

产地供需偏紧或有缓和契机

——棕榈油 2025 年展望

观点概述

回顾 2024 年，棕榈油价格先抑后扬。二季度印尼产量因厄尔尼诺干旱滞后影响以及树龄老化因素而偏低，在印尼不断强化 2025 年 B40 预期后，产地供需偏紧矛盾被市场不断交易。棕榈油拉开与其他植物油价差。

展望 2025 年一季度，马棕因前期干旱导致的略超季节性减产影响余波可能仍在；一季度也正值产地产量年内低谷期；印度斋月前仍有备货需求，三者因素叠加下，产地基本面可能保持偏强状态，价格回调空间有限。二季度产地进入增产季，叠加土壤墒情恢复，产地供应可能有同比的修复性增长，棕榈油价格可能面临一定的调整压力。

国内预计维持供需双弱局面。进口倒挂情况依旧有待修复，其中人民币汇率波动也有较大影响。国内一季度气温较低，棕榈油消费淡季，但可能对价格的影响权重有限，更多还是跟随成本端运行为主。

综合来看，预计棕榈油先高位震荡，后有所转弱，届时极端的豆棕、豆菜价差也有望修复性回归。

意外因素：人民币超预期波动；产地出口政策超预期变化；能源价格超预期波动

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：2024/12/13

一、行情回顾

（一）产地供需矛盾在四季度爆发，棕榈油异军突起

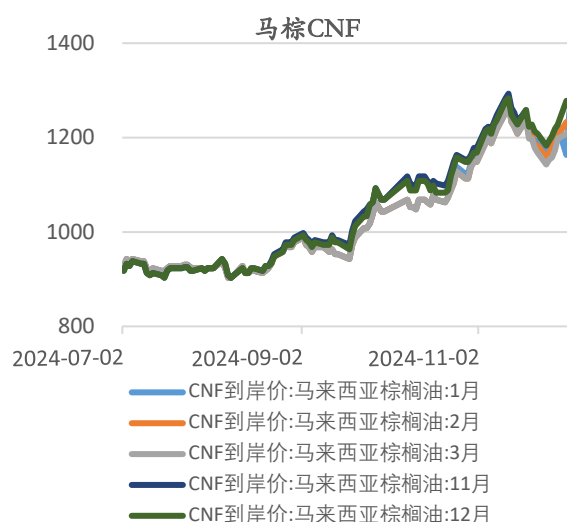
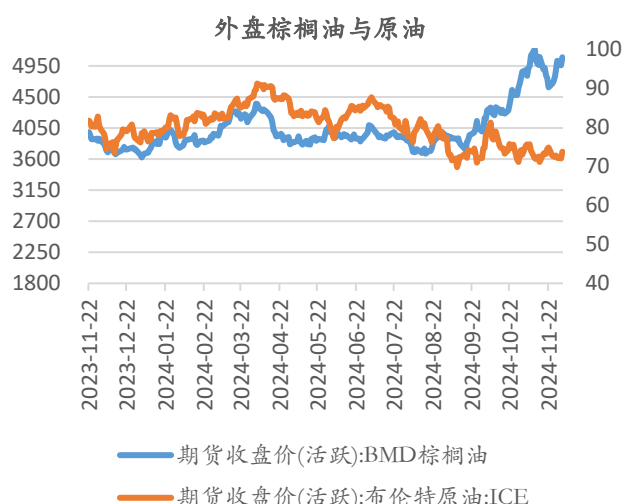
2024 年棕榈油整体表现先抑后扬，下半年海外植物油大会是转暖契机之一。印度植物油会议上，印尼 GAPKI 相关人士释放印尼 2024 年棕榈油产量同比下滑 100 万吨的预估令市场把注意力逐步放到油棕树龄以及去年干旱的滞后影响等棕榈油自身供应问题上。之后，印尼新政府高调宣布 B40、B50 等生物柴油计划，进一步为棕榈油带来向上动力。11 月下旬，马来西亚西部半岛因持续过量降雨而遭遇洪涝影响，阶段性棕榈果收获或面临阻碍，再度给到产地近月价格支撑，back 结构愈加陡峭。

