

植物油：行到水穷处 坐看云起时

——2023 年植物油市场回顾与 2024 年展望

方正中期期货研究院 王一博 Z0018596 王亮亮 Z0017427 王骏 Z0002612

➤ 摘要：

○ 2023 年行情回顾：2023 年植物油期价大体上呈现震荡-下跌-上涨-震荡偏弱的走势。其中 3-5 月植物油期价大幅走弱，一是欧美银行暴雷，大宗商品价格系统性走弱。二是巴西大豆丰产，库容不足使得升贴水大幅下跌，成本端利空豆油价格。三是国内菜籽油、葵花籽油进口明显增加，供需转向宽松。6-8 月期价再度走强，首先是宏观利空情绪阶段性释放，市场风险偏好回升，其次是美豆种植面积和单产双双下调，并且需求端也存在利好政策，EPA 上调美豆油生柴投料需求，印尼执行 B35 生柴掺混政策。9-12 月中旬豆、棕油期价呈现宽幅震荡偏弱的走势，菜油因到港和库存压力较大，走势最为疲弱，菜豆、菜棕价差明显走弱。11 月中旬至 12 月中旬植物油期价下跌主要因原油大幅下跌，利空植物油生物柴油需求，其次巴西北部、印尼局部降水增加，有利于缓解前期干旱现象，并且国内植物油库存处于近年同期高位，存在阶段性供给压力。

○ 展望后市，期价运行趋势方面，短期来看，2024 年 2 月前马棕处于减产季，2023 年 11 月末或为马棕库存拐点，2023 年 12 月至 2024 年 2 月马棕有一定去库存预期，但进口国利润低迷库存高企背景下产地出口需求表现疲弱，产地降库存幅度或偏慢，叠加南美和印尼降水增加有利于缓解前期旱情，短期油脂期价预计跟随原油价格震荡寻底为主。产区天气是未来关注的焦点，国内 24 年一季度大豆采购进度偏慢，需求端元旦、春节是油脂消费旺季，如 24 年 1-2 月大豆生长关键期巴西再度出现南旱北涝现象，油脂价格或将出现阶段性反弹。3 月份开始南美大豆逐步上市，同比大幅增产预期较强，如巴西库容紧张再度引发升贴水大幅回落，成本端将对豆油价格产生利空影响，且棕榈油 3 月份开始步入增产季，24 年 3-5 月份植物油价格再度偏弱运行概率较高。此后印尼棕榈油产量及北美豆产量预期是市场关注焦点，厄尔尼诺现

象使得印尼 2023 年 8-11 月中旬局部产区存干旱现象, 由于干旱至减产存 8-10 个月的滞后期, 因此需跟踪 24 年二至三季度印尼棕榈油产量表现, 如印尼 2024 年因棕榈油减产而库存偏低, 又或美豆生长期产区存极端异常天气, 2024 年 6 月份以后油脂价格相对看涨。

○ 套利方面, (1) 逢低做多油粕比, 新季阿根廷大豆大幅恢复性增产将使得 2024 年二季度后豆粕供给明显增加, 国内养殖利润持续低迷, 利空蛋白粕需求, 因此南美大豆上市后, 蛋白粕供给大概率转向宽松, 2023/24 年度植物油消费增量预计大于产量增量, 存去库存预期, 油脂供给或有所收紧, 且目前油粕比处于近年同期低位, 逢低可轻仓试多油粕比。(2) 逢高做缩豆棕价差, 阿根廷大豆产量恢复性增长带动豆油供给增加, 但东南亚地区棕榈树种植面积增幅明显放缓、厄尔尼诺或对 2024 年印尼局部产量产生不利影响以及产地生柴政策坚挺或使得棕榈油供给收紧, 因此建议可逢高轻仓做缩豆棕价差。

目录

第一部分	长期走势和 2023 年行情回顾	4
一、	豆油市场长期和当年度走势分析及成交持仓情况	4
二、	棕榈油市场长期和当年度走势分析及成交持仓情况	7
三、	菜油市场长期和当年度走势分析及成交持仓情况	11
第二部分	生产供应及进出口情况	13
一、	全球大豆生产供应及进出口情况	13
	(一) 美豆供应季供给中性偏紧 关注美豆需求变化	13
	(二) 南美豆丰产预期较强 关注生长期产区天气	15
	(三) 24 年一季度采购偏慢 二季度巴西豆大量到港	16
二、	棕榈油生产供应及进出口情况	19
	(一) 新增种植面积有限&厄尔尼诺扰动 24 年产增放缓	19
	(二) 产消区期初库存偏高 后市供需或将收紧	21
	(三) 棕榈油有效供给增加 我国进口量大幅恢复性增长	23
三、	菜油生产供应及进出口情况	23
第三部分	油厂压榨及消费需求情况	25
	(一) 豆油：国内供需双增 主产国生柴消费旺盛	25
	(二) 棕榈油：国内库存压力偏大 产地生柴政策坚挺	27
	(三) 菜油：与竞品油脂价差处于低位 消费同比增幅明显	29
第四部分	供需平衡表预测及解读	29
第五部分	季节性分析与技术分析	32
	(一) 油脂季节性走势分析	32
	(二) 油脂技术走势分析	33
第六部分	行业企业线上调研	34
第七部分	期货期权持仓情况	34
第八部分	价差及套利分析	35
第九部分	期权策略分析及建议	37
第十部分	全文总结及 2024 年行情展望	37
第十一部分	相关股票价格及涨跌幅统计表	39

第一部分 长期走势和 2023 年行情回顾

一、豆油市场长期和当年度走势分析及成交持仓情况

2020 年 6 月至 2022 年 5 月豆油期价走出了较为流畅的一轮牛市行情，这受到了多方面因素的影响：一是宏观通胀的影响下，大宗商品价格运行重心大幅抬升。二是部分国家对于清洁能源的推崇导致生物柴油消费大幅增加。三是拉尼娜现象导致大豆出现明显减产。四是替代油脂棕榈油和菜油价格高企。此轮油脂的牛市行情于 2022 年 6 月份出现拐点，首先是欧美通胀数据“爆表”，美联储持续加速加息的预期使得市场担忧经济衰退，大宗商品价格系统性下行，其次面临棕榈油涨库套境的印尼启动棕榈油出口加速计划，棕榈油价格大幅走弱对于豆油期价形成明显利空，2022 年 6-7 月中旬豆油价格跟随大幅走弱。2022 年 7 月中旬至 12 月底豆油期价呈现宽幅震荡偏弱的走势。7 月中旬美豆逐步步入生长关键期，美国西部种植带的高温干旱和美豆优良率连续六周下调使得市场对新季美豆产量潜力产生担忧，美联储加息落地后宏观利空阶段性兑现，国内豆油库存偏紧中秋节备货启动，使得基差走强，对盘面价格同样形成提振，7 月中旬至 8 月底豆油期价震荡偏强运行。9 月美联储官员发言暗示美联储将继续大幅加息，欧洲 PMI 等经济数据表现偏弱，商品价格系统性承压。阿根廷 9 月 5 日宣布月底前对大豆种植者实施汇率优惠措施，阿根廷政府保证商业化的特定汇率措施显著促进了大豆有效供给数量增加，豆油价格再度走弱。10 月份原油价格走强对植物油生柴需求产生提振，USDA 报告将美豆单产调降至 49.8 蒲/英亩对豆油价格同样产生一定支撑，豆油价格一度小幅反弹。但南美大豆有丰产预期，国内疫情反复使得餐饮油脂消费受到一定不利影响，11-12 月份大豆到港预增使得大豆有累库存预期，油粕比对于豆油期价也产生一定压力，豆油期价再度震荡偏弱运行。



图 1-1：豆油期货指数长期走势

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

2023 年以来国内豆油期价大致呈现“震荡-下跌-上涨-震荡”的走势。

2023 年 1-2 月豆油期价窄幅震荡。拉尼娜使得南美南部部分产区出现干旱现象，阿根廷大豆产量预估持续下调，但巴西大豆丰产预期较强，使得天气炒作力度相对有限。国内压榨厂因缺豆或停机检修等原因开机率偏低，现货供给偏紧，基差较为坚挺。单边驱动有限，期价持续震荡运行。

2023 年 3-5 月豆油期价大幅走弱。宏观方面，欧美银行暴雷，市场风险偏好明显减弱，大宗商品价格系统性走势。供需方面：一是巴西大豆产量创历史新高，仓储能力不足使得产地销售压力巨大，巴西大豆贴水持续下行使得我国大豆进口成本大幅走低，从成本端利空豆油价格。二是根据买船数据推测，二季度我国大豆到港压力较大，豆油有一定累库存预期。三是美豆播种及出苗进度持续快于市场预期及近年均值，市场对新季美豆有丰产预期。5 月 USDA 报告预估 2023/24 年度美豆产量同比增加 5%至 45.1 亿蒲，美豆期末库存预计同比增加 1.2 亿蒲至 3.35 亿蒲。预计 2023/24 年度全球大豆期末库存将增加 2150 万吨至 1.225 亿吨，全球大豆供给预期转向宽松。



图 1-2：豆油期货指数 2023 年 1-11 月走势

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

2023 年 6-8 月份豆油期价自低位大幅反弹。6 月份市场关注焦点转向美豆新作，产区干旱美豆油良率处于低位使得天气升水增加，EPA 调增生物质柴油掺混配额利好美豆油柴油投料需求，供需两端的利好驱动 6 月份豆油价格自低位大幅反弹。随后，USDA 将新季美豆种植面积调低了 400 多万英亩至 8350 万英亩，且美豆季度库存低于市场预期，报告的明显利多进一步驱动 7 月份首个交易日豆油期价大幅上涨。但随后由于 7 月 USDA 报告并未下调美豆单产预估，美豆产区降水好转后优良率自低位大幅回升，以及国内大豆到港压力较大的背景下豆油累库存速度较快，豆油期价在 7 月上旬至 8 月中旬转为震荡调整态势。8 月 USDA 报告将美豆单产由 52 蒲/英亩下调至 50.9 蒲/英亩，美豆主产区降水在 8 月下旬再次转少，

Pro Farmer 作物巡查将美豆单产预估进一步下调至 49.7 蒲/英亩，美豆期价转强再次为豆油价格提供成本端的提振，且国内后续大豆到港转少，豆油需求在中秋节备货以及学校开学备货的支撑下好转，豆油的去库存预期对盘面也形成一定利好影响，8 月下旬国内豆油期价震荡偏强运行。

2023 年 9-11 月份豆油期价整体上呈现宽幅震荡的态势，其中 9-10 月份豆油期价震荡下跌，欧洲面临经济衰退压力较大，宏观情绪略有转弱。美豆逐步步入收获进程，这也意味着天气市时间窗口逐步关闭，天气升水有回吐需求。叠加美豆累计出口进度偏慢，美豆收获进度较常年偏快，季节性供给压力对美豆价格和基差产生一定压力，且市场对新季南美豆存丰产预期，美豆价格及基差承压对国内豆油价格产生一定成本端利空影响。11 月份豆油期价呈现先扬后抑的走势，巴西北部大豆产区降水较市场预期以及常年明显偏少，使得巴西大豆北部产区存在干旱现象，市场担忧后续巴西大豆产量有调降需求。与此同时，美豆周度出口持续改善，因此，巴西北部干旱和美豆出口好转预期支撑 10 月底至 11 月中旬豆油期价震荡走强。11 月中下旬，巴西大豆产区降水增加，或有利于缓解前期的干旱现象，国内 11-12 月份大豆到港环比季节性增加，豆油供给充足，11 月下旬豆油期价再度偏弱运行。

2023 年 1-11 月，大商所豆油期货总成交量 1.91 亿手，同比增加 12.73%，月均成交量 1732.66 万手。成交额累计值为 15.27 万亿，同比减少 9.02%，月均成交额 1.39 万亿，成交额同比下降主要是受到豆油期价运行重心同比走低的影响。截至 2023 年 11 月末，豆油期货持仓量 96.27 万手，同比增加 32.66%。

