

国信期货专题报告

油脂油料

厄尔尼诺对棕榈油的影响或在24年二季度显现

2023年11月20日

厄尔尼诺对于油脂中影响最大的当属东南亚棕榈油市场。由于厄尔尼诺对于东南亚棕榈油的产量影响具有时滞效应。因此2023年四季度马棕油的反弹更多来自于季节性从增产周期向减产周期转变带来的提振。厄尔尼诺对于东南亚棕榈油的影响尚未体现，真正的影响或将在2024年二季度。

分析师：曹彦辉
从业资格号：F0247183
投资咨询号：Z0000597
电话：021-55007766-6617
邮箱：15037@guosen.com.cn

独立性申明：

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。

一、厄尔尼诺来袭 东南亚面临旱情

从1950年以来，一共发生23次厄尔尼诺现象，其中9次是强厄尔尼诺。可见平均每三四年就发生一次厄尔尼诺现象。ENSO厄尔尼诺发生时会影响太平洋、印度洋热带地区的气候状况。南美、印度、马来群岛和澳大利亚以及南部非洲是受厄尔尼诺影响的最主要区域。厄尔尼诺对太平洋周围各国的影响主要体现在西旱东涝。

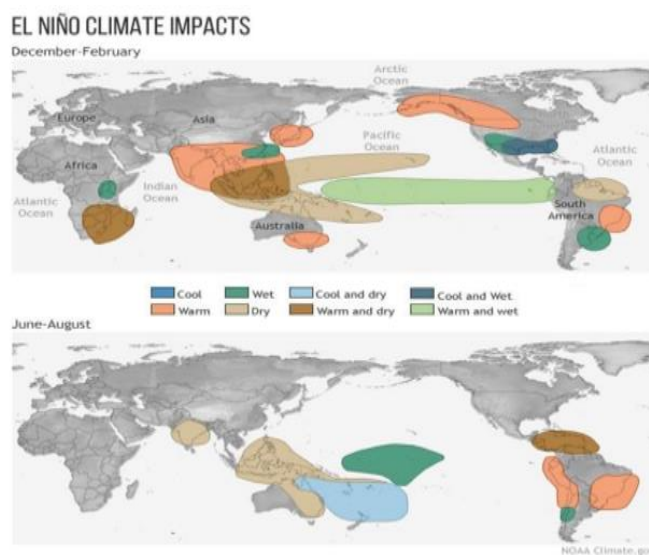
厄尔尼诺发展在不同的季节，全球各地的降雨和气温有显著的不同。如果厄尔尼诺发展在冬季（12月-2月），东南亚、东北亚、北美西海岸、澳大利亚东南部以及巴西东部气温偏高，同时东南亚大部分地区、巴西中部、北部地区出现旱情。北美南部（墨西哥湾）、巴西南部则可能出现低温多雨，甚至洪涝的情况。如果厄尔尼诺发展在夏季，印度大部分地区、东南亚地区、澳洲东部会出现干旱，澳洲以东的海平面寒冷干燥，西赤道太平洋部分地区较湿润，南美西部和东部气温偏高。

图：历史上厄尔尼诺年份统计

年份	ONI极值	强度
1951年7月-1952年1月	1.2	
1953年1月-1954年2月	0.8	
1957年4月-1958年7月	1.8	强
1958年11月-1959年3月	0.6	
1963年6月-1964年2月	1.4	
1965年5月-1966年4月	1.9	强
1968年8月-1970年1月	1.1	
1972年5月-1973年3月	2.1	强
1976年9月-1977年2月	0.8	
1977年8月-1978年2月	0.8	
1982年5月-1983年6月	2.2	强
1986年8月-1988年6月	1.6	强
1991年5月-1992年6月	1.6	强
1994年9月-1995年3月	1.2	
1997年5月-1998年4月	2.4	强
2002年5月-2003年2月	1.3	
2004年7月-2005年1月	0.7	
2006年9月-2007年1月	1.0	
2009年7月-2010年3月	1.6	强
2014年10月-2015年8月	1.9	
2015年9月-2016年4月	2.6	强
2018年9月-2019年6月	0.9	

