



筑底之路漫漫

2023 年 12 月 15 日

油脂年报

报告要点：

创元研究

供应端：2023/24 年度全球大豆产量预期同比继续增加，虽然巴西大豆产量仍存下调的可能性，但在阿根廷大豆恢复性增产的前提下，不影响大豆丰产的格局，豆油产量也大幅增加；虽然全球油菜籽产量同比下滑，但减产幅度远不及预计，且全球菜油供应同比增加，年度供应宽松格局基本确定；棕榈油的产量不确定性在于印尼，厄尔尼诺对产量的影响需要在明年确认。**2023/24 年度全球油脂供应宽松格局将延续。**

创元研究农产品组

研究员：张琳静

邮箱：zhanglj@cyqh.com.cn

投资咨询资格号：Z0016616

需求端：食用需求方面，明年中国和印度需求均处于继续恢复的趋势，而国内的植物油终端需求预计难有大幅增加。生物柴油需求方面，美国的豆油、菜油用量预计小幅增加、欧盟的豆油和棕榈油继续减少、印尼 B35 和马来西亚保持现有的掺混比例不变、巴西和阿根廷预计增加豆油的使用，**植物油在生物柴油端的需求增量边际下滑。**

综上，2023/24 年度油脂呈现供需双增的格局，供应增量略大于需求增量，油脂平衡表小幅收紧，但宽松格局不变。目前油脂估值相对偏低，且原油价格高位对油脂价格依然有较强支撑，但是在基本面宽松和库存高企的前提下，**若没有强利多的驱动很难出现大级别的趋势性上涨行情，预计 2024 年油脂仍有较长时间的筑底行情。**

品种间，2023/24 年度棕榈油平衡表在三大油脂中相对偏紧，且厄尔尼诺对棕榈油是否造成实质性的减产还是未知数，尤其是印尼，依旧存在潜在的天气炒作空间；而国内棕榈油高企的库存预计在明年缓慢去库。虽然巴西大豆产量也存下调空间，但豆油增产基本确定。菜油产量微增，从现在持续到明年春天都有大量油菜籽到港，在三大油脂中菜油最早面临供应量的大幅增加。**预计明年三大油脂强弱顺序为棕榈油>豆油>菜籽油。**

目录

一、2023 年行情回顾	3
1.1 单边回顾	3
1.1.1 宏观黑天鹅助力摇摇欲坠的油脂下跌	3
1.1.2 天气炒作推动油脂短暂的反弹	4
1.2 价差回顾	5
二、全球油脂供应展望：持续宽松	6
2.1 豆油：全球大豆供应持续改善	6
2.1.1 南美大豆大概率增产	6
2.1.2 出口情况取决于产量	10
2.2 棕榈油：减产幅度料有限	13
2.2.1 厄尔尼诺对棕榈油产量的影响	13
2.2.2 马来西亚预计小幅增产	17
2.2.3 印尼明年二季度起预计减产	18
2.3 菜籽油：全球油菜籽减产不及预期	21
2.4 全球植物油供应汇总	23
三、全球油脂需求展望：持续恢复	24
3.1 印度植物油需求增加空间有限	24
3.2 中国油脂需求缓慢增加	27
3.2.1 中国油籽进口及压榨	27
3.2.2 中国油脂进口及库存	30
3.2.3 下游终端消费增量有限	33
3.3 生物柴油需求增速放缓	34
3.3.1 美国：EPA 调低 2024、2025 年生柴掺混义务	34
3.3.2 欧盟：植物油消耗增量较小	36
3.3.3 印尼&马来：印尼 B35 全面执行，马来 B10 依旧	37
3.3.4 南美：巴西&阿根廷均有增加预期	38
3.4 全球植物油需求汇总	40
四、结论与展望	41

一、2023 年行情回顾

1.1 单边回顾

2023 年三大油脂单边行情相较于去年来说，波动率和风险度都大幅降低，但依然在二三季度走出了一波探底回升的行情，而纵观全年油脂的走势，始终摆脱不了偏弱宽幅震荡的格局。以 6 月为分界线，1-5 月油脂在长时间的震荡后大幅下跌探底，6 月起三大油脂均不同程度反弹，之后持续维持宽幅震荡走势。

1.1.1 宏观黑天鹅助力摇摇欲坠的油脂下跌

➤ 震荡

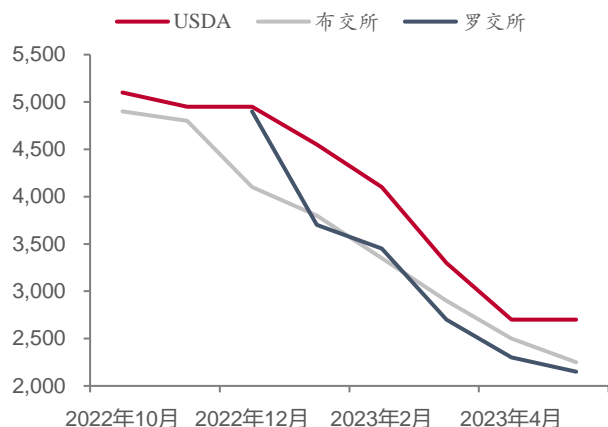
今年年初，油脂继续延续去年的震荡行情，此轮震荡行情已经从去年 8 月延续至了今年的 2 月。1-2 月巴西大豆大幅增产的格局基本确定，矛盾点在于阿根廷受拉尼娜的影响持续干旱，减产预期强烈；并且因巴西大豆收割偏慢，国内大豆到港预计延后，短期豆油供给偏紧，库存低位，对价格依然有支撑。棕榈油和菜油此时消息面匮乏，国内供应宽松，棕榈油库存高位，但菜油有收储支撑，使累库速度放慢。基本面多空交织下，油脂维持了震荡格局。

➤ 下跌

打破震荡的诱因是宏观黑天鹅的助力。3 月初美国硅谷银行暴雷，引发系统性金融风险，导致以原油为首的大宗商品大幅下跌，并且这场银行危机在此之后还蔓延至欧美多家银行，市场避险情绪也持续升温，WTI 原油一度跌破 65 美元。油脂本身就是宏观属性较强的商品，与原油走势又密切相关，因此顺势下跌。而油脂这波下跌一直持续至了 5 月底，除了有宏观因素的加持以外，自身基本面走弱才是根本原因。3 月之后，阿根廷大豆大幅减产的预期基本已经被盘面消化，全球大豆增产格局确定，巴西大豆出口高峰期到来，创纪录的 1.58 亿吨的产量和 9500 万吨以上的出口预估使巴西大豆出口卖压巨大，导致 CNF 升贴水崩盘转负，原料成本持续下跌。国内大豆到港高峰期的到来也使豆油供应增加，而对终端餐饮需求的乐观预期在春节和五一假期都没有完全兑现，消费复苏程度不及预期，库存从低位回升。虽然期间也有利多因素的扰动，比如 3 月底美豆种植意向报告超预期下调、4 月中国海关 CIQ 政策变动导致大豆卸港推迟、大豆和油脂收

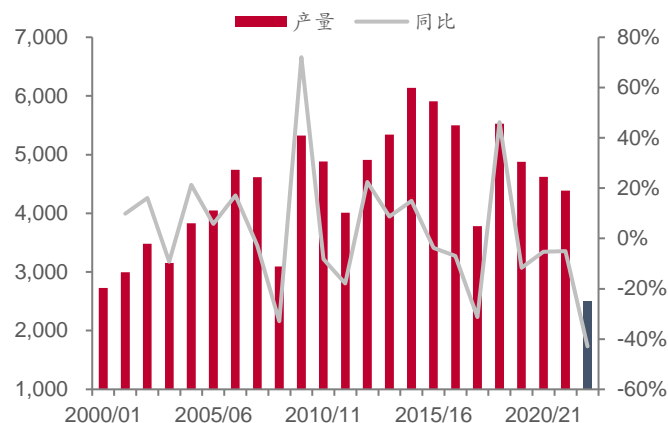
储传闻等，但都没有阻止油脂下跌的步伐，油脂始终维持供应宽松的格局，其中，因油菜籽从去年 11 月至今年 5 月进口量创新高，菜油跌幅最大，超 25%，豆油和棕榈油跌幅均在 21% 左右。

图 1：2022/23 阿根廷大豆产量预估（单位：亿吨）



资料来源：USDA、布交所、罗交所、创元研究

图 2：阿根廷大豆产量（单位：万吨）



资料来源：阿根廷农业部、创元研究

1.1.2 天气炒作推动油脂短暂的反弹

➤ 反弹

6 月起，三大油脂集体触底反弹，主要得益于天气炒作。本年度美豆播种顺利，使得大豆关键生长期提前，因此天气炒作期也提前提上了日程。美豆主产区天气异常干旱，使市场对单产产生担忧，叠加 6 月底美豆播种面积报告超预期的同比减少 400 万英亩，造成美豆增产预估转变成减产，进一步推动 CBOT 美豆价格上涨。而国内伴随着人民币持续贬值，大豆进口成本大幅抬升，原油也在 6 月底开始大幅反弹，豆油跟涨。同一时间，油菜籽主产地加拿大也遭遇了干旱，导致减产预期强烈；而国内从 6 月起进口菜籽开始下滑，菜油供应宽松格局逐渐改善。在宏观和天气的扰动下，三大油脂纷纷反弹至年初时的价格，收回了 3 月起的全部跌幅。

➤ 震荡

然而，油脂的反弹行情并没有持续很久，7 月底 8 月初，美豆产区迎来充足降雨，加拿大油菜籽关键生长期也基本结束，天气炒作话题偃旗息鼓，天气升水被挤出，油脂反弹结束。在此之后，油脂始终维持偏弱宽幅震荡的走势。油脂供应宽松格局维持了一整年，国内三大油脂库存持续增加，消费始终不及预期，虽然天气炒作在年中短暂提振了油脂价格，但改变不

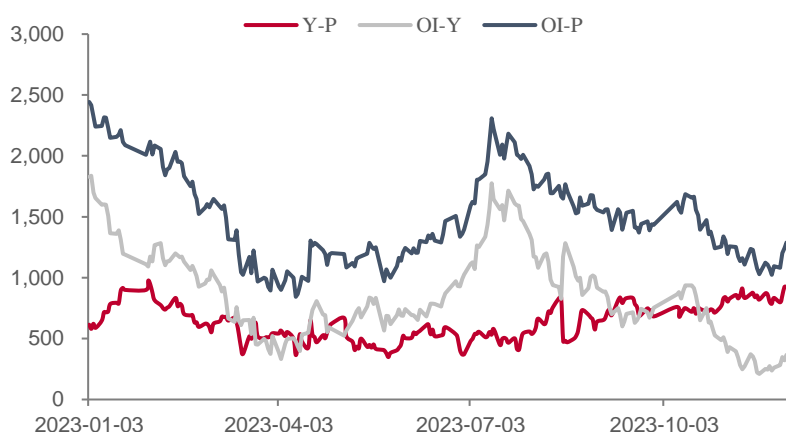
了价格整体下行的走势。另一方面，由于植物油在生物柴油上的需求，油脂价格与原油价格关联度较大，原油价格维持在 70-90 美元之间，对油脂下方形成较强支撑，因此，油脂上下两难，震荡格局难改。

1.2 价差回顾

2023 年油脂单边行情没有出现太明显的趋势，供需上也不像去年那样遭遇多重的黑天鹅，因此品种间的价差相比去年要稳定非常多，尤其是豆棕差，全年基本维持在 300-1000 的价差区间内，反而是菜豆差由于不同时期的供需错配，给出了阶段性的价差交易机会。

1-4 月，受到阿根廷减产预估的影响、国内大豆进口淡季、油菜籽月度进口量持续创新高，豆油去库、菜油累库，使菜豆差从 2000 下跌至了 400 以下。5-7 月，虽然豆菜油均因主产地天气炒作价格反弹，但是国内进入到了大豆到港的高峰期，豆油供应增加，而菜籽进口高峰期进入尾声，供应边际趋紧，虽然菜油持续累库中，但豆油在 5 月初从库存的历史低位快速累库，边际的转化导致菜豆差快速走扩至 1800 左右。7 月至今，加拿大油菜籽最早结束了天气炒作，新作菜籽上市后销售压力使菜籽和菜油价格最早下跌，并且使菜油在下半年的油脂板块中始终偏弱；而豆油的强势一直持续到 9 月美豆上市后才结束，国内 10 月大豆进口量全年低位，还有双节需求加持，导致豆菜油强弱再次转换，价差从 1800 回落至 200 以下。

图 3：2023 年 Y-P-OI 价差走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind、创元研究

二、全球油脂供应展望：持续宽松

2.1 豆油：全球大豆供应持续改善

2.1.1 南美大豆大概率增产

根据 USDA 预估，2023/24 年度全球大豆产量为 3.9888 亿吨，同比增产 2,449 万吨，大豆供应继续增加。其中，美豆预计减产 386 万吨，根据往年 USDA 报告的公布情况来看，通常会在 1 月的月度供需报告中对本年度的产量进行最后一次调整，但是调整幅度不大，一般在 100 万吨左右。因此，2023/24 年度美豆减产已经基本确定。目前这个时间节点上，最需要关注的是南美大豆的产量情况，而今年的重点在巴西。

表 1：全球大豆产量（单位：百万吨）

年度	美国	巴西	阿根廷	巴拉圭	四国合计	全球
2015/16	106.86	96.50	56.80	0.00	260.16	313.02
2016/17	116.93	114.60	55.00	0.00	286.53	349.31
2017/18	120.07	122.00	37.80	10.48	290.35	342.09
2018/19	120.52	119.70	55.30	8.52	304.04	361.04
2019/20	96.67	128.50	48.80	10.25	284.22	339.00
2020/21	114.75	139.50	46.20	9.64	310.09	367.76
2021/22	121.53	130.50	43.90	4.18	300.11	360.43
2022/23	116.22	160.00	25.00	9.05	310.27	374.39
2023/24	112.39	161.00	48.00	10.00	331.39	398.88
同比	-3.83	1.00	23.00	0.95	21.12	24.49

资料来源：USDA、创元研究

➤ 巴西

本年度巴西大豆播种是历史上最早开始的，但是由于最大的主产州马托格罗索州持续高温干旱，播种进度始终偏慢。目前马州已经播种结束，巴西全境大豆播种进度 89.9%，慢于去年同期的 95.9%。

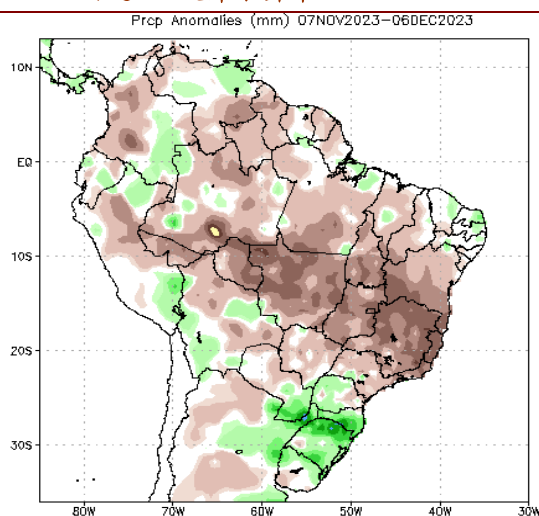
今年 6 月美国气候预测中心确认了厄尔尼诺已经开始，通常情况下，厄尔尼诺现象会导致巴西北部少雨、中南部多雨，阿根廷多雨的情况。今年巴西的降雨情况与之基本符合。根据 NOAA 的监测，10-11 月巴西中西部 and 北部大豆主产区遭遇严重的高温干旱天气，影响大豆生长，预计单产将一定程度受损。多家机构已经对巴西新作大豆产量预估进行了下调，目前预估区间在 1.54-1.65 亿吨不等，最悲观的已经下调至了 1.5 亿吨以下。

但是根据巴西气象局的天气预报显示，12月起巴西降水持续改善，12月至明年1月依旧是巴西大豆的关键生长期，若这段时间降雨保持良好，很大程度上可以改善目前作物的生长情况，产量得到恢复。

据12月USDA的月度供需报告数据，2022/23年度巴西大豆产量为1.6亿吨，2023/24年度产量预估下调至1.61亿吨，同比增产仅100万吨。

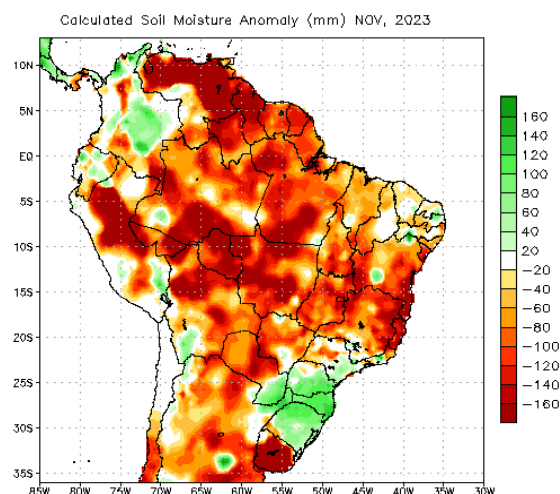
据CONAB发布的12月月报预估，2023/24年度巴西大豆播种面积达到4,530.9万公顷，同比增加122.89万公顷，增幅2.8%，较上月预估增加1.34万公顷，并且从各州分项数据来看，所有主产州均有不同程度的扩种；单产预估为3.54吨/公顷，同比增加27.752千克/公顷，增加0.8%；较上月下调50.583千克/公顷；产量预计将达到1.601772亿吨，同比增加556.77万吨，增幅3.6%，较上月预估减少224.37万吨，减少1.4%。虽然CONAB下调了对产量的预估，但仍保持在1.6亿吨以上，表明对未来天气好转及产量的乐观预期，2023/24年度巴西大豆产量依旧预期创新高。

