

油脂油料 | 2024 商品年报展望 供给宽松相对明朗，消费增长暂存疑虑

核心观点：

2023年油脂油料总体行情可以用波澜起伏来概括，分开看油脂和油料各自走出了不同的行情，油脂端整体表现为承压区间震荡，而油料端继续呈现出与去年同样的创纪录行情。

对于明年的油料及蛋白：在全球三大油籽供强需弱的背景下，国际油籽及蛋白价格水平将持续受到压制。对于国内蛋白来说，全球油籽供给预期的好转及人民币汇率的预期改善，可能从量和价两方面增加我国的可进口能力。综合考虑豆菜粕整体的供需预期，二者价格波动区间或将下移。豆粕全年震荡区间下沿可能在3000-3200，震荡区间上沿考虑在4000-4200。豆菜粕间价差的波动区间或将在600-1200之间，菜粕价格波动区间考虑跟随豆粕及相对价差变动。

对于明年的油脂：明年四大植物油脂整体的供需平衡考虑会继续向宽松运行，整体油脂的库存水平同样会有继续上升的可能。因此，国际油脂由于供给的宽松，考虑其价格将会继续维持区间波动并在收获期间表现承压。对于国内油脂来说，由于植物油整体供给依旧表现充裕，因此推断新年度油脂将会继续表现为区间波动，暂不考虑趋势行情的出现。三大油脂的整体价格波动区间考虑下方棕榈油支撑或在6000-6200附近，上方菜油压力或在8800-9000附近。

风险提示：宏观风险，能源价格波动，产区天气变化等。

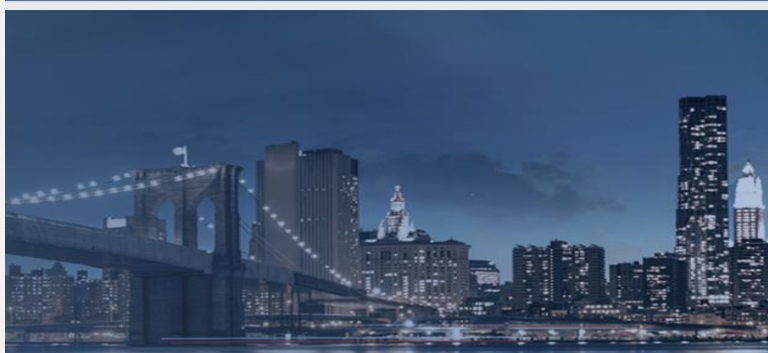
南华研究院 农产品研究组
周昱宇 Z0019884
zyy@nawaa.com

联系人：

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.....	3
3. 后市展望	25

目录

图表

图 1.1: BMD 棕榈油（连续）结算价.....	2
图 1.2: 国内油脂（连续）收盘价.....	2
图 1.3: CBOT 美黄豆（连续）收盘价.....	2
图 1.4: 国内油料（连续）收盘价.....	2
图 2.1.1: ENSO 概率预报（左）、ENSO 强度集合模式预报（右）	3
图 2.1.2: 近一年度赤道太平洋地区海温距平演变情况.....	4
图 2.1.3: Nino 类型模式预报（左）；全球海表面温度、温度演变及次表层温度（右）	4
图 2.1.4: 印度洋地区 DMI 指数变化情况（左）及印度洋表面温度变化情况（右）	5
图 2.1.5: 印度洋地区后续海温情况模式预报（左）及 IOD 指数预报（右）	6
图 2.1.6: 大西洋地区当前海温情况（左）及后续海温情况模式预报（右）	7
图 2.1.7: 北大西洋海温演变（左）及西北太平洋 NAO 指数与海温情况（右）	7
图 2.2.1.1: 美豆平衡表.....	8
图 2.2.1.2: 美豆压榨利润	9
图 2.2.1.3: 美豆市场年度累计出口量	9
图 2.2.1.4: 阿根廷产能闲置率.....	9
图 2.2.1.5: 加通湖水位（2024 为预测）	9
图 2.2.1.6: 美豆期末库存与库销比.....	10
图 2.2.2.1: 23/24 巴西大豆作物进度	10
图 2.2.2.2: 巴西各州 23/24 年播种情况	10

图 2.2.2.3：巴西大豆平衡表.....	11
图 2.2.2.4：巴西大豆期末库存与库销比	12
图 2.2.2.5：阿根廷种植进度.....	12
图 2.2.2.6：阿根廷大豆平衡表.....	13
图 2.2.2.7：阿根廷大豆期末库存与库销比.....	13
图 2.2.3.1：全球大豆平衡表.....	14
图 2.2.3.2：全球大豆期末库存与库销比	14
图 2.3.1.1：澳大利亚历史半年温度距平回顾	15
图 2.3.1.2：澳大利亚历史半年降水距平回顾	15
图 2.3.1.3：全球菜籽供需平衡表	15
图 2.3.2.1：全球葵籽供需平衡表	16
图 2.3.2.2：两地菜葵油理论压榨可用	17
图 2.3.2.3：两地菜葵粕理论压榨可用	17
图 2.3.2.4：全球豆油理论压榨可用及变化.....	17
图 2.3.2.5：全球豆粕理论压榨可用及变化.....	17
图 2.4.1：马来西亚产区历史降水距平	17
图 2.4.2：印尼产区历史降水距平.....	17
图 2.4.3：印度洋近期海表面温度变化情况	18
图 2.4.4：马来西亚未来三月降水距平预报（左）及印尼未来三月降水距平预报..	19
图 2.4.5：棕榈油供需平衡表	19
图 2.5.1.1：进口大豆供需平衡表	20
图 2.5.1.2：油厂豆粕库存	21
图 2.5.1.3：油厂大豆库存	21

图 2.5.1.4：能繁母猪存栏预测图	21
图 2.5.1.5：生猪出栏预估图.....	21
图 2.5.2.1：国内三大油脂库存合计.....	22
图 2.5.2.2：国内餐饮收入	22
图 2.5.2.3：CPI：食品烟酒：食用油：环比	22
图 2.5.2.4：国内棕榈油表观消费量.....	23
图 2.5.2.5：国内棕榈油库存.....	23
图 2.5.2.6：国内豆油表观消费量	24
图 2.5.2.7：国内豆油库存	24
图 2.5.2.8：华东菜油表观消费量	24
图 2.5.2.9：华东菜油库存	24

1. 行情回顾

2023年油脂油料总体行情可以用波澜起伏来概括，分开看油脂和油料各自走出了不同的行情，油脂端整体表现为承压区间震荡，而油料端继续呈现出与去年同样的创纪录行情：

油脂方面，上半年在供给好转的预期中和消费转弱的现实下出现了明显的震荡下跌。在年初由于中国疫情政策解除后对消费的看好给予了油脂价格下方支撑的底气，但在补库与供给两方面边际不断好转情况下，上方压力依旧明显。后随着银行业暴雷的宏观消费情绪走差以及柴油炼厂及柴油下游对生物柴油的总体消费能力走弱，又受到欧洲菜油大幅下跌的影响，国际整体油脂价格在一季度末开始跟跌，国内三大油脂价格也在进口成本下移且汇率相对占优势的背景下承压下行，消费端渠道和终端也因为一致性看空预期保持随用随买的消极采购状态。

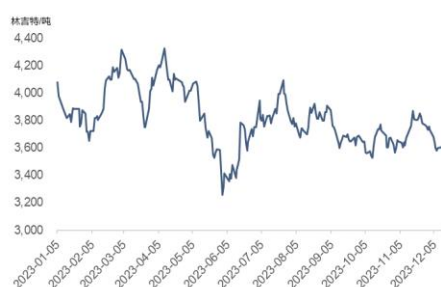
下半年前期随着欧洲菜油供给矛盾的解决，作为国际植物油价格洼地的地区，植物油的价格企稳令全球植物油价格同步企稳。而美国豆油的生物柴油预期消费增加则对国际植物油价格形成助力，帮助国际植物油价格在下半年初形成明显的反弹。国内植物油也由于人民币汇率走弱等因素造成进口利润迅速恶化而出现跟涨反弹。进入7月后至年底，油脂整体表现为区间震荡，随着原料端天气市炒作情绪逐渐降温，且生物能源价格不断受到宏观及原油价格的影响，在全球供应没有太大忧虑的背景下，油脂价格持续受到压制。国内消费端尽显疲态，整体供强需弱的格局下保持震荡偏弱的走势。

油料方面，本年度内外盘走势出现明显分化，国内蛋白受到汇率和大豆到港与压榨节奏问题，走出过多次独立行情。上半年CBOT盘面表现为承压下行，主要是由于巴西的创纪录产量弥补了阿根廷的减产，南美整体大豆产量并未减少，且巴西因为仓储能力的限制而面临着销售压力，因此以巴西为主的国际大豆出口报价下跌带跌了全球大豆价格。而国内蛋白受到海关对大豆进口检疫政策趋严影响，始终处在预期之中无法兑现的压榨排产计划，都是支撑国内蛋白没有跟随国际美豆价格出现明显同步下行的原因。但国内蛋白消费端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，整体上供给好转和消费走弱同频的预期下也持续压制国内蛋白价格走势。

从6月开始，下半年先出现了一波反弹上涨，内外盘走势也在此出现较大分化，随后在高位逐渐震荡下行。本轮行情首先开始于CBOT价格的上行，原因在于逐渐进入美豆的种植生长季，受制于前期偏干的土壤和降水环境，美豆优良率表现低于市场预期，“天气市”利多因素开始出现。6月底USDA公布的

种植意向报告中将美豆种植面积超预期下调，更加助力本次上涨行情。此外，人民币汇率的不断上涨导致进口成本持续抬升，市场由此给予国内蛋白盘面较多升水，大豆通关的延迟带来的阶段性供应趋紧以及下游养殖利润好转的形势下，国内蛋白三季度出现超出外盘的单边上涨行情。8月底后，内外盘利多出尽下蛋白盘面逐渐回归基本面，美豆由于运河水位问题销售进度偏慢，叠加南美创纪录产量持续压制盘面。进入巴西种植期后天气表现高温干旱，“天气市”炒作再起，但幅度有限，表现为区间低位震荡，人民币汇率逐渐回调下，内外盘走势趋于一致。

图 1.1: BMD 棕榈油 (连续) 结算价



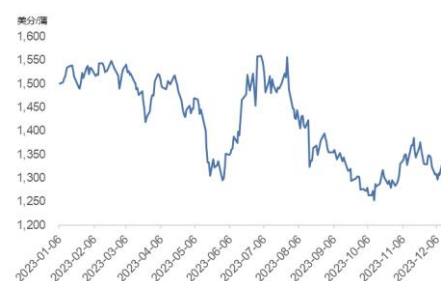
资料来源: WIND、南华研究

图 1.2: 国内油脂 (连续) 收盘价



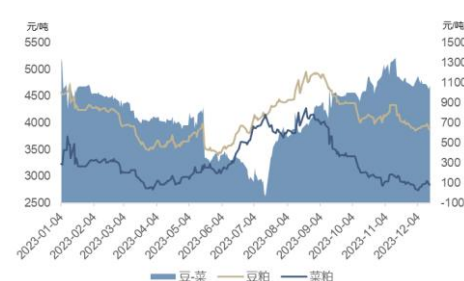
资料来源: WIND、南华研究

图 1.3: CBOT 美黄豆 (连续) 收盘价



资料来源: WIND、南华研究

图 1.4: 国内油料 (连续) 收盘价



资料来源: WIND、南华研究

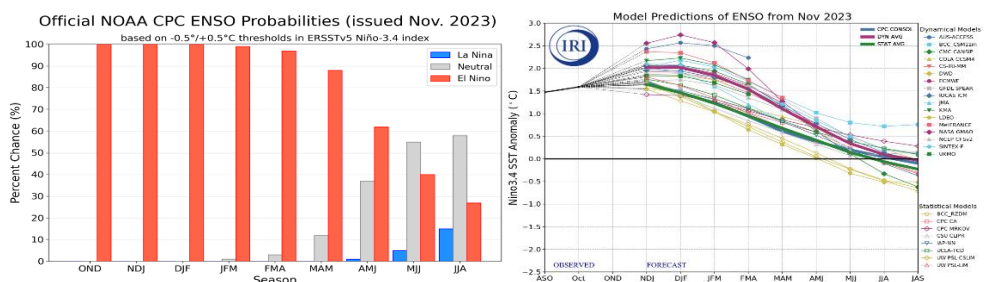
2. 全球油脂油料供需展望

2.1 全球气候及产地天气展望

展望未来一年的油脂油料供给情况，不可或缺需要关注天气演变对其的影响。自2023年11月以来，赤道太平洋东部地区连续正海温异常大于等于 0.5°C 令厄尔尼诺事件正式确立。而厄尔尼诺事件的确立则意味着油脂油料各个产区未来可能会面临相较平均（正常）情况下表现异常的温度及降水变化，进一步影响未来农作物的单产及产量水平。

在确认厄尔尼诺确立的情况下，首先需要考虑其延续时间及发展强度：根据全球主流模式预报显示，存续期方面，厄尔尼诺将会在今年冬季达至最强盛阶段，并有63%的概率延续至明年春夏交替时节；发展强度方面，综合当前Nino3.4数值（ $+1.9^{\circ}\text{C}$ ）并观察后续主流预报的加权平均指标来看，本次Nino3.4区域的距平温度预计可能打到 $+2^{\circ}\text{C}$ ，因此认为本次厄尔尼诺可达强厄尔尼诺。

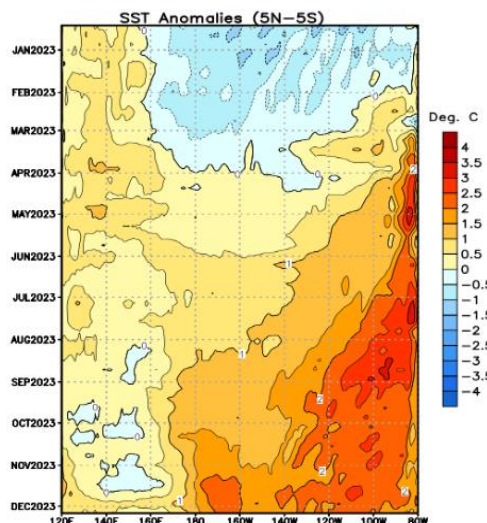
图 2.1.1: ENSO 概率预报（左）、ENSO 强度集合模式预报（右）



资料来源：NWS、南华研究

在影响能力方面，由于厄尔尼诺类型的不同，对全球油脂油料产区的影响能力并不一致。因此首先区分本年度的厄尔尼诺类型——根据下述相关指标显示，由于Nino的海温暖中心在发生初期先出现于赤道太平洋东部地区且非常靠近美洲大陆沿岸。随着厄尔尼诺逐渐到达强盛阶段，该地区海温暖心并未在原地发展壮大而是逐渐向西扩散，在赤道太平洋中东部地区出现了第二个暖心。此外，在观察次表层海温的情况演变时发现当前次表层海温的暖心处在赤道太平洋的中东部地区，更加靠近Nino4区域。因此以上两个现象可以推演出的结论为本次厄尔尼诺既不为单纯的东部型厄尔尼诺也不为单纯的中部型厄尔尼诺。

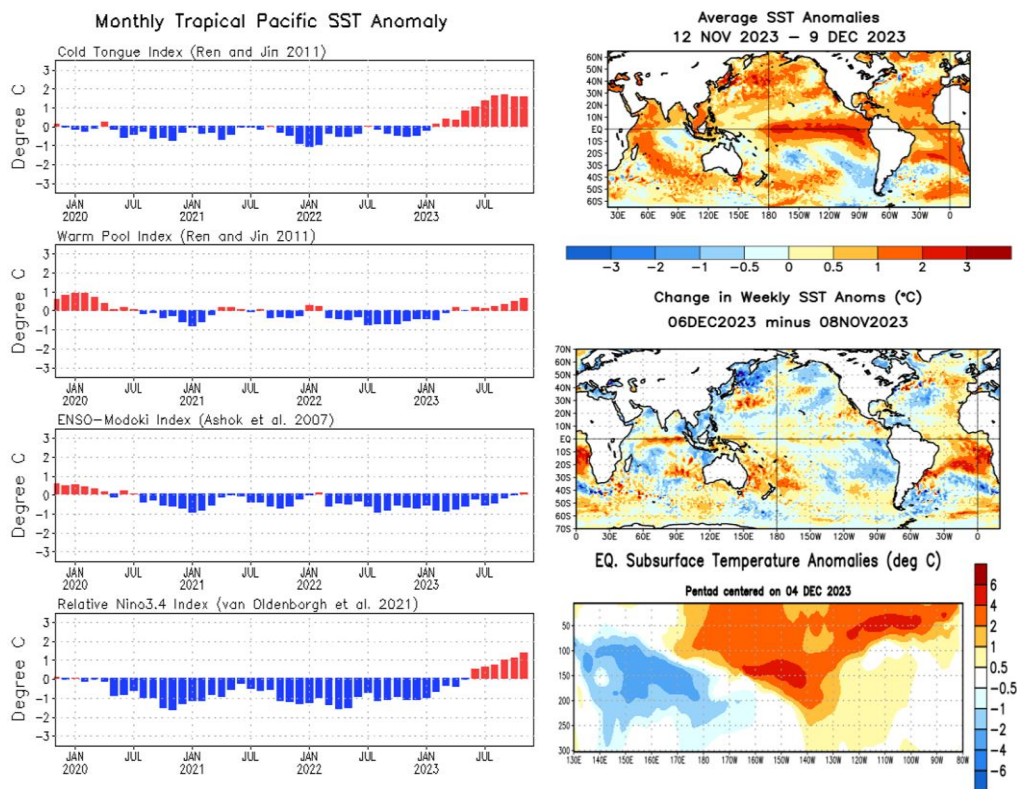
图 2.1.2：近一年度赤道太平洋地区海温距平演变情况



资料来源：NWS、南华研究

而从模型的推演情况来看，也可以作证这一观点。在东部型和中部型厄尔尼诺的预报表现中，均表达出对对应类型厄尔尼诺的肯定，在模型表达出两种厄尔尼诺类型均存在的情况下，综合判定得出本年度厄尔尼诺考虑为混合型厄尔尼诺。即并非传统类型的厄尔尼诺，因此对产区的天气影响并无法参考历史现象而线性推演。

图 2.1.3：Nino 类型模式预报（左）；全球海表面温度、温度演变及次表层温度（右）



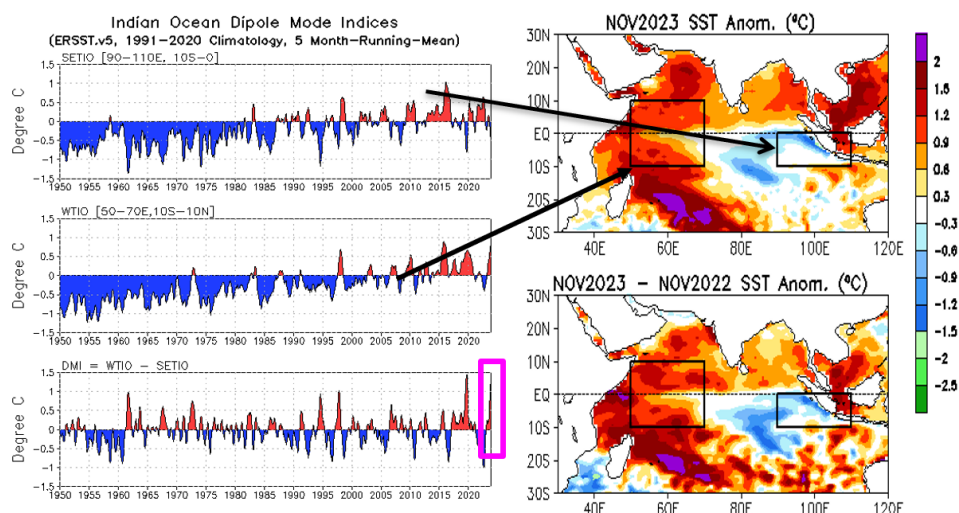
资料来源：NWS、南华研究

因此本年度的厄尔尼诺对产区的影响也表现出了非常规的影响，即棕榈油产区天气降水并未如传统厄尔尼诺出现时对应减少，北美和南美大豆产区天气降水并未如传统厄尔尼诺出现时对应集体增加（仅部分地区表现出了超常规的降水量，另外地区表现出了潜在的高温少雨的偏干影响）。

在后续的影响推测方面，参考现有科研人员对该类型厄尔尼诺影响的结论并结合当前印度洋各个地区的海温情况来看，经验推断本年度厄尔尼诺对环印度洋相关地区的影响非常有限，环印度洋地区尤其东南亚地区应当出现的负海温异常并未明显表现，截至目前东南亚地区海温依旧偏高，因此该地区短期并不考虑会出现明显的少雨干旱天气。印度沿岸海温出现了明显的正异常，在配合西风环流的情况下，印度冬季作物产区未来同样考虑不会受到太大影响。

因此考虑对于明年上半年度的棕榈油产量来说，根据气候的演变方式来看，由于今年冬季降水的有序进行，东南地区的棕榈油产量考虑不会受到很大影响。此外，考虑到印度洋地区对厄尔尼诺的反应事件较晚，厄尔尼诺的表现在印度洋地区体现为晚发生型厄尔尼诺，因此考虑在本年度厄尔尼诺结束的夏季，东南亚地区有一定概率出现降水负异常，即厄尔尼诺结束后，该地区反而可能出现干旱现象影响明年年末的棕榈油供给水平。

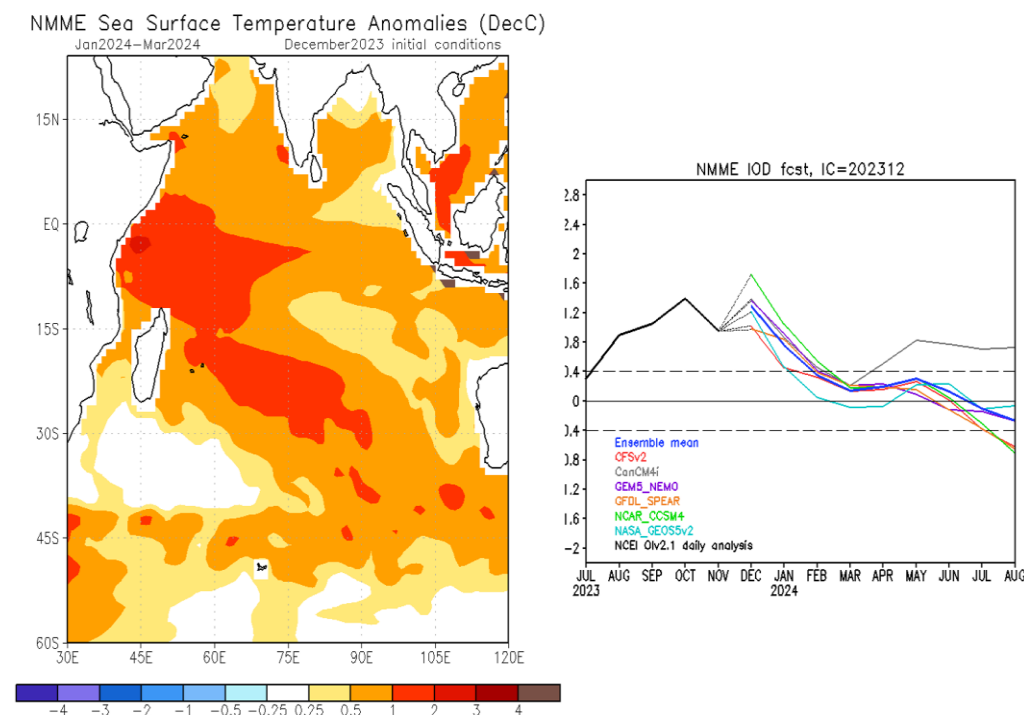
图 2.1.4：印度洋地区 DMI 指数变化情况（左）及印度洋表面温度变化情况（右）



