

国信期货 2024 年投资策略报告

油脂油料

天气扰动加剧 油强粕弱或将呈现

2023 年 11 月 26 日

● 主要结论

- 蛋白粕市场：从全球油料市场来看，全球油籽连续三年供大于求，库存大幅回升。贡献最大来自大豆。相对而言，葵花籽增产抵消菜籽的减产，这使得菜籽、葵花籽供需矛盾不大。当前市场聚焦在南美大豆丰产预期与美豆供需偏紧的矛盾中。由于厄尔尼诺不断发酵，强度不断增加，阿根廷大豆产量修复确定性增加，但巴西大豆仍面临较大的不确定因素，南涝北旱的局面仍未得到有效缓解。如果维持当前天气情况，巴西阿根廷大豆产量或有小幅下调空间。如果厄尔尼诺持续增强，那么巴西阿根廷大豆产量同比增幅或从2800万吨降至700万吨，这将使得2024年春季供给压力大大缓解。相对而言，在南美大豆上市前，美豆出口、压榨边际改善，出口上调可能性增加，供给偏紧的格局越发凸显。CBOT大豆在南美大豆上市前，市场保持宽幅震荡的走势。此后季节收割压力以及美豆种植面积增加或让市场承压，价格重心下移。2024年国内豆粕供给平稳增加，国家豆粕减量替代政策执行以及其他蛋白粕的进口替代，这使得国内豆粕现货需求在2024年增速放缓，甚至有下滑的可能。由于生猪存栏或将在2024年实现产能去化至正常范围内，这使得豆粕需求或呈现前高后低的情况。从成本来看，在巴西丰产预期下，3-6月负贴水力度较大，这使得连粕远期成本下滑。一旦丰产兑现，连粕远期合约或将走低。如果天气扰动加剧，连粕或将高位震荡，市场在成本与需求中震荡反复。
- 油脂市场：在连续两年产大于需后，全球油脂在23/24年度出现产不足需的局面。全球棕榈油产量因厄尔尼诺天气影响仍有下调的预期。此轮厄尔尼诺对于东南亚棕榈油的冲击尚未体现，当前市场正处于增产周期向减产周期转变，市场处于季节性触底反弹的走势中。此轮厄尔尼诺对于东南亚棕榈油的影响更多体现在马来西亚棕榈油市场上，按照性别分化和花序发芽阶段最快的影响测算，最快的产量的损失或出现在2024年3月，按照历史上时滞效应集中在13—14个月的集中释放的话，那么马棕油产量实质性损失大概率发生在2024年二季度，届时马棕油市场将实现从熊市向牛市行情的趋势性转变。此轮波动幅度或根据产量损失的程度而定，根据历史对比如果此轮马棕油符合正常损失在7%—10%之间，那么马棕油涨幅在20%—30%。如果此轮厄尔尼诺发展成强厄尔尼诺的话，马棕油涨幅也有达到50%的可能性。未来棕榈油市场操作上保持逢低做多的思路为宜。23/24年度全球豆油供需偏紧的格局略有缓和，但仍依然是供需最紧张的油脂。供给端依赖于南美大豆丰产带来的提振，需求方面巴西、美国均依靠生物柴油的增长。美豆油生物柴油增量收窄，巴西豆油制生物柴油发展迅猛。国内油脂整体弱于外盘，中长期处于产量修复、进口量下滑，需求亟待提振的局面。短期而言，油脂处于高库存、低基差，国外强，国内弱、期货强，现货弱的局面。内盘油脂的支撑更多来自国内需求的修复和国际油脂的成本驱动。在马棕油尚未启动前，国内油脂处于弱势震荡中，等待马棕油带来阶段性行情。

分析师：曹彦辉

从业资格号：F0247183

投资咨询号：Z0000597

电话：021-55007766-6617

邮箱：15037@guosen.com.cn

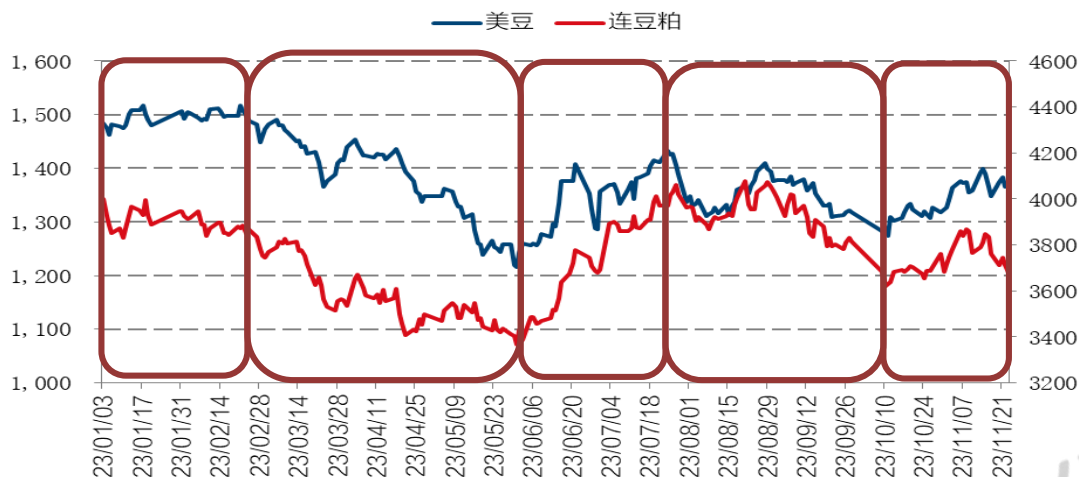
独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、油脂油料市场行情回顾

1.1、美豆及连豆粕行情回顾

图：CBOT大豆指数与DCE豆粕走势比较



数据来源：文华财经 国信期货

纵观2023年国内外豆类市场，价格重心继续下移。上半年市场延续2022年的跌势一路走低，国际宏观形势的疲软拖累大宗商品。6月以后随着美豆种植面积下滑，生长期遭遇旱情，市场止跌反弹，此后价格呈现宽幅震荡的走势。整体来看，全年期价波动大体分为以下几个部分。

1、1月3日-2月22日：美豆、连粕高位震荡。国际方面，阿根廷旱情推动美豆粕持续走高，巴西收割延误，USDA下调美豆期末库存。美豆不断上行。国内豆粕走势不及美豆，油厂开工增加，豆粕库存稳中有增，现货承压，1月中旬连粕跟随美豆反弹，但由于远期到港预期增加，豆粕高位抛压明显。

2、2月23日-5月31日：美豆、连粕震荡下滑。宏观方面，美国硅谷银行等三家金融机构倒闭，美国加息推动美元走高，国际原油下挫，大宗商品承压。国际方面，巴西收割加快，升贴水高位回落，美豆出口受阻，美豆春播天气良好，美豆承压不断走低。国内豆粕跌幅不及美豆。4月以后国内豆粕现货强于期货。部分地区大豆通关严格，油厂豆源紧张、停工检修、开工下降，豆粕库存持续低位。国内豆粕现货坚挺，基差高位运行。连粕在现货坚挺、买粕卖油套利的支撑下底部宽幅震荡。

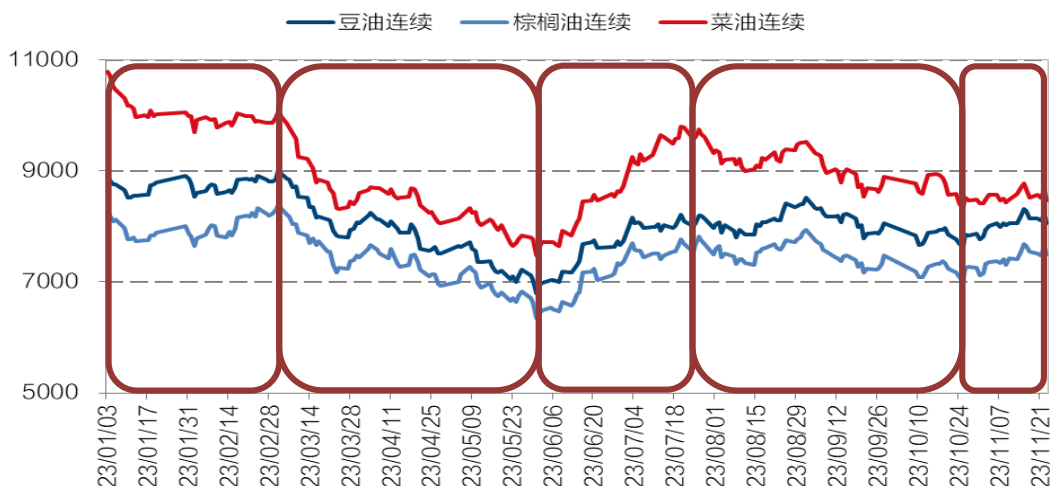
3、6月1日-7月27日：美豆、豆粕止跌反弹。国际方面，美元高位回落，美豆中西部产区旱情严重。6月底美豆种植面积大幅下调。黑海协议终止，周边谷物市场上涨，美豆走高。7月底，海关通关严格，国内豆粕供给预期偏紧，而下游提货积极，尽管国内油厂开工高位运行，但库存累库迟缓，基差高涨，豆粕现货持续走高。人民币持续走低，进口成本不断抬升。

4、7月28日-10月11日：美豆、连粕震荡回落。美元走高对大宗商品施压，7月底美国中西部迎来有效降雨，单产预期上调。9月底季度库存报告超预期引发多头抛售，巴西提前播种以及美豆季节性收割压力共振，美豆高位回落。国内豆粕走势趋同美豆。连粕近强远弱。油厂开工回落，市场成交缩量，豆粕库存小幅回升。人民币的走强对进口成本有所冲击，油脂相对偏强使得买油卖粕抑制连粕走势。

5、10月12日-至今：美豆、连粕震荡走高。10月USDA下调美豆单产超预期，美豆供给偏紧推动期价止跌反弹。美豆出口边际改善，美豆粕高涨，巴西中西部旱情，美豆持续走高。进入11月，随着巴西阶段性降雨的出现，CBOT大豆高位震荡反复。受此影响，国内连粕市场跟随美豆止跌反弹。节后油厂开工逐步回升，豆粕供给压力增加，现货基差纷纷回落。但受累于现货的疲软，连粕涨幅不及美豆。

1.2、植物油市场行情回顾

图：三大油脂国内期货指数走势



数据来源：文华财经 国信期货

纵观2023年国内外油脂市场，全年市场呈现宽幅震荡的走势，价格重心略有下移。整体来看，2023年油脂期价波动大体分为：

1、1月3日-3月3日：国内油脂高位震荡。国际方面，美豆油、马棕油先抑后扬。1月国际原油走低以及美豆回落、买粕卖油套利均给美豆油带来压力。与之相比，尽管洪水侵袭导致产量下滑，马棕油因出口疲软承压。2月印尼出口政策收紧马棕油止跌反弹，国际油脂反弹以及油粕套利平仓给美豆油带来提振。受此影响，国内油脂跟随国际油脂而动，菜油因进口量激增而表现最弱。

2、3月4日-5月31日：国内油脂大幅下挫。国际方面，3月美国金融系统风险担忧加重，美国加息推动美元走高，国际原油下挫，大宗商品承压。欧洲菜籽油、葵花籽油大幅下跌，马棕油领跌油脂，美豆播种良好丰产预期强劲，美豆油库存回升明显。买粕卖油对美豆油形成压制。印尼库存回升放松出口政策，马棕油出口疲软，马棕油震荡回落。国内油脂轮番领跌，国内油脂库存稳步回升，豆油、菜油库存增幅超过棕榈油降幅。受到成本推动因素，连豆油率先跌破前期低点，棕榈油随后，菜油低位支撑明显。

3、6月1日-9月3日：国内油脂止跌反弹。国际方面，6月初市场预期EPA法案或将上调美豆油生柴需求，6月底USDA报告大幅下调美豆种植面积，美豆油高涨，加拿大旱情持续发酵，加菜籽大幅走高。7月17日随着黑海协议的终止，国际葵花籽油大幅走高，马棕油出口前景乐观，马棕油领涨油脂。7月底8月中旬美豆油生物柴油需求旺盛库存降至新低，美豆油反弹至前高附近。国内油脂跟随国际油脂走高。

4、9月4日-10月25日：国内油脂高位回落。国际方面，美豆高位回落，美豆粕高涨买油卖粕套利解锁影响，10月国际原油大幅下挫给美豆油生物柴油需求带来重创，美豆油领跌油脂。加菜籽进入收割季，阶段性供给压力凸显。马棕油8月以后库存持续回升，供给压力增加。马棕油承压下行。国内油脂跟盘走低。连棕榈油以及郑菜油轮番领跌。国内油脂库存稳中有增。

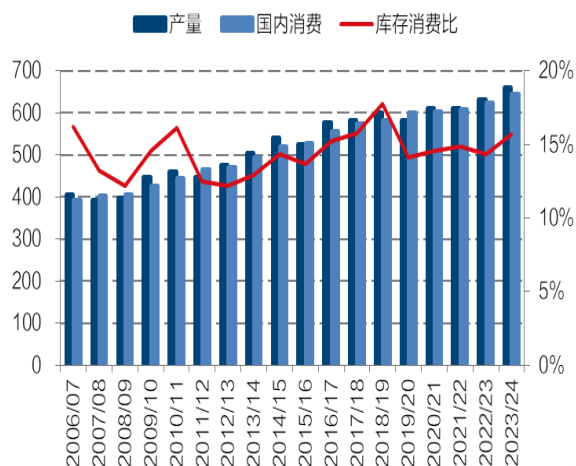
5、10月26日-至今：国内油脂震荡走高。MPOB报告偏多出台，10月马棕油库存增幅不及预期，市场对于厄尔尼诺对于棕榈油的影响依然有所担忧，马棕油走势领涨。美国豆油生物燃料生产利润显著改善，加州出台有利政策。USDA调低豆油新旧作物年度库存，NOPA报告美豆油月度库存持续走低。进入11月中旬国际原油高位回落，美豆油震荡回落。11月初国内油脂走势强于外盘，豆油现货出现回购以及棕榈油进口出现现洗船给予支撑，不过11月中旬以后国内油脂库存高企，需求疲软，期现货、基差纷纷回落。

二、全球油料市场供需分析

2.1、全球油料产量持续修复 库存大幅回升

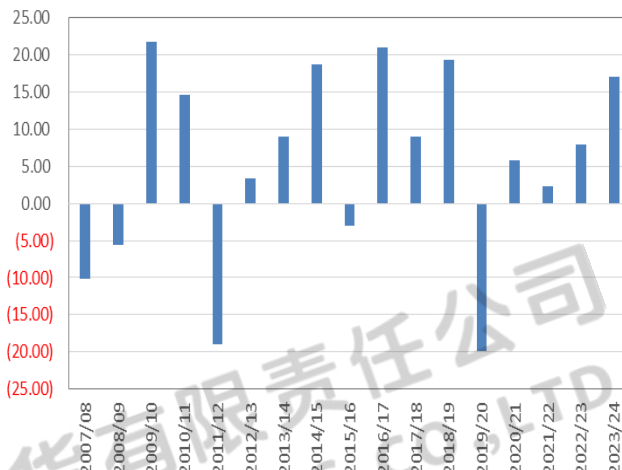
22/23年度全球油料作物产量回升明显,但由于需求增幅更大,导致库存消费比略有回落。23/24年度,全球油料作物产量继续回升,达到6.61亿吨,比上年增加3012万吨,而需求从6.23亿吨增加2100万吨至6.44亿吨,当年产需盈余放大,库存回升明显,库存消费比回升至2018/19年以来新高至15.66%。

图：全球油料供需结构对比（单位：百万吨、%）



数据来源：USDA 国信期货

图：全球油料当年产需缺口（单位：百万吨）

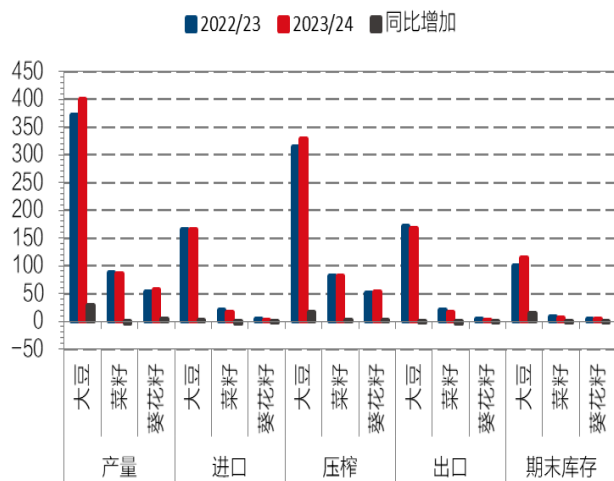


数据来源：USDA 国信期货

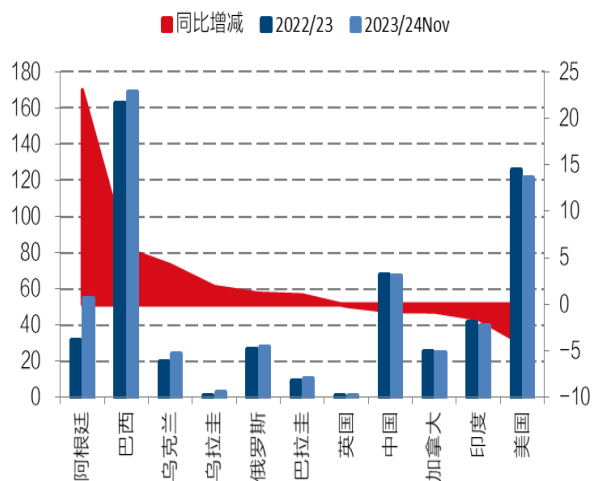
从USDA最新预估来看,全球七大主要油料产量五增两减,其中增加最大贡献来自大豆,23/24年度全球大豆产量为4.0042亿吨,同比增加2818万吨。其次葵花籽,全球葵花籽产量23/24年度恢复正常水平5698万吨,比上年增加460万吨。椰籽、棕榈油仁、花生均有微幅增加。而棉籽、油菜籽同比减少118万吨、323万吨。葵花籽产量的增加抵消了菜籽产量的下滑。从国别来看,23/24年度油料产量增幅最大的来自阿根廷。随着天气的好转,阿根廷油籽产量同比增加2305万吨至5461万吨,其次是巴西、乌克兰、乌拉圭、巴拉圭油籽产量分别增加594万吨、420万吨、187万吨、115万吨、97万吨。而美国、印度、加拿大、中国等国油籽产量则分别减少421万吨、153万吨、75万吨、71万吨。对于23/24年度,南美地区正值播种期,当地油籽产量仍存在不确定因素,能否实现USDA预估的高产仍有待检验。

