



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2024-04-26

油脂：关注油脂间价差做扩趋势

王俊

农产品分析师

从业资格号：F0273729

交易咨询号：Z0002942

☎ 028-86133280

✉ wangja@wkqh.cn

斯小伟（联系人）

农产品分析师

从业资格号：F03114441

☎ 028-86133280

✉ sxwei@wkqh.cn

报告要点：

今年前期的走缩行情与前几次较为相似，均是在马棕减产季节形成豆棕、菜棕价差的走缩，随后在预期马棕累库期开启及豆菜播种季开启时期价差走扩。棕榈油与豆菜油之间占据主导地位的供应影响因素会决定某段时间的价差趋势。

未来几个月棕榈油的季节性产量应处于回升趋势，因去年棕榈油产区的干旱影响程度较小，后期大概率也不会形成2016年7月同比减产超预期的情形，但树龄老化的问题也仍有交易空间，棕榈油应该还是处于宽幅震荡趋势。

我们认为后期随着棕榈油季节性增产开启，叠加菜籽的种植面积下降及俄罗斯天气不利，菜棕价差未来仍处于做扩趋势，大豆的面积及天气暂时看不到太大利好，但豆棕价差的估值吸引力较大，且整个美豆的播种、生长交易窗口较长，预计价差中性情况也是企稳为主，建议逢低布局。单边方面由于国内菜油、菜籽库存及后期供应较大，豆油库存也较高，国内基本面暂无亮点，预计跟随国际油脂定价为主，在棕榈油供增需增背景下，棕榈油预计宽幅震荡，而豆菜油由于估值较低，在豆菜生长季或有一定上涨空间。

一、近期行情回顾

近期豆棕、菜棕价差出现了季节性的反转趋势，前期豆棕价差复刻 2022 年行情，菜棕价差更是达到历史极值。随着棕榈油累库预期的开启及豆菜播种期的来临，近期价差均出现反转，而在近日，菜油更是因为盘面交易欧洲 4 月后期的冻害出现出现暴涨，但加菜籽和欧菜籽表现似乎并没有郑州盘面如此看好。因此本文对近期油脂相关信息做梳理，并对后市尝试展望。

二、本轮豆棕、菜棕价差反转与前期类似行情的对比总结

对比豆棕、菜棕价差的季节性图形，可以看出季节性规律比较明显。在每年 10 月份到 2 月底，豆棕价差趋于走缩，有些年份会蔓延到 5、6 月份。菜棕价差相对更明显，一般在 10 月到 4 月初趋于走缩，4 月以后逐渐转扩。与今年走势类似的是 2023 年、2022 年、2017 年和 2016 年。

2023 年前期走缩，主要交易逻辑是马棕去库，而全球大豆丰产，国内大豆大量到港，豆油预期累库，而在 5 月中旬的价差企稳则是由于马棕预期累库，美豆端出现了干旱初期迹象，豆油和棕榈油虽然同时下跌，但价差企稳。进入 7 月，马棕迎来高产期，美豆天气仍然不稳定，豆油、棕榈油低位齐涨，豆棕价差开始走扩。

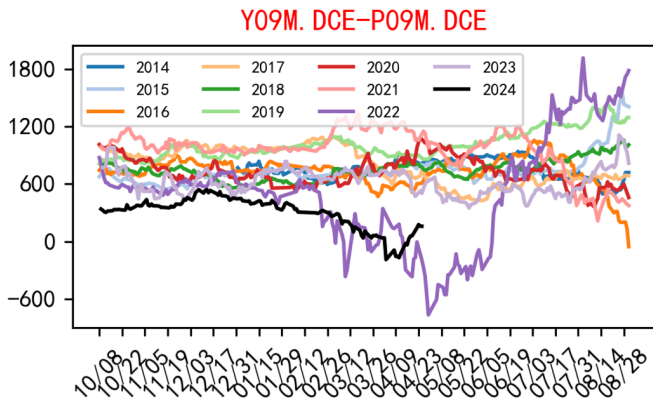
2022 年一季度东南亚正处于减产季，俄乌战争爆发原油大涨，引发植物油供应担忧，印尼 DMO 调整支持又使可出口量下降，棕榈油报价水涨船高，豆棕、菜棕价差走缩。进入二季度，东南亚棕榈油开始增产，印尼库存面临胀库压力，接连调整棕榈油出口政策，大宗商品市场也在美联储激进加息打压下偏空，棕榈油、豆油高位下跌，极端的价差得到修复。

2017 年、2016 年的前期走缩大抵也是如此，减产季节叠加一些驱动因素导致棕油强于豆油和菜油，2017 年后期走扩则源于美豆干旱天气交易，豆油、菜油的涨幅大于棕榈油。2016 年 4 月到 7 月的走扩则是棕榈油累库预期开启触及高位回落，豆油因交易阿根廷尾部天气风险带来的美豆大涨而企稳，从而带来豆棕价差的走扩，不过，由于 7 月初，预期的马棕产量回升不及预期，又带来了棕榈油的交易空间，导致当年豆棕价差又回到了低位。

