

2024 年 09 月 24 日

## CBOT 豆油下跌因素分析及未来走势展望

傅博

投资咨询从业资格号：Z0016727

fubo025132@gtjas.com

尹恺宜

投资咨询从业资格号：Z0019456 yinkaiyi024332@gtjas.com

李隽钰（联系人）

期货从业资格号：F03119603

lijunyu028807@gtjas.com

### 报告导读：

2024 年 9 月份之前，CBOT 豆油走势相比其他油脂要弱，我们认为今年以来 CBOT 豆油的弱势，主要受生柴因素和大豆因素影响，分别对应 CBOT 豆油的需求因素和供应因素。

美国生物柴油的商业效益变差以及美国生物柴油相关政策的不确定性引发了对美豆油需求前景的担忧。2024 年南美大豆产量创记录，加上美国大豆丰产基本确定并且结转库存预期大幅上升，令 CBOT 大豆承压下行，无论是从供应的角度考虑，还是从原材料成本的角度考虑，CBOT 豆油均受到来自 CBOT 大豆的负面影响。

关于未来 CBOT 豆油的走势，我们有以下几点想法：

1、美豆油相比其他生柴原料的高估值已经基本得到修复；但是，美国生柴政策的不确定性依然存在，一方面未来的政策可能将倾向于更环保的原料，另一方面按照目前原油（柴油、燃油）走势明显弱于植物油走势的情况来看，仍然不利于全球生物柴油的需求的。所以美豆油的需求前景暂时仍不乐观。

2、2024 年全球大豆丰产确定、美国大豆丰产和高库存也基本确定，在看到 2025 年南美大豆产区出现较大的天气问题之前，宽松的供应将令 CBOT 大豆缺乏上涨驱动，美豆油成本端的推动仍然看不到。

3、美豆丰产而出口进度仍然落后去年同期的情况下，或利好美国国内榨利，美豆保持高压榨量也将限制 CBOT 豆油的上涨动能；后续关注美豆大量压榨导致的豆粕供应压力，初步来看美豆粕后续的压力会大于美豆油压力，或导致 CBOT 的油粕比走高。

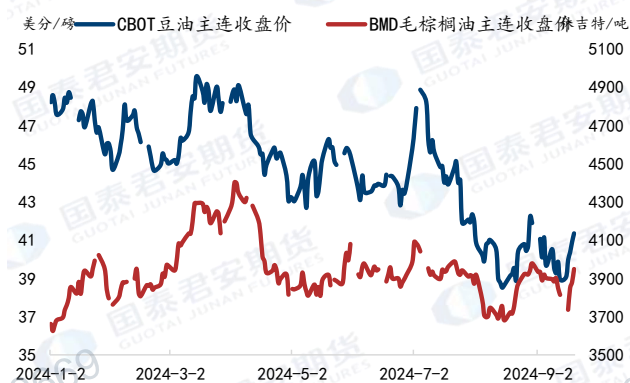
(正文)

## 1. 2024 年至今，CBOT 豆油走势明显偏弱

今年以来，CBOT 豆油的走势相比其他植物油明显偏弱，而且和原油走势同步率不高。

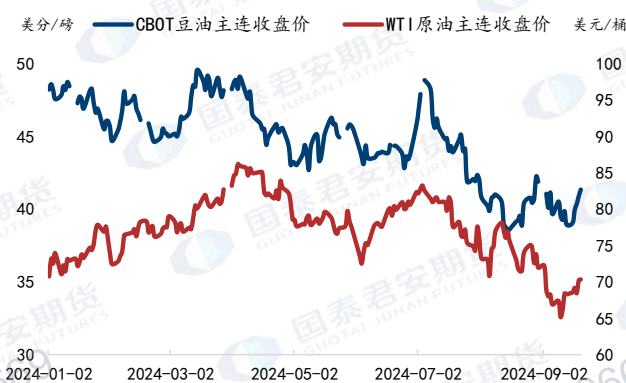
今年以来，CBOT 豆油的相对弱势主要体现在两个阶段：1、1-2 月份，BMD 毛棕榈油和 WTI 原油是震荡上行的，但是 CBOT 豆油却是震荡下行的。2、7 月初到 8 月中旬，CBOT 豆油的跌幅明显比 BMD 毛棕榈油和 WTI 原油要大的多。通过观察对比和分析，我们认为 CBOT 豆油的走势较 BMD 毛棕榈油和 WTI 原油弱，主要归于 2 个原因：生柴因素和大豆因素。

