

# 关注总量增长下的结构性机会

## ---2024 年油脂行情展望

傅博                      投资咨询从业资格号：Z0016727                      fubo025132@gtjas.com  
李隽钰（联系人）      从业资格号：F03119603                      lijuny028807@gtjas.com

### 报告导读：

**我们的观点：**2023/24 年度全球油籽价格重心下移，油脂国际及国内库存压力仍在延续，短期价格仍在筑底阶段，不排除继续下探。中长期看，有望随库存消化及气候性减产在三季度出现上涨驱动，棕榈油及菜油相较豆油的潜在驱动更大。

**我们的逻辑：**从基本面角度来看，23/24 年度油脂供给的预期增量基本可以覆盖目前看到的需求增量。2024 年如果南美大豆产量出现意外或是棕油因厄尔尼诺导致的减产效应加强，油脂供需结构仍有望出现新的转变，带动油脂板块上行。宏观角度，中国经济信心增强对于消费水平的带动我们认为最早出现在下半年，2024 年可能会呈现出先弱后强的态势。

**投资展望：**短期油脂价格预计维持底部区间震荡或继续下探；关注棕榈油及菜油能否带动国际油脂供需结构转变带来的趋势性上涨行情；豆棕价差存在走缩的机会。

## 目录

|   |    |
|---|----|
| 1. 2023 年行情回顾.....                            | 3  |
| 2. 2024 年基本面展望.....                           | 4  |
| 2.1 供给: .....                                 | 4  |
| 2.1.1 棕榈: 马来逆势的增产预期, 印尼尚存的减产风险.....           | 6  |
| 2.1.2 大豆: 南美大豆供给形势是国际价格走向的关键.....             | 10 |
| 2.1.3 菜葵: 全球供应预计维持高位, 关注国际贸易流结构性变化对价格的影响..... | 16 |
| 2.2 需求: .....                                 | 23 |
| 2.2.1 中国: 需求结构变化 .....                        | 23 |
| 2.2.2 印度: 人口支持增长 .....                        | 24 |
| 2.2.3 欧盟: 减少对外依赖 .....                        | 26 |
| 2.2.4 生柴消费: 持续稳定增加 .....                      | 27 |
| 2.2.5 需求端总结 .....                             | 33 |
| 3. 行情展望及策略建议.....                             | 34 |
| 3.1 全球油脂供需及行情展望.....                          | 34 |
| 3.2 策略建议.....                                 | 35 |

(正文)

## 1. 2023 年行情回顾

**第一阶段(2023 年 1 月-2023 年 3 月初):** 油脂区间宽幅震荡, 存在一些炒作的话题, 但因需求难以为继, 故而炒作力度有限。马棕减产季继续维持较低的产量, 暴雨洪水天气居多, 库存从 1 月高位缓慢下降, 存在一定上涨情绪, 但由于出口持续不及预期, 主要销区库存高企继续限制进口, 加上洪涝对主产区的影响有限, 抑制了炒作力度。期间也有印尼调整 DMO 比例的传闻, 但由于出口配额还是很充裕, 调整比例在短期内难以产生实际影响, 实属雷声大雨点小, 同时对中国需求复苏预期在年后达到小高峰后被迅速证伪, 悲观情绪蔓延, 国际上整体维系着供需双弱的格局。

**第二阶段(2023 年 3 月-2023 年 5 月底):** 利空因素集中出现, 油脂经历了本年度唯一一波像样的下跌。三大油脂均从年内高点跌至年内低点, 跌幅达 2500 点以上。宏观上, 金融市场危机四伏, 美国加息导致衰退的预期较强, 市场悲观情绪浓厚; 基本面上, 美豆播种期天气顺利, 面积与单产预计增长, 马棕产量开始恢复至正常水平, 澳菜供应压力显现, 菜油价格持续承压, 欧菜供应过剩导致菜油价格击穿欧洲进口成本, 同时中国需求不振, 市场情绪出现踩踏。

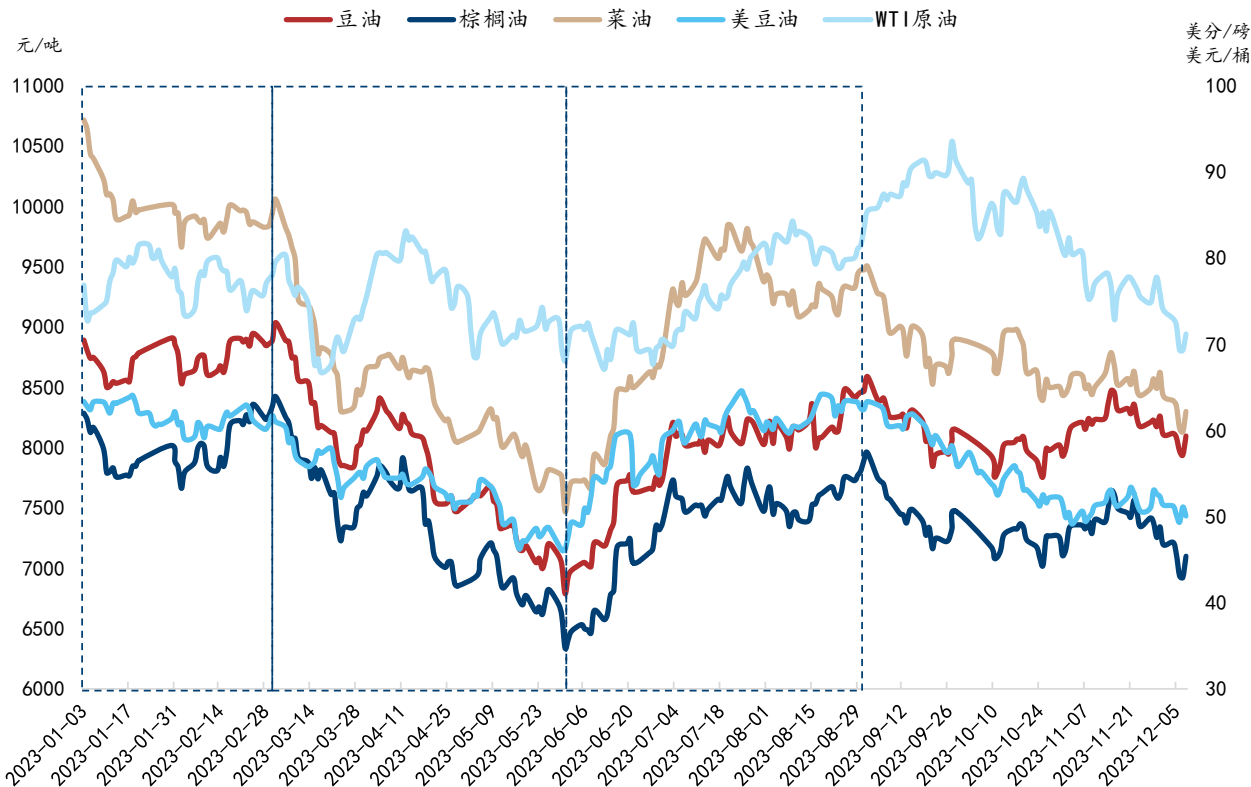
**第三阶段(2023 年 6 月-2023 年 8 月底):** 黑海协议终止、地缘政治风险加剧, 人民币贬值, 现货流动性恐慌, 美豆面积大减叠加极端高热天气、美豆油生柴政策利好及东南亚干旱天气炒作集体发力, 油籽与油脂板块利多频发, 油脂触底反弹, 一路攀升回年内高点。但 8 月上半月随着俄乌战争影响减弱, 马来棕榈油进入产量旺季, 油脂价格短期见顶, 出现 600 点的回调波段, 随后东南亚厄尔尼诺炒作情绪卷土重来, 美豆 8 月降雨持续不及预期, 油籽及油脂板块重拾上涨热情至 8 月底。

**第四阶段(2023 年 9 月至今):** 该阶段的油籽及油脂以波段驱动与释放为主, 价格宽幅震荡运行。马棕三季度以来产量恢复超预期, 减产期产量表现依旧强劲, 导致产地库存压力陡增, 油脂国际供给整体充裕。主要销区在 8-9 月大量买船而实际消费未见明显好转的情况下迅速累库, 致使后续需求暂显乏力。美国生柴端 RINs 在 9 月提前完成本年度义务量, 后期需求预期不济, 美豆油价格大幅下跌, 南美作物季干旱炒作先起后落。整体而言, 由于本年度年油脂供给增量可以覆盖需求增量及预期, 未见突出矛盾, 价格上端承压明显, 预计四季度继续区间宽幅震荡运行。

价差行情上, 本年度棕榈油、菜油在不同时间段体现出的供应压力给了品种价差相较于单边市更大的操作空间, 豆油则因为 4 月以来海关商检导致的持续近半年的到港问题及美豆天气市的强势支撑, 而在价格上表现出了相对其他油脂的绝对强势, 并将这一矛盾延续至今。

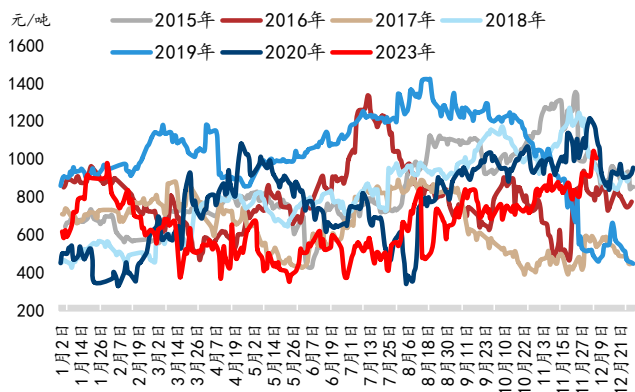


图 1：2023 年豆油、棕榈油、菜油主力合约行情走势



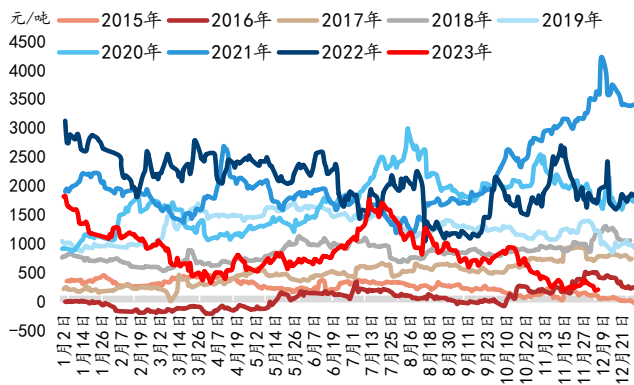
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 2：豆棕主力合约盘面价差



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 3：菜豆主力合约盘面价差



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

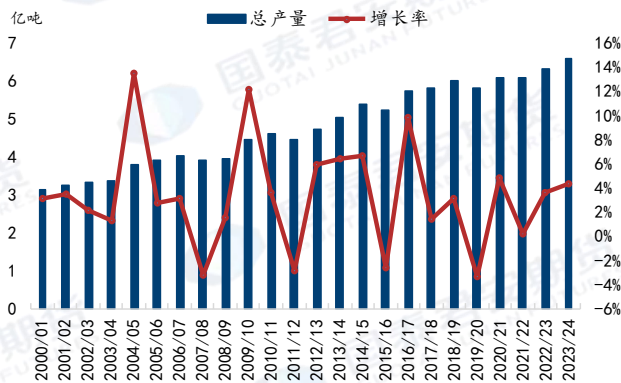
## 2. 2024 年基本面展望

### 2.1 供给：预期 2023/24 年度主要油籽总产量大增，全球油籽库存重建

根据 USDA12 月最新预估情况，2023/24 年度全球 7 种主要油籽产量增加 2747 万吨至 6.61 亿吨，将再创历史新高。增量主要来自于上一年度增产不及预期的大豆和歉收的葵籽，其中大豆产量增加 2449 万吨，葵籽增 442 万吨，菜籽减 184 万吨。

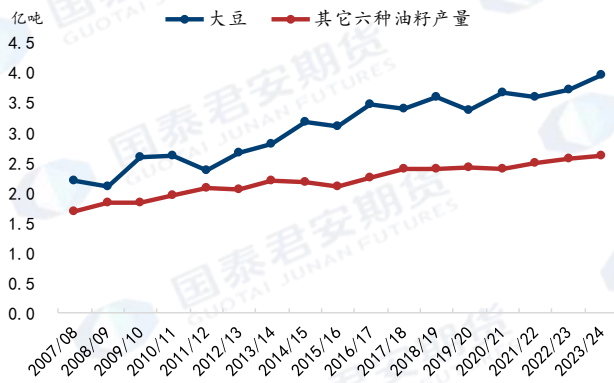
全球油籽库存正在重建，产量增长进入提速状态，其中大豆、葵籽产量增速较为可观。北半球美豆、加菜籽减产已成定局，南半球产量增长仍在实现过程中，库存将回升至 1.3169 亿吨，库销比 22.2%，进入偏宽格局。

图 4：全球七种油籽总产量继续扩张



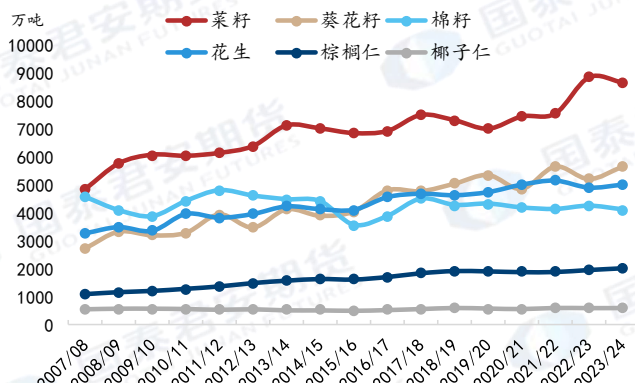
资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 5：大豆贡献主要产量增量



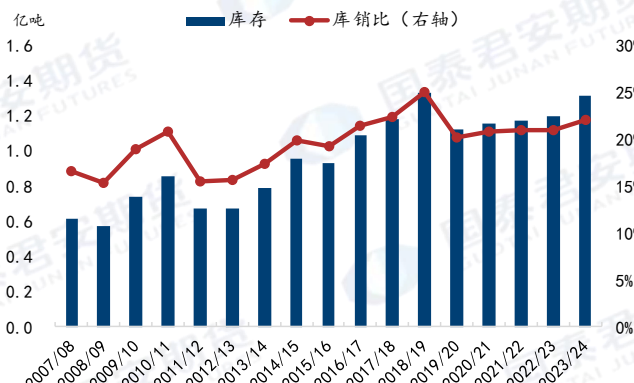
资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 6：其它六种油籽仅葵籽有明显增幅



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 7：全球油籽库存及库销比继续回升



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

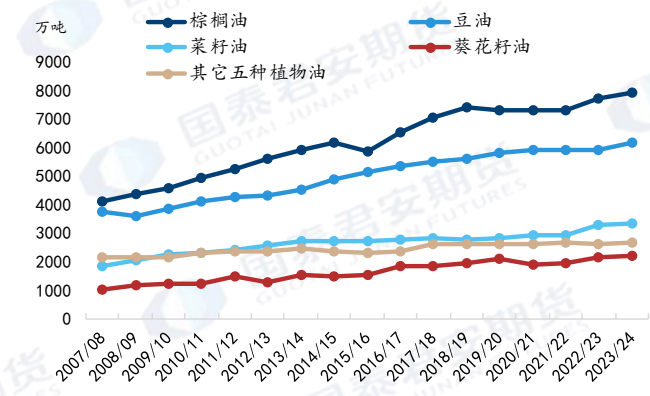
2023/24 年度，全球植物油产量预计将同比上升 638 万吨至 2.23 亿吨，所有油种的产量均较上一年度有所增长，其中主要增幅来源于豆油的 290 万吨及棕榈油的 190 万吨增量。

2023/24 年度，全球植物油总消费预计将同比上升 781 万吨至 2.18 亿吨，所有油种的消费均呈现增长。其中豆油增 269 万吨，棕榈油增 358 万吨，葵油增 100 万吨。从消费结构上来看，工业消费实现了 6.43% 的同比增幅，食用消费则维持了 2.88% 的稳定增长，其中豆油的工业消费将增加 132 万吨，棕榈油的工业消费增加 126 万吨，主导了生物燃料端对于植物油的需求增长。

油脂丰产的格局基本可以确定，但需求端的良好表现还是会导致库存水平的下降。最终，2023/24 年度全球植物油库存预计同比略降 21 万吨至 3069 万吨，维持中性偏宽局面不改。

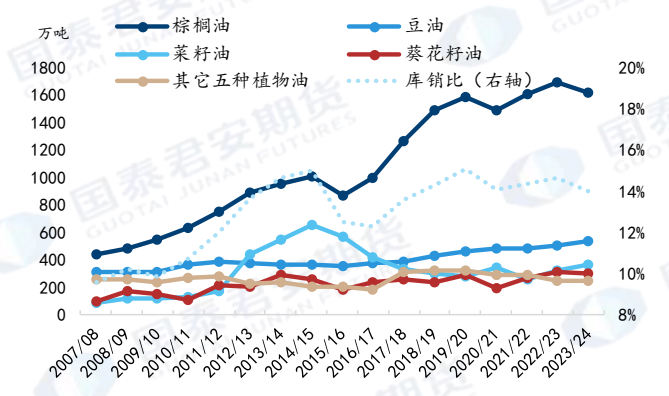


图 8：全球 9 种植物油产量均较上一年度增长



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 9：植物油期末库存及库销比下降



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

### 2.1.1 棕榈：马来逆势的增产预期，印尼尚存的减产风险

#### 2.1.1.1 马来：弱化的减产季，逆势的增产预期

2023 年 1-10 月马来西亚棕榈油累计产量较去年同期略增 0.4%，预计全年马棕产量有潜力达到 1865 万吨，较 2022 年增产 30 万吨。今年从 7 月开始，马棕产量同比出现恢复，自 9 月以来，马棕产量几乎每月都在挑战历史最高水平，在 22 年末与 23 年初丰沛降雨的滞后作用下，可以说经历了不同寻常的增产季，这也在一定程度上颠覆了此前市场对马来树龄老化将带来趋势减产的普遍认知，马棕产量向下的趋势正在受到挑战，对于 2024 年的产量水平，我们主要从种植和天气两方面来考虑。

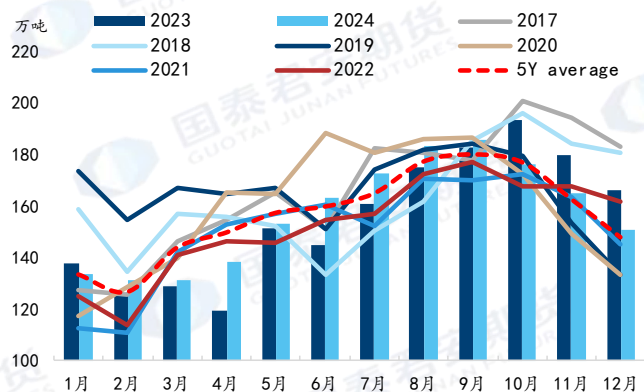
马来近 3 年来的面积没有经历任何增长。自 2019 年起，马来叫停全部油棕种植面积扩张项目，要求将种植园控制在 600 万公顷以内，在三年内马来西亚油棕种植面积已从 590 万公顷降至 567 万公顷。UOB 的数据显示，2022 年马来油棕树龄在 21 年及以上的占比达到 36%，高于印尼的 31%，后期通过面积能提供产量增幅极其有限。同时从种子的需求量来考虑重植带来的产量波动，由于种子培育需要 12-15 个月，再经过大概三年的生长开始产果，那么在 2020 年 4 月时种子需求量的大幅下降，可能对 2024 年一季度马棕产量造成冲击。另一压制产量提升的因素是出油率。2023 年马来 CPO 出油率仍然在历史偏低水平徘徊，2023 年月均出油率为 19.83%，从 2022 年的低水平中提高 0.13%。尽管出油率对产量的影响不及 FFB 单产，但是低出油率仍在一定程度上制约了产量提升。综合来看，无论是种植面积有限、重植率偏低还是出油技术、化肥施用及园林保养等问题都对马棕的长期产量增长蒙上了一层阴云。因此，此前市场多次关注 2024 年多重因素下的共振减产。

然而由于今年马棕增产期的产量表现持续超出预期，这一担忧在数据上均表现出一定松动。不管从种子用量与滞后 47 个月的月度产量还是与滞后 4 年的年度产量来看，今年极有可能逆转这一规律，使得 2024 年 2-3 月产量的最差预期也在 130 万吨附近。

再看天气影响，今年的厄尔尼诺现象对马来西亚油棕产区并没有造成干旱压力。9 月中旬开始至 11 月的季风过渡阶段降雨也一直持续，其中 9 月降雨量达到历史最高水平，10 月上旬突然偏干的沙捞越也在 11 月恢复正常，这预示着我们仍有望看到 2024 年的 8-10 月的月度产量在 180 万吨以上水平。

