

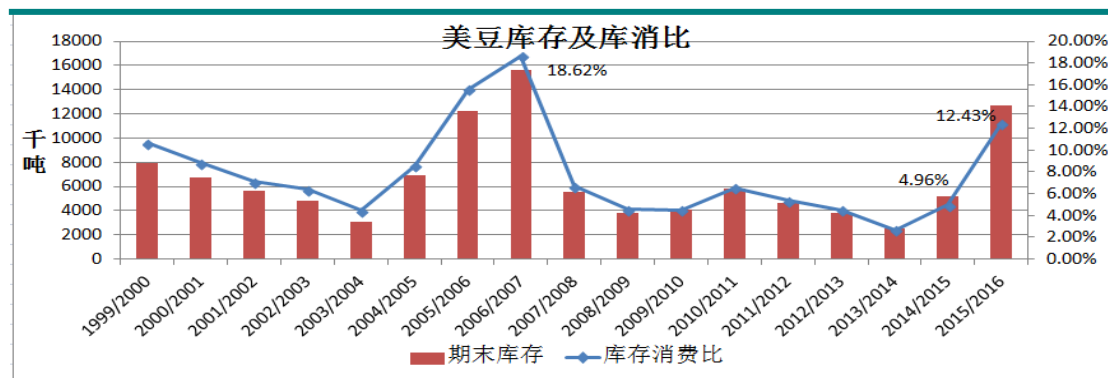
## 棕榈油：短期下跌空间有限，中长线看涨

“从哪里来，回哪里去”，以这句话形容近期的棕榈油走势再贴切不过。每次的强劲反弹，我们就犹如看到黎明的曙光，但曙光总是昙花一现，然后跌回黑暗。中短期棕榈油市场利空因素仍存，包括马来西亚棕榈油库存增加、美豆季节性收割压力、南美大豆播种正常，以及原油供需失衡，但中长线看涨，因厄尔尼诺大概率导致棕榈油减产。

### 美豆供给依旧宽松

美国农业部 11 月供需报告中，上调单产至创纪录的 48.3 蒲式耳/英亩，收割面积仍为 8240 万英亩，故产量上调 0.93 亿蒲式耳至 39.81 亿蒲式耳；出口上调 0.4 亿蒲式耳，压榨量上调 0.1 亿蒲式耳；期末库存上调 0.6 亿蒲式耳至 4.65 亿蒲式耳。美豆 15/16 年度结转库存绝对值突破 1 亿吨，库存消费比由 14/15 年度的 4.96% 跃升至 12.43%。

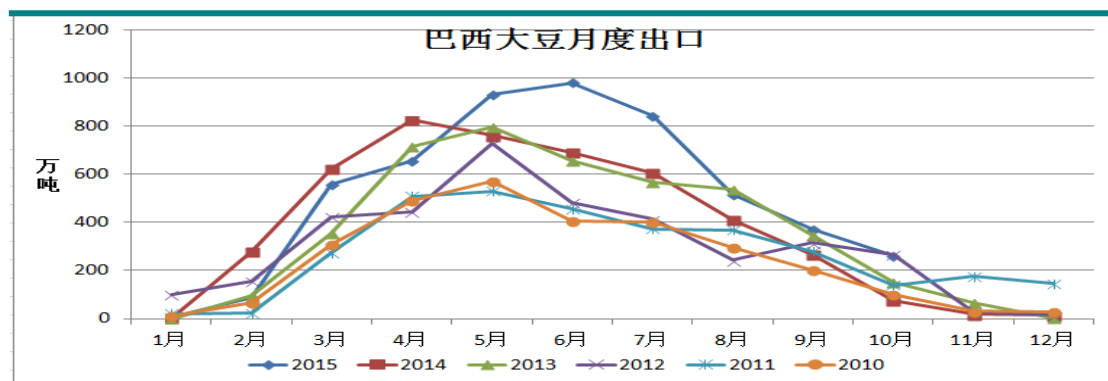
图 1：美豆库存及库消比



资料来源：USDA 新湖期货研究所

截止 11 月 8 日当周，美国大豆收割率为 95%。美豆收割进入尾声，大豆不断涌入现货市场，低价导致美国农民惜售，支撑 CBOT 大豆期价。

图 2：巴西大豆月度出口



资料来源：巴西贸易部 新湖期货研究所

巴西 10 月大豆出口 259 万吨，远高于去年同期的 74 万吨。1-9 月，巴西大豆出口共计 5215 万吨，较去年同期的 4538 万吨增加 677 万吨，增幅高达 15%。相反，美国大豆出口销售惨淡。截至 10 月 29 日，美国累计出口销售 2015/16

