

油脂油料 | 2024 商品二季度展望 产量终将回归，区间较难打破

核心观点：

2024年一季度油脂油料之间相对表现有所分化，油脂偏强上涨，而油料震荡下跌。

对于二季度的油料及蛋白：当前看4月基差及5-9月差将继续维持弱势，预计将在此形成阶段性底部。5、6月随着09合约重新计价，蛋白粕可能存在估值上的修复。在高库存的背景下，豆粕09考虑上方压力区间在3600-3800附近，震荡下沿可能在3100-3200左右。豆菜粕价差的波动区间或将在500-900之间，菜粕价格波动区间考虑跟随豆粕及相对价差变动。

对于二季度的油脂：当前来看，由于二季度初棕榈油供给的相对紧张，在低库存紧供给的预期下，棕榈油可能会有继续攀升的可能性，但受制于国内植物油整体供给的充盈，因此考虑上方压力区间在8800-9200附近。下方植物油的整体支撑则考虑豆油及菜油的进口成本附近，即7000-7200左右。

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

风险提示：美联储降息变动，地缘政治风险，能源价格变动。



目录

章节

1. 行情回顾	1
2. 全球油脂油料供需展望.....	2
3. 后市展望	17

目录

图表

图 1.1: BMD 棕榈油（连续）结算价.....	1
图 1.2: 国内油脂（连续）收盘价.....	1
图 1.3: CBOT 美黄豆（连续）收盘价.....	1
图 1.4: 国内油料（连续）收盘价.....	1
图 2.1.1: ENSO 概率预报（左）、ENSO 强度集合模式预报（右）	2
图 2.2.1.1: 大豆玉米比价	3
图 2.2.1.2: 美农种植利润	3
图 2.2.1.3: 美国季度降雨展望.....	4
图 2.2.1.4: 美国季度温度展望.....	4
图 2.2.2.1: 巴西升贴水报价.....	4
图 2.2.2.2: 巴西大豆出售进度.....	4
图 2.2.2.3: 阿根廷大豆压榨量.....	5
图 2.2.2.4: 阿根廷开工率	5
图 2.2.2.5: 阿根廷豆粕出口量.....	5
图 2.2.2.6: 美国豆粕出口量.....	5
图 2.3.1.1: 加拿大菜籽出口进度	6
图 2.3.1.2: 澳大利亚菜籽出口进度.....	6
图 2.3.1.3: 乌克兰菜籽出口进度	6
图 2.3.1.4: 全球菜籽供需平衡表	7
图 2.4.1: 马来西亚产区历史降水距平	8

图 2.4.2: 印尼产区历史降水	8
图 2.4.3: 2024 全球棕榈油供需平衡 1-6 月预测	9
图 2.4.4: 两国棕榈油产量合计	9
图 2.4.5: 两国棕榈油库存合计	9
图 2.4.6: 马来西亚棕榈园树龄结构	10
图 2.4.7: 马来劳工临时工作许可证发放数量	10
图 2.4.8: 印尼当地鲜果串价格	10
图 2.4.9: 印尼国内棕榈油精炼利润	10
图 2.4.10: 印度国内植物油库存	11
图 2.4.11: 印度国内食用油进口	11
图 2.4.12: 印度国内植物油进口利润	12
图 2.4.13: 印度国内植物油精炼利润	12
图 2.5.1.1: 进口大豆供需平衡表	12
图 2.5.1.2: 大豆进口预估	13
图 2.5.1.3: 油厂豆粕库存预估	13
图 2.5.1.4: 存栏与利润	13
图 2.5.1.5: 标肥价差	13
图 2.5.1.6: 蛋鸡存栏	14
图 2.5.1.7: 蛋鸡养殖利润	14
图 2.5.2.1: 国内三大油脂库存合计	14
图 2.5.2.2: 国内棕榈油表观消费量	15
图 2.2.2.3: 国内棕榈油库存	15
图 2.5.2.4: 国内棕榈油进口预估	15

图 2.5.2.5：国内大豆到港预估	16
图 2.5.2.6：国内豆油库存	16
图 2.5.2.7：华东菜油表观消费量	16
图 2.5.2.8：华东菜油库存	16

1. 行情回顾

2024年一季度油脂油料表现有分化，油脂偏强上涨，油料震荡下跌：

油脂方面，一季度起国际棕榈油价格出现相对强势的单边上涨，原因主要在于产地处在季节性减产期，供给整体表现有所下降，但消费端因为生物柴油等缘故而有较明显得增长，此外由于销区进口需求表现良好，因此产地库存有明显的回落，产地后续供给依旧表现后继无力的情况下，低库存支撑价格在一季度表现持续上行。

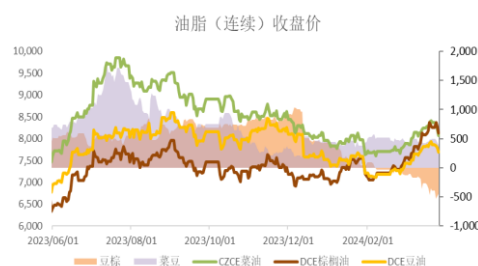
油料方面，由于南美大豆开始收割上市，供给明显压制下美豆价格表现承压下跌，虽然期间由于巴西产地天气影响导致盘面出现短期对产量可能减少的交易，但由于全球最大大豆消费国中国消费的疲弱，买船的消极态度令产地价格无法有力反弹。此外，替代油料菜籽的同样丰收及售出进度偏慢令其在一季度同样表现承压，因此全球油籽在整体库存上升产量丰收且消费疲弱的情况下，国际大豆价格一季度表现疲弱，震荡走低。

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



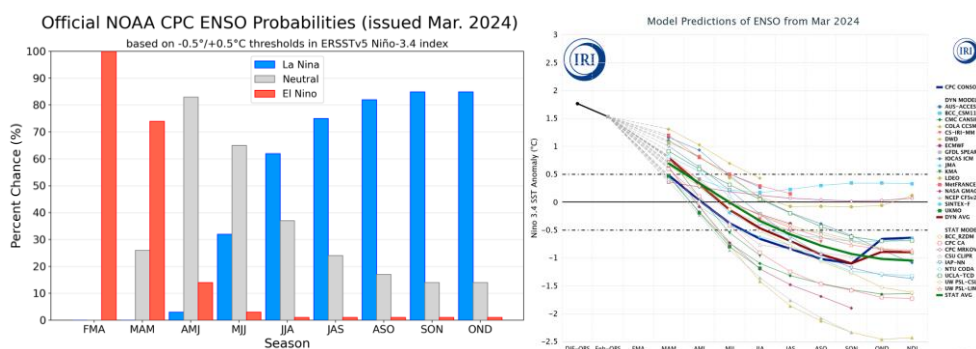
资料来源: WIND、南华研究

2. 全球油脂油料供需展望

2.1 全球气候及产地天气展望

展望一季度国际油脂油料的价格，首先关注产地的天气预期对供给的可能影响。2023年全球厄尔尼诺现象将于2024年春季消散，随之而来的则是发生概率明显上升的再一次拉尼娜现象，预计新年度的拉尼娜现象开始出现于7-8月，目前模型预估新年度拉尼娜发生的概率超过70%，概率发生较高。

