

## 棕榈油势如破竹，后市还有上涨空间吗？

### 主要观点

#### 前言

从今年10月下半月开始，棕榈油期货价格迅速拉涨，主力合约涨幅逾700点，直至11月中旬首现回调，然而此次回调仅回吐不到100点，随后便继续向上拉升，并于上周三强势摸顶，收于涨停价，周五夜盘又在马盘带动下高开100余点。那么此轮棕榈油涨势为何来势汹汹？后续上涨又存在多大的空间呢？

#### 后市展望

短期（1-2周）来看，油脂板块资金热度仍在，加上国内棕榈油进口利润倒挂，仍存上涨动能。

中期（1-3个月）来看，国内油厂逐渐步入年前备货季，价格易涨难跌，但前期消费淡季的超涨有可能透支未来的涨幅，因此价格大概率会突破季节性规律，迎来阶段性回调。

长期（3-6个月）来看，马来、印尼减产数据及生柴政策推行情况进一步明确，在天气配合的情况下，或将迎来新一轮上涨周期。

操作上，短线不建议继续追高棕榈油，可逢高做波段回调。中线可酌情做多豆棕价差，入场点选在700-800之间，止盈点放在300点以内。长线则可逢低布局棕榈油05合约多单，耐心等待下一轮上涨机会。

报告日期 2019-11-23

#### 研究所

史玥明

油脂期货分析师

从业资格号：F3048367

电话：010-84183099

邮件：shiyueming@guodu.cc

## 目 录

一、印尼生柴政策引燃上涨行情导火索.....	4
二、马来减产去库继续为上涨行情添油加柴.....	5
三、上涨火苗还能燃烧多久.....	7
关注点 1：天气.....	7
关注点 2：国内油脂供需格局.....	8
三、后市展望.....	9

## 插图

图 1 马来西亚棕榈油月度产量 .....	6
图 2 马来西亚棕榈油月度库存 .....	6
图 3 马来西亚棕榈油月度出口量 .....	6
图 4 印度棕榈油月度进口量 .....	6
图 5 太平洋海温异常指数 .....	7
图 6 南方涛动指数 .....	7
图 7 印尼苏门答腊岛西南部近 90 天降水监测 .....	8
图 8 东南亚未来两周降水预测 .....	8
图 9 国内棕榈油港口库存 .....	8
图 10 国内棕榈油进口利润 .....	8
图 11 国内豆油商业库存 .....	9
图 12 加拿大油菜籽逐月到港量 .....	9

从今年10月下半月开始，棕榈油期货价格迅速拉涨，主力合约涨幅逾700点，直至11月中旬首现回调，然而此次回调仅回吐不到100点，随后便继续向上拉升，并于上周三强势摸顶，收于涨停价，周五夜盘又在马盘带动下高开100余点。那么此轮棕榈油涨势为何来势汹汹？后续上涨又存在多大的空间呢？

## 一、印尼生柴政策引燃上涨行情导火索

10月上半月，棕榈油市场表现平平。由于马来西亚总理去年9月在联合国发表讲话称印度“入侵并占领”查谟和克什米尔，印度方面于10月初表示正在寻找限制从马来西亚进口棕榈油和其他商品的方法。加之印度已于9月提高对马棕油的进口关税，亦利空马棕油的出口，悲观情绪主导了10月上半月马盘的偏空走势。

然而从10月中旬开始，印尼政府为保证B30顺利实施，对生柴供应商提出严格供货要求，若不能如期供货则面临高额罚金，由于当地CPO只卖近月，因此金光等供应商在FOB市场上积极采购，尤其是2020年1-3月船期，迅速提振了棕榈油价格。

表1 印尼近5年生物柴油政策

时间	印尼发布的生物柴油相关政策
2015-01	2015年印尼将生物燃料在柴油中的强制掺混比例从10%提高到15%。
2015-02	上调生物柴油补贴额度至4000卢比/升，约合350美元/吨，并追溯至1月初，该补贴额度高于此前执行的1500卢比/升。
2016-01	2016年印尼将生柴强制掺混比例上调至20%，2015年难达到25%。
2017-11	印尼政府计划扩大生物柴油补贴范围。
2018-09	印尼要求所有交通工具以及重型机械强制使用B20掺混生物柴油燃料。
2019-03	加快使用混合30%生物柴油（B30）政策，计划2019年底前完成B30计划。

