

2023 年 1 月棕榈油期权策略报告

2023 年 1 月 18 日

投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1294 号

期权投研组

联系人

刘畅

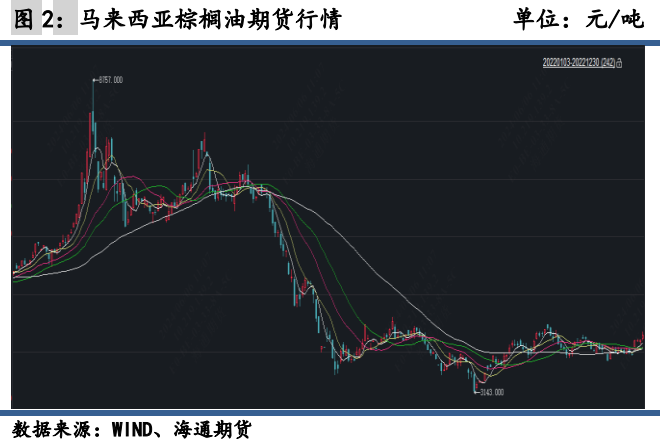
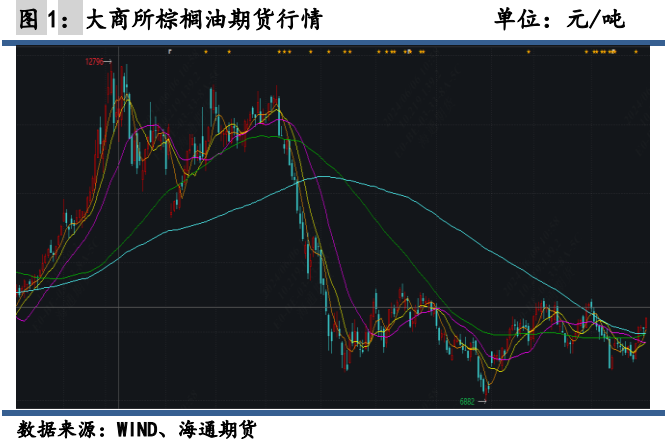
liuchang@htfutures.com

从业资格号：F03090873

分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

国内棕榈油跟随外盘走势，由于供给紧张、原油价格走高等因素导致 2022 年一二季度棕榈油价格持续走高并在高位震荡，6 月开始伴随印尼出口的开放，国际棕榈油供应改善，价格大幅下跌，8 月后低位震荡，俄乌局势的不确定性、棕榈油减产担忧、库存持续增加等多空因素博弈导致价格维持震荡。



一、马来西亚棕榈油情况

根据 MPOB 公布的 12 月数据，马棕产量减少 3.68%至 161.88 万吨，约处于前五年的中位水平，产量降幅大于市场预期的 163 吨。出口下降幅度同样超过市场预期，环比下降 3.48%至 147.38 万吨；库存环比下降 4.09%至 219.66 万吨，库存降幅明显低于市场预期，数据发布前，机构普遍预测 12 月马棕库存将在 200 万吨以上高位。产量降幅大于市场预期、出口表现较差、库存高于机构预期水平，报告影响整体偏空。

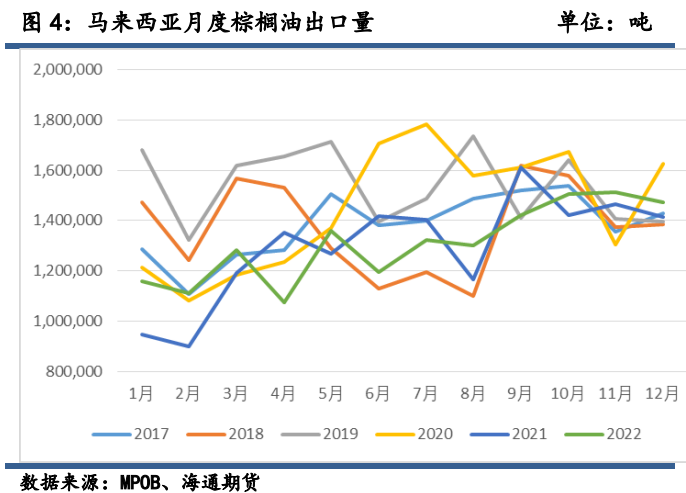
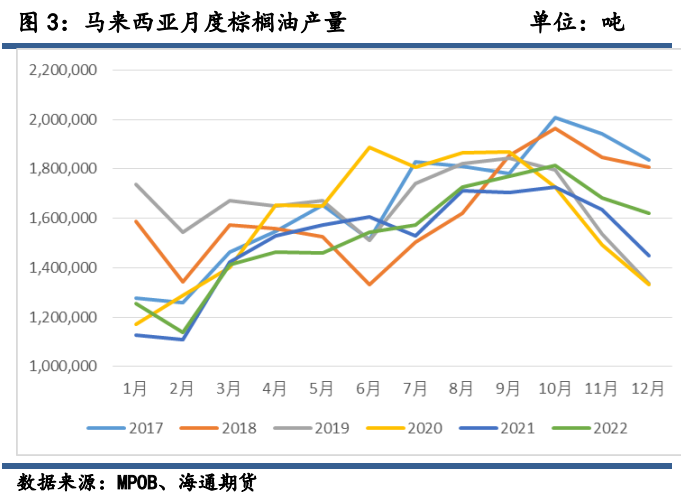
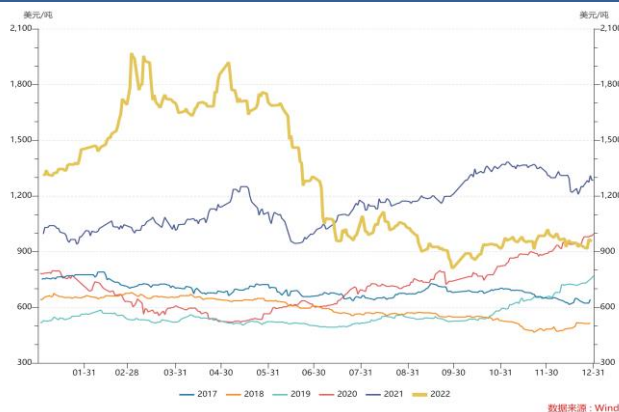


