

【油脂 | 良苗寓丰年，且观气象变】2024年年报

观点概述

观点概述

【核心内容】

- 【2023/24年度，全球及国内油脂油料供应整体偏宽松】**油料方面，预计2023/24年度大豆维持丰产，葵籽产量增速明显，而菜籽产量有所收紧。油脂方面，全球植物油产量维持增长，其中，豆油产量增幅最为显著，其次是棕榈油，但受厄尔尼诺减产预期影响，增幅有限，菜油产量预计维持增产，但受制于菜籽减产，增幅不及往年。整体来看，油脂油料供应偏宽松。国内供需情况来看，油脂供应整体维持增长，其中棕榈油和豆油供应增长幅度最大，整体供应较为宽松。
- 【厄尔尼诺对棕榈油减产预期有限】**印尼和马来2023年7-9月降水情况相对较好，或导致2024年二季度棕榈油减产预期后移。近月部分主产区偏干旱的范围整体缩小，且马来降水表现整体好于印尼。厄尔尼诺对东南亚降雨的影响相对弱于往年，减产预期有所下降，预计大概率不超过5%，马来减产大约在40-80万吨左右，印尼增产不及往年（+50万吨）或小幅减产（-40万吨）。
- 【南美大豆维持丰产预期】**2023/24年度全球大豆供应宽松，厄尔尼诺背景下，南美大豆产量以恢复为主，巴西或延续高产记录，阿根廷实现恢复性增产。
- 【生柴政策性主导下投料预计维持增长】**近年来全球生物柴油产量稳步走高，在政策、利润、原料产量变化等因素影响下，预计2024年美国、巴西、印尼和欧盟生柴中对植物油消耗仍有增量。

【策略推荐】

- **单边建议：**2023/24年度油脂油料供应宽松格局既定，预计2024年上半年国内油脂价格延续震荡偏弱，重心下移。下半年在厄尔尼诺和美豆新年度种植的影响下，有相对走强表现，但整体趋势性缺乏，关注结构性做多机会，豆油关注[6500-8500]区间。
- **价差建议：**关注豆棕油价差逢高做缩机会，菜豆油价差做扩机会。油粕比方面，预计维持前高后低格局。
- **套保建议：**2024年上半年国内油脂价格预计重心下移，鼓励产业积极参与卖出套保。

【风险提示】

东南亚降雨超预期好转，南美天气造成大豆实质减产，国际原油价格大幅波动影响，油脂消费及生柴需求超预期，政策突发调整等。

作者：向博
投资咨询证号：Z0015359
研究员：黄治鹏
从业资格证号：F03117738

一、行情回顾

国内油脂期货价格走势 2023-12-29



一、行情回顾

油脂行情回顾



二、国际供需

2.1 2023/24年度全球油脂油料供应较为宽松

全球油脂油料供需格局

2023/24年度，全球油料整体供应宽松。据USDA最新预估数据，2023/24年度，大豆维持丰产格局，产量较2022/23年度预计增长2449万吨至3.99亿吨，增幅达6.54%。葵籽产量增速明显，较2022/23年度增加442.3万吨至5680万吨，增幅达8.44%。花生和棉籽产量同样维持增长，增速均为2.14%。然而，菜籽产量有所收紧，产量减少116.4万吨至8697.9万吨，减幅约为2.07%。消费方面，大豆消费增速最大，预计达5.45%，其他油籽消费增速均在1.16-1.51%水平。库消比方面，除大豆库存预计维持增长外，其他油籽库存均同比下降。总体来看，2023/24年度全球油料供应较为宽松。

油脂方面，2023/24年度，全球油脂整体供应整体偏宽松。预计全球植物油产量达2.24亿吨，环比增加2.94%。其中，受大豆丰产格局的影响，豆油增幅最为显著，预计达6193.1万吨，增幅为4.92%；棕榈油产量预计达7946.4万吨，增幅为2.45%；葵油在葵籽丰产影响下产量同样维持增长，产量达2204.8万吨；虽然菜籽减产，但菜油产量仍预计维持增产，达3319.9万吨，但增幅不及往年。消费方面，油脂消费量均维持增长，葵油消费增量最为明显，增幅预计达5.15%，其次是棕榈油和豆油，增幅分别为4.67%和4.62%，菜油消费量增幅最低。库存方面，分化较为明显，植物油总体库存预计小幅下降，菜油受消费降低、豆油受产量提升影响下均维持累库，棕榈油葵油分别在产量降低和消费量增加影响下实现去库。库消比方面，豆油菜油库消比环比下降，植物油总量、棕榈油和菜油环比上升。总体来看，2023/24年度全球油脂供应较为宽松。

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S	T	U	V
1	全球油料供需平衡表（千吨）																					
2		产量						进口量						出口量								
3	报告年度	大豆	菜籽	葵籽	花生	棉籽	以上合计	大豆	菜籽	葵籽	花生	棉籽	以上合计	大豆	菜籽	葵籽	花生	棉籽	以上合计			
4	2018/2019	341,196	72,927	50,659	46,621	43,079	554,482	165,294	14,635	2,890	3,525	733	187,077	165,582	14,678	3,213	3,830	836	188,139			
5	2019/2020	341,453	70,323	53,799	47,729	47,729	561,033	165,294	15,818	3,343	4,370	4,370	193,195	165,821	16,012	3,687	5,014	5,014	195,548			
6	2020/2021	369,222	74,716	48,835	50,424	50,424	593,621	165,495	16,657	2,735	4,325	4,325	193,537	165,182	18,138	2,900	5,059	5,059	196,338			
7	2021/2022	360,434	75,786	56,858	51,893	51,893	596,864	155,517	13,840	3,795	4,049	4,049	181,250	154,248	15,319	3,912	4,424	4,424	182,327			
8	2022/2023	374,392	88,815	52,377	49,357	49,357	614,298	164,781	20,059	3,991	4,167	4,167	197,165	171,118	20,205	4,234	4,660	4,660	204,877			
9	2023/2024	398,882	86,979	56,800	50,411	50,411	643,483	167,648	15,960	2,906	4,425	4,425	195,364	170,291	17,093	3,094	4,851	4,851	200,180			
10	环比	6.54%	-2.07%	8.44%	2.14%	2.14%	4.75%	1.74%	-20.43%	-27.19%	6.19%	6.19%	-0.91%	-0.48%	-15.40%	-26.92%	4.10%	4.10%	-2.29%			
11		消费						期末库存						库消比								
12		大豆	菜籽	葵籽	花生	棉籽	以上合计	大豆	菜籽	葵籽	花生	棉籽	以上合计	大豆	菜籽	葵籽	花生	棉籽	以上合计			
13	2018/2019	360,021	71,131	50,523	46,410	43,056	571,141	95,051	9,799	2,688	5,070	1,884	114,492	26.40%	13.78%	5.32%	10.92%	4.38%	20.05%			
14	2019/2020	359,964	72,229	53,352	47,460	47,460	580,465	95,147	7,644	2,880	4,699	4,699	115,069	26.43%	10.58%	5.40%	9.90%	9.90%	19.82%			
15	2020/2021	364,419	74,515	49,091	49,344	49,344	586,713	100,263	6,364	2,459	5,045	5,045	119,176	27.51%	8.54%	5.01%	10.22%	10.22%	20.31%			
16	2021/2022	363,968	76,180	51,256	51,476	51,476	594,356	97,998	4,491	7,944	5,087	5,087	120,607	26.92%	5.90%	15.50%	9.88%	9.88%	20.29%			
17	2022/2023	364,129	85,313	55,979	49,430	49,430	604,281	101,924	7,847	4,099	4,521	4,521	122,912	27.99%	9.20%	7.32%	9.15%	9.15%	20.34%			
18	2023/2024	383,957	86,306	56,826	50,132	50,132	627,353	114,206	7,387	3,885	4,374	4,374	134,226	29.74%	8.56%	6.84%	8.72%	8.72%	21.40%			
19	环比	5.45%	1.16%	1.51%	1.42%	1.42%	3.82%	12.05%	-5.86%	-5.22%	-3.25%	-3.25%	9.20%	6.26%	-6.95%	-6.63%	-4.61%	-4.61%	5.19%			
20																						
21																						
22																						
23																						
24																						

数据来源: USDA

2.1 2023/24年度全球油脂油料供应较为宽松

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S
1	全球植物油供需平衡表（千吨）																		
2		产量					进口量					出口量							
3	报告年度	植物油	豆油	菜油	棕榈油	葵油	植物油	豆油	菜油	棕榈油	葵油	植物油	豆油	菜油	棕榈油	葵油			
4	2018/2019	203,797	56,073	27,800	74,171	19,600	82,703	11,026	5,177	49,877	9,647	87,115	11,480	5,263	51,491	11,504			
5	2019/2020	207,250	58,551	28,328	73,111	21,149	83,043	11,543	5,801	47,049	11,733	87,280	12,384	5,874	48,355	13,471			
6	2020/2021	206,471	59,314	29,365	73,277	18,967	81,853	11,794	6,327	46,850	9,650	85,397	12,611	6,419	48,536	11,327			
7	2021/2022	207,828	59,271	29,242	72,964	19,661	74,545	11,537	5,129	41,702	9,685	79,563	12,252	5,324	43,970	11,077			
8	2022/2023	217,212	59,027	32,836	77,563	21,598	83,636	10,653	6,858	47,427	12,442	88,147	11,421	6,458	49,418	14,051			
9	2023/2024	223,595	61,931	33,199	79,464	22,048	84,775	10,750	6,877	48,401	12,227	89,820	11,513	7,100	50,553	13,824			
10	环比	2.94%	4.92%	1.11%	2.45%	2.08%	1.36%	0.91%	0.28%	2.05%	-1.73%	1.90%	0.81%	9.94%	2.30%	-1.62%			
11		消费					期末库存					库消比							
12		植物油	豆油	菜油	棕榈油	葵油	植物油	豆油	菜油	棕榈油	葵油	植物油	豆油	菜油	棕榈油	葵油			
13	2018/2019	197,679	55,203	28,139	70,535	18,109	28,036	4,756	2,946	14,951	2,087	14.18%	8.62%	10.47%	21.20%	11.52%			
14	2019/2020	201,123	57,094	28,392	70,842	18,907	29,926	5,520	2,854	15,910	2,922	14.88%	9.67%	10.05%	22.46%	15.45%			
15	2020/2021	204,541	58,486	28,683	72,557	18,232	28,312	5,531	3,444	14,944	1,980	13.84%	9.46%	12.01%	20.60%	10.86%			
16	2021/2022	202,459	59,224	29,949	69,523	17,603	29,128	4,863	2,542	16,117	2,646	14.39%	8.21%	8.49%	23.18%	15.03%			
17	2022/2023	210,939	58,108	32,529	74,644	19,537	30,890	5,014	3,249	17,045	3,098	14.64%	8.63%	9.99%	22.84%	15.86%			
18	2023/2024	218,745	60,791	32,595	78,133	20,543	30,695	5,391	3,630	16,189	3,006	14.03%	8.87%	11.14%	20.72%	14.63%			
19	环比	3.70%	4.62%	0.20%	4.67%	5.15%	-0.63%	7.52%	11.73%	-5.02%	-2.97%	-4.18%	2.77%	11.50%	-9.26%	-7.72%			
20																			
21																			
22																			
23																			
24																			
25																			

数据来源：USDA

2.2厄尔尼诺对棕榈油减产预期有限

全球棕榈油供需

在全球油脂市场中，棕榈油是第一大油脂，生产主要集中在印尼和马来西亚，两国产量占全球产量超过80%。2023/24年度全球棕榈油产量和消费量持续回升，据USDA数据，2023/24年度全球棕榈油产量7946.4万吨，环比增长2.45%，受厄尔尼诺对东南亚减产预期的影响，产量增速较2022/23年度有所放缓。消费方面，预计2023/24年度消费量达7813.3万吨，同比增长4.88%，主要来自于制生物柴油的棕榈油投料的增长。期末库存预计为1618.9万吨，环比下降4.83%，库消比同样下降至20.72%。供应增速放缓，不及需求增速，全球棕榈油平衡表小幅收紧。

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
1	全球棕榈油供需平衡表（千吨）									
2		2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	2023/2024	环比
3	收获面积（千公顷）	22,583	22,867	23,450	24,468	24,788	25,384	26,519	27,117	2.25%
4	期初库存	8,740	10,167	12,549	14,947	15,910	14,944	16,117	17,010	5.54%
5	产量	65,180	70,579	74,213	73,111	73,277	72,964	77,563	79,464	2.45%
6	进口	45,632	46,595	50,211	47,049	46,850	41,702	47,269	48,401	2.39%
7	总供应	119,552	127,341	136,973	135,107	136,037	129,610	140,949	144,875	2.79%
8	出口	48,944	48,828	51,906	48,355	48,536	43,970	49,385	50,553	2.37%
9	工业消费	16,715	19,744	22,790	23,104	23,509	22,899	25,725	26,993	4.93%
10	食品消费	43,055	45,529	47,640	47,033	48,348	45,965	48,106	50,428	4.83%
11	总消费	60,390	65,964	71,129	70,842	72,557	69,523	74,554	78,133	4.80%
12	期末库存	10,218	12,549	13,938	15,910	14,944	16,117	17,010	16,189	-4.83%
13	单产（吨/公顷）	2.90	3.09	3.16	2.99	2.96	2.87	2.92	2.93	0.34%
14	库消比	16.92%	19.02%	19.60%	22.46%	20.60%	23.18%	22.82%	20.72%	-9.19%
15										
16										
17										
18										
19										
20										
21										
22										
23										
24										
25										

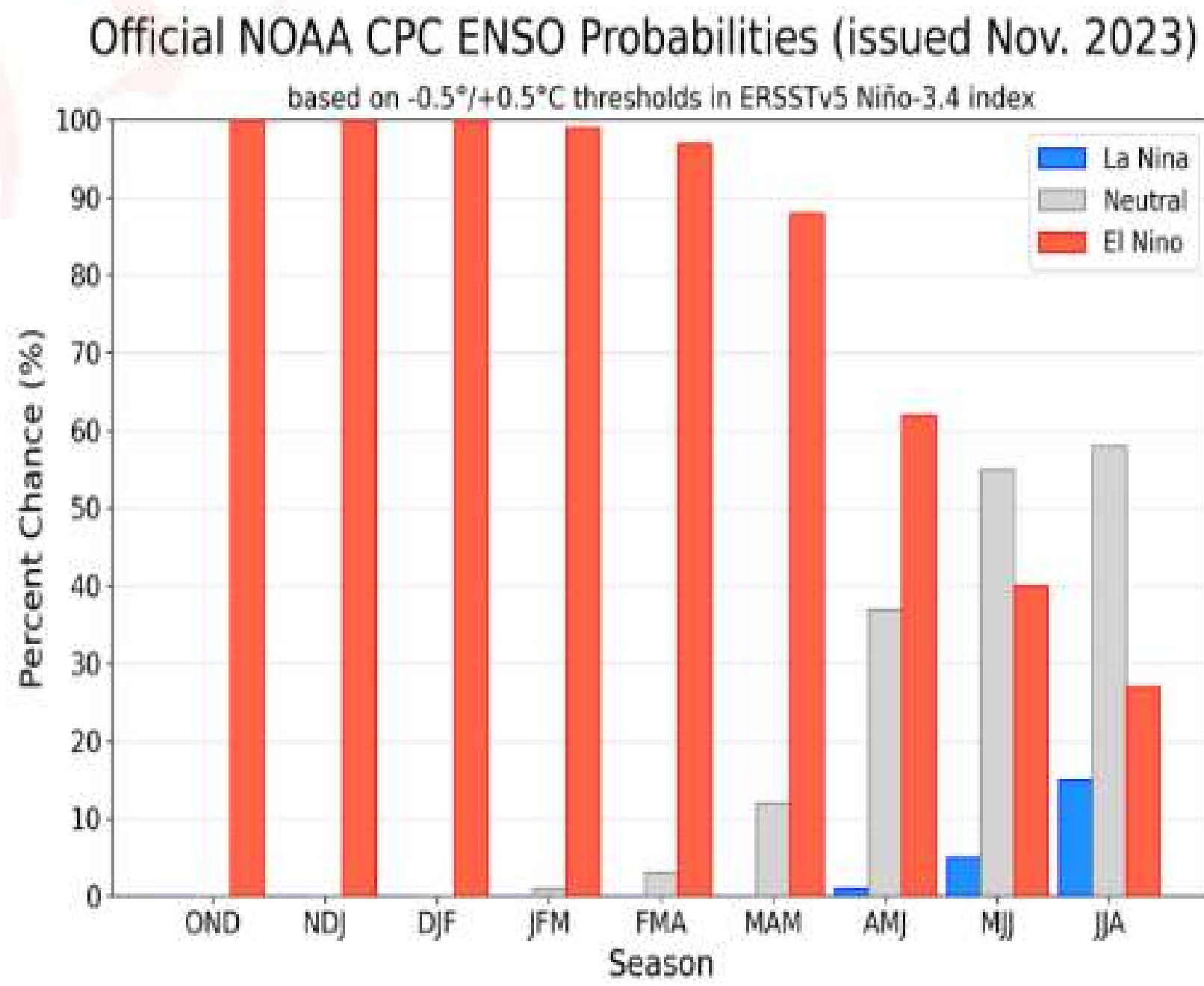
数据来源：USDA

厄尔尼诺影响东南亚降水导致油棕减产

厄尔尼诺会导致赤道太平洋中东部海域海面水温度异常增高，一般每隔2至7年出现一次，持续时间可长达18个月。在厄尔尼诺期间，热带降水和大气环流的正常规律被打乱，在全球范围引发极端气候事件，造成太平洋西岸（东南亚）降雨量减少，而太平洋东岸（南美）降雨量过多。

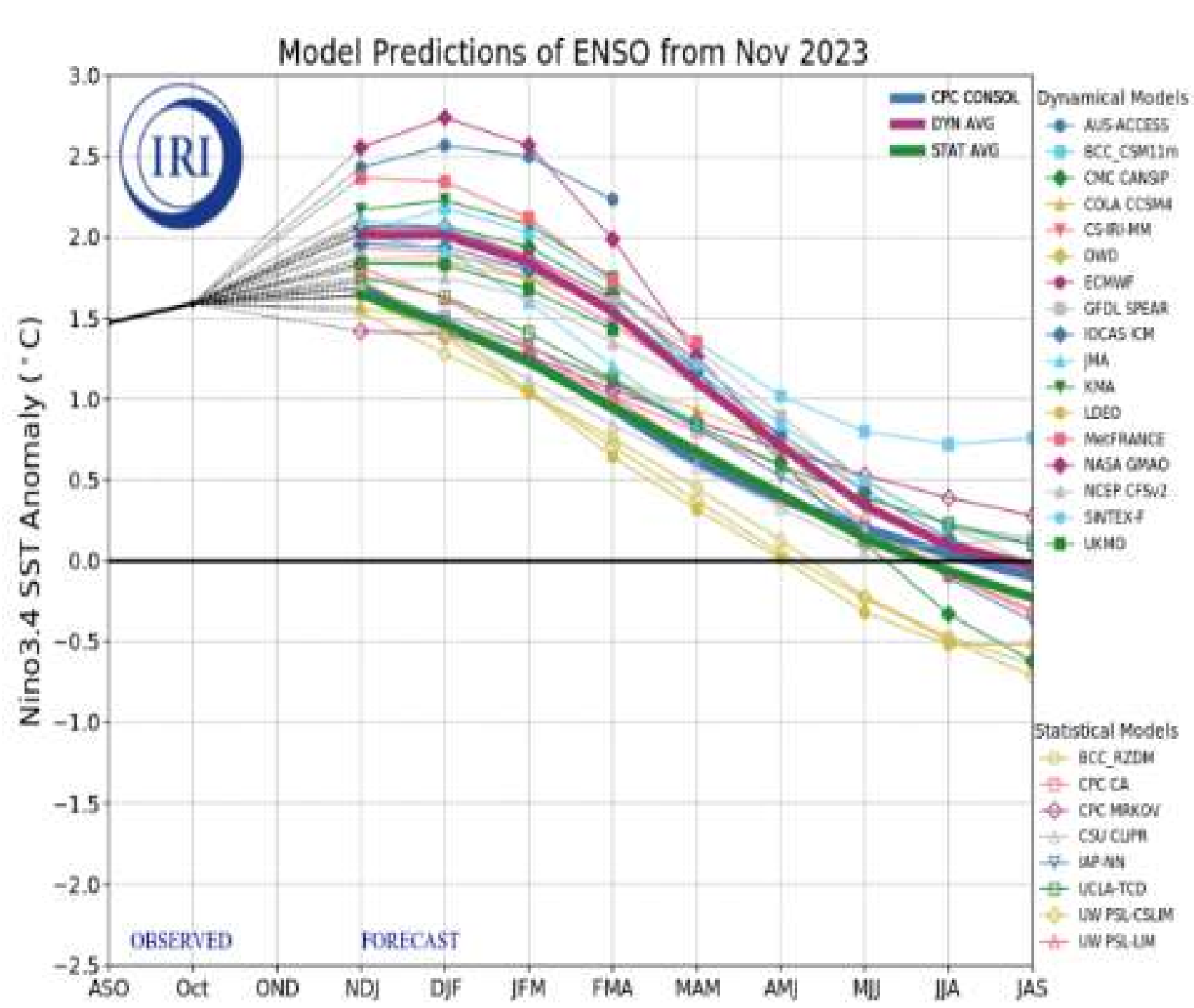
根据美国国家海洋和大气管理局（NOAA）发布的6月ENSO展望报告，自2020年起全球经历的“三重”拉尼娜宣告结束，“厄尔尼诺”归来。

此轮厄尔尼诺有62%的概率延续到24年4-6月



资料来源：NOAA

多模型预测厄尔尼诺在23年12月至24年2月达到高峰



2.2厄尔尼诺对棕榈油减产预期有限

厄尔尼诺正在发生

目前国际上主要采用美国国家大气和海洋局（NOAA）监测的海洋尼诺指数（ONI）来判定是否发生厄尔尼诺。0.6≤ONI≤0.9的现象为弱厄尔尼诺，1.0≤ONI≤1.4的为中等厄尔尼诺，1.5≤ONI≤1.9的为强厄尔尼诺，ONI>2的为超强厄尔尼诺。从2023年6月份开始，目前已经达到强厄尔尼诺级别。

在厄尔尼诺现象期间，东南信风强度减弱，导致西太平洋暖水池变浅变长，甚至暖水向东回流，赤道东太平洋出现海平面和海温的异常上升以及冷水上涌的减少，太平洋东岸的南北美洲降水增多，甚至出现洪涝灾害，而太平洋西岸的澳大利亚和东南亚地区天气干燥少雨。

海洋尼诺指数（ONI）

Year	DJF	JFM	FMA	MAM	AMJ	MJJ	JJA	JAS	ASO	SON	OND	NDJ
2011	-1.4	-1.2	-0.9	-0.7	-0.6	-0.4	-0.5	-0.6	-0.8	-1.0	-1.1	-1.0
2012	-0.9	-0.7	-0.6	-0.5	-0.3	0.0	0.2	0.4	0.4	0.3	0.1	-0.2
2013	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3
2014	-0.4	-0.5	-0.3	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.5	0.6	0.7
2015	0.5	0.5	0.5	0.7	0.9	1.2	1.5	1.9	2.2	2.4	2.6	2.6
2016	2.5	2.1	1.6	0.9	0.4	-0.1	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6
2017	-0.3	-0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.1	-0.1	-0.4	-0.7	-0.8	-1.0
2018	-0.9	-0.9	-0.7	-0.5	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.5	0.8	0.9	0.8
2019	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.3	0.1	0.2	0.3	0.5	0.5
2020	0.5	0.5	0.4	0.2	-0.1	-0.3	-0.4	-0.6	-0.9	-1.2	-1.3	-1.2
2021	-1.0	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.7	-0.8	-1.0	-1.0
2022	-1.0	-0.9	-1.0	-1.1	-1.0	-0.9	-0.8	-0.9	-1.0	-1.0	-0.9	-0.8
2023	-0.7	-0.4	-0.1	0.2	0.5	0.8	1.1	1.3	1.6	1.8		

资料来源：NOAA

厄尔尼诺和拉尼娜事件对马来西亚棕榈油单产的影响

油棕需要经历性别分化、花序发芽、开花授粉等阶段才能成熟，整个成熟期需要近35个月，干旱会影响油棕果实发育的不同阶段。厄尔尼诺事件期间，东南亚干旱和晴朗天数增加利于油棕鲜果串的收割及运输，部分提振棕油产量。然而，棕榈果成熟前5-15个月是棕榈树的花絮发芽和授粉阶段，干旱会导致油棕花序死亡率上升和花朵性别失调（能发展成果实的雌花减少，而雄花数量增加），影响10个月后的棕榈油产量。

为分析厄尔尼诺事件对马来西亚棕榈油单产影响，分别统计了事件发生期间平均月度单产，事件开始一年内平均月度单产以及事件开始第二年平均月度单产，发现厄尔尼诺事件通常会导致马棕减产，拉尼娜事件通常会导致马棕增产，在周期较长的拉尼娜事件中，可能因收获期降水较多减产。

