

## 油脂策略推荐：三大油脂走势分化，延续宽幅震荡

2024年2月29日

上海中期期货研究所  
农产品研发团队

王舟懿

Z0000394

雍恒

Z0011282

### 趋势观点：

2月份油脂市场维持宽幅震荡走势，三大油脂表现分化，棕榈油走势强于豆油和菜油。棕榈油方面，受季节性产量下滑以及即将到来的斋月因素影响，2、3月份马棕产量处于偏低水平，短期供应压力不大，2、3月份或维持降库走势，同时印尼棕榈油库存处于低位，棕榈油供需压力边际减轻，但在全球油脂供应充足背景之下，国际豆棕价差降至低位，棕榈油出口份额受到挤压，抑制棕榈油上方空间。

其他油脂方面，2023/24年度南美大豆整体呈现丰产格局，南美大豆上市压力之下，大豆价格对豆油形成拖累，在4月份阿根廷大豆新作上市后，阿根廷大豆压榨的恢复将带动豆油供应显著增加。此外，一季度葵油及菜油供应充足，1月份黑海地区葵油出口高于预期，油脂整体供应暂不缺乏。

国内方面，近期豆油库存缓降，短期供应偏低，但是，随着4月份南美大豆进入到港高峰期，豆油供应压力将逐步上升。国内棕榈油库存持续下降，2-3月棕榈油买船偏低，后期棕榈油或延续去库。菜油库存相较往年处于偏高水平，2-4月份菜籽到港仍处高位，菜油去库速度持续偏慢，预计维持宽松供应格局。

综合来看，棕榈油产地以及国内双双去库，给棕榈油行情带来支撑，但是，4月份阿根廷大豆上市后，豆油供应压力将显著上升，且菜油、葵油供应暂不缺乏，油脂难以形成多因素共振的趋势性行情，或整体维持宽幅震荡运行，建议采取波段操作。

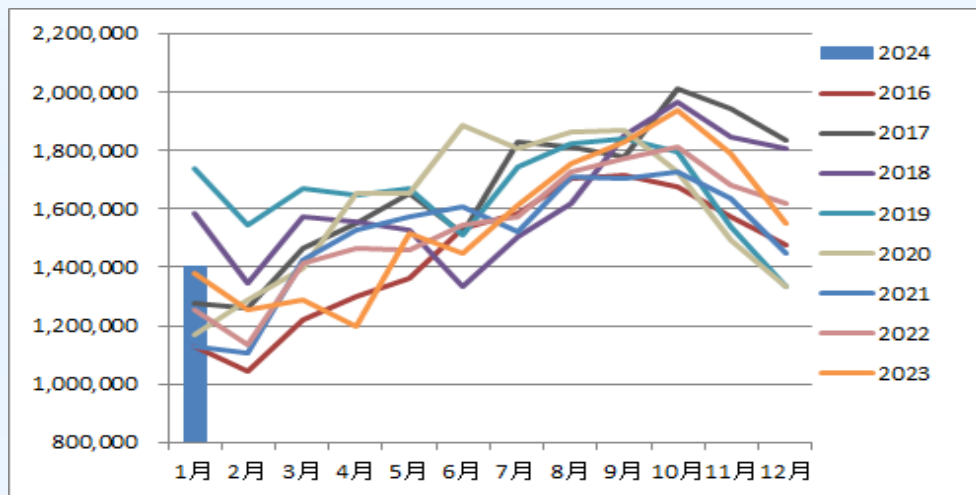
**风险点：**（1）近月马来和印尼棕榈油国内需求持续表现偏强，关注生柴消费能否超预期。

