

交易咨询资格号：
证监许可[2012]112

油脂油料
专题报告

2023 年 2 月 3 日

分析师

史恒昱

油脂与谷物首席分析师

期货从业资格：F3053587

投资咨询资格：Z0014323

巩力赫

期货从业资格：F3075630

投资咨询资格：Z0018003

联系电话：18866103123

E-mail: glh941023@163.com

客服电话：400-618-6767

公司网址： www.ztqh.com

摘要

- 最近半年多的时间里，棕榈油的行情从图形上来看基本就一横盘震荡，这半年多时间里油脂一直横盘的根本原因是自打印尼取消出口禁令以后市场里就再没有出现特别突出的基本面矛盾，而粕的基本面故事更多，把本来就不太高的波动率份额从油这里抢走了。
- 我们需要关注可能对年度平衡表产生很大影响的一个东西，就是东南亚的产量恢复。产量恢复的动力可能来自两个方面：马来劳动力的恢复和印尼马来的产量自然增长。面对迟早要恢复的马来劳动力和印尼只要正常自然增长就能达到的比较惊人的自然增长，我不敢对 23 年的棕榈油行情看得太乐观。
- **风险提示：**马来劳动力恢复不及预期

中泰期货研究所



中泰期货服务号



23 年棕榈油基本面被忽视的灰犀牛

——油脂油料专题报告

最近半年多的时间里，棕榈油的行情从图形上来看基本就一横盘震荡，上上下下，不断地消耗着主观交易者们的热情和冲动。扯了半天基本面，最后一看全是宏观。什么 DMO、B35、B40、拉尼娜之类的甘蔗渣被嚼完了吐地上，然后过几天捡起来放嘴里嚼几下又吐地上，不光没啥味道了甚至还有点让人有点儿不适的感觉。

这不，前两天有朋友跟我说，马上 2 月 1 号了，这可是印尼的大日子啊，这棕榈油走的怎么还是这么不精神呢？

我问是什么大日子？

他说：B35 正式开始实施啊！

我说呀，我都没注意。

预期早早就被市场交易得不能更充分一些了，而且看变动率的话，B30 变成 B35，如果成品油消费不出现大波动也就是基数基本不变的话，这块消费的增量也就是 $5/30=17\%$ ，而当初 B20 变成 B30 的时候这块消费可是增加了 50% 的幅度的，这个冲击完全是不一样的。

从数量上来看，22 年印尼生物柴油的原料消费折合差不多 950 万吨毛油（使用 USDA 的生物柴油年报里的数字，我懒得去核印尼的数了差不多了太多），基数不变的情况下 B35 实际大概能带来不到 200 万吨的消费。前几天 GAPKI 说他们认为能带来 250-300 万吨消费，这是往多里说的，那其实平均到每个月里也就是 **20 多万吨** 的新增消费，我们先记住这个数字。

我觉得这半年多时间里油脂一直横盘的根本原因是自打印尼取消出口禁令以后市场里就再没有出现过特别突出的基本面矛盾，而粕的基本面故事更多，把本来就不太高的波动率份额从油这里抢走了。

观察技术图形，油脂现在的价格在长周期大区间的中部，价格说高不高说低也不低。后面价格往上涨一大波跟上之前类似工业品的节奏往前期高点靠一靠，是没啥问题的；宏观如果出现些什么问题，往下出溜一大段，奔向六字头，好像同样不存在什么特别大的问题。