资料来源：NWS、南华研究

对于新年度的印度地区的菜籽，本身冬季种植的菜籽受到的影响表现就会相对有限，且至收获前，印度地区相关降水表现同样受到印度洋海温偏暖影响而并不考虑冬季可能会有大的降水负异常出现，并且由于沿岸海温的上升，考虑产区冬季的温度可能较平均状态更加偏暖，有利于印度冬菜籽的播种和生长，因此认为在产量方面本年度暂不考虑对该地区产量造成明显影响，印度菜籽产量或将维持。

图 2.1.5：印度洋地区后续海温情况模式预报（左）及 IOD 指数预报（右）



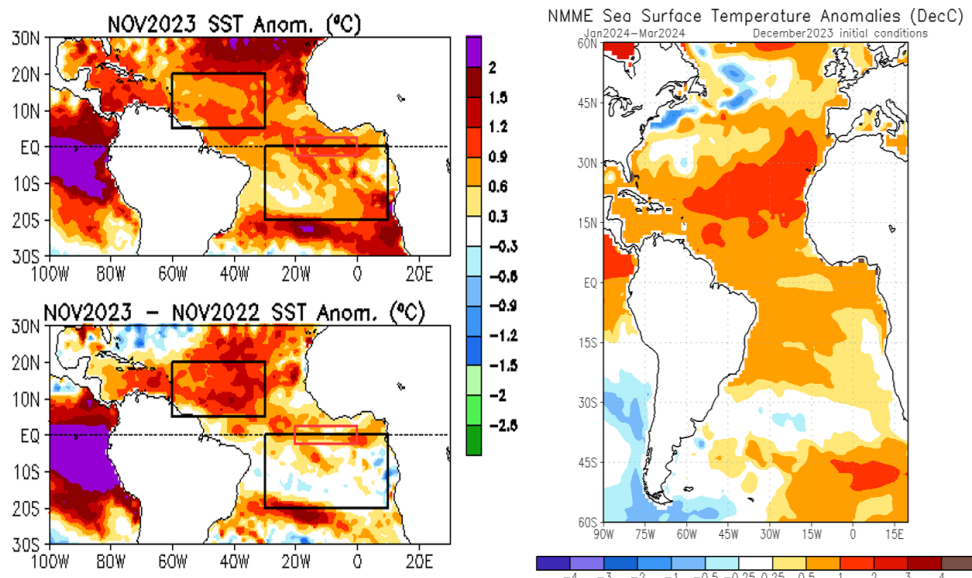
资料来源：NWS、南华研究

在大西洋对南美大豆尤其巴西大豆的影响方面，观察前期由于热带大西洋地区的海温的异常偏暖引发了海洋热浪，导致了巴西北部出现了干旱少雨的现象。在生长前期对北部大豆产区的播种和生长带来了一定的妨害和影响，并因此可能导致后续的收获时间将会偏晚。但考虑到该地区与雨林地带接壤，即使本年度受海温热浪影响表现出了气候态偏干，但土壤的储水能力仍然偏强，在绝对量上暂不过分担忧对巴西北部大豆的未来收获有大幅度的影响。

此外，在南美大陆的东南地区，由于局部的海温偏暖为沿岸带来了丰沛的降水，巴西南部大豆产区及巴拉圭的大豆产区因此受益，甚至阿根廷偏西北部分产区土壤湿度水平同样良好，考虑此三地区新年度大豆产量会有较好的恢复预期。

而根据模式预报显示看来，后续随着太阳辐射逐渐向南半球移动，南半球整体转暖的情况下，大西洋海温暖心同样会向南移动，继续为南美洲偏东部地区提供降水便利条件。而南美洲北部靠近赤道地区的海洋热浪天气短期可能会有延续的可能，但由于赤道东部太平洋Nino1+2地区的温度逐步回落叠加赤道大西洋地区的海温暖心向南移动，海洋热浪影响的强度考虑会在后续逐步减弱，巴拿马、巴西亚马逊河流域及北部大豆产区虽然可能持续面临降水较平均状态偏少的情况，但由于该地区的平均降水非常丰富，考虑对南美大豆产地的产量影响有限。

图 2.1.6：大西洋地区当前海温情况（左）及后续海温情况模式预报（右）



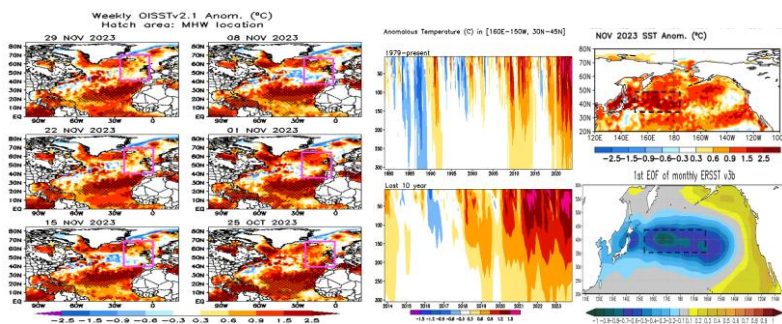
资料来源：NWS、南华研究

对于欧洲地区，南部连接西北太平洋，西部连接北大西洋的菜籽主产区在冬季受到厄尔尼诺影响考虑较小。

根据当前的北大西洋海温表现来看，上述大西洋后续海温预报已经表现出来，靠近西南欧地区的海洋温度后续会持续表现降低，而副热带大西洋地区的海洋偏暖根据预报来看也将会持续，哈德来经向环流作用下，考虑西南欧海洋沿岸区域的降水或将表现良好。

根据当前西北太平洋的海温情况来看，西北太平洋的NAO指数依旧延续负值，这意味着该地区的海温偏暖情况将会持续存在，该地区海温的持续偏暖对环西北太平洋周边地区陆地温度将会持续造成暖异常影响相关地区的气温考虑将会持续偏暖。西北太平洋偏暖的海温配合逐步下降的温带北大西洋下降的海温，考虑纬向环流也会获得良好发展的动力，对欧洲地区的菜籽产量或表现有利。

图 2.1.7：北大西洋海温演变（左）及西北太平洋 NAO 指数与海温情况（右）



资料来源：NWS、南华研究

2.2 全球大豆供需展望

对于全球大豆，我们通过回顾美豆端情况及分析南美大豆种植情况，分别推演各主产国平衡表，进而尝试推出全球大豆的平衡表，对于整体23/24年度新作的供需格局做出预测。

2.2.1 北美大豆

北美大豆方面，本年度USDA的报告给予了美豆整体偏紧的供需格局。首先是供应端的不断收紧，究其原因就在于6月份种植面积大幅调减400万英亩，以及进入美豆种植季后，由于产区天气情况持续不利所导致的优良率不断下调，最终单产从最初的52蒲式耳/英亩调减到如今的49.9蒲式耳/英亩，总体产量从5月首次预测到目前调减有1036.32万吨，降幅达到8.4%。

其次是需求端压榨产能的不断扩建，一方面由于国内生物柴油对于豆油的需求不断提升，另一方面阿根廷旧作减产所导致的自身压榨产能受限，全球豆粕需求被迫转向美豆粕，整体表现为美豆国内压榨利润持续向好，相比历年同期保持较高水平，并且后续有继续走高的可能。虽然其出口量在不断调减导致总需求不断降低，但也是在总供给偏紧的情况下，为了维持2亿蒲式耳以上的期末库存所做的权衡。

图 2.2.1.1：美豆平衡表

SOYBEANS (US)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23 Est.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.
				Dec	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	个人预估	
	Million Acres													
Area Planted	76.1	83.4	87.2	87.5	87.5	87.5	83.5	83.5	83.6	83.6	83.6	83.6	83.6	
Area Harvested	74.9	82.6	86.3	86.2	86.7	86.7	82.7	82.7	82.8	82.8	82.8	82.8	82.8	
	Bushels													
Yield per Harvested Acre	47.4	51	51.7	49.6	52	52	52	50.9	50.1	49.6	49.9	49.9	50.1	
	Million Bushels													
Beginning Stocks	909	525	257	274	215	230	255	260	250	268	268	268	268	
Production	3552	4216	4465	4270	4510	4510	4300	4205	4146	4104	4129	4129	4148.28	
Imports	15	20	16	25	20	20	20	30	30	30	30	30	30	
Supply, Total	4476	4761	4738	4569	4745	4760	4575	4496	4426	4403	4428	4428	4446.28	
Crushings	2165	2141	2204	2212	2310	2310	2300	2290	2290	2300	2300	2300	2400	
Exports	1679	2261	2158	1992	1975	1975	1850	1825	1790	1755	1755	1755	1670	
Seed	97	101	102	97	101	101	101	101	101	101	101	101	101	
Residual	11	1	1	0	25	25	25	25	25	27	26	26	26	
Use, Total	3952	4504	4464	4301	4411	4411	4276	4251	4206	4183	4182	4182	4197	
Ending Stocks	525	257	274	268	335	350	300	245	220	220	245	245	249.28	
Avg. Farm Price (\$/bu) 2/	8.57	10.8	13.3	14.2	12.1	12.1	12.4	12.7	12.9	12.9	12.9	12.9	12.5	
%	13.28%	5.71%	6.14%	6.23%	7.59%	7.93%	7.02%	5.76%	5.23%	5.26%	5.86%	5.86%	5.94%	

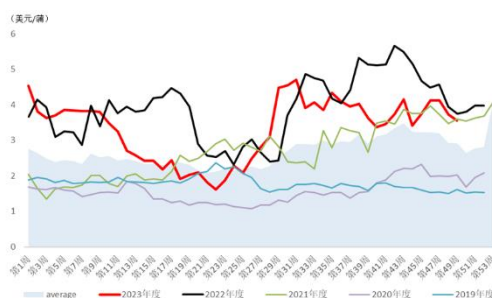
资料来源：USDA、南华研究

经过综合考虑需求及利润的情况下，个人对美豆23/24年度平衡表做出预估。供应端目前种植面积已经在9月份预测平衡表时的田间调查后盖棺定论，后续基本不会再有调整。单产方面自11月调整后，12月已经没有再改动的动作，结合前期优良率来看，本轮干旱在种植末期有所好转，10月份后调减又回调的单产证明实际单产并不差，有望继续小幅回调，故给出50.1蒲式耳/英亩的预测。

