

## 供给持续改善，棕榈油继续寻底

### ——2023 年棕榈油年报

#### 观点概述

棕榈油从供给方面看，马来西亚尽管劳工短缺依旧，但产出已在持续恢复，考虑到各国疫情防控的进一步放松，配合下半年产地的降雨，我们认为明年上半年马来西亚供给进一步恢复的可能较大。印尼今年的产出损失主要来自非理性政策的扰动，整体仍处于相对稳定的高产节奏中，预计明年供给端的恢复仍是主旋律。

下半年产地与主要销区的累库一方面源自需求恢复节奏偏慢，另外也有可能来自隐性库存的释放。当前棕榈油与其他油脂的价差有利于维持传统食用消费的复苏。生柴需求受原油持续走弱带动，下半年表现一般，考虑到俄乌战争的进程以及高利率对消费的打击，个人对明年上半年生柴消费持偏弱判断，预计同比小幅下滑，国内棕榈油整体消费 23 年上半年预计小幅提升。

从价格结构看，目前的基差处于偏弱水平，月间结构显示市场预期偏弱，当前持仓偏低缺乏资金关注。如果供给端不能出现预期外收缩，预计明年上半年棕榈油价格重心仍有进一步下移可能，价差方面，可等待南美天气窗口给出的再次做扩机会。

#### 风险提示：

- 1、原油意外大幅上涨。
- 2、产地供给恢复不及预期。

研究员：王晨希

邮箱：wangcx@ghlsqh.com.cn

TEL：0571-85135805

从业资格号：F3019654

投资咨询资格号：Z0011802

发表时间：2022/12/15

## 一、行情简要回顾

图 1：棕榈油价格走势



数据来源：同花顺，国海良时期货研究所

棕榈油 2022 年经历了波澜壮阔的一年，全年价格波动剧烈，上下半年行情迥异。

1-5 月，一季度产区供给依然保持偏紧节奏，产销区库存紧张持续推升期价，俄乌战争的爆发导致乌克兰油料供应受阻叠加原油大幅上涨带动棕榈油价格大幅拉升。尽管随后棕榈油一度小幅调整，但印尼出台的限制棕榈油出口禁令给市场带来了最后的疯狂，5 月棕榈油价格一度超过 16000 元/吨，盘面一度大幅升水豆油期价。

5-12 月，随着印尼棕榈油停止出口，其国内库存暴增，在产出提升、乌克兰油料作物出口改善影响下，棕榈油持续大跌，棕榈油期价跌至 8000 元/吨左右，三四季度棕榈油基本以弱势横盘震荡为主，现货基差持续收缩，价格表现低迷。

## 二、主产地供给改善、库存累积

### 2.1 全球供给预计改善，库存保持偏宽松结构

图 2：主产国 22-23 年度产量预估

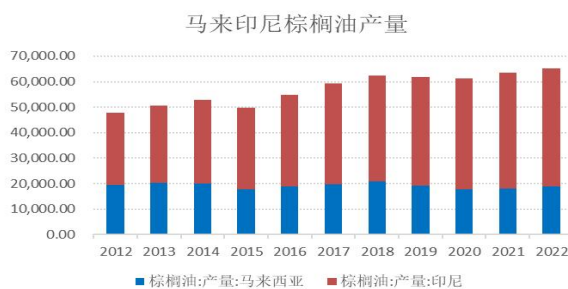


图 3：22-23 年度全球期末结转库存预估



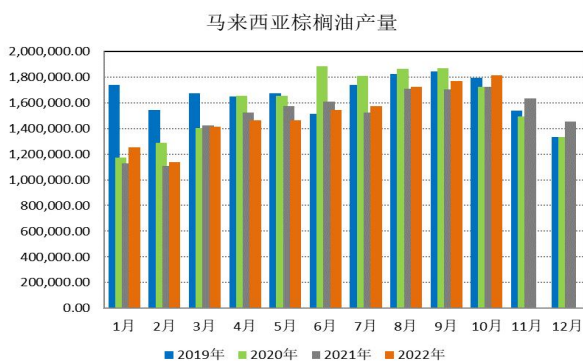
数据来源：USDA，国海良时期货研究所

数据来源：USDA，国海良时期货研究所

USDA 预估的 22-23 年度（10 月至来年 9 月）马来西亚棕榈油产量为 1880 万吨，预估增长 64.8 万吨，印尼产量预估为 4650 万吨，同比增长 120 万吨。全球棕榈油期末库存 1657 万吨，较上一年度减少 19 万吨，当前对新市场年度预估仍保持相对乐观。