厄尔尼诺和拉尼娜对马来西亚棕榈油单产的影响

厄尔尼诺对马来西亚棕榈油单产的影响						
发生时间	持续时长	强度	事件期间平均月度单产（吨/公顷）	事件开始第一年平均月度单产（吨/公顷）	事件开始第二年平均月度单产（吨/公顷）	变动率
厄尔尼诺						
2009.06-2010.02	9个月	中等	0.34	0.328	0.31	-5.49%
2014.09-2016.03	19个月	超强	0.309	0.321	0.285	-11.21%
2018.08-2019.05	10个月	弱	0.302	0.299	0.279	-6.69%
拉尼娜						
2011.06-2012.03	10个月	中等	0.331	0.319	0.33	3.45%
2016.07-2016.11	5个月	弱	0.306	0.279	0.295	5.73%
2017.09-2018.03	7个月	中等	0.304	0.287	0.303	5.57%
2020.07-2021.04	10个月	中等	0.266	0.266	0.253	-4.89%
2021.07-2022.12	18个月	中等	0.263	0.253	0.253	0.00%

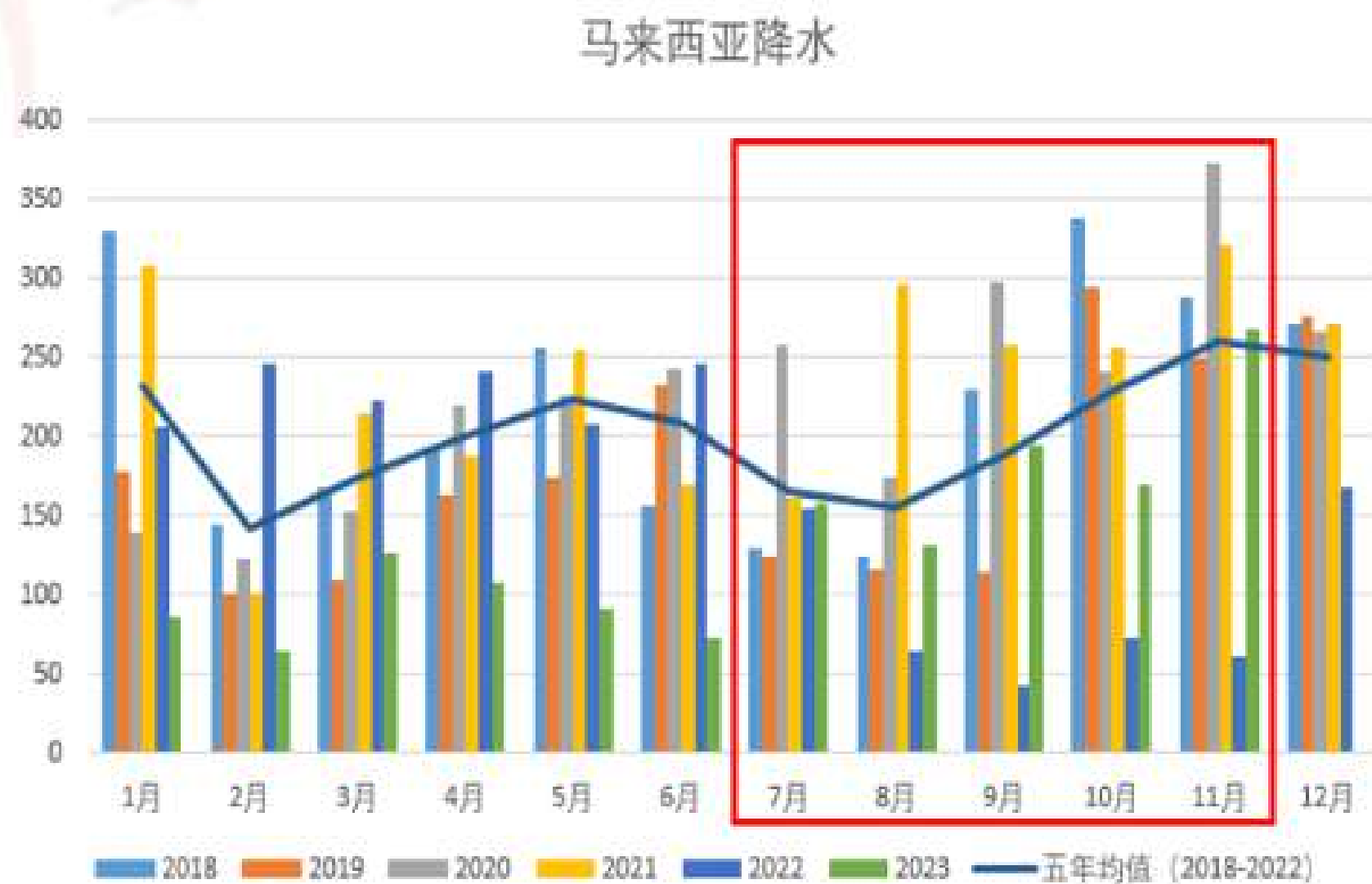
注：事件开始第一年平均月度单产：以厄尔尼诺起始月计，跨度12个月
事件开始第二年平均月度单产：以厄尔尼诺起始月12个月计，跨度12个月
变动率=（事件开始第二年平均月度单产-第一年）/第一年

数据来源：MPOB，浙商期货

印尼马来降水减少有限

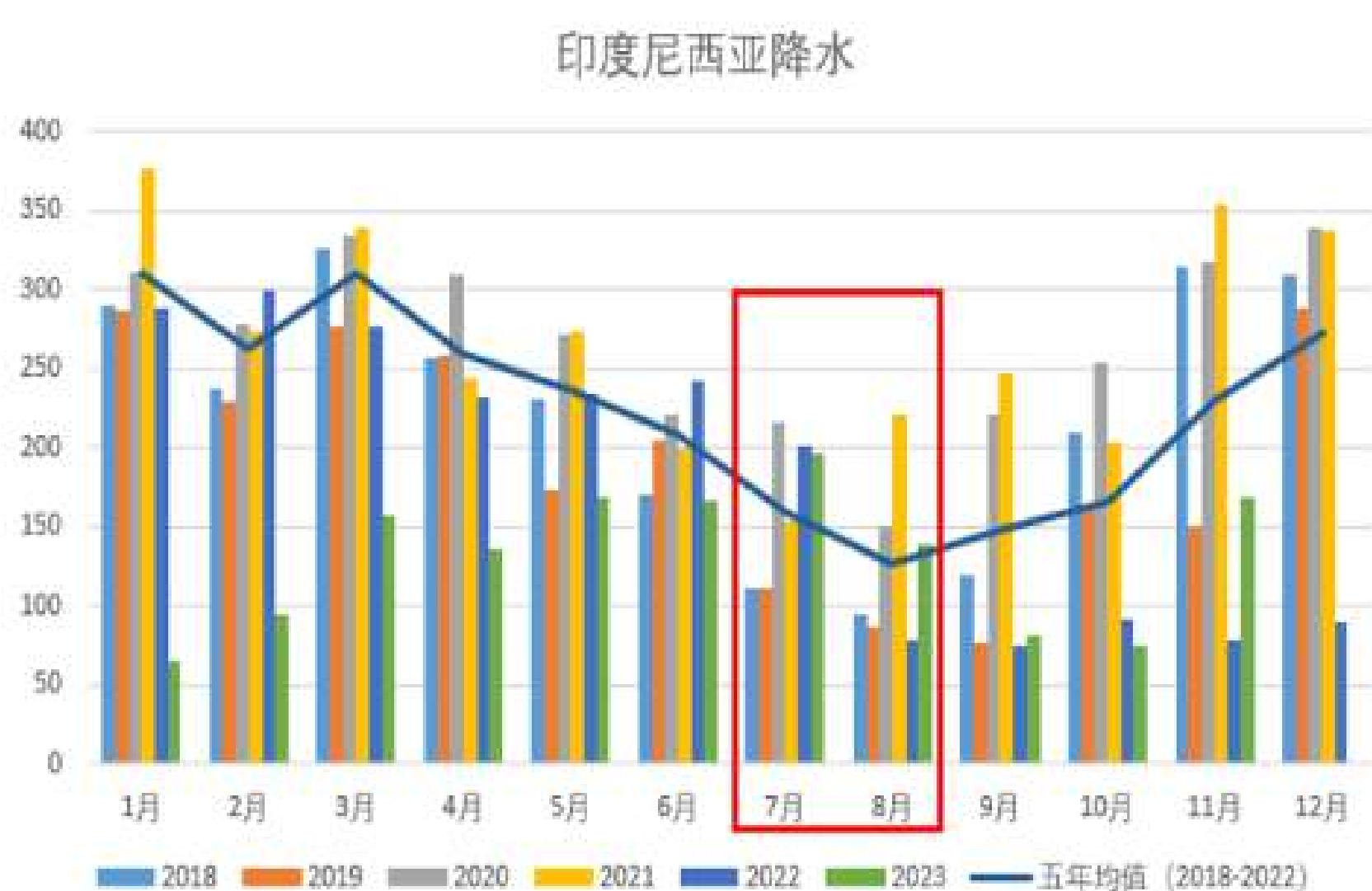
2023年7月以来，厄尔尼诺逐步增强，从历史规律来看，厄尔尼诺一般会导致东南亚地区降雨减少，但从目前降水情况来看，降水相对较高，马来西亚7月和11月降水接近前5年均值，仅10月降水略差。印尼7-8月降水接近前5年均值，9月份之后降水转差，且前5年还包括了2020-2022持续近三年的拉尼娜降水偏多年份，降雨减少程度或不及预期，或导致2024年二季度棕榈油减产预期后移。

马来西亚降水



数据来源：彭博，浙商期货

印度尼西亚降水



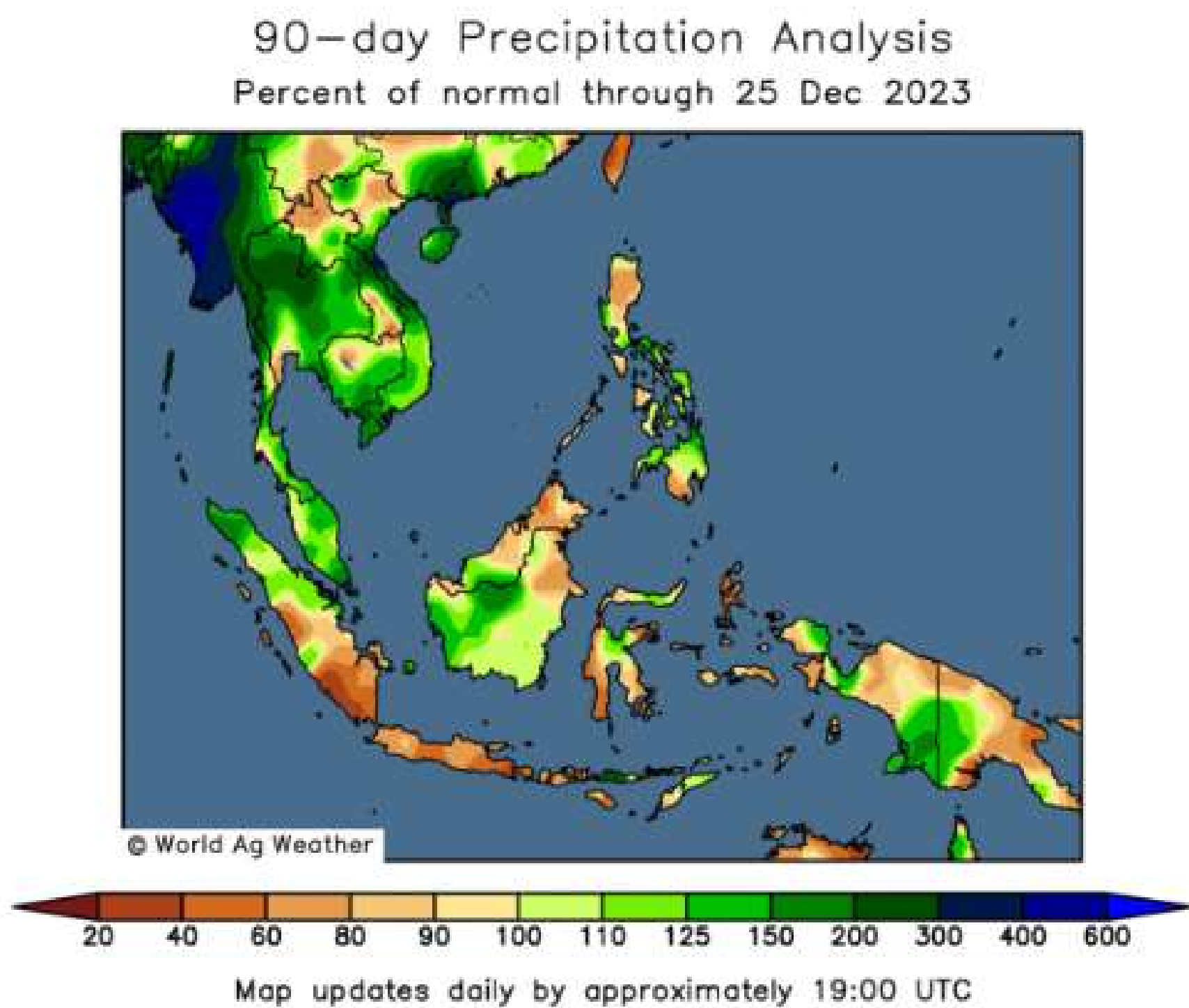
数据来源：彭博，浙商期货

2.2厄尔尼诺对棕榈油减产预期有限

近月东南亚降水改善，厄尔尼诺的减产预期有所下降

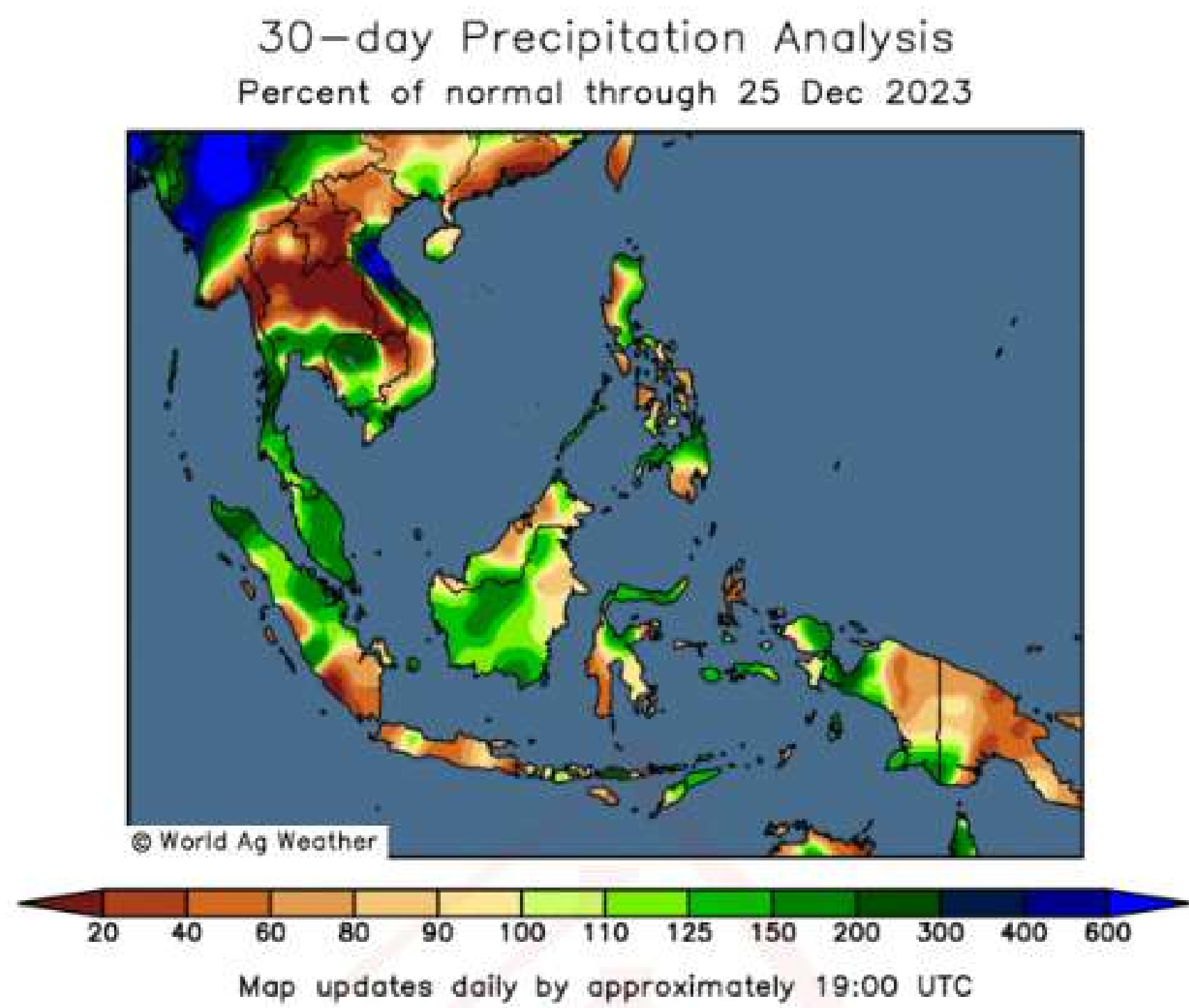
从东南亚近三个月降雨偏离程度来看，马来西亚主产区沙巴州、沙撈越州和柔佛州等整体降水偏离程度不高，印尼主产区中加里曼丹省和西加里曼丹省降雨偏离程度同样不高，位于苏门答腊岛南部的南苏门答腊省和占碑省干旱明显，印尼棕榈油主产区降雨情况与马来西亚主产区相比较差。总体来看，目前厄尔尼诺对东南亚降雨的影响相对弱于往年，且近月部分主产区偏干旱的范围整体缩小，尤其是加里曼岛中部、西部及南部地区降水改善情况显著，厄尔尼诺的减产预期有所下降。后续持续关注东南亚降雨情况，警惕超预期的事件发生。