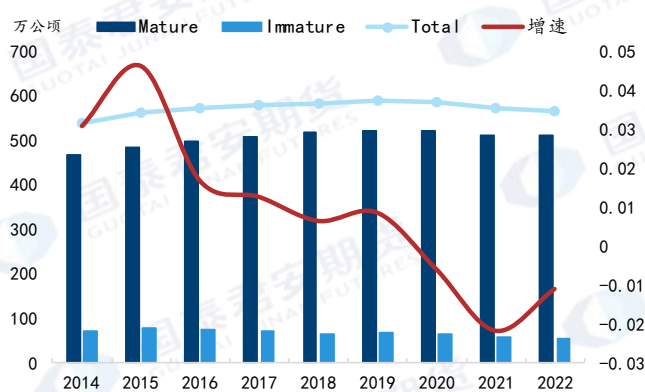
综合来看，在种植面积及种子需求稳定的大背景下，树龄结构带来的减产幅度有所放缓，叠加前期拉尼娜带来丰沛降雨以及劳工问题在本年度的缓解，2023 年度马棕产量在下半年实现同比超越，我们预计 2023 年马棕产量 1865 万吨，实现 20 万吨左右的增产；2024 年度有望继续保持小幅增长至 1880 万吨一线。

图 10：马棕月度产量预估



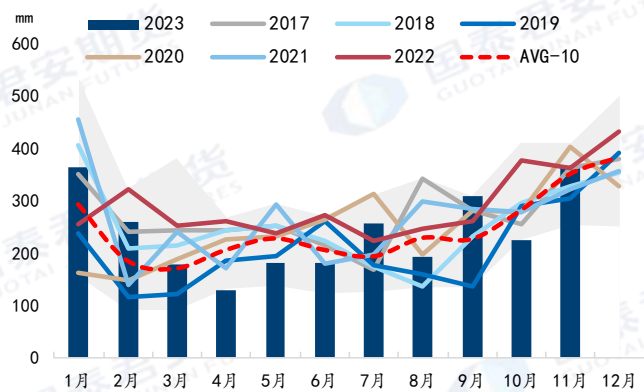
资料来源：MPOB，国泰君安期货研究

图 11：马棕近三年面积没有经历增长



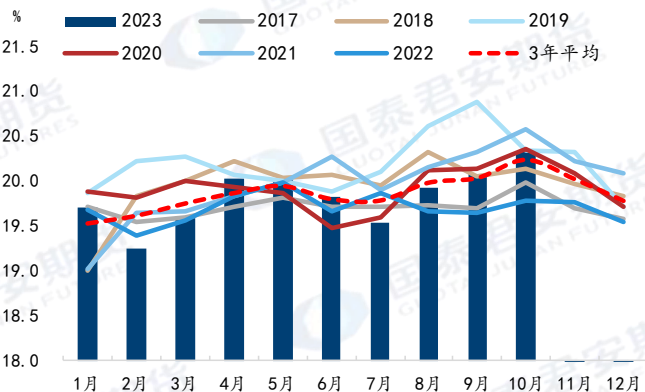
资料来源：MPOB，国泰君安期货研究

图 12：马来基本没有受到厄尔尼诺干旱影响



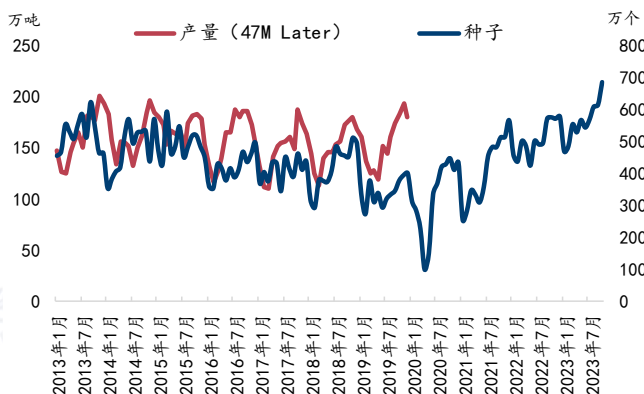
资料来源：Reuters，国泰君安期货研究

图 13：马来 CPO 出油率仍然在历史中性水平



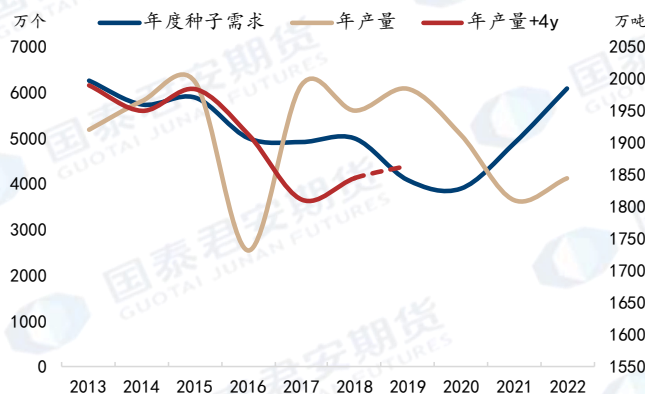
资料来源：MPOB，国泰君安期货研究

图 14：马来油棕种子需求与滞后 47 个月产量相关



资料来源：MPOB，国泰君安期货研究

图 15：马来油棕种子需求与滞后 4 年产量相关



资料来源：MPOB，国泰君安期货研究

## 2.1.1.2 印尼：扩种与天气博弈

2023 年 1-9 月印尼棕榈油累计产量较去年增 11.56%，由于下半年受厄尔尼诺带来的干旱影响，雨季整体



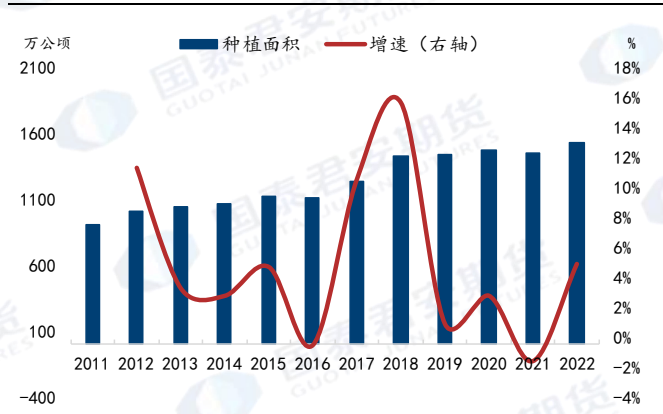
降雨量适中至偏少，因此减产幅度有较大概率不及预期，我们估计 2023 年印尼产量在 5500 万吨左右。在考虑 2024 年产量时，印尼则呈现出与马来截然不同的重点，这里无法忽视的是今年的厄尔尼诺与近四年 7% 的面积扩张对 2024 棕油产量的影响。

首先看面积扩张，自 2017-2018 年修正统计口径带来面积跳增后，印尼在 2019、2020 年经历了 53 万公顷的面积增长，2021 年小幅下滑后，2022 年重新加快重植的速度，将面积扩至 1534 万公顷，总共四年累计已经实现 101 万公顷的扩张。截至 2022 年底，印尼油棕树未成熟面积为 203 万公顷，上年为 191 万公顷；成熟面积为 1271 万公顷，上年为 1205 万公顷；受损面积为 60 万公顷，上年为 66 万公顷。从未成熟面积观察，印尼 2022 年应加快了重植的速度，面积增长主要来自私人大种植园的扩张推动。

从以往数据来看，面积的增加将转化为 4 年后产量增速的达峰。不考虑 2022 年种植的新树对 2024 年的产量影响，假设丰产极限单产能达到 3.9 吨/公顷一线，2019-2020 年这 61 公顷新树大约能在三年成熟后逐渐转化为 240 万吨产量的增量。其实如果没有 2022 年印尼高库存的诡异限制，自然情况下的去年产量本应处于上升趋势，且增速应于 2022 年创造小高峰，这种压抑在 2023 年得到释放，并预计于 2024 年有所放缓。除面积可能带来的激发外，单产的上升趋势也将支持印尼产量逐年上涨。一方面，从当前的树龄结构来看，印尼仍有相当部分的油棕树未达到或刚处于产量最优的年龄（10-20 岁），短期内油棕树仍将保持一定的活力，能够支持单产继续上升。另一方面，由于印尼面积受限政策仅针对种植园，对小农来说相对宽容。在印尼 40% 种植园为独立小农的情境下，种植园可能会通过收编小农的方式实现扩张。这样一来，随着种植园的规模化发展，印尼单产仍有不俗的上升潜力。因此，印尼具备长期的增产基础。

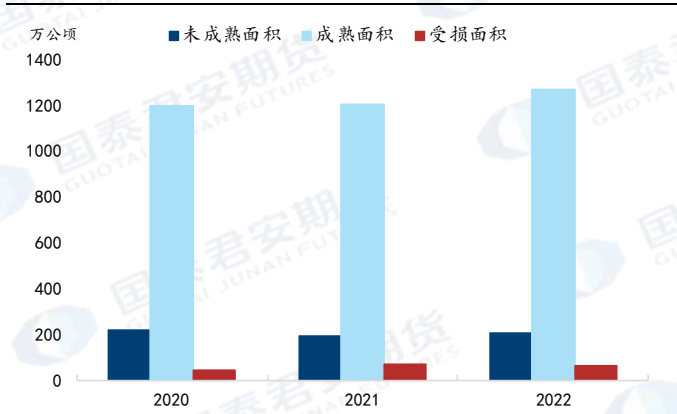
然而，厄尔尼诺现象本年在印尼带来的干旱天气给增产蒙上一层阴霾。通过对 2010 年以来的两次厄尔尼诺事件（2014-2016、2018-2019）对东南亚降雨及东南亚棕榈油产量的回溯来看，厄尔尼诺产生的干旱影响通常在 ONI 指数大于 0.5 之前 4 个月就提前显现，影响大多集中于 6-11 月的旱季，在 ONI 指数大于 0.5 之后的 10-12 个月兑现为实际的减产。因此，2024 年三季度伊始，印尼有可能经历一个颇为不顺的增产季，影响大约 4-5 个月的单产表现，使得产量的季节性趋于平滑，如果按照 2020 年一季度的减产幅度推算，2024 年印尼产量将在 5350-5400 万吨左右，较今年减 150-200 万吨。

图 16：印尼 2022 年油棕种植提速



资料来源：印尼统计局，国泰君安期货研究

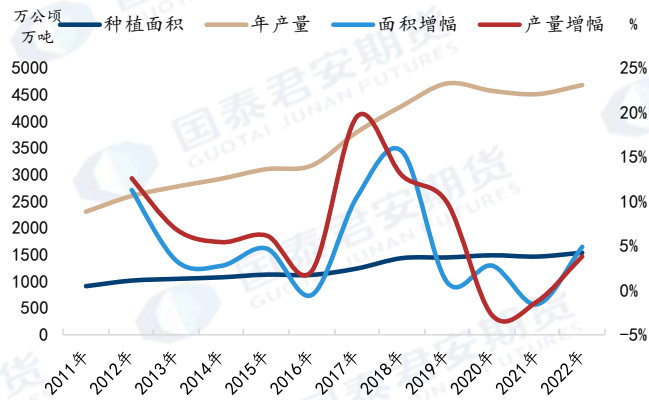
图 17：印尼油棕树龄结构显示未成熟面积增加



资料来源：印尼统计局，国泰君安期货研究



图 18：印尼面积增加将转化为 4 年后产量增速的达峰



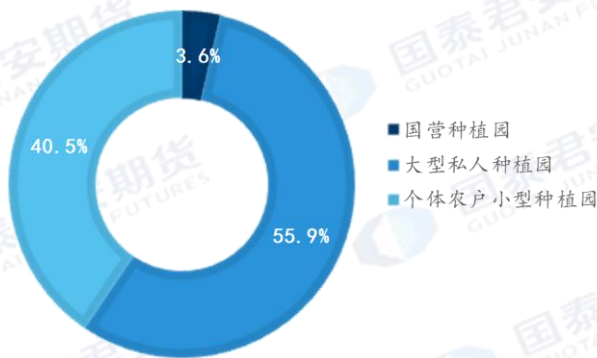
资料来源：印尼统计局，国泰君安期货研究

图 19：印尼棕榈油单产仍有上升潜力



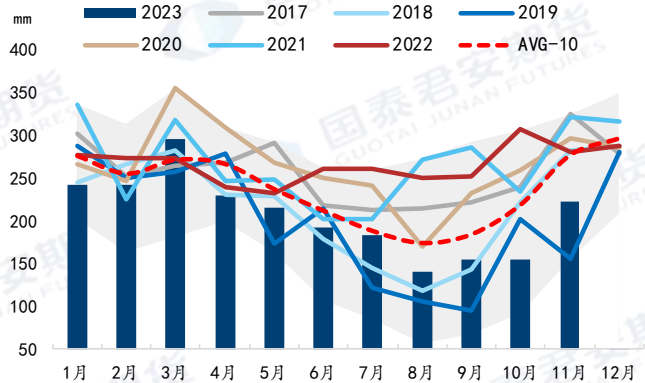
资料来源：印尼统计局，国泰君安期货研究

图 20：印尼小农比例仍然较高



资料来源：印尼统计局，国泰君安期货研究

图 21：印尼 8-11 月降雨受厄尔尼诺影响较大



资料来源：Reuters，国泰君安期货研究

表 1：ONI 指数

| ONI | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1月  | 2.5   | -0.3  | -0.9  | 0.8   | 0.5   | -1    | -1    | -0.7  |
| 2月  | 2.2   | -0.1  | -0.8  | 0.8   | 0.6   | -0.9  | -0.9  | -0.4  |
| 3月  | 1.7   | 0.1   | -0.6  | 0.8   | 0.5   | -0.8  | -1    | -0.1  |
| 4月  | 1     | 0.3   | -0.4  | 0.8   | 0.3   | -0.7  | -1.1  | 0.2   |
| 5月  | 0.5   | 0.4   | -0.1  | 0.6   | 0     | -0.5  | -1    | 0.5   |
| 6月  | 0     | 0.4   | 0.1   | 0.5   | -0.2  | -0.4  | -0.9  | 0.8   |
| 7月  | -0.3  | 0.2   | 0.1   | 0.3   | -0.4  | -0.4  | -0.8  | 1.1   |
| 8月  | -0.6  | -0.1  | 0.2   | 0.1   | -0.6  | -0.5  | -0.9  | 1.3   |
| 9月  | -0.7  | -0.4  | 0.4   | 0.1   | -0.9  | -0.7  | -1    | 1.6   |
| 10月 | -0.7  | -0.7  | 0.7   | 0.3   | -1.2  | -0.8  | -1    | 1.8   |
| 11月 | -0.7  | -0.9  | 0.9   | 0.5   | -1.3  | -1    | -0.9  |       |
| 12月 | -0.6  | -1    | 0.8   | 0.5   | -1.2  | -1    | -0.8  |       |

资料来源：NOAA，国泰君安期货研究

表 2：印尼月度降雨距平值与左表 ONI 指数对比

|     | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1月  | 87%   | 111%  | 90%   | 106%  | 98%   | 124%  | 102%  | 89%   |
| 2月  | 125%  | 100%  | 106%  | 100%  | 98%   | 90%   | 109%  | 96%   |
| 3月  | 100%  | 94%   | 100%  | 91%   | 125%  | 112%  | 96%   | 105%  |
| 4月  | 104%  | 102%  | 88%   | 106%  | 118%  | 94%   | 91%   | 88%   |
| 5月  | 105%  | 125%  | 98%   | 74%   | 115%  | 107%  | 99%   | 92%   |
| 6月  | 112%  | 107%  | 87%   | 106%  | 123%  | 99%   | 129%  | 94%   |
| 7月  | 117%  | 114%  | 77%   | 65%   | 129%  | 109%  | 140%  | 98%   |
| 8月  | 91%   | 126%  | 69%   | 61%   | 100%  | 160%  | 146%  | 82%   |
| 9月  | 138%  | 123%  | 79%   | 53%   | 129%  | 159%  | 140%  | 86%   |
| 10月 | 132%  | 110%  | 101%  | 92%   | 119%  | 107%  | 141%  | 71%   |
| 11月 | 105%  | 119%  | 104%  | 57%   | 109%  | 117%  | 103%  | 81%   |
| 12月 | 103%  | 100%  | 103%  | 100%  | 103%  | 113%  | 103%  |       |

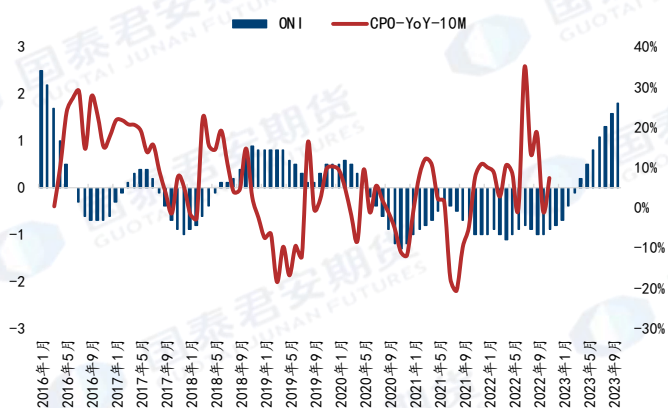
资料来源：Reuters，国泰君安期货研究

表 3：厄尔尼诺影响下的印尼产量同比变化

|     | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1月  | -4%   | 19%   | 28%   | -13%  | -1%   | 13%   | 1%    |
| 2月  | 6%    | 27%   | 16%   | -7%   | -6%   | 13%   | 11%   |
| 3月  | 26%   | 25%   | 18%   | -17%  | 13%   | 3%    | 15%   |
| 4月  | 32%   | 21%   | 25%   | -13%  | 1%    | 4%    | 6%    |
| 5月  | 33%   | 27%   | 11%   | -16%  | 10%   | -22%  | 49%   |
| 6月  | 24%   | 19%   | 1%    | 13%   | 9%    | -26%  | 22%   |
| 7月  | 35%   | 14%   | 1%    | -2%   | 5%    | -14%  | 25%   |
| 8月  | 33%   | 3%    | 16%   | 2%    | -4%   | -7%   | -2%   |
| 9月  | 21%   | 9%    | 4%    | 13%   | -12%  | 9%    | 9%    |
| 10月 | 17%   | 9%    | 0%    | 16%   | -16%  | 13%   |       |
| 11月 | 21%   | 0%    | -4%   | 14%   | -4%   | 13%   |       |
| 12月 | 21%   | -3%   | 3%    | 7%    | 8%    | 8%    |       |

资料来源：GAPKI，国泰君安期货研究

图 22：ONI 指数与滞后 10 个月印马 CPO 产量同比变化



资料来源：NOAA，MPOB，GAPKI，国泰君安期货研究

综合来看，USDA 预估 23/24 年印尼产量增幅为 2.17%，马来产量增幅为 3.33%；OildWorld 预估印尼产量将减 0.49%，马来产量增幅为 1.09%；我们估计 23/24 年度印尼产量增幅为 -0.66%，马来产量增幅为 5.88%，印马两国合计增产 0.96%。在理想状态下，预计印尼 2024 年上半年的逐月产量将处于往年产量的上沿，马来则处于 5 年均值附近，其中 3-4 月产量受斋月影响将低于五年均值。

### 2.1.2 大豆：南美大豆供给形势是国际价格走向的关键

得益于巴西的丰产和阿根廷的恢复性增产，USDA 预计 2023/24 年度全球大豆增产幅度在 2818 万吨，考虑到巴西可能无法实现 1.61 万吨的预期产量，保守预计 23/24 年度增产幅度约 2500 万吨，其中 1100 万吨转化为库存，则折 280 万吨的豆油预期增量。

23/24 年度，在美国经历了一次曲折坎坷的作物季，仅收获了历史上第七规模的大豆后，南美创纪录的天量产量将弥补这一遗憾。巴西产量增加的主要原因是种植面积的增加，面积预计将连续 17 年创历史新高。2023/24 年度全球大豆产量预计将增长 7% 以上，接近 2020/21 年度增幅水平。即使本年度的增强厄尔尼诺现象可能再次造成巴西中西部及北部地区的产量危机，但阿根廷将从连续两年尤其是去年的极端减产中恢复，且巴西的面积及种子水平已将其产量基准上浮至 1.6 亿吨一线（可能更高），500 万吨以内的减产都不会改变其将为 2024 年大豆供应提供宽松空间的基调，要做好全球各处将在明年建立充裕的大豆供给的准备。在具体的供应节奏上，需特别关注阿根廷总统在汇率政策上的口风，这将极大地改变阿根廷农户的销售意愿，不论是惜售情绪加强或是集中抛售的行为都将对全球大豆及豆粕供应节奏产生冲击。

23/24 年度，全球大豆出口将不再受到中国需求的推动，全球出口量预计为 1.68 亿吨，较上年度减少 1.56%。同时美国在全球出口中的份额快速下降，从 32% 进一步降至 28%，巴西的出口份额将从上一年度的 56% 继续上升至 59%。中国的进口量预计减少 85 万吨至 1 亿吨，国内压榨预计增加 300 万吨至 9800 万吨，需求增量以消耗库存为主，进口在 1 亿吨一线遇到需求进一步扩张的阻力。

23/24 年度，全球大豆消费预计将从近三年的瓶颈中迅速提升 2000 万吨，其中中国压榨需求增加 300 万吨，食用需求增加 100 万吨，中国总消费量增加 3.43%。尽管与其他国家相比，市场对中国需求的敏感度要高得多（中国占全球消费总量 31%），但除中国之外的大豆需求亦将在 2023/24 年度展现出 6.27% 的增量，其中美国和巴西因生物燃料政策提振，各贡献了约 300 万吨左右的压榨增量；阿根廷因从供应瓶颈中挣脱而释放 520 万吨压榨需求，其余国家和地区也预计看到共 430 万吨消费增量。



