

油脂油料 | 2023 商品四季度展望 近远供给，矛盾不同

核心观点：

对于四季度的蛋白：四季度的蛋白因为供给的偏紧预期而表现出下方的支撑较为坚固，豆粕01合约考虑支撑位在3750附近，上方压力由于养殖利润的不确定性暂无法设置，考虑在豆菜粕现货价差大于1200以上时由于杂粕可能因为性价比替代而会一定程度抑制豆粕的消费，豆粕01合约4500可能成为市场心态的一个主观压力位。

对于四季度的油脂：四季度国内三大油脂的价格重心会存在继续上抬的可能，但由于整体油脂的供给表现较为稳定且同比高企的整体库存令油脂供给的安全垫较厚，价格的波动更多需要消费的参与。因此考虑四季度三大油脂将会继续表现出价格重心抬升下的宽幅震荡，对于品种间强弱考虑后续菜油的上涨潜力强于豆油和棕榈油，以菜油推断三大油脂的整体上方压力在10000附近，以棕榈油推断三大油脂整体的下方支撑在7000附近。

风险提示：国内外宏观风险，国内到港受阻，南美产地天气变化等。

南华研究院 农产品研究组
边舒扬 Z0012647
bianshuyang@nawaa.com

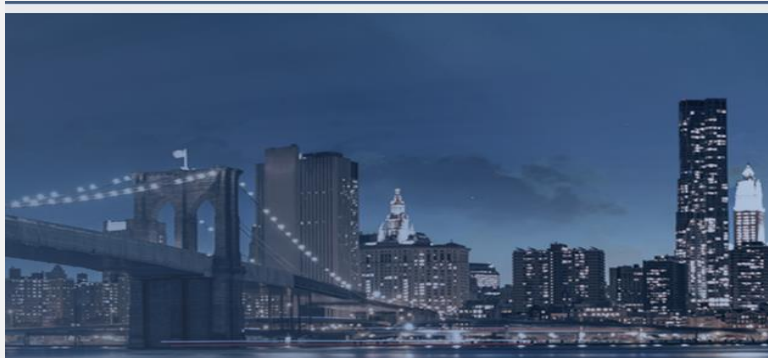
联系人：

周昱宇 F03091976
zyy@nawaa.com

靳晚冬 F03118199
jwd@nawaa.com

电 话：
0571-81727107
0571-89727506

请务必阅读正文之后的免责条款部分



目录

章节

1. 行情回顾	1
2. 全球油脂油料供需展望.....	4
3. 季度展望	20

目录

图表

图 1.1: CBOT 美黄豆（连续）收盘价.....	1
图 1.2: 国内油料（连续）收盘价.....	2
图 1.3: BMD 棕榈油（连续）结算价.....	3
图 1.4: 国内油脂（连续）收盘价.....	3
图 2.1.1: 次表层海水温度演变	4
图 2.1.2: ENSO 发生概率预报	4
图 2.1.3: ENSO 发生强度预报	4
图 2.1.4: ENSO 模型预报	4
图 2.1.5: 印度洋地区 DMI 指数变化情况.....	5
图 2.1.6: 印度洋海温热力差异与 NMME 主流模式对 IOD 的预报	6
图 2.1.7: 热带太平洋及大西洋海温热力差异	6
图 2.1.8: 热带大西洋（墨西哥湾地区）海洋热浪情况.....	7
图 2.1.9: 大西洋海温热力差异与海温热力预报.....	7
图 2.2.1.1: USDA 平衡表.....	8
图 2.2.1.2: 密西西比河分支水位	9
图 2.2.1.3: 加通湖水位.....	9
图 2.2.1.4: 巴拿马港口流量与等待时长	9
图 2.2.1.5: 伊利诺伊州南向运费	10
图 2.2.1.6: 各国升贴水与美湾运费.....	10
图 2.2.2.1: 巴西未来三个月降水及温度距平预报.....	11

图 2.2.2.2: 巴西 9-10-11 月土壤湿度距平预报.....	11
图 2.2.2.3: 阿根廷未来三个月降水及温度距平预报.....	12
图 2.3.1: 全球菜籽供需平衡情况: 百万吨.....	13
图 2.3.2: 欧盟 27 国回收油进口情况: 千吨.....	13
图 2.3.3: 全球葵籽供需平衡情况: 百万吨.....	14
图 2.4.1: 主产国棕榈油产量.....	15
图 2.4.2: PME 参考价与成品油价差表现.....	15
图 2.5.1.1: 进口大豆供需平衡表.....	16
图 2.5.2.1: 国内三大油脂库存合计.....	17
图 2.5.2.2: 国内棕榈油库存.....	17
图 2.5.2.3: 国内棕榈油进口.....	17
图 2.5.2.4: 棕榈油表观消费.....	18
图 2.5.2.5: 国内豆油压榨产量.....	18
图 2.5.2.6: 国内豆油库存.....	18
图 2.5.2.7: 国内餐饮收入.....	19
图 2.5.2.8: 国内 CPI: 食用油环比.....	19
图 2.5.2.9: 国内菜油进口情况.....	19
图 2.5.2.10: 国内菜油库存情况.....	19
图 2.5.2.11: 菜油表观消费.....	19

1. 行情回顾

三季度国际油料市场处于震荡反复走势。CBOT盘面第一波单边上涨的走势来源于6月底USDA公布种植面积意向报告，因报告出现超预期下调，2023/24年度美国大豆种植面积预计为8350万英亩，较3月底种植面积预估差值高达400万英亩，为美豆供应偏紧奠定基础。并且进入7月后，美豆处于生长关键期，美国中西部作物种植区受到高温干旱的天气影响，助推盘面进一步走高。此外，前期巴西集中出口的压力在6月已经得到缓解，7月CBOT盘面整体高位运行，直至月底开始回落，一方面来源于美豆优良率降幅低于市场预期，且中西部作物天气状况改善，另一方面需求走差是来自南美巴西大豆出口的竞争压力。行至8月中，USDA再次公布新作美豆单产由此前52蒲/英亩下调至50.9蒲/英亩，叠加天气市炒作令市场情绪继续升温。Pro Farmer田间巡查结果显示美豆新作单产仅49.7蒲/英亩，低于USDA和去年同期，助推CBOT震荡上行。9月份以来，美豆天气市炒作告一段落，USDA报告如期下调单产至50.1蒲/英亩，下调国内压榨与出口，2.2亿蒲的期末库存为美豆新作定下紧平衡的格局，市场交易重心逐渐转移至美豆新作出口需求与南美大豆种植当中。出口方面受到巴西旧作的挤占与新作供应提前的压力，另一方面由于密西西比河和巴拿马运河水位偏低影响阻碍出口进程，同时阿根廷受益于大豆美元计划对国际报价有所拖累。今年巴西开种时间较早，目前天气整体高温偏干但对播种影响有限。在美豆供需双弱与巴西种植顺利的背景下，CBOT盘面连续下行。

图 1.1: CBOT 美黄豆（连续）收盘价

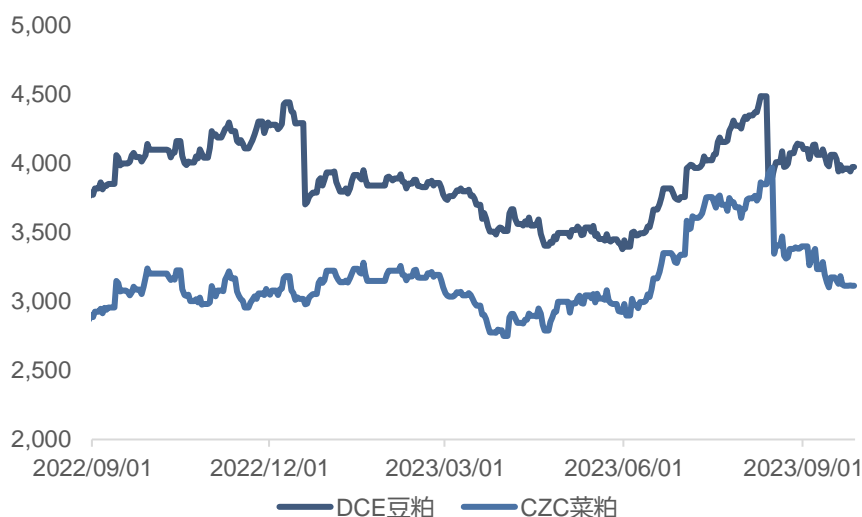


资料来源: Wind、南华研究

国内蛋白方面，自6月份至8月底以来，国内豆粕现货与期货价格连续上行，豆粕09合约截至8月21日的5000点大关持续上涨两个月之久，较6月初低点上涨1600

元/吨左右，涨幅47%，尤其是进入8月份以来，连粕呈现单边上涨行情，甚至回调的窗口都不复存在。从国内自身基本面来说，供应交易的关注点在于国内进口CIQ证书的趋严，大豆通关延迟；前期的榨利亏损导致9月和10月的到港显著减少，在这样的一个预期下，油厂为保高基差利润，也为后期能够在高需求的时间扩大产能，调整自身的压榨节奏，使得豆粕供应处于阶段性趋紧的形势。需求方面看到渠道豆粕库存偏低，下游提货表现积极，养殖存栏量大，今年二育预计启动早，结束晚，刚需仍存，饲料产量预计继续上行。三季度菜籽库存较低，替代有所减少，且新作进口要在10月份之后到港。国际方面巴西和美湾CNF报价的坚挺与人民币不断向上的汇率，天时地利人和之下促成了这波情绪高涨的大行情。8月底后便开始了高位震荡调整的走势，内外盘利多出尽后蛋白盘面逐渐回归基本面。