图：全球油料各品种间供需格局变化（单位：百万吨）

图：分国别油料产量同比变化（单位：百万吨）



数据来源: USDA 国信期货

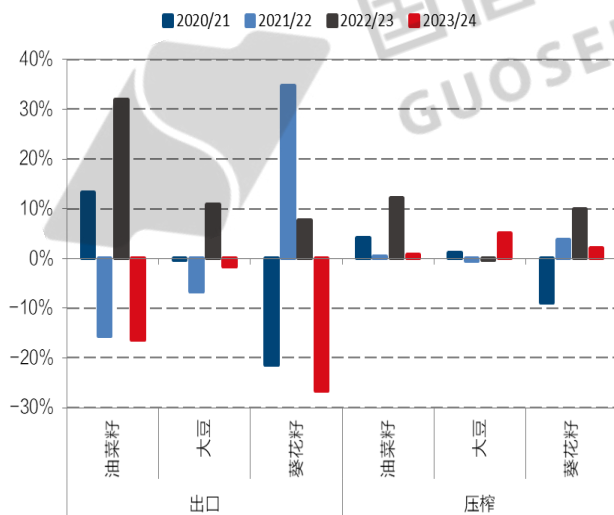


数据来源: USDA 国信期货

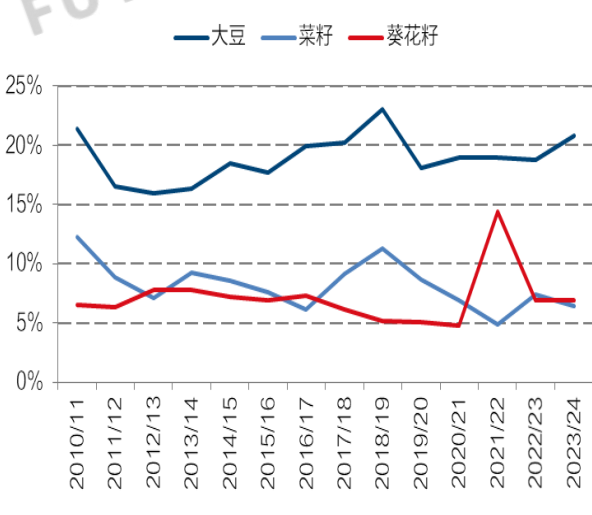
从需求来看,全球三大主要油料需求23/24年度同比均有不同程度的增加,但均表现为出口贸易减少,压榨需求增加。尤其是菜籽、葵花籽出口需求大幅减少,分别同比下降16.43%、26.6%。相应的菜籽、大豆、葵花籽压榨需求增幅分别为0.78%、5.12%、2.09%。从全球三大油料库存消费对比来看,23/24年度全球大豆库存消费比已经升至20.75%,创2019/20年以来新高。由于全球菜籽产量下滑,23/24年度全球菜籽库存消费比从7.43%回落至6.37%。尽管葵花籽产量增加,但需求增幅更为明显,库存消费比在6.91%,略低于上年同期。可见葵花籽需求冲抵了部分菜籽的需求。

图:全球三大油料需求增幅对比(单位:%)

图:全球三大主要油料库存消费比走势对比(单位:%)



数据来源: USDA 国信期货



数据来源: USDA 国信期货

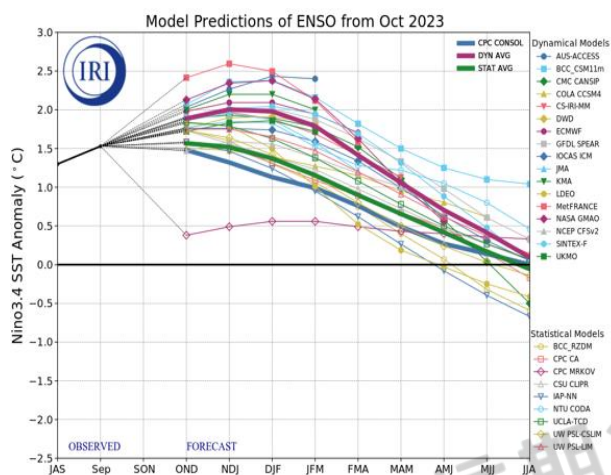
从USDA最新的报告来看,全球油料作物中,23/24年度大豆供大于求格局较为突出,而23/24年度葵花籽增产抵消菜籽的减产,这使得菜籽、葵花籽供需矛盾不大。可见23/24年度,全球油料压力集中体现在大豆市场中。未来油料市场的价格更多受累于全球大豆的产消情况。

2.2、强厄尔尼诺来袭 南美大豆供给压力边际减弱

从1950年以来,一共发生23次厄尔尼诺现象,其中9次是强厄尔尼诺。可见平均每三四年就发生一次厄

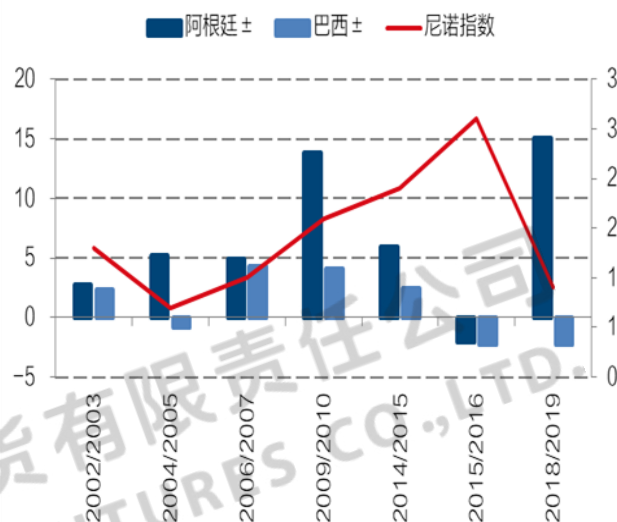
厄尔尼诺现象。ENSO厄尔尼诺发生时直接影响到太平洋、印度洋热带地区的气候状况。厄尔尼诺发展在冬季，巴西东部气温偏高，巴西中部、北部地区出现旱情。巴西南部则可能出现低温多雨，甚至洪涝的情况。一般NINO3.4最大偏离在 0.5°C - 1.3°C 间为弱厄尔尼诺，最大偏离在 1.3°C - 2°C 间为中等厄尔尼诺，大于等于 2°C 的为强厄尔尼诺。最新预估的NINO3.4为1.9。美国全国海洋大气管理局气候预测中心11月16日称，厄尔尼诺现象预计将持续到整个北半球春季。2024年1月至3月，至少有超过55%的可能性会出现“强”厄尔尼诺现象（水温比季节性平均值高出1.5摄氏度以上）；厄尔尼诺事件在11月至1月的季度可能成为“历史上最强厄尔尼诺”。

图：市场预估厄尔尼诺强度



数据来源：NOAA 国信期货

图：厄尔尼诺天气下巴西、阿根廷单产的影响



数据来源：USDA 国信期货

从2000年以来的厄尔尼诺天气下巴西、阿根廷大豆单产变化来看，与上年同期相比，阿根廷除了2015/2016年度超强度厄尔尼诺外，基本上单产会有明显的修复。相对而言，巴西单产修复幅度明显不及阿根廷地区，由于厄尔尼诺会给巴西南部带来过量的降雨，而中西部、北部地区则出现旱情，因此巴西在厄尔尼诺天气条件下减产的概率也比较大。

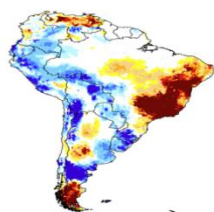
从最新公布的南美地区土壤墒情来看，目前巴西南部地区南里奥格兰德地区、帕拉纳地区降雨过量，而马托格罗索及南马托格罗索地区、戈亚斯地区旱情明显。同时可以看到阿根廷大豆主产区旱情已经较上月同期有明显改善。从当前南美土壤墒情与前两次厄尔尼诺当期11月土壤墒情对比来看，2023年11月巴西中部、北部地区旱情明显要比2014、2015、2018年同期严重很多，而南部湿度基本与当年相似。相对而言阿根廷整体土壤墒情也会低于2014、2015、2018年。从天气的影响情况来看，2023年10月以来的南美的天气与2015年同期更为相似。

2015年10月-2016年3月，巴西出现南涝北旱的局面。从2015年10月开始，主产区马托格罗索地区降雨量仅为正常水平的75%左右，这种局面一直持续到2016年1月，1月巴西迎来较大的降雨，马托格罗索地区的降雨恢复正常。不过南部帕拉纳及南里奥格兰德地区则遭遇洪水，超强降雨让当地大豆生长受到损害。生长期降雨不足与过量让巴西当年大豆产量同比下降140万吨至9570万吨。

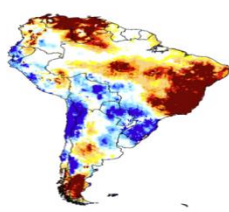
图：厄尔尼诺天气下11月初南美土壤墒情

图：2015/16年度巴西大豆生长季降雨距平

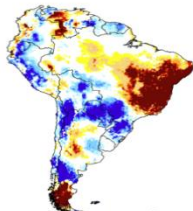
November 03, 2014



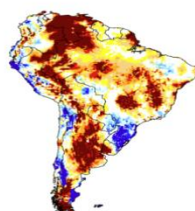
November 02, 2015



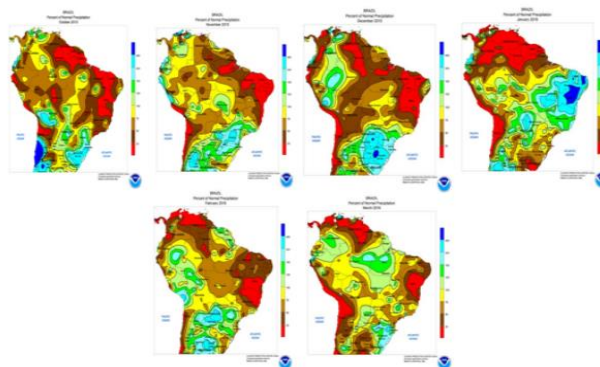
November 05, 2018



November 06, 2023



2015年10月-2016年3月



年度	巴西大豆产量	同比增减±
2015/2016	9570	↓ -140

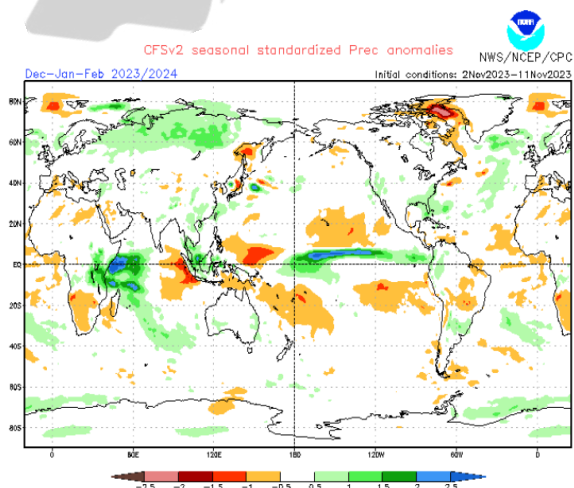
数据来源: USDA 国信期货

数据来源: NASA 国信期货

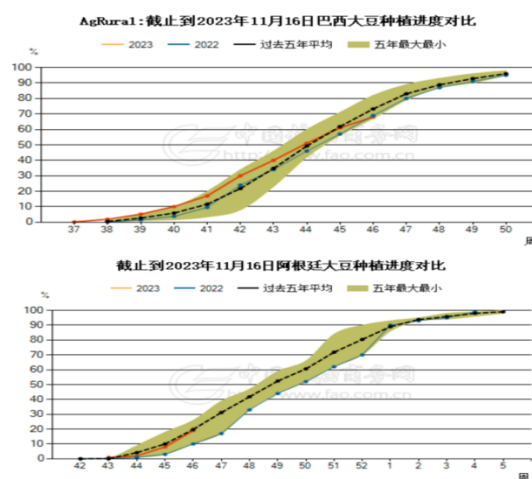
巴西国家商品供应公司 (CONAB) 表示, 截至11月18日巴西2023/24年度大豆种植进度为65.4%, 落后于去年同期的播种进度75.9%。位于中西部的头号大豆产区马托格罗索州的播种进度为91.1%, 低于去年同期的98.8%。位于南方的第二大产区帕拉纳州, 播种进度为84.0%, 低于去年同期的90.0%。而马托格罗索等地区缺少降雨, 部分农民停止播种, 重播可能达到20%上下。从当地了解到, 部分农民因担心后续棉花等种植, 可能直接将大豆改种成棉花。马托格罗索是巴西最大的大豆种植区, 占大豆种植面积的29%, 如果出现20%重播, 这可能会减少大豆的种植面积。后期巴西大豆种植面积有下调的可能。布宜诺斯艾利斯谷物交易所最新公布, 截至11月18日, 该国主要农业带的大豆发芽和生长良好, 目前预期播种面积1,730万公顷 (4,270万英亩) 中的34.8%已经完成播种。对于阿根廷而言, 11月19日, 极右翼经济学家哈维尔·米雷当选阿根廷下一任总统。米雷提议关闭央行, 货币美元化, 削减农产品出口关税和出口限制。这可能对23/24年度阿根廷大豆出口有较大影响。

图: 未来三个月天气预报

图: 巴西、阿根廷大豆播种进度



数据来源: NOAA 国信期货



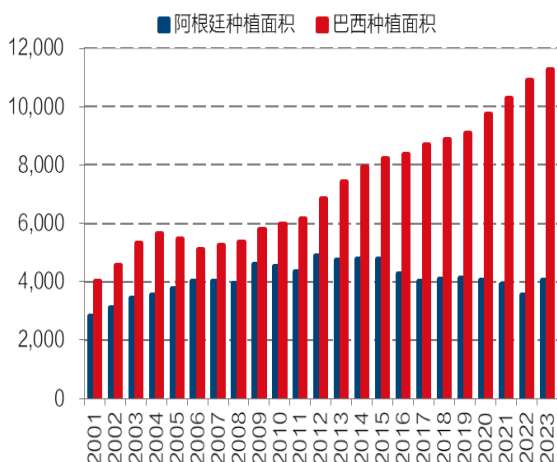
数据来源: 粮油商务网 国信期货

从未来三个月天气预估模型来看, 未来三个月, 巴西南部降雨超过正常水平1-1.5MM, 中部地区降雨依然不足, 较正常水平偏低0.5-1MM, 相对而言, 阿根廷地区基本上恢复到正常降水的范围内。从最新的预报

了解到，巴西中部的季节性降雨将持续整周，但整体降雨量不大，这能否缓解当地的旱情仍需关注。

图：巴西、阿根廷大豆播种面积

表：巴西、阿根廷产量预估（单位：万吨）



	年度	巴西 (万吨)	阿根廷 (万吨)	合计	同比增减
USDA	2022/23年度	15800	2500	18300	860
USDA	2023/24年度	16300	4800	21100	2800
中等厄尔尼诺	2023/24年度	15800	4800	20600	2300
强厄尔尼诺	2023/24年度	15500	4500	20000	1700
超强厄尔尼诺	2023/24年度	15000	4000	19000	700

数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

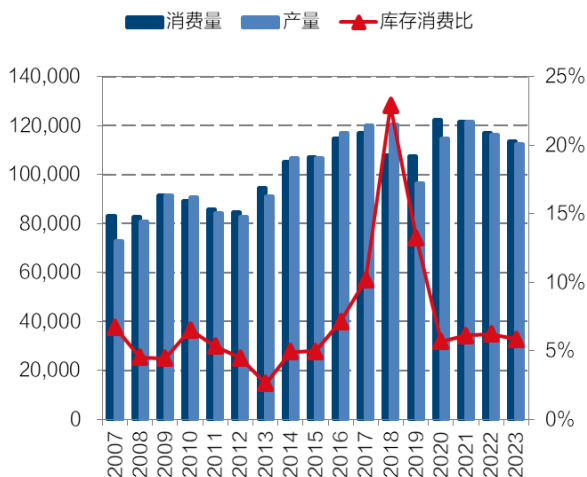
USDA最新预估23/24年度巴西大豆产量为1.63亿吨，而阿根廷23/24年度大豆产量为4800万吨。目前巴西当地机构分歧很大，部分机构继续上调巴西产量，比如巴西国家供应公司（Conab）将该国2023/24大豆产量预估上调约40万吨，达到1.62420亿吨。但部分机构已经开始下调产量，比如咨询机构AgRural对巴西产量从1.646亿吨下调至1.635亿吨。而阿根廷23/24年度当地机构预估或增至5000万吨。一般而言，USDA对南美大豆产量调整在1月以后，在此之前，市场在丰产预期和天气担忧中反复徘徊。未来要密切关注厄尔尼诺发展的情况，一旦发展成强厄尔尼诺天气，那么阿根廷天气的影响或将从积极转向消极。如果维持当前中等厄尔尼诺的天气，阿根廷大豆产量维持4800万吨的预估，巴西大豆或因中西部地区旱情产量降至1.58亿吨可能性较大，巴西和阿根廷两国产量同比增加为2300万吨，较最初预估有所下降。如果发展成强厄尔尼诺天气，巴西干旱与洪涝并存，而阿根廷洪涝概率增加，这两国合计产量增幅为1700万吨。如果发展成超强厄尔尼诺天气，那么巴西、阿根廷大豆产量可能会出现较大产损，两国产量合计增幅或不超过1000万吨。可见按照目前厄尔尼诺发展的情况，南美大豆供给压力边际减缓。