尽管大家都知道特别长期的预测可能没什么用，但是最近好像突然同时出现了不少大幅看多或者看空油脂的人。这种局面很有趣。

我想给市场加的一点料是：我们需要关注可能对年度平衡表产生很大影响的一个东西，就是东南亚的产量恢复。

产量恢复的动力可能来自两个方面：马来劳动力的恢复和印尼马来的产量自然增长。

在疫情刚开始的 2020 年，在前三个季度，我们似乎没有人关注到劳动力的问题。

然后到了 2020 年的 10 月份以后，大家突然发现产量高峰期的产量上不来了。

后来市场逐渐找到的答案是马来劳动力的缺失，这个问题不光存在于油棕种植业，在马来全国的各个行业都普遍存在。

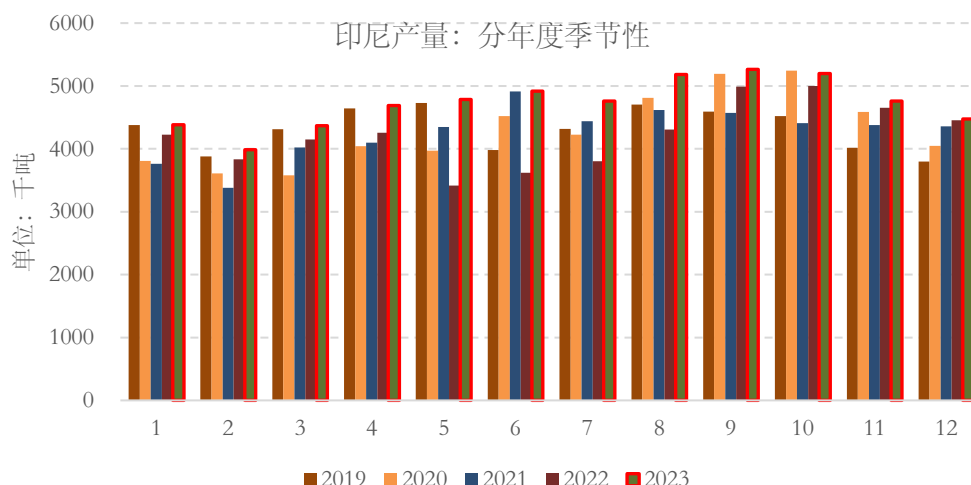
劳动力短缺的问题在马来的产量数据上兑现出来以后我是有点后悔的，因为这事儿的发生和作用时间是完全可以预期得到的——淡季的时候即使劳动力短缺可能问题也不大，但是旺季的时候想多拿产量就拿不到了。当时疫情已经非常严重了，劳动力短缺在马来这样严重依赖外国劳工的国家肯定会发生。这个事情发生的确定性基本跟疫情管控结束后春节期间国内乐观情绪和消费信心的复苏有的一拼，是个灰犀牛。

劳动力缺失的难题困扰着马来，持续至今，远超市场预估。早些时候大家一直觉得问题很快会得到解决的，可是并没有。

然而马来的劳动力迟早会恢复，就像之前劳动力短缺的发生一样。如果今年恢复到接近正常水平，那么最晚在进入三季度以后，马来的产量预估就得重新做了。现在我们还有充裕的时间，应该到马来摸一下具体情况，这个任务交给有钱有闲的小伙伴们吧，摸透了麻烦私信我一下。

接下来咱们说第二个问题，就是马来和印尼的产量自然增长，尤其是印尼，直接看图吧——

图表 1：印尼产量：分年度季节性



来源：GAPKI，中泰期货整理

印尼每年的产量都有一个比较稳定的同比增长，这个从上面月度产量里也能非常清楚的看出来。

23 年我自己放的总产量是 5600 万吨（按照 GAPKI 口径）。

你可能觉得这个数字很吓人。

但是其实你看看上面的图，这是很离谱的一个数字吗？

2022 年产量本来就不正常——印尼 5 月份禁止出口憋的那一下给后面四个月产量直接搞废掉了，9 月份以后才开始恢复正常。

然而恢复了正常的同比增速以后，23 年全年就比较有趣了。

这个增量远远超过了 B35 能带来的消费增量——产量的月均同比增幅能够达到 40 万吨！

好，保守一点，咱们给这个增幅对半打个折！那么 B35 的作用也基本完全被对冲掉了。谈何利多？

而现在还有一个要命的问题，就是销区的库存都已经很满了。

面对迟早要恢复的马来劳动力和印尼只要正常自然增长就能达到的比较惊人的自然增长，我不敢对 23 年的棕榈油行情看得太乐观。

写到这里吧。

俗话说没出正月都是年。

给大家拜个晚年吧，祝大家晚年幸福。

免责声明：

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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交易建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。