结合以上，整体供应端产量预测小幅调增，相比最新的USDA报告，预估主要

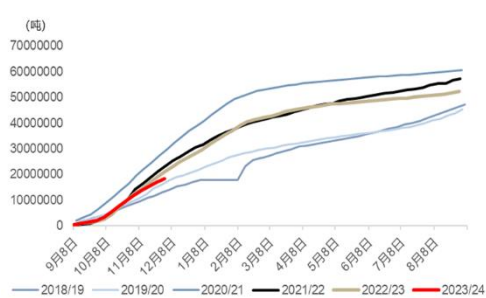
变动在于需求端。

图 2.2.1.2：美豆压榨利润



资料来源：USDA、南华研究

图 2.2.1.3：美豆市场年度累计出口量

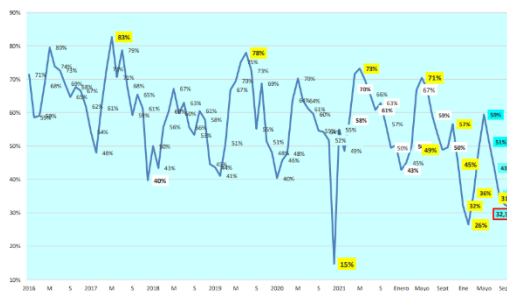


资料来源：USDA、南华研究

压榨需求方面，生物柴油2024年产能的扩建必将带动对豆油的需求，因此本年度考虑基于此缘故调增相应压榨需求。豆粕角度，本年初看到旧作阿根廷减产1890万吨的产量被巴西增产2950万吨所弥补，但阿根廷区别与其他主产国在于其以出口大豆产成品豆粕、豆油为主，由于前期阿根廷国内大豆减产导致其当前原料不足，全国压榨产能闲置率当前已达67.5%，为2021年外的历史次低水平，因此全球对豆粕进口需求被迫转向巴西和美国。但巴西目前旧作余量及压榨产能表现有限，因此考虑在明年2月巴西新作上市前欧洲、中东等国的进口豆粕需求都将由美国填补。所以目前看美国新作压榨品需求在油粕两端均表现较为旺盛，结合新增产能投放预期及历年开机情况，预估新年度将会有6528万吨的压榨需求。

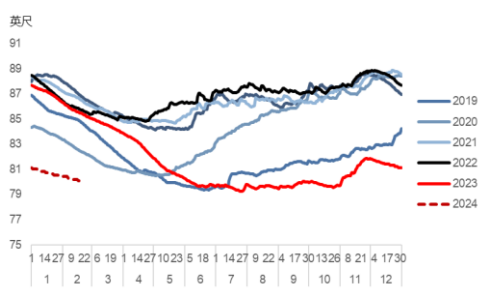
美豆出口方面，考虑到新年度美豆总供给增量有限且预期南美大豆的明显丰产可能存在对出口市场形成冲击，美豆出口因此考虑调减。从新年度5月开始，USDA考虑到自身产量的减少以及南美丰产对美豆出口市场的挤占，因此不断调减本国出口，对比5月预估数据美豆出口降幅已有11%。此外，今年以来巴拿马运河水位下降导致的限行问题也持续影响美湾出口能力。展望后续，由于气候预测上看，巴拿马地区海温热浪天气持续，其水位考虑可能会继续保持偏紧状态限制美湾出口能力。

图 2.2.1.4：阿根廷产能闲置率



资料来源：CIARA、南华研究

图 2.2.1.5：加通湖水位（2024 为预测）

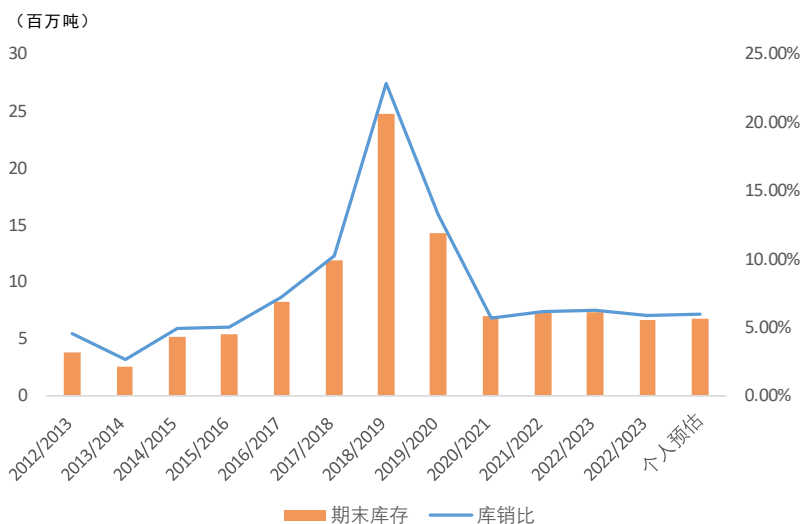


资料来源：钢联、南华研究

在美国生柴计划导致的本国消费增加及南美产量持续上升等多方因素的影响

下，全球对于美豆的依赖不断下降，埃及和巴基斯坦对于美豆的进口需求进一步调减，因此调减出口量。

图 2.2.1.6：美豆期末库存与库销比



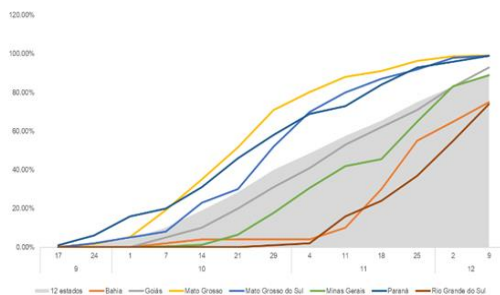
资料来源：USDA、南华研究

预期来看，美豆期末库存来到2.36亿蒲式耳，库销比为5.63%，对应美豆价格中枢1250美分/蒲式耳，但在南美大豆上市后，可能会通过影响国际大豆出口报价冲击此价格中枢，令整体区间下移。

2.2.2 南美大豆

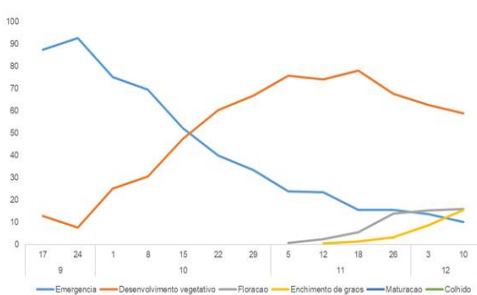
南美大豆方面，当前巴西大豆基本播种完毕，前期较早种植区域已经进入开花、结荚鼓粒期，根据当前总体作物生长进度并结合前文预测后期天气情况来看，巴西整体仍然能够实现自身丰产预期。对于阿根廷来说，今年气候条件的转变使得自身有望实现恢复性增产，巴拉圭的增产同样并无大碍，如此整个南美产量将来到2.2亿吨的创纪录水平，对于全球大豆价格将是一大考验。

图 2.2.2.1：23/24 巴西大豆作物进度



资料来源：Conab、南华研究

图 2.2.2.2：巴西各州 23/24 年播种情况



资料来源：Conab、南华研究

今年巴西整体开启种植时间较早，9月初从中部陆续开种，但今年非典型厄尔尼诺所带来的中西部持续的高温干旱天气使得以MT、MS、GO等为代表的主产州下种进度偏慢，而南部却出现较多的降雨导致部分地区出现水涝情况，虽11月后天气情况有所改善，但由于恶劣天气带来的补种、改种等问题，使得市场多家机构不断下调巴西总产量最低至1.54亿吨。

但从最新Conab与USDA对于巴西的新作预测数据中，并未有明显的产量调减行为，仍对巴西新作产量保持乐观态度。Conab预测23/24年度产量同比去年增幅达到3.6%，全国种植面积有不同程度的增加，尤其MT州的种植面积增量为全国最多，但由于天气问题所导致的单产调减6.3%，最终使得其减产210.76万吨位居全国最高。但巴西南部的增产幅度超出了中北部减产程度，尤其在于RS州的恢复性增产中，除了种植面积增加之外，良好降水带来的单产提升使得该州最终产量同比增加886.94万吨（单产同比去年增幅65.2%）。因此综合考量，巴西整体产量仍然存在同比上涨潜力。

图 2.2.2.3：巴西大豆平衡表

SOYBEANS (BZ)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23 Est.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.
MMT				Dec	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	个人预估	
Supply														
Beginning stocks	32.47	20.42	29.58	27.60	33.10	33.55	33.05	32.95	31.95	31.45	33.44	35.35	33.35	
Production	128.50	139.50	130.50	160.00	163.00	163.00	163.00	163.00	163.00	163.00	163.00	161.00	164.00	
Imports	0.55	1.02	0.54	0.15	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	
Use														
Domestic														
Crush	46.00	46.68	50.71	53.10	55.75	55.75	55.75	55.75	55.75	55.75	55.75	55.75	56.00	
Total	48.65	49.88	53.96	56.90	59.70	59.70	59.70	59.70	59.70	59.70	59.70	59.70	59.50	
Exports	92.14	81.65	79.06	95.51	96.50	96.50	96.50	96.50	97.00	97.50	97.50	99.50	97.00	
Ending Stocks	20.74	29.40	27.60	35.35	40.35	40.80	40.30	40.20	38.70	37.70	39.69	37.60	41.30	
%	14.73%	22.35%	20.75%	23.19%	25.83%	26.12%	25.80%	25.74%	24.70%	23.98%	25.25%	23.62%	26.39%	

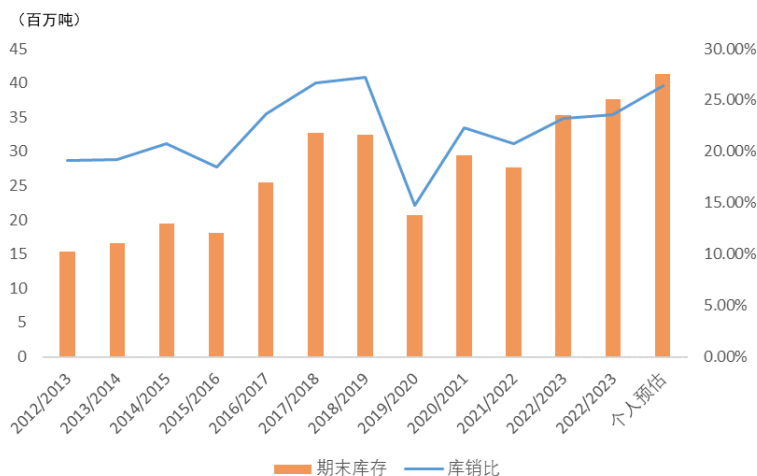
资料来源：USDA、南华研究

具体来看供给端，由于USDA对于巴西22/23年度旧作产量的不断调增，但旧作需求端却调整较少，使得23/24年度期初库存不断上升。对于当前旧作来看，由于美豆发运受限，全球需求转向巴西旧作，包括巴西豆粕出口量也创下年度新高，故旧作需求端应有调增趋势，23/24年度期初库存存在下降预期。产量方面由于全国种植面积增加2.8%，中北部的减产在南部能够得到弥补。目前看开花及鼓粒进度同比往年增速较快，在后期天气较为适宜的情况下，单产有望继续得到修复，产量当前推断或可达到1.64亿吨。

需求端来看，巴西国内生物柴油配比政策再提计划增长，结合大豆供给的增长，巴西国内压榨同样考虑调增。而出口端受制于全球大豆需求的有限增量，以及巴西本国压榨消费对其的挤占，考虑巴西出口小幅调减至9700万吨。

最终期末库存来到4130万吨的历年新高水平，26.39%的库销比将对全球大豆市场形成极大冲击，压制全球大豆价格水平。

图 2.2.2.4：巴西大豆期末库存与库销比



资料来源：USDA、南华研究

对于南美另一重要种植地区——阿根廷，由于新年度较好的天气情况，当前该产区大豆长势良好，根据最新发布的新年度大豆作物状况评级显示，阿根廷大豆整体优良率高达98%（该数据包含作物生长水平评级极优、优秀和良好），差劣率仅为2%。此外，土壤水平表现同样优异，根据最新报告显示，阿根廷大豆产区土壤墒情充足比例高达84%，仅有15%干旱及1%水分过量，优异的土壤墒情表现有助于维持阿根廷后续的作物生长表现。

