

油脂油料 | 2024 商品半年度展望 利空堆积逐步兑现，底部盘整静待佳音

核心观点：

2024年二季度油脂油料表现区间震荡，油脂区间内震荡偏强，油料震荡偏弱。

对于三季度的油料及蛋白：综合来看，三季度现货基差以及盘面价格将在区间内震荡偏弱运行，虽可能出现前期利空边际好转带来部分反弹，但在弱预期转化为现实的背景下，豆粕09走强仍需更多利多驱动。以目前基本面看，考虑上方压力区间仍在3600-3800附近，震荡下沿处于3000-3100左右；豆粕01由于三季度后供应压力减弱预计较09偏强，正套操作在基本面未变情况下需以谨慎思路看待。豆菜粕价差波动区间或将在500-800之间，菜粕价格波动区间跟随豆粕及相对价差变动。

对于三季度的油脂：整体来看，三大油脂的棕供给相较二季度表现依旧平稳，在三季度后半期可能存在因为棕榈油进口量明显退出的情况下整体油脂供给水平的走低。因此油脂绝对价格考虑走单边的可能性依旧较低，但油脂内部的分化会明显增加，以棕榈油为例，下方的支撑可能在7400至多到7200，上方的空间考虑在8800左右。豆棕价差在三季度可能在-200-300左右的区间运行，多数时间考虑会低于100。但这其中非常重要的一点是宏观经济尤其美联储政策预期不出现大的意外，如果后续因为全球经济开始交易衰退的逻辑或衰退的风险增加，则对油脂的估值空间将会有进一步的打击。

风险提示：美联储降息变动，地缘政治风险，能源价格变动。

南华研究院 农产品研究组

周昱宇 Z0019884

zyy@nawaa.com

联系人：

靳晚冬 F03118199

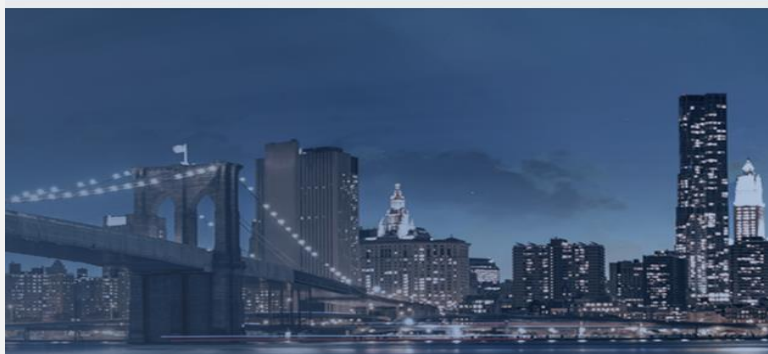
jwd@nawaa.com

电 话：

0571-81727107

0571-89727506

请务必阅读正文之后的免责条款部分



目录

章节

1. 行情回顾	1
2. 全球油脂油料供需展望.....	3
3. 后市展望	28

目录

图表

图 1.1: BMD 棕榈油 (连续) 结算价.....	1
图 1.2: 国内油脂 (连续) 收盘价.....	1
图 1.3: CBOT 美黄豆 (连续) 收盘价.....	2
图 1.4: 国内油料 (连续) 收盘价.....	2
图 2.1.1: 赤道太平洋地区海表面温度变化情况及相应区域最新距平温度.....	3
图 2.1.2: ENSO 发生概率预报.....	3
图 2.1.3: 太平洋地区海最新距平温度.....	3
图 2.1.4: 西北太平洋 PDO 指数及近三个月北太平洋海表面温度距平.....	4
图 2.1.5: 北大西洋涛动 NAO 指数及大西洋海表面温度随时间变化情况.....	5
图 2.1.6: 大西洋未来海表面温度预估.....	6
图 2.2.1.1: 美豆种植进度.....	7
图 2.2.1.2: 美豆优良率.....	7
图 2.2.1.3: 美豆产区干旱情况.....	7
图 2.2.1.4: 美豆产区后续降雨情况.....	7
图 2.2.1.5: 美国大豆供需平衡表.....	8
图 2.2.1.6: 美国大豆种植成本-平均价格差额与库销比.....	8
图 2.2.2.1: 美湾-巴西贴水报价.....	9
图 2.2.2.2: 巴西大豆出口进度.....	9
图 2.2.2.3: 阿根廷汇率.....	9
图 2.2.2.4: 阿根廷开机率.....	9

图 2.3.1.1: 近 10 个月降雨量最低、严重或严重不足的地区	10
图 2.3.1.2: 澳大利亚降水距平	10
图 2.3.1.3: 澳大利亚土壤含水量	11
图 2.3.1.4: 澳大利亚水库/湖泊储水量	11
图 2.3.1.5: 澳大利亚植被蒸发应力指数	12
图 2.3.1.6: 澳大利亚 7-9 月降水距平预报	12
图 2.3.1.7: 澳大利亚 7-9 月降水异常偏低区域	13
图 2.3.1.8: 澳大利亚 7-9 月降水异常偏高区域	13
图 2.3.1.9: 澳大利亚 7-9 月最高温度异常偏高区域	14
图 2.3.1.10: 澳大利亚 7-9 月最低温度异常偏高区域	14
图 2.3.2.1: 欧洲地区四月下半旬日均温度距平及最低温度距平	15
图 2.3.2.2: 全球菜籽平衡表	16
图 2.3.3.1: 加拿大菜籽出口进度	16
图 2.3.3.2: 澳大利亚菜籽出口进度	16
图 2.3.3.3: 乌克兰菜籽出口进度	17
图 2.3.3.4: 乌克兰葵籽出口进度	17
图 2.3.3.5: 加拿大未来气温	17
图 2.3.3.6: 加拿大未来降水	17
图 2.3.3.7: 加拿大作物应力指数	17
图 2.3.3.8: 加拿大作物干旱情况	17
图 2.4.1: 印度洋 3-5 月海表面温度及海面 OLR 异常情况	18
图 2.4.2: 印度洋 2024 年 OLR 剖面演变	18
图 2.4.3: 印度洋 IOD 指数当前情况	19

图 2.4.4：马来西亚棕榈产区历史降水量.....	19
图 2.4.5：印度尼西亚棕榈产区历史降水量	20
图 2.4.6：印度洋 7-9 月海表面温度展望.....	20
图 2.4.7：印度洋 7-9 月 IOD 指数预估.....	21
图 2.4.8：印尼未来天气情况.....	21
图 2.4.9：马来未来天气情况.....	21
图 2.4.10：两国棕榈油产量合计	22
图 2.4.11：两国棕榈油出口合计	22
图 2.4.12：两国棕榈油消费合计	22
图 2.4.13：两国棕榈油库存合计	22
图 2.4.14：印度葵油进口	22
图 2.4.15：印度豆油进口	22
图 2.4.16：印度棕榈油进口.....	23
图 2.4.17：印度棕榈油进口占比	23
图 2.4.18：印度国内植物油库存	23
图 2.4.19：国际豆棕价差	23
图 2.5.1.1：国内油厂豆粕库存.....	24
图 2.5.1.2：油厂大豆库存预估.....	24
图 2.5.1.3：大豆进口预估	24
图 2.5.1.4：大豆采购计划完成进度.....	24
图 2.5.1.5：能繁母猪存栏与利润	25
图 2.5.1.6：月度饲料产量	25
图 2.5.1.7：蛋鸡存栏	25

图 2.5.1.8：蛋鸡、肉鸡养殖利润	25
图 2.5.1.9：油厂菜粕库存	25
图 2.5.1.10：菜籽到港量	25
图 2.5.2.1：国内三大油脂库存合计	26
图 2.5.2.2：国内棕榈油表观消费量	26
图 2.1.2.3：国内棕榈油库存	26
图 2.5.2.4：华南棕榈油基差	26
图 2.2.2.5：棕榈油 9-1 价差	26
图 2.5.2.6：国内豆油库存	27
图 2.5.2.7：国内豆棕价差	27
图 2.5.2.8：华东菜油基差	27
图 2.5.2.9：华东菜油库存	27

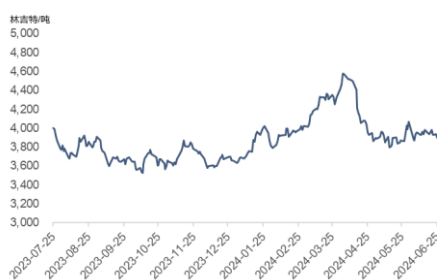
1. 行情回顾

2024年二季度油脂油料表现区间震荡，油脂区间内震荡偏强，油料震荡偏弱：

二季度油脂表现震荡略微偏强，在季度之初，由于国内棕榈油供给明显不足，在库存预期明显走弱的情况下棕榈油的因此明显走强，带动三大油脂共同走强，但后续由于受制于高溢价对消费的抑制及替代油脂整体库存非常充裕，最终油脂价格冲高动力明显不足出现回落修复。五月以后，由于欧洲菜籽产区出现了天气的不佳，在当时的生长关键期开花结荚期，菜籽面临零度以下极低温度对欧洲菜籽产量预期有明显的悲观预期，且前期在中国二月份，国内菜籽同样面临了霜冻天气对其的影响，因此在五月下半月后，菜油因为预期供给的不足而进行了提前的交易。但最终因为现实高库存和加菜籽对全球出口能力始终存在而表现了整体油脂再一次的冲高回落。

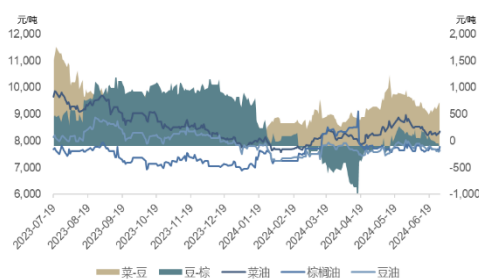
二季度油料表现较为反复。4月整体呈现震荡偏强行情，随着巴西大豆不断上市，对美豆出口挤占使得美豆盘面不断走弱。但成本端巴西贴水保持韧性，为国内连粕盘面提供支撑。5月初节后开启炒作巴西南部洪水题材，盘面反弹至高位。随后叠加美国中西部降雨导致种植进度延缓，以及全球谷物拉涨引起投机基金空头在CBOT盘面回补仓位，带动国内连粕高位震荡。从5月底开始至今，美豆中西部产区天气条件不断改善，种植进度超市场预期，并且后续天气炒作预期不断被现实证伪，国际端菜系减产的预期并未在粕类上体现，由此内外盘开始同时回吐前期炒作预期。同时随着前期买船的到港，国内油料不断累库的预期逐渐转化为现实，在整体供强需弱的背景下粕类盘面不断走弱。