图 1：CBOT 豆油和 BMD 毛棕榈油走势对比



资料来源：同花顺 iFind，国泰君安期货研究

图 2：CBOT 豆油和 WTI 原油走势对比



资料来源：同花顺 iFind，国泰君安期货研究

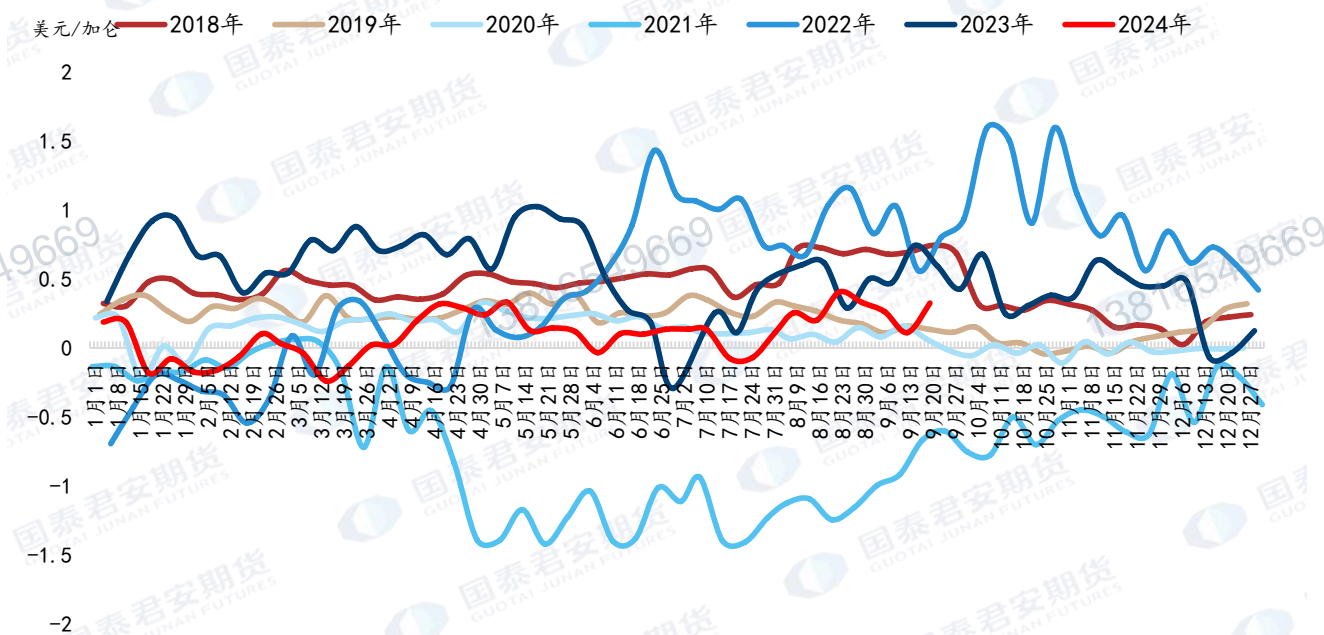
## 2. 生柴因素对 CBOT 豆油价格的影响

美国生物柴油的商业效益变差、美国生物柴油的产能扩张速度放缓、以及美国生物柴油相关政策的不确定性是导致 CBOT 豆油价格下行的主要原因之一。其本质是修正美豆油因美国生物柴油消费增长预期而给予的相比其他植物油和生柴原料的过高的估值。

今年以来，美国生物柴油生产商的利润持续变差。正如我们在专题报告《Vertex 暂停可再生柴油生产：高成本下的利润危机》中提到的，可再生行业是一个高成本、高补贴的市场，生产环节和全产业链的利润对原料的成本变动和补贴变化相当敏感。2023 年下半年起 RIN 价格暴跌导致全产业的收益下降，仅 RIN 价值 1.7 美元的下降就抵消了生柴利润 1.3 美元的改善，补贴金额总共下降了 2.3 美元，这使得原本生产利润丰厚的工厂的利润率下降。补贴的下降对于高成本行业来说，意味着更加严苛的成本管理，其中最重要的就是原料的选择和运营成本的控制。为了控制原料成本，生柴厂转向更多碳积分的低 CI 原料，如牛油、玉米油、菜油和 UCO，从而导致上述非豆油类的原料的进口大幅增加；另外，部分运营成本高企的企业被迫暂停可再生柴油生产，转而利用加氢产能生产化石基燃料，有些企业更是有意放缓甚至取消了新的生柴产能的建设。