与此同时，国际能源价格持续低迷，棕榈油与能源价格分化激烈，也在一定程度上加大印尼推进激进生柴政策所需的资金需求。

内盘沿成本推动逻辑跟随上涨。同时，极端的品种间价差使得国内棕榈油需求基本被压至刚性水平，基本面呈供需双弱状态。

图 1 布伦特原油与马棕

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

数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

二、2025 棕榈油行情展望

（一）印尼年产量存在修复性回升可能

在回顾 2024 年东南亚棕榈油减产事实时，可以发现减产主要发生在印尼，而马来产量并未出现同比减少。然而，从树龄结构考虑，马来油棕树的老龄化较印尼而言更为严重。这与 2024 年两国的实际减产程度差异不符。因此，我们推测，驱动印尼在 2024 年棕榈油减产的主要因素或不仅在树龄问题上。

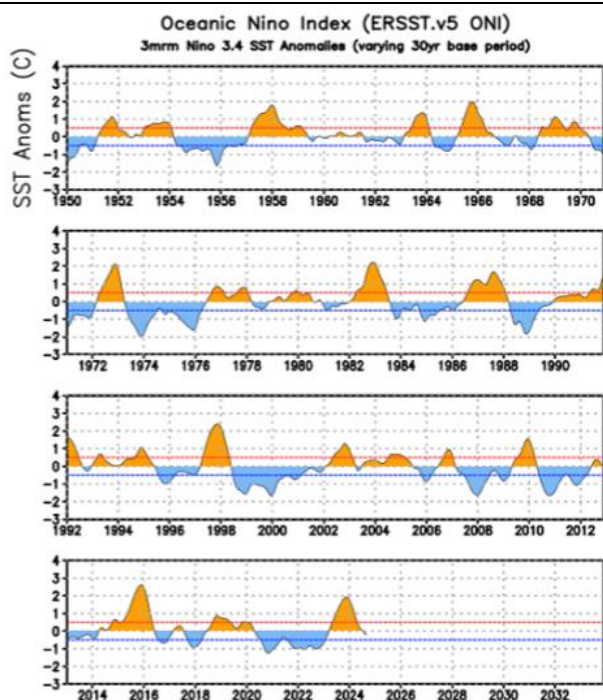
另一方面，我们对照印尼 GAPKI 公布的月度棕榈油产量来看，明显的同比减产月份主要是 5-7 月。通过

回溯可以发现，在 2023 年 9-11 月期间，印尼经历了比马来西亚更为明显的干旱天气。按照 8 个月的对产量滞后影响，可以对应到今年 5-7 月的印尼棕榈油减产时期。因此，我们猜测 2023 年干旱对产量的滞后影响是造成今年印尼棕榈油阶段性减产的主要因素。

根据同样的规律，我们跟踪到的 2024 年东南亚降雨情况，只有马来西亚在 2、3 月份出现了明显的降雨偏少情况。也就是说，2024 年末东南亚因为前期降雨不足而导致的超预期减产可能是趋于逐步兑现的。而到了 2025 年增产季，干旱的负面影响可能再度淡化。

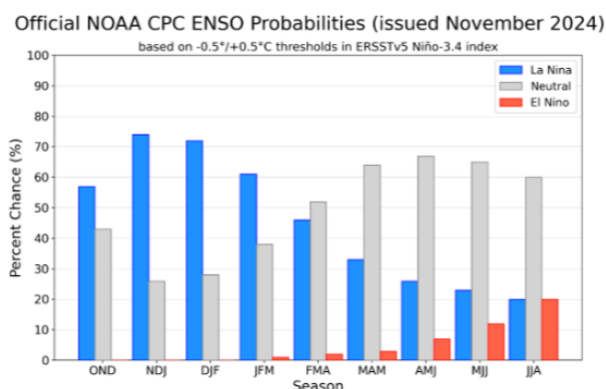
综合来看，2025 年棕榈油的产量将是土壤墒情好转与树龄老化演进叠加过后的结果。我们倾向于认为产量同比恢复的大方向。不确定因素在于产地重植进度是否显著加快而导致阶段性供应不足的问题。

