



作者简介

陶圣炎，物产中大期货研究院农产品组组长。毕业于美国佩珀代因大学金融学硕士，曾从事农产品供应链工作多年，现专注于养殖产业链全品种研究，对农业现货与期货结合有深刻理解。

期货从业资格：F3076056

期货咨询资格：Z0018038

电话：
0571-87788888-8702

邮箱：
taosy@wzgroup.cn

油脂：预期藏价间，趋势谁可知？

一、回顾2023：行情波澜不惊，波动区间下移

1.1 天气炒作短暂，平衡表修复行情主线

回顾2023年，油脂市场基本面情况与我们2022年年报内容一致，全球油脂库存进入恢复周期，库消比小幅回升，大方向上油脂价格走势呈现区间偏空震荡的格局。但细节上则与我们的预期存在较大差距，首先是我们预期人民币升值利空国内油脂油料，但在强势美元的推动下，人民币汇率一度跌破7.3关口，在年中和EPA政策调整利好一同支撑油脂反弹行情；其次是油脂的整体弱势程度超出预期，一方面是加拿大菜籽超预期增产叠加俄菜油集中进口带来的供给压力，另一方面是国内后疫情时代需求恢复严重不及预期，前期预期升水被挤出。综合来看，大趋势基本符合预期，而策略端由于菜油的明显偏弱，去价差关系并未出现明显回归均值的动作，整体呈现豆油>棕榈油>菜油的强弱关系，而由于周期错配的关系，油粕比缩小策略运行较为顺畅，在策略持有期内，油粕比短暂反弹至2.3后一路缩小至1.8，趋势较为顺畅，策略获利颇丰。

图 1：三大油脂主力合约走势 单位：元/吨



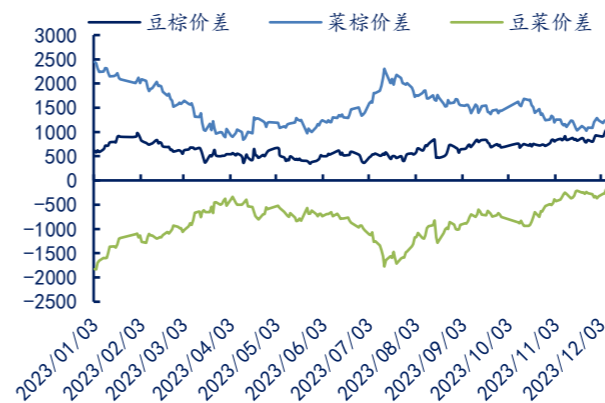
数据来源：WIND、物产中大期货研究院

1.2 宏观原油相关性下降，全年波动率明显下降

2023年相较2022年最大变化是宏观因素和原油与油脂油料行情的相关性明显下降，首先是俄乌冲突带来的影响被充分计价，其次是人民币贬值带来的榨利压力更多被反映在了油料端，再次是原

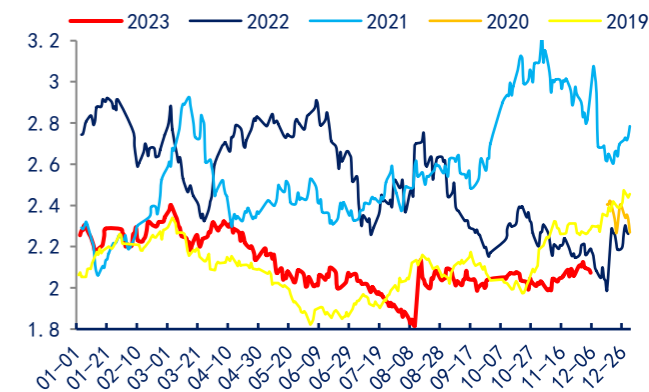
油价格区间下移的情况下，生柴性价比下降，更依赖于政策支持，但EPA最终方案提振幅度有限，最后是需求较预期偏差、政策性利好缺失。以上因素导致2023年内，油脂自身基本面对其行情的主导作用更强，受到其他因素影响的幅度减小，全年波动率出现明显下降。

