

民生期货油脂 7 月月报

一、行情回顾

在棕榈油预期大增的供应担忧下，棕榈油期货价格从四月份以来即表现偏弱。虽然在五月份棕榈油期货市场曾经出现过一波上涨趋势，但是从反弹的高度和成交活跃度来看，确实不尽如人意。

图一：棕榈油主力合约走势图。



来源：民生期货

从六月下旬以来，棕榈油期货价格在创出年内新低后，呈现筑底走势。一方面，印度再度调整植物油进口关税，有利于产地棕榈油出口；另一方面，虽然棕榈油跌至两年前的低位，但随着原油价格企稳反弹，POGO(毛棕榈油与国际柴

油价格)价差重回低位,有助于改善 PME(棕榈油制生物柴油)掺混利润,这对棕榈油生物柴油消费前景和价格形成提振。

笔者认为,在棕榈油产量持续增加的背景下,生物柴油需求的增长有望成为后期棕榈油走势的新亮点。

二、基本面分析

(一)、政策追踪

1、印度调整植物油关税

6月印度再度调整植物油进口关税,将毛油、精炼油进口关税分别统一调整为35%、45%,表现为维持棕榈油进口关税不变,而上调豆油、菜油、葵花籽油的进口关税。作为植物油进口大国和发展中国家,印度的植物油进口结构受进口成本制约,除了油脂间FOB价差,国内植物油关税税率也对其影响较大。

自3月印度单独上调棕榈油关税以来,印度棕榈油进口便出现急剧减少。5月印度棕榈油(毛油+精炼)进口量为48.94万吨,环比下滑36%,同比下滑38%。然而,随着此次植物油进口关税税率的调整,棕榈油相比其他植物油之间的竞争力较前期有所增加,这将促进棕榈油的需求。

2、生物柴油题材发酵

除了印度需求预期增长,生物柴油题材的发酵也对棕榈油走势形成提振。一方面,因原油强势有助于改善生物柴油生产和掺混利润,提振植物油的生物柴油消费前景。随着美国加紧对伊朗进行制裁,敦促盟国停止进口伊朗原油,原油出现跳涨。原油强势及棕榈油相对偏弱,令POGO价差大幅缩窄。截至6月26

日, POGO 价差重回 5 月中下旬的低位, 有助于改善 PME 掺混利润, 预计对棕榈油的消费前景和价格形成提振。

另一方面, 相关生物柴油产业政策也较为有利。印尼政府目前正测试将生物柴油掺混率提高至 30%, 而根据 EPA 最新公布的可再生能源掺混标准规定, 2020 年生物柴油法定掺混量为 24.3 亿加仑, 较市场预期的 21 亿加仑高出近 16%。这在提振美豆油远期生物柴油消费的同时, 也将对棕榈油形成外溢作用。

3、国内经济稳中向好

2018 年 6 月份, 中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 51.5%, 比上月回落 0.4 个百分点, 仍高于上半年均值 0.2 个百分点, 制造业总体继续保持扩张态势。

图二：马棕油主力合约走势图



来源：民生期货

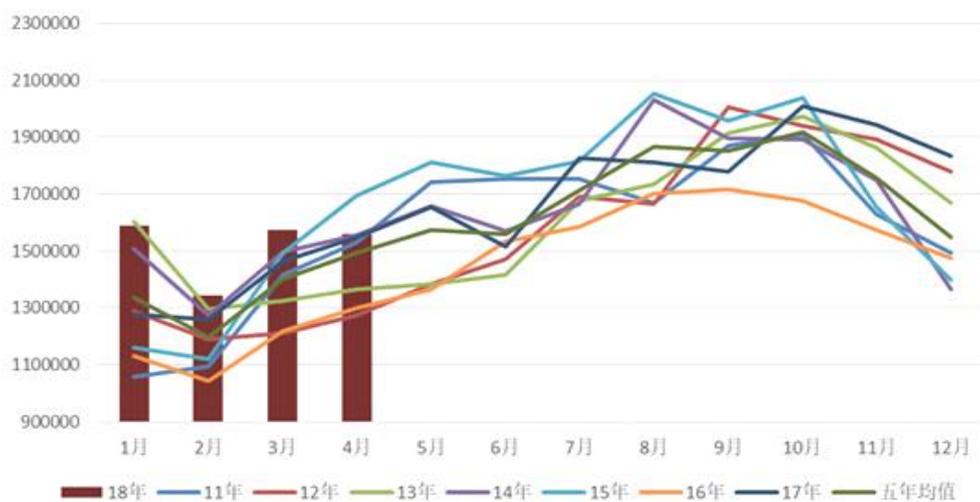
(二)、市场供求

1、马来西亚棕榈油出口堪忧

根据降水量监测，在前期降水良好的情况下，今年棕榈油继续丰产的概率较大。一季度，马来西亚棕榈油产量高达 450 万吨，同比增长 12.6%，大幅超出 5 年期平均水平，显示出良好的复产情况。