数据来源：NOAA 国信期货

图：厄尔尼诺天气对不同地区的影响



数据来源：NOAA 国信期货

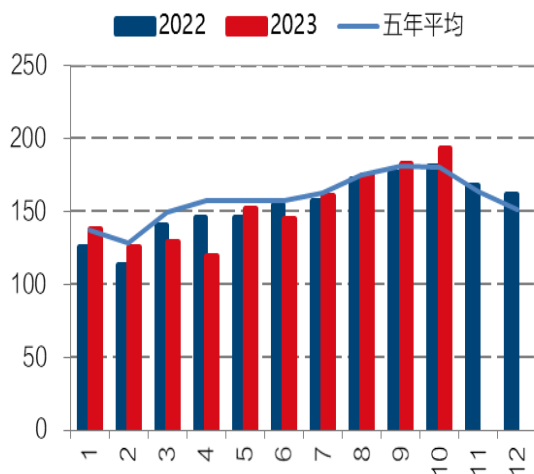
二、当前东南亚棕榈油仍未受到厄尔尼诺影响

从短期来看，一般而言，10月是一年中产量最高峰，库存也达到年内高点，此后11月马棕油将迎来减产周期。库存也将进入去库存周期。相比之下印尼也同样适用这个规律。2023年下半年以来印尼产量增幅明显不及马来。尤其是10月印尼已经显露旱情，这是否对其产量影响需要等数据公布出来验证。

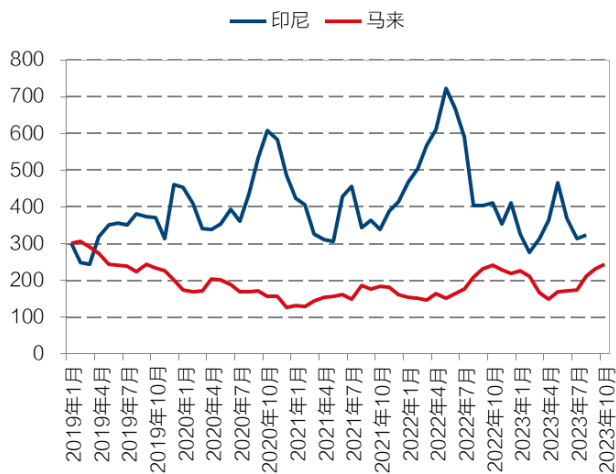
MPOB表示，10月底棕榈油库存为245万吨，较9月增加5.84%，这是连续第六个月库存增加。10月份棕榈油产量为194万吨，环比增长5.89%。马棕油产量、库存均在10月份创年内新高。相对而言，由于印尼出口和国内消费的增加，印尼库存压力相对不大。最新数据显示印尼8月库存324万吨，上月同期为313万吨。可见进入11月，减产周期到来后，东南亚棕榈油供给压力或将减弱，尤其是库存压力最大的马来西亚棕榈油市场压力可能大大缓解。

