仍需新驱动才能离窘境

——棕榈油 2024 下半年展望

研究员：孙　啸
邮　箱：sunx@ghlsqh.com.cn
TEL：0571-85135807
从 业 资 格 号：F03105353
投资咨询资格号：Z0018239
报告时间：2024/6/26

观点概述

回顾上半年，棕榈油在产地本土消费亮眼，且增产季来临时点前现实基本面较强的加持下先于其他油脂走强。但市场对于现实端因素的交易过于热衷，导致在增产季正常到来后显得反应不足，棕榈油价格再度向下回归。期间，能源价格的先扬后抑也起到一定带动作用。4、5 月份，高价导致的需求负反馈与宏观情绪好转前后拉扯行情，国内进口利润迎来久违的转正，供应回升预期引导棕榈油月差快速由 back 转为 contango。

展望下半年，供应端关注三季度拉尼娜发展的强弱，是否对东南亚地区造成洪涝，进而阶段性打破正常的棕榈油增产周期。也需要警惕马来西亚老棕榈树重植进度加快而导致的年度产量不及预期的可能。由于目前产地棕榈油基本面在其本土消费良好的帮助下依旧支撑较强，任何供应端扰动都有可能引发产地新的挺价动作。2024 年印尼、马来西亚棕榈油产量同比增量都较有限，全球库消比同比可能仍然偏紧。目前国际油脂中，棕榈油估值小幅偏高，在没有供应端扰动的情况下，或下行空间有限，马棕在 3700 马币位置或有支撑。

国内棕榈油进口窗口打开过后二季度或迎一定程度的进口回归。但豆棕价差经过修复之后，棕榈油成交、消费亦有好转。关注国内棕榈油累库节奏。在进口利润再度趋于倒挂的情况下，棕榈油累库速度存在慢于预期的可能。

综合来看，目前油脂板块价格中性偏低，在一定程度对应于全球油料库消比低位回升的现实基本面。在寻求新驱动的阶段，棕榈油或维持区间运行。同时，价格低位可能对利多题材更加敏感。激进者或可关注 7200 点附近区间下沿支撑，底仓埋伏。月差方面，考虑进口供应回归的反套逻辑或已有所交易，棕榈油累库程度可能有限，激进者或可关注低位正套机会。

意外因素：能源价格大幅下跌；人民币汇率超预期波动

报告仅供参考，请阅读末页免责声明。

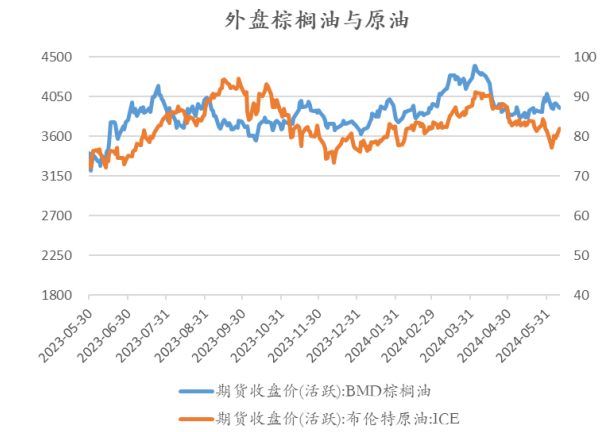
一、行情回顾

（一）基本面节奏差异催生豆棕差趋势行情

2024 上半年，棕榈油价格表现先扬后抑，整体运行节奏与国际能源价格保持较为明显的联动性。此外。1、2 月份东南亚棕榈油产量季节性低位使得产地库消比水平停留在历史低位，且 2024 年印尼与马来西亚在生柴政策的持续推进下，其国内棕榈油消费量再上台阶，进一步营造产地基本面偏强状态。因此，在一季度国际大豆受巴西丰产上市的利空打压而显著走低时，棕榈油表现明显强势。而前期国内棕榈油进口窗口迟迟未能打开，买船不足导致国内棕榈油持续去库也支撑内盘表现偏强。在此过程中，盘面豆棕差从 500 点流畅下行至倒挂水平。