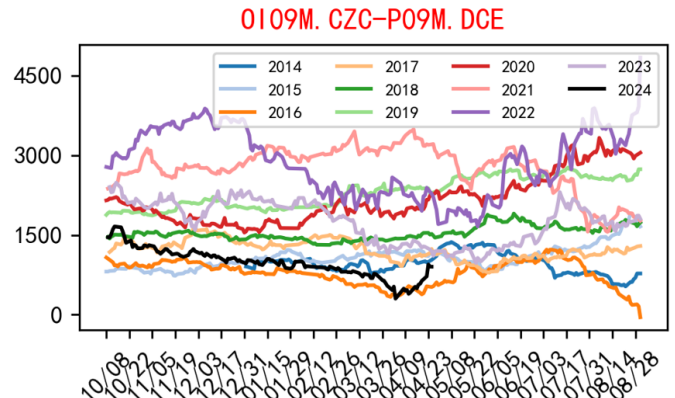
总结下来，今年前期的走缩行情与前几次较为相似，均是在马棕减产季节形成豆棕、菜棕价差的走缩，随后在预期马棕累库期开启及豆菜播种季开启时期价差走扩。棕榈油与豆菜油之间占据主导地位的供应影响因素会决定某段时间的价差趋势。

图 1：豆棕 09 价差（元/吨）

图 2：菜棕 09 价差（元/吨）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

三、油脂未来供应及展望

未来几个月棕榈油的季节性产量应处于回升趋势，因去年棕榈油产区的干旱影响程度较小，后期大概率也不会形成 2016 年 7 月同比减产超预期的情形，但树龄老化的问题也仍有交易空间，棕榈油应该还是处于宽幅震荡趋势。

大豆方面，美豆播种进度较为正常，巴西收获进度也较为正常，但南里奥格兰德州的降雨较大，可能延缓收割，同样，阿根廷前期降雨较多，也减缓了收获进度，截至 4 月 17 日，阿根廷 2023/24 年度大豆收获进度为 13.9%，高于一周前的 10.6%，但是比五年均值落后 22 个百分点。未来两周阿根廷降雨已经较少，收获进度会加快。因此大豆基本上给美豆的利好并不多。

菜籽方面对 24/25 新作利好较多，在交易欧洲冻害之前，德国油世界、欧洲 COCERAL 已经下调了欧洲菜籽产量预估约 150 万吨，主要是罗马尼亚的菜籽种植面积下降，转而种植向日葵。俄罗斯农业部也预期其今年油籽将减产 190 万吨。根据 JRC 的分析，3 月初以来俄罗斯降水量在大部分耕地地区显著低于长期平均水平（通常在 3 至 30 毫米范围内），降水量较长期平均水平低 40%至 90%，而去年俄罗斯天气状况较好，油籽几乎实现了 ssss 最高单产，因此今年的产量下调是可以理解的。此外加拿大农业部预计种植面积下调 3.1%，但澳洲预计将从去年的减产中恢复，美国农业部预计其将增产 80 万吨。那么截至目前，我们统计出来菜籽 24/25 年度或减产 200 万吨左右。

因此，我们认为后期随着棕榈油季节性增产开启，叠加菜籽的种植面积下降及俄罗斯天气不利，菜棕价差未来仍处于做扩趋势，大豆的面积及天气暂时看不到太大利好，但豆棕价差的估值吸引力较大，且整个美豆的播种、生长交易窗口较长，预计价差中性情况也是企稳为主，建议逢低布局。单边方面由于国内菜油、菜籽库存及后期供应较大，豆油库存也较高，国内基本面暂无亮点，预计跟随国际油脂定价为主，在棕榈油供增需增背景下，棕榈油预计宽幅震荡，而豆菜油由于估值较低，在豆类生长季或有一定上涨空间。

图 3：COCERAL 欧洲油籽产量预估（千吨）

图 4：COCERAL 罗马尼亚菜籽产量预估（千吨）

Area: 1,000 ha Yield: 100 kg/ha Production: 1,000t	UK		Serbia		Bosnia		Ukraine		TOTAL NON-EU		TOTAL EUROPE	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
RAPE												
area	391	315	30	35			1,450	1,475	1,871	1,825	8,050	7,675
yield	31.1	32.8	29.6	30.0			30.0	27.0	30.2	28.1	31.9	31.6
production	1,216	1,034	89	105			4,350	3,983	5,654	5,122	25,711	24,252
SUNFLOWER												
area			230	270			5,600	5,900	5,830	6,170	10,568	11,085
yield			26.0	29.5			25.0	24.0	25.0	24.2	23.7	23.1
production			598	797			14,000	14,160	14,598	14,957	25,084	25,563
SOYBEANS												
area			235	190	7	7	1,795	1,850	2,037	2,047	3,180	3,241
yield			20.0	26.0	20.6	20.6	26.9	25.5	26.1	25.5	26.5	26.2
production			470	494	14	14	4,829	4,718	5,313	5,226	8,413	8,498
TOTAL OILSEEDS												
area	391	315	495	495	7	7	8,845	9,225	9,738	10,042	21,797	22,001
yield	31.1	32.8	23.4	28.2	20.6	20.6	26.2	24.8	26.1	25.5	27.2	26.5
production	1,216	1,034	1,157	1,396	14	14	23,179	22,860	25,565	25,304	59,208	58,314

数据来源: COCERAL

	Romania		Bulgaria		Croatia		TOTAL EU - 27	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
	660	440	110	102	40	40	6,179	5,850
	32.0	27.5	28.5	30.0	28.3	29.0	32.5	32.7
	2,112	1,210	314	306	113	116	20,056	19,131
	1100	1210	905	890	45	45	4,738	4,915
	22.5	21.5	22.5	23.0	30.0	31.0	22.1	21.6
	2,475	2,602	2,036	2,047	135	140	10,486	10,607
	155	152	45	44	87	90	1,143	1,194
	23.0	21.0	15.0	15.5	21.0	30.0	27.1	27.4
	357	319	68	68	183	270	3,100	3,272
	1,915	1,802	1,060	1,036	172	175	12,059	11,959
	25.8	22.9	22.8	23.4	25.1	30.0	27.9	27.6
	4,944	4,131	2,417	2,421	431	526	33,643	33,010

数据来源: COCERAL

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn