

## 利空来袭，棕油或迎瀑布行情

报告日期 2020-02-02

研究所

史玥明

油脂期货分析师

从业资格号: F3048367

电话: 010-84183099

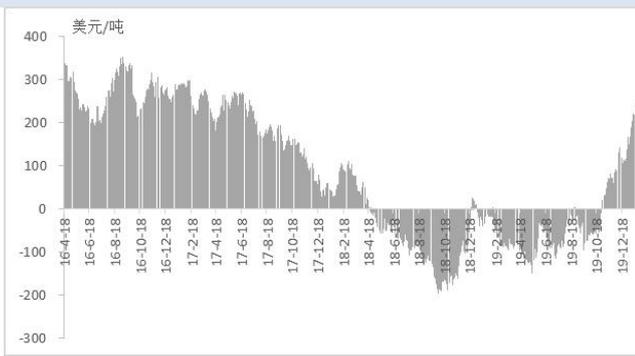
邮件: shiyueming@guodu.cc

2020年1月10日，马来西亚发布的棕榈油月度供需报告中出口及去库均高于预期，连棕油在外盘带动下上冲6500一线，逼近前一次厄尔尼诺天气下的价格高位，但高处不胜寒，在随后的一周内棕榈油快速减仓下行，期间不乏低开，截至年前最后一个交易日，持仓量仅余45万手，相较于1月上旬流出近一半沉淀资金。那这是否是继续下跌的信号呢？春节期间马盘持续阴跌又会给国内连棕油带来多大的压力呢？棕榈油未来还有翻盘的可能吗？本文将对此作出解释。

### 一、生物柴油支撑减弱

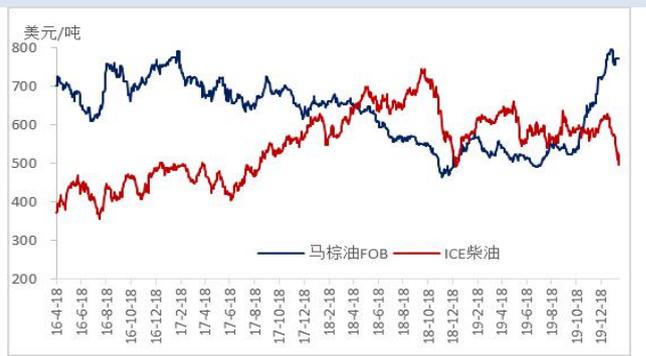
追溯马棕油本轮上涨的导火索，无疑是印尼方面的B30政策将棕榈油在生物柴油中的掺混比例强制抬高，增加了棕榈油的生物柴油需求和采购。但是从政策落地情况来看，虽然春节假期期间中东地区动荡不安加重了对原油供应的担忧，但市场显然更在意此次疫情对需求的冲击。高盛认为若本次肺炎像此前SARS疫情一样扩散发展，将直接导致国际原油需求减少26万桶/日，外盘原油价格在春节期间下跌7%左右。在原油价格下挫的背景下，棕榈油POGO价差截至1月底已达到274.5美元/吨，而POGO价差只有在-100美元/吨以下时才有利可图，这恰巧背离了此前增加棕榈油在生物柴油中掺混的初衷。预计在掺混利润收窄甚至亏损的情况下，印尼政府B30政策的推行将需要更多的补贴及更大的阻力，或将阻碍B30政策落地，利空棕榈油的生物柴油需求。

图1 POGO 价差



数据来源: NOAA、国都期货研究所

图2 马棕油与 ICE 柴油走势对比



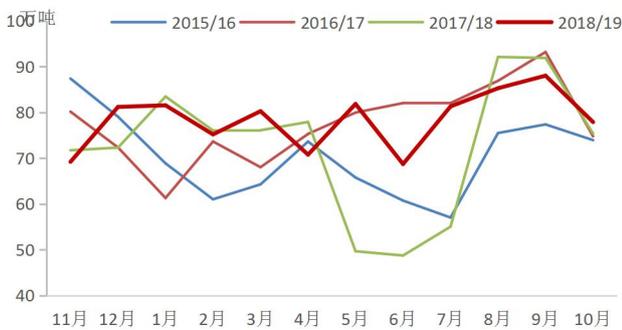
数据来源: Wind、国都期货研究所

### 二、马棕油出口再蒙乌云

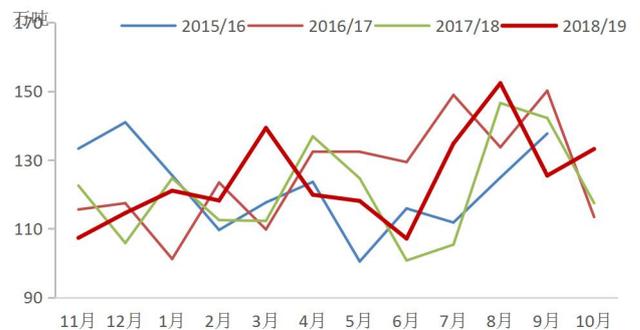
产地出口关税方面，据印尼贸易部，鉴于棕榈油价高于729.72美元/吨的基准价，印尼将于2020年1月起征收50美元/吨的棕榈油出口关税。马