图 5: 马来西亚棕榈油 FOB 价格

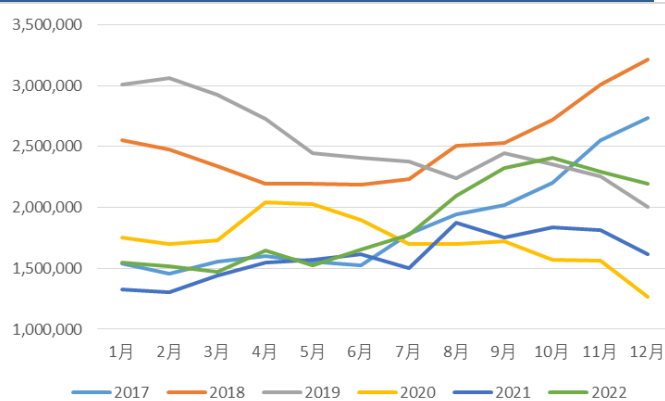
单位: 美元/吨



数据来源: WIND、海通期货

图 6: 马来西亚月度棕榈油库存

单位: 吨



数据来源: MPOB、海通期货

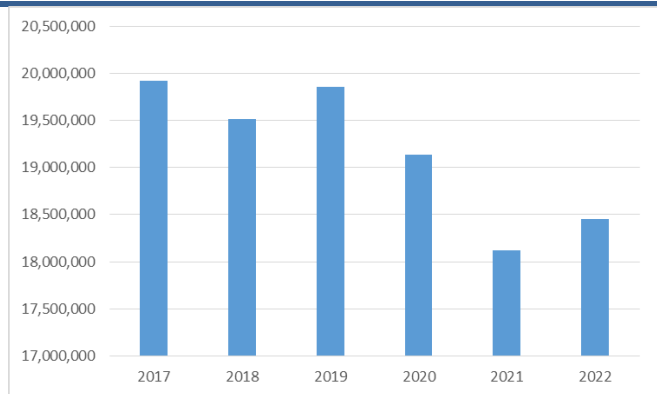
(一) 天气因素制约产量, 劳工短缺缓和, 关注减产期产量情况

11 月起棕榈油进入季节性减产周期, 马来西亚本年产量累计为 1845 万吨, 相比减产的 2021 年同期略增加 1.86%, 但同正常产量年份 2020 年相比减少 3.59%。近期东南亚产区降雨因拉尼娜现象而偏多, 市场担忧影响棕榈油生产。MPOB 官员表示, 由于马来雨季的暴雨, 当地洪水可能会影响油棕种植园的收割, 2023 年一季度毛棕榈油的供应可能中断。且降雨过多对棕榈果串生产的多个阶段有影响, 包括花朵性别分化至败育阶段 (成熟前 12 个月到 30 个月左右)、果实成长阶段 (果串成熟前的 5-15 个月)、采摘与搬运阶段 (当月与上月), 因而对棕榈油产量有当期及滞后影响。

同时连续的拉尼娜现象导致南美干旱, 巴西、阿根廷等大豆产地 2021 年就有减产, 预期未来降水仍低于正常水平, 随后的 11 月至明年 1 月是南美大豆生长的关键期, 关注其产量变化。若大豆继续减产, 影响豆油乃至植物油的市场供应。