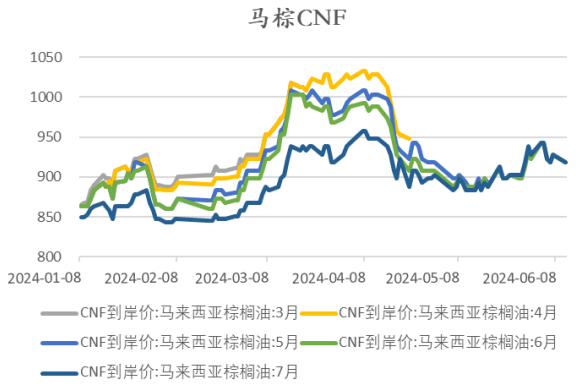
在 3 月份之后，市场对于产地阶段性产量低位而出口好转的基本面乐观情绪有所过度。借助全球对于油料在需求端提供的支撑，棕榈油随油料反弹而继续走高。国内豆棕差一度达到-300 点水平。之后，在东南亚没有供应端扰动，棕榈油产量拐点来到，且销区对高价棕榈油的接受度下降。产地在基本面转向宽松的局面下开始向下回归前期溢价。豆棕差也触底回升，在 5 月下旬修复到 300 点位置。二季度棕榈油总体保持调整姿态，能源价格疲弱，美元维持高位以及全球油料缺少新季供应扰动是主要原因。

图 1 布伦特原油与马棕



数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

图 2 马棕 CNF 价（美元/吨）



数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

二、下半年行情展望

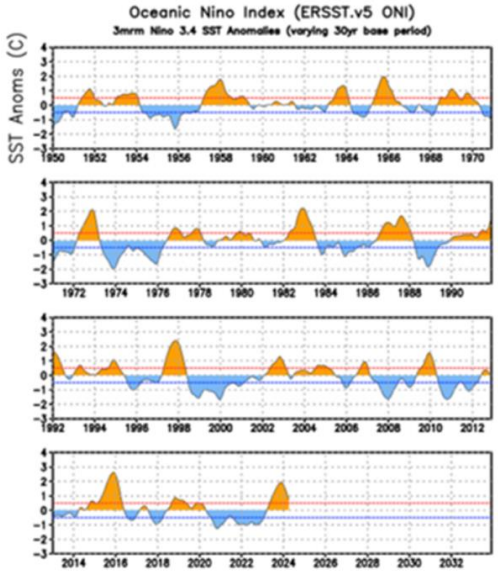
（一）拉尼娜概率走高，关注东南亚洪涝威胁

供应方面，随着厄尔尼诺气候的结束，东南亚产区基本未受干旱威胁。同时，根据 NOAA 预测，三季度开始，全球气候模式或将逐步向拉尼娜转变。通常拉尼娜有更高的概率使印尼、马来西亚地区发生洪涝灾害。洪涝可能阶段性影响棕榈果收获进而降低棕榈油的即期产量，值得关注。另一方面，马来西亚劳工问题已不再成为制约棕榈油产量的因素。今年斋月之后马来西亚劳工数量回升明显，马棕月度产

量也保持正常的季节性增产幅度。MPOB 官员称，肥料施用的改善或使马来西亚 2024 年毛棕榈油产量预计将增加 1.1%，达到 1875 万吨。印尼 2024 年棕榈油产量预计同比增 100 万吨。整体增产空间有限。

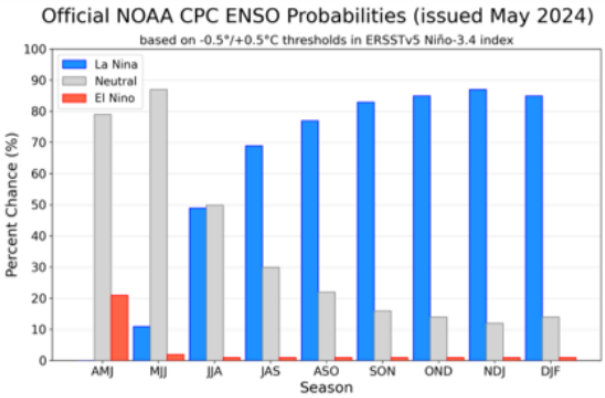
此外，马来西亚棕榈树重植进度亦值得关注。2024 年上半年马来政府推出双倍补贴以促进棕榈老树新植。重植工作或使马棕短期产量下滑而利好长期产量。