图 2：三大油脂连续合约价差走势 单位：元/吨



数据来源：WIND、物产中大期货研究院

图 3：豆油豆粕比价走势



数据来源：WIND、物产中大期货研究院

二、展望2024：多空因素交织，趋势机会难寻

2.1 宏观要素利空内盘，原油价格区间下移

分析思路，我们依然沿袭了“宏观/气候/价差/供给”的“PCPS”四象限分析模式，首先我们来看宏观及原油因素带来的影响，根据我们首席宏观分析师年报《磨砺以须出锋芒 倍道而进正当时》中的观点，预计2024年“疤痕”效应逐渐褪去，居民消费信心将边际企稳，一方面是国内经济仍在财政刺激的支撑下继续复苏，服务业和工业企业利润的改善带动居民消费回升，另一方面房地产市场逐步回到平稳增长的水平附近、存量房贷利率的下调使得居民提前还款现象进一步减少、消费倾向有望边际改善，最终消费综合增长率约为8%。但同时，我们认为中美经济体描述为收敛回归的趋势，这里面最重要的部分是国内中央财政的发力以及美国财政支持力度的回落导致中美两国在利差方面的收窄，预计2024年人民币汇率易升难贬，数值将从2023年12月的7.15逐步向7.0回归。综合来看，虽然2024年油脂需求将受益于国内社会消费复苏，但同时受到人民币升值和国际需求下滑带来的估值成本压力，预计2024年宏观要素仍将在一定程度上利空油脂油料盘面。

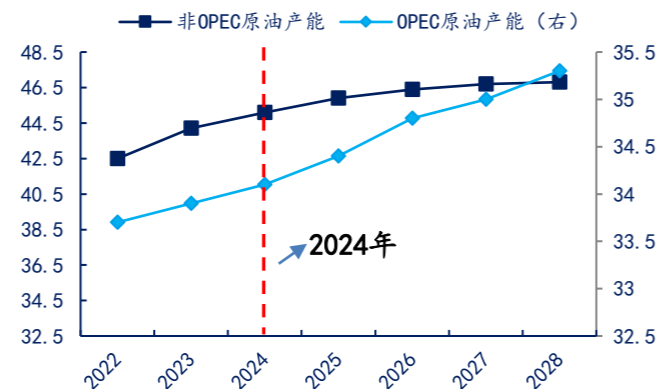
而根据我们原油年报《区间下移，波动较大》的观点，从供需角度出发，原油供应增长幅度大于需求增长幅度，供需双增状况下，供需矛盾并不突出，但宽松程度大于2023年，因此，原油价格运行区间或有所下移，但在供应增幅有限的状况下有所支撑。加之宏观经济动荡，原油价格在2024年大概率呈现高波动特征，波动区间下移，一定程度下持续利空油脂油料盘面，且影响程度或高于2023年。