东南亚近三个月降水偏离情况



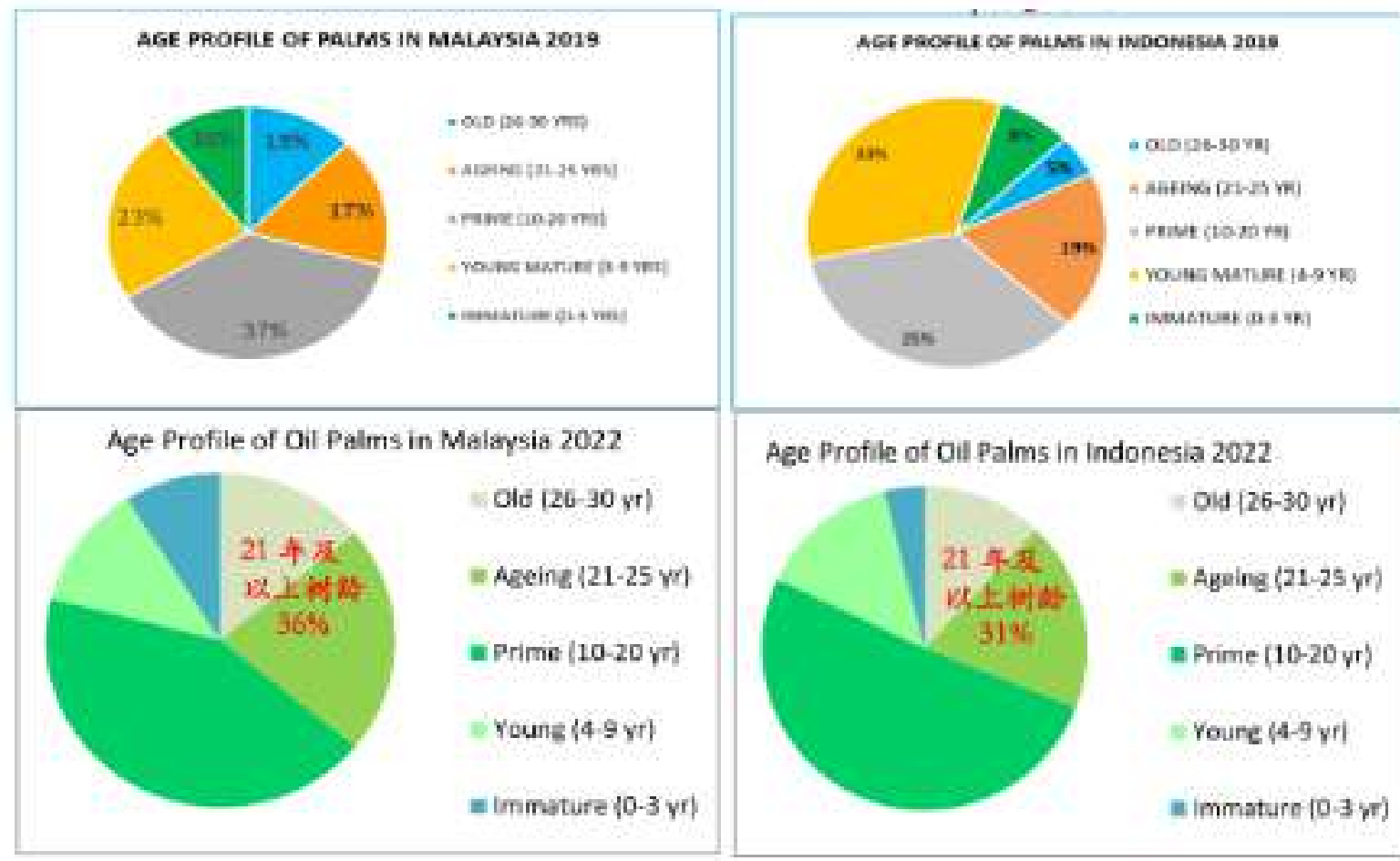
数据来源: World Ag Weather

东南亚近一个月降水偏离情况



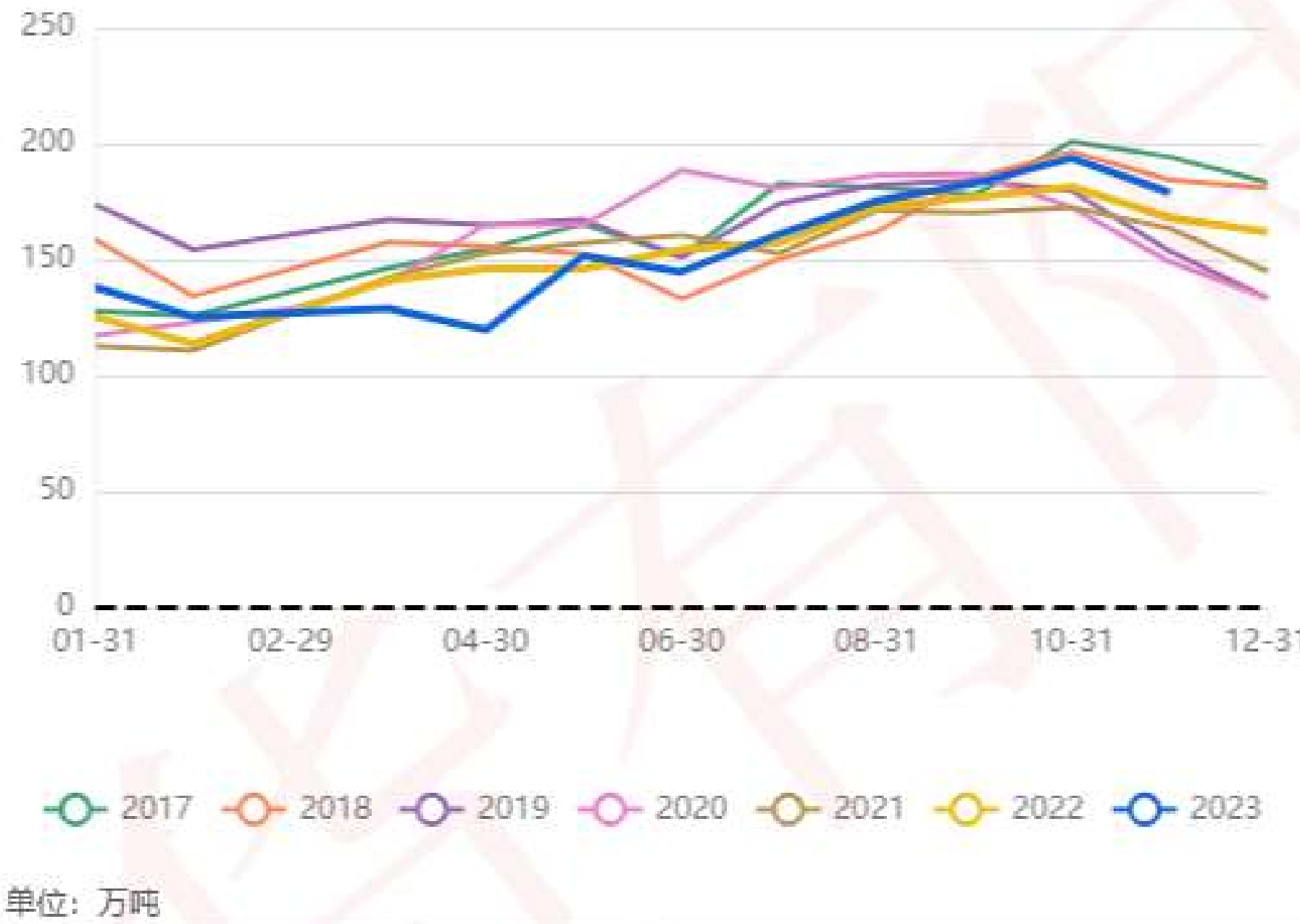
数据来源: World Ag Weather

印尼马来棕榈树龄对比



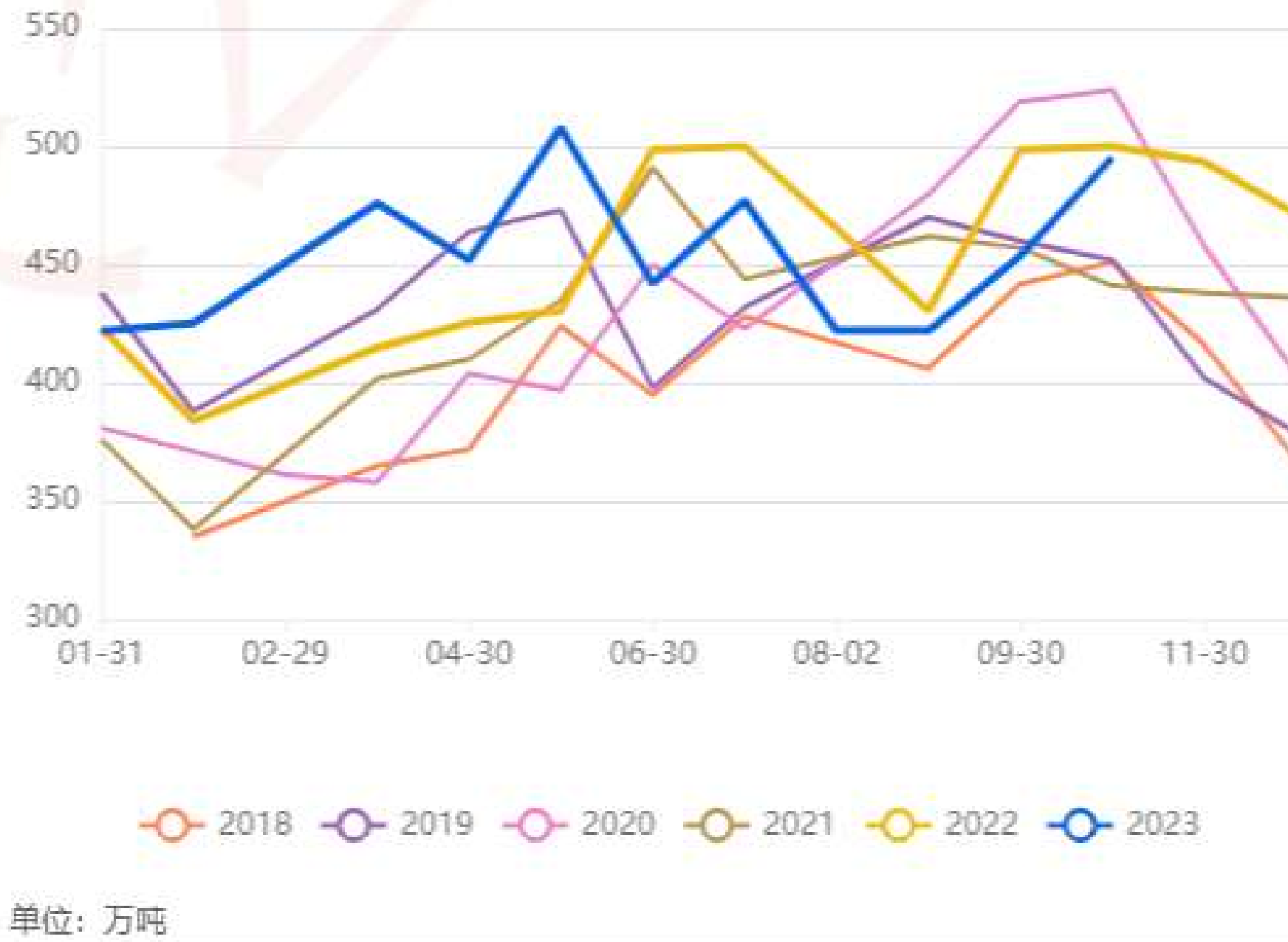
数据来源: MPOC

马来西亚棕榈油月度产量 2023-11-30



单位: 万吨

印尼棕榈油月度产量 2023-10-31



单位: 万吨

厄尔尼诺对印尼马来棕榈油生产的影响

结合USDA数据，按照不同减产程度测算印尼和马来产量。马来西亚油棕收获面积达555万公顷，维持相对稳定状态，但其树龄老化程度较为严重，影响棕榈油单产，预测马棕2023/24年度产量为1850万吨，假设其他条件不变的情况下，厄尔尼诺影响下分别计算了减产3%、5%和10%的产量，分别为1794.5万吨、1757.5万吨和1665万吨，结合当前降雨形势，预计厄尔尼诺对减产的影响大概率不超过5%，即减产大约在40-80万吨左右。

印尼油棕收获面积呈逐年递增状态，2023/24年度面积达1380万公顷，且印尼油棕树龄相对年轻，近年来产量也逐年递增。预测印尼棕榈油2023/24年度产量为4800万吨，减产3%、5%和10%的产量，分别为4656万吨、4560万吨和4320万吨，整体来看厄尔尼诺影响下印尼增产不及往年或小幅减产。

	A	B	C	D	E	F	G	H
1	马来西亚棕榈油供需平衡表 (千吨)							
2	年份	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	2023/2024	
3	收获面积 (千公顷)	5300	5350	5400	5450	5500	5550	
4	期初库存	2477	2448	1722	1756	2318	2314	正常年份产量预计18500
5	产量	20800	19255	17854	18152	18387	19000	减产3%
6	进口	1055	790	1300	1237	935	1400	17945
7	总供应	24332	22493	20876	21145	21640	22714	减产5%
8	出口	18362	17212	15878	15527	15355	16400	17575
9	工业消费	2715	2720	2402	2423	3000	3000	减产10%
10	食品消费	737	766	770	810	850	870	16650
11	国内消费	3522	3559	3242	3300	3971	3970	
12	期末库存	2448	1722	1756	2318	2314	2344	
13	库消比	11.19%	8.29%	9.18%	12.31%	11.97%	11.51%	
14	数据来源: USDA							
15								
16								
17								
18								
19								

	A	B	C	D	E	F	G	H
1	印度尼西亚棕榈油供需平衡表 (千吨)							
2	年份	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	2023/2024	
3	收获面积 (千公顷)	11300	12100	12200	12500	13500	13800	
4	期初库存	3089	2909	4576	5055	7304	6137	正常年份产量预计48000
5	产量	41500	42500	43500	42000	46000	47000	减产3%
6	进口	84	11	0	0	0	0	46560
7	总供应	44673	45420	48076	47055	53304	53137	减产5%
8	出口	28279	26249	27321	22321	28077	28200	45600
9	工业消费	7450	8300	9200	10500	11900	12850	减产10%
10	食品消费	5770	6020	6225	6650	6900	7200	43200
11	国内消费	13485	14595	15700	17430	19090	20350	
12	期末库存	2909	4576	5055	7304	6137	4587	
13	库消比	6.97%	11.20%	11.75%	18.37%	13.01%	9.45%	
14	数据来源: USDA							
15								
16								
17								
18								
19								

2.3南美大豆维持丰产预期，全球大豆整体供应宽松

全球大豆供需格局

2023/24年度全球大豆维持丰产格局，据USDA最新数据，2023/24年度全球大豆产量达3.99亿吨，较2022/23年度增幅达6.54%，主要来自于南美大豆增产，其中，巴西大豆产量预计达1.61亿吨，虽然较之前预期的1.63亿吨有所下调，但仍是巴西大豆创纪录产量。阿根廷2022/23年度产量受拉尼娜影响大幅减产，2023/24年度预计能够实现恢复性增产，达4800万吨，巴拉圭同样维持丰产格局，产量预计达1000万吨。然而，美豆供给偏紧格局已经持续四年，2023/24年度，种植面积大幅下调及单产降低奠定美豆偏紧格局，美豆产量预计为1.12亿吨，同比下降3.3%。消费方面，全球大豆消费预计达到3.84亿吨，环比增长5.45%，美国、巴西、阿根廷和巴拉圭的国内消费量同样维持增长。库消比除美国下降外，巴西、阿根廷及巴拉圭均维持上升。

整体来看，2023/24年度全球大豆供应宽松，厄尔尼诺背景下，南美大豆产量以恢复为主，巴西或延续高产记录，阿根廷实现恢复性增产，美豆则维持偏紧格局。

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S	T	U	V
1	大豆供需平衡表（千吨）																					
2		2021/2022					2022/2023					2023/2024										
3		全球	美国	巴西	阿根廷	巴拉圭	全球	美国	巴西	阿根廷	巴拉圭	全球	环比	美国	环比	巴西	环比	阿根廷	环比	巴拉圭	环比	
4	产量	360,434	121,528	130,500	43,900	4,183	374,392	116,216	160,000	25,000	9,050	398,882	6.54%	112,385	-3.30%	161,000	0.63%	48,000	92.00%	10,000	10.50%	
5	进口量	155,517	433	539	3,839	40	164,781	667	154	9,059	10	167,648	1.74%	816	22.34%	450	192.21%	5,700	-37.08%	20	100.00%	
6	总供应	616,214	128,955	160,618	72,799	4,700	637,171	124,351	187,752	57,962	9,237	668,454	4.91%	120,500	-3.10%	196,801	4.82%	70,909	22.34%	10,282	11.31%	
7	出口量	154,248	58,571	79,063	2,861	2,273	171,118	54,208	95,505	4,185	5,800	170,291	-0.48%	47,763	-11.89%	99,500	4.18%	4,600	9.92%	6,000	0.00%	
8	压榨量	314,503	59,980	50,712	38,825	2,200	313,412	60,199	53,096	30,318	3,050	329,496	5.13%	62,596	3.98%	55,750	5.00%	34,500	13.79%	3,500	14.75%	
9	消费	363,968	62,916	53,957	46,035	2,250	364,129	62,844	56,896	36,568	3,175	383,957	5.45%	66,056	5.11%	59,700	4.93%	41,750	14.17%	3,650	14.96%	
10	期末库存	97,998	7,468	27,598	23,903	177	101,924	7,299	35,351	17,209	262	114,206	12.05%	6,681	-8.47%	37,601	6.36%	24,559	42.71%	632	141.22%	
11	单产（吨/公顷）	2.74	3.48	3.14	2.76	1.22	2.88	3.33	3.61	1.74	2.51	2.87	-0.35%	3.35	0.60%	3.53	-2.22%	2.93	68.39%	2.82	12.35%	
12	库消比	26.92%	6.15%	20.75%	48.89%	3.91%	27.99%	6.24%	23.20%	42.23%	2.92%	29.74%	6.26%	5.87%	-5.87%	23.62%	1.82%	52.99%	25.48%	6.55%	124.35%	
13																			数据来源：USDA			
14																						
15																						
16																						
17																						

巴西或延续高产记录，阿根廷实现恢复性增产

市场普遍预期2023/24年度全球大豆供应走向宽松，主要来自于南美大豆产量的增长。

2023年10月巴西播种开始以来，直至11月上旬，南涝北旱天气使得播种进度落后往年同期。受马托格罗索州等主要产区遭遇高温和降雨不足影响，近期有机构不断下调巴西新年度大豆产量，巴西作物机构Conab将其对大豆产量的预测从11月份的1.6242亿吨下调至1.60177亿吨，AgRural也将巴西新作产量预估从1.635亿吨下调至1.591亿吨。12月USDA报告下调巴西2023/24年度产量预估至1.61亿吨，但高于大多数分析机构的估计，数据仍显示巴西大豆产量创纪录。然而后期天气变化对南美大豆生长及产量预期仍有重要影响。

阿根廷方面，大豆产区降水条件良好，整体播种进度较快，12月USDA报告维持阿根廷2023/24年度大豆产量4800万吨的预期。巴拉圭同样降水表现良好，12月USDA报告产量预计为1000万吨，基本与11月持平。从USDA新作供需预估来看，厄尔尼诺背景下，南美大豆产量以恢复为主，巴西或延续高产记录，阿根廷实现恢复性增产。

从历史经验看，在厄尔尼诺气候背景下，巴西南部及阿根廷会迎来过量的降雨，而巴西中西部、北部地区则出现旱情。虽然巴西北部降水较正常年份偏少，但由于本身气候偏湿润，且不是巴西大豆的主要产区，相对降水偏少对巴西大豆产量的影响有限，回顾过去11次厄尔尼诺事件，厄尔尼诺强度与巴西的单产变化率未出现显著关系。后续需持续关注中部主产州的降水情况，若后期天气条件转好，巴西大豆丰产预期维持概率较大。阿根廷方面，厄尔尼诺发生在播种期，整体降水情况较好，有利于大豆生长，且回顾历次厄尔尼诺现象期间阿根廷大豆单产，也大多是呈增长状态，预计2023/24年度阿根廷大豆能实现恢复性增产。

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M
1	巴西大豆供需平衡表（千吨）												
2	报告年度	收获面积 (公顷)	期初库存	产量	进口量	总供应量	出口量	压榨量	国内消 费量	期末库存	单产（ /公顷）	库消比	
3	2016/2017	33,900	23,803	114,900	252	138,955	63,137	40,411	43,186	32,632	3.39	30.69%	
4	2017/2018	35,150	32,632	123,400	175	156,207	76,136	44,205	47,040	33,031	3.51	26.82%	
5	2018/2019	35,900	33,031	120,500	140	153,671	74,887	42,527	45,442	33,342	3.36	27.71%	
6	2019/2020	36,900	33,342	128,500	549	162,391	92,135	46,742	49,837	20,419	3.48	14.38%	
7	2020/2021	39,500	20,419	139,500	1,015	160,934	81,650	46,500	49,705	29,579	3.53	22.52%	
8	2021/2022	41,600	29,579	130,500	539	160,618	79,063	50,712	53,957	27,598	3.14	20.75%	
9	2022/2023	44,100	27,598	160,000	154	187,752	95,505	53,096	56,896	35,351	3.61	23.20%	
10	2023/2024	11月	45,600	33,442	163,000	450	196,892	97,500	55,750	59,700	39,692	3.57	25.25%
11		12月	45,600	33,351	161,000	450	196,801	99,500	55,750	59,700	37,601	3.53	23.62%
12	数据来源：USDA												
13													
14													
15													

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M
1		阿根廷大豆供需平衡表（千吨）											
2	报告年度	收获面积 (公顷)	期初库存	产量	进口量	总供应量	出口量	压榨量	国内消费量	期末库存	单产（ 吨/公顷）	库消比	
3	2016/2017	17,335	27,156	55,000	1,674	83,830	7,025	43,309	49,809	26,996	3.17	47.50%	
4	2017/2018	16,300	26,996	37,800	4,703	69,499	2,132	36,933	43,633	23,734	2.32	51.86%	
5	2018/2019	16,600	23,734	55,300	6,408	85,442	9,104	40,567	47,448	28,890	3.33	51.09%	
6	2019/2020	16,700	28,890	48,800	4,882	82,572	10,004	38,770	45,918	26,650	2.92	47.66%	
7	2020/2021	16,470	26,650	46,200	4,816	77,666	5,195	40,162	47,411	25,060	2.81	47.64%	
8	2021/2022	15,900	25,060	43,900	3,839	72,799	2,861	38,825	46,035	23,903	2.76	48.89%	
9	2022/2023	14,400	23,903	25,000	9,059	57,962	4,185	30,318	36,568	17,209	1.74	42.23%	
10	2023/2024	11月	16,400	17,209	48,000	5,700	70,909	4,600	34,500	41,750	24,559	2.93	52.99%
11		12月	16,400	17,209	48,000	5,700	70,909	4,600	34,500	41,750	24,559	2.93	52.99%
12											数据来源：USDA		
13													
14													
15													

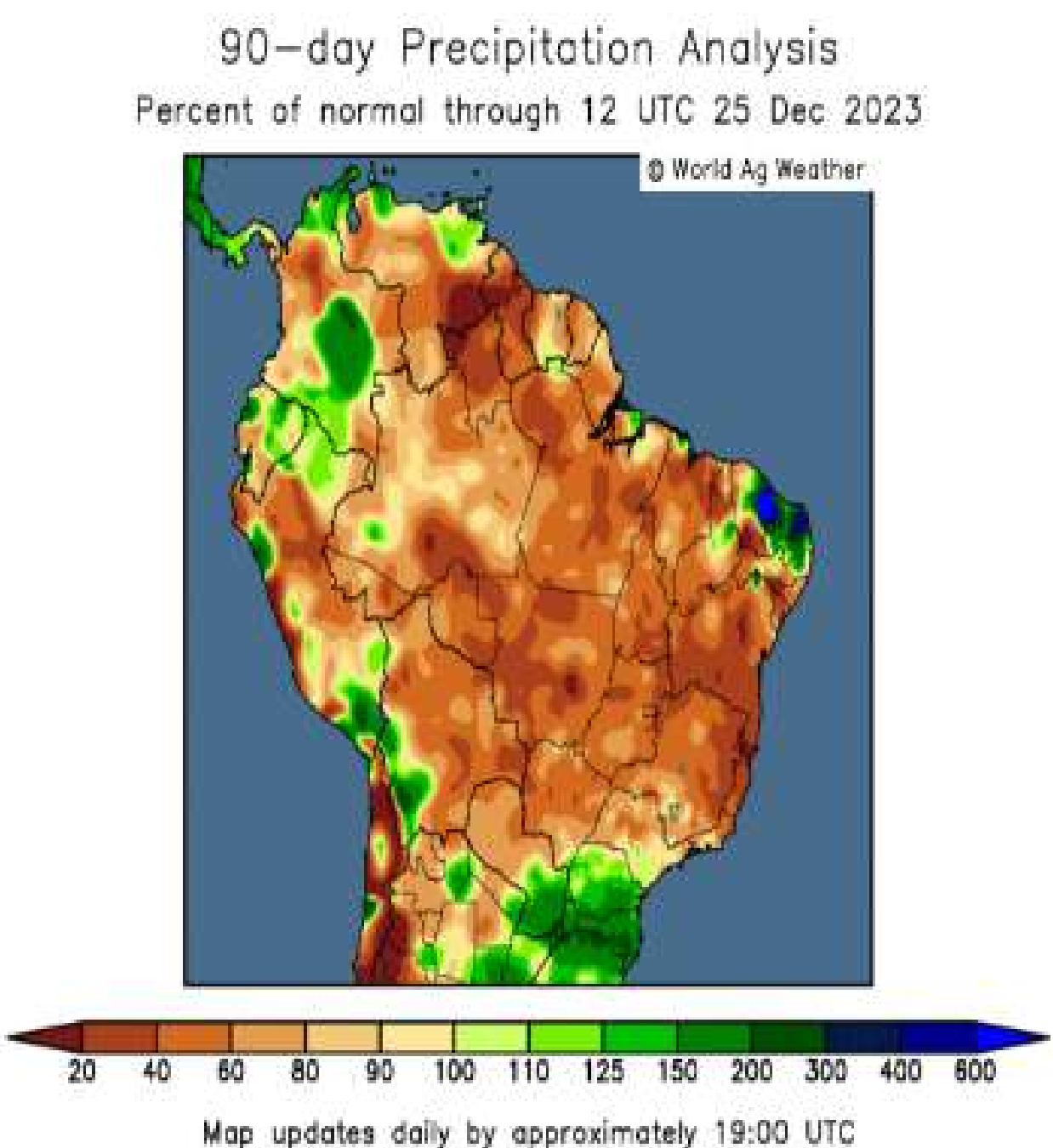
2.3南美大豆维持丰产预期，全球大豆整体供应宽松

1980年至今厄尔尼诺期间大豆主产国单产变化

序号	事件发生时段	峰值强度	事件强度	美国作物年度	覆盖范围/美国	单产	单产变化率	巴西作物年度	覆盖范围/巴西	单产	单产变化率	阿根廷作物年度	覆盖范围/阿根廷	单产	单产变化率
1	1982.04-1983.07	2.2	强	1982/83	覆盖生长期	2.12	7.80%	1982/83	覆盖生长期	1.81	12.59%	1982/83	覆盖生长期	1.84	-12.22%
				1983/84	覆盖生长期前期	1.76	-12.11%								
2	1986.09-1988.02	1.7	中等	1987/88	覆盖生长期	2.28	6.26%	1986/87	覆盖生长期	1.87	4.12%	1986/87	覆盖生长期	1.99	-8.47%
								1987/88	覆盖生长期前期	1.71	-7.22%	1987/88	覆盖生长期前期	2.35	7.13%
3	1991.05-1992.06	1.7	中等	1991/92	覆盖生长期	2.30	0.49%	1991/92	覆盖生长期	1.99	-2.04%	1991/92	覆盖生长期	2.37	4.33%
4	1994.09-1995.03	1.1	中等	1994/95	覆盖收获期	2.78	16.02%	1994/95	覆盖生长期	2.22	2.17%	1994/95	覆盖生长期	2.19	-6.01%
5	1997.05-1998.05	2.4	强	1997/98	覆盖生长期	2.62	4.65%	1997/98	覆盖生长期	2.50	8.03%	1997/98	覆盖生长期	2.80	17.22%
6	2002.06-2003.02	1.3	中等	2002/03	覆盖生长期	2.56	-4.57%	2002/03	覆盖生长期	2.82	10.61%	2002/03	覆盖生长期	2.82	13.43%
7	2004.07-2005.02	0.7	弱	2004/05	覆盖生长期	2.84	3.12%	2004/05	覆盖生长期	2.31	-12.63%	2004/05	覆盖种植期	2.71	7.32%
8	2006.09-2007.01	0.9	弱	2006/07	覆盖收获期	2.88	1.92%	2006/07	覆盖种植期	2.85	4.09%	2006/07	覆盖一茬大豆种植期	2.99	16.61%
9	2009.07-2010.03	1.6	中等	2009/10	覆盖生长期	2.96	0.91%	2009/10	覆盖生长期	2.94	2.11%	2009/10	覆盖生长期	2.93	11.72%
10	2014.10-2016.04	2.6	强	2015/16	覆盖生长期	3.23	2.60%	2014/15	覆盖生长期	3.03	-2.72%	2014/15	覆盖生长期	3.18	16.91%
								2015/16	覆盖生长期	2.87	-9.23%	2015/16	覆盖生长期	3.04	10.97%
11	2018.09-2019.06	0.9	弱	2018/19	覆盖收获期	3.40	4.44%	2018/19	覆盖生长期	3.36	1.72%	2018/19	覆盖生长期	3.33	19.01%
				2019/20	覆盖种植期	3.19	-3.07%								