其实印尼生柴政策推行的历史并不短，不过受制于本国技术水平和产能，其政策实际落地需要的时间较长。从增加的棕油消费方面来看，2018年9月印尼强制B20政策实施后，10月国内棕榈油消费量为135.3万吨，随后在政策全面铺开国内棕榈油月度消费量基本稳定在140-150万吨，相较于实行前几个月的100-110万吨平均增加了近40万吨。若在此基础上估算推行B30政策的影响，预计印尼月度消费增量在20万吨左右，2020年印尼的棕榈油消费料在2050万吨上下，相比于2019年度初步估算

的1835万吨消费量增加了215万吨，基本与印尼下一年度增产水平持平，逐年累库的情况或将得到缓和。

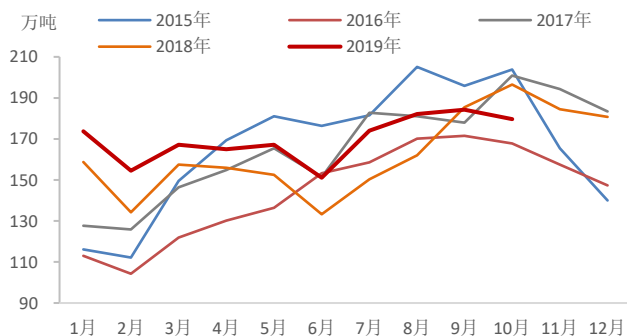
后续来看，尽管生物柴油政策利好长期棕榈油的消费，但由于棕榈油熔点较高等固有特征，在汽车性能未优化的情况下，其在生物柴油的掺混比例不会过高，未来靠生物柴油提振棕榈油消费的空间实则有限。此外，欧盟一直是棕榈油主要进口地之一，2018年欧盟进口的棕榈油约400万吨，其中约有50%以上用于生物柴油生产。不过欧盟方面已决定到2030年之前逐步停止使用棕榈基生物柴油，并制定一项协议，允许棕榈油在2023年之前一直使用，然后在2030年之前将其逐渐淘汰，所以未来面向欧盟的棕榈油出口将大概率萎缩，抵消部分B30政策带来的利多。

整体来看，尽管B30政策短期拉动了棕榈油盘面上行，但更多为预期情绪指引，实际利多仍存变数。马来近期也称要加速推进B20，但其生物柴油规模远不及印尼，可忽略不计。因此不宜将生柴政策的利多效果看得过重。

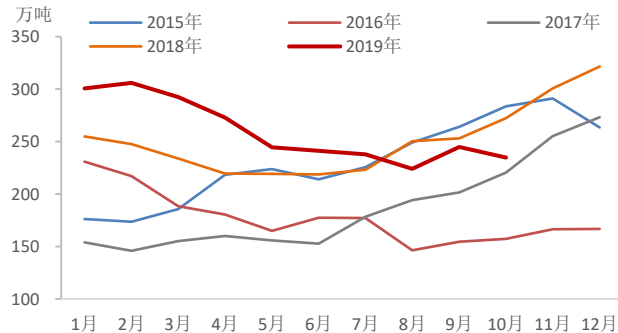
## 二、马来减产去库继续为上涨行情添油加柴

11月初，棕榈油进入消息真空面，价格主要依赖资金惯性向上试探，直至双十一当天马来西亚MPOB发布10月棕榈油供需报告，市场做多情绪被再度引燃。根据MPOB月度报告，10月马棕油产量环比下降2.53%至179.59万吨；出口量环比增加16.43%至164.17万吨。10月马棕油库存从上月的244.85万吨下降4.1%至234.81万吨，低于此前预估的252万吨，报告数据好于预期，利多盘面，而且今年上半年化肥用量偏低或不使用化肥加上天气干燥造成的新耕棕榈树面积减少的问题也借此被再次翻出来冷饭热炒，为上涨行情添油加柴。

同往年产量及库存水平相比，今年年初棕榈油库存最高点曾到达300万吨，明显高于近五年同期水平。不过由于今年丰产季马来棕榈油产量并不高加之上半年出口增加，从今年7月开始，马来西亚棕榈油库存逐渐回落至近5年均值水平附近，基本面中的供应端在逐渐转好。后续来看，马来西亚油棕树将逐步步入季节性减产季，11、12月棕榈油产量将呈现下降趋势，库存压力将继续减轻。