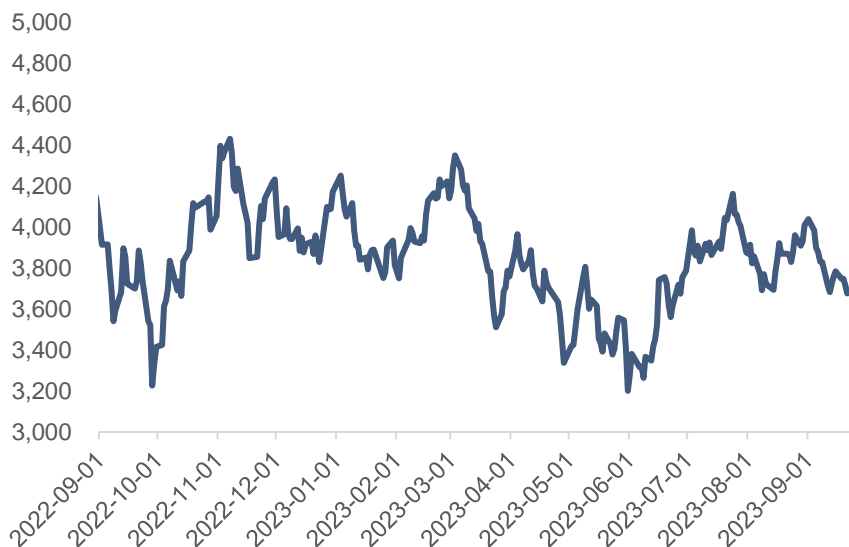
图 1.2：国内油料（连续）收盘价



资料来源：Wind、南华研究

国际油脂方面，7月中上旬，加菜籽领涨油脂市场，加拿大、美国油料种植区旱情持续发酵，美豆油跟随美豆小幅上行。进入7月下旬后，黑海协议终止，葵油大幅走高。随着美豆干旱情况缓解，天气市炒作情绪降温，棕榈油产地累库预期、原有价格疲软导致国际油脂油料价格开始从高位回落。后续8月中旬美豆油需求旺盛，库存降至新低，马棕油累库不及预期，印尼棕榈油库存意外下降，原油供应不断趋紧，价格走势坚挺，对生物能源价格形成支撑，油脂再次走强。8月下旬国际油脂市场开始了一波震荡下行的走势，多空博弈下美豆油、马棕油走势疲软，全球供应没有太大忧虑的背景下，对油脂价格形成持续压制。

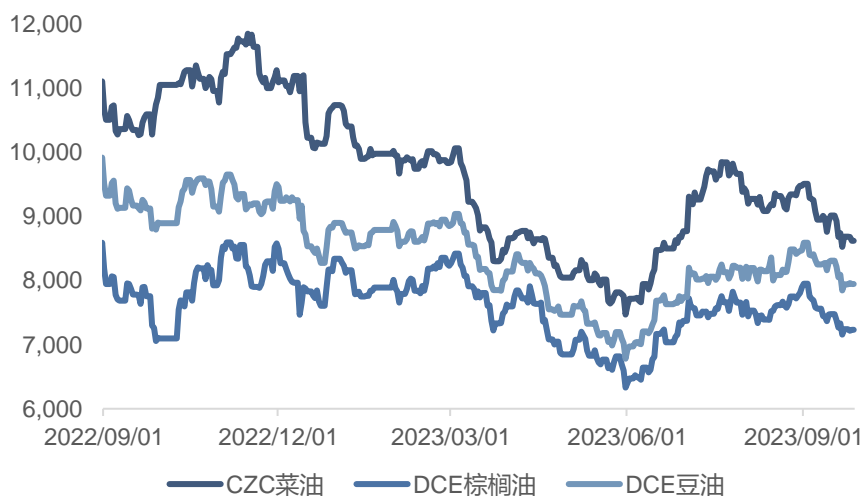
图 1.3: BMD 棕榈油 (连续) 结算价



资料来源: Wind、南华研究

国内油脂方面，自6月以来，国内油脂跟随国际油脂价格出现了明显的反弹上涨行情，最开始考虑是由于前期空单在油脂价格已经极具性价比的情况下而选择获利平仓以及部分下游开始出现点价提货的情况，令油脂价格出现了第一波减仓上涨的反弹行情；后续则因为整体的宏观预期情绪表现开始出现了边际上的好转，尤其前期的利空风险逐步释放之后，对于价格估值依旧处在低值区域的油脂来说，因为其性价比而成为了多配品种。紧接着9月初由于国内三大油脂总库存持稳，上游供应稳定，双节备货需求显现疲态，供强需弱的格局下国内油脂进入弱势回落。

图 1.4: 国内油脂 (连续) 收盘价



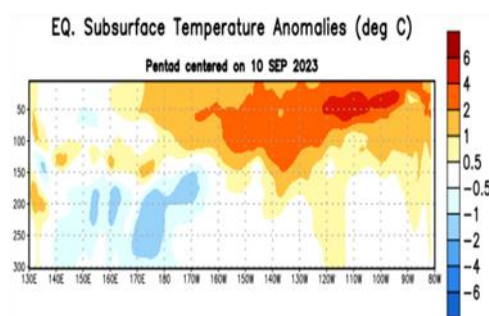
资料来源: Wind、南华研究

2. 全球油脂油料供需展望

2.1 全球气候及产地天气展望

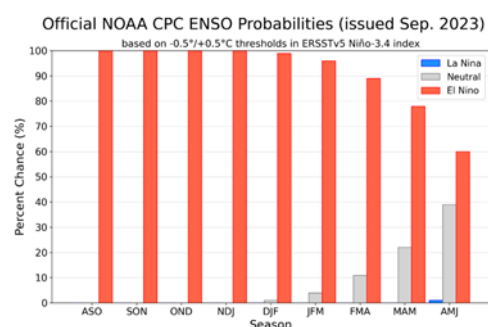
进入四季度，随着厄尔尼诺现象的持续发生，预计在四季度将会正式确定全球发生一次厄尔尼诺事件。根据当前的情况来看，厄尔尼诺将会在今年冬季发展至最强，并可能消散于明显夏季；发生强度方面，根据全球主流集合预报预测，本年度厄尔尼诺可能发展为中强偏强厄尔尼诺；发生类型方面，根据模型预估及表层及次表层海温状况监控，依旧考虑最大可能本次厄尔尼诺事件属于东部型厄尔尼诺，一定概率可能因为随着次表层海水温度的西移而演变成混合型厄尔尼诺，当前依旧不倾向于考虑本次厄尔尼诺事件为中部型厄尔尼诺，主要原因在于无论表层海温还是次表层海温最大热异常区域均处在Nino3.4以东区域，海水最高温度中心并未向Nino4区域切换。