图 3 厄尔尼诺拉尼娜指数



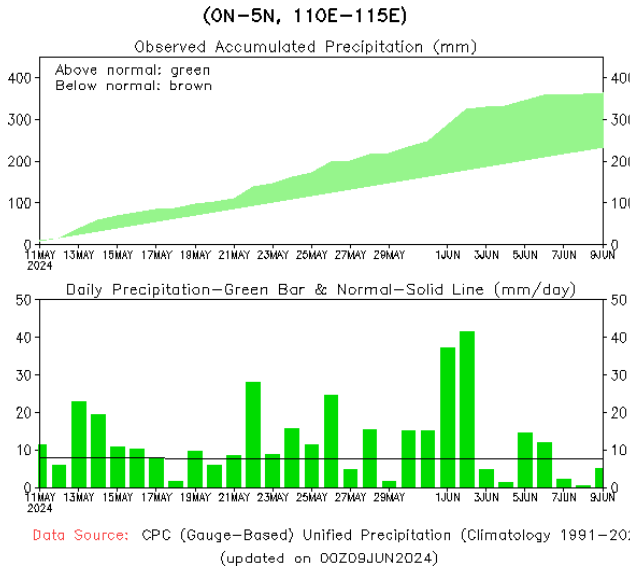
数据来源：NOAA、国海良时期货研究所

图 4 月度移步厄尔尼诺发生概率预测



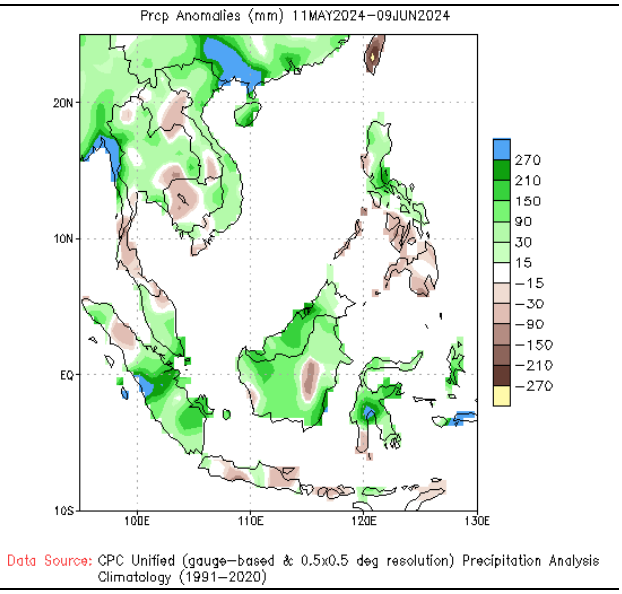
数据来源：NOAA、国海良时期货研究所

图 5 马来西亚东部半岛累计降雨



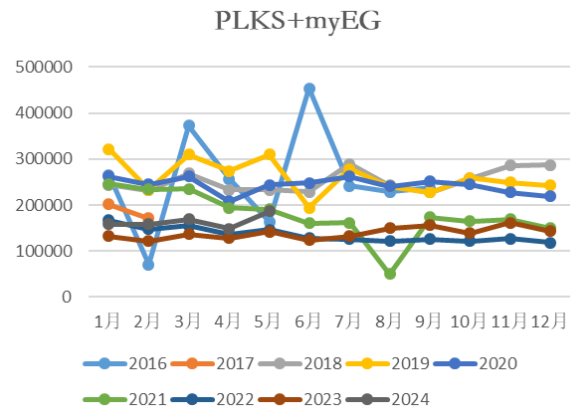
数据来源：NOAA、国海良时期货研究所

图 6 东南亚近 30 日降雨异常



数据来源：NOAA、国海良时期货研究所

图 7 马来西亚外籍劳工注册数

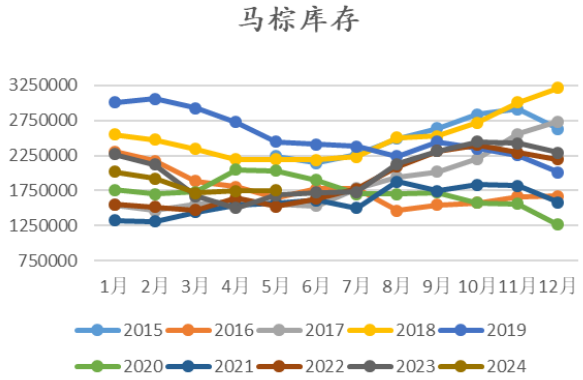


数据来源：马来入境办事处、国海良时期货研究所

图 8 印马毛棕 FOB 价（美元/吨）

