

棕油减产季和南美天气或将左右油脂市场？

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

我们认为：四季度，若棕油季节性减产明显、拉尼娜导致阿根廷新季大豆减产预期升温、印尼 B40 全面落地、中加贸易关系趋紧，届时油脂上涨概率大。

农业团队

研究员：
刘高超
从业资格号 F3011329
投资咨询号 Z0012689

王聪颖
从业资格号：F0254714
投资咨询号：Z0002180

吴静雯
从业资格号：F3083970
投资咨询号：Z0016293

程也
从业资格号：F03087739
投资咨询号：Z0019480

李艺华
从业资格号 F03086449
投资咨询号 Z0019380

周重廷
从业资格号：F03093821
投资咨询号：Z0020578

摘要：

截止 9 月中旬，2024 年三季度以来国内外油脂市场走势分化，7 月国内三大油脂基本呈现区间运行，市场围绕美豆和加菜籽产区天气、棕油累库预期等因素交易；8 月，在宏观因素主导下国内三大油脂呈现先抑后扬的走势；9 月以来，在中加贸易关系趋紧、棕油增产季及美豆产区天气等因素驱动下，菜油领涨油脂市场，豆油较为抗跌，棕油表现相对偏弱（中秋节后补涨明显）。

展望四季度，随着 2024/25 年度美豆产量基本确定，市场关注焦点将转向美豆出口、南美豆种植生长和预期产量，尤其是在低价背景下巴西大豆的种植预期能否兑现，拉尼娜预期下阿根廷大豆是否会再度大幅减产等，以上因素为豆类市场带来较大的不确定性。棕油方面，4 季度前期棕油产量或仍处年内高位，而印度提高植物油进口关税或将不利于棕油需求；但 4 季度中后期至明年 1 季度棕油将进入减产季，而印尼生柴 B40 政策也将于 2025 年 1 月执行，届时生柴对棕油的消耗量预期增加。菜油方面，全球菜籽产量下调使得菜籽供需逐步趋紧，而中加贸易关系趋紧也使得国内菜系供应存在较大的不确定性。从国内角度看，预计 4 季度豆油供应先减后增，棕油进口到港量预期偏低，菜油供需存在较大的不确定性。

综上，四季度油脂市场关注以下潜在投资机会及逻辑：

油脂单边机会：棕油减产季+叠加拉尼娜导致阿根廷新季大豆减产预期+印尼 B40+中加贸易关系趋紧，届时油脂上涨概率大。

油脂套利机会：豆棕走缩套利机会，棕油减产季+印尼 B40+南美豆丰产预期。

风险提示：棕油产量超预期、南美豆丰产预期、中加贸易关系改善、宏观等因素利空油脂价格。

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

一、行情回顾

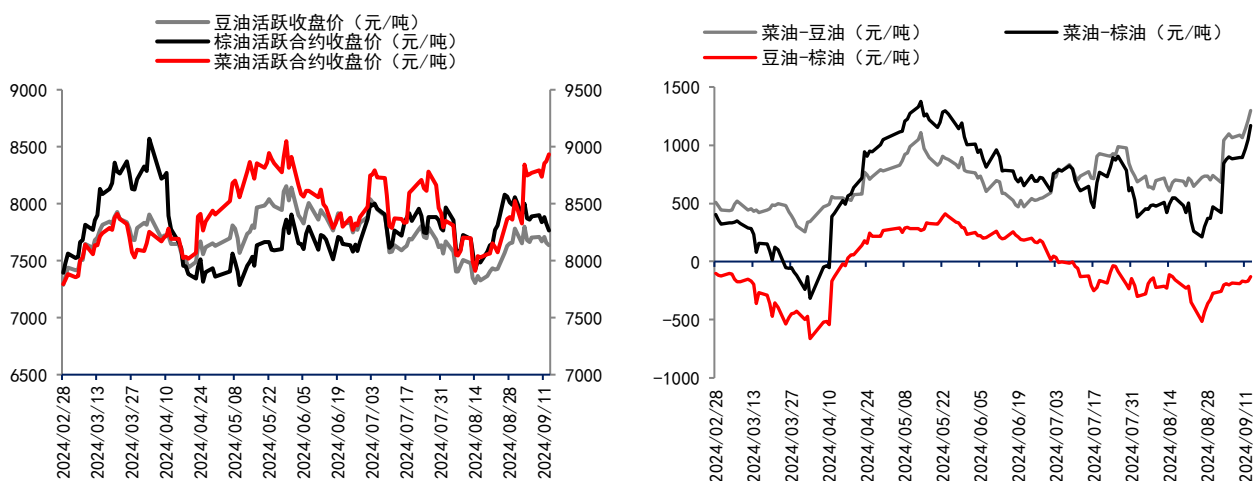
截止 9 月中旬，2024 年三季度以来国内外油脂市场走势分化：国内三大油脂区间分化、美豆油表现偏弱、马棕区间运行。具体如下：

7 月，国内三大油脂基本呈现区间运行。从运行逻辑看，6 月底 7 月初在印尼对华加税的担忧和原油价格上涨的驱动下，国内三大油脂阶段性走强。但随着马棕累库预期增强，美豆长势良好、天气条件理想，7 月中上旬国内三大油脂区间走弱。7 月中下旬，在加拿大菜籽面临高温干旱威胁、美豆跌破成本后反弹及棕油产地库存仍偏低等因素驱动下，国内三大油脂再度区间走强。

8 月，国内三大油脂呈现先抑后扬的走势。从运行逻辑看，8 月上半月受美国 7 月就业弱于预期，海外股市大幅下跌影响，避险情绪使得此期间国内三大油脂震荡下跌。8 月下半月，在印尼 B40 政策、市场对美联储降息预期升温及中加贸易关系趋紧等因素影响，此期间国内三大油脂持续走强。