图 2.1.1：次表层海水温度演变



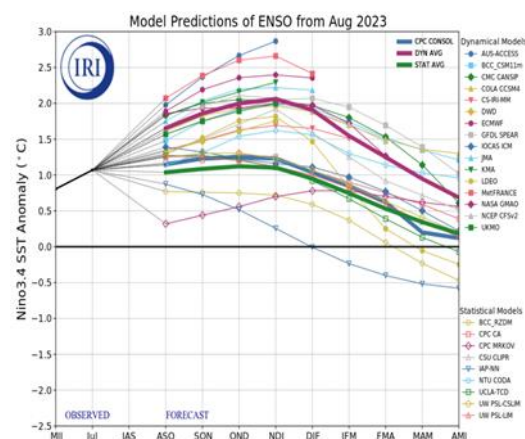
资料来源：NWS、南华研究

图 2.1.2：ENSO 发生概率预报



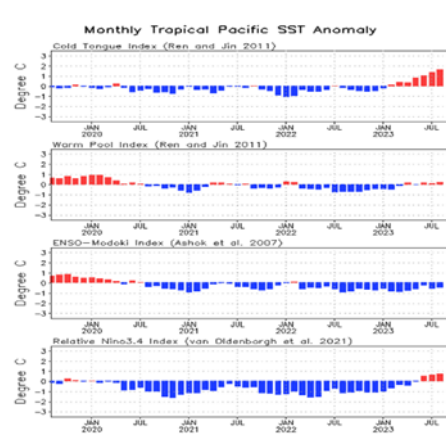
资料来源：NWS、南华研究

图 2.1.3：ENSO 发生强度预报



资料来源：NWS、南华研究

图 2.1.4：ENSO 模型预报



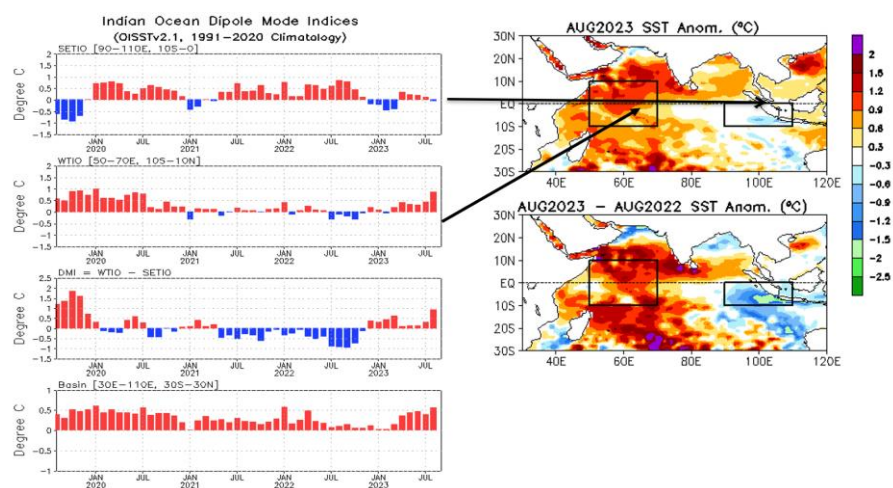
资料来源：NWS、南华研究

北半球的大部分一年生油脂油料作物在四季度基本已经结束收获，天气和气候

变化对北半球作物的影响将会十分有限。细究大豆、菜籽、葵籽和棕榈油，考虑受到影响确定性较强的是东南亚地区的棕榈油主产地；相对来说影响更不可控的是南美的大豆产区；菜籽和葵籽基本不考虑在四季度受到厄尔尼诺气候状态的影响。

对于棕榈油主产地，主要需要关注印度洋地区的海温变化情况。根据当前的印度洋海温变化情况来看，正海温异常主导了热带印度洋盆地的大部分地区，印度洋东部东南亚地区则出现了明显的负海温异常。此外，印度偶极模指数 (DMI或IOD) 大幅增加。这些现象共同表达出了一个结论：即厄尔尼诺对印度洋地区的遥相关影响开始显现，印度洋-太平洋地区的海温差异导致的两片海域同相位，支持厄尔尼诺对东南亚地区未来降水负异常的影响。

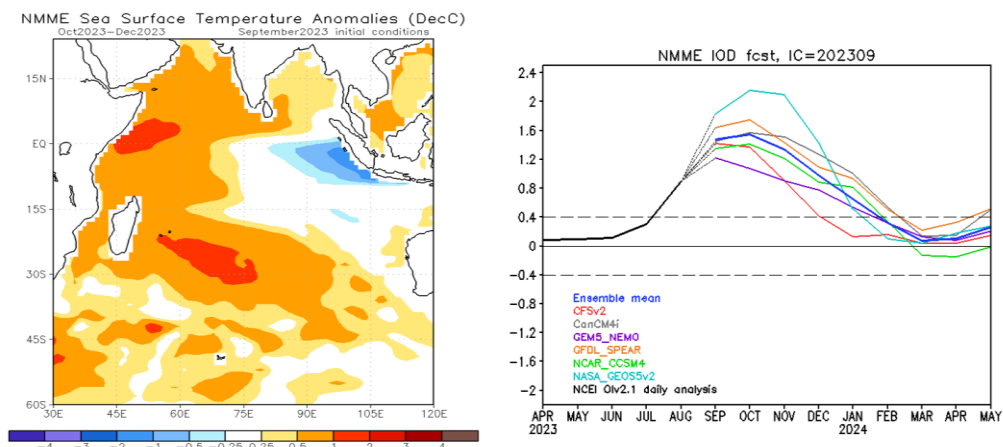
图 2.1.5：印度洋地区 DMI 指数变化情况



资料来源：NWS、南华研究

根据全球主流模式预报对IOD指数的预报结果显示，四季度印度洋地区将会继续维持甚至加深IOD的正异常，意味着东南亚地区附近的海温的负异常会继续下去，也意味着在四季度东南亚地区会因为海气活动的减弱而继续维持该地区的降水负异常，根据棕榈果的生长周期线性外推，可能影响明年二季度后的棕榈产量。

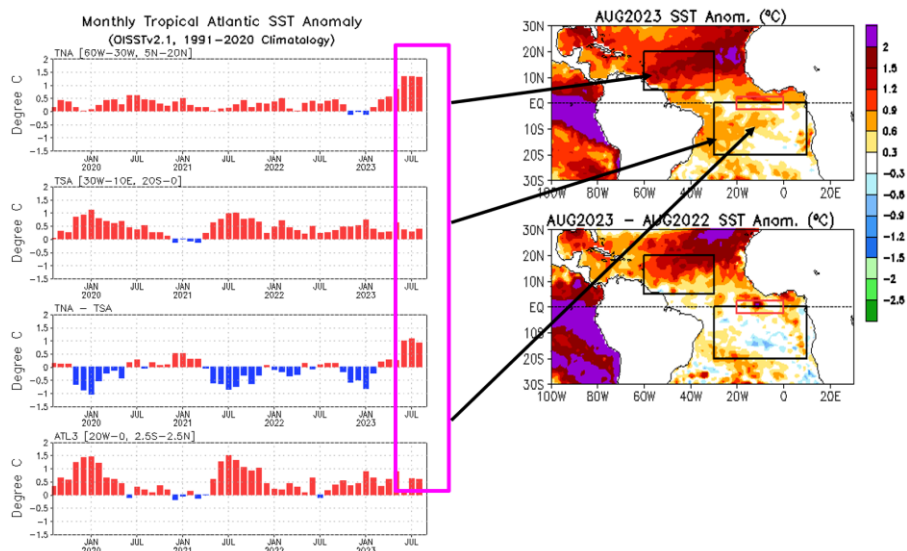
图 2.1.6：印度洋海温热力差异与 NMME 主流模式对 IOD 的预报



资料来源：NWS、南华研究

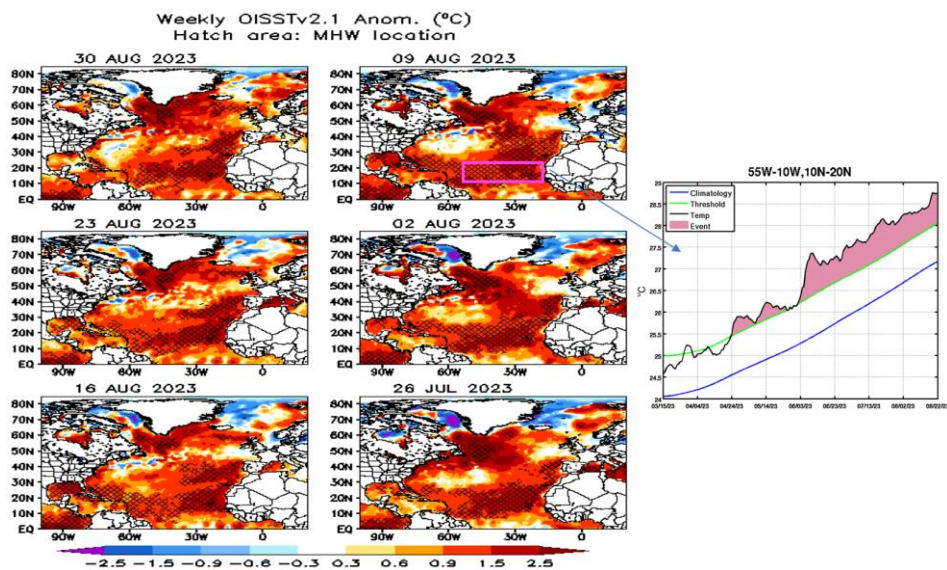
根据热带太平洋及大西洋地区的海温情况来看，当前该地区的海温继续表现出明显的异常偏高，尤其在热带大西洋地区的海温，高温异常尤为突出。对于墨西哥湾区附近，由于连续的高温异常，该地区已经判定发生海洋热浪天气，可能导致局部地区出现干燥少雨，预计该海洋热浪可能会持续到10月中，导致巴拿马地区继续表现出干燥少雨，10月中后该地区的加通湖水位才考虑可能会有好转的迹象，巴拿马运河堵塞问题考虑在这之后会有缓解迹象。