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，新年度拉尼娜预计的强度当前来看可能可以达到弱到中等强度的拉尼娜，根据模式预估，温度偏离的最大峰值或于10-11月达到。

但由于当前厄尔尼诺的现象尚未完全消失，对拉尼娜的预报无论发生强度还是发生时间有较大的不确定性，需要后续持续跟踪。但仅仅从发生与否这一点来看，由于目前模型推测的发生概率较高，因此可能会对后续的国际油脂油料价格形成一定的影响。

在后续的影响推测方面，由于新年度较大概率发生拉尼娜现象，因此考虑棕榈油产区的降水将会于后续有较好的恢复，但由于恢复的时间点可能超过二季度，在二季度依旧需要警惕厄尔尼诺尾期时对棕榈油产区可能造成的减少降水影响。此外，拉尼娜发生时期北美产区的大豆产区同样有可能会受到降水减弱的影响，但考虑受影响程度或将不及次年南美产区的影响，并且由于拉尼娜发生时间相对偏晚，可能错过北美大豆种植季，因此在二季度来看，对北美产区大豆的预期影响非常有限。但需要注意的是加拿大菜籽产区可能会受到的影响，由于拉尼娜主要影响的区域在太平洋东部沿岸区域，对加拿大菜籽产区更可能造成影响，因此后续需要关注二季度菜籽产区的土壤湿度水平。

2.2 全球大豆供需展望

对于全球大豆，二季度开始美豆逐渐进入新作种植时间窗口；巴西大豆随着收获的落幕，销售与出口压力逐渐显现；阿根廷在恢复性增产的预期下，压榨产能的复苏将继续带给全球豆系产成品端压力。

2.2.1 北美大豆

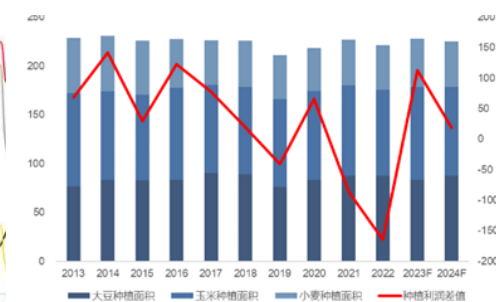
北美大豆方面，进入二季度后，市场对于旧作的关注度逐步淡去，渐渐开始博弈新作种植情况。对于新作的种植面积来说，首先由于2023年大豆玉米比价持续位于历史区间高位，本年度销售大豆所带来的收入远远大于玉米，因此2023年大豆的种植利润显著大于玉米。对于两种种植时间与区域高度重合的作物来说，前一年度的利润高低将较大程度影响下一年度种植意向。并且以当前价格来看，2024年大豆玉米比价有望继续保持高位运行，即新年度大豆种植利润仍将高于玉米。在此预期下，大豆新作种植面积有望调增，玉米新作种植面积将有所调减。

图 2.2.1.1: 大豆玉米比价



资料来源: Wind、南华研究

图 2.2.1.2: 美农种植利润

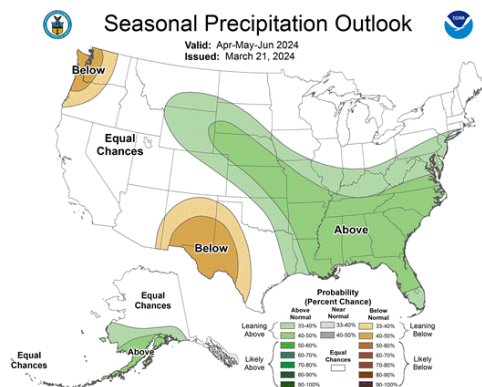


资料来源: USDA、南华研究

3月底将会公布基于播种前调研的一份种植意向报告，是较先前农业展望论坛趋势性预测数据的一次修正，6月底的种植报告将会提供实际的种植面积数据。在农业展望论坛中，美国农业部对于大豆种植面积调增至8750万英亩，玉米种植面积调减至9100万英亩。但由于2023年农户总体收益亏损，可能会导致新年度农作物整体种植面积下降，进而导致大豆种植面积增幅不及预期的情况出现。

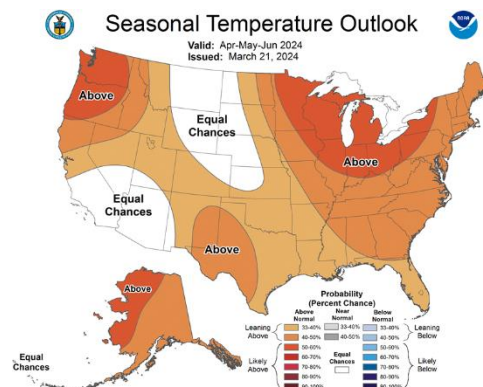
二季度开始种植后，美豆主产区的温度可能会持续高于平均水平，而降雨偏正常。对于美豆来说，4月份早播的大豆通常单产偏高，而5月晚播的大豆通常单产偏低。当前美豆主产区土壤偏干，但种植前期的少雨天气有利于播种进行。故进入4月后，从天气情况来看有利于美豆提早开启播种，美豆新作供应转松格局有望实现。

图 2.2.1.3: 美国季度降雨展望



资料来源: USDA、南华研究

图 2.2.1.4: 美国季度温度展望



资料来源: USDA、南华研究

2.2.2 南美大豆

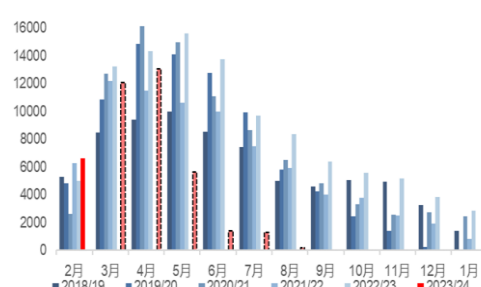
南美大豆方面，作为供应量大的巴西产区已经进入收获中后期，进入二季度后其销售压力将逐渐显现。根据各家机构对巴西本年度产量的预测来看，基本能够维持在1.5亿吨的产量水平。同时观察到USDA在近三期供需报告中调减巴西产量的同时，调增年度出口量。说明上一年度较高的结转库存叠加本年度充足的产量，后续出口压力较大。

图 2.2.2.1: 巴西升贴水报价



资料来源: 我的农产品网、南华研究

图 2.2.2.2: 巴西大豆出售进度



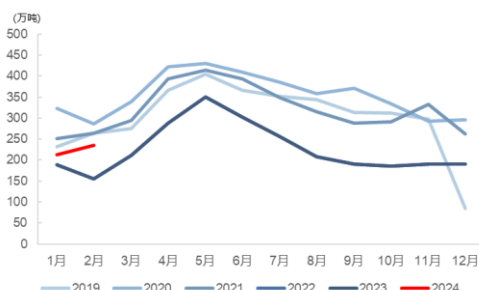
资料来源: 巴西农业部、南华研究

根据当前的出售进度来看，4月后的大豆出售进度依旧表现偏慢，较往年丰产时期的销售量还有一定差距。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。因此在二季度中，其本国的升贴水报价将会继续保持弱势运行并压制国际大豆价格，与美豆保持高价差也会使得其成为高性价比的选择。但本年度巴西升贴水报价可能不会像去年跌至负值，原因在于本年度巴西农产库容压力得到缓解，销售时间窗口的延长使得本年度升贴水下跌前置，进而导致农民惜售使得销售出口后置，为贴水下方支撑提供时间区间。