图 7: 马来西亚棕榈油年度累计产量

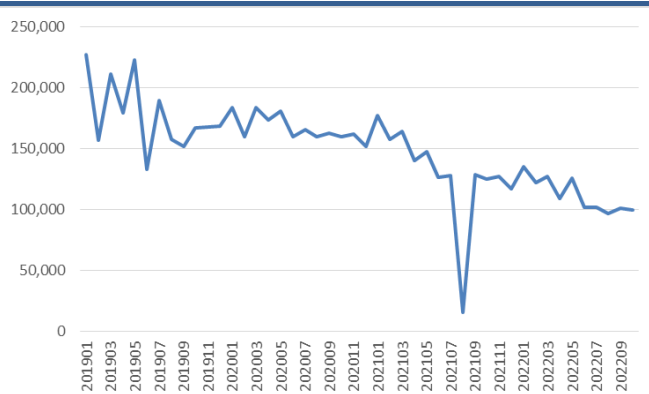
单位: 吨



数据来源: MPOB、海通期货

图 8: 马来西亚外籍劳工入境许可签发数

单位: 人



数据来源: 马来西亚移民局、海通期货

从劳动力方面来看, 目前市场消息大部分认为受疫情后限制外来劳工入境政策影响, 马来的劳工短缺缺口在 7 万人左右, 但在相关部门的努力下, 劳动力短缺情况有所缓和。首先, 相关部门已在部

署机械化设备并逐步在不同州尝试推广，官方声称 20%-30% 的劳工短缺问题可以通过已开发的机械化来解决。其次，马来今年多次与印度、孟加拉等国进行劳工谈判，试图减少长期以来对印尼工人的依赖。下半年随着机械化有所普及和运用、劳工入境人数略有上升，由于延误收割等劳工问题造成的产量损失有所改善。虽然劳动力短缺的问题一直存在，但连续 3 年来马来西亚棕榈油产量并没有出现大幅度减少，2022 年全年月度均值产量维持在 150 万吨左右。

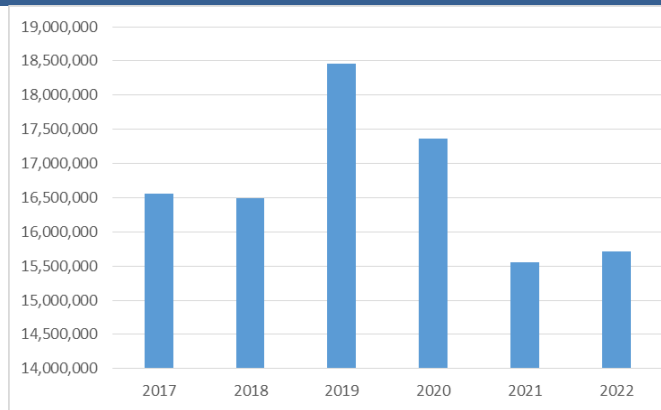
（二）豆棕价差、生物柴油政策利好出口，但库存降幅有限

随着豆棕价差保持 400 美元/吨的高位，棕榈油相较豆油有比较好的价格优势，10 月及 11 月上旬的出口都有所增长，但 12 月出口表现不佳。2023 年 1 月 9 日，印度将精炼棕榈液油进口关税从目前的 12.5% 提高至 20%，以抑制廉价进口，保护国内炼油商。印度作为全球最大的油脂消费国，其油脂进出口政策对全球油脂需求端有着较大影响。印度主要消费油脂类别为豆油、菜油和棕榈油，其中菜油以印度自产为主，豆油和棕榈油进口占比较大，尤其是棕榈油的进口占比最大，将对未来棕榈油出口和价格造成压力。

2022 年累计出口 1571 万吨，相比减产的 2021 年同期略增加 1%，但同正常出口年份 2020 年相比减少 9.54%。

图 9：马来西亚棕榈油年度累计出口

单位：吨



数据来源：MPOB、海通期货

图 10：豆油-24 度棕榈油 FOB 价差

单位：美元/吨



数据来源：WIND、海通期货

二、印尼高库存压力已基本消化，出口税费调增

（一）出口激增使得库存恢复正常水平，增收出口税

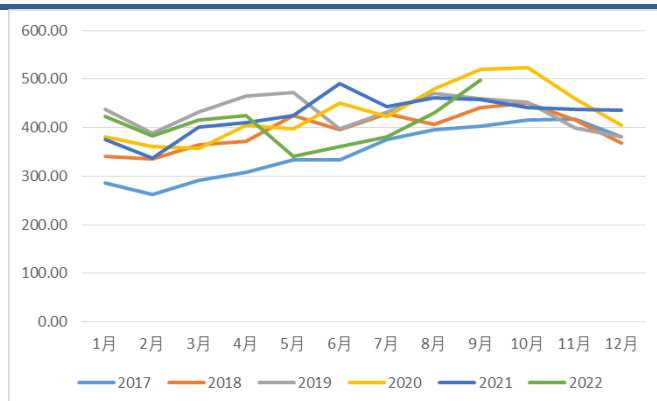
5 月出口禁令解除后，为消化国内库存，印尼持续出台了一系列促进出口的政策并取得了减库效果。根据 GAPKI 数据显示，经过 7-9 月的高出口，国内库存降至 402.5 万吨，达到同期正常水平，实现了对 5 月时 723 万吨高库存的消化。

12 月下旬，美国农业部 (USDA) 已经调降印尼 2022/23 年度棕榈油产量预估至 4470 万吨，因该国在实行棕榈油出口限制后，产量损失高于预期。由于海外市场生物柴油生产需求增加，印尼 2022/23