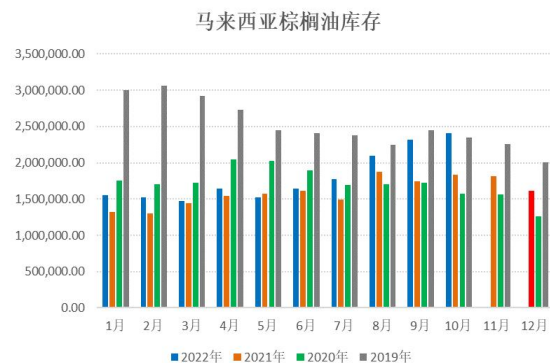
## 2.2 马来西亚预计库存继续累积

图 4：马来西亚棕榈油月度产量



数据来源：MPOB，国海良时期货研究所

图 5：马来西亚棕榈油库存

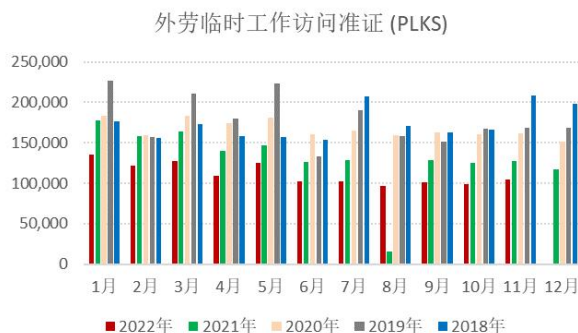


数据来源：MPOB，国海良时期货研究所

马来西亚棕榈局的数据显示，22 年 10 月马来西亚棕榈油产量为 181.36 万吨，较 9 月的 177.04 万吨增加 4.32 万吨，环比增加 2.44%。进口量为 6.63 万吨，较 9 月的 13.23 万吨下降 6.6 万吨，环比下降 49.85%。出口量为 150.38 万吨，较 9 月的 142.32 万吨增加 8.06 万吨，环比增加 5.66%。月末库存为 240.37 万吨，较 9 月的 231.7 万吨增加 8.67 万吨，环比增加 3.74%。

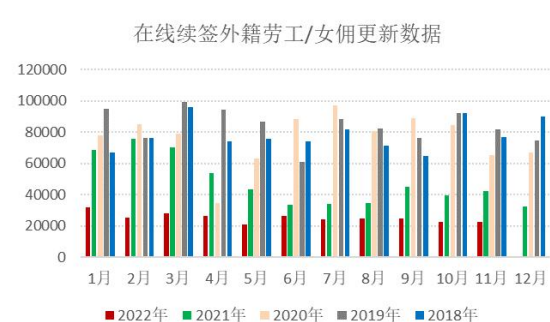
1-10 月累计产量达到 1515.3 万吨，同比增长接近 1%，但 7-10 月马来西亚棕榈油月度产量同比增幅均已转正，从 8 月开始，同比增幅逐步提升。不过 2022 年 10 月棕榈油产量较 19 年之前依然存在一定差距，当前产出水平尚未恢复到正常状态。