马来西亚棕榈油协会（SPPOMA）发布的数据显示，6 月 1 日至 10 日马来西亚棕榈油产量比 5 月份增加 10.86%，单产增加 9.23%，出油率增加 0.31%，这也是导致近期棕榈油价格再次走低的主要原因，因为市场仍然担心棕榈油产量过快增长。专业刊物《油世界》也分析指出，2018 年 4 至 9 月期间棕榈油产量可能低于预期，可能只比上年增加 20 万吨，因此油世界调低了 2018 公历年马来西亚棕榈油产量和出口数据。

图三：马来西亚棕油月度产量



来源：民生期货

跟踪马来西亚棕榈油历年产量数据会发现，棕榈油月产量从 2017 年 11 月开始，已经在高速增长，但维持到 2018 年 3 月后，到 4 月份戛然而止，期间天

气情况正常，没有其它影响产量的意外情况发生，可见棕榈树即使在天气良好的情况下也无法持续维持高产出。从历年公布的数据也可以看出，产量持续增长 3 至 4 个月后通常就会有回落，而这次增产期从去年 11 月已经开始，至今年 3 月已经持续了 5 个月，那之后的产量回落就是正常现象了，最新的数据也显示，马来西亚棕榈油 6 月产量或没有市场之前预估的那么多。进入 6 月斋月假期，工人放假的影响仍存，MPOA 称马棕 6 月 1—20 日产量环比减少 16.4%，SPPOMA 则称 6 月 1—25 日马棕产量环比下滑 20.07%，但随着斋月的结束，工作日偏少对产量的不利影响逐渐消散，棕榈油生产情况料重回正轨。

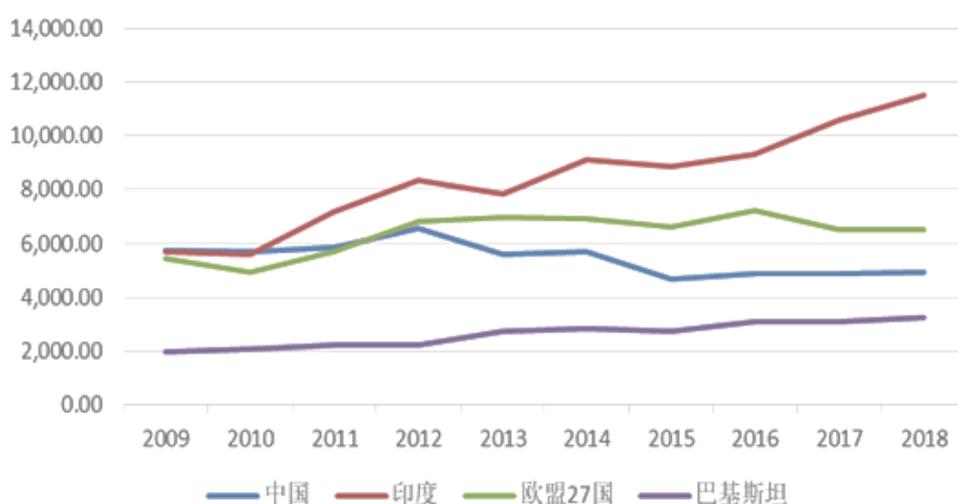
马来棕榈油出口不容乐观。船运调查机构 SGS 发布的数据显示，2018 年 6 月 1-30 日马来西亚棕榈油出口量为 1,058,832 吨，比 5 月份的 1,199,876 吨减少 11.75%。船运调查公司 AmSpec Agri 马来西亚公司称，今年 6 月 1-30 日期间，马来西亚棕榈油出口量为 1,073,244 吨，比 5 月份的 1,196,805 吨减少 10.32%。今年年初，预期到后期的复产压力，马来西亚政府积极开展棕榈油去库存行动，取消 1—4 月毛棕榈油出口关税，极大改善了马棕的出口竞争力。1—4 月马棕出口量为 593 万吨，同比增长 20%，零关税政策功不可没。不过，全球棕榈油需求增速毕竟有限，一段时间实施的零出口关税政策，更多是为了促进需求国的提前采购，而不是促进总需求扩张。马棕前期大幅出口增长透支了部分未来出口潜力，或不利于后期出口。

