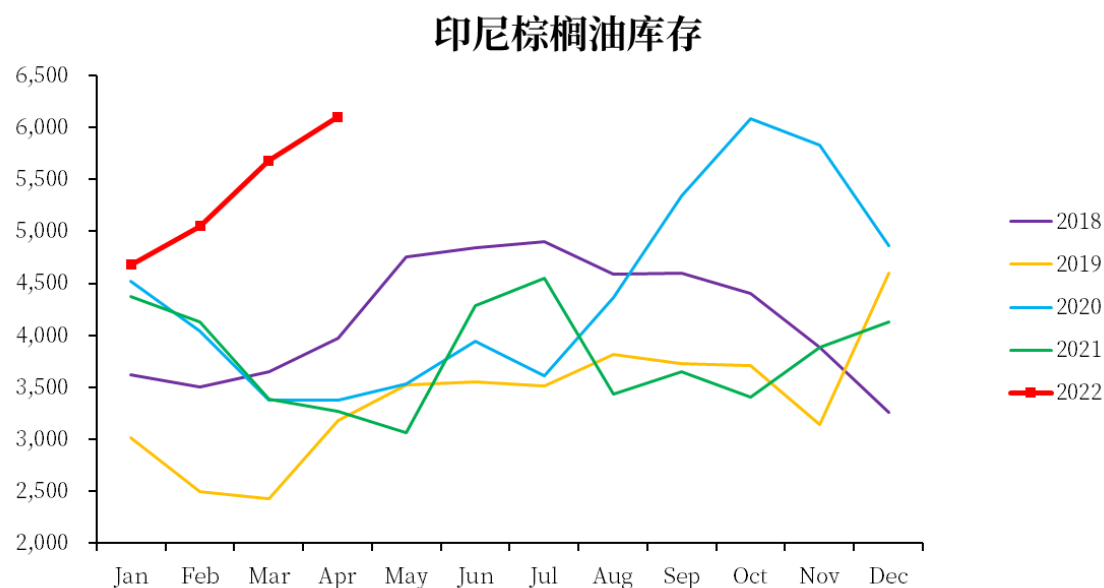


自上期文章发布后，在棕榈油的带动下油脂呈现出大幅快速的下行趋势，核心驱动没有发生明显变化，依旧是印尼的 1000WT 库存再叠加未来数月 400WT+/M 的产量，产地上游价格的崩盘宣布了印尼政府控盘失败。本期只是更多角度的佐证。