图 2.1.7：热带太平洋及大西洋海温热力差异



资料来源：NWS、南华研究

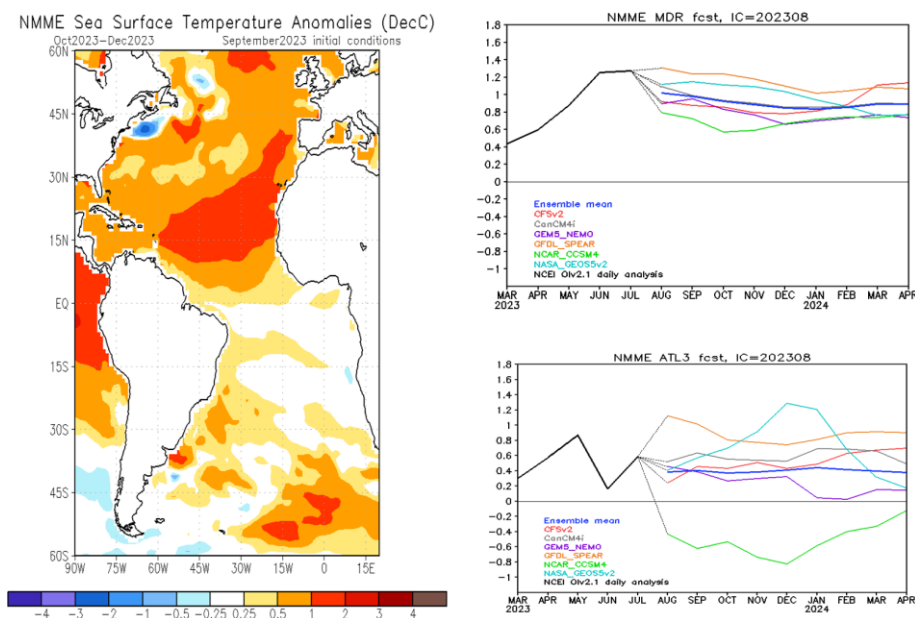
图 2.1.8：热带大西洋（墨西哥湾地区）海洋热浪情况



资料来源：NWS、南华研究

根据南部大西洋和南部太平洋海温情况来看，后续南美西北部地区及东南部地区可能会出现较多的降水，并伴随着温度偏高。考虑四季度对于南美大豆主产区的影响可能主要影响到巴西南部大豆种植区。总体来看，大豆产区的降水表现良好，甚至可能需要担心局部过量降水导致的内涝可能影响大豆种植期的生长情况。

图 2.1.9：大西洋海温热力差异与海温热力预报



资料来源：NWS、南华研究

2.2 全球大豆供需展望

2.2.1 北美大豆

北美大豆方面，9月公布的USDA报告对美豆新作进行定产，报告上调了旧作的出口量，导致期末库存下调；新作方面报告如期下调了单产至50.1蒲式耳/英亩，同时上调收获面积，产量仅下调5900万蒲至41.46亿蒲。压榨和出口下调，缓解了部分产量减少的量，期末库存最终仅下调2500万蒲至2.2亿蒲。单从数据方面来看，本次报告继续下调单产与期末库存数据上表现利多，但与市场预期相比本次利多不及预期，且外需销售同期偏慢，供需双弱的格局下决定了新作美豆期价走势略显疲弱，但下方空间不大。市场对于新作平衡表的交易告一段落，目前美豆种植进入到收割上市阶段，新季美豆的出口时间窗口打开，后市更多关注的是密西西比河和巴拿马水位问题，过低的水位会影响谷物运输，提升运输成本及CNF，延迟进口国谷物到港。

图 2.2.1.1: USDA 平衡表

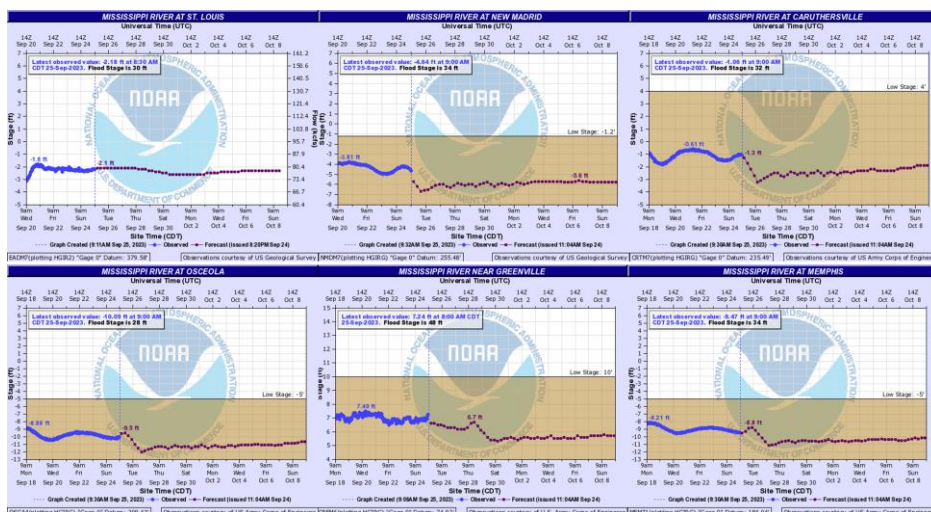
SOYBEANS	2022/23 Est.	2022/23 Est.	2022/23 Est.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	环比	同比
	Jul	Aug	Sep	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Sep-Aug	Sep-Sep
<i>Million Acres</i>										
Area Planted	87.5	87.5	87.5	87.5	87.5	83.5	83.5	83.6	0.1	-3.9
Area Harvested	86.3	86.3	86.3	86.7	87.6	82.7 *	82.7	82.8	0.1	-3.5
<i>Bushels</i>										
Yield per Harvested Acre	49.5	49.5	49.5	52	52	52	50.9 *	50.1*	-0.8	0.6
<i>Million Bushels</i>										
Beginning Stocks	274	274	274	215	230	255	260	250	-10	-24
Production	4276	4276	4276	4510	4510	4300	4205	4146	-59	-130
Imports	25	30	30	20	20	20	30	30	0	0
Supply, Total	4576	4581	4581	4745	4760	4575	4496	4426	-70	-155
Crushings	2220	2220	2220	2310	2310	2300	2300	2290	-10	70
Exports	1980	1980	1990	1975	1975	1850	1825	1790	-35	-200
Seed	97	97	97	101	101	101	101	101	0	4
Residual	23	23	23	25	25	25	25	25	0	2
Use, Total	4320	4320	4330	4411	4411	4276	4251	4206	-45	-124
Ending Stocks	255	260	250	335	350	300	245	220	-25	-30
Avg. Farm Price (\$/bu) 2/	14.2	14.2	14.2	12.1	12.1	12.4	12.7	12.9	0.2	-1.3
Total	5.90%	6.02%	5.77%	7.59%	7.93%	7.02%	5.76%	5.23%	-0.53%	-0.54%

资料来源：USDA、南华研究

2022年美国密西西比河流域均遭遇严重旱情，通常，当河流水位降低、河道宽度变窄，驳船的移动和浅吃水港口的通行会受到阻碍。去年密西西比河分支流域 Cincinnati 和 Lower Ohio 运费涨幅最大，两者都处于俄亥俄河，传递到美湾CNF曾一度上涨至430，今年水位情况依旧不容乐观。自今年6月以来，从北至南的运向来看，密苏里州和伊利诺伊州的密西西比河交汇处，圣路易斯目前水位-2.1英尺处于历史较低水平，但仍处于枯水位以上，预计10月水位在-2.5至-3英尺之间，下降趋势有所缓解。而密西西比河南部水位情况不容乐观，卡鲁瑟斯威尔、阿肯色州的奥西奥拉、田纳西州的孟菲斯以及密西西比州的格林威尔，水位都处于枯水位以下，

并且在10月将会继续下行。位于田纳西州孟菲斯的密西西比河河段是一个对低水位和驳船减速很敏感的地区，也是最常发生驳船停运的河段。2022年孟菲斯河段干旱时期的平均降水数据为-8.335英尺，目前已经达到-8.8英尺。2022年10月，孟菲斯的水位就一度达到了-10.74英尺的历史最低水平，按照目前预估10月初水位有望低于去年继续刷新最低纪录。

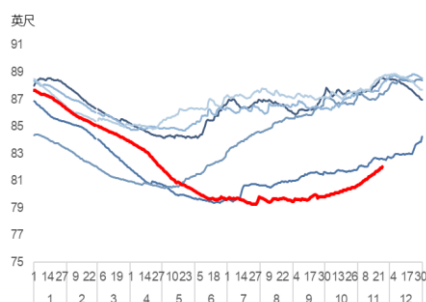
图 2.2.1.2：密西西比河分支水位



资料来源：NWS、南华研究

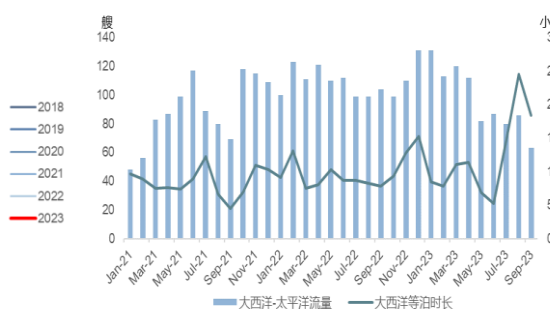
巴拿马加通湖水位已经严重影响运输。从目前干散货大西洋等泊时长来看，7、8两个月相比往年同期有明显上行，8月达到10天5小时，9月目前有所缓解至7天16小时，一方面是由于船舶流量从86艘降至63艘，另一方面从巴拿马水位可以看出，目前水位79.7英尺仍处于历史低位，9月24日后为预测数据，预计水位有所回升但仍不容乐观，10月中后该地区的加通湖水位才考虑可能会有好转的迹象，巴拿马运河堵塞问题考虑在这之后会有缓解迹象，但同比仍然偏差。