2.3、美豆库存偏紧依旧 等待下一年度修复

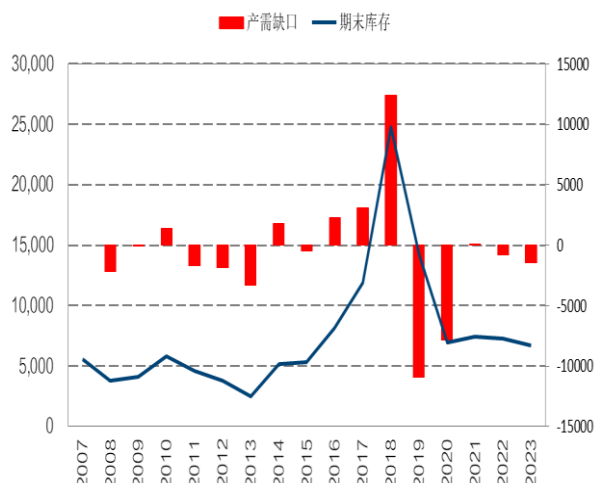
与全球大豆供给逐步充裕相比，美国大豆供给偏紧的局面已经持续四年。尤其是23/24年度，此前市场预期会有较大的增长，但由于种植面积大幅缩小，导致23/24年度美豆库存降至2.45亿蒲的低位。美豆市场产量连续两年下滑，消费量连续三年下滑，库存消费比持续低位运行。尽管进入11月，USDA上调美豆单产，但由于种植面积偏低，产量依然同比下滑。

图：美豆产消库走势对比（单位：千吨、%）

图：美豆产需缺口及库存走势（单位：千吨）



数据来源: USDA 国信期货

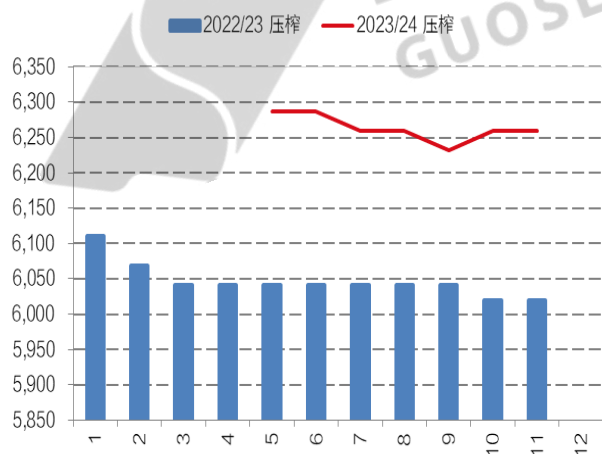


数据来源: USDA 国信期货

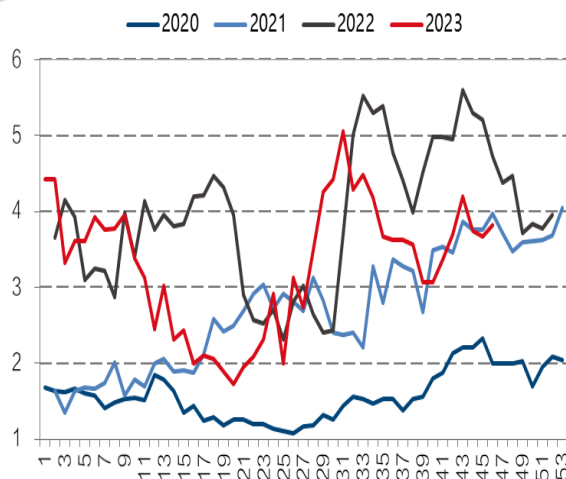
伴随着产量的定产,需求成为影响美豆走势的关键所在。受到下游需求旺盛的提振,美豆压榨需求持续上调。美国国内压榨需求已经连续三年同比大幅增长,USDA预估23/24年度美豆压榨同比增加3.98%至6259万吨。从月度调整来看,近几年,USDA对于美豆压榨需求一般都是高开低走,年度初期预估偏高,此后跟随压榨利润和压榨量的情况进行调整。23/24年度美豆压榨需求从最高的6286万吨降至6259万吨。由于美豆油生柴需求以及美豆粕贸易需求的增加,至少在2024年4月前,美豆压榨需求高企的局面仍将持续。这使得短期美豆压榨需求调整空间有限。

图:美豆压榨调整节奏(单位:万吨)

图:美豆压榨利润走势对比(单位:美元/蒲式耳)



数据来源: USDA 国信期货

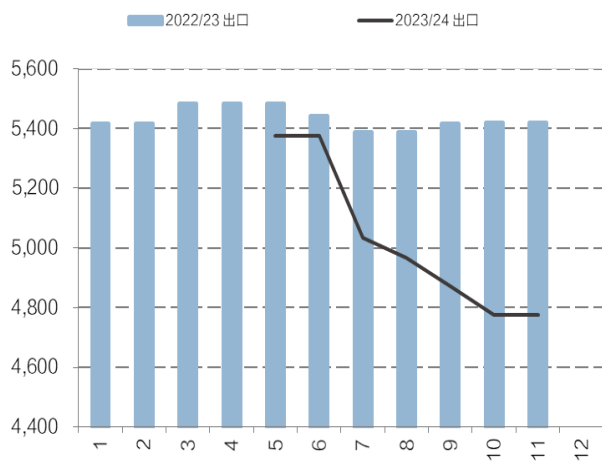


数据来源: USDA 国信期货

受累于巴西大豆丰产,美豆出口从2023年6月以来持续下滑。USDA从2023年6月开始不断下调22/23年度、23/24年度美豆出口量,尤其是23/24年度美豆出口降至四年新低。不过10月以来,美豆出口边际改善,同比降幅收窄,尤其中国近期采购明显增加,这使得美豆出口后期上调的可能性增加。从美国农业部最新出口数据来看,截至11月19日美豆累计出口2815万吨,去年同期为3288万吨。同比降幅从最高的32%降至14.37%。近期12月美湾出口CNF报价为225美元/吨,巴西同期CNF报价为230美元/吨,叠加亚马孙流域物流受阻,美豆价格优势、物流优势体现。11月份以后,美豆出口数量明显增加。从出口国来看,中国依然是

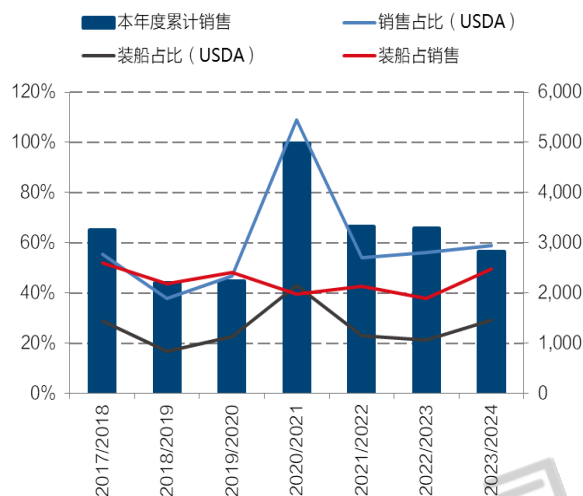
最大的买家。目前中国采购了983万吨，上年同期为858万吨。目前巴西南涝北旱仍未缓解，大豆播种迟缓，这无疑给美豆出口的时间窗口延长，有利于美豆的出口，后期美豆上调出口的概率增加。

图：美豆出口调整节奏（单位：万吨）



数据来源：USDA 国信期货

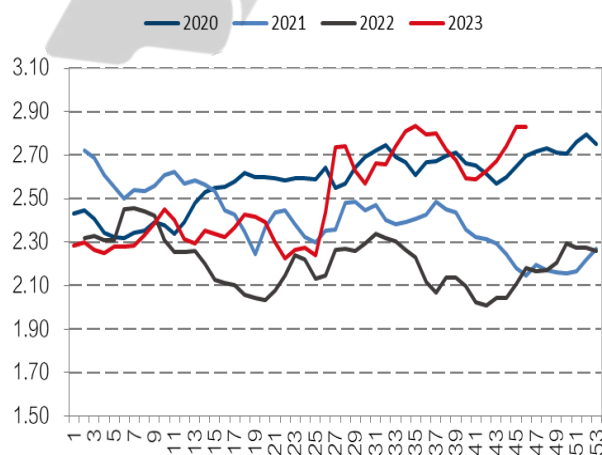
图：美豆出口累计量对比（单位：万吨）



数据来源：USDA 国信期货

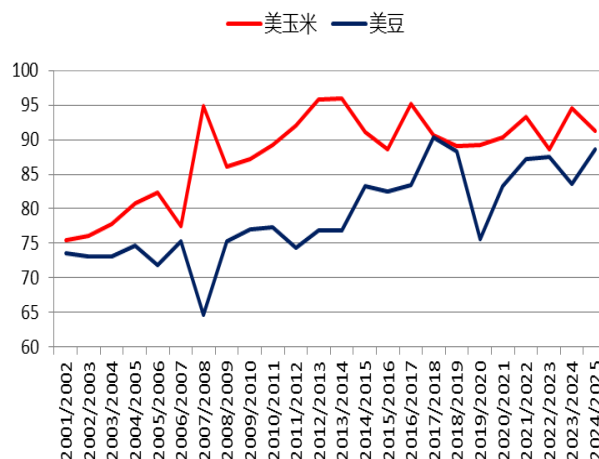
由于23/24年度美豆供需偏紧的格局仍未得到有效缓解，市场寄希望于24/25年度美豆种植面积的回升。从CBOT大豆与CBOT玉米的比价来看，目前比价在2.8附近震荡反复。从历史规律来看，一旦大豆玉米比价超过2.5，种植大豆收益可能会好于玉米。由于美国耕地面积增加有限，因此近期美国有专业人士预估2024年美国大豆种植面积将增加到8860万英亩，而美国玉米种植面积将减少至9120万英亩，美国全小麦种植面积将减少至4750万英亩。2024年，美国玉米、小麦和大豆的总种植面积预计将稳定在2.27亿英亩。大豆种植面积的增加是从玉米、小麦面积中转化过来的。

图：CBOT大豆与CBOT玉米比价走势



数据来源：WIND 国信期货

图：美国大豆与玉米种植面积对比（单位：百万英亩）



数据来源：USDA 国信期货

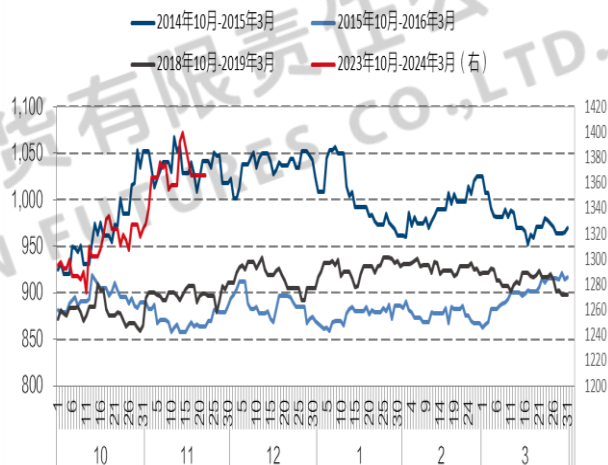
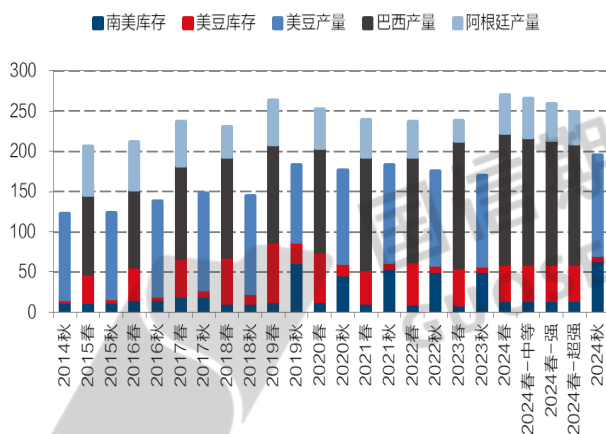
按照USDA预估来看，2023年秋季，全球大豆G3国供给量仅为1.7亿吨，同比下滑485万吨，在南美大豆上市前，全球大豆供给量为8年（2016年）来新低。如果按照巴西、阿根廷实现USDA预估，全球大豆2024年春季供给量增加3200万吨至2.7亿吨，如果厄尔尼诺强度持续增加，全球大豆2024年春季供给量增加幅

度可能降至1150万吨左右。尽管同比供给量依然增加，但比照此前预估仍较大的下降，供给压力边际大大缓解。而按照24/25年度美豆种植面积预估来算话，2024年秋季全球大豆供给量或增加1974万吨至1.94亿吨。可见厄尔尼诺的发展强度对于南美大豆的影响仍在持续发酵中，目前市场已经对丰产预期有所消化，后期一旦天气出现异常，那么供给压力或将减弱。

从历次厄尔尼诺天气对市场的影响来看，在10月至12月播种期，一般市场呈现宽幅震荡的走势。播种期天气的影响对于后期的定产仍有变数，因此市场略显谨慎。进入1月，市场则出现分歧，如果产区出现有效降雨，那么1月CBOT大豆或将出现回落，而如果1月降雨依然不足的话，那么市场依然维持宽幅震荡的行情。只有到了南美大豆集中上市，收割压力体现之后，期价才有回落的预期。如果天气发展成强厄尔尼诺的话，比照2015年同期，由于巴西和阿根廷大豆生长后期出现阶段性旱情，随着收割的进程，产量损失逐步体现，期价在3月份出现明显回升。从目前来看，在南美大豆上市前，市场高位震荡加剧。12-2月CBOT大豆或将在1250-1450之间波动，巴西天气与美豆需求成为关键，一旦天气不利，CBOT大豆上行驱动增强，否则市场宽幅震荡延续。2024年3月以后，南美大豆集中上市，季节性收割压力或将凸显，市场交易转向北美，美豆种植面积的增加可能让市场承压，受累于种植成本的下移，下半年CBOT大豆价格或将下移至1100-1350之间。2024年CBOT大豆大概率是显现宽幅区间震荡的走势，价格重心会略有下移。

图：G3国供需春秋对比（单位：百万吨）

图：厄尔尼诺天气下CBOT大豆走势对比



数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

从全球油料市场来看，全球油籽连续三年供大于求，库存大幅回升。贡献最大来自大豆。相对而言，葵花籽增产抵消菜籽的减产，这使得菜籽、葵花籽供需矛盾不大。南美大豆丰产预期是大豆供给增加主要因素。当前市场聚焦在南美大豆丰产预期与美豆供需偏紧的矛盾中。由于厄尔尼诺不断发酵，强度不断增加，阿根廷大豆产量修复确定性增加，但巴西大豆仍面临较大的不确定因素，南涝北旱的局面仍未得到有效缓解。从预估来看，如果厄尔尼诺维持在当前状况下，巴西阿根廷大豆产量或有小幅下调可能。如果厄尔尼诺持续增强，那么巴西阿根廷大豆产量同比增幅或从2800万吨降至700万吨，这将使得2024年春季供给压力大大缓解。相对而言，在南美大豆上市前，美豆出口、压榨边际改善，出口上调可能性增加，供给偏紧的格局越发凸显。CBOT大豆在南美大豆上市前，市场保持宽幅震荡的走势。此后季节收割压力以及美豆种植面积增加或让市场承压，价格重心下移。

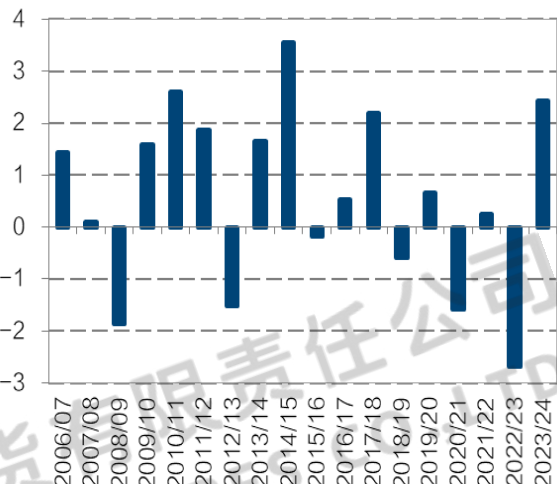
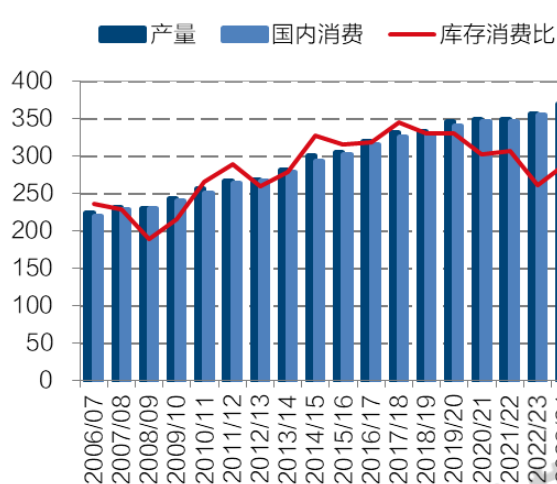
三、全球蛋白粕市场供需分析

3.1、全球蛋白粕库存略有修复

按照USDA最新报告预估，全球蛋白粕连续三年产消同增，但由于22/23年度产不足需，当年产需缺口过大，这使得22/23年度全球蛋白粕库存大幅下降，库存消费比降至2013/14年以来新低。23/24年度，随着阿根廷油料产量的修复，全球蛋白粕供给量大幅增加，需求增幅不及供给，库存以及库存消费比大幅回升。与全球油料库存消费比的高涨相比，全球蛋白粕的库存消费比仅仅略有修复，依然低于21/22年同期水平。从分品种来看，三大主要蛋白粕-豆粕、菜粕、葵花籽粕在23/24年度同比分别增加1217万吨、30万吨、44万吨。可见全球蛋白粕增长主要来自豆粕。