图 1.1: BMD 棕榈油 (连续) 结算价



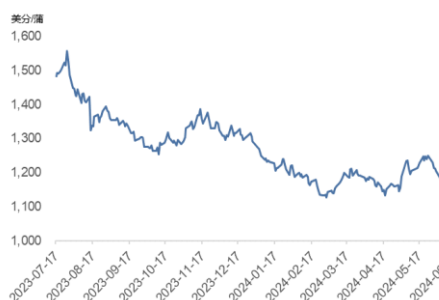
资料来源: WIND、南华研究

图 1.2: 国内油脂 (连续) 收盘价

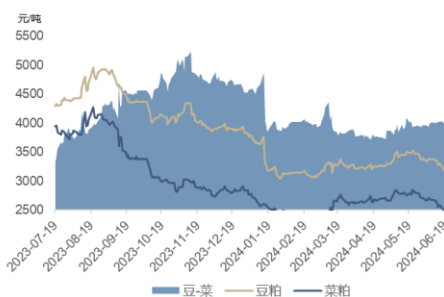


资料来源: WIND、南华研究

图 1.3: CBOT 美黄豆 (连续) 收盘价 图 1.4: 国内油料 (连续) 收盘价



资料来源: WIND、南华研究



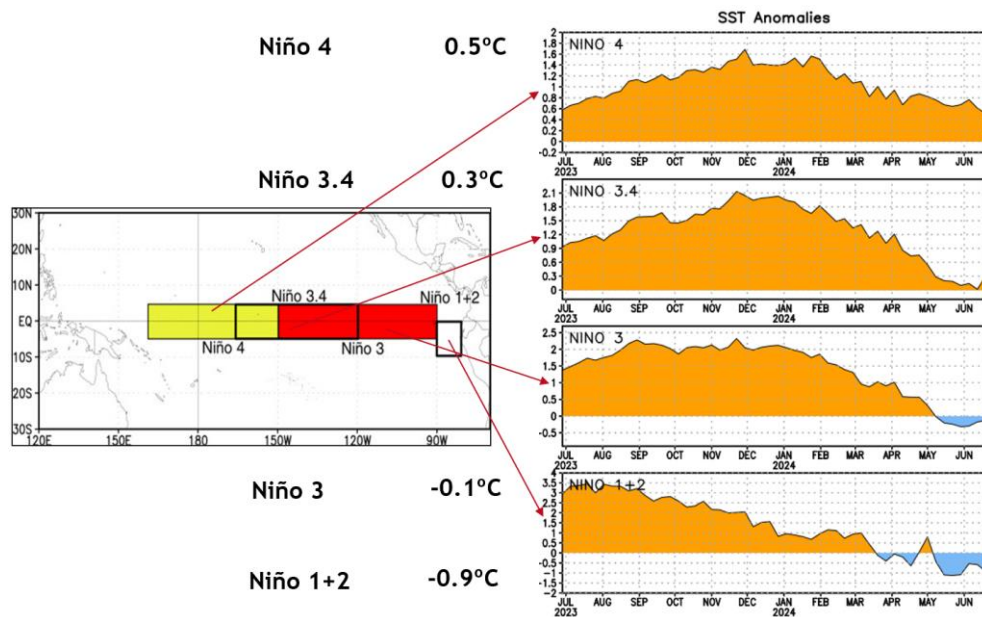
资料来源: WIND、南华研究

2. 全球油脂油料供需展望

2.1 全球气候及产地天气展望

关于太平洋、大西洋历史状态和当前情况，以及ENSO（厄尔尼诺-南方涛动）现象的解释如下：

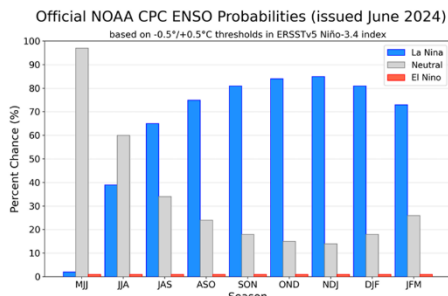
图 2.1.1：赤道太平洋地区海表面温度变化情况及相应区域最新距平温度



资料来源：NOAA、南华研究

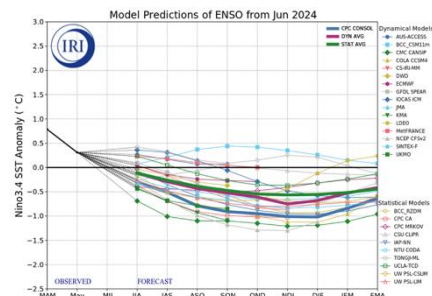
2024年5月，热带太平洋的海表温度(SST)与大气条件回归到ENSO中性状态，Niño3.4区域温度为0.3°C。北太平洋SST异常为正值，太平洋年代际振荡（PDO）处于负相位，强度为-2.1。

图 2.1.2：ENSO 发生概率预报



资料来源：NOAA、南华研究

图 2.1.3：太平洋地区海最新距平温度

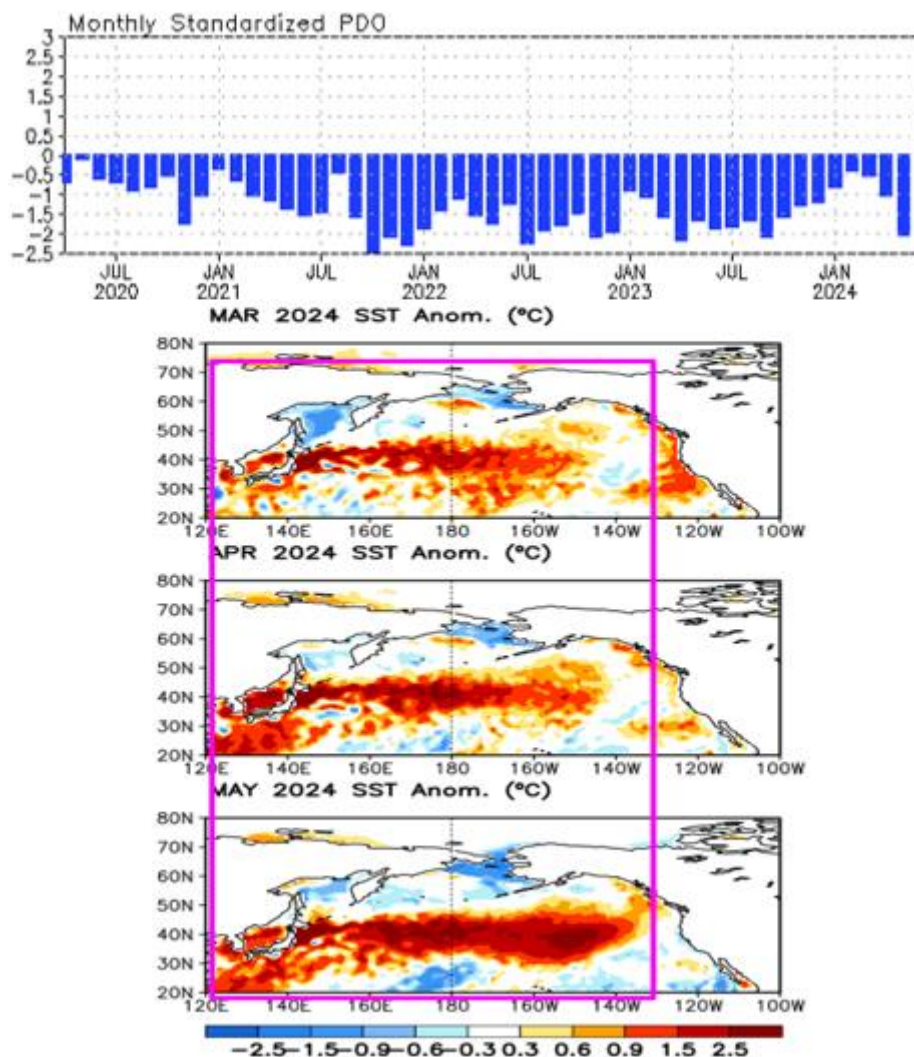


资料来源：NOAA、南华研究

虽然ENSO目前处于中性状态，但仍有观测到厄尔尼诺顾问和拉尼娜观察的持续发表，暗示未来可能的状态转变。预计在2024年7月至9月期间可能发展为拉尼娜

(65%的概率)，并有85%的概率在2024-2025年北半球冬季持续。绝大多数模型显示ENSO中性状态将持续到2024年8月至10月之后，大多数模型预计2024年9月至11月将过渡到拉尼娜状态，目前来看，强度可能不超过-1，为弱拉尼娜状态

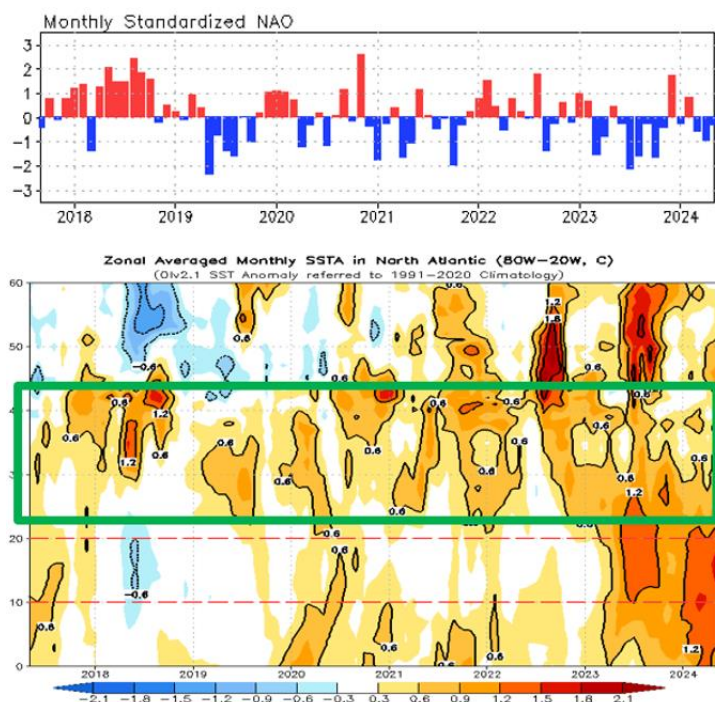
图 2.1.4：西北太平洋 PDO 指数及近三个月北太平洋海表面温度距平



资料来源：NOAA、南华研究

北太平洋存在正的SSTA，该地区的海表温度高于长期平均值，通常会导致北美洲西海岸温度升高。自2020年1月以来，PDO一直处于负位相，并在2024年5月进一步加强，通常会导致更多的降水。

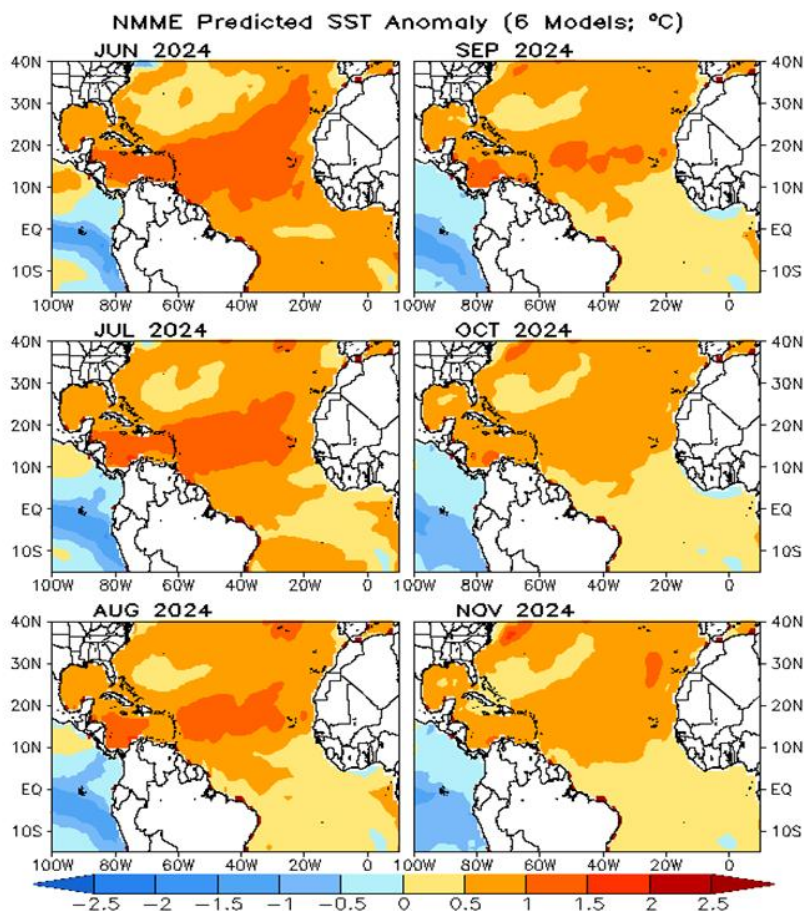
图 2.1.5：北大西洋涛动 NAO 指数及大西洋海表面温度随时间变化情况



资料来源：NOAA、南华研究

2024年5月，NAO处于负相位，指数为-0.4。大西洋的海表温度异常普遍为正值，尤其是在热带大西洋区域。由此将可能导致欧洲西部和地中海地区的温和冬季，同时北美东部可能经历较冷、降水较多的冬季。

图 2.1.6: 大西洋未来海表面温度预估



资料来源: NOAA、南华研究

热带大西洋海表温度的升高与2024年大西洋飓风季节活动增强有关，预测风暴数量高于常年。尽管热带大西洋和北大西洋有正的SSTA，但大西洋的温度异常总体较弱，可以为美国东部及中西部地区带去稳定温和的水汽。

2.2 全球大豆供需展望

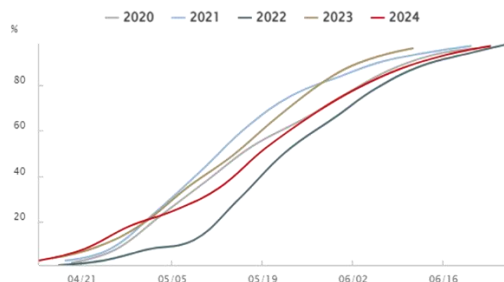
对于全球大豆，三季度开始美豆逐渐进入种植关键期；巴西大豆逐渐销售殆尽；阿根廷压榨产能的复苏受制于国内汇率压力。