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

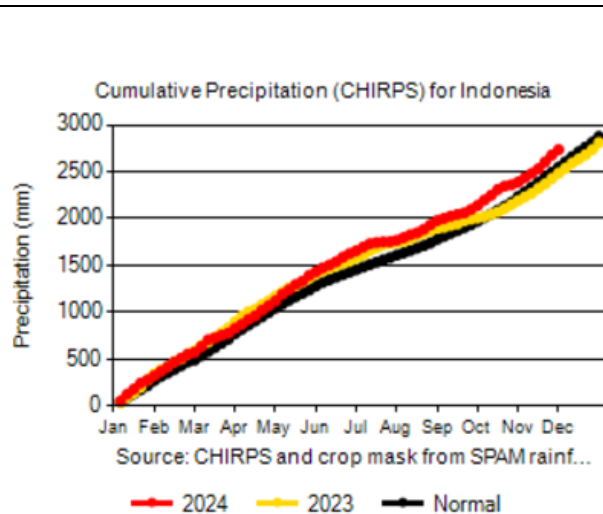
图 4 月度移步厄尔尼诺发生概率预测



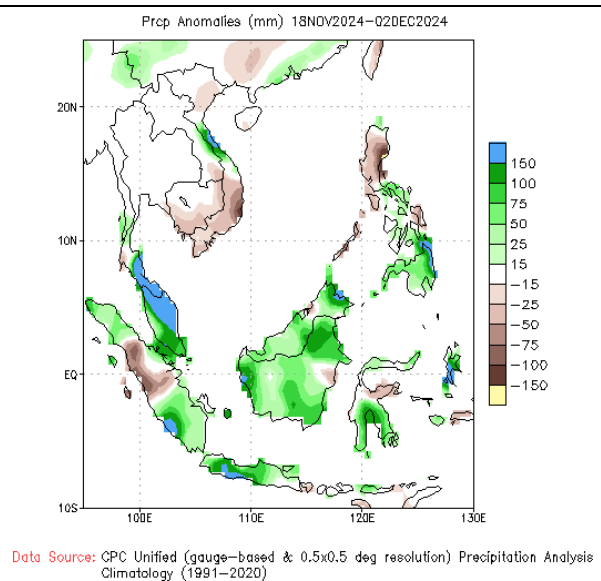
数据来源：NOAA、国海良时期货研究所

图 5 印尼累计降雨

图 6 东南亚近 15 日降雨异常

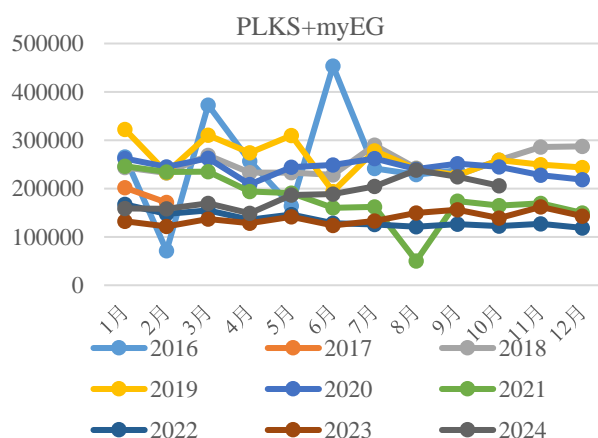


数据来源：FAS、国海良时期货研究所



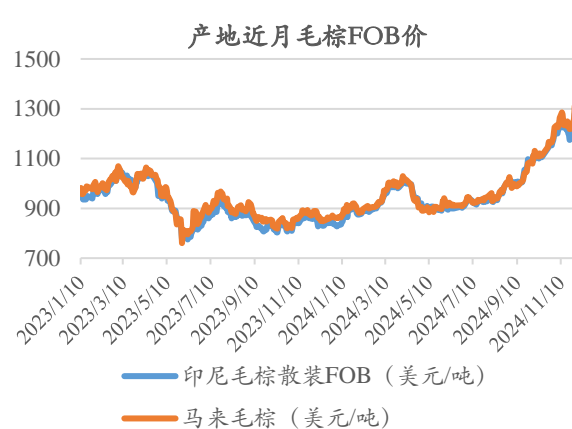
数据来源：NOAA、国海良时期货研究所

