

交易咨询资格号：
证监许可[2012]112

油脂油料
专题报告

2023 年 4 月 29 日

分析师

史恒昱

油脂与谷物首席分析师

期货从业资格：F3053587

投资咨询资格：Z0014323

巩力赫

期货从业资格：F3075630

投资咨询资格：Z0018003

联系电话：18866103123

E-mail: glh941023@163.com

客服电话：400-618-6767

公司网址：www.ztqh.com

摘要

- 目前 ONI 指数还在 0 以下，虽然已经算不上拉尼娜，但也肯定是厄尔尼诺的反向效果，所以东南亚现在其实降水应该是不缺的。
- 但棕榈油主产区的印尼和马来似乎风调雨顺，局部地区比如加里曼丹岛大部分地区降水甚至有点偏多。厄尔尼诺对于棕榈油的影响，可能仅仅是四季度以后一个很远的预期，而且强度很低。
- 与其期待厄尔尼诺来支撑棕榈油的估值，还不如认真思考一季度产量不及预期的内在原因，对当下的市场谨慎乐观，而不是任由量化盘肆意收割。
- **风险提示：**宏观外围变动、厄尔尼诺强度超预期

中泰期货研究所



中泰期货服务号



棕榈油：与其期待远水解渴，不如当下谨慎乐观

——油脂油料专题报告

朋友们大家壕！

最近油脂走的特别弱，弱到超出了大多数人的预期。

早些时候，大概在一个月之前，很多人都觉得油脂油料乃至整个商品市场后面一段时间可能会维持一个震荡的行情结构。因为三月下旬的低点是美国和欧洲商业银行财务危机造成的恐慌情绪下打出来的。而5月初美联储再次加息以后，外围基本也就达到中期利空出尽的节奏，甚至可能有一波情绪的反弹。