图 2.2.1.3：加通湖水位



资料来源：USDA、南华研究

图 2.2.1.4：巴拿马港口流量与等待时长

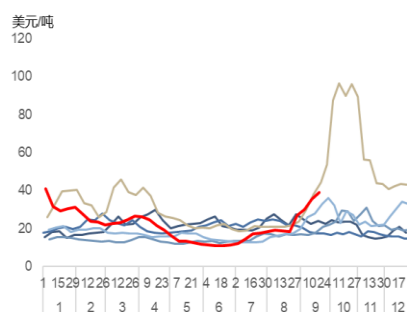


资料来源：船视宝、南华研究

目前单从水位来看2023年的干旱程度甚至比去年更胜一筹，但是收割压力体现后，美湾大豆CNF从280开始回落，并未出现预期的上涨，究其原因在于2022年美豆对全球大豆供应更加具有刚性，而今年美豆新作出口进展缓慢，巴西在现阶段旧

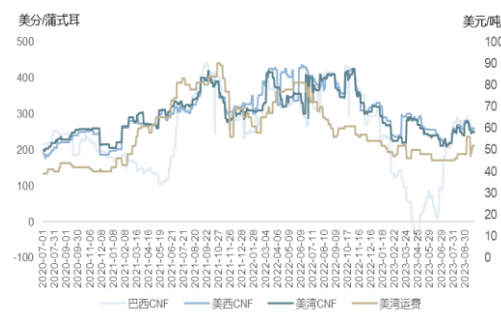
粮挤占美豆出口，市场对美豆供应短缺并未有特别反应，直观表现在今年美豆新作出口目标下调且完成度仍处于今年来最低。当前密西西比河承担的运输压力较低，迫于新作收获压力，美湾CNF不涨反跌。目前来看美湾运费支撑升贴水高位震荡，也增加了市场对铁运至美西的出口偏好，然而，运输方式的转变引起运费增加和运输时间的增加。巴西升贴水价差目前具有小幅优势，后续11月随着巴西旧作的减少，世界需求有望转向美国，美豆新作出口订单大幅增加后，密西西比河将承担更多运输压力，可能支撑美湾CNF继续上行。

图 2.2.1.5：伊利诺伊州南向运费



资料来源：USDA、南华研究

图 2.2.1.6：各国升贴水与美湾运费



资料来源：iFind、南华研究

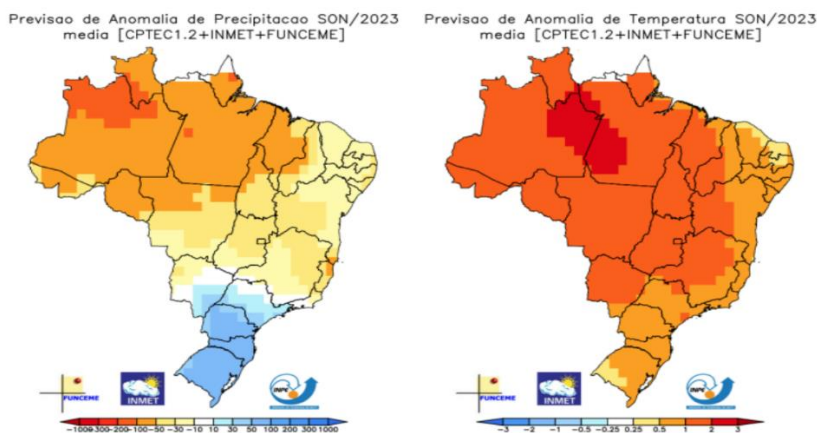
2.2.2 南美大豆

四季度将会是南美大豆进入种植期，根据USDA预估的南美大豆种植情况来看，本年度南美大豆种植面积和产量均有望继续增长，在假设巴西大豆种植面积继续增长以及阿根廷的产量恢复性增长的情况下，新年度的南美大豆产量预计将会超过两亿吨。在假设该产量能够顺利兑现的情况下，新年度的全球大豆将会表现出明显的宽松格局，可能对远期的国际大豆价格形成较大的压力。

但对于四季度来说，由于南美大豆还未开始种植，产区天气的不确定性可能会令产量的兑现路径表现得较为曲折：

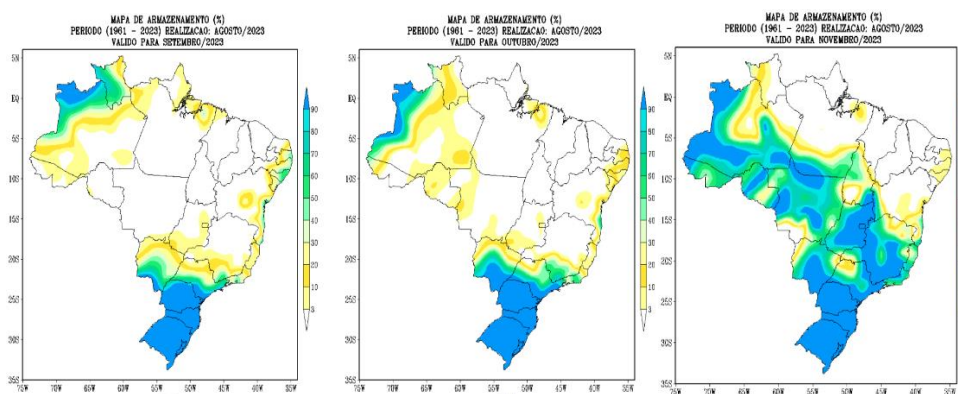
根据巴西未来三个月的温度、降水和土壤湿度预报情况来看，由于当前南太平洋东部地区和南大西洋中部地区均表现出了偏高的海温，且考虑随着南半球逐步进入夏季，后续海温有进一步增暖的可能将会使得相关地区的海气活动更加活跃，导致巴西大豆产地的南部区域受到最大的影响——过量的降水将会显著提高巴西南部区域的土壤湿度，过高的土壤湿度在当前使得南部地区的大豆无法顺利下种，未来可能还会导致大豆的烂根和大豆过于湿润下导致病虫害，导致潜在的产量损失。更进一步的影响后续需要重点关注巴西帕拉纳州及南里奥格兰德州的短期天气及种植情况。

图 2.2.2.1: 巴西未来三个月降水及温度距平预报



资料来源: INMET、南华研究

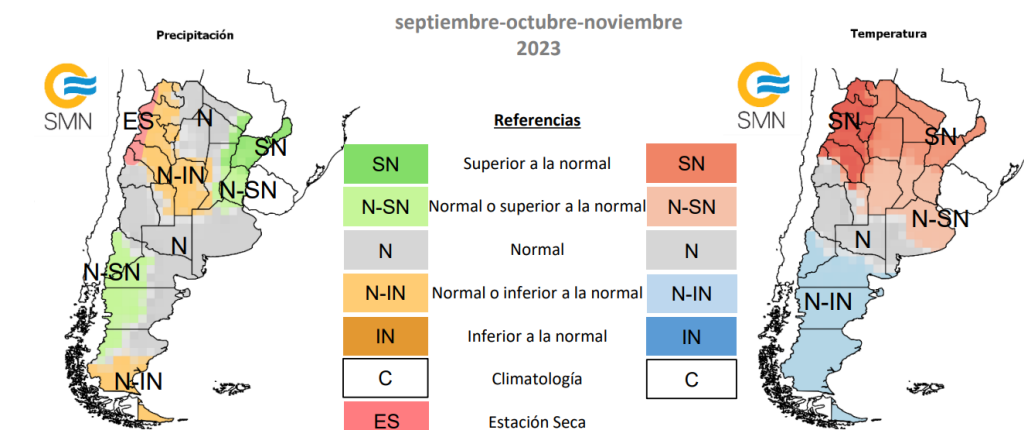
图 2.2.2.2: 巴西 9-10-11 月土壤湿度距平预报



资料来源: INMET、南华研究

对于阿根廷地区，该地区的种植会晚于巴西且根据季度的气候温度和降水展望来看，中南部大西洋地区对阿根廷大豆产区的影响十分有限，该地区预期仅仅会有轻微的降水减少情况发生，随着后续的海温开始转暖，更活跃的海气活动可能会改善阿根廷北部地区的降水预期，因此暂时不考虑对天气对阿根廷大豆产量会有明显的影响。

图 2.2.2.3：阿根廷未来三个月降水及温度距平预报



资料来源：SMN、南华研究

因此对于未来整体的南美大豆供给预期来看，由于厄尔尼诺的存在，产地的天气整体表现为降水偏多的预期，局部可能需要担忧过量降水对产量的潜在减少影响。但总体来看，当前表现偏好的降水和温度预期对新年度南美大豆产量的兑现持乐观态度。