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）

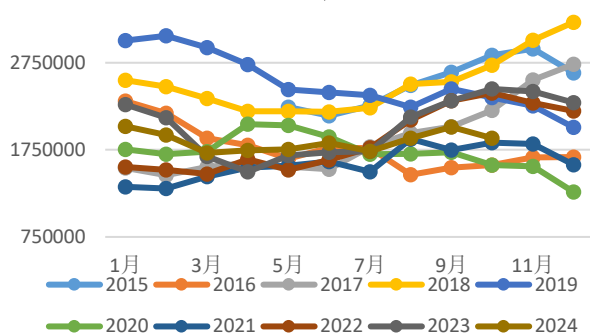


数据来源：公开信息整理、国海良时期货研究所

图 9 马棕月度库存（吨）

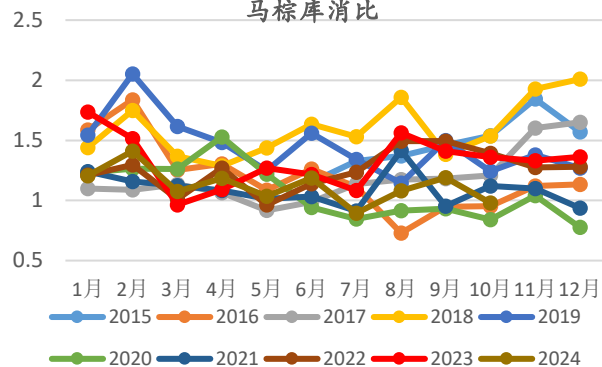
图 10 马棕月度库消比

马棕库存



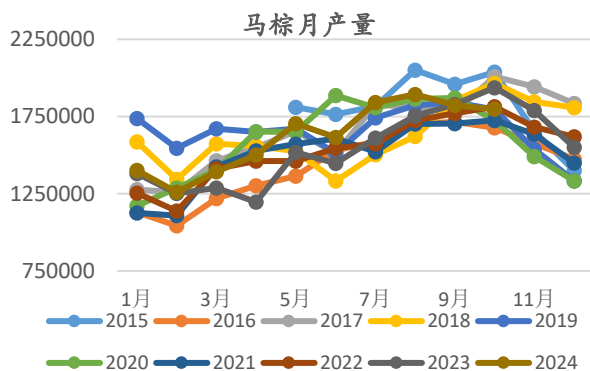
数据来源：MPOB、国海良时期货研究所

马棕库消比



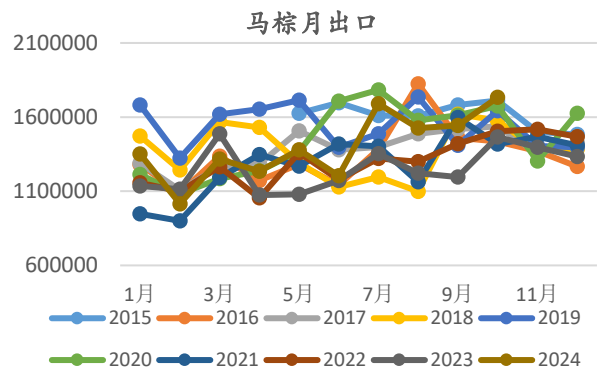
数据来源：MPOB、国海良时期货研究所

图 11 马棕月度产量 (吨)