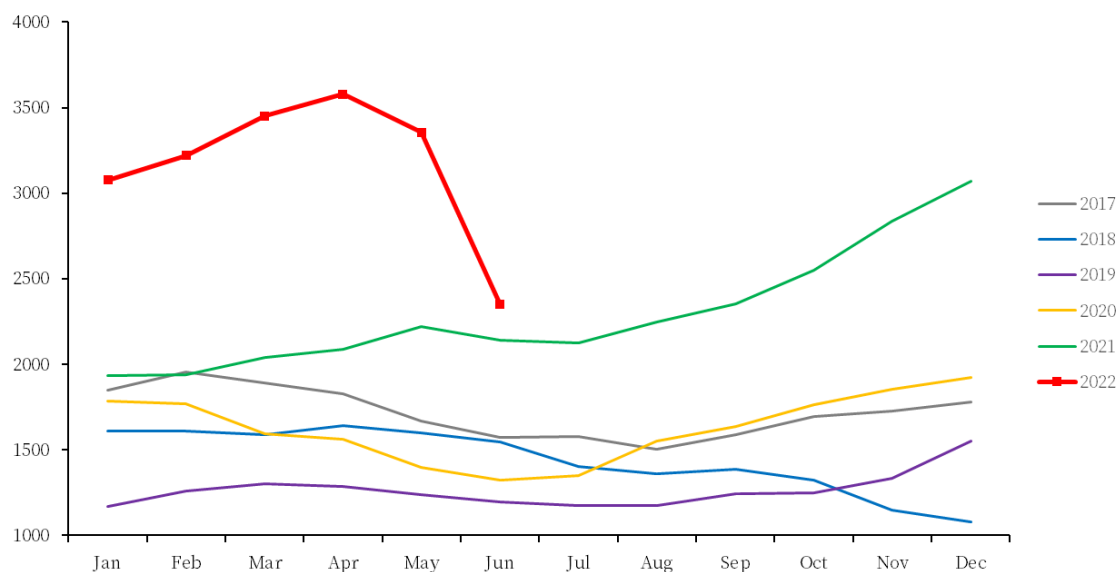
1. 印尼

本次油脂大幅下行，可能拿的并不是近两年油脂牛市中冲高回落准备下一波更高点的剧本。根据 GAPKI 最新公布的四月数据，四月已经累库至 610WT，根据五一文章中的预估库存最迟将会在 2 个月后将出现胀库（当时的预估库容上限极限约为 1000WT）。



价格崩盘的反应最敏感的便是 FFB 的收购价，根据产地压榨厂收果报价来看大幅降价是从 6 月 21 日开始的（大家可以对应盘面来看一下走势），目前最新日度收果报价约为 1250 印尼盾/千克，可能大家对于这个价格没有一个直面的体感，折算报价印尼 FFB 为 84 美金/吨，而我们之前参考的棕榈油锚地马来 FFB 为 172 美金/吨。原先的油脂研究框架中以马来 BMD 市场来定价的假设正在重建，在今年一月印尼开始的出口政策更迭过程开启后，定价权已经逐步转移至印尼。因此针对上述的 FFB 价格，印尼主导的价格走势可能还会继续下探。