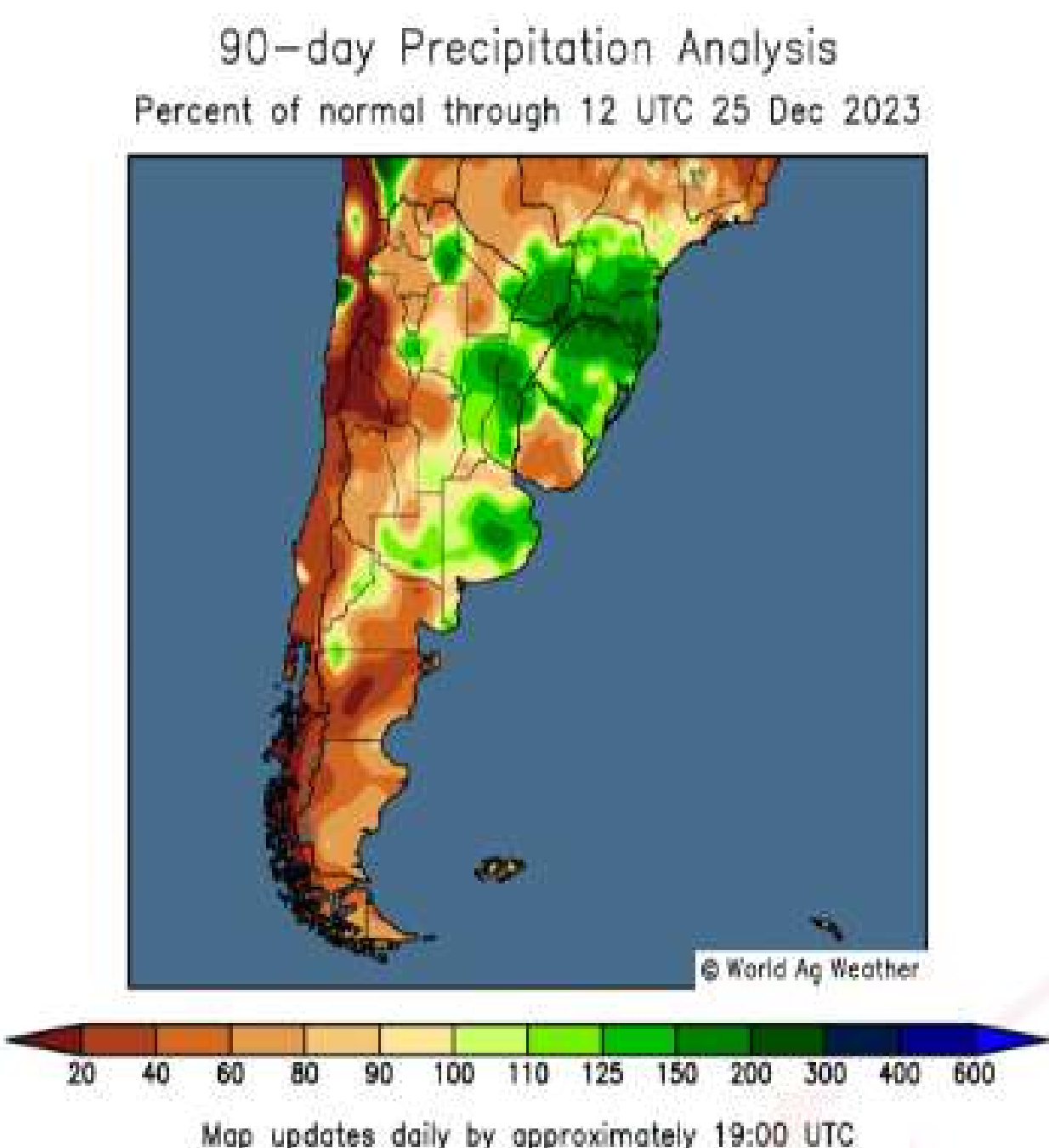
单产变化率：以历年线性趋势单产为基准，折算当年单产变化情况。

南美洲北部近三个月降水偏离程度



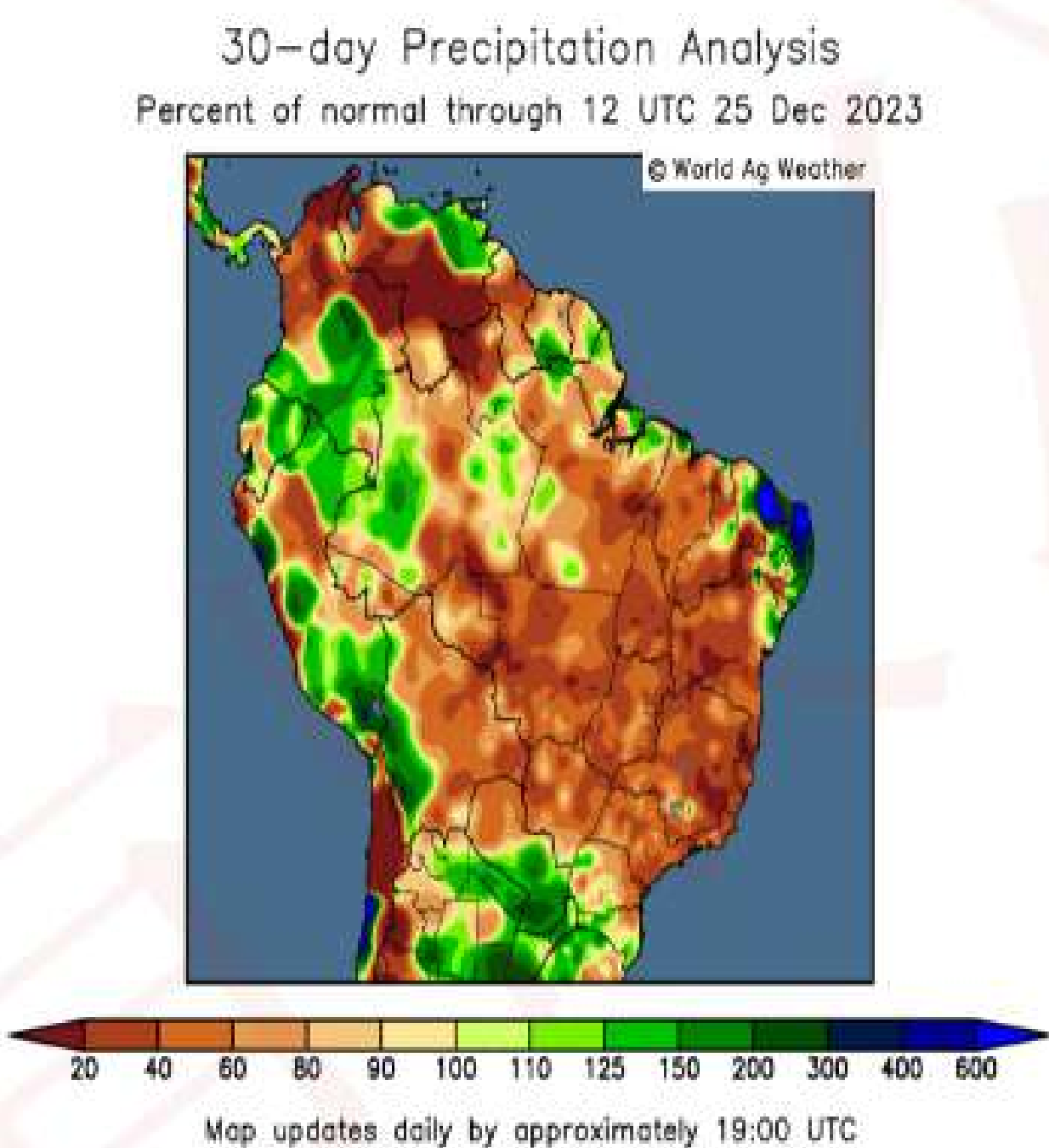
数据来源：World Ag Weather

南美洲南部近三个月降水偏离程度



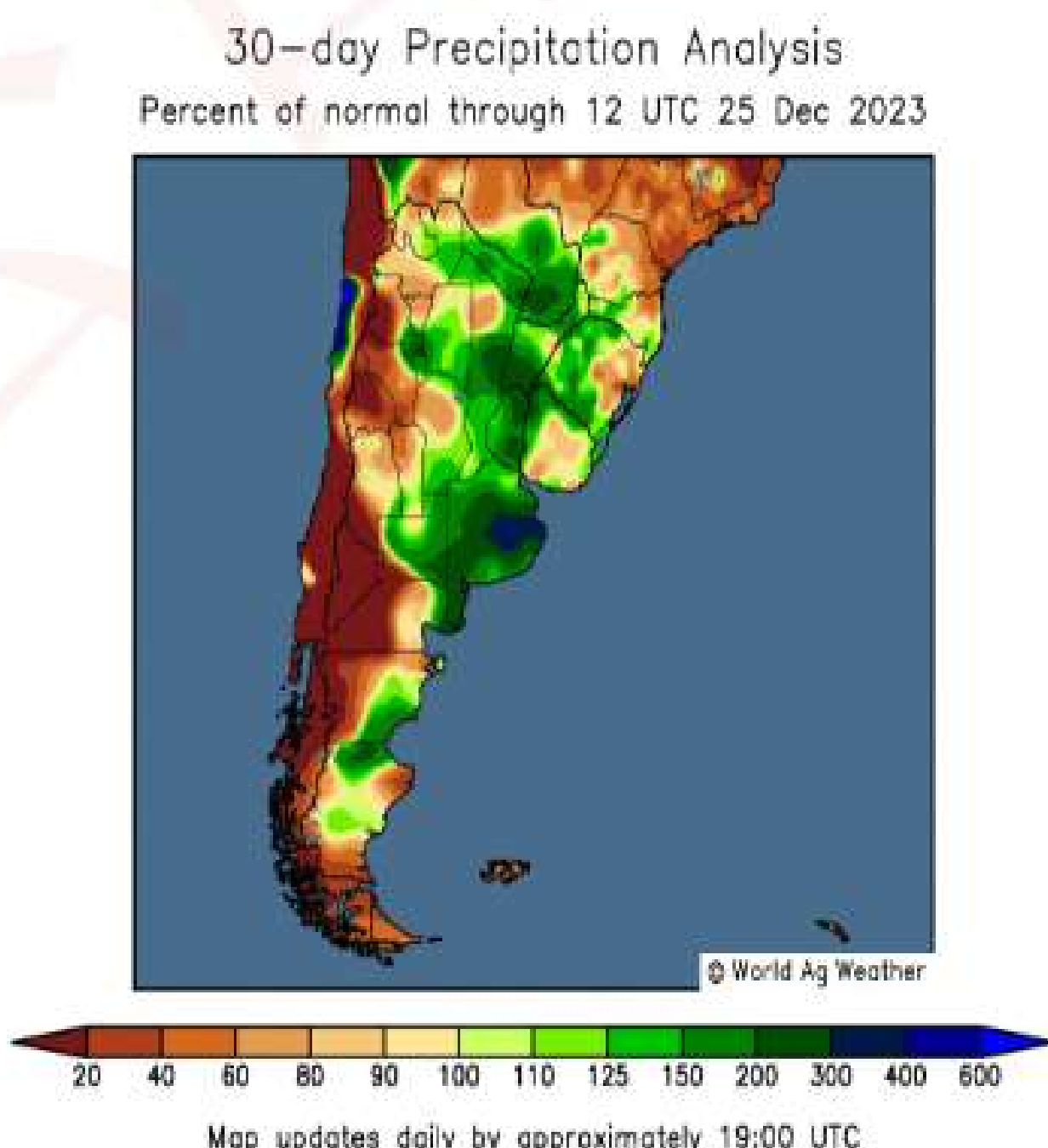
数据来源：World Ag Weather

南美洲北部近一个月降水偏离程度



数据来源：World Ag Weather

南美洲南部近一个月降水偏离程度



数据来源：World Ag Weather

2.4美豆库存边际收紧，等待下一年度修复

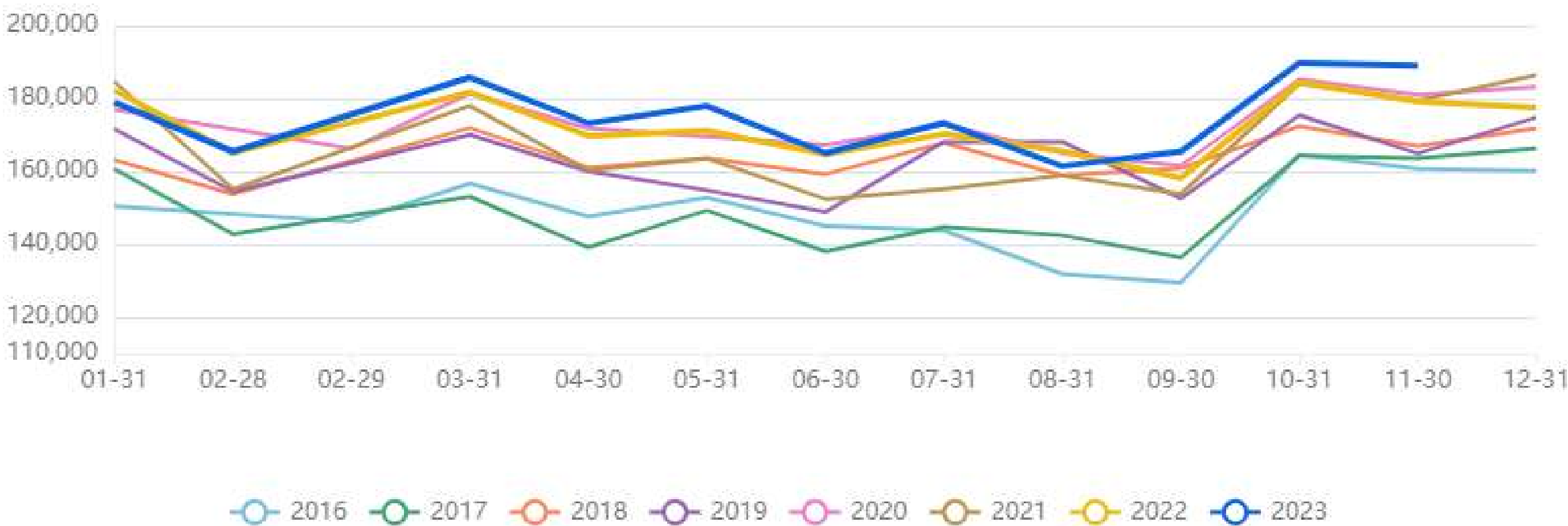
美豆库存边际收紧，关注压榨和出口表现

全球大豆供给近年来逐步走向宽裕，但美豆供给偏紧格局已经持续四年，2023/24年度，种植面积大幅下调及单产降低奠定美豆偏紧格局。据USDA12月报告，2023/24年度美豆产量为1.12亿吨，较2022/23年度1.16亿吨仍减少383万吨。期末库存为668.1万吨，环比减少61.8万吨，库消比持续低位运行。

产量落定后，市场关注重点转向需求端压榨及出口表现。受到下游需求旺盛的提振，美豆压榨需求持续上调，2023/24年度压榨需求上调至6259.6万吨，环比增长239.7万吨。美豆压榨需求近三年处于持续增长状态，主要受国内豆油制生柴需求增长及美豆粕贸易需求增加的影响。

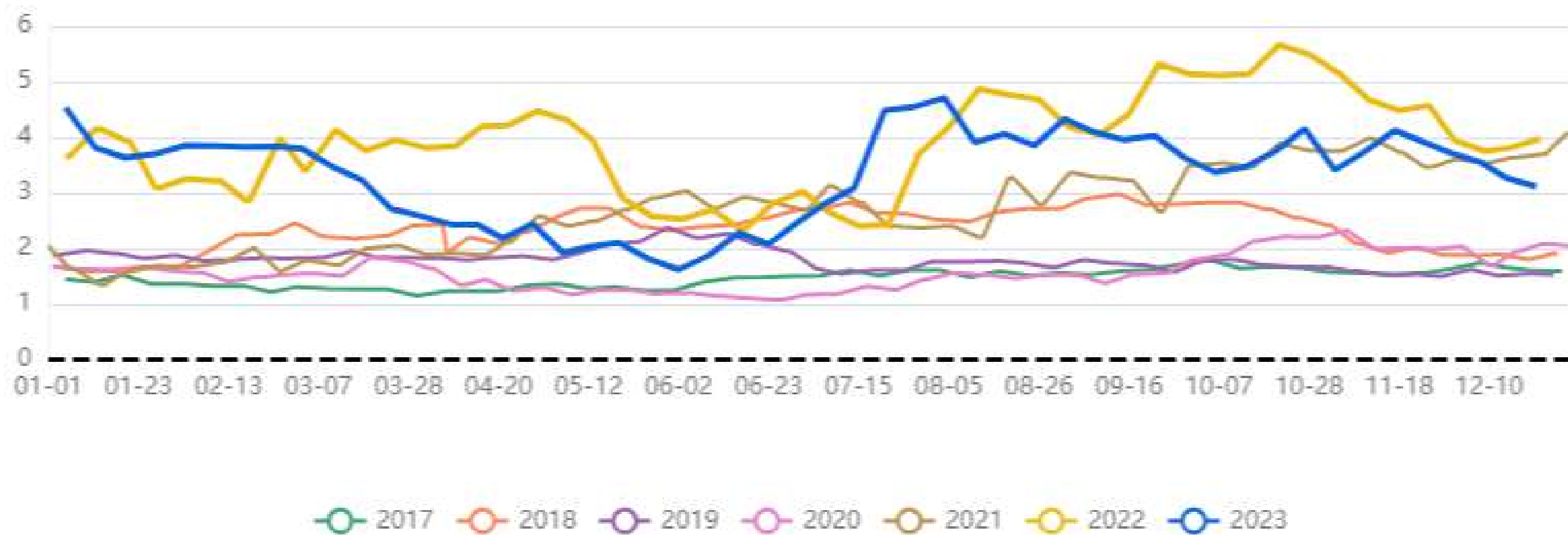
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M
1	美豆供需平衡表（千吨）												
2	报告年度	收获面积 (千公顷)	期初库存	产量	进口	总供应	出口	压榨	国内消费量	期末库存	单产 (吨/公顷)	库消比	
3	2016/2017	33,470	5,354	116,931	606	122,891	58,964	51,742	55,719	8,208	3.49	7.16%	
4	2017/2018	36,236	8,208	120,065	594	128,867	58,071	55,926	58,873	11,923	3.31	10.20%	
5	2018/2019	35,448	11,923	120,515	383	132,821	47,721	56,935	60,360	24,740	3.4	22.89%	
6	2019/2020	30,327	24,740	96,667	419	121,826	45,800	58,910	61,750	14,276	3.19	13.27%	
7	2020/2021	33,428	14,276	114,749	539	129,564	61,664	58,257	60,906	6,994	3.43	5.71%	
8	2021/2022	34,929	6,994	121,528	433	128,955	58,571	59,980	62,916	7,468	3.48	6.15%	
9	2022/2023	34,871	7,468	116,216	667	124,351	54,208	60,199	62,844	7,299	3.33	6.24%	
10	7月	33,466	6,947	117,027	544	124,518	50,349	62,596	66,012	8,157	3.5	7.01%	
11	8月	33,466	7,083	114,454	816	122,353	49,668	62,596	66,013	6,672	3.42	5.77%	
12	9月	33,504	6,808	112,837	816	120,461	48,716	62,324	65,760	5,985	3.37	5.23%	
13	10月	33,504	7,299	111,703	816	119,818	47,763	62,596	66,080	5,975	3.33	5.25%	
14	11月	33,504	7,299	112,385	816	120,500	47,763	62,596	66,056	6,681	3.35	5.87%	
15	12月	33,504	7,299	112,385	816	120,500	47,763	62,596	66,056	6,681	3.35	5.87%	
16	数据来源：USDA												
17													
18													

美豆月度压榨量_NOPA 2023-11-30



单位：千蒲式耳

美豆压榨利润_周度 2023-12-22



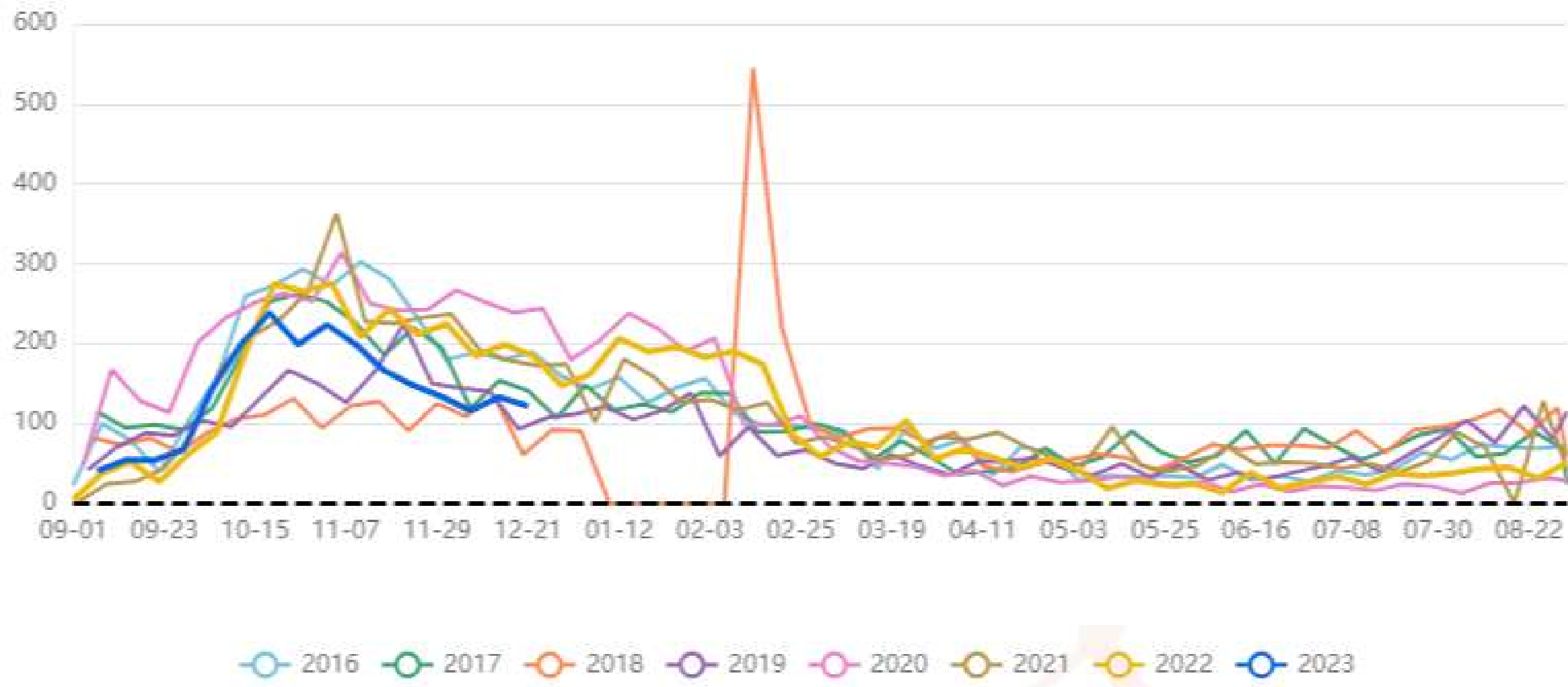
单位：美元/蒲式耳

2.4美豆库存边际收紧，等待下一年度修复

美豆出口进度较往年偏慢，预计中国需求提振有限

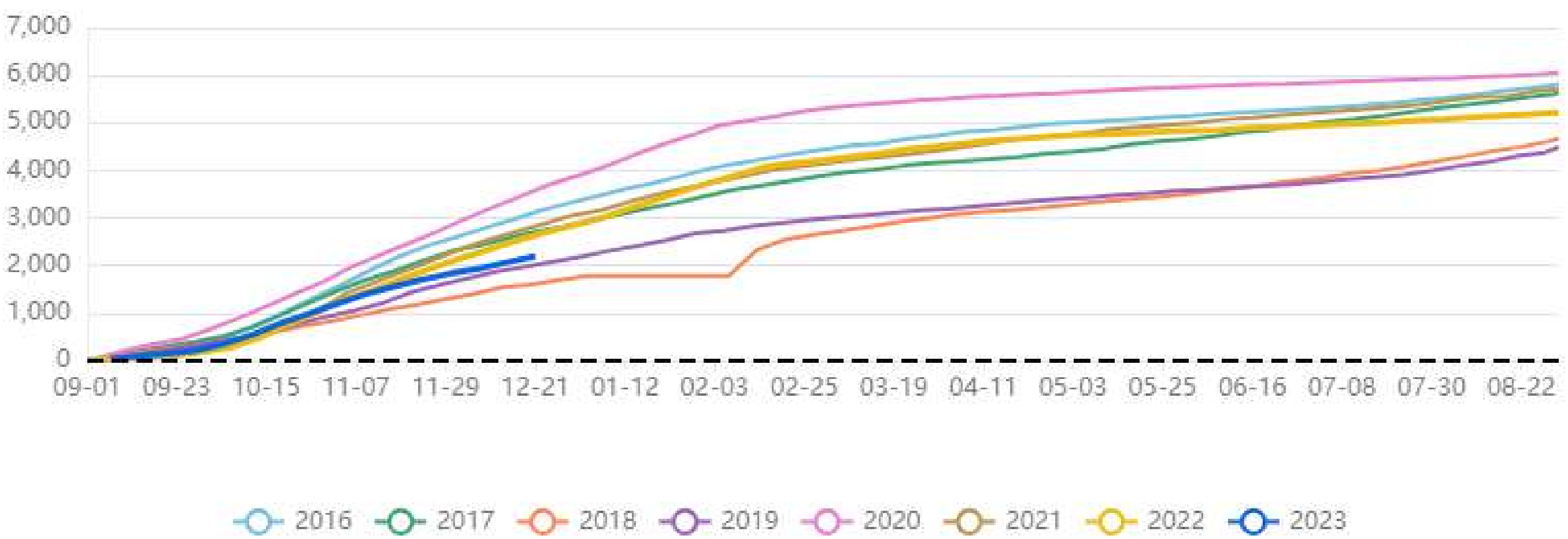
巴西大豆丰产一定程度上挤占了美豆6月以来的出口，USDA不断下调2022/23以及2023/24年度美豆出口量，近三个月USDA报告将2023/24年度出口均维持在4776.3万吨，较2022/23年度同比下降644.5万吨，同比降幅11.89%，为近4年来最低水平。从2023/24年度美豆出口进度来看（自9月1日开始计），较往年相对稍慢，从出口国来看，中国仍是最大的买家，但预计中国需求提振有限。然而巴西大豆播种进度相对往年偏慢，一定程度上延长了美豆出口的时间窗口，后续关注USDA是否会上调美豆出口额度。

美豆出口量_当周值 2023-12-21



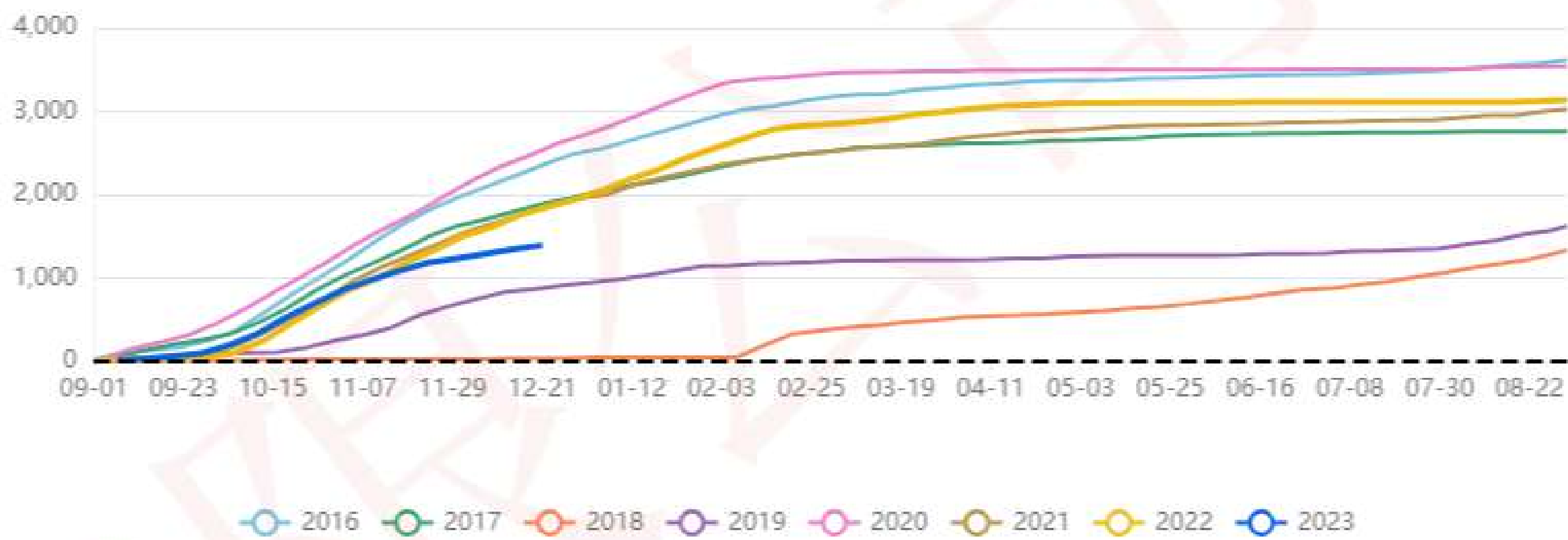
单位: 万吨

美豆出口量_累计值 2023-12-21



单位: 万吨

美豆出口量_累计值_至中国 2023-12-21



单位: 万吨

2024/25年度美豆种面有望增长

2016年以来，美豆及美玉米期货合约平均比价为2.52，通常情况下，美豆和美玉米的比价在2.5以上时，美国农户来说种植美豆收益更好，因此会选择种植更多的美豆，而比价低于2.2，农户将选择种植更多的玉米。

