

# 2024 油脂年报——《外围趋稳，内驱待发》

2023. 12

刘瑞杰

投资咨询证号：Z0013886

## 目录

|                    |    |
|--------------------|----|
| 一、 2023 年行情回顾..... | 2  |
| 1.1 行情回顾.....      | 2  |
| 二、 棕榈油供需分析.....    | 4  |
| 2.1 马棕油供需分析.....   | 4  |
| 2.2 印尼棕榈油供需分析..... | 5  |
| 2.3 印度棕榈油供需分析..... | 6  |
| 2.4 国内棕榈油供需分析..... | 6  |
| 三、 中国主要油脂供需分析..... | 7  |
| 3.1 中国豆油供需分析.....  | 7  |
| 3.2 中国菜油供需分析.....  | 8  |
| 3.3 中国三油供需分析.....  | 9  |
| 四、展望.....          | 9  |
| 免责声明.....          | 10 |

## 一、2023 年行情回顾

### 1.1 行情回顾

图 1 2023 年 BMD 棕榈油走势图



数据来源：文华财经，齐盛期货

图 2 2023 年 DCE 油脂板块走势图



数据来源：文华财经，齐盛期货

在经历了 2022 年长达半年的宽幅震荡行情后，2023 年油脂板块走势出现破局，重心下移。整体

呈现震荡-下跌-触底反弹-回调震荡的行情走势，年内低点较年初最大跌幅接近 30%。

分品种来看，棕榈油波动区间 2000 点，豆油 2500 点，菜油 3000 点，3-5 月和 6-7 月分别有下跌、上涨两波较为顺畅的中线行情，其他时间段盘面震荡反复，单边行情参与难度较大。

2023 年 1、2 月份是 2022 年震荡行情的延续，伴随了疫情放开后需求复苏的昙花一现。消费国油脂库存高企，节日过后，需求端难以提供进一步的支撑。

澳大利亚菜籽大丰产，乌克兰大量出口菜籽，欧盟菜籽进口量充足，增加了向外出口菜油量的同时，价格频频踩踏。3-5 月在欧菜油引领下出现了一波流畅的下跌行情。3 月欧菜油价格首次跌破棕榈油进口到港价，成为全球植物油洼地。拖累全球油脂跌破震荡区间下沿，开启一波下跌行情，5 月欧菜油在再次跌破棕榈油价格后逐渐企稳。

5 月下旬欧洲严查中国 UCO 原料来源，并取消几家中国企业的对欧出口资质，借此契机，欧洲菜油价格企稳。另外，随着欧菜籽进入年度供应尾声，6、7 月迎来新旧作交替期。欧菜油止跌并快速反弹，迅速脱离价值洼地，棕榈油重新成为最便宜的植物油。美豆减产预期、美豆油生柴需求旺盛、加菜籽减产炒作、马棕油复产不及预期、黑海协议终止、人民币贬值等各方因素共同带来了 6、7 月份的流程上涨行情，8 月份震荡反复消耗前期情绪。

8、9 月份马棕油增产不增需，库存快速累积；美豆天气炒作尾声，RINs 供应过剩持续下跌，美豆油跟随持续走弱；加菜籽减产炒作结束，收割后集中上市期，菜系品种承压；多方因素带动油脂板块在 9 月再次下跌。

国庆假期前，受 10 月份大豆到港量预估低及油厂大面积停机计划影响，空头资金避险，盘面跌至低位后反弹。国庆假期内美豆系大跌，节后内盘油脂低开低走，跌没了油厂豆子压榨利润。