图：全球蛋白粕供需对比（单位：百万吨、%）

图：全球蛋白粕当年产需缺口（单位：百万吨）



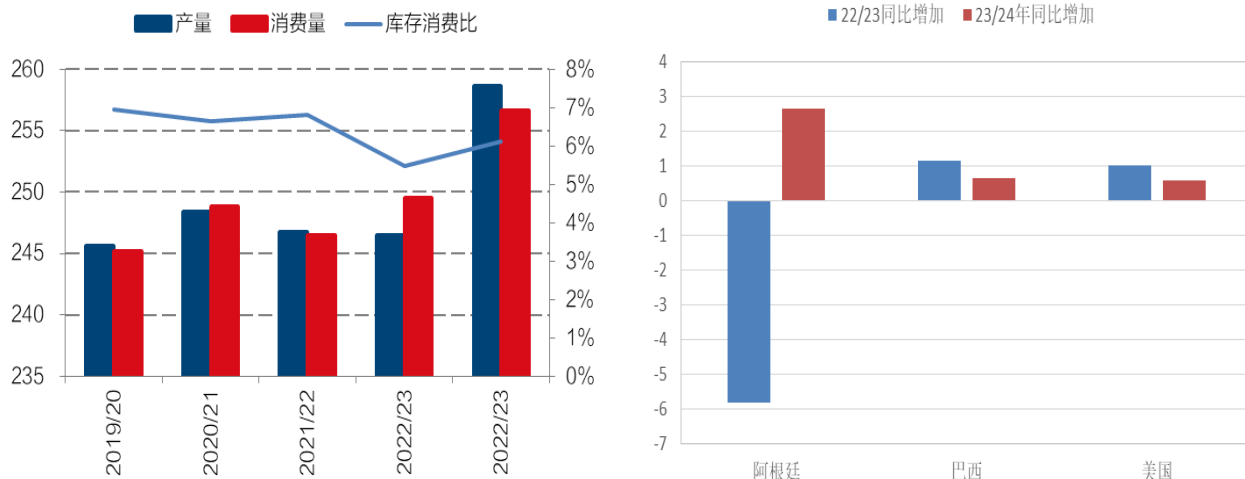
数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

从全球豆粕的供需情况来看，23/24年度，全球豆粕产消增幅创近年来新高，产量的增加得益于阿根廷大豆的产量的修复，23/24年度全球豆粕产量为2.58亿吨，同比增加1217.3万吨，消费量为2.53亿吨，同比增加774.5万吨，因此库存回升200万吨至1568万吨。库存消费比从5.48%回升至6.11%，但仍低于2021/22年度的6.81%。2023年10月以来国际豆粕价格高涨，主要是由于阿根廷大豆减产，导致豆粕供给量下滑，22/23年度阿根廷豆粕出口同比减少583万吨，尽管美国、巴西等国增加压榨，但是这两国22/23年度豆粕出口量分别增加102万吨、115万吨。远未能弥补阿根廷豆粕减少的数量。全球豆粕贸易的修复更多要等到阿根廷新年度豆粕上市后才能有所转变。市场预期23/24年度阿根廷豆粕出口增加265万吨至2340万吨，但仍未恢复到21/22年度2658万吨的水平。相对的美国、巴西豆粕出口增幅收窄，分别同比增加57.7万吨、64.2万吨。可见在阿根廷2024年4月豆粕有效供给增加前，全球豆粕供给偏紧的局面仍将持续。而2024年全年豆粕整体贸易量修复也远不及2021/22年同期。

图：全球豆粕供需对比（单位：百万吨、%）

图：G3国豆粕出口同比增减对比（单位：百万吨）



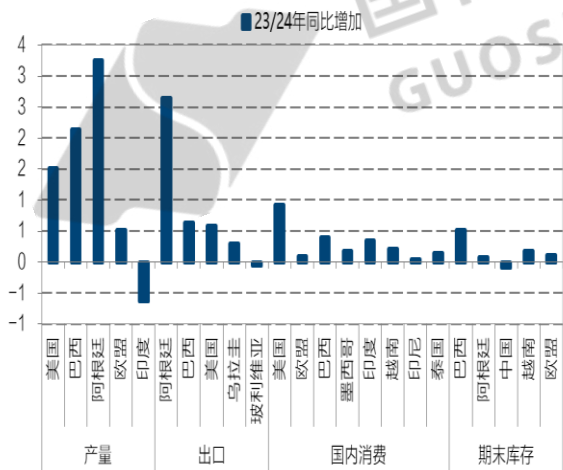
数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

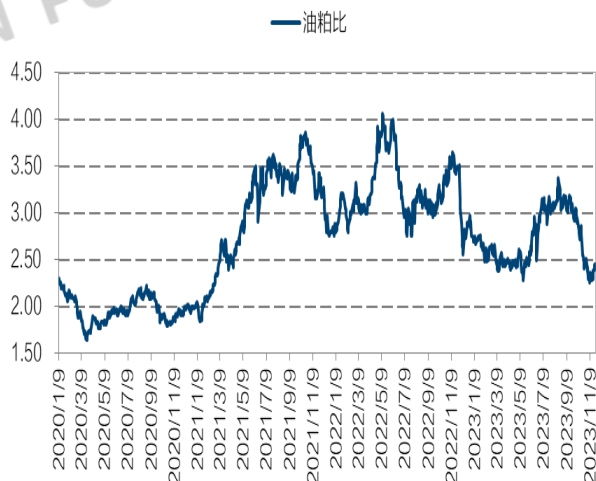
对于23/24年度豆粕各国供需情况，大豆主产国因压榨增加豆粕供给量均有所增加，尤其是阿根廷增幅最大。而印度受累于厄尔尼诺带来的旱情影响，豆粕供给略有下滑。需求方面，出口增幅需看阿根廷，而国内消费增幅需看美国。目前巴西、阿根廷仍处于大豆生长季，尽管从预期上看，这两国合计产量同比增加明显，但是能否实现USDA预估仍存变数。一旦阿根廷不及预期，那么全球豆粕贸易仍将受到冲击。在阿根廷豆粕2024年4月集中上市前，美国粕强油弱局面仍将持续。

图：豆粕分国别供求调整情况对比（单位：百万吨）

图：美豆粕与美豆油比价走势对比



数据来源：USDA 国信期货



数据来源：USDA 国信期货

总的来看，23/24年度全球蛋白粕供需格局略有修复，但其修复的程度远不及全球油料市场。全球蛋白粕能否实现产量的恢复需要看阿根廷豆粕的修复程度，在2024年4月阿根廷豆粕集中上市前，全球豆粕市场贸易偏紧的局面仍将支撑国际豆粕价格高位运行。

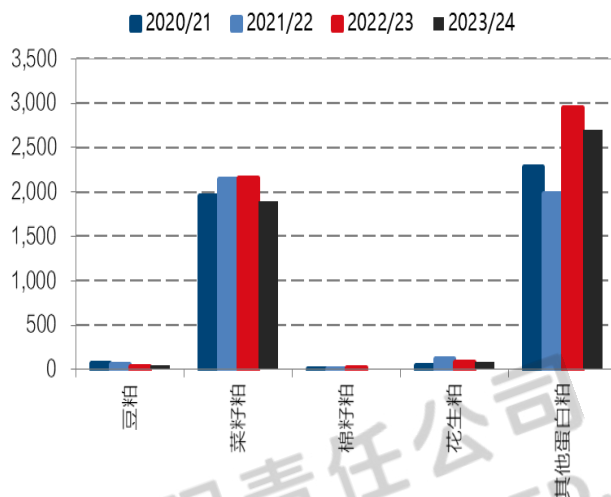
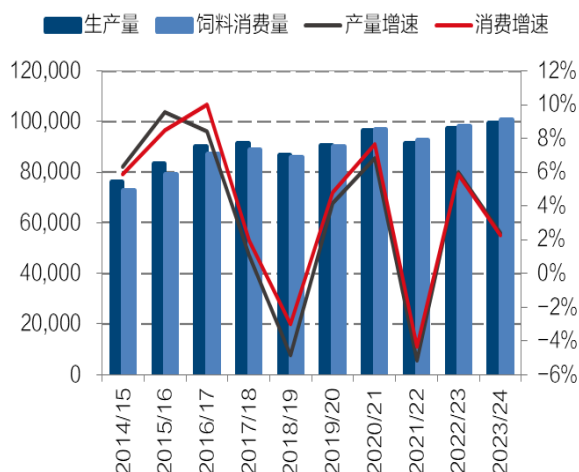
3.2、豆粕消费增速持续放缓 减量替代有序进行

国家粮油信息中心预测2023/24年度我国蛋白粕产量为9949.6万吨，同比增加229.5万吨；蛋白粕饲用

消费量为10062万吨，同比增加222.5万吨。我国蛋白粕一直处于产不足需的局面，需要进口来弥补。预计23/24年度我国蛋白粕进口量为463.5万吨，同比减少62.9万吨。23/24年度我国蛋白粕产量、消费量均创新高，但产消增速明显放缓。由于国内蛋白粕产量的增加，进口蛋白粕数量明显下滑，菜粕、葵花籽粕进口量均有较大幅度的下降。

图：中国蛋白粕产消及增速对比（单位：千吨、%）

图：中国蛋白粕分品种进口量对比（单位：千吨）



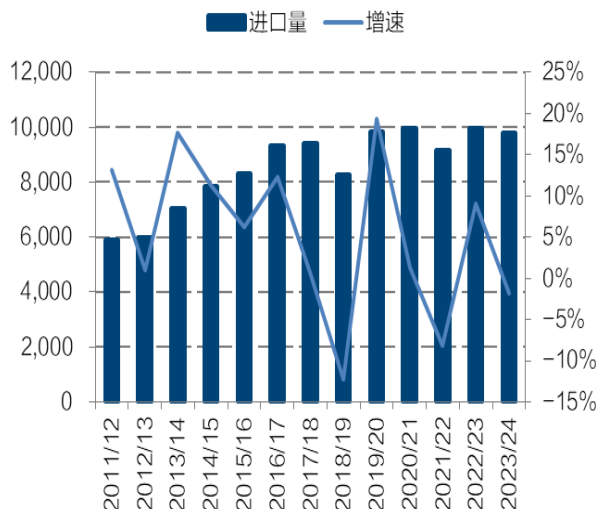
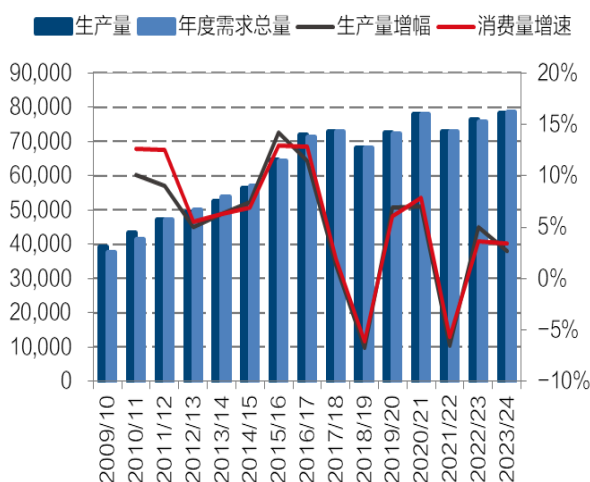
数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

作为蛋白粕占比最大的豆粕市场，国家粮油信息中心预测23/24年度豆粕产消有明显回升，均以超过20/21年同期水平，创历史新高。预测2023/24年度我国豆粕供给量为7852.9万吨，同比增加206.1万吨，其中豆粕产量为7848.4万吨。预计饲用豆粕消费量为7610万吨，同比增加255万吨，年度国内总消费量为7775万吨，同比增加258万吨。我国豆粕消费增速仍在有序放缓中，相比之下，产量增速下滑更为明显。从供给来看，国家粮油信息中心预测2023/24年度大豆进口量为9800万吨，同比减少184万吨。随着我国豆粕减量替代政策的逐步实施，我国进口大豆量或将开始逐年放缓。

图：中国豆粕产消及增速对比（单位：千吨）

图：中国进口大豆进口量及其增速（单位：千吨、%）



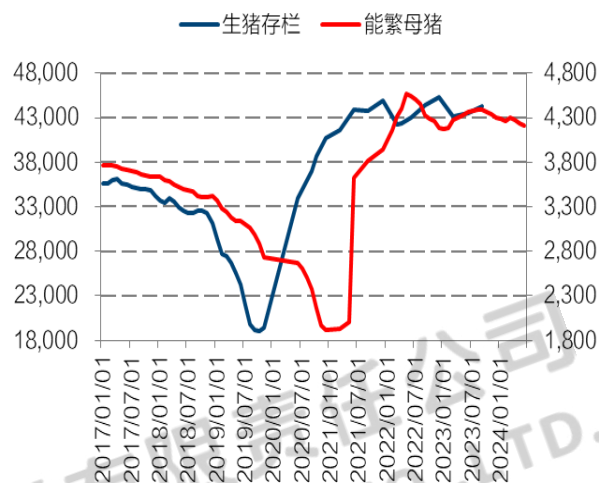
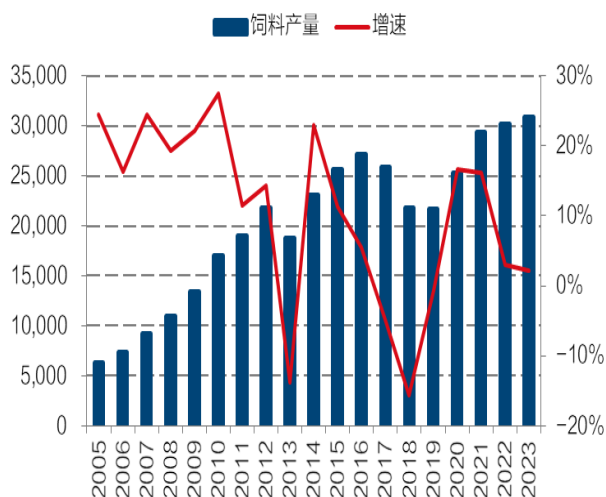
数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

国家粮油信息中心预测2023年我国饲料产量为30901.5万吨，同比增加2.24%。我国饲料产量在连续两年恢复后，市场增速明显放缓。根据饲料工业协会的最新数据显示，10月全国工业饲料产量同比下降0.5%，连续两个月环比下降。2023年1-10月，全国工业饲料总产量21545.5万吨，去年同期为21444.3万吨，同比增加0.47%。目前市场预期2024年国内饲料产量或有下滑，主要因国内生猪养殖或加速去产能。

图：我国饲料产量走势（单位：万吨、%）

图：生猪存栏及能繁母猪存栏推演（单位：万头）



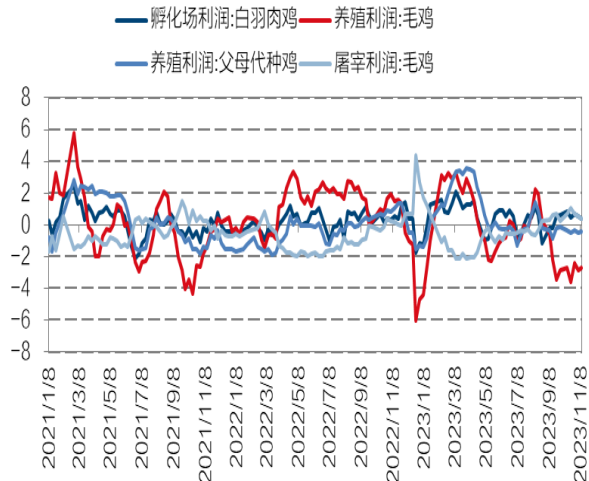
数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

数据来源：WIND 国信期货

根据农业农村部的数据显示，2023年10月末，我国能繁母猪存栏量为4210万头，环比减少0.7%，同比降幅3.86%。2023年以来我国能繁母猪存栏量总体减少180万头。与4000万头基础保有量相比，10月末国内能繁母猪存栏量仍高出210万头。生猪去产能低于此前预期，相对迟缓。按照汇易网测算，根据2023年前十个月我国能繁母猪平均降幅为0.4%来估算，能繁母猪存栏量降至基准量还需要7个月时间；而若以10月降幅计算，则降至基准量还需要4个月左右时间。按照能繁母猪存栏影响10个月后的商品猪市场推算，我国能繁母猪产能恢复到基本保有量预计将到2024年二季度及下半年才会真正显现。

图：生猪养殖利润（单位：元/吨）

图：禽类养殖利润（单位：元/吨）



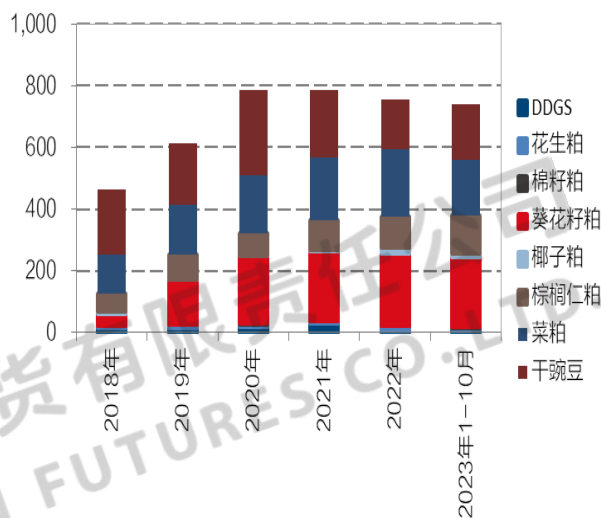
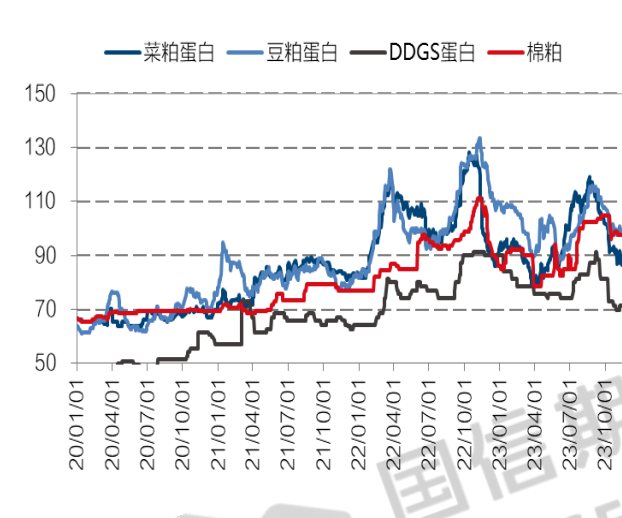
数据来源: WIND 国信期货

