

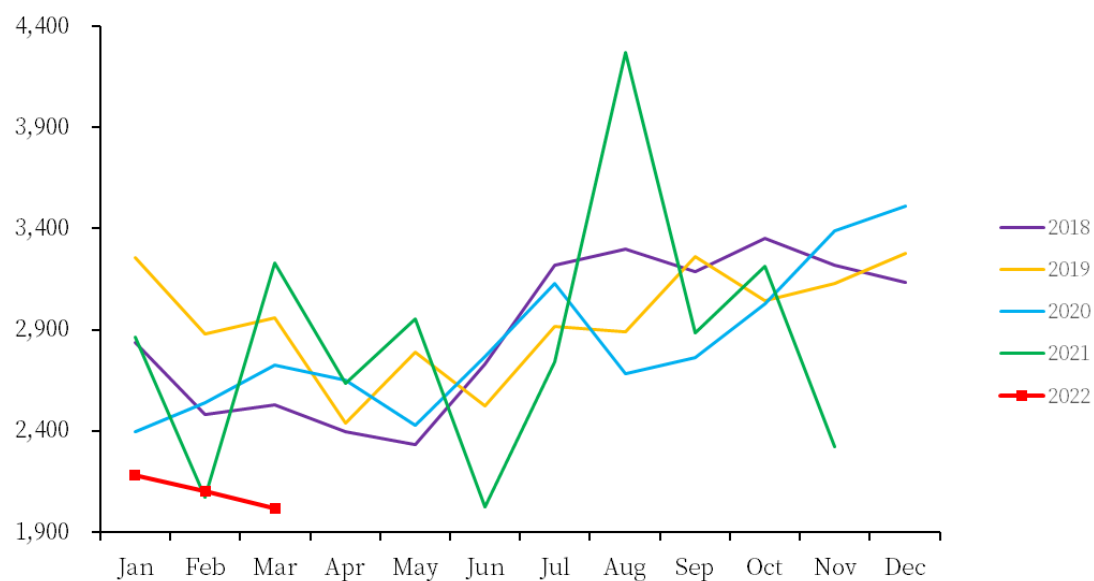
近期的棕榈油价格作为油脂下行的主要驱动，回调幅度与速率均为本轮油脂牛市最大级别。其中价格下行主要在反应印尼出口带来的冲击，四月底的印尼出口禁令把棕榈油推到风口浪尖，现在出口逐渐兑现棕榈油价格大幅下行，甚至外界打趣道印尼为抑制通胀做出了贡献。本文从产地和销区简要分析。

