

交易咨询资格号：
证监许可[2012]112

油脂油料
策略报告

2024 年 04 月 24 日

分析师

史恒昱
油脂与谷物首席分析师
期货从业资格：F3053587
交易咨询从业证书号：Z0014323
巩力赫
期货从业资格：F3075630
交易咨询从业证书号：Z0018003
联系电话：18866103123
E-mail: glh941125@163.com
客服电话：400-618-6767
公司网址：www.ztqh.com

中泰期货研究所



中泰期货服务号



摘要

- 前期东南亚棕榈油减产造成的低库存和后来过多的降水，从量变到质变，形成了产地 CNF 报价开始强硬起来的强大推手。之后的故事就是 CNF 进口套盘利润持续倒挂，中国需求被忽视，近月基差、月差走强，YP 一路缩小。
- 或许 2024 年一季度以后原油受自身供需和地缘政治等原因的影响，以及整个大宗商品基于此前降息预期下“再通胀”的多头情绪烘托，也是棕榈油单边行情启动的重要原因。
- 不过，市场的估值逻辑永远可以“两边靠”。如果站在现在交易现实，那棕榈油还可以继续强势。然而考虑到后面产地即将出现的季节性增产压力以及今年生柴不会再次出现新的边际增长，那么追涨就应该谨慎。
- 另外，一季度由于降水过多导致的产量损失是暂时的。从 NOAA 目前的短期降水监测情况来看，之前可能发生洪涝的地区情况已经没有那么糟糕，4 月份及以后的时间里，产量会不会报复性反弹，是不好说的。现在产地的近月的销售依然不积极，但是这里面可能隐含着比较大的不确定性。
- 总的来说，现在我们所处的市场现实仍然是偏紧的，但供需基本面不存在太大的矛盾。棕榈油单边行情和相关的月差、品种差未来的走势，除了市场对基本面关注点的逻辑切换以外，外围情绪的影响也同样不可轻视。
- 风险提示：宏观外围变化、产地累库不及预期

难做的棕榈油： 回头看全都合理，往前看各种可能

——油脂油料策略报告

朋友们大家壕！

棕榈油的行情现在越来越难抓了，很多时候你觉得该涨的时候他不涨，该跌的时候他不跌。有时候觉得会有一波行情，期待了好久都没出现，然后你刚灰心丧气时，他来了，你却没了最初的好心气儿；他自顾自的走起来，你从不搭理到觉得似乎还真有那么点儿意思，然后等你终于鼓起勇气追上去的时候，他突然转过身来狠狠地给你来一个大逼兜……

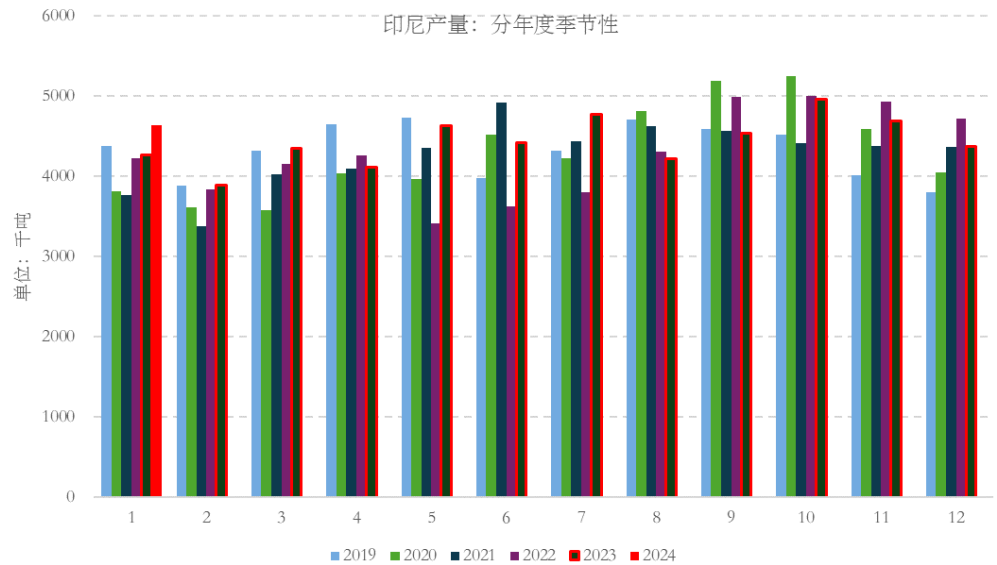
最近几年，全球棕榈油现货市场的集中度大大提高，印尼的在定价上的话语权越来越大了。尽管大多数时候棕榈油和其他大宗油脂一样跟随宏观和外围做个小白兔，但基本面的牌也会时不时拿出来打一打，但要打什么牌，可能性并不是唯一的。这就有点像一些生鲜品的定价逻辑，任何时候往上和往下各存在一个跨度比较大的边界。估值区间的上沿一般就是交割品的备货成本，而下沿就是多头接货后的处置价值。二者之间宽广的鸿沟之间价格游走的路线和短期方向都是无法确定，或者怎么样都可以的。

其实 2023 年三季度以后棕榈油就可以开始走强了，然而它并没有。

23 年刚过完一半的时候，我曾经根据当时 MPOB 口径 FFB 单产的惯性预测年底时马来的全品库存将逼近 300，然而后来兑现的实际情况是 10 月及之后几个月马来的产量一直没增起来，出口还比较硬，12 月底的时候马来库存才 230 万吨，库存的高点出现在 10 月份，11 月份以后就开始快速降库了，整个情况跟之前的预期差不多是反着来的。

那个时候，印尼的产量也已经表现出相当的异常——**23 年 8 月份以后印尼每个月的产量就出现了明显的同比下滑，每个月的产量都比去年同期少。**

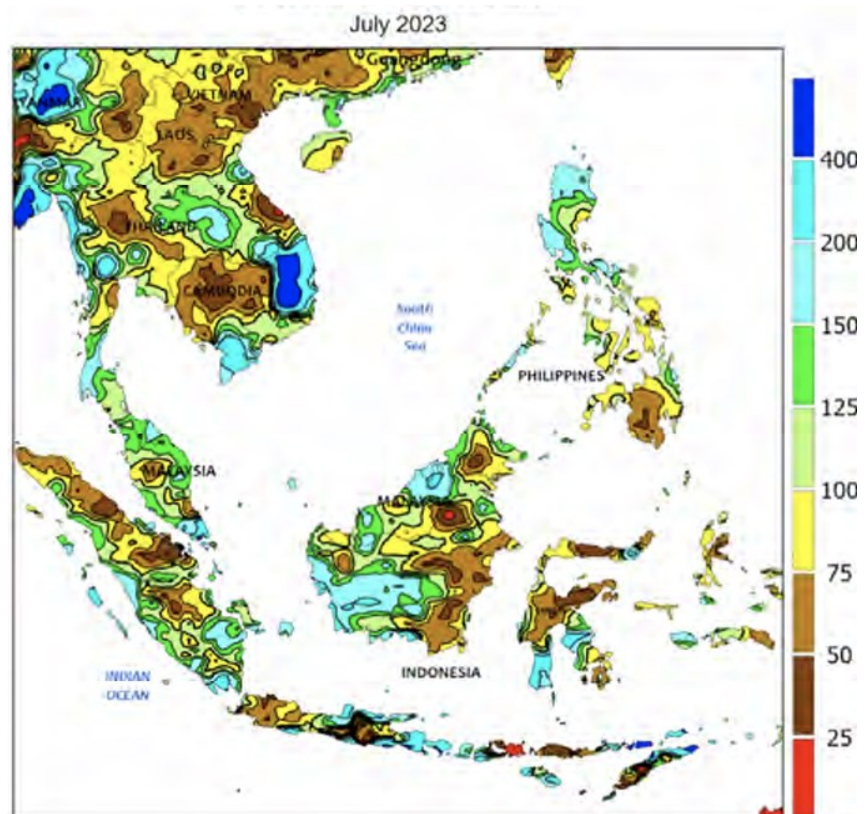
图表 1：印尼产量：分年度季节性

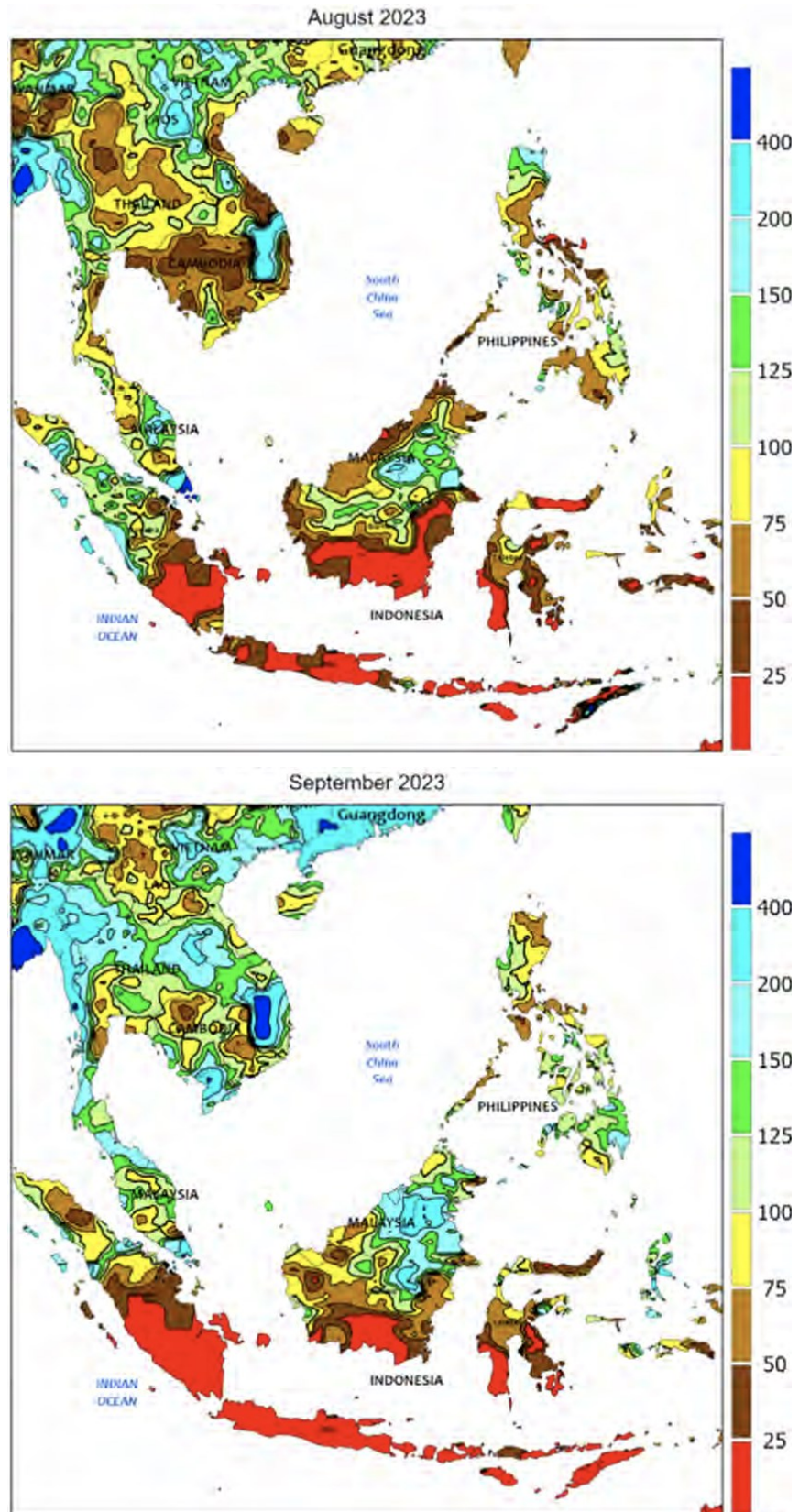


来源：GAPKI，中泰期货整理

可能由于 GAPKI 数据发布的时间延迟太大，所以很多交易者在当时把更多的注意力放在了马来。而 23 年下半年马来的降水并没有因为去年市场谈论了一年的厄尔尼诺而出现太大的异常，厄尔尼诺确实导致了东南亚部分地区的降水距平异常偏低，但这些区域绝大部分都在印尼：

图表 2：东南亚降雨





来源：NOAA，中泰期货整理

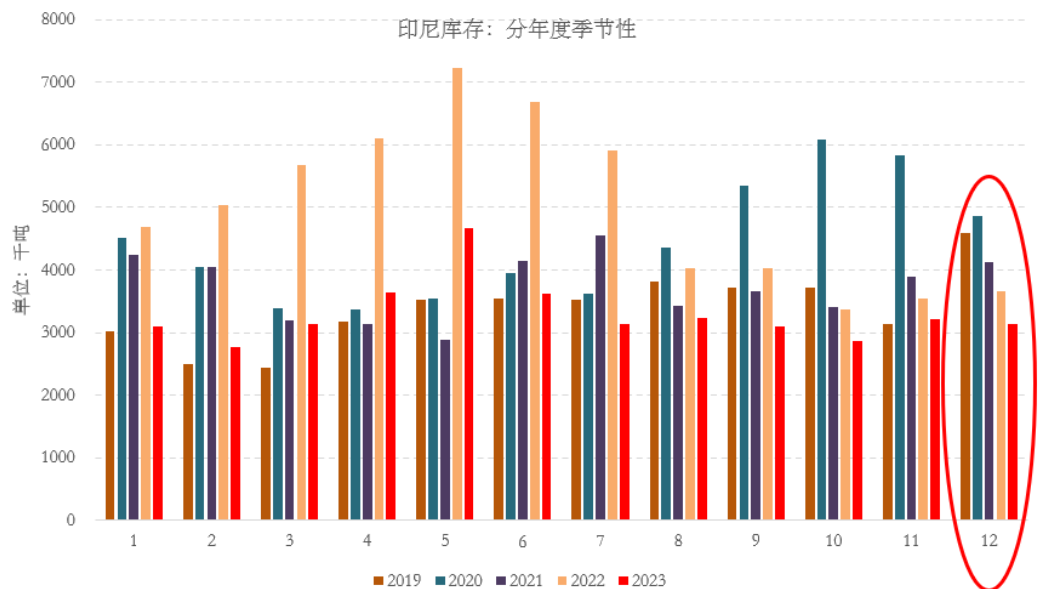
持续小半年的干旱终究造成了印尼的产量损失，而另一方面，**印尼从2023年开始实施新的 B35 掺混标准，导致配额内的生物柴油生产对棕榈油的消耗量增加了 260 万吨：**

图表 3：印尼生物柴油平衡表

Biodiesel (FAME) & Renewable Diesel (HDRD), Million Liters										
Calendar Year	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021r	2022r	2023f
Beginning Stocks	11	97	94	110	152	258	294	329	390	390
Production	3,500	1,200	3,500	2,800	5,600	7,700	8,500	9,550	10,900	13,650
>HDRD Production	0	0	0	0	0	0	0	6	21	80
Imports	0	0	0	0	28	0	0	0	0	0
Exports	1,569	343	476	187	1,772	1,271	39	193	516	630
>HDRD Exports	0	0	0	0	0	0	0	6	19	76
Consumption	1,845	860	3,008	2,572	3,750	6,393	8,426	9,296	10,384	13,000
>HDRD Consumption	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ending Stocks	97	94	110	152	258	294	329	390	390	410
Production Capacity, Biodiesel (Million Liters)										
Number of Biorefineries	26	27	30	32	31	31	31	32	33	33
Nameplate Capacity	5,670	6,887	10,898	11,547	11,357	11,357	11,357	14,415	16,656	16,565
Capacity Use (%)	61.7%	17.4%	32.1%	24.2%	49.3%	67.8%	74.8%	66.2%	65.3%	81.9%
Production Capacity, Renewable Diesel (HDRD) (Million Liters)										
Number of Biorefineries								1	2	2
Nameplate Capacity								41	165	165
Capacity Use (%)								14.6%	12.7%	48.5%
Feedstock Use for Biodiesel (1,000 MT)										
Palm Oil	3,220	1,104	3,220	2,576	5,152	7,084	7,820	8,791	10,047	12,630

来源：USDA/FAS，中泰期货整理

产量下滑+新增消费，导致印尼的库存在 2023 年年底时下滑到近几年来同期很低的水平：

图表 4：印尼库存：分年度季节性


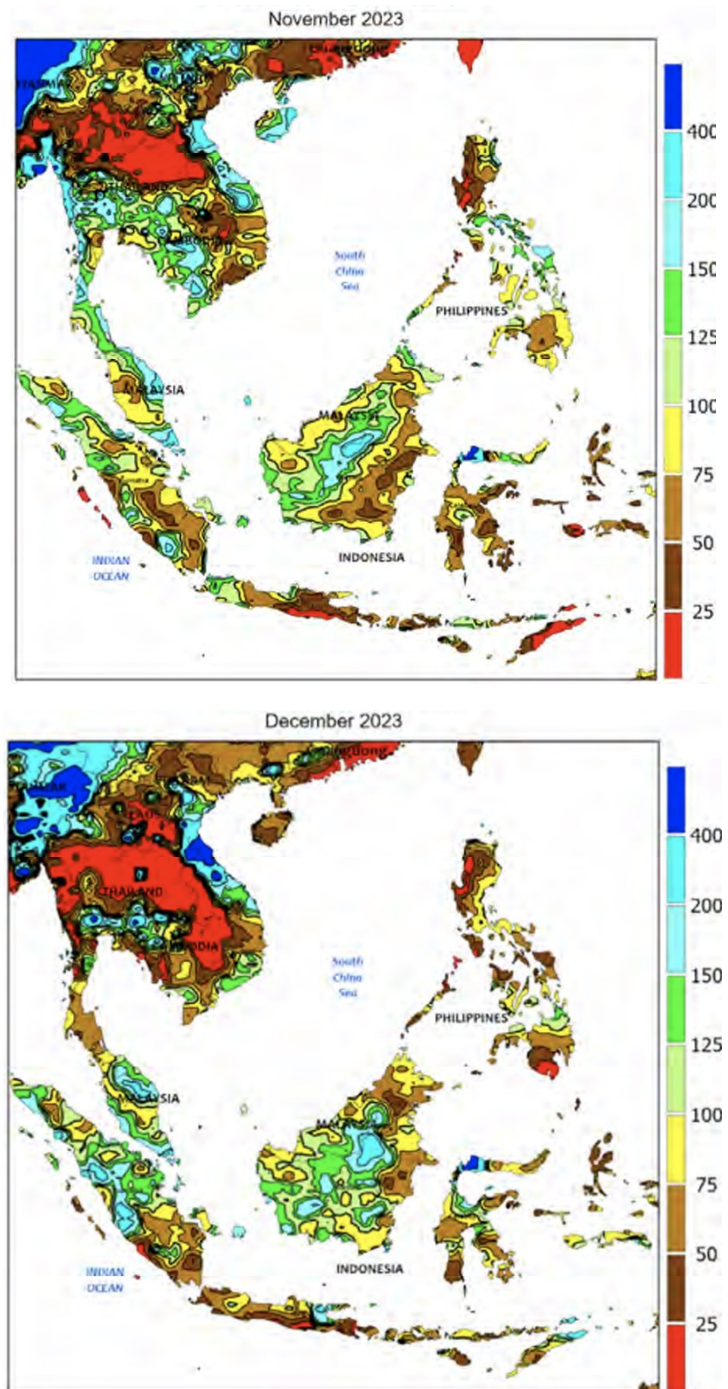
来源：GAPKI，中泰期货整理

注意，到这里，故事才刚讲了一半——

2023 年底至 2024 年一季度，随着厄尔尼诺的强度降低，并向着拉尼娜的方向发展，以及雨季的到来，东南亚很多地区居然出现了降水过多的

情况，**涝了！**

图表 5：东南亚降雨



来源：NOAA，中泰期货整理

印尼很多之前干旱的区域比如苏门答腊的南部、加里曼丹中部及南部旱情大为缓解。但是伴随而来的是马来半岛和加里曼丹西北部的沙巴和沙撈越等区域以及加里曼丹的中部区域出现了过多的降水。

我们曾经看到 MPOA 的 3 月前 20 天数据显示东马二州的产量环比增幅是负的，可能就与这个事情有关。

至此，之前减产造成的低库存和后来过多的降水，终于从量变到质变，形成了产地 CNF 报价开始强硬起来的强大推手。之后的故事就是 CNF 进口套盘利润持续倒挂，中国需求被忽视，近月基差、月差走强，YP 一路缩小。

回头看，这一切是那么的合理，但是行情启动的时间点，至少从基本面的角度看是有点太后知后觉了。

或许 2024 年一季度以后原油受自身供需和地缘政治等原因的影响，以及整个大宗商品基于此前降息预期下“再通胀”的多头情绪烘托，也是棕榈油单边行情启动的重要原因。

不过，就像前面说的一样，市场的估值逻辑永远可以“两边靠”。如果站在现在交易现实，那棕榈油还可以继续强势。然而考虑到后面产地即将出现的季节性增产压力以及今年生柴不会再次出现新的边际增长，那么追涨就应该谨慎。

最近棕榈油单边的回吐和 YP 的走扩可能就是基于上面的这种考虑。

另外，一季度由于降水过多导致的产量损失是暂时的。从 NOAA 目前的短期降水监测情况来看，之前可能发生洪涝的地区情况已经没有那么糟糕，4 月份及以后的时间里，产量会不会报复性反弹，是不好说的。

现在产地的近月的销售依然不积极，但是这里面可能隐含着比较大的不确定性。

总的来说，现在我们所处的市场现实仍然是偏紧的，但供需基本面不存在太大的矛盾。棕榈油单边行情和相关的月差、品种差未来的走势，除了市场对基本面关注点的逻辑切换以外，外围情绪的影响也同样不可轻视。

宏观大年，我们以稳为主，努力抓住各种短期确定性，见好就收，可能是稳中求胜的好方法。

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。