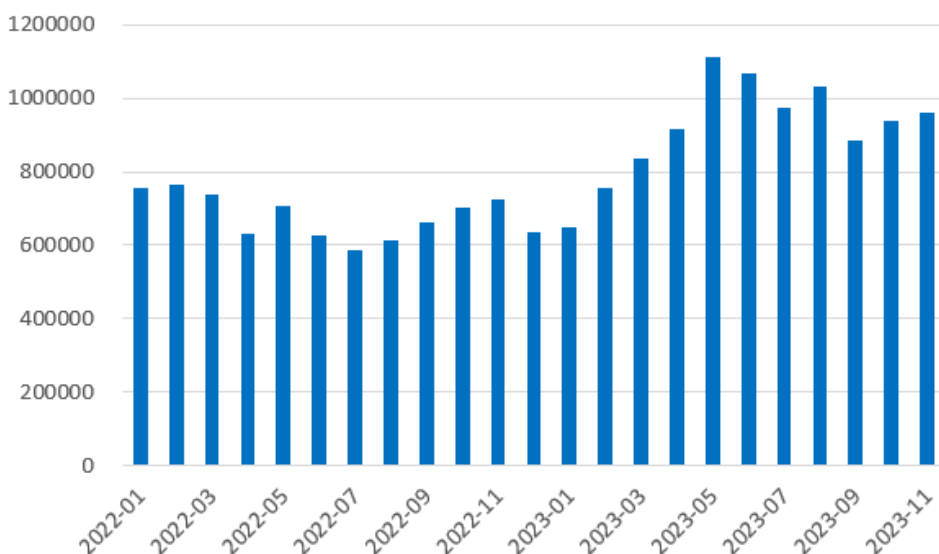


图 1-3：豆油期货月末持仓量（单位：手）

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

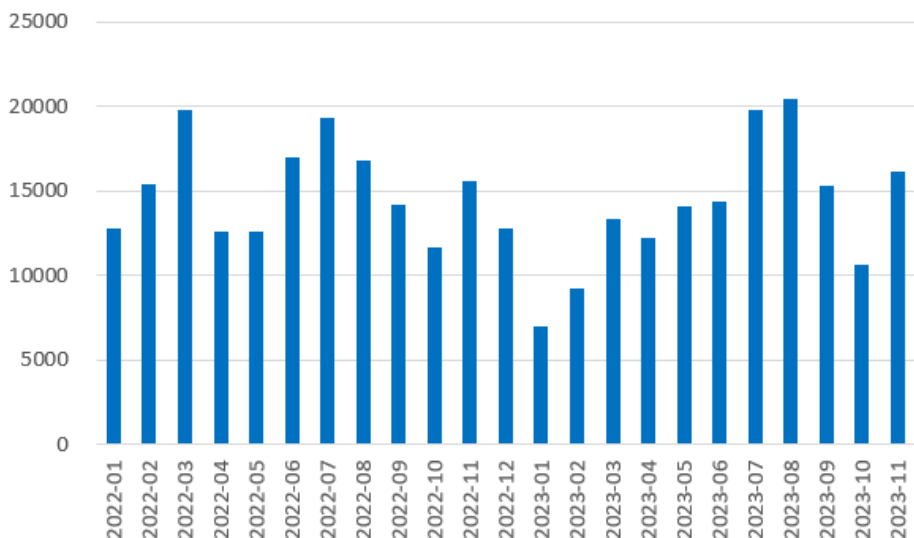


图 1-4：豆油期货月度成交额（单位：亿元）

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

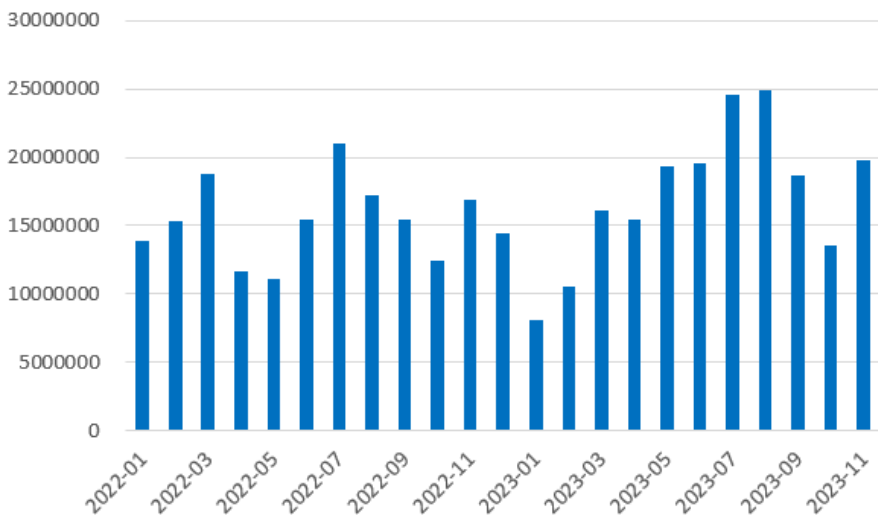


图 1-5：豆油期货月度成交量（单位：手）

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

二、 棕榈油市场长期和当年度走势分析及成交持仓情况

2020 年 5 月至 2022 年 5 月棕榈油期价同样走出了一波流畅的牛市行情。2020 年疫情初期马来西亚限制外来劳工进入以及种植园待遇较差导致马来西亚棕榈油种植园持续面临劳工紧缺问题，对马棕产量潜力也形成了明显的限制。拉尼娜现象导致加拿大菜籽和南美大豆减产、俄乌地缘冲突加剧黑海植物油出口受阻原油价格大幅走强、2022 年上半年印尼间断性的出台棕榈油出口限制措施等利多“接力棒”式的传递使得棕榈油价格大幅上涨。



图 1-6：棕榈油期货指数长期走势

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

持续了两年的棕榈油牛市在 2022 年 6 月份出现拐点。6 月至 7 月中旬棕榈油期价大幅走弱。印尼出口禁令解除后再度实施 DMO 政策，并启动出口加速计划，印尼棕榈油供给量恢复性增长使得全球棕榈油有效供给数量恢复性增加。此外目前印尼国内加工厂面临棕榈油涨库的窘境，印尼国内鲜果串的价格暴跌，使得棕榈油加工成本出现同步跳水，利空棕榈油价格。叠加美联储加速加息使得商品系统性回落，在多重利空因素共振的冲击下，棕榈油价格大幅下跌。

2022 年 7 月中旬至 12 月底棕榈油期价整体上呈现宽幅震荡的走势。7 月下旬美联储加息落地后宏观情绪回暖，叠加豆棕、菜棕价差走扩后有利于棕榈油消费提升，棕榈油一度有所反弹。但受制于产地库存压力较大，9-10 月份棕榈油仍处于增产周期，以及印尼可能进一步延长出口 levy 豁免时间，棕榈油走势在油脂中仍相对疲弱，9 月份棕榈油期价再度大幅下跌。10-11 月份棕榈油虽有阶段性的回调，但整体上呈现震荡偏强的态势。10 月份棕榈油期价大幅上涨，一是因为 OPEC+ 同意将石油产量消减 200 万桶/日，为 2020 年以来最大减产，原油大幅走强，利好棕榈油生柴需求。二是印尼去库存进度快于市场此前预期，产地棕榈油库存压力较此前明显减轻，对产地报价形成支撑。然而 11 月份原油价格再度大幅走弱，利空棕榈生柴需求。随着印尼船运能力的恢复和国内棕榈油到港的增长，国内棕榈油快速累库对于基差和盘面价格产生一定压力，国内疫情反复对于餐饮需求同样产生一定利空，11 月上、中旬棕榈油价格震荡回调。但拉尼娜叠加季节性因素，11 月至 23 年 2 月棕榈油将步入减产周期，根据高频数据来看，马棕产量环比不断下调，马棕库存大概率开始止升转降，库存拐点已致将对棕榈价格形成支撑，11 月下旬至 12 月底棕榈油期价止跌呈现宽幅震荡的走势。



图 1-7：棕榈油期货指数 2023 年 1-11 月走势

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

2023 年以来国内棕榈油期价大致呈现“震荡-下跌-上涨-震荡”的走势。

2023 年 1-2 月棕榈油期价小幅震荡。一季度棕榈油处于减产季，印尼 2 月份收紧棕榈油出口政策：将企业国内销售义务提升 50%至 45 万吨，并将 1 月末前发放的出口许可证冻结三分之二至四月底。但需求国中国和印度高库存背景下大幅采购意愿有限，产地总体处于供需双弱的背景，期价缺乏单边驱动。

2023 年 3-5 月棕榈油期价大幅走弱。一是因为欧美银行暴雷可能产生系统性风险，风险资产价格普遍回落。原油价格大幅走弱利空植物油生柴需求。二是棕榈油步入增产季，5 月份马棕产量环比增幅较大。三是竞争油脂葵花籽油、菜籽油价格大幅走弱，棕榈油性价比转弱，且需求国中国和印度植物油库存较高，产地出口需求转差，市场认为后续产地棕榈油有一定累库存预期。

2023 年 6-8 月棕榈油期价大幅反弹。USDA 发布的美豆种植面积和季度库存均显著低于市场预期，对棕榈油价格同样产生明显利多影响，报告公布后 7 月首个交易日棕榈油期价大幅拉涨。利多阶段性集中兑现叠加美豆产区天气好转，7 月上旬棕榈油期价一度震荡回调。随后 MPOB 报告显示 6 月末马棕库存 172 万吨，低于市场预期的 186-187 万吨。且豆棕价差走扩后棕榈油性价比提升，黑海粮食出口协议暂停使得黑海葵花籽油和菜籽油出口受阻也利好棕榈油替代消费占比增加，产地棕榈油出口需求明显好转支撑棕榈油价格在 7 月中下旬阶段性震荡走强。但印尼棕榈油产量及库存增幅较大，国内棕榈油近月买船活跃后续有一定到港压力，7 月末至 8 月中旬棕榈油价格偏弱运行。8 月下旬 GAPKI 报告显示印尼棕榈油库存明显低于此前市场预期，厄尔尼诺强度增强使得东南亚地区降水转少，或影响远期棕榈油产量，8 月下旬棕榈油期价再度走强。

2023 年 9-11 月棕榈油期价整体上呈现宽幅震荡的走势。马来西亚劳工紧缺问题得到明显改善使得三季度马棕产量表现良好，处于季节性高位。但中国、印度棕榈油库存处于高位且进口利润低迷的背景下大幅采购意愿较为有限，使得产地出口表现相对疲弱，马棕联系大幅累库对产地棕榈油报价形成压力，9-10 月份棕榈油价格持续震荡偏弱。11 月份棕榈油步入减产季，且受厄尔尼诺影响，印尼局部产区出现干旱现象，减产预期的提振使得 11 月上旬棕榈油期价震荡反弹。但原油价格大幅回落对棕榈油生柴消费产生利空影响，国内棕榈油库存处于季节性高位，11 月下旬棕榈油价格再度偏弱震荡调整。

2023 年 1-11 月，大商所棕榈油期货总成交量 2 亿手，同比下降 9.98%，月均成交量 1815.48 万手。成交额累计值为 14.83 万亿，同比减少 28.54%，月均成交额 1.35 万亿，成交额同比下降主要是受到棕榈油期价运行重心同比走低的影响。截至 2023 年 11 月末，棕榈油期货持仓量 60.74 万手，同比下降 22.28%。

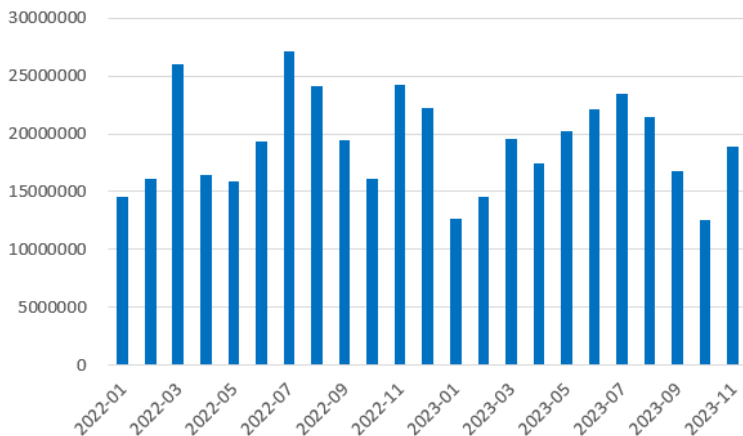


图 1-8：棕榈油期货成交量

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

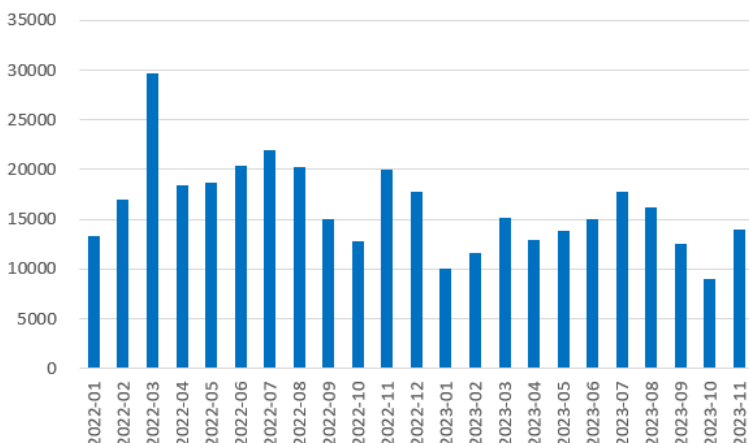


图 1-9：棕榈油期货成交额

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

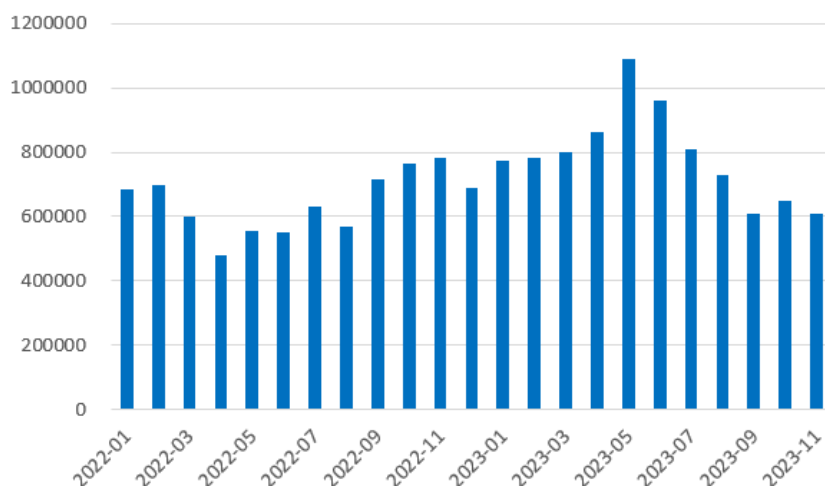


图 1-10：棕榈油期货持仓量

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

三、菜油市场长期和当年度走势分析及成交持仓情况

从菜油期货价格长周期来看，豆油、棕榈油、菜油这三大油脂是相互影响带动的。2012/13 年度全球大豆产量大增，推动整体油脂价格下跌，菜油价格也不可避免的出现了大幅下行。2013-2014 年使得 G3 国家大豆增产并且棕榈油迎来丰产周期，而需求有所下滑，全球油脂库存迅速积累恢复，油脂市场开启了长达两年的熊市之旅。2015-2016 年强厄尔尼诺现象使得棕榈油大幅减产，推动整体油脂板块价格大幅上涨。16/17 年度全球大豆大幅增产，棕榈油产量也有所恢复，生物柴油的消费放缓等多因素使得油脂价格长期走弱。2018 年孟晚舟事件以来，我国加强对加拿大菜籽的进口标准，国内菜籽进口大幅减少，推动菜油价格反弹、国内菜籽进口量大幅减少，使得国内菜油库存出现持续性下降，推动菜油价格重心上移。21/22 年度加拿大油菜籽大幅减产，国内菜油库存不断下滑，节前备货推动菜油价格继续上行，印尼棕榈油出口政策也刺激油脂价格上行。2021 年四季度受加拿大菜籽大幅减产的影响，菜油走势强于豆棕油，2022 年初菜油与豆油、棕榈油价差已拉升至历史高点。由于菜油年初价格便已负重前行，在经济下行压力下最贵的油脂的需求最差，下游转向消费较为便宜的豆油棕榈油，导致菜油涨幅远不及豆油和棕榈油。上半年油脂冲高回落的主要原因有二：一是国际原油助推植物油价格涨跌，二是印尼棕榈油出口禁令的反复与马棕油劳工的恢复。6 月中旬至 7 月上旬的这波油脂大跌原因主要在于美联储加息等因素抑制了原油价格涨幅使得原油对于油脂的支撑力度减弱，以及 5 月下旬以来的棕榈油取消出口禁令以及加快出口许可证的发放带来的棕榈油库存倾销。7-11 月菜油期货价格整体维持在 10000-11500 元/吨的区间进行筑底，主要是追随美豆天气炒作以及印尼棕榈油反复的出口政策。11 月以来我国迎来传统的备货旺季，而菜籽依旧没有大量到港，且我国减少了菜油的进口，使得菜油库存处于历史极低值，菜油上突筑底区间后表现偏强。相比于期货价格而言，菜油现货价格更为坚挺，基差也在 6 月份以来从 1000 元/吨攀升至 2500 元/吨的历史高位。2023 年，郑商所菜油主连合约整体表现为震荡下跌。年初菜油主连合约开于 10705 元/吨，最高上冲至 10796 元/吨，12 月重心下移至 8200 元/吨附近，年内跌幅超过 20%。截至 12 月中旬，菜油

