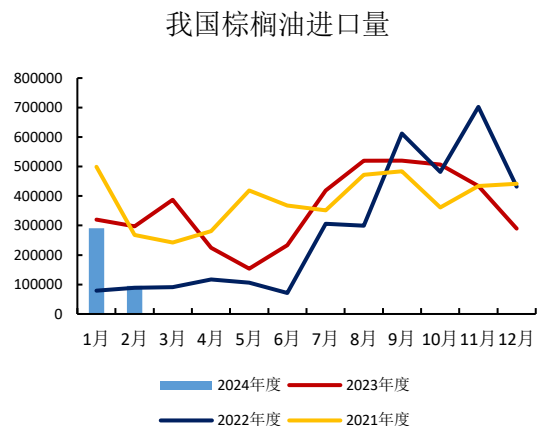


数据来源: MPOB, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 我国月度大豆进口数量 (吨)

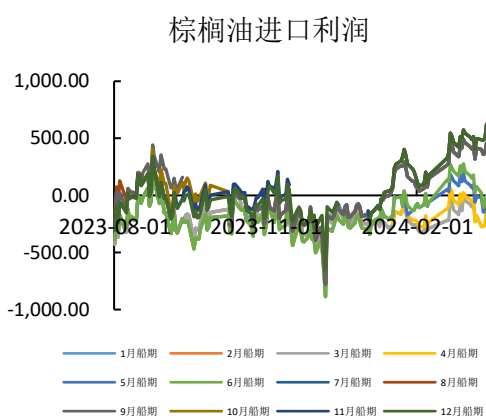


图表 18: 我国棕榈油进口数量 (吨)

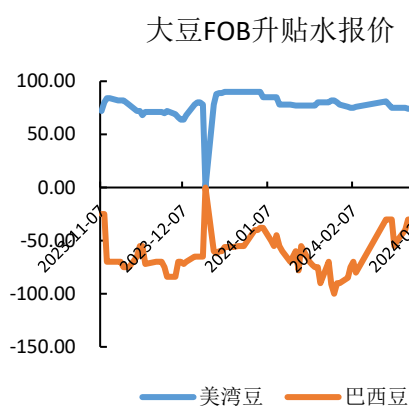


数据来源: 海关总署, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 棕榈油进口利润



图表 20: 大豆 FOB 升贴水



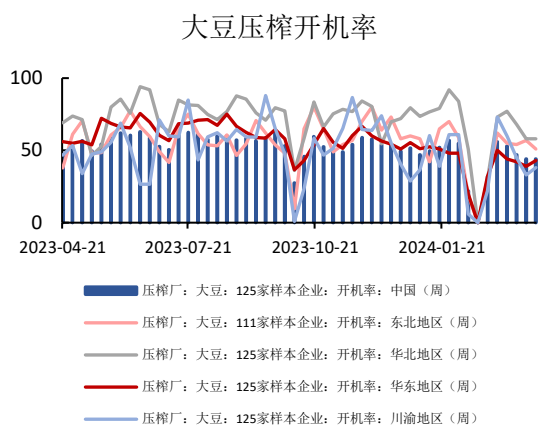
数据来源: 同花顺 iFind, Mysteel, 兴证期货研究咨询部

2.1.3 油厂缺豆, 大豆开工率持续下降

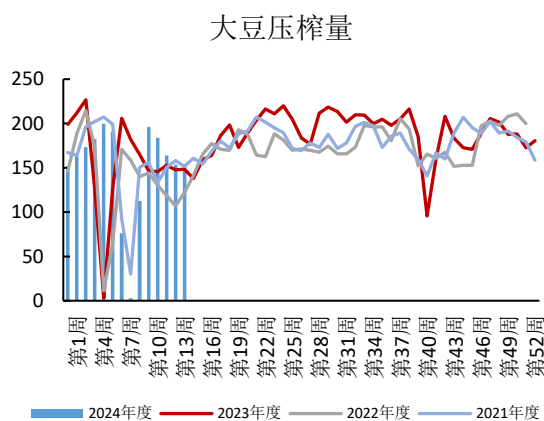
压榨方面, 全国油厂 3 月开工率持续下降, 开工率由 6 成降至 4 成左右, 油厂缺豆制约豆油供应能力。截至 3 月 29 日, 油厂开工率为 44%, 大豆压榨量累计达 822.29 万吨, 豆油产量为 144.8 万吨。节后油厂陆续复工, 三月前半月开工率略微低于往年开工水平, 整体与去年水平持平。但受大豆到港量偏低影响, 部分油厂缺豆停工, 国储进口大豆应用同样受限, 油厂开工持续下降, 国内豆粕、豆油产量约束上升。大豆压榨利润转正, 目前每吨盈利 250-350 元, 随着二季度大豆逐渐到港, 盘面榨利驱动下油厂压榨及开工预计逐渐回升。