1. 产地

印尼目前的核心矛盾在于出口进度不及预期，截至 6 月 22 日发稿日印尼颁发出口许可证 150WT(DMO 项目 89WT+加速出口项目 61WT)。

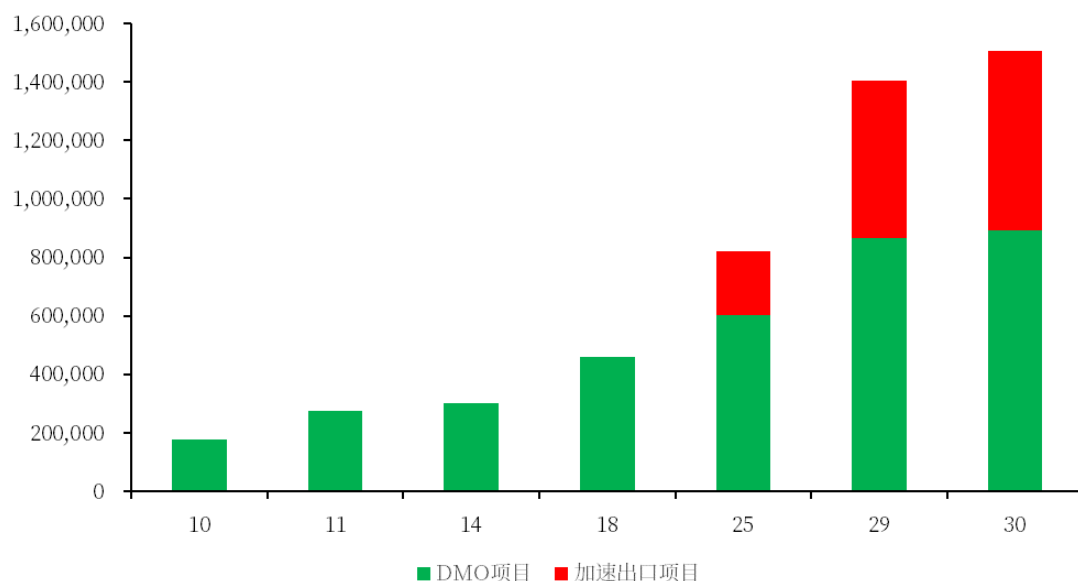
这个出口进度可以从两个角度来看，第一是和常规月度出口量相比，即 5 月 23 日出口禁令放开以来一个月出口 150WT，这个量是远远不及过往同期出口，过往四年六月出口均值 250WT 左右水准(2021 年出口节奏受到价格大跌影响，理论上比较合理的六月出口在 300WT 水准)，并且叠加五月禁令，目前的出口远不及市场预估，**这是阶段性出口不及预期的现实。**

印尼棕榈油出口



第二个角度是市场的主流，即出口正在逐渐的放量，未来两个月可能才是出口的重头戏。目前的出口许可证颁发进度不及预期并非政府颁发意愿限制，实际的限制来自于可出口的船只数量，由于四月底的全面出口禁令不少船只离开了印尼。目前处于想要出口但是找不到船只的窘态，申请出口许可证后需要马上交税，因此出口商只有在找到船只后再申请出口许可证。从禁令接触后的出口证颁发来看，目前是一个加速的状态，这也和产业链反馈的船只在陆续回到印尼吻合，近 12 天出口证颁发 104WT，预计等船只充足情况下的出口量可以达到 100WT/W。据悉印尼当前棕榈油库存已经触及 1000WT 水准，在当前产量恢复季节月产量超过 400WT 水准背景下，月度出口要持续超过 400WT 才能明显见到去库的过程（未来两个月马来的出口将会明显承压），**这是未来出口量大水漫灌的预期。**

