

Bigger mind, Bigger fortune  
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1290号

边舒扬

投资咨询证号：  
Z0012647

周昱宇

期货从业证号：  
F03091976

## 供给向好，消费担忧

### 摘要

在第一季度，油脂油料前期始终处在震荡区间，季度末期由于欧美国家部分银行的暴雷问题更是引发了市场对宏观的担忧情绪。总体看来，是由于供给的极大改善钝化了盘面对小供给扰动的反应，同时放大了消费预期疲弱对价格的打击。

对于二季度的蛋白粕来说，在绝对到港量带来的供给压力下，现货市场的蛋白粕价格将会明显承压运行，二季度预期盘面的上方压力会持续。此外由于大量到港带来的边际供给显著增加也会导致现货疲弱，同时传导至基差与月差，供给增量带来的压制会导致提货的谨慎情绪和基差的持续弱势以及对月差5-9及后续的月差产生一定的压力。但在二季度考虑到天气回暖后，可能会带来新一轮养殖的开启。这将会为饲料消费带来一定的增量，在蛋白粕价格的下方给予一定的支持，因此二季度蛋白粕的下跌可能可以找到短期的底部支撑。

对于二季度的油脂来说，在供给和库存的压制下，油脂同样难出趋势性方向。当前在全球油籽及油脂供给明显恢复，各个消费国植物油总库存均保持高企的情况下其上方的压制将会始终保持。但考虑到消费将会对植物油脂下方带来支撑，而二季度会有季节性消费的改变量。因此植物油脂内部间会存在品种间价差的变动。当前来看，菜油由于供给的绝对增量，因此将会长时间保持在品种间相对疲弱的位置运行；且由于菜油供给增量巨大，需要通过替代消费来消耗其增量供给，因此菜油对豆油的价差将会在二季度继续回缩。棕榈油在天气转暖时存在对豆油的消费替代，且由于茶多酚技术的出现，其替代的价差有望进一步缩小，考虑在二季度豆棕价差将会存在继续回缩的可能。对于豆油，在二季度其需求可能因为存在来自棕榈油和菜油的替代效应而表现出消费疲弱，但供给同样会因为豆粕的库存与消费压力而被动减少。在供需双弱的情况下，其在品种间的相对强弱关系将会表现非常不稳定。总体来看，对于三大油脂，由于震荡行情与宏观冲击，建议同样以宽跨期权参与市场。

**风险点：国际经济形势；银行业暴雷对消费情绪影响；厄尔尼诺。**



## 目录

第 1 章	行情回顾.....	5
第 2 章	行情展望——油脂油料供需格局 .....	6
2.1.	国际油籽-大豆：南美丰产格局下的既定压力 .....	7
2.2.	国际油籽-菜籽：全球丰收背景下的巨大增量 .....	8
2.3.	国内进口油籽、蛋白粕及豆油菜油：供给格局明显转松.....	9
2.4.	国际棕榈油&国内棕榈油：消费驱动主导 .....	13
2.5.	生物柴油.....	15
第 3 章	行情展望.....	18
	免责声明 .....	19

## 图表目录

图 1: CBOT 美黄豆 (美分/蒲)、BMD 马棕油 (林吉特/吨)、CZC 菜粕、DCE 豆粕、DCE 豆油、DCE 棕榈油、CZC 菜油价格走势 (元/吨)	6
图 2.1.1: 巴西库容	7
图 2.1.2: 巴西大豆及玉米产量数据 (千吨)	7
图 2.1.3: 巴西大豆及玉米出口情况 (千吨)	8
图 2.1.4: 巴西大豆出售进度 (千吨)	8
图 2.2.1: 全球菜籽供需情况	8
图 2.2.2: 加拿大油菜籽压榨利润	9
图 2.2.3: 法国油菜籽压榨利润	9
图 2.2.4: 西北欧油菜籽压榨利润	9
图 2.2.5: 意大利油菜籽压榨利润	9
图 2.3.1: 巴西大豆升贴水报价 (美元/蒲式耳)	10
图 2.3.2: 国内大豆到港预估 (万吨)	10
图 2.3.3: 中国华南东莞豆粕基差-全国豆粕库存对比	10
图 2.3.4: 生猪养殖利润 (元/头)	10
图 2.3.5: 全国豆粕提货量 (万吨)	11
图 2.3.6: 中国广东及华东地区豆菜粕现货价差 (元/吨)	11
图 2.3.7: 鸡鸭苗及仔猪售价 (元/只)	11
图 2.3.8: 国内大豆压榨及预估 (吨)	11
图 2.3.9: 国内油厂豆油库存 (万吨)	12
图 2.3.10: 国内豆油提货情况 (万吨)	12
图 2.3.11: 华东菜油库存 (万吨)	13
图 2.3.12: 国内进口菜籽折油及菜油进口 (万吨)	13
图 2.4.1: 印尼棕榈油产量 (万吨)	13
图 2.4.2: 马来棕榈油产量 (万吨)	13
图 2.4.3: 中国棕榈油库存 (万吨)	14
图 2.4.4: 印度油脂库存 (万吨)	14
图 2.4.5: DCE 国内豆油-棕榈油 09 价差	14
图 2.4.6: 我国棕榈油表观消费量 (万吨)	14
图 2.5.1: 全球原油供需情况及供需预测	15
图 2.5.2: 欧洲一代生物柴油成交量 (吨)	16
图 2.5.3: 欧洲轻质柴油-布伦特原油裂解价差	16
图 2.5.4: 美国生物质菜油消费量 (十亿英热)	17
图 2.5.5: 美国取暖油-WTI 原油裂解价差	17