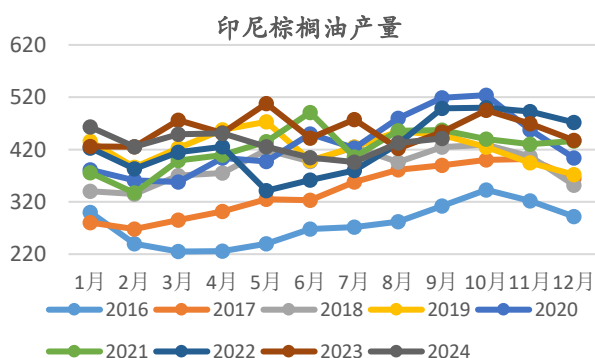
数据来源：MPOB、国海良时期货研究所

图 12 马棕月度出口 (吨)



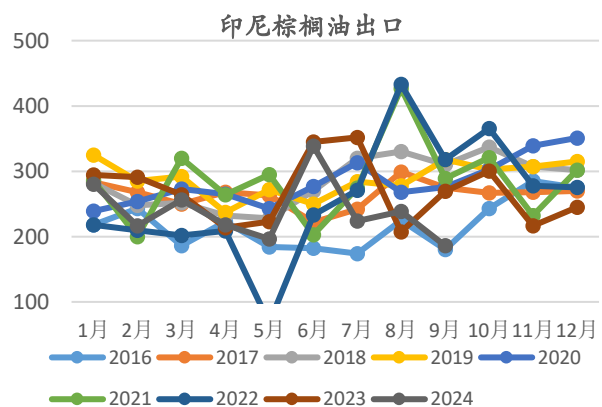
数据来源：MPOB、国海良时期货研究所

图 13 印尼棕榈油产量 (万吨)



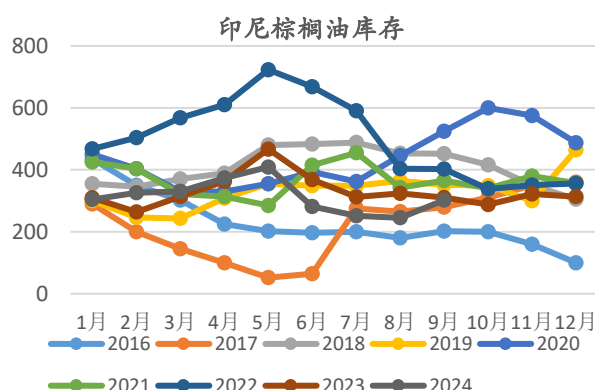
数据来源：GAPKI、国海良时期货研究所

图 14 印尼棕榈油出口 (万吨)



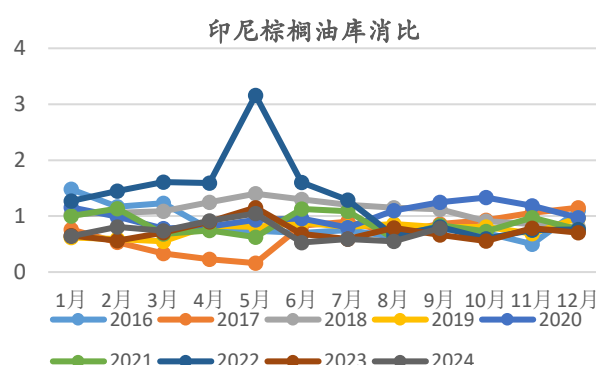
数据来源：GAPKI、国海良时期货研究所

图 15 印尼棕榈油月度库存（万吨）



数据来源：GAPKI、国海良时期货研究所

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

（二）印尼出口端表现将影响其 B40 执行情况

目前由于产地基本面的强势，将棕榈油与其他植物油以及传统能源间的价差拉大到了比较极致的程度。它带来的后果自然是对需求端的压制。

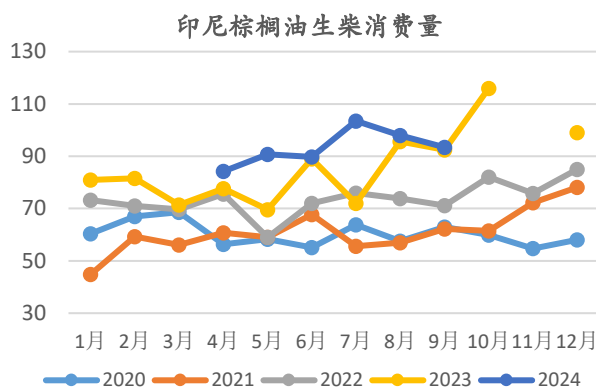
此前外围市场对于中国春节前备货存有一定预期。但根据国内下游的承接态度上来看，在当前高价下，这部分需求落空的概率较大。近年来，中国棕榈油消费端变化对于价格层面的影响权重变得微弱。进口利润倒挂显著使得国内棕榈油消费已被压至刚需水平。未来国内价格将延续跟随进口成本波动的特点运行。