对于南美另一重要种植地区——阿根廷，进入二季度后将逐渐开始收获。前期

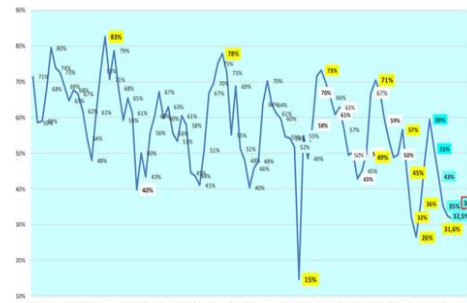
由于天气转干而带来对于产量的担忧在近期降雨中被缓解。从整个种植期来看，恢复至5000万吨的产量有望实现。如此供应之下，后续国内压榨产能将迎来复苏，产成品对于全球豆系出口压力将要回归。

图 2.2.2.3：阿根廷大豆压榨量



资料来源：阿根廷农业部、南华研究

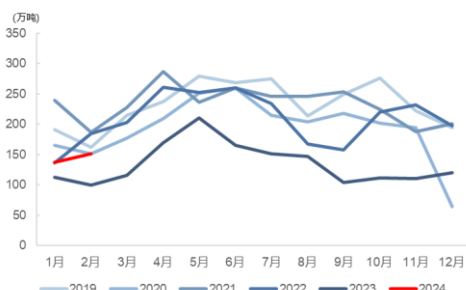
图 2.2.2.4：阿根廷开工率



资料来源：阿根廷农业部、南华研究

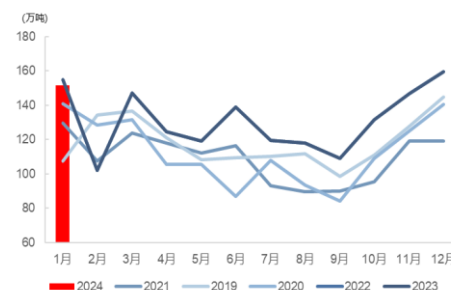
2023年阿根廷大豆压榨总量仅有2714万吨，创下过去12年以来最低水平。随着巴西大豆的上市，可用大豆供应的增加成功改善了今年以来的压榨量。2024年1月大豆压榨量达到213万吨，开工率从去年12月达到的最低值32.5%增加到36.1%。通常1、2月是压榨季节性低点，但今年的反季节性回升预示着后续开工复苏的走势。

图 2.2.2.5：阿根廷豆粕出口量



资料来源：阿根廷农业部、南华研究

图 2.2.2.6：美国豆粕出口量



资料来源：USDA、南华研究

自上一年度阿根廷减产，国内压榨开工的萎缩使得阿根廷豆粕出口量创下历年新低。国际端对于豆粕的进口需求从阿根廷转向美国，美国豆粕出口量一度处于同比新高。而在今年阿根廷开工复苏的预期下，后续美豆粕在全球出口需求份额或将受到挤占。并且美国国内压榨同样维持高开机的背景下，美豆粕与阿根廷豆粕的竞价销售将会持续压制对于国际市场粕类价格。

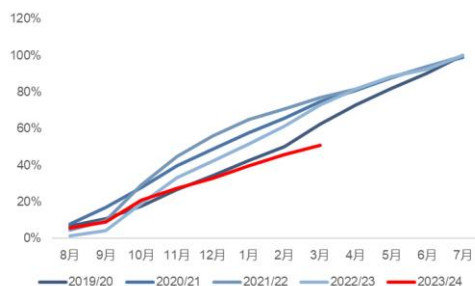
2.3 全球菜籽及葵籽供需展望

2.3.1 全球菜籽情况

对于二季度菜籽来说，需要关注加拿大及澳洲菜籽的出口情况以及印度菜籽丰收下对全球消费的影响。

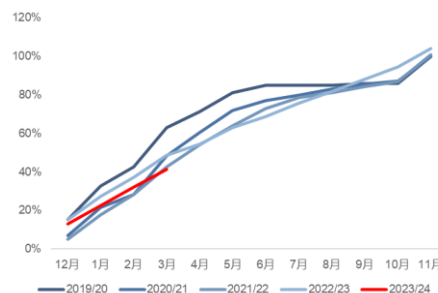
对于全球菜籽出口方面，由于本年度的产量基本早已兑现，但目前看各国出口进度却相比往年偏慢。从产区国内原因来看，主要在于主产国内较为丰厚的压榨利润，持续刺激本国的压榨需求，进而挤占了出口需求。而从各主产国之间来看，由于澳菜籽较加菜籽在价格方面性价比偏高，加菜籽在国际出口端持续受到澳菜籽的挤占。而加菜籽国内供应压力仍存，对国际端出口压力或将在二季度成为关注点。

图 2.3.1.1：加拿大菜籽出口进度



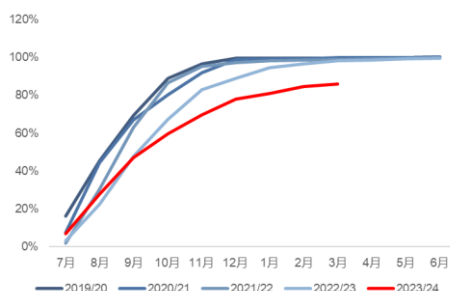
资料来源：路透、南华研究

图 2.3.1.2：澳大利亚菜籽出口进度



资料来源：路透、南华研究

图 2.3.1.3：乌克兰菜籽出口进度



资料来源：路透、南华研究

对于印度菜籽收获来看，最新数据显示新年度印度菜籽的收获预期达到1280万吨，对于二季度来说，随着印度本国菜籽的收获上市，初期供给压力下，二季度印度对外的消费需求将考虑会有一定的减少。此外，由于印度菜籽上市时间与南美大豆上市时间相同，因此全球油籽在共同收获上市的情况，供给压力下国际油籽价格或将受到一定的打击。此外由于印度在二季度将会进行大选，油料价格下跌或将对本国农民的利益造成打击，影响其选区的选票情况，因此印度后续因为菜籽上市后价格变动的可能影响可能导致其进口油脂等政策变动，成为后续国际油脂油料消费端

