



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2024-12-02

## 油脂：棕榈油高位震荡，等待新驱动

王俊

农产品分析师

从业资格号：F0273729

交易咨询号：Z0002942

☎028-86133280

✉wangja@wkqh.cn

斯小伟（联系人）

农产品分析师

从业资格号：F03114441

☎028-86133280

✉sxwei@wkqh.cn

### 报告要点：

2024 年棕榈油的上涨源于印尼的超预期减产，2021 年同样在 6 月份季节性增产周期因劳工及疫情等出现意外的产量不及预期，引发棕榈油连续上涨行情。2021 年底，棕榈油进入高位震荡周期，而观察目前棕榈油走势，也出现了高位震荡徘徊的情况。

对比 2024 年与 2021 同期的产销区库存，可看出 2024 年产地的库存更为紧张，而销区的库存略高一些，具有一定的进口调节能力。

目前，受特朗普内阁用人具有对环保法案支持力度较小的背景的影响，豆菜油已发生了大幅回调，而棕榈油仍延续较强。从产地出口数据来看，我们认为目前符合棕榈油的高位震荡剧本，因印尼产量有所恢复，需求国的库存具有一定调节能力。中期来看，在印尼产量未恢复及全球油脂需求未受到生柴政策确定性的打击之前，棕榈油的近月会逐步演绎高位震荡剧本，而更高空间则需要原油、供应端再次出现超预期的刺激。

一、2024 年底棕榈油行情与 2021 年同期类似

2024 年棕榈油的上涨源于印尼的超预期减产，2021 年的棕榈油也是在 6 月份季节性增产周期因劳工及疫情等出现意外的产量不及预期，引发棕榈油连续上涨行情。2021 年底，棕榈油进入高位震荡周期，而观察目前棕榈油走势，也出现了高位震荡徘徊的情况，因此本文试图将两段行情后期的基本面对比。

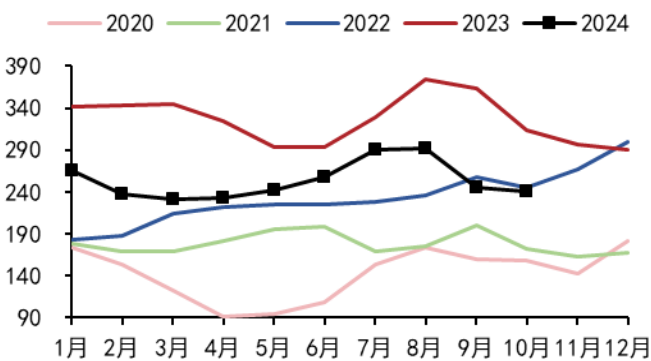
二、2024 年产区库存更紧张，销区相对 2021 年有一定调节能力

2021 年 10-12 月，马来西亚棕榈油库存分别为 183.41 万吨、181.69 万吨、158.30 万吨，2024 年 10 月则为 188.46 万吨，从 11 月的高频数据来看，预计 11 月马棕库存或小幅下降几万吨级，因此，目前马棕库存与 2021 年同期类似；印尼方面，2021 年 10-12 月的棕榈油库存为 337.6 万吨、353.3 万吨、356.5 万吨，作为对比 2024 年已经公布的 9 月棕榈油库存为 302 万吨，可以看出 2024 年印尼的库存水平也和 2021 年接近，较 2021 年水平略低。

销区方面，中国植物油库存则明显高于 2021 年同期，截至 2024 年 11 月 22 日，国内植物油库存为 197 万吨，2021 年同期则为 161 万吨，不过其中最主要的库存增量来自豆油和菜油，棕榈油库存较 2021 年同期持平；印度方面，植物油库存截至 2024 年 11 月 1 日为 240.8 万吨，高于 2021 年同期约 70 万吨，印度方面具有月度级别的进口调节能力。

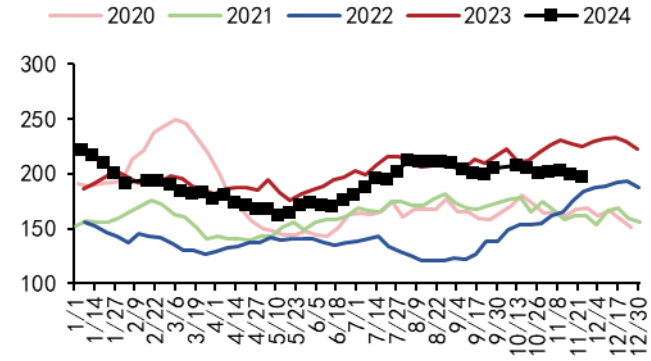
因此，从目前产销区的库存情况来看，2024 年产地的库存更为紧张，销区的库存略高一些，具有一定的进口调节能力。