另一方面，印度对于植物油设立的 27.5%、32.5% 的进口税也令棕榈油出口前景蒙上阴影。尽管我们看到印度国内的各植物油精炼利润下滑速度不快，但似乎也在反映印度植物油终端消费持续发力的可能性在逐步降低。结合 2025 年 3 月的斋月时点来看，印度在一季度前仍有一定的需求支撑，随后可能步入淡季。

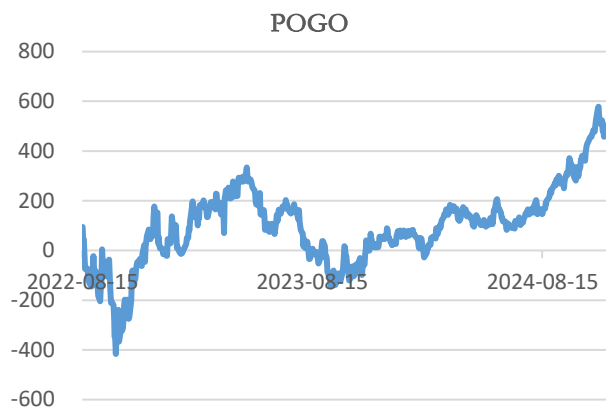
值得一提的是，印尼 B40 的实施需要其棕榈油在出口端的持续支持。如果植物油与柴油之间的巨大价差不出现缓和性的修复的话，需要依靠大量的棕榈油出口专项税来给出生柴补贴资金。因此，如果后续印尼棕榈油出口出现超季节性走弱，那生柴政策落地可能不及预期，进而给棕榈油价格带来回调压力。

图 17 印尼棕榈油生柴消费（万吨）

图 18 POGO 价差（美元/吨）

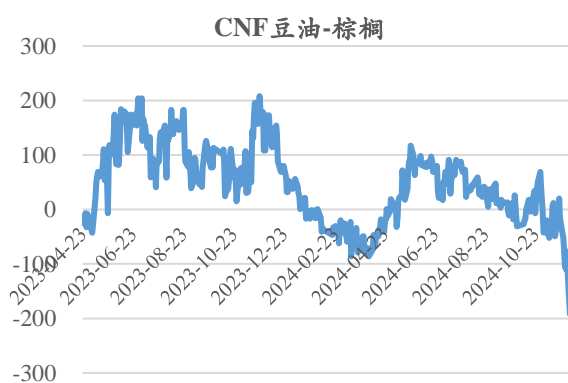


数据来源：GAPKI、国海良时期货研究所



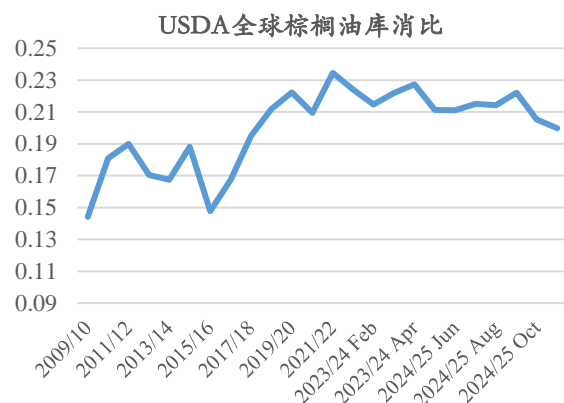
数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