禁令解除后出口证累计颁发

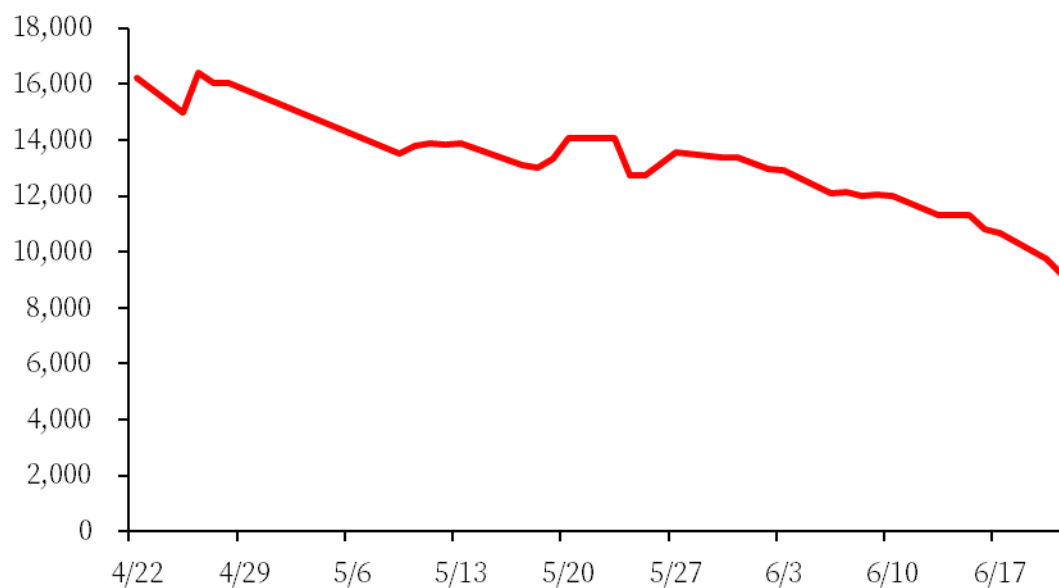


面对近期印尼船只短缺无法及时出口，目前很多精炼厂库容接近饱和状态。精炼厂采取的是不收外界种植园的 FFB 鲜果串以及 CPO 来进行精炼，优先压榨自有 FFB。直接反映出来的是 FFB 和 CPO 价格大幅下降，因此在未来船只充裕之后，价格跌幅更明显的 CPO 直接出口将会是棕榈油定价的基准，印尼 CPO 招标价同样也是市场快速下行过程中止跌企稳的信号。