最终，全球大豆库存比扭转下行的态势，回升至 27.55%，大形势上的价格顶部正在形成，新一季巴西产量能不能最终如现在的预期兑现，对于 23/24 年度而言特别重要，它将真正定义美豆 23/24 年供需前景的松紧。阶段性上需关注后续南美天气能否基本正常、中国海关对大豆进港的放行以及阿根廷大豆进入市场的供应节奏。

表 4：全球大豆平衡表（百万吨）

|      |     | 13/14  | 14/15  | 15/16  | 16/17  | 17/18  | 18/19  | 19/20  | 20/21  | 21/22  | 22/23  | 23/24  |
|------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 产量   | 美国  | 89.51  | 106.88 | 106.86 | 117.21 | 120.07 | 120.52 | 96.84  | 114.75 | 121.53 | 116.22 | 112.39 |
|      | 巴西  | 86.70  | 94.50  | 96.50  | 111.00 | 122.00 | 119.70 | 128.50 | 136.00 | 130.50 | 158    | 158.00 |
|      | 阿根廷 | 54.00  | 57.00  | 56.80  | 56.00  | 37.80  | 55.00  | 48.80  | 46.20  | 43.90  | 25     | 48.00  |
|      | 其它  | 53.42  | 61.22  | 53.61  | 61.76  | 54.94  | 65.36  | 64.86  | 70.81  | 64.50  | 73.02  | 79.03  |
|      | 总计  | 283.63 | 319.60 | 313.77 | 345.97 | 334.81 | 360.58 | 339.00 | 367.76 | 360.43 | 372.24 | 397.42 |
| 出口   | 美国  | 43.55  | 50.17  | 52.69  | 59.16  | 57.95  | 51.03  | 45.70  | 61.67  | 58.57  | 54.21  | 47.76  |
|      | 巴西  | 44.50  | 46.00  | 54.38  | 63.14  | 76.18  | 74.89  | 78.50  | 81.65  | 79.06  | 95.51  | 99.50  |
|      | 阿根廷 | 7.84   | 10.57  | 9.92   | 7.03   | 4.20   | 9.10   | 10.00  | 5.20   | 2.86   | 4.19   | 4.60   |
|      | 其它  | 16.8   | 10.8   | 15.3   | 18.2   | 12.1   | 13.8   | 31.0   | 16.3   | 13.8   | 17.0   | 16.4   |
|      | 总计  | 112.70 | 117.52 | 132.24 | 147.50 | 150.40 | 148.83 | 165.17 | 164.86 | 154.25 | 170.95 | 168.29 |
| 进口   | 中国  | 70.36  | 72     | 83     | 88     | 94.1   | 88     | 89     | 99.74  | 90.5   | 100.85 | 100    |
|      | 其它  | 36.32  | 52.36  | 46.85  | 56.33  | 59.16  | 57.88  | 76.12  | 65.75  | 65.08  | 64.26  | 65.75  |
|      | 总计  | 106.68 | 124.36 | 129.85 | 144.33 | 153.26 | 145.88 | 165.12 | 165.49 | 155.58 | 165.11 | 165.75 |
| 国内消费 | 美国  | 49.85  | 54.96  | 54.42  | 55.51  | 59.00  | 60.52  | 61.77  | 61.05  | 62.92  | 62.84  | 66.06  |
|      | 巴西  | 39.81  | 43.79  | 43.05  | 45.05  | 46.49  | 45.18  | 46.90  | 49.71  | 53.96  | 56.8   | 59.7   |
|      | 阿根廷 | 39.76  | 41.90  | 50.05  | 47.83  | 43.63  | 47.45  | 45.87  | 47.70  | 46.04  | 36.57  | 41.75  |
|      | 中国  | 80.30  | 86.20  | 95.00  | 101.10 | 106.30 | 102.00 | 103.70 | 111.60 | 108.4  | 116.5  | 120.5  |
|      | 其它  | 60.17  | 62.07  | 73.83  | 81.29  | 83.16  | 89.13  | 90.17  | 93.91  | 92.65  | 91.44  | 95.67  |
|      | 总计  | 269.89 | 288.92 | 316.35 | 330.78 | 338.58 | 344.28 | 348.41 | 363.97 | 363.97 | 364.15 | 383.68 |
| 期末库存 | 美国  | 3.53   | 10.06  | 12.11  | 12.12  | 11.92  | 24.37  | 14.28  | 6.99   | 7.47   | 7.3    | 6.68   |
|      | 巴西  | 16.02  | 18.93  | 18.05  | 33.21  | 21.07  | 32.47  | 20.42  | 21.89  | 27.6   | 33.44  | 34.6   |
|      | 阿根廷 | 28.05  | 31.7   | 31.6   | 27     | 24.1   | 28.89  | 26.7   | 24.35  | 23.9   | 17.21  | 24.56  |
|      | 中国  | 14.43  | 17.01  | 16.43  | 20.39  | 23.52  | 19.46  | 26.79  | 31.6   | 29.25  | 33.79  | 33.69  |
|      | 其它  | 0.00   | 0.00   | 0.83   | 4.00   | 10.19  | 5.62   | 8.65   | 15.52  | 9.84   | 8.57   | 11.98  |
|      | 总计  | 61.77  | 77.53  | 79.02  | 96.72  | 90.80  | 110.81 | 96.84  | 100.35 | 98.06  | 100.31 | 111.51 |

资料来源：USDA，国泰君安期货研究

#### 2.1.2.1 美国：偏紧库存的价格意义在于南美产量无法兑现之时

本年度，美豆经历了可谓风不调雨不顺的生长季，最终单产大概率将定在 49.5-50.0 蒲式耳/英亩，在面积已然大减的背景下，产量将较上一年度减少近 400 万吨。本年度主要问题产区集中在 7 月的爱荷华、北达科他，8 月的明尼苏达、爱荷华、印第安那、堪萨斯等玉米带西部和大平原中部地区，在经历了两轮 37-40 度的异常高温，且降雨量在历史同期中明显偏少后，明尼苏达州、北达科他州均迎来有利降雨，有助于拯救颓势，爱荷华州虽未有改善，但本年度整体降雨水平与去年同期相近，有助于维持去年较高的单产预估。截至 USDA 最新单产预估来看，爱荷华、堪萨斯、北达科他、明尼苏达州的单产数据其实较为合理地反映了以上特征，印第安那州的单产水平可能偏高，可能拖累今年美豆的最终单产稍低于当前预估。

美国压榨行业对大豆的需求呈现强劲的增长趋势。自 2021 年起，随着美国可再生行业新产能不断投产，豆油需求不断攀升，23/24 年度美国将成为历史上首次对豆油出现净进口需求的年度，美国压榨企业顺势扩建或新建大豆压榨产能。根据新闻数据收集，截至 2022 年底，美国有 60 家压榨厂在运行，但同时有 23 家工厂在新建或扩建（其中 13 家为新建，10 家为扩建），这 23 家的合计产能约达 7.5 亿蒲式耳/年，这些新产能将陆续在

2027 年之前投产，届时美国的大豆产能将达到 33 亿蒲式耳以上，高于现在的 26 亿蒲式耳左右，可以说未来三年美国大豆压榨量将持续增加，势头有增无减，且这种工业需求的增加是偏刚性的存在，我们将在后文生柴消费板块对美国可再生行业增长的需求做具体分析。微观上看，2023 年 9-10 月美国累计大豆压榨量为 3.76 亿蒲式耳，较去年同期增长 3.26%，USDA 在 12 月报告对 23/24 年度的压榨预估为 23 亿蒲式耳，较上年度同期增长 3.98%，这意味着目前美国大豆的压榨节奏基本在预计范畴以内，虽未达到预期增幅但不算太慢，暂时没有调整压榨预估的必要。

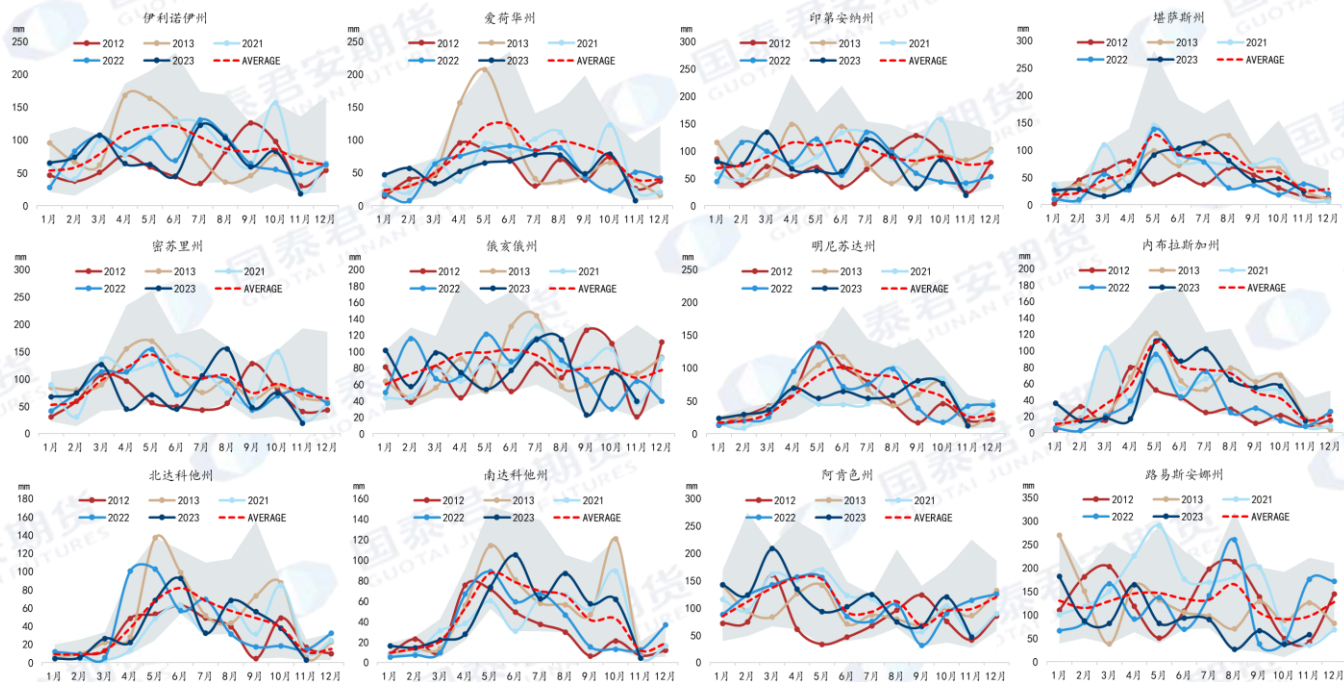
由于总供给减少、压榨增加，这将进一步迫使美国农业部压缩出口来满足市场需求的匹配，出口预估从上一年的 19.92 亿蒲（5421 万吨）进一步缩小至 17.55 亿蒲（4776 万吨）。这个级别的出口也创下 2014/15 年度以来最低数量（剔除因中美贸易战导致出口异常偏低的年份）。这种极力压缩出口的预期是否符合现实？我们认为 2023 年弱化美豆出口需求的因素主要看两方面，一是巴西的丰产，二是包括埃及、欧盟、巴基斯坦等国进口需求总体减少。如果这两个因素继续存在，那么我们对 USDA 判断本年度美豆出口的空间将被大幅压缩没有太多异议，但如果这两个因素稍有一些不及本次报告的预期，那么美豆出口潜力将不得不被迫释放。

截至目前，这两个因素虽然暂时没有明显偏离现状的势头，例如巴西生长初期的天气劣势正在被弥补，尚未达到 500 万吨以上级别的减产幅度来打破这种预期，且进入 9 月来美豆每周的出口销售持续处于近年同期的偏差水平，埃及、巴基斯坦等国的大豆采购也还处于疲弱的状态，除中国外其他国家合计在 11 月对美豆的采购仍然相对偏差，但是至今以来巴西的播种进度偏慢及马托格罗索州部分产量预期损失，可能有利于 2 月份之前美豆的出口，如果美豆销售进度赶上，或给出 USDA 一些上调出口预估的理由。11 月初中国采购美豆的节奏突然积极，除进博会上的一些订单签约原因外，就体现了巴西今年供应节奏可能偏后的问题，本应偏早收割的巴西中西部及北部产区目前存在减产风险，因此国内压榨企业相应增加了明年 2-4 月到港的美国豆预订。

美豆偏紧库存的价格意义在于南美产量无法兑现之时。USDA 即使在一月定产时再次调整单产及出口水平，对美豆形势的理解也已经不会产生太大的影响，库存消费比依然会保持在 6% 以内。美豆低库存的运行价值不在眼前，而更在于南美播种的新一季大豆，特别是巴西的大豆种不出预期般产量的时候，市场的这一格局的重新估值。目前市场机构普遍对巴西大豆的产量给出了 1.55-1.6 亿吨的天量，如果马托格罗索州的损失没有进一步扩大，这个产量意味着全球大豆的需求将从上一季受挤压的状态中完全恢复，美豆面临极大的竞争压力；但反过来说，如果后续天气继续出现意外，那么美豆将进一步强化其紧缺背景。因此，南美大豆的生长形势将成为未来国际市场大豆价格走向的关键，并决定了美豆 2023/24 年度的偏紧格局有没有价格意义。

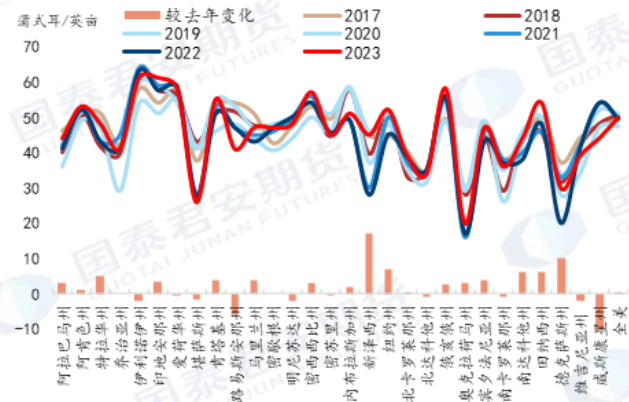


图 23：美国大豆主产区月度降雨量



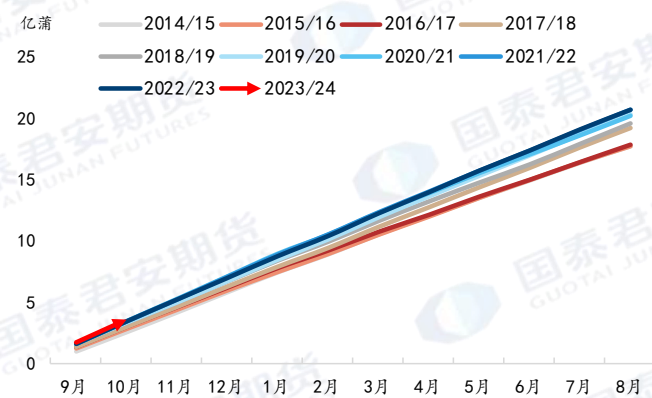
资料来源：Reuters，国泰君安期货研究

图 24：美国大豆主产州历史单产及本年变化值



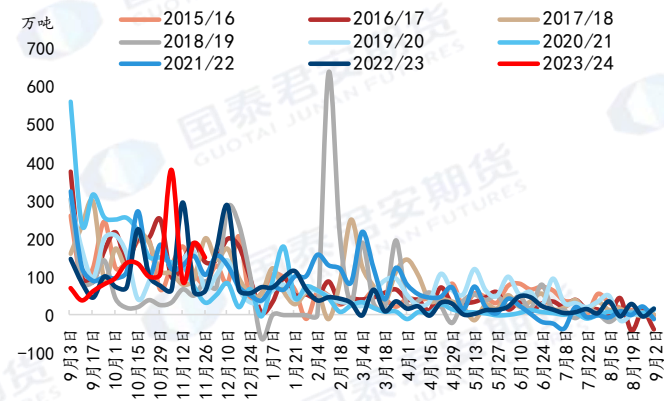
资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 25：美国本年累计压榨量较去年同期增长 3.26%



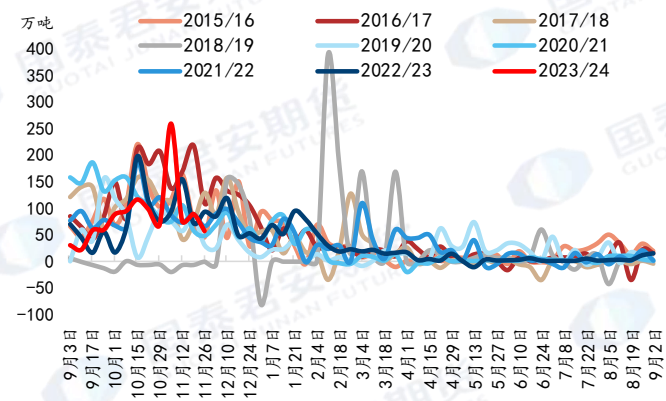
资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 26：美豆 9 月来出口销售处于同期偏差水平



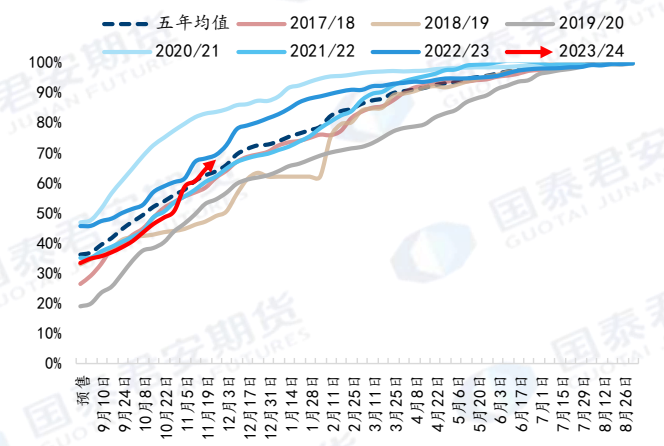
资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 27：11 月初中国采购美豆的节奏突然积极



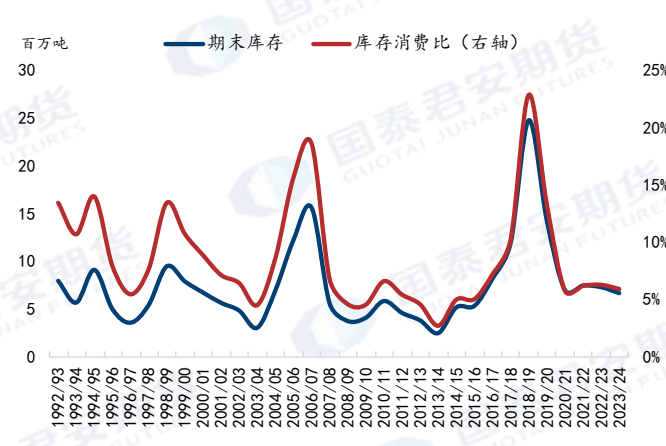
资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 28：美豆累计销售进度 11 月以来有所赶上



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 29：美豆库存尚未处于宽松环境



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

## 2.1.2.2 南美：全球大豆库存重建的关键

面积单产双加持，巴西 1.6 亿吨的丰收预期正在增强。在 USDA 终于将巴西上一季作物产量认定为 1.6 亿吨天量后，这是巴西大豆种植历史上再一次接近 1.6 亿吨预估的壮丽时刻。2023/24 年度，巴西凭借连续第 17 年增加的播种面积（同比+3%）和南部从拉尼娜中恢复的单产一举将产量再一次抬上 1.6 亿吨的巅峰，在三大主产国中独孤求败。

截至 12 月 8 日，巴西已完成 88.1% 的大豆播种，东北部和南里奥格兰德州的进度仍然相对较慢，其他主产区已进入收尾阶段。本周马托格罗索州和东北部的实际降雨总体仍然不多，强降雨的地方相对有限，预报显示 12 月中旬雨势将相对较好；南马托格罗索州和南部产区的实际降雨及预报雨势持续良好，大豆产量前景乐观。马托格罗索等州的局部损失促使各类机构陆续将巴西产量从开播前的 1.63-1.65 万吨下调到当前的 1.58-1.61 万吨水平，主要降幅集中在马托格罗索州、帕拉纳州、南马托格罗索州和戈亚斯州。

阿根廷产量预估我们仍看高在 4800-5000 万吨一线。一个原因在于本年度玉米播种进度偏慢导致大豆面积存在潜在的上涨，布交所已经从开播前的 1700 万公顷上调至 1720 万公顷。天气方面，当前播种进度过半，圣菲省中北部多雨潮湿对全国的播种进度稍有拖累，但多数核心产区的实际降雨及预报雨势积极，大豆长势总体健康，开局良好。阿根廷额外需要关注的是即将上任的总统哈维尔·米莱的经济重组计划对于农户出售大豆节奏的



影响。米莱此前预计采取的措施取消混乱的各种汇率，并减少对出口的重税，激励农民出售他们储存在谷仓里的粮食。如果提议落实并正式执行，将毫无疑问对大豆的供给节奏造成重要影响。