图4：巴西近30天降水异常



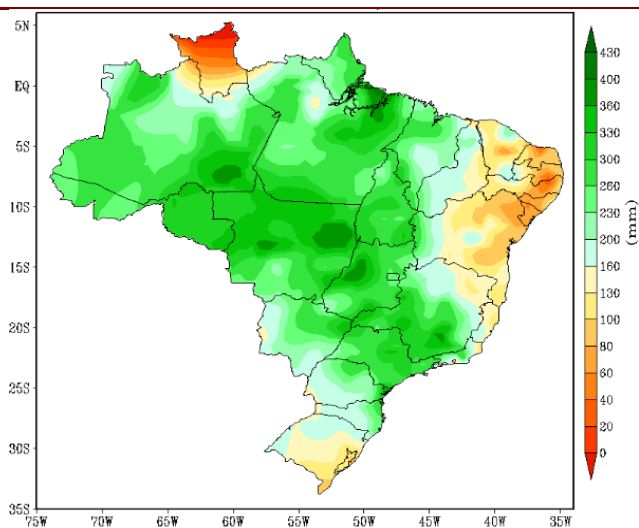
资料来源：NOAA、创元研究

图5：巴西近30天土壤湿度异常



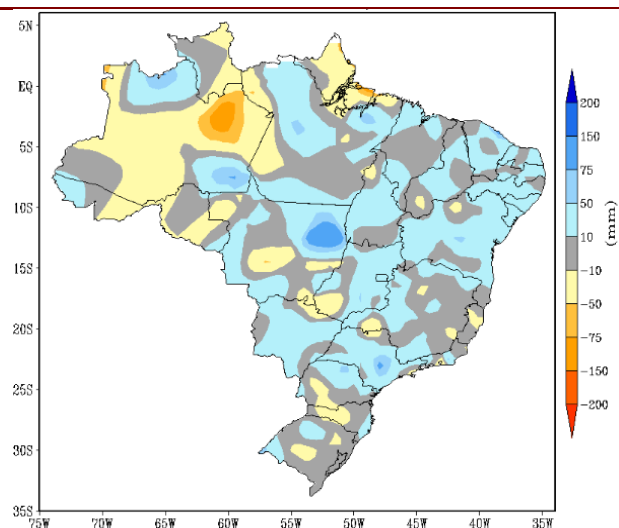
资料来源：NOAA、创元研究

图 6：巴西未来 2 个月降水预报（单位：毫米）



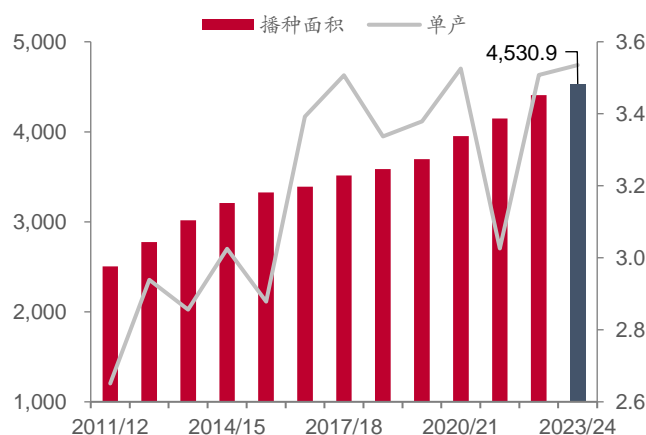
资料来源：巴西气象局、创元研究

图 7：巴西未来 2 个月降水异常预报（单位：毫米）



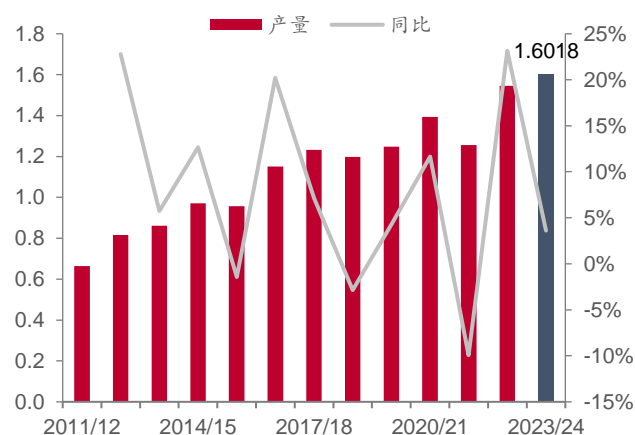
资料来源：巴西气象局、创元研究

图 8：巴西大豆播种面积&单产（单位：万公顷&吨/公顷）



资料来源：Conab、创元研究

图 9：巴西大豆产量（单位：亿吨）



资料来源：Conab、创元研究

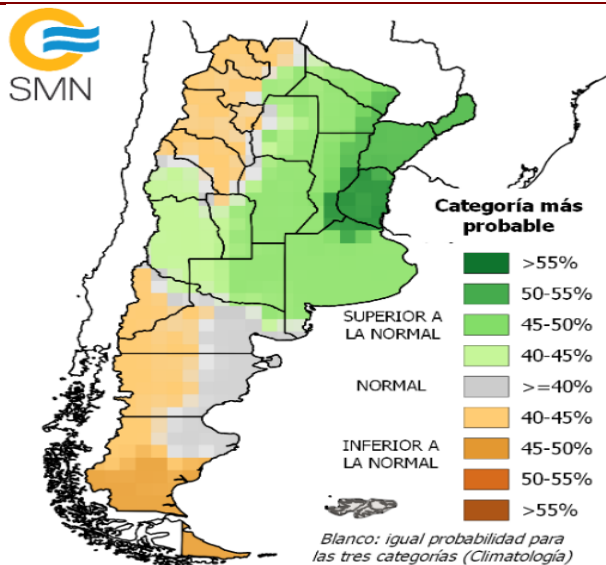
➤ 阿根廷

与巴西不同的是，今年阿根廷大豆播种非常顺利，推进速度也很快，根据布交所报告，截至 12 月 7 日，2023/24 年度阿根廷大豆播种进度为 51.7%，并且得益于良好的降水，98%已播种的大豆生长情况是一般至很好。根据阿根廷气象局预报，未来 3 个月阿根廷大豆各主产区降水优于正常的可能性均在 40%以上，温度正常，预计将有助于大豆的生长。

去年阿根廷大豆遭遇严重干旱，大幅减产至 2,100 万吨，今年在天气良好的条件下，预计将恢复性增产。根据布交所的预估，阿根廷 2023/24 年度大豆播种面积预计为 1,730 万公顷，上一年度为 1,620 万公顷，产量预计为 5,000 万吨，同比增加 2,900 万吨。罗萨里奥谷物交易所预计阿根廷

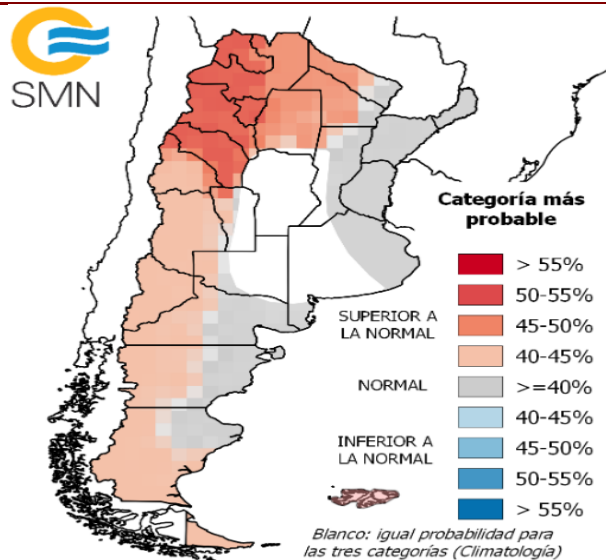
2023/24 年度大豆产量为 5,000 万吨，高于之前预估的 4,800 万吨。USDA 预估其产量为 4,800 万吨，同比增加 2,300 万吨。

图 10：阿根廷未来 3 个月降水异常值



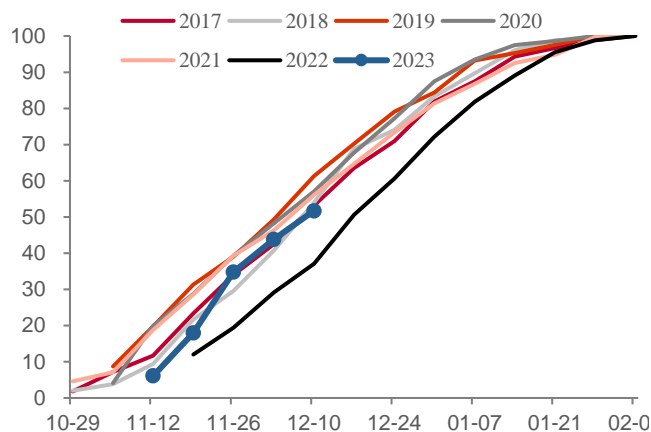
资料来源：阿根廷气象局、创元研究

图 11：阿根廷未来 3 个月温度异常值



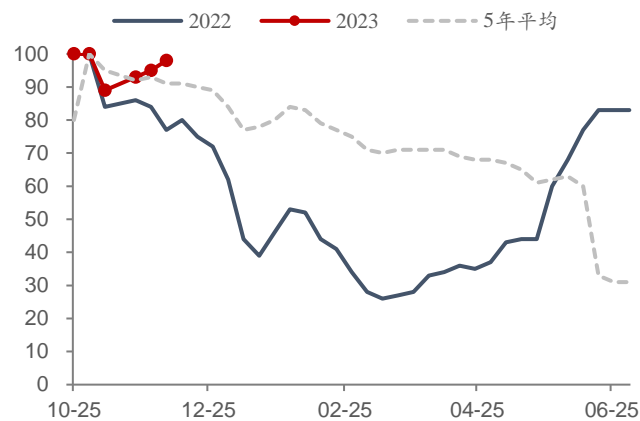
资料来源：阿根廷气象局、创元研究

图 12：阿根廷大豆播种进度（单位：%）



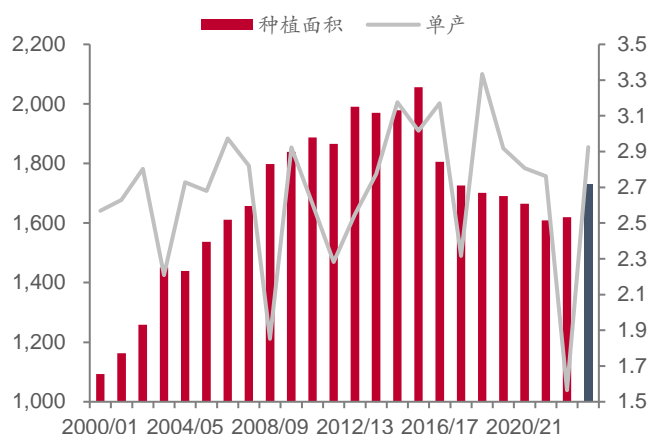
资料来源：布交所、创元研究

图 13：阿根廷大豆优良率（单位：%）



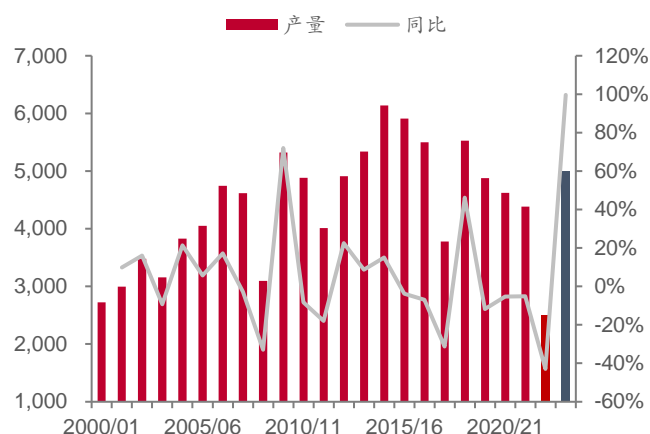
资料来源：布交所、创元研究

图 14：阿根廷大豆播种面积&单产（单位：万公顷&吨/公顷）



资料来源：阿根廷气象局、创元研究

图 15：阿根廷大豆产量（单位：万吨）



资料来源：阿根廷气象局、创元研究

综上，2023/24 年度全球大豆供应预计保持增加，美豆减产 300 万吨左右，从目前的气象预报来看，阿根廷大概率恢复性增产超 2700 万吨，而巴西大豆前期干旱可能导致产量受损，但若未来降雨持续改善，不排除依然能在 1.6 亿吨以上产量，因此，本年度全球大豆增产的大格局依旧。

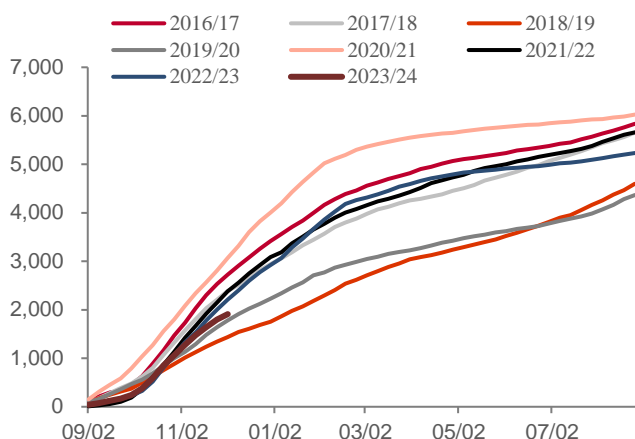
2.1.2 出口情况取决于产量

➤ 美国

美国大豆的市场年度从 9 月开始，11-1 月是出口高峰期，今年美国大豆出口进度偏慢，主要是因为上一年度巴西大豆丰产后大量出口，在新作美豆上市后，巴西大豆出口量依然很高，对美豆造成的卖压。11 月进博会中国大量采购美豆之后，美豆出口好转，但整体依然不及去年同期水平。

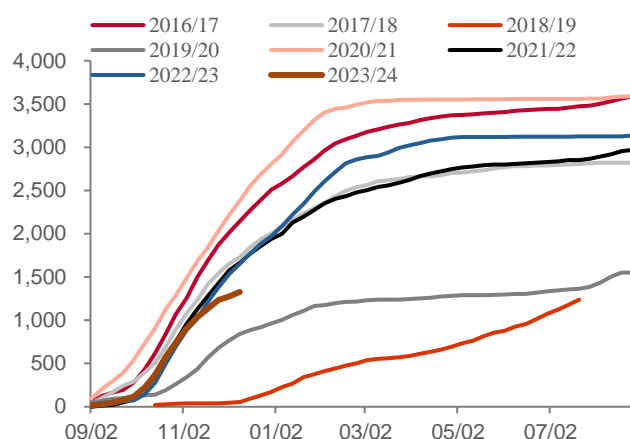
根据 USDA 数据预估，2023/24 年度美豆出口量将大幅下滑至 4,776 万吨，连续第四年下滑，出口量占产量的比重下滑至 42.49%。一是因国内压榨利润高、生柴需求旺盛，增加了国内大豆的压榨量；二是因预期明年巴西大豆出口仍将增加，而挤压其出口份额。

图 16：美豆出口检验累计（单位：万吨）



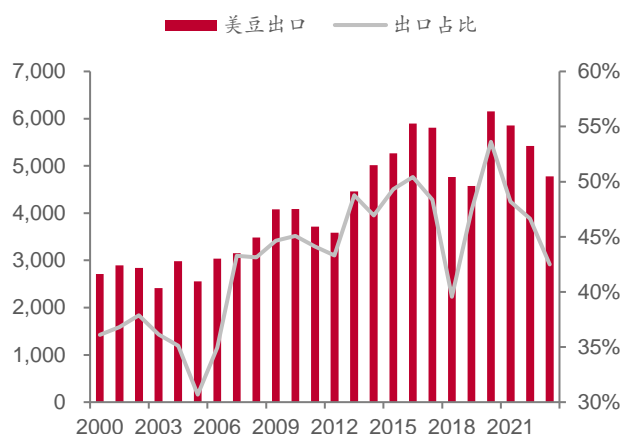
资料来源：USDA、Wind、创元研究

图 17：美豆对华出口检验累计（单位：万吨）



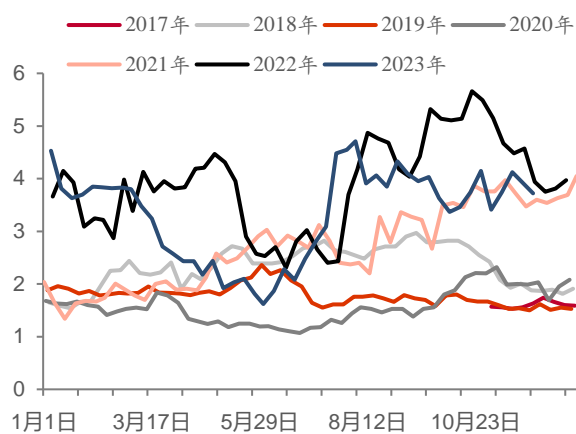
资料来源：USDA、Wind、创元研究

图 18：美豆出口量（单位：万吨）



资料来源：USDA、Wind、创元研究

图 19：美豆压榨利润（单位：美元/蒲式耳）

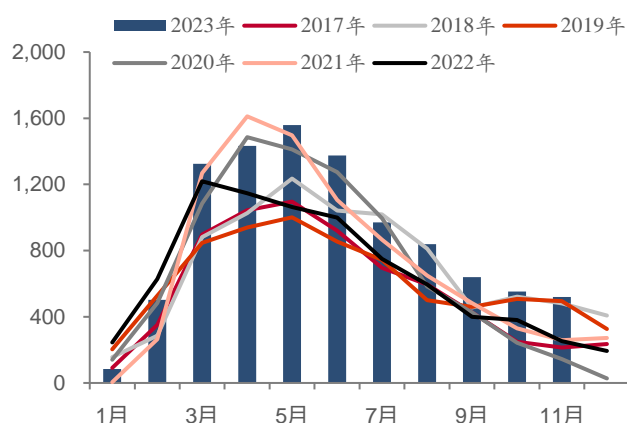


资料来源：USDA、Wind、创元研究

➤ 巴西

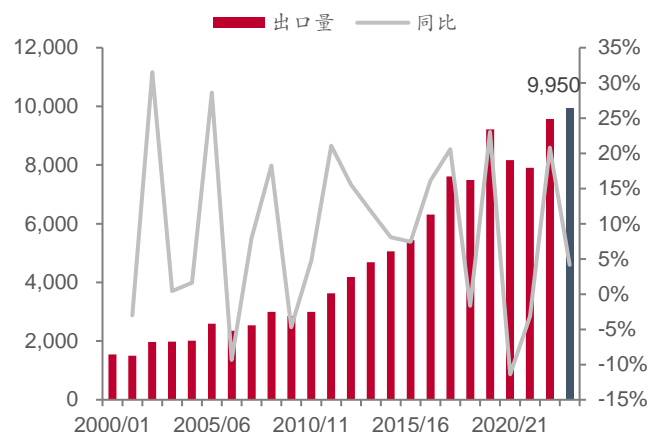
2022/23 年度巴西大豆丰产，出口量也随之大幅增加，根据巴西商贸部的数据，2023 年 1-11 月巴西大豆累计出口量为 9,798 万吨，ANEC 预估 12 月出口量为 345 万吨，那么 2023 年巴西大豆出口量预计高达 10,143 万吨，高于 USDA 预估的 9,551 万吨。目前大多数机构预估 2023/24 年度巴西大豆是增产的，据 USDA 数据，本年度巴西大豆出口预估为 9,950 万吨，ANEC 预估出口量将达到 1 亿吨。结合 2022/23 年度的产量和出口情况来看，不排除 2023/24 年度巴西大豆出口量继续创新高。

图 20：巴西大豆月度出口量（单位：万吨）



资料来源：巴西商贸部、创元研究

图 21：巴西大豆出口量（单位：万吨）



资料来源：USDA、Wind、创元研究

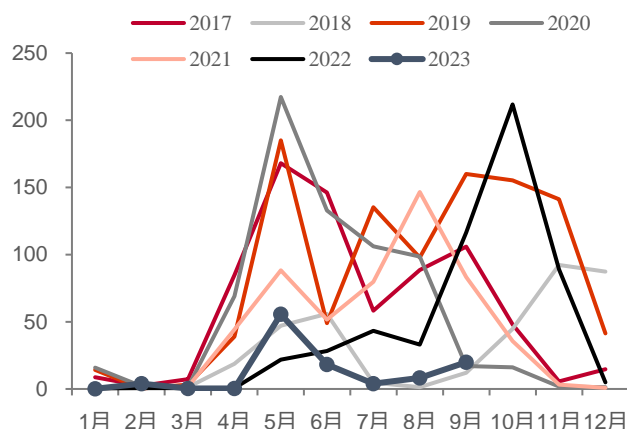
➤ 阿根廷

2022/23 年度阿根廷大豆大减产，导致出口量大幅下滑，根据阿根廷农业部的数据，今年 1-9 月，阿根廷大豆累计出口量仅为 111.2 万吨，创历史新低。原本阿根廷大豆出口量占其产量也只有 10% 左右，产量下滑更多影响的是其国内大豆压榨及豆油和豆粕的出口。虽然今年同样执行了两期“大豆美元政策”，但是在产量不足的情况下效果一般。