指数期货成交 1.8 亿手，较 2022 年全年成交量增加 8500 万手左右。12 月中旬持仓量 65.9 万手。在全球经济预期衰退担忧的影响下原油带动整个商品价格重心下移，美豆价格走弱及国内油脂库存回升等多重因素共振导致菜油价格下挫。



图 1-11：郑商所菜油期价走势

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

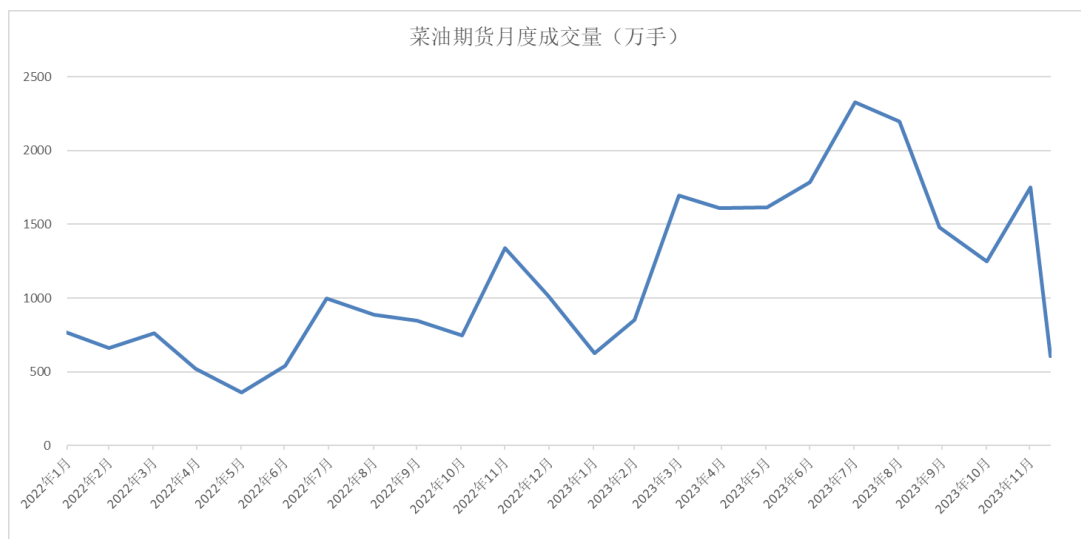


图 1-12：郑商所菜油成交量

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

第二部分 生产供应及进出口情况

一、全球大豆生产供应及进出口情况

(一) 美豆供应季供给中性偏紧 关注美豆需求变化

美玉米种植收益高于美豆，美豆生长期部分产区存干旱现象，种植面积和单产均偏低的背景下美豆供应季供应压力边际减弱。据 USDA 数据来看，2023/24 年度美豆产量 1.12 亿吨，同比 2022/23 年度 1.16 亿吨减少 383 万吨。此外，与 2023 年二三季度南美豆供应季相比，2022/23 年度巴西大豆产量 1.58 亿吨，阿根廷大豆产量 2500 万吨，南美 G2 大豆合计产量 1.83 亿吨，本季美豆产量相较于 23 年上半年南美 G2 供应量减少 7100 万吨。因此无论是同比去年美豆供应季还是相较于上半年南美供应季，本季美豆供给压力均有所减弱。

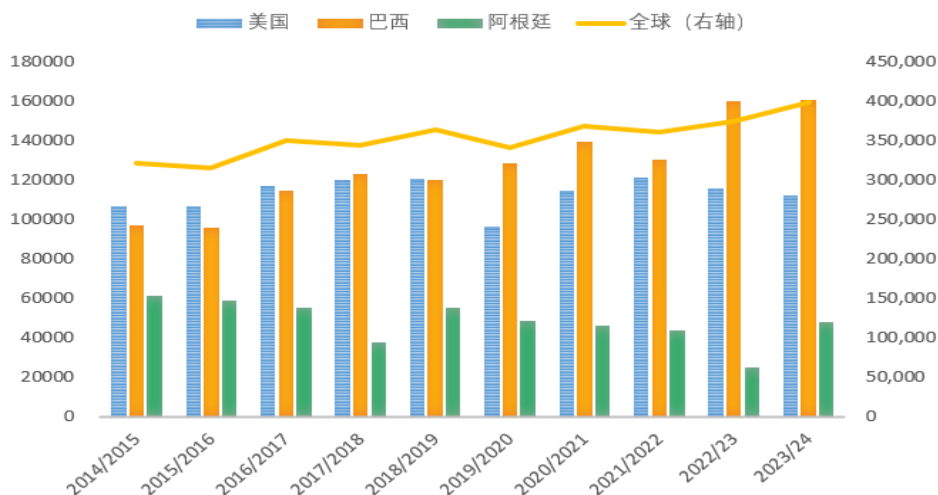


图 2-1：全球及主产国大豆产量（千吨）

数据来源：USDA、方正中期研究院整理

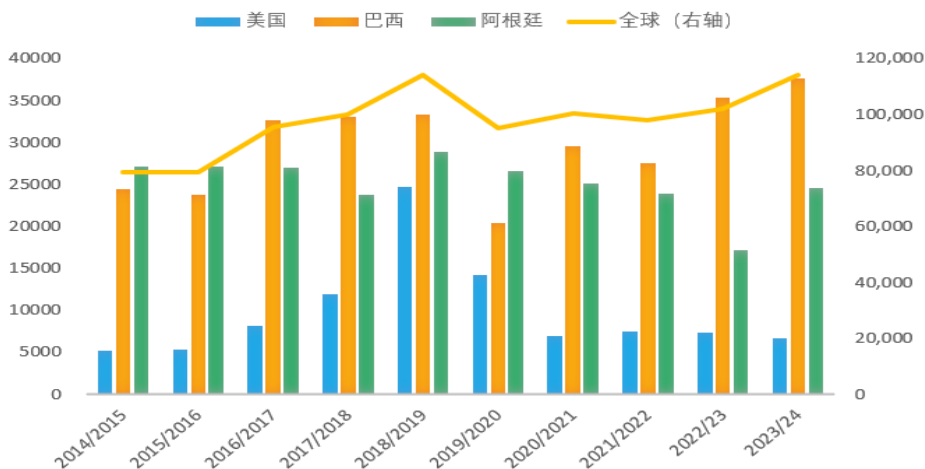


图 2-2：全球及主产国大豆期末库存（千吨）

数据来源：USDA、方正中期研究院整理

美豆需求是 24 年二季度前市场关注的重点之一。国内需求方面，丰厚榨利的支撑下，美豆国内需求较为旺盛。受拉尼娜影响，2022/23 年度阿根廷大豆大幅减产，叠加其国内通货膨胀压力较大，农户对农产品有惜售现象，阿根廷大豆压榨厂存在普遍的缺豆现象使得阿根廷豆粕可供出口量较常年明显偏少，利好美豆粕和巴西豆粕出口市场份额的增加。EPA 调增美豆油生柴投料需求，从性价比角度来看豆油制生柴性价比良好，美豆油需求同样旺盛，美豆油库存降至近年季节性历史低位，在 24 年二季度阿根廷新豆上市前美豆国内压榨需求或将持续处于高位。出口需求方面，由于 23/24 年度南美同比大幅增产预期较强，市场对相对高价的美豆采购存一定观望心理，美豆累计出口进度偏慢。10 月下旬中美签署数十亿农产品采购框架协议，叠加巴西北部出现干旱现象，巴西大豆产量存不及预期的可能，美豆出口一度好转，但 11 月底至 12 月初巴西产区天气好转，美豆出口再度转弱。截至 2023 年 11 月 23 日，2023/24 年度美国大豆累计销售 3095 万吨，完成整个作物年度出口目标得 62%，跟往年同期比略偏慢，如南美豆生长季产区后续无明显极端不利天气，市场继续对采购美豆存观望心理，则美豆出口压力仍存，或有下调需求。

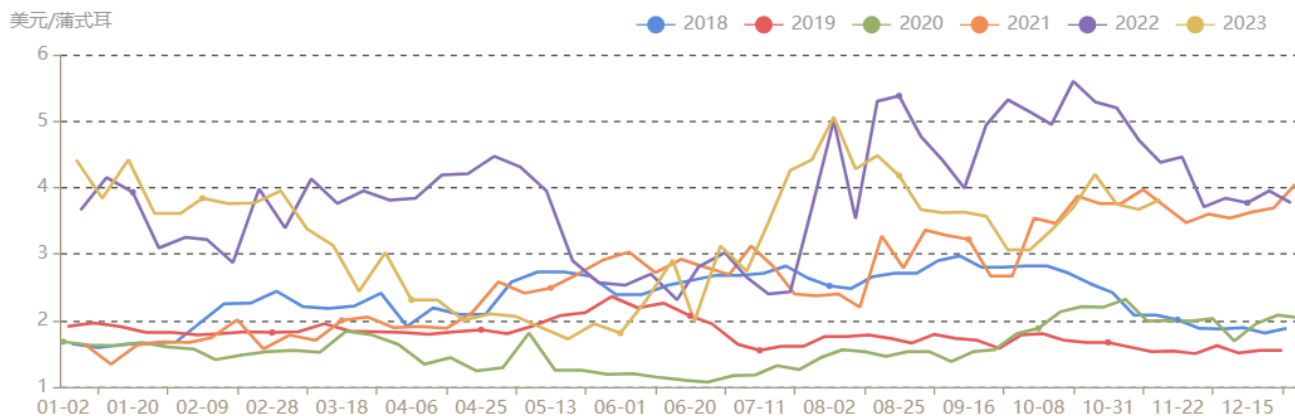


图 2-3：美豆榨利情况

数据来源：卓创、方正中期研究院整理



图 2-4: 美豆月度压榨量

数据来源：NOPA、方正中期研究院整理

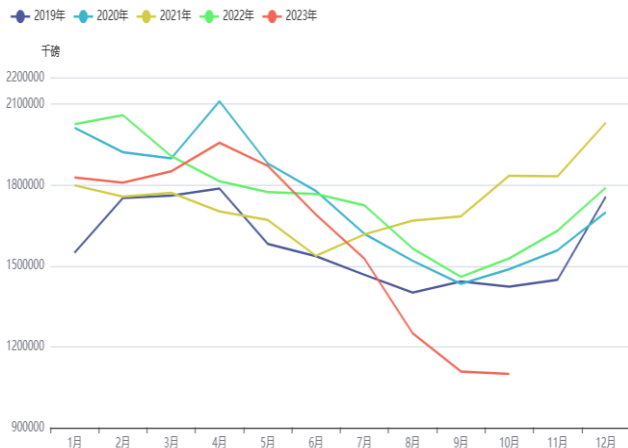


图 2-5: 美豆油库存

数据来源：NOPA、方正中期研究院整理

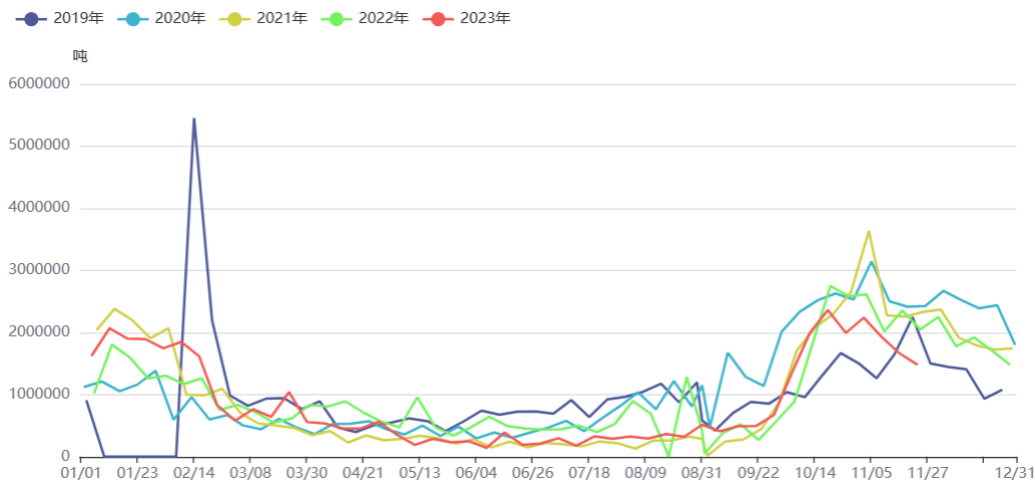


图 2-6: 美豆出口情况

数据来源：USDA、方正中期研究院整理

（二）南美豆丰产预期较强 关注生长期产区天气

2022/23 年度受拉尼娜影响，阿根廷大豆出现大幅减产。2023/24 年度南美大豆生长季处于厄尔尼诺气候，厄尔尼诺气候条件下南美南部降水往往偏多，有利于大豆增产。从目前气候条件以及天气预报来看，阿根廷大豆产量前景颇佳，多产区土壤水分供给良好，播种进度进度较快，油世界预估 2023/24 年度阿根廷大豆产量 4700 万吨，较 22/23 年度大幅恢复性增产 2740 万吨。巴西北部存在干旱问题，产量存在一定不确定性。目前预估南美四国（巴西、阿根廷、巴拉圭和乌拉圭）大豆总产量将达 2.12 亿吨新高，同比增 2200 万吨，预估如南美大豆上市后，全球大豆或供应过剩 1100 万吨。11 月底 12 月初南美南部降水增加，有利于缓解前期干旱现象，市场对新季南美大豆丰产预期增强。交易的节奏上重点关注产区天气的变动，如大豆生长关键期出现阶段性降水偏少，天气升水增加或将带动大豆价格出现阶段性反

弹。但总体上，随着南美大豆上市日期的逐步临近，美豆期价及大豆升贴水运行重心或呈现震荡下行的态势，重点关注 24 年二季度巴西新豆上市后是否会再度出现库容紧张问题，如该现象再度出现或将在 24 年二季度再度出现持货商销售压力较大，升贴水快速下行的局面，届时或将使得我国大豆进口成本再度出现明显降低。