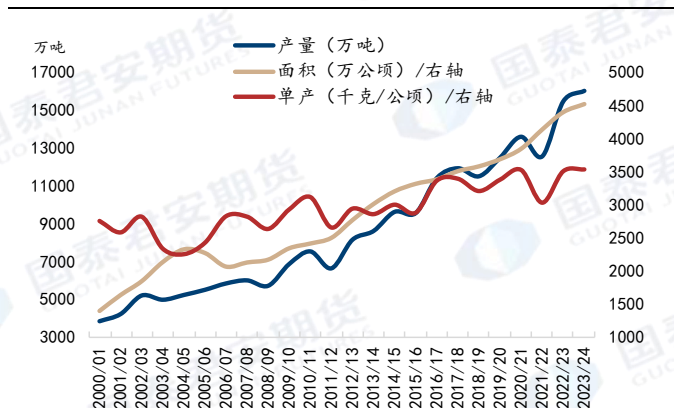
总体而言，如果后期南美不再出现新的天气忧虑点，巴西中西部和东北部的雨势前景持续好于 11 月份，明年全球大豆供给充足的基调将难以改变，美豆和国内豆粕价格重心将进入下行周期。

表 5：官方调降巴西 23/24 年度产量预估

| Conab 12月报告 | 作物面积 (万公顷) |       |       | 单产 (吨/公顷) |       |        | 产量预估 (万吨) |         |        |
|-------------|------------|-------|-------|-----------|-------|--------|-----------|---------|--------|
|             | 23/24      | 较上月预估 | 同比    | 23/24     | 较上月预估 | 同比     | 23/24     | 较上月预估   | 同比     |
| 马托格罗索州      | 1230.35    | 0.00  | 1.80% | 3.535     | -0.07 | -6.30% | 4349.29   | -89.81  | -4.60% |
| 帕拉纳州        | 581.08     | 0.00  | 0.20% | 3.747     | -0.03 | -2.90% | 2177.31   | -17.43  | -2.70% |
| 南里奥格兰德州     | 667.31     | 0.00  | 1.80% | 3.280     | 0.00  | 65.20% | 2188.78   | 0.00    | 68.10% |
| 南马托格罗索州     | 399.02     | 0.00  | 5.70% | 3.480     | -0.13 | -6.50% | 1388.59   | -53.47  | -1.20% |
| 米纳斯吉拉斯州     | 224.95     | 1.09  | 3.60% | 3.726     | -0.02 | -3.10% | 838.16    | 0.25    | 0.40%  |
| 巴伊亚州        | 200.03     | 0.00  | 4.20% | 3.870     | 0.00  | -3.70% | 774.12    | 0.00    | 0.30%  |
| 戈亚斯州        | 460.20     | 0.00  | 1.20% | 3.704     | -0.11 | -5.00% | 1704.58   | -49.24  | -3.90% |
| 巴西总计        | 4530.90    | 1.34  | 2.80% | 3.535     | -0.05 | 0.80%  | 16017.72  | -224.37 | 3.60%  |

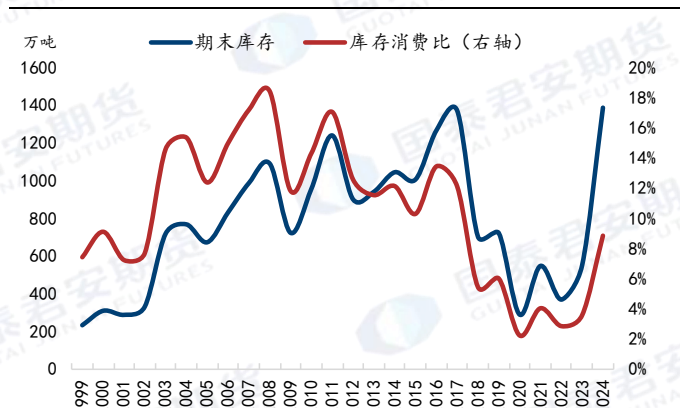
资料来源：Conab，国泰君安期货研究

图 30：巴西大豆面积连续 17 年增加



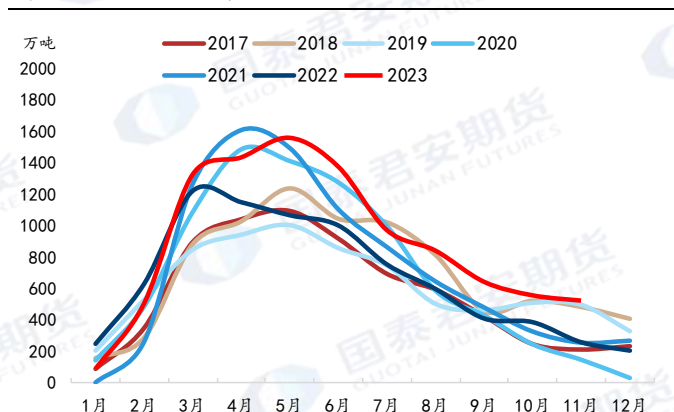
资料来源：Conab，国泰君安期货研究

图 31：巴西大豆年末库存将抬升至宽松水平



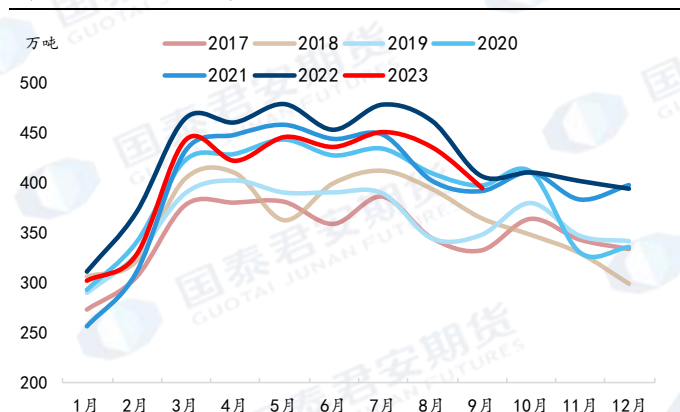
资料来源：Aboive，国泰君安期货研究

图 32：巴西大豆月度出口量



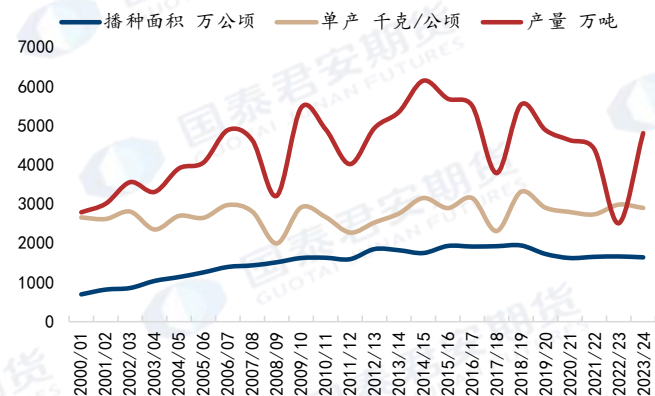
资料来源：Aboive，国泰君安期货研究

图 33：巴西大豆月度压榨量



资料来源：Aboive，国泰君安期货研究

图 34：阿根廷单产将从拉尼娜中恢复、面积预估偏低



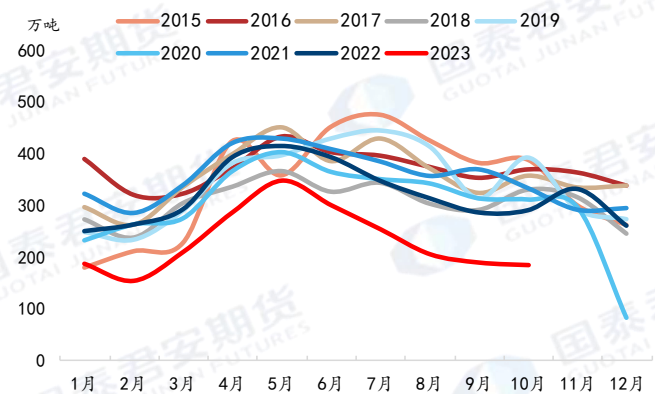
资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 35：阿根廷黑市偏离官方汇率程度仍在加剧



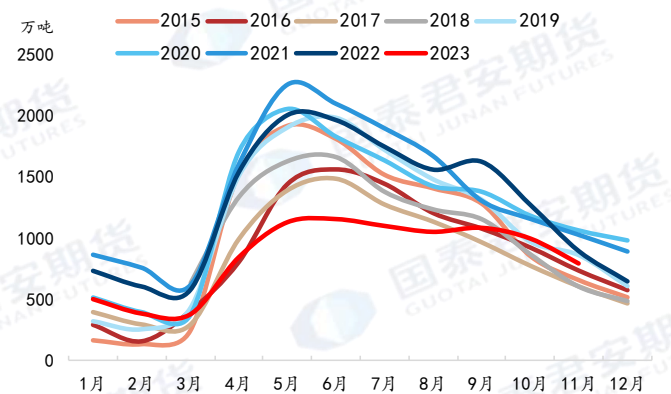
资料来源：Reuters，国泰君安期货研究

图 36：阿根廷大豆压榨受到供给及销售进度限制



资料来源：阿根廷农业部，国泰君安期货研究

图 37：阿根廷大豆农户库存水平不低



资料来源：阿根廷农业部，国泰君安期货研究

### 2.1.3 菜葵：全球供应预计维持高位，关注国际贸易流结构性变化对价格的影响

全球菜籽产量维持高位，菜籽国际贸易量将同比下降，菜油国际贸易量将再创新高。USDA 预估 2023/24 年度全球菜籽产量为 8698 万吨，较 2022/23 年度减少 184 万吨，较 5 年均值多 1036 万吨。2023/24 年度中国以外地区的菜籽产量为 7158 万吨，较 2022/23 年度减少 171 万吨，较 5 年均值多 917 万吨。2023/24 年度全球菜籽产量的降幅主要因为澳大利亚菜籽产量同比大幅下降，其他主要出口国和消费国的菜籽产量降幅均不大或小幅增产。2024/25 年度，初步预估全球菜籽的主要出口国和消费国种植面积稳定。USDA 预估 2023/24 年度全球菜籽出口量将同比减少 312 万吨，主要因澳大利亚菜籽产量下降从而将导致其出口减少，不过由于 2022/23 年度加拿大和澳大利亚的菜籽结转库存偏高，或导致菜籽实际出口量高于 USDA 的预估，关注菜籽出口的结构性的变化。USDA 预估 2023/24 全球菜油出口量将再创新高，加拿大将增加对美国的菜油出口，俄罗斯和欧盟的菜油出口预计也将维持高位。

全球葵籽产量维持高位，葵油国际贸易量将维持高位。USDA 预估 2023/24 年度全球葵花籽产量为 5680 万吨，恢复到历史峰值，较 2022/23 年度增加 442 万吨，较 5 年均值增加 436 万吨。从目前的情况来看，2023/24 年度俄罗斯的葵籽产量基本和 USDA 的预估接近，乌克兰和欧盟的葵花籽产量可能会低于 USDA 的预估。2024/25 年度，初步预估欧盟、俄罗斯和乌克兰的葵籽种植面积保持稳定。USDA 预估 2023/24 年度全球葵油出口量将维持高位，主要出口国仍然是乌克兰和俄罗斯，如果性价比合适，印度、中国的葵油进口量将维持高位，欧盟的葵



油自给率或提高。

表 6：全球菜籽产量、菜籽和菜油贸易流以及主要出口国菜籽库存情况（万吨）

|      |      | 13/14 | 14/15 | 15/16 | 16/17 | 17/18 | 18/19 | 19/20 | 20/21 | 21/22 | 22/23 | 23/24 |
|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 菜籽产量 | 欧盟   | 2131  | 2459  | 2200  | 1876  | 2002  | 1805  | 1525  | 1673  | 1739  | 1962  | 2010  |
|      | 加拿大  | 1855  | 1641  | 1838  | 1960  | 2146  | 2072  | 1991  | 1949  | 1425  | 1870  | 1880  |
|      | 印度   | 665   | 508   | 592   | 662   | 710   | 750   | 740   | 860   | 1110  | 1130  | 1170  |
|      | 澳大利亚 | 383   | 354   | 278   | 431   | 389   | 237   | 230   | 476   | 682   | 827   | 550   |
|      | 俄罗斯  | 126   | 132   | 100   | 100   | 150   | 199   | 204   | 257   | 278   | 430   | 400   |
|      | 乌克兰  | 235   | 220   | 174   | 125   | 222   | 285   | 347   | 275   | 302   | 350   | 430   |
|      | 其他   | 1716  | 1785  | 1759  | 1862  | 1962  | 2001  | 1996  | 1983  | 2044  | 2313  | 2258  |
|      | 合计   | 7111  | 7099  | 6940  | 7017  | 7580  | 7348  | 7032  | 7472  | 7579  | 8882  | 8698  |
| 菜籽出口 | 加拿大  | 918   | 922   | 1028  | 1102  | 1085  | 920   | 1004  | 1059  | 525   | 795   | 770   |
|      | 澳大利亚 | 274   | 281   | 200   | 310   | 243   | 153   | 166   | 375   | 591   | 670   | 440   |
|      | 乌克兰  | 224   | 196   | 144   | 103   | 212   | 249   | 300   | 240   | 270   | 342   | 345   |
|      | 其他   | 95    | 112   | 68    | 99    | 120   | 145   | 131   | 141   | 146   | 213   | 154   |
|      | 合计   | 1510  | 1511  | 1440  | 1615  | 1660  | 1468  | 1601  | 1814  | 1532  | 2021  | 1709  |
| 菜油出口 | 加拿大  | 235   | 241   | 277   | 311   | 317   | 316   | 343   | 345   | 257   | 302   | 328   |
|      | 俄罗斯  | 33    | 35    | 24    | 24    | 34    | 59    | 67    | 73    | 85    | 135   | 127   |
|      | 欧盟   | 31    | 36    | 35    | 39    | 33    | 26    | 37    | 72    | 34    | 67    | 73    |
|      | 其他   | 84    | 95    | 81    | 90    | 100   | 126   | 141   | 152   | 156   | 142   | 184   |
|      | 合计   | 383   | 407   | 417   | 464   | 483   | 526   | 587   | 642   | 532   | 646   | 710   |
| 菜籽进口 | 欧盟   | 352   | 232   | 322   | 414   | 416   | 433   | 608   | 580   | 557   | 683   | 530   |
|      | 中国   | 505   | 459   | 401   | 426   | 471   | 349   | 256   | 280   | 166   | 534   | 340   |
|      | 合计   | 1555  | 1432  | 1413  | 1580  | 1573  | 1464  | 1582  | 1666  | 1384  | 2006  | 1596  |
| 菜油进口 | 美国   | 154   | 168   | 180   | 200   | 185   | 177   | 183   | 187   | 200   | 285   | 305   |
|      | 中国   | 90    | 73    | 77    | 80    | 107   | 151   | 194   | 237   | 97    | 200   | 170   |
|      | 合计   | 382   | 395   | 413   | 456   | 484   | 518   | 580   | 633   | 513   | 686   | 688   |
| 菜油消费 | 欧盟   | 982   | 1025  | 1015  | 940   | 934   | 900   | 890   | 913   | 923   | 987   | 990   |
|      | 中国   | 700   | 780   | 850   | 860   | 860   | 830   | 810   | 810   | 830   | 890   | 860   |
|      | 印度   | 237   | 198   | 228   | 244   | 273   | 273   | 278   | 278   | 378   | 368   | 388   |
|      | 美国   | 206   | 227   | 241   | 266   | 255   | 240   | 256   | 254   | 256   | 360   | 378   |
|      | 加拿大  | 65    | 69    | 78    | 97    | 97    | 99    | 100   | 102   | 103   | 106   | 103   |
|      | 其他   | 397   | 412   | 437   | 508   | 500   | 493   | 505   | 512   | 505   | 543   | 540   |
|      | 合计   | 2586  | 2711  | 2850  | 2914  | 2919  | 2834  | 2839  | 2868  | 2995  | 3253  | 3260  |
| 菜籽库存 | 欧盟   | 197   | 198   | 161   | 87    | 190   | 186   | 119   | 72    | 83    | 183   | 158   |
|      | 加拿大  | 301   | 257   | 209   | 134   | 264   | 444   | 346   | 178   | 133   | 151   | 166   |
|      | 澳大利亚 | 51    | 41    | 34    | 63    | 109   | 93    | 46    | 37    | 12    | 52    | 42    |

资料来源：USDA，国泰君安期货研究

表 7：全球葵籽产量、葵油贸易流及葵油消费情况（万吨）

|      |     | 13/14 | 14/15 | 15/16 | 16/17 | 17/18 | 18/19 | 19/20 | 20/21 | 21/22 | 22/23 | 23/24 |
|------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 葵籽产量 | 俄罗斯 | 984   | 837   | 917   | 1086  | 1036  | 1271  | 1531  | 1327  | 1557  | 1625  | 1750  |
|      | 乌克兰 | 1160  | 1020  | 1190  | 1520  | 1370  | 1500  | 1650  | 1410  | 1750  | 1220  | 1450  |
|      | 欧盟  | 905   | 897   | 772   | 865   | 1013  | 951   | 947   | 890   | 1033  | 917   | 1065  |
|      | 其他  | 1104  | 1170  | 1191  | 1362  | 1375  | 1311  | 1252  | 1257  | 1346  | 1476  | 1415  |
|      | 合计  | 4154  | 3925  | 4070  | 4833  | 4794  | 5033  | 5380  | 4884  | 5686  | 5238  | 5680  |
| 葵油出口 | 乌克兰 | 418   | 387   | 450   | 585   | 534   | 606   | 669   | 527   | 447   | 568   | 560   |
|      | 俄罗斯 | 180   | 146   | 154   | 218   | 231   | 265   | 383   | 325   | 315   | 405   | 428   |
|      | 阿根廷 | 34    | 50    | 61    | 77    | 78    | 85    | 56    | 83    | 87    | 100   | 100   |
|      | 其他  | 145   | 158   | 156   | 196   | 189   | 194   | 240   | 198   | 259   | 332   | 295   |
|      | 合计  | 778   | 741   | 821   | 1075  | 1032  | 1150  | 1347  | 1133  | 1108  | 1405  | 1382  |
| 葵油进口 | 印度  | 152   | 158   | 149   | 215   | 248   | 233   | 251   | 196   | 196   | 299   | 270   |
|      | 欧盟  | 104   | 83    | 142   | 172   | 147   | 188   | 237   | 160   | 218   | 210   | 230   |
|      | 中国  | 53    | 53    | 88    | 73    | 79    | 103   | 175   | 164   | 51    | 156   | 155   |
|      | 伊朗  | 42    | 24    | 41    | 47    | 52    | 58    | 69    | 83    | 59    | 72    | 84    |
|      | 其他  | 354   | 315   | 313   | 425   | 390   | 389   | 441   | 362   | 445   | 508   | 484   |
|      | 合计  | 705   | 633   | 732   | 931   | 915   | 971   | 1173  | 965   | 969   | 1244  | 1223  |
| 葵油消费 | 欧盟  | 367   | 377   | 418   | 426   | 453   | 479   | 490   | 481   | 531   | 521   | 543   |
|      | 印度  | 150   | 170   | 167   | 200   | 250   | 255   | 256   | 225   | 190   | 270   | 280   |
|      | 俄罗斯 | 194   | 197   | 196   | 204   | 200   | 213   | 203   | 200   | 230   | 240   | 246   |
|      | 中国  | 100   | 100   | 138   | 133   | 143   | 150   | 218   | 207   | 96    | 184   | 194   |
|      | 其他  | 805   | 777   | 785   | 877   | 894   | 916   | 927   | 910   | 944   | 979   | 1037  |
|      | 合计  | 1422  | 1424  | 1507  | 1636  | 1740  | 1799  | 1891  | 1823  | 1760  | 1954  | 2054  |
| 葵油库存 | 印度  | 34    | 34    | 26    | 52    | 56    | 40    | 39    | 14    | 23    | 58    | 53    |
|      | 俄罗斯 | 21    | 21    | 27    | 25    | 16    | 33    | 17    | 5     | 43    | 32    | 36    |
|      | 阿根廷 | 43    | 39    | 33    | 29    | 29    | 28    | 30    | 23    | 28    | 32    | 33    |
|      | 欧盟  | 38    | 25    | 16    | 35    | 26    | 35    | 59    | 15    | 56    | 26    | 31    |
|      | 其他  | 159   | 140   | 101   | 121   | 135   | 108   | 148   | 140   | 115   | 163   | 148   |
|      | 合计  | 295   | 259   | 204   | 262   | 261   | 242   | 292   | 198   | 265   | 310   | 301   |