图 1：印度植物油库存（万吨）



资料来源：SEA、五矿期货研究中心

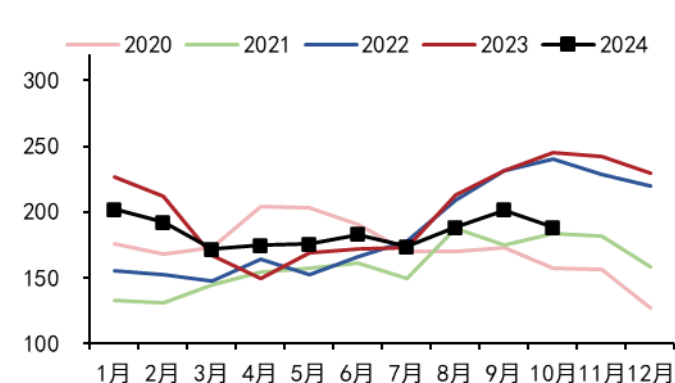
图 2：中国植物油库存（万吨）



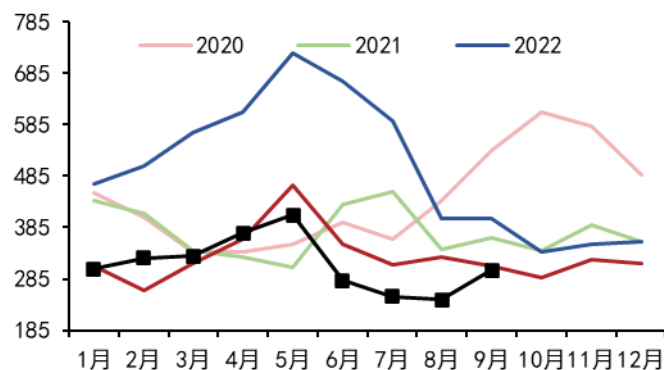
资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图 3：马来西亚棕榈油库存（万吨）

图 4：印尼棕榈油库存（万吨）



资料来源：MPOB、五矿期货研究中心



资料来源：GAPKI、五矿期货研究中心

### 三、油脂短期高位震荡，突破区间需更强刺激

上期油脂专题中，我们认为把时间放远到 2025 年 1 月至 4 月的产地季节性减产季节，销区方面，1-4 月全球对棕榈油的月均进口需求为 350-380 万吨。产地马来印尼的月均消费在 220 万吨左右，考虑到印尼 B40 政策，可能仍有 10 万吨级的上调即约 230 万吨。即全球月均对棕榈油的需求为 580-610 万吨。去库季节马棕的月均产量在 130 万吨，则需要印尼产量恢复到 450 万吨-480 万吨才能维持库存持平，一旦低于这个区间太多，则可能引发供应再度趋紧。

而从目前印尼年底产量情况来看，明年 1-4 月的印尼棕榈油产量可能较难恢复到 450 万吨以上的高位，同时弱拉尼娜天气引发的东南亚降水偏多也对棕榈油产量恢复形成考验，成为棕榈油近月延续偏强的基础。需求端，特朗普于明年 1 月晚期就任，其对于生物柴油政策的支持预期下降，主要体现在税收抵免政策和 RFS 的调整，可能会释放部分豆菜油需求回到国际贸易流，弥补部分棕榈油的短缺，成为远期油脂高位下跌的隐忧。

行情节奏上，我们预计有几个剧本：

1. 继续突破高位区间：印尼报价一直强势，未来观察到马来出口维持在 160 万吨以上甚至更高，则证明印尼减产尚未恢复甚至回落，棕榈油将维持偏强，在进入 1 月后的减产季节，由于低库存担忧，棕榈油可能会进一步上涨直到销区抵抗出口回落。
2. 高位震荡：未来观察到马来出口维持在 150-160 万吨，印尼马来报价高位震荡，证明印尼产量每月恢复到 435-450 万吨，其库存在低位震荡，支撑价格高位。
3. 回落剧本：未来观察到马来出口回落到 150 万吨以下，印尼马来报价回落，此时有三种可能，一种是短期销区不能接受高价，短期进口减少，若后期高频数据显示产地库存仍然紧张，则有可能重新上涨；二是印尼产量连续每月恢复到 450 万吨以上，导致库存达到去年同期水平，产地供应不再紧张，从而引发回落；三是政策端的问题，如特朗普对生物柴油支持力度弱，可能会引发市场预期美国之前增加的豆油、菜油消费重新回到国际贸易流，引发下跌。

目前，受特朗普内阁用人具有对环保法案支持力度较小的背景的影响，豆菜油已发生了大幅回调，而棕榈油仍延续较强。从产地出口数据来看，我们认为目前符合棕榈油的高位震荡剧本，因印尼产量有所恢复，需求国的库存具有一定调节能力。因此在印尼产量未恢复及全球油脂需

求未受到生柴政策确定性的打击之前，棕榈油的近月会逐步演绎高位震荡剧本，而更高空间则需要原油、供应端再次出现超预期的刺激。

## 免责声明

---

**五矿期货有限公司**是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

## 公司总部

---

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：[www.wkqh.cn](http://www.wkqh.cn)