在兑现了美豆系跌幅后，结合马棕油增产季尾声、加菜籽上市压力有所缓解、巴拿马运河限行、巴西大豆北部产区干旱炒作等多重因素，盘面重新企稳，震荡反弹。

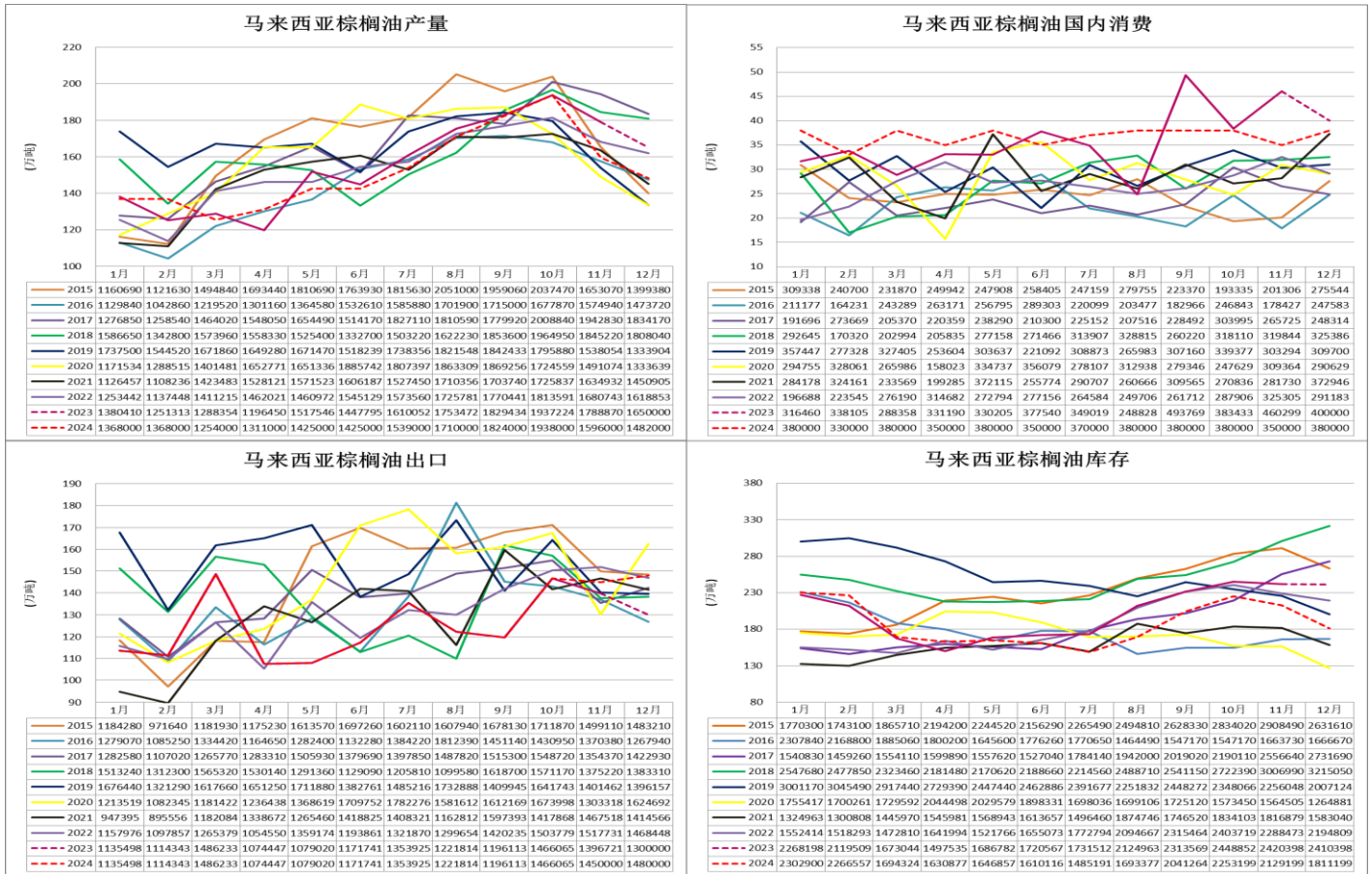
11 月中旬震荡反弹至相对高位后，吸引棕榈油买船增加，盘面承压回落。10 月大豆买船量巨大，带来 11、12 月大豆超量供应的预期，叠加 11 月中下旬新季加菜籽逐渐到港开榨，及俄菜油大量进口，导致国内三油均处于正在累库或预期累库的进程中。国内供应压力大、现货走货不畅，导致基差持续走弱，现货拖累盘面再次走弱。

12 月的 USDA 供需报告和 MPOB 报告均呈现中性偏多，两大报告落地，盘面止跌。美豆油得到了最新 SAF 抵税政策的支撑，红海局势紧张支撑原油，油脂板块的外围环境相对企稳。但从自身驱动来看，仅有 2024 年二季度东南亚棕榈油可能出现的厄尔尼诺减产影响一项，暂不能形成共振。综合来看，油脂板块目前处于外围暂稳、成本支撑、但内驱不足的状态中，在新的共振因素出现之前，容易延续震荡行情。