资料来源：USDA，国泰君安期货研究

#### 2.1.3.1 欧盟菜籽、葵籽：新年度欧菜籽产量有望继续增长，葵籽产量基本稳定

2023/24 年度欧盟菜籽种植面积继续增加，菜籽产量有望继续维持高位。欧盟 2023/24 年度的菜籽播种已经基本完成，根据欧盟统计局 11 月 30 日发布的数据显示，欧盟 2023/24 年度菜籽种植面积将达到 620.2 万公顷，较 2022/23 年度增加 31.5 万公顷，增幅 5.3%。前 5 大主产国面积均扩张，法国（同比+11.8 万公顷），德国（同比+8.1 万公顷），波兰（同比+17.6 万公顷），罗马尼亚（同比+17.6 万公顷），捷克（同比+4 万公顷）。由于北部降雨过多影响了丹麦、瑞典和法国北部的种植，东部干旱导致保加利亚和罗马尼亚东部的播种延迟以及后续单产潜力下降。欧盟统计局预估法国、德国、丹麦的单产将比去年大幅下降，预估 2023/24 年欧盟菜籽产量将达到 1986.8 万吨，较 2022/23 年度多 30.7 万吨，增幅低于 USDA 的预估。咨询机构战略谷物集团预估 2023/24 年度欧盟菜籽的种植面积为 581 万公顷，低于 2022/23 年度的 584 万公顷，不过，其预估欧盟 2023/24 年度菜籽单产将达到 3.4 吨/公顷，高于 2022/23 年度的 3.33 吨/公顷，从而使得欧盟 2023/24 年度的菜籽产量达到 1976 万吨，高于 2022/23 年度的 1944 万吨。

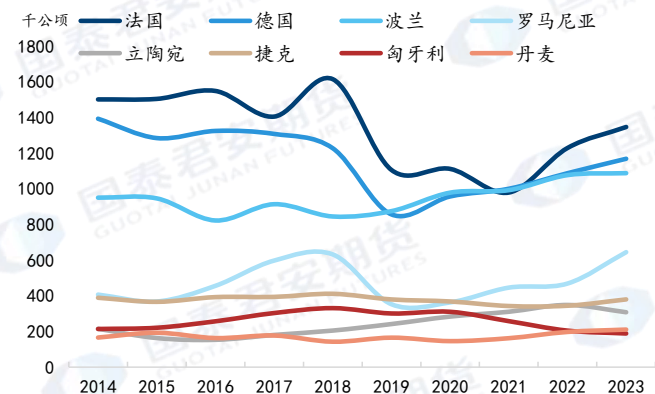


图 38：欧盟菜籽种植面积继续扩张



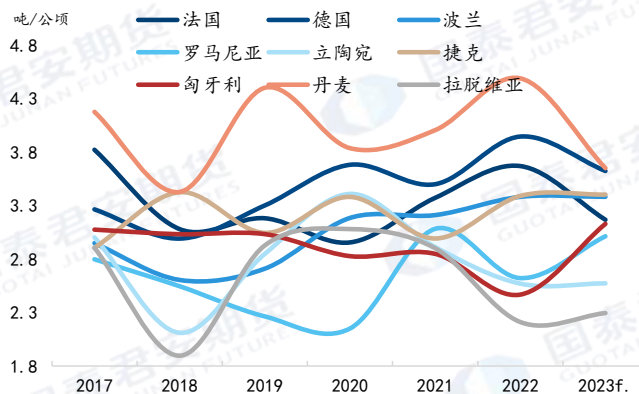
资料来源：Eurostat，国泰君安期货研究

图 39：欧盟 top5 菜籽主产国面积均扩张



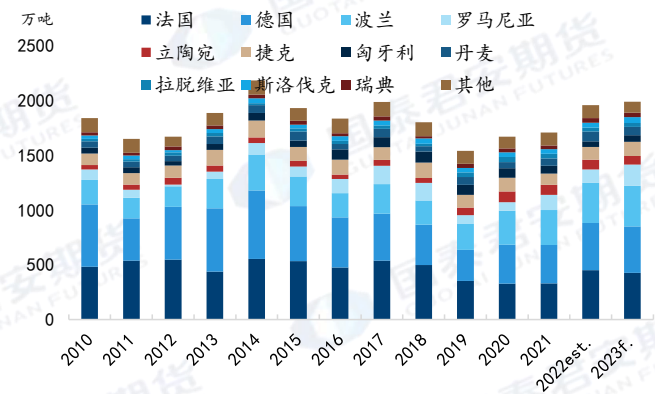
资料来源：Eurostat，国泰君安期货研究

图 40：西欧菜籽主产国单产预期低于 2022 年



资料来源：Eurostat，国泰君安期货研究

图 41：2023/24 年度欧盟菜籽产量预期同比小幅增长



资料来源：Eurostat，国泰君安期货研究

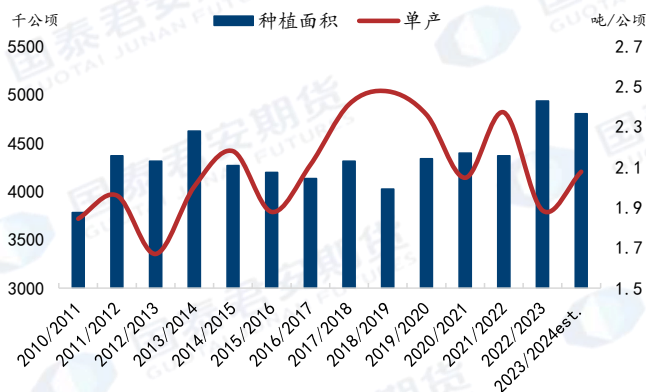
**2023/24 年度欧盟菜籽产量较 2022/23 年度增加，2024/25 年度欧盟菜籽产量有望继续增长。**根据欧盟统计局 11 月 30 日发布的数据显示，欧盟 2023/24 年度菜籽产量为 997.9 万吨，较 2022/23 年度增加 67.7 万吨，增幅 7.3%。2023/24 年度欧盟菜籽产量的增长得益于单产从去年的 1.89 吨/公顷回升到 2.08 吨/公顷，但是仍然低于 10 年均值 2.17 吨/公顷。由于近几年欧盟的菜籽压榨需求稳定在 950 万吨以上，且欧盟努力加强其油脂油料作物的自给率（基于蛋白对外依赖度太大，以及俄乌局势下菜油供应的不确定性），预计欧盟 2024/25 年度的菜籽种植面积和过去 2 年相比不会大幅下降，那么在正常单产水平下，预计 2024/25 年度欧盟菜籽产量有望继续增长。

图 42：2023/24 年度欧盟葵籽产量回升



资料来源：国泰君安期货研究

图 43：2023/24 年度欧盟葵籽单产回升

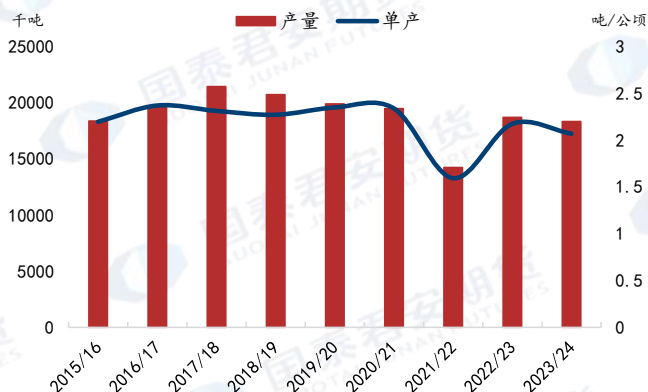


资料来源：国泰君安期货研究

### 2.1.3.2 加拿大菜籽：加菜籽产量稳定，国内压榨需求强劲，菜籽出口预期偏弱

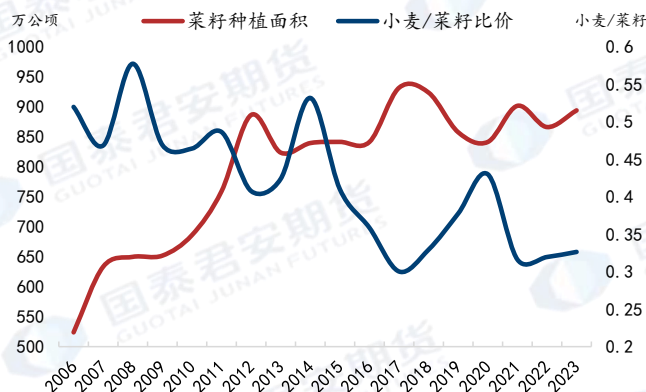
2023/24 年度加拿大菜籽产量较 2022/23 年度小幅变化，2024/25 年度加拿大菜籽产量预期稳定，国内菜籽压榨量增加，预计出口和 2022/23 年度持平至小幅减少。USDA 预估 2023/24 年度加拿大菜籽产量为 1880 万吨。根据加拿大统计局 12 月的预估，2023/24 年度加拿大菜籽产量为 1832.8 万吨，较 2022/23 年度的 1869.5 万吨小幅下降 36.7 万吨。最大产区萨省本年度面积同比增 8.4%，但是由于 6、7 月份的干热天气影响，导致单产同比下降 8.4%，最终产量同比降 0.6%；Albert 和 Manitoba 均是面积同比减少 3% 左右，单产小幅下降。目前 CBOT 小麦和 ICE 菜籽的远期合约的比价在 0.34 左右（折算成美元/吨后），属于中性的水平，按照这一比价，2024 年加拿大菜籽种植面积很难大幅扩张，但是 2013 年以来加拿大菜籽的种植面积没有低于过 850 万公顷，所以按照平均单产来看，2024/25 年度加菜籽产量将保持在 1850 万吨以上。另外，加拿大对美国的菜油出口强劲，刺激加拿大 2023 年的月均菜籽压榨量达到 86.7 万吨，为历史新高，如果按照新年度以来的月均压榨量，2023/24 年度加拿大菜籽的国内压榨需求可能会达到 1050 万吨，对应的可出口的菜籽量可能只有 800 万吨左右（取决于加菜籽最终产量），和 2022/23 年度基本持平。

图 44：2023/24 年度加菜籽产量小幅下降



资料来源：加拿大统计局，国泰君安期货研究

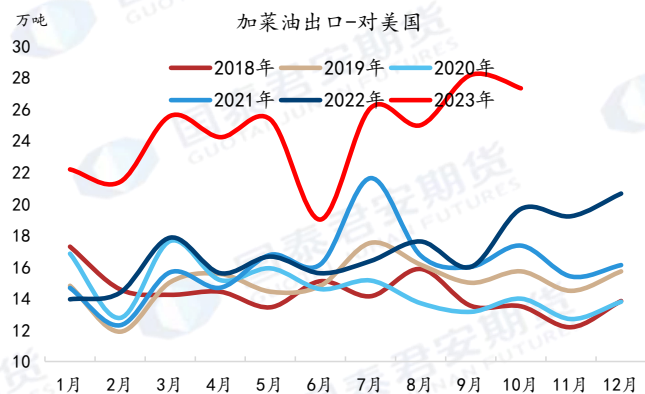
图 45：预计 2024/25 年度加拿大菜籽面积稳定



资料来源：加拿大统计局，国泰君安期货研究

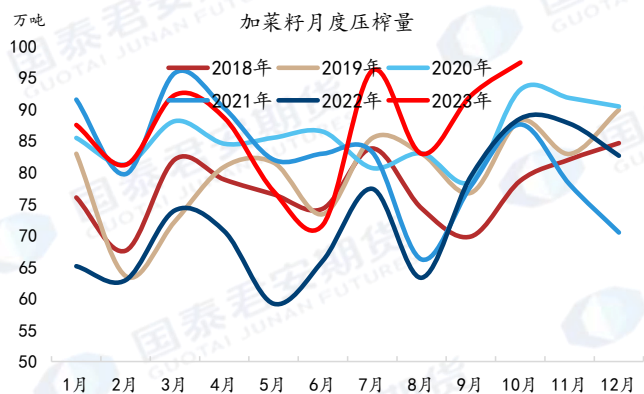


图 46：加拿大菜油对美国出口强劲



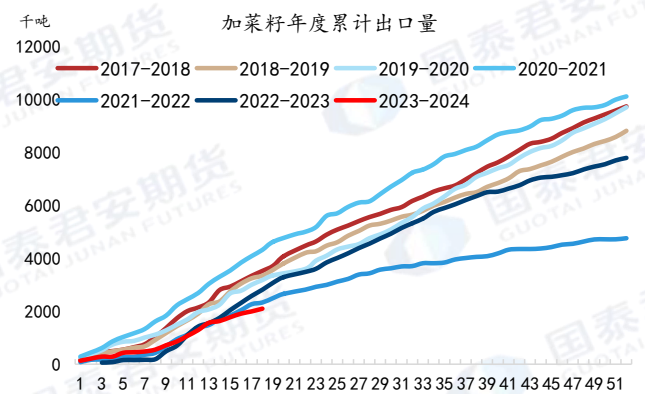
资料来源：国泰君安期货研究

图 47：2023/24 年度加拿大菜籽国内压榨增量明显



资料来源：国泰君安期货研究

图 48：加拿大菜籽 23/24 年度出口为近些年最差



资料来源：国泰君安期货研究

表 8：加拿大菜籽平衡表（万公顷，万吨，吨/公顷）

|         | 19/20 | 20/21 | 21/22 | 22/23 | 23/24f. |
|---------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 播种面积    | 857   | 841   | 901   | 866   | 894     |
| 收获面积    | 847   | 833   | 895   | 860   | 885     |
| 单产      | 2.35  | 2.34  | 1.59  | 2.18  | 2.07    |
| 产量      | 1991  | 1949  | 1425  | 1869  | 1833    |
| 进口      | 16    | 13    | 11    | 13    | 10      |
| 总供应     | 2450  | 2304  | 1608  | 2015  | 1994    |
| 出口      | 1004  | 1059  | 525   | 795   | 790     |
| 食品和工业用途 | 1013  | 1043  | 856   | 996   | 1050    |
| 残余      | 84    | 24    | 94    | 66    | 20      |
| 国内总需求   | 1103  | 1073  | 950   | 1069  | 1075    |
| 期末库存    | 344   | 172   | 133   | 151   | 129     |

资料来源：国泰君安期货研究

### 2.1.3.3 澳大利亚菜籽：澳籽同比减产，出口可能高于官方预估

**2023/24 年度澳大利亚菜籽同比大幅减产，将导致澳菜籽出口同比下降，关注澳菜籽出口目的地的变化。**

澳大利亚农业部（简称 ABARES，下同）在 12 月份上调澳大利亚菜籽产量至 552 万吨，此前的预估为 515 万吨。虽然厄尔尼诺导致澳大利亚今年偏干，但是一方面本年度的菜籽播种面积仍然是历史第二高，另一方面过去几年降雨较好补充了 Murray-Darling 流域的蓄水量，所以本年度的灌溉占比上升令单产好于预期。ABARES 数据显示 2022/23 年度（2022 年 11 月到 2023 年 10 月）澳大利亚菜籽出口 616.5 万吨，由于 2022/23 年度澳菜籽产量达到创纪录的 827 万吨，所以 2022/23 年度结转的菜籽库存也是创记录的，超过 100 万吨，往年最多只有 20 多万吨，因此理论上来说，澳大利亚 2023/24 年度的菜籽的有效供应量将达到 630 万吨以上（552 万吨产量+比正常库存高出的 80 万吨），扣除澳大利亚国内消费量 110 万吨，澳大利亚 2023/24 年度的菜籽可出口数量预估在 520 万吨左右，高于 ABARES 预估的 370 万吨和 USDA 预估的 440 万吨。另外，过去 3 年欧洲都是澳大利亚菜籽最大的买家，但是随着欧盟的菜籽种植面积的回升，欧盟从澳大利亚进口菜籽量预计将明显下降，从最近 2 年的情况来看，日本、阿联酋、巴基斯坦和墨西哥从澳大利亚进口菜籽数量激增，预计 2023/24 年度澳菜籽的出口或更多往这些国家倾斜。最后，需要考虑中国这一潜在买家的需求。

图 49：澳菜籽种植面积同比下降但仍是历史第二高



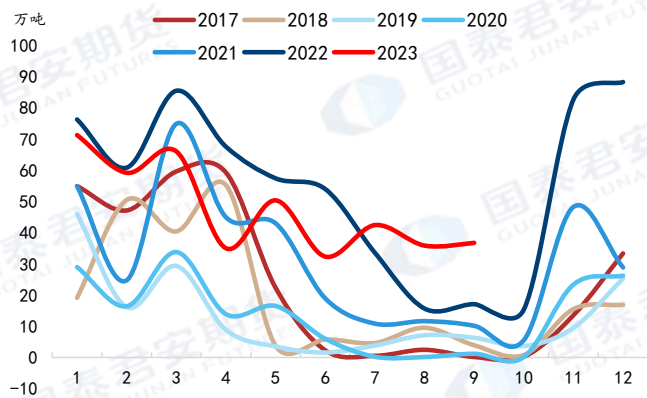
资料来源：ABARES，国泰君安期货研究

图 50：澳菜籽产量同比下降但仍是历史第三高



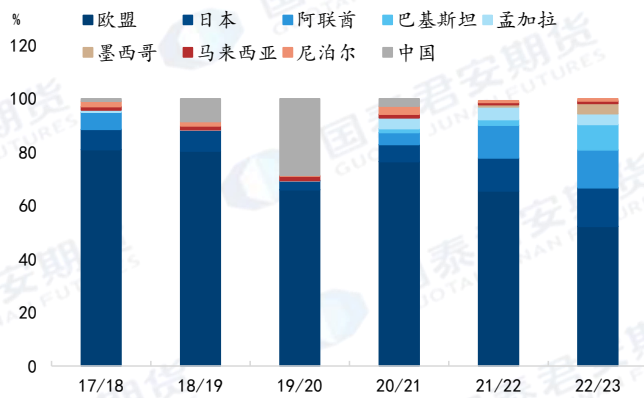
资料来源：国泰君安期货研究

图 51：澳菜籽月度出口保持强劲



资料来源：国泰君安期货研究

图 52：澳籽出口结构或发生变化



资料来源：国泰君安期货研究

#### 2.1.3.4 黑海菜籽、葵籽：俄罗斯菜籽、葵籽产量维持高位，乌克兰葵籽产量或低于预期

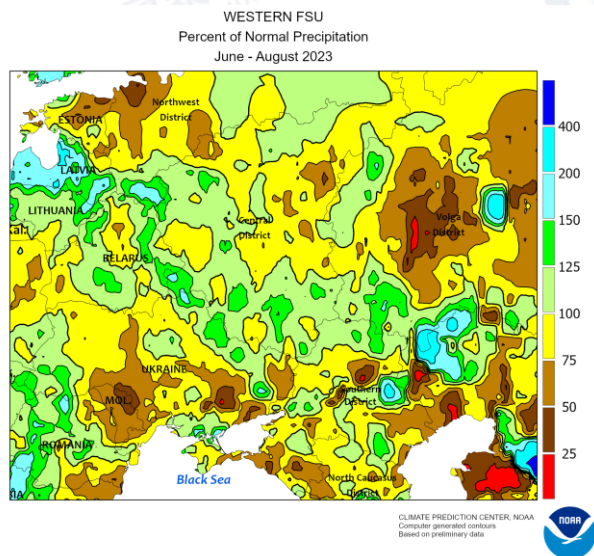
**2023/24 年度黑海地区的菜籽和葵籽产量仍将维持高位。**USDA 预估 2023/24 年度俄罗斯的菜籽和葵籽产量将分别达到 400 万吨和 1750 万吨，菜籽产量较上一年度小幅下降，葵籽产量继续增长。USDA 预估 2023/24 年度乌克兰菜籽和葵籽产量将分别达到 430 万吨和 1450 万吨，由于 6-9 月份乌克兰降雨偏少，一定程度上影响了作物的单产，所以从目前乌克兰农业部公布的数字来看，菜籽和葵籽的收货量分别只有 400 万吨和 1200 万吨，均低于 USDA 的预估。另外，乌克兰 2021/22 年的结转的葵籽库存预计已经基本消耗完，所以 2023/24 年度乌克兰葵籽的实际供应将低于 2022/23 年度。整体来看，黑海地区的菜籽和葵籽产量仍将维持高位。俄罗斯农业部称，2024 年俄罗斯冬季作物的播种面积计划达到 2000 万公顷，比 2023 年多 150 万公顷。乌克兰 2024 年的菜籽的播种面积为 120.7 万公顷，低于 2023 年的 139 万公顷。

**2023/24 年度俄罗斯的菜油和葵油出口仍将主要流向特定的几个国家，2023/24 年度乌克兰的油籽和油脂需要保持竞争力来刺激出口。**在菜籽和葵籽继续丰产的情况下，俄罗斯的菜油和葵油出口将维持高位，但是受制制裁影响，2023 年俄罗斯的菜油和葵油主要流向中国、印度、土耳其和非洲，预计这一情况在 2024 年将维持，会影响上述国家植物油的消费结构和定价逻辑。2023/24 年度以来乌克兰的菜油、葵油、菜籽、葵籽出口均同比下降，一方面和欧洲市场有关，欧盟的油籽自给率提高而消费下降，另外东欧五国对乌克兰菜籽和葵籽通关有一定的限制；另一方面和俄罗斯有关，俄罗斯对中国、印度的菜油和葵油出口增加，挤占乌克兰的市场份额。以上两



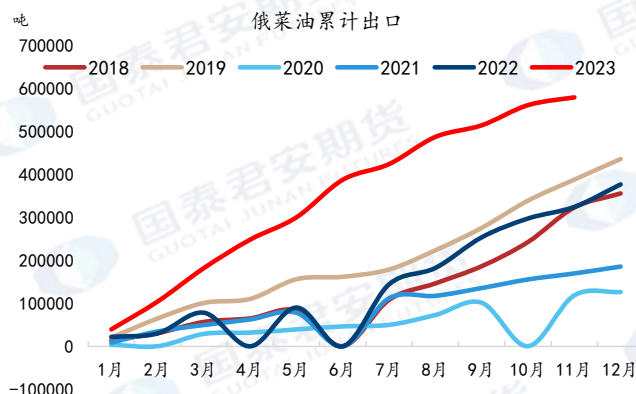
个影响因素中除了东欧五国的限制在缓解以外，其他影响因素很难改变，乌克兰可能只能加强其油籽和油脂的性价比来刺激出口。