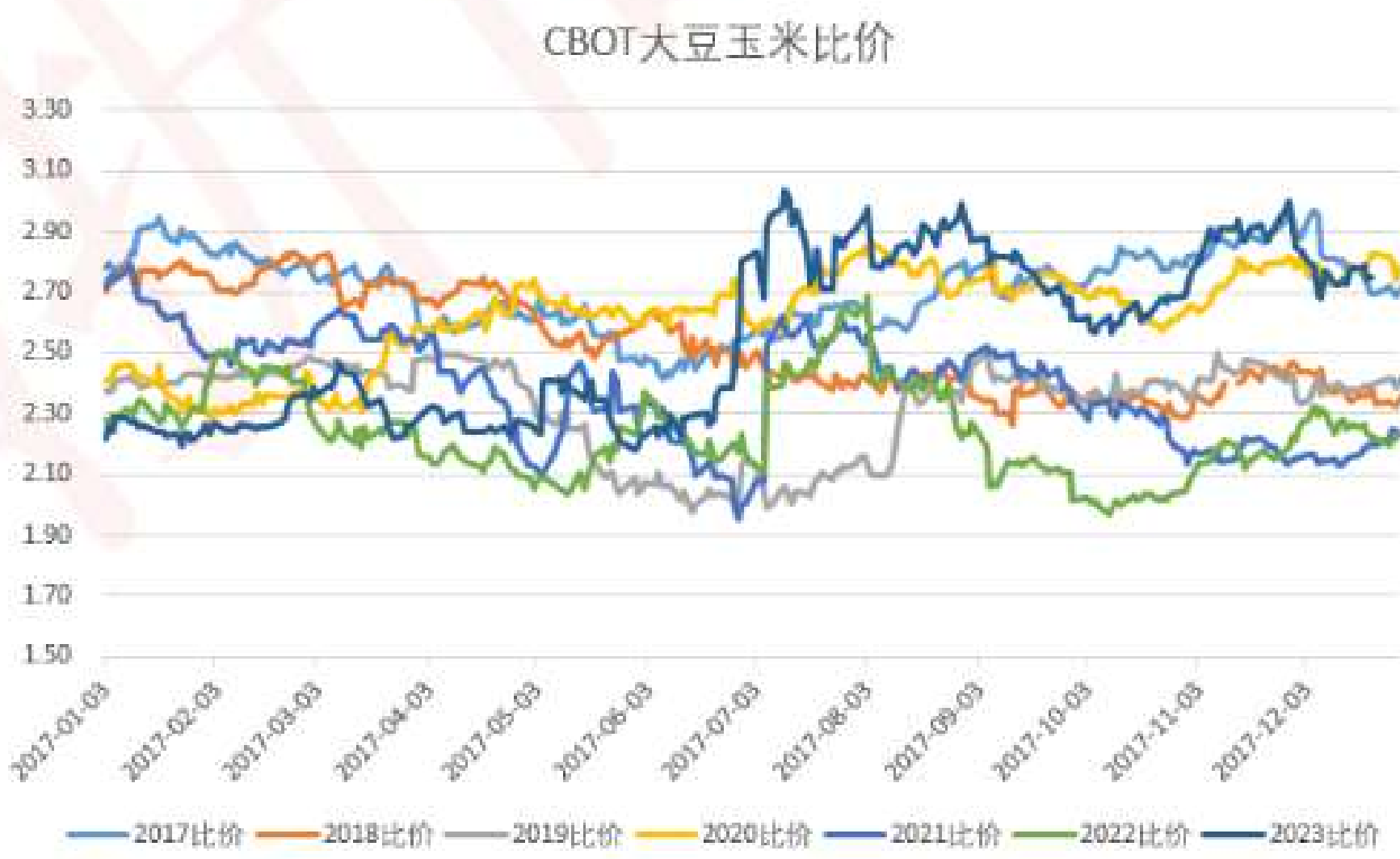
展望2024/25美豆种植表现，在经历2023/24年度美豆种面转向玉米种植背景下，大豆玉米比价已回升至近年高位，目前大豆玉米比价在2.74附近，而2023年初比价仅在2.2附近。预计美豆2024/25年度种面有望达到8800万英亩以上。在此预期下，关注2024年2月底前大豆玉米比价走势以及后续3月、6月种植面积情况。

大豆玉米种植面积及比价情况



来源：同花顺、浙商期货

CBOT大豆玉米比价



来源：同花顺、浙商期货

美豆及美玉米种植面积与两者价格的相关性

美豆及美玉米种植面积与两者价格的相关性					
	6月报告美豆种植面积 (万英亩)	6月报告美玉米种植面积 (万英亩)	美豆均价 (美分/ 蒲式耳)	美玉米均价 (美分/ 蒲式耳)	比价
2016/2017	8369	9415	1018	362	2.81
2017/2018	8951	9089	986	367	2.69
2018/2019	8956	8913	901	374	2.41
2019/2020	8004	9170	891	385	2.32
2020/2021	8383	9201	1125	428	2.63
2021/2022	8756	9269	1342	575	2.34
2022/2023	9010	8170	1541	690	2.24
2023/2024	8670	8410	1413	563	2.55

来源：USDA、同花顺、浙商期货

2.5新年度全球菜籽减产幅度有限，整体供应仍充足

2023/24年度全球菜籽减产幅度有限，整体供应仍充足

2023/24年度全球新季菜籽产量边际收紧，但减产幅度有限，整体供应仍然宽松。根据12月USDA报告预估，2023/24年度全球新季菜籽产量小幅上调至8697.9万吨，环比降幅2.07%，其中澳大利亚预计减产明显，环比降幅33.52%至550万吨。全球菜籽出口量回落至1709.3万吨，环比降幅15.4%，消费方面，全球消费量增长至8630.6万吨，与2022/23年度基本持平。库存下降至738.7万吨，库消比回落至8.56%。整体来看，2023/24年度菜籽供应较2022/23年度边际收紧，但较11月供需报告产量及期末库存有所上调，全球菜籽减产幅度有限，整体供应仍充足。欧盟2023/24年度菜籽播种面积大幅上升，预计达629.5万公顷，产量预计同比增长2.45%至2010万吨，整体供应充足。

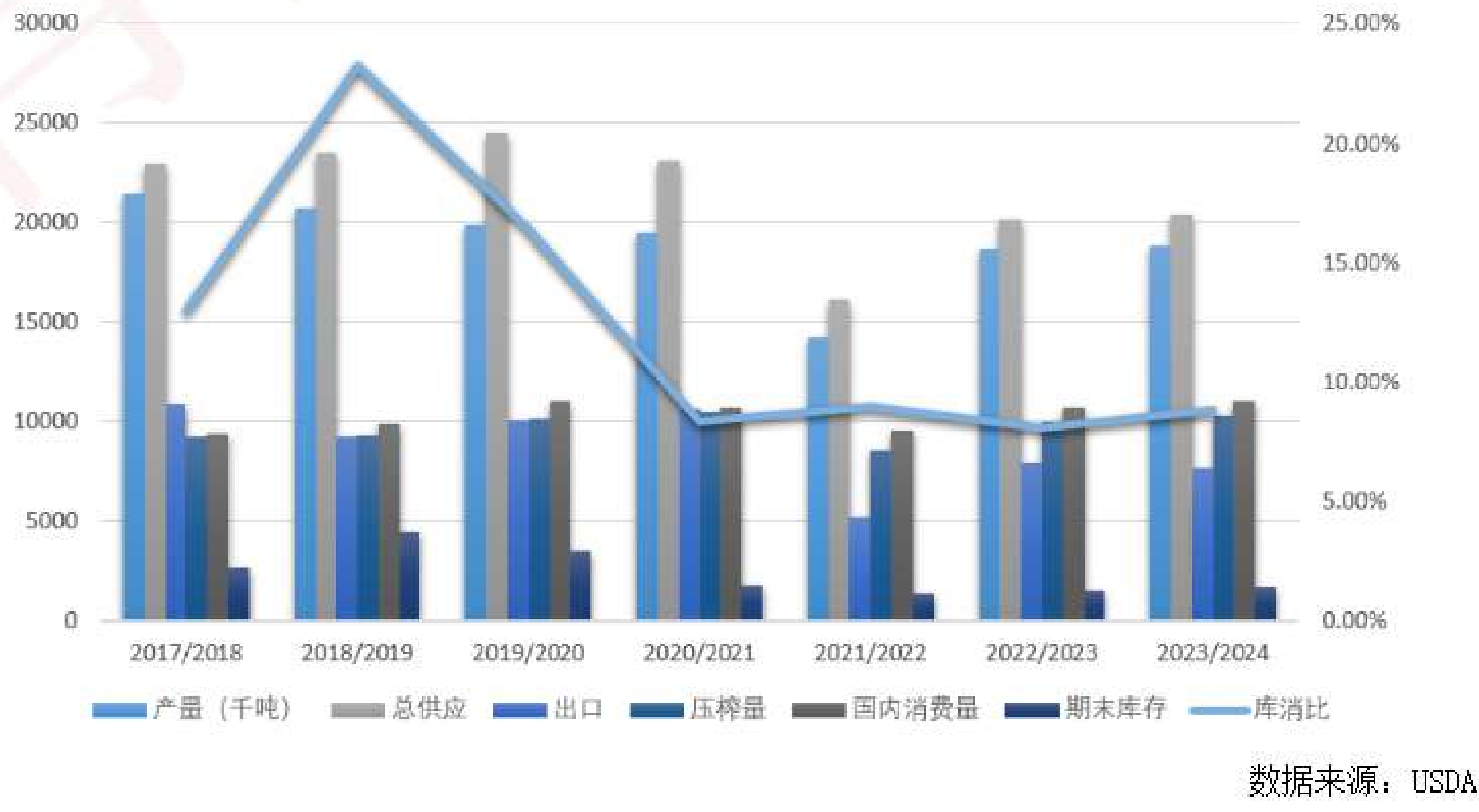
加拿大方面，12月USDA报告数据较11月大幅上调了产量及库存，产量为1880万吨，较11月上调100万吨，高于2022/23年度产量1869.5万吨。库存为165.6万吨，较11月报告上调45.6万吨，同样高于2022/23年150.6万吨库存，库消比回升至8.83%。前期加拿大草原三省受干旱影响，USDA和加拿大统计局均下调2023/24年度产量预期。近期加拿大统计局基于实地调查于2023年12月4日将油菜籽产量的预估从9月份的1737万吨上调至1833万吨。前期加拿大主产区炎热天气对产量影响不大，菜籽单产下降幅度有限，总产量维持增长，整体供应仍充足。

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S	T	U	V	W	
1	油菜籽供需平衡表 (千吨)																							
2		2021/2022					2022/2023					2023/2024												
3		全球	加拿大	欧盟	澳大利亚	俄罗斯	全球	加拿大	欧盟	澳大利亚	俄罗斯	全球	环比	加拿大	环比	欧盟	环比	澳大利亚	环比	俄罗斯	环比			
4	收获面积 (公顷)	38,458	8,946	5,392	3,250	1,623	41,895	8,596	5,936	3,900	2,270	42,441	1.30%	8,855	3.01%	6,295	6.05%	3,500	-10.26%	2,000	-11.89%			
5	产量	75,786	14,248	17,389	6,820	2,775	88,815	18,695	19,620	8,273	4,300	86,979	-2.07%	18,800	0.56%	20,100	2.45%	5,500	-33.52%	4,000	-6.98%			
6	出口量	15,319	5,253	452	5,905	375	20,205	7,954	549	6,700	750	17,093	-15.40%	7,700	-3.19%	450	-18.03%	4,400	-34.33%	500	-33.33%			
7	消费	76,180	9,551	22,400	1,175	2,390	85,313	10,711	24,900	1,175	3,600	86,306	1.16%	11,050	3.16%	25,200	1.20%	1,200	2.13%	3,495	-2.92%			
8	期末库存	4,491	1,325	828	116	88	7,847	1,506	1,833	515	63	7,387	-5.86%	1,656	9.96%	1,583	-13.64%	416	-19.22%	88	39.68%			
9	库消比	5.90%	8.95%	3.62%	1.64%	3.18%	9.20%	8.07%	7.20%	6.54%	1.45%	8.56%	-6.95%	8.83%	9.46%	6.17%	-14.32%	7.43%	13.59%	2.20%	52.09%			
10	单产 (吨/公顷)	1.970	1.590	3.220	2.100	1.710	2.120	2.170	3.310	2.120	1.890	2.050	-3.30%	2.120	-2.30%	3.190	-3.63%	1.570	-25.94%	2.000	5.82%			
11																			数据来源: USDA					
12																								
13																								
14																								

澳大利亚油菜籽供需格局



加拿大油菜籽供需格局



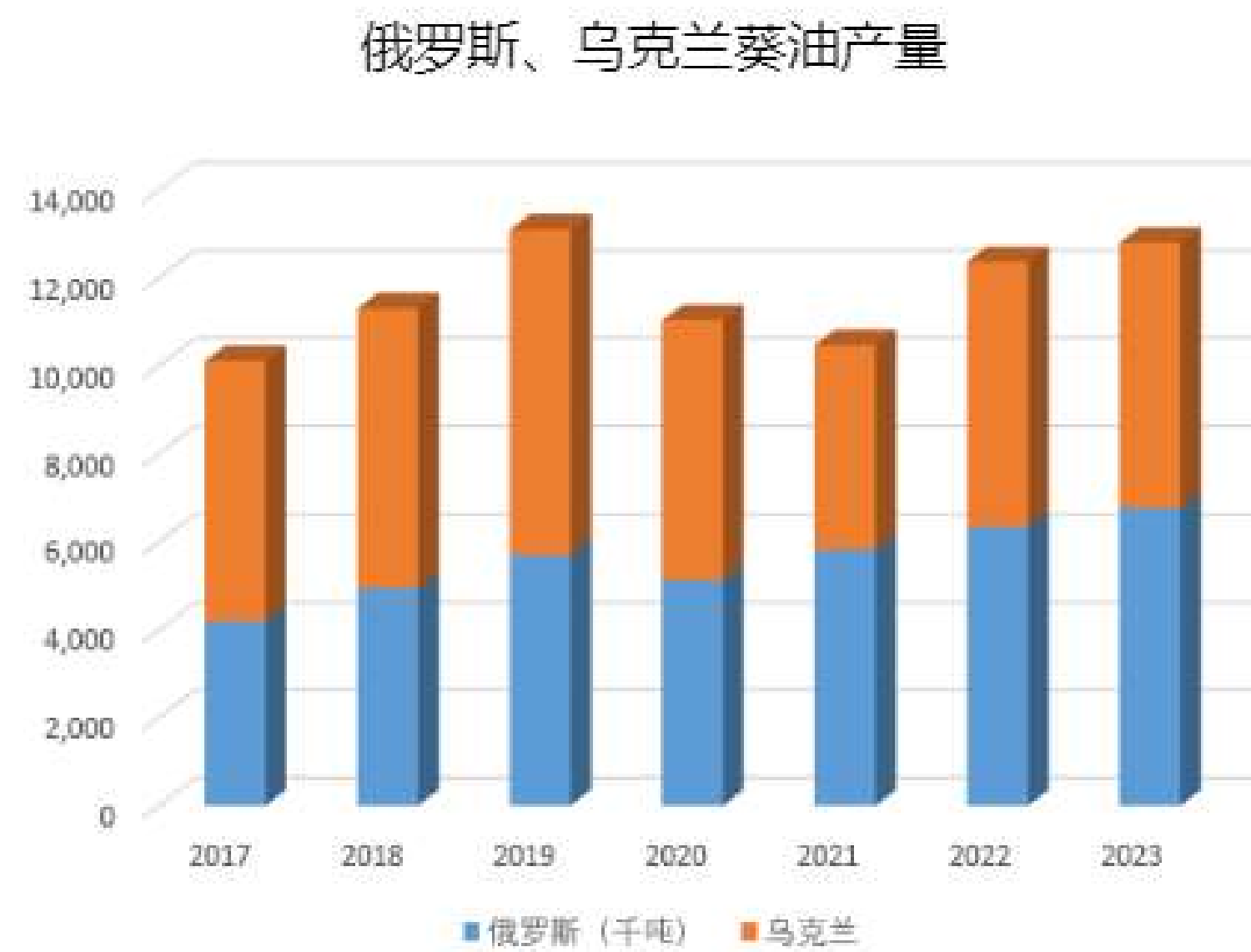
2.6黑海地区油葵丰产，俄罗斯葵油出口增长明显

黑海地区油葵丰产，俄罗斯葵油出口增长明显

据USDA预估，2023/24年度俄罗斯油和乌克兰葵迎来丰产，两国葵油合计产量增加至1279万吨，环比增加43万吨，其中俄罗斯增产明显，2023/24年度产量预计达677.4万吨，环比增加43.4万吨，乌克兰产量预期为602万吨，与2022/23年度持平。在出口方面，乌克兰出口量相对较高，2023/24年度预计达560万吨，较2022/23年度小幅降低8万吨，但俄罗斯出口增长至427.5万吨，较2022/23年度增加22.5万吨，一定程度挤占了乌克兰菜油出口，但整体挤占程度不大，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。俄乌油葵丰产，国际葵油供应量较为充足，目前黑海地区葵花籽油价格相对偏低，一定程度上对油脂价格形成冲击。

2.6黑海地区油葵丰产，俄罗斯葵油出口增长明显

	A	B	C	D	E	F	G	H
1	全球葵油供需平衡表 (千吨)							
2		2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
3	产量	18,578	19,600	21,149	18,967	19,661	21,598	22,048
4	进口量	9,151	9,647	11,733	9,650	9,685	12,442	12,227
5	总供应量	30,240	31,700	35,300	31,539	31,326	36,686	37,373
6	出口量	10,323	11,504	13,471	11,327	11,077	14,051	13,824
7	国内消费	17,464	18,114	18,907	18,232	17,603	19,537	20,543
8	期末库存	2,453	2,082	2,922	1,980	2,646	3,098	3,006
9	库消比	14.05%	11.49%	15.45%	10.86%	15.03%	15.86%	14.63%
10	数据来源: USDA							
11								
12								
13								
14								
15								
16								



数据来源: USDA



数据来源: USDA

2.7生柴政策性主导下投料预计维持增长

全球生柴产能

近年来，全球生物柴油产量稳步走高，据OECD数据显示，2022年全球生柴产量超过4900万吨，油脂制生柴占油脂消费的比例逐年提高。欧盟、美国和印尼是全球前三的生柴生产与消费的国家，其中欧盟主要以菜油主生产生物柴油，美国和印尼分别以豆油、棕榈油为主生产生物柴油。在政策、利润、原料产量变化等因素影响下，预计2023年和2024年美国、印尼和欧盟生柴产量和对植物油消耗量预期增加。

全球生柴供需结构



数据来源: OECD

各国生柴产量



数据来源: OECD

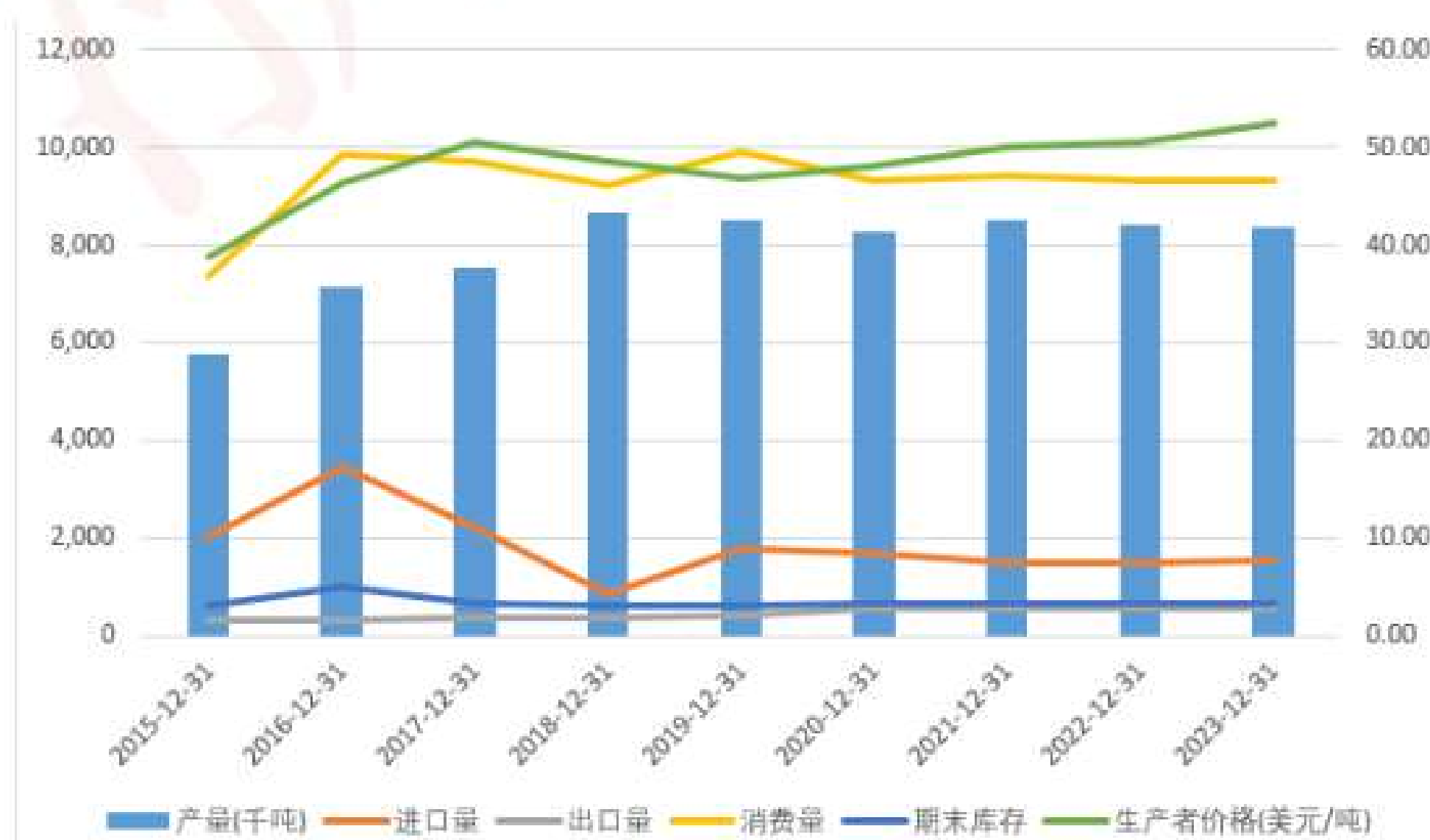
美国生柴政策支持下，未来豆油投料预计维持增长

2005年，美国《能源政策独立法案》授权美国环保署（EPA）实施《可再生燃料标准》（RFS）这一强制指令。在政府政策的支持下，美国生物柴油产量自2011年快速增加，到2018年，美国生物柴油产量为18.57亿加仑，较2011年增加92%，为历史最高值，2022年产量为162.2亿加仑。2023年6月EPA公布2023年至2025年可再生燃料标准(RFS)计划的数量要求和百分比标准，该计划规定2023年至2025年可再生燃料(D6)数量分别为209.4亿加仑、215.4亿加仑和223.3亿加仑。在政策端的支撑下，预计2024年美国生柴对植物油的消耗量维持增长。

从美国国内生物柴油供给结构看，美国生物柴油以国内生产为主，近年来产量维持在800万吨水平，进口量维持在150万吨左右。生柴原料使用方面，主要以豆油为主，近年来制生柴豆油量不断增加，2022年为526万吨，占豆油国内消费的44.53%。制生柴菜油量近年来逐年攀升，2022年达77万吨，占美国菜油国内消费的26.36%，一定程度上对豆油投料形成挤占。