## 二、 棕榈油供需分析

### 2.1 马棕油供需分析

图3 马棕油供需平衡表



数据来源：MPOB，齐盛期货

2023 年马棕油全年产量预估 1860~1865 万吨左右，较 2022 年小幅增产，但受面积和树龄结构的限制，整体产量水平仍然不高，2024 年在厄尔尼诺减产背景下，产量预估回落至 1820 万吨左右。

受印尼出口市场挤占影响，2023 年马棕油出口整体表现低迷。马来国内消费有所恢复，尤其是 9 月~11 月连续三个月均处于大幅高于往年均值的水平，并体现了一定的持续性。对此市场的解释倾向于 CPO 与 POME 进行换兑，用于制作生物柴油，这主要是利润驱动，可以通过跟踪 CPO 和 POME 的价差来进行预判。

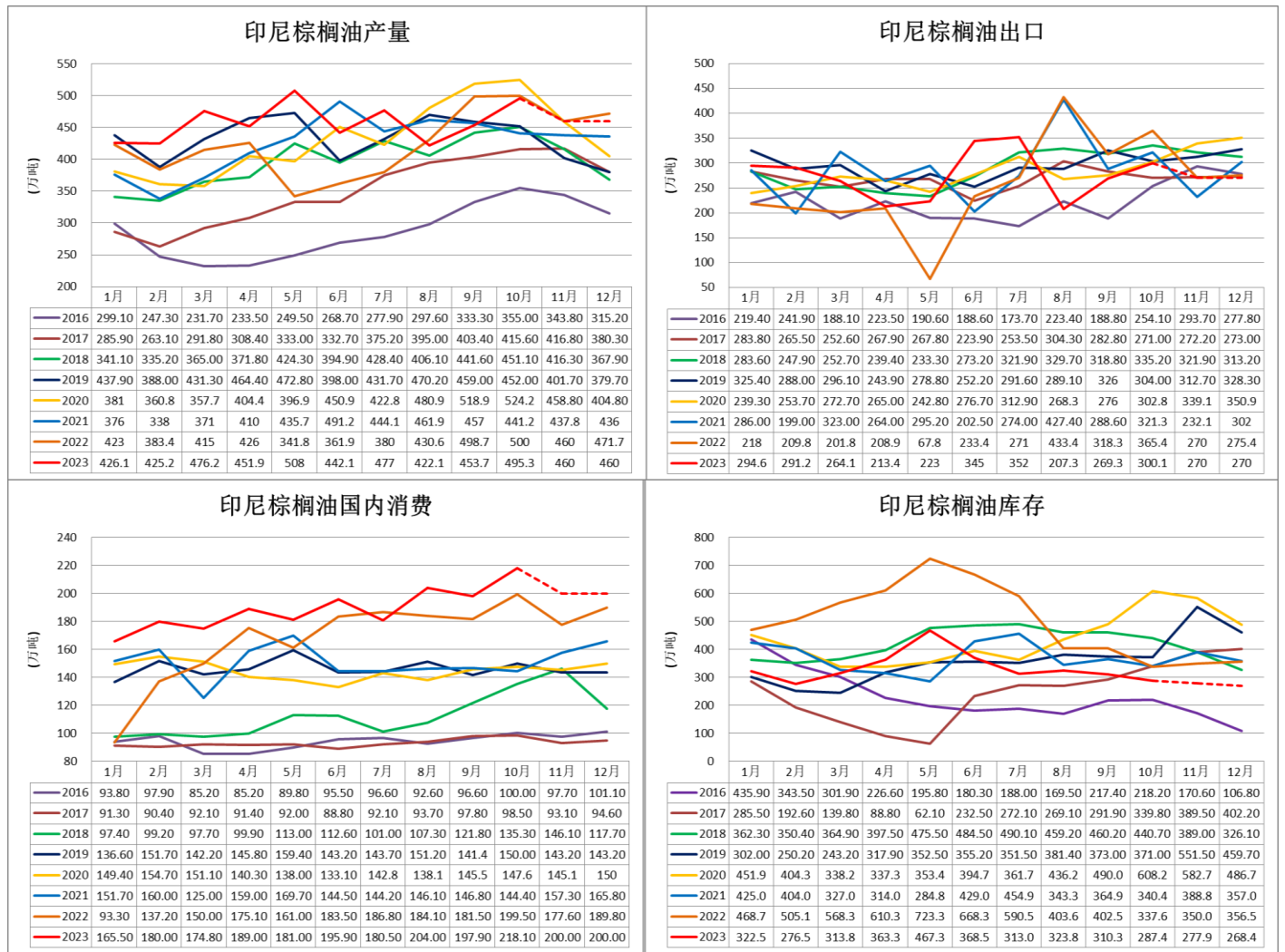
目前印尼棕榈油库存处于较低水平，且在 2024 年减产预期下，库存或会进一步紧张，因此 2024 年马来西亚棕榈油进口量不会很高。

