



真诚赢得客户
专业体现价值

投资咨询研究部

研究员：濮翠翠
邮箱：pcc@gzjkqh.com

证书编码：F0264831
Z0002326

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

油脂连续上涨 谨防回落风险

【策略概述】

◆ 核心观点：

近期马来西亚政府与印尼政府联手推广生物柴油使用计划，提振马盘棕榈油期货价格上涨，加上 11 月后产地棕榈油进入季节性减产周期，在前期干旱的情况下，棕榈油产量或有较大下滑，从而令市场普遍预期后期棕榈油供需偏紧带动国内外棕榈油价格走高。此外，国内豆油成交持续放量，油厂挺价意愿增强，亦利多油脂市场。对于未来行情走势，国际方面，马来西亚、印尼将进入季节性减产阶段，产量施加的压力将逐渐缓和，但在印度调高对马来西亚精棕进口关税后，马来西亚棕榈油 9 月出口大幅回落，加之马来西亚与印度的冲突使印度转向印尼进口，料后续马来西亚出口也将相应受限。而且生柴政策实施的力度仍有待商榷，产地的低库存预期一旦出现变数，对市场人气的打击将会较大。此外，国内油脂价格不断走高，也使得进口阿根廷豆油、马来西亚棕榈油纷纷出现利润，贸易商采购踊跃，期货盘面保值盘也明显增长，加上冬季棕榈油进入消费淡季，预期国内油脂库存逐步抬升，将限制油脂上涨空间。操作上保持多头思路，但是需要把握好节奏，逢低吸纳做多为主，谨防高位回落风险。

一、主产地棕油基本面情况

1、生柴政策点燃马棕油上涨热情

因近期马来西亚政府和印尼政府分别推出 B20 和 B30 生物柴油政策,提振马盘棕榈油市场,同时,马棕出口数据改善,进一步提振市场看多情绪,叠加国内豆油市场成交放量,行情持续小幅走高,国内棕榈油价格因此跟随上涨。据分析,引领本轮棕榈油强势反弹的核心驱动力是印尼确认 B30 计划的启动。10 月 16 日印度尼西亚能源矿产部宣布 B30 生物柴油计划将于 2020 年 1 月 1 日启动,此次目标是 9590131 千升,约 834 万吨生柴产量。传言称印尼当局为保证 B30 顺利实施,对 PME 生柴提供商提出严格的供货要求,若不能如期供货,将面临高额的罚金。同时,马来西亚棕榈油制生物柴油的强制掺混比例也将于明年 1 月 1 日起升至 20%。生物燃料行业的消费前景被点亮,让棕榈油在长久的下跌中看到希望。据外媒预计,马来西亚和印尼生物柴油计划的实施,将令两国消费量分别增加至 130 万吨和 1000 万吨,从而推升马盘棕榈油价值。

图 1:马来西亚棕榈油期货主力合约走势



资料来源：文华财经

2、马棕油产量下滑，库存偏低

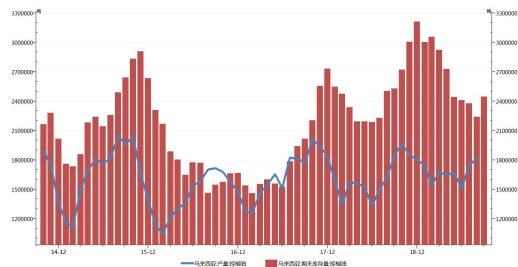
棕榈油本轮大涨也得到产销数据利好配合。马来西亚棕榈油局 10 月报告显示称,截至 9 月底马来西亚棕榈油库存为 240 万吨,是七个月来首次增长,不过低于市场预期。调查显示,分析师预计 9 月底棕榈油库存将增加 11.9%,达到 252 万吨。产量将增加 4.6%,达到 191 万吨。出口可能减少 19.4%,为 140 万吨。但 MPOB 显示库存环比增加 9.3%,产量达到 180 万吨,环比增加 1.2%,创下十个月来的最高水平,出口量为 140 万吨,较 8 月份减少 18.8%,下滑原因在于印度需求减少。