（2）阿根廷新作大豆上市后，关注阿根廷大豆压榨及豆油出口节奏。

## 影响因素分析

### 一、马棕库存逐步回落，供需边际有所好转

图 1：马来西亚棕榈油月度产量（单位：吨）



数据来源：MPOB，上海中期

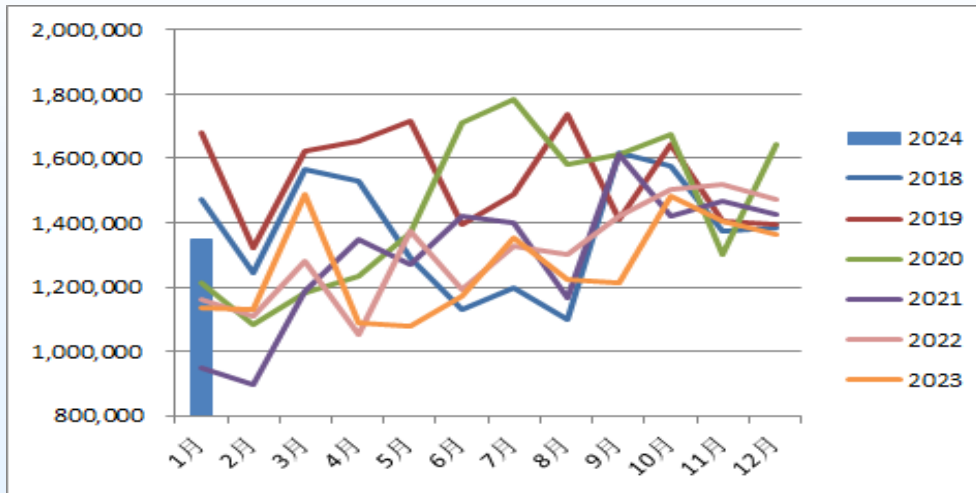
产量方面，1月份马棕产量为140.2万吨，环比下降9.59%，同比上升1.57%。12月-1月上旬马来雨季降水多发，引发部分地区洪涝，棕榈油收割和运输受阻。尽管马棕产量短期受到扰动，但是，随着1月下旬随着降水减轻，马棕产量逐步恢复，马棕产量并未显现趋势性下滑影响因素。

2月份马棕产量季节性下降，MPOB数据显示2月1-20日马棕产量较上月同期下降4.13%，SPPOMA数据显示2月1-25日马棕产量较上月同期下降1.7%，预计2月份马棕产量将在125万吨上下，较往年处于中性水平。由于2月份马棕月度产量处于年度低点，同时，3月份受斋月因素影响，马棕产量依然将受到抑制，棕榈油短期供应压力不大。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

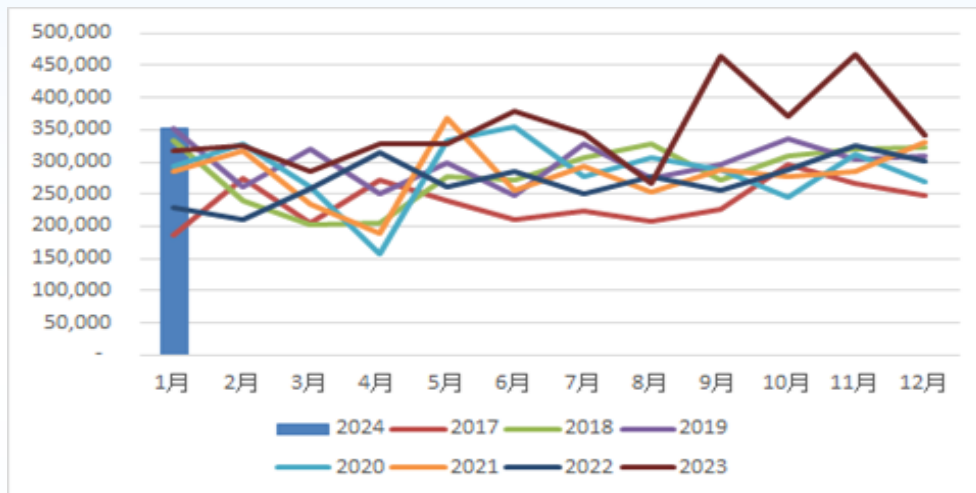
图 2：马来西亚棕榈油月度出口量（单位：吨）



数据来源：MPOB，上海中期

出口方面，1月马棕月度出口量为1350574吨，环比下降0.85%，同比上升18.78%。1月份由于胡塞武装冲突导致红海航运危机，部分由黑海发货的葵花油选择从非洲南端绕行，装运延迟及成本上涨，市场对棕榈油出口依赖度增加，同时印尼棕榈油库存降至低位，且印尼棕榈油生柴消费保持强劲，印尼棕榈油出口竞争减弱，1月份马棕出口好于预期。但是，2月份棕榈油较其他油脂价格优势下降，且一季度黑海地区葵油供应充足，挤压棕榈油出口空间，2月份马棕出口不及预期，ITS/Amspec数据分别显示2月1-25日马棕出口较上月同期下降10.7%/14.3%。