以前期降雨量为基础推算后期月度产量，参考季节性需求和新增需求，共同推算库存情况。2024 年一二季度易处于降库状态，三季度随着产量恢复，易累库，四季度季节性减产周期再次降库。库存重心预期较 2023 年有所下降。

从 2024 年马棕油供需结构来看，一二季度存在中线走强驱动，但由于逻辑的持续时间不够长，所以还需要有其他油脂品种或外围因素的共振，才可以增加行情的流畅度、增大价格的波动幅度。

## 2.2 印尼棕榈油供需分析

图 4 印尼棕榈油供需平衡表



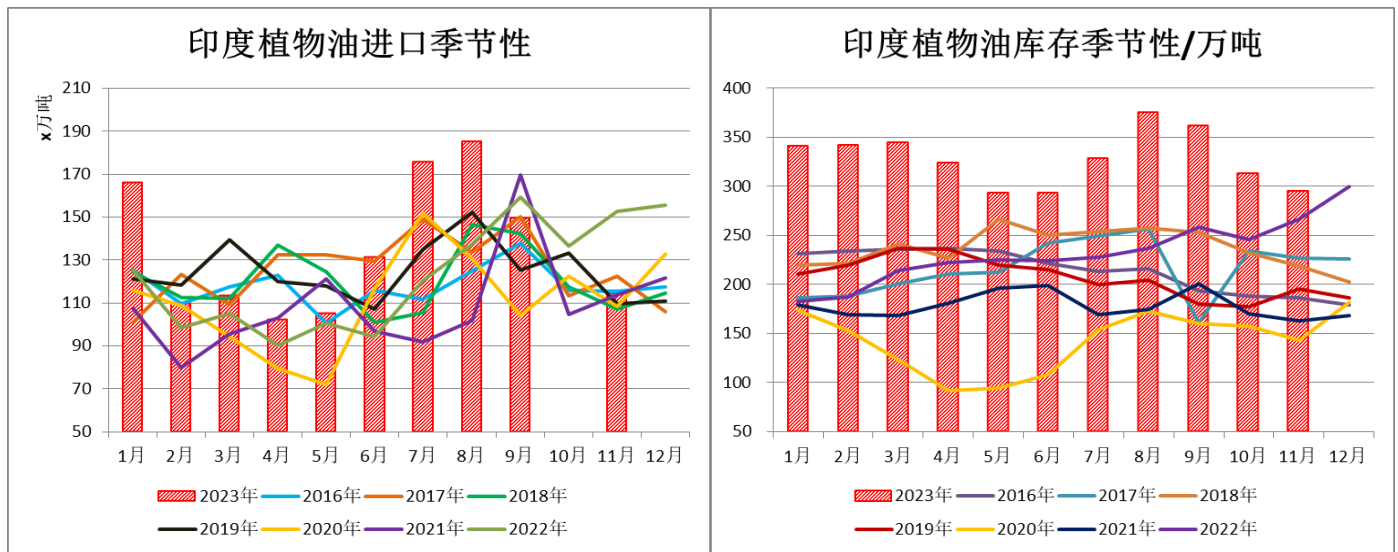
数据来源：GAPKI，齐盛期货

2023 年印尼棕榈油产量、出口、国内消费均同比增加，需求增量整体高于产量增量，库存重心下移。2024 年将以低库存开局，一二季度还将面临季节性减产和厄尔尼诺带来的接力减产，需求端虽然增幅增速预期放缓，但至少会保持现在的需求水平，这会导致印尼棕榈油继续降库至更低水平。