2.3 全球菜籽及葵籽供需展望

按照当前公布的全球菜籽及葵籽的平衡表来看：欧盟和黑海地区保持丰产，加拿大当前公布的数据表现出了一定的减产，澳洲地区受到厄尔尼诺的影响菜籽减产幅度较大，总体来看新年度全球菜籽的供给同比去年减少400万吨左右；但由于上年度全球菜籽明显丰产，压榨消费等由于生物柴油政策缘故并未明显增长，因此旧季结转库存明显积累，对于本年度全球菜籽的期初供给会有同比500万吨左右的增加；因此总体看来，全球菜籽新作总供给有同比调增100万吨的预期。

但由于新年度生物柴油政策发生了改变——具体改变在于美国将菜油纳入Rins积分体系使得菜油有了生物柴油的新品类消费，最终导致了菜油的消费出现了增加的预期；此外，由于欧盟地区对生物柴油原料的进口政策进行了调整，将UCO和POME的进口许可标准向严调整，使得欧盟的生物柴油原材料的消耗倾向菜油倾斜，菜籽的消费预期因存在补充UCO消耗而调增，在供给同比增长幅度不及消费增长幅度的情况下，推断新作的期末库存将会环比下降，下降幅度可能为220万吨左右。

此外，由于俄罗斯的柴油出口限制趋严，导致了柴油价格大幅上涨，欧盟在能源价格明显上涨的背景下可能会对前期对UCO较为严格的进口审查政策做出一定放松的调整，但考虑到在冬季菜油制生物柴油依旧作为熔点最低的生物柴油，在消费端依旧具备一定的使用优势，虽然政策调整可能会对菜油进生物柴油产生影响，但

总体的消费增加趋势依旧能够确立。

图 2.3.1：全球菜籽供需平衡情况：百万吨

RAPESEED & CANOLA: World Supply & Demand (M n T)	23-24年度	22-23年度	21-22年度	20-21年度	19-20年度
Open'g stocks	14.91	9.98	9.14	10.72	12.58
Production	74.92	78.89	67.43	67.00	57.96
EU-27	19.49	19.29	17.23	17.03	15.56
Russia	4.05	4.20	2.88	2.57	2.06
Ukraine	4.40	3.67	3.16	2.70	3.48
Canada	17.50	18.69	14.25	19.48	19.91
USA	1.75	1.64	1.30	1.63	1.55
China	7.00	6.90	6.50	6.00	5.70
India	10.00	10.80	10.70	8.55	7.40
Australia	5.40	8.10	6.82	4.76	2.30
Total supplies	89.83	88.87	76.57	77.72	73.00
Crush	74.82	70.87	64.48	66.57	61.92
Other use	2.32	3.09	2.11	2.02	2.89
End'g stocks	12.69	14.91	9.98	9.14	10.72
EU-27(Jun30)	1.49	1.76	0.99	1.00	1.05
Canada(July31)	1.60	1.65	1.40	1.68	3.43
Stocks/usage	16.40%	20.20%	15.00%	13.30%	16.50%

资料来源：油世界、南华研究

根据对全球菜籽及葵籽的平衡表的推演来看，按照欧盟地区开始严格限制对东亚地区的棕榈油、棕榈废水及回收油这类生物柴油原料的限制的情况下，粗略预计可能会有生物柴油原材料的进口缺口需要菜油来弥补。生物柴油进口政策的改变，有了额外的菜油消费增量，考虑回收油制的生物柴油（POME OME/UCOME）与菜油制的生物柴油（RME）存在碳积分倍数的区别，按照规则一单位的POME OME/UCOME需要两单位的RME来补充，在不考虑原材料转化率的情况下，欧盟地区限制进口原材料的影响量假设在50万吨的情况下，欧洲地区将会出现100万吨的菜油增量需求或225万吨的菜籽增量需求。该需求会使得全球菜籽的期末库存有进一步下降的预期。

图 2.3.2：欧盟 27 国回收油进口情况：千吨

EU-27: imports of used cooking oil (1000 T)	Jan/June		Jan/Dec		
From:	2023	2022	2022	2021	2020
UK	128	69	200	127	182
Belarus	15	9	20	22	23
Russia	45	37	73	83	100
Egypt	10	-	3	1	21
S.Africa,Rep	14	12	24	-	16
U.S.A.	1	12	29	24	78
Argentina	21	4	7	27	30
Chile	7	36	62	70	35
China,PR	198	394	913	619	277
Indonesia	47	56	114	137	90
Malaysia	114	69	184	198	262
Saudi Arab	42	37	81	67	65
Thailand	14	4	7	-	-
U.A.E	12	5	14	20	10
Vietnam	8	18	49	6	9
Other	106	77	172	201	205
Total	782	839	1952	1602	1403

资料来源：油世界、南华研究

对于与菜籽有强替代关系的葵籽来说，由于葵籽无法进入生物柴油消费体系，则葵籽对菜籽的替代只能存在于食用端，因此在理想的极端替代条件下，考虑新年度乌克兰的供给增量200万吨，刚好可以弥补欧盟地区由于生柴原料进口政策改变而出现的额外的对菜籽的需求增量。但实际发生时，可以预见并不可能存在葵籽对菜籽的充分完全替代。且由于俄乌战争对旧作种植的影响，乌克兰22/23年度产量的减少使得新季的期初结转库存减少，新年度虽然产量有恢复性增长，但全球葵籽的总供给并未明显增长，期末库存也考虑由于替代消费导致压榨上升的缘故而表现期末结转库存继续下降。

图 2.3.3：全球葵籽供需平衡情况：百万吨

SUNSEED : World Supply & Demand (Mn T)	23-24年度	22-23年度	21-22年度	20-21年度	19-20年度	18-19年度
Open'g stocks	5.00	7.77	2.85	3.35	3.34	3.27
Production	56.51	54.50	58.27	50.84	46.96	43.48
EU-27	9.93	9.41	10.38	8.98	9.47	9.48
Russia	16.30	16.40	15.66	13.37	15.38	12.76
Ukraine	14.50	12.30	16.90	13.90	16.50	15.25
USA	1.03	1.28	0.86	1.35	0.89	0.96
Argentina	3.72	3.83	3.33	3.20	3.02	3.50
Turkey	1.50	1.79	1.75	1.58	1.70	1.53
Total supplies	61.51	62.27	61.12	54.19	50.30	46.75
Crush	52.07	51.83	47.89	46.00	50.45	46.89
Other use	5.27	5.44	5.49	5.33	5.21	4.93
End'g stocks	4.17	5.00	7.77	2.85	3.35	3.34
Stocks/usage	7.3%	9.7%	14.6%	5.6%	6.0%	6.4%

资料来源：油世界、南华研究

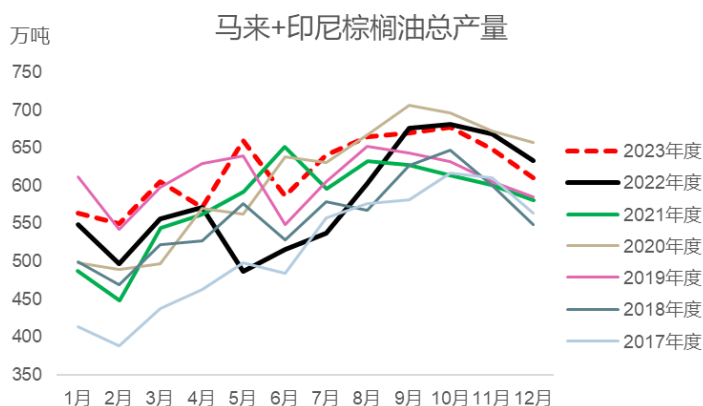
因此对于后续的全球菜籽，从生柴的预期消费角度来考虑，依旧会略微偏紧看待。但这其中的分歧点则在于欧洲实际对生物柴油的消费以及菜油制生物柴油的需求是否可以完整兑现，如果无法足额兑现菜油制生物柴油的消费预期，则全球菜籽的供需平衡将导致全球菜籽向边际宽松的预期去转变。对国际菜籽价格来说，向上提振的能力将因此会表现得相对有限。

2.4 全球棕榈油供需展望

对于全球棕榈油，前文已经分析厄尔尼诺对棕榈油产地三季度的影响及四季度的预期，因此预估从当前开始东南亚地区的降水将会逐步受到厄尔尼诺的影响而开始转向干燥，但当前的干燥预期是有利于产地的棕榈果的收割，而从目前算起预计干燥气候对棕榈油的产量影响兑现将会在明年的二季度，即在明年二季度的棕榈油季节性增产期可能会出现产量不及预期的情况出现，且考虑到本年度的厄尔尼诺受到其他情况的影响，印度洋海温的转变相对较迟，属于“迟发生”型厄尔尼诺，通常情况下，该类型的厄尔尼诺更容易导致次年的干旱情况更加严峻，因此对于明年二季度及其之后的棕榈果生长及棕榈油产量将会有更低的预期。在全球最主要油脂供给存在减少的预期之下，明年一季度到二季度可能才更容易期待针对棕榈油产量