图 2-7：巴西大豆升贴水

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

(三) 24 年一季度采购偏慢 二季度巴西豆大量到港

2000 年以来中国大豆需求和进口量不断增加，但近几年由于养殖利润低迷，餐饮消费疲弱，极端天气导致产地供给紧张等因素影响，我国大豆进口量增速出现明显放缓，在部分年份出现同比下降。2021 年是 2018 年以来首次年度下降，2021 年中国进口 9,652 万吨大豆，低于 2020 年的 1.0033 亿吨。2020 年中国大豆进口量也是历史最高纪录，因为国内生猪存栏量从非洲猪瘟疫情中迅速恢复，有助于提振饲料需求，促使压榨厂扩大采购。但是生猪供应过剩导致今年价格持续低迷，养殖利润转为亏损，进而影响到养猪业以及饲料厂的豆粕需求。2022 年我国大豆进口量进一步下滑，2022 年我国大豆进口 9109 万吨，同比减少 544 万吨，减幅 5.6%。2022 年大豆进口数量下滑主要是受到南美南部极端干旱导致大豆减产，国际大豆价格高企我国大豆压榨厂进口利润相对低迷。

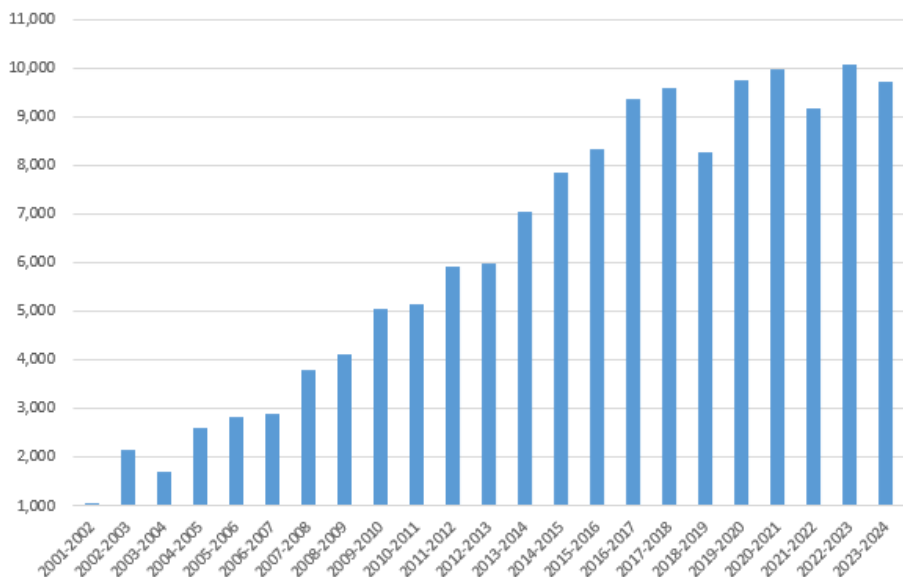


图 2-8：进口大豆年度到港量（万吨）

数据来源：海关、农业农村部、方正中期研究院整理

2023 年国内餐饮消费有恢复性增长，生猪存栏处于高位，巴西大豆丰产预期得以兑现也使得国内榨利同比出现修复，进口大豆数量也将出现恢复性增长。据海关数据，2023 年 11 月份中国大豆进口量 792 万吨，同比去年增加 57 万吨，同比增幅 7.8%；环比 10 月进口量增加 276 万吨，环比增幅 53.5%。此外，2023 年 1-11 月份进口大豆累计 8963 万吨，同比增幅 13%。后续到港方面，据汇易网，12 月份到港 1000 万吨、1 月份到港 700 万吨。12-1 月平均采购进度超过 70%，明年 2 月采购进度超过 50%，明年 3 月份采购进度超过 40%，明年 4 月份采购进度超过 30%。从采购进度来看，近几周采购量虽出现增加，但 24 年 2-3 月大豆到港仍预期偏少，大豆、豆粕和豆油或出现阶段性去库存，基差和月差届时或将出现阶段性偏强的走势。3 月下旬巴西大豆或将大量到港，24 年二季度后国内大豆供给大概率转向宽松。从年度进口量预估来看，生猪养殖利润低迷使得养殖企业下调饲料配方中蛋白含量占比，对豆粕消费产生一定利空影响，养殖利润长期亏损或使得 24 年生猪存栏下降，减少豆粕和大豆需求。据农业农村部的数据，预估 2023/24 年度我国大豆进口数量为 9725 万吨，同比下降 2.59%。

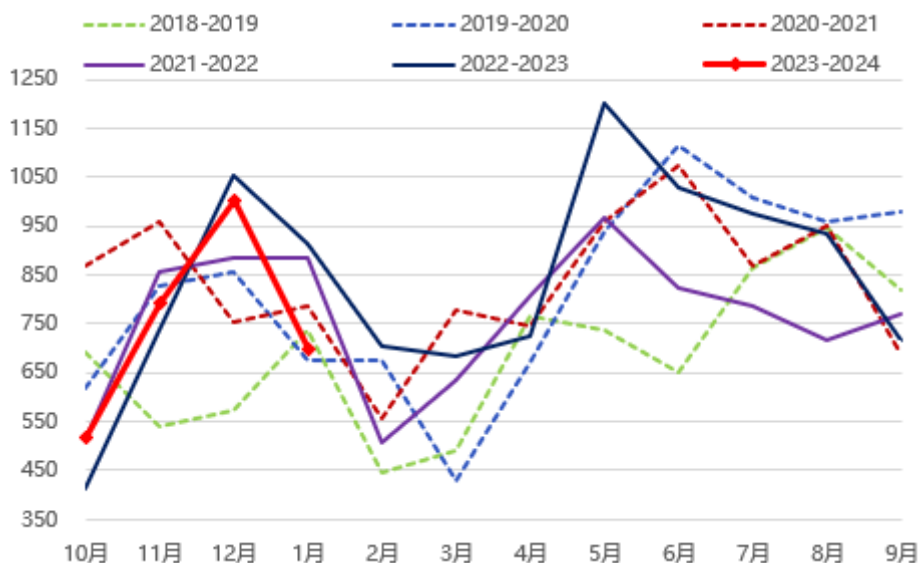


图 2-9: 进口大豆月度到港量及预估

数据来源: 海关、汇易、方正中期研究院整理

受餐饮需求低迷, 进口利润相对疲弱影响, 2022 年我国豆油进口数量同比大幅下降。2022 年中国累计进口毛豆油 34.41 万吨, 上年同期为 111.99 万吨, 比去年同期下降 77.57 万吨或 69.27%。2023 年随着全球植物油供给转向宽松, 我国餐饮需求恢复性增长, 植物油进口利润同比有所修复。2023 年 1-10 月我国累计豆油进口量 29.43 万吨, 同比增加 31%。但相对于整体大豆进口量而言, 豆油进口量相对稀少, 对国内整体供应量影响较低。

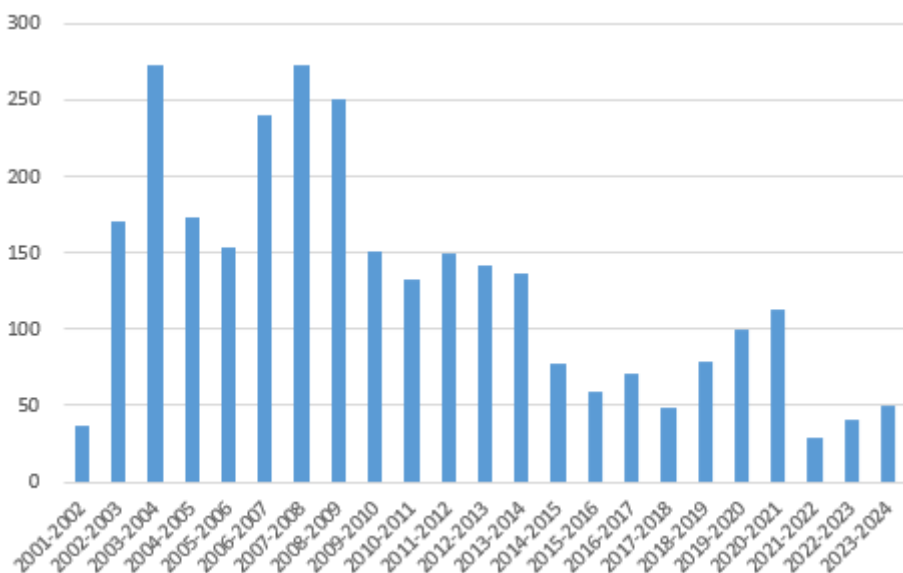


图 2-10: 豆油年度进口量

数据来源: 海关、方正中期研究院整理

二、 棕榈油生产供应及进出口情况

(一) 新增种植面积有限&厄尔尼诺扰动 24 年产增放缓

棕榈油产量季节性特征较为明显，每年的 3 月至 10 月处于增产季，11 月至次年 2 月处于减产季。2023 年下半年马来西亚种植园外来劳工引入取得明显进展，此前困扰马来西亚种植园劳工紧缺的问题得到有效解决，23 年三季度以来马棕产量表现优异，逐月环比增幅明显，处于季节性高位。11 月至 24 年 2 月棕榈油步入减产季，产量或季节性下降，但预计仍将处于历年同期高位。

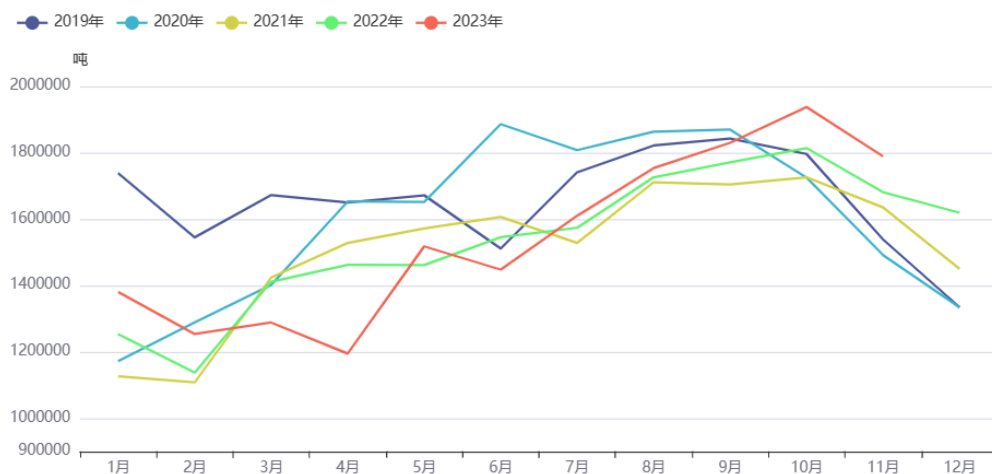


图 2-11：马来西亚棕榈油月度产量预估

数据来源：MPOB、方正中期研究院整理

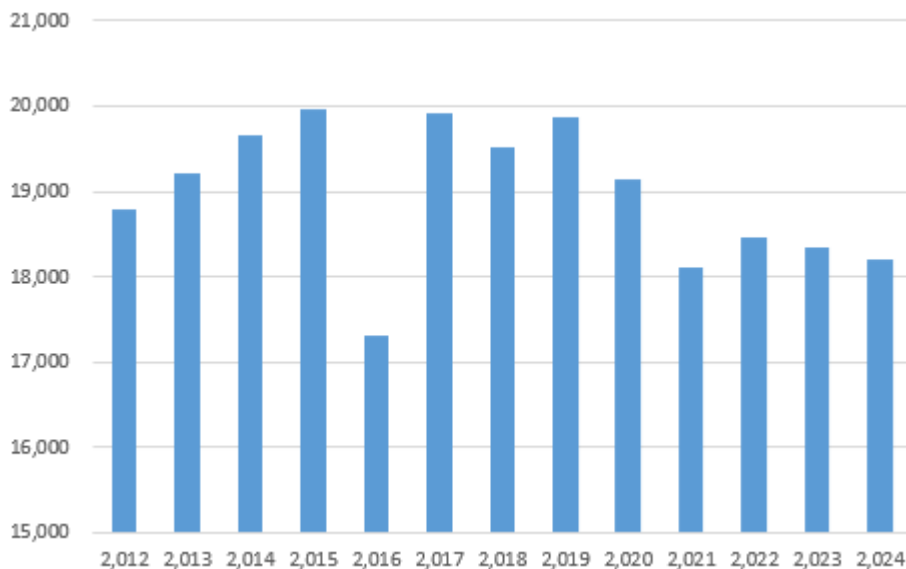


图 2-12：马来西亚棕榈油年度产量预估

数据来源：MPOC、方正中期研究院整理

从长期产量预估方面，一是近年棕榈油种植面积增幅明显放缓，因政策变得更严格（RSPO 组织及马来西亚和印尼其他机构发起的可持续认证）导致马来西亚和印尼新增种植放缓。二是需要关注产区天气，厄尔尼诺现象往往会导致东南亚地区出现干旱现象，并对远期棕榈油产量造成不利影响。当棕榈油遭遇干旱压力，花序性别分化（收获前的 22-24 个月）会受到影响，有利于雄花比例更高，这将减少果串树龄。第二个反应是早期败絮率增加，大约 10 个月后将首次看到结果数量减少。本轮厄尔尼诺发生于 2023 年 6 月，在 24 年 2 月之前发生概率仍接近 100%，在 24 年 3 月后发生概率快速下降。从强度来看，目前定义为中等强度的厄尔尼诺，强度已经达到本轮厄尔尼诺强度的峰值，此后预计厄尔尼诺强度逐步减弱。从截至 2023 年 12 月上旬的情况来看，本轮厄尔尼诺对马来西亚产区降水影响不大，使得印尼 9-11 月份部分产区存干旱现象，11 月底至 12 月上旬印尼产区天气好转，土壤墒情有明显改善，干旱持续时间偏短或使得减产幅度相对有限。据油世界预估数据来看，2023/24 年度（10 月至次年 9 月）印尼棕榈油产量 4818 万吨，同比减少 24 万吨。马来西亚棕榈油产量 1859 万吨，同比增加 20 万吨。泰国棕榈油产量 964 万吨，同比减少 21 万吨。