2.2.1 北美大豆

北美大豆方面，当前正值种植季节，美豆在4月播种初期由于天气及土壤条件较为适宜，整体保持较快播种进度，5月虽有部分降雨延缓种植进度，但总体依旧维持正常区间，同时降雨保证了土壤墒情较好。随着降雨情况逐渐缓解，进入6月后得以顺利地完播种，且在首次公布优良率数据时获得了近五年来最高水平。虽然近期美豆种植区由于降雨不均导致优良率出现转差迹象，但对最终单产影响目前

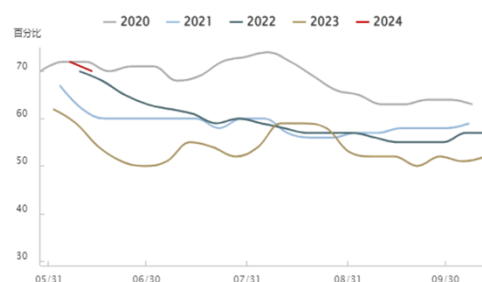
看仍有限。

图 2.2.1.1: 美豆种植进度



资料来源: USDA、南华研究

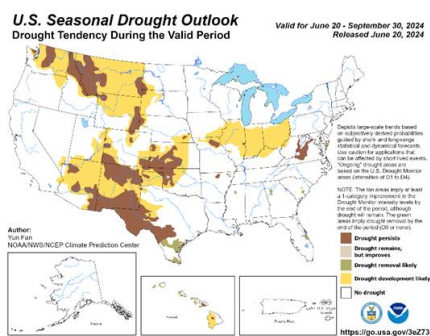
图 2.2.1.2: 美豆优良率



资料来源: USDA、南华研究

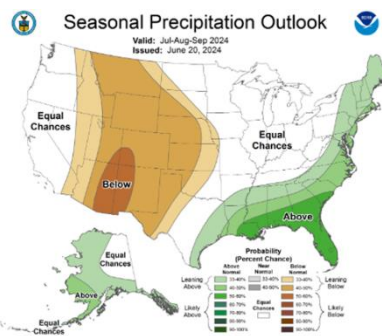
从美豆新作最近的优良率以及产区干旱情况来看，整体种植情况虽较前期有转差迹象，但对于现在的情况而言去影响到最终的产量仍有限。从当前的天气来看，地区间差异较大。北部明尼苏达州、南达科他州的持续降水导致目前区域间出现洪水、淹涝灾害，可能会对播种收尾以及发芽进程形成一定阻碍；而中东部地区伊利诺伊东部、印第安纳、俄亥俄州目前偏干，这些地区优良率偏低，后续看可能进一步拖累全国整体优良率。

图 2.2.1.3: 美豆产区干旱情况



资料来源: USDA、南华研究

图 2.2.1.4: 美豆产区后续降雨情况



资料来源: USDA、南华研究

对于未来天气情况来看，中东部干旱地区将迎来部分降雨，而北部地区降雨继续延续。目前仅部分地区情况较恶劣，整体来看对最终产量影响有限，仍需继续观察，等待洪涝、干旱情况进一步发酵。目前看新作52蒲/英亩的单产有望实现，且在种植面积调整不大情况下，最终丰产预期将逐步兑现为现实。

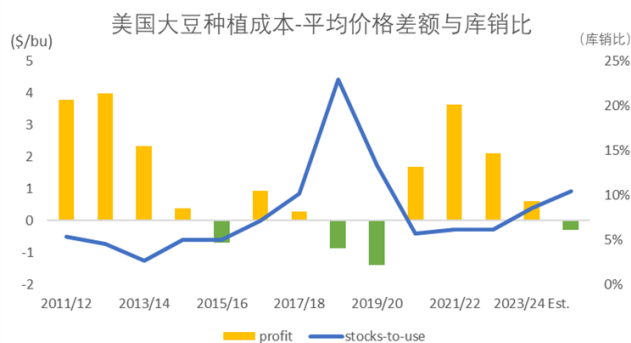
图 2.2.1.5：美国大豆供需平衡表

SOYBEANS (US)	2020/21	2021/22	2022/2023	2023/24 Est.	2024/25 Proj.
				Jun	Jun
	Million Acres				
Area Planted	83.4	87.2	87.5	83.6	86.5
Area Harvested	82.6	86.3	86.2	82.4	85.6
	Bushels				
Yield per Harvested Acre	51	51.7	49.6	50.6	52
	Million Bushels				
Beginning Stocks	525	257	274	264	350
Production	4216	4465	4270	4165	4450
Imports	20	16	25	25	15
Supply, Total	4761	4738	4569	4454	4815
Crushings	2141	2204	2212	2290	2425
Exports	2261	2158	1992	1700	1825
Seed	101	102	75	77	78
Residual	1	1	27	37	32
Use, Total	4504	4464	4305	4104	4360
Ending Stocks	257	274	264	350	455
Avg. Farm Price (\$/bu) 2/	10.8	13.3	14.2	12.55	11.2
%	5.71%	6.14%	6.13%	8.53%	10.44%
Total costs(\$/bu)	9.11	9.67	12.08	11.93	11.48

资料来源：USDA、南华研究

通过历年种植收益来看，库销比在10%以上通常对应农户收益为负值。对于24/25新作来看，在当前种植情况仍以乐观看待，最终库销比将来到10.44%，则美国大豆新作预期将在11.48美元/蒲的种植成本附近震荡。

图 2.2.1.6：美国大豆种植成本-平均价格差额与库销比



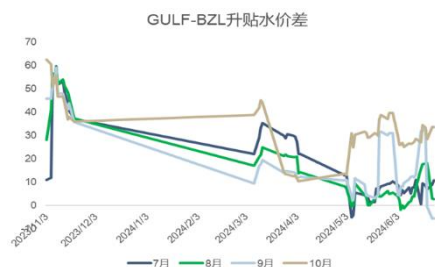
资料来源：USDA、南华研究

2.2.2 南美大豆

南美大豆方面，虽然巴西南里奥格兰德州在5月收获末期出现了洪涝灾害导致单产下调，但巴西整体种植面积的增加一定程度上弥补了最终产量的损失。并且阿根廷本年度实现了恢复性增产，南美整体的供应压力在二、三季度通过出口端不断

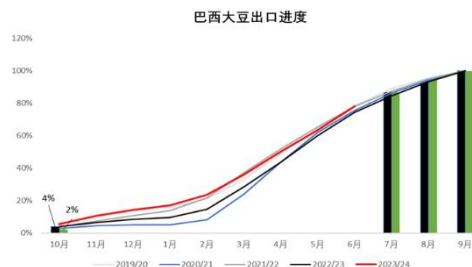
传导至全球市场，对于国际豆系价格持续形成压制。

图 2.2.2.1：美湾-巴西贴水报价



资料来源：钢联、南华研究

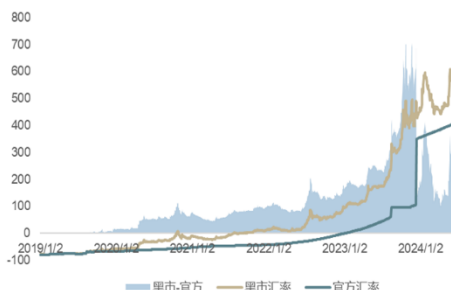
图 2.2.2.2：巴西大豆出口进度



资料来源：巴西海关、南华研究

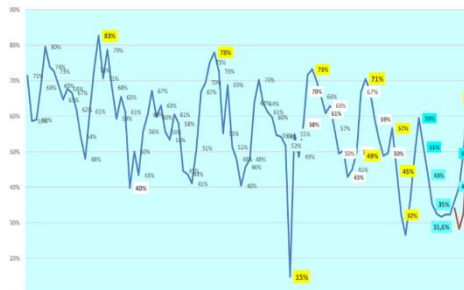
巴西大豆在二季度的出口压力主要在贴水报价上体现。上市初期由于供应量较大，贴水报价不断下探，同时CBOT盘面价格走弱，引发农户惜售情绪；随着售粮进度减缓，贴水报价逐渐回升，在此过程中与美豆价差逐渐缩减，但性价比仍存，持续对美豆需求形成挤占。近期虽因本国内自身汇率问题而有所回落，但后续随着巴西大豆逐步售出，预计贴水在CBOT盘面偏弱的背景下仍将保持韧性并存在上行可能性。并且在由于巴西大豆前期销售较快，三季度可能全球市场可能出现阶段性供应不足，美豆的出口需求可能存在一定改善预期。

图 2.2.2.3：阿根廷汇率



资料来源：路透、南华研究

图 2.2.2.4：阿根廷开机率



资料来源：阿根廷农业部、南华研究

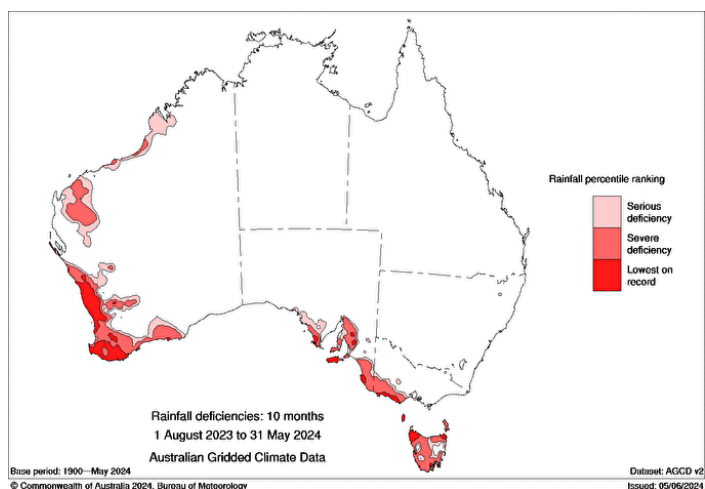
阿根廷方面，二季度其产区大豆基本收获完毕，国内压榨产能也实现不同程度的恢复。但其产能的复苏并非来源于国内大豆的供应，而是得益于巴拉圭进口的大豆，使得其开机率来到65%，如果仅靠其自身大豆供应，压榨产能恢复开机率或将不及50%。由此美豆粕的需求在全球市场继续保持旺盛，而造成此情况的原因在于阿根廷国内自身宏观汇率问题。在二季度黑市与官方汇率差值继续呈现扩大趋势，进一步增加农户惜售大豆情绪。预计后续在三季度中，在国内自身问题难有妥善解决背景下，农户销售仍将维持偏慢进度，国际产成品端价格或将继续保持强劲。

2.3 全球菜籽供需展望

2.3.1 澳洲菜籽情况

近期，南澳大利亚、西澳大利亚和塔斯马尼亚等地的极端干旱和降水不足问题严重，对油菜籽的种植和生长造成了显著影响。从2023年8月至2024年5月，澳大利亚南部降水量普遍低于平均水平，长期的干旱状况严重阻碍了油菜籽的正常生长。

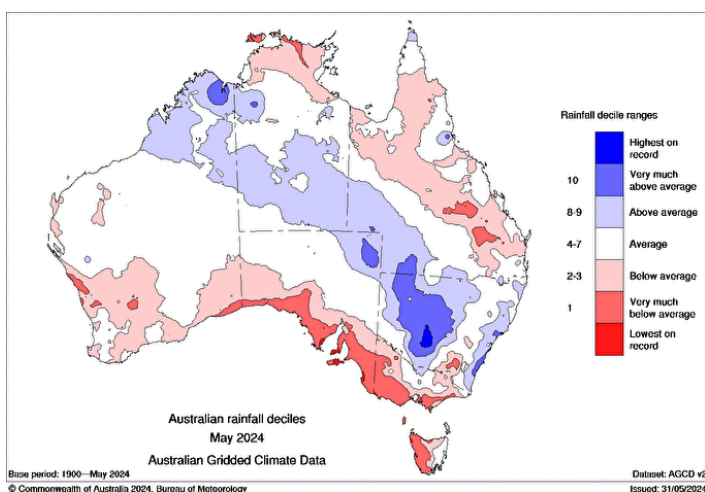
图 2.3.1.1: 近 10 个月降雨量最低、严重或严重不足的地区



资料来源：AUBOM、南华研究

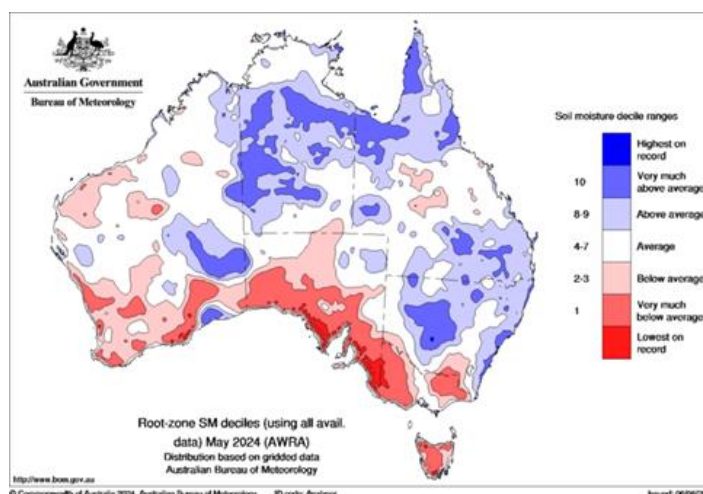
从近一个月澳大利亚降水数据来看，澳洲依旧面临大部分地区降水低于平均水平的情况，仅仅中部地区表现出了较好的降水量，前期处在干旱状态的西部及南部沿海地区的油菜籽产区依旧表现为降水不及预期的状况。