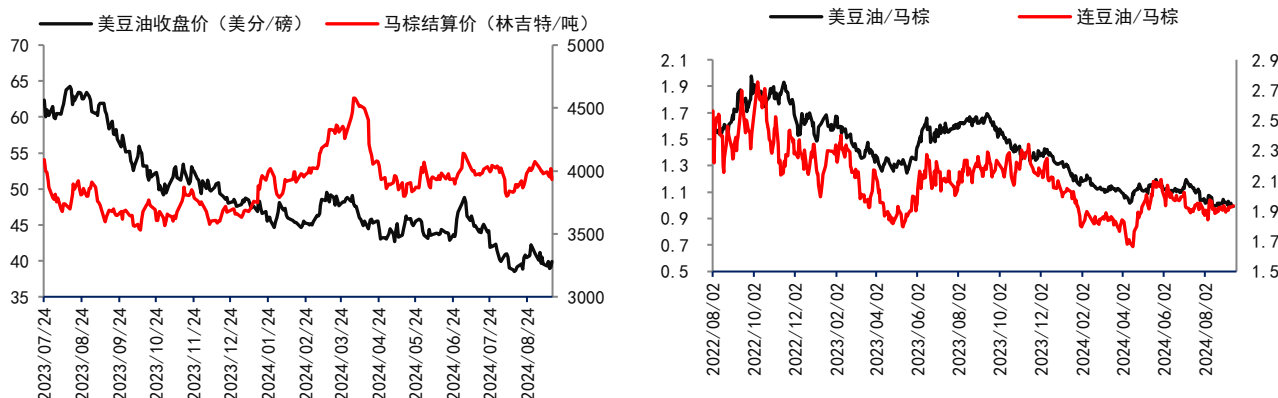
9 月以来，国内菜油走势仍然较强，豆油较为抗跌，棕油表现相对偏弱。从基本面看，中加贸易关系趋紧对菜油驱动明显，而美豆产区阶段性干旱、出口将季节性回升、美国豆油 8 月库存低于预期及巴西大豆产区干旱等对豆油市场构成支撑，而棕油处于年内丰产季及产地阶段性累库预期等，使得棕油价格在 8 月底至中秋节前表现相对偏弱（中秋节后补涨明显）。

图表 1：国内油脂期货价格及价差走势



资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所

图表 2：美豆油与马棕价格走势；豆油/棕油比值



资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所

二、北半球冬季拉尼娜发生概率大

美国气象局 9 月报告显示，截至 2024 年 8 月 ENSO 指标仍处于中性状态，今年 9 月至 11 月拉尼娜现象发生的概率为 71%，预计拉尼娜将持续到 2025 年 1 月至 3 月。

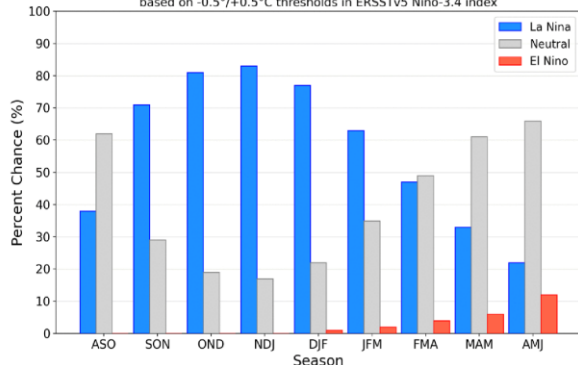
澳大利亚气象局 9 月报告显示，目前大气和海洋指标处于中性状态。并且，在调查的 7 个气象模型中有 3 个模型表明自 10 月起 SST 有个可能超过拉尼娜现象的阈值，其余 4 个模型表明，在整个预测期内，SST 可能保持在 ENSO 中性值。

日本气象厅 9 月报告显示，截止 2024 年 8 月气象仍处于中性状态，即没有出现厄尔尼诺现象，也没有发生拉尼娜现象。并且这一状态持续到北半球冬季的概率为 40%，但拉尼娜事件发生的概率为 60%。其中，2024 年 10 月至 2025 年 2 月拉尼娜发生的概率为 70%。

从历史上拉尼娜现象背景下的气象分布特征看，北半球冬季的拉尼娜事件背景下，马来和印尼降水易偏多，这将利于远期棕油增产；阿根廷易发生低温干旱天气，新季阿根廷大豆或再度大幅减产。

图表 3：美国气象局和日本气象厅对拉尼娜现象的预报

Official NOAA CPC ENSO Probabilities (issued September 2024)
based on $-0.5^{\circ}/+0.5^{\circ}\text{C}$ thresholds in ERSSTv5 Niño-3.4 index