图 6：马来西亚外劳临时工作访问签证



数据来源：马来西亚劳工部，国海良时期货研究所

图 7：在线外籍劳工申请数量



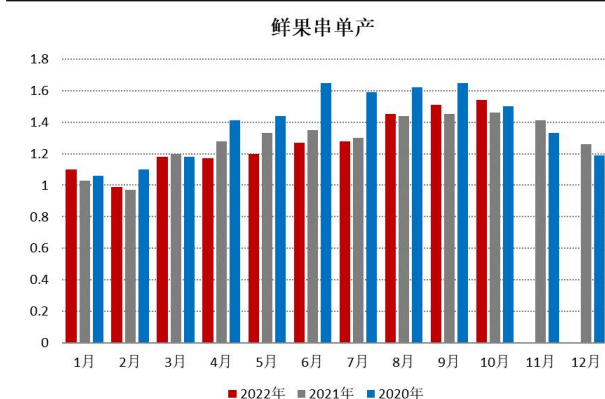
数据来源：马来西亚劳工部，国海良时期货研究所

劳工方面，我们看到的签证发放量同比出现较大下降，1-11 月临时工作访问签证数量月均只有 11.1

万，较去年下降 14.1%。1-11 月临时申请+续签的累计数量较去年同期下降幅度更是达到 24.15%。我们都知道过去两年马来西亚棕榈油产量下降主要受劳工短缺影响，但 2022 年马来西亚劳工短缺的问题并未解决甚至愈发严重。根据 MPOB 数据，疫情前棕榈产业工人数量约 34 万人，从马来西亚棕榈油协会 MPOA 公布的数据显示今年多数时间劳工缺口在 30%左右。自 2020 年起种植园始终面临劳工短缺困扰，中间疫情防控导致的外籍劳工返乡及入境受阻一直未能有效解决，马来西亚劳工部公布的入境签证高频数据也证实了这一点。

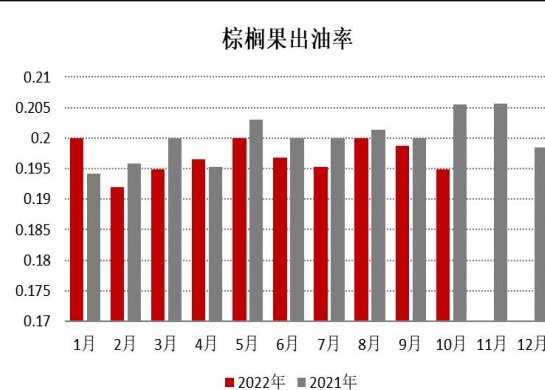
对棕榈油产量影响最为直接的是工人中负责收获果串的群体，一方面棕榈果收割一直未能解决机械化问题，另一方面，棕榈树铲果工对经验要求偏高，新的工人难以快速顶替。不过田间作业的机械化推进能在一定程度上缓解工人短缺问题。最近两个月棕榈果单产的提升对比出油率下降也从侧面证实了这一点。

图 8：马来西亚棕榈鲜果串单产



数据来源：MPOB，国海良时期货研究所

图 9：马来西亚棕榈果出油率



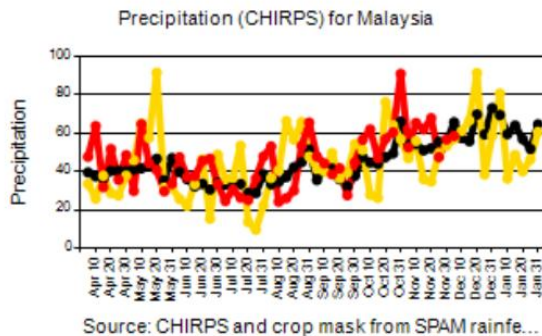
数据来源：MPOB，国海良时期货研究所

马来西亚在推动劳工入境方面采取了多种措施，包括提高检疫隔离能力，与印尼等主要劳工输入国签署协议等措施。但实际入境数量显示劳工问题依然未能有效解决，这里面有马来西亚相关申请、入境程序问题，也有印尼劳工转向国内油棕产业的问题，这种就业转向在中短期不会立刻回转。工人问题不能有效解决对马来西亚棕榈油产量的恢复是一个重要隐患，将延迟马来西亚棕榈油恢复至疫情前状态的时间。展望 23 年，我们认为随着疫情防控的进一步放开以及棕榈产业机械化的持续推进，劳工入境数量进一步改善应该是大概率事件。