图 2.5.6: 印尼生物柴油消费量（万吨） .....	17
图 2.5.7: 欧洲轻质柴油-布伦特原油裂解价差.....	17

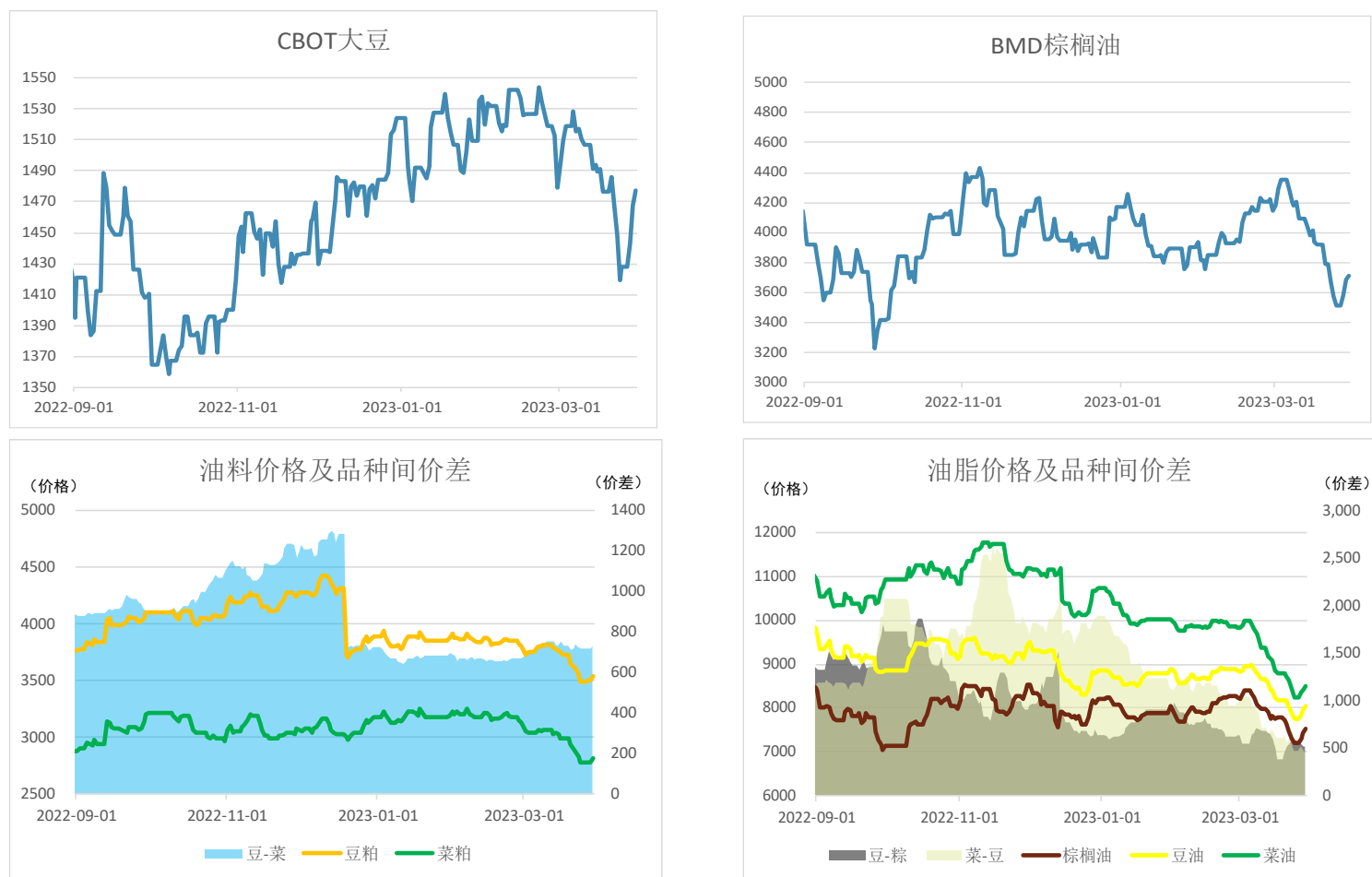
## 第1章 行情回顾

在第一季度，油脂油料前期始终处在震荡区间，季度末期由于欧美国家部分银行的暴雷问题引发了市场对宏观的担忧情绪。体看来，由于前期供给已经兑现到现货端，化了盘面对后续供给端小扰动的反应，同时放大了消费预期疲弱对价格的打击。

油料方面，第一季度前期，由于南美大豆还在生长关键期，虽然预期巴西大豆极可能迎来同比去年产量大幅上升的丰产格局，但当时隔壁阿根廷出现了极严重的干旱天气，阿根廷大豆的预期产量因此极大被降低。在巴西产量未落地，阿根廷大豆主产区正面临严重问题的情况下，一季度前期国际大豆价格一直保持偏强运行。后续随着巴西大豆的陆续收获上市，其本国的大豆受限于储存条件，逐步出现外售压力，该压力的最直接体现在于巴西本土的升贴水报价创下了历史新低。在巴西低价压制下，国际大豆价格不断走弱，给予国内蛋白不断走低的进口成本。而回顾国内蛋白价格，可以发现其走弱早于国际大豆价格。考虑原因可能在于国内自去年底开始迅速走弱的养殖利润及本季度以来迅速走高的外购成本（幼崽价格），养殖利润亏损的延续及后续养殖外购成本的走高极大地打击了未来养殖的积极性，因此下游养殖在消极状态下主动降低蛋白库存及消费，供给的好转和消费的走弱因此同频，形成了对价格的负反馈，一季度蛋白粕价格因此不断走低。

油脂方面，一季度前期始终处于宽幅震荡区间，在季度初由于中国疫情政策解除后对消费的看好而给予了油脂价格下方支撑的底气。但三大油脂自去年下半年以来供给不断修复，截至今年一季度末共同完成了对油脂主要消费国的集体修复。因此，库存补库及未来供给两方面边际不断好转的情况下，油脂价格上方压力明显。但自三月以来，国际银行业的不断暴雷，引发了市场对消费环境的极大担忧，从宏观情绪上开始了对油脂价格的打击。且随着成品油对原油裂解价差的不不断走弱，植物油对柴油价差的性价比减少，植物油进柴油的自由消费能力开始转差，经济压力也使得政府对生物柴油的政策支持压力增加，柴油炼厂及柴油下游对生物柴油的总体消费能力走弱。尤其本季度末期，欧洲在自身菜籽丰产的情况下还大量进口了乌克兰等地的菜籽，补充了本地区的库存及供应水平，但遭遇了柴油厂的降产量及下游的降消费，菜油消费大幅减弱导致本地区菜油价格急速下跌，甚至倒挂于国际棕榈油价格。受到欧洲菜油大幅下跌的影响，国际油脂价格因此在季度末明显开始跟跌。

图 1：CBOT 美黄豆（美分/蒲）、BMD 马棕油（林吉特/吨）、CZC 菜粕、DCE 豆粕、DCE 豆油、DCE 棕榈油、CZC 菜油价格走势图（元/吨）



资料来源：Wind 南华研究

## 第2章 行情展望——油脂油料供需格局

对于国际油脂油料市场，在二季度集体需要关注的依旧是消费。当前由于油脂油料的整体供给水平表现良好且并无大幅度的供给转差的风险，因此预计二季度对油脂油料的交易依旧会围绕消费预期展开。

## 2.1. 国际油籽-大豆：南美丰产格局下的既定压力

根据 USDA 及 CONAB 报告显示,巴西本年度大豆基本确立 1.5 亿吨以上的丰产格局,由此将会对巴西本国的储存能力提出挑战。根据当前的巴西官方公布的库容报告显示,其干散货的总库存容量大约在 1.865 亿吨,在当前巴西大豆与玉米产量预计超过 2.7 亿吨的情况下,未来粮食依旧存在一定的卖出压力。

图 2.1.1：巴西库容

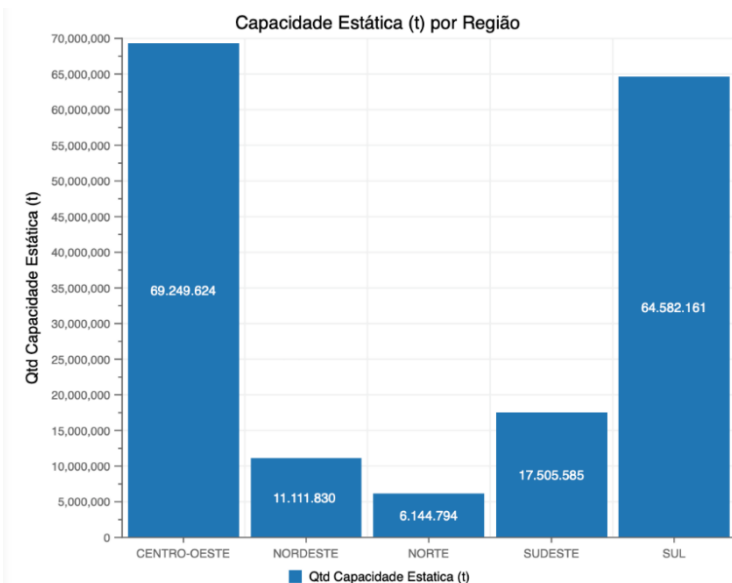


图 2.1.2：巴西大豆及玉米产量数据（千吨）

	21/22 年度 结转库存	22/23 年度产量 (3 月预估)
一茬玉米	8073.9	26758.0
二茬玉米		95604.5
三茬玉米		2315.0
大豆	3196	151419.4
合计	11269.9	276096.9
总合计	287366.8	

资料来源：CONAB 南华研究

根据数据显示,巴西大豆在大量收割上市时已经出现较大的库存压力(此间需要考虑上年度结转库存及一茬玉米收获产量及巴西大豆和玉米的出口数量),因此在当前阶段巴西大豆将持续处在压力较大阶段。同时,在进入二茬玉米的上市阶段,预计巴西的库容能力将会受到更大的挑战。但我们根据巴西海关的出口数据及机构对巴西港口的排船观测数据来看,当前巴西出口情况尚未全面启动,装船进度依旧缓慢,预计对国内的仓储依旧造成压力。

根据当前的出售进度来看,四月后的大豆出售进度依旧表现偏慢,相较往年丰产时期的销售量还有一定的差距。此外 4-5 月即将进入巴西二茬玉米的收获季节,巴西国内的库存和售卖压力将会进一步加剧。因此在接下来的这一季度,由于巴西大豆及玉米产量对库存的压制,巴西的销售心态依旧按照乐观预估,其本国的升贴水报价将会继续弱势运行并压制国际大豆价格。



图 2.1.3: 巴西大豆及玉米出口情况 (千吨)