**图1 马来西亚棕榈油月度产量**


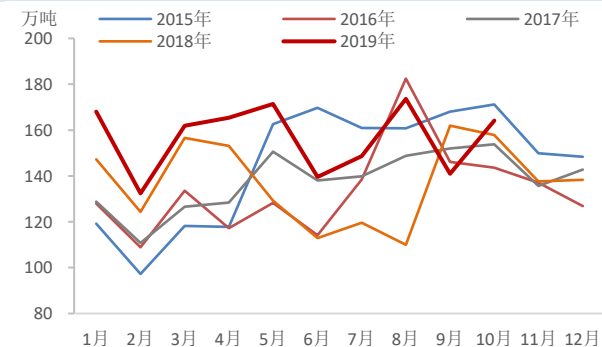
数据来源：MPOB、国都期货研究所

**图2 马来西亚棕榈油月度库存**


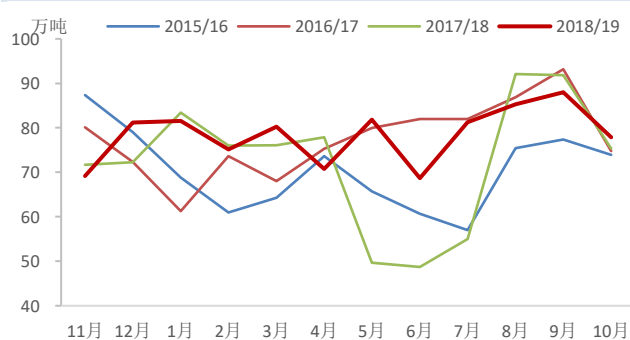
数据来源：MPOB、国都期货研究所

不过显然市场对报告数据反应过度了，报告当日棕油价格强势上涨后，棕油价格在接下来的一周小幅回调，不过仅回调至5300点附近便再度掉头向上，于上周三强势摸顶，根据当日发布的马来船运调查机构ITS报告，马来西亚11月1-20日棕榈油产品出口量为93.49万吨，较上月同期的90.10万吨上升3.76%，马棕油出口继续保持强劲，增强了产地去库的预期。

从棕榈油进口大国印度方面来看，印度11月SEA报告称，受10月排灯节影响，印度增加了自马来西亚的采购，10月植物油进口量同比增加13.41%至133.19万吨，棕榈油进口量同比增加3.31%至77.86万吨。印度2018/19年度累计棕榈油进口量为940.92万吨，相比于去年同期增加了8.14%，数据同样利多马棕油盘面。

**图3 马来西亚棕榈油月度出口量**


数据来源：MPOB、国都期货研究所

**图4 印度棕榈油月度进口量**


数据来源：SEA、国都期货研究所

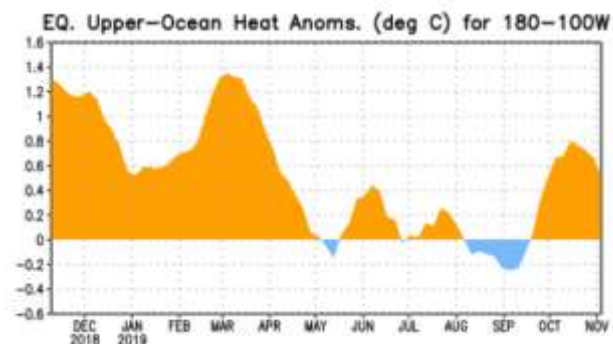
### 三、上涨火苗还能燃烧多久

#### 关注点 1：天气

天气是此轮主产国减产炒作的核心，其实根据美国NOAA发布的厄尔尼诺预测数据，早在去年四季度便显示出中性厄尔尼诺的端倪，不过当时马来西亚棕榈油产量居历史同期高位，减产的故事缺乏数据支撑着实讲不下去。直至今年夏秋季节，东南亚地区偏弱的东南季风使喜湿的油棕树产量跌下历史高位，叠加10月至来年1月的减产季，行情一触即发。

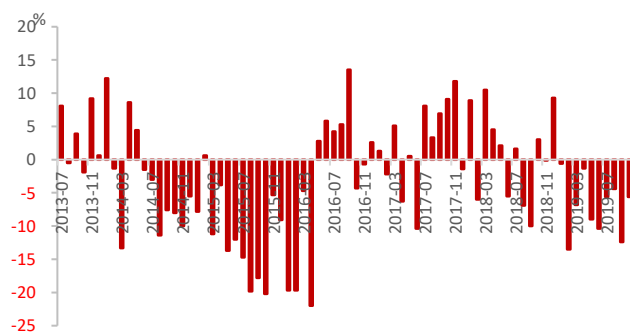
根据美国NOAA最新发布的11月厄尔尼诺预测，中性厄尔尼诺持续到2019/20年北半球的冬季的几率是70%，持续到2020年春季的几率是60% - 65%。从太平洋海温异常指数来看，从今年10月开始，太平洋海温异常指数便高于 $0.5^{\circ}\text{C}$ 临界值，意味着中性厄尔尼诺的发生。从南方涛动指数来看，从今年1月开始，南方涛动指数就持续为负值，同样显示出厄尔尼诺现象的特征。不过和2015/16年那次强厄尔尼诺相比，此次厄尔尼诺强度较弱，若南方涛动指数未来数值不小于-10%，那么对马来和印尼产地棕榈油的产量影响将不及上次厄尔尼诺。