图4：2024年消费弱复苏 单位：%



数据来源：Wind 物产中大期货研究院

图5：OPEC与OPEC+原油产能 单位：百万桶/日



资料来源：IEA 物产中大期货研究院

2.2 厄尔尼诺影响虽迟但到，干旱天气威胁东南亚油棕

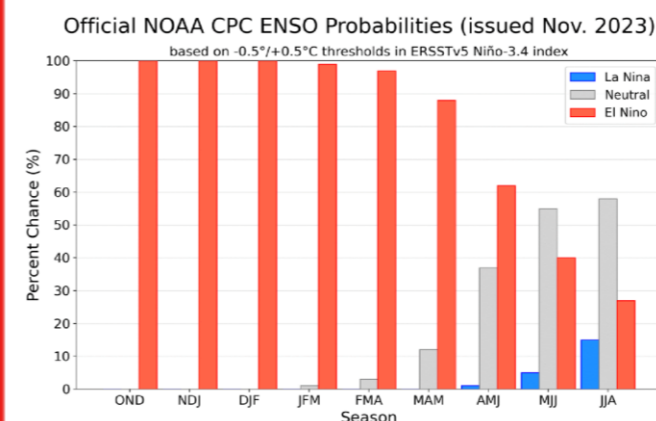
由于全球变暖形势变得日益严峻，全球各地极端天气事件频发，例如2023年中三峰拉尼娜导致阿根廷大减产，加拿大和澳大利亚延绵数月的大火，美国中西部地区持续性干旱、多瑙河、密西西比及巴拿马运河等多个重要河流枯水导致的航路堵塞等等，都对当时的农产品市场造成了重大影响。但回头来看，气候因素对全球平衡表的影响却没有我们想象中那么大，细究其原因，一方面是农业技术革命，尤其是转基因和灌溉工程赋予了大豆、玉米等品种更强的抗旱性和更高的单产；另一方面是市场情绪容易受到短期难以证实信息的夸大，事实上很多气候事件也仅仅是区域性和局限性的，例如当前巴西马托格罗索州的干旱天气一度导致市场对巴西新作大豆产量的悲观预期，但巴西其他区域的播种条件依旧适宜，且马州后续还可通过补种二茬大豆的方式进行补救，实际产量影响并没有前期炒作期间那么悲观。但是上述分析并不是说气候因素就没有任何影响，事实上由于气候周期的长期性和延续性，对于农产品往往会产生长期深远的影响，尤其是部分受扰动较大的品种，仍值得重点关注。但我们并非气候专家，想精准预测未来的天气对农产品生长的影响显得不切实际，但是受益于信息爆炸的年代，我们从过去的事件和现有的气象专家那里获知信息显得不那么困难，并据此对未来可能带来扰动的气候因素做分析。

对于2024年来说，最重要的气候事件便是厄尔尼诺现象，且由于全球变暖，相较于2000年前，近年来ENSO厄尔尼诺现象的强度和持续时间逐次升高，根据美国全国海洋大气管理局气候预测中心（NOAA）与11月16日公布的ENSO监测报告显示，最新预估的NINO3.4指数为2.1，已正式落入强厄尔尼诺现象的指标区间，本次ENSO的强度峰值目前已达到自1996-97年以后的历史第二强水平，且强度上还在增加，2023年11月至2024年1月的这个冬天可能成为“历史上最强厄尔尼诺”，且有55%的可能性在2024年1月至3月期间仍维持强厄尔尼诺，有62%的可能贯穿北半球春季（2024年4-6月）。

厄尔尼诺天气将造成南美中部的干旱和南部的降水，东南亚的干旱、东亚地区的反常高温以及南亚次大陆的洪水，导致相关农产品如棉花、白糖、大豆、棕榈油、橡胶等的减产。

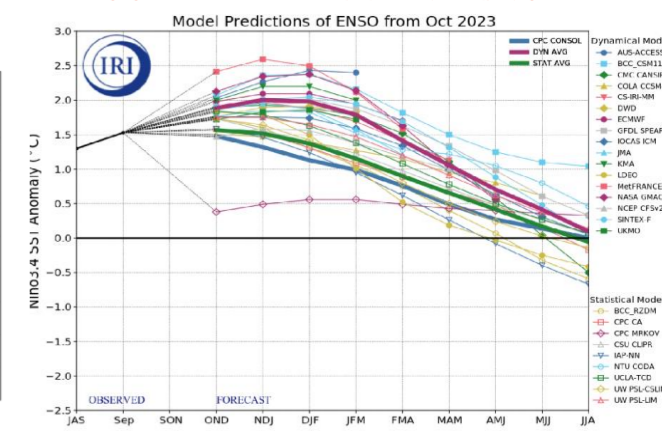
虽然目前来看，厄尔尼诺现象的影响并未完全显现，也有乐观的机构预测ENSO的强度已经达峰，后续气候条件将转好，但从1998年和2017年的历史经验看，厄尔尼诺现象的后半程对农产品生长的影响会更大，且根据气象专家推测，本次厄尔尼诺现象的持续时间可能也会延长，不排除持续至2025年的可能。在受影响的品种中，我们尤其关注棕榈油品种，相较于按季播种的大豆棉花，棕榈树受厄尔尼诺现象的长期影响更大，且由于马来的树龄老化，受持续性干旱天气的影响下单产下滑幅度会更大。虽然目前来看，很多机构通过调研或是数据的方式分析干旱天气并未实际造成棕榈油的减产，但一般干旱的影响会体现在8-12个月后的棕榈油产量，且马来和印尼近期的干旱天气是既定事实，无论是从彭博路透的降水量数据、SPPOMA和GAPKI反常提前减产的产量数据，还是巴厘岛5个月未见降水和南加里曼丹内河断流的新闻，均印证了这一点。综上所述，我们认为厄尔尼诺的影响虽迟但到，按时间推算，预计2024年5-9月，马棕将出现增产不及预期甚至减产的反常现象，等待数据来验证我们的猜想。