的风险点。

图 2.3.1.4：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

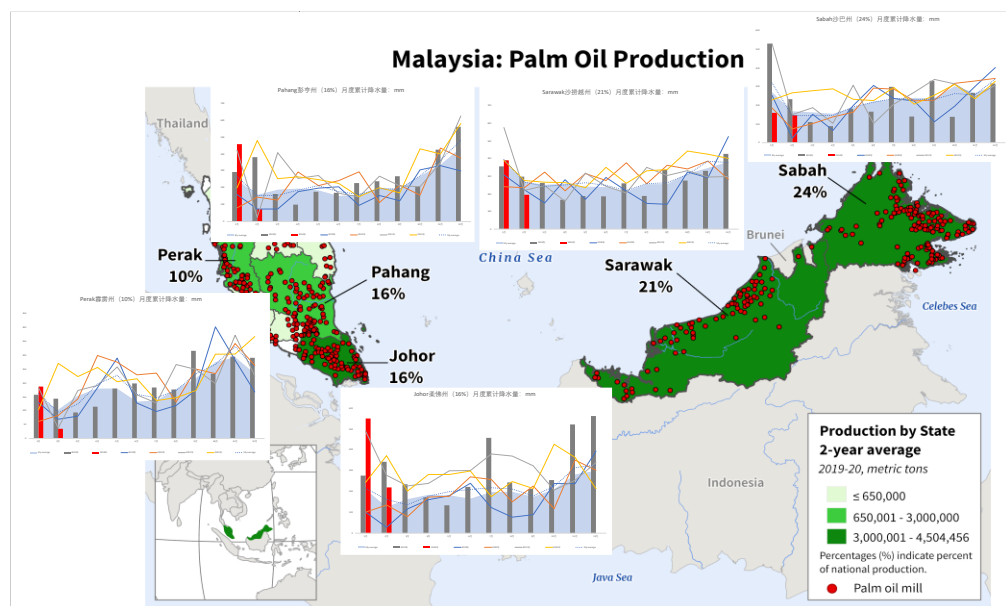
对于欧盟菜籽，二季度也将逐步收获，由于当前依旧处在厄尔尼诺影响范围内，冬季欧洲油菜籽的种植情况表现稳定，因此后续考虑欧洲新季菜籽产量同样表现良好，对国际油籽市场的供给再加一码。

总体来看，二季度随着部分菜籽产区的收获上市，虽然这部分菜籽不进全球贸易流，对国际菜籽的价格形成直接的冲击。但由于产量的丰收，对国际流通菜籽需求存在相对减弱的预期，从消费端可能影响国际菜系的整体价格水平。

2.4 全球棕榈油供需展望

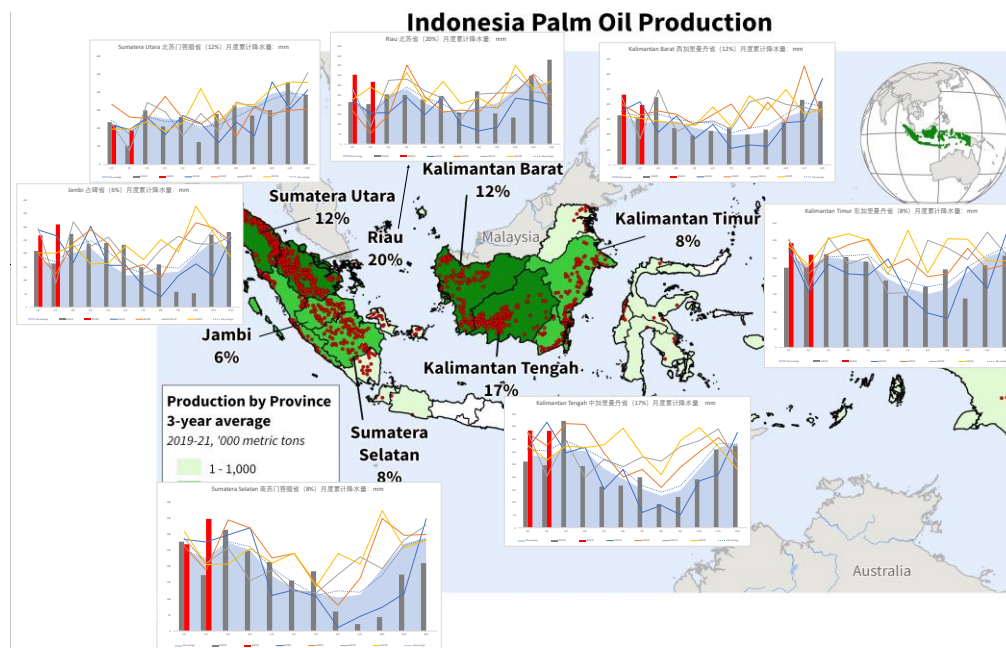
对于二季度的棕榈油，由于前期产地棕榈油的降水表现相对有限，因此预计当前棕榈油产区的产量将会受到一定的打击：根据图可知，去年9-10月，棕榈油部分产区的降水表现较为糟糕，因此推测当前的产量依旧不具备很好的恢复基础，通常将于二季度初来临的季节性恢复，本年度或将向后延迟。

图 2.4.1：马来西亚产区历史降水距平



资料来源：路透、USDA、南华研究

图 2.4.2：印尼产区历史降水



资料来源：路透、USDA、南华研究

根据后续的棕榈油及国际油脂供需平衡情况来看，对于产区来说，由于印马两国棕榈产业面临的问题各不相同但均被限制了产量因此棕榈油的产量及各自的库存水平均表现偏低导致产地挺价意愿非常坚持。对于销区来说，由于棕榈油持续对其它油脂有明显的溢价，性价比偏低的情况下，对于销区消费倾向来说，会更加偏向于消费其它更具性价比油脂多过棕榈油。因此产地基于棕榈油消费端需求预期减少

而供给端随着季节性恢复而考虑棕榈油后市价格并不会长期维持溢价状态，且棕榈油价格走势受制于整体植物油供给的宽松难以单边上涨。

图 2.4.3：2024 全球棕榈油供需平衡 1-6 月预测

印尼+马来棕榈油供需平衡预估：万吨						
	Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24
期初库存	543.6793	506.0191	538.236	484.80482	471.61849	494.9331879
产量	603.6355	577.7722	561.06882	537.31367	594.8147	651.3929819
进口	3.4494	3.7556	10.5	10.5	10.5	10.5
总供给	1150.764	1087.547	1109.805	1032.618	1076.933	1156.82617
国内消费	229.5928	237.7572	245	231	237	242
出口量	415.1523	311.5537	380	330	345	385
总消费	644.7451	549.3109	625	561	582	627
期末库存	506.0191	538.236	484.80482	471.61849	494.93319	529.8261698
库存变化	-37.5602	32.2169	-53.43118	-13.18633	23.314699	34.89298188
库消比	78.48%	97.98%	77.57%	84.07%	85.04%	84.50%
供应同比	7.00%	4.94%	-7.27%	-5.96%	-9.86%	10.99%
需求同比	4.07%	-10.96%	-0.81%	1.60%	3.72%	-9.97%

资料来源：MPOB、GAPKI、南华研究

二季度全球棕榈油的供给考虑因为自身产量的季节性恢复及其他油籽的供给上市而逐步回升。其中由于阿根廷大豆的上市叠加其本国具备的压榨产能，全球豆油的供给预计将会有明显的恢复性增长。此外，油脂消费大国印度的菜籽在本年度也迎来丰收，因此预计在印度本国菜籽丰收的情况下，国际油脂的可增长潜力将会有继续增加的空间。棕榈油库存的下降将需要依赖出口的增加，而出口的增加需要性价比支持，因此考虑后续5跨6月在全球植物油供给共同好转且棕榈油产量开始明显恢复预期中，在棕榈油性价比凸显情况下，两国库存才有良好的去化空间，否则在全球植物油供给恢复预期中且棕榈油性价比持续较低的情况下，出口需求不佳将使得棕榈油库存去化速度不及当前预估。

图 2.4.4：两国棕榈油产量合计

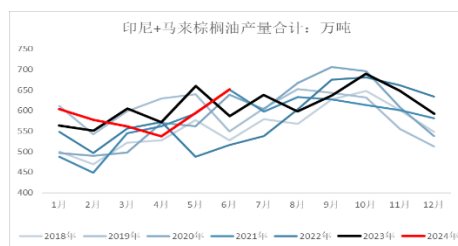
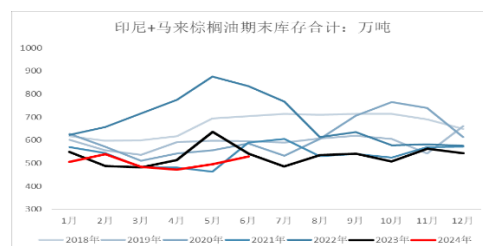


图 2.4.5：两国棕榈油库存合计

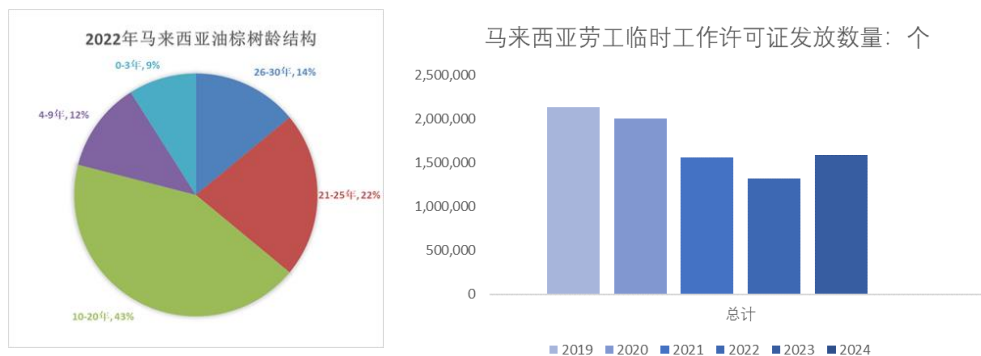


资料来源：MPOB、GAPKI、南华研究

对于马来西亚产区来说，由于该地区的棕榈园树龄整体偏大，尽管之前在棕榈油利润极佳时马来西亚有重植等行为，但整体老龄化的棕榈果园会制约了棕榈油的产出能力。此外，由于全球棕榈油溢价最高区域欧洲地区，对棕榈油有额外的RSPO认证要求，要求溯源棕榈园的种植不涉及原始植被砍伐等问题，也会限制新

产地的扩张。因此对于马来西亚的棕榈油供应来说，仅仅依靠翻种当前阶段的马来的整体棕榈油产量依旧会表现为去化。此外，当前马来棕榈园的劳工问题与疫情前相比依旧没有完全恢复，大约恢复到正常情况的70%左右水平，因此劳工人数依旧表现出的不足情况，对马来棕榈产业的边际增长提出了另一角度的限制。

图 2.4.6：马来西亚棕榈园树龄结构 图 2.4.7：马来劳工临时工作许可证发放数量



资料来源：MPOB、MYIMI、南华研究

对于印尼产区来说，当前印尼棕榈油最主要的问题在于鲜果串价格居高不下而CPO及RBD价格并不理想，压榨厂和精炼厂纷纷亏损的情况下，印尼棕榈油厂的开工意愿下滑非常严重。除却季节性减产的延续令鲜果串价格持续高企外，更重要的缘故在于印尼棕榈果压榨及棕榈油精炼产能的过度扩张——棕榈园产果产能已经无法满足棕榈油厂压榨产能，产能扩张时期对原材料市场的抢占令棕榈果价格更加表现居高不下，印尼本地的中小压榨厂等相对落后的产能因此持续面临亏损。持续的外采鲜果串收购成本高企，但目前全球植物油整体供应稳定且经济恢复还待时日，植物油下游整体价格承压允许，导致印尼本国中小型棕榈油加工行业产品销售价格无法覆盖原材料收购成本，利润亏损下开工意愿跟随下行，落后产能淘汰的过程中棕榈油供给在略微紧张时就更容易面临集体挺价修复利润的迫切心态。

图 2.4.8：印尼当地鲜果串价格



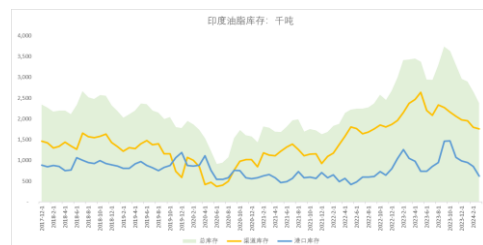
地自身对生物柴油的发展力度，这取决于产地对生物柴油的支持力度及政策具体实施路径。

当前马来和欧洲地区对RSPO的认证问题依旧在通过WTO协调阶段，因此该段消费的异常增量可能会继续存在于数据之中，毕竟在马来油化产品可以正式出现在欧洲进口名录之前，其产品依旧需要通过其它方式才能进入欧洲市场。而关注其自身对生物柴油的消费能力，考虑马来作为能源出口国，企业自身继续大力发展生物柴油的动力十分有限，政府对生物柴油的支持也十分的表面，因此在政府不大力支持，企业不存在利润驱动的情况下，马来西亚对生物柴油的消费变动依旧以欧洲的需求为主，其自身消费潜力依旧有限。

对于印尼棕榈油的消费端，食用方面长期来看，其国内旺盛增长的人口令其棕榈油的食用消费需求稳步增长，尤其印尼的人口结构表现的十分年轻化，该国食用端的增长潜力非常明显。但短期由于换届导致的政局相对动荡，在不确定后续政府对棕榈油产业相关政策，尤其资源型产品出口政策是否有反复的情况下，印尼本国的出口不确定令其本国库存是否能够顺利向外输送打下疑问。而关于生物柴油的发展方面，由于印尼政府表现出了非常积极的支持态度，在印尼生物柴油的发展热情明显更加旺盛，且由于政府支持，生物柴油在印尼依旧存在理论利润空间，不断吸引新的相关产能在该地区投资，对当地棕榈油有增量的消费需求。但短期来看，同样由于印尼政府换届，该届能源部长大概率在本年底继任总统，新能源部长尚未确定的情况下，生物柴油政策的实施连续性与政策不确定性打击了潜在投资者本年度在印尼投资生物柴油产能的热情。因此考虑本年度印尼的生物柴油消费增量依旧会受限于产能和技术。短期印尼完成其B40目标的可能性目前来看较小，消费端B40概念对棕榈油的消费增量考虑有限。