棕榈油虽然产出集中在印度尼西亚和马来西亚，但棕榈油的消费却遍布全球。美国农业部公布 2017 年棕榈油消费数据显示，印度消费 960 万吨，印度尼西亚消费 960 万吨，欧盟消费 647.5 万吨，中国消费 495 万吨，这几个主要消费国的总消费量占全球的 48.37%，仍有超过 50% 的棕榈油被销往其他多个国家。棕

榈油早在 2004 年产量就超过豆油，加上价格低，适于煎炸，早已成为全球第一大植物油。棕榈油全球消费稳定增长，2010 年全球棕榈油消费 4781.8 万吨，2017 年已经稳定增长至 6332 万吨，主要消费国是印度、欧盟和中国，进口量占全球接近 50%，中国近几年棕榈油消费和进口趋于稳定，年进口量在 500 万吨上下波动。

知名分析师 Dorab Mistry 近期表示，未来两个月马来西亚棕榈油价格预计将会下跌至每吨 2100 令吉（相当于 520.6 美元），低于豆油价格，原因在于棕榈油产量提高。Mistry 在雅加达的一次行业讨论会上发言称，从 7 月份往后棕榈油产量将会提高，棕榈油价格将会下跌，比豆油的 FOB 价格每吨低 100 美元。不过最初棕榈油价格可能从当前的水平上出现反弹。Dorab Mistry 表示，印度提高进口关税导致进口需求放慢，加上马来西亚重启毛棕榈油出口税，导致近来棕榈油价格下跌。他预计 6 月份对印度的棕榈油出口量可能只有 50 万吨，而不是正常的 80 到 85 万吨。

图四：棕榈油主要进口国家



来源：民生期货

2、美国新能源政策对油脂走势形成提振

美国能源信息局 6 月 27 日公布的报告显示，当周美国全国商业原油库存减少 990 万桶至 4.166 亿桶，不仅下降量超出市场预期，也是 2018 年以来美国原油库存下降量最高的一周，显示市场需求较为强劲。此外，特朗普直言不讳将延长对伊朗的制裁会减少全球原油供给，包括美国意外延长一年对朝鲜的制裁更是令投资者大跌眼镜。截至上周五（6 月 29 日），纽约商品交易所（NYMEX）原油期货最高升至 74.46 美元/桶，较近期最低点（6 月 18 日）——63.59 美元/桶已经反弹 10.87 美元，约合 17.09% 的涨幅。

周二，美国环境保护署（EPA）基于可再生燃料标准法案（RFS），建议将 2019 年生物燃料强制掺混目标定在 198.8 亿加仑，比 2018 年的 192.9 亿加仑高出 3%，和市场人士的预期相符。根据 EPA 的建议，2019 年的强制掺混目标包括 150 亿加仑传统生物燃料，与 2018 年持平，其中绝大部分为基于玉米的乙醇；还包括 48.8 亿加仑先进生物燃料，高于 2018 年的 42.9 亿加仑。EPA 将 2019 年生物柴油的强制掺混目标定在 24.3 亿加仑，高于 2018 年的 21 亿加仑。由于原油价格与油脂价格走势的相关程度较高，生物柴油作为石油的替代品，主要由于其二次利用的环保价值以及较低的价格，棕榈油作为生物柴油的最好原料且主要原材料，原油价格企稳对棕榈油价格起着至关重要的作用。若原油价格上涨，将提高生物柴油的使用量，并且促进棕榈油的工业需求。

3、中美贸易摩擦对油脂影响力有待观察

由于中美贸易摩擦的存在，市场预计我国将对进口美豆征收更多关税。需要注意的是，即便我国提升进口美豆的成本，但随着 CBOT 大豆价格低位运行，

其提升空间也将较为有限。近段时间，虽然巴西大豆升贴水价格走高，但折合后我国进口大豆成本却维持相对稳定的局面。据测算，我国 8—10 月船期的进口大豆理论到港成本处在 3100—3180 元/吨，并未出现远期更高的状况，2019 年 2—4 月船期的巴西大豆理论到港成本仅处于 2970—3020 元/吨。

进口大豆到港成本并未较当下出现大涨，我国未来两个月船期进口的阿根廷和巴西产的豆油理论到港成本也一直处在 5640—5820 元/吨，这较当下国内豆油现货价格差异不大。因而，成本端对豆油市场并不具备支持作用，即便某个时段出现突然的进口成本走高状况，对未来豆油市场的支撑作用也将非常有限。

近期因国外大豆价格持续下滑，并且跌幅大于国内的豆粕和豆油，所以国内大豆的压榨利润一直处于较高水平。截至 6 月 25 日，山东、江苏、广东等港口地区进口大豆压榨利润处于 144—266 元/吨，虽较清明节后的 400—500 元/吨有所下滑，但对产能过剩的油脂行业而言，能出现 100 元/吨以上的压榨利润已经比较少见。由于压榨利润出现近几年少有的状况，国内多数进口大豆压榨的油厂都在积极买入国外大豆，同时卖出豆油和豆粕，进行套期保值的操作。正是由于市场套保盘施压，二季度以来国内的油脂价格持续低迷。