市场预期年初棕榈油主产国降雨偏少可能影响未来半年产量。10 月份马棕一般处于增产季,但目前正值棕榈油产量因为干旱、烟雾以及化肥用量而放慢。森林大火带来烟雾,过去几年棕榈油价格下跌令农户减少了化肥用量等问题导致单产偏低。SPPOMA 数据显示,10 月 1 日至 20 日,马来西亚棕榈油产量比 9 月同期下降 3.59%,单产增 0.54%,出油率降 0.58%。作为对比,10 月 1 日至 15 日产量增 0.75%,单产增 3.91%,出油率降 0.6%。马棕增产幅度放缓,令市场对未来棕榈油减产的担忧逐渐升温。

另一方面,我们看到需求继续增长,10 月份以来,棕榈油出口需求开始表现得出奇抢眼,从出口情况看,船运调查公司 AmSpecAgri 马来西亚公司称,10 月 1-25 日期间马来西亚棕榈油出口量为 1,243,981 吨,环比提高 13%。作为对比,10 月 1-20 日出口量环比提高 0.6%。船运调查机构 SGS 称 10 月 1-25 日期间马来西亚棕榈油出口量为 1,202,650 吨,环比增加 9%。作为对比,10 月 1-20 日期间的出口量环比减少 4.4%。出口量增加使得马棕累库

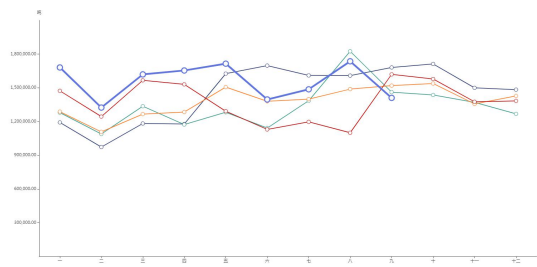
压力有所释放，市场因此回吐前期部分利空因素，并发动连盘棕榈油上涨。但是产量和出口的博弈影响因素较多，也需要更长的实践验证。

图 2:马棕油产量及库存情况



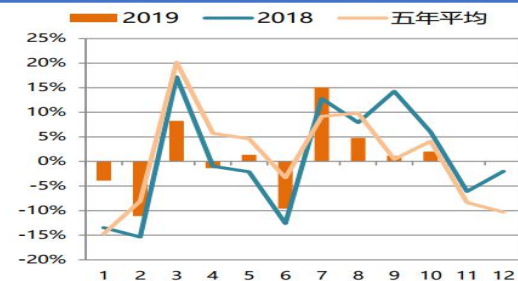
资料来源: Wind

图 3:马棕油出口情况



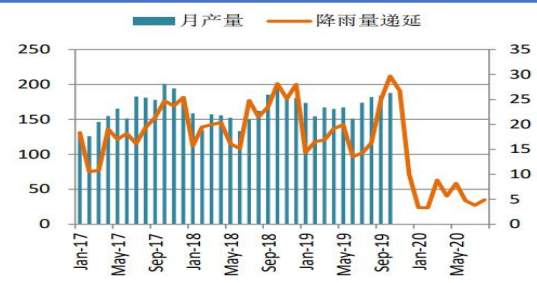
资料来源: Wind

图 4:马棕油产量变化趋势



资料来源: MPOB

图 5:马来降雨量及产量关系图



资料来源: MPOB

3、印、马贸易纠纷影响马棕油出口

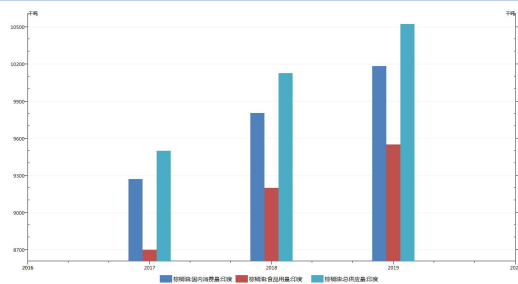
10 月 21 日，印度植物油行业团体要求其会员企业停止从马来西亚采购棕榈油，因为马来西亚领导人在联合国大会抨击印度入侵有争议的穆斯林人口占多数的克什米尔地区。这一消息一度引起市场恐慌。当前，印度精炼厂已经停止采购 11 月和 12 月船期的马来西亚棕榈油，转向从印尼进口，显示两国关系的不确定性已经影响到马棕对印度的出口。