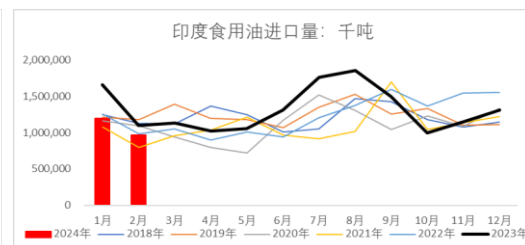
对于印度消费来看，由于短期其他植物油脂供给能力有限，印度在近端需求相对迫切的情况下，即使棕榈油性价比偏低且国内进口及精炼利润较差，但依旧有较为旺盛的需求。

图 2.4.10：印度国内植物油库存



资料来源：SEA、南华研究

图 2.4.11：印度国内食用油进口



但后续随着阿根廷大豆开始收获上市，进入压榨和国际市场，棕榈油的可获得难度基本与豆油持平，尤其后续随着斋月的季节性旺季需求结束，印度对植物油的

保供需求边际转松，对性价比要求的提高或将会促使其偏向于进口成本及相关利润更加优异的豆油。此外，印度新年度菜籽在种植期天气表现良好，当前最新数据预计印度菜籽或将丰产超过1200万吨，较之上年度丰产再增200万吨。随着二季度本地菜籽供应充足下，后续印度对植物油进口的需求同样会有边际转弱的预期。

图 2.4.12：印度国内植物油进口利润



图 2.4.13：印度国内植物油精炼利润



资料来源：公开资料整理、南华研究

展望后续全球棕榈油及植物油，当前产地整体由于加工利润不佳，果树出产恢复还待时日，供给空窗期下，消费的持续进行令产地基本不存在库存担忧，挺价态度相对强硬。棕榈油在此背景下预计在5月的供给快速恢复期到来之前，将会持续保持相对其他植物油脂的溢价状态。后续预计随着国际整体植物油脂的供给边际恢复，预计矛盾将会逐步缓解，国际油脂价格在短期供需错配下上涨的势头或将就此停歇，但该缓解考虑将发生在阿根廷豆油上市后，即二季度整体的国际油脂价格预计表现为先上涨或保持高位波动，5月后随着供给的恢复而有逐步回落的可能。

2.5 国内油脂油料供需展望

2.5.1 蛋白：二季度供应偏宽松

对于国内蛋白，二季度由于原料到港增加带来的压力较为明显，考虑大豆、菜籽压榨将同样维持高开机水平，豆菜粕供给预期转松将压制国内蛋白价格上方空间。但随着预期不断被盘面计价，4月中逐渐进入新季美豆种植季后，可能需要持续关注产区天气对于种植情况的影响。

图 2.5.1.1：进口大豆供需平衡表

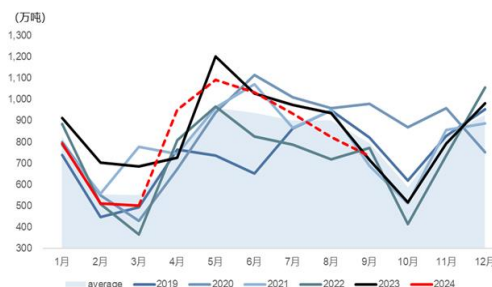
进口大豆 (万吨)	历史					预测								
2023/24	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月		
油厂大豆上月结转库存	437	439	505	620	502	490	340	510	545	679	732	736		
大豆到港量	516	792	982	792	512	500	950	1093	1034	933	824	733		
开机压榨量	723	813	794	812	407	650	780	890	900	880	820	796		
豆粕产量	571	643	627	642	321	514	616	703	711	695	648	629		
豆粕出口量	3	2	7	15	10	5	4	5	4	5	3	3		
豆粕提货量	523	634	606	633	334	532	570	681	698	691	663	637		
油厂豆粕库存	73	80	94	88	66	42	84	102	111	110	92	80		
油厂大豆期末库存	439	505	620	502	490	340	510	713	679	732	736	673		

资料来源：钢联、南华研究

供给端来看，二季度大豆到港量同比创历史新高，压榨量将同样保持高位，豆

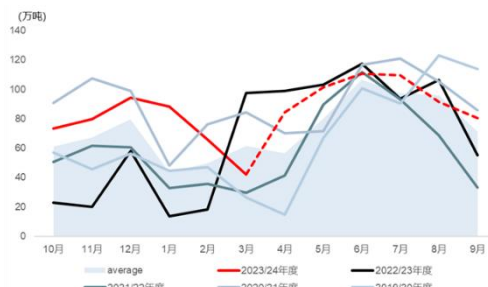
粕产量表现较为充裕。3月由于大豆到港偏少，豆粕供应出现阶段性偏紧，而进入4月后将开始有所修复。5、6月到港量将上升至千万吨，油厂大豆、豆粕库存在提货增量有限前提下，同样将来到历史同期高位。7月后由于油厂原料库存较为充裕，且在豆粕价格不断下行过程中榨利回落，买船或将有所减少。在原料供应节奏逐渐放缓后，油厂豆粕库存压力或将得到缓解。但在二季度中，国内豆粕供应仍将保持宽裕，豆粕价格上方压力较大。

图 2.5.1.2：大豆进口预估



资料来源：钢联、南华研究

图 2.5.1.3：油厂豆粕库存预估



资料来源：钢联、南华研究

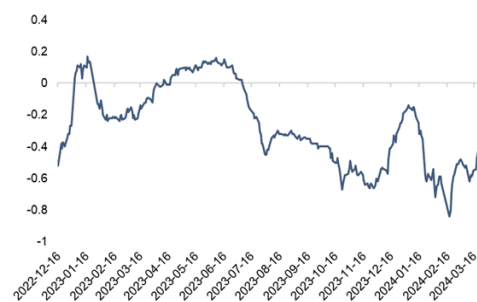
根据当前养殖存栏情况来看，豆粕下游的主力消费依旧存在刚性支撑。进入二季度后，随着标肥价差由底部不断回升，之前的压栏与二育的出栏压力或将在二季度中旬开始逐渐兑现。由此看来，当前生猪养殖利润的转好也仅考虑以维持豆粕刚需消费为主。

图 2.5.1.4：存栏与利润



资料来源：农业农村部、南华研究

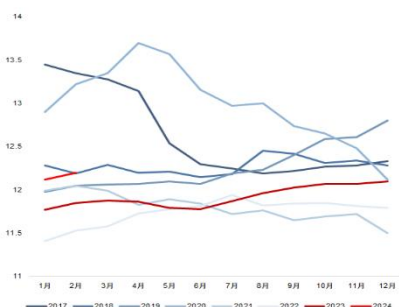
图 2.5.1.5：标肥价差



资料来源：我的农产品网、南华研究

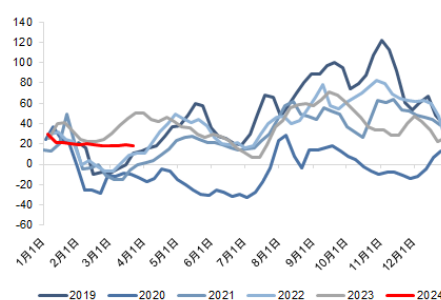
而从蛋鸡的养殖利润以及补栏角度来看，进入二季度后养殖利润存在季节性回升趋势，但预计上方空间不及往年。前期由于明显的补栏，至当前蛋鸡存栏环比上升同样考虑仅会支撑对蛋白的刚需消费。