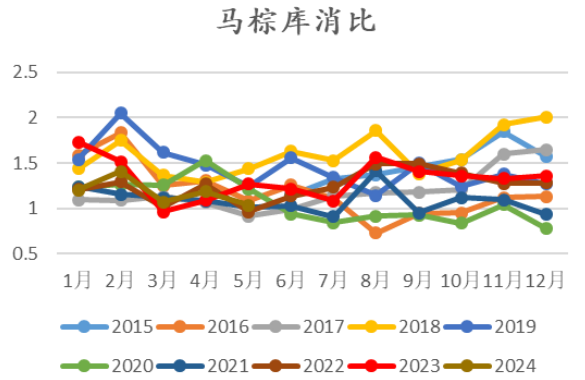
数据来源：公开信息整理、国海良时期货研究所

图 9 马棕月度库存（吨）



数据来源：MPOB、国海良时期货研究所

图 10 马棕月度库消比



数据来源：MPOB、国海良时期货研究所

图 11 马棕月度产量（吨）

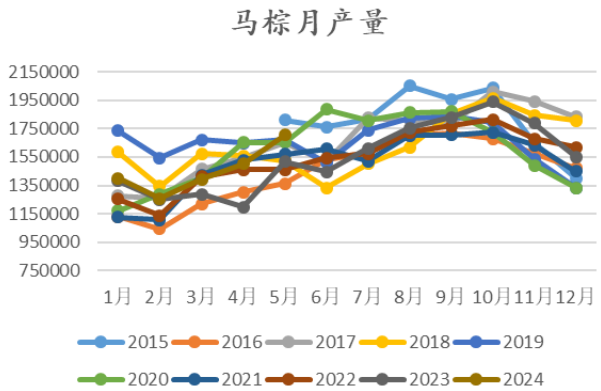
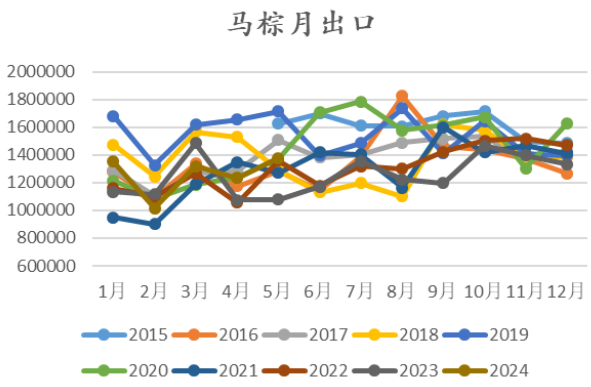


图 12 马棕月度出口（吨）



数据来源：MPOB、国海良时期货研究所

数据来源：MPOB、国海良时期货研究所

图 13 印尼棕榈油产量（万吨）

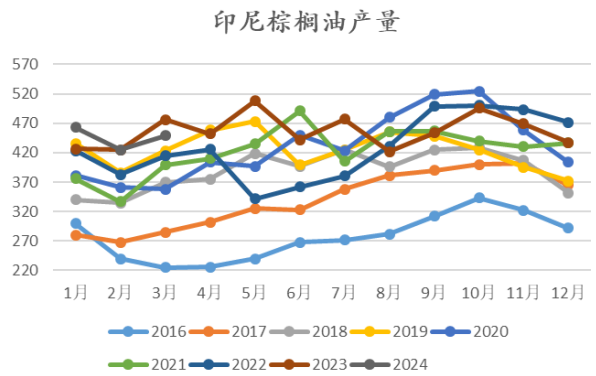
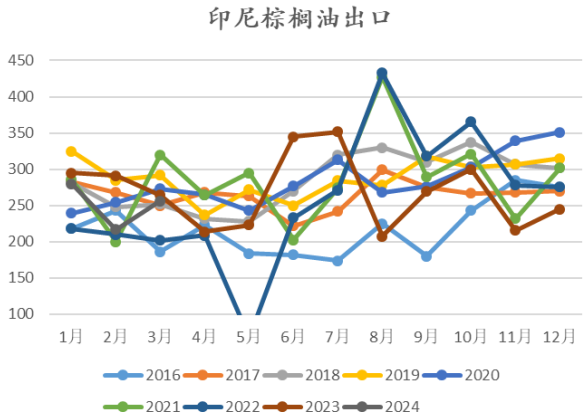