图 5 太平洋海温异常指数



数据来源：NOAA、国都期货研究所

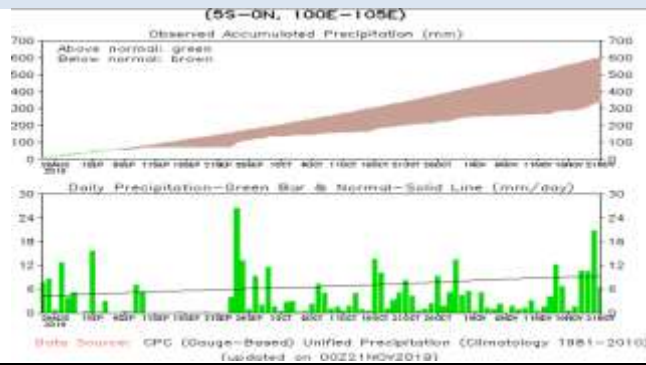
图 6 南方涛动指数



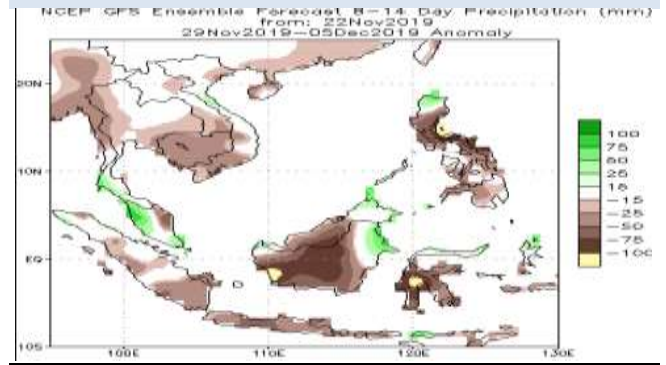
数据来源：Wind、国都期货研究所

从马来西亚和印尼的降水情况来看，印尼的干旱程度强于马来，且印尼的苏门答腊岛的干旱程度又要强于印尼加里曼丹岛，图7为印尼苏门答腊岛西南部的降水情况，可以看到从今年9月开始，当地降水便明显少于往年同期。从降水预报情况来看，未来两周内印尼的苏门答腊岛将十分干旱，市场情绪有可能借助天气继续炒作减产预期。