然而当大家都形成这样的一致性预期以后，行情往往就会反着来一下。

显然，不管涨与跌，大家总能找到原（jie）因（kou）。大家说市场在交易衰退，呵呵~

从跨年度的大级别行情的大逻辑上看，**2020年5月份到2022年6月份**这段时间大宗商品的跨年度牛市驱动有两个：

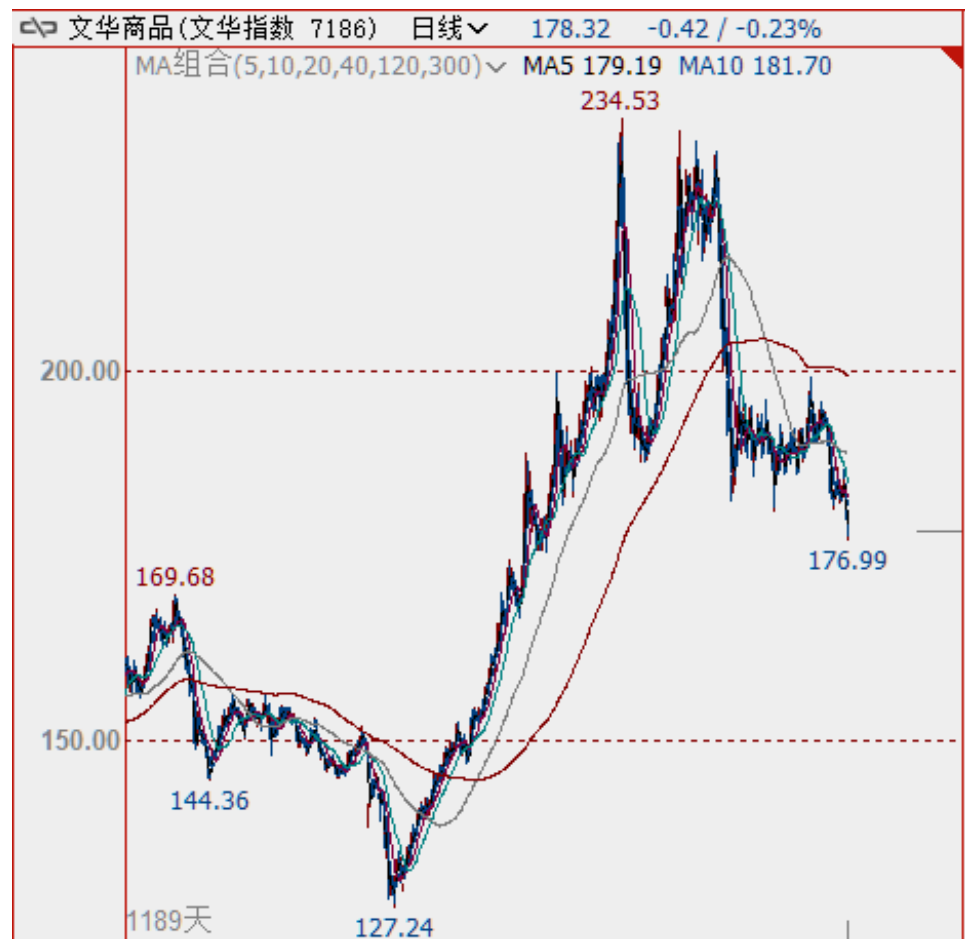
（1）放水。

（2）疫情对大多数商品供给端的负面影响。

现在从全球范围来看，第一个条件，货币的宽松已经转到紧缩，而且已经紧缩到特别特别紧的程度了。第二个影响也基本消失殆尽。

之前牛市的两个基础，一个反过来，一个没了，需求还一般般，那看起来，商品从哪来回哪去似乎并不为过。

图表 1：文华商品



来源：文华财经，中泰期货整理

看一下文华商品指数，这一波行情的起点在 130，最高点 235，现在是 175，向下调整的空间似乎很大。

对于大多数商品来说，如果基本面没有强力的、能有效影响当下现货市场的供需面的特别大的矛盾，那么单边的行情跟随商品指数，跟随外围，是太正常不过的了。