虽然今年开种时间较晚，当前播种进度慢于历年均值，但在有利天气及土壤水平加持下，阿根廷大豆产区总体种植速度快于往年同期。结合气候角度对于阿根廷后期天气展望来看，BCR预测的5000万吨产量或USDA给出4800万吨产量存在兑现可能。

图 2.2.2.5：阿根廷种植进度

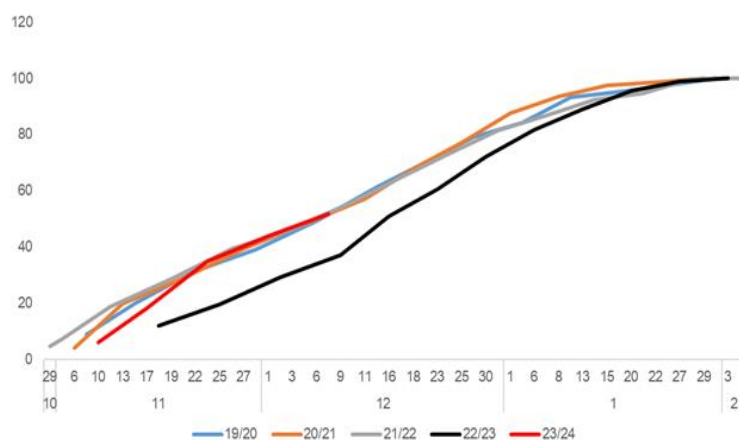


图 2.2.2.6：阿根廷大豆平衡表

SOYBEANS (AG)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23 Est.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.
MMT				Dec	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	个人预估
Supply													
Beginning stocks	28.89	26.65	25.06	23.90	18.15	17.55	17.55	17.7	17.60	17.50	17.21	17.21	17.50
Production	48.80	46.20	43.90	25.00	48.00	48.00	48.00	48.00	48.00	48.00	48.00	48.00	50.00
Imports	4.88	4.82	3.84	9.06	5.70	5.70	5.70	5.70	5.70	5.70	5.70	5.70	6.00
Use													
Domestic													
Crush	38.77	40.16	38.83	30.32	36.50	36.00	36.25	36.25	34.50	34.50	34.50	34.50	37.50
Total	45.87	47.41	46.04	36.57	43.20	42.70	42.95	42.95	41.75	41.75	41.75	41.75	44.50
Exports	10.00	5.20	2.86	4.19	4.60	4.60	4.6	4.6	4.60	4.60	4.60	4.60	5.00
Ending Stocks	26.70	25.06	23.90	17.21	24.05	23.95	23.7	23.85	24.95	24.85	24.56	24.56	24.00
%	47.79%	47.63%	48.88%	42.22%	50.31%	50.63%	49.84%	50.16%	53.83%	53.61%	52.99%	52.99%	48.48%

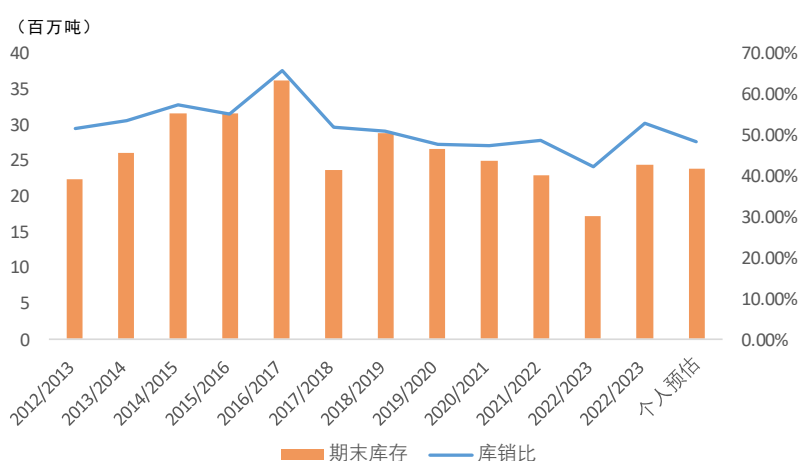
资料来源：USDA、南华研究

对于阿根廷23/24年度新作的预测，从供应端来看，产量方面由于种植面积增加（6.8%）以及单产恢复（良好天气支撑），推测新年度产量可能到达5000万吨水平。

需求端来看，由于新年度产量的恢复，阿根廷国内压榨产量将会跟随恢复，恢复程度预计将由当前的67.5%闲置降低至30%闲置。考虑随着阿根廷压榨能力的恢复，后续全球对于阿根廷豆粕与豆油的需求将会回归。出口方面，恢复性增产后阿根廷大豆出口考虑同样恢复至历史正常年份水平，但考虑到上一作物年度由于减产导致结转库存偏低本国有建库需求，阿根廷压榨对本国大豆需求的挤占及巴西供给冲击市场导致全球对阿根廷大豆进口需求有限三方面考量，综合得出阿根廷年度出口或将小幅调增至500万吨。

结合供需两端得到阿根廷新年度期末库存或将达到2400万吨，48.48%的库销比也将进一步助力新作南美大豆成为全球大豆价格洼地的预期。

图 2.2.2.7：阿根廷大豆期末库存与库销比



资料来源：USDA、南华研究

2.2.3 全球大豆

对于国际大豆来看，上文已经对当下及明年的产地天气进行分析与展望，目前看全球豆系供应仍然偏宽松：

全球大豆供应增量来源于南美地区整体能够实现的创纪录丰产。巴西目前看天气端后市有保持良好的迹象，在12-1月关键种植期有望得到有利降水，最终实际产量仍将保持丰产。阿根廷由于拉尼娜气候的结束转向厄尔尼诺，天气端将有利于实现恢复性增产。两地的产量同比增长将使得明年2月份南美大豆上市开始，在供应方面持续压制国际大豆价格。

全球大豆需求端的增量来源于南北美洲压榨量的提升，即美国和巴西生物柴油产能的扩增以及添加比例的预期上调，及阿根廷恢复性增产带来国内压榨产能的重启。进出口量方面来看，作为全球主要大豆消费地区的中国和欧盟，考虑其总体消费增量有限，尤其中国当前正面临养殖需求端的去产能预期与降低进口依赖度的政策调整要求。故整体进出口量或可能稳定偏弱。

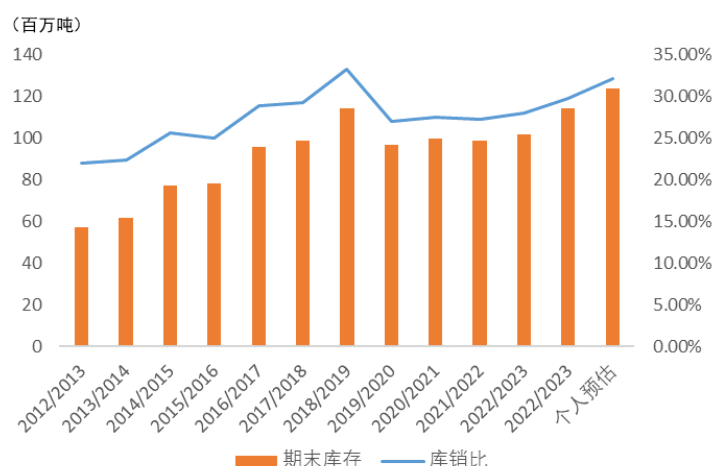
综合来看，全球大豆的期末库存由于产量的增幅较大将有明显提升，23/24年度大豆价格上方空间可能由于供给增加而存在压力。

图 2.2.3.1：全球大豆平衡表

SOYBEANS (GL)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23 Est.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.	2023/24 Proj.
MMT				Dec	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	个人预估
Supply													
Beginning Stocks	115.24	94.74	99.75	98.00	101.04	101.32	102.90	103.09	102.99	101.89	100.31	101.92	101.90
Production	339.97	368.52	358.00	374.39	410.59	410.70	405.31	402.79	401.33	399.50	400.42	398.88	405.50
Imports	165.12	165.54	157.08	164.78	169.77	169.82	166.57	166.25	165.97	165.75	165.75	167.65	167.35
Use													
Domestic Crush	312.31	315.43	312.89	313.41	332.31	331.91	330.25	329.53	327.74	328.49	329.47	329.50	335.47
Domestic Total	358.32	363.76	362.11	364.13	386.49	386.09	384.51	383.94	382.62	383.28	383.68	383.96	384.93
Exports	165.17	165.00	153.89	171.12	172.41	172.41	169.29	168.77	168.42	168.24	168.29	170.29	165.98
Ending Stocks	96.84	100.03	98.83	101.98	122.50	123.34	120.98	119.40	119.25	115.62	114.51	114.21	123.84
%	27.03%	27.50%	27.29%	28.01%	31.70%	31.95%	31.46%	31.10%	31.17%	30.17%	29.85%	29.75%	32.17%

资料来源：USDA、南华研究

图 2.2.3.2：全球大豆期末库存与库销比



资料来源：USDA、南华研究

2.3 全球菜籽及葵籽供需展望

2.3.1 全球菜籽情况

根据全球菜籽供需平衡情况来看，本年度由于澳洲面临了一定的厄尔尼诺气候导致的减产风险，主要在于过去几个月菜籽产区经历了较长时间的相对高温天气，且降水量较平均表现同样略微偏少，但由于降水量的主要减少时期并非菜籽生长的关键需水期。因此考虑澳洲菜籽单产受到高温天气影响更为严重，降水量对其的影响相对有限。新年度菜籽产量预计与历史产量相比可能会有一定的减少，与去年的明显丰产相比减少幅度较大。

图 2.3.1.1：澳大利亚历史半年温度距平回顾

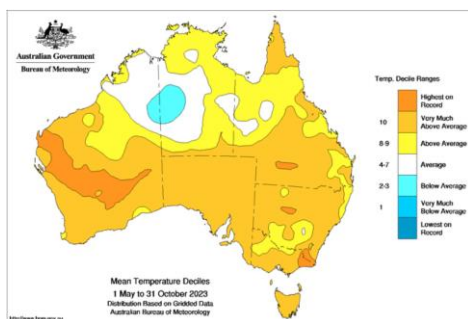
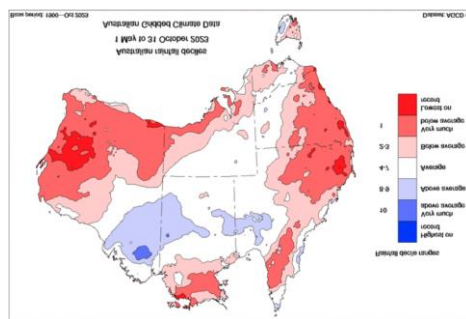


图 2.3.1.2：澳大利亚历史半年降水距平回顾



资料来源：AU BoM、南华研究

本年度菜籽除澳洲受天气影响而有明显的减产预期外，其余地区均有一定程度的产量维持或增长，在供给明显恢复的情况下，新一年的菜籽供给表现并不紧张。在供需表现相对充裕的情况下，国际菜籽端的矛盾当前来看并不突出。尤其加拿大菜籽的产量表现出的恢复性增长，对全球菜籽可用出口提供了良好的支持。

图 2.3.1.3：全球菜籽供需平衡表

全球菜籽供需平衡表（百万吨）					
	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24F
期初库存	12.58	10.73	9.15	9.91	14.91
产量	62.96	67	67.5	79.08	76.01
欧盟27国	15.57	17.03	17.23	19.25	19.48
俄罗斯	2.06	2.57	2.88	4.2	4.05
乌克兰	3.48	2.7	3.16	3.67	4.35
加拿大	19.91	19.48	14.25	18.69	18.32
美国	1.55	1.63	1.3	1.64	1.79
中国	5.7	6	6.5	6.9	7
印度	7.4	8.55	10.7	10.8	10.3
澳大利亚	2.3	4.76	6.82	8.1	5.4
总供给	75.54	77.73	76.65	88.99	91
压榨量 (07-次年06)	61.92	66.57	64.63	71	75.79
其他用量	2.88	2.01	2.12	3.08	2.24
结转库存	10.73	9.15	9.91	14.91	13.09
欧盟27国	1.06	1.01	1	1.61	1.37
加拿大	3.43	1.68	1.4	1.65	2
库存消费比	16.02%	20.13%	14.85%	13.34%	16.78%