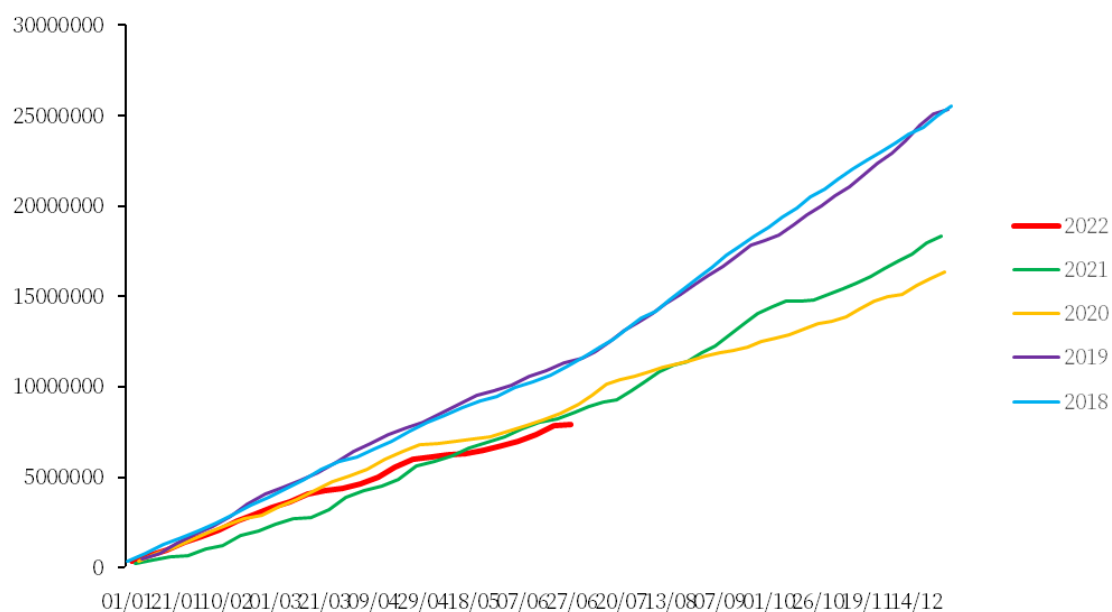
东加里曼丹FFB参考价



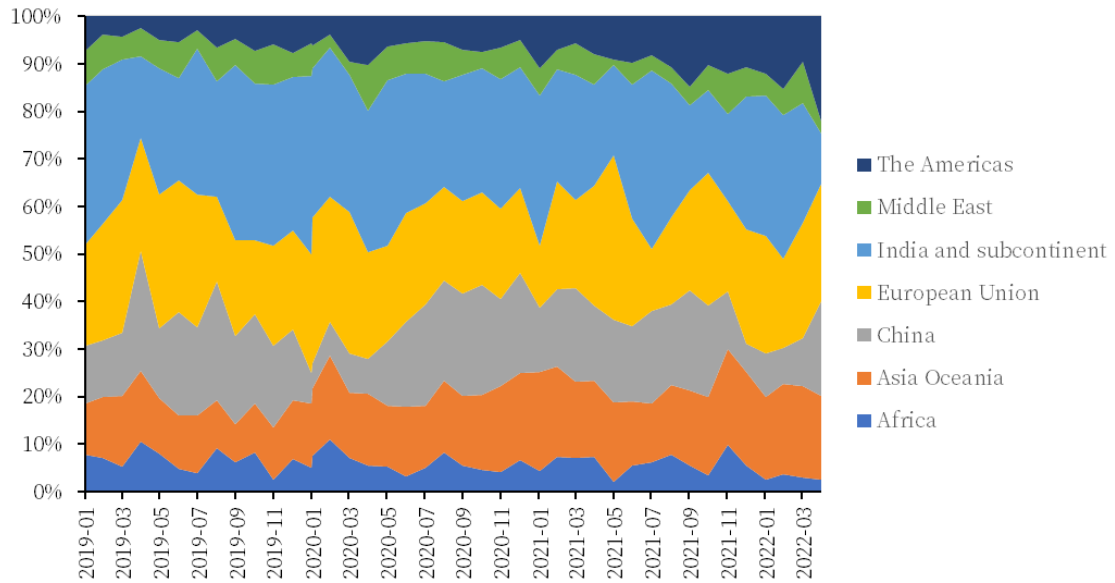
PS:这个是每月更新一次的 FFB 收购参考价, 时效性不足, 目前最新压榨厂报价在 1250 印尼盾/千克左右。

目前印尼的出口并未表现出如同预期的喷涌状态, 六月下旬的出口在船只紧张逐渐缓解之后并未放量, 根据国内贸易商反应当前印尼卖货也并不积极。当前不积极的出口意图主要系印尼的高额出口关税所致, 以当前市场报价来看, 今日印尼 CPO 的 FOB 报价为 1075 美元/吨, 国内 CPO 招标价为 480 美金/吨, 符合 DMO 政策的贸易商合计交税 288 美金关税+200 美金 LEVY 即 488 美金/吨, 该种方式选择出口更加合适, 但是原先申请加速出口项目的出口商需要上交 688 美金/吨, 但是出口 FOB 和招标税差小于 688 美金因此加速出口项目的出口商选择在国内卖给精炼厂更加合适, 这部分无法符合 DMO 项目的出口商正在等待新的政策指引, 因此另一个企稳的信号为国内 CPO 招标价加出口全税等于 CPO 的 FOB 报价。