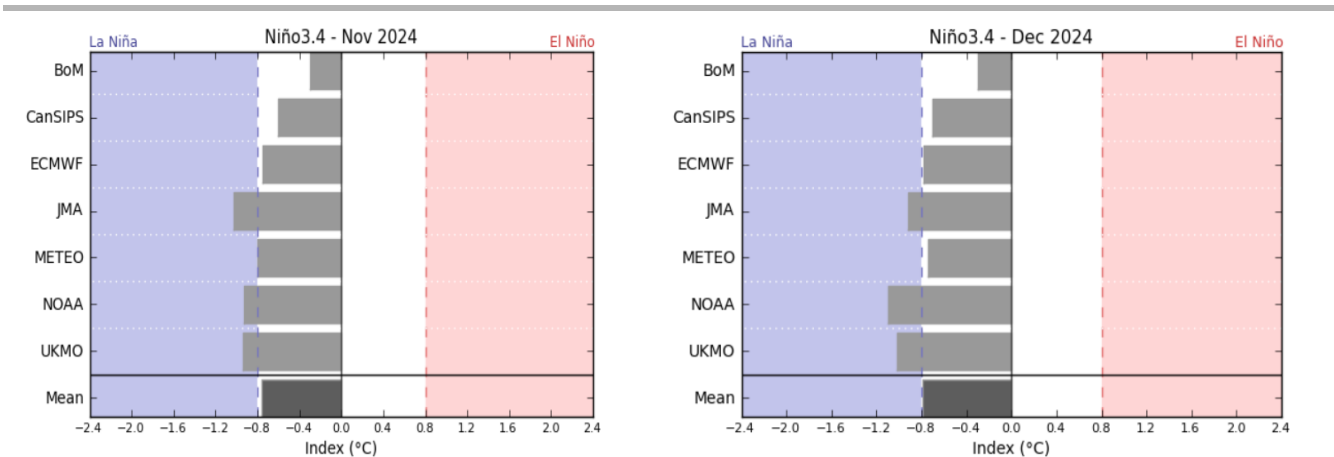


年	月	平均周期	厄尔尼诺现象	普通的	拉尼娜现象
2024年	七月	2024 年 5 月 - 2024 年 9 月	100		
	八月	2024 年 6 月 - 2024 年 10 月	80		20
	九月	2024 年 7 月 - 2024 年 11 月	50		50
	十月	2024 年 8 月 - 2024 年 12 月	40		60
	十一月	2024 年 9 月 - 2025 年 1 月	30		70
	十二月	2024 年 10 月 - 2025 年 2 月	30		70
2025年	一月	2024 年 11 月 - 2025 年 3 月	40		60

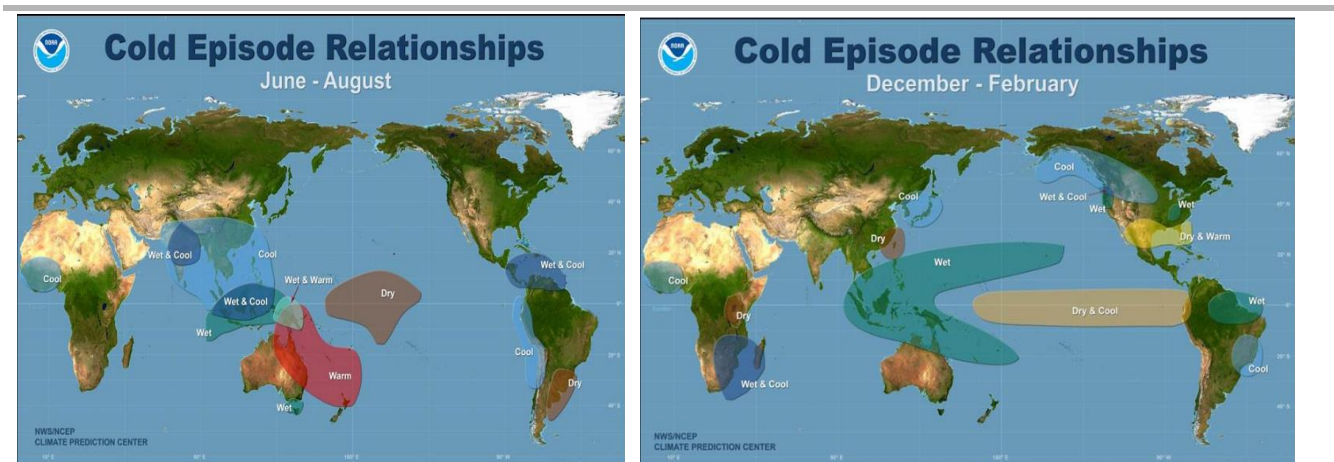
厄尔尼诺现象 普通的 拉尼娜现象

资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所

图 表 5: NINO



图表 6: 拉尼娜对全球降水和气温的影响



三、美豆丰产预期强，巴西早期干旱引担忧

美豆方面，USDA9 月报告维持美豆面积和单产不变，仅略微下调美豆预期产量，又 9 月中旬美豆已开始收获，若收获期无极端天气，今年美豆丰产预期兑现

概率较大。USDA9 月报告维持 2024/25 年度美豆种植面积 8710 万英亩、收获面积 8630 万英亩、单产 53.2 蒲/英亩的预期不变，仅环比下调期初库存 5 百万蒲式耳至 340 百万蒲式耳，将美豆预期产量小幅环比下调 9 万吨至 124.81 百万吨，如此美豆预期产量仍同比增加 1147 万吨。USDA 数据显示，截至 9 月 15 日当周美豆优良率为 64%，符合市场预期，前一周为 65%，上年同期为 52%；美国大豆收割率为 6%，市场预期为 4%，高于市场预期，去年同期为 4%，五年均值为 3%。从天气预报看，未来 2 周美豆产区降水基本正常，预计美豆优良率仍将处于较高水平，若收获期美豆产区无极端天气、美豆收获顺利，今年美豆丰产预期兑现概率较大。美豆出口方面，10 月和 11 月为美豆出口旺季，届时新季美豆出口有望季节性回升，但考虑到中美贸易关系仍然紧张，预计 2024/25 年度美豆出口难有明显增加。USDA 数据显示，2023/24 年度美豆累计出口 4590 万吨，同比减少 13%。