图 53：6-9 月份乌克兰降雨偏少



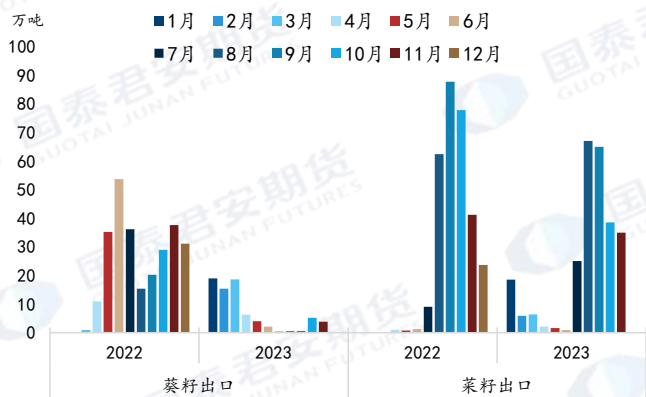
资料来源：NOAA

图 54：俄菜油出口强劲



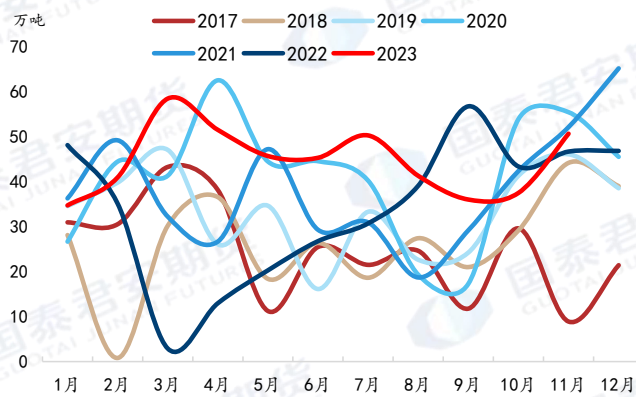
资料来源：Reuters，国泰君安期货研究

图 55：乌克兰葵籽和菜籽出口不如去年同期



资料来源：乌克兰农业政策和食品部，国泰君安期货研究

图 56：新年度乌克兰葵油出口略有下降



资料来源：Reuters，乌克兰农业政策和食品部，国泰君安期货研究

## 2.2 需求：食用需求增速平稳，豆、菜油生柴需求增幅较大

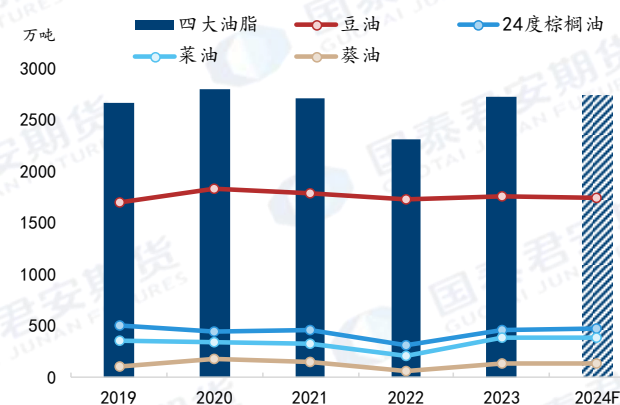
### 2.2.1 中国：需求结构变化

2023 年 1-11 月，国内豆油累计消费 1612 万吨，较去年同期增 52 万吨，同比上升 3%；24 度棕榈油累计消费 417 万吨，较去年同期增加 6 万吨，同比增 1.62%；菜油累计消费 357 万吨，较去年同期增加 180 万吨，同比增长 102%；葵油累计消费 124 万吨，较去年同期增加 68 万吨，同比增长 124%。四大油脂累计消费增加 434 万吨，同比增幅 21%，月均增加 39 万吨。

虽然同比增量较大，但主要因为 2023 年中国植物油消费整体上不再受到供应的制约，其中棕、菜、葵油均因进口的大量增加而恢复，豆油需求受到挤占，在总消费中的占比由去年的 75% 下滑到 64%。从总量上看，四大油脂消费仅恢复到历史平均水平，并未爆发出新的增长点。

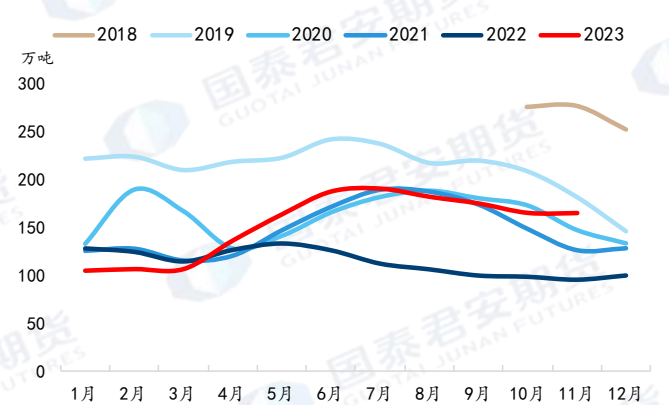
对于 2024 的猜想，基于对经济形势中性的预期，我们认为上半年中国植物油需求的内生驱动仍然受到经济环境的桎梏，消费仍较大程度由供给侧主导。在高库存和性价比的支撑下，24 度棕榈油的需求占比将上升；葵油现阶段库存水平偏高，在明年高进口预期维持下，消费水平将有潜力延续今年高位；菜籽方面，澳菜籽进口量大概率只增不减，加菜远月榨利偏好，在进口供应上存在增量的可能，但加菜籽的供给可能会被美国生柴领域抢夺而存在一定不确定性，我们暂且放平；豆油近三年消费水平在 1730-1790 万吨区间保持稳定，随着南美大豆丰产预期增加，我们认为上半年海外供应压力将大于国内，届时将给到国内榨利回升的机会，增加大豆进口量，因此明年的豆油用量仍有希望冲击区间上沿；总的来看，2024 年中国四大油脂需求预计与今年持平，下半年如果能够看到政策发力，提振信心扭转市场预期，引领消费潜力释放，那么有望出现同比的乐观增长。

图 57：中国四大油脂年度消费预测



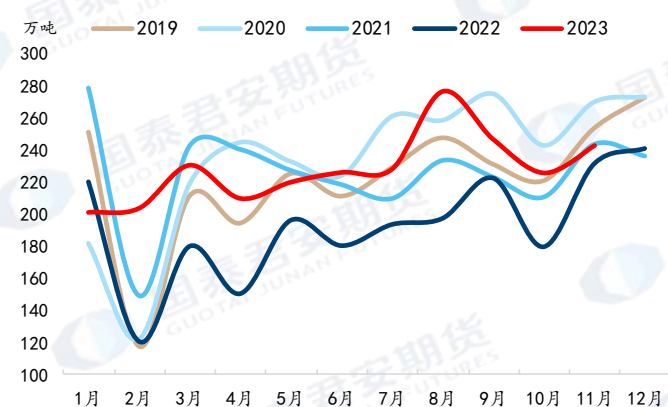
资料来源：钢联，邦成，楷烨，国泰君安期货研究

图 58：中国四大油脂月度库存



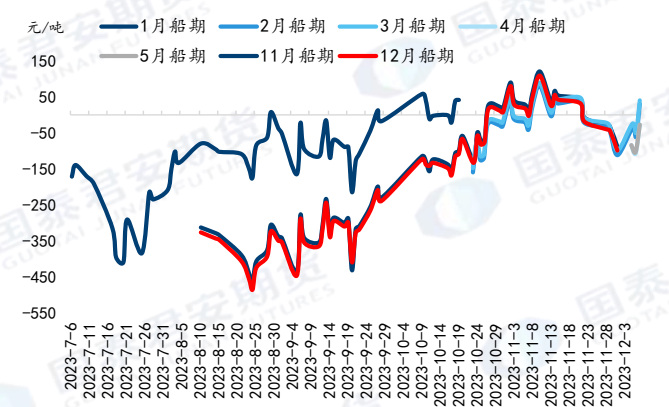
资料来源：钢联，邦成，楷烨，国泰君安期货研究

图 59：中国四大油脂月度消费



资料来源：钢联，邦成，楷烨，国泰君安期货研究

图 60：加拿大菜籽盘面榨利



资料来源：Reuters，国泰君安期货研究

## 2.2.2 印度：人口支持增长

印度 22/23 年油脂消费恢复十分迅速，11-10 月植物油累计总消费 1578 万吨，较上一年度增 248 万吨，不仅恢复到 18/19 年度的疫情前水平，还创下历史新高。

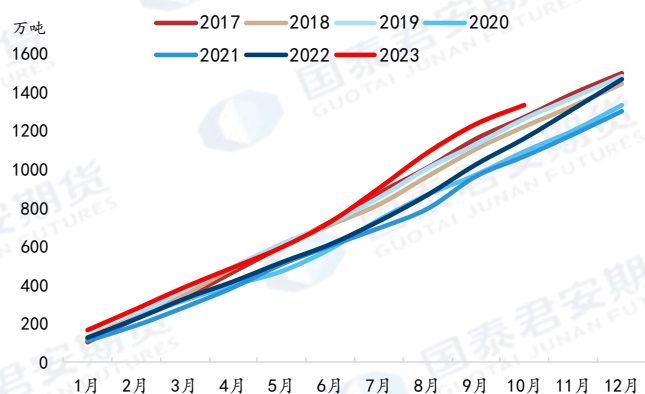
印度 2023 自然年度食用植物油累计进口预计达 1600 万吨，其中棕榈油预计年度进口 930 万吨，较去年增 30 万吨，占印度植物油进口比例 58%，占比较上年度减 3%；豆油预计年度进口 367 万吨，较去年减 10 万吨，占比下降 3%；葵油预计年度进口 300 万吨，较去年大增 110 万吨，占比提高 6%。总的来说，印度 2023 年植物



油进口全面恢复，豆棕葵油进口表现均在历史偏高水平。

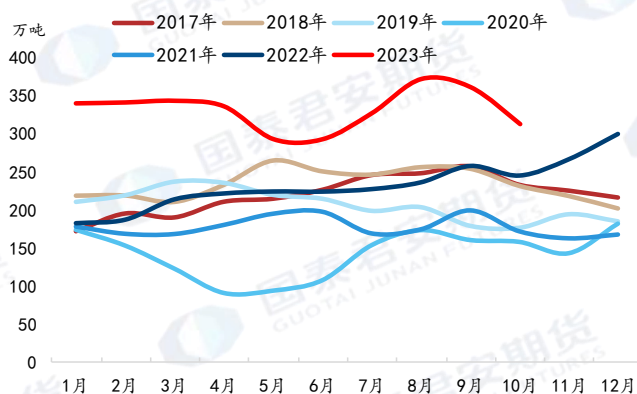
2023 年印度人口数量超过中国，成为全球第一人口大国，高人口决定着其对油脂的高度需求稳定，或成为印度接下来植物油需求增长的重要驱动之一。高占比的食用需求或使得油脂需求呈现出稳中有升的态势，预期 2024 年度印度对植物油的需求仍十分强劲。不过印度当前食用油总库存在 313.9 万吨，相较往年 200-250 万吨左右的正常区间，预计还有 100 万吨左右的库存需要消化。按照历史的食用油情况，我们预计 2024 年印度的植物油消费增速仍将达到 3.8% 左右，即约 60 万吨的需求增量，预计主要来自于豆油和棕榈油。

图 61：印度植物油累计进口量



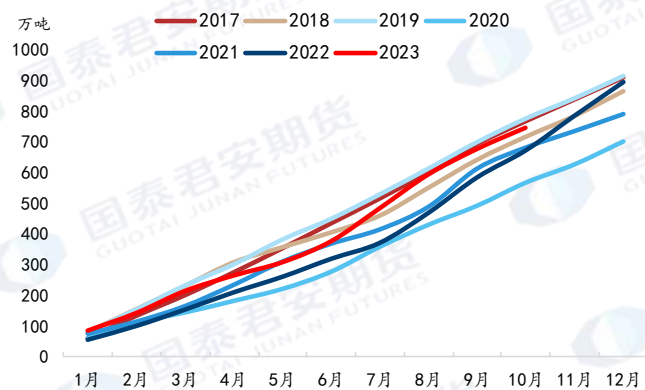
资料来源：SEA，国泰君安期货研究

图 62：印度植物油月度库存



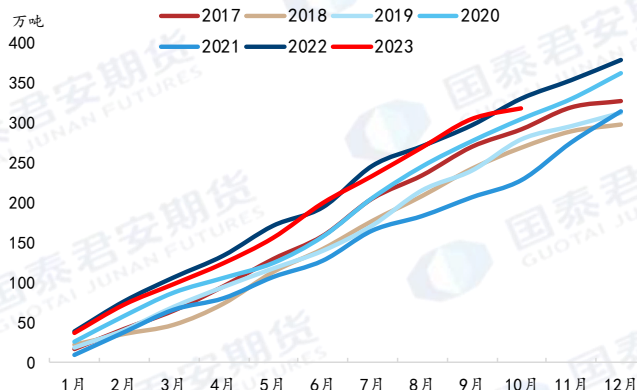
资料来源：SEA，国泰君安期货研究

图 63：印度棕榈油累计进口量



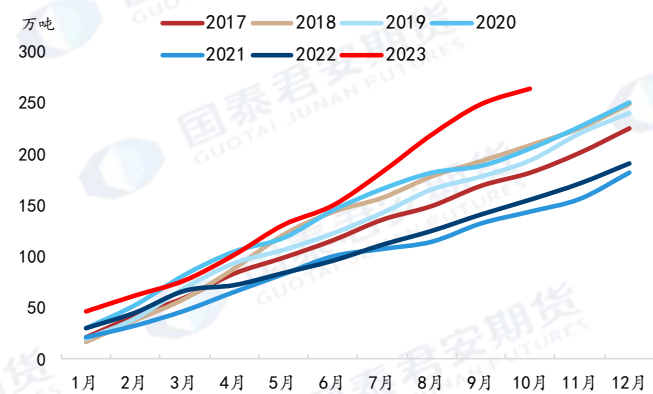
资料来源：SEA，国泰君安期货研究

图 64：印度毛豆油累计进口量



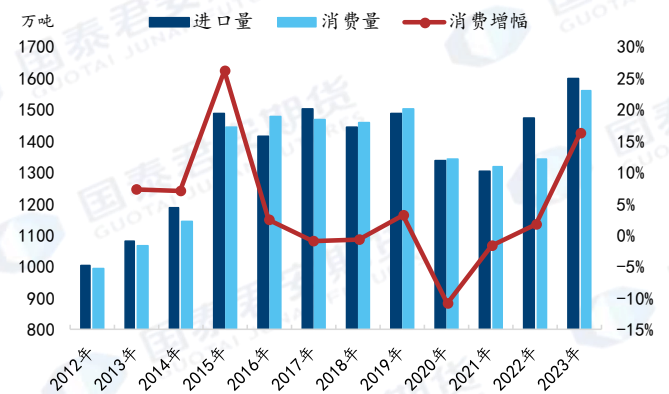
资料来源：SEA，国泰君安期货研究

图 65：印度毛葵油累计进口量



资料来源：SEA，国泰君安期货研究

图 66：印度食用植物油年度进口与消费



资料来源：SEA，国泰君安期货研究

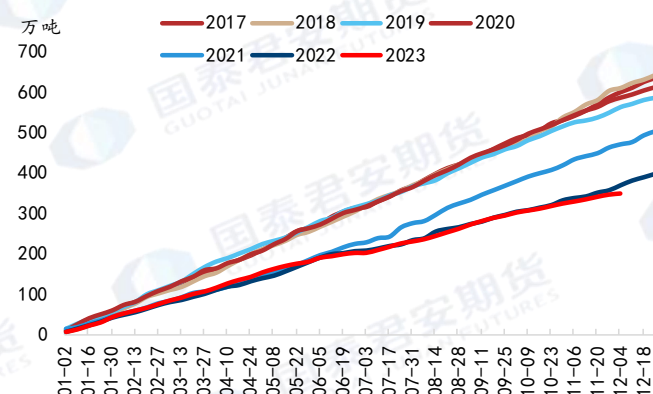
### 2.2.3 欧盟：减少对外依赖

2023 年 1-9 月欧盟植物油进口累计下滑 30 万吨，继续刷新近五年最低值；与此同时，国内三大油籽压榨增量，菜系大幅减少对外依赖。

2023 年 1-10 月欧盟菜籽累计压榨量为 1593 万吨，较去年增 143 万吨。三大油籽整体压榨量同比上升 6.24%，其中菜籽与葵籽压榨量的上升侵占了一部分大豆的压榨份额。

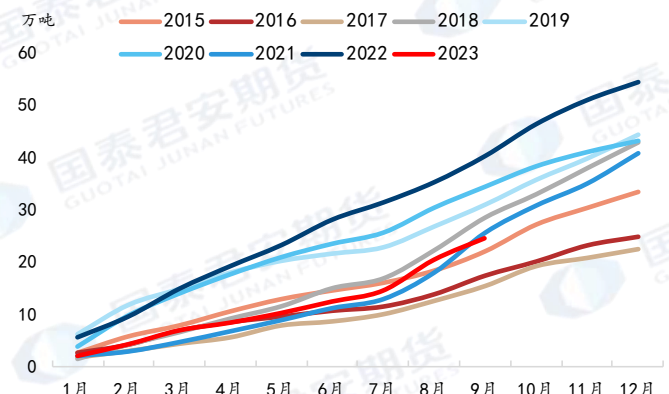
在菜籽与葵籽丰产的情况下，欧盟减少了油脂及油籽的进口量。截止 12 月 3 日当周，23/24 年度欧盟油脂进口总需求为 210 万吨，同比减少 32 万吨，主要的减量来自于菜系，未来欧盟菜籽依旧将继续进行内部自给。具体品种上看，菜油进口需求为 19.58 万吨，较去年同期 23.45 万吨减少了 4 万吨；棕榈油进口需求为 147 万吨，去年同期为 164 万吨，减少了 17 万吨。在欧盟消耗完本国油籽之前，我们仍然难以看到欧盟在菜油与葵油上新的需求增量。至于棕榈油，由于未有新的国家宣布在 2024 年淘汰 PME 进程，2023/24 年度进口较有可能略减 20 万吨。