图 14 印尼棕榈油出口（万吨）



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

图 15 印尼棕榈油月度库存（万吨）

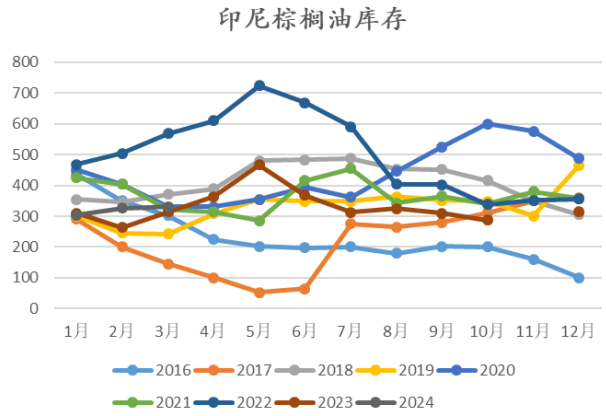
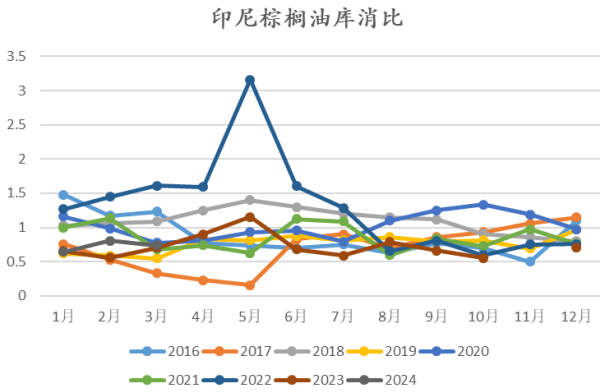


图 16 印尼棕榈油月度库消比



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

（二）东南亚本土消费再上台阶

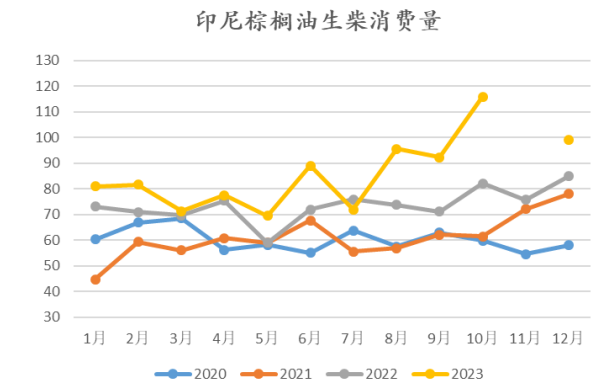
2024 年上半年由于东南亚产地在生柴方面的持续推进，印尼、马来西亚的棕榈油本土消费保持在历史同期创纪录高位。根据 Aprobi 数据，前 4 个月印尼生柴产量为 430.5 万千升，同比增长 8.9%。在印尼持续向 B40 计划迈进过程中，预计 2024 年印尼生柴产量或将超过 1350 万千升，棕榈油生柴消费或超 1300 万吨。另外，马来西亚在 3 月提及将 B20、B30 纳入 2030 年之前的生柴政策规划，虽暂未获得更详细的落实方案披露，但考虑到马来西亚在生柴方面的发展进程较慢，仍有较大空间，长期看或对棕榈油消费形成增量支持。

印度方面，疫情过后的 2021-2023 年，印度食用油进口自低位快速上升，在 2023 年达到创纪录的

1583.8 万吨。在一定程度上显示其油脂需求增速仍保持在较高水平。今年印度食用油总库存在上半年延续缓步去化趋势。港口库存水平已处于历史同期低位，供应压力暂不明显。其对各植物油进口利润前高后低，目前总体仍在尚可水平，菜葵油进口利润较好，棕榈油相对一般。预计印度对于油脂在需求端的支撑仍将发挥作用。