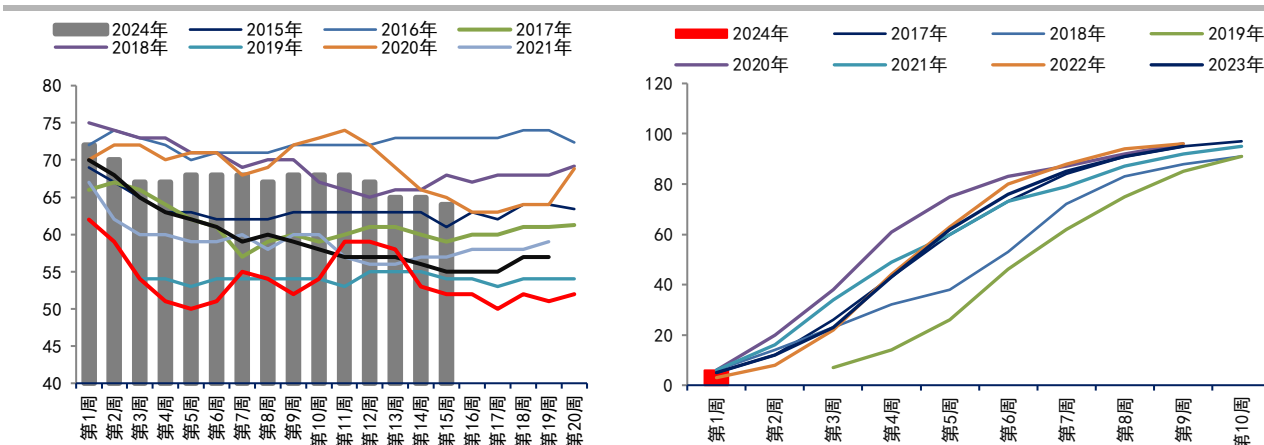
南美豆方面，USDA9 月报告维持新季南美豆丰产预期，仅小幅下调阿根廷大豆旧作产量，但由于 8 月以来巴西大豆产区的干旱、拉尼娜背景下阿根廷也将面临干旱威胁及低价下种植预期能否兑现等，使得南美豆的丰产预期能否兑现或存在变数。USDA9 月报告仅将阿根廷旧作大豆产量下调 90 万吨至 4810 万吨，维持 2024/25 年度阿根廷大豆预期产量 5100 万吨和巴西大豆预期产量 1.69 亿吨不变，如此新季南美 G2 大豆预期产量将同比增加 1890 万吨。但是，8 月以来巴西大豆产区降水偏少，9 月以来市场对干旱或将阻碍巴西大豆种植的担忧升温，若至 10 月巴西大豆产区降水仍不能改善，新季巴西豆种植和预期产量或将受影响。阿根廷方面，拉尼娜背景下阿根廷大豆产区发生干旱的概率较大，届时阿根廷大豆或也存在减产预期。又目前大豆价格偏低，当前较高的南美 G2 大豆种植预期给的较满，低价下种植预期能否兑现也存在不确定性。因此，后期南美豆种植及天气情况或将左右其预期产量。

图表 7：USDA9 月全球大豆及主产国供需平衡表；

美豆供需平衡表-USDA							大豆（百万吨）						2023/24年度 同比增减	
美豆	2022/23	2023/24	2024/25		环比	同比	2024/25年度			调整幅度				
			8月	9月			9月预估	8月预估						
百万英亩														
种植面积	87.5	83.6	87.1	87.1	0.00%	4.19%	巴西	产量	169	169	0	153	16	
收割面积	86.2	82.4	86.3	86.3	0.00%	4.73%		出口	105	105	0	105	0	
								库存	33.92	33.87	0.05	27.87	6.05	
	蒲式耳/英亩							阿根廷	产量	51	51	0	48.1	2.9
单产	49.6	50.6	53.2	53.2	0.00%	5.14%	出口		4.5	4.5	0	5.2	-0.7	
	百万蒲式耳								库存	29.25	28.75	0.5	24.35	4.9
期初库存	274	264	345	340	-1.45%	28.79%	美国	产量	124.81	124.9	-0.09	113.34	11.47	
产量	4270	4165	4589	4586	-0.07%	10.11%		出口	50.35	50.35	0	46.27	4.08	
进口量	25	20	15	15	0.00%	-25.00%		库存	14.97	15.25	-0.28	9.26	5.71	
总供应量	4569	4449	4949	4941	-0.16%	11.06%	中国	进口	109	109	0	111.5	-2.5	
压榨	2212	2295	2425	2425	0.00%	5.66%	全球 (不含中国)	产量	408.05	408.03	0.02	373.91	34.14	
出口	1980	1700	1850	1850	0.00%	8.82%		库存	88.9	88.62	0.28	69.37	19.53	
留种	75	78	78	78	0.00%	0.00%		产量	429.2	428.73	0.47	394.75	34.45	
损耗	39	36	36	38	5.56%	5.56%	全球	库存	134.58	134.3	0.28	112.25	22.33	
总需求	4305	4109	4389	4391	0.05%	6.86%								
期末库存	264	340	560	550	-1.79%	61.76%								

资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所

图表 8：美豆优良率（%）和美豆收获进度



资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所

图表 9：美豆单产调整规律（蒲/英亩）

美豆单产走势																	
时间	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	
2月展望	42.6	42.9	43.4	43.9	44.5	45.2	46	46.7	48	48.5	49.5	49.8	50.8	51.5	52	52	
5月	42.60	42.90	43.40	43.90	44.50	45.20	46.00	46.70	48.00	48.50	49.50	49.80	50.80	51.50	52.00	52.00	
6月	42.60	42.90	43.40	43.90	44.50	45.20	46.00	46.70	48.00	48.50	49.50	49.80	50.80	51.50	52.00	52.00	
7月	42.60	42.90	43.40	40.50	44.50	45.20	46.00	46.70	48.00	48.50	48.50	49.80	50.80	51.50	52.00	52.00	
8月	41.70	44.00	41.40	36.10	42.60	45.40	46.90	48.90	49.40	51.60	48.50	53.30	50.00	51.90	50.90	53.20	
9月	42.30	44.70	41.80	35.30	41.20	46.60	47.10	50.60	49.90	52.80	47.90	51.90	50.60	50.50	50.10	53.20	
10月	42.40	44.40	41.50	37.80		47.10	47.20	51.40	49.50	53.10	46.90	51.90	51.50	49.80	49.60		
11月	43.30	43.90	41.30	39.30	43.00	47.50	48.30	52.50	49.50	52.10	46.90	50.70	51.20	50.20	49.90		
12月	43.30	43.90	41.30	39.30	43.00	47.50	48.30	52.50	49.50	52.10	46.90	50.70	51.20	50.20	49.90		
新年1月	44.00	43.50	41.50	39.60	43.30	47.80	48.00	52.10	49.10		47.40	50.20	51.40	49.50	50.60		
新年2月	44.00	43.50	41.50	39.60	43.30	47.80	48.00	52.10	49.10	51.60	47.40	50.20	51.40	49.50	50.60		
新年3月	44.00	43.50	41.50	39.60	43.30	47.80	48.00	52.10	49.10	51.60	47.40	50.20	51.40	49.50	50.60		
新年4月	44.00	43.50	41.50	39.60	43.30	47.80	48.00	52.10	49.10	51.60	47.40	50.20	51.40	49.50	50.60		