现在油脂就是这么个状态。

今年全球油脂油料市场可能唯一能找到的利多就是阿根廷新作大豆的产量一般般。但这事儿影响太小了，巴西贴水这个跌法，已经把减产的概念摁到泥儿里去了，直接被无视掉。

加籽的增产和欧洲市场菜系的拖累，销区棕榈油高企的库存，这些似乎是更实实在在的利空。

我的感觉是，油脂整体的基本面不太弱，但也实在不怎么好。

不过，对于棕榈油来说我觉得比豆和菜可能会稍微好点，至少

上半年是这样。

抛开后期国内豆系是否会有政策性的采购计划不谈。棕榈油现货市场产地目前至少是没有压力的。而且不光没有压力，看起来似乎还很紧张，而且后面几个月可能会越来越紧。

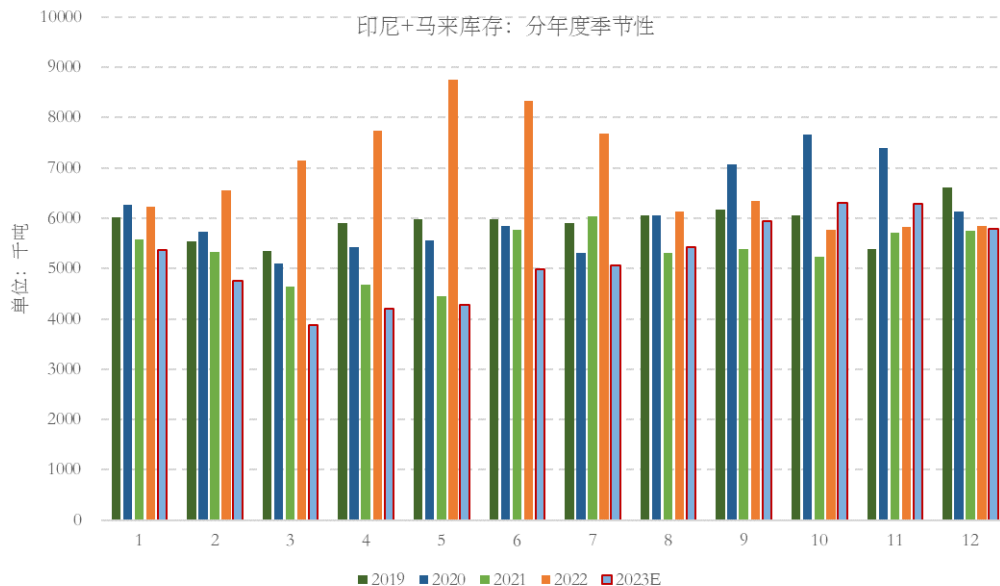
三月份马来的产出让我觉得很意外，FFB 单产只拿到了 1.09，同比是减少的。我之前的预估认为 4 月份单产和产量会有个跳增。现在从一些前瞻数据来看，4 月份马来产量可能会持平，甚至环比小幅减少。那这样的话我就不得不对未来几个月单产的表现进行下调。