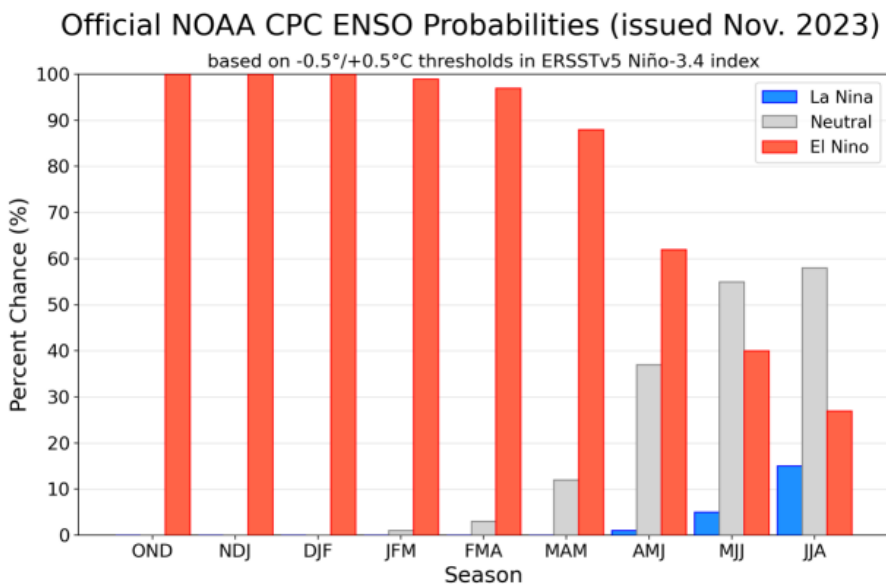


图 2-13：厄尔尼诺发生概率

数据来源：NOAA、方正中期研究院整理

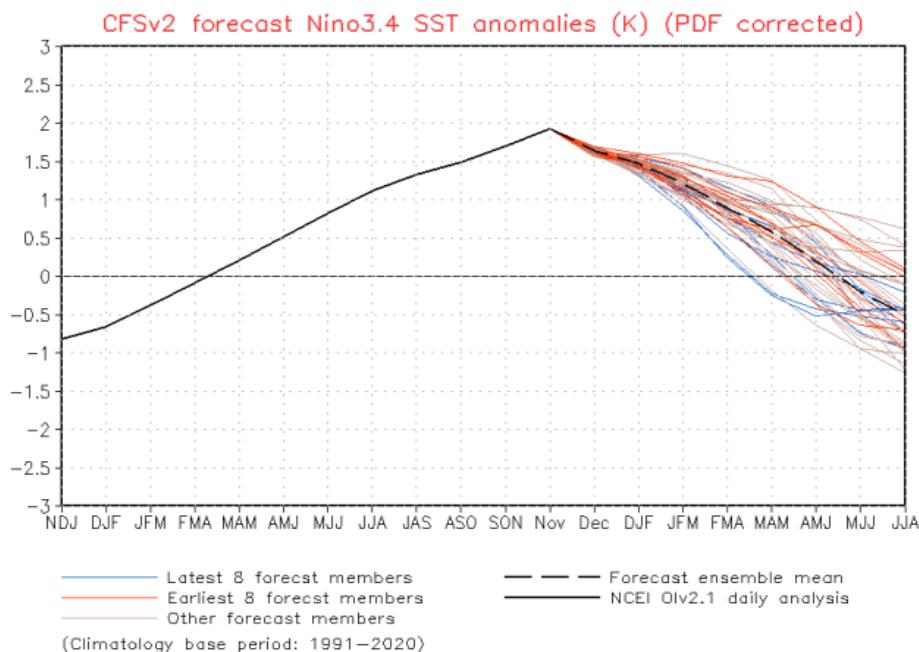


图 2-14: 厄尔尼诺强度预测

数据来源：NOAA、方正中期研究院整理

(二) 产消区期初库存偏高 后市供需或将收紧

2023 年三季度产地棕榈油出口表现相对低迷，一是主要需求国印度、中国棕榈油库存均处于季节性历史高位，且需求国进口利润低迷的背景下普遍采取的策略是去库存为主。二是性价比的角度来看，葵花籽油于棕榈油相比性价比优势明显，挤占了部分棕榈油市场份额。根据 SEA 的数据来看，截至 2023 年 11 月初，印度食用油库存环比下降 13.43%，库存环比有所回落，但同比来看仍处于季节性高位，且葵花籽油性价比优势仍存，短期棕榈油产地出口或难有明显改善。

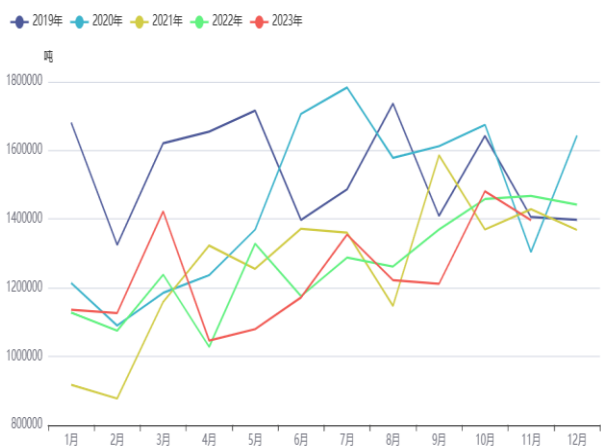


图 2-15: 马棕月度出口情况

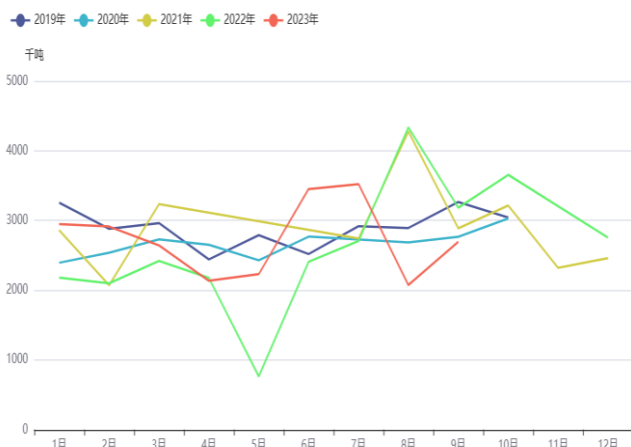


图 2-16: 印尼棕榈油月度出口情况

数据来源：MPOB、方正中期研究院整理

数据来源：GAPKI、方正中期研究院整理

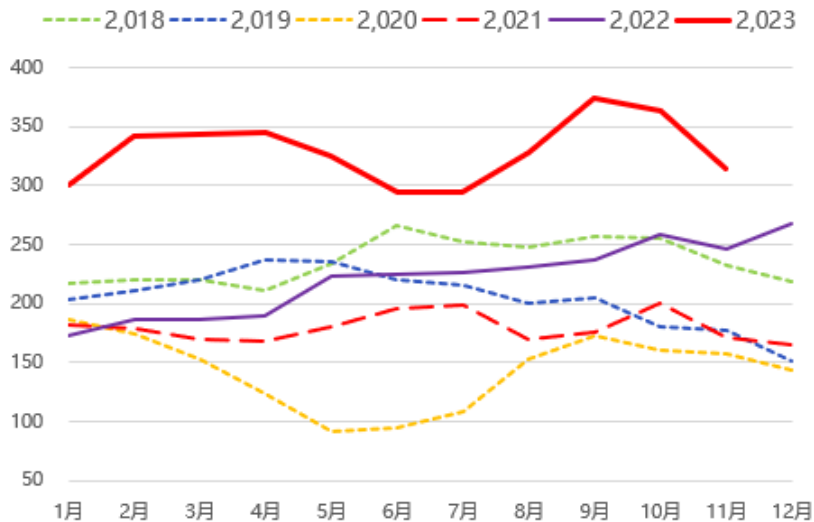


图 2-17: 印度食用油库存

数据来源：SEA、方正中期研究院整理

中长期来看，据油世界预估数据来看，2023/24 年度棕榈油产量 8158 万吨，同比增加 14 万吨，消费量 82622 万吨，同比增加 193 万吨，消费量增幅明显大于产量增幅，主产国棕榈油生物柴油和食用需求的增加将削减其可供出口的棕榈油数量，预计 2023/24 年度全球棕榈油出口量将同比下降 190 万吨至 5350 万吨。棕榈油结转库存同比下降 125 万吨至 1385 万吨，库存消费比同比下降 1.95 个百分点至 16.76%。由于库存消费比于价格负相关性较强，因此库存消费比的下降或使得 2023/24 年度棕榈油的价格同比走高，且由于南美大豆丰产预期偏强，豆棕价差中长期或存逢高做缩的机会。

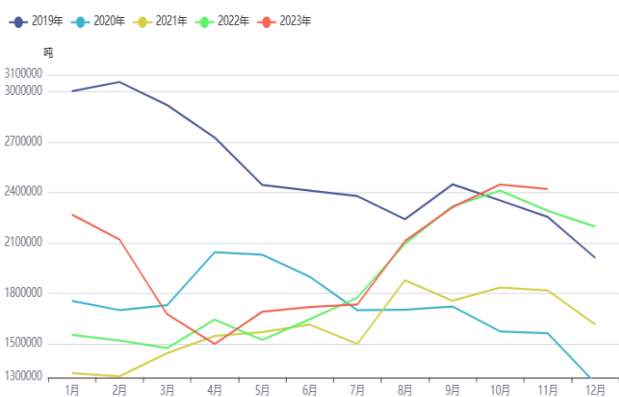


图 2-18: 马棕月度期末库存

数据来源：MPOB、方正中期研究院整理

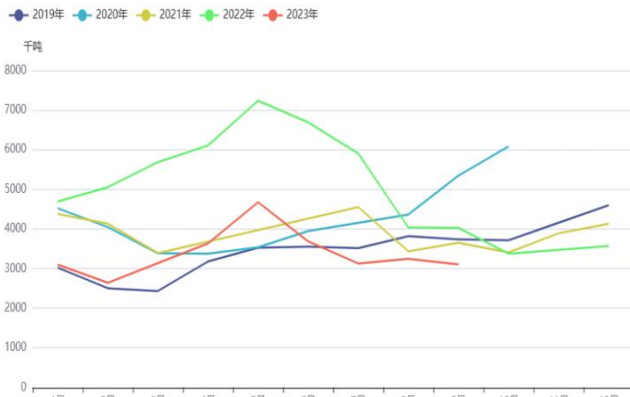


图 2-19: 印尼棕榈油月度期末库存

数据来源：GAPKI、方正中期研究院整理

（三）棕榈油有效供给增加 我国进口量大幅恢复性增长

2022 年上半年印尼实行出口限制措施叠加我国进口利润低迷，进口数量持续处于季节性低位。下半年随着印尼启动出口加速计划和进口利润的改善，棕榈油进口数量呈现恢复性增长态势。2022 年我国累计进口棕榈油 297 万吨，同比减少 29%。

2023 年全球棕榈油供给转向宽松，我国餐饮消费复苏，进口利润同比明显好转带动棕榈油进口数量同比明显增加。2023 年 11 月我国进口棕榈油 51 万吨，同比增加 6.25%，2023 年 1-11 月份我国累计进口棕榈油 359 万吨，同比增长 58%。



图 2-20 我国棕榈油进口数量

数据来源：海关、方正中期研究院整理

三、菜油生产供应及进出口情况

2022/23 年度旧作市场来看，全球油菜籽大幅增产，据 12 月 USDA 数据显示，2022/23 年度全球油菜籽产量达到创历史高位的 8881.5 万吨，较 21/22 年度的 7578.6 万吨增产 1302.9 万吨增幅 17.19%。2022/23 年度全球油菜籽主产国均有不同程度的增产，其中欧盟、加拿大、中国、印度、澳大利亚、乌克兰、俄罗斯、美国分别增产 12.83%、31.21%、5.55%、1.80%、21.30%、16.09%、54.95%、40.03%。全球菜籽出口供应周期主要在 11 月至次年 5 月，目前全球主要菜籽生产与消费国的菜籽均表现为供应充足，期末库存预期较高，使得 2022/23 年度菜系商品整体承压运行。

2023/24 年度新作市场来看，全球油菜籽减产。据美国国家海洋和大气管理局（NOAA）的研究表明，7-9 月份全球气候转为厄尔尼诺，厄尔尼诺现象通常会使得美国南部、阿根廷及巴西南部降水增多有利于大豆作物生长，而印尼、马来西亚、菲律宾、澳大利亚则会出现降雨偏少的情况不利于当地棕榈和菜籽作物生长。

加拿大和澳大利亚是全球前二大菜籽出口国，4 月中下旬以后都步入了播种期，随后进入关键生长季。根据 2023 年 6 月的田间作物调查，加拿大农民报告种植了更多的小麦、油菜籽、大麦谷物玉米和大

豆，但燕麦、扁豆和干豌豆的种植面积有所下降。其中，加拿大东部和西部的油菜籽在播种期天气较为配合，播种较为及时。由于气候温暖干燥，阿尔伯塔省播种略早于平均水平；因为湿度过大，萨斯喀彻温省和马尼托巴省的种植面积略低于 5 年和 10 年的平均水平。据加拿大统计局发布的种植意向报告显示，预计 2023 年加拿大油菜籽种植面积为 2210 万英亩的油菜籽，比前一年增长了 3.2%。萨斯喀彻温省的农民报告种植了 1240 万英亩的油菜籽，比 2022 年增加了 8.8%。在阿尔伯塔省，农民报告在 2023 年种植了 640 万英亩的油菜籽，比前一年减少了 2.4%。马尼托巴省的播种面积下降 4.7%至 310 万英亩。在整个 2023 年的生长季节，加拿大西部大部分地区的干旱条件导致产量低于 2022 年。由于加拿大油菜籽单产下降 4.9%至 36.9 蒲式耳/英亩，全国油菜籽产量下降 2.0%至 2023 年的 1830 万吨，收获面积上升 3.0%至 2190 万英亩。据 12 月 USDA 供需报告显示，2023/24 年度加拿大油菜籽产量为 2010 万吨，较上一年的 1960 万吨增产 48 万吨或 2.45%。

澳大利亚菜籽产量下滑较为明显。据荷兰银行 6 月 8 日消息 2023/24 年度澳大利亚油菜籽播种面积为 332 万公顷同比下滑 8.4%，由于经历了三年的高降雨与积极的生长条件使得土地肥力下滑，即便是正常降雨年景下市场也认为澳大利亚产量会下滑 35%左右。美国农业部在 12 月的供需报告中则预计澳大利亚新作菜籽产量仅为 550 万吨较去年同期的 837.3 万吨创纪录的减少了 277.3 万吨。受此影响，全球油菜籽减产。据 12 月 USDA 供需报告数据显示，2023/24 年度全球有菜籽产量为 8697.9 万吨，较上一年的 8881.5 万吨减产 183.6 万吨或 2.07%。受此影响，全球油菜籽库销比下降至 8.56%，同比下降 0.64 个百分点。