图 2.5.1.6: 蛋鸡存栏



资料来源: 卓创、南华研究

图 2.5.1.7: 蛋鸡养殖利润



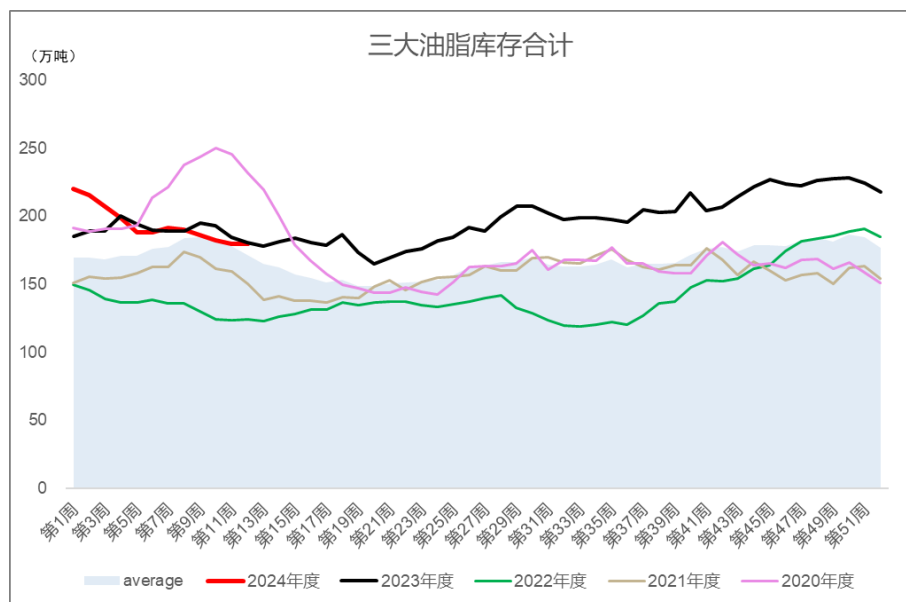
资料来源: 农业农村部、南华研究

总的来看，二季度豆粕消费依旧难有明显提振点。当前下游养殖由于前期长期的亏损，且在大豆与杂粕供应较为充足的预期下，对豆粕补库心态较为谨慎。当前养殖利润转好后下游将以兑现利润为主，届时养殖利润或难有持续上行趋势。

2.5.2 油脂：短期紧张导致油脂价格分化

对于国内油脂，油脂总供给及总库存的充裕令植物油脂很难出现趋势性行情。但短期由于品种间供给的分化可能导致二季度前半期油脂间价差走向更极端的情况。

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

对于供给端，由于植物油整体攻击压制，价格约束下棕榈油的进口利润始终倒挂，近端进口预期表现偏弱，但国内棕榈油的刚需消耗始终维持，因此预期以当前的棕榈油去化能力下，3月及4月合计进口预计不足30万吨的水平将会使得国内棕榈

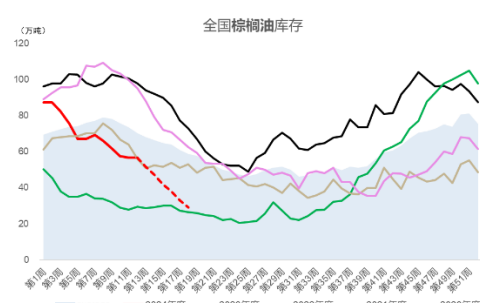
油继续大幅去库。而该库存水平将会行进历史次低水平，令棕榈油相对其他植物油脂有明显的价格走势分化。

图 2.5.2.2：国内棕榈油表观消费量



资料来源：钢联、南华研究

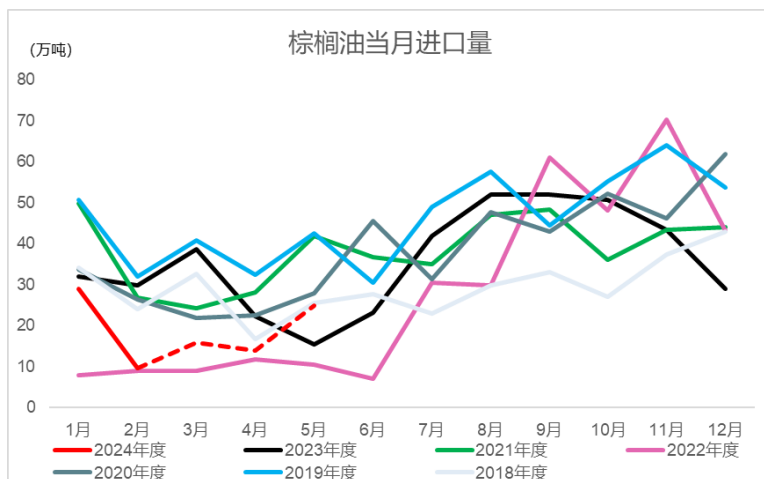
图 2.2.2.3：国内棕榈油库存



资料来源：钢联、南华研究

对于后续考虑进口供给缓解将通过产地降价或国内涨价修复进口利润，二季度后半期随着产地产量的恢复，以及国内供给紧张刺激下，进口利润以成本端和销售端双向回归的预期令其进口窗口重新打开，国内棕榈油进口及库存预期随之恢复。

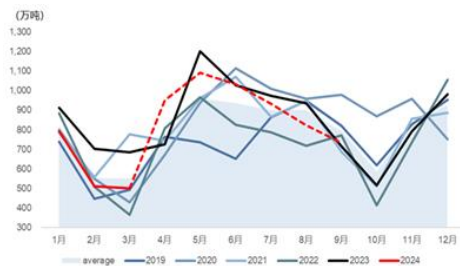
图 2.5.2.4：国内棕榈油进口预估



资料来源：海关总署、南华研究

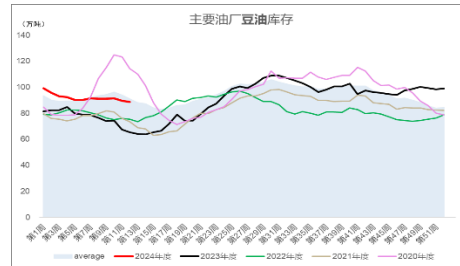
对于未来的豆油供给，随着国内大豆的到港预期不断兑现，原材料供给压制下，国内豆油价格在二季度考虑将会继续表现偏弱运行，尤其相对于棕榈油的豆棕价差将会在二季度上半期继续表现疲弱。后续豆油价格能否存在恢复的预期极大程度取决于新季北美产区的大豆种植情况及期间的天气情况，但仅仅对二季度而言，国内豆油价格因为大量的大豆到港预期涌入而难以乐观看待。