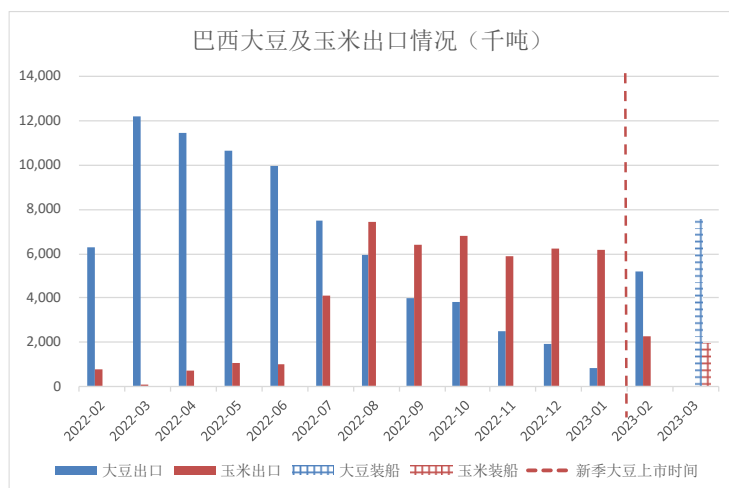
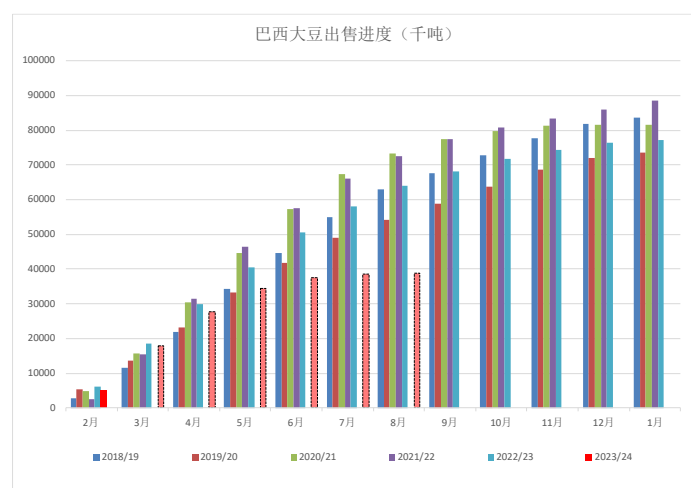


图 2.1.4: 巴西大豆出售进度 (千吨)



资料来源: 巴西海关 南华研究

## 2.2. 国际油籽-菜籽: 全球丰收背景下的巨大增量

对于国际菜籽, 相较于上一年度, 本年度加拿大菜籽供给的恢复极大地改善了全球菜籽的供需格局。由上年度的紧张状态明显转向了宽松。本年度加拿大菜籽收获量约为 1900 万吨, 同比上一年度增产近 50%, 此外欧洲出现了明显的增产, 上年度丰产的澳大利亚菜籽和印度菜籽继续保持高产局面, 全球菜籽的供给格局明显转向宽松。

图 2.2.1: 全球菜籽供需情况

单位	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23Feb预测	2022/23Mar预测
收获面积	百万公顷	36	36	35	33	33	36	36	35	35	38	41
期初库存	百万吨	7	6	8	7	6	5	8	10	8	6	4
产量	百万吨	63	71	70	69	70	75	73	70	74	74	85
加拿大	百万吨	14	19	16	18	20	21	21	20	19	14	19
澳大利亚	百万吨	4	4	4	3	4	4	2	2	5	7	8
乌克兰	百万吨	1	2	2	2	1	2	3	3	3	3	4
印度	百万吨	7	7	5	6	7	7	8	7	9	11	12
欧盟	百万吨	20	21	25	22	19	20	18	15	17	17	20
中国	百万吨	13	14	14	14	13	13	13	13	14	15	15
进口	百万吨	13	16	14	14	16	16	15	16	17	14	18
总供应	百万吨	83	92	93	90	92	96	96	95	98	94	107
出口	百万吨	13	15	15	14	16	17	15	16	18	15	19
压榨	百万吨	62	66	67	67	67	68	68	69	71	71	78
国内饲用	百万吨	2	2	2	2	2	2	3	3	2	3	3
国内消费	百万吨	65	69	70	70	70	72	71	72	74	75	82
期末库存	百万吨	6	8	7	6	5	8	10	8	6	4	6
库存消费比		8.48%	11.29%	10.45%	8.98%	7.40%	11.24%	13.78%	10.60%	8.58%	5.62%	7.54%
单产	吨/公顷	1,769	1,978	2,011	2,065	2,081	2,101	2,032	2,006	2,116	1,944	2,096

资料来源: FAS 南华研究

对于二季度来说, 由于本年度的产量基本已经兑现, 在全球共同丰产带来的供给压力之下, 各个国家均出现了一定的出货压力。此外, 由于部分产区依旧存在较为丰厚的



压榨利润，将会刺激本国的压榨需求，因此可能产成品同样存在一定的出口竞争力。在原料供给明显转好且利润丰厚的情况下，从原料到成品均会出现明显的供给增量，二季度预计全球市场的菜系价格均会受到明显压制。

图 2.2.2：加拿大油菜籽压榨利润

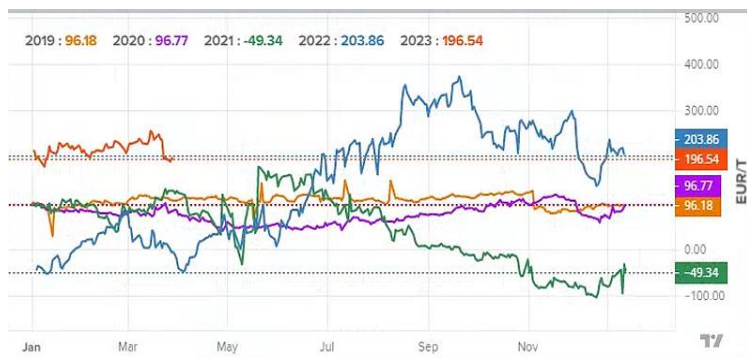


图 2.2.3：法国油菜籽压榨利润



图 2.2.4：西北欧油菜籽压榨利润

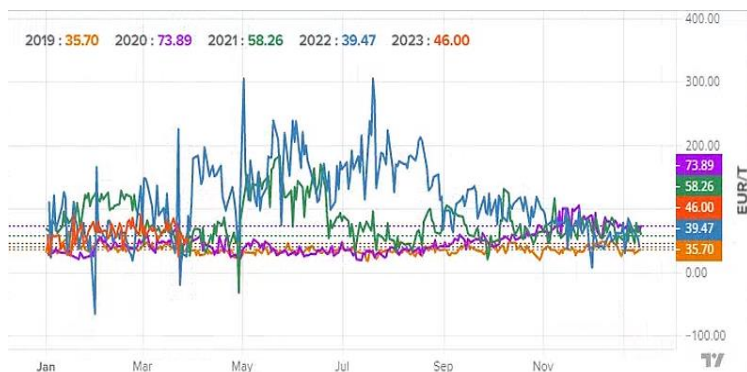
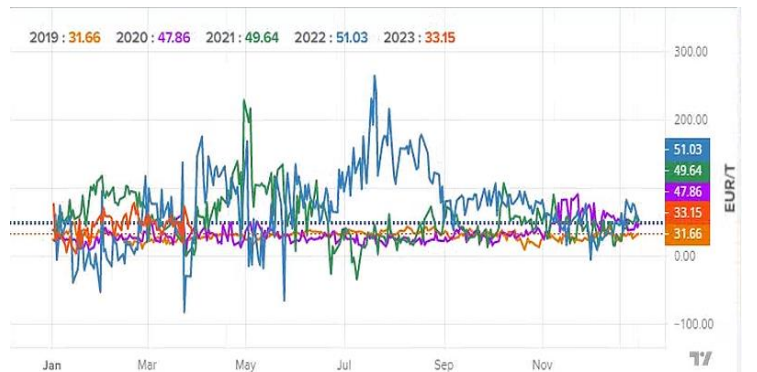


图 2.2.5：意大利油菜籽压榨利润



资料来源：路透 南华研究

## 2.3. 国内进口油籽、蛋白粕及豆油菜油：供给格局明显转松

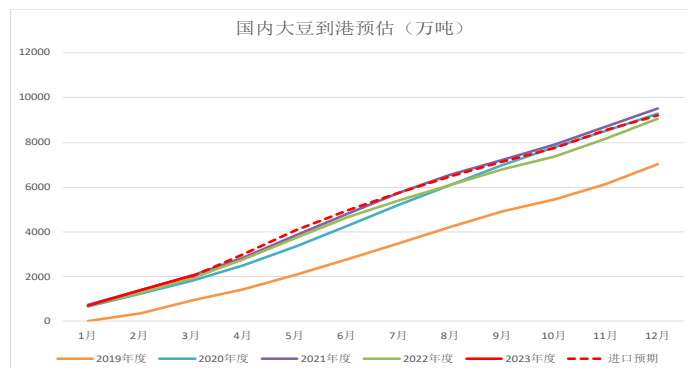
由于巴西大豆的大量上市，我国的进口大豆供给将会获得极大的提升，当前巴西受制于出售压力，本国升贴水报价一路下跌，目前已经行至历史同期最低水平，我国大豆进口成本相应降低。