库存方面，国内大豆港口、油厂库存均出现一定下降，油脂同样延续去库，但豆油去库幅度小于棕榈油。截至3月22日，大豆港口库存降至404.67万吨，油厂库存降至274.49万吨，均回落至库存中枢水平，库存压力有所缓解。豆油、棕榈油库存分别为88.73万吨与56.6万吨，棕榈油库存虽然高于豆油，但是去库开始放缓，豆油库存虽然出现一定下降，但是仍然偏高。

图表 21：油厂开机率

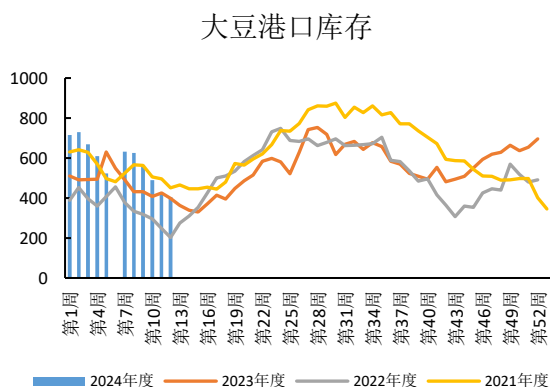


图表 22：大豆月度压榨量（吨）

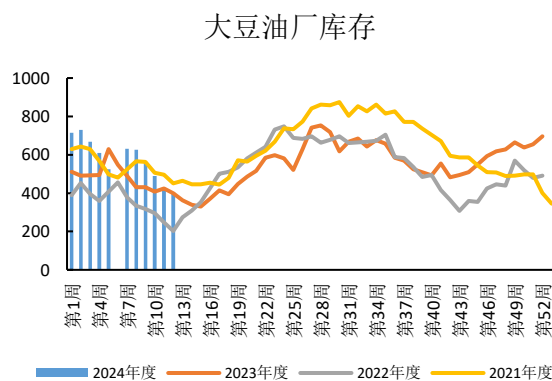


数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

图表 24：大豆港口库存（万吨）

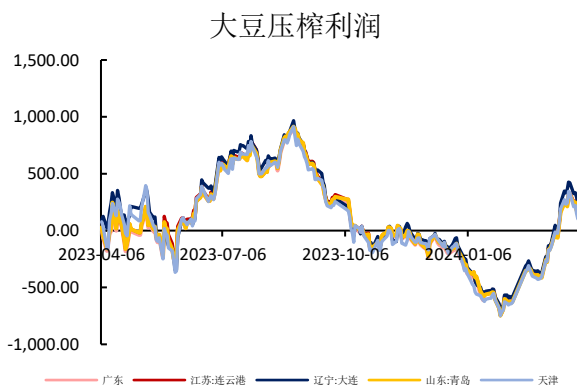


图表 25：大豆油厂库存（万吨）

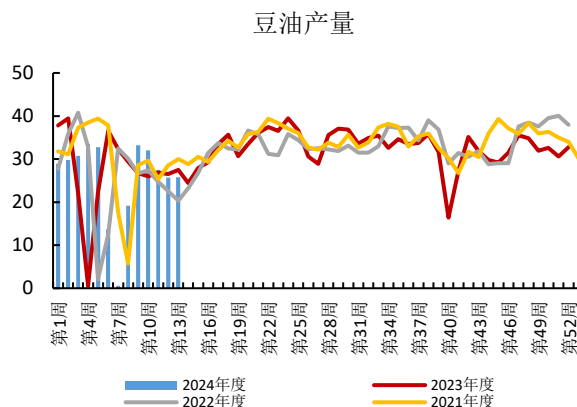


数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

图表 26: 大豆压榨利润 (元/吨)