图 3：马来西亚棕榈油国内表观消费量（单位：吨）



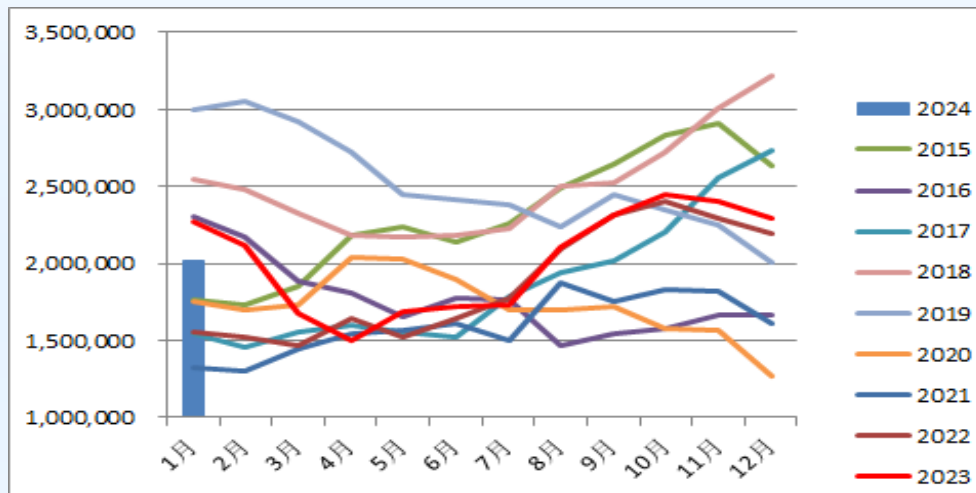
数据来源：MPOB，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

消费方面，1月马棕国内表观消费量为351952吨，环比上升3.35%，同比上升11.12%。马棕月度国内消费量通常处于25-38万吨之间，9月份以来马棕国内消费持续旺盛，9-1月马棕国内消费累计达199.4万吨，同比大幅增加50.5万吨。目前POGO价差处于偏低水平，马来西亚目前在交通运输领域实施B10生柴政策，并计划分阶段推出B20计划，关注后期马来西亚生柴政策落地情况。

图4：马来西亚棕榈油月末库存（单位：吨）



数据来源：MPOB，上海中期

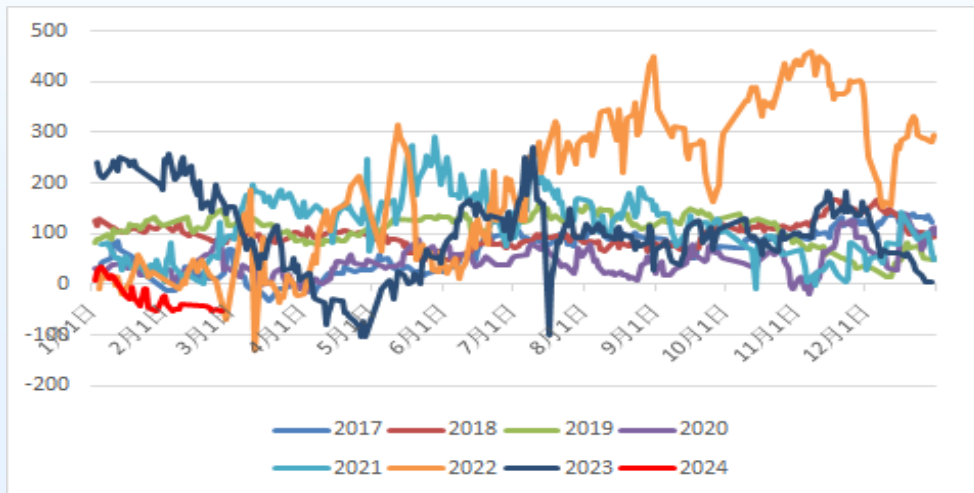
库存方面，截至1月底，马棕库存为2019781吨，环比下降11.83%，同比上升下降10.95%，马棕库存降幅超预期。综合来看，受产量季节性以及即将到来的斋月因素影响，2、3月份马棕产量处于偏低水平，短期供应压力不大，另一方面，一季度葵油及菜油供应充足，且4月份之后豆油供应压力将显著上升，2024年棕榈油出口份额受到挤压，但是，印尼和马来国内生柴消费持续偏强为消费端带来支撑。综合来看，1月份马棕库存降至中性水平，且2、3月份或维持降库，同时印尼棕榈油库存处于低位，棕榈油供需压力边际减轻，相较其他油脂表现偏强，但在全球油籽转向宽松，以及油脂供应充足背景之下，棕榈油上方空间不大。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