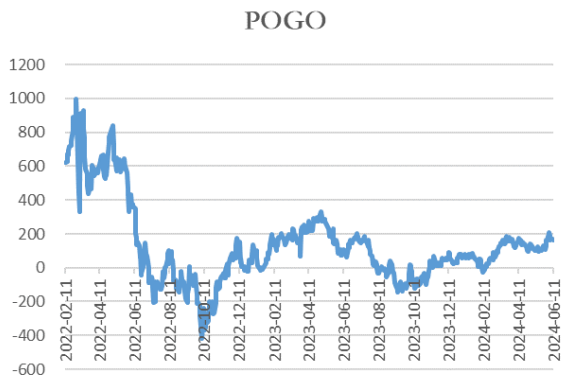
我国作为全球油脂主销区之一，在油脂消费上难以提供较高的增速支持，且来源高度依赖进口。因此，在一定程度上被动接受海外溢价。今年 5 月份得益于产地棕榈油价格向下回归，国内棕榈油进口窗口终于再度打开，预计二季度末棕榈油进口供应将迎来久违的回归。但是，由于人民币汇率表现疲软，进口利润再度趋于倒挂，国内棕榈油基本面或仍未转向明显宽松。叠加目前豆棕差向正常水平恢复，棕榈油需求端最差时期或已过去。因此，未来累库速度可能偏慢。在 5 月份油脂板块由于宏观乐观预期对远月的拉涨影响下，棕榈油月差回落幅度较大，可能已经消化一定的进口回归预期。而在低基差情况下，棕榈油成交亦有所好转。因此，未来期限结构进一步坍塌空间或有限。

图 17 印尼棕榈油生柴消费（万吨）



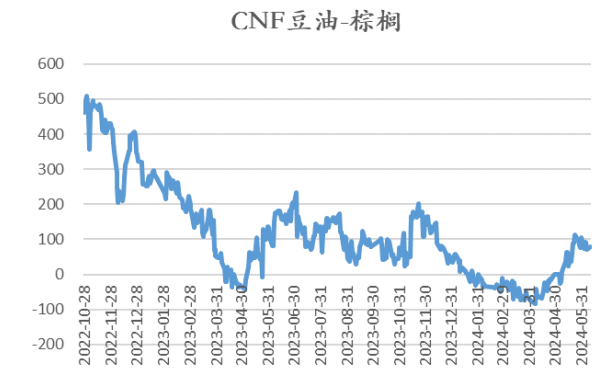
数据来源：GAPKI、国海良时期货研究所

图 18 POGO 价差（美元/吨）



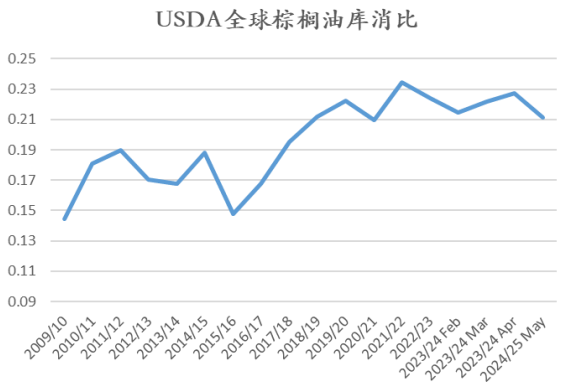
数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

图 19 国际豆棕差（美元/吨）



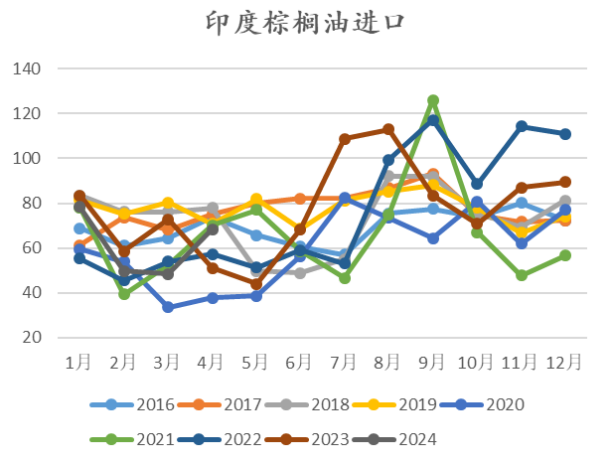
数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