数据来源: WIND 国信期货

从养殖利润来看,我国生猪养殖利润在2022年10月开始进入亏损局面,尽管在2023年二季度亏损一度减少,但仍未扭亏为盈,此轮生猪养殖利润亏损已经长达14个月。从猪周期历史来看,最长生猪养殖亏损时间为16个月,可见此轮生猪亏损已经进入尾声。不过目前生猪养殖集中在规模养殖上,从上市公司财报发现,企业资金相对紧张,市场担心生猪养殖企业出现资金的问题。2020年初由于养殖企业亏损严重,豆粕配比降至历史最低水平,需求大幅骤降仍记忆犹新。与之相比,国内禽类养殖利润也相对处于盈亏附近,蛋鸡养殖略好于其他禽类。禽类饲料需求难以有明显的增加。可见对于2024年国内豆粕消费在生猪去产能的背景下不容乐观,豆粕需求增速放缓,甚至有下滑的可能。

图: 蛋白粕单位蛋白价格对比 (单位: 元/吨)

图: 杂粕进口量对比 (单位: 万吨)



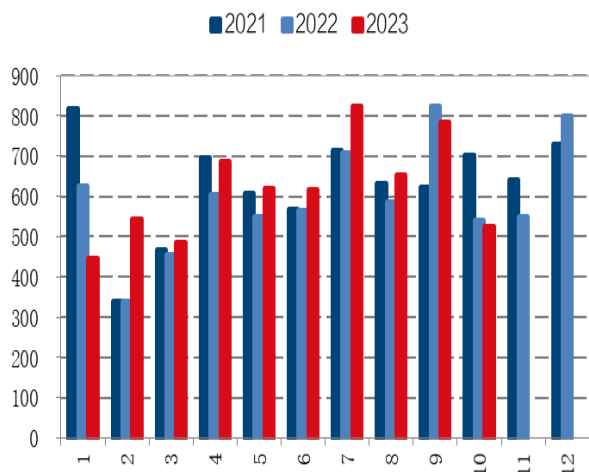
数据来源: WIND 国信期货

数据来源: WIND 国信期货

2023年4月12日,农业农村部印发《饲用豆粕减量替代三年行动方案》。《方案》提出,力争通过三年时间,在养殖业节粮降耗方面取得显著成效,到2025年饲料中豆粕用量占比从2022年的14.5%降至13%以下,为保障粮食和重要农产品稳定安全供给作出贡献。农业农村部将会同有关部门持续推动实施饲用豆粕减量替代行动,加快非粮蛋白饲料资源开发利用,进一步完善相关营养价值参数和应用技术体系,加大研发推广力度,为解决国内蛋白饲料短缺问题提供系统解决方案。尽管豆粕单位蛋白价值量依然在蛋白粕中相对偏高,但是其依然是消费量最大的蛋白粕。2023年,我国其他蛋白粕进口量继续保持高位运行,其中葵花籽粕、干豌豆等进口量仍居高位,杂粕进口量接近800万吨,豆粕需求形成了部分替代,但数量占比依然有限,随着我国豆粕减量替代方案的实施,我国豆粕需求或将逐年减少。

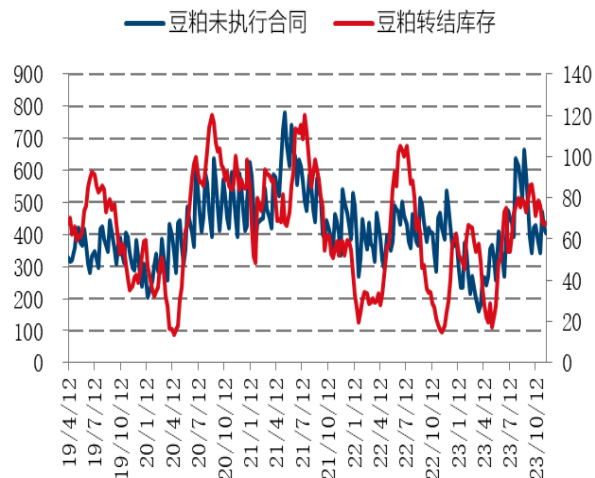
2020年以来,我国生猪养殖从非洲猪瘟的疫情后快速修复,生猪养殖急速扩张,我国豆粕消费量也跟随大幅走高。非洲猪瘟前,我国豆粕月均表观消费量均值为560万-590万吨。而进入2020年以后豆粕月均消费量已经升至600万吨以上,其中2020年豆粕月均消费量在640万吨。2022年豆粕月均消费量回落至596万吨,2023年前10个月,豆粕月均消费量在609万吨上下。考虑到2024年能繁母猪的存栏低于2020年,但高于2017-18年同期,预估2024年豆粕月度表观消费量在560万-600万吨上下。如此测算,2024年大豆压榨量需求在8400万-9000万吨,这与国家粮油信息中心预估的23/24年度大豆进口量相符。从时间来看,2024年国内豆粕需求或出现前高后低的局面,尤其是下半年或下滑明显。

图：豆粕月度消费量对比（单位：万吨）



数据来源：中国粮油商务网 国信期货

图：豆粕库存走势对比（单位：万吨）



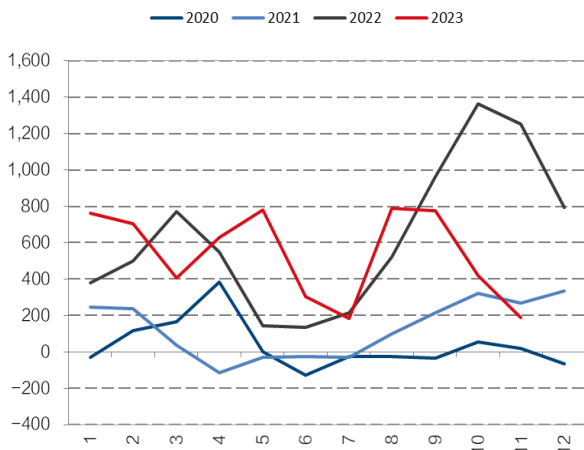
数据来源：中国粮油商务网 国信期货

目前国内豆粕现货库存处于中等水平。中国粮油商务网监测数据显示，截至2023年第46周末，国内豆粕库存量为67.8万吨，高于2021、2022年同期水平，但略低于2020年87万吨的水平。由于2023年11、12月我国进口大豆到港量月均1000万吨以上，因此国内豆粕2023年岁末供给量较大，国内豆粕库存或将明显回升，市场预期2024年年初可能达到100万吨的水平，这对现货冲击加大。从目前贸易商及油厂采购的情况来看，2023年1月采购量相对偏低，市场预期在600万吨上下，而2024年2月-5月预期采购量在800万-1000万吨左右。这可能会造成2024年2月大豆供给量相对偏紧，而其他时间略显宽松。豆粕现货基差在2023年底受累于库存的高企而继续承压回落。

从成本的角度来看，市场对于巴西、阿根廷丰产预期明显，这使得巴西大豆升贴水自2024年3月以后呈现贴水局面，贴水幅度从-7美分/蒲式耳至-67美分/蒲式耳，其中3-6月份贴水幅度较大，尤其是4月贴水在-67美分/蒲式耳。巴西如此偏低的升贴水是在丰产预期的下鼓励销售形成的。按此测算，连粕1月合约在预估范围内。而豆粕3月、5月预估值明显低于当前盘面价格。由于目前巴西天气仍有不确定因素，如此低廉的升贴水，下降空间有限，上调空间仍存。可见当前连粕市场远期合约已经体现部分天气溢价空间。在南美天气尚未落定前，市场或将宽幅震荡，等待产量最后的预估，如果巴西丰产，那么连粕价格或将继续回落，否则市场或将宽幅震荡。

图：豆粕基差季节性走势（单位：元/吨）

图：连粕成本预估（单位：元/吨）



数据来源: WIND 国信期货

豆粕现货价格预估				
品种	交货月	1250	1350	1450
巴西大豆	2024年1月	3769	4136	4503
巴西大豆	2024年2月	3463	3829	4194
巴西大豆	2024年3月	3093	3458	3822
巴西大豆	2024年4月	3052	3416	3779
巴西大豆	2024年5月	3068	3430	3793
巴西大豆	2024年6月	3075	3437	3798
巴西大豆	2024年7月	3096	3453	3811
巴西大豆	2024年8月	3120	3478	3836
豆粕期货价格预估				
品种	交货月	1250	1350	1450
巴西大豆	2024年1月	3369	3936	4303
巴西大豆	2024年2月	3263	3629	3994
巴西大豆	2024年3月	2893	3258	3622
巴西大豆	2024年4月	2852	3216	3579
巴西大豆	2024年5月	2868	3230	3593
巴西大豆	2024年6月	2875	3237	3598
巴西大豆	2024年7月	2896	3253	3611
巴西大豆	2024年8月	2920	3278	3636

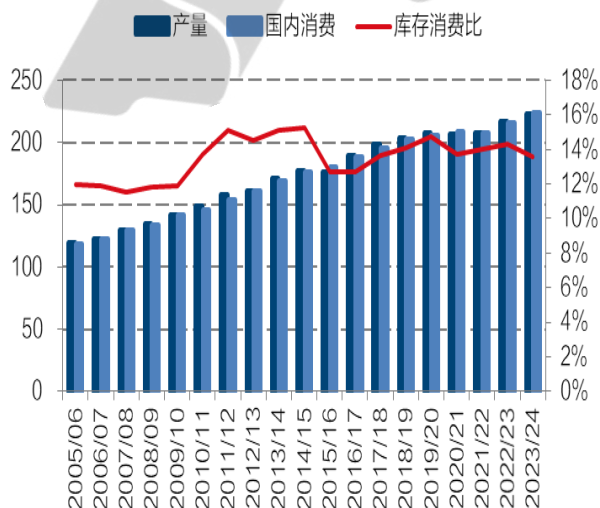
数据来源: WIND 国信期货

总的来看, 2024年国内豆粕供给平稳增加, 国家豆粕减量替代政策执行以及其他蛋白粕的进口替代, 这使得国内豆粕现货需求在2024年增速放缓, 甚至有可能下滑。由于生猪存栏或在2024年实现产能去化至正常范围内, 这使得豆粕需求或呈现前高后低的情况。从成本来看, 在巴西丰产预期下, 3-6月负贴水力度较大, 这使得连粕远期成本下滑。一旦丰产兑现, 连粕远期合约或将走低, 如果天气扰动加剧, 连粕或将高位震荡, 市场在成本与需求中震荡反复。

四、全球油脂市场供需分析

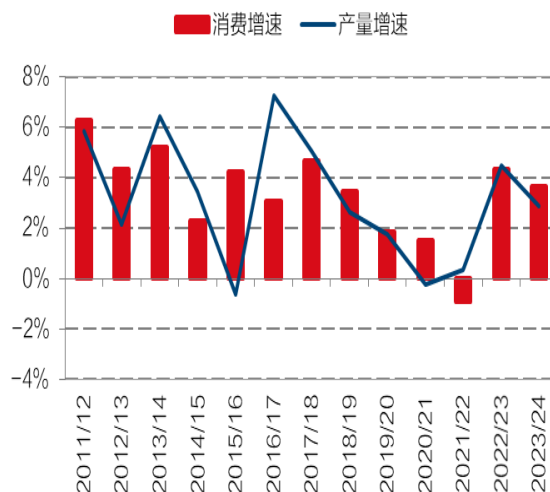
4.1、全球油脂库存高位回落

图: 全球植物油供需对比 (单位: 百万吨)



数据来源: USDA 国信期货

图: 全球油脂产消增幅对比 (单位: %)



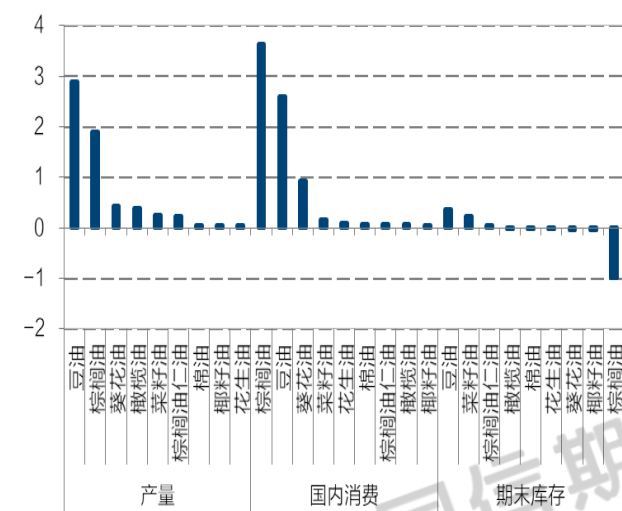
数据来源: USDA 国信期货

在连续两年产大于需后, 23/24年度全球油脂出现产不足需的局面。从USDA最新报告来看, 尽管23/24年度全球油脂产需双增, 但由于需求增幅超过供给增幅, 库存及库存消费比不增反降。可见全球油脂市场比全球油料、蛋白粕市场供需矛盾更为突出。从目前来看, 全球油料市场最为宽松, 全球蛋白粕市场库存

有所修复，而全球油脂库存回落。从报告来看，23/24年度，全球油脂产量为2.23亿吨，同比增加639万吨，需求为2.18亿吨，同比增加772万吨，库存为3034万吨，同比减少44万吨，库存消费比为13.55%，同比减少0.73%。

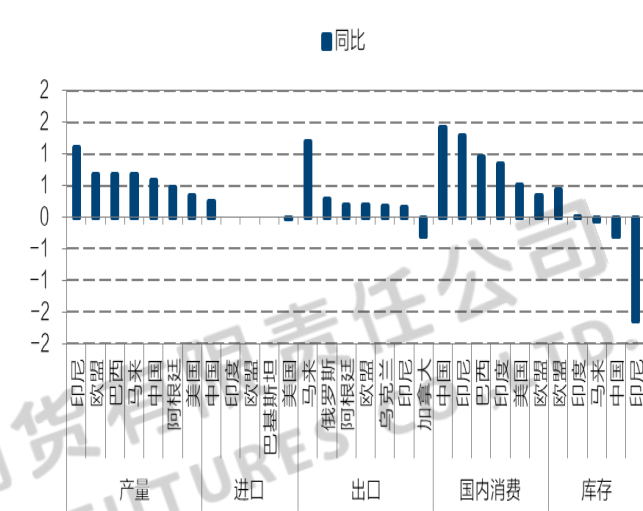
分品种来看，全球9大植物油在23/24年度产量均有不同程度的增加。其中增加幅度在40万吨以上的有豆油增加290万吨至6193万吨，棕榈油增加190万吨至7946万吨，葵花籽油增加44万吨至2205万吨。橄榄油增加40万吨至289万吨，其他油脂增幅有限。需求方面，增幅最大来自棕榈油，23/24年度全球棕榈油消费量为7828万吨，同比增加364万吨，其次豆油为6085万吨，同比增加为260万吨。葵花籽油为2049万吨，同比增加94万吨。

图：全球油脂分品种供求结构变化（单位：百万吨）



数据来源：USDA 国信期货

图：全球油脂分国别供求结构变化（单位：百万吨）



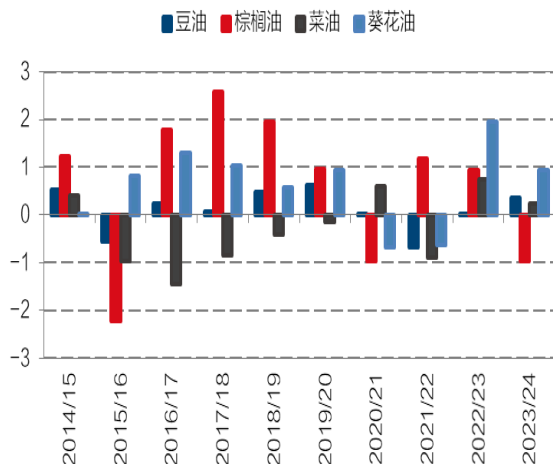
数据来源：USDA 国信期货

分国别来看，全球植物油产量增加集中在印尼、欧盟、巴西、马来西亚、阿根廷、美国等国。23/24年度增幅分别为110万吨、68万吨、68万吨、67万吨、58万吨。不过由于当下是厄尔尼诺天气，或给东南亚带来干旱天气，东南亚棕榈油能否实现产量的增加仍存在一定的变数。除此之外，巴西大豆产区南涝北旱凸显，巴西能否实现USDA预估仍有较大不确定性。这使得全球棕榈油、全球豆油产量仍有较大的不确定性。从出口情况来看，除加拿大外，植物油主要生产国出口均有较大的增加。尤其是马来棕榈油23/24年度出口增加119万吨，俄罗斯出口增幅为29万吨，阿根廷、欧盟、乌克兰、印尼出口分别增加19万吨、19万吨、17万吨、15万吨。从国内需求来看，中国、印尼23/24年度植物油需求有明显增加，尤其是中国需求增长明显。

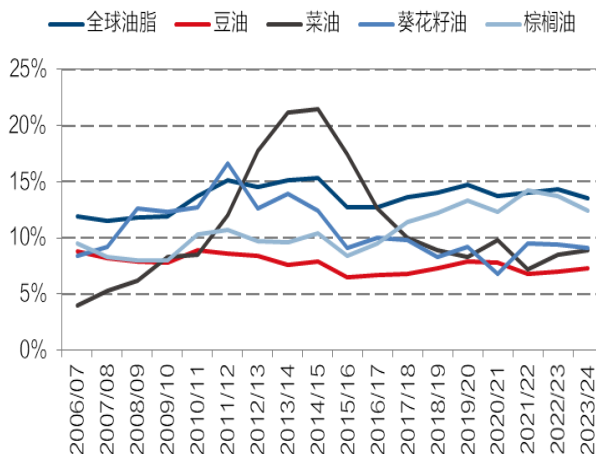
从库存结构来看，全球四大植物油库存出现明显差异性走势，其中棕榈油库存出现大幅下降，葵花籽油库存大幅回升，而豆油、菜油小幅回升。从库存消费比来看，全球四大植物油库存消费比两增两减，全球豆油库存消费比小幅回升至7.24%，但依然是四大植物油中库消比最低的油脂，菜油小幅回升0.46%至8.92%，葵花籽油库消比从9.09%降至8.80%，棕榈油从13.74%降至12.46%。