年度棕榈油消费量预计将增至 1050 万吨，2021/22 年度为 1000 万吨。

图 11: 印尼棕榈油月度产量

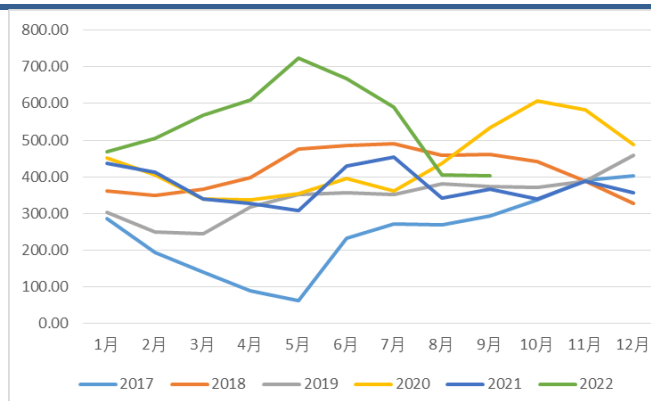
单位: 万吨



数据来源: GAPKI、海通期货

图 12: 印尼棕榈油月度库存

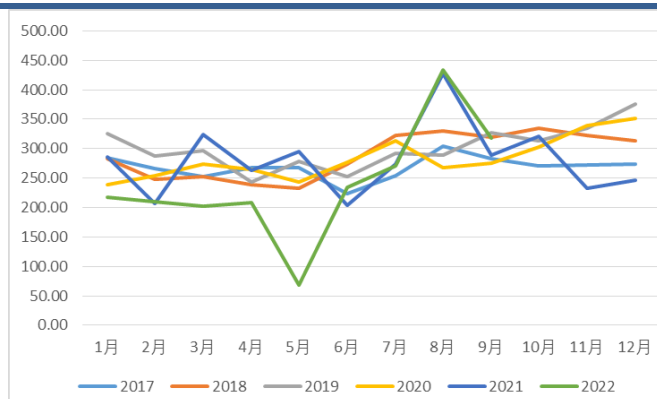
单位: 万吨



数据来源: GAPKI、海通期货

图 13: 印尼棕榈油月度出口

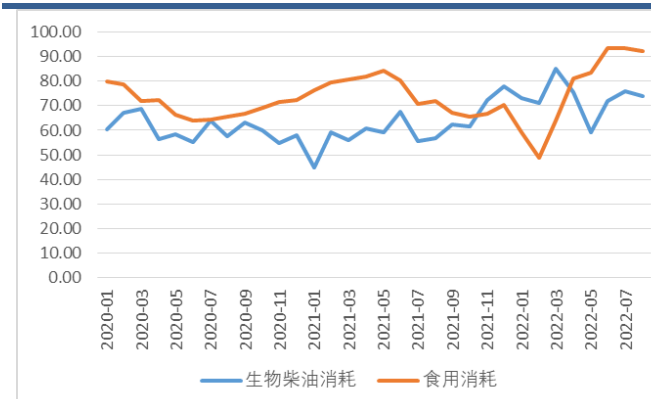
单位: 万吨



数据来源: GAPKI、海通期货

图 14: 印尼棕榈油国内食用和生物柴油消费

单位: 万吨



数据来源: GAPKI、海通期货

截至 9 月，印尼棕榈油今年累计产量 3659.8 万吨，同比减少 3.81%，4、5 月的出口禁令使得精炼厂生产和采购减少，而棕榈果需要随采随加工，种植园等上游损失较大。累计出口 2161.9 万吨，受今年上半年一些列出口限制影响，与去年同期相比减少了 15.81%。

(二) 推出 B35 生物柴油政策，带动棕榈油消费

印尼推行生物柴油掺混计划由来已久，从 2016 年推出 B10 计划，到 2018 年的 B20 计划，再于 2020 年 1 月在全国推广 B30 计划，即要求柴油中必须掺混 30% 的棕榈油燃料，对于棕榈油内需带动十分明显。2022 年 1-10 月印尼累计国内消费 1271.8 万吨，同比小幅上涨了 3.82%；其中食用消耗受高价抑制下降了 1.46%，主要增长为生物柴油部分，共计 585.4 万吨，占国内总消费的超过一半，同比增长 27.21%。自 7 月 20 日起开始实施 B35 生物柴油掺混计划。B35 将有望带来年内 73 万千升的额外 PME（棕榈油制生物柴油）掺混需求。印尼能源部目前正在对 B40 生物柴油掺混计划进行道路测试。但目前何时实施 B40 还没做出决定。