图6：CPC/IRI ENSO概率预测



数据来源：NOAA、物产中大期货研究院

图7：ENSO模型预测海表温度异常



数据来源：NOAA、物产中大期货研究院

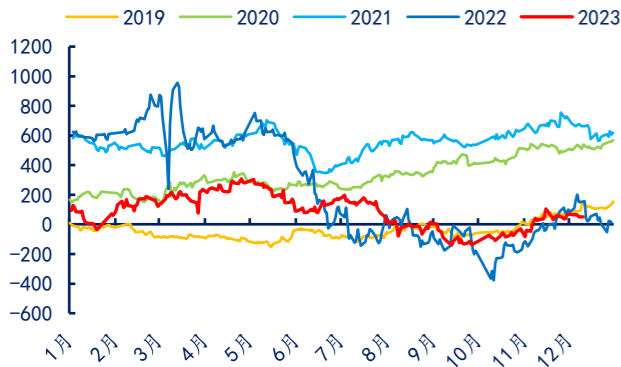
2.3 生柴政策预期延续，需求增速预计放缓

2023年6月，美国能源署（EPA）分别上调了2024年、2025年生物柴油的掺兑比例为30.4亿加仑、33.5亿加仑，分别同比增长7.8%、10.2%，且放弃了将e-rin纳入掺兑比例范围内，引发了一波美豆油从30美分到80美分的大涨行情。而由于2022年以来，国际原油价格持续维持高位，FAME生产利润丰厚，生产商掺混生产了过多的D4 rins，截至2023年9月，美国D4 rins库存达到了33亿加仑的历史最高水平。而2023年10月后，国际原油价格大幅走低，rins大量结余导致价格持续走弱，生产利润持续恶化，生产商积极性下滑。而从EPA政策变化预期来看，由于临近2024年美国大选，民主党难以在此

时通过相关补贴政策，预计掺兑比例将维持现状。综合来看，受制于2023年的过度生产、生物柴油产能的过剩，以及2024年国际原油运行区间下移，预计2023/24年度，美豆油FAME用量增速放缓，根据USDA12月报告的预期，美豆油FAME用量增长3.1亿磅至128亿磅，同比增长2.4%，增速明显下移，预计美豆油价格对于国际原油的敏感度或将加强。

而棕榈油方面，马来西亚并未提出新生柴掺混政策，而印尼自2023年2月开始预热B35政策，直到9月开始正式落地，从APROBI十月数据来看，预计印尼生柴消费计划的1.315亿升目标有望顺利实现，维持了近5年年均14.3%的高增长，但展望2024年，印尼实现B40战略的技术难度仍较高，且考虑到即使棕榈油价格顺利上涨，出口下降会压缩印尼税费收入，更难顺利完成强制掺混计划，考虑到POGO价差持续走弱，预计2024年印尼生柴消费难以维持高增长。

图8：POGO价差 单位：美元/吨



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

表1：RVO生物柴油产量 单位：亿加仑

项目	2022	2023	2024E	2025E
纤维素D3	6.3	7.2	14.2	21.3
生物质D4	27.6	28.2	30.4	33.5
先进生物D5	56.3	58.2	66.2	74.3
可再生D6	206.3	208.2	218.7	226.8