印度炼油协会的数据显示，印度 9 月植物油进口较上年同期减少 13% 至 130 万吨，9 月棕榈油进口量为 87.99 万吨。2018/19 年度（11 月到次年 10 月）前 11 个月印度进口植物油 1417 万吨，高于上年同期的 1377 万吨。此外印度考虑对精炼棕榈油进口征收更多税费，以保护本地加工行业，减少对海外供应的依赖。其中精炼棕榈油进口 261 万吨，同比提高 30%。印度每年进口大约 1500 万吨植物油，国内需求总量为 2500 万吨。

据印度炼油协会执行董事称，未来五年印度每年需要额外进口 100 万吨植物油，因为印度每年新增人口 2500 万，植物油消费每年预计增长 3% 到 3.5%。到 2025 年，印度植物油进口量可能从目前的 1500 万吨增至 2000 万吨。在食用油进口中，棕榈油占到 40% 的份额，豆油占到 33%。

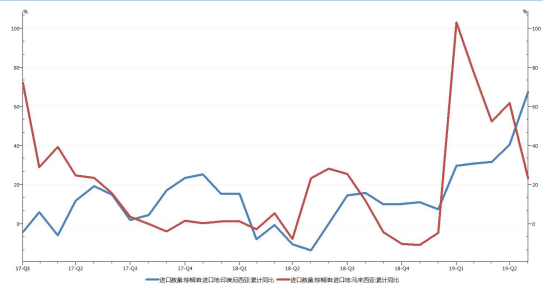
印度转向印尼进口棕榈油，对于正处于出口季节性下滑背景下的马棕油来说无疑是利空影响，但是亦有专家指出，印尼目前要填补马来西亚留下的缺口也很困难。未来印马两国的贸易走向仍需进一步关注。

图 6:印度棕榈油消费量



资料来源: Wind

图 7:印度从印尼、马来进口棕榈油情况



资料来源: Wind

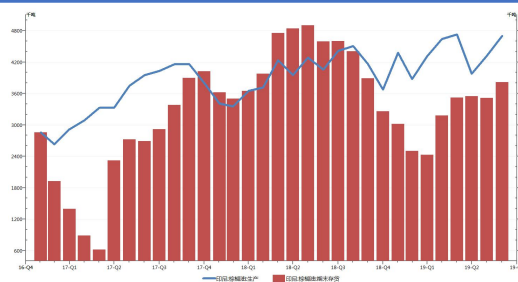
4、印尼增产压力依旧较大

根据印尼 GAPKI 的数据,印尼 2019 年 1—8 月毛棕榈油产量较上年同期攀升 14%至 3470 万吨,而毛棕榈油出口量增加 3.8%至 2270 万吨。利空中线马来西亚棕榈油价格。8 月棕榈油库存大幅走高,较 7 月增加 8.5%至 381.4 万吨,创年内新高,主要因当月的产增超预期。后续来看,虽然印尼 9 月出口有望好转,但在产量继续上升的推动下,期末库存将继续上行。

目前市场看好棕榈油的重要因素之一在于 2020 年印尼将施行 B30 计划,如果能够执行到位,将带来近 300 万吨的消费增量。市场对此预期颇高的依据在于 2018 年、2019 年印尼的执行情况逐渐改善,自 2018 年下半年起生柴的掺混显著提升,拉动了棕榈油的消费。但同时应当注意的是,印尼 B20 的强制掺混计划在 2016 年就已经推出,但执行情况较差。究其原因,还在于原油价格能否维持高位,给出柴油的掺混利润。