图：马来西亚棕榈油产量对比

图：马来、印尼库存走势对比



数据来源: USDA 国信期货

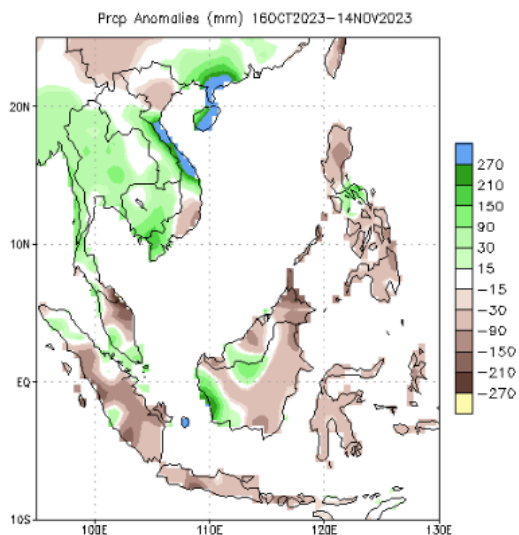


数据来源: USDA 国信期货

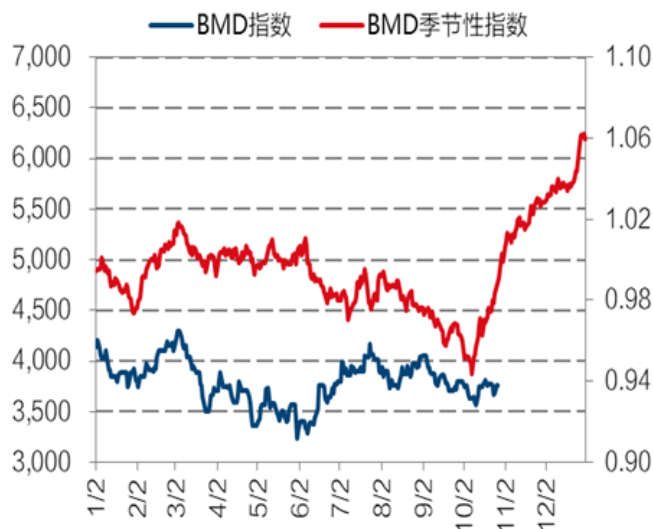
过去一个月印尼大部分地区降雨量比正常水平要下降100mm左右, 相对而言马来的降雨量明显要好于印尼。从NOAA的天气预报来看, 11月东南亚将面临少雨季节, 日均降雨量比正常水平少4-6mm, 11月减产周期叠加厄尔尼诺天气带来的高温少雨或将产生影响。从季节性来看, 一般进入11月, 随着减产周期的到来, 马棕油供给压力开始减缓, 期价或将止跌反弹。伴随着东南亚棕榈油去库存的开启, 马棕油四季度或将迎来止跌反弹的走势。

图: 当前东南亚降雨情况

图: 马棕油季节性走势



数据来源: NOAA 国信期货



数据来源: WIND 国信期货

三、厄尔尼诺对于棕榈油影响时滞效应或在2024年二季度体现

厄尔尼诺天气的发生, 会给东南亚地区带来干旱的情况。由于棕榈油属于木本植物油, 一年种多年生植物, 因此旱情对于棕榈油的影响将会从油棕树的发芽、开花、结果等多个阶段有所体现。一般棕榈油生长到成熟需要35—40个月, 因此厄尔尼诺对东南亚旱情的影响可在6-35月不等。

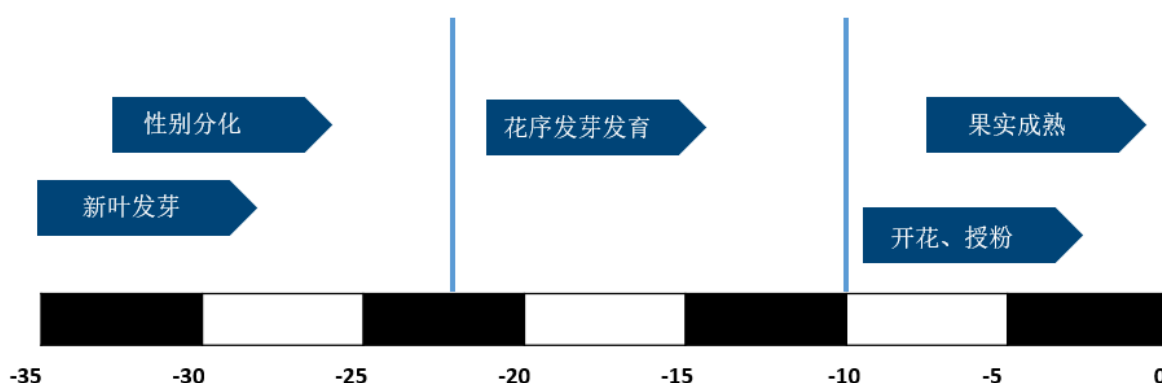
1、新叶发芽期遭遇干旱，导致油棕树发育迟缓，影响后面35个月的产量。

2、性别分化期的降雨十分重要，油棕同株异花，如果在此期间出现干旱，将导致大量雄花出现。导致雌花数量大幅少于雄花，雌花过少则影响未来油棕果的结果量，从而对25个月左右后的单产造成不利影响。