资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所

四、全球菜籽、葵籽预期产量下调

因 USDA9 月报告下调欧盟菜籽预期产量，导致全球菜籽预期产量下调。因受不利天气条件影响，今年以来市场对欧盟菜籽减产预期较强，而 USDA 前期报告对欧盟菜籽预期产量仍相对乐观，但 USDA9 月报告再度将 2024/25 年度欧盟菜籽预期产量环比下调 125 万吨至 1765 万吨，如此欧盟菜籽产量同比减少 233 万吨，这较前期市场对欧盟菜籽减产预期较为一致，预计后期欧盟菜籽预期产量再度大幅调整的概率较低。加拿大方面，因 7 月下旬至 8 月上旬加拿大菜籽产区面临干旱的威胁，艾伯塔省菜籽优良率明显下降，萨斯克彻温省菜籽优良率也持续下调，加拿大统计局 9 月报告将其菜籽单产和产量分别下调至 2.15 吨/公顷（8 月预估 2.21 吨/公顷，上年单产 2.17 吨/公顷）和 1898 万吨（8 月预估 1950 万吨，上年产量 1919 万吨）。因此，尽管 USDA9 月报告维持 2024/25 年度加拿大菜籽预期产量 2000 万吨不变，但后期 USDA 仍有下调加拿大菜籽预期产量的可能。截至 9 月中旬，加拿大艾伯塔省菜籽收获进度近 30.8%，低于去年同期的 38.7%；萨斯

克彻温省菜籽收获进度为 47%，低于去年同期的 65%。从全球菜籽产量看，USDA9 月报告将 2024/25 年度全球菜籽预期产量环比下调 127 万吨至 8756 万吨，如此全球菜籽产量同比减少 179 万吨，全球菜籽供需较前期预期趋紧。

图表 10：全球油菜籽供需平衡表

油菜籽供需平衡表(USDA9月)														
项目	种植面积（百万公顷）				单产（吨/公顷）				产量（百万吨）				产量变化	
	2022/23	2023/24	2024/25	2024/25	2022/23	2023/24	2024/25	2024/25	2022/23	2023/24	2024/25	2024/25	环比	同比
全球	41.95	43.03	42.67	42.58	2.12	2.08	2.08	2.06	88.91	89.35	88.83	87.56	-1.43%	-2.00%
美国	0.88	0.94	1.07	1.07	1.98	2.01	2.02	2.02	1.74	1.9	2.15	2.15	0.00%	13.16%
欧盟(7-6)	5.92	6.22	5.85	5.75	3.31	3.21	3.23	3.07	19.61	19.98	18.9	17.65	-6.61%	-11.66%
加拿大(8-7)	8.6	8.86	8.8	8.8	2.19	2.17	2.27	2.27	18.85	19.19	20	20	0.00%	4.22%
中国(10-9)	7.25	7.79	7.4	7.4	2.14	2.1	2.11	2.11	15.53	16.32	15.6	15.6	0.00%	-4.41%
印度(10-9)	8.85	9.25	9.3	9.3	1.27	1.25	1.3	1.3	11.2	11.6	12.1	12.1	0.00%	4.31%
澳大利亚(5-4)	3.9	3.48	3.2	3.2	2.12	1.71	1.72	1.72	8.27	5.94	5.5	5.5	0.00%	-7.41%
俄罗斯(9-8)	2.27	2.05	2.6	2.6	1.89	2.05	1.96	1.96	4.3	4.2	5.1	5.1	0.00%	21.43%
乌克兰(9-8)	1.23	1.6	1.35	1.35	2.85	2.97	2.74	2.74	3.5	4.75	3.7	3.7	0.00%	-22.11%

资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所

葵花籽方面，因乌克兰和欧盟葵花籽减产，2024/25 年度全球葵花籽预期产量下调。今年受不利天气条件影响，市场对乌克兰和欧盟葵花籽减产预期较强。USDA9 月报告将 2024/25 年度乌克兰葵花籽产量环比下调 100 万吨至 1250 万吨，将欧盟葵花籽产环比下调 65 万吨至 950 万吨。其他主要生产国葵花籽预期产量维持不变，USDA9 月报告将 2024/25 年度全球葵花籽预期产量环比下调 199 万吨至 5055 万吨，全球葵花籽产量同比减少 538 万吨。如此，全球葵花籽供需较前期预期趋紧。

综上分析，USDA9 月报告预计 2024/25 年度全球菜籽产量为 8756 万吨，同比减少 179 万吨，葵花籽产量为 5055 万吨，同比减少 538 万吨。全球葵花籽和菜籽供应预期趋紧。