图 2.3.1.2: 澳大利亚降水距平



资料来源：AUBOM、南华研究

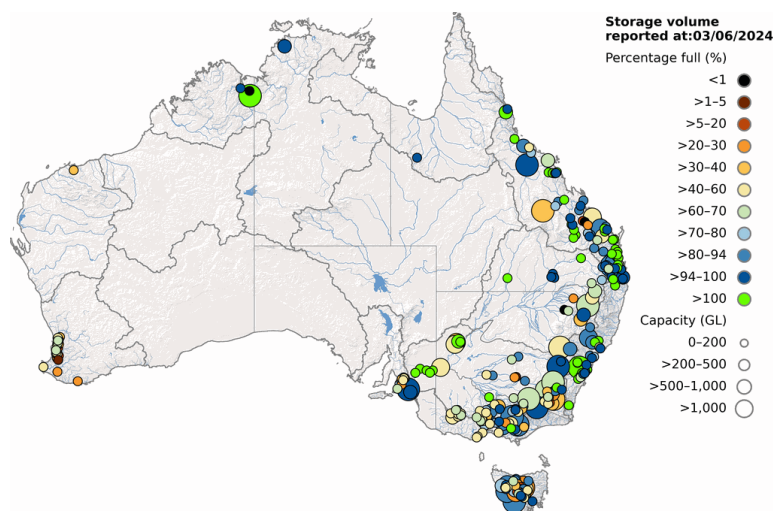
图 2.3.1.3：澳大利亚土壤含水量



资料来源：AUBOM、南华研究

作为澳洲其中一个主要农业种植区，西澳大利亚、南澳大利亚、塔斯马尼亚和维多利亚州南部的大部分地区水流量偏低。这些地区的水库水位对于农业灌溉至关重要。这种水资源的减少，对依赖灌溉的油菜籽种植产生了直接的负面影响，土壤的极端干燥状况明显限制了本年度当地油菜籽等作物的生长，尤其作物生长强烈依赖的地表及根区深度的水分当前处在匮乏状态。

图 2.3.1.4：澳大利亚水库/湖泊储水量

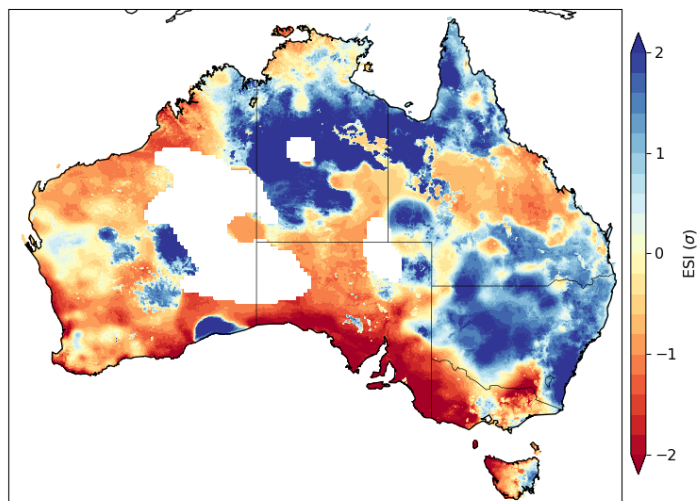


资料来源：AUBOM、南华研究

2024年5月，大部分西澳大利亚、南部各州和西澳大利亚的蒸发蒸腾指数呈现出显著的上升趋势，表明植被水分紧张情况严重。尽管5月初部分地区有所缓解，但沿着南澳大利亚和维多利亚州西部的沿海地区、塔斯马尼亚州北西部和澳大利亚东南部的山脉地区，蒸发蒸腾压力依然显著。

图 2.3.1.5：澳大利亚植被蒸发应力指数

ESI 4-week average window ending on 31 May 2024

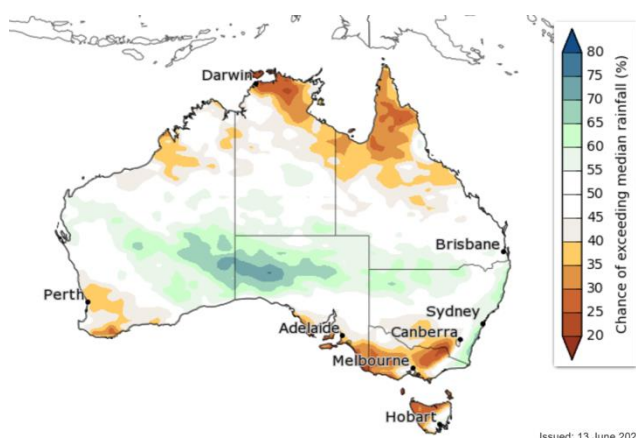


资料来源：AUBOM、南华研究

未来天气情况来看，降雨方面根据长期预测，未来7月至9月，预计西南部和东南部的降水量将低于平均水平。特别是西澳大利亚的部分地区、南澳大利亚的东南部、以及塔斯马尼亚岛西部和北部，降水可能仍然处于严重不足状态，这些地区的降水量在2024年2月以来一直位于低位水平。

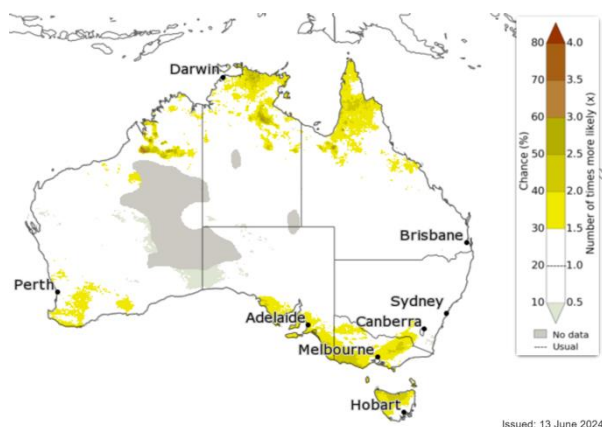
内陆澳大利亚的大部分地区，尤其是新南威尔士州、维多利亚州、南澳大利亚州和西澳大利亚州的农业区，预计将有60%到80%的概率降水量低于平均水平。维多利亚州的西北部、南澳大利亚州的东南部内陆、以及塔斯马尼亚岛的西部，有超过80%的概率出现异常低的降水量。

图 2.3.1.6：澳大利亚 7-9 月降水距平预报



资料来源：AUBOM、南华研究

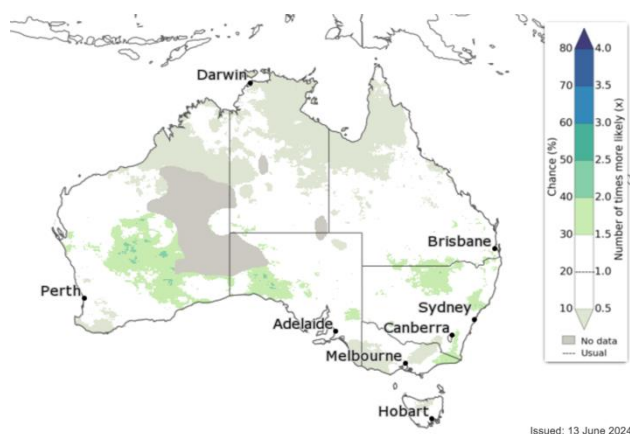
图 2.3.1.7：澳大利亚 7-9 月降水异常偏低区域



资料来源：AUBOM、南华研究

南澳大利亚州的北半部分、西澳大利亚州的远南东部内陆，以及新南威尔士州和东维多利亚州的沿海地带，有60%到80%的概率出现7月至9月降水量高于平均水平。

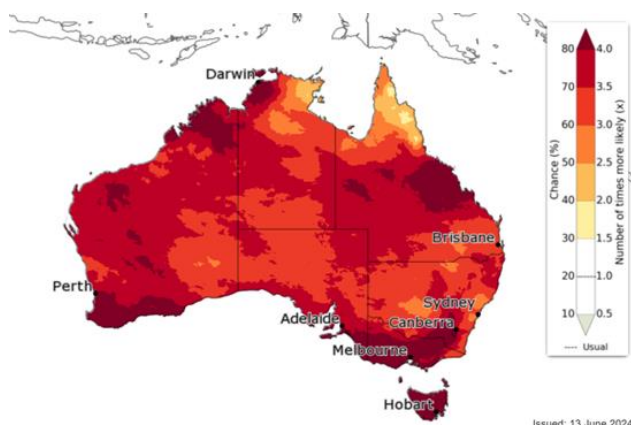
图 2.3.1.8：澳大利亚 7-9 月降水异常偏高区域



资料来源：AUBOM、南华研究

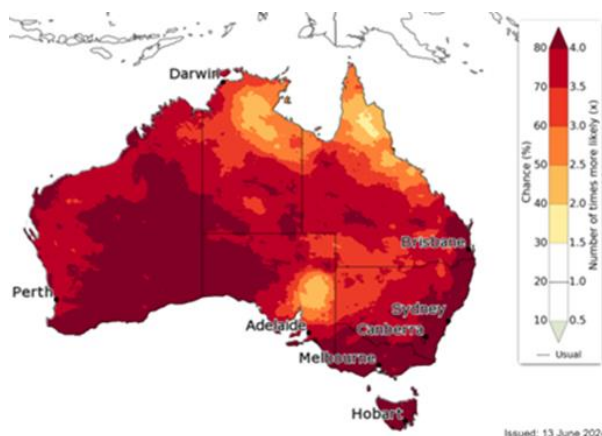
未来温度方面，从2024年7月到9月：澳大利亚全境都极有可能（超过80%的概率）经历最高气温高于平均水平。低温方面，澳大利亚南半部大部分地区，大概率将会经历最低气温高于平均水平。

图 2.3.1.9：澳大利亚 7-9 月最高温度异常偏高区域



资料来源：AUBOM、南华研究

图 2.3.1.10：澳大利亚 7-9 月最低温度异常偏高区域



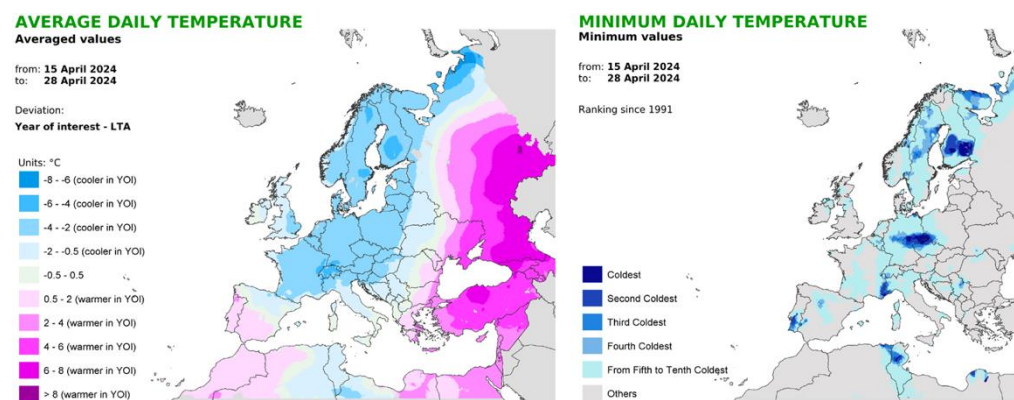
资料来源：AUBOM、南华研究

因此总体来看，2024年7月至9月期间，澳大利亚油菜籽产区将面临降水偏少和温度偏高的天气条件。西南部和东南部地区的降水依旧不足，而大部分内陆和农业区域预计将迎来高于平均水平的温度。这些因素对于油菜籽的生长和产量可能会带来进一步不利的影响。

2.3.2 欧洲菜籽情况

2024年四月底，欧洲的菜籽产区经历了一次持续4至7天的罕见的极端低温和霜冻天气。这段时间内，许多地区的夜间温度降至冰点以下，白天的最高气温也显著低于常年同期水平，部分地区甚至出现日最高温度低于油菜生长所需的最低温度（约5°C）的状况。结合历史情况来看，由于这种天气条件对正处于开花和结荚期的油菜作物产生了极大的不利影响，因此此次低温事件主要发生区域如法国、德国、波兰和捷克共和国等主要油菜生产国的油菜种植区受到影响。