我国在未来一季度预计将会有大量的大豆到港，原料库存将会有明显的改善。在供给预期明显好转且进口成本出现下移的情况下，我国蛋白的价格出现了明显的下跌并预期持续承压。

图 2.3.1：巴西大豆升贴水报价（美元/蒲式耳）



图 2.3.2：国内大豆到港预估（万吨）



资料来源：路透 南华研究

本次国内豆粕的下行最明显在于基差的下行，究其根本原因在于疲弱的消费放大了供给好转对价格的压制。

图 2.3.3：中国华南东莞豆粕基差-全国豆粕库存对比

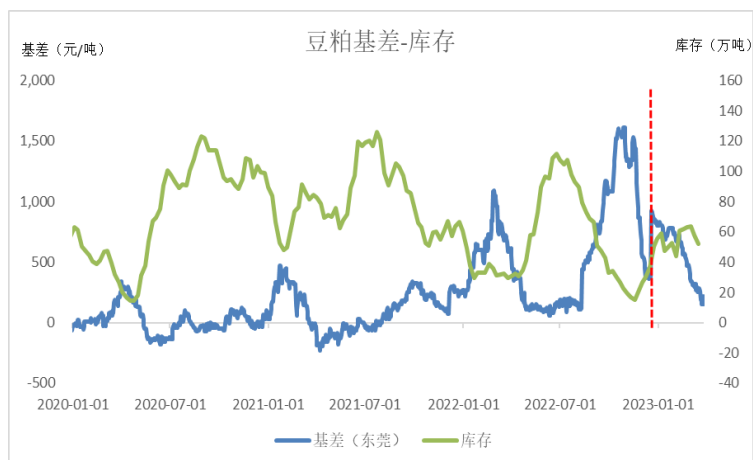
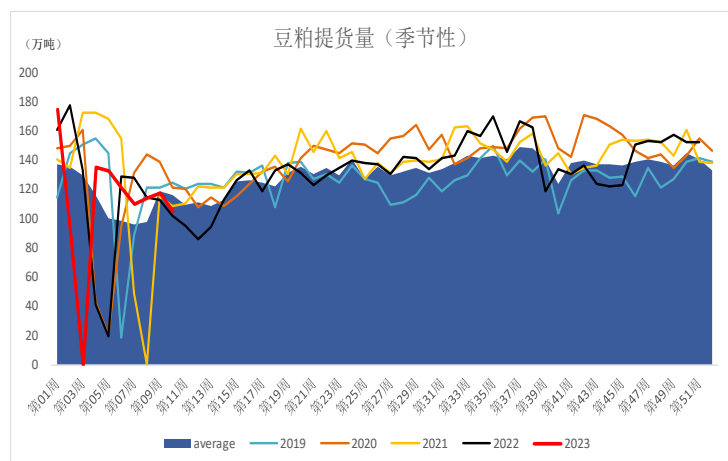


图 2.3.4：生猪养殖利润（元/头）



资料来源：我的农产品网 南华研究

尤其在春节后，即使当时巴西大豆刚开始上市，距离国内到港尚需时日，但下游在供给兑现之前已经开始主动降低对豆粕的消费，这其中养殖利润的亏损成为养殖心态改变的决定性因素。且当前由于各种其它油籽蛋白来源的稳定及供给的充裕，叠加现货端豆粕与杂粕间的品种间价差给出替代利润，下游在亏损情况下积极使用杂粕替代豆粕用量。今年3月起，国内豆粕的提货进度明显开始下降，且后续在预期供给恢复的情况下下游始终保持低库存状态随采随用，始终保持对后市价格的观望态度，并不愿意主动补库。反观菜粕等杂粕，由于今年供给量的大大恢复，可以保证下游消费供给的持续稳定，且豆粕与菜粕之间存在了明显的现货价差，给予市场很大的调整配方的空间，下游在养殖利润亏损时期，优先会选择降成本，对饲料配方替代的容忍度也会更强。在上下游均因为切换饲料配方中蛋白的使用后获得收益或减少亏损的情况下，菜粕明显实现了对豆粕在

饲料中的消费替换。

图 2.3.5：全国豆粕提货量（万吨）

图 2.3.6：中国广东及华东地区豆粕现货价差（元/吨）

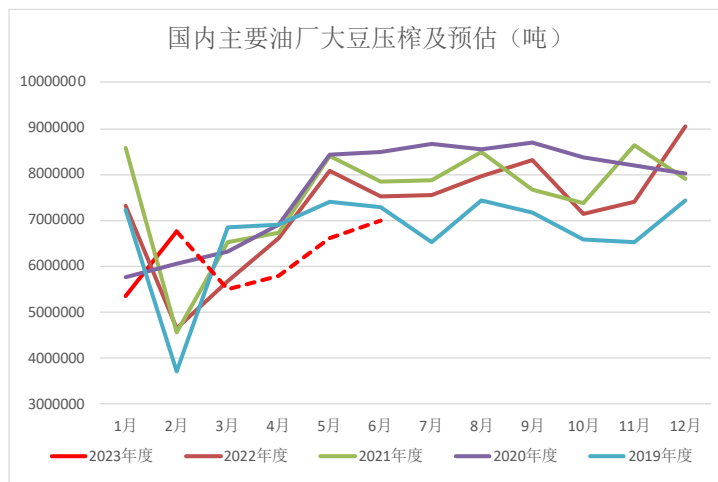


资料来源：我的农产品网 南华研究

在本年度国际大豆的丰产格局既定的情况下，国内的进口供给将会表现稳定上升，国内蛋白的行情将会更多依赖消费端的驱动。目前来看，养殖源头外购仔猪、鸡鸭苗的价格明显上涨，将会打击后续的养殖积极性及饲料原料的备货情绪。尤其在当前养殖利润已经亏损的情况下，豆粕等蛋白类的消费量将会继续保持悲观预期，新季养殖的消费增量及消费增速考虑会低于豆粕原料的供给增量及增速，大豆库存将会有有一个明显的积累。而豆粕的库存可能需要考虑油厂对后续压榨量的排布情况，当前来看，由于前期油厂进口大豆的采购成本偏高且前期的远月销售进度存在一定敞口，在豆粕基差已经大幅回落的情况下，油厂理论利润陷入亏损状态。

图 2.3.7：鸡鸭苗及仔猪售价（元/只）

图 2.3.8：国内大豆压榨及预估（吨）



资料来源：我的农产品网 南华研究

当前现货价格来看，油厂大豆压榨成品将会继续维持亏损状态，因此预计未来油厂会考虑主动降压榨来缓解豆粕库存压力。因此对于国内豆油来说，由于大豆压榨主产品豆粕消费的不佳，油厂在优先保证豆粕库存水平健康、减少未来豆粕供给的情况下，会选择主动降压榨。因此豆油供给将被动减少，在当前豆油库存尚未开始恢复的情况下偏紧的压榨供应将会成为豆油的一个重要支撑。但对于国内油厂来说，在原料大量到港的情况下，未来整一季度均维持低压榨水平并不现实。并且后续的到港大豆成本开始明显下降，在亏损减少的情况下，油厂的开机心态预期会有一些的好转。