图：全球油脂分品种库存变化（单位：百万吨）

图：全球油脂分品种库消比变化（单位：%）



数据来源: USDA 国信期货



数据来源: USDA 国信期货

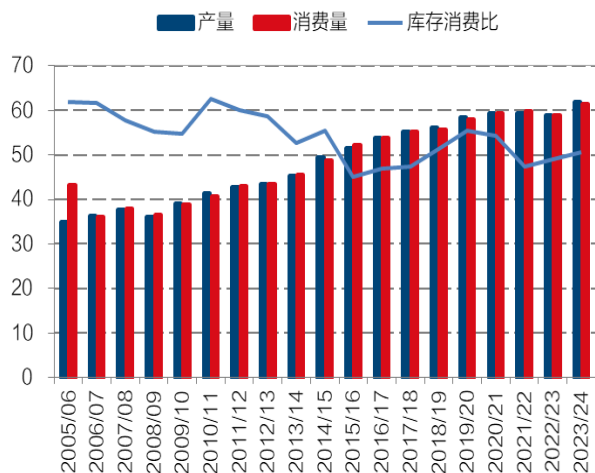
总的来看, 全球植物油市场在23/24年度, 产量仍有较大的不确定因素, 全球棕榈油产量因厄尔尼诺天气仍有下调的预期, 但因需求高涨, 库存下调空间加大。其次是最为紧张的豆油市场, 由于巴西大豆生长仍有不确定因素, 因此全球豆油库存偏紧的局面仍将持续。全球油脂库存在23/24年度仍有下调预期, 这使得供需矛盾进一步加剧。

4.2、美豆油生柴发展遭遇阻碍 巴西豆油生柴发展持续增长

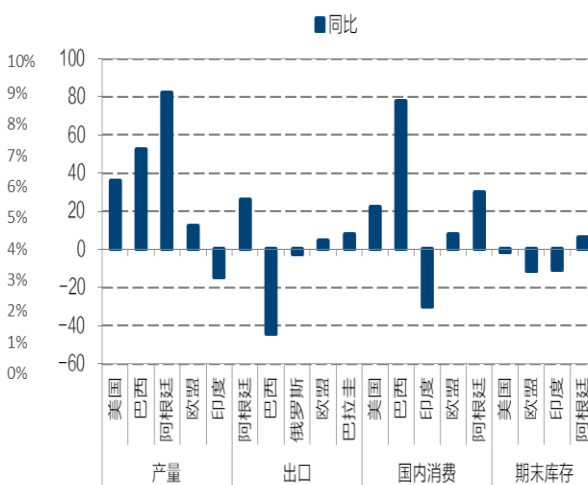
23/24年度全球豆油市场实现了供需双增的局面, 产量和消费量均超过2021/22年同期水平, 创历史新高, 其中23/24年度全球豆油产量增加290万吨至6193万吨, 需求增加260万吨至6085万吨, 库存小幅37万吨至524万吨。从国别来看, 产量增长贡献来自阿根廷增加83.3万吨, 巴西增加52.4万吨, 美国增加36.1万吨。出口增幅集中在阿根廷, 23/24年度出口增加26.3万吨, 而巴西则减少44万吨。豆油国内消费增幅最大, 其中巴西豆油23/24年度国内消费增加77.5万吨, 美国增加22万吨, 阿根廷增加30万吨。印度产需出现较大的降幅。可见全球豆油市场上, 阿根廷产需实现恢复性增长, 而巴西、美国国内消费表现亮眼。

图: 全球豆油供需走势对比 (单位: 百万吨、%)

图: 全球豆油分国别供需变化 (单位: 百万吨)



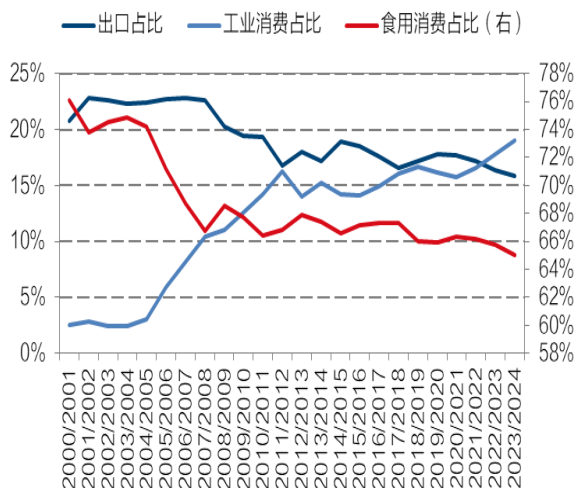
数据来源: USDA 国信期货



数据来源: USDA 国信期货

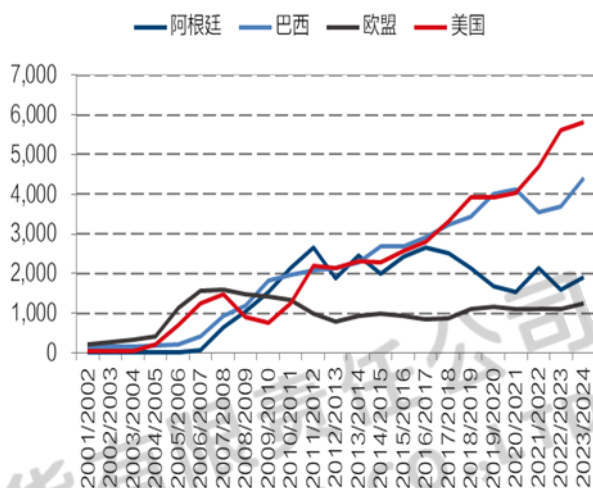
从消费占比来看,全球豆油的食用消费占比逐年下滑,2005/06年度食用消费占比为71.14%,而2023/24年度为64.99%。与之相比工业消费占比逐步增加,2005/06年度工业消费占比为5.87%,而2023/24年度为19.01%。从工业消费量的发展来看,美国豆油工业消费量从2005/06年度的70.6万吨增加至2023/24年度580.6万吨,巴西同期从22万吨增加至440万吨,阿根廷同期从2万吨增加至190万吨,而欧盟微幅增加至125万吨。可见全球豆油生柴发展主要集中在美国、巴西。从USDA报告来看,美豆油工业消费增速明显放缓,而巴西豆油工业消费实现飞跃式增长。

图:全球豆油消费分类增速(单位:%)



数据来源:USDA 国信期货

图:全球豆油主产国工业消费量对比(单位:千吨)



数据来源:USDA 国信期货

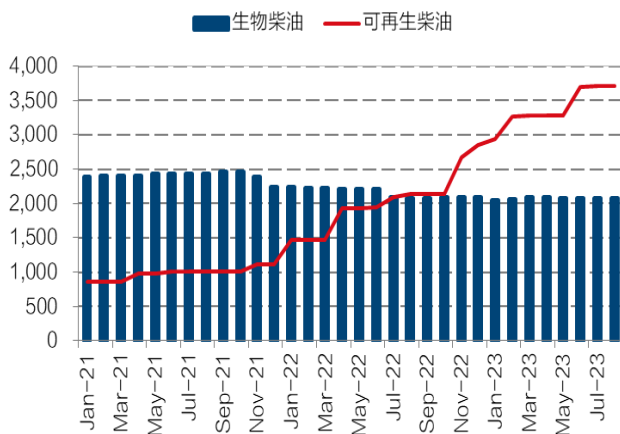
2023年美豆油生物燃料消费大幅增加,其中7月单月增长迅猛。这一方面得益于美国能源署公布的最新的生物柴油掺兑法案,另一方面也受到加工利润高企,企业生产积极性旺盛导致。但是进入2023年10月以后,高企的美豆油生物柴油消费热度有所降温。市场各方对于下一年度美豆油工业消费预期开始降低。在连续高涨后,美豆油生物柴油消费增速或将放缓。

图:美国生物柴油掺兑比例

图:美国豆油生物柴油及可再生柴油产能(单位:万吨)

项目	2023年6月版本					
	2023	2024	2025	2023增减	2024年增减	2025年增减
纤维素燃料(D3)	8.4	10.9	13.8	0.7	2.5	2.9
生物质柴油(D4)	28.2	30.4	33.5	0.6	2.2	3.1
先进生物燃料(D5)	59.4	65.4	73.3	1.7	6	7.9
可再生燃料(D6)	209.4	215.4	223.3	1.7	6	7.9

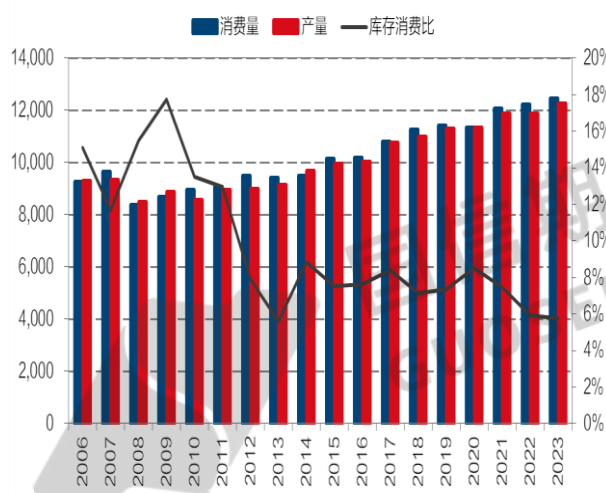
数据来源:EIA 国信期货



数据来源:USDA 国信期货

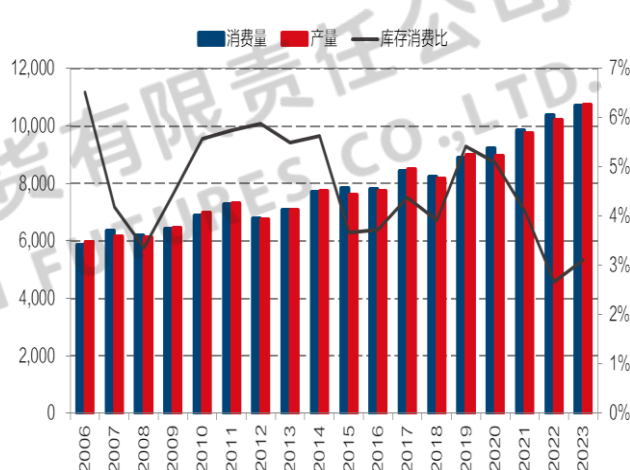
从长期来看，美豆油年度工业消费量仍保持稳中有增的局面。2023年6月美国能源署分别上调了2024年、2025年生物柴油的掺兑比例为30.4亿加仑、33.5亿加仑，分别同比增加2.2亿加仑、3.1亿加仑。在USDA最新报告中预估2023/24年度美豆油的生物燃料使用量为128亿磅，2022/23年度使用量为124亿磅，同比提高4亿磅，增幅3.2%。从2022年以来，美国快速发展可再生能源，其产能在2023年已经超过生物柴油的产能。在美国全国范围内，生物燃料的总体生产能力-包括可再生柴油，生物柴油，乙醇和其他生物燃料-在2023年1月达到230亿加仑/年(加仑/年)，总生产能力比2022年1月增加6%。燃料乙醇占美国生物燃料产能的78%，可再生柴油和其他生物燃料占13%，生物柴油占9%。可见生物柴油及可再生柴油等生物燃料的加工产能在50亿加仑，美国生物柴油及可再生生物柴油的产能过剩较为突出。从短期来看，2022年以来，国际原油价格维持高位，生物质柴油生产利润丰厚，生产商积极掺混生成了过多的D4 Rins，这就出现了rin大量结余，rin价格下跌。进入2023年10月国际原油价格大幅走低，rin价格持续走弱令生柴利润恶化，生产商积极性下降，市场预期2023年透支了美豆油未来的工业需求。由于短期国际原油难以出现趋势性上涨走势，美豆油工业消费预期转弱。市场等待全球经济转好，需求增加，原油走高给予未来美豆油的提振。可见23/24年度，受累于前期过快的增加，和产能的大幅扩张，美豆油生物制柴油用量增速可能放缓。市场对于国际原油的敏感度或将加强。

图：美豆油供需走势对比



数据来源：USDA 国信期货

图：巴西豆油供需结构走势对比



数据来源：USDA 国信期货

根据USDA数据显示，巴西豆油23/24年度产需大幅增加，由于产量增幅较大，因此库存从低位略有回升。巴西豆油食用消费、贸易量在23/24年度占比明显下滑，而工业消费占比从35.7%回升至41.12%。可见巴西豆油23/24年度市场需求的格局与美豆油22/23年度较为类似。目前巴西生物柴油掺兑比例为12%，市场预期在2024年有望从12%增加至13%。由于巴西豆油制生物柴油占比70%，如果掺兑比例提升兑现，那么豆油的消费量或增加60万吨左右。可见随着巴西生物柴油的发展，巴西可供出口的豆油正在下降，豆油贸易或将集中到阿根廷市场上。

总的来看，23/24年度全球豆油供需偏紧的格局略有缓和，但仍是油脂中供需最紧张的油脂。供给端依赖于南美大豆丰产带来的提振，需求方面巴西、美国均依靠生物柴油的增长提振。美豆油生物柴油增量收窄，巴西豆油制生物柴油发展迅猛，国际原油对于豆油的敏感性增强，尤其是美豆油市场更为明显。对于全球豆油市场而言，23/24年度市场供给端需看南美大豆产量，需求端需看国际原油走势。

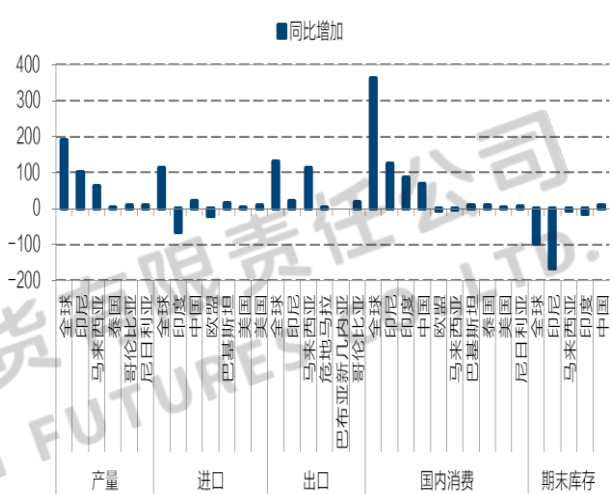
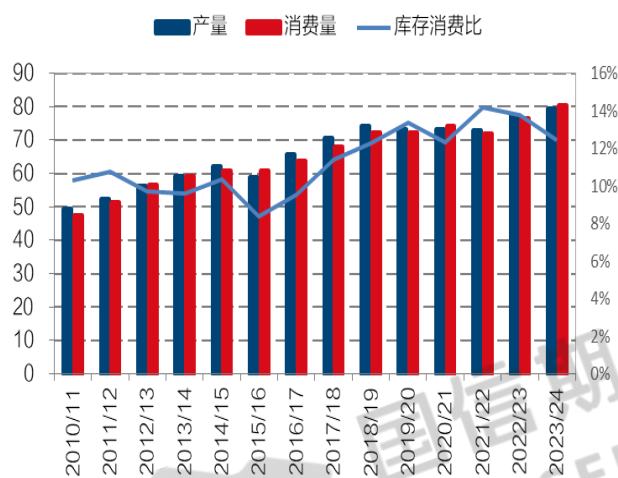
4.3、厄尔尼诺来袭 东南亚棕榈油产量堪忧

按照USDA最新预估，2023/24年度全球棕榈油供需双增，由于需求增速超过供给增速，库存高位回落。按照USDA最新预估，23/24年全球棕榈油产量从7756.3万吨增至7946.4万吨，增幅为2.45%。消费量从7464万吨升至7828万吨，消费增幅达4.96%，全球棕榈油库存从1705万吨降至1607万吨。库消比从13.74%降至12.46%。可见全球棕榈油库存压力大大缓解，供需格局出现了转变。

分国别来看，23/24年度USDA预估印尼、马来西亚棕榈油产量均有较大幅度增加，分别较上年增加100万吨、61.3万吨。但由于2023年出现厄尔尼诺天气，这将对东南亚棕榈油产量形成滞后效应。印尼、马来西亚棕榈油产量存在减产预期。从需求来看，印尼、印度、中国的棕榈油消费均有明显增加，其中印尼作为主产国，其消费增长更多来自于生物柴油的增加。相对而言，印度、中国预期需求增加。马棕油国内消费下降，而出口需求则大幅增加。

图：全球棕榈油产消及库消比对比（单位：千吨、%）

图：全球棕榈油分国别供求结构变化（单位：万吨）



数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

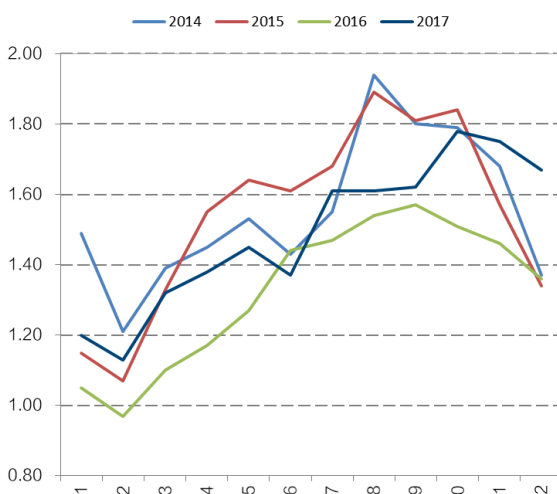
从2000年以来历次厄尔尼诺天气下印尼、马来棕榈油产量变化来看，厄尔尼诺对于马来西亚棕榈油产量的影响明显要大于印尼产量的影响，尤其是近两次厄尔尼诺对于马棕油的影响远比前些年的影响更大一些。究其原因，影响程度的强弱可能与印尼棕榈油树龄相对年轻，而马来西亚棕榈油树龄老化有关。从年度产量变化来看，随着马来西亚棕榈油树龄的逐步变老，近两次出现厄尔尼诺天气条件下，马来西亚作物年度产量均有明显下滑，而下一年作物年度产量影响更为明显。相对而言，印尼产量降幅相对偏低，甚至还有增产的情况。如果出现超强厄尔尼诺，印尼的棕榈油产量也将受到冲击。可见厄尔尼诺对于棕榈油产量的影响更多体现在马来西亚。