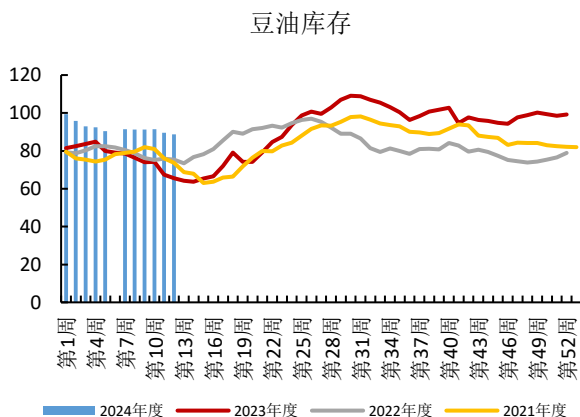


图表 27: 豆油产量 (万吨)

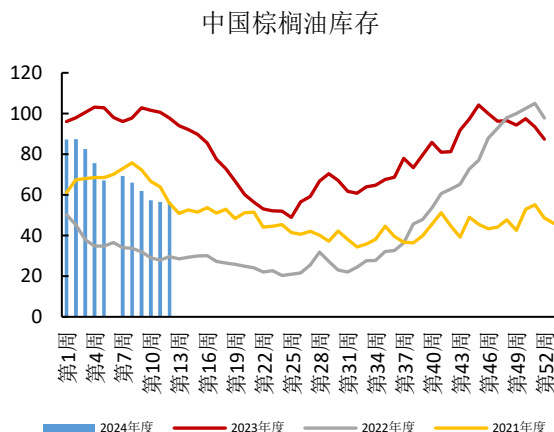


数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询部

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)

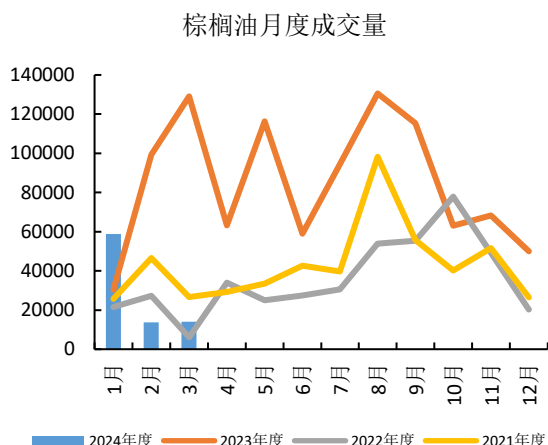


数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询部

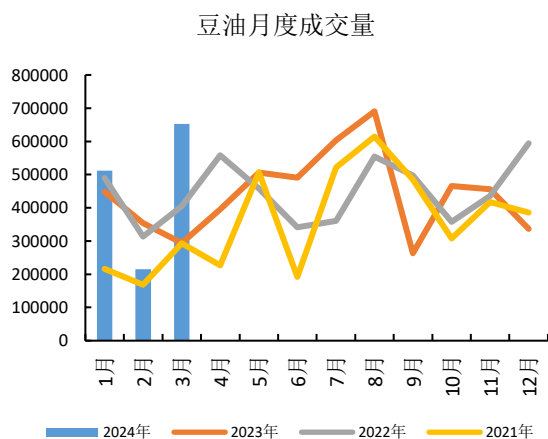
2.2 油脂消费整体一般，豆油挤占棕榈油消费

节前油脂消费回落，高价棕榈油抑制下游消费。截至3月29日，棕榈油油厂成交量为1.39万吨，位于近年极低水平，而豆油成交量为65.22万吨，成交量达近年峰值，豆棕持续为负情况下，棕榈油消费性价比不断下降，豆油对非刚需棕榈油基本完成替代。节后油脂进入消费淡季，成交总量较为一般，棕榈油产地约束下供应难以快速修复，预计价格仍将保持高位，豆油对棕榈油的替代预计将持续。

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

3月植物油整体反弹, 棕榈油作为最强势品种领涨油脂板块, 产地库存下降叠加斋月影响均导致棕榈油基本面对盘面支撑逐渐强化, 带动植物油板块反弹。当前棕榈油延续供应偏紧逻辑, 虽然4月进入传统增产季, 但是斋月与开斋节马来西亚工作时长下降, 工作日减少后产量修复恐不及预期, 产量与库存预计于5月出现明显回升, 同时近期地缘事件扰动频发, 原油同样将对棕榈油价格形成提振, 近期延续震荡偏强运行, 但是产地增产降至, 棕榈油远期价格预计有所下降。豆油方面, 当前下游消费虽然对棕榈油形成替代, 需求端支撑较强, 但是当前豆油库存仍然位于高位, 二季度大豆大量到港后豆油潜在供应预计上升, 价格存在下降可能, 整体而言豆油供应趋松预期不变, 豆油在美豆天气炒作前存在下跌可能。

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。