资料来源：油世界、南华研究

当前依旧处在种植期的欧盟菜籽产区，由于长期存在的北太平洋海温正异常，欧洲南部地区温度受此影响表现偏高，欧洲菜籽产区同样受到影响。但由于冬季北大西洋海温开始逐步降温，欧洲南部地区在海气环流可以正常运转的预期之下，考虑下一年度欧盟菜籽供给同样不会面临太大问题，该地区的菜籽产量考虑总体保持偏乐观的预期。

2.3.2 全球葵籽情况

俄乌冲突后，两地均开始恢复作物的种植，因此本年度葵籽获得了较好的恢复性生产。由于全球最主要葵籽产区产量的恢复，本年度全球葵籽产量由此同样明显增长，国际葵籽供给表现充裕。

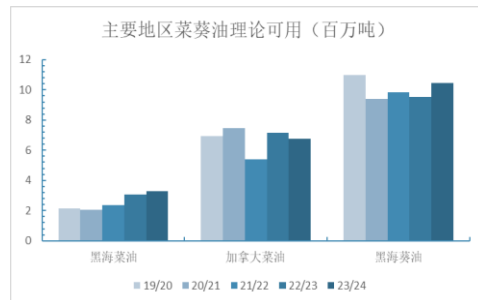
图 2.3.2.1：全球葵籽供需平衡表

全球葵花籽供需平衡表（百万吨）					
	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24F
期初库存	3.32	3.34	2.86	7.92	5.4
产量	55.67	50.84	58.34	55.19	56.69
欧盟27国	9.47	8.98	10.38	9.53	9.79
俄罗斯	15.38	13.37	15.66	16.6	16.7
乌克兰	16.5	13.9	16.9	12.4	14.6
阿根廷	3.02	3.2	3.4	4	3.72
土耳其	1.7	1.58	1.75	1.86	1.35
总供给	58.99	54.18	61.2	63.11	62.09
压榨量 (09-次年08)	50.5	46	47.83	52.11	52.47
其他用量	5.15	5.32	5.45	5.6	5.41
结转库存	3.34	2.86	7.92	5.4	4.21
欧盟27国	0.85	0.72	1.46	1.36	1.1
俄罗斯	0.39	0.15	1.33	1.5	1.14
乌克兰	0.14	0.22	3.1	0.25	0.33
阿根廷	0.95	0.93	0.8	0.92	0.8
其他国家	1.01	0.84	1.23	1.37	0.84
库存消费比	6.00%	5.60%	14.90%	9.40%	7.30%

资料来源：油世界、南华研究

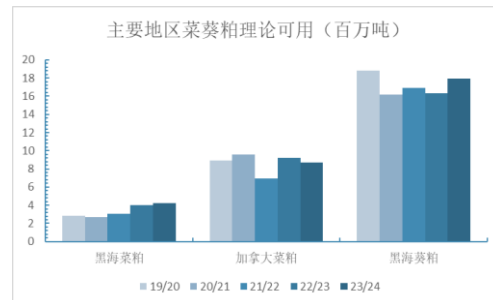
对于全球菜籽葵籽及其压榨成品来说，明显参与贸易流且供需影响较大的区域为加拿大地区及黑海地区。根据平衡表计算可知，由于两地的菜葵籽同比上一年度有一定的增长，因此考虑可出口量和理论可压榨量均有进一步增加。尤其本年度黑海地区葵籽的供给明显恢复增长，对全球菜葵及相关压榨品的供给造成了较大的冲击，供给的极大改善明显抑制了国际菜葵的价格水平。

图 2.3.2.2：两地菜葵油理论压榨可用



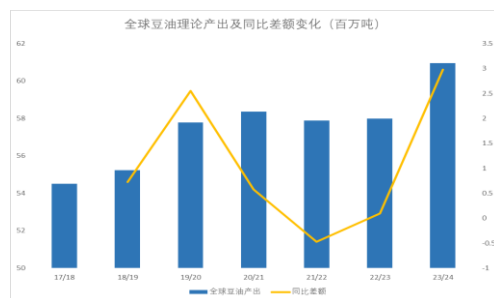
资料来源：油世界、南华研究

图 2.3.2.3：两地菜葵粕理论压榨可用



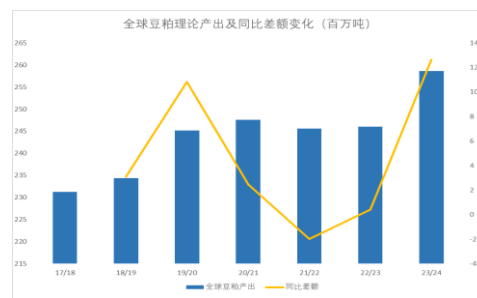
总结豆菜葵三大油籽及其压榨成品的供给变化情况，可以明显看出新年度全球来自三大油籽的理论压榨成品供给考虑都会有较为明显的增长，理论全球豆菜葵蛋白供给边际增量或将超过1200万吨，全球豆菜葵油供给边际增量或将达到400万吨。

图 2.3.2.4：全球豆油理论压榨可用及变化



资料来源：USDA、南华研究

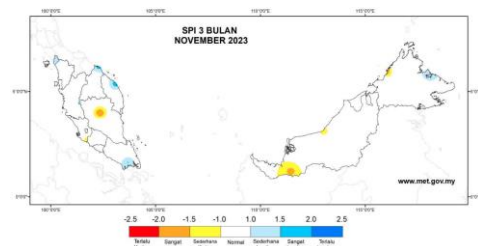
图 2.3.2.5：全球豆粕理论压榨可用及变化



2.4 全球棕榈油供需展望

对于明年的棕榈油，由于存在厄尔尼诺的预期，因此天气影响下的产量预期将会成为明年的热点话题。但根据当前的厄尔尼诺影响情况来看，考虑当下的厄尔尼诺对东南亚棕榈油的产量不会产生较大的影响，主要原因在于东南亚地区的并未受到明显影响导致降水有明显的偏离情况。

图 2.4.1：马来西亚产区历史降水距平



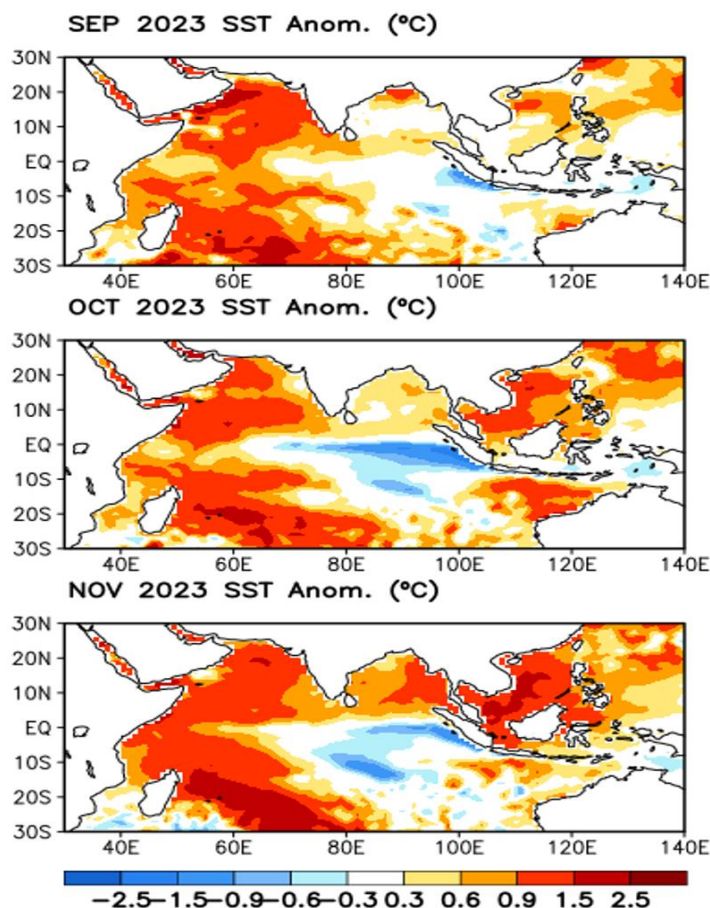
资料来源：MET、BMKG、南华研究

图 2.4.2：印尼产区历史降水距平



根据当前的印度洋海温情况来看，东南亚地区的海温依旧表现出了一定程度的暖异常。尽管当前印度洋地区的IOD同样表现出了正异常，但该指数的正异常并非东南亚地区的海温影响而来，主要是由于阿拉伯海地区的海温正异常异常强烈导致。且东南亚近海海域附近受到全球海温偏暖影响表现出了异常的海温正异常现象，因此从近期的天气情况来看，厄尔尼诺不仅未对东南亚产区降水产生负异常，反而由于局地海温过热，产地降水表现良好。

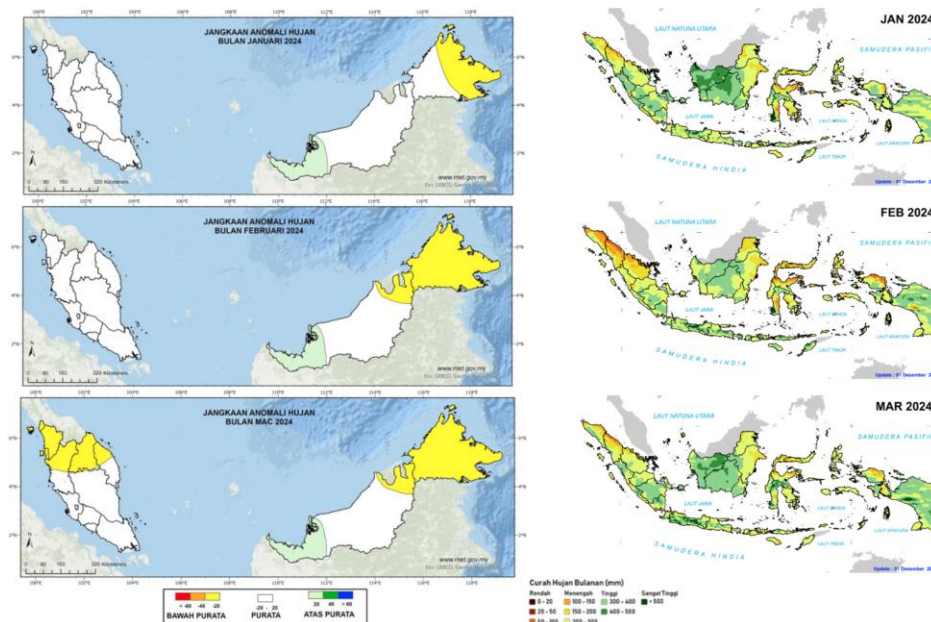
图 2.4.3：印度洋近期海表面温度变化情况



资料来源：NWS、南华研究

而预测后续的天气情况，由于东南亚地区的海温后续或将继续维持中性偏暖的预期，因此该地区的降水考虑不会出现明显的减少预期，叠加东南亚近海海域的温度持续表现偏暖，近一季度产地降水将会继续表现良好，有利于后续棕榈油产地产量的稳定维持向好。

图 2.4.4：马来西亚未来三月降水距平预报（左）及印尼未来三月降水距平预报



资料来源：MET、BMKG、南华研究

展望新年度全球棕榈油的供给情况，由于厄尔尼诺在明年一季度前均不考虑对产地降水有明显减少的预期，因此对于后续的果实结出生长及发育等考虑维持正常水平。叠加过去两年棕榈油保持高价情况下出现了果树的重植修缮及前期的扩种等情况出现。在预期棕榈树面积增加且天气对产地影响较小的情况下，预期新年度全球棕榈油的供给将会维持或略微增长。