图 10：马来西亚主产区降雨量

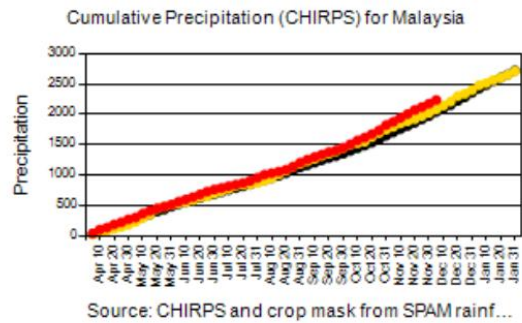
图 11：马来西亚主产区累积降雨





— 2022 / 2023 — 2021 / 2022 — Normal

数据来源：USDA，国海良时期货研究所



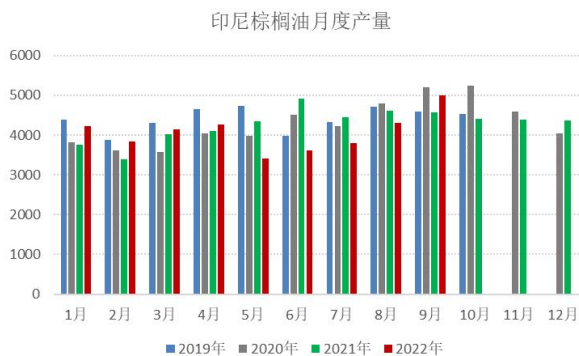
— 2022 / 2023 — 2021 / 2022 — Normal

数据来源：USDA，国海良时期货研究所

天气方面，马来西亚过去 6 个月的降雨相对充沛，产出端我们认为 23 年上半年棕榈果单产应保持较高水平，收获情况则需关注劳工补充进度，如工人入境节奏偏慢预计则保持四季度产出增长幅度，节奏乐观则产出将有进一步改善。

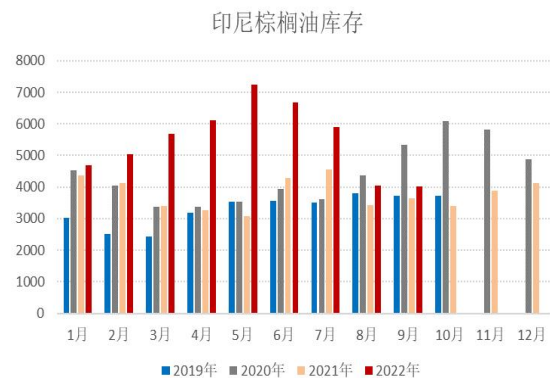
### 2.3 印尼非理性政策后去库长路漫漫

图 12：印尼棕榈油产量



数据来源：GAPKI，国海良时期货研究所

图 13：印尼棕榈油库存



数据来源：GAPKI，国海良时期货研究所

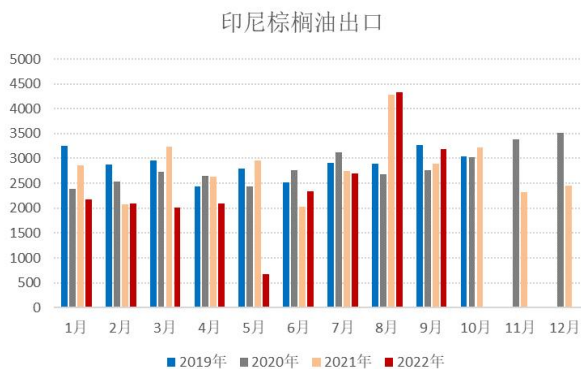
印尼 4 月 28 日开始停止出口所有食用油及棕榈油原料，但仅仅在 5 月 19 日印尼总统即宣布将从 5 月 23 日起全面解除棕榈油出口禁令，不到一个月的时间里出口禁令即无疾而终。出口禁令出台的背景是印尼国内高企的通胀，以及棕榈油国内限售的失效，最终棕榈油成为政治博弈的牺牲品，官僚寄希望通过草率的出口禁令改善国内油脂供应，但作为全球最大的棕榈油生产国和出口国，印尼政府完全高估了国内的储备能力，也未能为出口禁令的衍生影响做好准备。出口禁令之后的印尼国内库存暴增以及棕榈果销售困难、放弃采摘反而导致种植业集体抗议。而出口禁令也成为棕榈油乃至整个油脂市场转向的催化剂，在棕榈油带动下油脂板块在 5 月初创出高点之后即掉头向下展开了波澜壮阔的下跌行情。