需要关注的是，当地时间 12 月 10 日，阿根廷新总统哈维尔·米莱宣誓就职。米莱主张美元取代阿根廷比索、结束货币管制、关闭央行以及大幅削减政府支出等。在大豆方面，米莱主张取消出口关税，可能导致大豆的扩种和出口增加。尽管米莱的团队已表示不会立即取消货币管制，并且似乎推迟了完全废除比索的计划，但是目前的官方汇率预计不可持续。

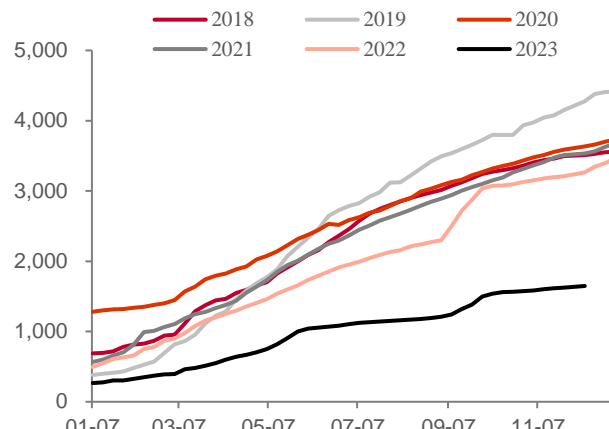
根据本年度阿根廷大豆产量丰产预估及米莱的经济主张，2023/24 年度阿根廷大豆出口量预计将大幅增加。

图 22：阿根廷大豆出口量（单位：万吨）



资料来源：阿根廷农业部、创元研究

图 23：阿根廷大豆销售（单位：万吨）



资料来源：阿根廷农业部、我的农产品、创元研究

2.2 棕榈油：减产幅度料有限

2.2.1 厄尔尼诺对棕榈油产量的影响

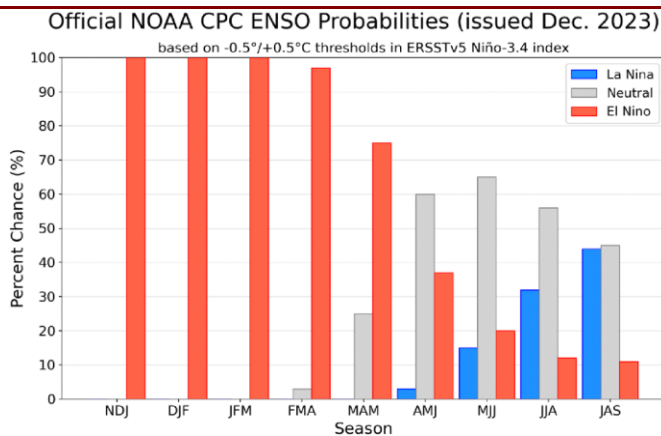
今年 6 月 NOAA 的 ENSO 展望报告确认了厄尔尼诺现象已经存在，根据 12 月的 ENSO 展望，预计厄尔尼诺现象将持续整个北半球的春季。东南亚地区受到厄尔尼诺的影响，会出现高温干旱的情况，而油棕树是喜好高温多雨的热带植物，因此，厄尔尼诺造成的干旱常常会对棕榈油造成减产的影响。

根据油棕的生长特性，油棕花一般经历四个阶段，分别为花的授粉期、性别决定期、开花期和收获期。其中，性别决定期环境变化对产量的影响最为重要，油棕花序发育和性别分化过程决定能否形成优质雌、雄花序和果实，这是获得高产优质棕榈油的前提条件。油棕花序为雌雄同株异序，若在生长过程中遭遇干旱，将会影响雌雄开花比例（雄花增加、雌花减少），从而影响油棕的单产。另一方面，水分亏缺还可能导致花败育，从而导致果串数量的减少，最终影响产量。一般来说，性别决定期开始于棕榈果收获前 29 个月，若发生花败育，则发生在收获前 9-10 个月，之后再经过 4-6 月的开花期便可收获。因此，遭遇干旱后，棕榈油的减产一般有十个月以上的滞后期。

根据油棕的生长特性和对近几年厄尔尼诺的简单复盘，我们发现，厄尔尼诺对棕榈油的减产效果一般滞后 10-15 个月才会显现，减产程度与厄尔尼诺强度有关，减产幅度通常在 10% 以上；而盘面对此的反映一般出现在两个时间点，一是厄尔尼诺正式确认的时间，该时间段棕榈油盘面的涨幅较

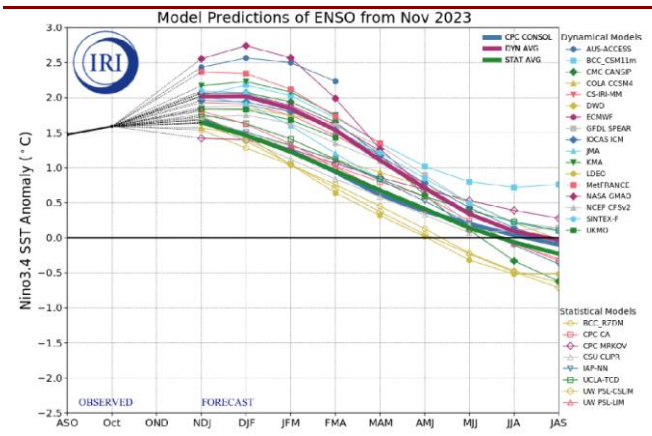
小，更多的是受到情绪面的推动；二是棕榈油减产正式确认的前后，而影响盘面价格上涨幅度的因素则更加多元，包括宏观环境、进出口政策、替代品价格波动、生物柴油政策等。因此，本次厄尔尼诺若造成棕榈油的减产，那么预计将在明年二季度显现。

图 24： ENSO 预测（单位：%）



资料来源：NOAA、创元研究

图 25： 厄尔尼诺预测模型



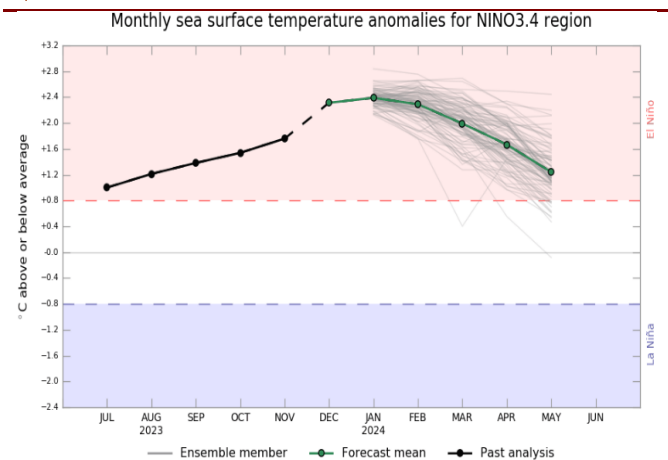
资料来源：NOAA、创元研究

图 26： ENSO 预测（单位：°C）

Target	≤ -2.0°C	≤ -1.5°C	≤ -1.0°C	≤ -0.5°C	≥ 0.5°C	≥ 1.0°C	≥ 1.5°C	≥ 2.0°C
NDJ	-0	-0	-0	-0	-100	-100	-100	54
DJF	-0	-0	-0	-0	-100	-100	87	27
JFM	-0	-0	-0	-0	-100	95	55	9
FMA	-0	-0	-0	-0	97	67	17	1
MAM	-0	-0	-0	-0	75	25	2	-0
AMJ	-0	-0	-0	3	37	6	-0	-0
MJJ	-0	-0	2	15	20	3	-0	-0
JJA	-0	1	9	32	12	2	-0	-0
JAS	1	4	18	44	11	2	-0	-0
	≤ -2.0°C	≤ -1.5°C	≤ -1.0°C	≤ -0.5°C	≥ 0.5°C	≥ 1.0°C	≥ 1.5°C	≥ 2.0°C

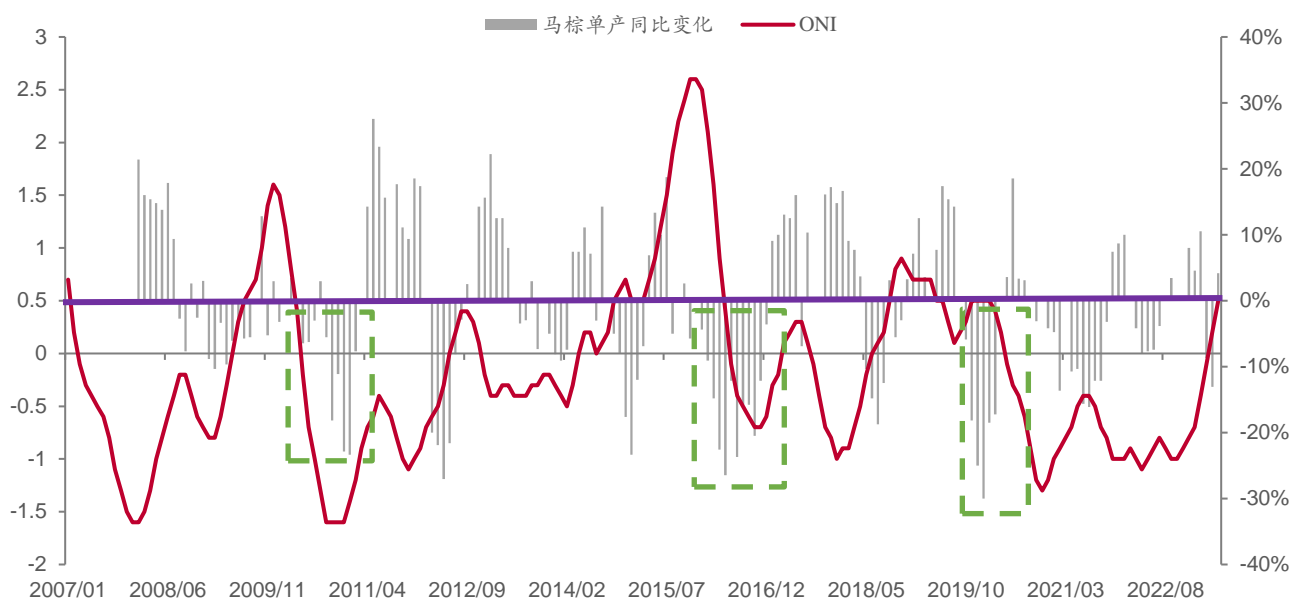
资料来源：NOAA、创元研究

图 27： Nino3.4 模型预测



资料来源：澳大利亚气象局、创元研究

图 28：马来西亚棕榈油单产滞后情况（吨/公顷）



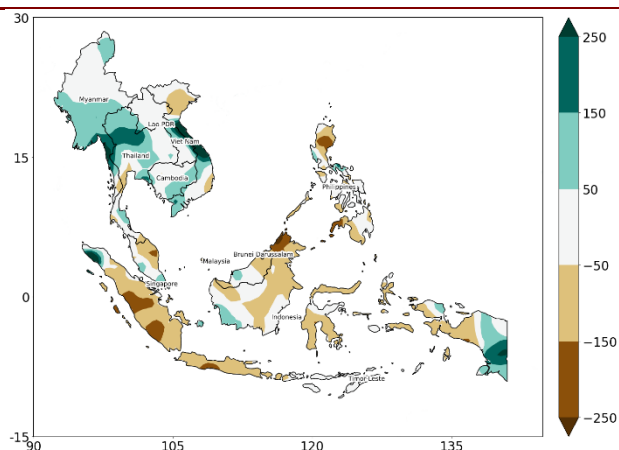
资料来源：MPOB、创元研究

据 NOAA 监测，马来西亚 6-9 月降雨正常，10 月干旱较为严重，但 11 月有所好转，未来一周干旱卷土重来，但第二周即恢复正常。从降雨数据来看，今年沙巴州 10 月降水低于均值约 100 毫米，沙撈越 10 月降雨同样低于正常水平，但幅度较小。沙巴州棕榈油产量占比约 25%，沙撈越约 21%。若仅仅是一个月的干旱，对棕榈油产量的影响可能较小。

印尼相较马来西亚干旱严重一些并且持续时间较长，9-11 月连续干旱，最大产区廖内 9-10 月降水量均低于正常水平 100 毫米左右；中加里曼丹 8-11 月降雨量均低于正常水平，干旱情况较为严重。

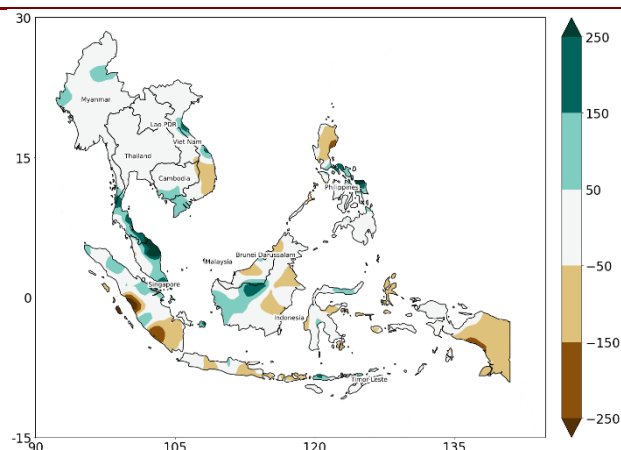
根据过去的降水情况来看，马来西亚产区受干旱影响较小，但印尼产区影响较大，预计产量将会受损，但仍需关注未来的降水情况。

图 29：10 月东南亚降水异常（单位：mm）



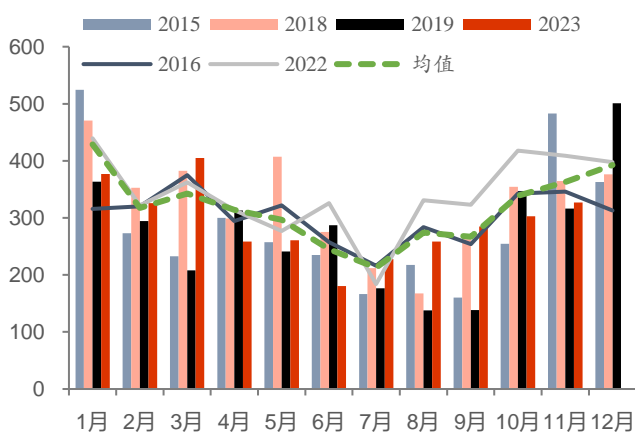
资料来源：NOAA、创元研究

图 30：11 月东南亚降水异常（单位：mm）



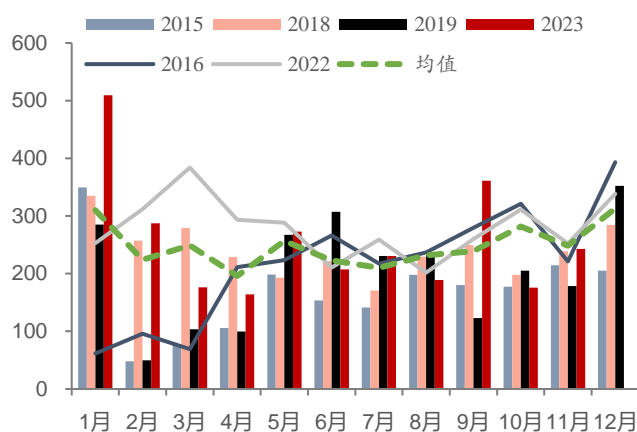
资料来源：NOAA、创元研究

图 31：沙捞越降雨量（单位：mm）



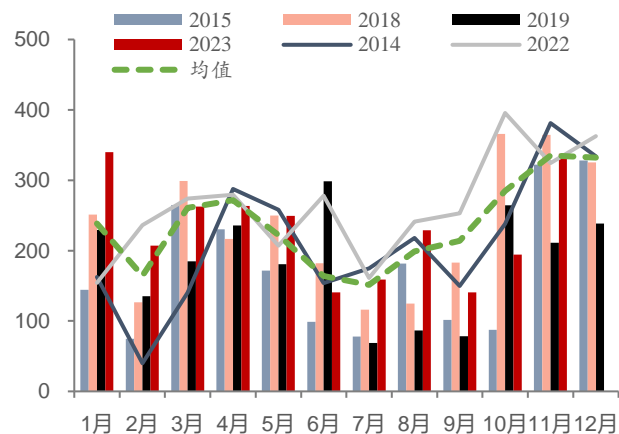
资料来源：USGS、创元研究

图 32：沙巴降雨量（单位：mm）



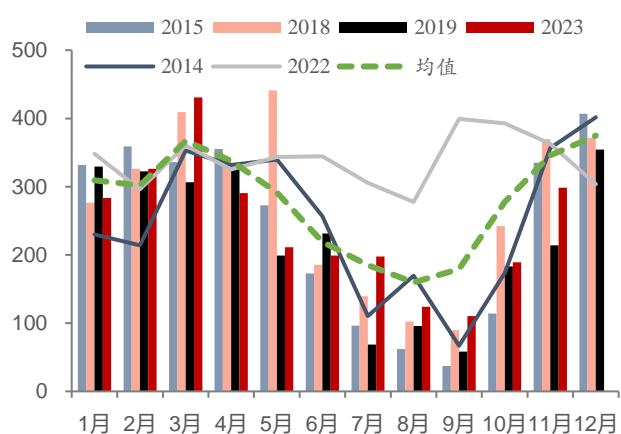
资料来源：USGS、创元研究

图 33：廖内降雨量（单位：mm）



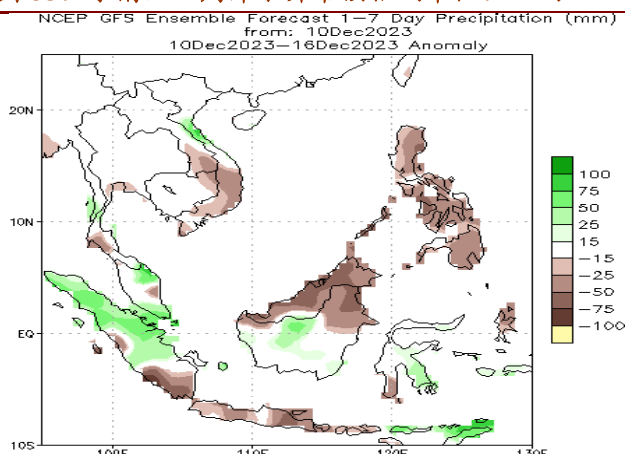
资料来源：USGS、创元研究

图 34：中加里曼丹降雨量（单位：mm）



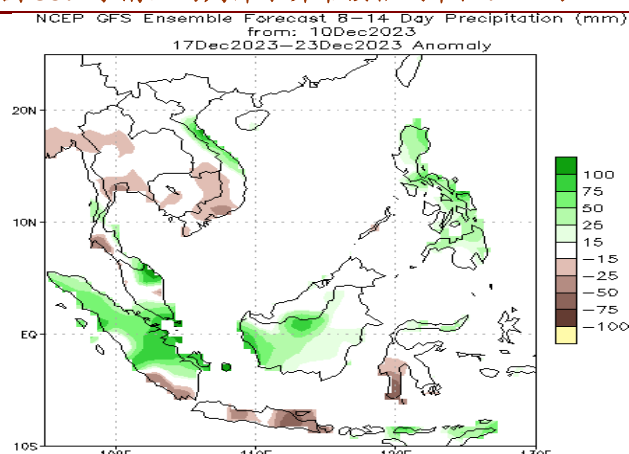
资料来源：USGS、创元研究

图 35：东南亚一周降水异常预估（单位：mm）



资料来源：NOAA、创元研究

图 36：东南亚两周降水异常预估（单位：mm）



资料来源：NOAA、创元研究

2.2.2 马来西亚预计小幅增产

➤ 产量预计微增

据 MPOB 数据，2023 年 1-11 月马来西亚棕榈油产量为 1,700.12 万吨，目前处于棕榈油减产季，预计 12 月产量继续下滑至 160 万吨左右，那么 2023 年马来西亚棕榈油产量预计为 1,860 万吨，同比小幅增加约 15 万吨。马来西亚劳工短缺问题有一定程度的改善，外籍劳工人数增加，使养护和采收效率提高，棕榈油产量得以恢复，但是树龄老化的问题并没有解决，产量增幅有限。