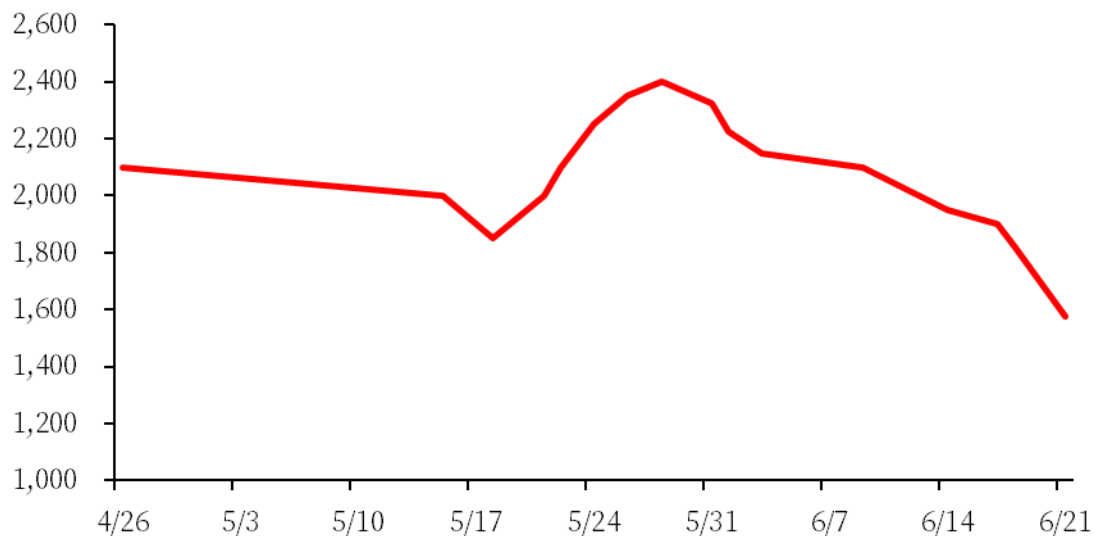
印尼散装油价格



CPO招标价



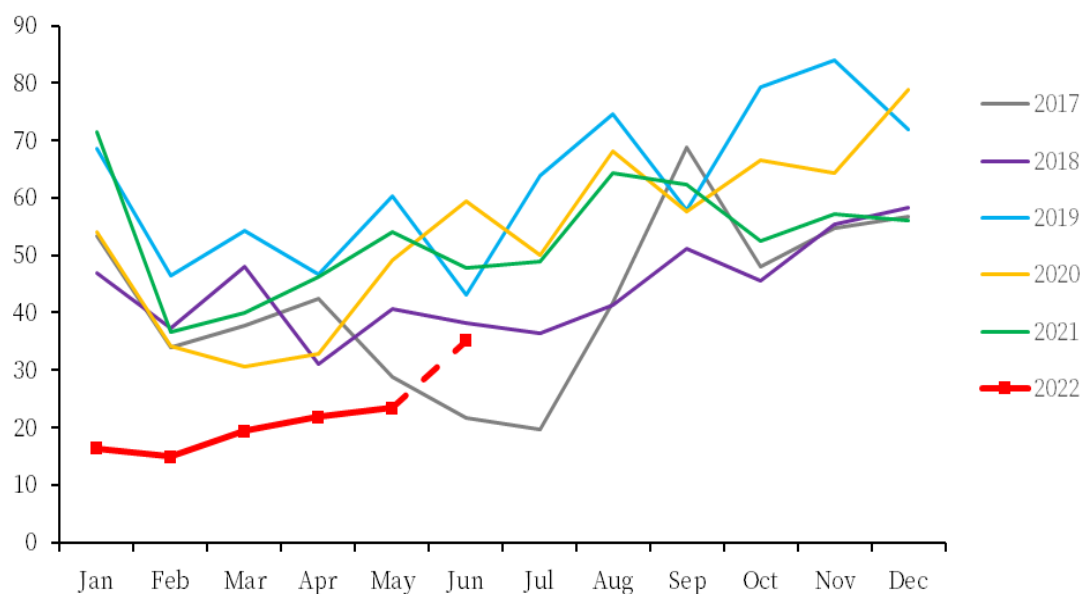
FFB价格



2. 销区

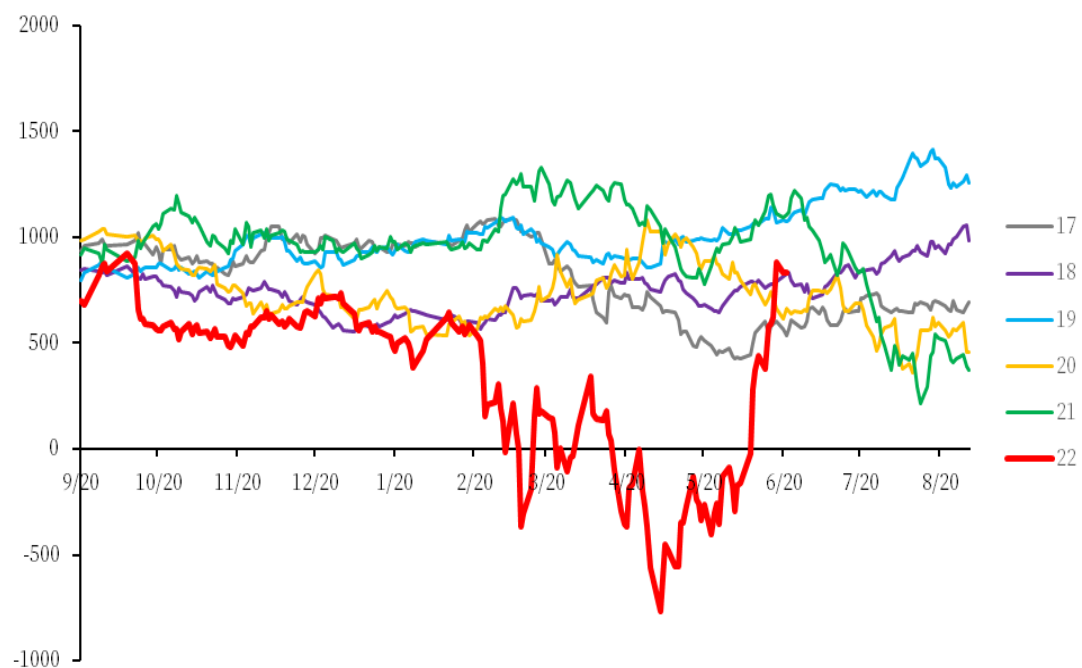
中国国内方面，一方面是盯住印尼 CPO 招标价下行在交易现实，另一方面在盯住印尼去库意图在交易预期。前期进口持续低迷状态在印尼出口逐渐放量后，目前国内预估 6 月国内进口可能可以到 35WT 左右水准，预计后续两个月将会持续累库。在近期棕榈油价格大幅下降之后，华南地区棕榈油现货价已经低于豆油，前期的替代效应正在恢复正常，**现在处于棕榈油降价寻找需求的过程。**