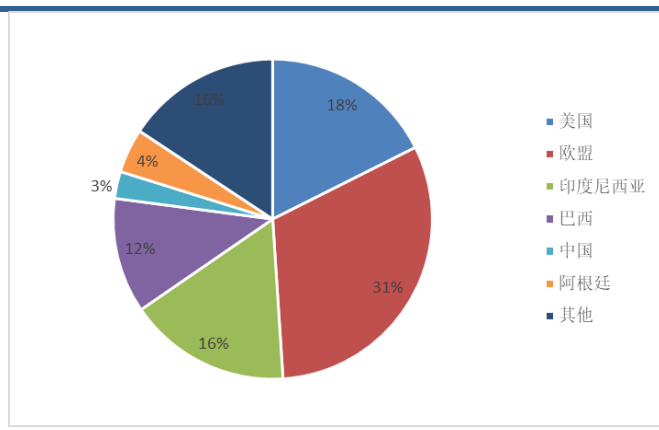
三、欧美生物柴油政策的推进对棕榈油的影响

根据 OECD 数据, 2021 年全球生物柴油产量约 4827 万吨。其中欧盟是全球最大的生物柴油产区, 也是最大的消费区。从产量上看, 2021 年欧盟产量约占全球三分之一, 其次是美国、印尼和巴西。从消费量上看, 2021 年欧盟消费量约占全球 35%, 其次是美国、巴西、印尼。

目前全球生物柴油的生产原料主要是豆油, 占比达 67%, 其次是玉米油和菜籽油。但各国情况有所不同, 欧洲生柴的生产原料以菜籽油为主, 而美国、巴西和阿根廷以豆油为主, 印尼和马来西亚以棕榈油为主, 而我国, 因受国家粮食战略的限制, 主要以餐饮废油脂等非粮食原料生产生物柴油。

图 15: 2021 年全球生物柴油产量

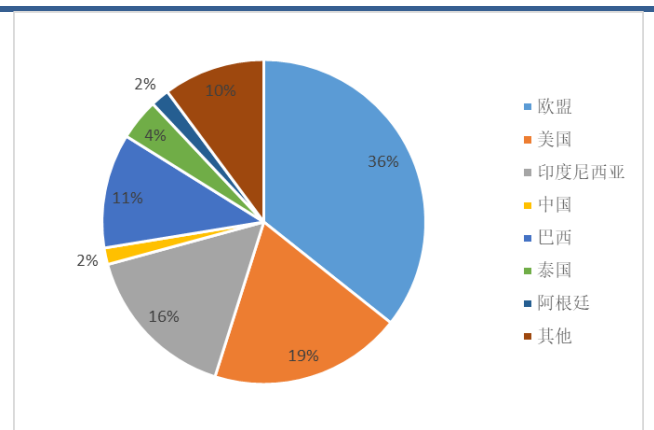
单位: 千吨



数据来源: OECD、海通期货

图 16: 2021 年全球生物柴油消费量

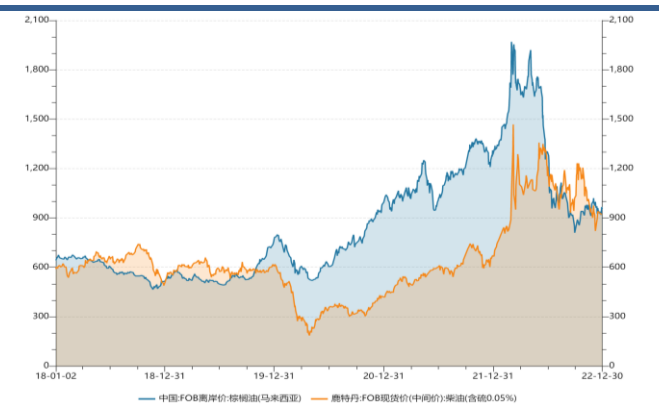
单位: 千吨



数据来源: OECD、海通期货

图 17: 棕榈油-柴油价差

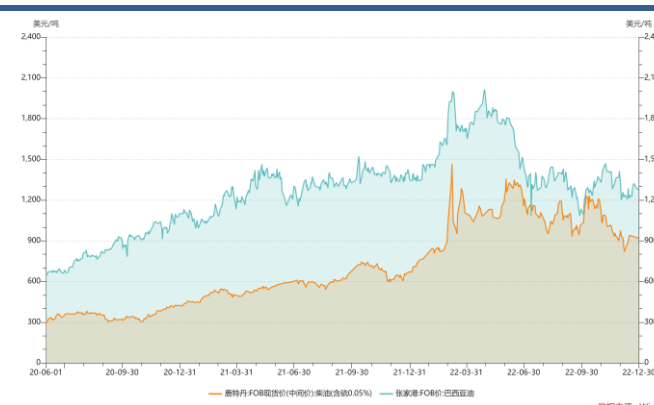
单位: 美元/吨



数据来源: WIND、海通期货

图 18: 豆油-柴油价差

单位: 美元/吨



数据来源: WIND、海通期货

POGO 为棕榈油与柴油之间的价差, 若此价差拉大, 表明使用棕榈油生产生物柴油的成本相较于石化柴油更低。一般来说, 棕榈制生物柴油 PME 生产成本在 CPO 价格+70 美元/吨左右, 当 POGO 价差低于-70 美元/吨时即意味着 PME 给出商业掺混利润, 驱动 PME 的生产。

1、欧盟:

欧洲生物柴油原料结构主要为菜籽油, 其次为废弃食用油 UCO, 第三位为棕榈油。2022 年 6 月欧洲议会环境委员会 (ENVI) 投票通过, 将基于农作物的生物燃料限制在用于交通运输中的生物燃料总使