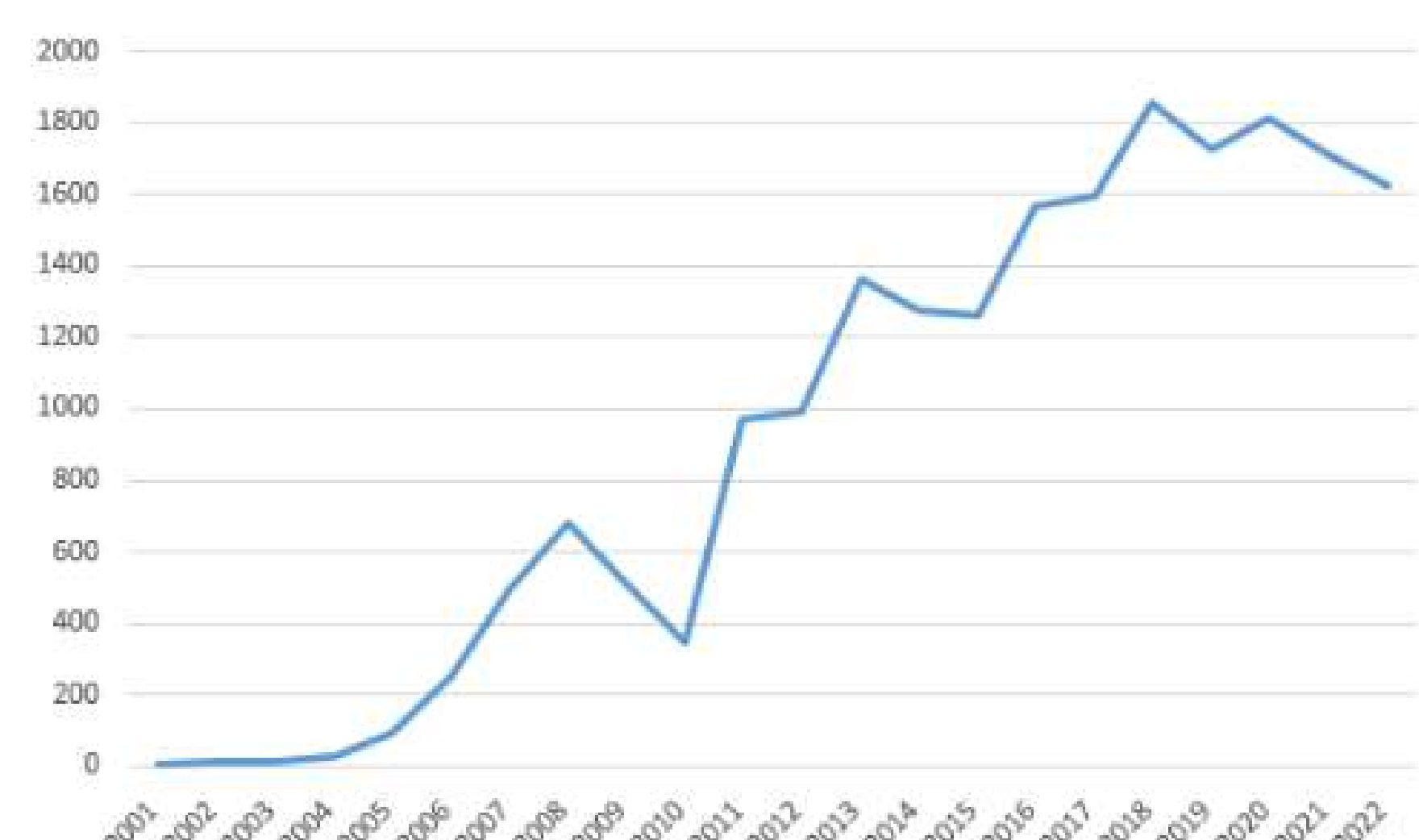
2022年以来，国际原油价格维持高位，拉高生柴生产利润，生产商积极掺混造成D4 Rins过多。2023年10月以来，受国际原油价格大幅走低影响，rin价格持续走弱，生柴掺混利润恶化，带来北美油脂生柴溢价挤出，或部分透支美豆油未来的工业需求，未来油脂市场与国际原油市场联动仍将持续增强。

美国生柴供需结构



数据来源: OECD

美国生柴产量



单位: 百万加仑

数据来源: EIA

2.7生柴政策性主导下投料预计维持增长

美国豆油制生柴产量及占比



数据来源：USDA

美国菜油制生柴产量及占比

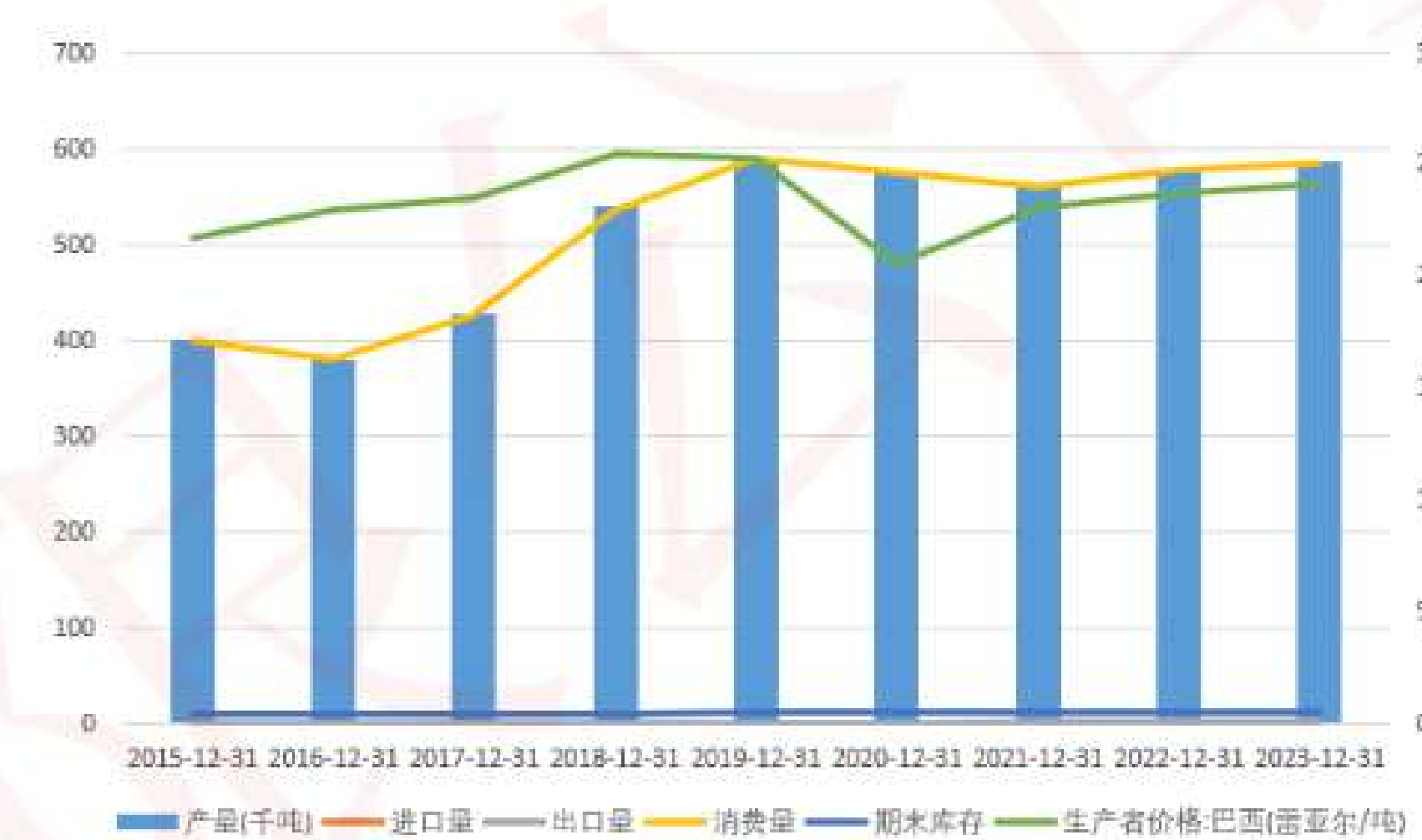


数据来源：USDA

巴西生物柴油

2004年制定了《国家生物柴油生产方案》，以促进国内生物柴油生产，减少对石油进口的依赖，降低污染物排放和与健康相关的成本。巴西工业产能的快速增长和国内市场生物柴油可能供过于求，导致巴西国家能源政策委员会（CNPE）采用了更高的混合料要求。2018年10月，CNPE提出了强制性要求，逐渐将在巴西销售的生物柴油与常规柴油的混合比例从10%增加至15%。即每年3月1日将生物柴油掺混率上调1%。按照这一政策，巴西在2022年1-2月生物柴油掺混比例应该为13%，但在2021年底CNPE决定将2022年的掺混比例维持在10%，以控制与生物柴油生产相关的不断升级的成本。2023年12月19日，CNPE决定从2024年3月份起，把强制掺混率从目前的12%提高到14%，同时还将暂停生物柴油进口，这意味着巴西国内的豆油用量将会增加，或制约豆油出口供应。

巴西生柴供需结构



数据来源：OECD

巴西生柴掺混进度

Biodiesel Use Mandate			
Year	Mandate		
2003	optional	Mar-20	B12
Jan-08	B2	Sep-20	B10
Jul-08	B3	Nov-20	B11
Jul-09	B4	Jan-21	B12
Jan-10	B5	Mar-21	B13
Aug-14	B6	May-21	B10
Nov-14	B7	Sep-21	B12
Mar-17	B8	Nov-21	B10
Mar-18	B10	Jan-22	B10
Sep-19	B11	Apr-23	B12

数据来源：巴西国家石油局（ANP）

巴西豆油工业消费及占比



数据来源：USDA

欧洲生物柴油

欧洲是生物柴油最大产区和最主要的消费区域，据OECD数据显示，2022年欧盟生柴产量约1600万吨，占全球产量超过30%。据USDA预测，欧盟2023年生物柴油的消费量预计将增加1.9%，达到183亿升。生物柴油产量将在2023年继续恢复，产量将保持在162亿升，因为预计进口量将增加，国内生产的空间将减少，低于2019年的水平。其中，以棕榈油为基础的生物柴油产量预计将大幅下降15%，取而代之的是由菜籽油、废旧食用油和动物脂肪制成的生物柴油。

欧盟生柴供需结构



数据来源：OECD

2.7生柴政策性主导下投料预计维持增长

欧盟菜油生柴投料预计增加，棕榈油投料减少

菜籽油仍然是欧盟主要的生物柴油原料，占2022年生物柴油总原料使用量的42%，较2021年的40%略有增加。到2023年，因为2022年欧盟菜籽大丰收，加上一些欧洲国家逐步淘汰棕榈油，预计将进一步小幅增长3%。食用废油是第二大重要原料，2022年食用废油占总原料的29%。棕榈油在2022年的原料使用量中排名第三，占8.5%。与2021年相比，其使用量下降了25%，到2023年，预计棕榈油使用量将进一步下降15%。

欧盟生柴投料

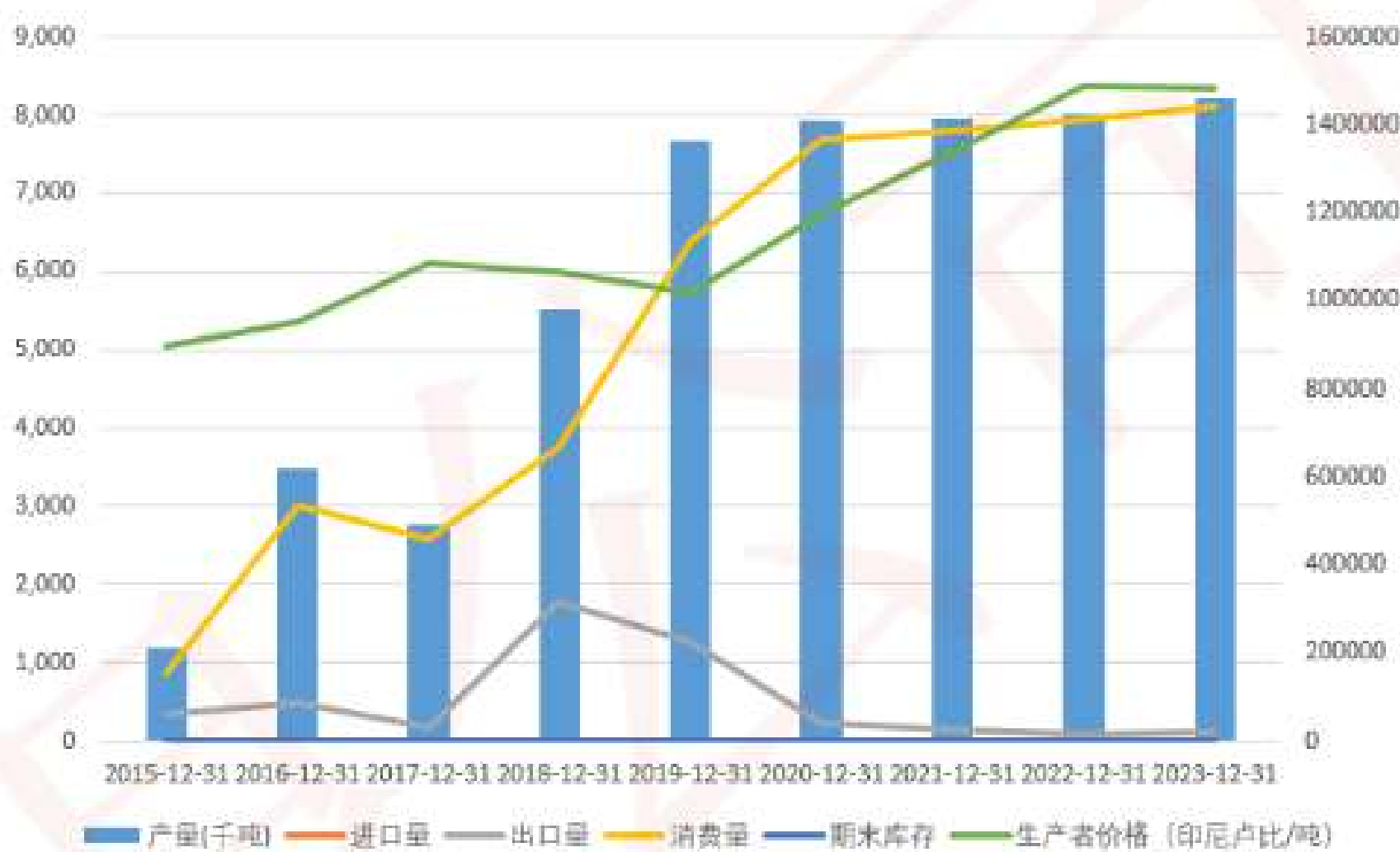
Feedstock Use for Biodiesel + Renewable Diesel (HDDR+SAF) (1,000 MT)						
Calendar Year	2018	2019	2020	2021	2022	2023 ¹
Rapeseed oil	6,000	5,950	5,800	6,075	6,200	6,375
UCO	2,700	3,375	3,500	4,000	4,300	4,350
Palm oil	2,250	2,600	2,500	2,000	1,500	1,400
Soybean oil	1,200	1,070	900	780	750	740
Animal fats	1,050	1,190	1,200	1,150	950	1,000
Sunflower oil	1,000	260	225	210	290	265
Other	510	580	450	820	900	950

数据来源：USDA

印尼棕榈油政策

印尼2008年起开始推广棕榈油甲酯生物柴油（PME），将生物柴油作为节能减排、减少能源进口和外汇开支的重要手段之一。2015-2016年，印尼政府将生柴强制掺混比率从10%提升至20%，2020年印尼开始推行B30项目，即用30%的棕油生物柴油与70%的汽油混合。2022年底印尼政府决定自2023年1月实施B35生物柴油计划，但之后该计划被推迟至8月开始全面实施。2023年12月7日印尼生物柴油生产商协会表示，印尼2024年生物柴油分配量为134.1亿升，略高于2023年的131.5亿升配额。

印尼棕榈油供需结构



数据来源：OECD

印尼棕榈油制生柴投料持续增加

生物柴油的原料使用方面，印尼的生柴也全部使用棕油进行生产。随着印尼生柴掺兑比率的提升和生柴产量的增加，2009年以来印尼生柴对毛棕榈油（CPO）的使用量持续上升。据USDA公布数据显示，截至2022/23年度，印尼用于工业消费的棕榈油达1190万吨，占国内总消费总量的62.34%，这其中绝大部分是用于生物柴油生产，2011/2012年为230万吨，近10年增幅达458.7%，与此同时，印尼棕榈油食用消费累计增幅只有184.75%。

印尼棕榈油工业消费及占比



数据来源：USDA

三、国内供需

3.1国内油脂供需平衡表

国内油脂整供需格局

从供应量来看，国内油脂供应整体维持增长，其中棕榈油供应增长幅度最大，据USDA最新数据，2023/24年度预计总供应在738.6万吨，环比增长8.11%，其次是豆油，总供应为188.82万吨，环比增长6.16%。三大油脂整体库存高位，后续大豆、菜籽及棕榈油到港量依旧承压，国内油厂大豆、菜籽压榨量及豆油、菜油产量预计逐步增加，整体供应预计相对宽松。

2023/24年国内油脂消费将逐步回暖，据USDA12月数据预估，中国2023/24年度豆油、菜油、棕榈油、葵油及花生油五大油脂合计国内消费总量达3803.1万吨，恢复至疫情前水平。具体来看，棕榈油消费增幅最大，其次是豆油，菜油消费则表现为下降态势。

3.1国内油脂供需平衡表

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S	T	U	V	W	X	Y			
1	中国植物油供需平衡表（千吨）																											
2		产量						进口量						总供应量														
3	报告年度	豆油	菜油	棕榈油	葵油	花生油	以上合计	豆油	菜油	棕榈油	葵油	花生油	以上合计	豆油	菜油	棕榈油	葵油	花生油	以上合计									
4	2018/2019	15,232	6,425	0	466	2,928	25,051	783	1,507	6,795	1,032	172	10,289	16,583	9,673	7,290	1,498	3,100	38,144									
5	2019/2020	16,397	6,039	0	430	3,168	26,034	998	1,940	6,719	1,749	226	11,632	18,032	9,337	6,966	2,179	3,394	39,908									
6	2020/2021	16,666	6,240	0	430	3,232	26,568	1,221	2,365	6,818	1,640	346	12,390	18,764	9,838	7,318	2,070	3,578	41,568									
7	2021/2022	15,752	6,435	0	448	3,168	25,803	291	973	4,387	513	166	6,330	17,165	9,144	5,536	961	3,334	36,140									
8	2022/2023	17,024	7,293	0	287	3,136	27,740	409	1,998	6,190	1,555	292	10,444	17,786	10,132	6,611	1,842	3,428	39,799									
9	2023/2024	17,562	7,293	0	394	3,200	28,449	400	1,700	6,400	1,550	300	10,350	18,882	10,221	7,386	1,944	3,500	41,933									
10	环比	3.16%	0	0	37.28%	2.04%	2.56%	-2.20%	-14.91%	3.39%	-0.32%	2.74%	-0.90%	6.16%	0.88%	11.72%	5.54%	2.10%	5.36%									
11		出口量						消费						期末库存						库消比								
12	报告年度	豆油	菜油	棕榈油	葵油	花生油	以上合计	豆油	菜油	棕榈油	葵油	花生油	以上合计	豆油	菜油	棕榈油	葵油	花生油	以上合计	豆油	菜油	棕榈油	葵油	花生油	以上合计			
13	2018/2019	197	15	31	2	9	254	15,885	8,300	7,012	1,496	3,091	35,784	501	1,358	247	0	0	2,106	3.12%	16.33%	3.51%	0	0	5.84%			
14	2019/2020	155	4	33	3	12	207	17,000	8,100	6,433	2,176	3,382	37,091	877	1,233	500	0	0	2,610	5.11%	15.21%	7.73%	0	0	7.00%			
15	2020/2021	42	2	14	3	11	72	17,600	8,100	6,854	2,067	3,567	38,188	1,122	1,736	450	0	0	3,308	6.36%	21.43%	6.55%	0	0	8.65%			
16	2021/2022	112	3	15	6	11	147	16,700	8,300	5,100	955	3,323	34,378	353	841	421	0	0	1,615	2.10%	10.13%	8.23%	0	0	4.68%			
17	2022/2023	116	4	25	3	10	158	16,750	8,900	5,600	1,839	3,418	36,507	920	1,228	986	0	0	3,134	5.45%	13.79%	17.53%	0	0	8.55%			
18	2023/2024	200	3	20	3	10	236	17,700	8,600	6,300	1,941	3,490	38,031	982	1,618	1,066	0	0	3,666	5.49%	18.81%	16.87%	0	0	9.58%			
19	环比	72.41%	-25.00%	-20.00%	0	0	49.37%	5.67%	-3.37%	12.50%	5.55%	2.11%	4.17%	6.74%	31.76%	8.11%	0	0	16.98%	0.57%	36.37%	-3.78%	0	0	12.08%			
20																												
21																												
22																												
23																												
24																												

3.2国内油脂供应预期相对宽松

豆油供需

目前国内三大油脂整体库存高位，后续大豆、菜籽及棕榈油到港量依旧承压，国内油厂大豆、菜籽压榨量及豆油、菜油产量预计逐步增加，整体供应相对宽松。具体来看，豆油方面，受季节性因素影响，国内2023年9月和10月大豆到港量减少影响，压榨量及豆油产量相对较低，豆油库存维持在历年中位。据中国海关公布数据，2023年1-11月进口大豆累计进口总量为9037.05万吨，较2022年同期增加982.45万吨，增加了12.20%。2023年10月之后美豆收获上市，中美关系改善促进中国大量采购美豆，后续国内大豆进口量预计有所提升，国内油厂压榨量及豆油产量也逐步增加，整体供应相对宽松。

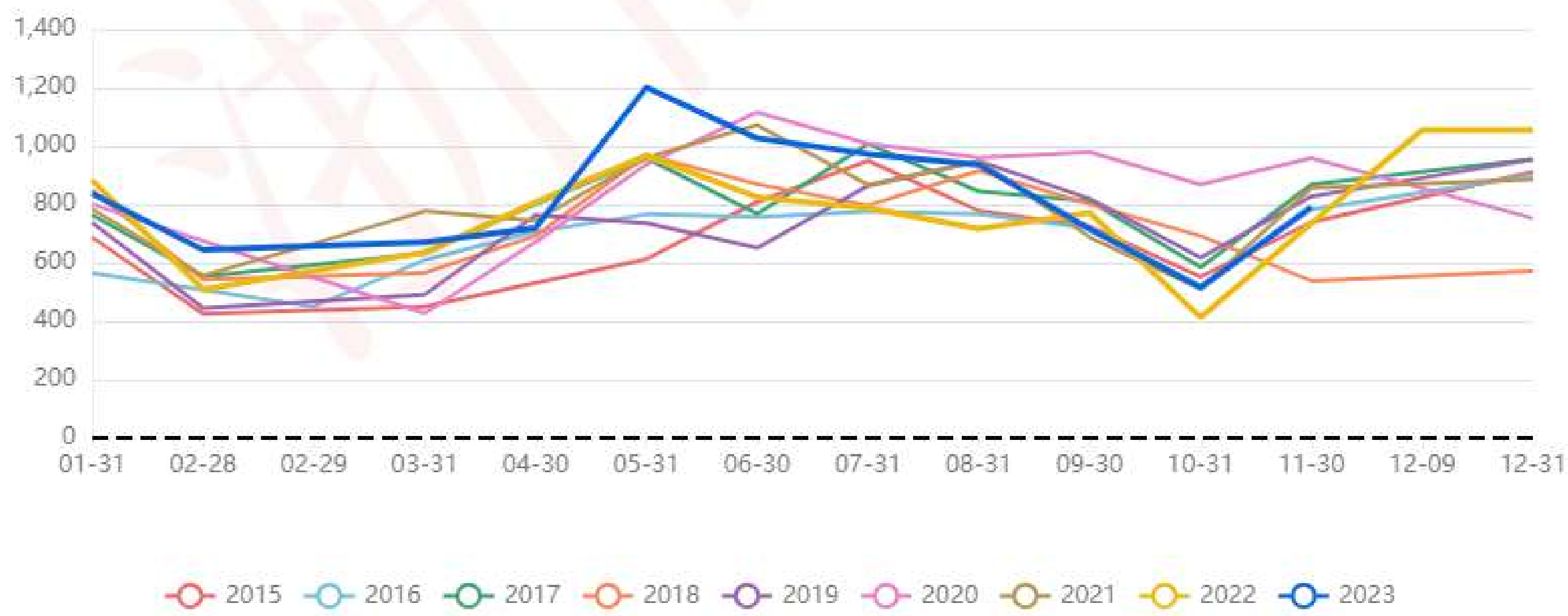
豆油目标位测算情况

2024年国内大豆进口预计维持高位，实际豆粕供应需要密切关注到港压榨节奏。2023年进口量预计在1亿吨以上水平，2024年度大豆进口预计仍接近1亿吨水平，关注进口利润及下游养殖产业恢复情况。随着一季度巴西大豆产量落地，预计二三季度大豆进口量持续回升，但实际供应压力表现仍需关注阶段性大豆到港压榨进度。我们通过进口成本数据估计05、09合约豆油目标价位，整体价格区间预计在[6500-8500]元/吨。