图 2.3.2.1：欧洲地区四月下半旬日均温度距平及最低温度距平



资料来源：JCI、南华研究

法国是欧洲最大的油菜种植国之一，主要种植区包括诺曼底、布列塔尼、大东部和中央-卢瓦尔河谷地区。这些地区的低温和霜冻对当地油菜产量造成威胁。作为欧洲最大的油菜生产国，法国的油菜产量预计下降最为明显。根据2019年和2020年的类似天气事件，法国的油菜籽产量在极端天气后减少了约25%。因此考虑到霜冻和低温对花朵和幼荚的损伤，本次极端天气过程可能造成法国菜籽的减产幅度在20%至30%之间。

德国的主要种植区位于下萨克森、萨克森-安哈尔特和勃兰登堡，这些地区同样遭受了低温侵袭，影响显著。低温和霜冻期间，德国多个主要油菜产区报告了显著的花和荚损失，本次极端天气过程可能造成德国菜籽产量减少幅度在15%至25%。

波兰的马佐夫舍省和大波兰省是重要的油菜种植区，此次低温天气对这些地区的影响不可忽视。受霜冻和低温影响的油菜产区报告了明显的生长延缓和植株损伤，本次极端天气过程可能造成15%至30%的减产幅度。

捷克共和国来看，中部和东部地区是捷克的主要油菜种植区，低温和霜冻同样导致了产量损失。

因此整体预估此次受霜冻和低温影响的油菜种植区域占整个欧洲油菜种植区域的60%-70%。这些区域包括核心种植区和非核心种植区，其中核心种植区受影响更为严重。在此次事件中，核心种植区受影响的面积约占整个受影响区域的70%-80%。结合历史情况，预计本年度罕见的低温霜冻天气可能对欧菜籽造成单产下降15%左右，总产量减少约5-10%的影响。预计油菜籽的市场供应因此可能存在缺口，需要进口补充，并导致全球菜籽价格整体区间因此上抬。

图 2.3.2.2：全球菜籽平衡表

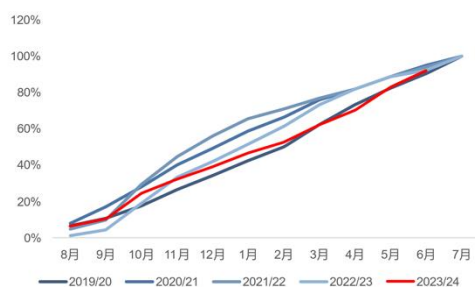
RAPESEED & CANOLA: World Supply & Demand (Mn T)	24/25年度增量	24-25年度	23-24年度	22-23年度	21-22年度
Open'g stocks. .	(2.23)	12.65	14.88	9.74	9.03
Production.	(1.65)	76.61	78.26	79.86	67.51
EU-27.	(1.73)	18.34	20.07	19.55	17.23
Russia.		4.00	4.20	4.33	2.88
Ukraine.		4.25	4.61	3.71	3.16
Canada.	1.97	20.30	18.33	18.69	14.25
U.S.A.		1.90	1.90	1.66	1.30
China.		6.60	6.70	6.70	6.50
India.		10.67	11.60	10.90	10.70
Australia.		5.35	5.52	8.27	6.82
Other.		5.20	5.33	6.05	4.67
Total supplies	(3.88)	89.26	93.14	89.60	76.54
Crush (July/June)	(1.94)	75.33	77.27	71.18	64.74
Other use.		2.15	3.22	3.54	2.06
End'g stocks.	(0.87)	11.78	12.65	14.88	9.74
EU-27(Jun30).		0.92	1.23	1.85	0.91
Canada(July31).		1.67	1.72	1.51	1.33
Stocks/usage		15.20%	15.72%	19.91%	14.58%

资料来源：油世界、南华研究

2.3.3 加拿大、乌克兰产区菜籽情况

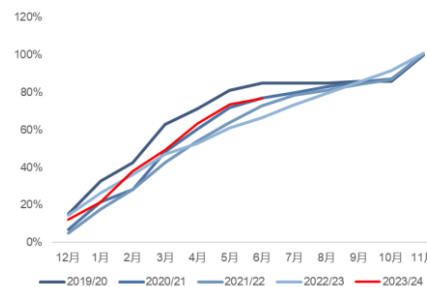
23/24年度的加菜籽虽单产由于气候原因小幅下降，但种植面积的提升使得其产量基本与去年持平。需求方面压榨量继续保持递增趋势，而出口方面除受国内需求挤占外，国际需求市场也持续受到澳菜籽的出口供给给予的压力。目前来看加菜籽虽出口进度偏慢，但基本维持预估进度即将在年度内出口完毕，澳菜籽出口进度偏快后期可能小幅降速，使得国际菜籽需求重新转回加菜籽。乌克兰菜籽一端由于地缘政治等原因虽出口偏慢，但基本出口完毕，葵籽同样出口增速放缓。

图 2.3.3.1：加拿大菜籽出口进度



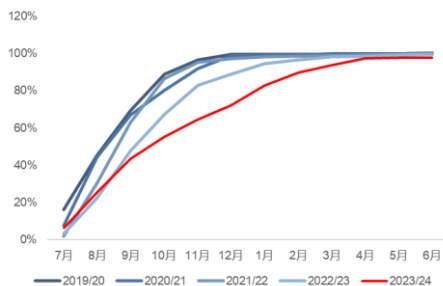
资料来源：路透、南华研究

图 2.3.3.2：澳大利亚菜籽出口进度



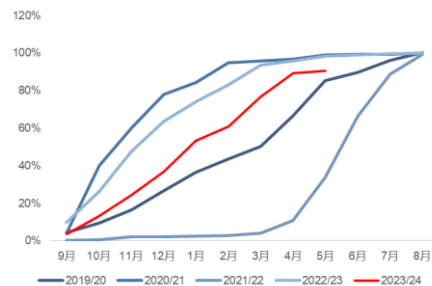
资料来源：路透、南华研究

图 2.3.3.3: 乌克兰菜籽出口进度



资料来源：路透、南华研究

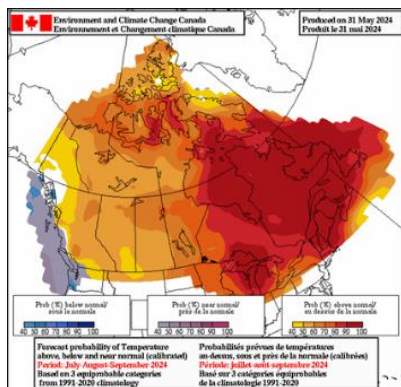
图 2.3.3.4: 乌克兰葵籽出口进度



资料来源：路透、南华研究

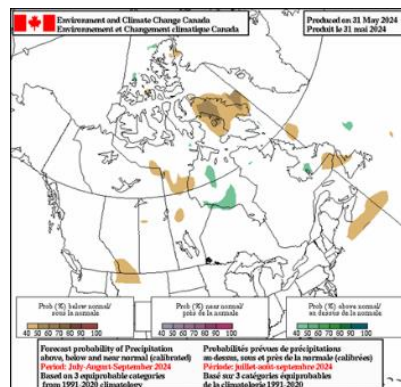
当前正值加菜籽种植季，二季度以来菜籽主产区温度略微偏高，土壤墒情以及降水处于平均水平附近，整体看种植情况较良好。新一期公布的加拿大菜籽种植面积与单产继续恢复，整体看产量增加预期较强。后续天气情况来看，北太平洋的海表温度暖条件随着气候的逐渐转变而逐渐变得有利，并将持续到2024年秋季进而为北美西海岸带来有利水汽，当前受到的轻微作物压力以及干旱风险有望得到缓解，新年度加菜籽产量以乐观看待。

图 2.3.3.5: 加拿大未来气温



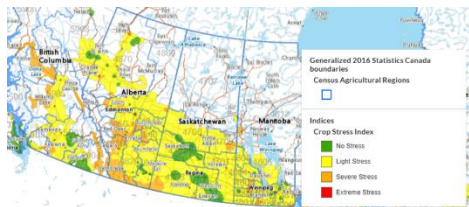
资料来源：路透、南华研究

图 2.3.3.6: 加拿大未来降水



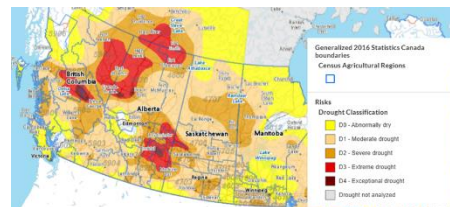
资料来源：路透、南华研究

图 2.3.3.7: 加拿大作物应力指数



资料来源：路透、南华研究

图 2.3.3.8: 加拿大作物干旱情况



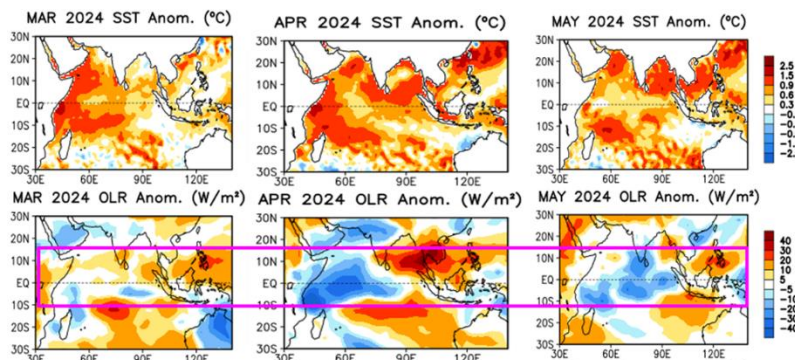
资料来源：路透、南华研究

2.4 全球棕榈油供需展望

对于第三季度的棕榈油，东南亚地区的棕榈油产地天气情况对其生产影响显著。

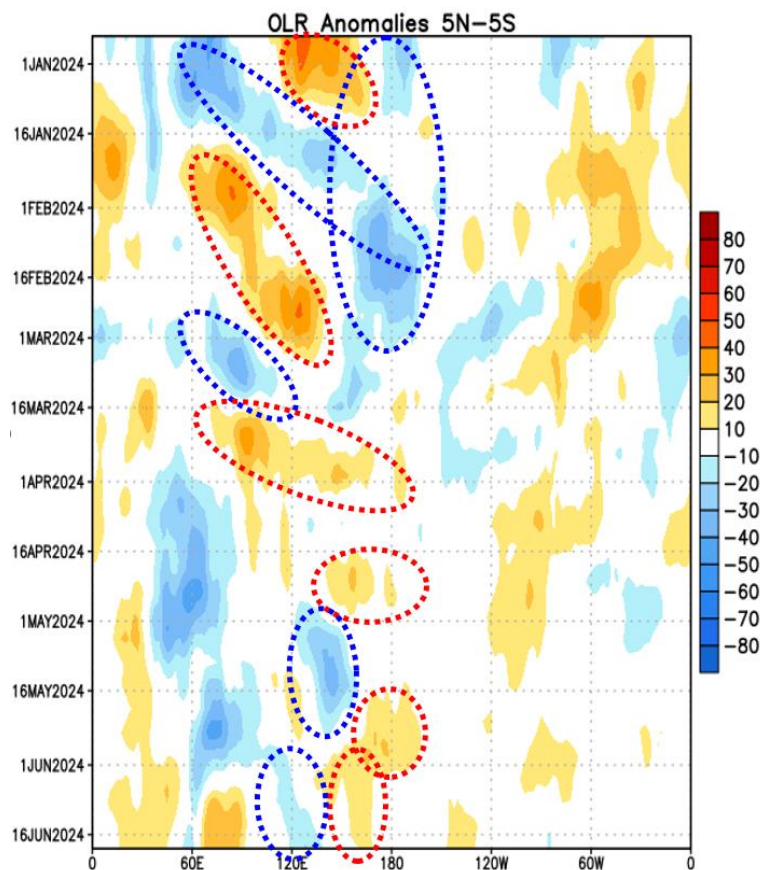
2024年6月，赤道太平洋的海表面温度已经恢复到ENSO中性状态。然而，未来几个月，拉尼娜现象的可能性较高，预计在2024年7月至9月期间有65%的概率发展为拉尼娜，并有85%的概率在2024-2025年北半球冬季持续。这将导致东南亚地区降雨量增加，有助于棕榈油生产。