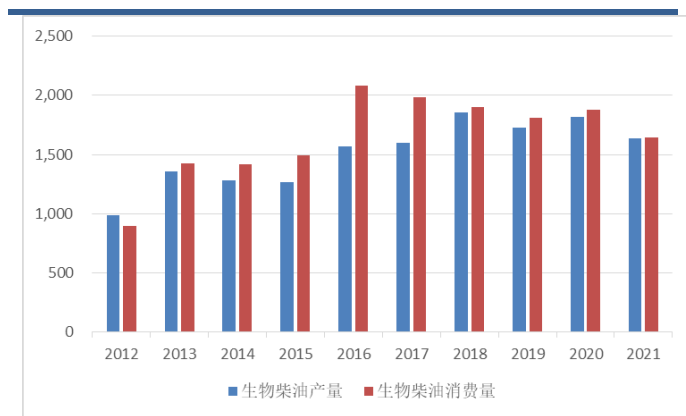
用量的一半以下，并在 2023 年前逐步淘汰基于棕榈和大豆的生物燃料。按 USDA 口径预估，2021 年欧洲生柴中棕榈油原料使用量为 263 万吨，豆油 95 万吨。随着欧洲逐步淘汰生物柴油中的棕榈油用量，将会减少约 250 万吨每年的棕榈油需求。

2、美国：

近些年随着油价高企和美国政府的有力政策，包括生物柴油在内的生物燃料行业大幅增长。2005 年发布的可再生燃料标准（RFS）计划，要求用一定数量的可再生燃料来替代或减少石油燃料。2022 年 8 月发布的《通货膨胀削减法案》对生物燃料采取了一系列激励措施。

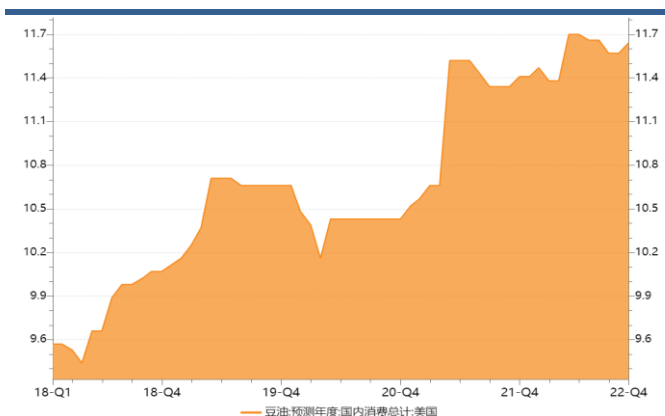
美国环保署（EPA）公布的 2022 年生物燃料强制掺混要求低于预期，基于豆油的生物燃料需求可能会减少。美国农业部 12 月供需报告显示，基于 EPA 的可再生燃料目标议案，2022/23 年度用于生物燃料的豆油下调 2 亿磅，为 116 亿磅。美国豆油期末库存也从上月的 18.59 亿磅上调至 19.01 亿磅。自 2022 年以来，美国的生柴产量稳步增加，美国 1—10 月份生柴和氢化植物油产量合计达到 819 万吨，去年同期是 674 万吨，增幅 21.5%。

图 19：美国生物柴油产量及消费量 单位：百万加仑



数据来源：EIA、海通期货

图 20：美国豆油国内消费量 单位：百万吨



数据来源：WIND、海通期货

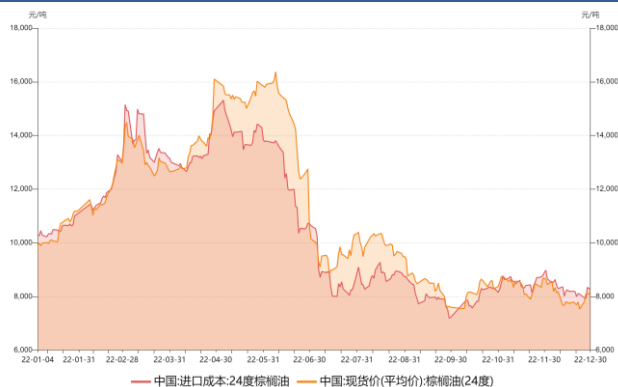
四、中国国内棕榈油情况

（一）进口买船到港增多

今年 5 月下旬随着进口成本的降低，进口利润开始恢复，刺激进口商买船。8 月以来到港量一路攀升，10 月印尼进口量 551 万吨，马来进口 20 万吨，其中印尼进口量已达到近三年最高水平，相比上半年进口量大幅升高。随着美联储加息，其他各国货币贬值，人民币相对马来西亚林吉特和印尼卢比的相对硬挺，使得国内进口棕榈油相对具有汇率优势。