**图7 印尼苏门答腊岛西南部近90天降水监测**


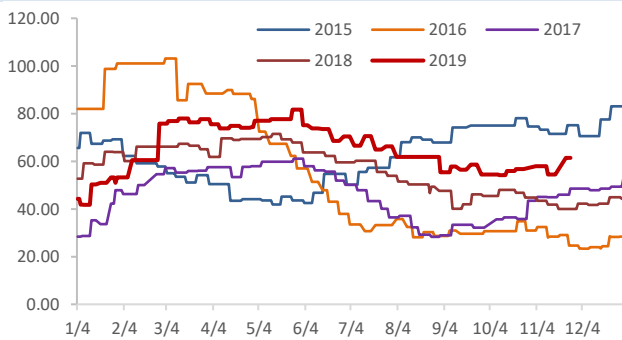
数据来源：NOAA、国都期货研究所

**图8 东南亚未来两周降水预测**


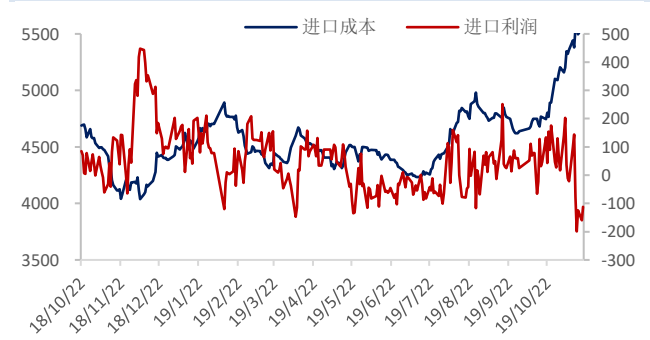
数据来源：NOAA、国都期货研究所

### 关注点2：国内油脂供需格局

连盘棕榈油自10月起同马盘保持联动上涨，但其实国内油脂基本面并无太多利好消息，这从豆油、菜油的被动跟涨便可见一斑。从国内棕榈油的港口库存情况来看，当下的库存水平仍处于近四年的历史同期高位，供应相对充足。需求上，由于棕榈油熔点较高，冬季在植物油中的掺混将下降，部分需求被豆油等其他油类替代，所以从国内棕榈油的供需格局来看对价格的支撑并不大。不过由于国内连盘棕榈油前期涨势不及马棕油，我国棕榈油进口利润在11月持续倒挂，所以不排除国内连棕油存在补涨机会。

**图9 国内棕榈油港口库存**


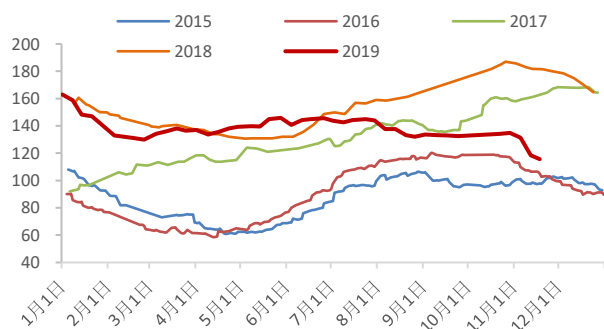
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图10 国内棕榈油进口利润**


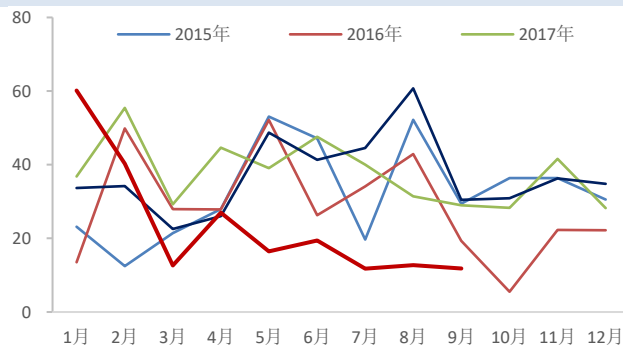
数据来源：Wind、国都期货研究所

从豆油、菜油的基本面来看，在猪瘟疫情减少豆粕需求的背景下，今年油厂压榨开工率不及往年，截至本周，豆油商业库存为115.66万吨，库存压力并不大。菜油则受到限制加拿大方面进口的影响，供应在油脂中偏紧，后续若无进口政策调整，很有可能在明年出现供需缺口。需求上，由于今年过年较早，油厂年前备货将会在12月份进行，油脂价格在未来一个月或表现出季节性上涨的规律。风险点在于近期消费淡季的超涨是否会透支备货季的涨幅，从而导致价格呈现旺季不旺的特征。



**图 11 国内豆油商业库存**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 12 加拿大油菜籽逐月到港量**


数据来源: Wind、国都期货研究所

### 三、后市展望

短期(1-2周)来看,油脂板块资金热度仍在,加上国内棕榈油进口利润倒挂,仍存上涨动能。

中期(1-3个月)来看,国内油厂逐渐步入年前备货季,价格易涨难跌,但前期消费淡季的超涨有可能透支未来的涨幅,因此价格大概率会略有回调。

长期(3-6个月)来看,马来、印尼减产数据及生柴政策推行情况进一步明确,在天气配合的情况下,或将迎来新一轮上涨周期。

操作上,短线不建议继续追高棕榈油,可逢高做波段回调。中线可酌情做多豆棕价差,入场点选在700-800之间,止盈点放在300点以内。长线则可逢低布局棕榈油05合约多单,耐心等待下一轮上涨机会。

## 分析师简介

史玥明，首都经济贸易大学量化金融专业硕士，现任油脂、白糖期货分析师。

## 国都期货研究所简介

国都期货研究所拥有一支由多名博士、硕士组成的高水平研究团队，成员来自澳洲国立大学、中国人民大学等海内外一流名校，具有丰富的衍生品投资经验，一直坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，为机构客户、产业客户提供研究分析、交易咨询、产品设计、风险管理等专业服务。本土智慧，全球视野，国都期货研究所始终与投资者在一起，携手共赢。

## 免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于国都信箱(yfb@guodu.cc)，欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

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投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、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。涉及版权的所有问题请垂询：010-64000083。