## 二、南美大豆上市压力较大，葵油短期供应充足

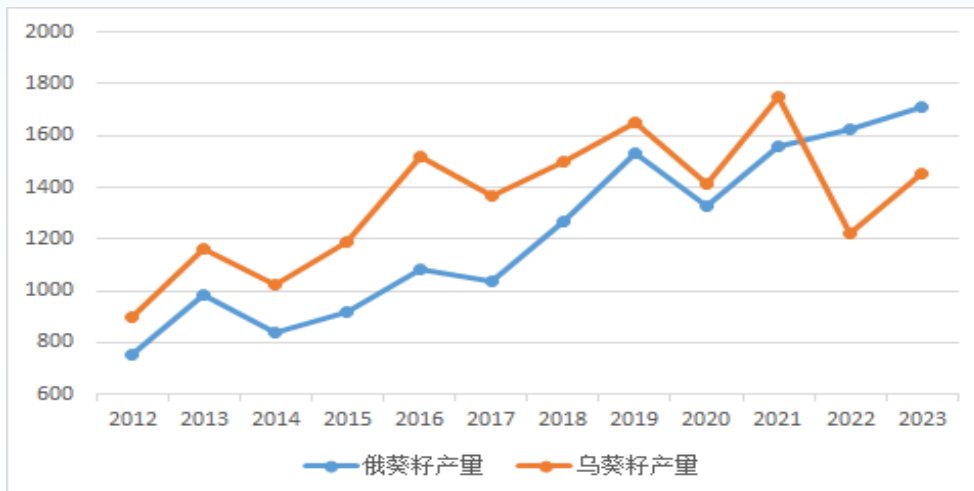
图 5：阿根廷豆油-马来西亚棕榈油 (24 度)FOB 价差 (单位：美元/吨)



数据来源：同花顺，上海中期

豆油方面，尽管由于巴西生柴消费增加，12-1 月份巴西豆油降至低位，同时旧作库存偏紧抑制阿根廷大豆压榨，短期豆油出口供应受限，但是，2023/24 年度南美大豆整体呈现丰产格局，带动大豆供需格局转向宽松，尤其是阿根廷大豆增产潜力较大，USDA 对阿根廷大豆产量预估为 5000 万吨，对比上年 2500 万吨的产量大幅增加，同时，在 4 月份阿根廷大豆新作上市后，阿根廷大豆压榨的恢复将带动豆油供应显著增加，在南美大豆上市压力下，国际豆棕价差降至低位。

图 6：俄罗斯及乌克兰葵籽产量 (单位：万吨)