图 2.5.2.5：国内大豆到港预估



资料来源：钢联、南华研究

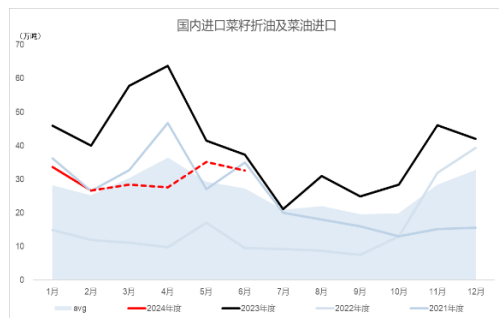
图 2.5.2.6：国内豆油库存



资料来源：钢联、南华研究

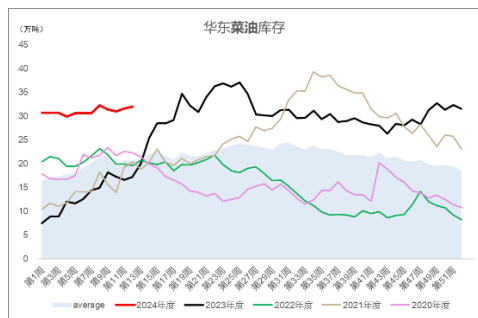
对于菜油，随着菜籽及菜油的后续买船稳定进行，国内的菜油供给表现稳定，且由于前期国际菜系价格长期因为丰产承压，进口成本表现出了较好的优势。但由于国内菜油消费即使因为性价比出现了较大的提升，但整体的消费能力依旧表现有限，其消费能力明显不及供给能力，全国整体的菜油的库存水平表现高企。且二季度国内菜籽即将收获上市，菜籽上市供给进一步充裕的背景下，国内菜油在二季度同样预计将会承压运行。

图 2.5.2.7：华东菜油表观消费量



资料来源：钢联、南华研究

图 2.5.2.8：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，震荡走势

对于二季度的油料及蛋白，大豆方面，南美地区整体的创纪录丰产将以出口的形式转化为对全球大豆的压力，全球大豆进入累库节奏；巴西大豆随着收获的落幕，销售与出口压力将继续在升贴水报价上显现，挤占美豆出口的同时压制国际大豆价格；阿根廷在恢复性增产的预期下，压榨产能的复苏将继续带给全球豆系产成品端压力。随着美豆逐渐进入新作种植时间窗口，单产、面积双增的预期需要根据后续天气情况来逐步验证。若存在天气市的炒作或将成为国际大豆价格反弹的动力，而目前看播种初期将较为顺利。菜籽方面，各出产国由于出口进度偏慢，后续原料及产成品出口压力仍存。尤其加菜籽供应压力较大，对国际端出口压力将持续压制国际菜籽价格水平。而观察二季度需求，在养殖下游消费增长动力有限的情况下，养殖对于蛋白的需求增量同样考虑有限。在如此供强需弱的背景下，二季度国际油籽及蛋白价格水平将受到明显抑制。

对于国内蛋白来说，二季度在原料绝对到港量带来的供给压力下，蛋白粕价格将会明显承压运行。但随着各种利空信息被盘面逐渐计价，新的炒作预期可能成为国内盘面阶段性反弹的驱动。豆粕方面，随着南美二季度出口对于国际大豆价格的打压，豆粕进口成本将逐步下移；但随着巴西升贴水二次探底的结束，豆粕或将再次获得成本端支撑。并且由于4月开始进入美豆种植季，5、6月存在对于美豆种植关键期天气的预期，天气市炒作再起也可能从成本端对于豆粕价格有所提振。但当前来看国内二季度供强需弱的现实局面仍未被打破，豆粕05合约的上方压力仍然较大，月间价差依旧偏弱，09或将在重新对豆粕计价过程中对估值有所修复。

菜系方面，中国在加拿大出口份额中占比不断上升，国内菜籽、菜粕进口量同处在历年高位。并且随着后续加菜籽出口压力不断显现，国内进口无需担忧。从国内自身供应来看，前期湖北菜籽受恶劣天气影响而单产受损，但种植面积的增幅消除了其对产量的不利影响。在如此偏宽松的供应背景下，国内菜粕二季度价格将持续表现偏弱。而4月开始随着国内水产养殖需求的到来，菜粕偏弱的走势或得到边际支撑而小幅修复。但由于水产养殖持续亏损，预计本次备货幅度有限，后续仍将保持弱势。而在09豆菜粕价差扩大时，且养殖利润难有较好修复前提下，菜粕将作为替代品来降低豆粕需求，届时豆菜粕价差将在二者同步向上过程中相对走缩。

当前看4月基差及5-9月差将继续维持弱势，预计将在此形成阶段性底部。5、6月随着09合约重新计价，蛋白粕可能存在估值上的修复。在高库存的背景下，豆粕09考虑上方压力区间在3600-3800附近，震荡下沿可能在3100-3200左右。豆菜粕价差的波动区间或将在500-900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

对于二季度油脂，由于当前国际棕榈油相对于其他油脂有明显的溢价，而原因在于供给恢复的延后，因此考虑到在二季度棕榈油产量终将迎来恢复性增长的情况下，对于全球棕榈油与其他植物油间的相对价差将会因为供给的恢复而跟随走弱。预计在性价比回归的驱动下，二季度全球棕榈油的出口需求相较一季度有所恢复，且供给恢复仍在初期，因此库存水平将会相对供给恢复更加迟缓，预计二季度产区库存依旧不会有明显压力。但对于二季度的整体价格水平来说，由于以豆油为代表的国际油脂的整体供给水平表现充裕的情况下，国际油脂整体价格或将表现承压。在经历一季度已经价格上涨的情况下，二季度植物油继续表现上涨趋势的压力将会明显增加，或将跟随库存水平表现为先强后弱。

对于国内油脂来说，由于近端棕榈油供给表现较为紧张，因此预计进入二季度，国内棕榈油带领下，三大油脂的价格水平依旧会表现偏强震荡，且油脂间的品种价差也会继续表现低位甚至倒挂运行。后续随着棕榈油进口窗口在价格和成本两端收敛下打开，供给紧张缓解的情况下，国内棕榈油的倒挂情况将会有所缓解。但当前来看由于近远矛盾的持续存在，棕榈油主力合约的月间价差或将持续表现高企，且09合约的油脂品种间价差预计由于供给问题恢复而存在修复的空间。

对于豆油及菜油，二季度由于供给的充盈及较厚的库存缓冲垫，预计二季度豆菜油单边价格将会继续在区间内波动运行。三大油脂也考虑因为整体库存相对宽松的情况而难以出现单边趋势性行情，将会继续延续震荡的局面。

当前来看，由于二季度初棕榈油供给的相对紧张，在低库存紧供给的预期下，棕榈油可能会有继续攀升的可能性，但受制于国内植物油整体供给的充盈，因此考虑上方压力区间在8800-9200附近。下方植物油的整体支撑则考虑豆油及菜油的进口成本附近，即7000-7200左右。

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