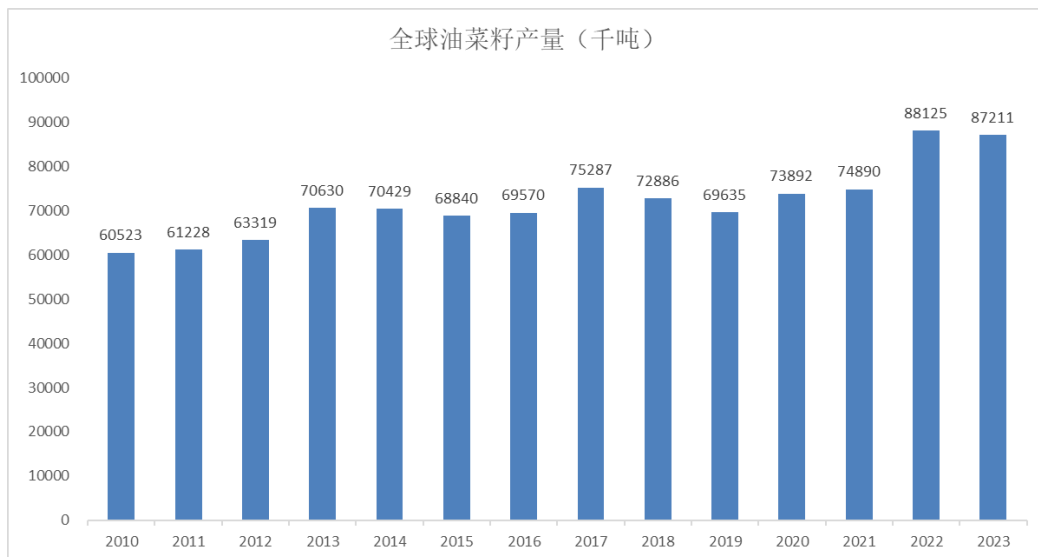


图 2-21 全球油菜籽产量

数据来源：USDA、方正中期研究院整理

由于 2022/23 年度加拿大油菜籽恢复性增产叠加我国油菜籽压榨利润较好的缘故，2022 年三四季度我国油菜籽买船较为积极，2022 年 11 月以来至今沿海油厂菜籽到港量较多。根据海关总署数据显示，

2023 年 1-11 月我国油菜籽进口量为 506.25 万吨，较去年同期的 141.58 万吨增幅 257.58%，同样远高于 5 年均值的 282.30 万吨。据 Mysteel 调研显示：2023 年 11-12 月月均菜籽到港船数 7 条，菜籽数量约 45.5 万吨。此外，2020 年以来至今我国还增加了菜粕的直接进口。据海关总署数据显示 2023 年 1-11 月我国菜粕进口量为 208.51 万吨高于去年同期的 190.50 万吨，也高于近 5 年均值的 188.77 万吨。菜籽及菜粕的进口量较大使得菜粕价格出现连续下跌的情况。由于菜油价格下跌使得其在油脂中的性价比迅速提升，2023 年 1-11 月菜油进口量为 213.33 万吨远高于去年同期的 94.15 万吨，同样高于近 5 年均值的 163.34 万吨。目前菜籽主产国菜系产品库存较为充足。俄罗斯压榨量较高但出口不及预期，因而其国内葵油及菜油库存较大。目前俄罗斯菜油和葵油库存十分充足，2023 年 1-11 月我国从俄罗斯进口菜油高达 122.42 万吨，较去年同期的 47.64 万吨增加 74.78 万吨或 156.98%。此外主要需求国欧盟自身菜籽产量增加叠加乌克兰大量向其出口菜系及葵系品种，使得欧盟及其周边国家目前同样积累了较大的菜籽、菜油、葵籽、葵油库存，欧盟地区菜系价格表现疲软。较高的菜系商品进口量也使得菜粕和菜油价格跌幅大于其替代品，豆菜粕价差和豆菜油价差均处于历史同期高位，菜系商品预计仍将承压运行。

第三部分 油厂压榨及消费需求情况

（一）豆油：国内供需双增 主产国生柴消费旺盛

我国大豆对外依存度达 85%，植物油对外依存度达 60%，2023 年全球市场油料供给略转向宽松和进口利润尚可驱动 2023 年国内大豆压榨量同比小幅增长。据钢联数据，2023 年 11 月全国大豆压榨量 733.47 万吨，环比增加 10.85%，同比增加 0.28%。1-11 月累计压榨大豆 7873.03 万吨，同比增加 1.96%。11-12 月国内大豆到港量偏高，生猪养殖利润低迷使得养殖企业下调饲料配方中蛋白占比，豆粕需求相对低迷，国内压榨厂大豆和豆油近期均呈现累库存态势，库存处于近年同期高位，截至 2023 年 12 月 8 日主要油厂大豆库存 505.89 万吨，同比增加 10.26%，较近五年均值增加 13.08%。豆油库存 98.28 万吨，同比增加 32.2%，较近五年均值增加 2.21%。

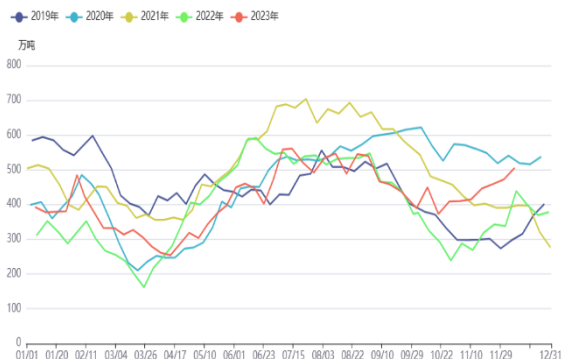


图 3-1：国内压榨厂大豆库存

数据来源：钢联、方正中期研究院整理

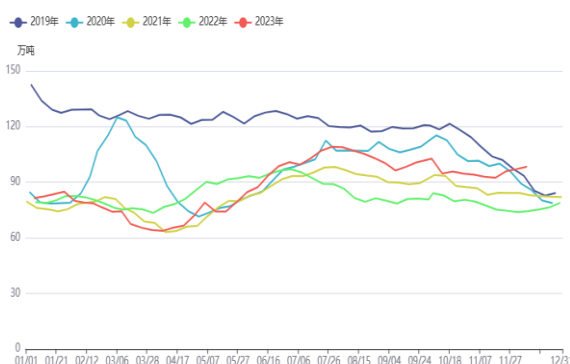


图 3-2：国内压榨厂豆油库存

数据来源：钢联、方正中期研究院整理

2023 年疫情对于餐饮消费的不利影响消退，国内餐饮消费复苏带动植物油消费出现恢复性增长，据卓创数据，2023 年 1-10 月豆油消费量 1355.48 万吨，同比增加 3.69%，从性价比角度来看，由于菜棕价差、豆棕价差处于相对低位，全球菜籽供给转向宽松和我国对俄罗斯菜油进口的增加，菜籽油，棕榈油消费同比增幅更为明显，2023 年 1-10 月菜籽油消费同比大幅增加 101.93%。

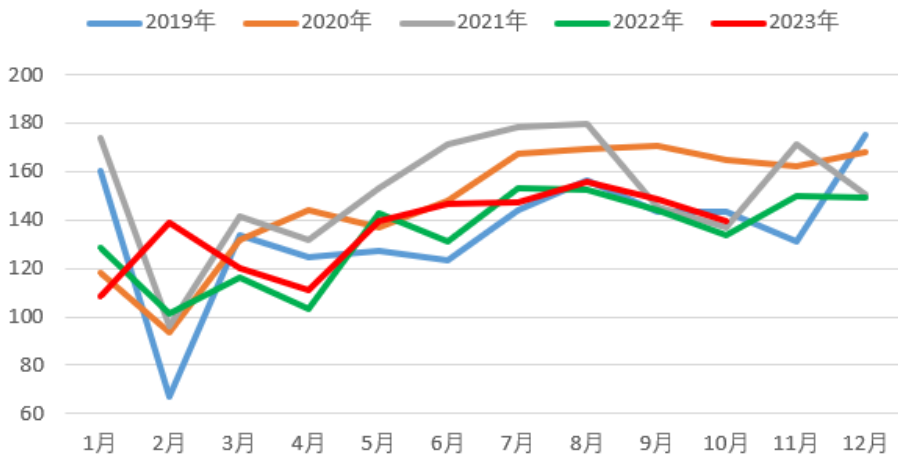


图 3-3 我国豆油月度消费量

数据来源：卓创、方正中期研究院整理

在主产国生柴政策坚挺、掺混利润尚可，原料供给略转宽松的背景下，2023 年豆油生柴消费表现良好，2023 年 1-9 月份美国生柴及氢化植物油原料消费总计 1077.7 万吨，同比增加 274.3 万吨，其中豆油 442.5 万吨，同比增加 89.2 万吨，菜籽油 111.6 万吨，同比增加 69 万吨。美国国内豆油生柴消费旺盛使得截至 10 月末美豆油库存以跌至历史同期低位，但随着生柴产量的大幅增长，9 月份开始市场上 Rins 的数量出现过剩，Rins 是美国生柴价格补贴体系最重要的一环，Rins 价格下跌将直接影响美国生柴利润，叠加菜籽油对豆油市场份额形成一定抢占，市场对四季度美豆油生柴消费相对不看好，叠加原油价格大幅回落，四季度美豆油期价的持续偏弱运行。2023 年过剩的 rins 无法结转至 2024 年，因此 2023 年 rins 过剩对 2024 年美豆油生柴投料需求并无利空影响。

表 3-1 美豆油生物燃料投料需求计划

美国2023-2025年可再生燃料掺混终案变化						
10亿RINs/加仑	2023年草案	2023年终案	2024年草案	2024年终案	2025年草案	2025年终案
可再生燃料总量	20.82	20.94	21.87	21.54	22.68	22.33
常规可再生燃料	15.00	15.00	15.25	15.00	15.25	15.00
高级生物燃料	5.82	5.94	6.62	6.54	7.43	7.33
生物质柴油	2.82	2.82	2.89	3.04	2.95	3.35
纤维素燃料	0.72	0.84	1.42	1.09	2.13	1.38
补充义务	0.25	0.25				

数据来源：EPA、方正中期研究院整理

巴西方面，2023 年 1-10 月生柴累计产量同比增加 76 万吨至创纪录的 530 万吨，产量大部分是以豆油作物原料。巴西国家能源政策委员会(CNPE)将强制性生物柴油掺混比例从目前的 12%上调至 14%，2024 年 3 月开始生效，2025 年开始将调整为 15%。巴西植物油工业协会(Abiove) 表示，2024 年巴西生物柴油需求将增加至 89 亿升，高于 2023 年估计的 73 亿升，因柴油中生物柴油的强制性混合比例更高，将推动消费。巴西大约 70%的生物柴油由大豆加工生产。

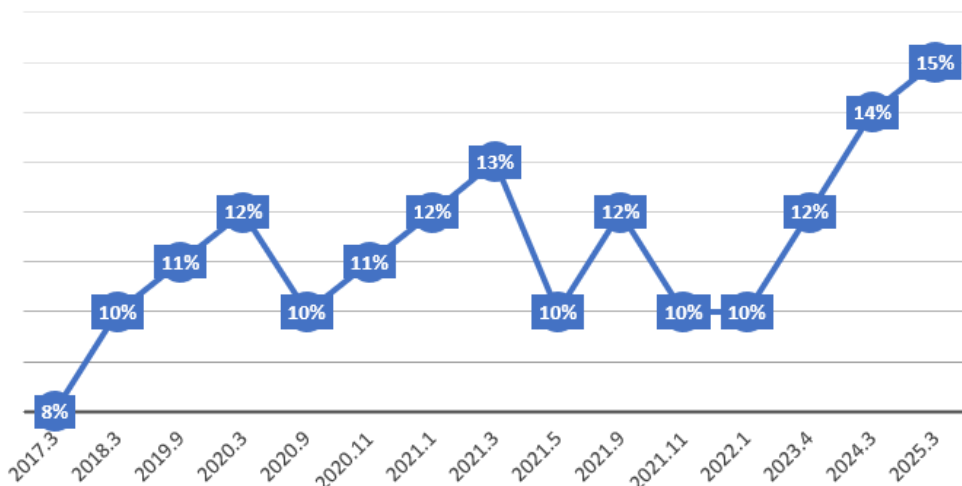


图 3-4 巴西豆油生柴掺混比例调整路径

数据来源：方正中期研究院整理

(二) 棕榈油：国内库存压力偏大 产地生柴政策坚挺

2023 年产地棕榈油有效供给数量同比明显大幅增加，国内进口利润尚可使得我国棕榈油进口数量同比明显增加，三季度以来国内棕榈油库存震荡增长，截至 2023 年 12 月 8 日国内棕榈油库存 94.57 万吨，同比减少 5.58%，较近五年均值 70.25 万吨增加 34.34%，库存处于近年同期高位。2023 年国内餐饮消费复苏带动植物油消费量恢复性增长，叠加从性价比角度来看，棕榈油存在一定性价比优势，2023 年 1-10 月份棕榈油消费量 391.58 万吨，同比增加 90.85%。