图 2.3.9：国内油厂豆油库存（万吨）

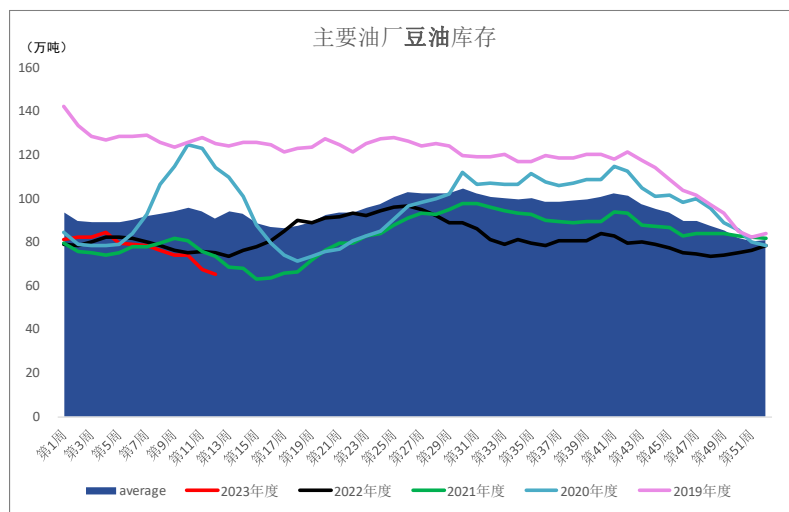
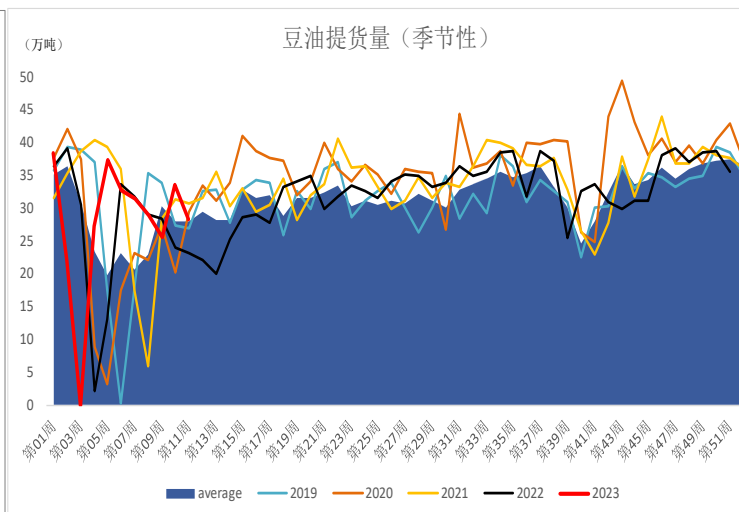


图 2.3.10：国内豆油提货情况（万吨）



资料来源：我的农产品网 南华研究

此外，由于全球菜籽供给出现了明显的好转，稳定且充裕的供给同样给予我国进口油籽及压榨成品更多的选择。本年度我国菜籽的预计进口量可能超过 500 万吨，将明显的增加菜油的供给能力，且当前由于国际菜油的价格也因为供给增加而明显走弱给我国进口菜油一定的利润窗口，菜油供给的大幅增加可能会导致豆油的消费被进一步限制。截至当前，华南的一级豆油与三级菜油价差已经平水，市场开始逐渐出现了替代消费，考虑随着菜油供给及库存的持续增加而豆油受限于压榨可能供给出现被动减少，豆菜油之间的价差可能会存在进一步缩减的可能。且在二季度，随着全国气温的明显上升，豆油的调和油替代需求因此可能出现，总体来看豆油消费预期将会在二季度不断走弱。

因此对于未来的豆油考虑在供需双弱的影响之下，其价格将会继续维持区间震荡；对于未来的菜油由于供给的明显恢复及消费市场建立需要价差的支持，考虑菜油在二季度的整体走势依旧会偏弱运行，表现为三大油脂中最弱品种。



图 2.3.11：华东菜油库存（万吨）

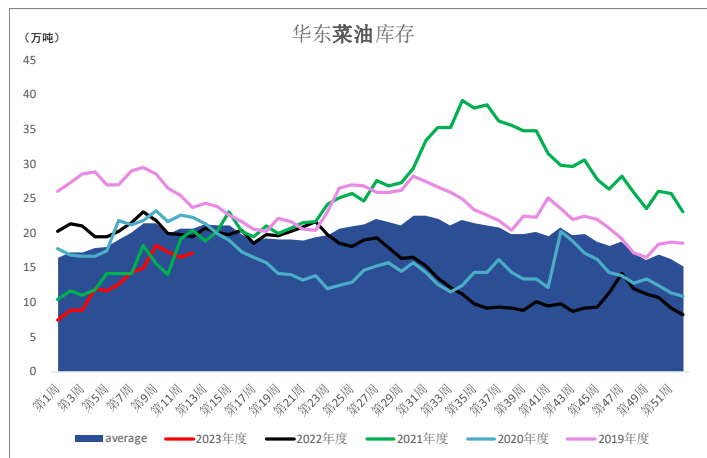
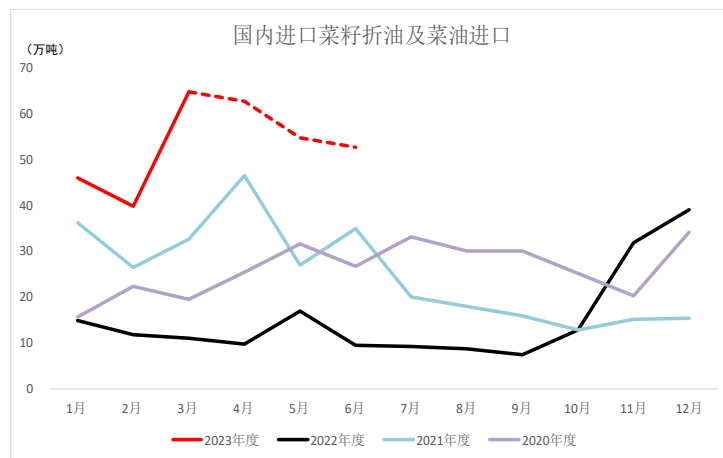


图 2.3.12：国内进口菜籽折油及菜油进口（万吨）



资料来源：我的农产品网 南华研究

## 2.4. 国际棕榈油&国内棕榈油：消费驱动主导

对于棕榈油，随着其供给在去年下半年的明显恢复，全球棕榈油的供给总量和可用进出口量得到了明显的修复。当前来看，主产国的产量基本恢复到了历史平均水平之上，在全球棕榈油供给明显好转的情况下，后续棕榈油的价格水平将主要受到消费来调节。

当前对于各个主要的消费国来说，随着上年度主产国产量的不断修复，在国际棕榈油价格出现明显下跌后，原本库存在低位的消费国陆续开启了补库。当前来看，国际两大棕榈油消费大国——中国和印度的棕榈油库存均已完成了建立，库存水平甚至达到历史高位水平。预计未来在消费国高库存的背景下，棕榈油主产国阶段性的供给扰动对消费国的冲击将会表现得更加迟钝。而在价格波动上，预计二季度的国际棕榈油价格由于产销两地的供需均表现平稳而会继续表现为区间震荡。