那么未来几个月里，马来的库存几乎不会有太大的波动，基本上在 140-170 万吨之间震荡，整体上是偏紧的。

而前几天 GAPKI 火急火燎地放出印尼 2 月份的数据显示，马来最近的产量和库存数据也很一般。

给大家看一下我调整过的数据最后结果是这样的：

图表 2：印尼+马来库存



来源：MPOB、GAPKI，中泰期货整理

在 10 月份之前，产地的库存都是偏紧的。

这就让人对盘面的定价产生了疑问。

我觉得现在 YP 是无法交易的，因为豆系存在比较大的不确定性。

但是 P91 的定价显然是过于悲观了。

可能由于 01 流动性的影响，近月趋势性的下跌导致 91 被持续的压制。

从基本面的角度看，多少有点说不过去。

这是今天要说的一个重点。

另外一个点，就是本周初吸足了市场眼球的厄尔尼诺的预期。

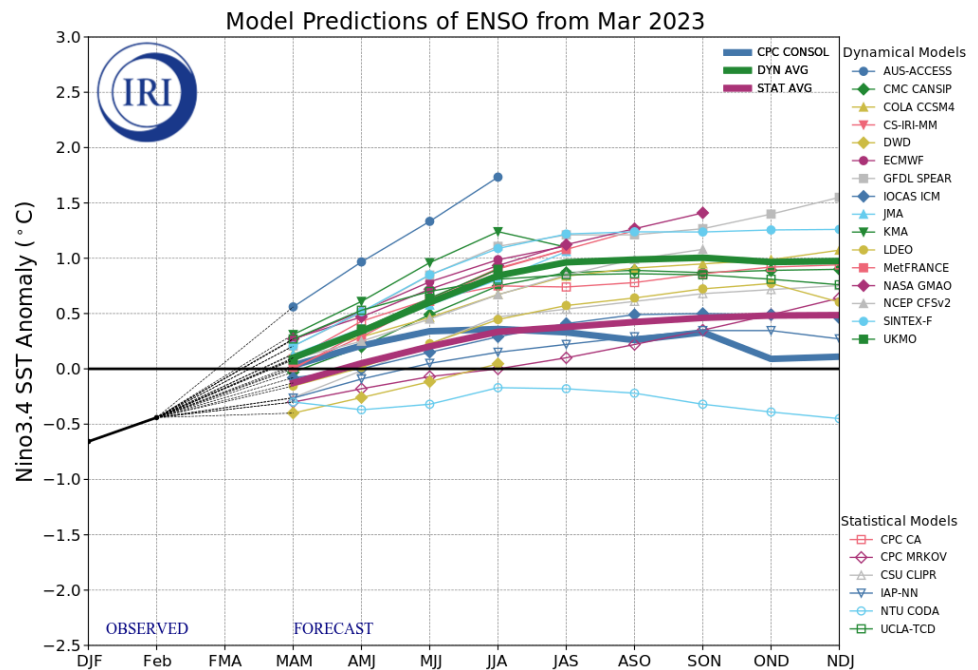
天胶趁着东南亚的高温着实火了一把，但是热度马上降下来了。

有朋友问我这个对棕榈油会有什么影响么。

我觉得现在考虑这个问题为时尚早。

首先，今年可能出现的厄尔尼诺强度比较一般：

图表 3： ENSO 模型



来源：NOAA，中泰期货整理

现在的模型给出来的预测结果看，SSTA 差不多能到 1.0 左右，不是一个很高的水平。

图表 4: SSTA

Year	DJF	JFM	FMA	MAM	AMJ	MJJ	JJA	JAS	ASO	SON	OND	NDJ
1998	2.1	1.8	1.4	1.0	0.5	-0.1	-0.7	-1.0	-1.2	-1.2	-1.3	-1.4
1999	-1.4	-1.2	-1.0	-0.9	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0	-1.1	-1.2	-1.4	-1.6
2000	-1.6	-1.4	-1.1	-0.9	-0.7	-0.7	-0.6	-0.5	-0.6	-0.7	-0.8	-0.8
2001	-0.7	-0.6	-0.5	-0.3	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3
2002	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.4	0.7	0.8	0.9	1.0	1.2	1.3	1.1
2003	0.9	0.6	0.4	0.0	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
2004	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.3	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
2005	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.2	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.4	-0.7
2006	-0.7	-0.6	-0.4	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.3	0.5	0.8	0.9	1.0
2007	0.7	0.3	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.6	-0.8	-1.1	-1.2	-1.3
2008	-1.4	-1.3	-1.1	-0.9	-0.7	-0.5	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3	-0.5	-0.7
2009	-0.8	-0.7	-0.4	-0.1	0.2	0.4	0.5	0.6	0.7	1.0	1.2	1.3
2010	1.3	1.1	0.8	0.5	0.0	-0.4	-0.8	-1.1	-1.3	-1.4	-1.3	-1.4
2011	-1.3	-1.1	-0.8	-0.6	-0.3	-0.2	-0.3	-0.5	-0.7	-0.9	-0.9	-0.8
2012	-0.7	-0.6	-0.5	-0.4	-0.3	-0.1	0.1	0.3	0.4	0.4	0.2	-0.2
2013	-0.4	-0.5	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3
2014	-0.5	-0.6	-0.4	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.4	0.6	0.6
2015	0.5	0.4	0.5	0.7	0.9	1.0	1.2	1.5	1.8	2.1	2.2	2.3
2016	2.5	2.2	1.7	1.0	0.5	0.0	-0.3	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.6
2017	-0.3	-0.1	0.1	0.3	0.4	0.4	0.1	-0.2	-0.4	-0.7	-0.9	-1.0
2018	-0.9	-0.8	-0.6	-0.4	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	0.7	0.9	0.8
2019	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5	0.3	0.1	0.3	0.5	0.5
2020	0.5	0.5	0.4	0.2	-0.1	-0.3	-0.4	-0.6	-0.9	-1.2	-1.3	-1.2
2021	-1.0	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.7	-0.8	-1.0	-1.0
2022	-1.0	-0.9	-1.0	-1.1	-1.0	-0.9	-0.8	-0.9	-1.0	-1.0	-0.9	-0.8
2023	-0.7	-0.4										