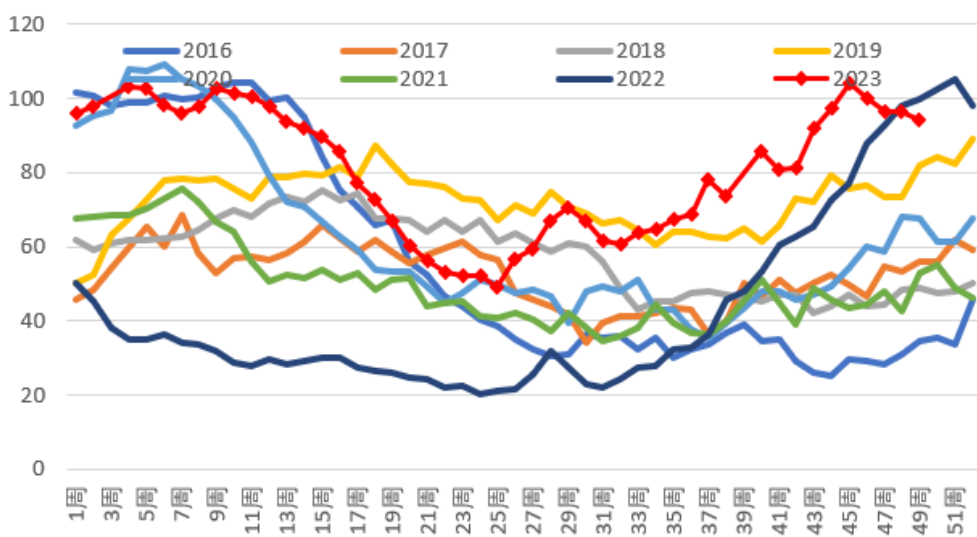


图 3-5 国内棕榈油库存

数据来源：钢联 方正中期研究院整理

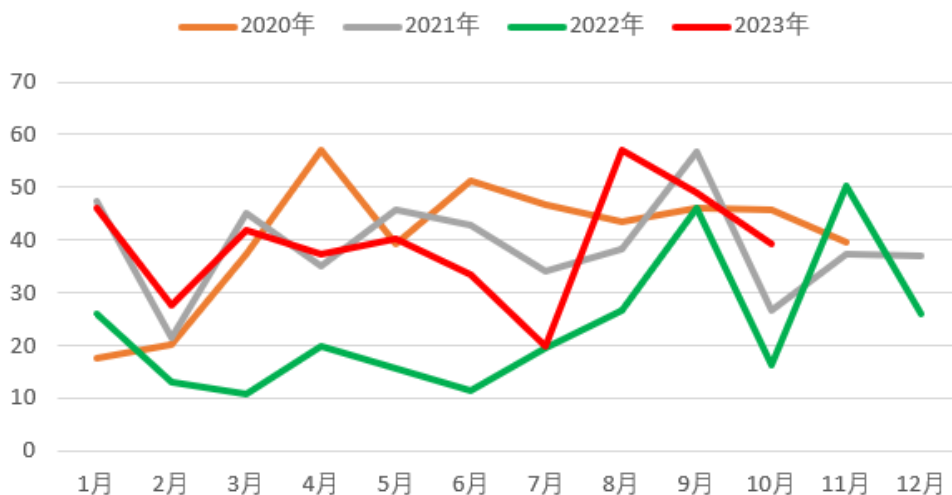


图 3-6 棕榈油月度消费量

数据来源：卓创 方正中期研究院整理

生物柴油消费方面，印尼对生柴掺混比例的提升相对积极。印尼原计划在 2023 年 2 月 1 日将强制掺混比例从 30%提升至 35%，后因技术尚不成熟执行时间推迟至 8 月 1 日，印尼棕榈油协会（Gapki）预计 2023 年印尼生物柴油生产中的棕榈油用量将从 2022 年的 910 万吨增至 1060 万吨（约 1220 万升），棕榈油的食用油量将从去年的 989 万吨增至 1030 万吨。由于 23 年印尼 B35 生柴政策是 8 月份开始完全强制实施，所以 24 年从 1 月份开始实施的话生柴消费会有一定同比增量，MPOB 预估印尼 24 年棕榈油生柴消费同比增量在 50-60 万吨。预期外的增量关注点一是马来西亚何时推行 B20 政策，以及印尼 B40 技术何时成熟。

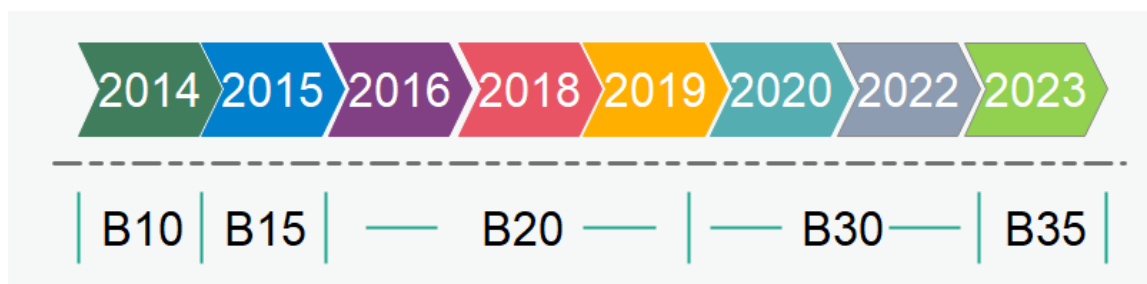


图 3-7：印尼生物柴油政策时间轴

数据来源：方正中期研究院整理

（三）菜油：与竞品油脂价差处于低位 消费同比增幅明显

2023 年全球菜籽大幅增产，我国油菜籽及菜油进口量大幅增加，菜油走势较其他油脂更弱，菜油性价比得以提升，因而菜油消费量有较大的提升。目前国内下游餐饮复苏速度较快，对于菜油的需求有提振明显。



图 3-8：菜籽油提货量

数据来源：方正中期研究院整理

第四部分 供需平衡表预测及解读

2023/24 年度全球 7 种油籽产量 6.182 亿吨，同比增加 1600 万吨，油籽产量增量来自南美大豆，23/24 年度南美大豆产量预计为 2.2315 亿吨，同比增加 2167 万吨。2023/24 年度全球 7 种油籽结转库存预计为 1.233 亿吨，同比增加 750 万吨，其中大豆 1.027 亿吨，同比增加 1130 万吨。2023/24 年度全球 7 种油籽库存消费比 20.2%，同比增加 0.9 个百分点，其中大豆库存消费比 27.2%，同比增加 2.3 个

百分点。因此 2024 年二季度油籽尤其是大豆供给将转向宽松，但是作物年度前半年受制于菜籽减产以及美豆种植面积走低，油籽供需仍偏紧。

表 4-1 全球 7 种油籽供需平衡表

7种油籽：全球供需平衡表（百万吨）						
		预测 23/24F	较22/23 变化	22/23	21/22	20/21
期初库存		115.8	4.8	111	115.3	114.7
产量		618.2	16	602.2	583.1	580.1
其中	大豆	388.4	18.3	370.1	356.9	366.1
	葵花籽	56.7	1.5	55.2	58.2	50.8
	菜籽	75.4	-3.7	79.1	66.9	67
	棉籽	39.4	-0.9	40.3	41.1	40.2
	花生（b）	34.2	0.8	33.4	34.7	33.5
	棕榈仁&椰干	24.3	0.1	24.2	23.9	22.5
总供应量		734	20.8	713.2	698.2	694.8
其中	大豆	479.8	21.3	458.5	463.3	453
消费量		610.8	13.4	597.4	587.5	579.5
其中	大豆	377.1	10	367.1	368.7	363.7
	葵花籽	57.9	0.2	57.7	53.5	51.3
	菜籽	77.9	3.8	74.1	66.2	68.5
结转库存		123.3	7.5	115.8	110.7	115.3
其中	大豆	102.7	11.3	91.4	87.8	99.6
	葵花籽	4.2	-1.2	5.4	7.5	2.8
	菜籽	12.4	-2.5	14.9	10	9.3
库存消费比		20.20%		19.30%	18.90%	19.90%
其中	大豆	27.20%		24.90%	24.00%	27.40%

数据来源：油世界、方正中期研究院整理

2023/24 年度全球 8 种植物油期初库存预估在 3280 万吨的近八年高点，同比增加 280 万吨。豆油产量预计跟随南美大豆丰产而增加 194 万吨，但印尼棕榈油、俄罗斯葵花籽油、欧盟和加拿大菜油产量表现相对较差将使得 2023/24 年度产增明显放缓，8 种植物油产量预计同比增加 252 万吨或 1.2%至 2.1594 亿吨。23/24 年度植物油消费增量主要由印尼、巴西和美国引领，预计各增 70-100 万吨，增量主要来自生柴/氢化植物油产量进一步扩张。2023/24 年度植物油库存预计同比下降 118 万吨至 3162 万吨，其中印度去库存空间较大。油脂供给小幅收紧，价格重心或小幅上行。

表 4-2 全球 8 种植物油供需平衡表

8种植物油：全球供需平衡表（百万吨） 10月-次年9月				
	23/24F	22/23	21/22	20/21
期初库存	32.8	30	27.43	27.64
产量	215.94	213.42	204.19	199.6
变化	1.20%	4.50%	1.40%	0.60%
进口量	89.96	92.07	82.83	88.56
出口量	90.23	92.51	83.57	89.53
消费量	216.85	210.17	200.89	201.52
变化	3.20%	4.60%	-0.30%	0.40%
结转库存	31.62	32.8	30	27.43
库存消费比	14.6%	15.6%	14.9%	13.6%

数据来源：油世界、方正中期研究院整理

我国植物油对外依存度较高，2023/24 年度全球油脂供给小幅收紧，预计我国植物油产量同比下降 0.39%至 3047 万吨，进口量同比下降 15.19%至 843 万吨。结余为 150 万吨，同比减少 195 万吨，但供给仍旧充足。

表 4-3 我国植物油供需平衡表

中国植物油供需平衡表									
	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	同比
生产	2717	2715	2553	2830	2864	2752	3059	3047	-0.39%
其中：豆油	1633	1587	1434	1701	1714	1594	1794	1802	0.45%
菜籽油	568	589	569	569	572	573	750	721	-3.87%
花生油	298	312	318	328	337	339	331	362	9.37%
进口	578	611	855	935	1074	578	994	843	-15.19%
其中：棕榈油	334	358	495	479	502	303	471	450	-4.46%
菜籽油	80	107	151	190	237	97	198	150	-24.24%
豆油	71	48	78	86	123	29	41	50	21.95%
国内消费	3257	3336	3338	3421	3635	3584	3692	3713	0.57%
居民消费						3404	3482	3483	0.03%
饲用消费						180	210	230	9.52%
出口	17	29	27	27	27	15	16	27	68.75%
结余变化	21	-40	43	317	276	-269	345	150	-56.52%

数据来源：农业农村部市场预警专家委员会、方正中期研究院整理

第五部分 季节性分析与技术分析

(一) 油脂季节性走势分析

油脂消费主要受到了油料端产量及节日消费节点的影响，因此在季节性上通常会呈现出一定的规律。棕榈油由于一年 12 个月都有产量，所以在天气不发生重大灾害的情况下，其价格主要受节日需求的影响，在季节性规律上不及豆类明显。

通常植物油价格在 3-4 月期间会出现下行，进入 3 月以后，巴西大豆开始不断上市，国内整体植物油价格通常都会受到供应的增加而出现下行，本年度国内大豆供给紧张，价格会保持得比同期更为坚挺，随着巴西大豆到港量的增加下行幅度预计低于往年。同时，3 月以后棕榈油进入季节性的增产周期，消费也会因为北半球天气的见暖而逐步转好，4 月会迎来全球斋月前的消费备货高峰。巴西大豆集中到港后，6 月份压榨厂大豆供给较为充足，终端消费在端午节过后有所转淡，6 月份油脂期价下跌概率较高。7-8 月份为美豆生长关键期，易产生天气炒作现象。需求上，8 月中旬开始中秋节备货、国庆备货逐步启动，元旦和春节等节日因素对油脂需求提振均较为明显，四季度整体是油脂需求旺季。



图 5-1 棕榈油季节性走势分析

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理



图 5-2 豆油季节性走势分析

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

(二) 油脂技术走势分析

棕榈油期货加权指数整体上呈现宽幅震荡走弱的态势，均线空头排列，呈现技术上的空头趋势。期价一度跌破了前期的震荡区间低点 7000 附近，技术上有破位的迹象，但随后收长下影线震荡反弹转为震荡走势。短期关注棕榈油期价下破 7000 元/吨关键支撑有效性，如期价再度跌破 7000 附近，则技术上看，期价可能进一步下调至 6248 附近。



图 5-3 棕榈油加权指数 K 线走势

数据来源：文华财经、方正中期研究院整理

豆油期价加权指数近期跌破了前期震荡区间下沿 7600 附近，技术上破位下行，均线空头排列，为空头趋势。



图 5-4 豆油加权指数 K 线走势

数据来源：文华财经、方正中期研究院整理

第六部分 行业企业线上调研

MPOC：2024 年棕榈油产量增幅有限，或减产，而印尼内需抑制出口使得 24 年全球棕榈油出口贸易量预计将同比降 100 万吨，所以预测 23 年棕榈油价格将同比上涨 100 美金或马币 450 左右。

凯业集团 (IOI Corp)：尽管沙巴州正在进行加速重新种植计划，但是 2024 财年该公司的鲜果串产量将仅仅略微高于 2023 财年。产量增长主要是由于半岛有足够的工人，以及公司在印尼以及马来西亚半岛种植园的幼年棕榈树的产量增加。2024 年财年的生产成本将会下降，因为鲜果串产量提高，而化肥和柴油成本下降。就精炼业务而言，该公司预计目前精炼利润率偏低甚至亏损的情况将继续存在，这主要是由于印尼同行商的激烈竞争。印尼精炼厂受益于该国的毛棕榈油出口关税政策。未来两个月毛棕榈油价格将在每吨 3,750 令吉至 4,050 令吉之间横盘，之后将会走高。这是因为 2023 年 12 月到 2024 年 1 月期间的季风降雨可能会扰乱鲜果串收获，并导致 2024 年第一季度棕榈油库存下降。

第七部分 期货期权持仓情况

美豆和美豆油非商业净持仓整体上呈现由多转空的态势，截至 2023 年 12 月 5 日，投机基金在芝加哥期货交易所 (CBOT) 大豆期货以及期权部位持有净多单 36,633 手，近两年美豆基金净多持仓最高为 2020 年 10 月份的 23.8 万手左右。近十年美豆基金净多持仓偏高区间为 17~25 万手，净空持仓偏高区间为 -10~-16 万手。截至 2023 年 12 月 5 日，投机基金在芝加哥期货交易所 (CBOT) 豆油期货以及期权上持有净空单 17,902 手，近十年美豆油基金净多持仓偏高区间集中在 12 万手附近，净空持仓偏高区间集