图 23: 棕榈油进口成本及利润

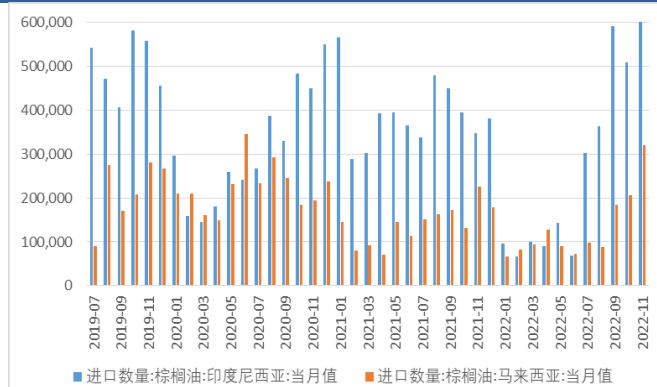
单位: 元/吨



数据来源: 钢联、海通期货

图 24: 棕榈油月度进口量

单位: 吨

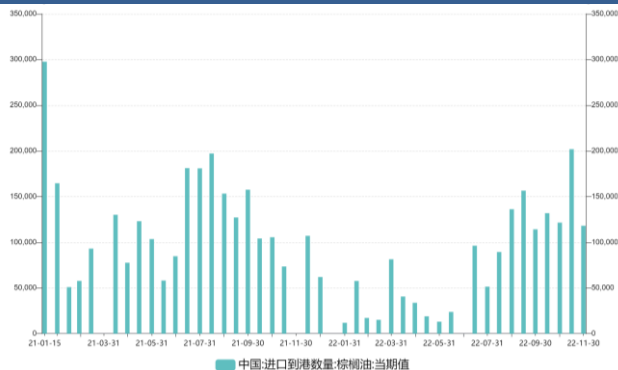


数据来源: WIND、海通期货

从商务部发布的国内进口装船数量来看,11月底装船量共35.6万吨,其中印尼装船24.62万吨,是7月的逾三倍。11月下半月到港11.81万吨,8月至11月到港量已有大幅提升,带动了国内现货价格的下跌和基差收敛。

图 25: 国内进口到港数量

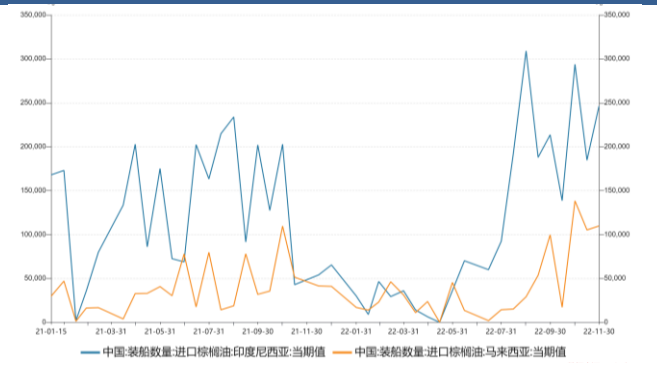
单位: 吨



数据来源: 同花顺 ifind、海通期货

图 26: 国内进口装船数量

单位: 吨



数据来源: 同花顺 ifind、海通期货

(二) 持续累库进程, 基差回落

受印尼和马来西亚棕榈油出口价格下降的影响,棕榈油国内现货价格下跌,棕榈油期现价差从高位 4000 元/吨降至-258 元/吨左右。前期大量买船的到港,国内棕榈油库存大幅累库,12月下旬国内港口库存最高达104.96万吨,达到年内最高水平,也是近五年的高位,上半年现货市场供应紧张的局面已经结束。

图 27: 国内棕榈油期现价差

单位: 元/吨

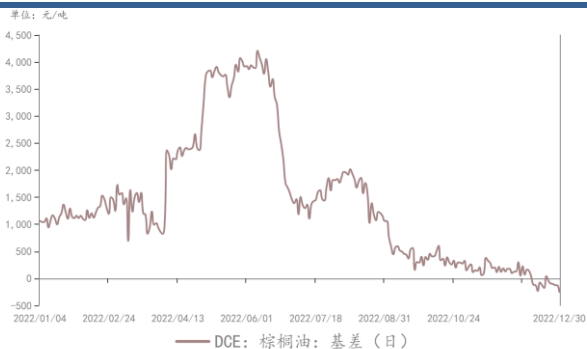
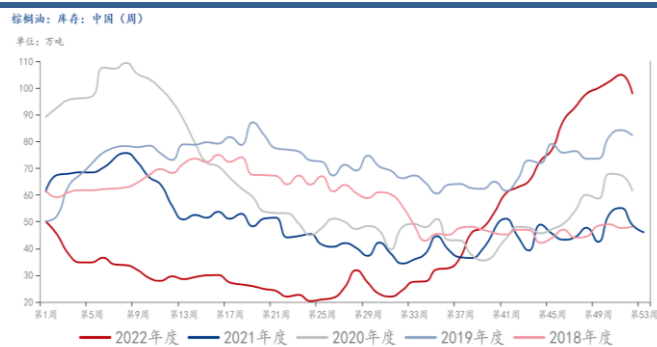