图表 11：全球葵花籽供需平衡表

葵花籽供需平衡表(USDA9月)														
项目	种植面积（百万公顷）				单产（吨/公顷）				产量（百万吨）				产量变化	
	2022/23	2023/24	2024/25	2024/25	2022/23	2023/24	2024/25	2024/25	2022/23	2023/24	2024/25	2024/25	环比	同比
全球	28.3	27.95	27.79	27.75	1.87	2	1.89	1.82	52.78	55.93	52.54	50.55	-3.79%	-9.62%
俄罗斯(9-8)	9.11	9.3	9.3	9.3	1.78	1.84	1.72	1.72	16.25	17.1	16	16	0.00%	-6.43%
乌克兰(9-8)	5.7	6.4	6.2	6.2	2.14	2.42	2.18	2.02	12.2	15.5	13.5	12.5	-7.41%	-19.35%
欧盟(10-9)	4.97	4.8	4.95	4.92	1.89	2.08	2.05	1.93	9.39	10.01	10.15	9.5	-6.40%	-5.09%
土耳其(9-8)	0.79	0.7	0.69	0.69	2.41	2.21	2.25	2.25	1.9	1.55	1.55	1.55	0.00%	0.00%
阿根廷(3-2)	2.45	1.84	1.85	1.85	2.05	2.11	2.05	2.05	5.02	3.9	3.8	3.8	0.00%	-2.56%

资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所

五、预计季节性生产将左右棕油供需节奏

从全年棕油产量角度看，马棕全年产量同比增加概率大，印尼棕油产量预期

同比减少，而 9、10 月棕油产量预期仍处年内高位，11 月至明年 2 月为棕油的减产季，叠加今年 3、4 月马来降水偏少，预计 1、2 月马棕季节性减产明显。因此，预计 9 月至 11 月中前期棕油供需或仍相对宽松，而 11 月中后期至明年 2、3 月棕油供需预期偏紧。

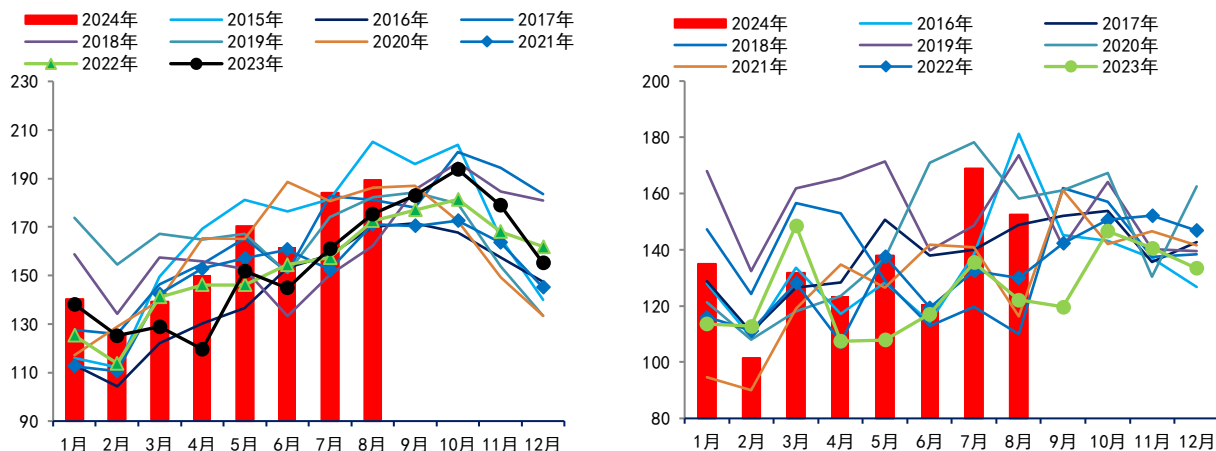
马棕方面，今年 1-8 月马棕累计产量 1261 万吨，同比增加 10.2%（+117 万吨），若按此水平测算，今年全年马棕产量将同比增加 189 万吨。又 9 月至 12 月马棕产量同比增幅预期有限，预计全年马棕产量同比增加 150 万吨左右，如此马棕全年产量或将达到 2000 万吨。从季节性角度看，9 月、10 月马棕产量仍处年内丰产期，此期间马棕或继续累库，而 11 月至明年 2 月为棕油减产季，届时马棕也将进入降库周期。又今年 3、4 月马来降水较少，对应将影响明年 1、2 月马棕产量，因此预计明年 1、2 月马棕减产季节性特征或较明显。

印尼棕油方面，由于印尼棕油产量数据相对滞后，建议从马来与印尼 CPO 价差观察印尼棕油增产情况。即若马棕季节性增产明显、库存不断增加，且马来 CPO-印尼 CPO 价差走强，这或表明印尼国内棕油供需趋向宽松，印尼棕油增产概率较大；反之，则相反。从 GAPKI 数据看，今年 1-6 月印尼棕油累计产量 2618 万吨，同比减少 4.09%（-111.6 万吨），若按此比例测算，则今年全年印尼棕油产量将同比减少 225 万吨左右。又预计今年 7 月印尼棕油产量较低，8-12 月印尼棕油产量按历史均值测算，则预计全年印尼棕油产量将同比减少 280 万吨。而 8-10 月印尼棕油产量仍将季节性增产，但预计同比偏低，11 月至明年 2 月印尼棕油产量将季节性减产。

需求方面，预计棕油的食用消费相对稳定，而生柴对棕油的需求弹性较大，受原油价格和政策影响较大。考虑到印度提高植物油进口关税和印尼自 2025 年 1 月 1 日执行生柴 B40 政策，预计四季度印度对棕油进口量将会减少，而印尼生柴对棕油需求的增量将从 2025 年开始显现。从 Gakpi 数据看，今年 1-6 月印尼国内棕油累计消费 1147 万吨，同比增加 3.5%。其中，生柴对棕油累计消耗 541 万吨，同比增加 15%，食用累计消费棕油 606 万吨，同比减少 4.93%。根据 APROBI 预测，在 B35 政策下，预计今年印尼生柴将消耗 1100 万吨 CPO；如果试试 B40 政策，将会使得生柴对 CPO 的消耗量增加至 1400 万吨。因此，明年印尼生柴政策执行情况或将对棕油需求产生较大影响。