图 2.4.1：印度洋 3-5 月海表面温度及海面 OLR 异常情况



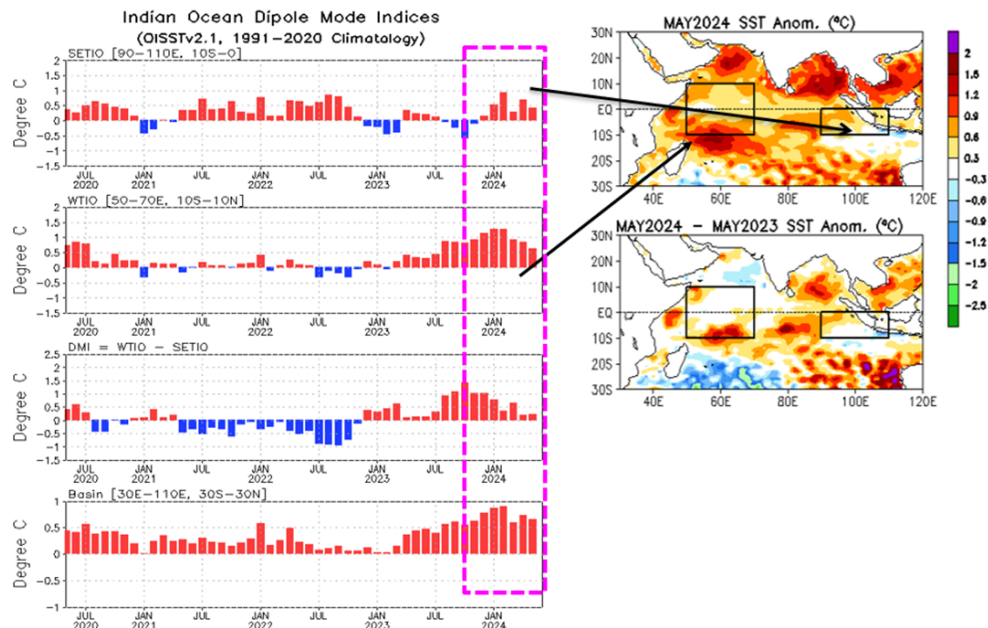
资料来源：NOAA、南华研究

图 2.4.2：印度洋 2024 年 OLR 剖面演变



资料来源：NOAA、南华研究

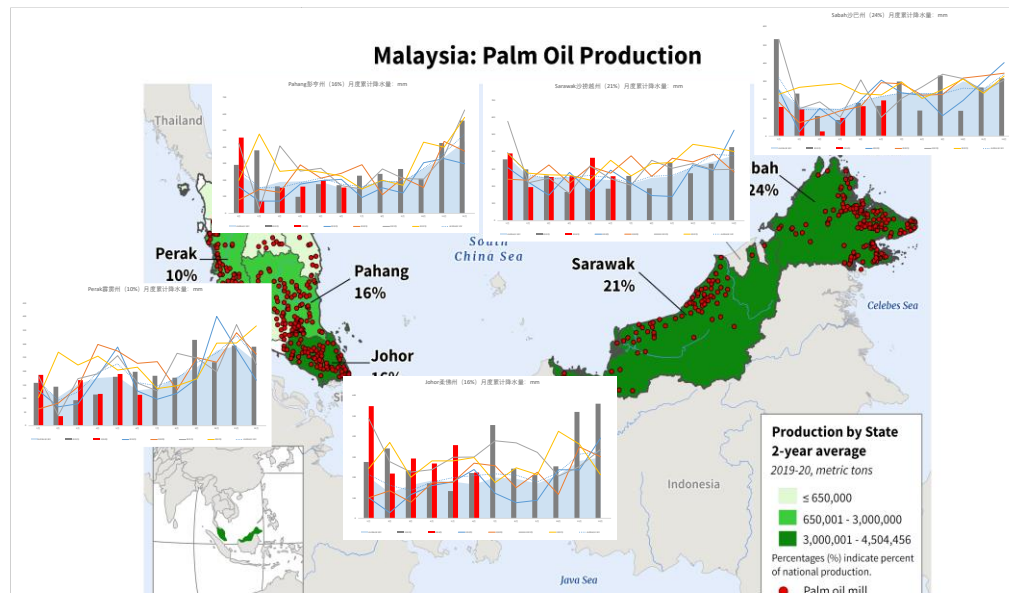
图 2.4.3: 印度洋 IOD 指数当前情况



资料来源: NOAA、南华研究

具体到马来西亚，早期降水不足的情况对秋季棕榈油果实产量产生不利影响。马来西亚在2-4月期间的降水显著低于历史同期水平，这对于棕榈油生产造成了压力。如果未来几个月降水量恢复正常，可能会对棕榈油生产有所帮助。

图 2.4.4: 马来西亚棕榈产区历史降水量

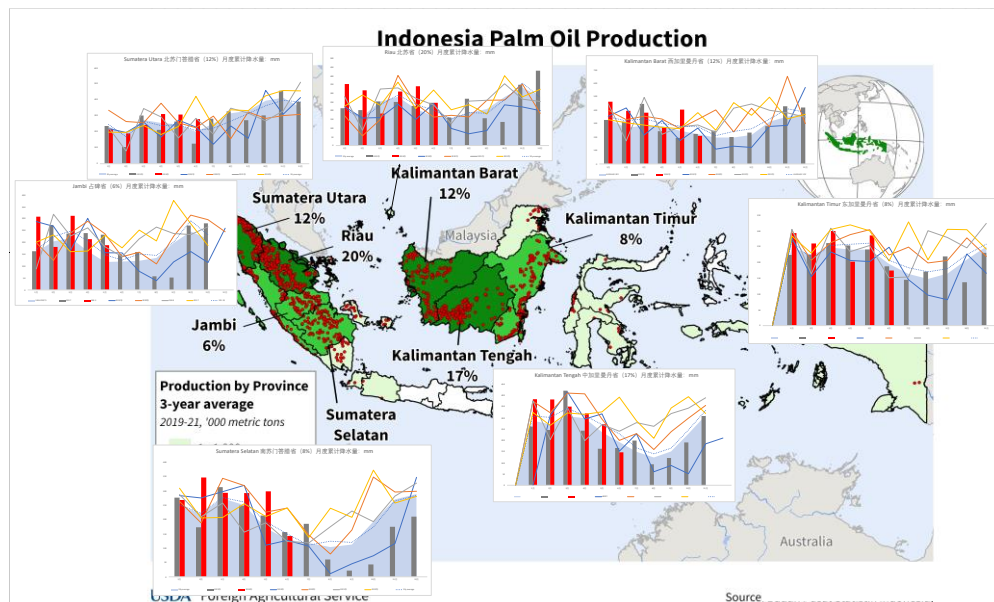


资料来源: 路透、USDA、南华研究

印度尼西亚的降水情况相对较好，但整体产量增长能力有限。报告中指出，未来几个月，印尼大部分地区的降水情况稳定，仅南苏门答腊可能会受到轻微影响。

这意味着，印度尼西亚的棕榈油产量在未来几个月内可能保持稳定。

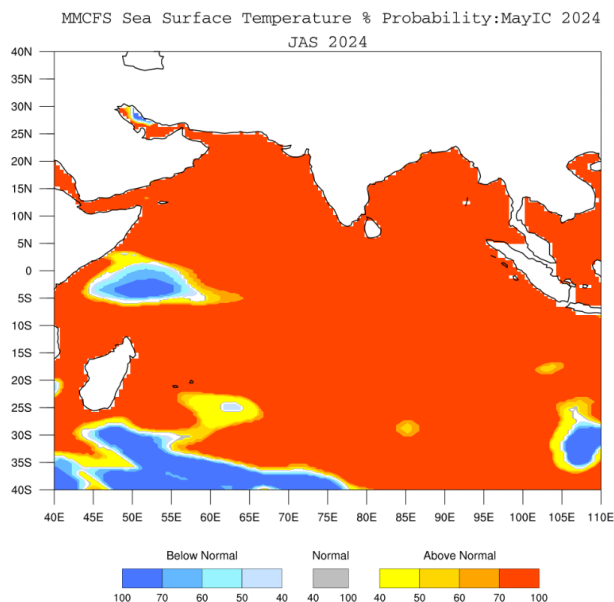
图 2.4.5：印度尼西亚棕榈产区历史降水量



资料来源：路透、USDA、南华研究

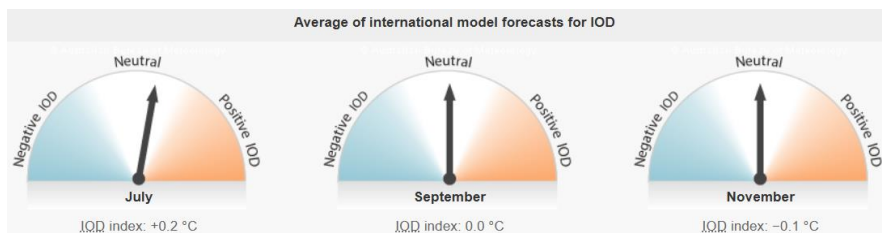
印度洋的IOD指数在2024年5月后逐渐恢复中性状态，有助于维持正常的季风降雨模式，从而改善东南亚地区的降雨分布。进入夏季，印度洋海表面温度整体偏暖，季风降水增强，东南亚地区的降雨量预计正常，有利于棕榈油生产。

图 2.4.6：印度洋 7-9 月海表面温度展望



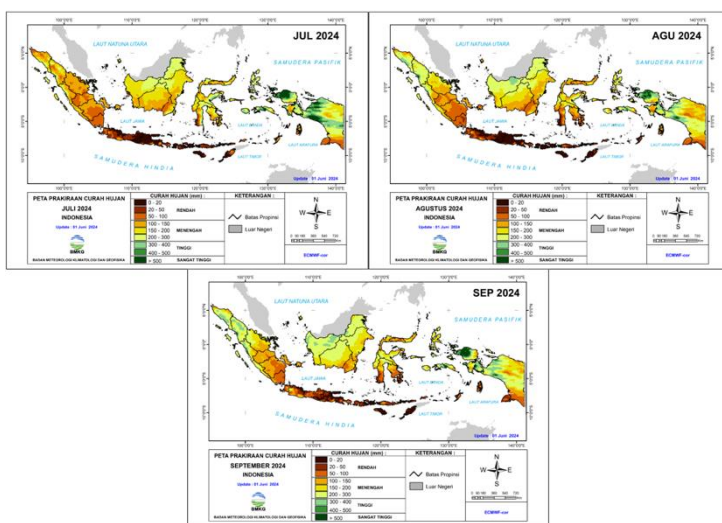
资料来源：IMD、南华研究

图 2.4.7：印度洋 7-9 月 IOD 指数预估



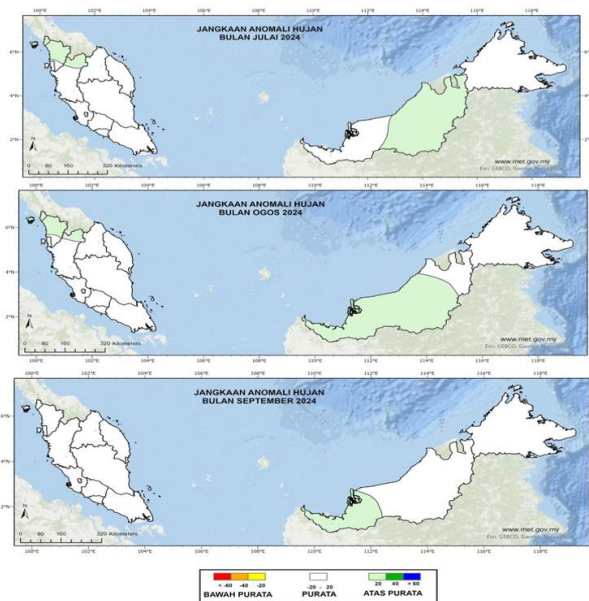
资料来源：IMD、南华研究

图 2.4.8：印尼未来天气情况



资料来源：BMKG、南华研究

图 2.4.9：马来未来天气情况



资料来源：MET、南华研究

综合来看，对于三季度棕榈油来说，由于前期天气情况尤其降水情况表现不佳，从6-9月，产地或将持续出现产量不及预期的情况。因此产地后续的供给能力暂时考虑增长空间非常有限。消费方面，考虑印尼的生物柴油消费和马来生物柴油加工消费在能源价格预期相对走强的情况下会始终偏强，因此两国的消费考虑与去年持平或微增。但其中需要注意的是，能源价格回落风险下，生物柴油消费的积极性或走差，对两国消费增长空间提出挑战。