图 28: 国内棕榈油港口库存

单位: 万吨



数据来源：iFIND、海通期货

数据来源：iFIND、海通期货

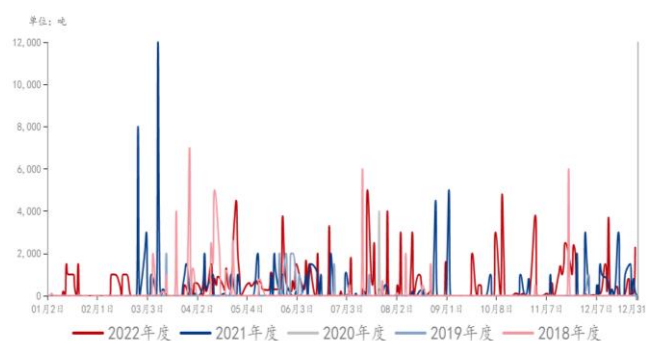
（三）成交活跃度提升，需求有望提升

棕榈油进口成本和现货价格的下跌，棕榈油再度成为最便宜的植物油，且与菜油、豆油的价差拉大，有利于提振需求。9月之后价格下跌和货源丰富使得日成交量大幅提升，市场活跃度提高。但由于气温转冷，棕榈油掺兑范围缩小至华南地区，影响部分棕榈油需求。

前期国内多地疫情反复，影响餐饮业需求。国家统计局数据显示，2022年12月全国餐饮收入4157亿元，同比下降14.1%；限额以上单位餐饮收入882亿元，同比下降17.8%。但随着防疫政策的调整，对棕榈油的消费和需求有望边际提升，对棕榈油价格上行有所支撑。

图 29：24 度棕榈油华东地区日成交量

单位：吨



数据来源：钢联、海通期货

图 30：国内植物油价格

单位：元/吨



数据来源：WIND、海通期货

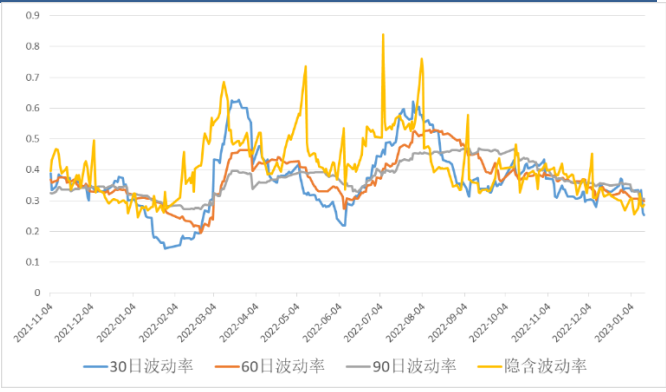
五、期权策略方案

综上所述，马来西亚及印尼产量预计持续增长，马来西亚还需关注劳动力不足及天气因素。印尼库存已逐渐恢复正常水平，出口压力减少，整体供给压力减轻。豆棕价差的高企及各国对生物柴油的推进政策利好棕榈油需求，但印尼 B35 政策低于之前的 B40 政策，且美国也下调了美豆油作为生物柴油的掺混需求，生物柴油需求方面可能有所放缓。从国内方面看，买船到港增加，港口库存创新高，限制了未来进口需求。各方面多空因素交织，预计短期内棕榈油继续维持震荡偏弱行情。

综合当前情况，可采取卖出看涨期权的策略，赚取时间价值。根据行情判断棕榈油价格震荡的上限，在上方卖出虚值看涨期权，卖出的看涨期权行权价越高，则权利金收入就越少，但可盈利的标的价格区间也更高，持有到期后顺利收入权利金的可能性越高。且目前波动率处于中位数以上相对较高的水平，若波动率因均值回归而下降，该策略可赚取因波动率下降带来的收益。

例如选择 P2305 合约作为标的，以 1 月 13 日收盘价卖出 P2305C8500 为例进行收益试算。建仓时获得 194 元/吨的净权利金收入，在标的位于 8500 元/吨以下时可获得收益，超过时会产生亏损，策略收益具有上限，即为建仓时的权利金收入。

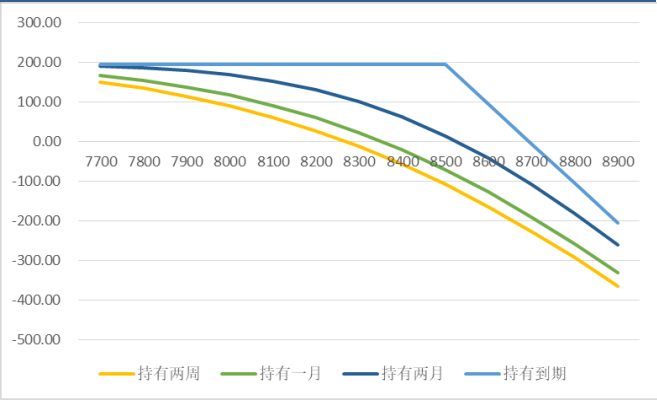
图 25：棕榈油期权主力合约波动率



数据来源：WIND、海通期货

图 26：期权策略损益图

单位：元/吨



数据来源：海通期货

法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“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投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货并获得许可，并须注明出处为海通期货，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。