3、在花序发育阶段，干旱会导致败育现象，即雄花和雌花流产，花序的减少会直接导致最终作物减产。从而对9—22个月左右的单产有明显的影。

4、水分严重缺失会使鲜果串的质量下降，产生干瘪或者枯死的现象。这对6月后的产量有明显的影。

图：厄尔尼诺对棕榈油的影响



数据来源：百度 国信期货

从2000年以来历次厄尔尼诺天气下印尼、马来棕榈油产量变化来看，厄尔尼诺对于马来西亚棕榈油产量的影响明显要大于印尼产量的影响，尤其是近两次厄尔尼诺对于马棕油的影响远比前些年的影响更大一些。究其原因，影响程度的强弱可能与印尼棕榈油树龄相对年轻，而马来西亚棕榈油树龄老化有关。从年度产量变化来看，随着马来西亚棕榈油树龄的逐步变老，近两次出现厄尔尼诺天气条件下，马来西亚作物年度产量均有明显下滑，而下一年作物年度产量影响更为明显。相对而言，印尼产量降幅相对偏低，甚至还有增产的情况。可见厄尔尼诺对于棕榈油产量的影响更多体现在马来西亚。

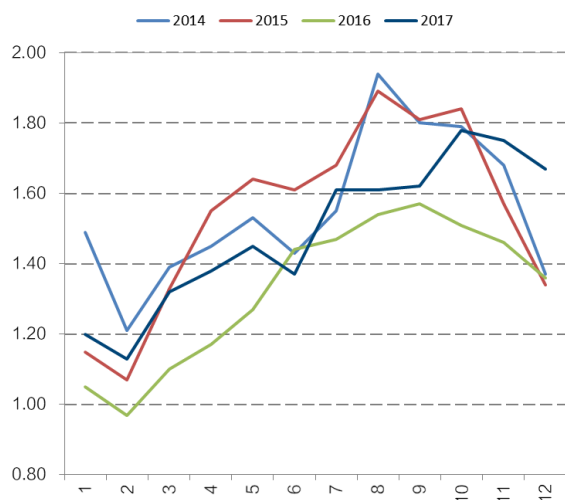
图：厄尔尼诺天气下马来印尼年度减产情况对比

年份	印尼	马来	印尼产量增减	马来产量增减	厄尔尼诺指数
2004/2005	1356	1519.4	159	177.4	0.7
2005/2006	1556	1548.5	200	29.1	
2006/2007	1660	1529	104	-19.5	1
2007/2008	1800	1756.7	140	227.7	
2008/2009	2050	1725.9	250	-30.8	
2009/2010	2200	1776.3	150	50.4	1.6
2010/2011	2360	1821.1	160	44.8	
2011/2012	2620	1820.2	260	-0.9	
2014/2015	3300	1987.9	250	-28.2	2.3
2015/2016	3200	1770	-100	-217.9	
2016/2017	3600	1885.8	400	115.8	
2019/2020	4250	1925.5	100	-154.5	0.9
2020/2021	4350	1785.4	100	-140.1	

数据来源：USDA 国信期货

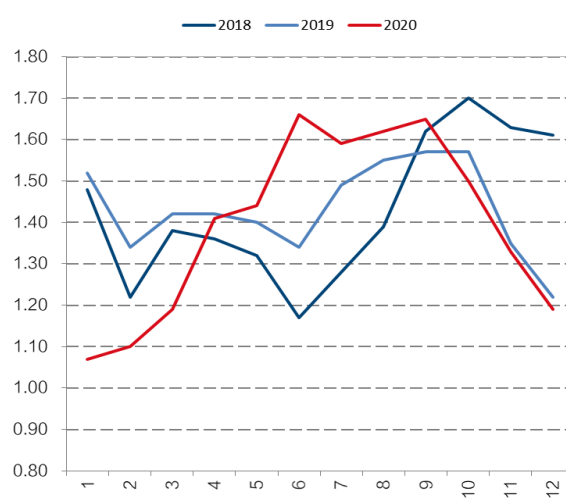
从影响的时间来看，2014年10月开始的厄尔尼诺天气，对马来西亚棕榈油鲜果串的产损开始于2015年11月，正好遇到减产周期，时间滞后13个月。而2018年9月开始的厄尔尼诺天气，对于棕榈油鲜果串产损时间为2019年10月，滞后时间为13个月。那么如此测算，2023年5月开启的此轮厄尔尼诺天气对于马棕油产量的影响可能要在2024年二季度体现。

图：2014—2016年厄尔尼诺对鲜果串单产的影响



数据来源：USDA 国信期货

图：2018—2019年厄尔尼诺对鲜果串单产的影响



数据来源：USDA 国信期货

由于2023年5月以来，马来西亚雨水相对充沛，因此鲜果串水分流失的影响明显不在。市场更多的影响或将体现在未来的性别分化和花序发芽阶段。考虑到最快10个月的时滞影响，此轮厄尔尼诺对于马棕油产量的影响可能在2024年3月份，如果历史重演的话，那发现大面积减产可能要在2024年6月份。