豆油目标位测算情况

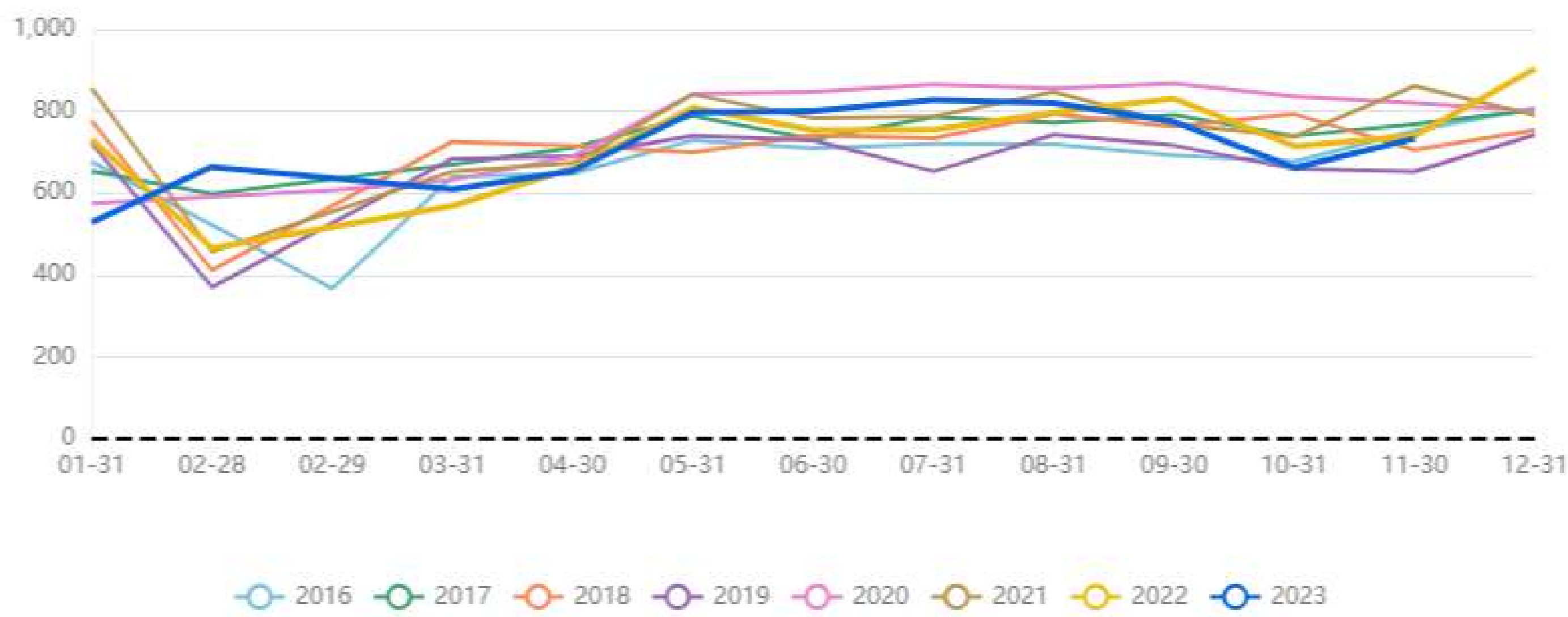
豆油目标位测算							
合约	CBOT大豆	CNF升贴水	CNF	汇率	进口成本	油粕比	推测豆油成本
5月低	1200	30	451.94	7.05	3677.14	2.22	6814.5
5月中	1300	40	492.36	7.05	3997.05	2.22	7407.4
5月高	1400	100	551.15	7.05	4462.37	2.22	8269.7
9月低	1150	70	448.27	7.00	3622.90	2.05	6714.0
9月中	1300	70	503.38	7.00	4056.04	2.05	7516.7
9月高	1400	70	540.13	7.00	4344.80	2.05	8051.8

海关大豆月度进口量_总量 2023-11-30



单位：万吨

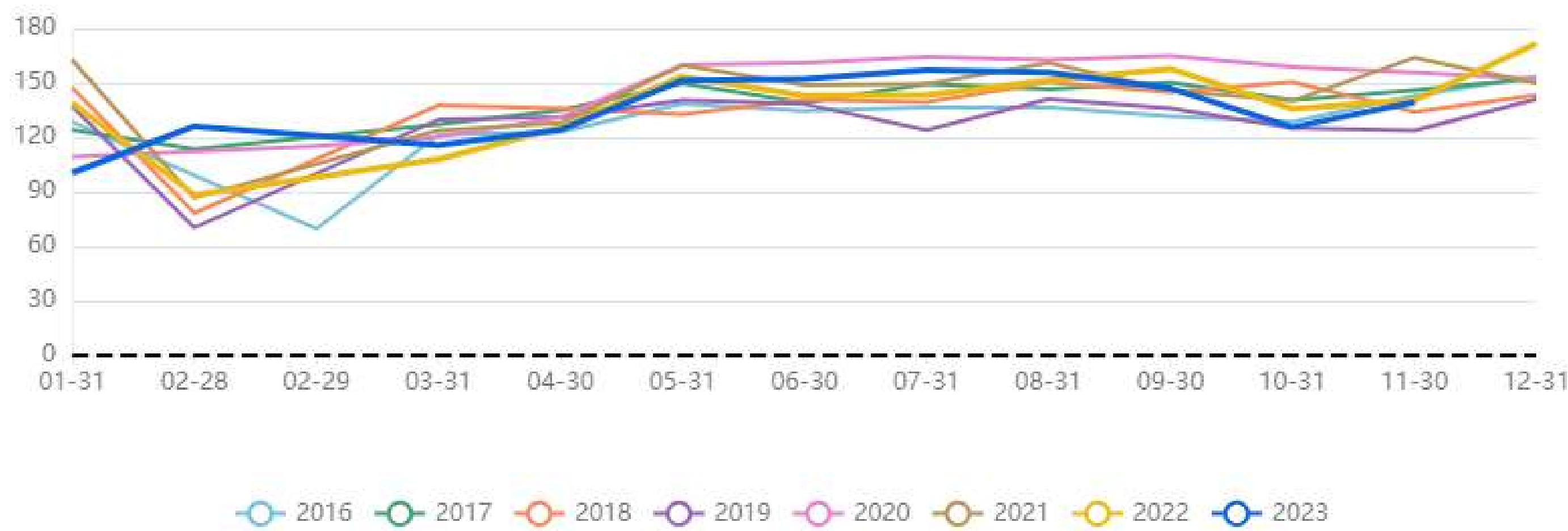
当月大豆压榨量_全国 2023-11-30



单位：万吨

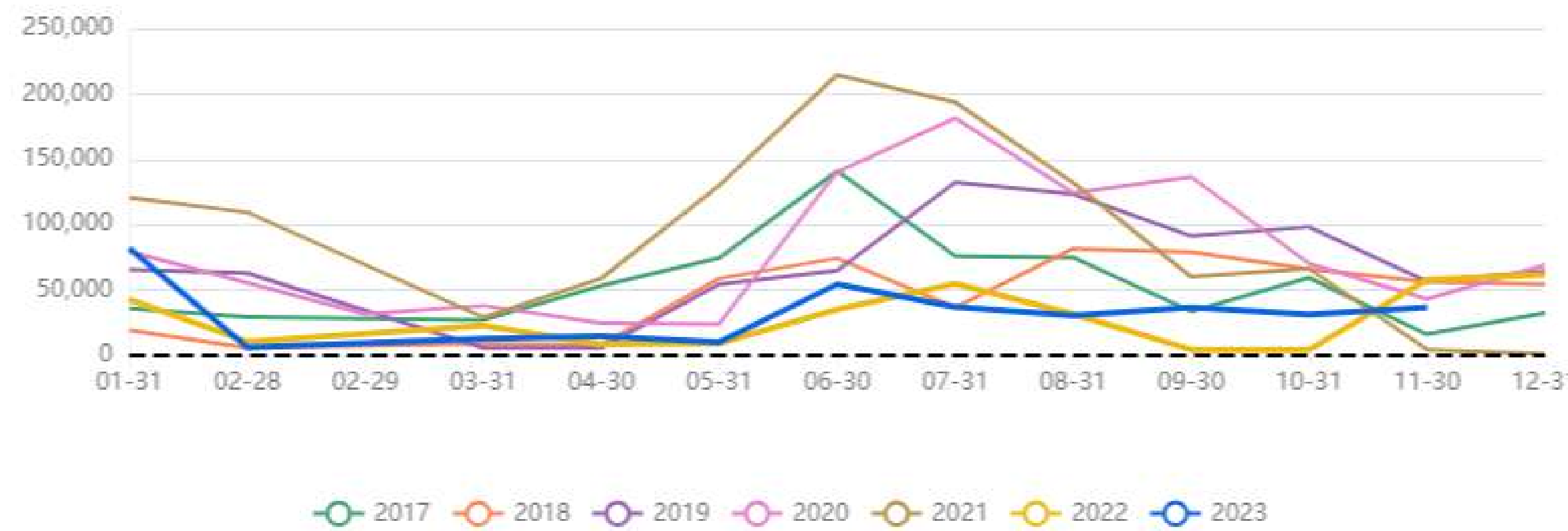
3.2国内油脂供应预期相对宽松

当月豆油产量 2023-11-30



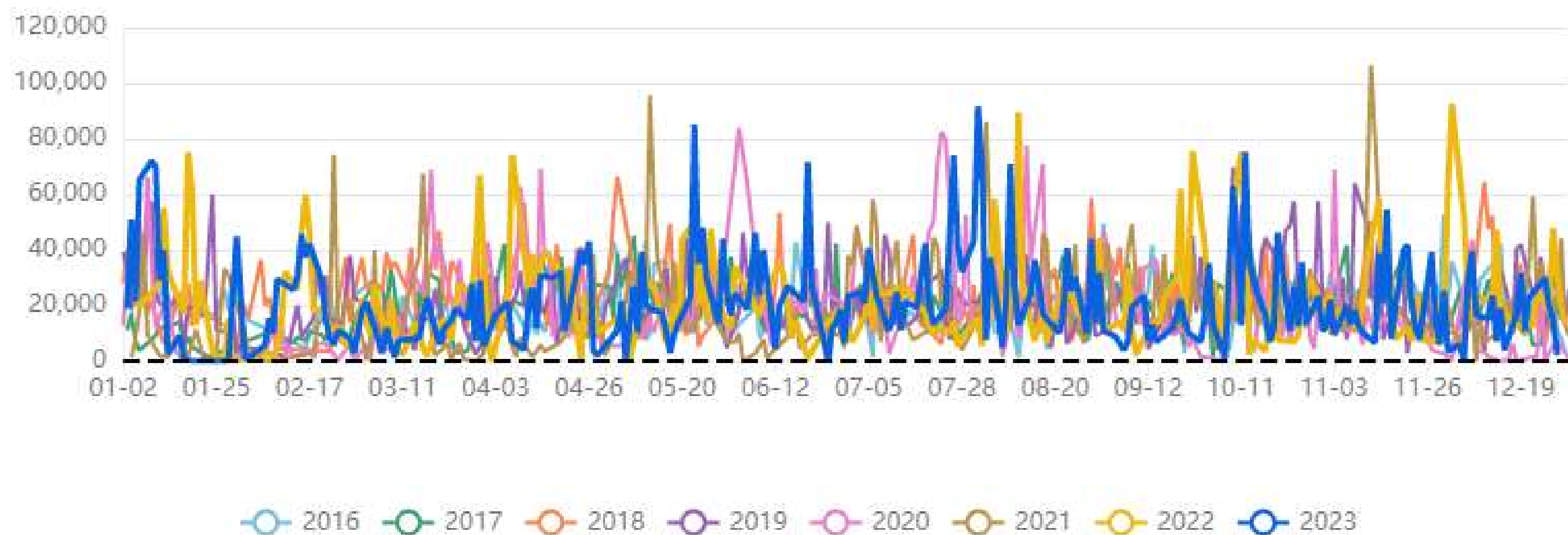
单位: 万吨

豆油月度进口量 2023-11-30



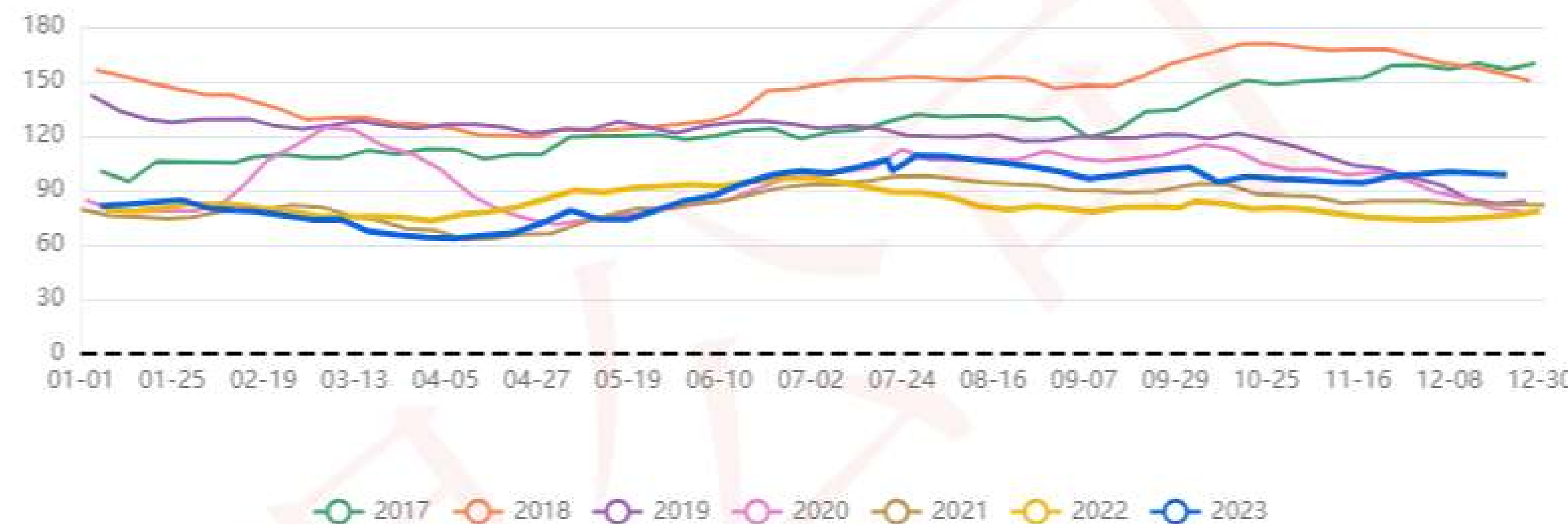
吨

豆油日度成交量_全国 2023-12-28



单位: 万吨

全国重点地区豆油商业库存 2023-12-22



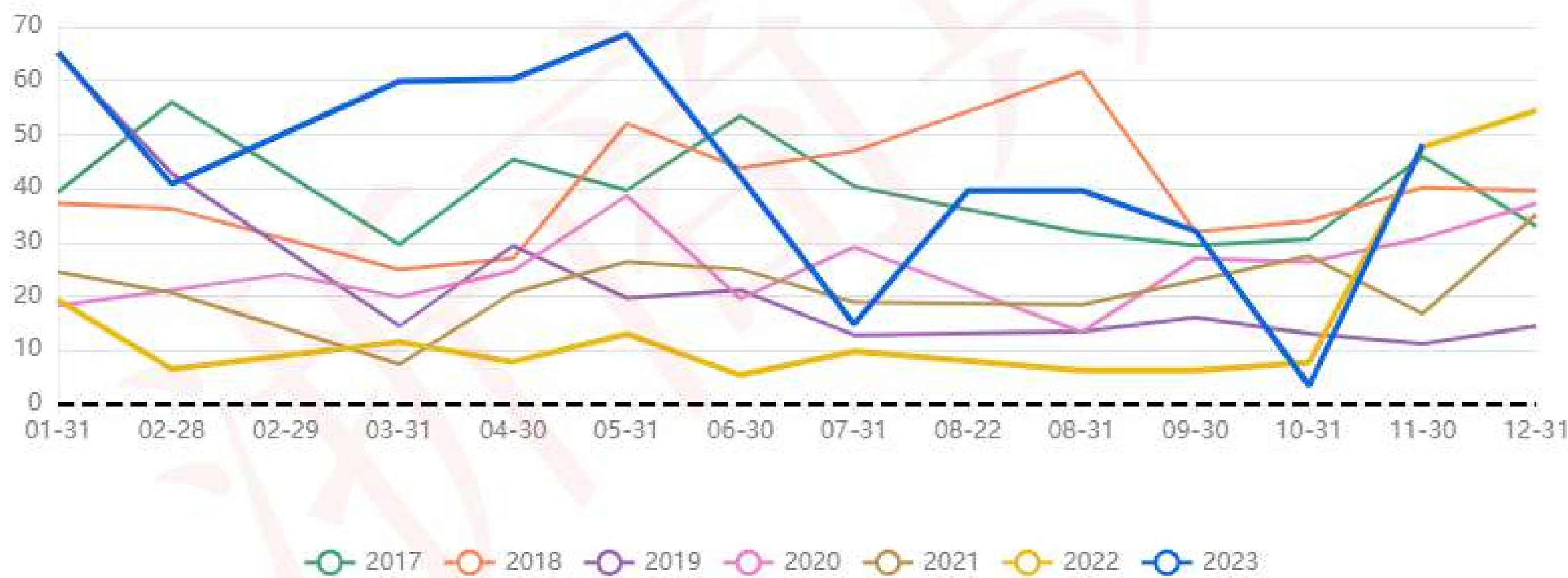
单位: 万吨

菜油供需

我国菜籽进口主要来自于加拿大，海关数据显示，2023年1-11月油菜籽进口总量为475.25万吨，较上年同期增加333.68万吨，同比增加235.70%，随着加拿大菜籽收获上市，11月后国内菜籽到港量增加。菜油进口则主要来自于俄罗斯、阿联酋和白俄罗斯，2023年1-11月菜籽油进口总量为213.33万吨，较上年同期增加119.19万吨，同比增加126.61%，其中，近月以来国内进口俄罗斯菜油增量明显，2023年1-11月从俄罗斯进口菜油达122.42万吨，较2022年同期增加74.78万吨，同比增幅达156.97%。

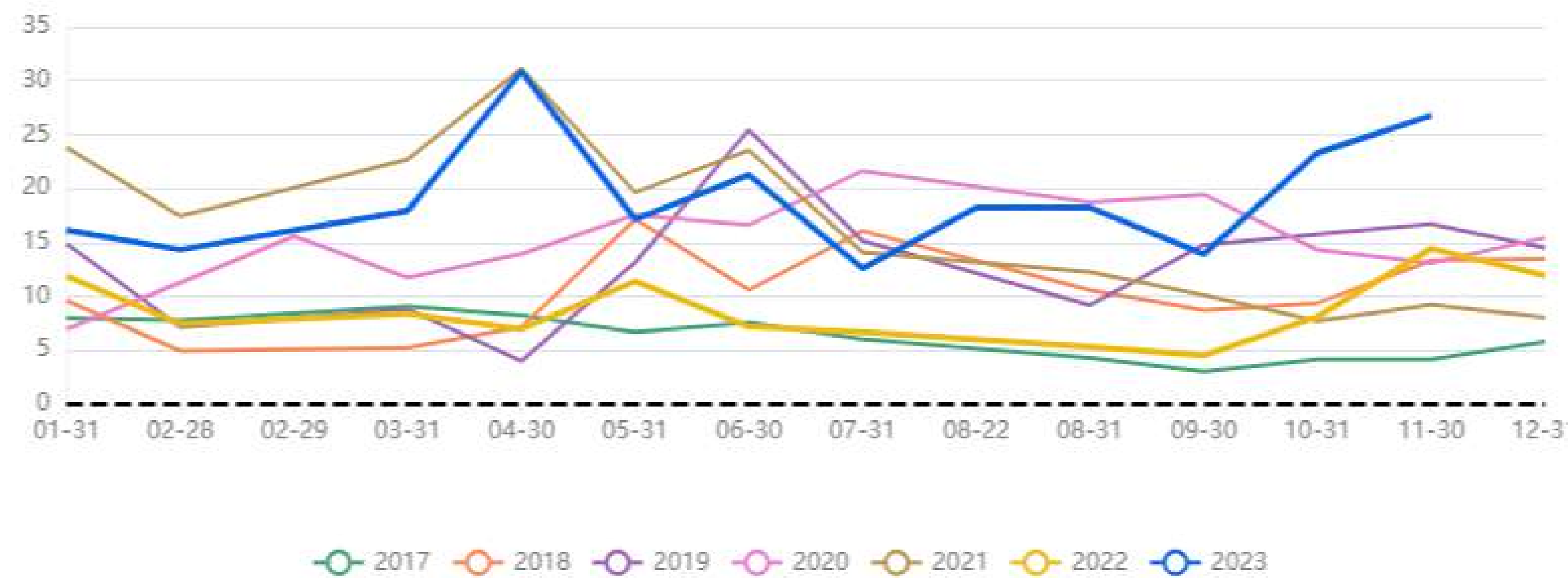
在菜籽和菜油的高进口下，国内菜油库存持续维持在历年高位，且随着后续菜籽到港量增加，国内油厂压榨量及产量预计持续增加，库存预计仍旧维持在高位，整体供应宽松。从当前时间节点来看，菜油短期难改供大于需的格局，供需矛盾或发生于明年二三季度。