图 2.4.1：印尼棕榈油产量（万吨）

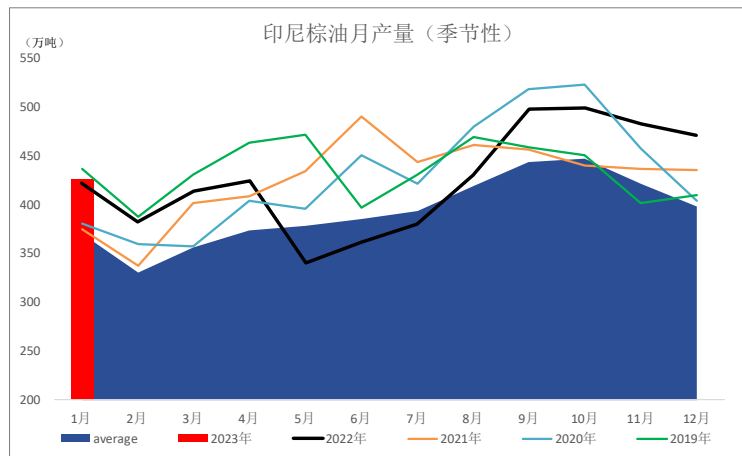


图 2.4.2：马来棕榈油产量（万吨）

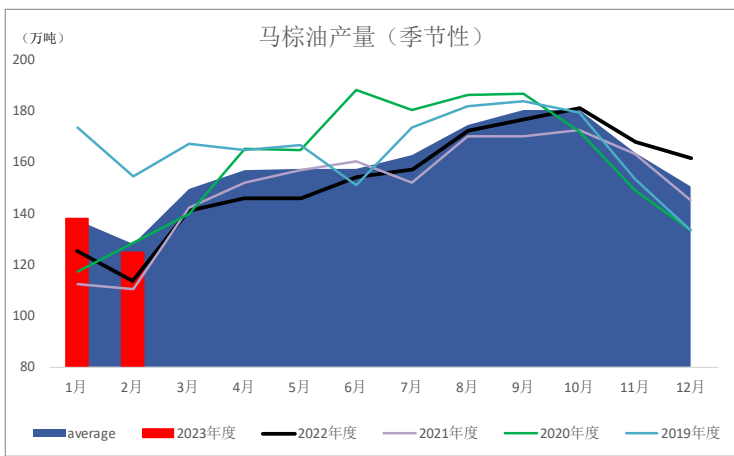


图 2.4.3：中国棕榈油库存（万吨）

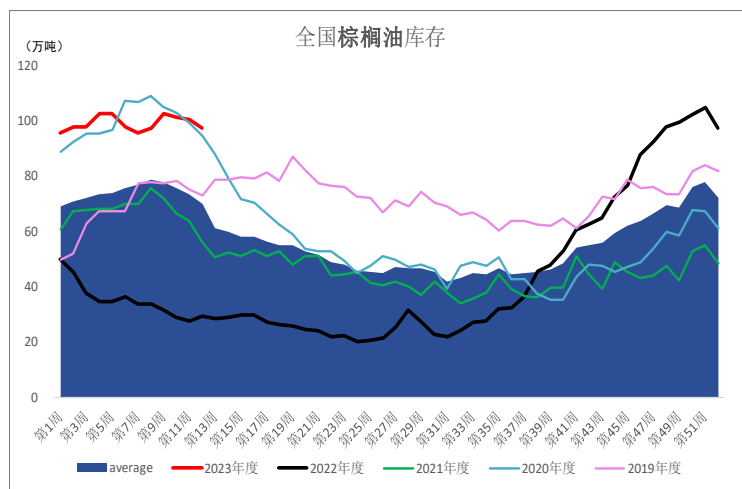
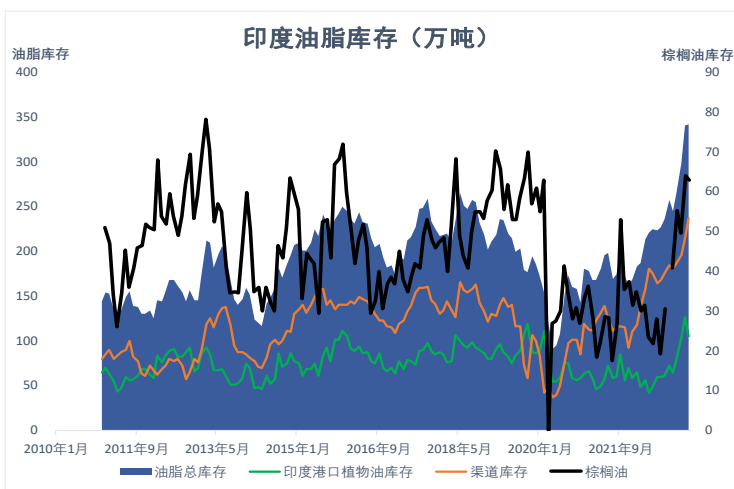


图 2.4.4：印度油脂库存（万吨）



资料来源：GAPKI MPOB 我的农产品网 SEA 南华研究

对于国内棕榈油来说，一季度受到温度影响，棕榈油进入食用调和的消费量表现有限，因此在豆棕价差上尽管棕榈油对豆油可以表现出较大的利润空间，但棕榈油的消费依旧会受到限制。预计二季度随着我国全国各个地区的气温逐渐上升，调和油市场的消费结构将会有一定的调整。在价差驱动下，更多的调和油等餐饮用油消费将可能转移至棕榈油。从消费角度考虑，棕榈油消费量的季节性上升将会给予国内棕榈油价格和豆棕价差下方更为坚固的支撑。

图 2.4.5：DCE 国内豆油-棕榈油 09 价差

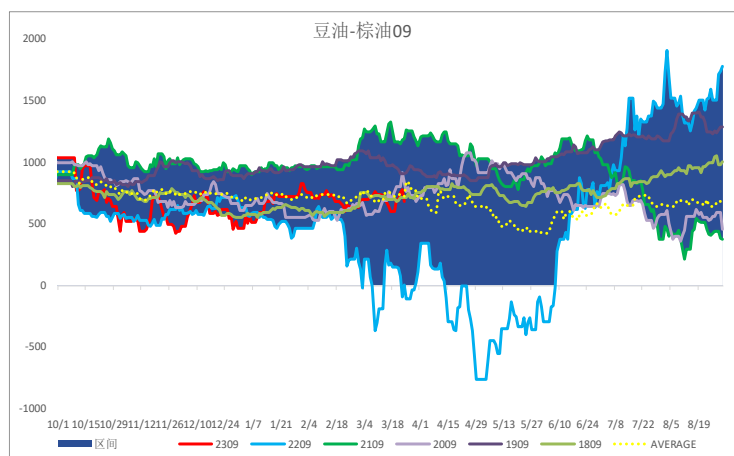
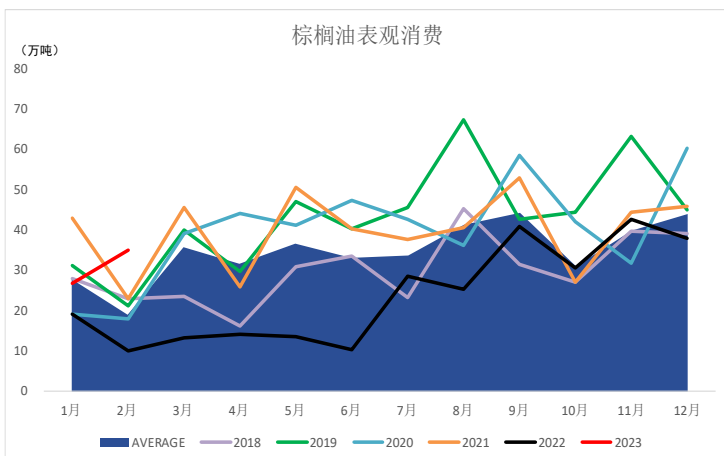


图 2.4.6：我国棕榈油表观消费量（万吨）



资料来源：我的农产品网 海关总署 南华研究

而在我国棕榈油后续的进口供给方面，当前棕榈油的进口利润表现平平，且在国内高库存的压制下，国内棕榈油的进口利润很难长期打开，更多进口贸易商会选择减缓后续棕榈油的进口节奏，考虑以消化国内当前的高库存为先。因此后续在进口利润为导向的情况下，未来国内的棕榈油的供给增量需要棕榈油主产区价格的下跌给出进口利润。

而主产区价格的上涨可能更多会导致国内的被动跟涨，高库存将会抑制进口利润窗口的打开。

此外，考虑到二季度主产区的棕榈油产量进入季节性丰产期，其本地的出口需求将会有一定的上升。在全球油籽产量丰收的情况下，各个油脂间将会出现消费和出口竞争延续甚至加剧的局面，全球棕榈油价格将会被压制。在进口成本和进口利润的驱动下，预计国内二季度的棕榈油价格水平上方压力将会延续。