从产地出口商报价积极性来看，目前处于供需方博弈状态，有一定的挺价心理。到 2024 年一二季度，持续的减产降库如果逐步被证实，产地话语权会逐步增大，挺价有效性也会逐步增加。在跟踪马棕油的中高频产需数据的同时，重点跟踪关注产地出口商报价和成交的积极性及挺价心理变化，这将是一个很直观的跟踪指标。

## 2.3 印度棕榈油供需分析

图 5 印度棕榈油进口和库存



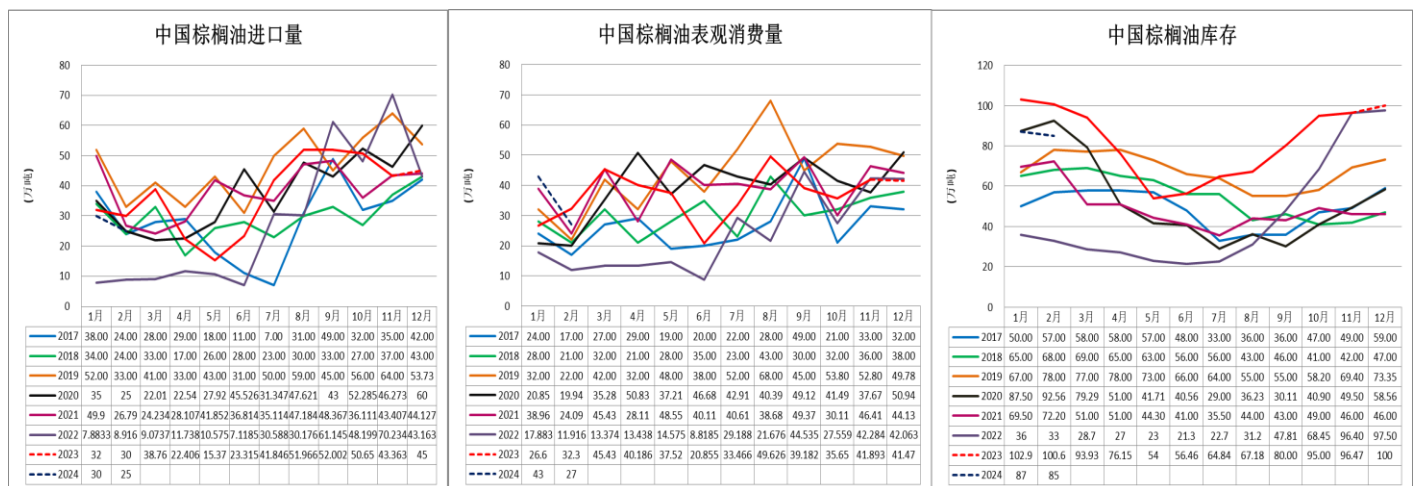
数据来源: SEA, 齐盛期货

2022 年末印度棕榈油库存累至历史高位，之后市场一直存在印度库存过高、购买积极性会下降的推测，但高库存并没有限制 2023 年印度对植物油的进口，甚至还屡创月度进口量峰值，预估 2023 年较 2022 年同比增加 100~150 万吨进口量。从年度角度来看，在进口增加的同时，印度植物油的库存并没有增加，而且印度本国的油料作物也是增产的，这呈现出了印度非常可观的植物油消费增量。