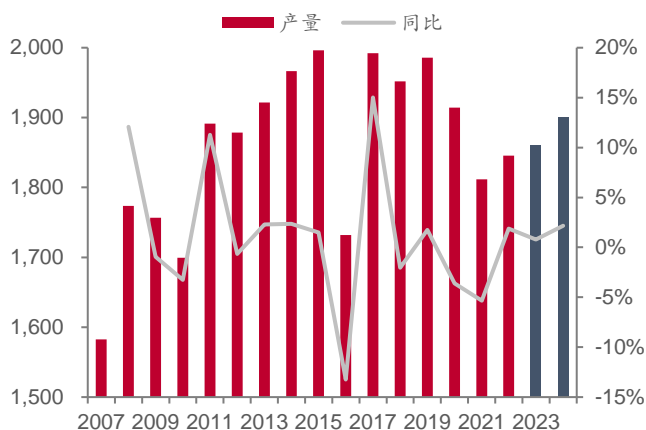
据上文，本次厄尔尼诺预计对马来西亚棕榈油产量影响较小，随着劳工问题的持续改善，据 USDA 数据，预计 2024 年马来西亚棕榈油产量小幅增加至 1,900 万吨。

➤ 出口不佳，库存高企

根据 MPOB 数据，马来西亚 2023 年棕榈油出口量预计为 1,520 万吨，低于去年的 1,571.2 万吨，出口量持续下滑。2024 年，在马来西亚产量增加和印尼大幅减产的预期下，马来西亚的出口的预计也将小幅增加。

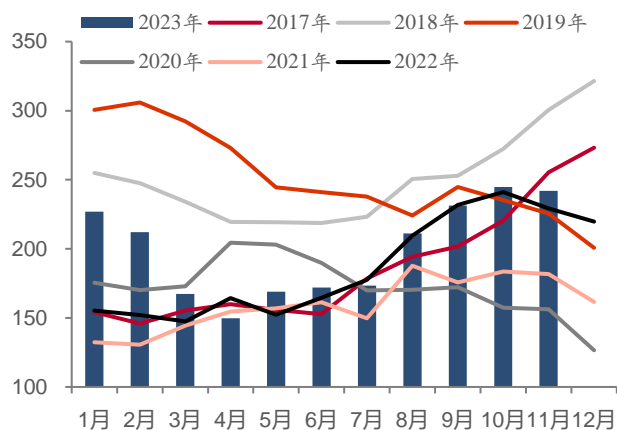
库存方面，11 月马来西亚棕榈油库存目前为 242 万吨，处于偏高的水平，在今年增产加上出口下滑的前提下，库存还能保持在 250 万吨以下，是因为从 9 月起马来西亚国内消费已经连续 3 个月创出同期新高。有传闻明年马来西亚将取消小包装油的补贴，贸易商有提前囤货的行为，造成了消费量的上升，但未被证实。随着产量的下滑，预计马来西亚棕榈油库存将从高位缓慢回落。

图 37：马来西亚棕榈油产量（单位：万吨）



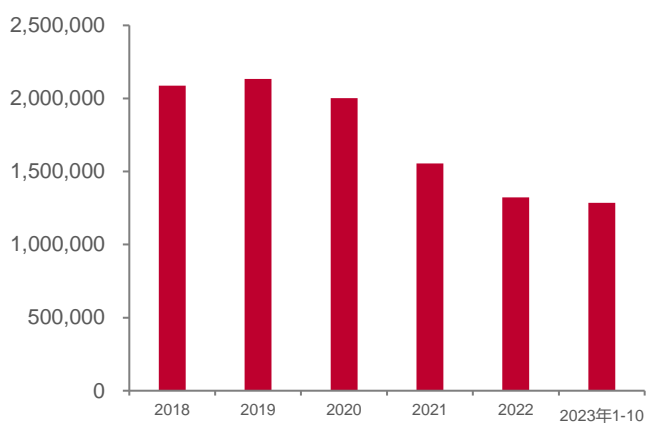
资料来源：MPOB、我的农产品、创元研究

图 38：马来西亚棕榈油库存（单位：万吨）



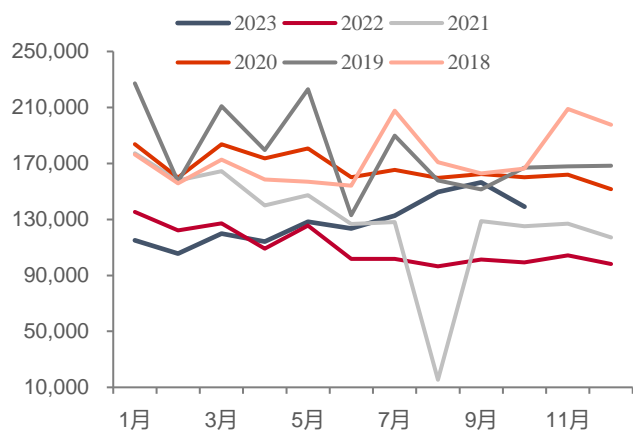
资料来源：MPOB、Wind、创元研究

图 39：马来西亚外劳临时工作证（PLKS）申请数



资料来源：马来西亚移民局、创元研究

图 40：马来西亚外劳临时工作证（PLKS）月度申请



资料来源：马来西亚移民局、创元研究

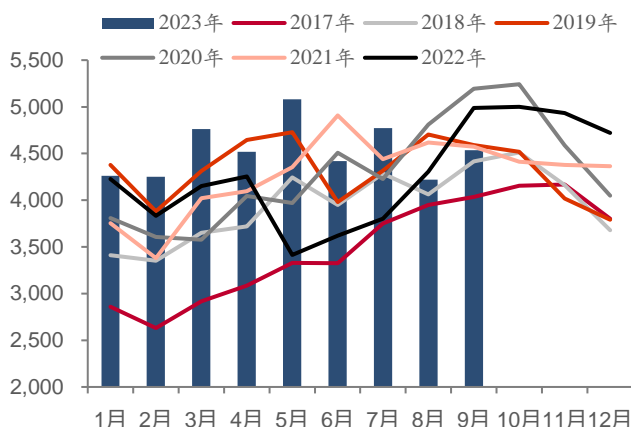
2.2.3 印尼明年二季度起预计减产

➤ 产量

今年印尼棕榈油恢复性增产，印尼棕榈油协会的月度供需报告滞后一个月公布，截至 9 月，2023 年印尼棕榈油累计产量为 4,082.1 万吨，预计全年产量将达到 5,300 万吨，高于去年的 5,124.8 万吨。

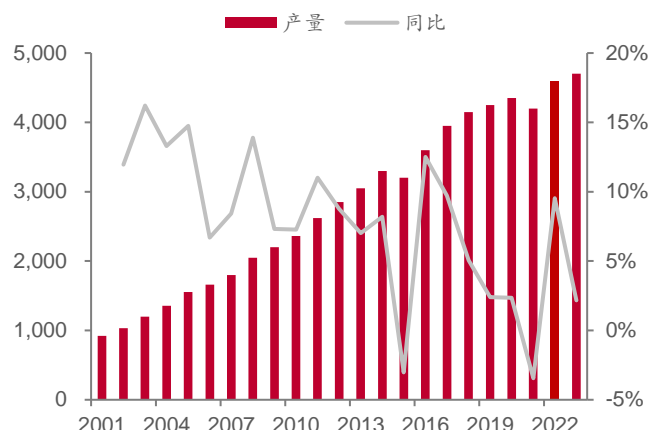
印尼棕榈油协会预计 2024 年棕榈油产量为 5,100-5,300 万吨，减产 100-200 万吨；USDA 预估印尼 2022/23 年度棕榈油产量为 4,600 万吨，2023/24 年度增加 100 万吨至 4,700 万吨；某商业机构预测印尼明年产量约为 5000 万吨，减产 300 万吨。不同机构统计口径不同，并且厄尔尼诺导致的干旱对减产幅度仍存不确定性，各机构对明年产量预估存在分歧。

图 41：印尼棕榈油产量（单位：千吨）



资料来源：Gapki、创元研究

图 42：印尼棕榈油产量预估（单位：万吨）



资料来源：USDA、Wind、创元研究

➤ 出口恢复正常

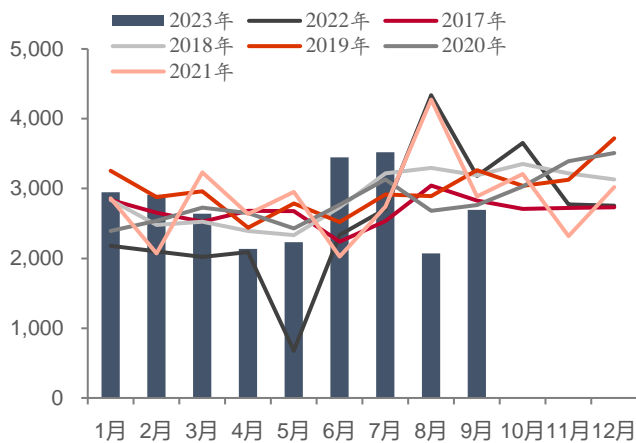
去年印尼棕榈油出口政策的频繁变动造成了国际棕榈油价格的飙升，今年印尼的出口政策虽然仍然有调整，但已经对全球棕榈油供应影响甚微，出口量也回复正常。

今年5月1日起印尼DMO政策从45万吨下降至30万吨，出口配额从1:6调整至1:4（散油1:4，精装1:9），并且之前冻结的300多万吨配额将在未来9个月内逐渐释放。根据最新的政策，印尼每月出口配额将达到的300万吨，而印尼通常月均出口量在280万吨左右，因此政策调整的影响有限。11月印尼贸易部表示，2024年将继续实施1:4的出口销售配额，以保持食用油价格稳定。

出口关税方面，印尼每两周调整一次出口参考价，印尼将12月1-15日毛棕榈油出口参考价上调至每吨795.14美元。出口税和出口专项税分别上调至33美元/吨和85美元/吨。

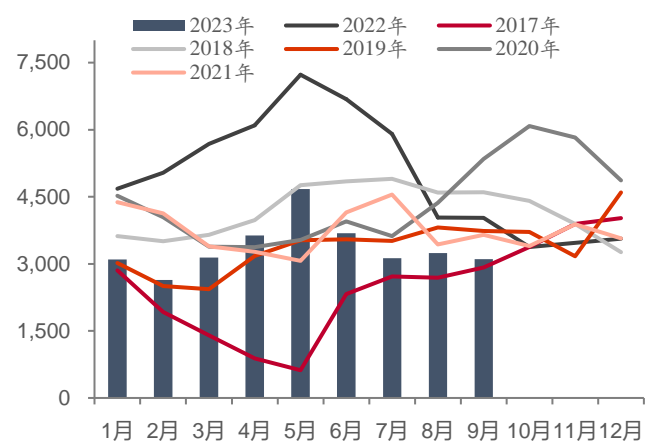
根据印尼棕榈油协会数据，2023年1-9月印尼棕榈油累计出口量为2,460万吨，预计2023年全年出口量将达到3,380万吨左右，同比增加约300万吨。库存方面，截至9月，印尼棕榈油库存为310.3万吨，处于偏低水平，暂时没有库存压力。

图 43: 印尼棕榈油出口量 (单位: 千吨)



资料来源: Gapki、创元研究

图 44: 印尼棕榈油库存 (单位: 千吨)



资料来源: Gapki、创元研究

表 2: 印尼毛棕榈油出口税收变动 (美元/吨)

日期	参考价	tax	levy	合计	合计变动
1月 1-15 日	858.96	52	90	142	0
1月 16-31 日	920.57	74	95	169	27
2月 1-15 日	879.31	52	90	142	-27
2月 16-28 日	880.03	74	95	169	27
3月 1-15 日	889.77	74	95	169	0
3月 16-31 日	911.41	74	95	169	0
4月 1-15 日	898.29	74	95	169	0
4月 16-30 日	932.69	124	100	224	55
5月 1-15 日	955.53	124	100	224	0
5月 16-31 日	893.23	74	95	169	-55
6月 1-15 日	811.68	33	85	118	-51
6月 16-30 日	723.45	3	65	68	-50
7月 1-15 日	747.23	18	75	93	25
7月 16-31 日	791.02	33	85	118	25
8月 1-15 日	826.48	33	85	118	0
8月 16-31 日	820.35	33	85	118	0
9月 1-15 日	805.2	33	85	118	0
9月 16-30 日	798.83	33	85	118	0
10月 1-15 日	827.37	33	85	118	0
10月 16-31 日	740.67	18	75	93	-25
11月 1-15 日	748.93	18	75	93	0
11月 16-30 日	750.54	18	75	93	0
12月 1-15 日	795.14	33	85	118	25

备注: tax&levy 起征点: 680 美元/吨

资料来源: 创元研究

2.3 菜籽油：全球油菜籽减产不及预期

根据 USDA 数据，2023/24 年度全球油菜籽产量预计为 8,698 万吨，同比减产 184 万吨，主要减量来自澳大利亚，同比减产 277.3 万吨，而欧盟和加拿大产量均小幅增加。加拿大和澳大利亚油菜籽产量是本年度的关注重点，最初预计两国将因干旱而大量减产，但随着天气改善，产量逐渐被调高。

表 3：全球油菜籽产量（单位：万吨）

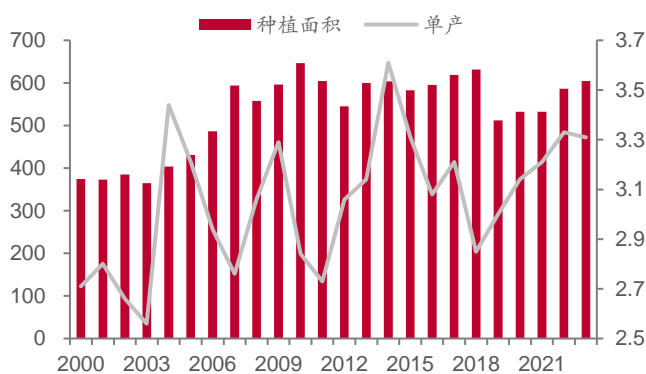
年度	欧盟	加拿大	中国	印度	澳大利亚	乌克兰	俄罗斯	美国	全球
2015/16	2,199.70	1,837.70	1,385.90	592.00	277.50	174.40	100.10	130.50	6,874.00
2016/17	1,876.30	1,959.90	1,312.80	662.00	431.30	125.00	99.70	140.50	6,949.00
2017/18	2,001.70	2,145.80	1,327.40	710.00	389.30	221.70	149.70	139.40	7,528.00
2018/19	1,804.80	2,072.40	1,328.10	750.00	236.60	285.00	198.90	164.40	7,338.00
2019/20	1,525.20	1,991.20	1,348.50	740.00	229.90	346.50	204.00	155.30	7,032.00
2020/21	1,673.20	1,948.50	1,404.90	860.00	475.60	275.00	256.70	157.50	7,472.00
2021/22	1,738.90	1,424.80	1,471.40	1,110.00	682.00	301.50	277.50	124.40	7,579.00
2022/23	1,962.00	1,869.50	1,553.10	1,130.00	827.30	350.00	430.00	174.20	8,882.00
2023/24	2,010.00	1,880.00	1,540.00	1,170.00	550.00	430.00	400.00	183.10	8,698.00
同比	48.00	10.50	-13.10	40.00	-277.30	80.00	-30.00	8.90	-184.00

资料来源：USDA、Wind、创元研究

➤ 欧盟

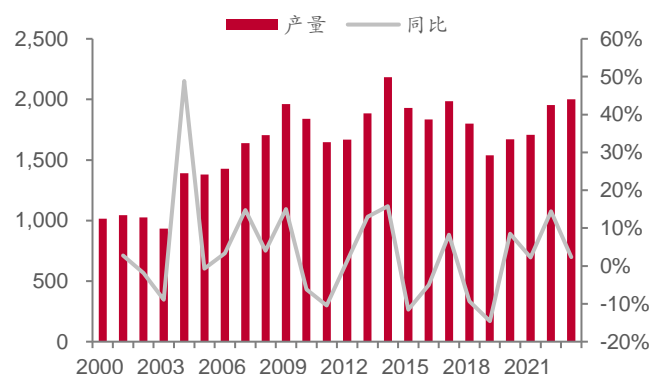
本年度欧盟继续扩种油菜籽，据欧盟统计局数据，播种面积达到 604.53 万公顷，单产为 3.31 吨/公顷，产量增加近 50 万吨至 2,000 万吨。

图 45：欧盟油菜籽播种面积&单产（单位：万公顷&吨/公顷）



资料来源：欧盟统计局、创元研究

图 46：欧盟油菜籽产量（单位：万吨）



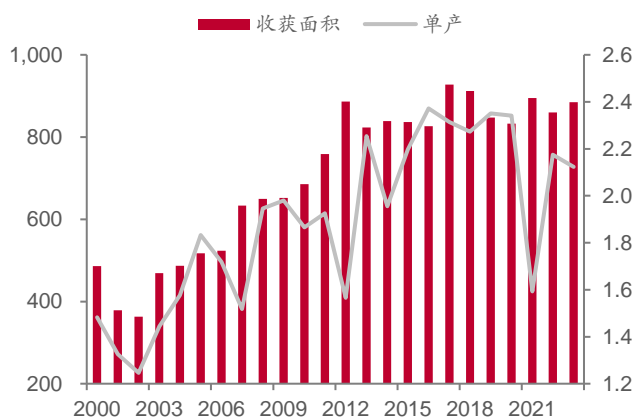
资料来源：欧盟统计局、创元研究

➤ 加拿大

与 USDA 预估不同，加拿大统计局预计油菜籽产量下滑 36.6 万吨至 1,832.8 万吨，较上一次预估的 1740 万吨上调超 90 万吨。虽然各机构预估数据不同，但都较最初预估进行了上调。

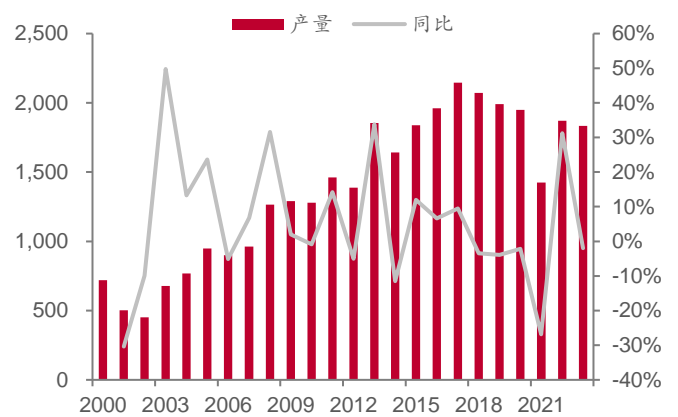
本年度加拿大油菜籽播种面积同比增加 3.21% 至 893.61 万公顷，收获面积达 884.4 万公顷，但是扩种被单产下滑所抵消，导致产量下滑。今年 6 月油菜籽主产区遭遇干旱，预计将影响产量，各机构纷纷下调加拿大油菜籽产量预估，但是在夏末天气得到改善，提升了油菜籽的单产，产量又重新被上调。