年度大豆 2793 万吨，进度为 61.3%，去年同期为 3565 万吨，进度为 71.1%。价格更低的南美大豆竞争优势明显，挤压美豆出口。

### 马来西亚棕榈油库存或继续增加

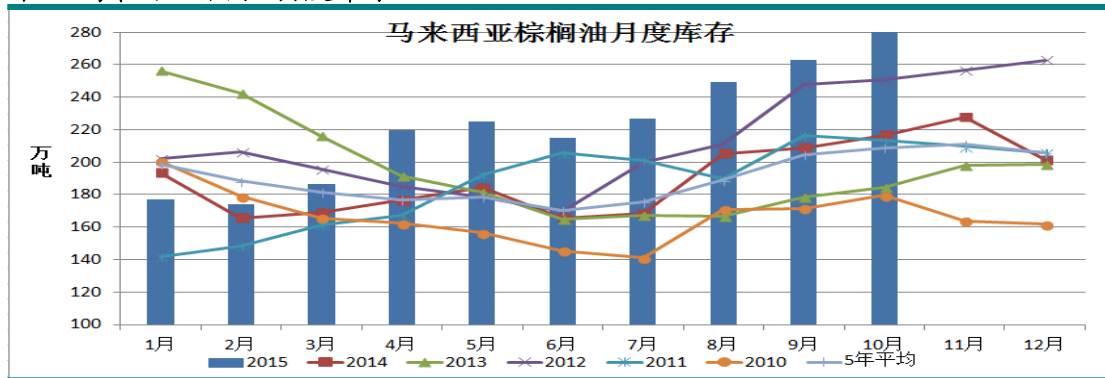
马来西亚 10 月棕榈油产量为 204 万吨，较上月的 196 万吨环比增加 4%，较去年同期的 189 万吨同比增加 7.6%，但略低于 8 月的产量 205 万吨。1-10 月产量共计为 1691 万吨，比去年同期的 1655 万吨高出约 40 万吨。

马来西亚 10 月棕榈油出口为 171 万吨，较 9 月的 168 万吨环比增加 2%，较去年同期的 161 万吨同比增加 7%。马来西亚 10 月棕榈油出口好于市场预期，主要原因在于棕榈油价格持续下滑，低价提升终端消费需求，加上豆棕价差持续扩大，部分替代豆油。

马来西亚国内棕榈油消费堪忧，连续两个月低于去年同期水平，一改过去同比增加之势。10 月棕榈油消费量仅 19 多万吨，远低于去年同期的 29 万吨，也低于五年均值的 21 万吨。

11 月至次年 2 月是马来西亚的季节性减产周期，预计 11 月产量将环比下滑，但下滑幅度不易预估，预计在 180-190 万吨之间。由于即将进入寒冬，中国等棕榈油进口大国的需求下滑，马来西亚棕榈油出口将季节性下降，综合历年数据，预计 11 月出口将在 160 万吨左右。去年 11 月，马来西亚国内棕榈油消费为 22.5 万吨，乐观估计今年约为 23 万吨，实际数据应该不会高于这个数。另外，预计马来西亚 11 月棕榈油进口量为 7 万吨。综合上述数据，不难发现，马来西亚 11 月棕榈油库存大概率增加，或攀升至 290 万吨上方，库存拐点预计在 12 月。