现在回顾 2022 年印尼棕榈油供需我们可以发现，前三季度印尼棕榈油累计产量反而呈现同比下降

趋势，降幅为 4%，产量下降主要源自 5-7 月出口禁令造成的采摘损失，因为胀库导致弃收，根据正常产量同比推算损失的产量约为 350 万吨左右。所以整个三季度印尼的工作主要以消化异常库存为主，印尼棕榈油库存从最高的 723 万吨逐步降至 9 月底的 402.5 万吨。截至 9 月底的库存已经降至近年来偏低状态，但考虑到收割恢复正常，在没有劳工困扰，天气相对正常的节奏下，我们判断四季度印尼的库存恢复累库概率较大。出口的提升并不能有效抵消产出的改善，对明年一季度乃至上半年印尼的产出进行预估，我们依然保持供给继续恢复的判断，库存继续累积也将延续。

图 14：印尼棕榈油出口

图 15：印尼棕榈油关税及 LEVY 调整



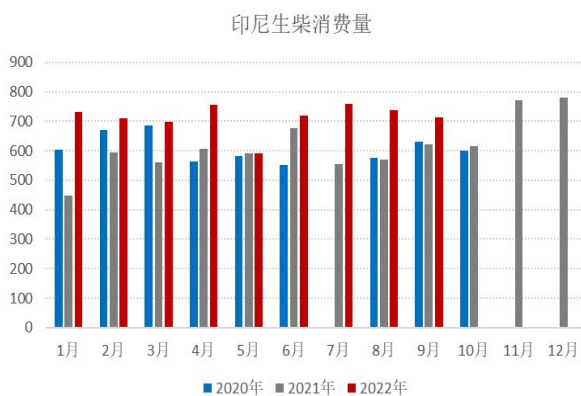
数据来源：GAPKI，国海良时期货研究所

数据来源：GAPKI，国海良时期货研究所

需求方面，印尼在出口禁令放开之后，通过 DMO 及出口费专项免除刺激出口，我们看到的主要销区国家下半年棕榈油进口均有明显提升，印尼棕榈油出口数据亦表现良好。不过出口专项免除优惠政策调整之后，预计 2023 年印尼棕榈油出口成本将有一定提升，这对明年上半年的印尼棕榈油出口有一定不利影响。