图 47：加拿大菜籽播种面积&单产（单位：万公顷&吨/公顷）



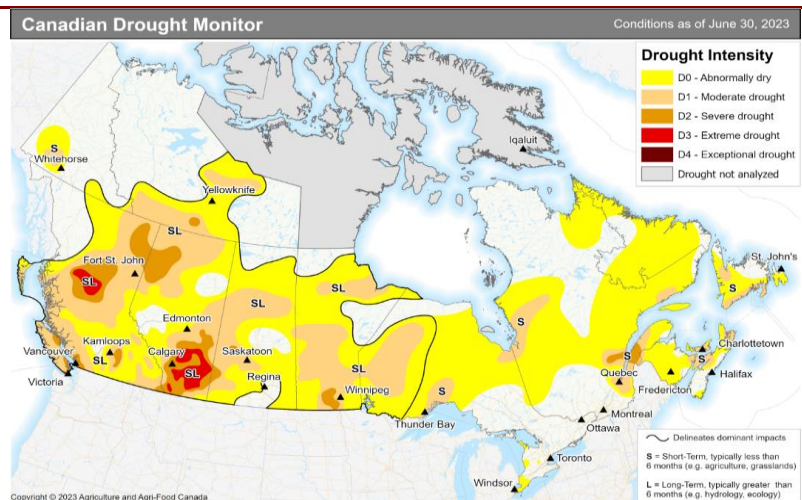
资料来源：加拿大统计局、创元研究

图 48：加拿大油菜籽产量（单位：万吨）



资料来源：加拿大统计局、创元研究

图 49：加拿大 6 月末干旱监测



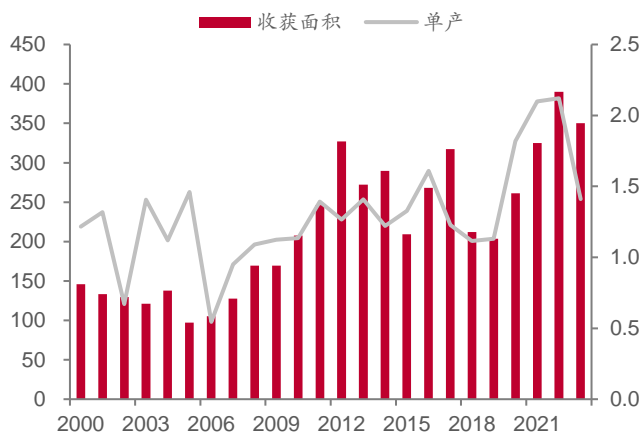
资料来源：加拿大农业部、创元研究

➤ 澳大利亚

今年6月起澳大利亚同时遭遇了厄尔尼诺和印度洋正偶极子。通常情况下，厄尔尼诺会导致澳大利亚东部地区异常偏干，而印度洋正偶极子会导致澳大利亚西部异常偏干，当厄尔尼诺和印度洋正偶极子同时发生时，澳大利亚东西两边都将面临干旱的影响，而干旱便导致了油菜籽产量的下滑。

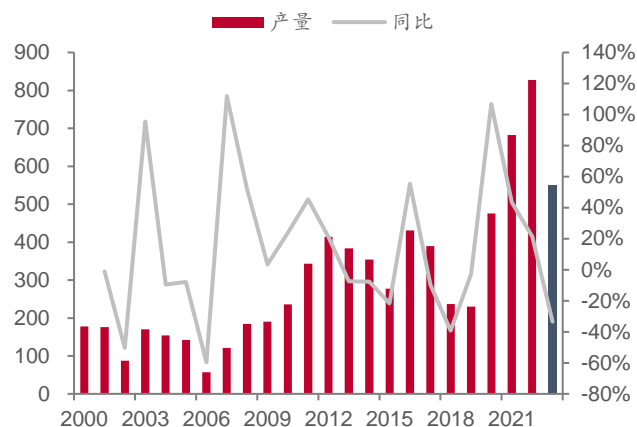
根据澳大利亚农业部的数据，2023/24 年度澳大利亚油菜籽收获面积同比下滑 10.26% 至 350 万公顷，产量同比减少 277.3 万吨至 550 万吨，而在 7 月这一产量预估还在 490 万吨，随着天气的改善，产量被逐渐调高，与加拿大一样，澳大利亚油菜籽的减产不及最开始的预期。

图 50：澳大利亚油菜籽播种面积&单产（单位：万公顷&吨/公顷）



资料来源：澳大利亚农业部、创元研究

图 51：澳大利亚油菜籽产量（单位：万吨）



资料来源：澳大利亚农业部、创元研究

2.4 全球植物油供应汇总

据 USDA 数据，20223/24 年度全球九大植物油产量预计为 2.236 亿吨，同比增产 639 万吨，增幅 2.94%。具体品种来看，2023/24 年度全球九大植物油产量是均是增产预期。其中，豆油增产最多，在南美大豆丰产预期下，豆油产量预计增加 290 万吨；其次是棕榈油，但棕榈油产量还需要天气的配合才能印证；虽然菜籽产量减产，但压榨量上升，使菜籽油产量同样小幅增加；另外，葵花籽油增产 45 万吨。

综上，2023/24 年度油脂供应大幅增加，保持宽松格局。

表 4：全球植物油产量汇总（单位：万吨）

品种	国家	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	同比
棕榈油	全球	5,892	6,525	7,064	7,417	7,311	7,328	7,296	7,756	7,946	190
	印尼	3,200	3,600	3,950	4,150	4,250	4,350	4,200	4,600	4,700	100
	马来西亚	1,770	1,886	1,968	2,080	1,926	1,785	1,815	1,839	1,900	61
豆油	全球	5,162	5,372	5,513	5,598	5,832	5,916	5,927	5,903	6,193	290
	美国	996	1,004	1,078	1,098	1,130	1,135	1,186	1,190	1,226	36
	中国	1,457	1,577	1,613	1,523	1,640	1,667	1,575	1,702	1,756	54
	阿根廷	843	840	724	804	768	793	766	599	681	82
	巴西	766	776	849	818	885	899	976	1,023	1,073	50
菜籽油	全球	2,734	2,754	2,813	2,798	2,833	2,937	2,924	3,284	3,320	36
	欧盟	1,016	936	925	900	886	937	916	1,012	1,025	13
	中国	683	655	675	643	604	624	644	729	729	0
	加拿大	362	402	414	405	443	453	357	415	429	14
	印度	190	217	236	262	266	289	371	384	388	4
花生油	全球	543	569	589	583	618	637	644	629	634	5
葵花籽油	全球	1,540	1,822	1,858	1,962	2,115	1,897	1,966	2,160	2,205	45
棉籽油	全球	425	438	512	493	502	488	485	491	494	3
椰子油	全球	334	341	358	379	361	358	373	371	376	5
橄榄油	全球	313	249	329	316	315	293	331	249	289	40
棕榈仁油	全球	718	764	823	858	851	843	836	879	903	24
全球植物油合计		17,654	18,838	19,872	20,413	20,761	20,711	20,783	21,721	22,360	639

资料来源：USDA、Wind、创元研究

三、全球油脂需求展望：持续恢复

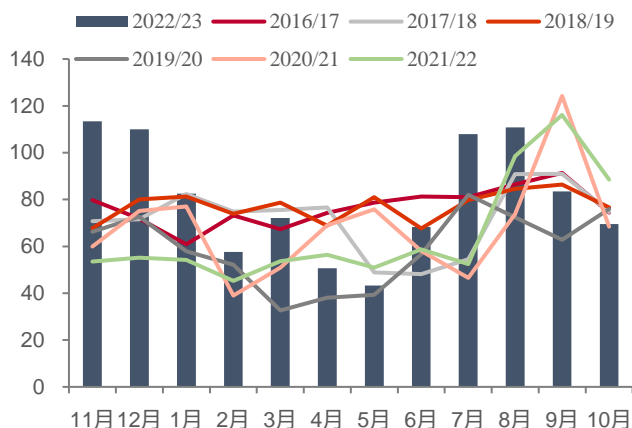
3.1 印度植物油需求增加空间有限

➤ 进口

据印度炼油协会，2022/23 年度（11 月到次年 10 月）印度食用油进口量大幅增加，达到创纪录的 1,647 万吨，同比增加 244 万吨，增幅 17.4%，远高于 2015/16 年度的前纪录 1,510 万吨。进口量激增的主要原因是植物油价格高位回落之后增加了贸易商的购买积极性。分品种看，棕榈油进口量大幅增加 186 万吨至 969.5 万吨，其中毛棕榈油增加 159.4 万吨至 758.8 万吨，精炼棕榈油进口增加 26.6 万吨至 210.7 万吨；豆油进口量减少 49.5 万吨至 367.6 万吨；葵花籽油进口量增加 105.7 万吨至 300 万吨，葵油今年供应恢

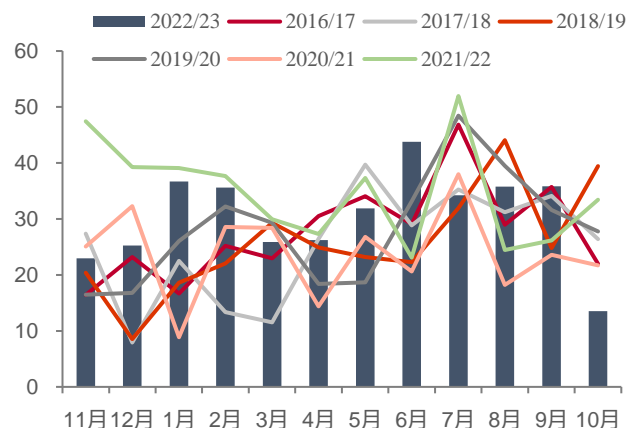
复后价格回落，刺激了印度的购买。

图 52：印度棕榈油进口量（单位：万吨）



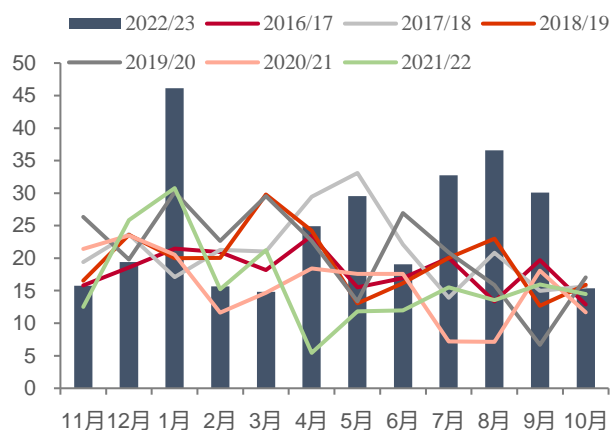
资料来源：SEA、我的农产品、创元研究

图 53：印度豆油进口量（单位：万吨）



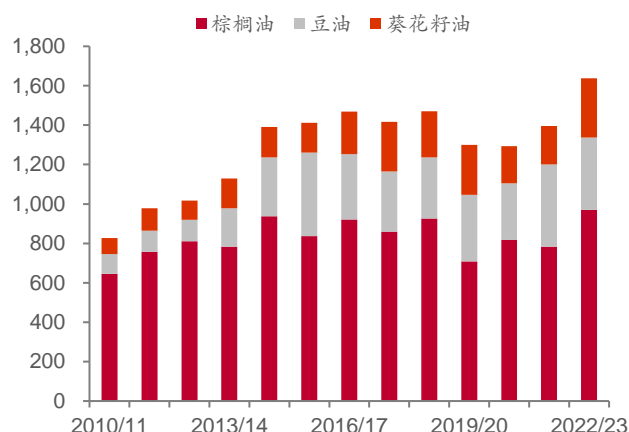
资料来源：SEA、我的农产品、创元研究

图 54：印度葵花籽油进口量（单位：万吨）



资料来源：SEA、我的农产品、创元研究

图 55：印度三大植物油进口量合计（单位：万吨）



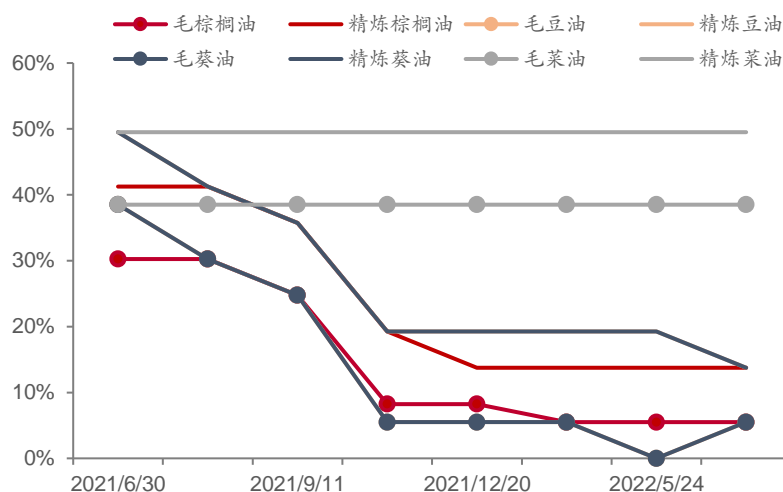
资料来源：SEA、我的农产品、创元研究

➤ 关税

根据印度的进口政策，原计划毛豆油和毛葵油在 2024 年 3 月之前分别有每年 200 万吨的免税进口额度，但是已经分别于今年 1 月和 3 月宣布停止，即 2023 年 4 月起，毛豆油和毛葵油不再享有免税进口配额，恢复 5.5% 的进口关税。另外，原定于 2022 年 12 月 31 日结束的低关税进口精炼棕榈油政策被延长持续至今，并且在今年 6 月 15 日印度政府将精炼豆油和精炼葵油的进口关税也下调至 12.5%，有效税率 13.75%，与精炼棕榈油进口关税保持一致。目前印度毛油和精炼植物油的进口关税有效税率仅相差了 8.25 个百分点，使精炼植物油进口量增加，严重影响了国内炼油行业，不排除

明年在进口关税方面再做进一步调整，届时可能影响植物油的进口量。

图 56：印度植物油进口关税调整

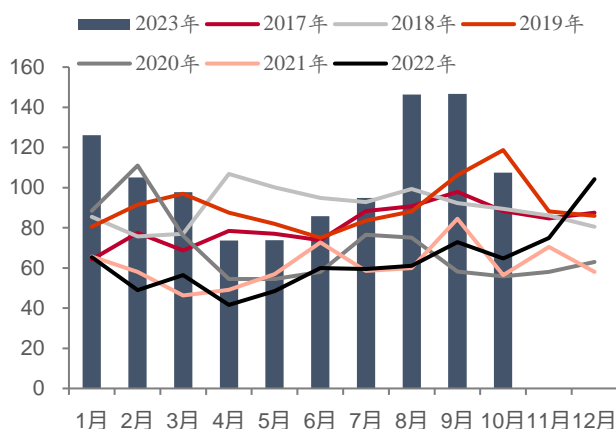


资料来源：SEA、创元研究

➤ 库存

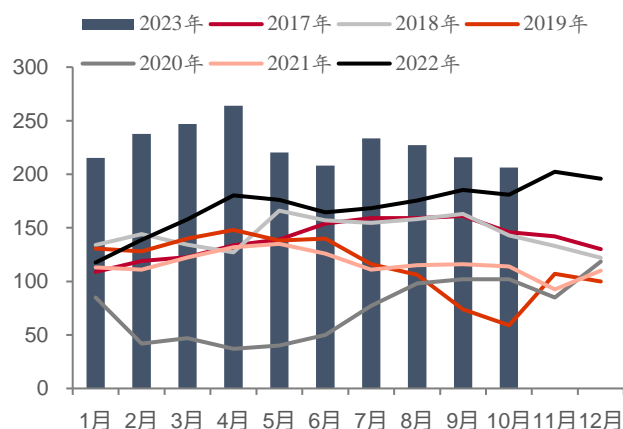
据印度炼油协会，截至 2023 年 11 月 1 日，各港口的食用油库存量初步估计为 107.5 万吨，其中毛棕榈油 32.3 万吨，精炼棕榈油 16.8 万吨，豆油 33.7 万吨，葵花籽油 24.7 万吨；另外，渠道库存为 206.4 万吨；印度植物油库存合计达 313.9 万吨。由于 2023 年 9 月和 10 月进口量减少，印度食用油库存从高位小幅回落，但是仍处于历史同期的高位，库存压力较大。

图 57：印度植物油港口库存（单位：万吨）



资料来源：SEA、创元研究

图 58：印度植物油渠道库存（单位：万吨）



资料来源：SEA、创元研究

从印度国内消费来看，2022/23 年度豆棕葵三油的消费同比增加 16.6%至 1,578 万吨，因今年植物油价格从高位回落，印度增加了植物油的进口，消费也在疫情结束之后相应增加。但在高库存的情况下，预计 2023/24 年度植物油进口量将下滑，消费增幅空间有限，库存将缓慢回落。

3.2 中国油脂需求缓慢增加

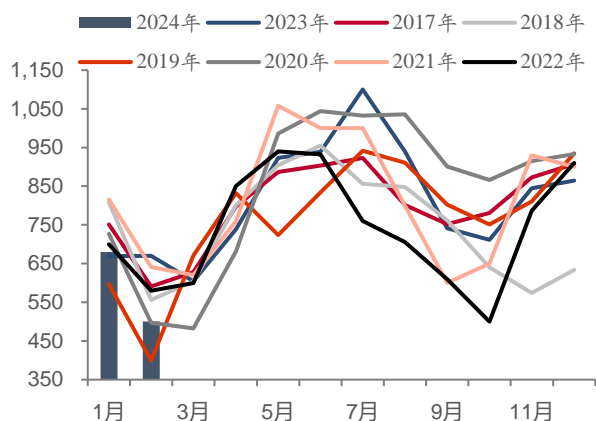
3.2.1 中国油籽进口及压榨

➤ 大豆

根据 USDA 预估，2022/23 年度，我国大豆进口为 1.0085 亿吨，同比增加 1,035 万吨，增幅 11.44%。根据中国海关总署数据，中国 11 月大豆进口量为 792 万吨，环比增 53.49%，同比增加 7.76%。2023 年 1 至 11 月大豆进口累计 8,962.5 万吨，同比增长 13.3%，其中包括海关向下修正进口量 226 万吨。12 月大豆到港量预计为 864.5 万吨。国内大豆供应保持宽松，豆油产量也将增加。1 月起大豆到港量预计下降至 680 万吨，2 月进一步降至 500 万吨。另外需要关注的是海关对转基因大豆检验政策的变动，今年已经多次因政策的收紧而造成大豆卸港的延迟，若明年海关有同样的动作，可能也会在短期内造成大豆供应的紧张。根据 USDA 预估，2023/24 年度，中国大豆进口量将继续增加至 1.02 亿吨，同比增幅 1.14%。

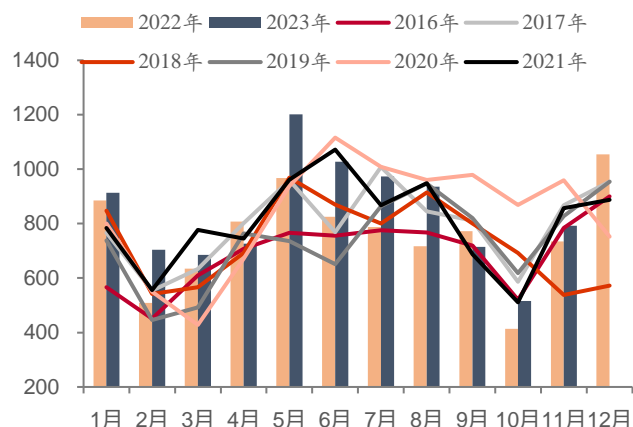
随着 12 月大豆到港量增加，国内油厂开机率回升至 60%以上，周度压榨量升至 180 万吨以上，但低于去年同期的 200 万吨以上的高位。2023 年 1-11 月中国大豆压榨量为 7,873 万吨，根据 12 月大豆到港预估，2023 年大豆压榨量预计约为 8,600 万吨，少于去年的 8,730 万吨。2024 年，随着全球大豆增产和国内进口增加，压榨量也将小幅增加，根据 USDA 预估，2023/24 年度中国大豆压榨量将增加 300 万吨至 9,800 万吨，豆油产量预计增加 54 万吨至 1,756 万吨，增幅 3.17%。