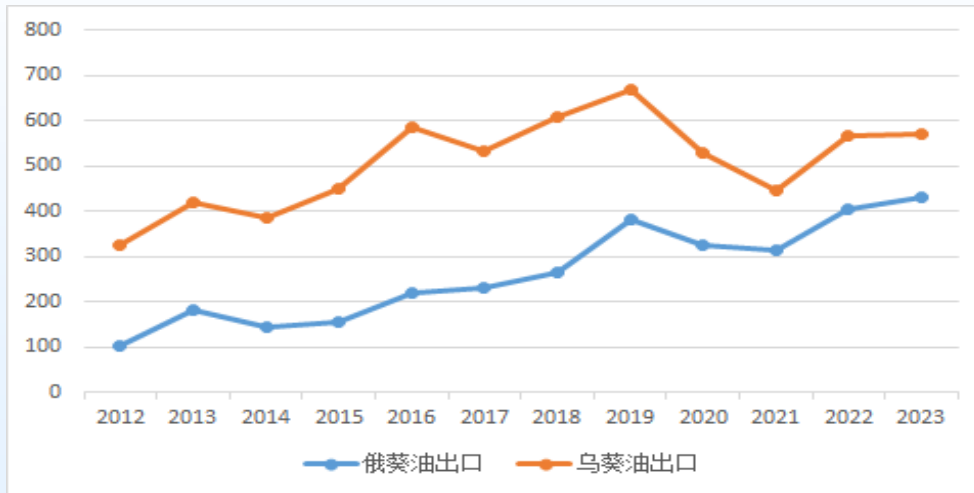


数据来源：USDA，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 7：俄罗斯及乌克兰葵油出口量（单位：万吨）

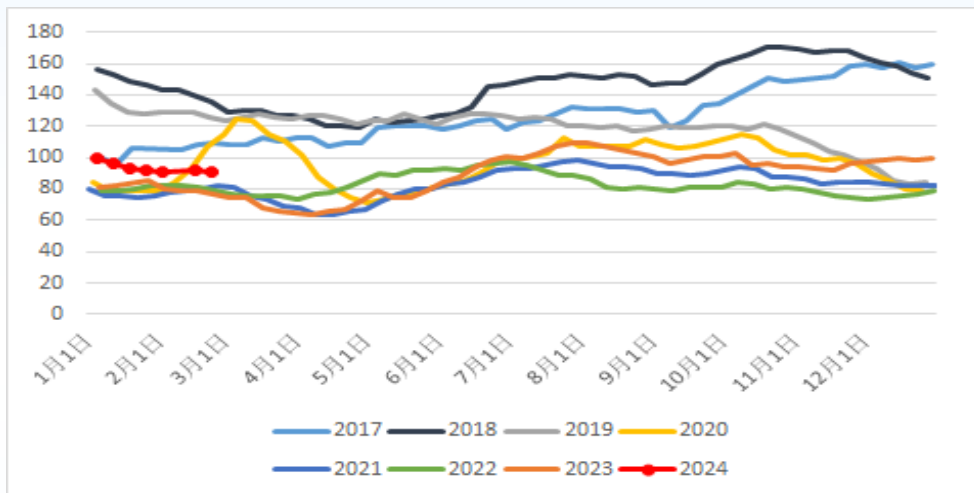


数据来源：USDA，上海中期

葵油方面，2023/24 年度黑海地区葵花籽产量大幅上升，其中俄罗斯葵籽产量达 1710 万吨，较上年增加 85 万吨，乌克兰葵籽产量达 1450 万吨，较上年增加 230 万吨。由于一季度豆油供应受限，且葵油较棕榈油价格优势显现，近期黑海地区葵油供应高于预期，1 月份乌克兰和俄罗斯葵花油出口量约为 110 万吨，同比增加 34 万吨。

### 三、国内油脂库存压力减轻，三大油脂库存表现分化

图 8：国内主要粮油企业豆油库存（单位：万吨）



数据来源：我的农产品网，上海中期

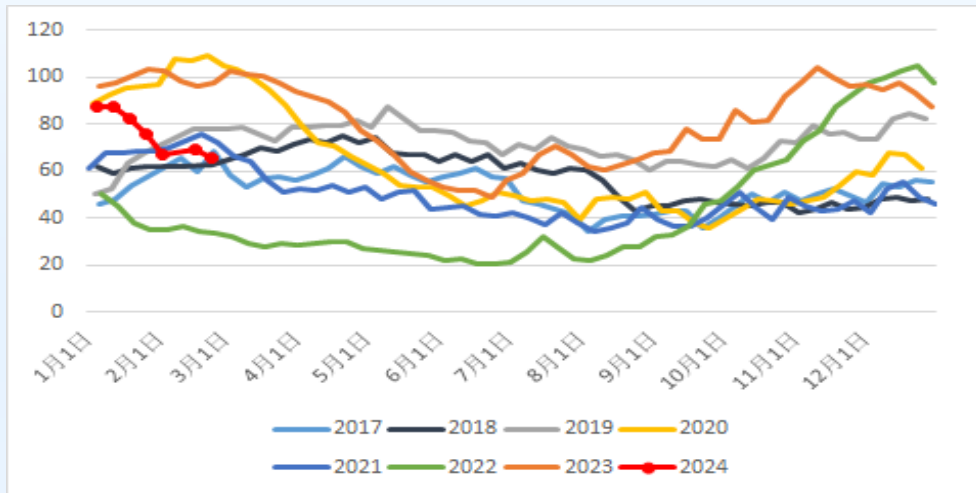
风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。