印度的植物油库容和消费水平都来到一个新的台阶，后续对印度的库存压力判断和消费水平预估需要打破原有思维，重新看待。

## 2.4 国内棕榈油供需分析

图 6 中国棕榈油供需平衡表



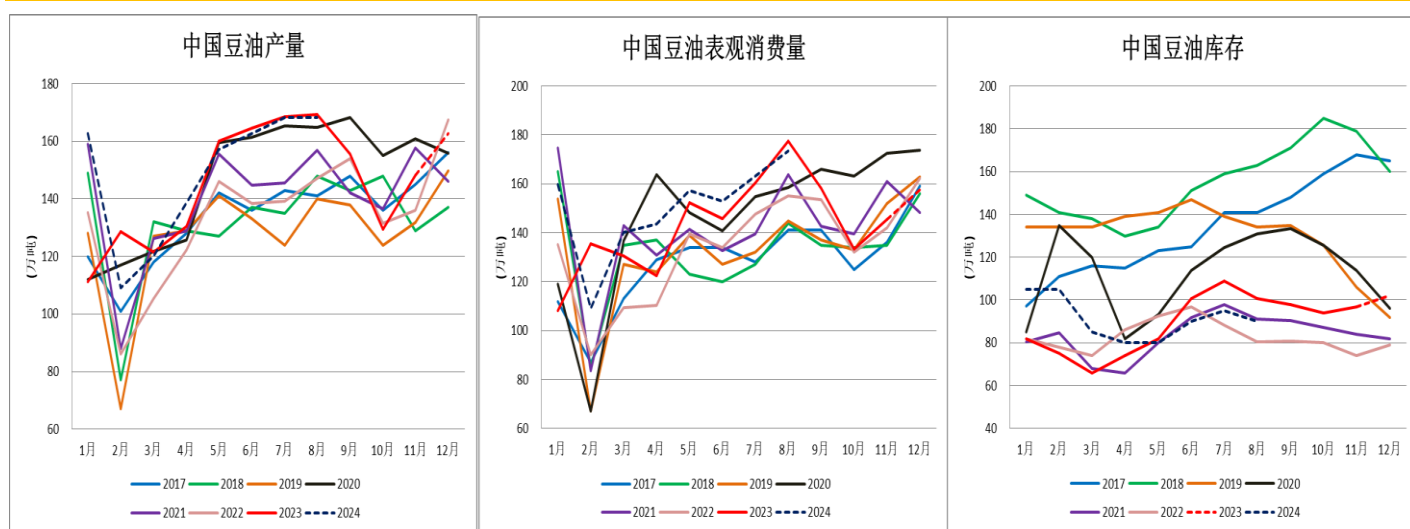
数据来源: 中国海关, 我的农产品网, 齐盛期货

从供需角度来看，目前我国棕榈油库存供应充足，预期会重复 2022 年四季度和 2023 年一季度的库存变化节奏。进口利润持续倒挂，1、2 月买船稀少，预期 1 月份就将见到库存拐头向下。鉴于 2024 年一二季度，产地棕榈油存在持续减产降库预期，即使后续进口窗口打开，中国后续采购和进口的量也不会带来太大供应压力，2024 年上半年存在持续快速降库预期。综合来看，棕榈油供需近松远紧，重点跟踪买船情况和产地报价积极性。