图 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）

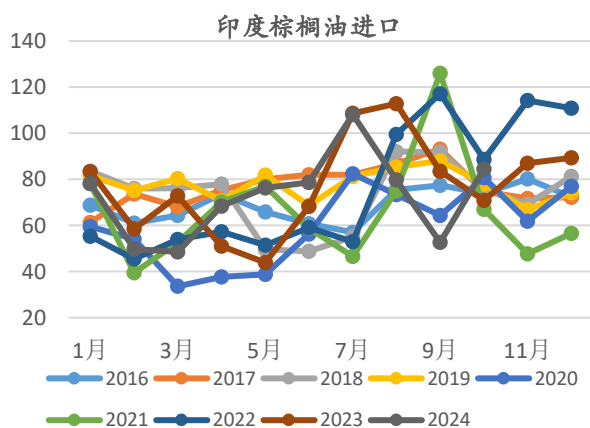
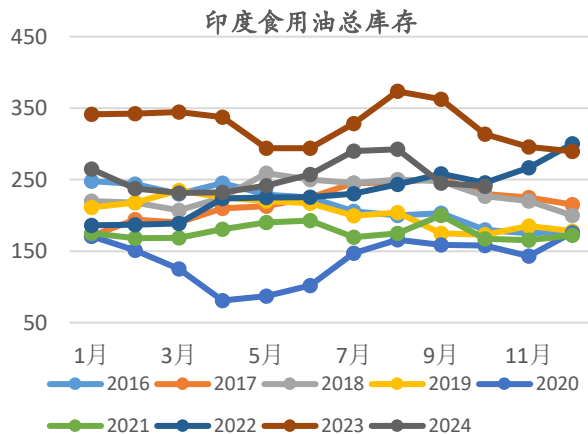


图 22 印度食用油总库存（万吨）

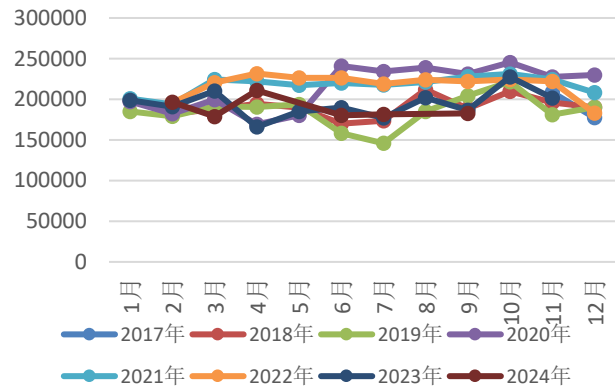
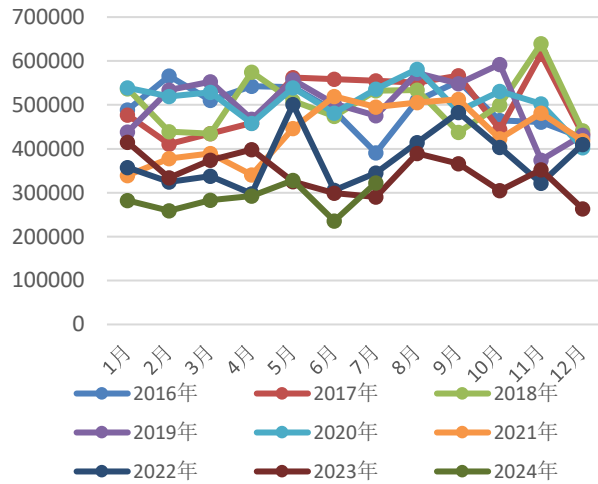