从国内油脂市场来看，节后油厂陆续开机，豆油短期供应偏低，且下游迎来集中补库，豆油库存持续下降，截至2月23日当周，国内豆油库存为91.3万吨，环比减少0.11%，同比增加19.53%。但是，4月份之后，随着南美大豆进入到港高峰期，国内豆油供需或逐步转向宽松。

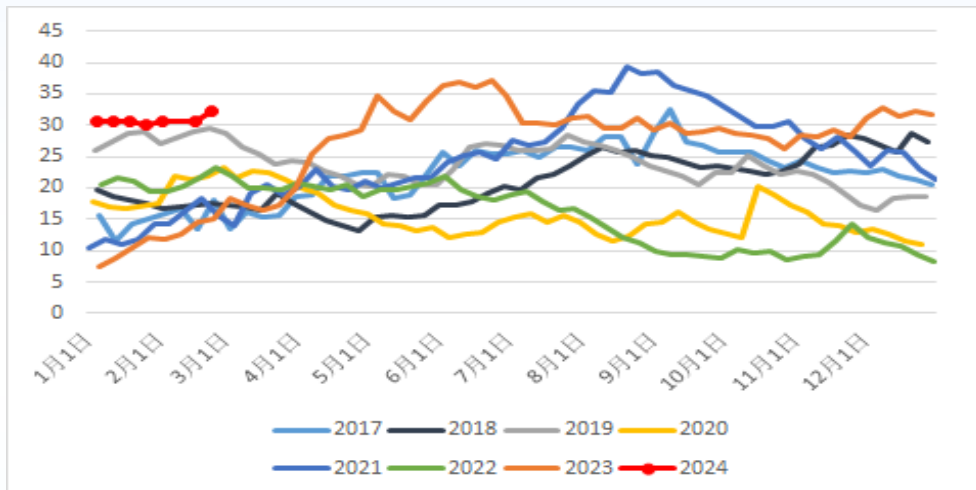
图9：国内棕榈油周度库存（单位：万吨）



数据来源：我的农产品网，上海中期

国内棕榈油库存持续下降，截至2月23日当周，国内棕榈油库存为65.935万吨，环比减少4.81%，同比减少32.60%，2-3月棕榈油买船偏低，基差表现较为坚挺，但豆棕价差降至负值区间，棕榈油现价降低，后期棕榈油或延续去库，棕榈油现货维持供应偏紧。

图10：华东地区菜油库存（单位：万吨）



数据来源：我的农产品网，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

就菜油而言，国内近月菜籽菜油到港仍处高位，2 月份菜油库存相较往年处于偏高水平，截至 2 月 23 日，华东主要油厂菜油库存为 32.28 万吨，环比增加 5.52%，同比增加 115.92%。近期菜籽进口利润改善，且加拿大和俄罗斯菜籽出口压力偏大，2-4 月份菜籽到港仍处高位，菜油供应较为充足，去库速度持续偏慢，预计维持宽松供应格局。

#### 四、观点及风险提示

综合来看，棕榈油产地以及国内双双去库，给棕榈油行情带来支撑，但是，4 月份阿根廷大豆上市后，豆油供应压力将显著上升，且菜油、葵油供应暂不缺乏，油脂难以形成多因素共振的趋势性行情，或整体维持宽幅震荡运行，建议采取波段操作。

**风险点：**（1）近月马来和印尼棕榈油国内需求持续表现偏强，关注生柴消费能否超预期。  
（3）阿根廷新作大豆上市后，关注阿根廷大豆压榨及豆油出口节奏。

（执笔：雍恒）

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。