图 59：中国大豆到港预估（万吨）



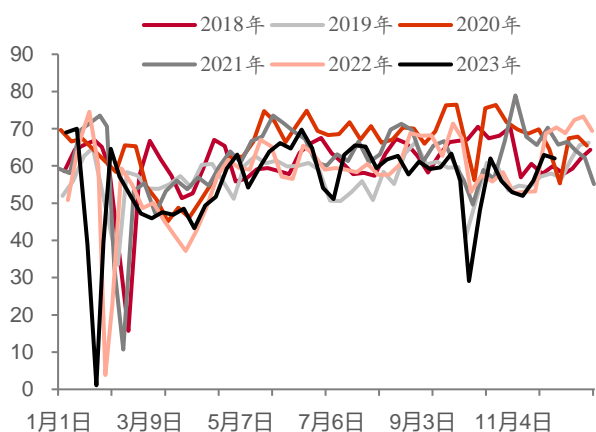
资料来源：我的农产品、创元研究

图 60：中国大豆进口量（单位：万吨）



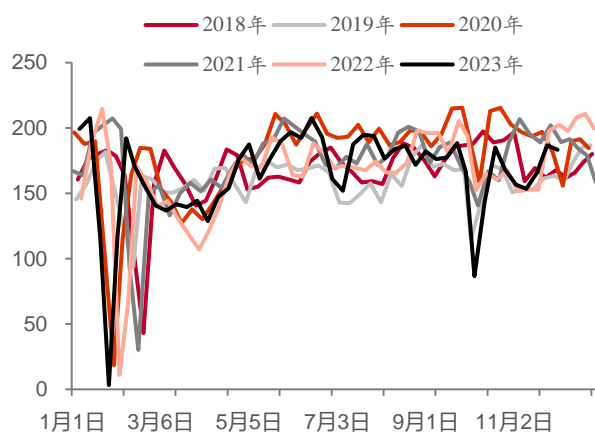
资料来源：海关总署、Wind、创元研究

图 61：中国大豆油厂开机率（单位：%）



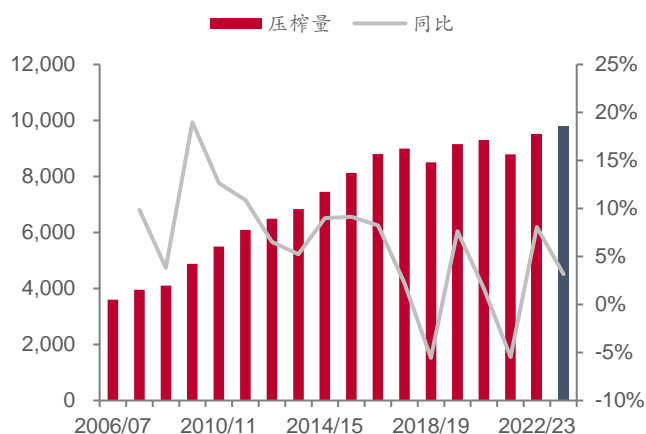
资料来源：我的农产品、创元研究

图 62：中国大豆油厂压榨量（单位：万吨）



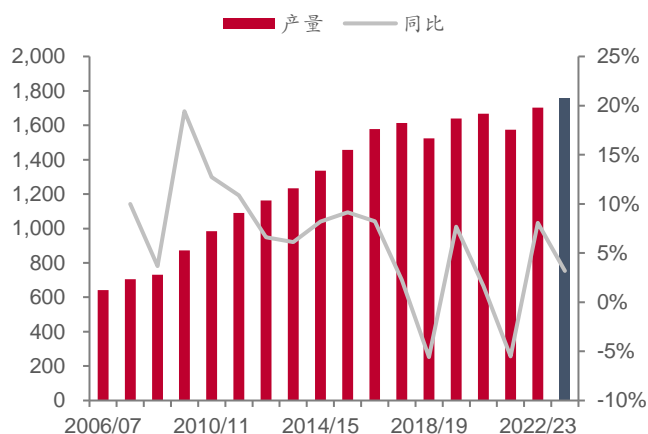
资料来源：我的农产品、创元研究

图 63：中国大豆压榨量（单位：万吨）



资料来源：USDA、Wind、创元研究

图 64：中国豆油产量（单位：万吨）



资料来源：USDA、Wind、创元研究

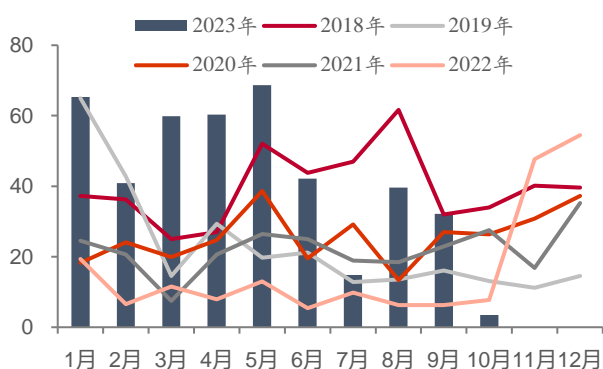
➤ 油菜籽

中国 92% 的油菜籽进口来自加拿大，2022/23 年度加拿大油菜籽恢复性增产超 400 万吨，从 2022 年 11 月起加拿大油菜籽到港，国内油菜籽进口量大幅回升，持续至 2023 年 6 月。根据中国海关数据，中国 2022 年 11 至 2023 年 6 月油菜籽月均进口量达到 55 万吨，创同期新高。2023 年 1-10 月油菜籽累计进口量为 427.09 万吨，同比大幅增加 354.82%。

2023 年 11 月是加拿大新作油菜籽到港的开端，2023/24 年度加拿大油菜籽产量预估同比仅减少 36.6 万吨，国内油菜籽买船积极，预计 11-12 月油菜籽到港量月均在 50-60 万吨左右，与去年基本持平，并且预计高进口量将持续至明年二季度，油菜籽供应预计依旧充足。

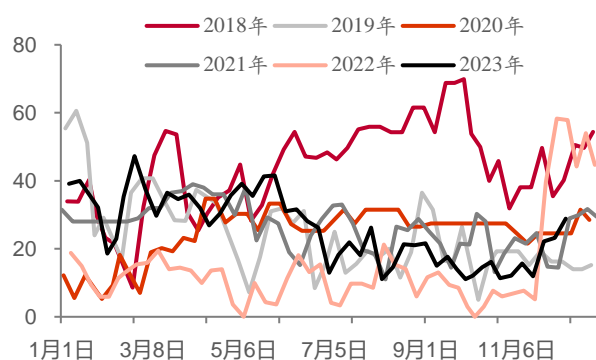
随着新作菜籽的到港，国内油菜籽开机率上升至 30% 左右，周度压榨量上涨至 10 万吨以上，预计进口菜籽压榨的菜籽油产量也大幅增加，预计月均菜油产量将超过 15 万吨。

图 65：中国油菜籽进口（万吨）



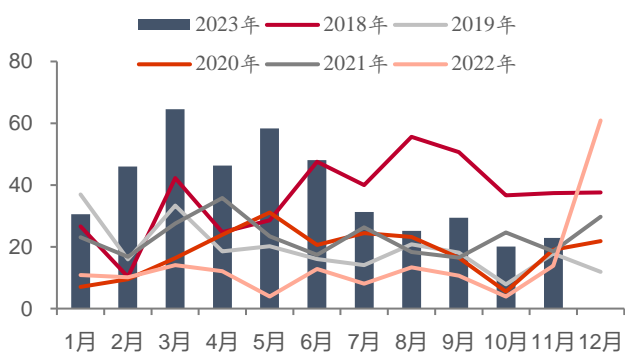
资料来源：海关总署、我的农产品、创元研究

图 66：中国油菜籽开机率（单位：%）



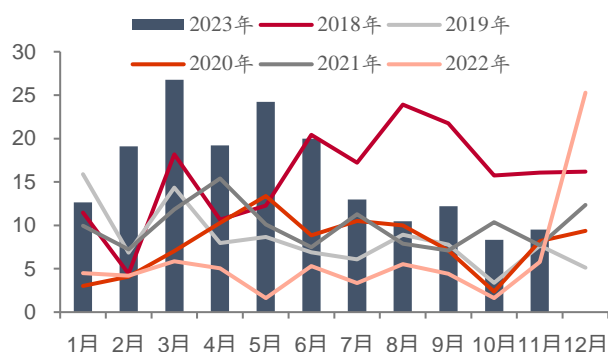
资料来源：我的农产品、创元研究

图 67：中国油菜籽压榨量（单位：万吨）



资料来源：我的农产品、创元研究

图 68：中国进口菜籽压榨菜籽油产量（单位：万吨）



资料来源：我的农产品、创元研究

3.2.2 中国油脂进口及库存

➤ 棕榈油

今年中国棕榈油进口量恢复至正常水平，根据海关总署数据，2023 年 1-10 月棕榈油进口量总计 359 万吨，同比增加 58.15%，其中 85% 的进口来自印尼。预估 11 和 12 月棕榈油到港量在月均 35-40 万吨左右，2023 年全年棕榈油进口量预计达到 430 万吨，同比大幅增加 26.47%，但不及 2019-2021 年进口的水平，国内棕榈油供应仍将保持宽松。

去年上半年棕榈油价格高企，丧失性价比优势，高价抑制需求效果明显，上半年仅维持刚需，下半年价格回落后进口量和需求量增加，但是全年棕榈油需求大幅下滑。而今年棕榈油价格继续下跌，进口量增加，需求量在疫情结束后也大幅回升，从表观需求看，今年 1-10 月棕榈油消费量为 365.03 万吨，同比增加 75.7%，但是仍不及 2019-2021 年的水平。

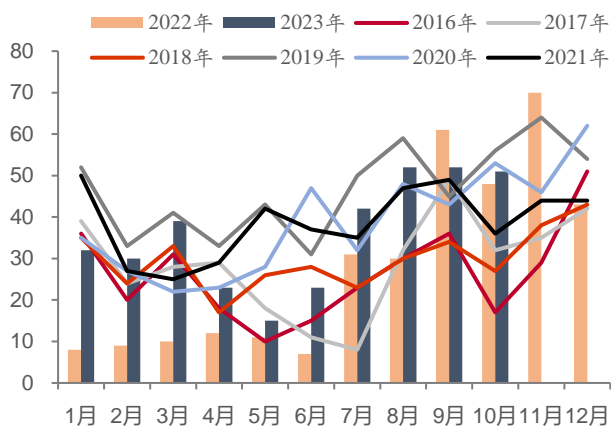
今年 7-10 月棕榈油月均进口量约为 50 万吨，而消费增幅放缓，使棕榈油库存从 6 月底开始回升，11 月初便达到了 100 万吨以上的高位。目前国内棕榈油供应宽松，消费淡季，但是棕榈油产地减产季延续至明年 3 月，预计国内库存将从高位缓慢回落。

表 5：中国棕榈油表观需求（不含工棕）（单位：万吨）

	2021 年	2022 年	2023 年	2021 累计	2022 累计	2023 累计	累计同比
1 月	43.07	19.21	26.69	43.07	19.21	26.69	38.94%
2 月	23.20	10.05	35.28	66.27	29.26	61.97	111.79%
3 月	46.41	14.16	42.89	112.68	43.42	104.86	141.50%
4 月	26.86	14.29	39.49	139.54	57.71	144.35	150.13%
5 月	50.86	14.13	36.08	190.40	71.84	180.43	151.16%
6 月	40.49	10.23	22.9	230.89	82.07	203.33	147.75%
7 月	37.54	28.94	31.31	268.43	111.01	234.64	111.37%
8 月	40.48	25.32	54.49	308.91	136.33	289.13	112.09%
9 月	53.73	40.87	43.22	362.64	177.19	332.35	87.57%
10 月	26.93	30.57	32.68	389.57	207.76	365.03	75.70%
11 月	45.21	42.49		434.78	250.25		
12 月	45.73	37.96		480.51	288.21		

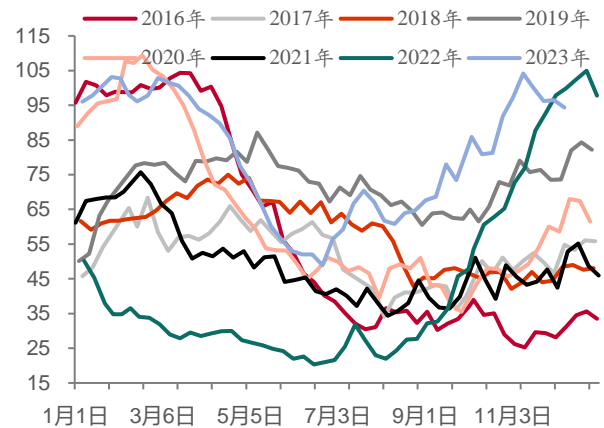
资料来源：创元研究

图 69：中国棕榈油进口量（单位：万吨）



资料来源：海关总署、我的农产品、创元研究

图 70：中国棕榈油库存（单位：万吨）



资料来源：我的农产品、创元研究

➤ 豆油

近两年国内豆油进口量很少，仅不足 50 万吨左右。根据中国海关总署数据，2022 年豆油进口量仅 33 万吨，2023 年 1-10 月进口量总计为 31 万吨，同比增 10 万吨。预计 2024 年豆油进口量将维持在 50 万吨左右。

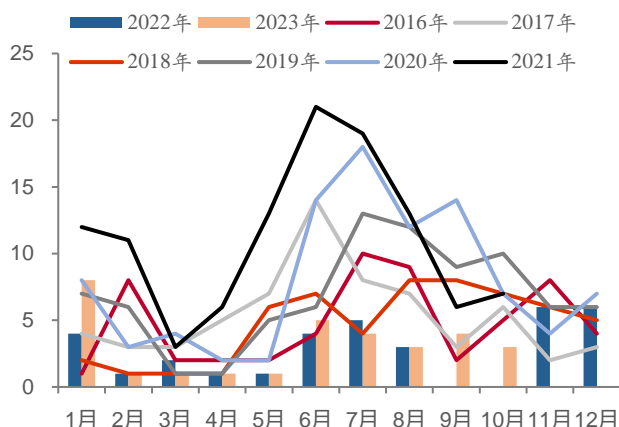
豆油是中国消费量最大的食用油，去年虽然因疫情影响减少了消费需求，但影响在所有油脂中最小。今年国内油脂终端需求复苏，市场从春节起对油脂消费就有比较乐观的预期，但是从表观需求来看，今年豆油消费增幅较小，不及预期，库存也回升至 100 万吨左右。

表 6：中国豆油表观需求（单位：万吨）

	2021 年	2022 年	2023 年	2021 年累计	2022 年累计	2023 年累计	累计同比
1 月	193.38	140.68	101.88	193.38	140.68	101.88	-27.58%
2 月	94.12	81.98	130.03	287.49	222.66	231.9134	4.16%
3 月	129.65	106.67	146.74	417.14	329.33	378.6492	14.98%
4 月	163.30	126.28	108.33	580.44	455.61	486.9811	6.89%
5 月	143.91	131.46	129.58	724.35	587.07	616.5612	5.02%
6 月	153.22	132.14	164.14	877.57	719.22	780.7027	8.55%
7 月	179.56	174.31	134.04	1,057.13	893.52	914.7454	2.37%
8 月	165.24	144.30	145.65	1,222.37	1,037.82	1060.3930	2.18%
9 月	146.09	185.34	175.65	1,368.46	1,223.16	1236.0417	1.05%
10 月	164.13	122.91	119.80	1,532.59	1,346.07	1355.8423	0.73%
11 月	153.87	136.40		1,686.47	1,482.47		
12 月	173.68	195.37		1,860.15	1,677.84		

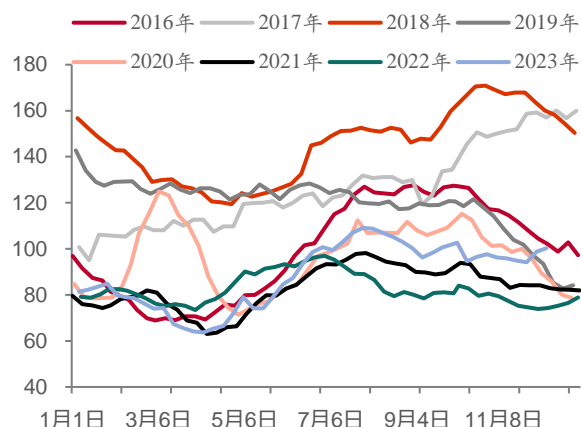
资料来源：创元研究

图 71：中国豆油进口量（单位：万吨）



资料来源：海关总署、我的农产品、创元研究

图 72：中国豆油库存（单位：万吨）



资料来源：我的农产品、创元研究

➤ 菜籽油

根据中国海关总署数据，2023 年 1-10 月中国菜籽油进口量总计 185 万吨，同比大幅增加 131.25%，其中 60%来自俄罗斯。随着菜籽的到港，预计 11-12 月菜油进口量将下滑，预计 2023 年全年菜籽油进口量将达到 200 万吨，同比增幅约 90%。根据 USDA 预估，2023/24 年度中国菜籽油进口量将减少 30 至 170 万吨。

去年受到产地减产影响，国内油菜籽供应量大幅下滑，菜油供应也随之减少，菜油的需求大幅缩减。今年在产地丰产的前提下，菜籽进口量大幅回升，菜油供应量和需求量同步上升，根据表观需求，2023 年 1-10 月菜籽油消费量为 306.79 万吨，同比增加 98.15%。随着油菜籽和菜籽油进口的增加，国内菜油库存从不足 10 万吨持续上升至 40 万吨以上，并且仍保持高位。

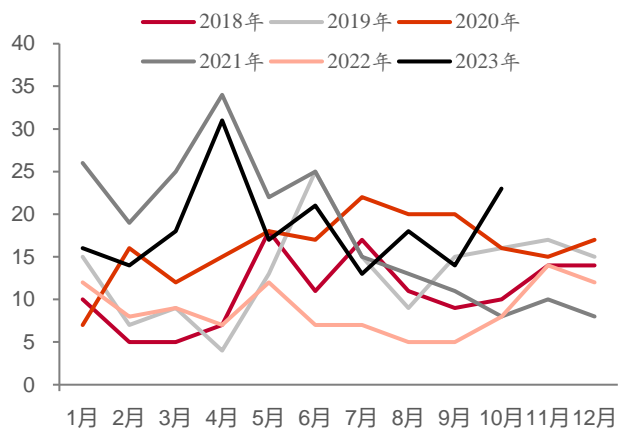
表 7：中国进口菜籽油表观需求（单位：万吨）

	2021 年	2022 年	2023 年	2021 累计	2022 累计	2023 累计	累计同比
1 月	32.10	20.54	14.19	32.10	20.54	14.19	-30.92%
2 月	23.31	12.42	24.19	55.41	32.96	38.38	16.44%
3 月	34.93	19.96	35.61	90.33	52.92	73.99	39.81%
4 月	42.87	12.73	35.87	133.21	65.65	109.86	67.34%
5 月	22.54	19.08	28.81	155.74	84.73	138.67	63.66%
6 月	34.94	17.35	47.66	190.68	102.08	186.33	82.53%
7 月	22.09	15.55	30.76	212.78	117.63	217.09	84.55%
8 月	19.87	11.75	25.01	232.65	129.38	242.10	87.12%
9 月	22.44	10.23	30.69	255.09	139.61	272.79	95.39%
10 月	17.39	15.22	34.00	272.48	154.83	306.79	98.15%