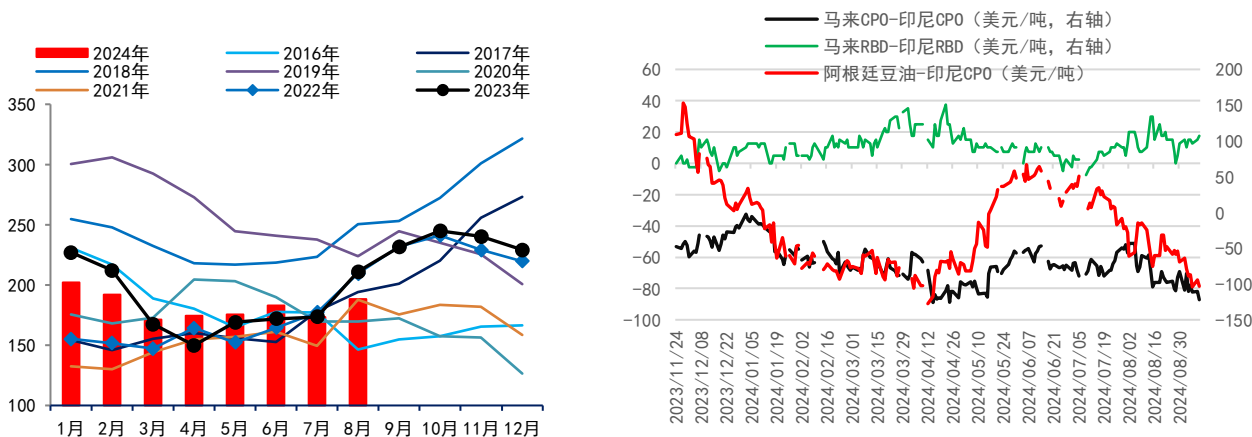
综上分析，预计 4 季度中前期棕油产量仍处年内高位，棕油供需或仍相对偏宽松，但随着棕油进入减产季，叠加前期降水偏少对马棕产量的影响，预计 4 季度中后期至明年 1 季度棕油供需将相对偏紧。而印度提高植物油进口关税或将利空 4 季度棕油需求，印尼生柴 B40 政策对棕油需求的影响预期将从 2025 年 1 月开始显现。因此，在 4 季度中后期可重点关注棕油减产季、产地降库等因素驱动下油脂的上涨机会。

图表 12：马棕产量和出口量（万吨）



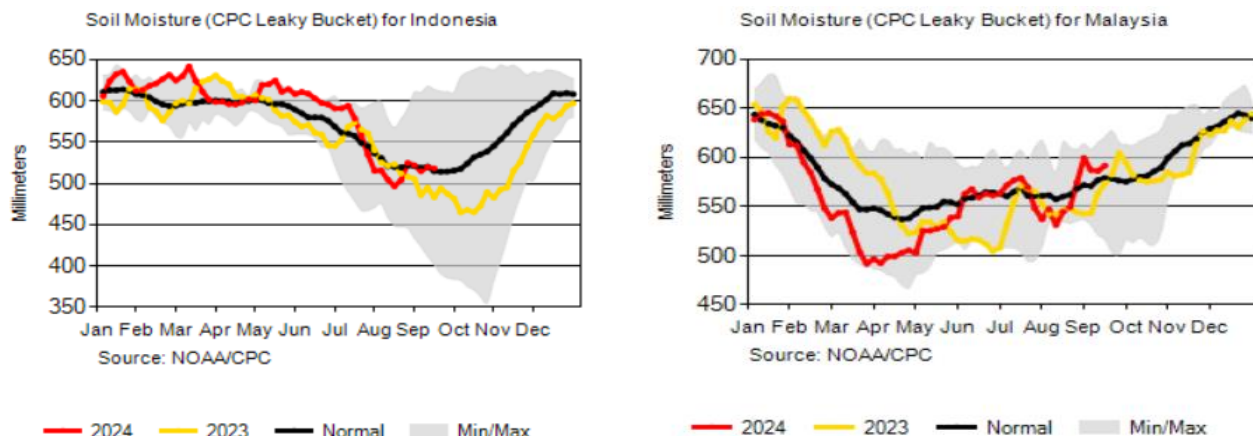
资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所