数据来源：EPA、物产中大期货研究院

三、2024年供需：豆系产量预增，菜棕预计减产，供需矛盾有限

3.1 东南亚干旱待确认，预期2024高概率减产

在分析完“PCPS”四象限中的宏观和气候部分之后，我们针对三大油脂品种的供需面进行分析，最终从价差面来得出策略端的结论。首先来看棕榈油品种，供给端方面我们发现和2022年年报中预测的内容有一定偏差，此前我们认为，基于马来树龄老化和印尼持续新增种植面积的影响，印尼产量增加将弥补马来产量可能带来的损失，总体产量增加。但实际情况是根据MPOB现公布的数据，10月产量环比增加5.9%，显著高于往年季节性环比均值-0.1%，处于同期产量高位。2023年1-10月马棕产量合计1586万吨，同比增产7万吨，追上了之前由于斋月带来的产量损失，即使11月高频数据显示马棕已转入减产，以当前高产量和预测环比跌幅的现状看，不影响2023年全年马棕产量持平或略增的结论。马棕产量超预期上涨可能来源于马来西亚在化肥和种植技术上的高投入，但马棕种植面积仍维持现状，树龄老化不可避免，种植成本的高投入势必导致马棕下方支撑提升，预计2024年马棕产量维持当前水

平或受厄尔尼诺现象影响导致小幅减产。

由于近年来印尼不断扩大种植面积，且由于树龄较小劳工充裕等原因，产量占比逐渐上升，目前已取代马来西亚成为世界第一大棕榈油出口国，但由于印尼供需数据的滞后性，目前市场上形成了马棕影响短期行情，印棕影响长期走势的格局。根据GAPKI9月报告数据，由于产量不及往年季节性均值，库存反常去库至310.3万吨，基本与今年1月库存一致。分析印尼累库不及预期的原因，主因是8-9月受干旱天气的影响导致的大幅减产，2023年1-7月印尼产量累计同比增长达546万吨，但8月产量仅322.1万吨，显著低于往年8月产量均值，9月产量继续不及预期，提示印尼在8-11月间干旱天气带来的气候性减产可能，全年增产幅度很可能难以实现我们此前预计的500万吨，更接近USDA此前预计的200万吨，导致印尼结转库存偏低，为2024年一季度去库和二季度的销售争取到了足够的空间。预计2024年印棕或延续趋势性增产或受厄尔尼诺现象影响导致小幅减产。

而在需求端，印尼和马来西亚由于生柴政策的提振和国内旺盛的消费需求，国内需求面上在2023年均有超预期的需求增加，尤其是马来西亚，根据MPOB报告，其国内消费在1-10月同比增长超20%，远超市场预期，市场仍关注消费增长的持续性。出口方面，2023年欧盟和中国的进口需求缺口被印度填补，伴随着国内经济的飞速发展，印度对于油脂进口的需求持续抬升，尤其是棕榈油、葵油，在2024年葵油预期减产的情况下，棕榈油更易获得比价优势，预计2024年棕榈油需求端维持小幅增加。

综合来看，2024年在不考虑厄尔尼诺现象的情况下，印尼和马来西亚两国延续小幅增产100万吨，增产幅度预计有限，而其国内消费和出口需求或维持升势，导致库存下滑170万吨左右。而如果厄尔尼诺现象实际施加影响，则两国产量或下滑300万吨，库存下滑270万吨，库消比大幅下滑，供需平衡表转向紧缺，对棕榈油行情施加长期利多作用。