中在-10 万附近。在厄尔尼诺年份，南美大豆种植生长季期间，美豆基金净持仓跟随巴西北部旱情波动，但总体上预计呈现脉冲式趋减态势。

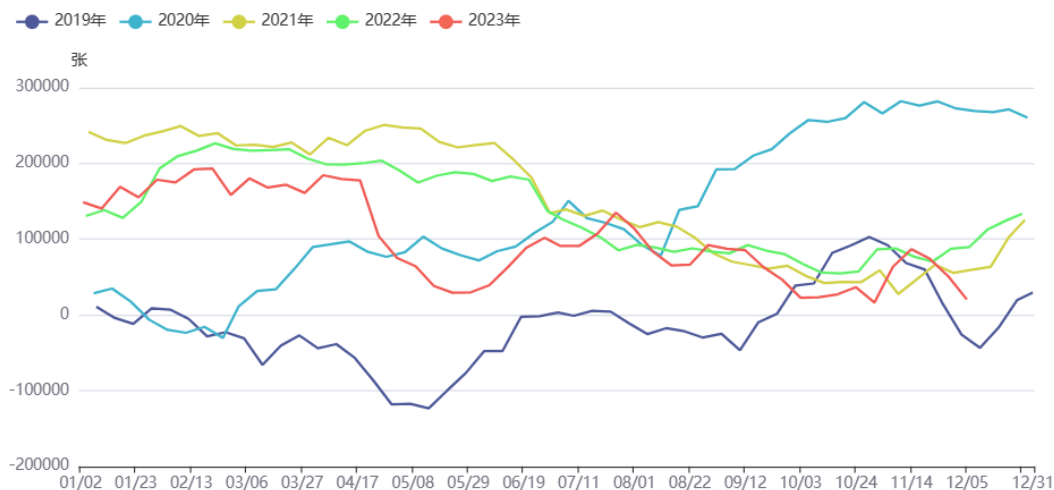


图 7-1 美豆非商业净持仓

数据来源：CFTC、方正中期研究院整理

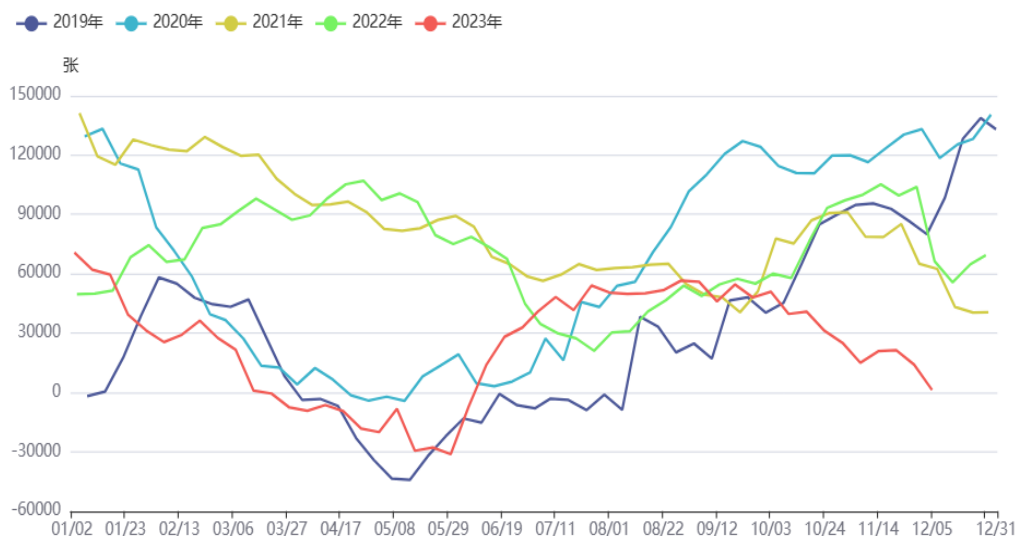


图 7-2 美豆油非商业净持仓

数据来源：CFTC、方正中期研究院整理

第八部分 价差及套利分析

豆棕价差短多长空：短期来看，国内棕榈油库存压力大于豆油，棕榈油短期到港偏高，天气转冷消费季节性转淡，库存预计延续高位运行。豆油将迎来元旦春节消费旺季，12 月份大豆到港偏高，但压榨厂榨利相对疲弱，存成本端支撑，24 年一季度压榨厂采购进度偏慢，中期存一定去库存预期，短期豆棕价差或呈现小幅走扩的态势。中长期来看，24 年 2 月份前产地棕榈油处于减产季，产地有去库存预期，厄

尔尼诺现象对印尼局部产区造成不利影响，或导致 24 年二季度后印尼小幅减产。大豆方面，阿根廷大豆同比大幅增产预期较强，大豆供给转向宽松潜在利空中长期豆油价格，中长期豆棕价差可考虑做缩，时间节点上可参考 24 年 1-2 月份。

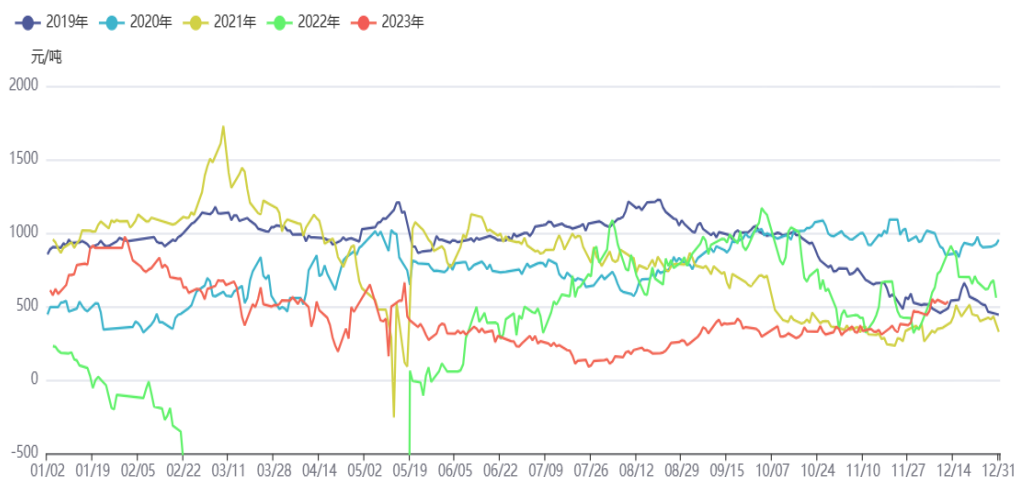


图 8-1 豆棕价差 (5 月合约)

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

油粕比逢低轻仓试多：油粕比可考虑逢低轻仓试多，统计上看，油粕比比值处于近年同期低位。从供需上来看，2023/24 年度植物油消费增量大于产量增量，期末库存和库存消费比降低，油脂供需小幅收紧。而南美大豆大幅增产以及国内养殖利润长期低迷将使得蛋白粕供需转向宽松，因此油粕比建议逢低轻仓试多。

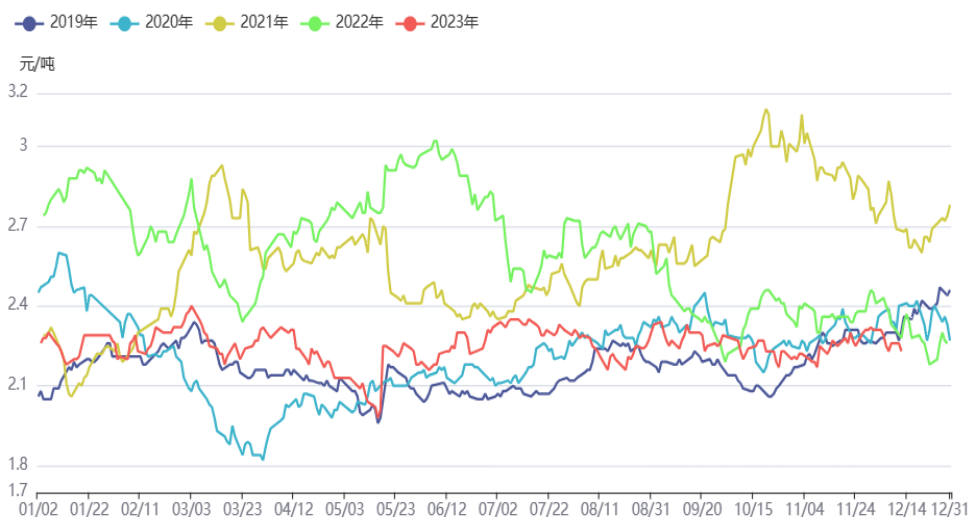


图 8-2 豆油粕比 (5 月合约)

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

第九部分 期权策略分析及建议

我们倾向于认为豆油 05 合约期价以 7300-8200 区间宽幅震荡为主，期权策略方面，我们认为可以卖出宽跨式期权。可参考卖出行权价在 8200 及以上的看涨期权同时卖出行权价在 7200 及以下的看跌期权。

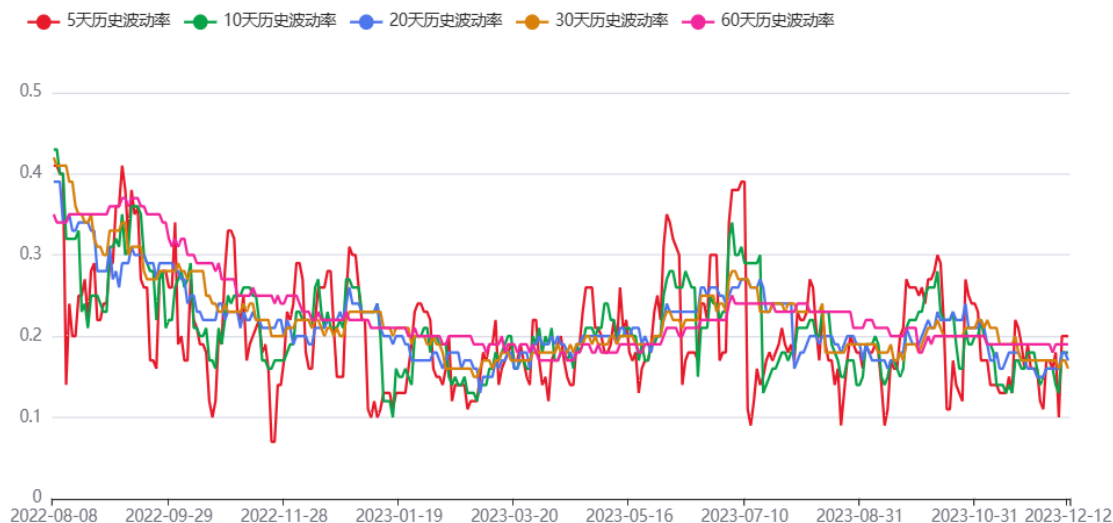


图 9-1 豆油历史波动率

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理



图 9-2 豆油加权隐含波动率

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

第十部分 全文总结及 2024 年行情展望

2023 年行情回顾：2023 年植物油期价大体上呈现震荡-下跌-上涨-震荡偏弱的走势。其中 3-5 月植物油期价大幅走弱，一是欧美银行暴雷，大宗商品价格系统性走弱。二是巴西大豆丰产，库容不足使得升

贴水大幅下跌，成本端利空豆油价格。三是国内菜籽油、葵花籽油进口明显增加，供需转向宽松。6-8 月期价再度走强，首先是宏观利空情绪阶段性释放，市场风险偏好回升，其次是美豆种植面积和单产双双下调，并且需求端也存在利好政策，EPA 上调美豆油生柴投料需求，印尼执行 B35 生柴掺混政策。9-12 月中旬豆、棕油期价呈现宽幅震荡偏弱走势，菜油因到港和库存压力较大，走势最为疲弱，菜豆、菜棕价差明显走弱。11 月中旬至 12 月中旬植物油期价下跌主要因原油大幅下跌，利空植物油生物柴油需求，其次巴西北部、印尼局部降水增加，有利于缓解前期干旱现象，并且国内植物油库存处于近年同期高位，存在阶段性供给压力。

展望后市，期价运行趋势方面，短期来看，2024 年 2 月前马棕处于减产季，2023 年 11 月末或为马棕库存拐点，2023 年 12 月至 2024 年 2 月马棕有一定去库存预期，但进口国利润低迷库存高企背景下产地出口需求表现疲弱，产地降库存幅度或偏慢，叠加南美和印尼降水增加有利于缓解前期旱情，短期油脂期价预计跟随原油价格震荡寻底为主。产区天气是未来关注的焦点，国内 24 年一季度大豆采购进度偏慢，需求端元旦、春节是油脂消费旺季，如 24 年 1-2 月大豆生长关键期巴西再度出现南旱北涝现象，油脂价格或将出现阶段性反弹。3 月份开始南美大豆逐步上市，同比大幅增产预期较强，如巴西库容紧张再度引发升贴水大幅回落，成本端将对豆油价格产生利空影响，且棕榈油 3 月份开始步入增产季，24 年 3-5 月份植物油价格再度偏弱运行概率较高。此后印尼棕榈油产量及北美豆产量预期是市场关注焦点，厄尔尼诺现象使得印尼 2023 年 8-11 月中旬局部产区存干旱现象，由于干旱至减产存 8-10 个月的滞后期，因此需跟踪 24 年二至三季度印尼棕榈油产量表现，如印尼 2024 年因棕榈油减产而库存偏低，又或美豆生长期产区存极端异常天气，2024 年 6 月份以后油脂价格相对看涨。

套利方面，（1）逢低做多油粕比，新季阿根廷大豆大幅恢复性增产将使得 2024 年二季度后豆粕供给明显增加，国内养殖利润持续低迷，利空蛋白粕需求，因此南美大豆上市后，蛋白粕供给大概率转向宽松，2023/24 年度植物油消费增量预计大于产量增量，存去库存预期，油脂供给或有所收紧，且目前油粕比处于近年同期低位，逢低可轻仓试多油粕比。（2）逢高做缩豆棕价差，阿根廷大豆产量恢复性增长带动豆油供给增加，但东南亚地区棕榈树种植面积增幅明显放缓、厄尔尼诺或对 2024 年印尼局部产量产生不利影响以及产地生柴政策坚挺或使得棕榈油供给收紧，因此建议可逢高轻仓做缩豆棕价差。

第十一部分 相关股票价格及涨跌幅统计表

表 11-1 相关股票价格及涨跌幅统计表

证券代码	证券名称	相关产品	2022/12/30	2023/12/1	涨跌幅
300999	金龙鱼	粮油加工	43.48	33.76	-22.36%
000505	京粮控股	粮油加工	8.1	7.27	-10.25%
000019	深粮控股	粮油加工	7.26	7.52	3.58%
600811	东方集团	粮油加工	2.44	2.21	-9.43%
002852	道道全	粮油加工	13.62	11.29	-17.11%
000639	西王食品	粮油加工	4.71	4.81	2.12%

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

联系我们：

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
交易咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881295
机构业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510、511室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼19层2201室	010-85881061
北京望京分公司	北京市朝阳区阜通东大街6号院3号楼8层908室	010-62681567
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州工业园区通园路699号苏州港华大厦716室	0512-65162576
上海分公司	中国（上海）自由贸易区长柳路56-62（双）号5-6（04）室	021-50588179
常州分公司	常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸大厦3201、3202室	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市武昌区楚河汉街总部国际F座2309号	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路53号楷林商务中心C座1606、2304、2305、2306房	0731-84118337
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号	0731-85868397
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广州市天河区林和西路3-15号35层07, 35层08, 35层09	020-38783861
山东分公司	山东省青岛市崂山区香港东路195号 6号楼1002户	0532-82020088
天津营业部	天津市和平区小白楼街道大沽北路2号2609	022-23041257
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-3053688
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市高新区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海自贸试验区分公司	中国（上海）自由贸易试验区上南泉北路429号2801室	021-58991278
上海南汇路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南汇路555号1105、1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	中国（上海）自由贸易试验区浦电路490号，世纪大道1589号11层07单元	021-58861093
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号17-6、17-7、17-8	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市萧山区宁围街道宝盛世纪中心1幢1801室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市天元区珠江南路599号神农太阳城商业外圈703号（优托邦第3号写字楼第7层C-704号）	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场（19层1902号）	0736-7318188
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区商城路506号新梅联合广场B座6层	021-20778818

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。