11 月	27.67	12.15	300.14	166.98
12 月	18.35	20.44	318.49	187.42

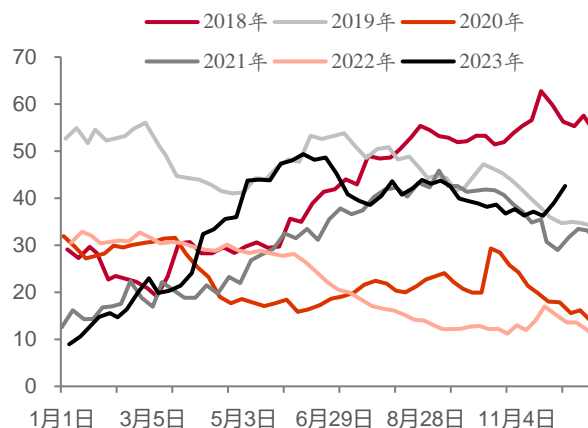
资料来源：创元研究

图 73：中国菜籽油进口量（单位：万吨）



资料来源：海关总署、我的农产品、创元研究

图 74：中国菜籽油库存（单位：万吨）



资料来源：我的农产品、创元研究

3.2.3 下游终端消费增量有限

根据农业农村部 12 月预估数据，2023/24 年度中国食用油产量和进口量均小幅下滑，减量主要在菜油，菜油产量预计减少 29 万吨，进口预计减少 48 万吨，棕榈油进口量预计下滑 21 万吨，豆油产量和进口量预计均小幅增加不足 10 万吨。终端消费来看，2022/23 年同比增加 108 万吨，不及预期的 230 万吨的增量，预计 2023/24 年度国内消费同比增加 21 万吨，增量较为有限。

USDA 的预测与中国农业农村部的略有不同，预计 2023/24 年度中国豆油产量将小幅增加 54 万吨至 1,756.2 万吨，预计棕榈油进口将增加 21 万吨至 630 万吨；相似的是，两者都预估菜油进口量将同比下滑，并且从终端消费来看，今年中国的消费增幅同样不及预期，而 2023/24 年度的消费增量预期同样较小。

在疫情结束后，市场对今年油脂终端的消费复苏始终保持乐观的预期，然而从多机构的数据来看，整体消费有增量，但不及预期。而明年国内油脂的消费需求预计仍将保持恢复的态势，但是需要结合宏观环境的变化，预计消费增量依旧难有较大的增幅。

表 8：中国食用油平衡表-农业农村部（单位：万吨）

	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	同比
生产	2,864	2,752	3,059	3,047	-12
豆油	1,714	1,594	1,794	1,802	8
菜籽油	572	573	750	721	-29
花生油	337	339	331	362	31
进口	1,074	578	994	843	-151
棕榈油	502	303	471	450	-21
菜籽油	237	97	198	150	-48
豆油	123	29	41	50	9
国内消费	3,395	3,584	3,692	3,713	21

资料来源：中国农业农村部、创元研究

表 9：中国三大油脂平衡表-USDA（单位：万吨）

	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	同比
生产	2,243.6	2,290.6	2,218.7	2,431.7	2,485.5	54
豆油	1,639.7	1,666.6	1,575.2	1,702.4	1,756.2	54
菜籽油	603.9	624.0	643.5	729.3	729.3	0
进口	965.7	1,040.4	565.1	859.7	850.0	-10
棕榈油	671.9	681.8	438.7	619.0	640.0	21
菜籽油	194.0	236.5	97.3	199.8	170.0	-30
豆油	99.8	122.1	29.1	40.9	40.0	-1
国内消费	3,130.0	3,225.0	3,010.0	3,125.0	3,260.0	135
豆油	1,700.0	1,760.0	1,670.0	1,675.0	1,770.0	95
棕榈油	620.0	655.0	510.0	560.0	630.0	70
菜籽油	810.0	810.0	830.0	890.0	860.0	-30
库存	300.5	400.7	161.5	313.4	366.6	53
豆油	87.7	112.2	35.3	92.0	98.2	6
棕榈油	89.5	114.9	42.1	98.6	106.6	8
菜籽油	123.3	173.6	84.1	122.8	161.8	39.0

资料来源：USDA、Wind、创元研究

3.3 生物柴油需求增速放缓

3.3.1 美国：EPA 调低 2024、2025 年生柴掺混义务

今年 6 月，EPA 公布了 2023-2025 年可再生燃料掺混计划的最终决定，2023 年生物燃料混合量为 209.4 亿加仑，略高于此前拟定的 208.2 亿加仑，但是 2024、2025 年的掺混量都较之前拟定的额度下调，分别为 215.4 亿加仑和

223.3 亿加仑（具体数据见下表）。去年 12 月 EPA 曾提议将电动汽车加入可再生识别码，即 e-RINs，并且最终的方案中并没有添加，但是 EPA 表示将继续为 e-RINs 计划制定可行的方案。

美国生物柴油的原料比价丰富，最主要的是豆油，约 45% 的豆油产量用于生物柴油，近几年的用量逐渐增加，每年已超过 500 万吨。根据 USDA 在 12 月报告中的数据，2022/23 年度美国豆油在生物柴油的消耗为 124.91 亿磅（约 566.6 万吨），预计 2023/24 年度将增加至 128 亿磅（约 580.6 万吨），同比增加约 14 万吨，增幅较小。另外，去年 EPA 批准了将菜油用于生产可再生柴油和其他生物燃料，而此前菜籽油只能用于生产传统生物柴油，这使今年菜油在生物柴油端的消耗同比增加 145%。

表 10：EPA 可再生能源掺混方案（单位：亿加仑）

	2022 年	2022 年 12 月版本			2023 年 6 月最终版		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025
纤维素生物燃料	6.3	7.2	14.2	21.3	8.4	10.9	13.8
生物质燃料	27.6	28.2	28.9	29.5	28.2	30.4	33.5
高级生物燃料	56.3	58.2	66.2	74.3	59.4	65.4	73.3
可再生燃料总量	206.3	208.2	218.7	226.8	209.4	215.4	223.3
补充义务	2.5	2.5	0	0	2.5	0	0

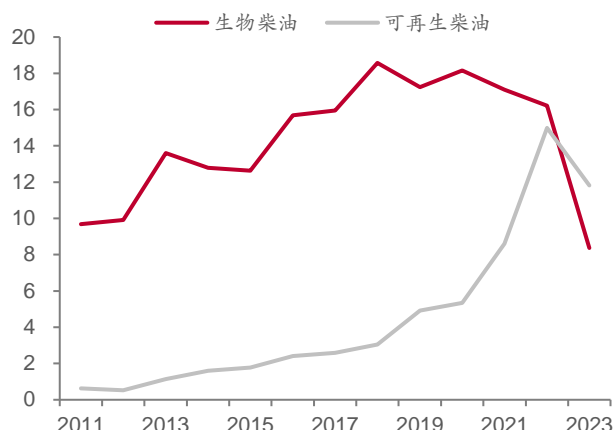
资料来源：EPA、创元研究

表 11：美国豆油平衡表 2023 年 12 月预估（单位：百万磅）

	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24（12 月）	同比
期初库存	1853	2131	1991	1602	-389
产量	25023	26155	26227	27025	798
进口	302	303	376	400	24
总供应	27177	28589	28594	29027	433
国内消费	23314	24827	26614	27100	486
生物柴油消费	8920	10379	12491	12800	309
食用、饲用和其他工业消费	14394	14449	14123	14300	177
出口	1731	1771	378	350	-28
总需求	25046	26598	26992	27450	458
期末库存	2131	1991	1602	1577	-25

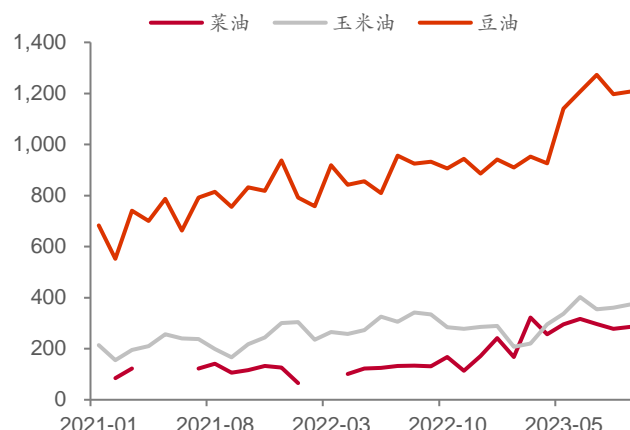
资料来源：USDA、创元研究

图 75：美国生物柴油&可再生柴油产量（单位：亿加仑）



资料来源：USDA、EIA、创元研究

图 76：植物油原料用量（单位：万吨）



资料来源：EPA、创元研究

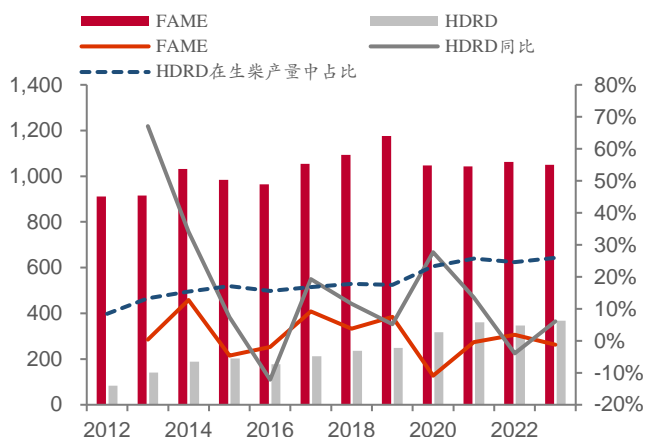
3.3.2 欧盟：植物油消耗增量较小

近两年欧盟近生物柴油产量增幅放缓，2023 年生物柴油产量预计为 1,417.5 万吨，同比增加 0.56%。从原料消耗来看，欧盟生物柴油的原料结构非常多元，包括植物油、动物油、废弃油脂等。其中，菜籽油一直是欧盟生柴的最主要原料，虽然随着其他原料用量的增加，菜油在原料中的占比大幅下滑，但基于其产量大并且在冬季的稳定性，目前仍有约 42% 的占比，2023 年使用量约 638 万吨。

2022 年 9 月，欧盟决定将从 2023 年开始逐步淘汰棕榈油和豆油为原料生产生物柴油，因棕榈油和豆油为原料的生物燃料被界定为具有高风险 ILUC 生物燃料。所谓 ILUC 间接土地利用变化，指的是通过将森林、草原、湿地等高碳储量的地区转变为农田，导致碳排放的增加，从而抵消生物柴油的减排作用。其实法国、丹麦、奥地利和比利时已经分别在 2020 年 1 月、2021 年、2021 年 7 月和 2022 年 1 月禁用棕榈油甲酯的生物柴油，德国从今年 1 月开始禁用。根据 USDA 预估，2023 年欧盟在生柴的棕榈油用量减少 10 万吨至 140 万吨，豆油减少 1 万吨至 74 万吨。

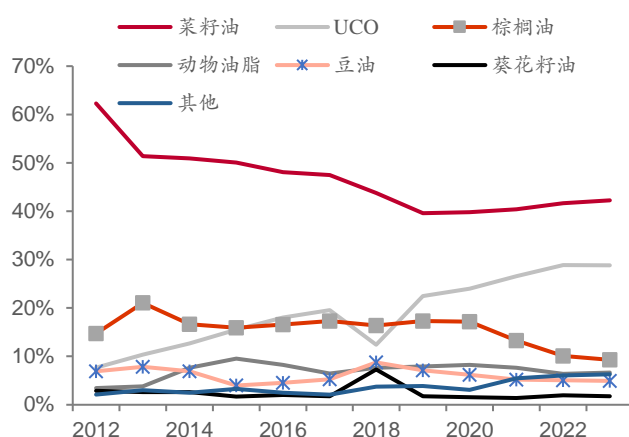
2024 年，预计欧盟生物柴油产量增速依旧不足 1%，原料端菜油用量的增加预计在 3% 左右，即约 20 万吨，而棕榈油和豆油的用量预计继续小幅下滑。整体来看，植物油在欧盟生物柴油上的用量只有菜油有少量的增量，而棕榈油和豆油理论上将根据规定把用量降至零。

图 77：欧盟生物柴油产量（单位：万吨）



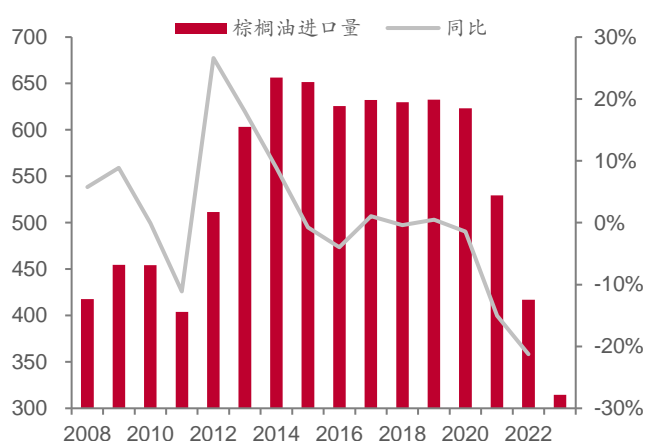
资料来源：USDA、创元研究

图 78：欧盟生柴原料占比变化



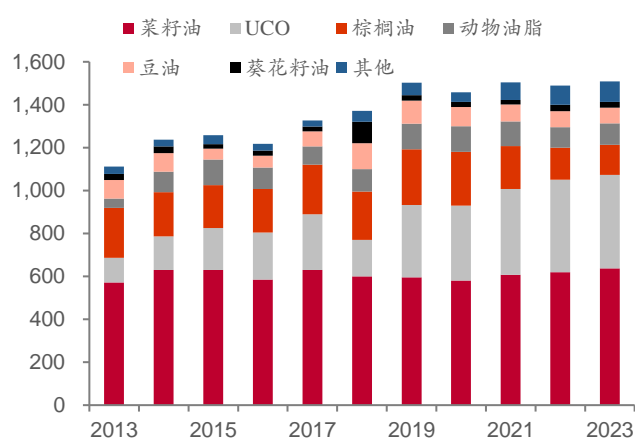
资料来源：USDA、创元研究

图 79：欧盟棕榈油进口量（单位：万吨）



资料来源：欧盟委员会、创元研究

图 80：欧盟生柴原料用量（单位：万吨）



资料来源：USDA、创元研究

3.3.3 印尼&马来：印尼 B35 全面执行，马来 B10 依旧

➤ 印尼

2008 年起，印尼开始推广棕榈油甲酯生物柴油（PME），将棕榈油强制掺混生柴的比例从 2013 年的 10% 一路提升至如今的 35%，并将生物柴油计划从公共运输行业向全国非公共运输行业推广。今年 2 月印尼将棕榈油生物柴油的强制掺混比例从 30% 提高到 35%，但从数据上来看，并没有完全推广，直到 7 月印尼官员称从 8 月 1 日起全面实施 B35 计划，但是没有改变 131.5 亿升的生物柴油分配。印尼生物柴油的原料单一，只有棕榈油，虽然 2022 年新增了 UCO，但是 UCO 的使用规模很小且没有激励措施，预计还将保持这样的规模。因此，随着生物柴油产量的增加和掺混比例的提高，棕

桐油用于生柴的消耗也大幅增加，2023 年用于生柴的棕榈油从 2022 年的 910 万吨增至 1,060 万吨。

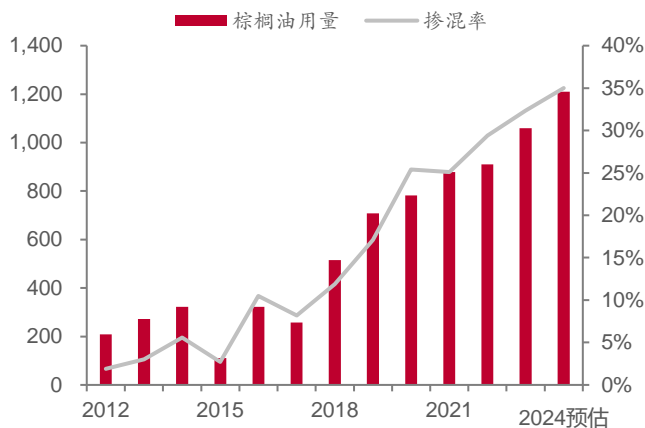
印尼生物柴油生产商协会主席表示，印尼已分配 134.1 亿升生物柴油用于 2024 年的强制掺混，略高于今年的分配量。而且，印尼 2024 年将继续实施 B35 生物柴油政策，那么折算成棕榈油的使用量预计在 1,210 万吨，较今年增加 150 万吨。

➤ 马来西亚

马来西亚生物柴油掺混推进的较慢，原本预计在 2020 年实现 B20 的计划，一直延迟至今仍未执行，目前马来西亚执行的依旧是 B10。马来西亚生物柴油的唯一原料是棕榈油，在 B10 的掺混比例下，棕榈油每年的使用量约 100 万吨。若马来西亚推行 B20，则棕榈油需求增加约 100 万吨。虽然马来西亚政府计划在 2023 年将道路使用的生柴混合比例从 10% 提高到 20%，但为了实现对联合国气候变化公约的承诺，B20 推迟到 2025 年。

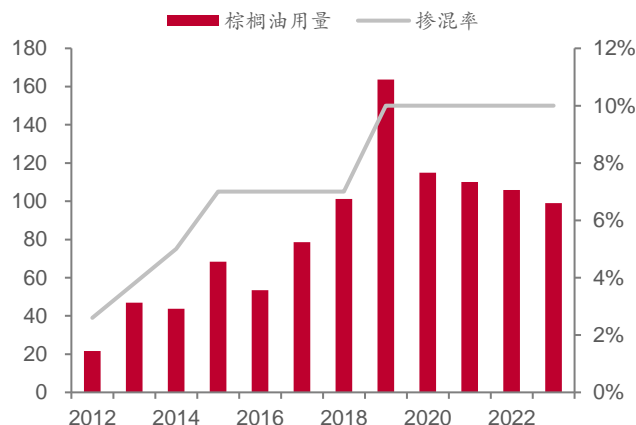
预计马来西亚 2024 年棕榈油在生柴上的用量仍旧保持 100 万吨左右。

图 81：印尼棕榈油在生柴中的用量&掺混率（单位：万吨）



资料来源：Gapki、创元研究

图 82：马来棕榈油在生柴中的用量&掺混率（单位：万吨）



资料来源：USDA、创元研究

3.3.4 南美：巴西&阿根廷均有增加预期

➤ 巴西

2004 年，巴西设立了国家生物柴油生产计划（PNPB），项目自 2008 年起开始设立生物柴油强制掺混目标，将其逐年提高 1 个百分点，并在 2023 年 3 月之前达到 B15。但 2020 年下半年起油脂开启了牛市上涨行情，巴西分别

在 2020 年 9 月、2021 年 5 月和 2021 年 11 月下调强制掺混率。在今年 4 月之前，巴西执行的依然是 10% 的掺混率。巴西政府曾宣布从 2023 年 1 月起将强制掺混率提高到 B14，3 月再调高至 B15。但不久便进行了变更，确认 2023 年 1-3 月维持 B10 不变，从 4 月起开始执行 B15。而最终在 2023 年 3 月 17 日巴西政府宣布，从 4 月 1 日起将生物燃料的要求提高到 12%，2024 年提高到 13%，2025 年提高到 14%，2026 年提高到 15%。