来西亚海关部也指出，马来西亚将于2月将毛棕油出口关税上调至6%，关税上调将利空未来出口。

此外，1月以来印度与马来西亚冲突持续发酵，印度多次表示将抑制马棕油进口，未来将转向印尼进口棕榈油，并于2月1日发布通知称将毛棕油进口关税从37.5%上调至44%，以提高国内产量。根据马来西亚船运调查机构SGS 1月31日公布的数据，马来西亚1月棕榈油出口量较前一月减少7.9%至122.05万吨，不同棕榈油产品出口量均呈现下降趋势。其中，面向印度的出口量较2019年12月的8.96万吨下降54.91%至4.04万吨，利空棕榈油盘面情绪。

**图3 印度月度棕油进口量**


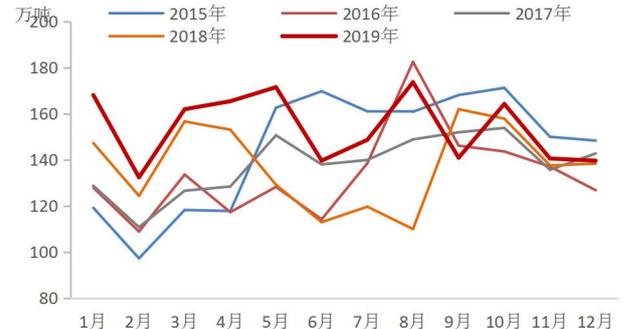
数据来源：SEA、国都期货研究所

**图4 印度月度植物油进口量**


数据来源：SEA、国都期货研究所

**图5 印尼月度棕油出口量**


数据来源：GAPKI、国都期货研究所

**图6 马来西亚月度棕油出口量**


数据来源：MPOB、国都期货研究所

### 三、减产的故事或有后续

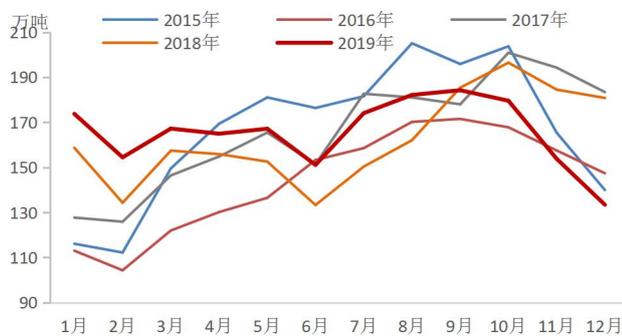
在2019年四季度棕榈油上涨的过程中，减产的故事不断为行情推波助澜。根据马来西亚MPOB供需报告，2019年10月以来马棕油产量逐月下降，其中11月、12月产量已处于近五年历史同期低位。据最新数据，12月马棕油产量环比下降13.27%至133.39万吨，对比以往年份12月的减产幅度，

2018年12月马棕油产量环比下降2.02%，2017年5.59%，2016年6.47%，2015年15.39%。因此可据此推测出本轮减产季减产幅度已超出减产季应有的减产幅度，接近2015年减产水平。

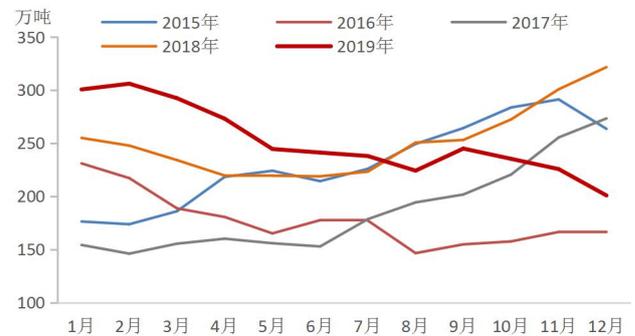
根据马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的数据显示，2020年1月1-20日，马来西亚毛棕榈油产量环比下降17.02%，其中马来半岛降15.35%，沙巴降18.54%，沙撈越降23.21%，马来东部降19.58%。关注随后2月公布的MPOB报告的兑现情况，若产量继续环比下降，则行情或仍存翻多机会。