减少而交易的趋势上涨行情。

图 2.4.1：主产国棕榈油产量

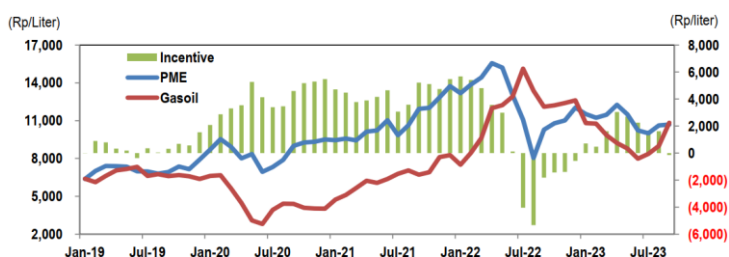


资料来源：MPOB、GAPKI、南华研究

但对于当前到四季度的产地情况来说，由于四季度整体依旧处在传统的季节性增长期与消费淡季阶段，在叠加欧洲地区对棕榈油进口限制的趋严，后续产地棕榈油的上涨需要依靠东亚地区的进口备货以及本国的生物柴油消费和发展。

近端由于俄罗斯成品油出口的限制，能源端出现了价格的大幅上涨，棕榈油主产国特别印尼，考虑存在生物柴油消费的增长预期——尤其在当前能源价格已经顺挂PME生物柴油成品参考价格的情况下，当前在产地棕榈油供给和库存都在增长，存在一定卖出压力的情况下，生物柴油利润打开将会刺激棕榈油进生物柴油的消费，该增量消费考虑会成为四季度棕榈油下方的一个价格支撑。

图 2.4.2：PME 参考价与成品油价差表现



资料来源：ESDM、UOB Kay Hian、南华研究

考虑到俄罗斯的成品油出口政策延续性还未可知，且俄罗斯对国际成品油的供给和价格的表现更多为边际上的影响，因此国际柴油价格是否可以在四季度持续保持在高位当前来看并不确定，国际柴油对生物柴油打开利润空间的时间窗口也无法判断。因此考虑对于国际棕榈油价格来说，后续如果发生能源价格回落的利空影响，国际棕榈油价格将会跟随承压，国际能源价格的回落将会成为棕榈油下方价格支撑的风险点。

2.5 国内油脂油料供需展望

2.5.1 蛋白：抢跑后导致盘面交易表现始终“快”平衡表一步

对于国内蛋白，关注进口大豆与豆粕压榨的后续情况演变，可以发现当前的整体备货节奏由于已经预期到了后续可能到港不足而提前准备，导致盘面的整体表现出现了“快”平衡表一步的情况——虽然当前来看推测因为到港可能的不足，大豆及豆粕的库存预期会出现明显的去库，但因为下游提前采购完成基差合同库存做出了对该情况的预期管理，导致盘面跳过了对供给可能安全垫不足的价格上涨交易，直接进行到了节后下游养殖集中出栏后的消费回落预期对价格的压制交易。但考虑这样直接跳过对薄弱安全垫的交易存在一定的风险，如果后续的供给出现了更加紧张的预期，当前偏弱的价格会给予多头更好的入场点位和安全空间。因此整体来看，对于后续的价格下方的空间无法给出太多的看空预期，需要警惕供给更加紧张的变化对盘面提振的可能。

图 2.5.1.1：进口大豆供需平衡表

进口大豆 (万吨)	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2022/23												
油厂大豆上月结转库存	378	380	332	279	319	397	471	492	545	385	205	235
大豆到港量	913	704	685	726	1202	1027	973	936	640	620	940	1050
开机压榨量	529	664	610	654	797	801	828	820	800	800	810	830
豆粕产量	418	525	482	517	630	633	654	648	632	632	640	656
豆粕出口量	0.8026	0.7191	2.6543	9.1474	13.835	13.476	20.564	10	10	10	10	10
豆粕提货量	501	538	538	587	671	679	724	738	660	630	620	650
油厂豆粕库存	52	63	51	21	27	71	75	65	27	19	29	25
油厂大豆期末库存	380	332	279	319	397	471	492	545	385	205	235	255

资料来源：钢联、南华研究

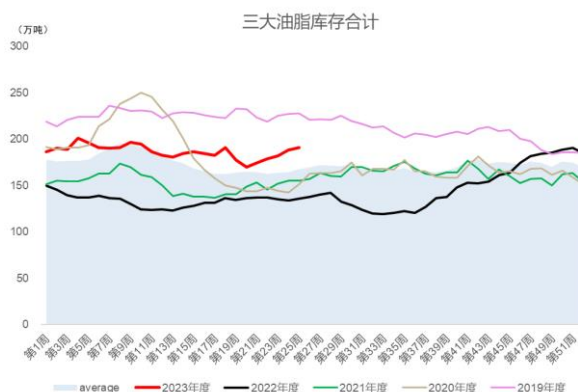
细分来看，后续的油厂到港和压榨，国内9、10两月大豆基本采买完毕，11月仅采购了50%左右，1月不到7%，后市采购进度仍然偏慢。新季美豆方面由于密西西比河预期水位偏低对产地向港口发运造成阻碍，美湾本年度目前的采买量反而以美西为主。目前到港的主要是来自巴西的旧季大豆，南北美装运节奏偏慢导致了国内9-10月的到港量会偏紧，而在11月会有集中到港压力。当前的反季节性累库原因在于前期现货储备较为充足，以按需执行前期合同为主，后续四季度国内大豆将会处在低库存持续去库的状态，因此压榨考虑无法非常乐观，最终会导致豆粕的供给也会保持在偏紧的状态中。

从消费端来看，由于整体养殖的存栏依旧在高位，因此消费的基数充足的情况下，豆粕的提货和刚需消费依旧表现充足。但需要注意的是四季度消费结构的转变。黑海地区的菜籽上市，意味着菜籽粕等杂粕会在此时有集中供给的预期，相对便宜的菜籽粕可能会存在一定比例对豆粕的消费替代，尤其在豆粕的供给已经有预期紧张的情况下，该消费替代发生的时间点因为考虑到正值蛋白的消费淡季，更有可能发生在11月。而在进入12月，由于育肥等的需求开始增加，且大豆到港供给在此时有了好转的预期，预计可能养殖对豆粕的需求会有重新回归的可能。但其中转变的风险点则在于下游的养殖利润是否能够支持养殖对育肥需求下豆粕的需求。

2.5.2 油脂：时间窗口缩窄后的预期转变

对于国内油脂，当前在整体库存依旧高企的情况下，供给存在较大的安全缓冲垫。此外，考虑到后续四季度的进口供给表现同样稳定且良好，充足的供给成为了国内四季度油脂价格上方的重要压制。

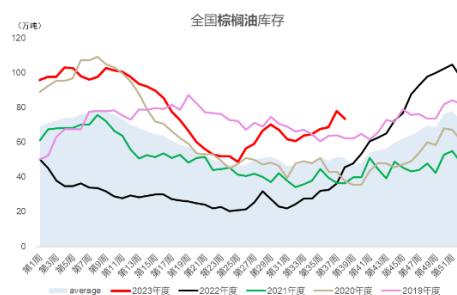
图 2.5.2.1：国内三大油脂库存合计



资料来源：钢联、南华研究

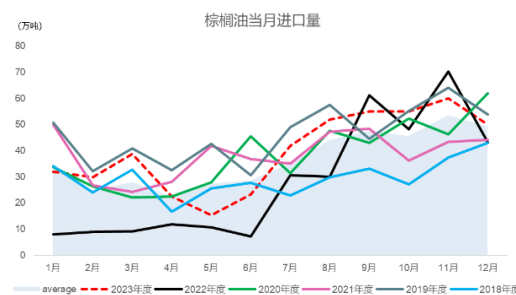
细分品种：对于棕榈油，近端的棕榈油考虑当前依旧处在产地的季节性增产期，且国内库存在季节性高点，此外后续的棕榈油进口买船由于产地积极的报价和时常打开的进口利润，四季度我国的棕榈油进口预期同样表现良好，因此整体考虑供给表现充盈。