棕榈油进口



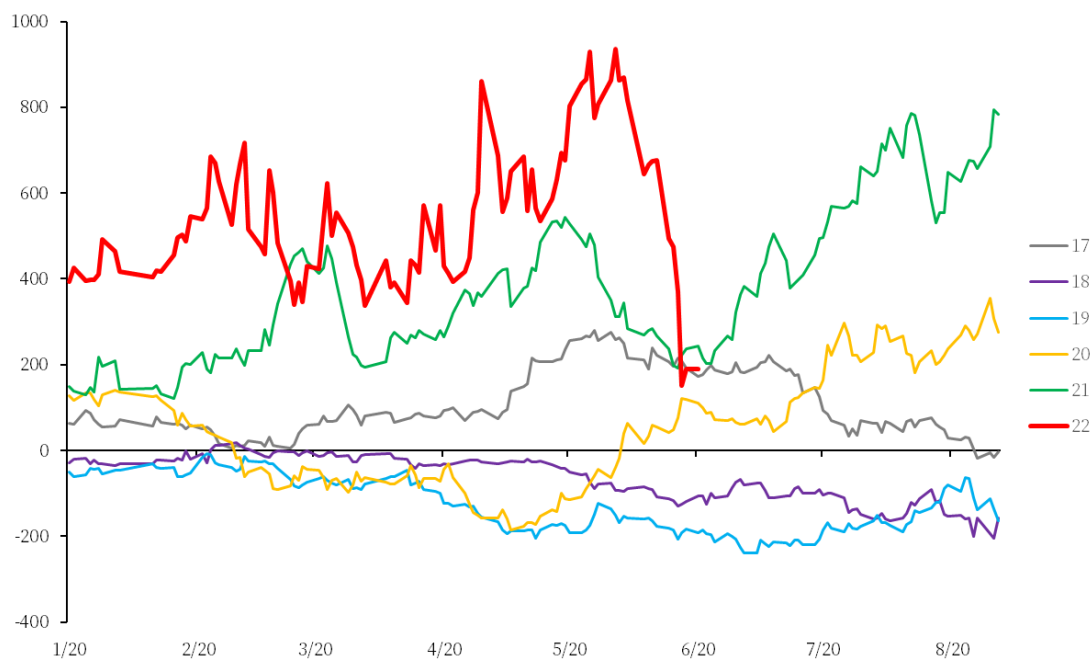
除了棕榈油价格方面的下行之外, 印尼的出口政策还影响到了国内的豆棕价差以及棕榈油的月间结构。其中豆棕价差方面, 在经历 1 月合约与 5 月合约的豆棕价差大幅走低后, 9 月合约在传统季节性背景 (豆系天气炒作以及棕榈油季节性增产) 以及**国内豆油棕榈油库存走势预期劈叉**加持下, 迅速修复倒挂情况。

豆棕价差9月



棕榈油月间结构方面, 前期的强 BACK 结构走弱明显, 从前期 930 一线迅速走弱至 190, 这更多的是在反应未来两个月的印尼出口冲击。

棕榈油9-1价差



3. 小结

棕榈油行情的驱动作为油脂市场的风向标, 包括对于油脂总体价格中枢的定调以及阶段性供需矛盾的体现。目前从产地到中国的贸易流还是一个倒挂的状态, 未来几个月印尼去库较好的解决方式是中国的进口利润好转甚至转正, 产地库存转至销区 (包括印度), 寻找到一个阶段性的底部然后进一步博弈。

本次油脂价格的大幅下行, 不仅是棕榈油本身供需方面的驱动, 还有前置的菜油价格持续下行牵引, 并且在当前美联储货币政策偏鹰状态下, 市场风险偏好也在有意为之。