图 16：印尼生柴消费量

图 17：印尼生柴生产量



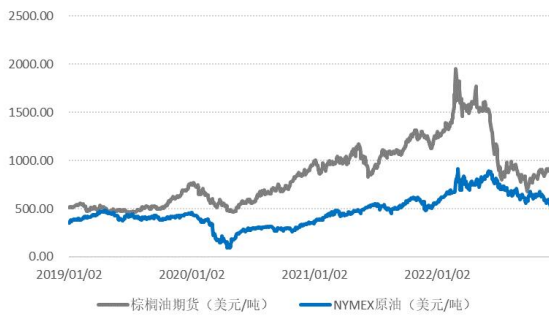
数据来源：GAPKI，国海良时期货研究所

数据来源：APORI，国海良时期货研究所

图 18：BMD 棕榈油与原油走势图

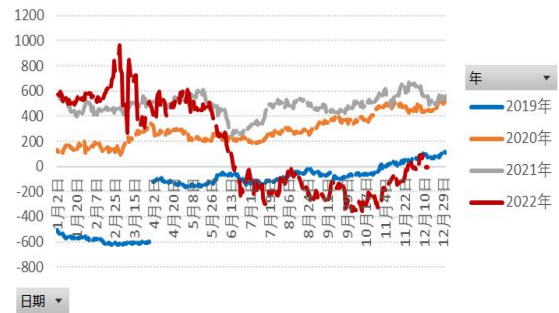
图 19：POGO 价差

毛棕榈油与原油走势图



数据来源：同花顺， 国海良时期货研究所

POGO价差



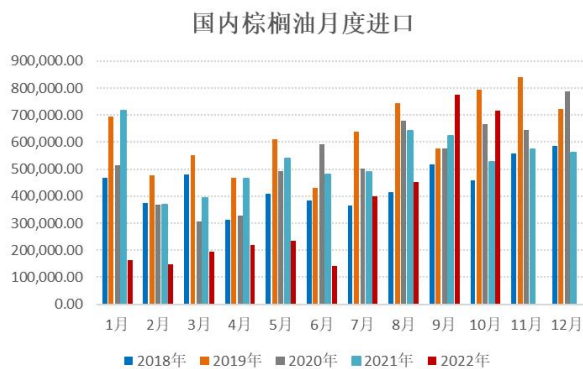
数据来源：国海良时期货研究所

生物柴油方面,印尼棕榈油协会公布的数据,1-9月生柴消费量累计为641.3万吨,同比增长22.8%,生柴消费的大幅提升主要受今年生柴利润的驱动,考虑到原油价格四季度的持续走低以及明年上半年能源市场均缺乏有效驱动,我们认为明年上半年在B40尚未制定明确时间表的背景下,生柴消费同比将有一定下滑。

### 三、国内棕榈油库存累积

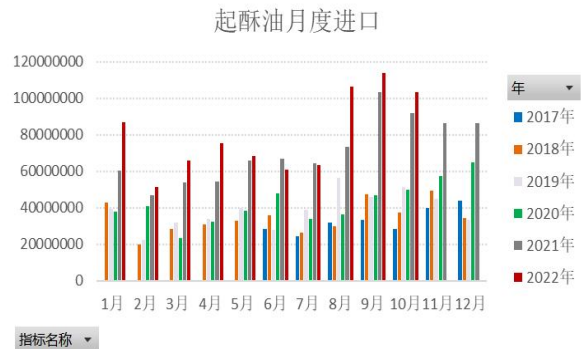
#### 3.1 进口大幅提升, 替代品进口增长明显

图 20: 国内棕榈油进口量



数据来源：中国海关，国海良时期货研究所

图 21: 国内起酥油进口量 (单位千克)

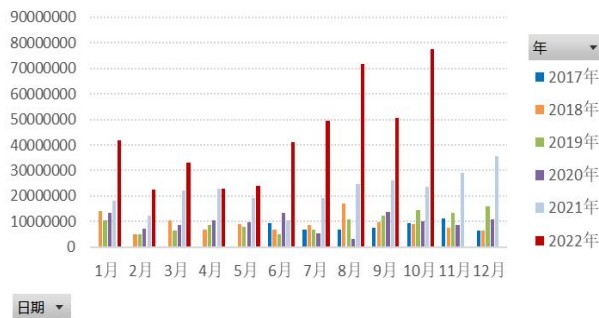


数据来源：中国海关，国海良时期货研究所

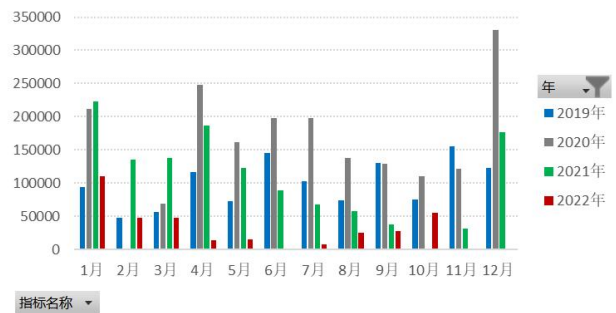
图 22 :国内氢化植物油进口量了 (单位千克)

图 23 :葵花籽油进口量

氢化植物油进口



葵花籽油进口



数据来源：中国海关，国海良时期货研究所

数据来源：同花顺，国海良时期货研究所

传统口径的 24 度精炼、硬脂及其他种类 1-10 月累计进口达到 344.5 万吨，去年同期 524.4 万吨。上半年主要受进口严重倒挂尤其是二季度产地出口受限，月度进口下滑严重。但自 6 月棕榈油大跌以来，国内棕榈油进口量持续提升，9 月、10 月传统口径棕榈油月度进口量更是连续两个月超过 70 万吨，进口利润窗口的打开在一定程度上刺激了国内进口。尤其是伴随现货价格的崩塌，棕榈油基差的快速收缩也改善了进口商的套保环境。同时棕榈油与其他油脂价差的快速扩张也有利于刺激下游消费的复苏。