图 3: 马来西亚棕榈油月度库存



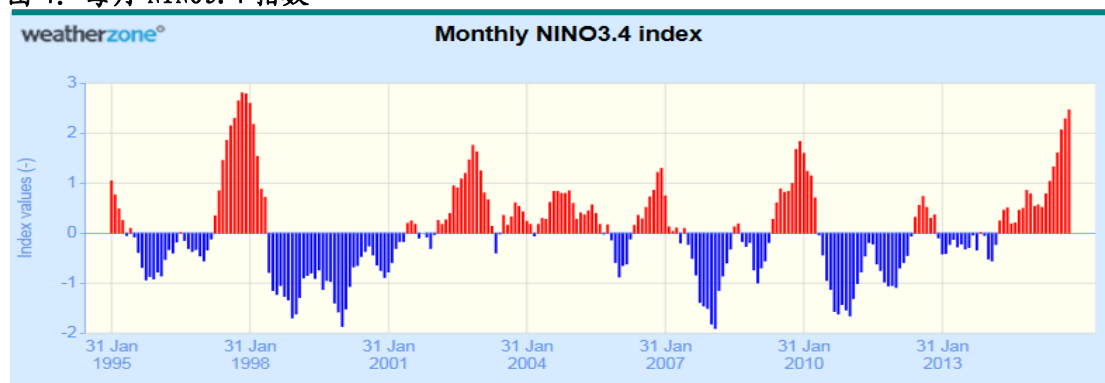
资料来源: MPOB 新潮期货研究所

### 马棕减产只是时间问题

美国国家大气研究中心分析数据表明，今年的厄尔尼诺现象与 1997-1998 年对比，两个时间段的实时变化表现得惊人的相似。回顾马来西亚 97/98 年的产量数据，虽然 1997 年 11 月厄尔尼诺达到峰值，超出平均海平面温度 2.8 摄氏度，然后逐渐消弱，但马来西亚当年 11 月棕榈油产量同比增加了 5%。然而，从 98 年 1 月开始，棕榈油开始大幅减产，除 98 年 2 月产量同比增加了 19.3% 之外，1-5 月，月减产幅度在 11.3%-18.9% 之间不等，均高达两位数，故我们可以坚信。

由于厄尔尼诺影响的滞后性，这种影响或在明年一、二季度开始显现。

图 4: 每月 NINO3.4 指数

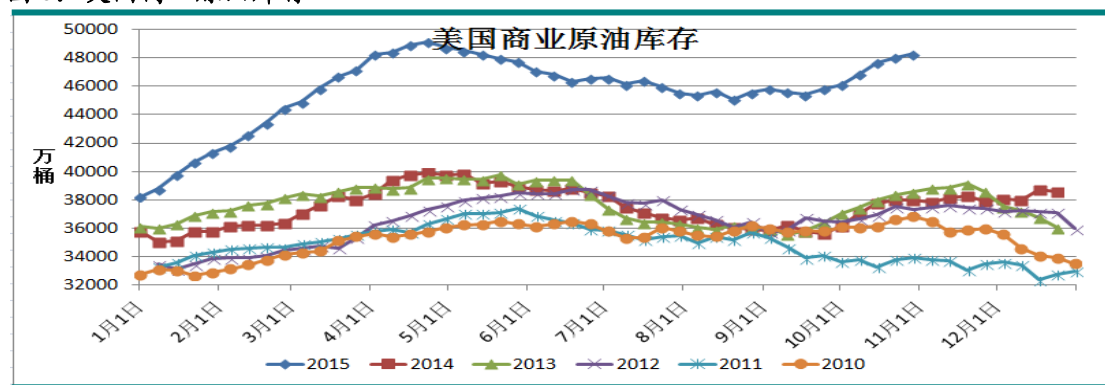


资料来源: 新湖期货研究所

### 原油供需失衡

全球原油供给远大于需求，原油产量居高不下，OPEC 减产仍如镜中水月。伊朗核协议预计年底前达成，届时伊朗原油将重新进入市场。全球经济低迷，制造业活动萎缩，打压原油需求。全球原油供需失衡局面的改善仍需要假以时日，这种形势仍将在未来一至两年主导原油市场。虽然，美国炼厂季节性检修进入尾声，后期炼厂开工率增加，提升原油需求，但预计提振力度有限。美国原油产量在经历几周下降之后，重拾升势，加上原油进口量庞大，美国商业原油库存连续数周增加。