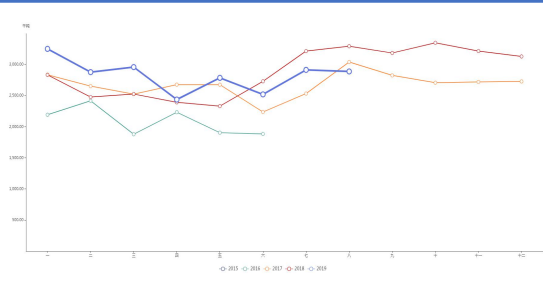
从 EIA 数据预期上看,美国的页岩油产量增量仍然较高,2019 年即使在 OPEC 大力减产的情况下仍然不能令原油价格坚挺,其背后的主要原因在于全球经济下行,印度、中国、美国三个原油主要消费增量的贡献国需求增速均显著下滑,且经济前景并不乐观,世界银行自 2018 年 10 月起已经四次下调全球增速预期。从供需两端来看,原油价格很难预期维持高位运行。从原油的表现可以推测到明年的生物柴油消费并不乐观,那么 B30 的执行也大概率远不及市场预期。所以须防范成也萧何败萧何的利空可能。

图 8:印尼棕榈油产量及库存情况



资料来源: Wind

图 9:印尼棕榈油出口情况



资料来源: Wind

二、国内国内油脂基本面情况

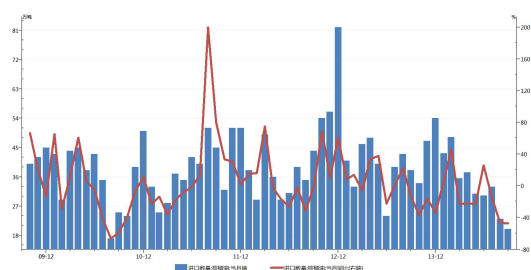
1、国内棕榈供需偏紧,领涨油脂

10 月 30 日,沿海地区 24 度棕榈油价格跟盘上涨,报价集中于 5220~5360 元/吨。其中,天津 5360 元/吨,山东日照 5280 元/吨,江苏张家港 5280 元/吨,广东广州 5220 元/吨,比前一日上涨 80~100 元/吨,部分贸易商停止报价。监测显示,截至 10 月 30 日,国内沿海地区食用棕榈油库存总量约 58 万吨(含工棕约 72 万吨),周环比略增 1 万吨,月环

比增加 3 万吨，同比增加 16 万吨。其中，天津 10 万吨，张家港 16 万吨，广东 21 万吨。预计 11 月至 12 月国内棕榈油（含工棕）月均到港量在 60 万吨以上。本周三，马来西亚 12 月船期 24 度棕榈油 FOB 报价 595 美元/吨，折合到港完税成本 5275 元/吨（增值税率 9%），比 2001 合约高 55 元/吨；印尼 12 月船期棕榈油 CNF 报价 615 美元/吨，折合到港完税成本 5232 元/吨，比 2001 合约高 12 元/吨。上周国内贸易商买入 10 船棕榈油，船期为 12 月。马盘期价升至一年半高位，进口成本上涨将对国内价格带来支撑。

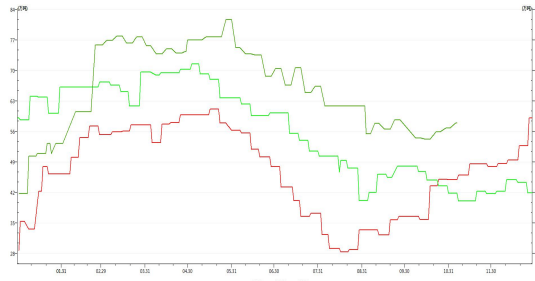
11 月 4 日夜間，大连盘豆油及棕榈油期货纷纷突破上方压力线的束缚出现大幅上涨，棕榈油表现极其强劲，资金疯狂涌入推动其大涨 3.7%，再次起到了领涨的作用，棕油持仓超过豆油，形成历史性的突破。11 月 5 日开盘后，两大油品涨势依然锐不可当，上午，连豆油 2001 高点曾触及 6490 元/吨，创下了自 2017 年 3 月 31 日以来的最高水平，而在 9 月底，该合约还曾位于 5850 元/吨的低位。连棕榈油 200 早盘开盘后一度涨停在 5456 元/吨，创下了自 2018 年 1 月以来的最高水平。大连盘豆油 2001 合约持仓量为 865640 手，大连盘棕榈油 2001 合约持仓量则达到 890354 手。其实自 2 月份以来，棕榈油一直扮演领涨的角色。