图 2.5.2.2：国内棕榈油库存



资料来源：钢联、海关总署、南华研究

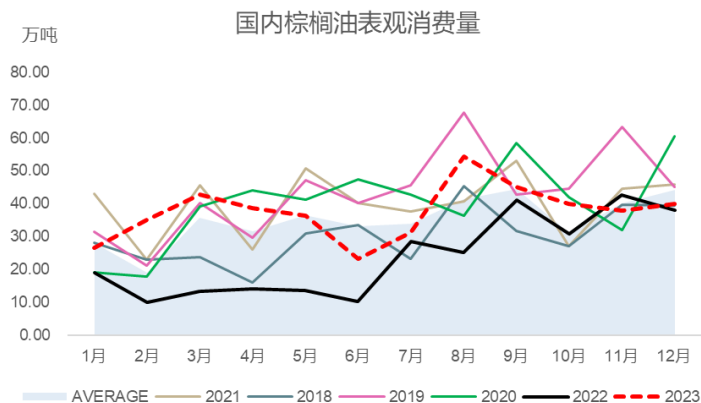
图 2.5.2.3：国内棕榈油进口



资料来源：海关总署、南华研究

对于消费端，考虑到进入冬季我国棕榈油的消费会有季节性逐步减少，四季度棕榈油的整体消费只能考虑期待节日食品加工的备货消费增量，当前的中秋国庆双节备货下游已经逐渐结束，在叠加棕榈油作为性价比优选油脂的情况下近期的消费表现良好，但总体来看动能考虑并不充足，且由于明年的春节假期偏晚，国内对春节的食品加工油脂消费的备货可能会在四季度末期甚至明年一季度初才逐步体现到表观消费项上，因此对棕榈油整体的四季度消费预估依旧需要谨慎乐观看待，对于棕榈油的总体库存趋势继续向累库进程看待。

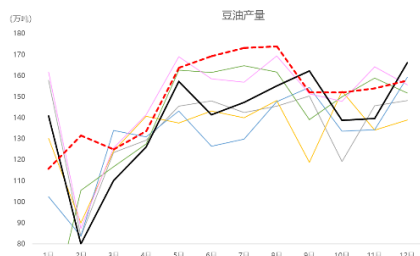
图 2.5.2.4：棕榈油表观消费



资料来源：钢联、南华研究

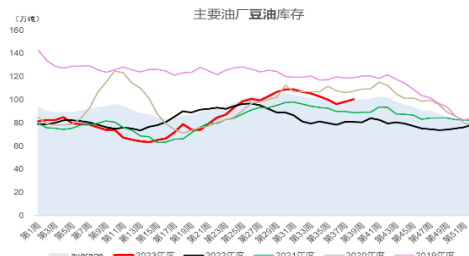
对于豆油，前期由于大豆出现了恢复性增长且由于豆粕合同出售较多，压榨也有显著增加，导致豆油的压榨产量表现较为充裕。但后续随着大豆到港的减少，预期的开机率下滑将会使得豆油供给在四季度有整体减少预期，但随着四季度末大豆到港的增加，叠加后续的豆粕需求在可能的二育催化下有所好转，考虑豆油在四季度末产量会有边际上的回升。

图 2.5.2.5：国内豆油压榨产量



资料来源：钢联、南华研究

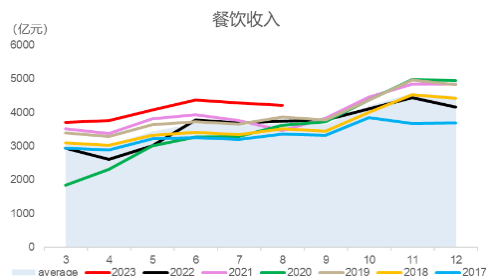
图 2.5.2.6：国内豆油库存



资料来源：钢联、南华研究

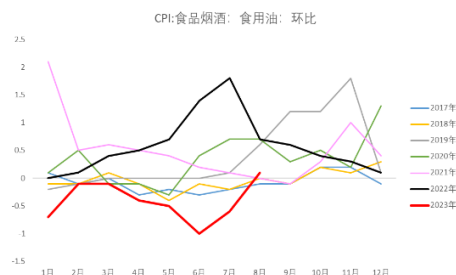
对于豆油的消费端，作为冬季天气转冷下的调和油主要用油，豆油与棕榈油间的调和消费会一定程度向豆油倾斜，因此考虑四季度会是豆油的传统消费旺季，尤其本年度的植物油消费尤其餐饮消费表现良好，预期四季度的豆油的库存可能因为较好的消费和偏紧的压榨供给而存在累库进度偏慢的预期。

图 2.5.2.7：国内餐饮收入



资料来源：国家统计局、南华研究

图 2.5.2.8：国内 CPI：食用油环比



资料来源：国家统计局、南华研究

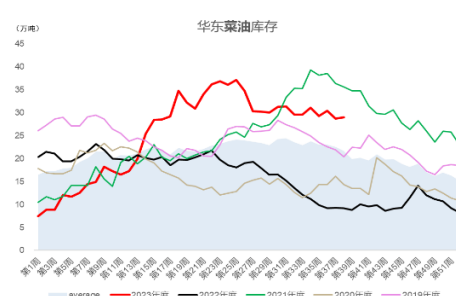
对于菜油，由于俄罗斯菜油出口开始加征关税，一定程度上会对我国菜油进口成本造成上抬，但考虑其大量上市且存在乌克兰菜油和葵油与其竞争出口，在总体菜葵油供给表现较为宽松的情况下，国内菜油上方依旧存在供给压力。

图 2.5.2.9：国内菜油进口情况



资料来源：海关总署、南华研究

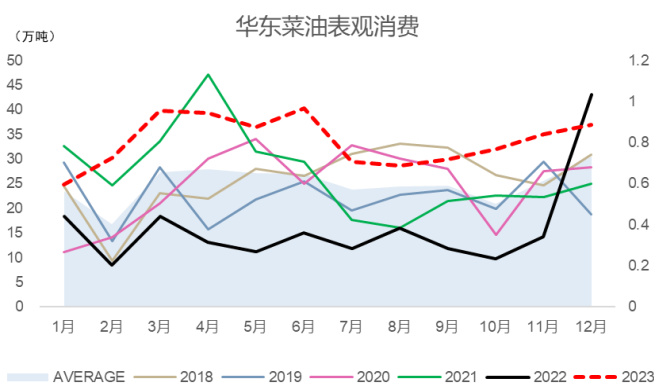
图 2.5.2.10：国内菜油库存情况



资料来源：海关总署、钢联、南华研究

对于菜油的消费端来看，当前由于菜油的价格在国内植物油中表现出来了一定的消费性价比，因此菜油的表现消费同样表现良好。考虑在进入四季度，菜油会存在季节性消费增长的预期，在叠加后续黑海菜油的出口压力边际减弱而国内四季度对菜油的消费需求边际走强的情况下，国内菜油可能因去库表现出一定底部支撑。

图 2.5.2.11：菜油表观消费



资料来源：钢联、南华研究

3. 季度展望

3.1 蛋白展望：到港紧张支撑盘面价格，上方空间需要等待消费情绪

对于四季度的蛋白：从原料端来看，由于南美当前无法看到更多的利多因素，因此会使得盘面在预期南美大量的产量下表现出承压运行的可能；美豆由于密西西比河的船运问题更多会以升贴水的形式表达出运力紧张，最终会使得我国进口美豆的成本依旧表现高企，在四季度表现出因成本带来的价格支撑。从到港和买船来看，考虑到密西西比河的运力紧张问题，可能会使得后续的到港再生变数，在前期已经出现巴西发运偏慢导致9-10月的供给紧张的情况下，后续到港如果继续出现问题则会使得本就预期紧张的进口大豆供给问题表现得更加严峻，这将成为后续豆粕供给量能否得到保障的最大风险点。从下游消费来看，蛋白在四季度由于黑海的菜葵籽上市，将会有较多的杂粕供给和消费替代的预期，但考虑到该消费替代更多表现为边际上的替代量，且最终是否会有替代发生需要观察养殖端的利润情况。

因此综合来看，四季度的蛋白因为供给的偏紧预期而表现出下方的支撑较为坚固，豆粕01合约考虑支撑位在3750附近，上方压力由于养殖利润的不确定性暂无法设置，考虑在豆菜粕现货价差大于1200以上时由于杂粕可能因为性价比替代而会一定程度抑制豆粕的消费，豆粕01合约4500可能成为市场心态的一个主观压力位。

3.2 油脂展望：当供给好转与消费改善一同发生

对于四季度的油脂：从产地来看，棕榈油继续处在季节性增产期，由于棕榈油产地供给表现出的宽松，在绝对量上已经对油脂形成了整体的压制，叠加葵油和小品种油在当前由于供给压力而表现疲弱，会进一步抑制了菜油的价格并导致豆油跟随承压，考虑近月三油均无法看到趋势性的行情出现。

但四季度整体由于三大油脂中价格相对较高的菜葵油的卖压在边际转弱，考虑上方压力有逐渐松动的可能，油脂整体在四季度考虑因为供需双旺而可能表现出箱体抬升但无法走出单边趋势的预期。

因此总体来看，四季度国内三大油脂的价格重心会存在继续上抬的可能，但由于整体油脂的供给表现较为稳定且同比高企的整体库存令油脂供给的安全垫较厚，价格的波动更多需要消费的参与。因此考虑四季度三大油脂将会继续表现出价格重心抬升下的宽幅震荡，对于品种间强弱考虑后续菜油的上涨潜力强于豆油和棕榈油，以菜油推断三大油脂的整体上方压力在10000附近，以棕榈油推断三大油脂整体的下方支撑在7000附近。

风险提示：国内外宏观风险，国内到港受阻，南美产地天气变化等。

免责声明

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：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货
NANHUA FUTURES

南华期货营业网点