中国油菜籽月度进口量_总量 2023-11-30



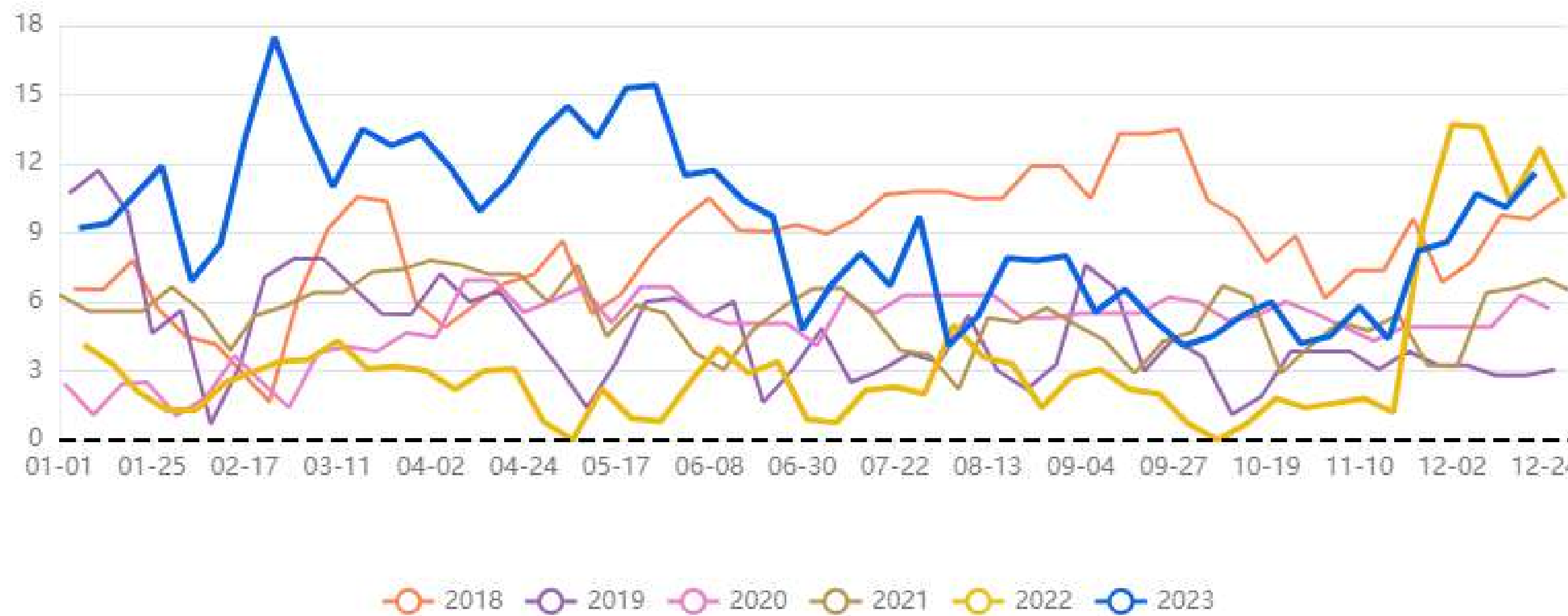
单位: 万吨

菜油月度进口量 2023-11-30



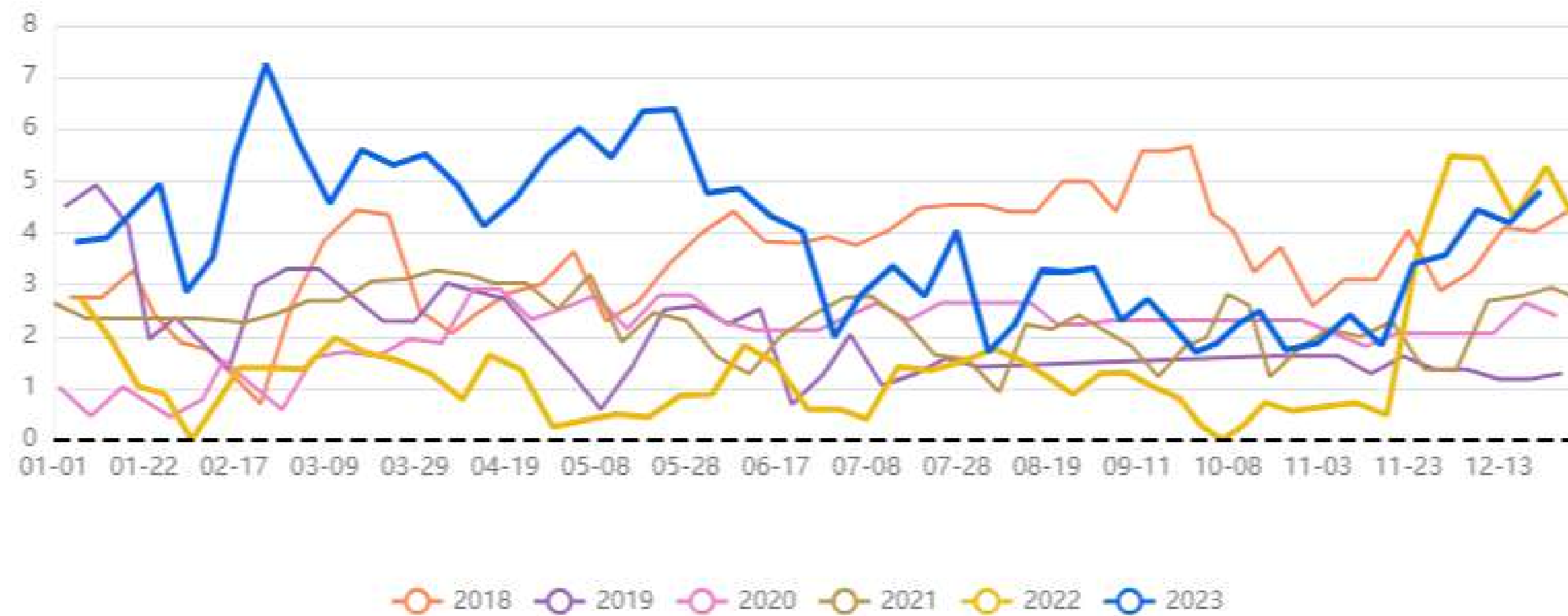
单位: 万吨

当周国内主要油厂油菜籽压榨量 2023-12-22



单位: 万吨

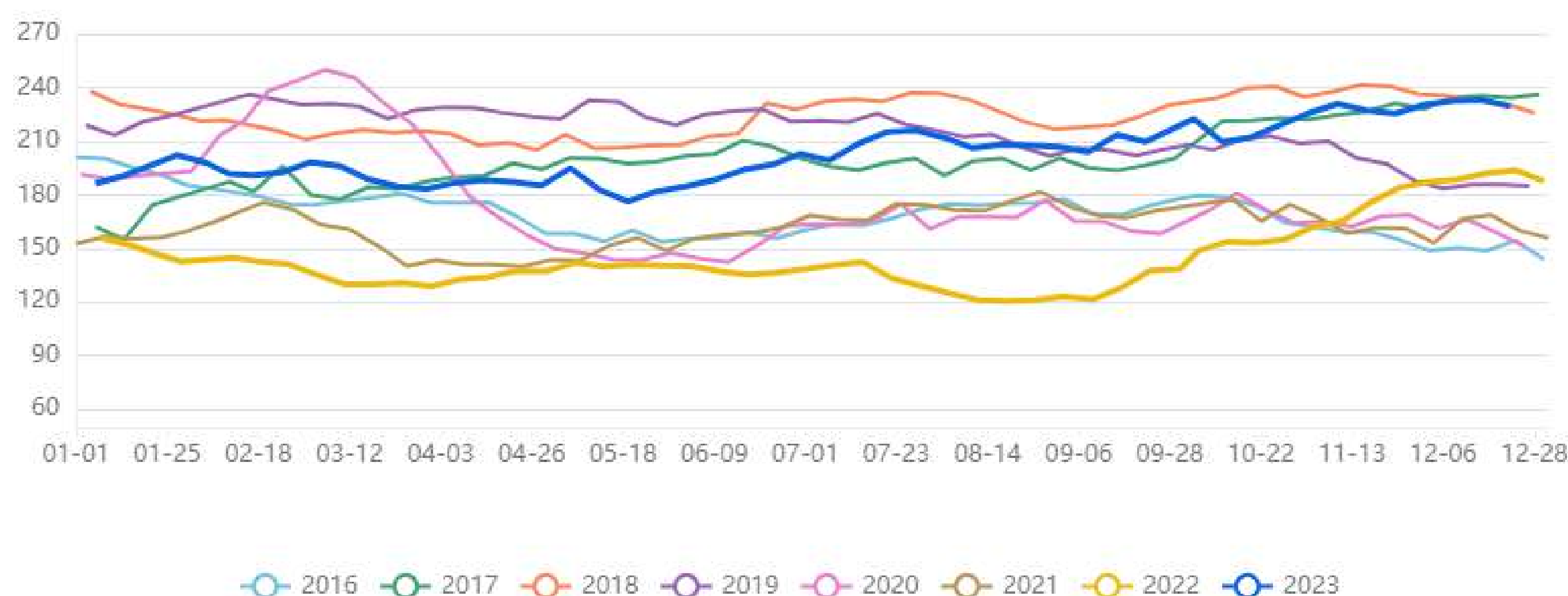
菜油周度产量 2023-12-22



单位: 万吨

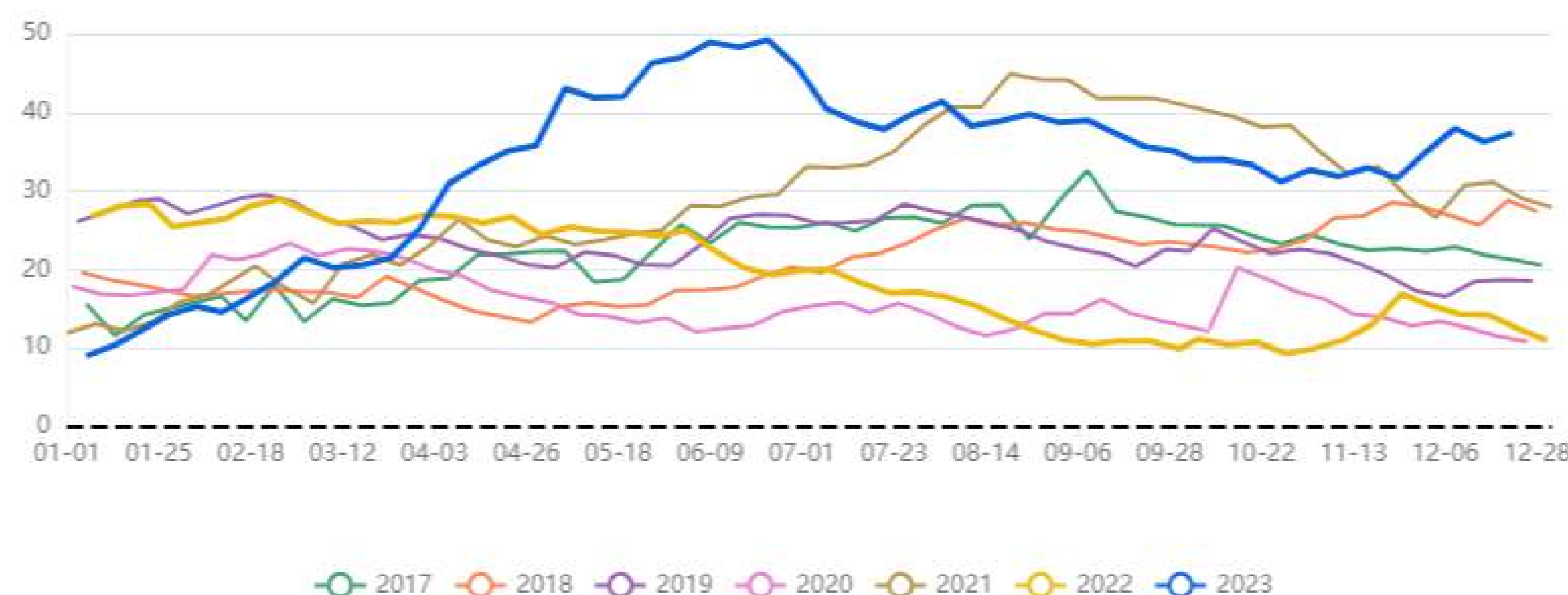
3.2国内油脂供应预期相对宽松

全国三大油脂库存 2023-12-22



单位: 万吨

菜油库存 2023-12-22

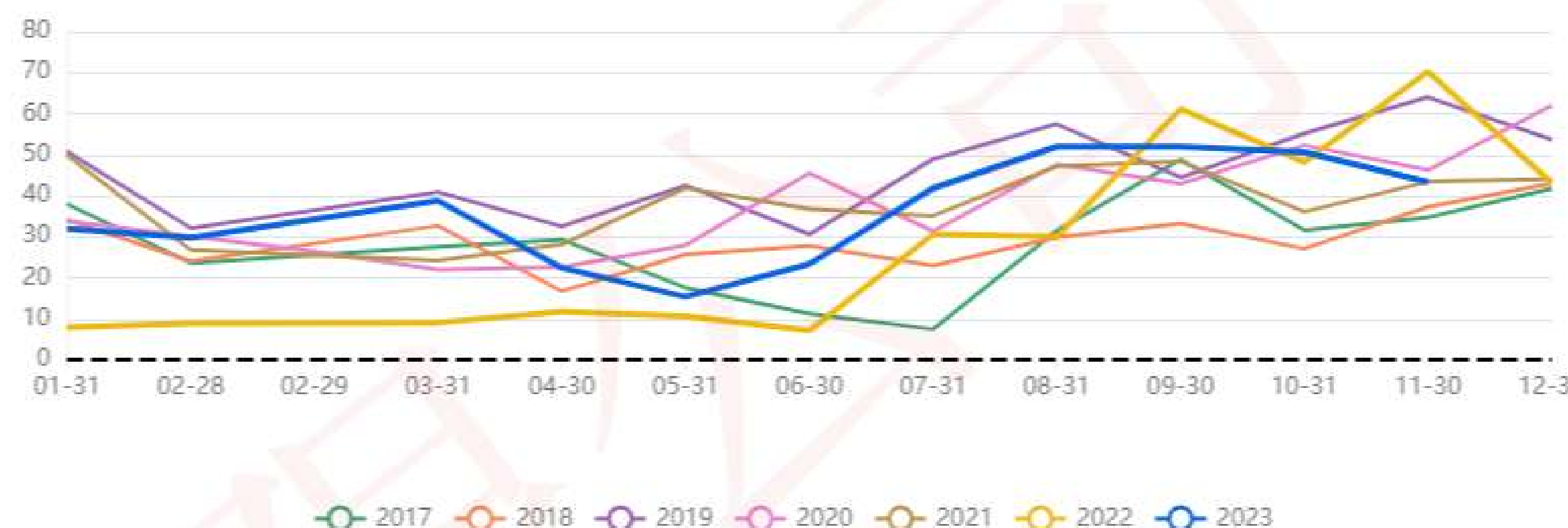


单位: 万吨

棕榈油供需

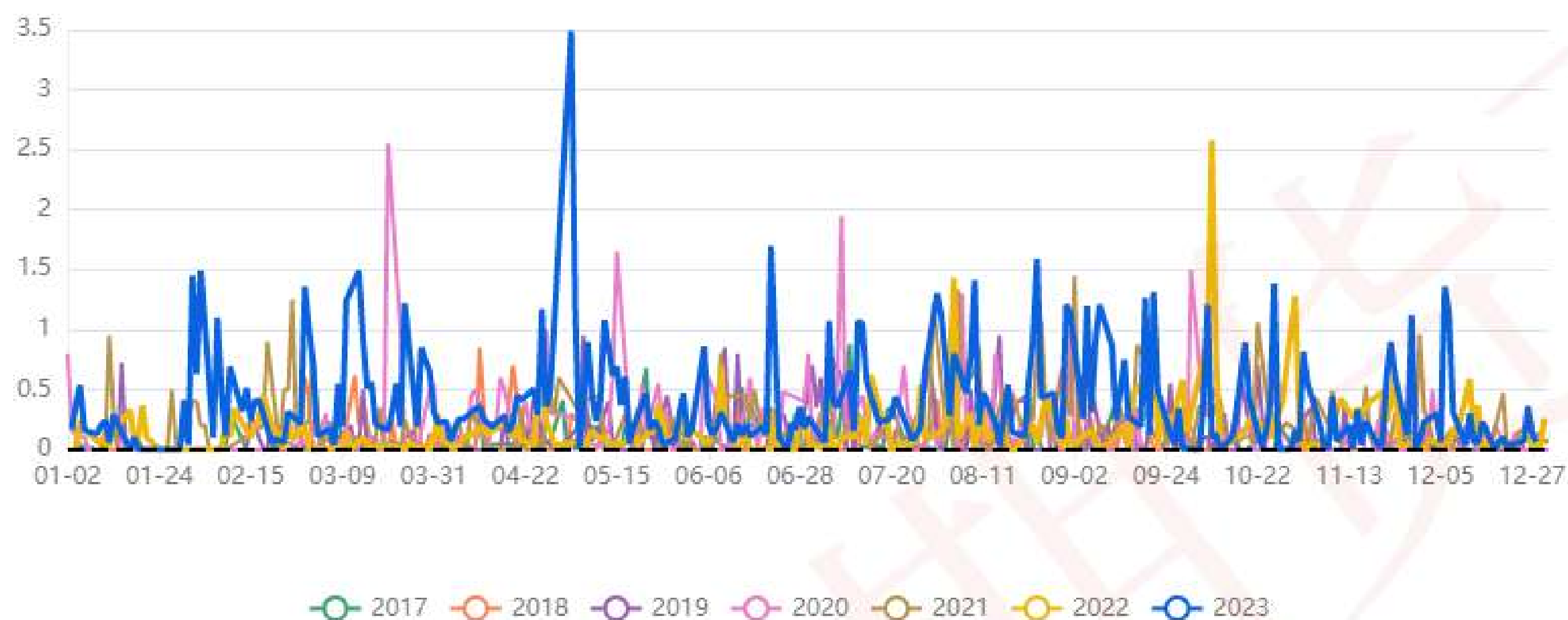
2023年国内棕榈油进口较2022年维持增长，海关数据显示，2023年1-11月棕榈油累计进口总量为511.32万吨，较上年同期增加71.61万吨，增加了16.29%；而消费量增速不及进口，库存持续维持高位，近月到港持续承压，预计国内棕油将继续维持累库，整体供应同样较为宽松。

中国棕榈液油月度进口量_总量 2023-11-30



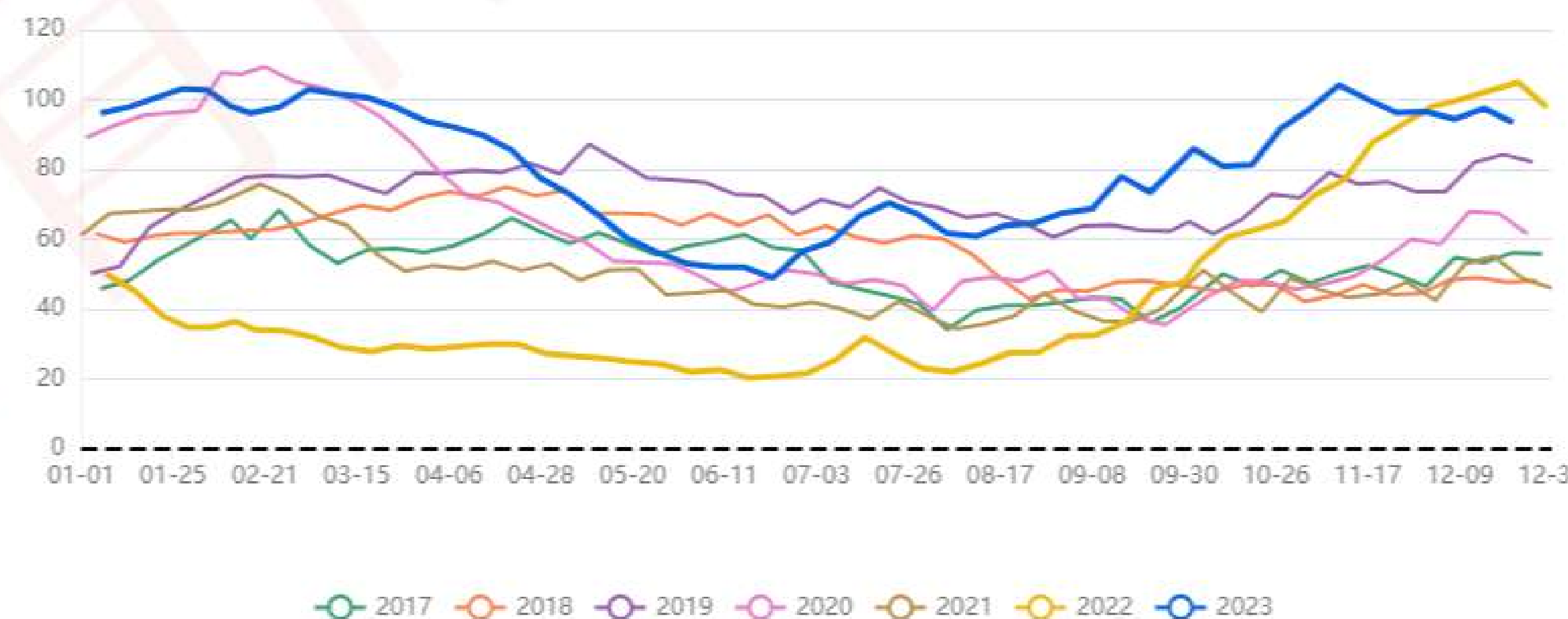
单位: 万吨

24度棕榈油日度成交量_全国 2023-12-28



单位: 万吨

全国重点地区棕榈油商业库存 2023-12-22

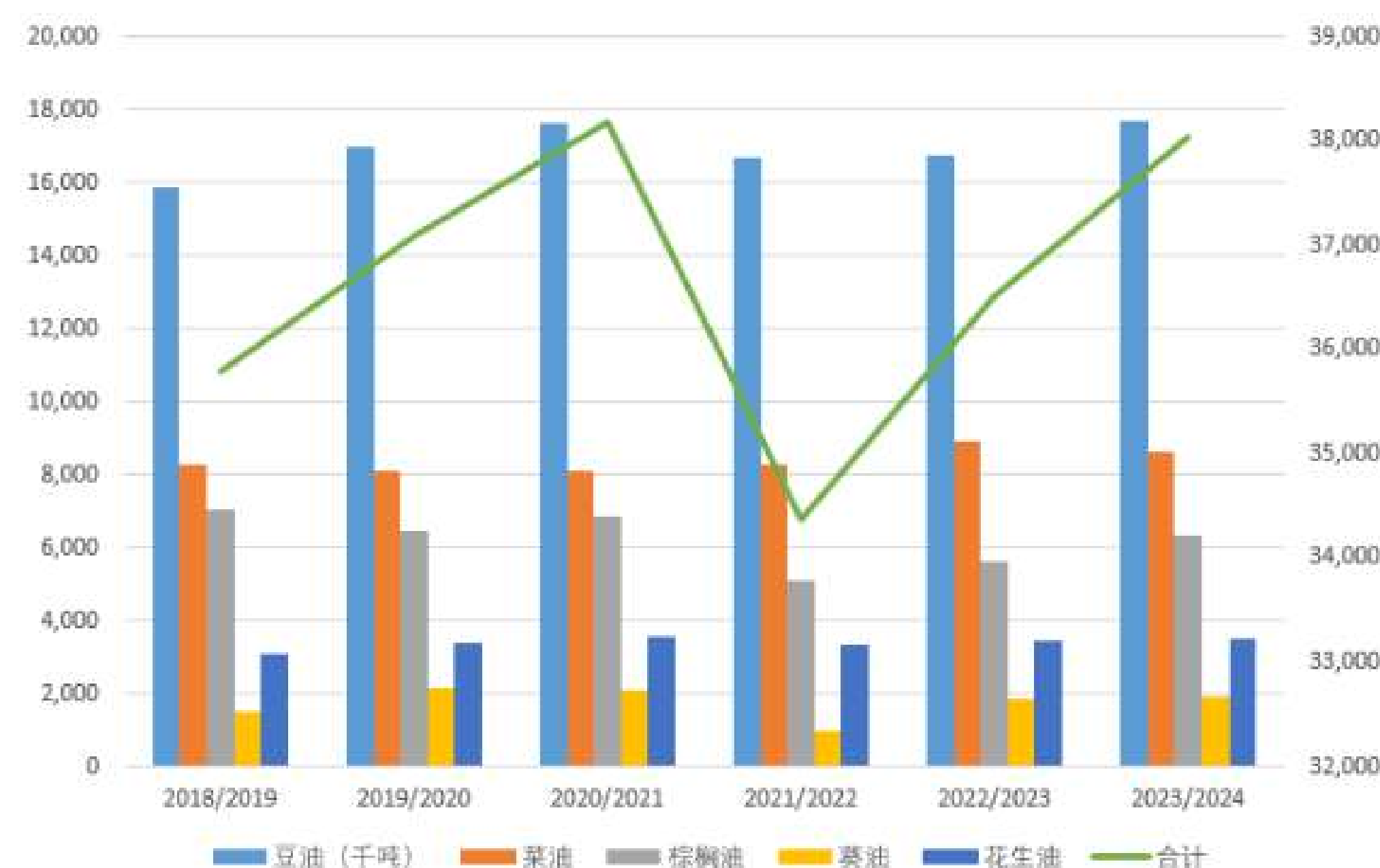


单位: 万吨

国内油脂需求恢复至疫情前水平

2023年国内油脂消费将逐步回暖，据USDA12月数据预估，中国2023/24年度豆油、菜油、棕榈油、葵油及花生油五大油脂合计国内消费总量达3803.1万吨，恢复至疫情前水平。具体来看，棕榈油消费增幅最大，2023/24年度国内消费达630万吨，环比增长70万吨，同步增幅12.50%。其次是豆油，2023/24年度国内消费达1770万吨，环比增长95万吨，同步增幅5.67%，葵油消费增量同样明显，达194.1万吨，环比增幅5.55%，主要来自与国内压榨产能的提升。菜油消费则表现为下降态势，2023/24年度国内消费达860万吨，较2022/23度下降30万吨，环比降幅3.37%。

中国油脂国内消费量



数据来源: USDA

四、总结与后市展望

油脂整体供需转向边际宽松

国际供需总结

【国际供需总结】

【2023/24年度，全球油脂油料供应整体偏宽松】油料方面，大豆维持丰产格局，葵籽产量增速明显，而菜籽产量有所收紧，油料消费继续维持增长，库存方面仅大豆预计维持增长外，其他油籽库存均同比下降。油脂方面，全球植物油产量维持增长，其中，豆油产量增幅最为显著，其次是棕榈油，但受厄尔尼诺减产预期影响，增幅有限，菜油产量预计维持增产，但受制于菜籽减产，增幅不及往年，整体供应偏宽松。

【厄尔尼诺对棕榈油减产预期有限】印尼和马来2023年7-9月降水情况相对较好，或导致2024年二季度棕榈油减产预期后移。近月部分主产区偏干旱的范围整体缩小，且马来降水表现整体好于印尼。厄尔尼诺对东南亚降雨的影响相对弱于往年，减产预期有所下降，预计大概率不超过5%，马来减产大约在40-80万吨左右，印尼增产不及往年（+50万吨）或小幅减产（-40万吨）。后续持续关注东南亚降雨情况，警惕超预期的事件发生。

【南美大豆维持丰产预期】2023/24年度全球大豆供应宽松，厄尔尼诺背景下，南美大豆产量以恢复为主，巴西或延续高产记录，阿根廷实现恢复性增产。关注后期天气变化对南美大豆生长及产量的实质影响。在当前美豆和美玉米高比价的影响下，预计2024/25美豆种植面积增长，美豆产量及库存均有所恢复。

【生柴政策性主导下投料预计维持增长】近年来全球生物柴油产量稳步走高，在政策、利润、原料产量变化等因素影响下，预计2024年美国、巴西、印尼和欧盟生柴生产中对植物油消耗仍有增量。

国内供需总结与策略

【国内供需总结】

2023/24年度，国内油脂油料供应整体偏宽松。油脂供应整体维持增长，其中棕榈油供应增长幅度最大，其次是豆油。国内油脂消费将逐步回暖，消费总量恢复至疫情前水平，消费增加幅度仍小于供应，整体供需较为宽松。库存方面，国内三大油脂合计库存处于历年高位，棕榈油和菜油库存同样处于历年高位，豆油库存处于中位，后续大豆、菜籽及棕榈油到港量依旧承压，国内油厂豆油和菜油产量预计逐步增加，库存拐点到来之前，油脂持续上方承压。从整体供需格局上来看，预计2024年三大油脂整体强弱顺序表现为：棕榈油>豆油>菜油。在目前基本面宽松和库存高企影响下，国内油脂估值整体偏低，尤其菜油估值。

【策略推荐】

- 单边建议：2023/24年度油脂油料供应宽松格局既定，预计2024年上半年国内油脂价格延续震荡偏弱，重心下移。下半年在厄尔尼诺和美豆新年度种植的影响下，有相对走强表现，但整体趋势性缺乏，关注结构性做多机会，豆油关注[6500-8500]区间。
- 价差建议：关注豆棕油价差逢高做缩机会，菜豆油价差做扩机会。油粕比方面，预计维持前高后低格局。
- 套保建议：2024年上半年国内油脂价格预计重心下移，鼓励产业积极参与卖出套保。

【风险提示】

东南亚降雨超预期好转，南美天气造成大豆实质减产，国际原油价格大幅波动影响，油脂消费及生柴需求超预期，政策突发调整等。

免责声明

【免责声明】

本报告的版权归“浙商期货有限公司”所有，未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用，未经授权的转载本公司不承担任何责任。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“浙商期货有限公司”。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记，本公司保留一切权利。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。