数据来源：SEA、国海良时期货研究所

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）

图 24 美国食品级棕榈油消费量（千磅）

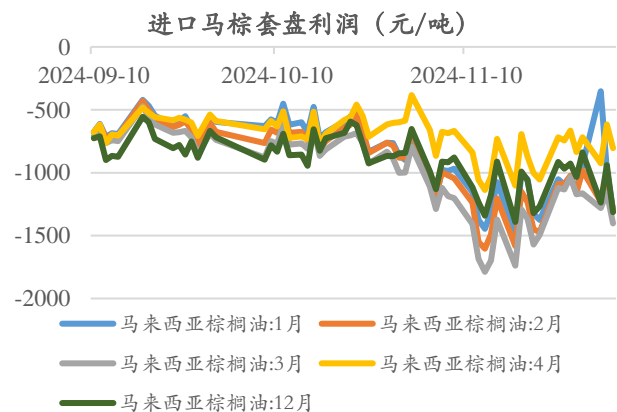
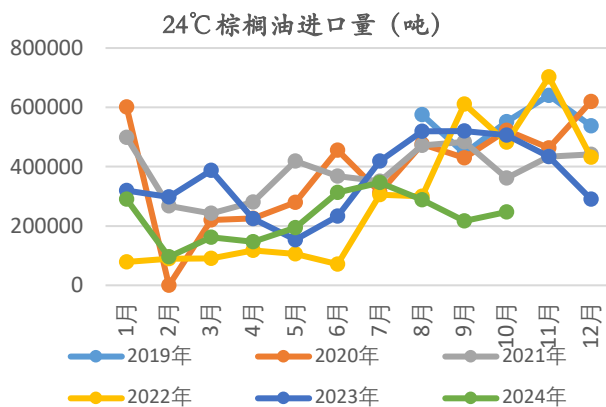


数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

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）

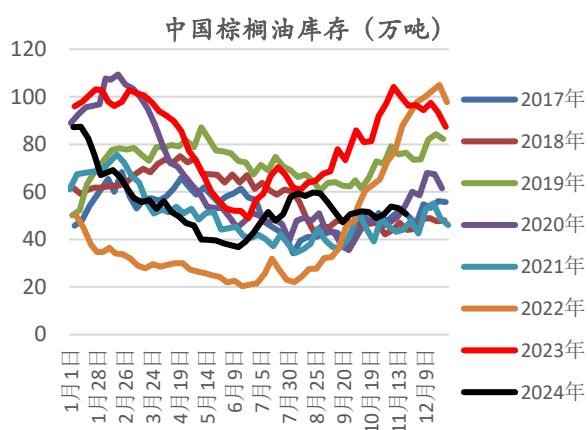


数据来源：海关总署、国海良时期货研究所

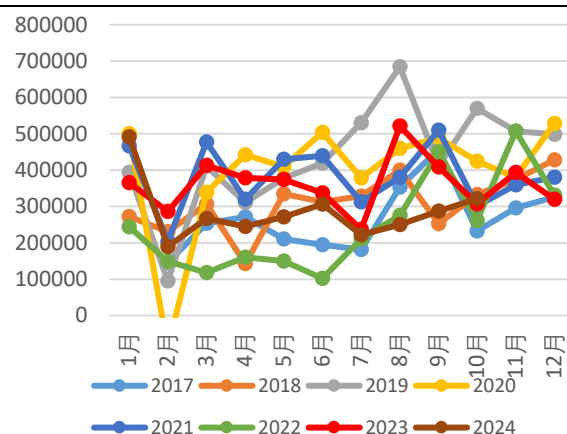
数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

图 27 中国棕榈油库存（万吨）

图 28 棕榈油表观消费（吨）



数据来源：上海钢联、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

三、总结

展望 2025 年一季度，马棕因前期干旱导致的略超季节性减产影响余波可能仍在；一季度也正值产地产量年内低谷期；印度斋月前仍有备货需求，三者因素叠加下，产地基本面可能保持偏强状态，价格回调空间有限。二季度产地进入增产季，叠加土壤墒情恢复，产地供应可能有同比的修复性增长，棕榈油价格可能面临一定的调整压力。

国内预计维持供需双弱局面。进口倒挂情况依旧有待修复，其中人民币汇率波动也有较大影响。国内一季度气温较低，棕榈油消费淡季，但可能对价格的影响权重有限，更多还是跟随成本端运行为主。

综合来看，预计棕榈油先高位震荡，后有所转弱，届时极端的豆棕、豆菜价差也有望修复性回归。

意外因素：人民币超预期波动；产地出口政策超预期变化；能源价格超预期波动

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交易咨询资格。