起酥油及氢化植物油分别是作为 24 度精炼的替代品和下游产品进口使用，近两年由于税收成本优势进口规模稳步增加，1-10 月起酥油累计进口 79.6 万吨，去年同期 68.1 万吨，氢化植物油累计进口 43.4 万吨，去年同期 20 万吨。传统口径+替代品进口，1-10 月累计进口较去年同期减少 151.4 万吨，不过 7-10 月替代品进口较去年同期均有较大增长。

小品种油脂方面，葵花籽油自俄乌战争之后始终未能恢复，主要进口地乌克兰和俄罗斯的葵花籽油进口均有大幅下滑。从总量看 1-10 月初榨葵花籽油进口同比减少 70 万吨，这部分市场份额必然由其他油脂替代，在一定程度上提升了对棕榈油的需求。

图 24:国内棕榈油表观消费

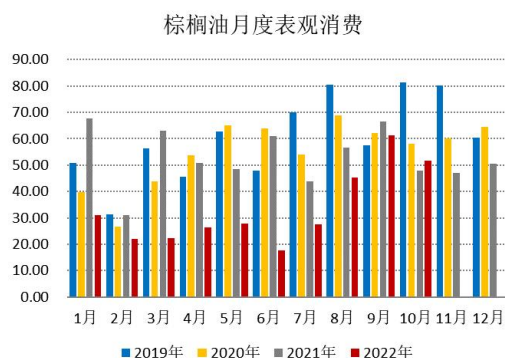


图 25:棕榈油国内库存



数据来源：中国海关，国海良时期货研究所

数据来源：同花顺，国海良时期货研究所

进口在过去几个月快速增长，但需求未能有效匹配，导致国内棕榈油库存快速累积，按照中华粮



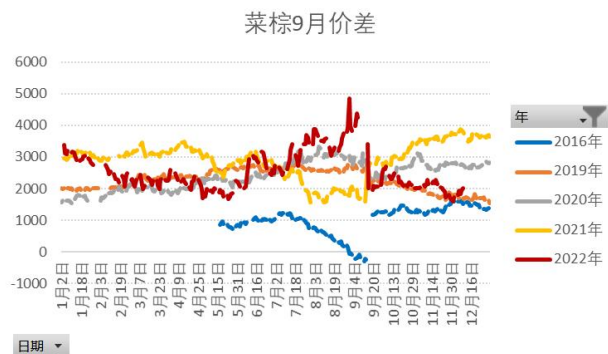
油商务网的数据，截至 12 月上旬，国内棕榈油库存达到 93.4 万吨，较年中的二十余万吨大幅提升。对比表观消费数据我们可以发现，三季度伴随价格大幅下挫，表观消费缓慢恢复，截至 10 月表观消费量已超过去年同期水准，如果计算起酥油和氢化植物油数量，当前消费水平和疫情之前已较为接近，不过和 19 年的峰值水平仍存在一定差距。

总的来看，在疫情防控放松的背景下，我们认为明年一季度至二季度是需求逐步恢复至疫情前状态的过程，需求的恢复有利于棕榈油消费的保持，葵花籽油等小品种油脂预计明年进口供应较 2022 年略有改善，但幅度相对有限。预计 23 年度棕榈油消费将保持增长态势，预计 2 月前后将是国内库存拐点。

### 3.2 价差有利于维持消费提升，基差偏低

图 26:国内棕榈油表观消费

图 27:棕榈油国内库存



数据来源：中国海关，国海良时期货研究所

数据来源：同花顺，国海良时期货研究所

当前棕榈油与豆油价差处于中等偏低水准，前三季度豆棕价差剧烈波动，上半年由于棕榈油价格坚挺，棕榈油一度大幅升水豆油价格，尤其是 5 月上旬，棕榈油现货的极度紧张导致豆棕价差出现极端走势。但随着棕榈油价格的大幅走弱，豆棕价差在下半年快速回归至正常水准。12 月中旬豆棕价差在 750 元左右，处于近几年同期中等偏低水准。棕榈油与菜油 9 月合约价差变化与豆棕价差略有区别，5 月开始菜油价格同样出现较大跌幅，菜棕价差走阔更多受棕榈油相对偏弱影响，三季度以来，由于菜油价格持续表现低迷，菜棕油价差亦出现走弱态势，截至 12 月中旬 9 月菜棕价差约为 2100 元，整体处于同期偏低水准。