## 2.5. 生物柴油

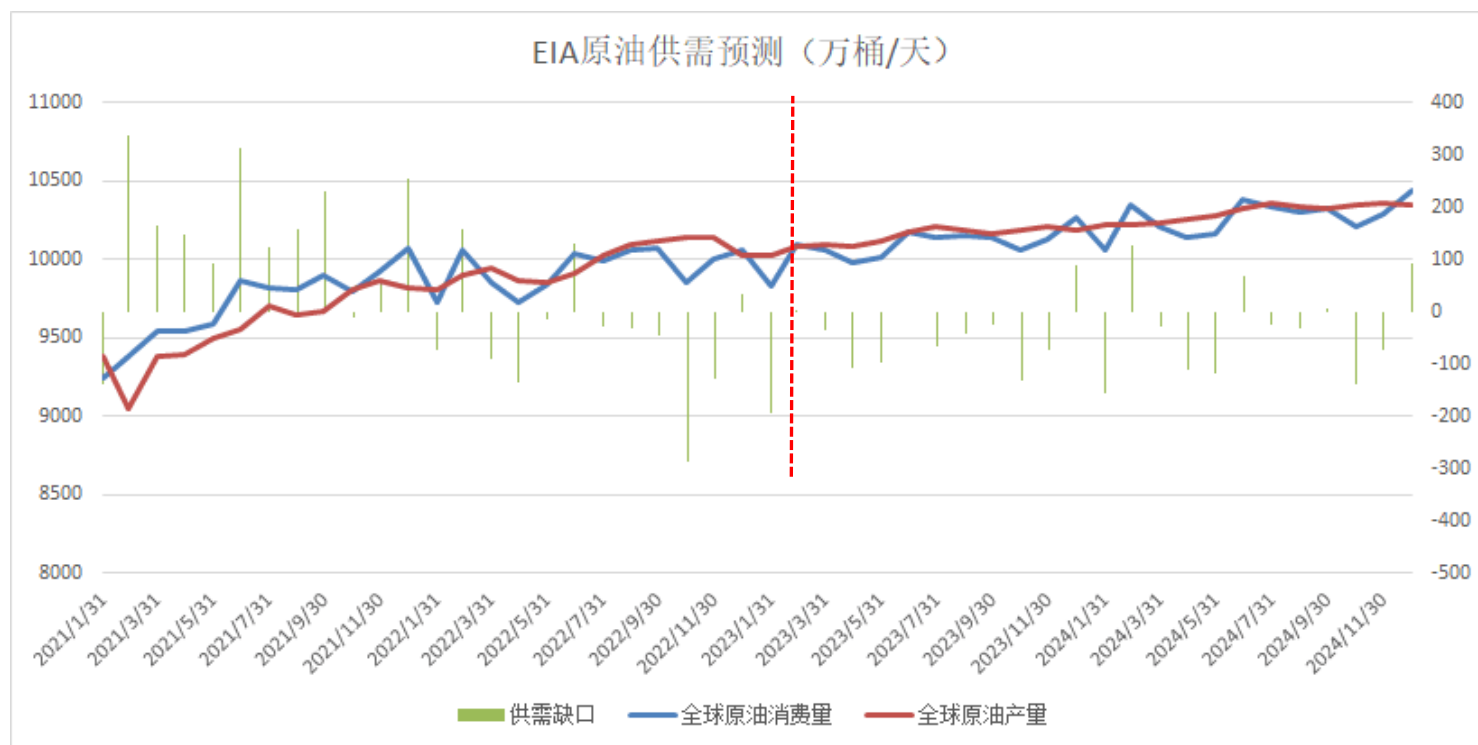
在前油脂供给稳定且好转情况下，消费端的生物柴油的行情成为市场重要关注点。作为国际油脂消费端的重要增量，当前对植物油需求的拉动可能并不如市场最初预期乐观，究其原因同样在于整体国际消费端的问题。

生物柴油主要通过掺混进柴油等能源完成消费，但当前根据对整体的能源消费及重要生物柴油的市场（美国、欧盟、印尼等）统计来看，外推到柴油乃至生物柴油的消费能力表现可能表现并不良好。

图 2.5.1：全球原油供需情况及供需预测

区域		2023/2/28	2023/1/31	2022/12/31	2022/11/30	2022/10/31	2022/9/30
供给	OECD 合计	33.22	32.9	32.42	33.33	33.13	32.7
	美国本土 50 州	20.46	20.43	19.99	20.98	20.99	20.88
	加拿大	6.01	5.99	6.01	5.92	5.81	5.68
	墨西哥	1.93	1.9	1.9	1.91	1.9	1.9
	其他 OECD 国家	4.81	4.58	4.51	4.53	4.43	4.24
	非 OECD 国家	67.7	67.41	67.91	68.06	68.25	68.53
	OPEC 合计	33.89	33.82	34.41	34.24	34.64	68.52
	OPEC 原油	28.42	28.27	28.82	28.73	29.2	29.65
	OPEC 其他	5.47	5.55	5.59	5.12	5.45	5.46
	前苏联地区	14.24	14.07	14.1	14.08	13.55	13.41
	中国	5.21	5.22	5.06	5.11	5.09	5.07
	其他非 OECD 国家	14.36	14.31	14.34	14.62	14.97	14.93
	非 OPEC	67.03	66.49	65.91	67.14	66.74	66.12
	全球总供给	100.91	100.31	100.32	101.39	101.38	101.23
需求	OECD 合计	46.38	44.95	45.84	46.39	45.47	46.49
	美国本土 50 州	19.73	19.45	19.49	20.59	20.41	20.47
	美国本土外其他州	0.12	0.12	0.1	0.14	0.16	0.11
	加拿大	2.33	2.29	2.34	2.37	2.19	2.29
	欧洲	13.83	13.12	13.63	13.41	13.31	14.22
	日本	3.88	3.65	3.92	3.45	3.23	3.15
	其他 OECD	6.5	6.32	6.35	6.43	6.18	6.24
	非 OECD 合计	54.54	53.41	54.81	53.71	53.04	54.28
	前苏联地区	4.37	4.12	4.65	4.59	4.52	4.69
	欧洲	0.74	0.72	0.75	0.77	0.78	0.76
	中国	15.52	15.4	15.87	15.38	14.6	15.54
	其他亚洲国家	14.45	13.83	14.12	14.01	13.68	13.46
	其他非 OECD	19.45	19.33	19.43	18.97	19.47	19.84
	全球总需求	100.92	98.36	100.65	100.1	98.51	100.77
供需平衡差异		-0.01	1.95	-0.33	1.29	2.87	0.46

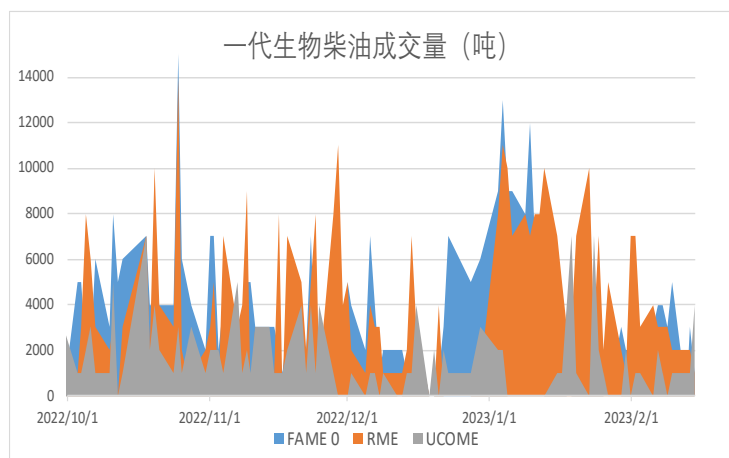




资料来源：EIA 南华研究

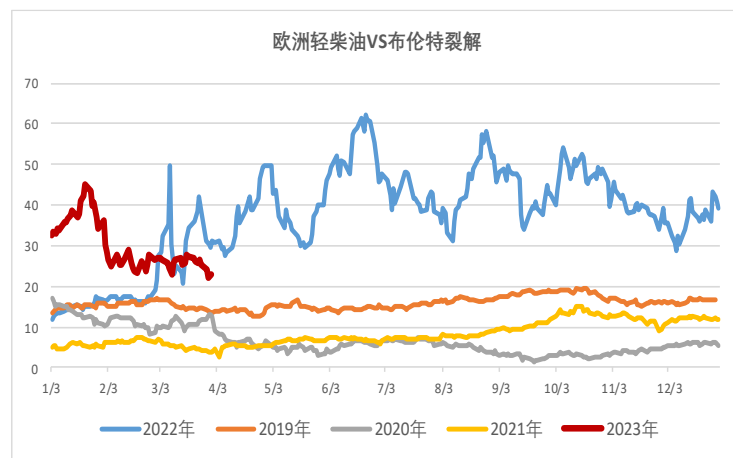
对于欧洲市场，当前在通胀压力及银行暴雷等宏观经济悲观预期的压制下，欧盟地区的能源尤其是交通运输等存在更多柴油消费的增量部分并不良好，且由于能源价格的大幅回落，以及柴油-原油裂解价差的走缩，生物柴油的消费能力及消费情绪也在进一步下降，对植物油的需求需要更加谨慎地看待。

图 2.5.2：欧洲一代生物柴油成交量（吨）



资料来源：路透 彭博 南华研究

图 2.5.3：欧洲轻质柴油-布伦特原油裂解价差



对于美国市场，与欧洲市场类似，当前美国的生物柴油消费同样受到了宏观经济对消费悲观预期以及原油对取暖油等价差利润缩减的限制。当前在消费大环境的疲弱情况下，尽管植物油在其供给增加带来的价格下跌影响下，对生物柴油的成本下降形成了一定的帮助，但因去年底 EPA 对 RVO 公布不及市场预期而对美国生物柴油市场的打击以及