图：厄尔尼诺天气下马来印尼年度减产情况对比

图：2014—2016年厄尔尼诺对鲜果串单产的影响

年份	印尼	马来	印尼产量增减	马来产量增减	厄尔尼诺指数
2004/2005	1356	1519.4	159	177.4	0.7
2005/2006	1556	1548.5	200	29.1	
2006/2007	1660	1529	104	-19.5	1
2007/2008	1800	1756.7	140	227.7	
2008/2009	2050	1725.9	250	-30.8	
2009/2010	2200	1776.3	150	50.4	1.6
2010/2011	2360	1821.1	160	44.8	
2011/2012	2620	1820.2	260	-0.9	
2014/2015	3300	1987.9	250	-28.2	2.3
2015/2016	3200	1770	-100	-217.9	
2016/2017	3600	1885.8	400	115.8	
2019/2020	4250	1925.5	100	-154.5	0.9
2020/2021	4350	1785.4	100	-140.1	

数据来源：USDA 国信期货

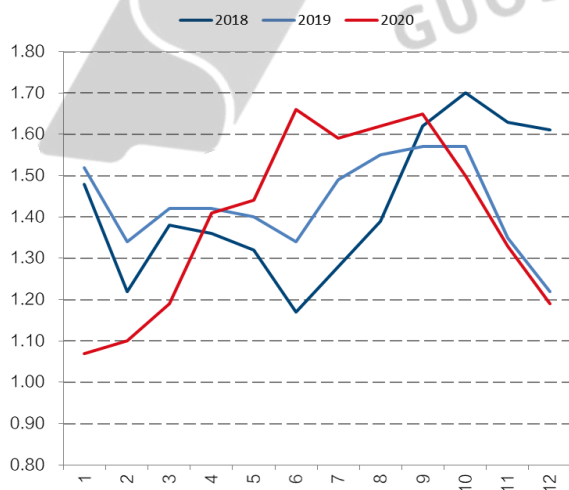


数据来源：USDA 国信期货

从影响的时间来看，2014年10月开始的厄尔尼诺天气，对马来西亚棕榈油鲜果串的产损开始于2015年11月，正好遇到减产周期，时间滞后13个月。而2018年9月开始的厄尔尼诺天气，对于棕榈油鲜果串产损时间为2019年10月，滞后时间为13个月。那么如此测算，2023年5月开启的此轮厄尔尼诺天气对于马棕油产量的影响可能要在2024年二季度体现。由于2023年5月以来，马来西亚雨水相对充沛，因此鲜果串水分流失的影响明显不在。市场更多的影响或将体现在未来的性别分化和花序发芽阶段。考虑到最快10个月的时滞影响，此轮厄尔尼诺对于马棕油产量的影响可能在2024年3月份，如果历史重演的话，那马来西亚棕榈油实质性减产可能要在2024年6月份。

图：2018—2019年厄尔尼诺对鲜果串单产的影响

图：厄尔尼诺对棕榈油的影响



数据来源：USDA 国信期货

厄尔尼诺起始时间	ONI极值	强度	持续时间(月)	马来油棕鲜果串减产时间	时滞时间(月)
2009年7月-2010年4月	1.6	强	9	2010年9月	14
2014年10月-2016年4月	2.3	强	19	2015年11月	13
2018年9月-2019年6月	0.9		10	2019年10月	13
2023年5月-至今				2024年6月	13

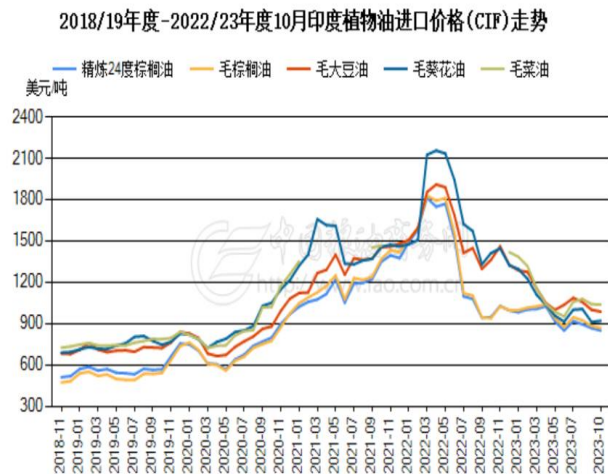
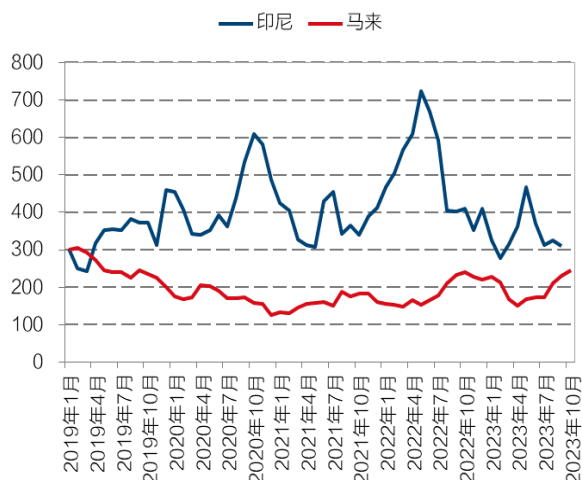
数据来源：USDA 国信期货

从短期来看，一般而言，10月是一年中棕榈油产量最高峰，库存也达到年内高点，此后11月马棕油将迎来减产周期。从需求来看，有消息称印度买家放慢采购12月和1月船期的棕榈油，因为棕榈油价格上涨，加上过去几个月国内精炼厂大量进口，导致进口利润转为亏损。印度、中国棕榈油库存均处于较高位置，这可能抑制岁末年初马棕油的采购。MPOB表示10月底棕榈油库存为245万吨，环比增加5.84%，这是连续第六个月库存增加。最新数据显示印尼9月库存310万吨，上月同期为324万吨。可见进入11月，减产周期到

来后，东南亚棕榈油供给压力或将减弱，尤其是库存压力最大的马来西亚棕榈油市场压力可能大大缓解。

图：马来、印尼库存走势对比（单位：万吨）

图：印度植物油进口价格对比（单位：美元/吨）



数据来源：WIND 国信期货

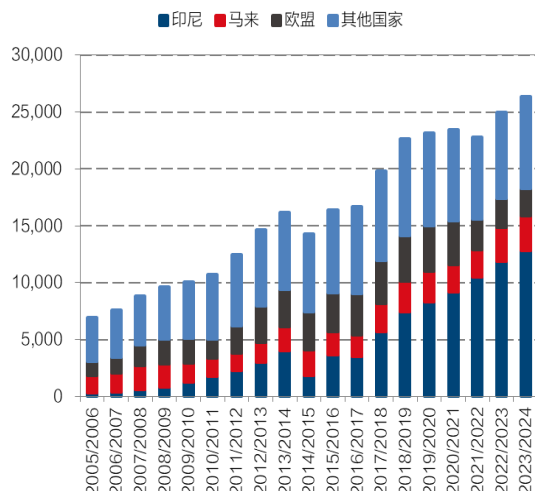
数据来源：粮油商务网 国信期货

从生物柴油需求方面，印尼生柴需求面临技术升级改造。印尼生物燃料几乎都是生物柴油，燃料乙醇很少。生物柴油大多是酯化生产，氢化产能相对有限。从发展目标看，印尼政府计划在2023年至2025年之间的某个时候，将任务提高到B40掺混率，目前正在进行B40路测阶段。印尼2023年2月宣布实施B35，每年会额外带来150万吨的一个棕榈油的消费增量。如果是B40落地的话，相应的棕油的消费会相应增加300万吨。但从目前来看，印尼实施B40计划仍有一定的困难需要突破。

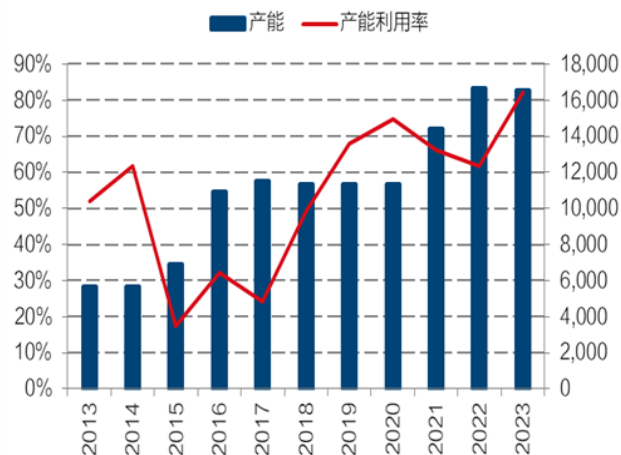
从掺兑工艺上来看，2021年12月，印度政府宣布B40生物柴油混合物的测试结果，该混合物使用HDRD（氢化生物柴油，可再生生物柴油），体积为10%，其他30%的生物柴油为FAME（酯基生物柴油）。而非40%的FAME（酯基生物柴油）。这主要是由于酯基生物柴油掺混比例国际上通常在2%-20%。印尼的掺兑已经超过了国际标准。其次酯基生物柴油存在着低温流动性较差，因此其对温度的考验比较大。如果低温情况下，掺兑比例过高影响使用。因此印尼政府在已经超过国际标准的掺兑下，继续增加酯基生物柴油掺兑比例质量难以有较大提高。未来只能增加可再生生物柴油的掺兑，但是对于印尼而言，可再生生物柴油的产量相对偏低，难以匹配大量的掺兑需求。印尼棕榈油生物柴油消费量增长进入瓶颈期，短期在可再生生物柴油产能尚未有效投放前，其工业消费增速可能减缓。

图：马来西亚、印尼工业消费走势对比（单位：千吨）

图：印尼生物柴油产能及产能利用率（单位：百万升）



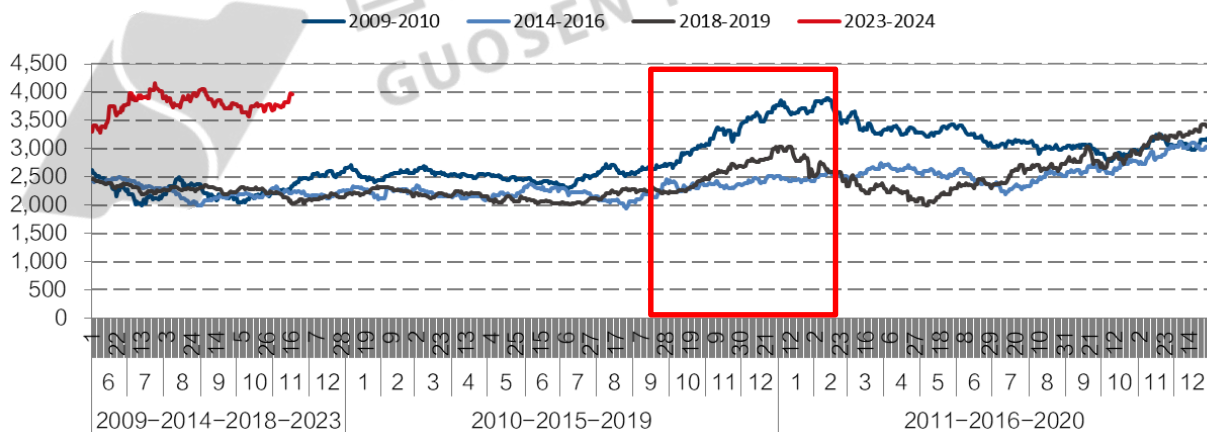
数据来源：USDA 国信期货



数据来源：USDA 国信期货

从历次厄尔尼诺对马棕油价格的影响来看，一般厄尔尼诺当年，四季度都是呈现季节性反弹，但是反弹高度不大。市场趋势性的走强更多来自厄尔尼诺对于产量产生实质性冲击。2015/16年度，当年马棕油减产12.25%，减产幅度最大，因此期价从9月一直涨到2月份，涨幅达到52%。2018/19年度，产量同比上年减少7.42%。马棕油的涨幅也是从9月开始，涨到1月中旬，涨幅仅为25%。此轮厄尔尼诺对于马棕油的冲击尚未到来，市场真正的转变或将要到2024年二季度产生。

图：厄尔尼诺天气下棕榈油走势对比



数据来源：WIND 国信期货

总的来看，此轮厄尔尼诺对于东南亚棕榈油的冲击尚未体现，当前市场正处于增产周期向减产周期转变，市场处于季节性触底反弹的走势中。此轮厄尔尼诺对于东南亚棕榈油的影响更多体现在马来西亚棕榈油市场上，按照性别分化和花序发芽阶段最快的影响测算，最快的产量的损失或出现在2024年3月，按照历史上时滞效应集中在13—14个月的集中释放的话，那么马棕油产量实质性损失大概率发生在2024年二季度，届时马棕油市场将实现从熊市向牛市行情的趋势性转变。此轮波动幅度或根据产量损失的程度而定，根据历史对比如果此轮马棕油符合正常损失在7%—10%之间，那么马棕油涨幅在20%—30%。如果此轮厄尔尼诺发展成强厄尔尼诺的话，马棕油涨幅也有达到50%的可能性。未来棕榈油市场操作上保持逢低做多的

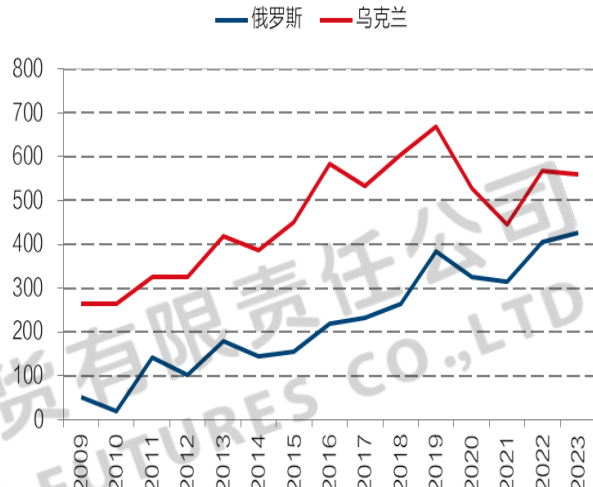
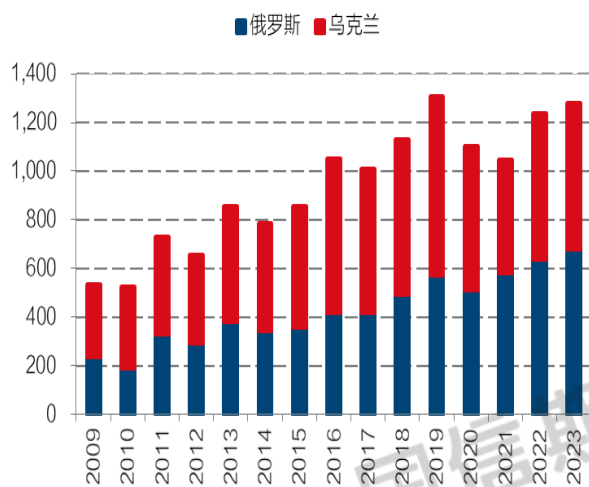
思路为宜。

4.4、黑海地区葵花籽油丰产 出口增加或凸显

23/24年度俄罗斯、乌克兰葵花籽迎来丰产。乌克兰减少了葵花籽的出口，而俄罗斯增加了葵花籽压榨需求，导致23/24年度俄罗斯、乌克兰两地葵花籽油产量增加至1279万吨，但仍低于2019/20年度同期的1308万吨。随着产量的修复，俄罗斯增加了葵花籽油的出口，这使得俄罗斯、乌克兰两国出口量大幅增加，目前黑海地区葵花籽油价格相对偏低，远低于国际豆油价格，略高于东南亚棕榈油的价格。由于这两国葵花籽油出口的增加，对南美豆油、东南亚棕榈油出口冲击较为明显。尽管黑海协议终止，但目前来看乌克兰地区油籽油脂外运并未受到明显冲击。

图：俄罗斯、乌克兰葵花籽油产量（单位：万吨）

图：俄罗斯、乌克兰葵花籽油出口对比（单位：万吨）



数据来源：USDA 国信期货

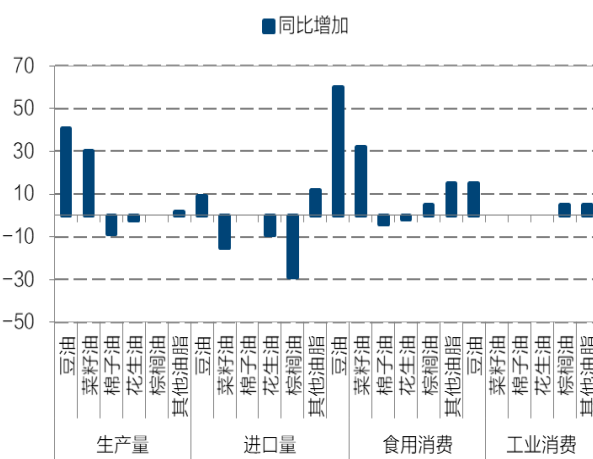
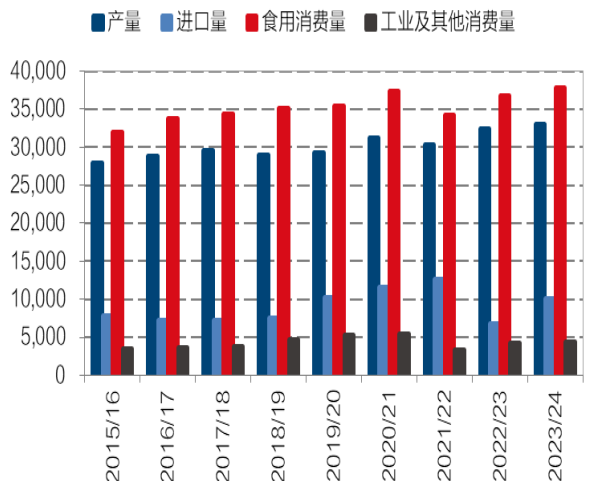
数据来源：USDA 国信期货