图 2.4.10：两国棕榈油产量合计

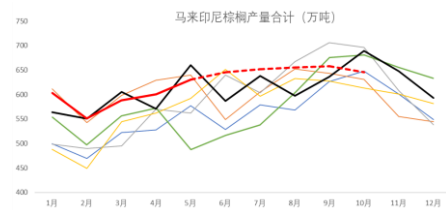


图 2.4.11：两国棕榈油出口合计

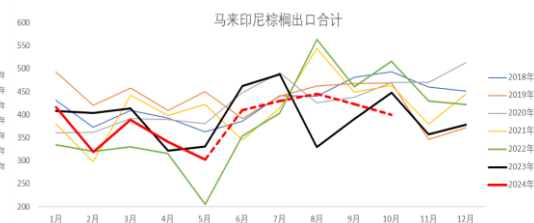


图 2.4.12：两国棕榈油消费合计

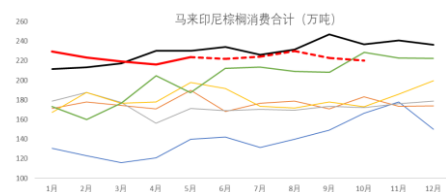
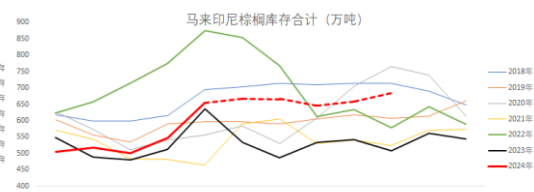


图 2.4.13：两国棕榈油库存合计



资料来源：MPOB、GAPKI、南华研究

对于印度植物油需求来看，由于前期国际葵油价格具有明显优势，印度明显增加了葵油的进口并缩减了豆棕油的进口，尤其是棕榈油的进口。棕榈油的进口占比在本年度有明显的走弱。考虑后续国际葵油剩余供给明显不足，价格显著走强的情况下，印度对葵油需求将会回归豆棕油。且本年度以来印度的油脂库存因为进口量的相对减少而有明显的去化，未来在库存缓冲垫明显变薄的情况下，印度对油脂的绝对进口需求量考虑会同步增长。

图 2.4.14：印度葵油进口

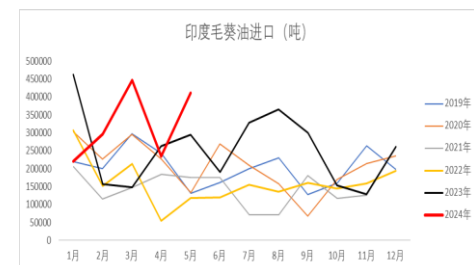


图 2.4.15：印度豆油进口

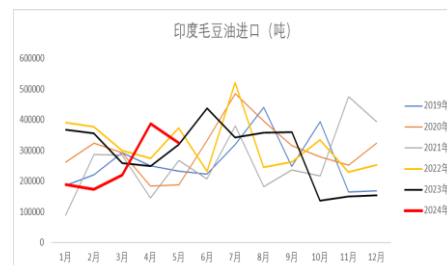
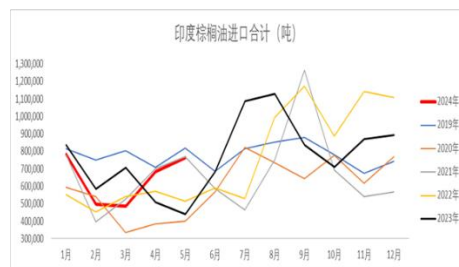


图 2.4.16: 印度棕榈油进口



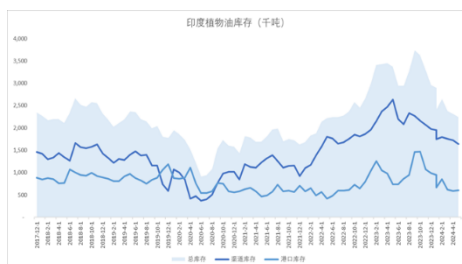
资料来源: MPOB、GAPKI、南华研究

图 2.4.17: 印度棕榈油进口占比



考虑到进口便宜程度，印度对棕榈油的进口需求存在明显恢复的预期，再叠加印马两国的可用出口能力明显不及去年，即使印马消费表现不佳可能出口方面对其的需求也可以补足本地消费未来不佳的空间，国际豆棕价差考虑会持续疲弱。

图 2.4.18: 印度国内植物油库存



资料来源: SEA、南华研究

图 2.4.19: 国际豆棕价差



展望后续全球棕榈油及植物油，当前产地在供给增长上限明显不足的情况下，预计全球棕榈油会因为阶段性偏紧而价格表现相对强势。尤其在印度三季度对油脂的进口需求回归棕榈油和豆油之后，国际棕榈油及豆油的价格下方支撑相应增强。

考虑到国际豆油，由于阿根廷的丰收上市，后续随着其本国的开工率逐步增加，国际豆油的供给量会随之上升，国际豆油的供给充沛预期考虑强于棕榈油，因此国际豆棕价差走势考虑会在持续低位运行。

而对于国际菜油，由于新年度国际菜籽存在较大的供给不确定性，欧盟天气及澳洲天气的不佳会对国际菜油供给造成一定程度的影响，考虑三季度的国际菜籽价格整体波动水平或将随着二季度菜籽出口逐渐结束压力缓解，而价格区间有所上升。

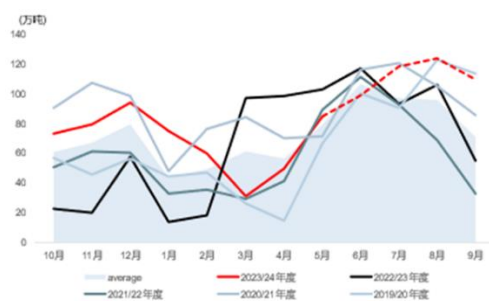
消费端需要考虑全球生物柴油的增量消费在三季度增量会较二季度有相对明确的增加，主要缘故考量到三季度为柴油消费的忘记，尤其欧美的夏季假期，出行增加带动柴油消费，因此三季度国际柴油及生物柴油的季节性增长预期下，消费端同样可以助力油脂价格区间上抬。

2.5 国内油脂油料供需展望

2.5.1 蛋白：供强需弱格局未变

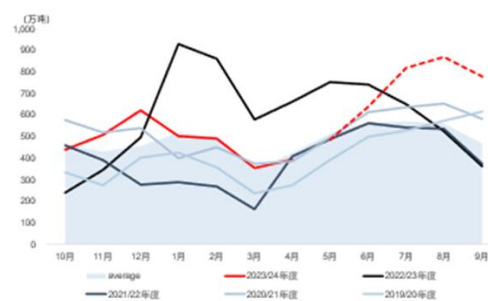
对于国内蛋白，二季度处于大豆大量到港的预期不断转化为现实的过程中，无论是港口还是油厂的大豆库存都呈现超季节性回升的增速。在此背景下，油厂面临的原料胀库压力不断增加，被迫保持高开机来缓解库容压力，由此豆粕库存同样表现为季节性累库趋势。蛋白粕不断增加的供给压力持续压制盘面价格与基差，但三季度来看，豆粕库存可能将迎来拐点，并且随着美豆逐渐进入种植关键期，仍需要持续关注产区天气的影响。

图 2.5.1.1：国内油厂豆粕库存



资料来源：钢联、南华研究

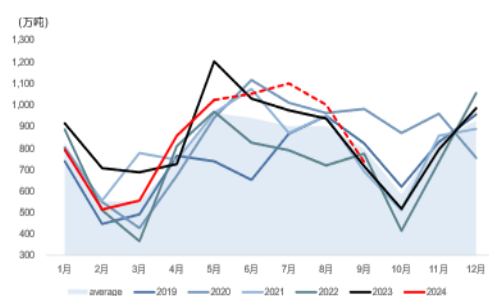
图 2.5.1.2：油厂大豆库存预估



资料来源：钢联、南华研究

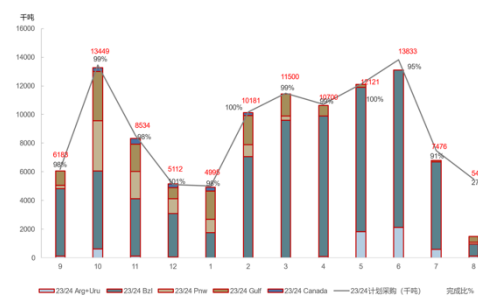
进入三季度，供应端来看仍将保持历史新高的到港量，对应压榨量虽有放缓趋势，但仍位居高位，豆粕产量供应继续表现较为充裕。但由于当前豆粕价格不断下行，叠加下游备货情绪谨慎，油厂买船行为或将因此而有所减少，在原料到港压力逐渐放缓后，油厂库容压力在三季度末有望得到缓解。

图 2.5.1.3：大豆进口预估



资料来源：钢联、南华研究

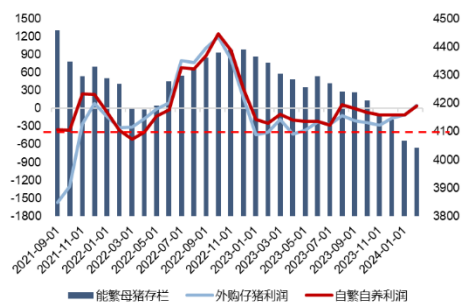
图 2.5.1.4：大豆采购计划完成进度



资料来源：CHS、南华研究

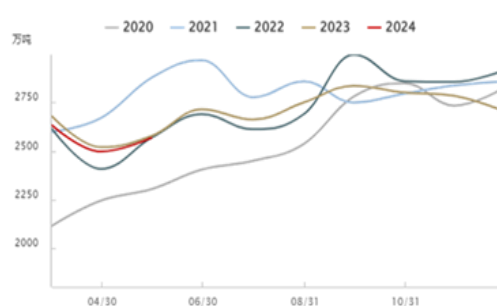
需求端来看，养殖方面或能给予豆粕消费一定程度上的支撑。目前来看生猪出现明显二次育肥“抢跑”与压栏迹象，且本次二育预估会更加坚定并持续，带来的供应缩量可能会进一步抬升价格，进而使得养殖利润存在继续上行空间。叠加豆粕当前在蛋白饲料中具有较高性价比，三季度饲料产量与豆粕添比有望继续增加。

图 2.5.1.5：能繁母猪存栏与利润



资料来源：农业农村部、南华研究

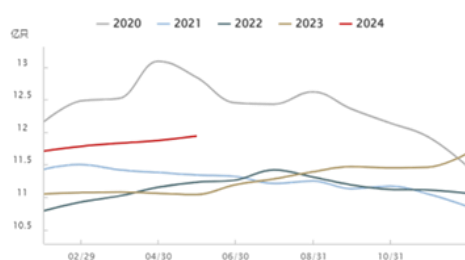
图 2.5.1.6：月度饲料产量



资料来源：饲料工业协会、南华研究

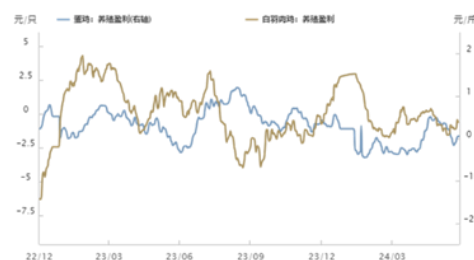
从蛋鸡的存栏以及补栏情况看，当前可淘蛋鸡有限。三季度肉蛋禽养殖利润虽存在转好的预期，但随着出栏量恢复高位兑现利润，豆粕的消费考虑以刚需支撑为主。

图 2.5.1.7：蛋鸡存栏



资料来源：卓创、南华研究

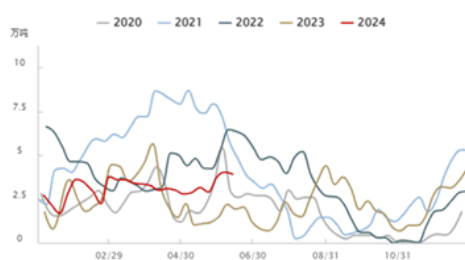
图 2.5.1.8：蛋鸡、肉鸡养殖利润



资料来源：钢联、南华研究

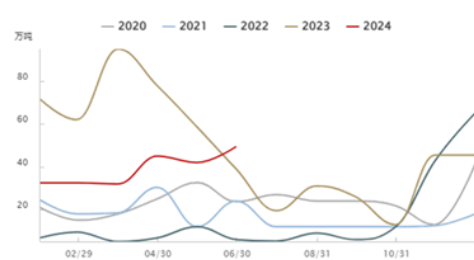
菜粕端由于水产养殖利润的下滑，导致整体市场情绪偏弱。供应端二季度菜籽供应结转，叠加三季度菜籽到港都维持高位，菜粕库存预计将同样表现为累库趋势。由此今年以来豆菜粕价差提前来到历年高位水平，三季度预计将继续维持。