巴西生物柴油原料中，豆油占比约为 66%，2020 年起豆油在生柴中的用量超过 400 万吨，2023 年因掺混比例上调后，使用量上升至 430 万吨。若 2024 年 B13 能落地，那么豆油在生柴中的用量预计将增加 100-150 万吨。

➤ 阿根廷

阿根廷第 26093 号生物燃料法已于 2021 年 5 月到期。2021 年 7 月，阿根廷通过了第 27640 号法律，将生柴掺混比例从 10% 下调至 5%，但如果原料价格上涨，掺混比例甚至可以继续下降至 3%，该法律于 2030 年 12 月 31 日到期，并可能再延长 5 年。但在 2022 年 6 月，阿根廷能源部在第 438/22 号决议中规定，将掺混比例永久提升至 7.5%。另外同时授权了一项短期政策，即授权期内生物柴油掺混比例额外再提高 5% 至 12.5%，为期 60 天，然后又延长了一轮，但现在已不再适用。也就是说，根据阿根廷法律规定，今年执行的是 7.5% 的掺混比例。

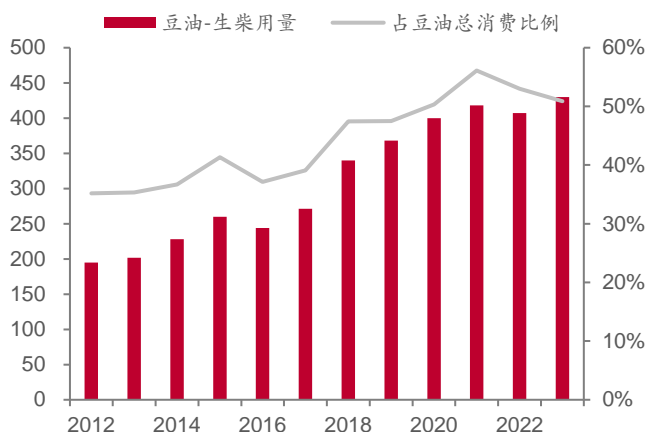
2023 年，因柴油消费量下降，阿根廷生物柴油产量预计为 10 亿升，创下 2009 年以来的最低水平。豆油是阿根廷生物柴油的唯一原料，生柴产量的下滑，使豆油在生柴中的用量也大幅减少，预计 2023 年用于生柴的豆油为 90 万吨，混合比例可能接近 5.6%，比官方要求低近 2 个百分点。若 2024 年能执行 7.5% 的掺混率，预计豆油用量将增加 100-150 万吨，但近几年实际掺混率很难达到政府标准，该增量预计很难实现。

表 12：巴西生柴掺混比例调整时间表

时间	2008 年 1 月	2008 年 7 月	2009 年 7 月	2010 年 1 月	2014 年 5 月	2014 年 11 月	2017 年 3 月	2018 年 3 月
生柴掺混比例	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	10%
时间	2019 年 9 月	2020 年 3 月	2020 年 9 月	2020 年 11 月	2021 年 1 月	2021 年 3 月	2021 年 5 月	2021 年 9 月
生柴掺混比例	11%	12%	10%	11%	12%	13%	10%	12%
时间	2021 年 11 月	2022 年 1 月	2023 年 4 月	2024 年	2025 年	2026 年		
生柴掺混比例	10%	10%	12%	13%	14%	15%		

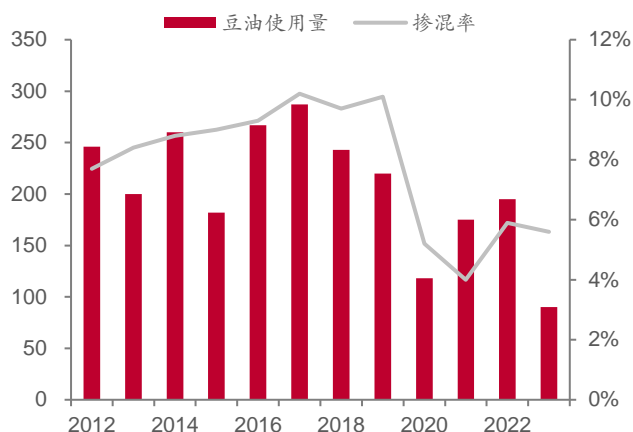
资料来源：ANP、创元研究

图 83：巴西豆油在生柴中的用量（单位：万吨）



资料来源：USDA、创元研究

图 84：阿根廷豆油在生柴中的用量&掺混率（单位：万吨）



资料来源：USDA、创元研究

表 13：全球植物油在生柴中消耗预估（单位：万吨）

	国家	2022 年	2023 年预估	2024 年预估	同比
豆油	美国	470	567	581	14
	巴西	407	430	580	150
	阿根廷	195	90	250	160
	欧盟	75	74	70	-4
	合计	1,147	1,161	1,481	320
棕榈油	印尼	910	1060	1210	150
	马来西亚	106	99	100	1
	欧盟	150	140	120	-20
	合计	1,166	1,299	1,430	131
菜油	美国	54	132	150	18
	欧盟	620	638	658	20
	合计	674	770	808	38
三大植物油合计		2,987	3,230	3,719	489

资料来源：公开资料、创元研究

综上，2024 年生物柴油各主产国生产增速明显放慢。在原料消耗上，美国的豆油、菜油用量预计小幅增加、欧盟的豆油和棕榈油继续减少、印尼 B35 和马来西亚保持现有的掺混比例不变、巴西和阿根廷预计增加豆油的使用，植物油在生物柴油端的需求增量边际下滑。

3.4 全球植物油需求汇总

据 USDA 数据，2023/24 年度全球三大植物油消费量预计同比增加，主要增量在棕榈油、豆油和葵花籽油。食用端的需求量继续缓慢增加，生物柴油

端的用量也继续增加，但增幅放缓。

表 14：全球植物油需求汇总（单位：万吨）

		2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	同比
棕榈油	全球	5,938	6,141	6,618	7,054	7,084	7,256	6,952	7,455	7,813	358
	印尼	912	913	1,156	1,349	1,460	1,570	1,743	1,909	2,035	126
	马来西亚	280	262	324	352	356	324	330	397	397	0
	印度	900	906	875	909	845	923	815	890	975	85
	中国	480	475	510	685	620	655	510	560	630	70
	欧盟	670	652	658	660	658	636	485	460	450	-10
豆油	全球	5,206	5,341	5,459	5,511	5,720	5,875	5,922	5,811	6,079	268
	美国	915	901	970	1,038	1,012	1,058	1,126	1,207	1,229	22
	中国	1,530	1,635	1,650	1,589	1,709	1,781	1,670	1,675	1,770	95
	阿根廷	283	299	308	262	218	204	266	205	235	30
	巴西	627	657	694	717	777	796	745	768	845	77
	欧盟	229	221	223	246	238	243	231	236	246	10
菜籽油	印度	530	515	467	475	510	494	583	494	510	16
	全球	2,827	2,889	2,897	2,830	2,839	2,868	2,995	3,253	3,260	7
	欧盟	1,015	940	934	900	890	913	923	987	990	3
	中国	850	860	860	830	810	810	830	890	860	-30
	加拿大	78	97	97	99	100	102	103	106	103	-3
花生油	印度	228	244	273	273	278	278	378	368	388	20
	全球	541	552	571	592	619	644	634	622	631	9
葵花籽油	全球	1,502	1,638	1,741	1,803	1,891	1,823	1,760	1,954	2,054	100
棉籽油	全球	436	433	505	495	500	491	487	488	495	7
椰子油	全球	324	323	333	354	363	366	359	361	375	14
橄榄油	全球	281	276	286	293	303	304	312	273	281	8
棕榈仁油	全球	700	722	776	824	816	829	825	878	886	8
全球植物油合计		17,757	18,322	19,166	19,764	20,125	20,429	20,246	21,094	21,875	781

资料来源：USDA、创元研究

四、结论与展望

根据 USDA 数据预估，2023/24 年度全球植物油为供需双增的结构，九大植物油供应增量略小于需求增量，供需缺口（产量-消费）为 486 万吨，较上一年度小幅收紧。其中，棕榈油平衡表表现最为紧张，供需缺口同比减少 168 万吨，豆油和菜籽油平衡表宽松，供需缺口分别同比增加 22 万吨和 29 万吨。

表 15：全球植物油供需缺口：产量-消费（单位：百万吨）

	棕榈油	豆油	菜籽油	花生油	葵花籽油	棉籽油	椰子油	橄榄油	棕榈仁油	合计
2015/16	-0.46	-0.44	-0.93	0.02	0.38	-0.11	0.10	0.32	0.18	-0.94
2016/17	3.84	0.31	-1.35	0.17	1.84	0.05	0.18	-0.27	0.42	5.19
2017/18	4.46	0.54	-0.84	0.18	1.17	0.07	0.25	0.43	0.47	6.73
2018/19	3.63	0.87	-0.32	-0.09	1.59	-0.02	0.25	0.23	0.34	6.48
2019/20	2.27	1.12	-0.06	-0.01	2.24	0.02	-0.02	0.12	0.35	6.03
2020/21	0.72	0.41	0.69	-0.07	0.74	-0.03	-0.08	-0.11	0.14	2.41
2021/22	3.44	0.05	-0.71	0.10	2.06	-0.02	0.14	0.19	0.11	5.36
2022/23	3.01	0.92	0.31	0.07	2.06	0.03	0.10	-0.24	0.01	6.27
2023/24	1.33	1.14	0.60	0.03	1.51	-0.01	0.01	0.08	0.17	4.86
同比	-1.68	0.22	0.29	-0.04	-0.55	-0.04	-0.09	0.32	0.16	-1.41

资料来源：USDA、创元研究

供应端：2023/24 年度全球大豆产量预期同比继续增加，虽然巴西大豆产量仍存下调的可能性，但在阿根廷大豆恢复性增产的前提下，不影响大豆丰产的格局，豆油产量也大幅增加；虽然全球油菜籽产量同比下滑，但减产幅度远不及预计，且全球菜油供应同比增加，年度供应宽松格局基本确定；棕榈油的产量不确定性在于印尼，厄尔尼诺对产量的影响需要在明年确认。2023/24 年度全球油脂供应宽松格局将延续。

需求端：食用需求方面，明年中国和印度需求均处于继续恢复的趋势，而国内的植物油终端需求预计难有大幅增加。生物柴油需求方面，美国的豆油、菜油用量预计小幅增加、欧盟的豆油和棕榈油继续减少、印尼 B35 和马来西亚保持现有的掺混比例不变、巴西和阿根廷预计增加豆油的使用，植物油在生物柴油端的需求增量边际下滑。

综上，2023/24 年度油脂呈现供需双增的格局，供应增量略小于需求增量，油脂平衡表小幅收紧，但宽松格局不变。目前油脂估值相对偏低，且原油价格高位对油脂价格依然有较强支撑，但是在基本面宽松和库存高企的前提下，若没有强利多的驱动很难出现大级别的趋势性上涨行情，预计 2024 年油脂仍有较长时间的筑底行情。

品种间，2023/24 年度棕榈油平衡表在三大油脂中相对偏紧，且厄尔尼诺对棕榈油是否造成实质性的减产还是未知数，尤其是印尼，依旧存在潜在的天气炒作空间；而国内棕榈油高企的库存预计在明年缓慢去库。虽然巴西大豆产量也存下调空间，但豆油增产基本确定。菜油产量微增，从现在持续到明年春天都有大量油菜籽到港，在三大油脂中菜油最早面临供应量的大幅增加。预计明年三大油脂强弱顺序为棕榈油>豆油>菜籽油。

创元研究团队介绍：

许红萍，创元期货研究院院长，10 年以上期货研究经验，5 年以上专业的大宗商品、资产配置和研究团队投研一体化运营经验。擅长有色金属研究，曾在有色金属报、期货日报、文华财经、商报网等刊物上发表了大量研究论文、调研报告及评论文章；选获 2013 年上海期货交易所铝优秀分析师、2014 年上海期货交易所有色金属优秀分析师（团队）。（从业资格号：F03102278）

廉超，创元期货研究院联席院长，经济学硕士，郑州商品交易所高级分析师，十几年期货市场研究和交易经验，多次穿越期货市场牛熊市。（从业资格号：F03094491；投资咨询证号：Z0017395）

创元宏观金融组：

何焱，中国地质大学（北京）矿产普查与勘探专业硕士，专注宏观和贵金属的大势逻辑判断，聚焦多方因素对贵金属行情的综合影响。（从业资格号：F03110267）

金芸立，国债期货研究员，墨尔本大学管理金融学硕士，专注宏观与利率债研究，善于把握阶段性行情逻辑。（从业资格号：F3077205；投资咨询证号：Z0019187）

创元有色金属组：

夏鹏，三年产业龙头企业现货背景，多年国内大型期货公司及国内头部私募投资公司任职经验，善于从产业基本面和买方交易逻辑角度寻找投资机会。（从业资格号：F03111706）

田向东，铜期货研究员，天津大学工程热物理硕士，专精铜基本面深度分析，擅长产业链上下游供需平衡测算与逻辑把握。（从业资格号：F03088261；投资咨询证号：Z0019606）

李玉芬，致力于铝、氧化铝、锡品种的上下游分析，注重基本面判断，善于发掘产业链的主要矛盾。（从业资格号：F03105791）

吴开来，中国地震局工程力学研究所结构工程专业硕士，本科清华大学土木工程专业，从事铅锌产业链基本面分析。（从业资格号：F03124136）

余烁，中国科学技术大学管理科学与工程专业硕士，专注于上游锂资源和中下游新能源产业链，从基本面出发，解读碳酸锂市场的供需关系、价格波动及影响因素。（从业资格号：F03124512）

创元黑色建材组：

陶锐，黑色建材组组长、黑色产业链研究员，重庆大学数量经济学硕士，曾任职于某大型期货公司黑色主管，荣获“最佳工业品期货分析师”。（从业资格号：F03103785；投资咨询证号：Z0018217）

韩涵，奥克兰大学专业会计硕士，专注纯碱及玻璃上下游分析和基本面逻辑判断。（从业资格号：F03101643）

安帅澎，伦敦大学玛丽女王学院金融专业硕士，专注钢材上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03115418）

创元能源化工组：

高赵，能源化工组组长、聚烯烃期货研究员，英国伦敦国王学院银行与金融专业硕士。专注多维度分析 PE、PP 等化工品，善于把握行情演绎逻辑。（从业资格号：F3056463；投资咨询证号：Z0016216）

白虎，从事能源化工品行业研究多年，熟悉从原油到化工品种产业上下游情况，对能源化工行业发展有深

刻的认识，擅长通过分析品种基本面强弱、边际变化等，进行月间套利、强弱对冲。曾任职于大型资讯公司及国内知名投资公司。（从业资格号：F03099545）

常城，PX-PTA 期货研究员，东南大学硕士，致力于 PX-PTA 产业链基本面研究。（从业资格号：F3077076；投资咨询证号：Z0018117）

杨依纯，四年以上商品研究经验，深耕硅铁锰硅、涉猎工业硅，并致力于开拓氯碱产业链中的烧碱分析，注重基本面研究。（从业资格号：F3066708）

母贵煜，同济大学管理学硕士，专注甲醇、尿素上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03122114）

创元农副产品组：

张琳静，农副产品组组长、油脂期货研究员，期货日报最佳农副产品分析师，有 10 年多期货研究交易经验，专注于油脂产业链上下游分析和行情研究。（从业资格号：F3074635；投资咨询证号：Z0016616）

再依努尔·麦麦提艾力，毕业于上海交通大学，具有商品期货量化 CTA 研究经验，致力于棉花基本面研究，专注上下游供需平衡分析。（从业资格号：F03098737）

陈仁涛，苏州大学金融专业硕士，专注玉米、生猪上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03105803）

赵玉，澳国立大学金融专业硕士，专注大豆上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03114695）

创元期货股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备期货投资咨询业务资格，核准批文：苏证监期货字[2013]99号。

免责声明：

本研究报告仅供创元期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需征得创元期货股份有限公司同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分支机构名称	服务与投诉电话	详细地址(邮编)
总部市场一部	0512-68296092	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场二部	0512-68363021	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
机构事业部	15013598120	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
营销管理总部	0512-68293392	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
北京分公司	010-59575689	北京市东城区北三环东路 36 号 1 号楼 B1209 房间 (100013)
北京第二分公司	010-68002268	北京市海淀区蓝靛厂东路 2 号院 2 号楼 (金源时代商务中心 2 号楼) 7 层 1 单元 (A 座) 8G (100089)
上海分公司	021-68409339	中国 (上海) 自由贸易试验区松林路 357 号 22 层 A、B 座 (200120)
上海第二分公司	021-61935298	中国 (上海) 自由贸易试验区浦东南路 360 号 5 层 510、512 室 (200127)
广州分公司	020-85279903	广州市天河区华夏路 30 号 3404 室 (510620)
深圳分公司	0755-23987651	深圳市福田区福田街道福山社区卓越世纪中心、皇岗商务中心 4 号楼 901 (518000)
浙江分公司	0571-88077993	杭州市上城区五星路 198 号瑞晶国际商务中心 2404 室 (310016)
大连分公司	0411-84990496	大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2806 号房间 (116023)
重庆分公司	023-88754494	重庆市渝北区新溉大道 101 号中渝香泰公馆 7 幢 20-办公 4 (401147)
南京分公司	025-85516106	南京市建邺区江东中路 229 号 1 幢 605-606 室 (210019)
山东分公司	0531-88755581	中国 (山东) 自由贸易试验区济南片区草山岭南路 975 号金城万科中心 A 座 1001 室 (250101)
烟台分公司	0535-2151416	山东省烟台市芝罘区南大街 11 号 25A03、25A05 号 (264001)
新疆分公司	0991-3741886	新疆乌鲁木齐市经济技术开发区玄武湖路 555 号万达中心 C3308、C3309、C3310 (83000)
南宁分公司	0771-3101686	南宁市青秀区金浦路 22 号名都苑 1 号楼 1413 号 (530022)
四川分公司	028-85196103	中国 (四川) 自由贸易试验区成都高新区天府大道北段 28 号 1 栋 1 单元 33 楼 3308 号 (610041)
淄博营业部	0533-7985866	山东省淄博市张店区房镇镇北京路与华光路交叉口西南角鼎成大厦 25 层 2506 室 (255090)
日照营业部	0633-5511888	日照市东港区海曲东路南绿舟路东兴业喜来登广场 006 幢 02 单元 11 层 1106 号 (276800)
郑州营业部	0371-65611863	郑州市未来大道 69 号未来公寓 301、302、303、305、316 (450008)
合肥营业部	0551-63658167	安徽省合肥市蜀山区潜山路 888 号百利商务中心 1 号楼 06 层 11 室 (246300)
徐州营业部	0516-83109555	徐州市和平路帝都大厦 1#-1-1805 (221000)
南通营业部	0513-89070101	南通市崇川路 58 号 5 号楼 1802 室 (226001)
常州营业部	0519-89965816	常州市新北区太湖东路常发商业广场 5-2502、5-2503、5-2504、5-2505 部分室 (213002)
无锡营业部	0510-82620193	无锡市梁溪路 51-1501 (214000)
张家港营业部	0512-35006552	张家港市杨舍镇城北路 178 号华芳国际大厦 B1118-19 室 (215600)
常熟营业部	0512-52868915	常熟市金沙江路 18 号星海凯尔顿广场 6 幢 104 (215505)
吴江营业部	0512-63803977	苏州市吴江区开平路 4088 号东太湖商务中心 1 幢 108-602 (215299)