目前棕榈油与其他油脂价差在三季度得到有效修复，尽管目前处于同期偏低水准，但仍有利于维持棕榈油的价格竞争力。如果产地继续保持四季度的恢复节奏，国内明年上半年预计保持高库存应是大概率情况。而豆棕价差考虑到南美天气炒作惯性，预计一季度豆棕价差小幅收缩概率较大。考虑到菜籽供应的改善，明年一季度菜油供应仍将维持相对充裕水准，新季加菜籽面积变化或将对二季度尤其是 5 月及以后菜棕价差造成较大冲击。从当前时间点看，我们认为棕榈油延续油脂中相对偏弱排序观点不变。

图 28: 广州地区对 5 月合约基差

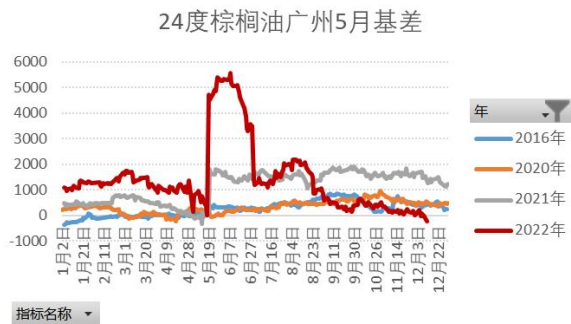
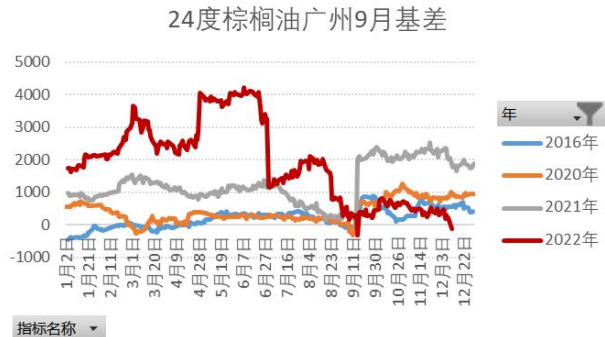


图 29 :广州地区对 9 月合约基差



数据来源：中国海关，国海良时期货研究所

数据来源：同花顺，国海良时期货研究所

下半年是棕榈油现货由极强向极弱快速转变的一年，反映到基差上面是从二季度的超高正基差转为现在的现货对近月合约小幅贴水。考虑到目前的库存水平以及产地供给的改善趋势，外部原油走弱对生柴需求的拖累，我们认为明年上半年现货端的相对弱势地位仍难以改变，现货对盘面的支撑仍将十分有限，结合价差与基差判断我们认为棕榈油估值中等偏低。

## 四、总结

棕榈油从供给方面看，马来西亚尽管劳工短缺依旧，但产出已在持续恢复，考虑到各国疫情防控的进一步放松，配合下半年产地的降雨，我们认为明年上半年马来西亚供给进一步恢复的可能较大。印尼今年的产出损失主要来自非理性政策的扰动，整体仍处于相对稳定的高产节奏中，预计明年供给端的恢复仍是主旋律。

下半年产地与主要销区的累库一方面源自需求恢复节奏偏慢，另外也有可能来自隐性库存的释放。当前棕榈油与其他油脂的价差有利于维持传统食用消费的复苏。生柴需求受原油持续走弱带动，下半年表现一般，考虑到俄乌战争的进程以及高利率对消费的打击，个人对明年上半年生柴消费持偏弱判断，预计同比小幅下滑，国内棕榈油整体消费 23 年上半年预计小幅提升。

从价格结构看，目前的基差处于偏弱水平，月间结构显示市场预期偏弱，当前持仓偏低缺乏资金关注。如果供给端不能出现预期外收缩，预计明年上半年棕榈油价格重心仍有进一步下移可能，价差方面，可等待南美天气窗口给出的再次做扩机会。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，未免发生疑问，所请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。

本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用请遵循原文本意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有期货投资咨询业务资格。