表2：全球棕榈油供需平衡表 单位：百万吨

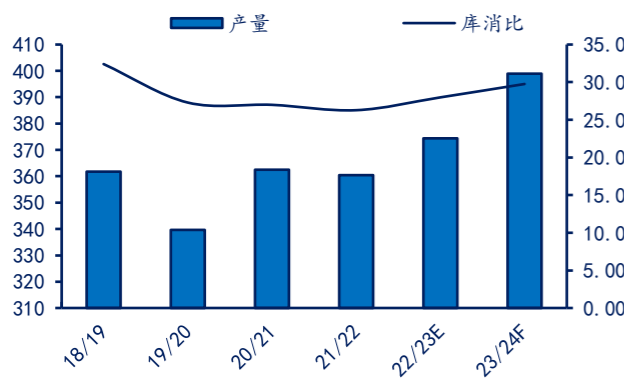
	印度尼西亚			马来西亚			两国合计		
项目	2023	2024中性天气	2024厄尔诺	2023	2024中性天气	2024厄尔诺	2023	2024中性天气	2024厄尔诺
期初库存	7.37	5.68	5.68	2.19	2.17	2.17	9.57	7.85	7.85
产量	47.35	48.30	45.14	18.33	18.42	17.54	65.68	66.72	62.68
出口	27.63	26.98	24.50	15.29	15.50	15.10	42.92	42.48	39.60
生物柴油	11.53	12.62	12.62	1.55	1.55	1.38	13.08	14.17	14.00
国内消费	21.41	23.02	22.92	4.1	4.0	3.6	25.51	27.02	26.52
结转库存	5.68	3.98	3.40	2.17	2.19	1.81	7.85	6.17	5.22

数据来源：USDA、MPOB、GAPKI、物产中大期货研究院

3.2 南美丰产概率仍偏高，关注雨季变动

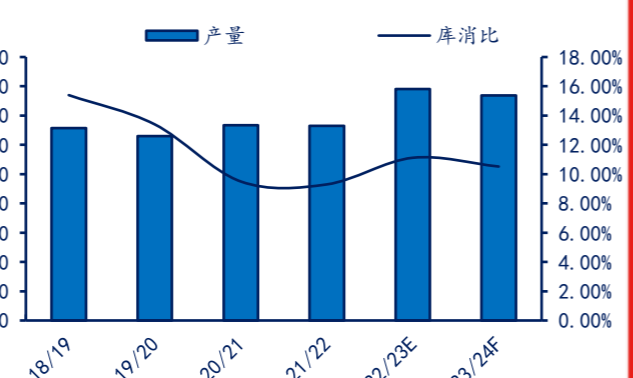
豆油的供需面从12月USDA供需报告来看，则偏向于2024年维持宽裕。虽然2022/23产季中美国中西部遭遇一定程度的干旱打击，叠加阿根廷大幅减产下，全球大豆结转库存偏低，平衡表较我们2022年年报预期偏紧，带动美豆盘面一度反弹至1400美分/蒲式耳以上。但2023年整体受制于巴西创历史记录大豆产量，全球平衡表仍处在修复周期，美豆行情仍维持1250-1400美分/蒲式耳的宽幅震荡，上方情绪炒作受压制，下方美豆种植成本有支撑。而对于2024年，我们预期南美丰产概率仍偏高，虽然前期巴西东北部和马托格罗索州遭遇高温干旱天气，南里奥格兰德州则遭遇大雨，播种进度从历史领先到落后往年均值，引发市场陆续将巴西大豆1.63亿吨的创纪录产量预期下调至1.6亿吨以下。但伴随着南美天气好转，叠加部分巴西农民基于种植利润考虑选择放弃二茬玉米和棉花种植转向补种大豆，实际减产幅度有限，12月USDA报告仅下调200万吨至1.61亿吨，修正市场共识。且南美其他地区天气情况均较好，巴拉圭、乌拉圭和阿根廷等地均预期丰产，尤其是去年严重减产的阿根廷，预计2023/24产地增产2400万吨至4800万吨，如接下来厄尔尼诺现象未在雨季造成南美大面积的产量损失，则南美的丰产几成定局，即使后续美豆种植意向偏差，全球大豆供需平衡表仍继续转向宽松，美豆价格区间预期下移至1150-1300美分/蒲式耳，利空国内豆油豆粕盘面。