来源：NOAA，中泰期货整理

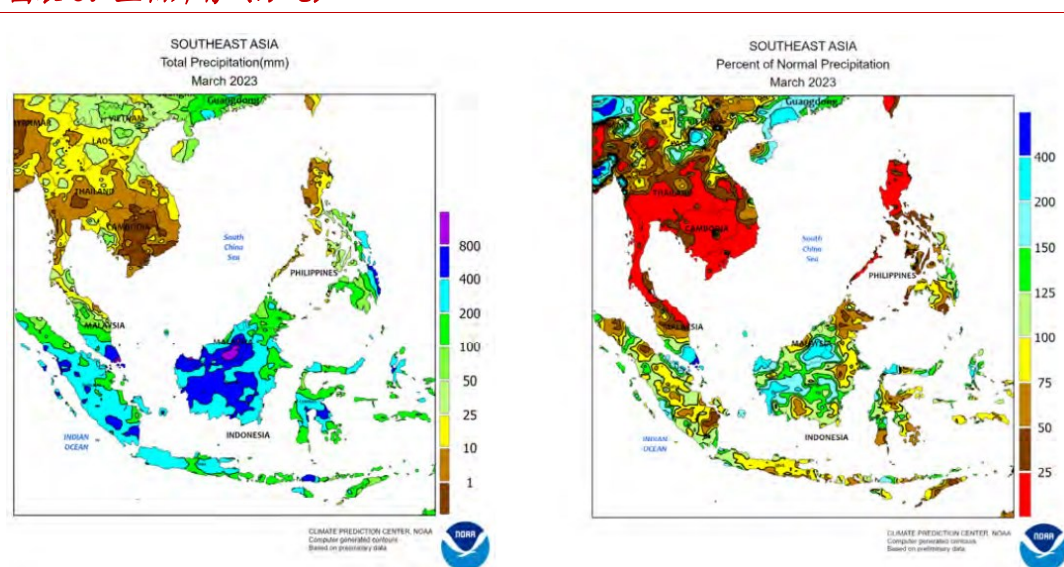
历史上，02、06、09、15 年都出现过强度比较大的厄尔尼诺。

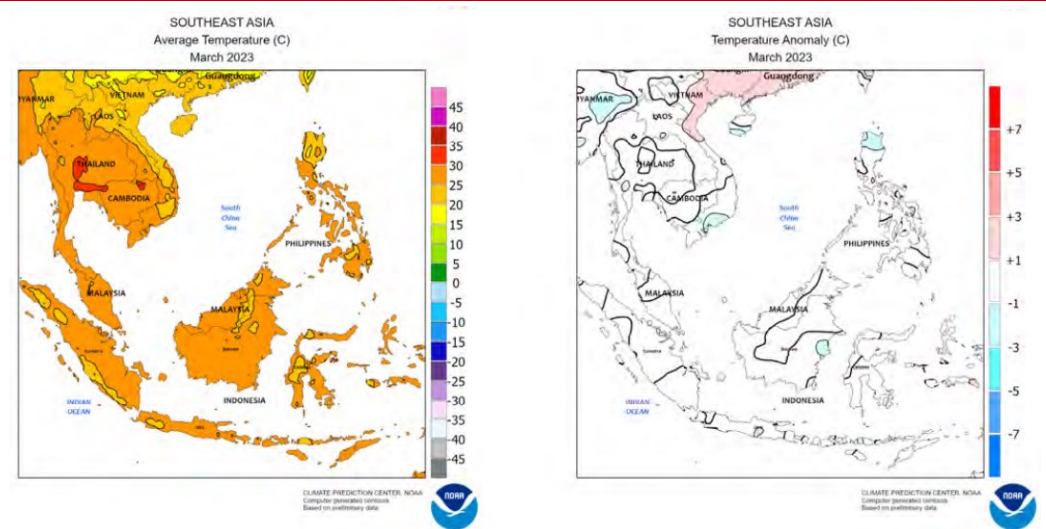
尤其是 2015 年，ONI 指数在四季度超过了 2.0，印尼和马来确实产生了严重的干旱。

但是今年出现强度这么大的厄尔尼诺的概率似乎不是很大。

目前 ONI 指数还在 0 以下，虽然已经算不上拉尼娜，但也肯定是厄尔尼诺的反向效果，所以东南亚现在其实降水应该是不缺的。

图表 6: 豆粕库存 (万吨)





来源：NOAA，中泰期货整理

从月度降水 and 气温剧评的分布图来看，中南半岛，也就是泰国、柬埔寨、老挝、越南这些地区确实高温、少雨。

但是棕榈油主产区的印尼和马来似乎风调雨顺，局部地区比如加里曼丹岛大部分地区降水甚至有点偏多。

所以，厄尔尼诺对于棕榈油的影响，可能仅仅是四季度以后一个很远的预期，而且强度很低。

与其期待厄尔尼诺来支撑棕榈油的估值，还不如认真思考一季度产量不及预期的内在原因，对当下的市场谨慎乐观，而不是任由量化盘肆意收割。

免责声明：

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。