图 10:国内棕榈油进口月度统计



资料来源：Wind

图 11:国内棕榈油库存情况



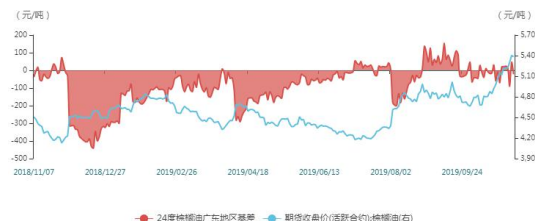
资料来源：Wind

图 12:国内棕榈油现货价格



资料来源：Wind

图 13:棕榈油基差



资料来源：Wind

2、豆油库存继续下降

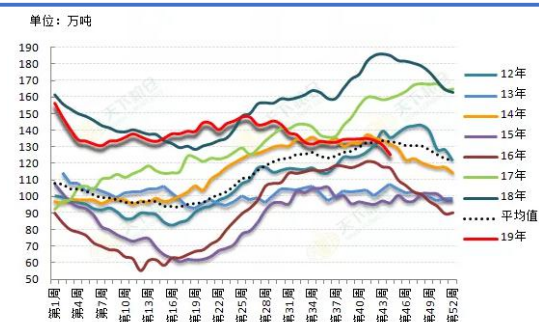
中美“第一阶段”经贸协议进展顺利，初步经贸协议或在 11 月中旬左右签署。截至上周末，因部分油厂缺豆及山东青岛和日照环保要求，大豆开机率下降，且降幅大于预期，全国各地油厂大豆压榨总量 1554450 吨（出粕 1228015 吨，出油 295345 吨），较上上周 1749950 吨降 195500 吨，降幅 11.1%，当周大豆压榨开机率（产能利用率）为 42.88%，较上上周 48.27% 降幅 5.39 个百分点。由于到港大豆部分是国储大豆，暂不能加工，商业用大豆供应不足，部分油厂大豆衔接不上，11 月上旬或面临阶段性停产。监测显示，上周末全国主要油厂进口大豆商业库存 458 万吨，比前一周同期减少 88 万吨，比上月同期减少 83 万吨，比上年同期减少 512 万吨。10 月大豆到港量有所减少，预计在 780 万吨左右，因此下周压榨量仍不高，预计在 166 万吨左右。

此外国庆节之后豆油市场成交火爆，油厂走货较好，本周豆油库存明显下降，截至 11

月 1 日，国内豆油商业库存总量 125.655 万吨，较上周的 131.445 万吨降 5.79 万吨，降幅为 4.4%，较上个月同期 134.98 万吨降 9.325 万吨，降幅为 6.91%，较去年同期的 185 万吨降 59.345 万吨降幅 32.08%，五年同期均值 136.52 万吨。由于油厂累积了大量的 11-12 月合同待执行，而今年春节较早，双节备货也会提前，预计未来一段时间豆油库存仍有下降空间。油厂提价积极性高涨。

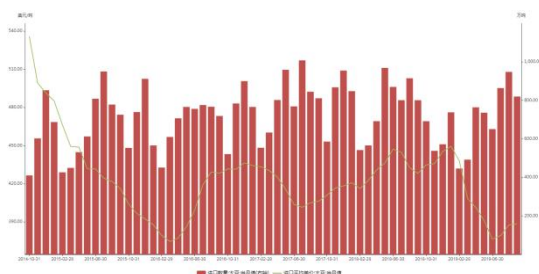
受期价大涨带动，沿海地区一级豆油市场报价集中于 6430~6540 元/吨，比前一日上涨 50~80 元/吨。其中，华北地区为 6430~6460 元/吨，华东地区 6520~6540 元/吨，华南地区 6440~6480 元/吨。受近期盘面及基差持续上涨影响，贸易商、工厂普遍存惜售心理，加之近月合同可售数量也比较有限，市场追涨远月情绪整体较强，虽然本周成交较环比有所下滑，但同比来看仍然维持较高水平，预计豆油现货仍将维持强势。