图 2.4.5：棕榈油供需平衡表

棕榈油供需平衡表（百万吨）							
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 F.
东南亚产量	6695.25	7203.82	7074.19	6941.14	6970.14	7358.96	7420
东南亚进口	84.15	97.71	94.69	123.04	111.99	98.80	100
东南亚出口	5119.37	5179.84	5137.69	4978.37	4658.98	4747.50	4650
东南亚消费	1687.73	2108.99	2080.64	2180.73	2419.39	2648.64	2800
东南亚期末库存	647.61	660.71	613.27	574.36	575.98	556.42	626.42
库销比	9.51%	9.06%	8.50%	8.02%	8.14%	7.52%	8.41%

资料来源：MPOB、GAPKI、南华研究

从消费端来看，国际棕榈油的边际增长量依旧是生物柴油，由于当前消耗棕榈油做生物柴油的主要消费国依旧是印尼，因此仅考虑印尼生物柴油政策对其后续的供需可能造成一定的影响。根据最新公布的印尼生物柴油数据显示，当前印尼在完成B35政策方面仍旧存有一定缺口，对于明年B40是否可能顺利实行以足额消费棕榈油，当前依旧需要观望。此外对于生物柴油的生产及消费能力，考虑到其与能源价格及柴油裂解价差密切相关，以当前背景考虑新年度柴油消费及裂解走势，在能源端存在回落预期的情况下，生物柴油对植物油的消费能力需要谨慎乐观看待。

对于明年的棕榈油，供给可能会存在一定的不确定性。原因主要在于本年度厄尔尼诺为非典型的混合型厄尔尼诺，且由于其发生的时间相对较迟，可能会有出现次生影响的可能性。根据现有的科研结论经验主义的推断，明年夏季后棕榈油产区可能存在发生干旱的可能性，或将对明年四季度末的棕榈油产量预期造成影响。但由于该推论还需要进一步观察和跟踪，因此该情况仅作为预期供给外的风险点因素考量，后续将会对其进行持续跟踪观察。

总结国际油脂的总体表现，根据平衡表推演，新年度全球四大油脂合计或将会有超过500万吨的同比供给增量，而消费端仅仅存在生物柴油端的消费增量预期，且由于能源端存在一定的回落预期，可能会限制消费端的增长能力。因此考虑新年度的油脂供需将会延续宽松预期。

2.5 国内油脂油料供需展望

2.5.1 蛋白：年度供应偏宽松

对于23/24年度的中国大豆及豆粕市场，由于全球大豆供应转为宽松的来源于整个南美地区的丰产，叠加考虑巴西和阿根廷自身国内运输以及仓储能力。预计在南美大豆上市之际，国际大豆报价将会有进一步下跌的预期；此外，考虑到明年美联储有结束加息周期的预期，人民币存在预期升值空间，汇率端同样可能有助于降低进口成本，综合考虑一季度及二季度我国大豆进口成本或将下降，进口量或有明显增长，有望达到历史同期最高水平，推演可能在二季度逐步迈向峰值。

由于供给增加带来的原料库存压力，考虑明年我国大豆压榨同样维持高开机水平，豆粕供给预期转松将压制国内蛋白价格上方空间。此外，在正常情况下，由于原料稳定充足供应且进口成本受到压制，期现矛盾的极大缓解可能导致明年豆粕整体基差波动幅度和区间同样向平缓转变。在全球大豆供给继续维持充沛供应的背景下，新年度国内豆粕考虑进一步受到国际大豆市场指引，年度波动区间预期整体下移。

图 2.5.1.1：进口大豆供需平衡表

进口大豆 (万吨)	预测										
2023/24	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
油厂大豆上月结转库存	437	409	465	645	485	569	609	805	545	648	642
大豆到港量	516	792	1020	640	560	780	1056	1089	1034	893	764
开机压榨量	662	734	840	800	476	740	860	941	931	899	864
豆粕产量	523	580	664	632	376	585	679	743	735	710	683
豆粕出口量	3	4	6	10	6	5	11	13	14	15	12
豆粕提货量	523	579	635	613	392	562	650	720	730	706	683
油厂豆粕库存	72	62	84	93	72	89	107	118	109	99	86
油厂大豆期末库存	409	465	645	485	569	609	805	953	648	642	542

资料来源：钢联、南华研究

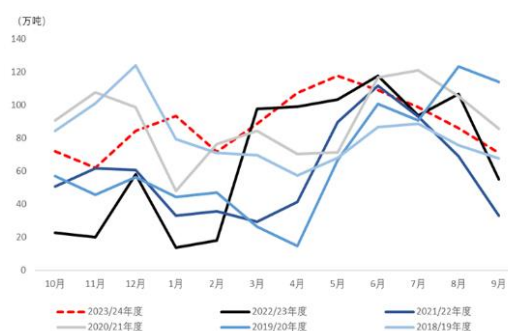
但近年来国内豆粕经常走出与国际大豆偏离行情，原因在于国际供给兑现至国内存在路径传导上的节奏偏差，其中最主要的三个影响因素分别是大豆买船、到港

及开机压榨。

因此从买船节奏来看，由于当前下游在养殖利润亏损的情况下提货情绪较差，豆粕消费疲弱导致其去库速度较慢。而国内大豆压榨企业前期在利润较好时完成的买船当前大量到港，卖压较大导致国内油厂压榨利润表现不佳。由此导致近端大豆买船态度表现消极，一季度国内大豆到港考虑同样偏低，大豆及豆粕库存压力因此可能阶段性缓解，此外考虑到明年一季度下游产能去化幅度有限，养殖端依旧存在饲料刚需，因此一季度蛋白价格下方存在支撑。

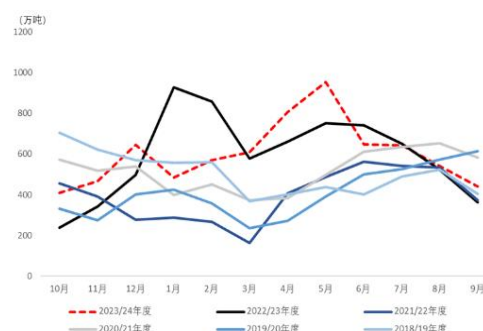
但考虑进入二季度，随着产区大豆集中上市，卖压冲击下进口成本坍塌可能给予国内油厂压榨利润，在国内高养殖产能及产量的刚性需求下，二季度及三季度国内进口买船及到港考虑会逐步恢复。考虑蛋白价格在二季度可能会因为成本冲击而承受压力，三季度蛋白价格则需要关注养殖产能去化程度及养殖利润表现。如若养殖利润因产能去化而有所改善，则养殖成本端的蛋白价格或将同样获得来自消费的支撑，否则考虑蛋白在三季度将可能继续因为养殖端悲观的消费情绪而被动承压。

图 2.5.1.2：油厂豆粕库存



资料来源：WIND、南华研究

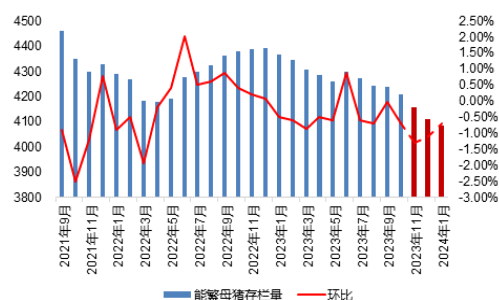
图 2.5.1.3：油厂大豆库存



资料来源：WIND、南华研究

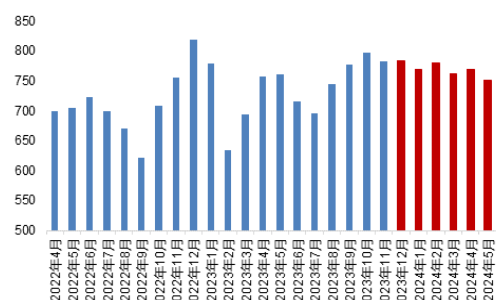
四季度则考虑蛋白走势跟随下一年度北美大豆种植及国际大豆价格水平波动，在下一年度种植未定且国内养殖消费变化不明的情况下，暂不推断蛋白四季度价格走势。

图 2.5.1.4：能繁母猪存栏预测图



资料来源：农业农村部、南华研究

图 2.5.1.5：生猪出栏预估图

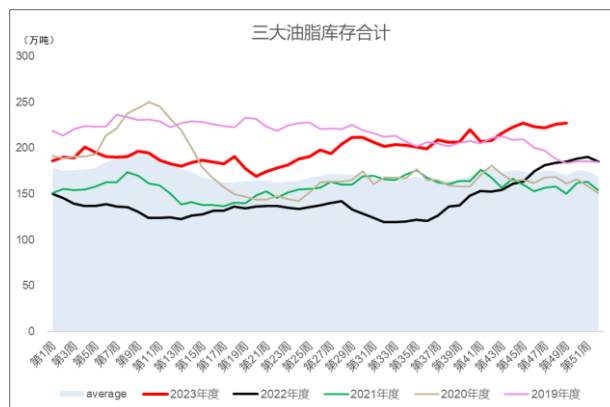


资料来源：农业农村部、南华研究

2.5.2 油脂：供给话题缺乏，消费增量不明

对于国内油脂，由于始终高企的整体油脂库存，我国植物油供给缓冲垫较厚。我国的整体的供应表现非常充裕，一定程度平抑阶段性供需错配可能导致的矛盾。

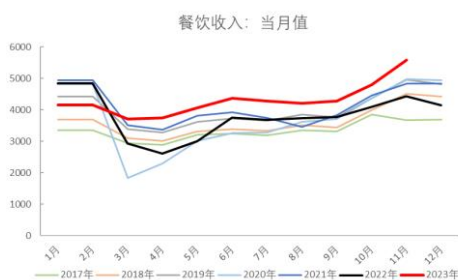
图 2.5.2.1：国内三大油脂库存合计



资料来源：钢联、南华研究

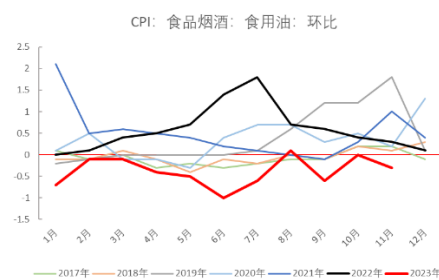
而整体的植物油脂消费方面，由于我国对植物油消费基本流入食用消费，因此考虑随着我国人口结构的逐渐改变，配合经济增长放缓的预期，植物油脂在我国的消费端并不会会有过于亮眼的表现。根据国内餐饮收入及食用油CPI数据显示，植物油的消费端表现逐渐恢复，但由于增长速度相对较为缓慢，消费增长动力考虑较为疲弱。

图 2.5.2.2：国内餐饮收入



资料来源：国家统计局、南华研究

图 2.5.2.3：CPI：食品烟酒：食用油：环比



细分不同油脂，对于国内棕榈油，由于进口的持续且进口量表现充裕，尽管表观消费表现较为出色，但我国棕榈油的库存水平持续保持高位。

对于未来的供给，由于产地供给能力依旧较强，产地当前的卖货心态始终保持在偏积极状态，国内供给因此预期较为乐观。消费端来看，由于本年度暖冬的存在，气温偏高一定程度延长了棕榈油的消费时间，且由于棕榈油始终处在性价比良好区间，油脂替代消费能力强，因此同比往期，目前的棕榈油消费能力始终表现强劲。