图 67：欧盟棕榈油累计进口量



资料来源：Eurostat，国泰君安期货研究

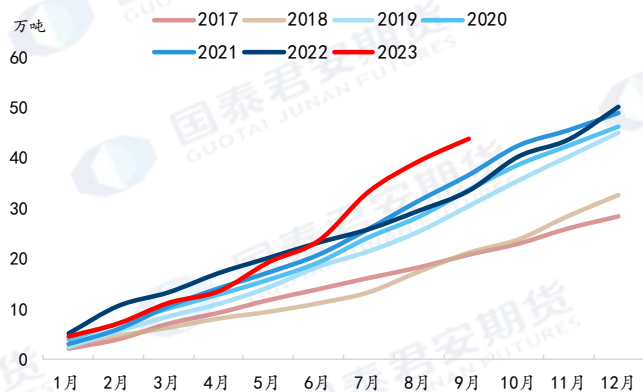
图 68：欧盟菜油累计进口量



资料来源：Eurostat，国泰君安期货研究

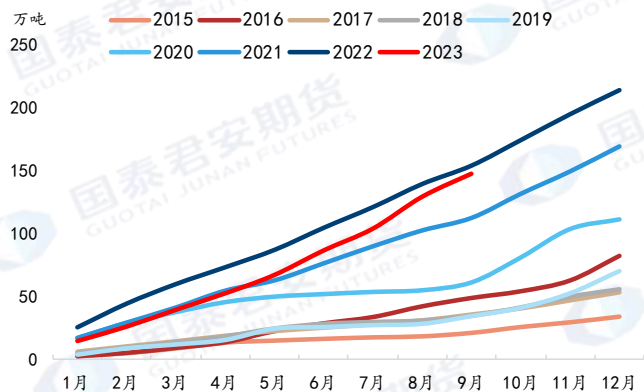


图 69：欧盟豆油累计进口量



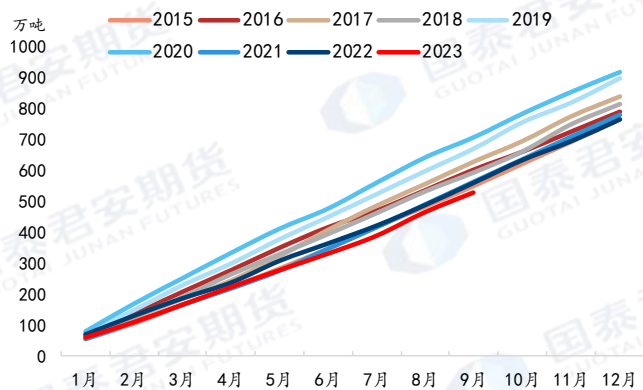
资料来源：Eurostat，国泰君安期货研究

图 70：欧盟葵油累计进口量



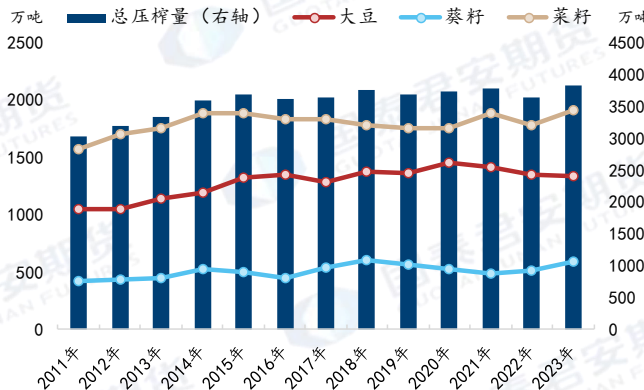
资料来源：Eurostat，国泰君安期货研究

图 71：欧盟植物油累计进口量



资料来源：Eurostat，国泰君安期货研究

图 72：欧盟三大油籽年度压榨量



资料来源：Eurostat，国泰君安期货研究

## 2.2.4 生柴消费：持续稳定增加

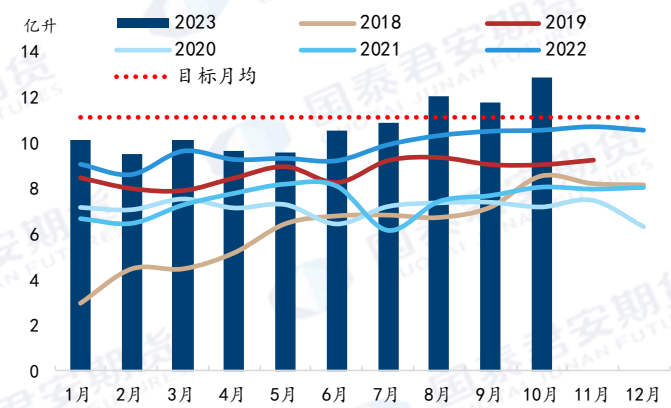
### 2.2.4.1 印尼：B35 带来增量有限

印尼将 2024 年生物柴油的配额定为 1340.6498 万千升，较 2023 年高 1.96%，同时将掺混义务保持在 B35。

关于 B40，印尼能源部尚未承诺任何实施的时间表。根据 APROBI 的预估，2023 年印尼的生物柴油产能预计将超过 1700 万千升，故而从产能的角度来说，随时实施 B40 也是可以做到的，但考虑到随着掺混比例的提高，柴油燃烧难以达到符合发动机的质量标准，更高的掺混比例则需要依赖 HVO，每提高 5% 的掺混率需要多 150 万吨左右 HVO 产能的支持，2023 年前印尼仅有 32 万吨的 HVO 产能，随着 Pertamina 计划在 2023 年建成的 90.5 万吨联合 SAF 产能的完工，技术上给了印尼向 B40 进发的基础。如果实施 B40，按照印尼能矿部的计算方法，全年分配量大约可以给到 1503 万千升左右，折算下来的每月额外棕榈油消费为 23.4 万吨，这一份量比 B35 带来的月均 9.6 万吨重得多，因此如果实施 B40，对于棕榈油需求的促进作用是立竿见影的，但是否实施 B40 还有其它诸多因素需要考虑，首先是棕榈油的供给，因为专项税补贴体系注定生柴消费和棕榈油出口需要达成价值上的正向关系才可以维持平衡，但是国内消费与对外出口又明显是相互竞争的。如果推高棕榈油的价格，增加税率也可以弥补出口减少带来的税收，但是这又回到了 2022 年上半年印尼国内食用油紧缺的困境，当面临不确定的供给时，印尼政府会随时评估国内的库存状况以调节 DMO 比例和具体分配量，因此不会在低库存时贸然推进 B40，即便确定推行 B40，具体分配量也不一定固定，实际上消费可能仍低于 B40。

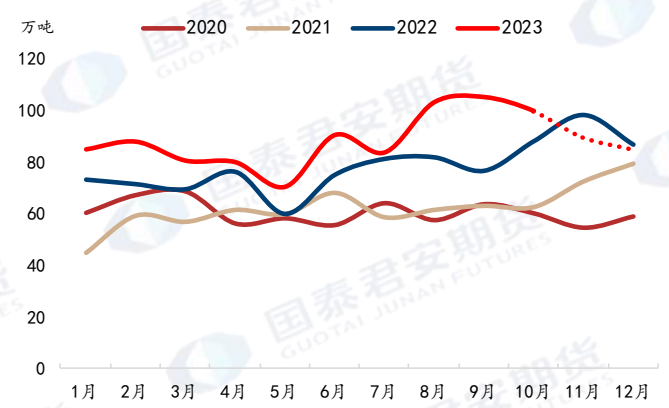
2023 年印尼的生物柴油配额为 1314.8594 万千升，其中包括 15.6531 万千升的储备。11 月初，印尼棕榈油协会预计，2023 年印尼国内用于生物柴油的棕榈油消费量将从 2022 年的 940 万吨上升至 1060 万吨(约 1320 万千升)，这将标志着在印尼国内用于生物柴油生产的棕榈油消费量首次超过食品消费量。国内消费的总体增长，加上生产速度的放缓，预计将限制印尼 2024 年的棕榈油出口。这一趋势预计将持续到 2024 年，我们估计 2024 年印尼棕榈油国内消费量为 2700 万吨，其中用于生柴的消费为 1080 万吨，同比增 20 万吨，而出口量将从 2023 年的约 2900 万吨进一步下降至 2700 万吨。

图 73：印尼生物柴油产量及 2024 年目标月均



资料来源：APROBI，国泰君安期货研究

图 74：印尼生物柴油类棕油消费

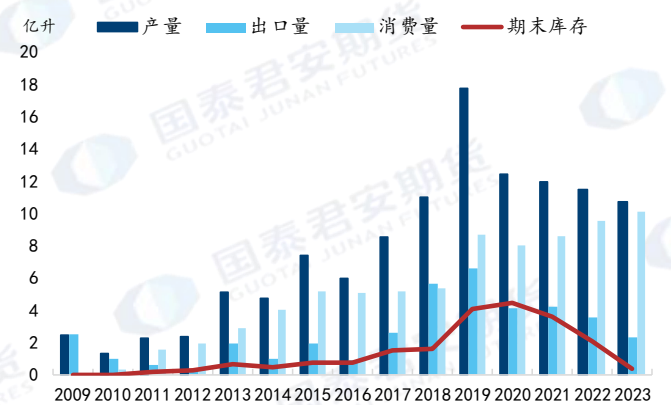


资料来源：GAPKI，国泰君安期货研究

#### 2.2.4.2 马来：继续爽约 B20

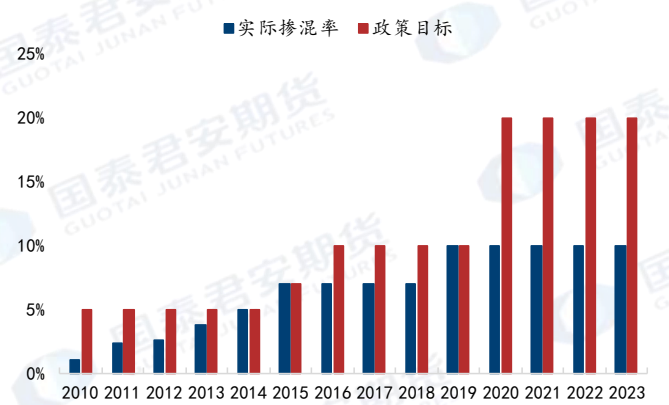
马来原计划在 2023 年之前强制实行 B20，但本年度依旧没有实现。目前只有沙捞越、纳闽岛和兰卡威岛执行了 B20 的强制掺混，但从国家层面来看，这些州的用量影响可以忽略不计，并且从产量和出口上看，低 POGO 价差并未对额外生产产生多少刺激，欧盟对 PME 进口的政策利空正在兑现，明年生物柴油预估产量仍在 110-120 万吨，对应 10 万吨左右棕榈油消费增量。

图 75：马来生物柴油供需



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 76：马来生物柴油实际掺混率



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

#### 2.2.4.3 美国：供给与义务失衡，逻辑转变

随着美国可再生柴油产量的增长速度快于预期，可再生市场的逻辑在今年已悄然转变。由于可再生柴油的产能和产量水平的快速增长，美国生物质柴油供应量在今年远超出 RVO 目标要求的水平，那么作为一种支持增长

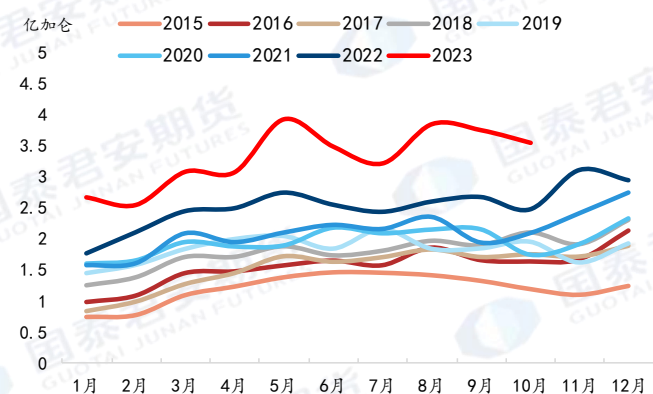


的补贴的 RINs 需求理论上将会消失，D4 RIN 的价格将迎来大幅下跌，因为不再需要额外的激励措施来激励生物质柴油的生产。如果 EPA 需要采取一些措施来避免这件事情的发生（特别是考虑到目前对可再生柴油产能扩张的预测），那么 EPA 要么大幅上调未来的 RVO 指令（加州在 9 月做了很好的示范），以适应可再生柴油生产的繁荣，要么减少某些方式下的生物质柴油的供应。

如果 EPA 没有修改未来的义务量，那么 2023-2025 的 D4 RIN 必将经历快速累库的过程（参考下表的平衡表推演），这意味着生物柴油的供应持续高于需求，B100 的价格快速向 ULSD 靠近，D4 RIN 的价格将降至低位，首先我们将看到掺混利润快速下跌，此时州级低碳燃料标准和 BTC 提供的财税补贴仍可以支撑起生物柴油和 ULSD 之间的价差，即仍可以提供掺混利润，但由于州级激励对不同原料存在较大差异，我们将看到油脂原料之间快速出现性价比的配给。随着持续的产量扩张，当与义务需求之间的失衡逐年累积，利润环节将逐个挤出泡沫，随之而来的将是生产利润的下跌和产能的关停。

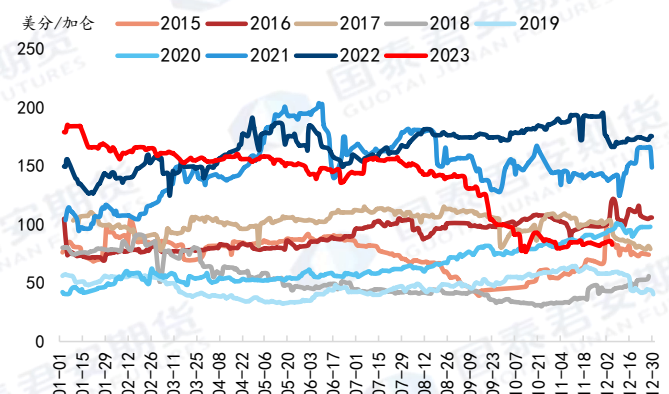
在这种对未来场景的预设下，首先应该认识到这种生产在 2-3 年内是偏刚性的，我们预估 2023 年 D4 RINs 生产 75.98 亿加仑，盈余 5 亿加仑；2024 年 D4 RINs 生产 76 亿加仑，盈余 7 亿加仑，对应约 39.4 亿加仑的生物质柴油生产，其中豆油消耗量约 567 万吨，菜油消耗 166 万吨。

图 77：美国生物质柴油月度产量



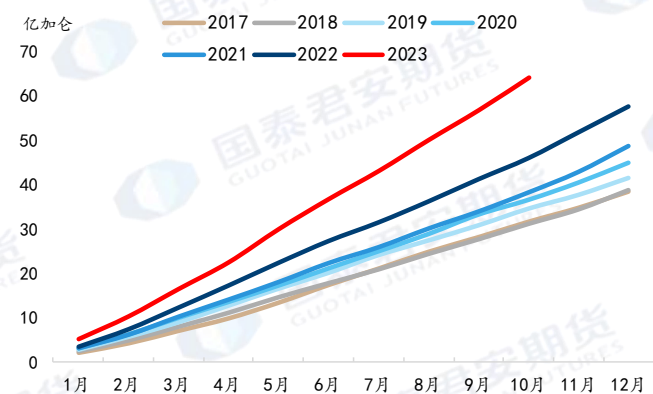
资料来源：EPA，国泰君安期货研究

图 78：D4 RINs 价格



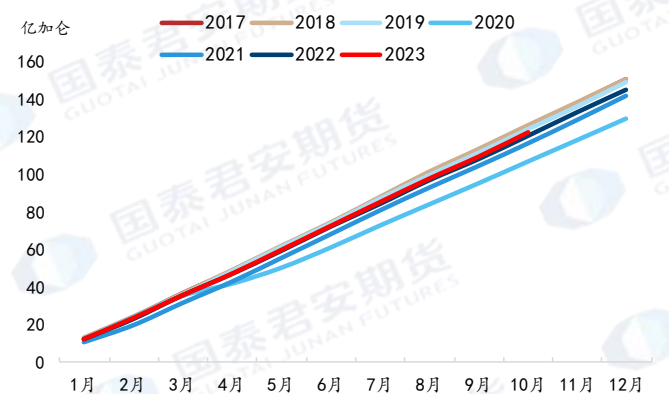
资料来源：Reuters，国泰君安期货研究

图 79：美国 D4 RINs 累计生成量



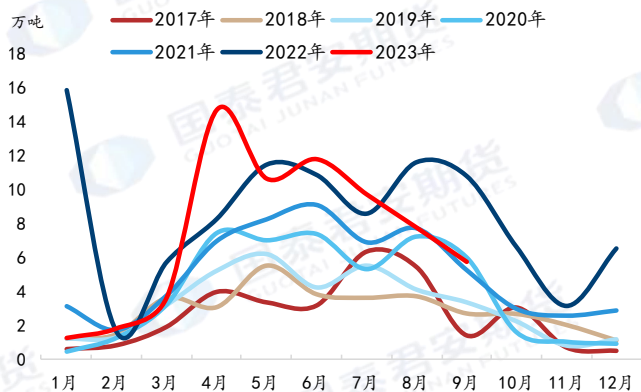
资料来源：EPA，国泰君安期货研究

图 80：美国 D6 RINs 累计生成量



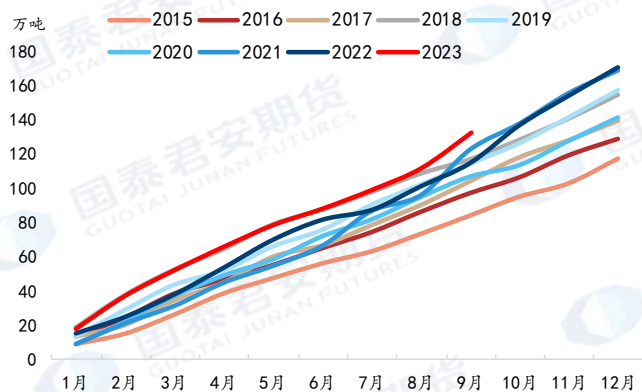
资料来源：EPA，国泰君安期货研究

图 81：美国生物柴油出口量



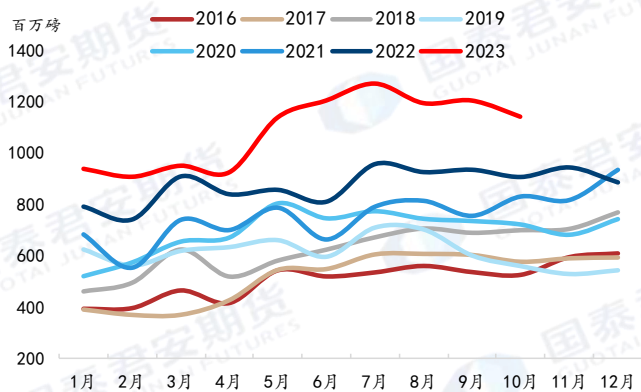
资料来源：EIA，国泰君安期货研究

图 82：美国棕榈油累计进口量



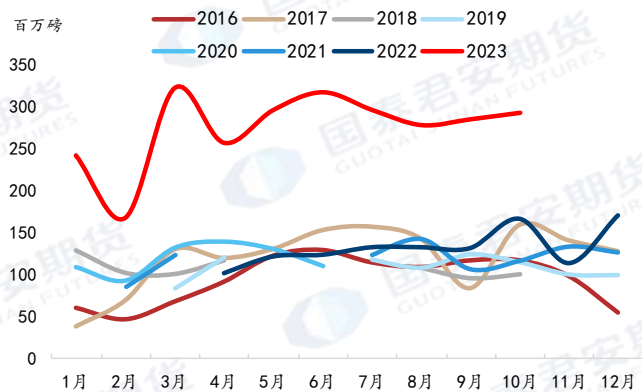
资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 83：美国生物燃料豆油用量



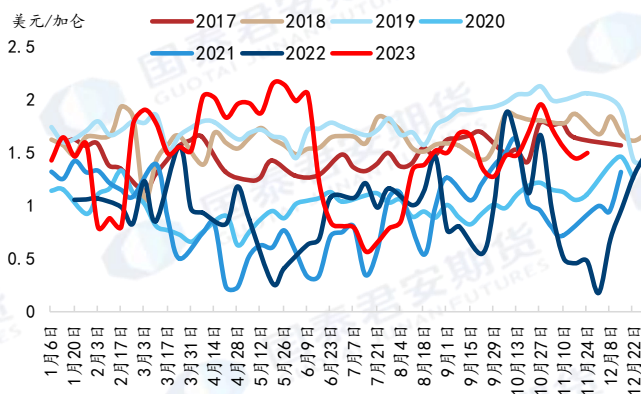
资料来源：EPA，国泰君安期货研究

图 84：美国生物燃料菜油用量



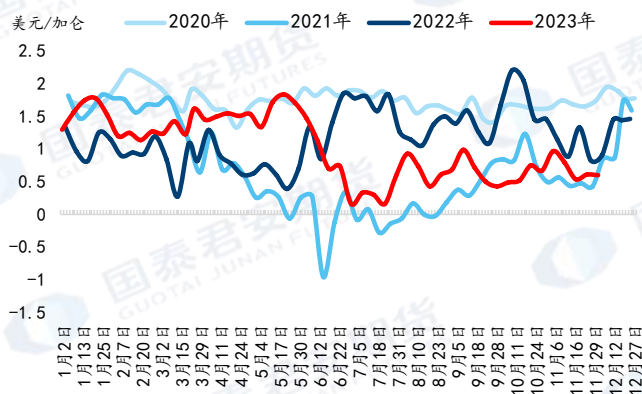
资料来源：EPA，国泰君安期货研究

图 85：美国 SME 掺混利润



资料来源：Reuters，国泰君安期货研究

图 86：美国 RD 生产利润



资料来源：Reuters，国泰君安期货研究



表 9：美国 2023 年生物燃料 RINs 平衡表预估

| RIN YEAR 2023 (单位: 百万加仑) | D3      | D4    | D5    | D6     |
|--------------------------|---------|-------|-------|--------|
| RINs 生成量 (截至 9 月)        | 503     | 5,699 | 6,395 | 17,403 |
| RINs 生成量 (预估值)           | 810     | 7,598 | 8,666 | 23,343 |
| 汽油+柴油用量                  | 176,428 |       |       |        |
| 2023 %RVO                | 0.48    | 2.58  | 3.39  | 12.1   |
| 2023 RVO                 | 847     | 4,552 | 5,981 | 21,348 |
| 2022 年 RVO 赤字 (预估值)      | 0       | 5     | 5     | 50     |
| 出口商 RVO (预估值)            | 1       | 793   | 824   | 1179   |
| 2023 年 RVO 总需求           | 848     | 5,350 | 6,810 | 22,577 |
| 2022 RINs 用于完成 2023 义务   | 44      | 32    | 76    | 76     |
| 2023 RINs 用于完成 2023 义务   | 804     | 5,318 | 6,734 | 22,501 |
| 2023 RINs 其它用途           | 0       | 120   | 120   | 320    |
| 2023 RINs 总需求            | 804     | 5,438 | 6,854 | 22,821 |
| 2023 RIN 结转至完成 2024 义务   | 6       | 516   | 522   | 522    |