接下来由经济过热带来的衰退担忧预期和消费疲弱预期均体现在了后续的生物柴油价格表现上。因此，美国的生物柴油市场消费对植物油的提振能力同样不可过分期待。

图 2.5.4：美国生物质柴油消费量（十亿英热）

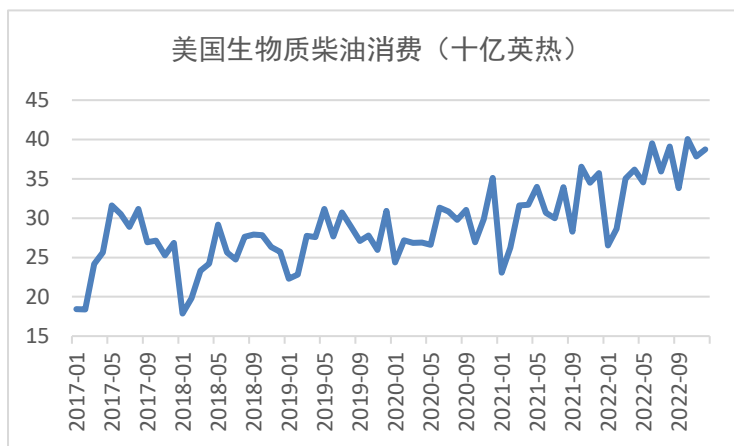
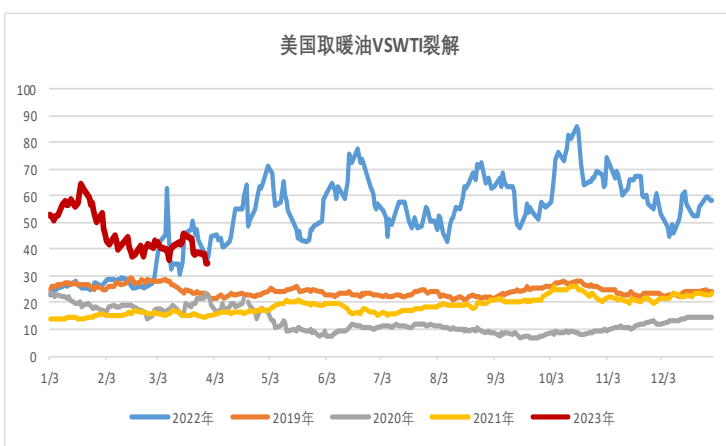


图 2.5.5：美国取暖油-WTI 原油裂解价差



资料来源：EIA 彭博 南华研究

对于印尼市场，从政策信心及消费增量来看，其可能成为国际生物柴油市场唯一值得期待的地区。在印尼棕榈油供给极大恢复的背景下，该国政府对生物柴油的发展始终保持着积极的态度。当前印尼政府已经开始实施 B35 计划，并预计将在二季度试行 B40 计划，对于棕榈油的消费可能会形成一定的提振。然而，在全球经济预期悲观消费情绪疲弱的背景下，加之亚洲地区柴油对原油裂解价差走弱，后续对生物柴油市场实际的消费能力以及对政府开支来说，可能都会成为一定负担。当前来看，其增量的能力表现在整体背景下表现会较为有限。此外，作为印尼生物柴油及原料的重要消费者——欧洲，由于本年度菜籽的大量丰产及前期菜油及葵油的大量进口，当前欧洲地区的菜棕价差已经倒挂，一定程度上打击了对棕榈油的消费情绪。因此尽管该市场在未来可能会成为生物柴油在植物油消费端的边际增量，但其消费对全球植物油的提振能力考虑非常有限。

图 2.5.6：印尼生物柴油消费量（万吨）

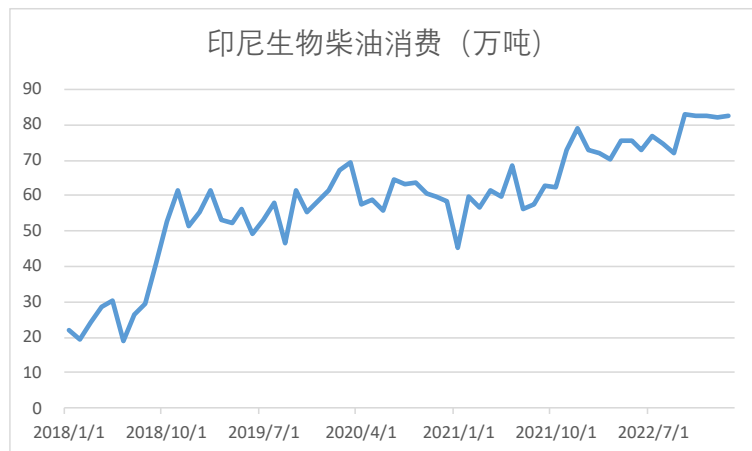
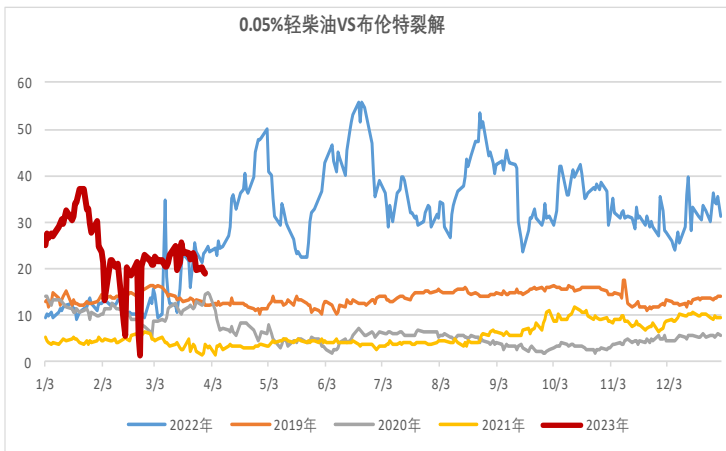


图 2.5.7：欧洲轻质柴油-布伦特原油裂解价差



资料来源：印尼生柴协会 彭博 南华研究

总结国际植物油及国内油脂的供需两方面影响，油脂在二季度依旧表现为区间震荡。而由于宏观在经济下行压力的预期兑现到消费端可能是以消费环比走弱的方式展现，国内油脂依旧维持逢高沽空的思路进行，但下方存在消费的刚性需求支撑，只能在震荡区间内逢高沽空，并不宜过分追空。

### 第3章 行情展望

对于二季度的蛋白粕来说，在绝对到港量带来的供给压力影响下，现货市场的蛋白粕价格将会明显承压运行，二季度预期盘面的上方压力会持续。此外由于大量到港带来的边际供给显著增加也会导致现货疲弱，同时传导至基差与月差。供给增量带来的压制会导致下游提货的谨慎情绪，因此基差将继续弱势且将对月差 5-9 及后续的月差造成一定的压力。但考虑到二季度天气回暖后，随着新一轮养殖的开启，饲料消费存在一定的增量预期，在蛋白粕价格的下方给予一定的支持，因此二季度蛋白粕的下行趋势可能获得短期的底部支撑。考虑后续的蛋白操作思路以区间波段操作或锁定 3200-3750 的跨式期权思路为佳。

对于二季度的油脂来说，在供给和库存的压制下，将同样难出趋势性方向。当前在全球油籽及油脂供给明显恢复且各个消费国植物油总库存均保持高企的情况下，植物油价格的上方压制将始终保持，但仍需持续关注后续消费对植物油价格下方的支撑能力。并且，在二季度由于存在不同植物油之间的季节性消费习惯的转变，植物油内部间会存在品种间价差的变动。当前来看，菜油由于供给的绝对增量，将会在长时间保持在品种间相对疲弱的位置运行；且菜油巨大的供给增量需要通过替代消费来消耗，因此菜油对豆油的价差将会在二季度继续回缩。棕榈油在天气转暖时存在对豆油的消费替代，且由于茶多酚技术的出现，其替代的价差有望进一步缩小，考虑在二季度豆棕价差将会存在继续回缩的可能。对于豆油，在二季度其需求由于可能存在棕榈油和菜油的价差替代而表现出消费端的疲弱，但供给同样会因为豆粕的压力而被动减少。因此，豆油在供需双弱的情况下，其在品种间的相对强弱关系将会表现非常不稳定。总体来看，对于三大油脂，由于震荡行情以及宏观冲击，建议同样以宽跨期权参与市场。棕榈油区间考虑在 6800-8800 之间，豆油及菜油的区间考虑在 7200-9400 之间。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点