图 14:国内豆油库存情况



资料来源：天下粮仓

图 16:中国大豆月度进口量



资料来源：Wind

图 18:豆油成交情况



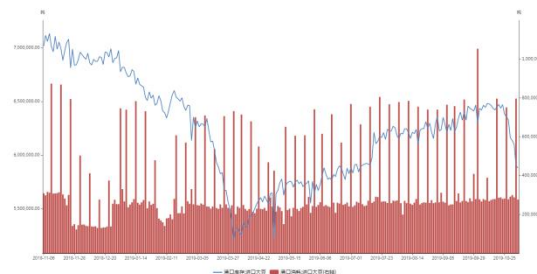
资料来源：粮油信息网

图 15:豆油基差变化



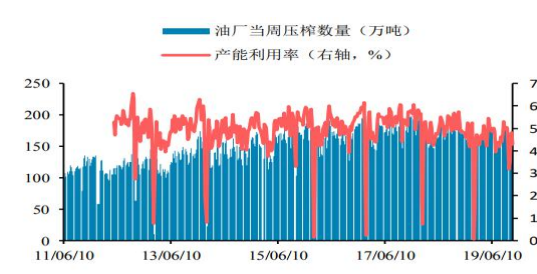
资料来源：Wind

图 17:进口大豆库存情况



资料来源：Wind

图 19:油厂开机率



资料来源：Wind

3、菜油供应减少

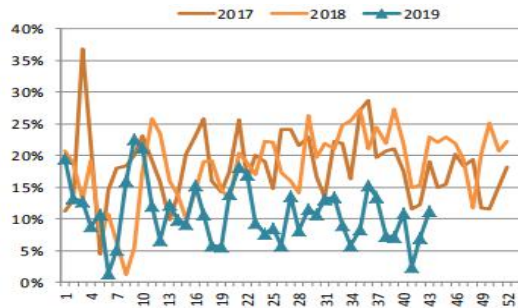
10 月 30 日，沿海地区一级菜油市场报价 7650~7850 元/吨，较上周同期上涨 180~200 元/吨。其中，江苏南通 7850~7900 元/吨，福建厦门 7680 元/吨，广东湛江和广西防城港 7660~7700 元/吨。后期菜籽到港量较小，菜油供应偏紧，预计价格震荡偏强。11 月船期加拿大菜籽对我国港口 CNF 报价 416 美元/吨，折合完税成本约 3570 元/吨，以期货 2001 合约菜油 7400 元/吨、菜粕 2323 元/吨测算，压榨利润为 665 元/吨，周环比上升 75 元/吨。豆菜油主力 1 月合约价差为 1144 元/吨，周环比扩大 10 元/吨，月环比缩小 109 元/吨，同比扩大 242 元/吨；5 月合约价差 1102 元/吨，周环比略微扩大 20 元/吨。华东沿海地区豆菜油现货价差为 1080 元/吨，周环比缩小 160 元/吨，同比扩大 310 元/吨。监测显示，当前到港菜油主要是 3 月份之前签订的合同，预计在 12 月份基本执行完成，明年 1 月份以后几乎没有进口菜油到港，菜籽进口量也大幅下滑，菜油供应不断趋紧，预计豆菜油价差将再度扩大。

图 20:国内菜油库存情况



资料来源：天下粮仓

图 21:菜油压榨开工率



资料来源：Wind

4、油脂价格上涨带动进口增加

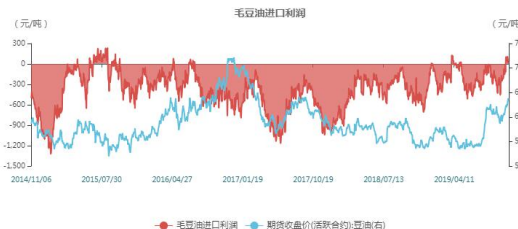
由于油籽供应收紧，国内棕榈油盘面持续给出进口利润，使得 2019 年我国棕榈油进口大幅增加。海关数据显示，9 月份我国共进口 24 度棕榈油 45 万吨，较上月减少 13 万吨，降幅 22.4%；1 月至 9 月累计进口 387 万吨，同比增长 35.2%。上周国内保持买船节奏，10 月份棕榈油到港量预计仍将呈现增加态势。此外豆油进口利润窗口亦打开，加上后市压榨恢复，且随着天气逐步转凉，各地棕榈油勾兑额大幅降低，制约棕榈油需求，后期国内油脂库存预计逐步抬升，将限制油脂上涨空间。