资料来源：EPA，国泰君安期货研究

表 10：美国 2024 年生物燃料 RINs 平衡表预估

| RIN YEAR 2024 (单位: 百万加仑) | D3      | D4    | D5    | D6     |
|--------------------------|---------|-------|-------|--------|
| RINs 生成量 (预估值)           | 1,090   | 7,600 | 9,070 | 23,870 |
| 汽油+柴油用量                  | 175,285 |       |       |        |
| 2024 %RVO                | 0.63    | 2.82  | 3.79  | 12.5   |
| 2024 RVO                 | 1,111   | 4,975 | 6,687 | 22,054 |
| 2023 年 RVO 赤字 (预估值)      | 0       | 0     | 0     | 50     |
| 出口商 RVO (预估值)            | 0       | 850   | 880   | 1240   |
| 2024 年 RVO 总需求           | 1,111   | 5,825 | 7,567 | 23,344 |
| 2023 RINs 用于完成 2024 义务   | 6       | 516   | 522   | 522    |
| 2024 RINs 用于完成 2024 义务   | 1,106   | 5,309 | 7,045 | 22,821 |
| 2024 RINs 其它用途           | 0       | 120   | 120   | 320    |
| 2024 RINs 总需求            | 1,106   | 5,429 | 7,165 | 23,141 |
| 2024 RIN 结转至完成 2025 义务   | 0       | 744   | 744   | 729    |

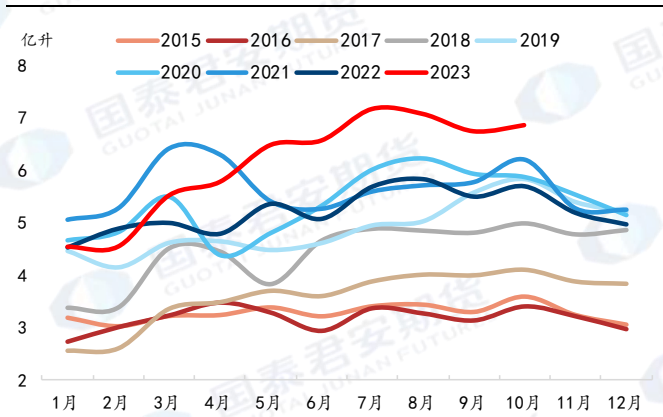
资料来源：EPA，国泰君安期货研究

#### 2.2.4.4 巴西：掺混比例预期上调

2023 年 4 月 1 日起，巴西将生物柴油掺混率从 10% 提高到 12%，在政策影响下，2023 年巴西生物柴油总产量预计将达到 71 亿升，约 625 万吨，比 2022 年增长 5.93%。同时 CNPE 决定在 2024 年将生物柴油掺混提高到 13%，2025 年提高到 14%，2026 年提高到 15%。

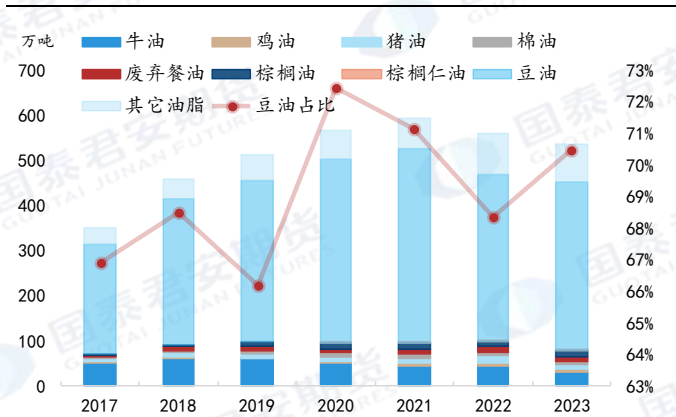
在 13% 的掺混率下，我们预计巴西 2024 年将有潜力生产 705 万吨的生物柴油，较 2023 年增 80 万吨。原料方面，考虑到连续两年 1.5 亿吨以上的大豆产量，压榨量预计将维持在产能上限附近，这使得巴西豆油产量从 2022/23 年的 1070 万吨增至 1130 万吨，其中 520 万吨豆油用于生物柴油生产，较上年增 70 万吨。

图 87：巴西生物柴油月度产量



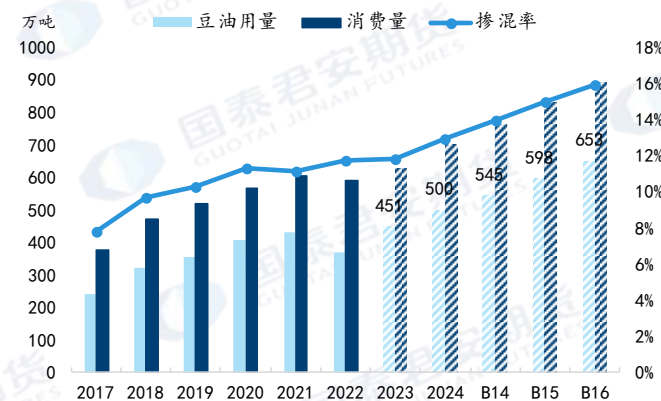
资料来源：ANP，国泰君安期货研究

图 88：巴西生柴豆油消费及占比



资料来源：ANP，国泰君安期货研究

图 89：巴西不同掺混比例下生柴及豆油消费



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 90：巴西生物柴油掺混指令

| 年份          | 掺混率 |
|-------------|-----|
| 2020 年 3 月  | B12 |
| 2020 年 9 月  | B10 |
| 2020 年 11 月 | B11 |
| 2021 年 1 月  | B12 |
| 2021 年 3 月  | B13 |
| 2021 年 5 月  | B10 |
| 2021 年 9 月  | B12 |
| 2021 年 11 月 | B10 |
| 2022 年      | B10 |
| 2023 年 4 月  | B12 |
| 2024 年 4 月  | B13 |
| 2025 年 4 月  | B14 |
| 2026 年      | B15 |

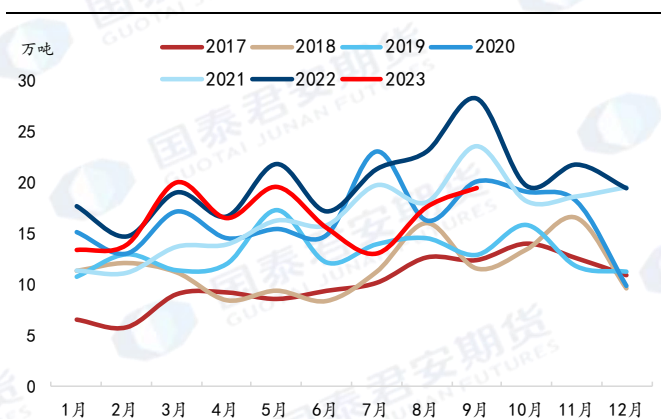
资料来源：ANP，国泰君安期货研究

#### 2.2.4.5 欧盟：政策画地为牢

由于存在到 2030 年对作物基原料 3.8% 和 UCO 使用 1.7% 的上限限制，使得淘汰 PME 后对其他植物油和 UCO 创造的替代空间将不及预期。从政策目标看，欧盟各国可以自行决定如何完成欧盟“交通领域 29% 的可再生能源占比”的总目标，并未对生物柴油掺混做出强制规定，并且在上限以内主动减少的作物基燃料使用部分可以自行从可再生任务中豁免，无需用其它生物柴油进行补充。因此，2030 年欧盟交通领域可再生能源使用占比达到 29% 的目标将主要依靠可再生电力来完成，生物燃料仅保持上限以内的使用。短期来看，在可再生电力发展增速有限的条件下，生物燃料的使用暂时受到一定支撑。但更长远的未来转型之下，可再生电力的替代效应将逐渐明朗，现有生柴原料的消费将遭遇瓶颈。

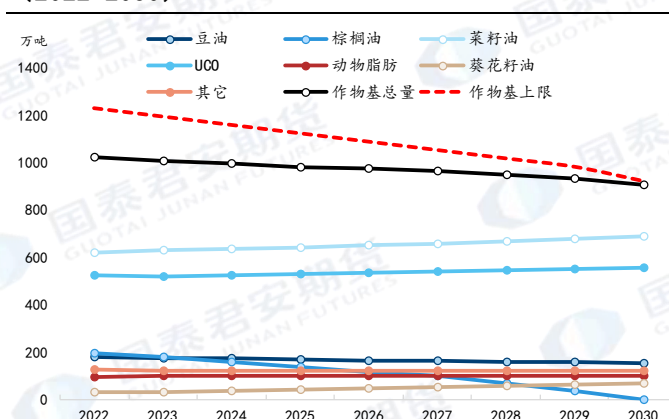
2024 年，我们预计欧盟用于生物柴油生产的豆油需求 70 万吨，棕榈油需求 130 万吨，菜油需求 650 万吨，葵油需求 35 万吨。

图 91：欧盟 UCO 月度进口量



资料来源：Eurostat，国泰君安期货研究

图 92：欧盟公路领域生物柴油中的原料份额预测（2022-2030）



资料来源：欧盟委员会，国泰君安期货研究

#### 2.2.4.6 总结：2024 年全球生物燃料对植物油的需求情况

**豆油：**2024 年的豆油增量将主要集中于巴西，巴西的 B12-B13 预期有 50-80 万吨的增量，阿根廷的生柴情况尚不明朗，新作大豆的恢复性增产在一定程度上会对其压抑的生柴需求有所释放，此处暂用油世界 20 万吨的



增量预期。如此，2024 年全球豆油生柴需求预期将增加 80-100 万吨。

**棕榈油：**考虑到欧盟从 2023 年开始对棕榈油淘汰进度的放缓，以及印尼 B35 政策推进带来的总共 30 万吨的棕榈油需求增量。2024 年全球棕榈油生柴需求预期将增加 10-30 万吨左右。

**菜油/葵油：**考虑到欧盟棕油端的下调释放替代空间，我们将菜油年度生柴消费预期上调 10-30 万吨，葵油上调 5-15 万吨。美国因将菜油为原料的生柴纳入认证体系，预计明年增量 20-40 万吨左右。2024 年全球菜油生柴需求预期将增加 30-70 万吨，葵油增加 5-15 万吨。

表 11：全球生物燃料植物油原料需求（万吨）

|            | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>豆油</b>  | 1027 | 1017 | 997  | 1095 | 1116 | 1186 | 1267 |
| 欧盟         | 120  | 107  | 90   | 78   | 75   | 74   | 70   |
| 美国         | 342  | 332  | 380  | 412  | 476  | 572  | 567  |
| 阿根廷        | 243  | 220  | 118  | 175  | 195  | 90   | 110  |
| 巴西         | 322  | 358  | 409  | 430  | 370  | 450  | 520  |
| <b>棕榈油</b> | 1019 | 1337 | 1356 | 1400 | 1453 | 1522 | 1549 |
| 印尼         | 515  | 708  | 782  | 879  | 1005 | 1060 | 1080 |
| 马来         | 101  | 164  | 115  | 110  | 106  | 110  | 115  |
| 欧盟         | 225  | 260  | 250  | 200  | 150  | 140  | 130  |
| 泰国         | 106  | 127  | 126  | 114  | 92   | 110  | 120  |
| 哥伦比亚       | 55   | 53   | 51   | 63   | 69   | 69   | 69   |
| 秘鲁         | 10   | 14   | 17   | 19   | 19   | 19   | 19   |
| 巴西         | 6    | 11   | 15   | 15   | 12   | 14   | 16   |
| <b>菜油</b>  | 651  | 654  | 636  | 674  | 694  | 812  | 855  |
| 美国         | 34   | 39   | 32   | 43   | 57   | 150  | 175  |
| 欧盟         | 600  | 595  | 580  | 608  | 620  | 638  | 650  |
| 加拿大        | 17   | 20   | 24   | 23   | 17   | 24   | 30   |
| <b>葵油</b>  |      |      |      |      |      |      |      |
| 欧盟         | 100  | 26   | 23   | 21   | 29   | 27   | 35   |

资料来源：USDA，国泰君安期货研究

#### 2.2.5 需求端总结

综上所述，2023/24 年度**食用需求方面**：**1)**欧盟菜籽压榨预计减少，油脂消费趋于内部自给，食用及工业消费没有太大增量；**2)**印度预计同比 60 万吨的需求增量，主要来自于豆油；**3)**中国四大油脂需求预计与今年持平，看下半年政策能否发力，结构上棕油需求占比将会上升，豆油持平或略减，菜葵持平或略增；印尼与马来棕油消费预计有 25-50 万吨需求增量。整体上，食用需求增量 90 万吨左右，以增豆油及棕榈油为主。

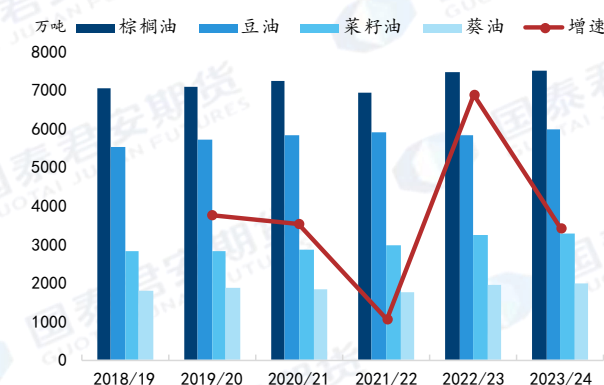
**生柴需求方面：**如上节末总结，豆油生柴需求预期将增加 80-100 万吨，棕榈油生柴需求预期将增加 10-30 万吨左右，菜油生柴需求预期将增加 30-70 万吨，葵油增加 5-15 万吨。整体上，生柴消费将提供 160-200 万吨增量，以增豆油及菜油为主。

表 12：全球四大油脂消费预估

| 单位：万吨   | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24 |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 消费      | 17221   | 17523   | 17795   | 17628   | 18489   | 18739   |
| 棕榈油     | 7061    | 7084    | 7255    | 6952    | 7464    | 7499    |
| 豆油      | 5529    | 5709    | 5849    | 5922    | 5825    | 5989    |
| 菜籽油     | 2834    | 2839    | 2868    | 2995    | 3244    | 3281    |
| 葵油      | 1797    | 1891    | 1823    | 1759    | 1955    | 1970    |
| 其中：生柴消费 | 3034    | 3012    | 3190    | 3291    | 3546    | 3706    |
| 棕榈油     | 1337    | 1356    | 1400    | 1453    | 1522    | 1549    |
| 豆油      | 1017    | 997     | 1095    | 1116    | 1186    | 1267    |
| 菜籽油     | 654     | 636     | 674     | 694     | 812     | 855     |
| 葵油      | 26      | 23      | 21      | 29      | 27      | 35      |

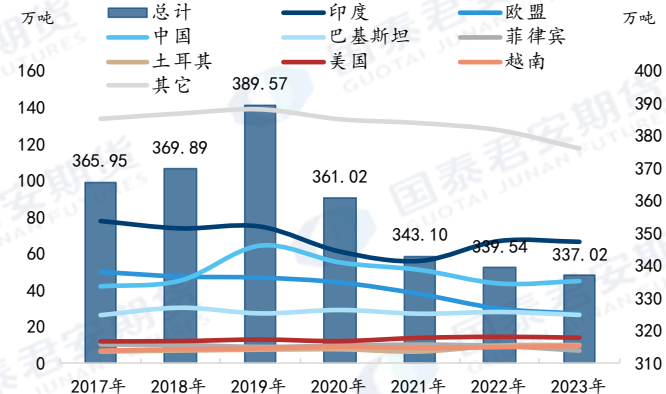
资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 93：全球油脂需求结构



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 94：印马棕榈油月均出口量



资料来源：MPOB，印尼海关，国泰君安期货研究

### 3. 行情展望及策略建议

#### 3.1 全球油脂供需及行情展望

**供应方面：**1) 基于对天气及面积的综合考量，预计 2023/24 年度年东南亚棕榈油增产上限在 100 万吨以内，这种增产更多是作物年度计量内来自 23 年四季度产量表现强劲的贡献，而 2024 历年度的产量倾向同比减少 80-130 万吨；2) 预计全球菜籽产量减少 184 万吨，但考虑到结转库存较高，预计菜油供应略减；3) 预计 23/24 年度全球大豆增产幅度约 2500 万吨，其中 1100 万吨转化为库存，则折 280 万吨的豆油预期增量。整体来看，23/24 年度四大油脂供应预计增加 400 万吨左右，品种上以豆油新增供给为主，棕油上半年同比或略有增量，菜油略减，葵油持平或小幅增加。

**需求方面：**1) 受到印尼生柴及中印去库压力和性价比的提振，2023/24 年度棕榈油消费预计增长 35-55 万吨；2) 西半球生物柴油政策将继续刺激豆油消费，同时印度需求仍有增量，2023/24 年度豆油需求有较大提升空间，预计 150-200 万吨；3) 欧盟及美国生柴政策继续支持菜油消费，其余地区几乎没有增量，2023/24 年度菜油需求预计增加 40 万吨；4) 欧盟油脂消费及生柴原料转向内需提振 2023/24 年度葵油需求增加 5-15 万



吨。整体来看，23/24 年度四大油脂需求预计增加 250-300 万吨左右，品种上以豆油新增需求为主，棕油菜油均有一定增量。

综上，从基本面角度来看，23/24 年度油脂供给的预期增量基本可以覆盖目前预估的需求增量，大方向上油脂价格仍在筑底阶段。不过我们可以明显看到，现有整体增产、销区高库存水平和偏弱的需求都已被市场充分认知，只是没有出现基本面结构转势的驱动，使得价格压力仍在延续。

2024 年如果南美大豆产量出现意外或是棕油因厄尔尼诺导致的减产效应加强，油脂供需结构仍有望出现新的转变。宏观角度，中国经济信心增强对于消费水平的带动我们认为最早出现在下半年，明年可能会呈现出先弱后强的态势。

表 13：全球植物油供需及库存变化（万吨）

| 棕榈油 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24 | 同比变化 |
|-----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------|
| 产量  | 7270    | 6931    | 6986    | 6790    | 7374    | 7445    | 71   |
| 印尼  | 5189    | 5006    | 5201    | 4975    | 5548    | 5511    | -36  |
| 马来  | 2081    | 1925    | 1785    | 1815    | 1826    | 1933    | 107  |
| 消费  | 7061    | 7084    | 7255    | 6952    | 7464    | 7499    | 35   |
| 印尼  | 1236    | 1714    | 1729    | 1816    | 1982    | 2002    | 20   |
| 马来  | 324     | 358     | 356     | 331     | 321     | 326     | 5    |
| 印度  | 923     | 761     | 836     | 771     | 967     | 997     | 0    |
| 中国  | 657     | 617     | 647     | 439     | 596     | 626     | 30   |
| 欧盟  | 623     | 607     | 536     | 467     | 457     | 437     | -20  |
|     |         |         |         |         |         | 库存变化    | 36   |
| 豆油  | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24 | 同比变化 |
| 产量  | 5615    | 5855    | 5931    | 5927    | 5903    | 6183    | 280  |
| 消费  | 5529    | 5709    | 5849    | 5922    | 5825    | 5989    | 164  |
| 美国  | 1038    | 1012    | 1057    | 1126    | 1207    | 1229    | 22   |
| 巴西  | 717     | 775     | 795     | 745     | 768     | 845     | 78   |
| 阿根廷 | 262     | 218     | 204     | 266     | 205     | 235     | 0    |
| 中国  | 1687    | 1788    | 1840    | 1751    | 1774    | 1770    | -4   |
| 欧盟  | 226     | 238     | 243     | 231     | 239     | 247     | 8    |
| 印度  | 475     | 513     | 495     | 583     | 540     | 600     | 60   |
|     |         |         |         |         |         | 库存变化    | 116  |
| 菜籽油 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24 | 同比变化 |
| 产量  | 2802    | 2833    | 2937    | 2924    | 3280    | 3276    | -4   |
| 消费  | 2834    | 2839    | 2868    | 2995    | 3244    | 3281    | 37   |
| 欧盟  | 900     | 890     | 913     | 923     | 982     | 994     | 12   |
| 美国  | 240     | 256     | 254     | 256     | 360     | 385     | 25   |
| 中国  | 371     | 358     | 346     | 223     | 349     | 350     | 0    |
|     |         |         |         |         |         | 库存变化    | -41  |
| 葵油  | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24 | 同比变化 |
| 产量  | 1959    | 2115    | 1897    | 1966    | 2161    | 2205    | 44   |
| 消费  | 1797    | 1891    | 1823    | 1759    | 1955    | 1970    | 15   |
| 欧盟  | 479     | 490     | 481     | 531     | 521     | 536     | 15   |
|     |         |         |         |         |         | 库存变化    | 30   |

资料来源：USDA，国泰君安期货研究

### 3.2 策略建议

短期行情上，1) 国际及国内库存压力仍在延续，做好油脂价格在底部区间或继续下探的准备；2) 南美主产州产量分布不均导致的供给弹性可能导致国内 3-4 月大豆到港数量不及预期，促使榨利回归的行情提前启动；3) 由于今年剩余时间不足，2024 年美国可再生义务量将进入重新计算，RINs 价格很可能已经企稳，更深的下跌需到来年生产累积及市场交易进一步孵化，美豆油低库存背景下走弱价格风险减小。

中长期行情上，明年棕榈油及菜油相较豆油的潜在驱动更大。1) 菜油从减产和增需上看存在一定的供给风

险。2) 棕榈油从自然年度供需上看似存在缺口，但实际将以消耗现在过高的库存为主，现在的预估下压力不大，但一旦出现超预期减产行情则将带动油脂供需结构转变，如果高频数据跟踪不及预期，则远月可逢低多配。3) 豆油易受南美大豆增产的影响，明年可能在品种间偏弱势，一旦油脂的驱动来到棕油减产，则豆棕价差存在走缩的机会。