印尼出口进度



印尼出口目的地结构



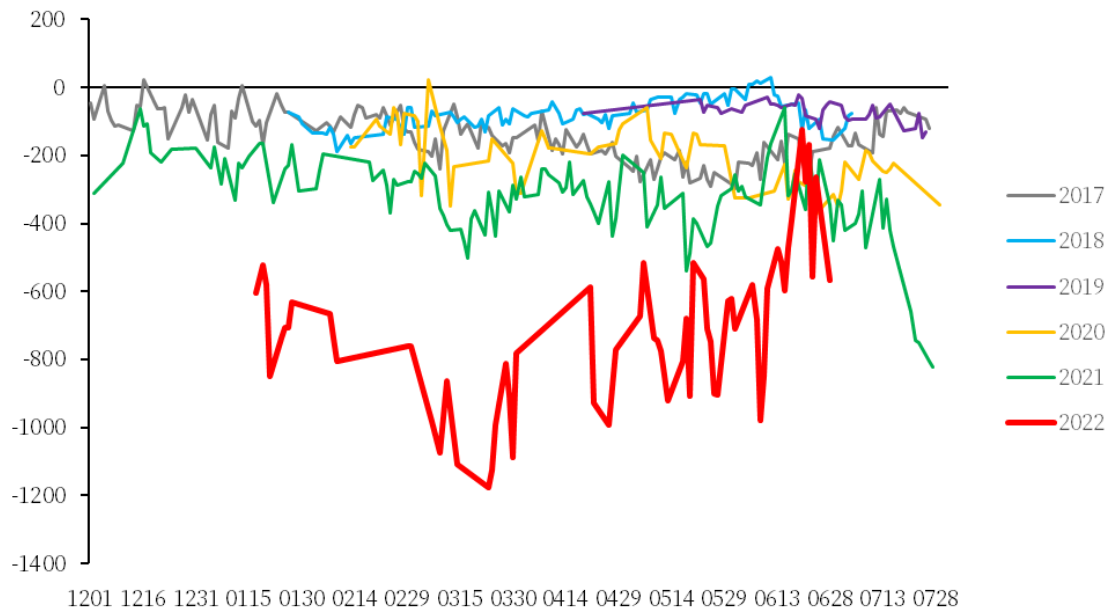
以上是印尼的出口结构，这边大家关注中国、印度和欧盟出口分别占比 15%/27%/23%。根据印尼目前的情况简单做平衡表的展望，基本的假设是 6 月底的库存为 1000WT，并且产量基本持平过往四年同期水准，国内消费小幅高于同期水准，出口方面按照 400WT 这个很高级别的出口水准，按照上述的出口结构中中国印度占比 15%和 27%，即中国和印度分别从印尼进口 60WT/M 和 100WT/M，这是一个比较难达到并且更难以持续的出口水准，因此未来库存的去库过程应该会比下面更慢。（如果红字部分放到 300WT/M，那么就是无法去库）

	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22
期初库存	4129	4678	5051	5683			10000	8800	7700
产量	4228	3505	4150	3882			4300	4500	4700
出口	2179	2098	2018	2089			4000	4000	4000
国内消费	1506	1377	1507	1751			1500	1600	1700
库存	4678	5051	5683	6103		10000	8800	7700	6700

2. 国内

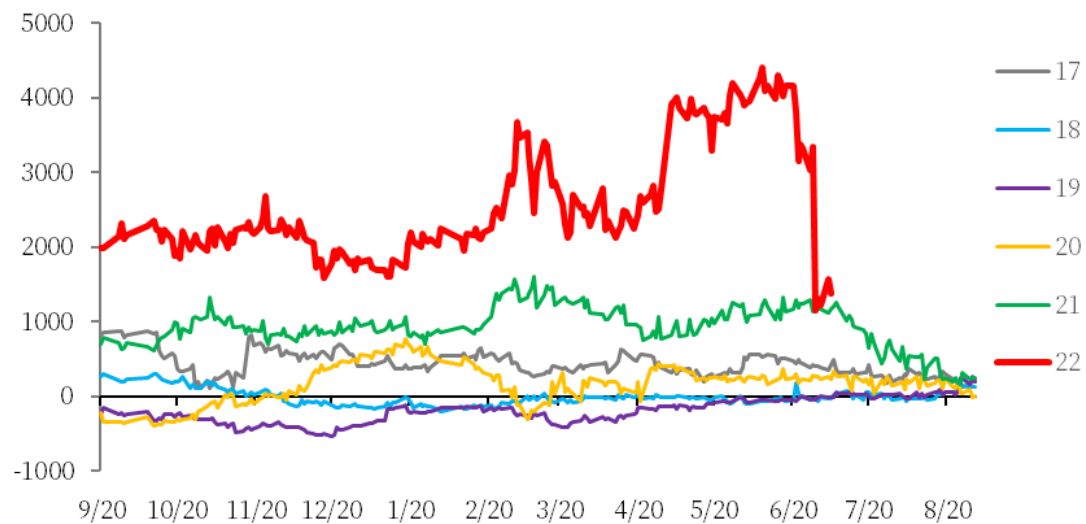
国内前期棕榈油保持上涨主要受益于国内贸易商买船节奏较慢，进口倒挂再叠加库存低，造成了难以进口以及主力合约临近交割月软逼仓的情景。目前通过产地价格的坍塌，近月进口利润大幅修复至-300 元/吨，进口窗口打开。