### 三、中国主要油脂供需分析

#### 3.1 中国豆油供需分析

图 7 中国豆油供需平衡表



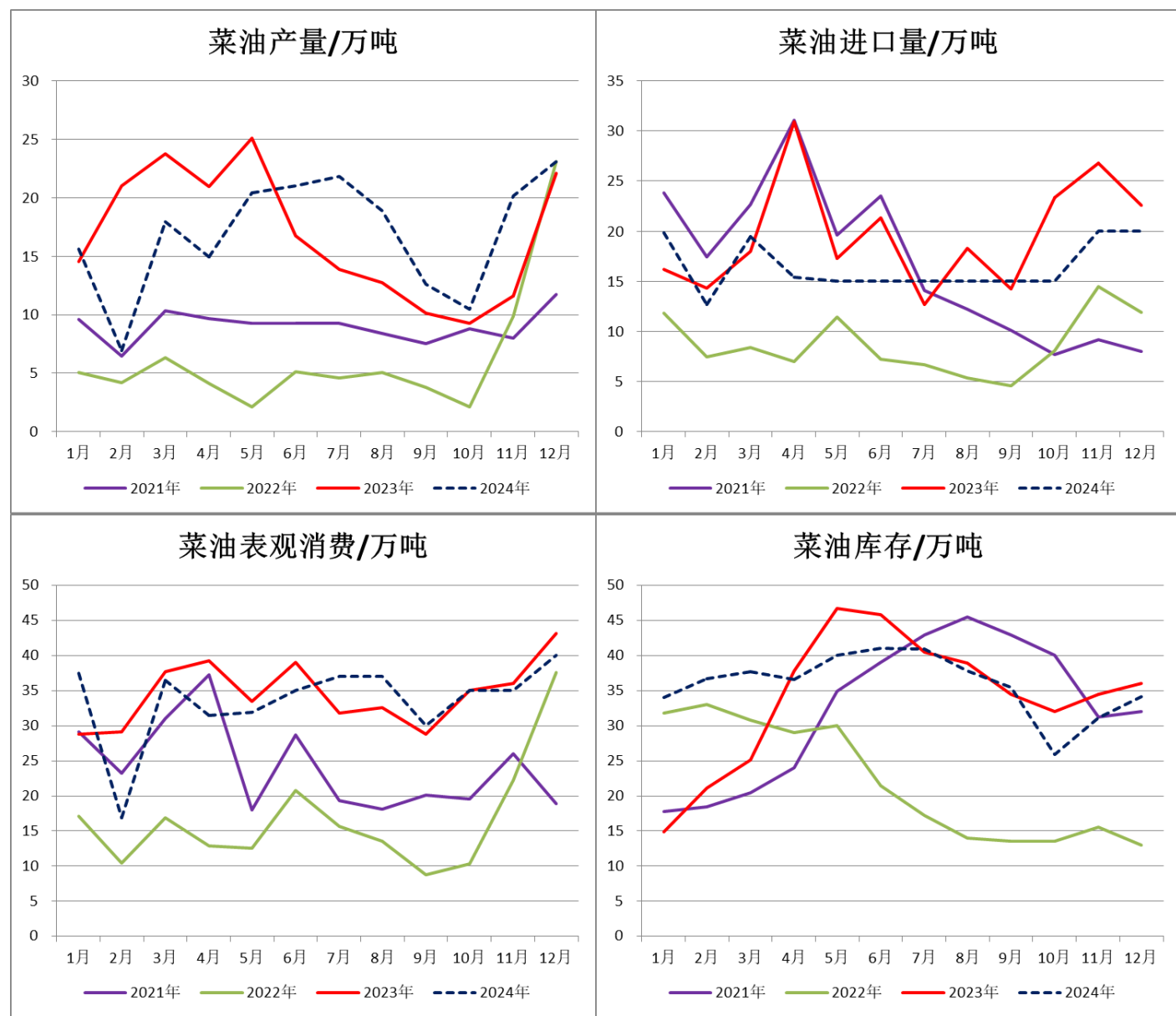
数据来源: SEA, 齐盛期货

2023 年 10 月大豆买船量高达 1300 多万吨，但在巴拿马运河限行的情况下，海运时间加长，成本增加，11 月港口进口通关仅有 792 万吨，12 月上半月油厂豆子库存压力也并没有明显增加。在销售不畅的情况下，油厂放缓了压榨节奏，导致油粕累库的幅度较预期是小的。也就是说，实际的供应压力并没有那么大，只是这个战线还是比较长的，下游采购情绪起不来，油厂挺价也相对艰难，但在长时间的亏损下，油厂还是要挺价，即使会放缓销售节奏。

而从中长线推演来看，12~2 月船期的采购量偏低，叠加海运时间加长，相应的国内 2~4 月的大豆供应会偏紧。而明年一、二季度，国内棕榈油到港预期下降，有利于豆油消费，供应收缩、需求增加，库存预期下降。待巴西大豆新作大量到港后，库存将随着压榨恢复而重新累库，库存高点也并不会很高，整体压力可控。