由于压榨利润的存在，过去几个月我国进口大豆到港量较大。据统计，5—8 月我国进口大豆到港量预计在 3600 万吨，较去年同期高出 200 多万吨，使得国内油厂周度开机率一直处于 54%—56% 的偏高水平，豆油的库存也从两个月前的 127 万吨增加到目前的 150 万吨。随着大豆压榨量持续高位，未来豆油库存仍将继续增加。

4、国内油脂消费缺乏新亮点

自 2011 年以来，我国油脂消费一直处于低位，甚至曾一度出现负增长。由于我国油脂消费以食用为主，因而随着人口增速放缓以及饮食出现多样化，油脂市场长期缺乏新的消费增长点。虽然国际市场将生物柴油视为油脂新的消费增长点，但由于柴油价格偏低，而豆油价格偏高，生物柴油对豆油的刺激较小，目前也仅有阿根廷、美国等少数国家将部分豆油作为生物柴油的主要原料，并且由于成本偏高的原因，生物柴油的生产还处于需要补贴才能出现利润的阶段。可见，未来一段时间内，豆油将继续维持较低的增长需求。

三、技术面分析

(一)、技术指标分析

图五：棕油月线图

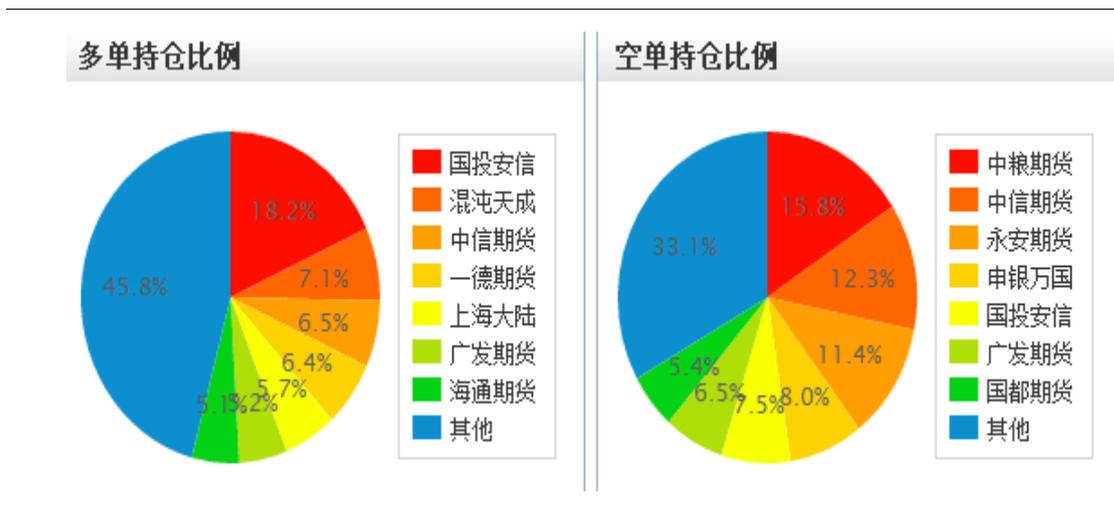


来源：民生期货

当前从棕油 1809 合约的技术面来看，短期均线粘合，成交量较为低迷，多空力量博弈激烈，市场走势不明朗。但是从中期走势来看，市场仍处于继续下探的趋势中，多条均线发散向下，同时 MACD 指标也继续徘徊于空头区域。

(二)、持仓分析

图六：棕油 1809 多空持仓分布



来源：民生期货

从本周三棕榈油的机构持仓分布情况来看，前 20 个席位的空头总持仓量略占优势，空头持仓 137740 手，多头持仓 120031 手。同时排名前三的中粮期货、中信期货、永安期货目前的持仓均处于净空格局，这个数据也充分表明在目前市场情绪相对悲观的氛围中，机构对于棕油后期走势仍持续看空。

四、后市展望

综上，目前中美贸易摩擦前景不明，而棕榈油正处于增产期，产量的增幅远远大于需求的增加，供求形势难言乐观。但是由于美国对伊朗的制裁措施可能提振原油价格保持坚挺，而生物柴油需求有进一步放大的意向。笔者认为，后期棕榈油市场将会保持弱势震荡格局，5000 点一线压力仍不容小觑。

免责声明

本研究报告由民生期货有限公司撰写,本报告是根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购期货或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。民生期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果民生期货有限公司不承担任何责任。