图 20 USDA 全球棕榈油库消比



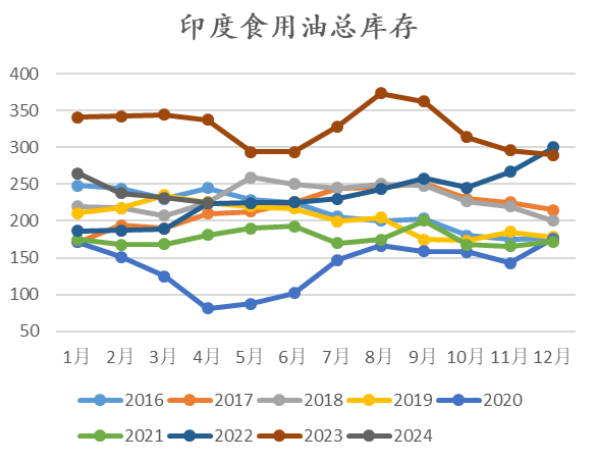
数据来源：USDA、国海良时期货研究所

图 21 印度棕榈油进口量（万吨）



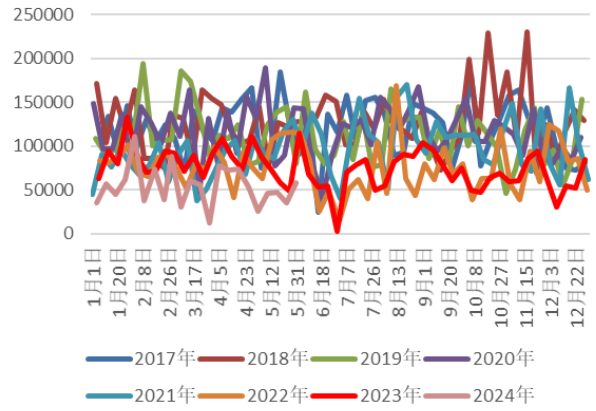
数据来源：SEA、国海良时期货研究所

图 22 印度食用油总库存（万吨）



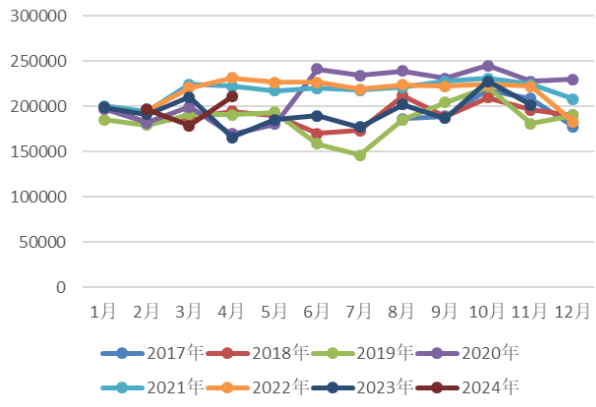
数据来源：SEA、国海良时期货研究所

图 23 欧盟棕榈油进口量（吨）



数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

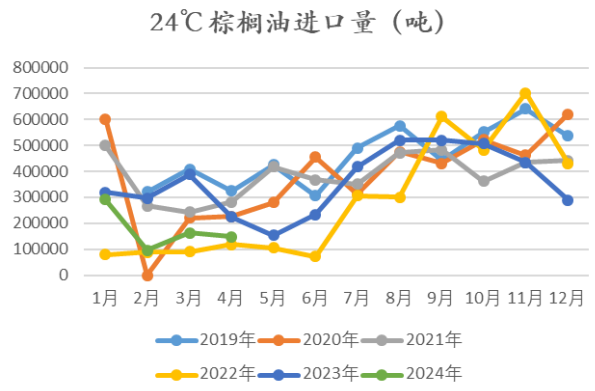
图 24 美国食品级棕榈油消费量（千磅）



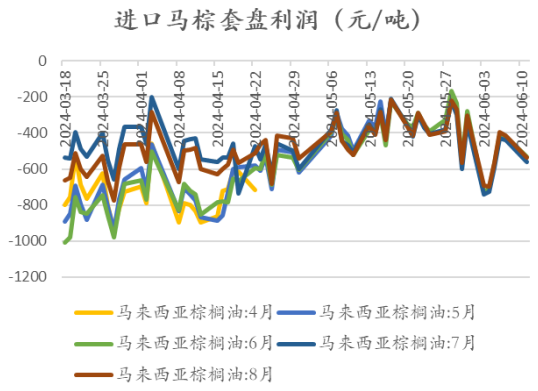
数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

图 25 中国棕榈油进口量（吨）

图 26 马棕进口套盘利润（元/吨）

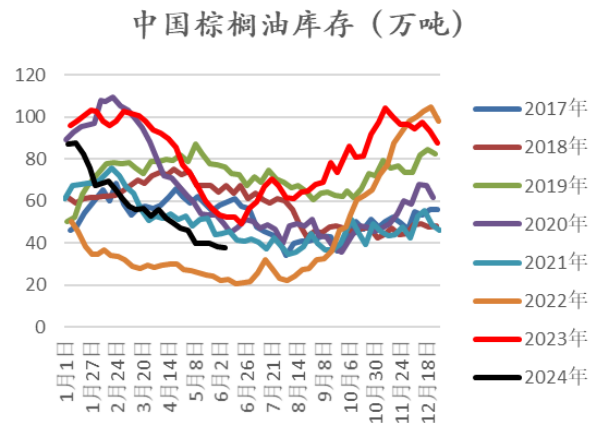


数据来源：海关总署、国海良时期货研究所



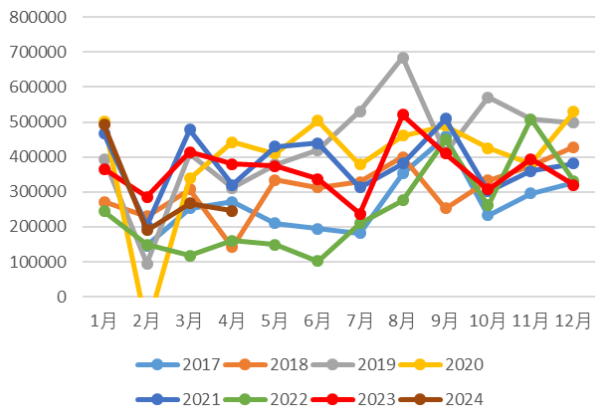
数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

图 27 中国棕榈油库存（万吨）