图 5: 美国商业原油库存

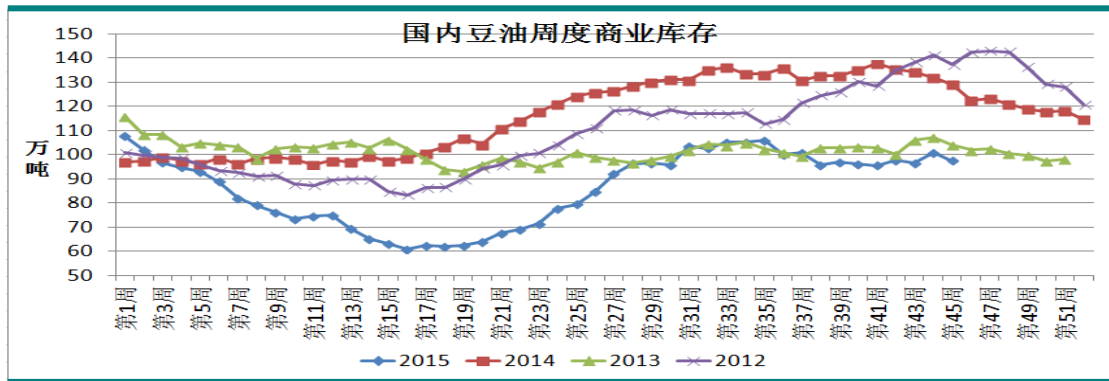


资料来源: EIA 新湖期货研究所

### 国内油脂开启去库存之旅

截止 11 月 10 日，国内豆油商业库存总量 97.45 万吨，较上周同期的 100.85 万吨降 3.4%，较前期高点 106.46 万吨降 8.46 万吨，降幅为 8.34%，较去年同期的 128.7 万吨降 31.25 万吨，降幅为 24.28%。因未来几周大豆到港量庞大，油厂开机率将高企，豆油库存也难有大的下降，预计仍可能再小幅回升，但由于四季度是豆油消费旺季，预计豆油库存上升幅度有限。从历史数据来看，后期豆油库存将下降。

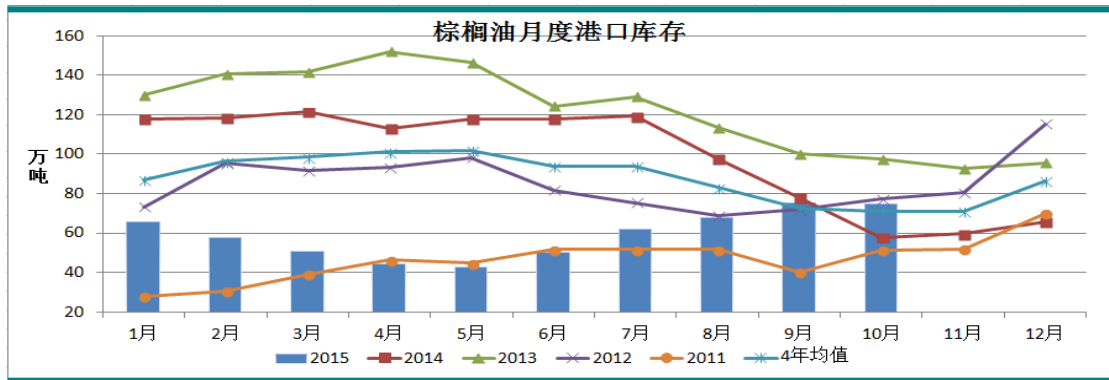
图 6: 国内豆油周度商业库存



资料来源：天下粮仓 新湖期货研究所

下半年，棕榈油进口一直处于亏损状态，预计后期棕榈油进口量不是很大，去年10-12月，我国棕榈油进口量为139万吨，预计今年进口量为120万吨，同比减少19万吨；去年10-12月，我国棕榈油表观消费量为152万吨，预计今年与去年大致持平。进口量低于表观消费量，后期棕榈油库存将下降。

图7：棕榈油港口月度库存



资料来源：汇易网 新湖期货研究所

综上：短期，棕榈油市场缺乏实质利好，虽然马来西亚已经进入季节性减产周期，将支撑棕榈油期价，但预计11月减产幅度有限，马来西亚库存将增加至创纪录高位；美豆收割进入尾声，美国农民惜售将支撑大豆期价，但南美天气正常，播种进度加快，且巴西没有出现大规模罢工，如果后期南美天气不出现大问题，CBOT大豆难以大幅走高，美国农民无法一直储存大豆，到时恐不得不忍痛抛售；全球原油供给宽松格局难改，产油国从自身利益出发，减产也许只是少数国家的诉求，恐难达成减产协议。

厄尔尼诺仍然在持续发酵，逼近97/98年水平，预计年底前达到顶峰。对比97/98年产量，厄尔尼诺将影响马来西亚和印尼2016年上半年的棕榈油产量，减产幅度应该在两位数，故棕榈油期价中长线看涨。