## 3.2 中国菜油供需分析

图 8 中国菜油供需平衡表



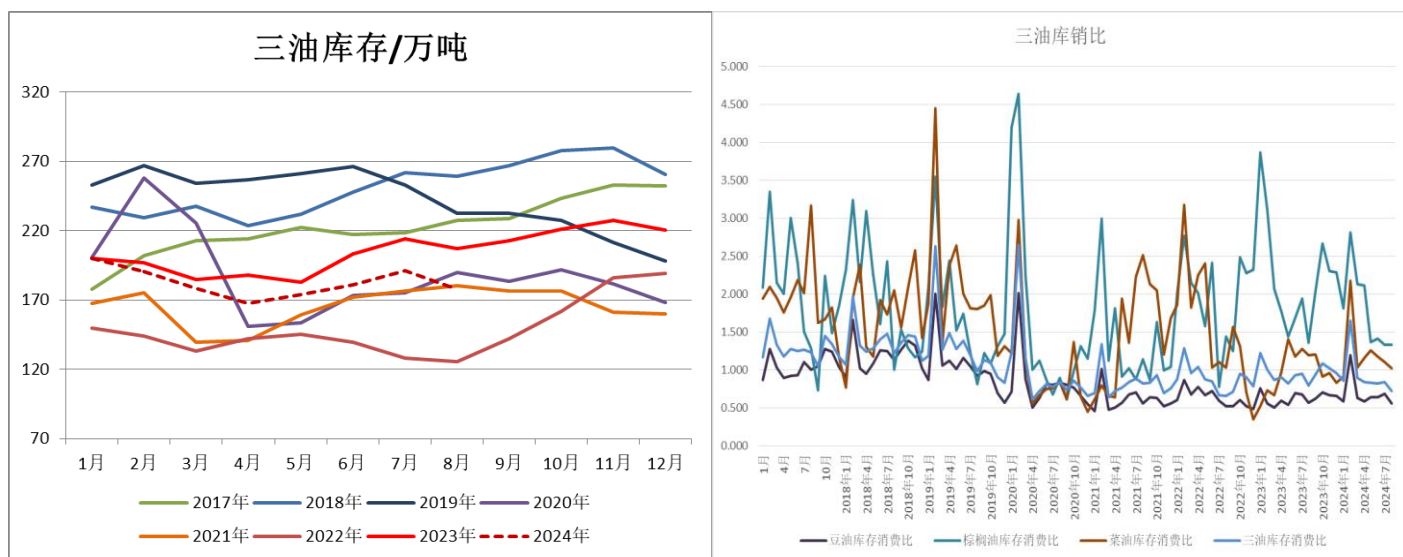
数据来源：我的农产品网，齐盛期货

23/24 年度全球菜籽整体呈现同比减产增需降库格局。加拿大菜籽压榨量增加以供应美国生柴所需的菜油进口，菜籽出口下降，叠加澳籽休耕降产，导致进口国进口量均呈现同比下调。

参考 USDA 对中国菜籽、菜油全年进口量的预估数据及当前买船情况，进行月度供应预估，并结合菜豆油价差对表观消费和库存数据进行相应调整预估。预估 2024 年一、二季度菜油库存将难以有效去库，进口菜籽和进口菜油互为补充，菜油供需相对。供需逻辑一般，更多关注成本逻辑。

### 3.3 中国三油供需分析

图9 中国三油库存、库销比



数据来源：我的农产品网，齐盛期货

将豆棕菜油各自的供需推演进行整合，在保障国内油脂整体消费水平的基础上，今年四季度到明年一季度，库存或会呈现先筑顶后降库的走势，12月至来年2月会是库存筑顶期，2月之后预期降库，库销比也将下降，这对单边价格和现货基差都是有利的。

## 四、展望

2023年四季度~2024年一季度是油脂库存爬升筑顶期，高库存维持时间较长，给现货流动性和基差都带来压力，盘面也持续承压，走成本定价逻辑。

中期来看，厄尔尼诺带来的明年二季度东南亚棕榈油的减产预期，及三季度转拉尼娜可能带来的过多降雨，提供中长期逻辑，但由于时间早且无其他油脂逻辑共振，暂时不被有效交易。

大豆的高进口量并不等同于高流通量，豆油累库不及预期或将逐步被验证。

菜油在四季度大量集中进口，会带来后续的结构错配；菜籽菜油进口互为补充，整体供应相对宽松。

## 免责声明

本报告内容形成采用的基础数据信息均来源于公开资料，我公司对这类信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和报告中得出结论及给出的建议不会发生任何变更。我们已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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关，本公司不承担投资者作出此类投资决策而产生任何风险，亦不对投资者作出此类投资决策做任何形式的担保。本报告版权为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告全部或部分內容翻版、复制发布，如引用、刊发，须注明出处为山东齐盛期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的侵权行为与我公司无关，我公司对侵权行为给公司造成的名誉、经济损失保留追诉权利。