数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

图 28 棕榈油表观消费（吨）



数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

三、总结

展望下半年，供应端关注三季度拉尼娜发展的强弱，是否对东南亚地区造成洪涝，进而阶段性打破正常的棕榈油增产周期。也需要警惕马来西亚老棕榈树重植进度加快而导致的年度产量不及预期的可能。由于目前产地棕榈油基本面在其本土消费良好的帮助下依旧支撑较强，任何供应端扰动都有可能引发产地新的挺价动作。2024 年印尼、马来西亚棕榈油产量同比增量都较有限，全球库消比同比可能仍然偏紧。目前国际油脂中，棕榈油估值小幅偏高，在没有供应端扰动的情况下，或下行空间有限，马棕在 3700 马币位置或有支撑。

国内棕榈油进口窗口打开过后二季度或迎一定程度的进口回归。但豆棕价差经过修复之后，棕榈油成交、消费亦有好转。关注国内棕榈油累库节奏。在进口利润再度趋于倒挂的情况下，棕榈油累库速度存在慢于预期的可能。

报告仅供参考，请阅读末页免责声明。

综合来看，目前油脂板块价格中性偏低，在一定程度对应于全球油料库消比低位回升的现实基本面。在寻求新驱动的阶段，棕榈油或维持区间运行。同时，价格低位可能对利多题材更加敏感。激进者或可关注 7200 点附近区间下沿支撑，底仓埋伏。月差方面，考虑进口供应回归的反套逻辑或已有所交易，棕榈油累库程度可能有限，激进者或可关注低位正套机会。

意外因素：能源价格大幅下跌；人民币汇率超预期波动

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。