8月船期进口利润

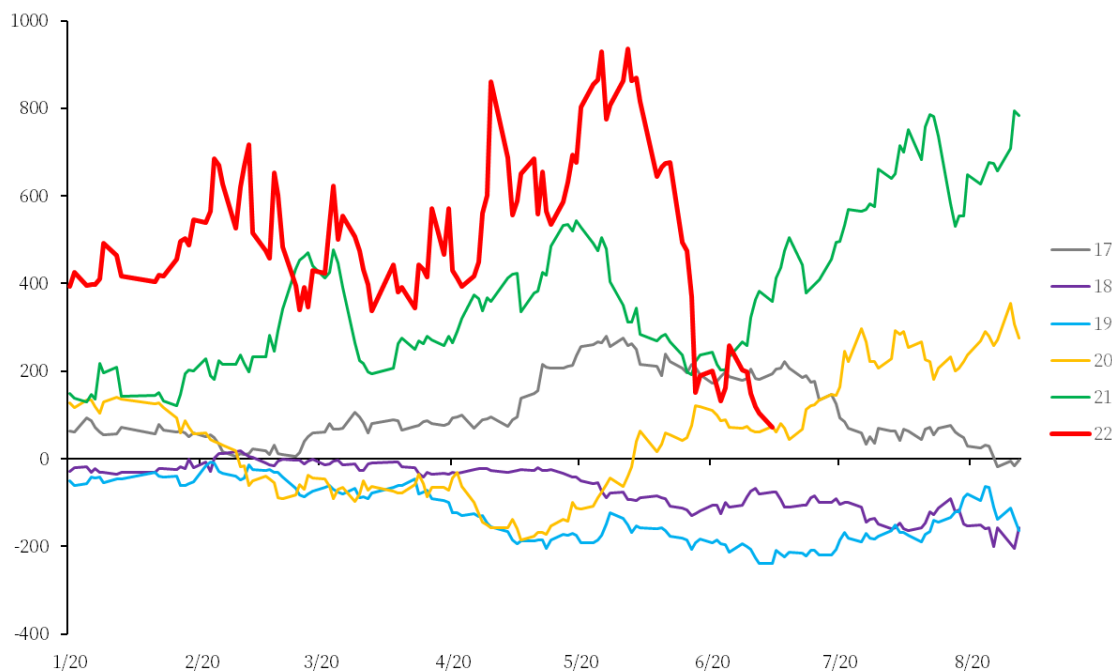


前期棕榈油作为多配品种的高基差，高月差，低库存，进口倒挂四大属性均在转换，库存方面目前处于累库的起点。其中基差由前期 4000+ 下跌至当前 1000 一线，9-1 月差由前期 930 下降至当前 100 一线几乎平水结构。前期资金端的做多配置属性已经面目全非。