图 2.5.1.9：油厂菜粕库存



资料来源：钢联、南华研究

图 2.5.1.10：菜籽到港量



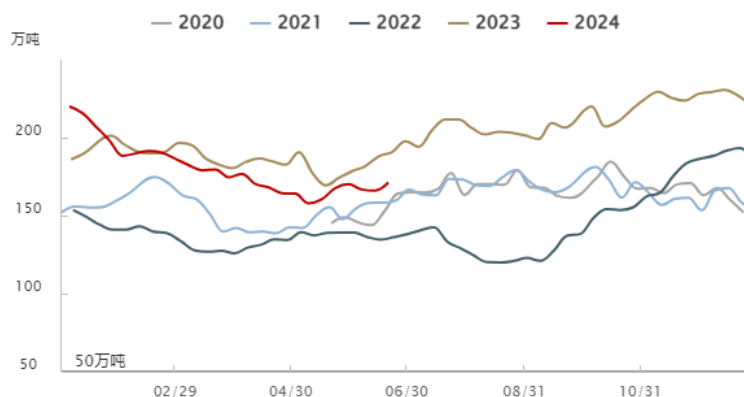
资料来源：钢联、南华研究

2.5.2 油脂：短期紧张导致油脂价格分化

对于国内油脂，相较于二季度，三季度国内油脂的价格水平可能也会有相应的向上抬升。但考虑油脂间的分化会加大。主要是考虑到当前三大油脂整体的库存水

平依旧在高位运行，但油脂各自的库存水平和未来供给预期走势不同。

图 2.5.2.1：国内三大油脂库存合计



资料来源：钢联、南华研究

对于棕榈油，由于产区的供给预期能力减弱，可供出口有限的情况下，国内棕榈油进口利润预期较难被持续给出，对国内的棕榈油进口很不有利。因此考虑棕榈油在当前显示库存偏紧且未来进口量同样偏紧的情况下，价格走势会明显在三大油脂中表现偏强。这种偏强可能会一定程度的令棕榈油的消费量相对走弱，整体表现弱于季节性预期，但考虑即使表现偏弱，对于棕榈油来说，库存和供给对其的限制显著会影响价格，消费的能力弱势更对是因为供给的不足和性价比的疲弱，因此价格受到供给影响毋庸置疑。但考虑到三季度上半期因为现实供给依旧存在，因此短期棕榈油的基差及月差考虑会偏弱运行，但后半期随着预期进口量的明显走弱，以及未来供给预期的走差，三季度后半期棕榈油的基差及月差有反弹的动力。

图 2.5.2.2：国内棕榈油表观消费量

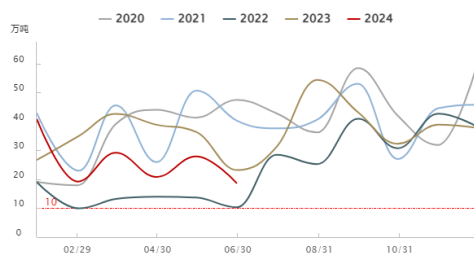


图 2.1.2.3：国内棕榈油库存

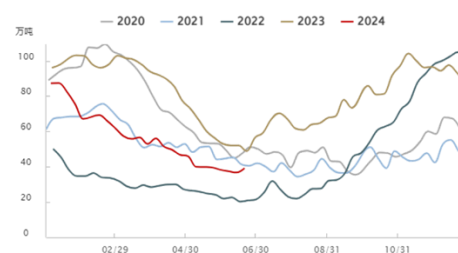
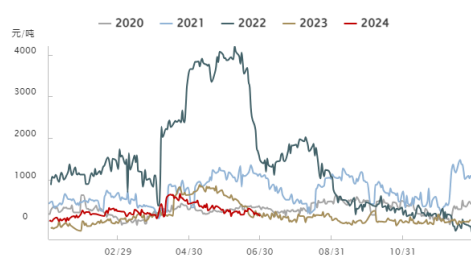
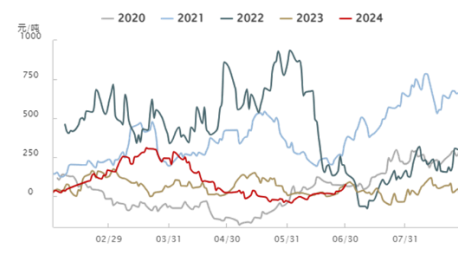


图 2.5.2.4：华南棕榈油基差



资料来源：钢联、南华研究

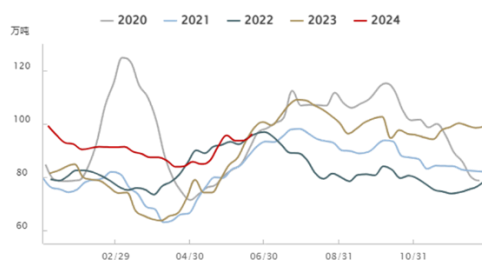
图 2.2.2.5：棕榈油 9-1 价差



资料来源：钢联、南华研究

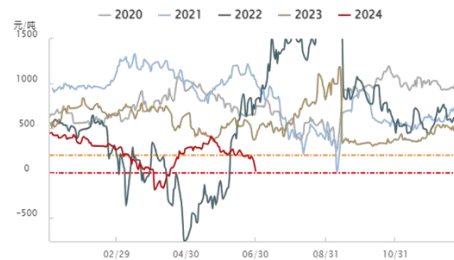
对于未来的豆油，供给端随着国内大豆的到港预期不断兑现，油厂在必须开机保证供给及市占的情况下，豆油跟随供给增长，相较于二季度供给边际明显走松。对未来国内的豆油库存形成明显的补充预期。而对于三季度，由于存在双节备货的需求，豆油的消费增长在供给和性价比的共同加持之下，考虑消费同样有走强预期。但消费的走强是性价比增加的结果，因此考虑在相对于棕榈油的明显供给增长预期之下，国内的豆棕价差在三季度考虑会始终偏弱运行。

图 2.5.2.6: 国内豆油库存



资料来源：钢联、南华研究

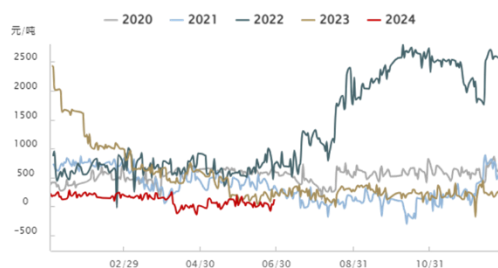
图 2.5.2.7: 国内豆棕价差



资料来源：钢联、南华研究

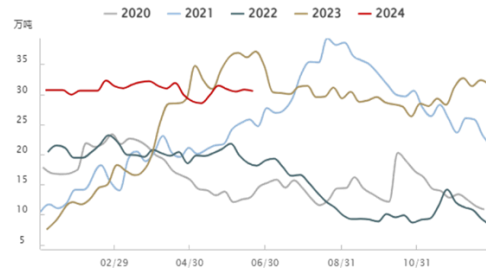
对于菜油，相较于国际菜油相对明确的反弹，国内菜油预期反弹动力明显不足。主要缘故在于异常充沛的库存储备以及持续稳定的到港预期。以当前的国内菜籽到港预期和菜油当前的高库存来看，菜油的供给弹性非常充分，在基差和月差角度同样体现出了菜油供给对价格的压力水平。对于三季度，由于菜籽和菜油的供给有继续稳定的表现，虽然在豆棕，尤其棕榈油的价格带动下，菜油存在相应价格跟涨的预期，但考虑菜油的跟涨动力明显不足。三季度菜油考虑会继续疲弱运行。

图 2.5.2.8: 华东菜油基差



资料来源：钢联、南华研究

图 2.5.2.9: 华东菜油库存



资料来源：钢联、南华研究

3. 后市展望

3.1 蛋白展望：供强需弱，震荡走势

对于三季度的油料及蛋白，大豆方面来看，美国供应方面中西部地区逐渐进入7、8月种植关键期，当前种植天气由于全国降雨分布不均导致区域间优良率发生差异，但总体看种植情况仍以乐观看待。后续看北部地区降雨压力将逐渐向东转移，将使得中东部产区干旱情况得到一定程度修复。总体上看单产、面积双增的预期逐渐明朗，后续继续跟踪天气情况来逐步验证。需求方面随着巴西大豆的销售殆尽，在三季度美豆有望重回出口市场，进而为美豆当前已跌破成本的盘面提供支撑。菜籽方面预计加菜籽种植继续表现顺利，出口需求端在澳菜籽挤占效应逐渐减少过程中同样存在转好预期，但整体看对国际菜籽价格支撑有限，或将继续以承压为主。

对于国内蛋白来看，三季度蛋白粕的价格将继续受制于原料的绝对供应量而表现为区间弱势震荡运行。在美豆新作种植顺利背景下，国内豆粕盘面大幅上行驱动有限。但当前看豆粕盘面价格基本充分挤出天气升水并处于逐渐计价三季度供应压力过程中。随着后续买船节奏逐渐放缓，三季度到港与库存压力或将迎来年内拐点，同时需求端养殖育肥的备货需求将成为打破饲料厂物理库存持续低位的另一潜在利多。估值看成本端美豆跌破成本后下行压力加大，巴西贴水保持韧性的预期下，盘面价格有望迎来边际上行驱动。菜粕价格同样由于后续到港压制叠加需求端水产备货不及预期而不断回落，三季度预计菜系自身基本面驱动有限。

综合来看，三季度现货基差以及盘面价格将在区间内震荡偏弱运行，虽可能出现前期利空边际好转带来部分反弹，但在弱预期转化为现实的背景下，豆粕09走强仍需更多利多驱动。以目前基本面看，考虑上方压力区间仍在3600-3800附近，震荡下沿处于3000-3100左右；豆粕01由于三季度后供应压力减弱预计较09偏强，正套操作在基本面未变情况下需以谨慎思路看待。豆菜粕价差波动区间或将在500-800之间，菜粕价格波动区间跟随豆粕及相对价差变动。

3.2 油脂展望：宽松供给与消费不确定

对于三季度油脂，考虑国际油脂的波动可能会强于国内油脂，尤其菜油端国际存在菜籽减产预期，原材料抬升及供给相对减少的情况下，国际菜油价格可能会有有一定的反弹。但国内菜油受制于高库存和稳定的前期买船带来的供给，国内菜油的跟涨动力预期明显不足。

对于棕榈油来说，由于产地的供给预期不佳，在供给偏紧的情况下棕榈油的价格会始终表现偏强，加之印度在三季度预期会增加对棕榈油的进口消费需求，因为

前期的进口库存已经明显消化，且前期进口的葵油当前已经不具备继续进口的能力，因此印度对棕榈油的进口需求将会是棕榈油价格增长的另外一个明显动力，在供给偏紧而需求增长的情况下，国际棕榈油价格预期明显抬升。而国内棕榈油在当前的现实库存偏紧，进口预期平淡的情况下，可以预见未来的供给始终表现偏紧，因此国内棕榈油跟涨国际的动力预期强劲。

对于豆油，由于大豆前期买船当前大量到港，且可以预计，三季度将会是国内大豆供给压力最大的时期，在此之下，国内油厂在被迫高开工率的预期下，豆油供给明显增加。虽然三季度同样是国内油脂的消费旺季，但总体来看，国内油脂消费的增长更多是消化增量消费，使得豆油库存增长的斜率相对平缓，从绝对量上来看，豆油未来库存的增长依旧是相对确定的事实。且供给端和库存端显著的差异，会令未来的豆棕价差持续被压制，这其中可能会对豆棕价差形成利好的因素则需要北美种植季的天气不佳对未来供给预期的提振，但总体考虑提振能力有限。

整体来看，三大油脂的棕供给相较二季度表现依旧平稳，在三季度后半期可能存在因为棕榈油进口量明显退出的情况下整体油脂供给水平的走低。因此油脂绝对价格考虑走单边的可能性依旧较低，但油脂内部的分化会明显增加，以棕榈油为例，下方的支撑可能在7400至多到7200，上方的空间考虑在8800左右。豆棕价差在三季度可能在-200-300左右的区间运行，多数时间考虑会低于100。但这其中非常重要的一点是宏观经济尤其美联储政策预期不出现大的意外，如果后续因为全球经济开始交易衰退的逻辑或衰退的风险增加，则对油脂的估值空间将会有进一步的打击。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

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。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。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。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货
NANHUA FUTURES



南华期货 APP