图 9：全球大豆产量及库消比 单位：百万吨,%



数据来源：USDA 物产中大期货研究院

图 10：全球菜籽产量及库消比 单位：百万吨,%



数据来源：USDA 物产中大期货研究院

3.3 菜籽减产预期，但俄菜仍压制国内行情

2023年年中，澳大利亚中部及加拿大草原三省均遭遇大面积野火，市场一度担忧菜籽产量受影响，但事实上产区基本未受影响，加拿大同比大幅增产17.5%，彻底从21/22年的减产中恢复过来，但由于本产季加拿大和欧盟的菜籽和葵花籽均增产，供给旺盛下，欧菜油和加菜籽报价持续下行，压制全球小众油品的价格，和我们2022年年报的预计一致。但由于种植利润预期不佳，叠加俄乌冲突缓和，欧洲农民种植意向开始转移，预计2024年加拿大和欧盟菜籽小幅减产，但减产幅度不大，且俄菜油经中欧专列大量出口国内，预计将持续压制菜油盘面。

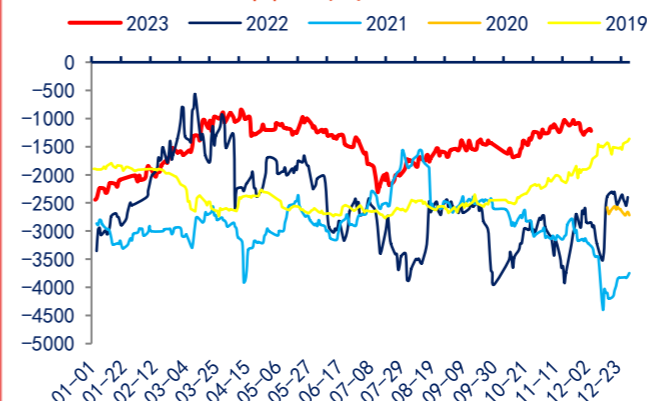
四、2024年策略建议：油粕比走扩，品种间价差走扩

根据上述“PCPS”四象限分析，我们观察当前品种间价差关系和POGO价差关系，认为当前阶段，菜油已充分反应利空预期，豆油端仍在博弈南美天气预期，盘面仍存在一定的天气升水成分，而棕榈油方面则存在预期差的可能，价差上仍未完全体现。综上所述，展望2024年，我们给出如下预测：

①2024年养殖端豆粕需求持续下滑，油厂维持榨利转向油脂端，油粕周期再度转向；②南美产量实现预期较强，国际大豆平衡表维持宽松，预计美豆价格中枢下移；③2023年宏观及原油相关性有所收窄，但2024年预期影响放大，波动率或再次上升；④传统月差交易存在受进口和宏观资金扰动可能，油脂趋势性机会难寻；⑤厄尔尼诺天气影响强度和持续性或超市场预期，警惕相关机会风险。

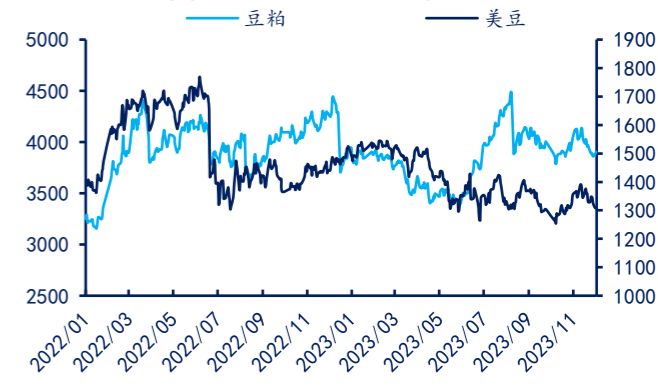
根据以上预测，我们最终给出两大策略建议：①当前2.0的油粕比仍显低估，有较好配置价值，预计盘面将回升到2.2的往年水平，再根据趋势力度进行止盈或继续持有；②当前阶段棕榈油盘面存在预期差可能，品种间价差做扩策略的性价比相对优于单个品种的月差机会，后续持续跟踪东南亚天气情况和高频产量数据。

图 11：菜棕价差
单位：元/吨



数据来源：WIND、物产中大期货研究院

图 12：美豆及豆粕连盘走势
单位：元/吨，美分/蒲式耳



数据来源WIND、物产中大期货研究院