P9基差



棕榈油9-1价差



3. 展望

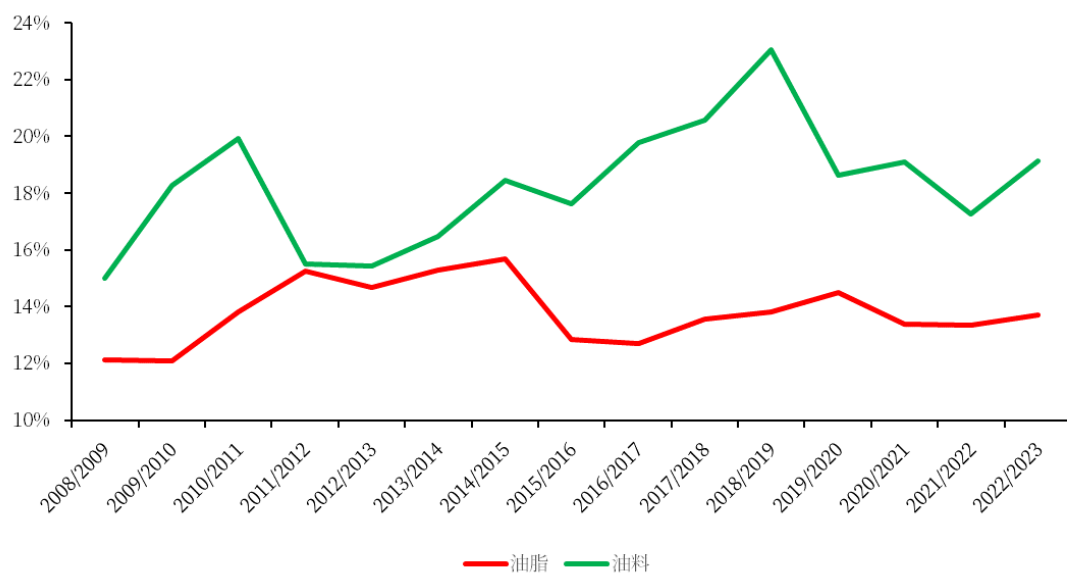
当前不仅要看到棕榈油基本面的宽松, 还需要看到货币政策紧缩带来的大宗商品价格趋同的走势, 参考 1980 的沃尔克面临通胀时不惜通过紧缩货币政策将经济两度打至衰退, 配合鲍威尔前期的发声, 目前大概率通过加息使经济降温减弱需求来降低通胀, 经济走势指标“铜”价格从四月底走低已经在暗示经济的衰退预期。

从油脂油料整体的基本面来看, 2022/23 新作物年度油脂油料的库销比均在走向宽松, 目前可以参考是 2008/09 年度两个库销比走向宽松, 并且当前市场炒作的衰退和 2008 年也有相似之处。