图 22:毛豆油进口成本



资料来源：Wind

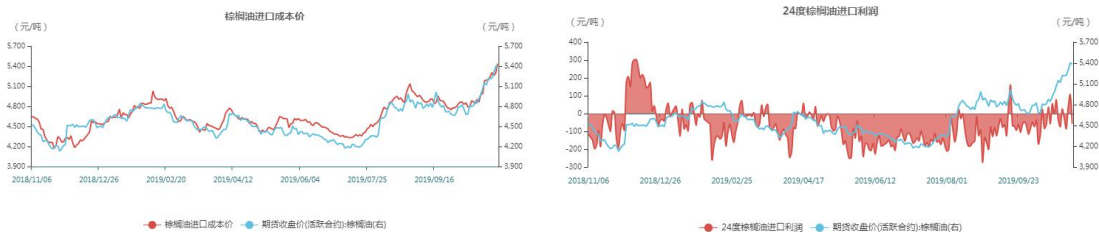
图 23:毛豆油进口利润



资料来源：Wind

图 24:棕榈油进口成本

图 25:棕榈油进口利润



资料来源: Wind

资料来源: Wind

三、后市研判

近期马来西亚政府与印尼政府联手推广生物柴油使用计划,提振马盘棕榈油期货价格上涨,加上11月后产地棕榈油进入季节性减产周期,在前期干旱的情况下,棕榈油产量或有较大下滑,从而令市场普遍预期后期棕榈油供需偏紧带动国内外棕榈油价格走高。此外,国内豆油成交持续放量,油厂挺价意愿增强,亦利多油脂市场。对于未来行情走势,国际方面,马来西亚、印尼将进入季节性减产阶段,产量施加的压力将逐渐缓和,但在印度调高对马来西亚精棕进口关税后,马来西亚棕榈油9月出口大幅回落,加之马来西亚与印度的冲突使印度转向印尼进口,料后续马来西亚出口也将相应受限。而且生柴政策实施的力度仍有待商榷,产地的低库存预期一旦出现变数,对市场人气的打击将会较大。此外,国内油脂价格不断走高,也使得进口阿根廷豆油、马来西亚棕榈油纷纷出现利润,贸易商采购踊跃,期货盘面保值盘也明显增长,加上冬季棕榈油进入消费淡季,预期国内油脂库存逐步抬升,将限制油脂上涨空间。操作上保持多头思路,但是需要把握好节奏,逢低吸纳做多为主,谨防高位回落风险。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,尽管我们相信报告中资料来源的可靠性,但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改,在任何情况下,我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法,如与广州金控期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论,未免发生疑问,本报告所载的观点并不代表广州金控期货公司的立场,所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货公司”，并保留我公司的一切权利。

总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元
联系电话：400-930-7770
公司官网：www.gzjkqh.com

广州金控期货有限公司分支机构

广州营业部

地址：广州市海珠区新港东路 1088 号中洲交易中心 1105 单元
电话：020-38298555

佛山营业部

地址：佛山市南海区大沥镇毅贤路 8 号龙汇大厦 1720-1722 单元
电话：0757-85501836

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2311 房
电话：0411-84806645

山东分公司

地址：山东省济南市市中区英雄山路 129 号祥泰广场 1 号楼 2403 室、2406 室
电话：0531-58766302

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口会展路 129 号 1909、1910、2012 房间
电话：0411-84995079

杭州分公司

地址：浙江省杭州市下城区绍兴路 161 号野风现代中心北楼 903 室
联系电话：0571-87251385

成都分公司

地址：成都高新区天晖中街 56 号 1 栋 10 层 1026 号
电话：028-61320595

梅州营业部

地址：广东省梅州市梅江区江南正兴路和兴园店铺 2-19
电话：0753-2185061

保定营业部

地址：河北省保定市复兴中路 3108 号康泰国际 15 楼 1 单元 1509 室
电话：0312-3135300

福州营业部

地址：福州市鼓楼区五凤街道铜盘路 29 号左海综合楼 2 楼 B 区 201 室
电话：0591-87219989