对于未来消费，考虑随着冬至邻近整体气温开始明显下降，棕榈油的消费场景将会受到限制，一季度棕榈油的消费量考虑将会因为消费场景限制而有季节性的减少。后续消费则考虑存在油脂间的价差替代可能，由于棕榈油存在厄尔尼诺带来的季节性减产话题，虽然当前来看厄尔尼诺并未造成棕榈油的减产，但依旧会令棕榈油存在潜在的利多话题。尤其后续随着温度的上升，棕榈油消费场景的恢复叠加天气话题炒作预期，考虑棕榈油相对其他油脂价差可能走强，一定程度的限制棕榈油的消费能力和价格上方空间。

因此对于明年棕榈油，考虑整体表现为供需表现双旺，供给端由于厄尔尼诺的不及预期而考虑进口来源可以持续，而消费端的旺盛需要以价格竞争获取。此外，由于存在库存的明显压制，国内棕榈油考虑明年将会继续表现为区间震荡。

图 2.5.2.4：国内棕榈油表观消费量

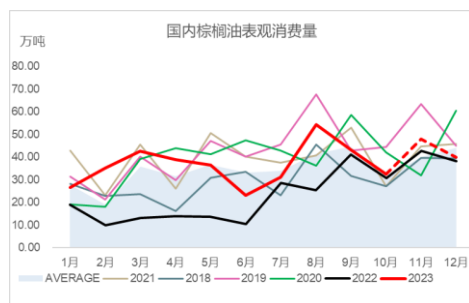
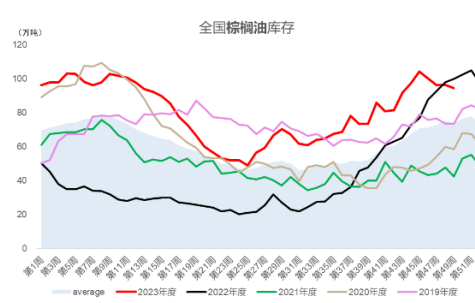


图 2.2.2.5：国内棕榈油库存



资料来源：钢联、南华研究

对于豆油，近期在棕榈油和菜油的持续份额挤占下，豆油的消费表现较为悲观。因此即使当前由于蛋白提货消费不乐观导致油厂的而开工进度偏慢，豆油供给被动减少，但豆油的库存水平并未出现明显出的去库。

对于未来的豆油供给，由于国际大豆的供给预期显著增加，因此考虑豆油原材料的进口成本或将下降。但大豆进口成本下降并不一定代表国内豆油的供给可以同步增加，其中主要考虑未来的蛋白提货和消费能力。根据当前的养殖存栏和利润水平来看，养殖端对大豆的需求态度相对偏消极，且随着养殖利润的持续亏损，考虑后续养殖端的存栏有下降的预期。因此即使明年国内有新增投产的压榨厂，但预计国内大豆的进口和压榨相较今年不考虑继续增长，甚至可能略微下降，由此考虑相较国际豆油的明显增长来说，本年度国内豆油的供给可能维持。

消费端同样考虑三大油脂在国际整体供给增长的情况下，在国内也会表现为竞价获得消费市场。因此考虑即使本年度我国大豆进口量可能略有偏紧，豆油供给增长能力相对较弱，但并不考虑豆油价格存在上涨的预期，因为棕榈油以及菜葵油的价格竞争均会压制豆油的价格水平，新年度豆油的价格同样考虑继续表现为区间波动，且在进入夏季，由于国际大豆卖压增加导致可能导致的价格下跌，豆油成本坍塌可能会使其在二季度相对其他油脂价格更加疲弱。

图 2.5.2.6：国内豆油表观消费量

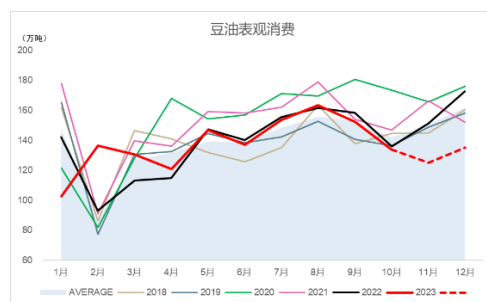
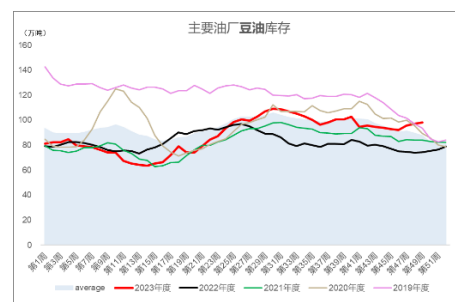


图 2.5.2.7：国内豆油库存



资料来源：钢联、南华研究

对于菜油，由于本年度欧盟地区及加拿大的菜籽均表现丰产，导致黑海地区 and 的菜油及葵油以及加拿大菜籽均显著向中国进口，尤其黑海地区，本年度向中国大量进口菜油及葵油导致我国今年进口菜油供给表现异常充裕，菜油价格因此表现格外疲弱。

考虑未来菜油供给，在如此高企的国际供给冲击下，考虑明年一季度我国的菜油及菜籽供给依旧会表现较为宽松，二季度及三季度由于本年度澳洲菜籽的减产，因此考虑国际菜籽价格可能会在明年夏季有一定的回升。叠加当前葵油同样有大量供给，在进口成本低廉的情况下我国一季度葵油进口考虑同样充沛，导致菜葵的整体供给始终保持充沛的预期。而明年二季度则考虑随着黑海葵籽卖压的逐步释放，葵油及葵籽的国际价格同样存在回升的预期。因此考虑在明年夏季菜葵的供给冲击或将有所减缓。

但从消费端考量，当前菜油的消费同样需要通过对其他油脂的竞价替代完成，因此菜油价格在竞价替代和成本坍塌两方面影响下持续保持弱势，该现象或将持续至明年一季度。对于明年二季度及三季度，则考虑虽然国际菜系价格会有一定的恢复，但国际豆系供给的上市冲击接力导致消费端考量明年二三季度国际菜籽及葵籽的价格上方恢复空间同样有限。因此影响到我国菜油的价格也考虑表现为一季度继续疲弱运行，二三季度略有起色但反弹能力有限。

图 2.5.2.8：华东菜油表观消费量

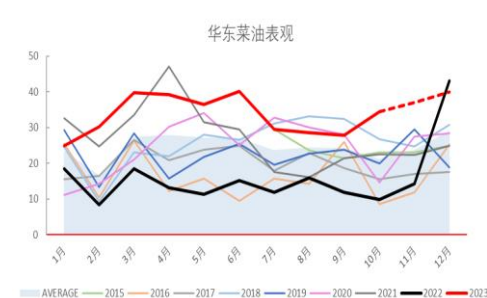
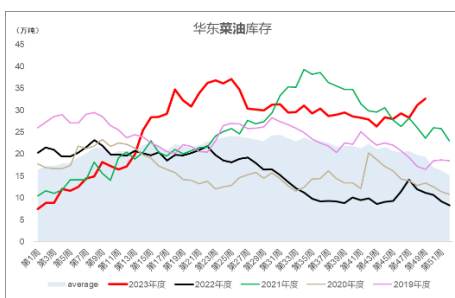


图 2.5.2.9：华东菜油库存



资料来源：钢联、南华研究

3. 后市展望

3.1 蛋白展望：供强需弱，重心下移

对于明年的油料及蛋白，全球大豆供应增量来源于南美地区整体预期实现的创纪录丰产；新年度菜籽的供给表现同样宽裕；俄乌冲突后全球最主要的葵籽产区的恢复性生产带来的全球葵籽供给增长。在豆菜葵三大油籽供给明显增加的预期下其压榨成品理论可供量将获得进一步增长，三大油籽压榨蛋白理论同比增量超过1200万吨。但观察明年需求，由于全球经济依旧存在悲观预期，养殖下游消费增长动力有限的情况下，养殖对蛋白的需求增量同样考虑有限，在供强需弱的背景下，供给的极大改善将明显抑制国际油籽及蛋白价格水平。

对于国内蛋白来说，全球油籽供给预期的好转，及人民币汇率的预期改善，可能从量和价两方面增加我国可进口能力。一季度考虑受到当前压榨利润不佳买船偏少，国内大豆到港考虑偏低，在大豆及豆粕库存压力可能阶段性缓解，及下游产能去化有限依旧存在饲料刚需的情况下，蛋白价格下方存在支撑。但考虑进入二季度，随着产区大豆集中上市，卖压冲击下进口成本坍塌可能给予国内油厂压榨利润，在国内高养殖产能及产量的刚性需求下，二季度及三季度国内进口买船及到港考虑会逐步恢复。因此考虑蛋白价格在二季度可能会因为绝对成本冲击下承受压力；三季度蛋白价格则需要关注养殖产能去化程度及养殖利润表现。如若养殖利润因产能去化而有所改善，则养殖成本端的蛋白价格或将同样获得来自消费的支撑，否则考虑蛋白在三季度将可能继续因为养殖端悲观的消费情绪而被动承压。

菜粕方面来看，由于菜籽供给的明显好转，菜粕全年也将承压运行。豆菜粕品种间的替代价差将会持续指导菜粕价格走势，但考虑到菜粕的消费旺季在明年的二三季度，且明年二三季度国际菜籽及葵籽卖压将会逐渐缓解而大豆卖压逐渐上升，成本走势的不同可能引导二三季度豆菜粕相对价差走缩。

综合考虑豆菜粕整体的价格波动区间，在整体区间下移的预期下，豆粕全年震荡区间下沿可能在3000-3200，震荡区间上沿考虑在4000-4200。豆菜粕间价差的波动区间或将在600-1200之间，菜粕价格波动区间考虑跟随豆粕及相对价差变动。

3.2 油脂展望：宽松供给与消费不确定

对于明年的油脂，由于全球年度四大油脂的总供给同比增量超过400万吨，而消费端唯一增长点在于生物柴油。从产能投放及政策角度来看，生物柴油存在消费增长的动力，但具体消费的增长的量级则会受制于实际的政府经济压力以及能源端价格水平。在当前经济大背景依旧处在悲观下行预期之下，消费的疲弱叠加能源价

格的转弱会令生物柴油的消费能力打一定折扣。明年四大植物油脂整体的供需平衡考虑会继续向宽松运行，整体油脂的库存水平同样会有继续上升的可能。因此对于国际植物油脂价格来说，由于供给的宽松，考虑其价格将会继续维持区间波动并在收获期间表现承压。

对于国内油脂来说，考虑一季度在整体库存高企且供给充沛的情况下三大油脂继续表现弱势运行。一季度向二季度切换的过程中油脂间或可能存在阶段性的分化，豆油可能因为南美大豆的集中上市而出现自成本端而来的下跌，菜油则随着供应端卖压的逐步释放而表现企稳回升，棕榈油则考虑随着产地季节性减产降库存释放其压力支撑价格及气温回升消费场景回归而同样存在价格下方的更强支撑。二季度及三季度则预计品种间价差会有进一步分化的可能，主要体现为豆油继续承压及棕油在厄尔尼诺后续炒作窗口期的表现强势，菜油则需要关注欧盟的新年度作物供给水平，如若新年度欧盟菜籽继续表现丰收则菜油同样可能阶段性承压。四季度则需要关注下一作物年度北美产区的作物生长水平对我国植物油脂及油籽进口成本的影响，当前不做推断。

当前来看，由于植物油整体供给依旧表现充裕，因此推断新年度油脂将会继续表现为区间波动，暂不考虑趋势行情的出现。三大油脂的整体价格波动区间考虑下方棕榈油支撑或在6000-6200附近，上方菜油压力或在8800-9000附近。风险点则在于全球经济或区域经济体可能出现的潜在暴雷风险以及国际能源价格的意外波动。

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 APP