世界油脂现货价

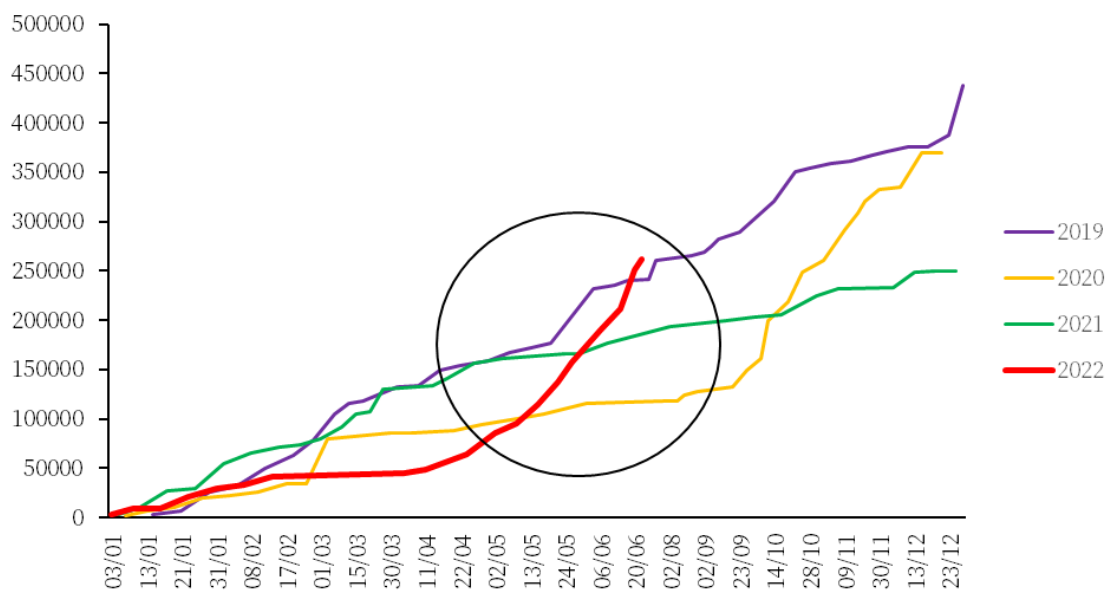


世界油脂油料库销比

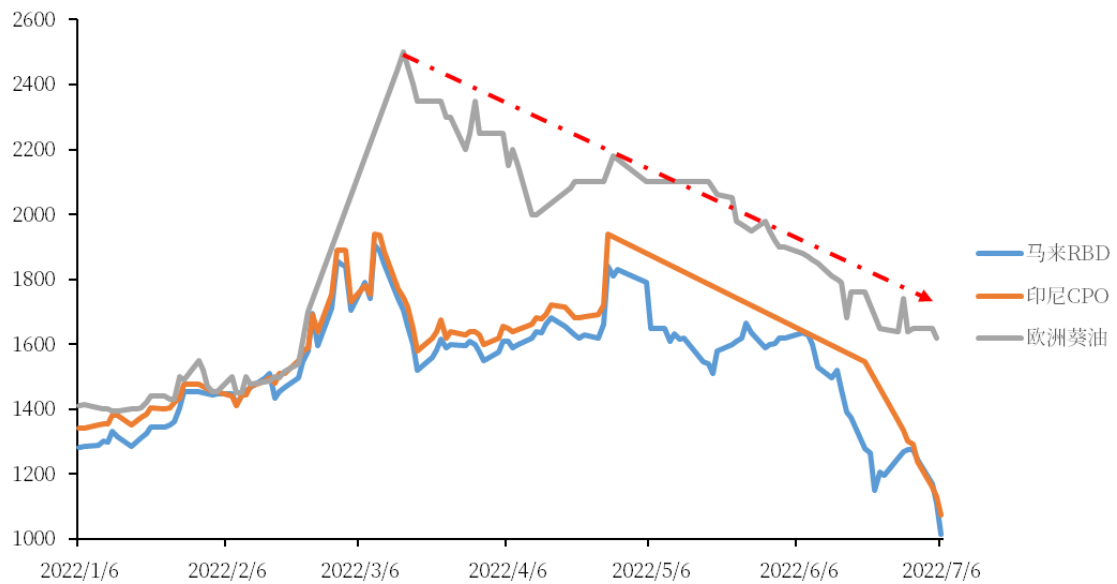


另一个更近的类比可以参考今年的葵油, 葵油上涨是因为俄乌冲突导致的黑海贸易链短暂中断, 这个相当于棕榈油的五月禁令。葵油后期通过葵籽的形式流向市场, 并且是在高库存背景下的加速供给, 那么棕榈油呢?

乌克兰葵籽累计出口



2022年国际油脂现货报价



最后一个灵魂拷问，棕榈油要跌到什么时候？一个定性的回答是我没有见过 1000WT 的棕榈油库存，我也没办法从过往历史上找到一个能对应该库存基础面的绝对价格，但是近几个月肯定没办法涨是一个大概率事件，至于生物柴油的增量，美豆天气炒作，原油为首的大宗商品价格还在高位，这些只会增添棕榈油的下行过程中阻尼感。