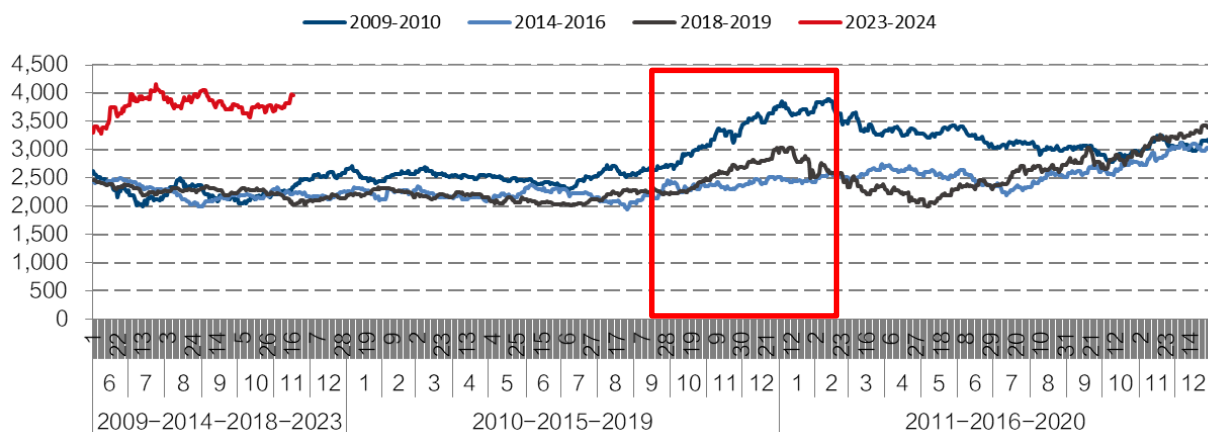
图：厄尔尼诺对棕榈油的影响

厄尔尼诺起始时间	ONI极值	强度	持续时间 (月)	马来油棕鲜果串减产时间	时滞时间 (月)
2009年7月-2010年4月	1.6	强	9	2010年9月	14
2014年10月-2016年4月	2.3	强	19	2015年11月	13
2018年9月-2019年6月	0.9		10	2019年10月	13
2023年5月-至今				2024年6月	13

数据来源：NOAA MPOB 国信期货

从历次厄尔尼诺对马棕油价格的影响来看，一般厄尔尼诺当年，四季度都是呈现季节性反弹，但是反弹高度不大。市场趋势性的走强更多来自厄尔尼诺对于产量产生实质性冲击。2015/16年度，当年马棕油减产12.25%，减产幅度最大，因此期价从9月一直涨到2月份，涨幅达到52%。2018/19年度，产量同比上年减少7.42%。马棕油的涨幅也是从9月开始，涨到1月中旬，涨幅仅为25%。目前USDA预估印尼23/24年度棕榈油产量为4700万吨，较上年增加100万吨，马来西亚23/24年度产量为1900万吨，较上年增加61万吨。可见此轮厄尔尼诺对于马棕油的冲击尚未到来，市场真正的转变或将要到2024年二季度产生。

图：厄尔尼诺天气下棕榈油走势对比



数据来源：WIND 国信期货

总的来看，此轮厄尔尼诺对于东南亚棕榈油的冲击尚未体现，当前市场正处于增产周期向减产周期转变，市场处于季节性触底反弹的走势中。此轮厄尔尼诺对于东南亚棕榈油的影响更多体现在马来西亚棕榈油市场上，按照性别分化和花序发芽阶段最快的影响测算，最快的产量的损失或出现在2024年3月，按照历史上时滞效应集中在13—14个月的集中释放的话，那么马棕油产量实质性损失大概率发生在2024年二季度，届时马棕油市场将实现从熊市向牛市行情的趋势性转变。此轮波动幅度或根据产量损失的程度而定，



根据历史对比如果此轮马棕油符合正常损失在7%—10%之间，那么马棕油涨幅在20%—30%。如果此轮厄尔尼诺发展成强厄尔尼诺的话，马棕油涨幅也有达到50%的可能性。未来棕榈油市场操作上保持逢低做多的思路为宜。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。