后续来看，减产故事的炒作离不开天气加码。油棕树是喜温喜湿的品种，由于去年三、四季度东南亚地区先旱后涝，不利于油棕树生长，棕榈油减产明显，因此未来产量很大程度上要仰仗天气变量。从南方涛动指数来看，2019年整体维持负值，呈现弱厄尔尼诺状态，虽然负值程度不深，不及2016年强厄尔尼诺水平，但若持续下去，也将影响产量恢复。

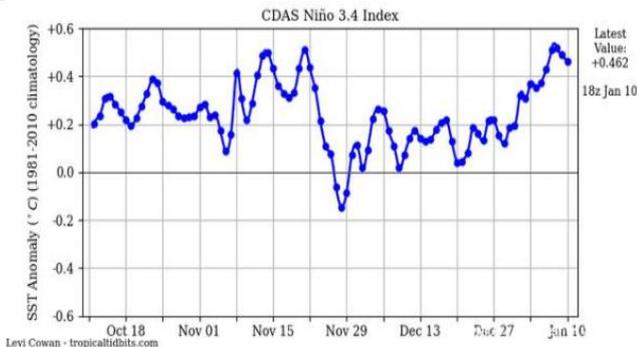
从库存角度来看，虽然2019年年初马棕油库存高达300万吨，处于近五年来库存高位，但去年库存一直呈现下降趋势，且与以往三、四季度库存上升的季节性规律相背离。截至2019年12月，马来西亚棕榈油库存已降至200.71万吨，为近三年同期低位，留给2020年年初的库存压力较小。

**图7 马来西亚月度棕油产量**


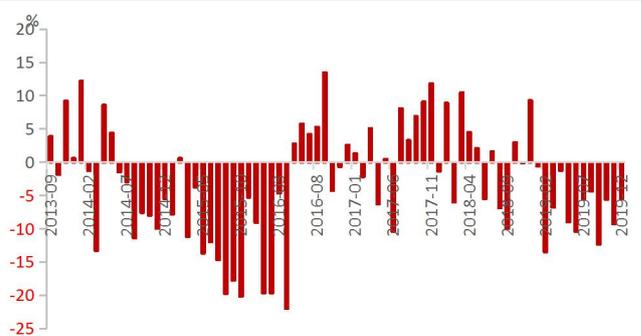
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图8 马来西亚月度棕油库存**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图9 太平洋海温异常指数**


数据来源：NOAA、国都期货研究所

**图10 南方涛动指数**


数据来源：Wind、国都期货研究所

#### 四、国内新冠疫情同时挫伤市场情绪及需求

由于棕榈油在油脂中价格偏低，在餐饮业中使用比例较大，在新型冠状病毒疫情重挫餐饮业后，市场普遍对未来国内棕榈油需求较为悲观。与此同时，部分单位、学校延迟开工、开学，也会减少团体食堂的油脂用量，预计今年一季度国内油脂消费将同比萎缩。并且，按照油脂消费的季节性规律，年后本就是消费淡季，因此双重利空下棕榈油期价很可能出现大幅下挫。

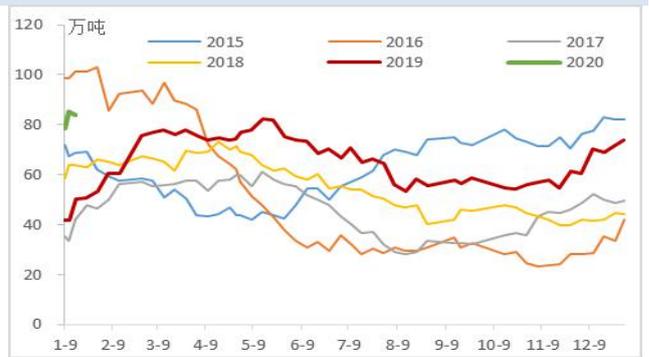
从市场情绪角度来看，疫情加重了投资避险情绪，加之棕榈油眼下价格偏高，节后棕榈油沉淀资金将加速跑路，大概率开盘第一小节便触及跌停，若马盘配合，周内跌幅或在7%以上。

图 11 国内棕油港口库存



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 国内棕油商业库存



数据来源：Wind、国都期货研究所

#### 五、后市展望

短期来看，产地出口受阻叠加国内疫情冲淡需求，棕榈油当下处于内忧外患的处境，同时春节假期期间马棕油主力合约下跌将近400点，施压国内盘面，连棕油下跌趋势较为明朗，不排除超跌的可能。中长期来看，二季度同样是国内油脂消费淡季，主要关注马来减产情况及国内疫情控制情况，若有一方转好，行情或存翻多机会。

操作上，可酌情布局短线空单，支撑位初步看到5600附近。若2月马棕油供需报告减产利多再现，空单适时止盈平仓。

### 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：(c) 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。