如果厄尔尼诺对棕榈油产量造成影响引发价格的走高，这将使得黑海地区葵花籽油的价格优势凸显，出口挤占棕榈油市场或成为现实，这将对东南亚棕榈油价格形成一定的抑制。

4.5、国内油脂需求亟待复苏 成本驱动成为主要支撑

图：国内油脂供需结构（单位：千吨）

图：我国油脂分品种供需结构变化（单位：千吨）



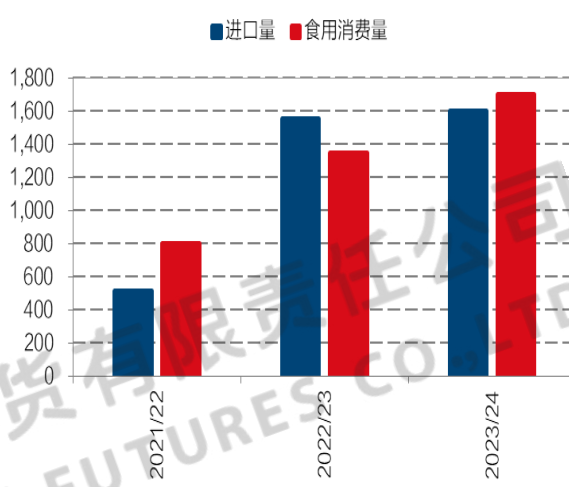
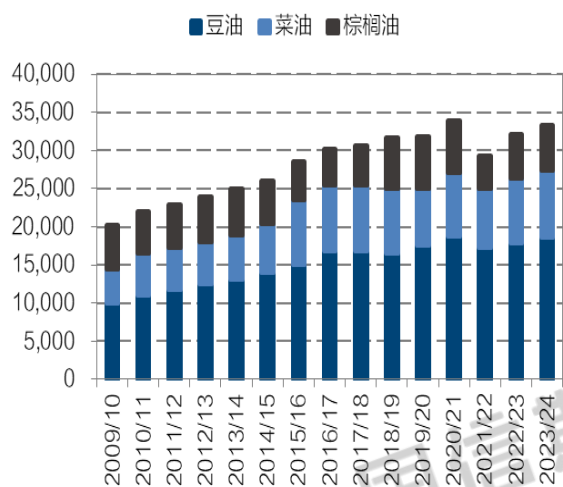
数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

国家粮油信息中心预测2023/24年度我国食用植物油产量为3298.5万吨，同比增加62.4万吨；预计年度植物油食用消费量为3789万吨，同比增加106万吨；预计工业及其他消费为445万吨，同比增加25万吨。由于产不足需，23/24年度我国植物油进口量971.5万吨，较上年下降32.4万吨，主要是由于23/24年度我国植物油产量大幅增加。23/24年度我国植物油产需均有较大的增加，已经超过20/21年度同期水平。分品种来看，23/24年度植物油产量增加主要集中在豆油、菜籽油上。进口方面菜籽油、棕榈油的进口量明显下滑，尤其是棕榈油进口量同比下滑29万吨。菜油进口量的下滑更多是由于菜籽量创近年来新高，棕榈油进口量下滑主要因进口利润倒挂，贸易商采购积极性不高。

图：我国三大主要油脂消费量对比（单位：千吨）

图：我国菜籽油进口及消费激增（单位：千吨）



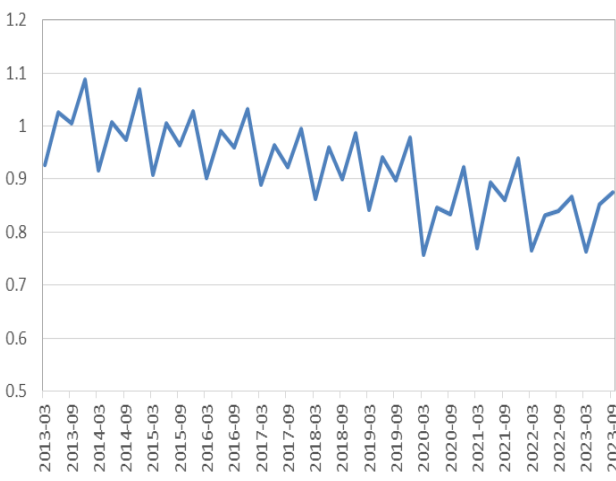
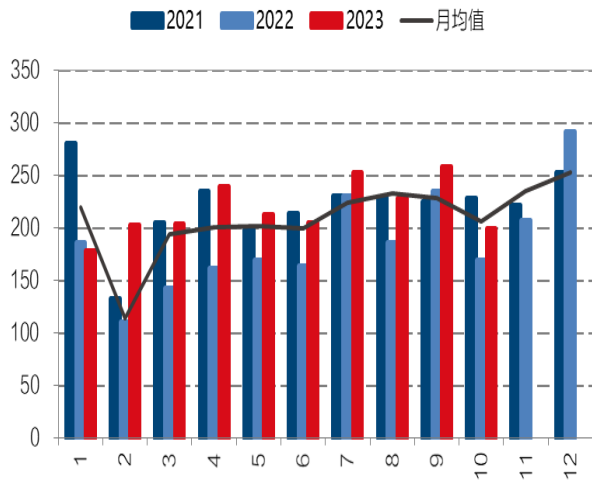
数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

从我国豆油、菜油、棕榈油三大植物油消费量在21/22年度创新低后，此后两年消费量稳步回升，但仍未恢复到20/21年同期水平，主要是由于菜油、棕榈油消费增幅放缓。究其原因，主要是22/23年以来，我国菜籽油进口量大幅增加，低廉的价格导致菜籽油消费量增加明显，挤占了菜油、棕榈油的部分消费份额。近两年，俄罗斯、乌克兰廉价的菜籽油大量进口，冲击了国内植物油市场。

图：我国油脂月度消费走势（单位：万吨）

图：我国居民边际消费倾向



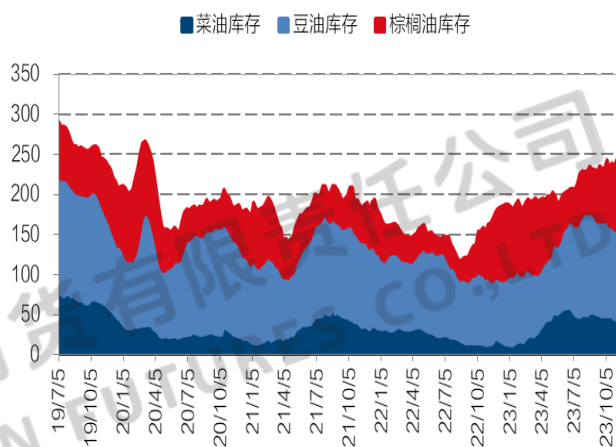
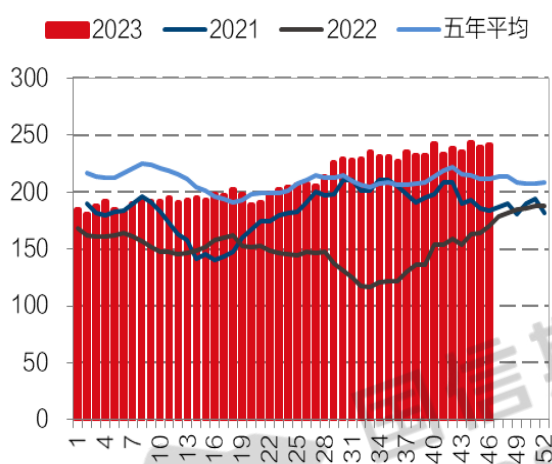
数据来源: WIND 国信期货

数据来源: WIND 国信期货

从2010年以来,我国居民消费边际倾向逐步下滑,尤其是2022年以后边际消费倾向再下一个台阶。这表明居民消费下滑明显。2023年我国植物油市场消费呈现前高后低的走势,10月之前,国内植物油市场需求相对旺盛。进入10月,国内油脂市场进入寒冬,市场需求极度萧条,下游采购低迷。从中秋十一长假期间客单价来看,以2019年同期为基期,2023年中秋十一客单价仅为2019年同期的97.5%,下降2.5%。与此同时与2019年同期相比,高铁飞机票、住宿费并没有下降,尤其是住宿费大幅增加。这表明在旅游消费中,餐饮、短途交通等费用出现了大幅缩水,这也表明当前市场消费降级明显。可见对于油脂市场而言,餐饮需求的下降成为需求下降的主要因素。2024年油脂需求或有回升的预期,随着国家经济的稳中向好,人均收入的预期增加,餐饮消费或有增加的可能。

图:国内油脂库存水平(单位:万吨)

图:国内油脂分品种库存水平(单位:万吨)



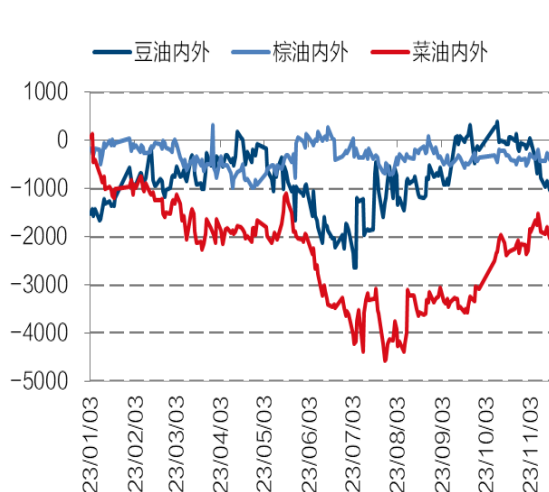
数据来源: 中国粮油商务网 国信期货

数据来源: 中国粮油商务网 国信期货

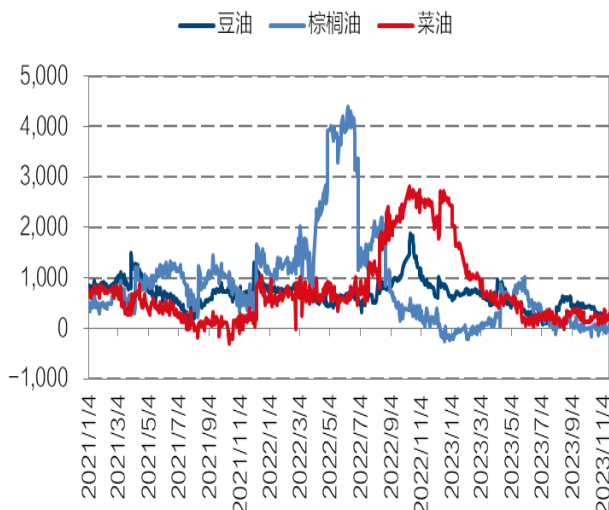
目前我国三大植物油库存水平在230-245万吨的水平,远高于五年均值,处于五年来最高水平。其中豆油库存在107万吨,五年平均为119万吨,棕榈油库存在88.6万吨左右,五年平均为53.36万吨,菜油库存在45.2万吨左右,五年平均为38.64万吨,目前豆油压力略低于其他油脂,而棕榈油库存处于五年同期最高水平,菜油预期库存增幅明显。市场预期年底前,大豆、菜籽进口量激增。粮油商务网预估,11月进口菜籽40万吨,12月进口60万吨。菜油11月-12月进口量月均在10万吨。棕榈油进口量市场预期11月、12月月均在70万吨上下,24度棕榈油进口量约在55万吨左右。目前国内植物油库存压力排序为:棕榈油、菜油、豆油。年底前,国内三大植物油供给充裕,等待需求的提振。从目前油脂进口利润来看,三大植物油进口均处于倒挂的局面,由于国内油脂库存偏高,需求尚待复苏,因此国内油脂期货价格更多需要国际油脂的提振,其走势可能略逊色于外盘。外盘成本驱动排序为:棕榈油、豆油、菜油。

图:油脂进口利润对比(单位:元/吨)

图:油脂主力合约基差走势对比(单位:元/吨)



数据来源: WIND 国信期货

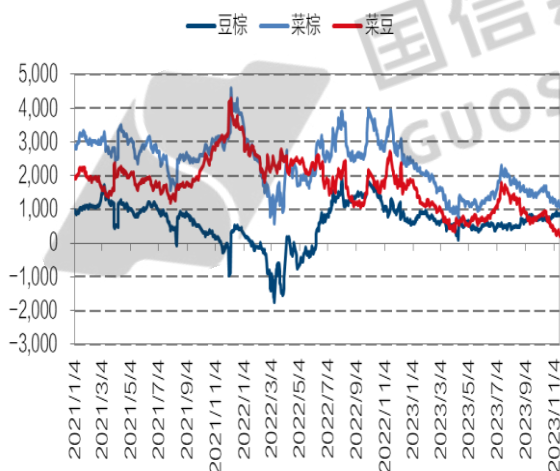


数据来源: WIND 国信期货

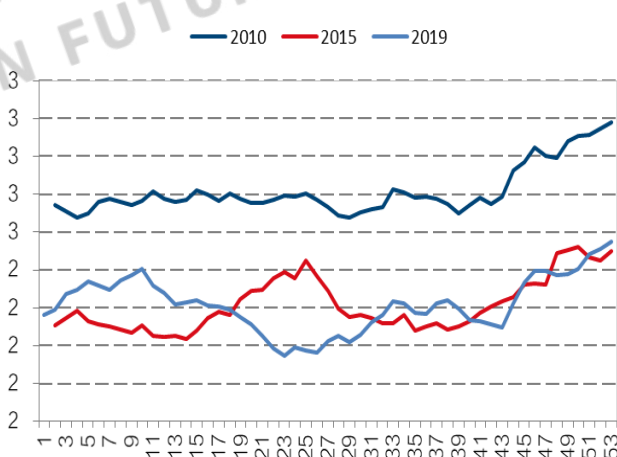
2023年国内三大植物油基差均处于低位,尤其是棕榈油基差在0点附近,部分地区出现负基差。菜籽油、豆油基差在100-200点之间,高企的库存使得国内油脂基差低位运行。市场基差的转暖需要等待需求走强,国内油脂去库存方能实现。

图: 油脂主力合约价差走势对比 (单位: 元/吨)

图: 厄尔尼诺下国内豆类油粕比走势



数据来源: WIND 国信期货



数据来源: WIND 国信期货

从油脂间价差来看,目前菜油与豆油间价差处于历史同期低位,菜油低价替代有所体现。2023年,菜豆油价差或有回归均值的可能。豆棕价差因东南亚棕榈油提振或低位运行。从豆类油粕比来看,历年厄尔尼诺发生后,油粕比均有明显的修复,趋势性做多油粕比可期,豆油可用棕榈油替代或更佳。

总的来看,国内油脂中长期处于产量修复、进口量下滑,需求亟待修复的局面。短期而言,油脂处于高库存、低基差,国外强,国内弱、期货强,现货弱的局面。内盘油脂的支撑更多来自国内需求的修复和国际油脂的成本驱动。在马棕油尚未启动前,国内油脂处于弱势震荡中,等待马棕油带来阶段性行情。

五、市场展望

蛋白粕市场：从全球油料市场来看，全球油籽连续三年供大于求，库存大幅回升。贡献最大来自大豆。相对而言，葵花籽增产抵消菜籽的减产，这使得菜籽、葵花籽供需矛盾不大。当前市场聚焦在南美大豆丰产预期与美豆供需偏紧的矛盾中。由于厄尔尼诺不断发酵，强度不断增加，阿根廷大豆产量修复确定性增加，但巴西大豆仍面临较大的不确定因素，南涝北旱的局面仍未得到有效缓解。如果维持当前天气情况，巴西阿根廷大豆产量或有小幅下调空间。如果厄尔尼诺持续增强，那么巴西阿根廷大豆产量同比增幅或从2800万吨降至700万吨，这将使得2024年春季供给压力大大缓解。相对而言，在南美大豆上市前，美豆出口、压榨边际改善，出口上调可能性增加，供给偏紧的格局越发凸显。CBOT大豆在南美大豆上市前，市场保持宽幅震荡的走势。此后季节收割压力以及美豆种植面积增加或让市场承压，价格重心下移。2024年国内豆粕供给平稳增加，国家豆粕减量替代政策执行以及其他蛋白粕的进口替代，这使得国内豆粕现货需求在2024年增速放缓，甚至有可能下滑。由于生猪存栏或将在2024年实现产能去化至正常范围内，这使得豆粕需求或呈现前高后低的情况。从成本来看，在巴西丰产预期下，3-6月负贴水力度较大，这使得连粕远期成本下滑。一旦丰产兑现，连粕远期合约或将走低。如果天气扰动加剧，连粕或将高位震荡，市场在成本与需求中震荡反复。

油脂市场：在连续两年产大于需后，全球油脂在23/24年度出现产不足需的局面。全球棕榈油产量因厄尔尼诺天气影响仍有下调的预期。此轮厄尔尼诺对于东南亚棕榈油的冲击尚未体现，当前市场正处于增产周期向减产周期转变，市场处于季节性触底反弹的走势中。此轮厄尔尼诺对于东南亚棕榈油的影响更多体现在马来西亚棕榈油市场上，按照性别分化和花序发芽阶段最快的影响测算，最快的产量的损失或出现在2024年3月，按照历史上时滞效应集中在13—14个月的集中释放的话，那么马棕油产量实质性损失大概率发生在2024年二季度，届时马棕油市场将实现从熊市向牛市行情的趋势性转变。此轮波动幅度或根据产量损失的程度而定，根据历史对比如果此轮马棕油符合正常损失在7%—10%之间，那么马棕油涨幅在20%—30%。如果此轮厄尔尼诺发展成强厄尔尼诺的话，马棕油涨幅也有达到50%的可能性。未来棕榈油市场操作上保持逢低做多的思路为宜。23/24年度全球豆油供需偏紧的格局略有缓和，但仍依然是供需最紧张的油脂。供给端依赖于南美大豆丰产带来的提振，需求方面巴西、美国均依靠生物柴油的增长。美豆油生物柴油增量收窄，巴西豆油制生物柴油发展迅猛。国内油脂整体弱于外盘，中长期处于产量修复、进口量下滑，需求亟待提振的局面。短期而言，油脂处于高库存、低基差，国外强，国内弱、期货强，现货弱的局面。内盘油脂的支撑更多来自国内需求的修复和国际油脂的成本驱动。在马棕油尚未启动前，国内油脂处于弱势震荡中，等待马棕油带来阶段性行情。

操作上：2024年二季度后豆粕或有趋势性做空机会，而2024年二季度油脂或有趋势性做多机会。套利方面，买豆油卖豆粕、买棕榈油卖豆粕套利可以参与。

风险提示：厄尔尼诺发展减弱，巴西南涝北旱的局面得到缓解，大豆生长良好，丰产预期兑现。厄尔尼诺对于东南亚棕榈油影响有限。



重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。