图表 13：马棕库存量（万吨），马来与印尼棕油价差；



资料来源：Wind、USDA、布交所、路透、Conab、MPOB、中信期货研究所

图表 14：印尼和马来土壤湿度

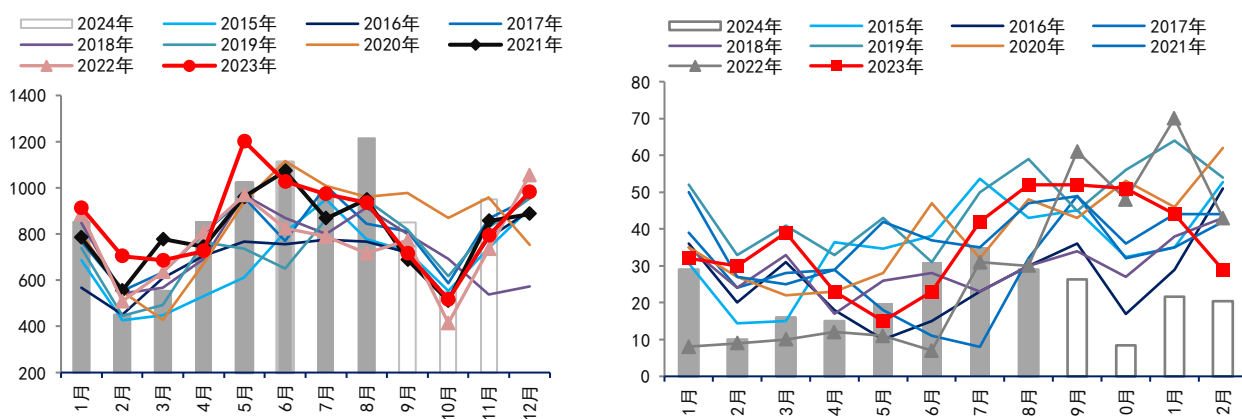


资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所

六、国内豆油供应或先减后增，菜油供应存较大变数

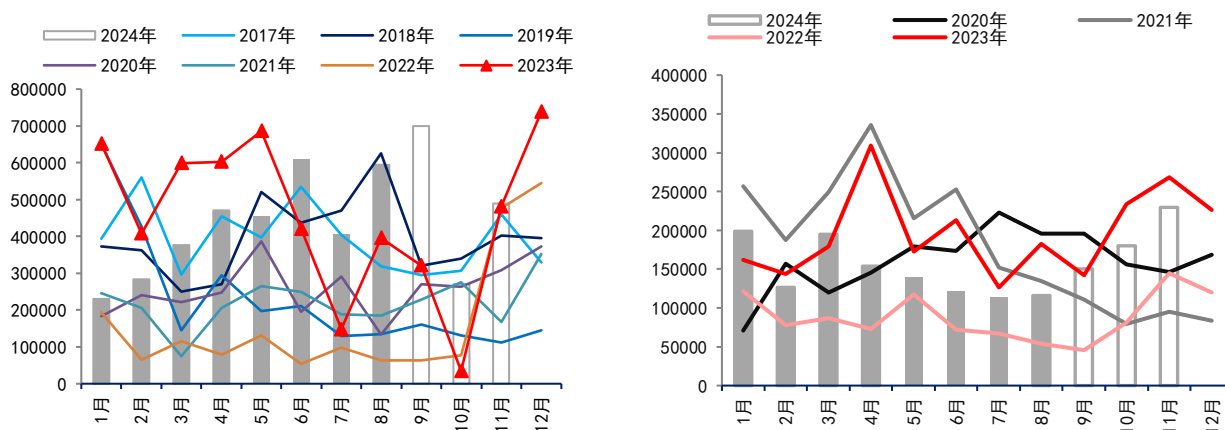
预计 4 季度国内豆油供应先减后增，棕油进口到港量预期下降，菜油供应存在较大不确定性。从我国油脂油料进口季节性特征看，9、10 月我国油脂油料进口到港量季节性下降明显，11、12 月进口量再度增加。海关数据显示，今年 1-8 月我国累计进口大豆 7048 万吨，同比减少 1.65%，但仍表现出较为明显的季节性特征。粮油商务网预计 9-11 月我国进口大豆到港量分别为 850 万吨、550 万吨和 950 万吨。结合我国大豆进口的季节性特征，预计 9、10 月国内大豆、豆油库存逐步见顶回落，11、12 月国内大豆、豆油库存再度回升。棕油方面，我的农产品网预计 9-12 月我国棕油进口量分别为 26.4 万吨、8.4 万吨、21.6 万吨和 20.4 万吨，如此我国棕油库存或将处于偏低水平。菜系方面，从我国菜系进口的季节性特征看，10 月我国菜籽、菜油进口量季节性下降，11、12 月菜籽和菜油进口量季节性增加。粮油商务网预计 9-11 月我国菜籽进口到港量分别为 70 万吨、27 万吨和 49 万吨；菜油进口到港量分别为 15 万吨、18 万吨和 23 万吨。但是，由于中加贸易关系紧张，后期菜系进口到港量或存较大变数。综上分析，预计 4 季度豆油供应先减后增，棕油进口到港量预期下降，菜油供需存在较大的不确定性。

图表 15：我国大豆和棕油进口量（万吨）



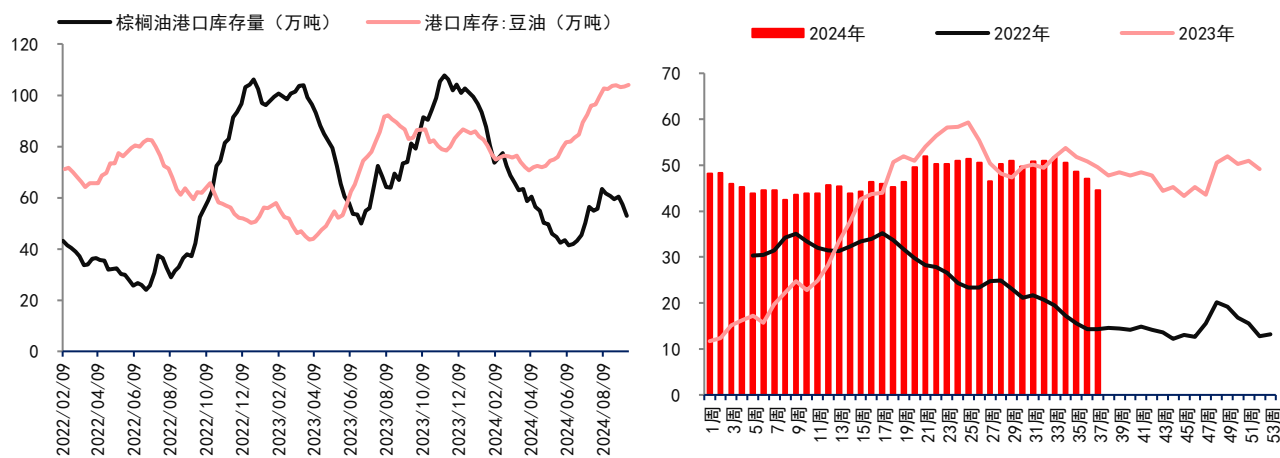
资料来源：Wind、USDA、我的农产品网、MPOB、中信期货研究所

图表 16：我国菜籽和菜油进口量（吨）



资料来源：Wind、USDA、MPOB、中国粮油商务网、中信期货研究所

图表 17：我国豆油、棕油和菜油库存量（万吨）



资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中国粮油商务网、中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826