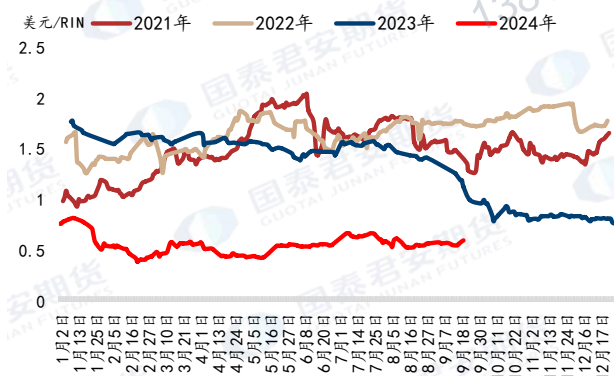


图 3：美国生物柴油运营回报



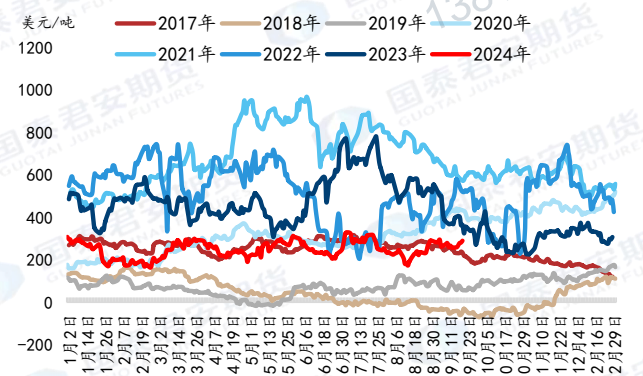
资料来源：OPIS，国泰君安期货研究

图 4：RINs D4 走势



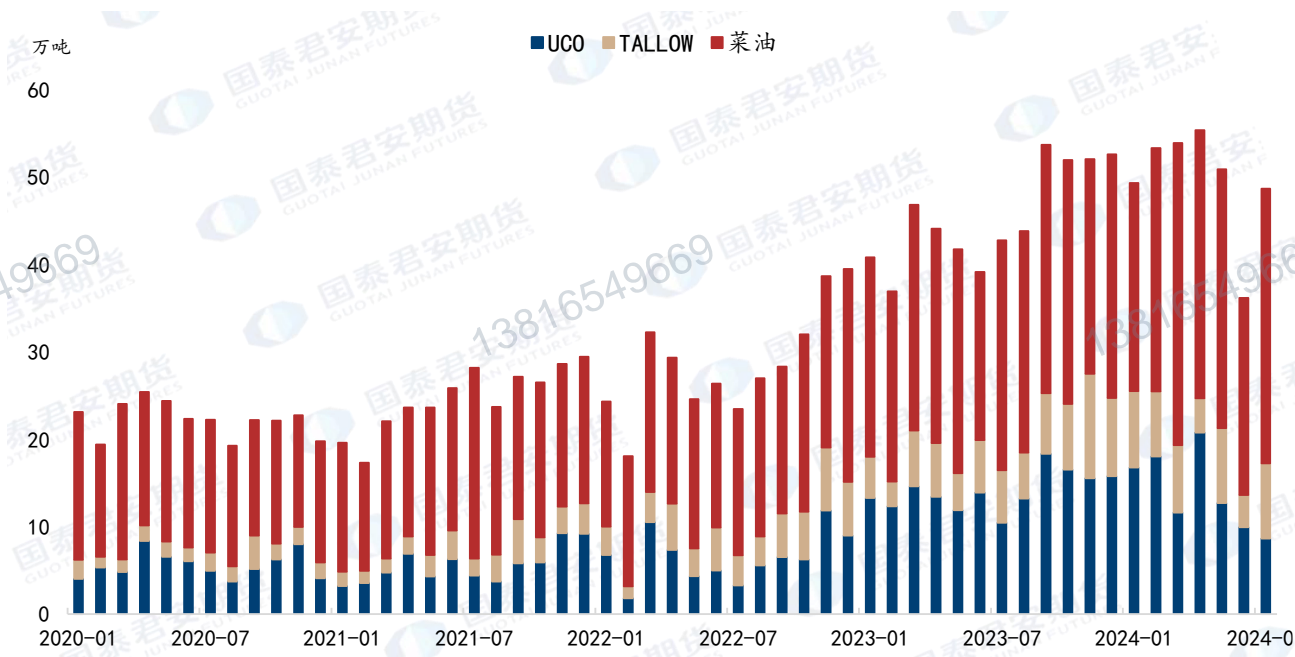
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 5：BOHO 价差（豆油-燃油价差）



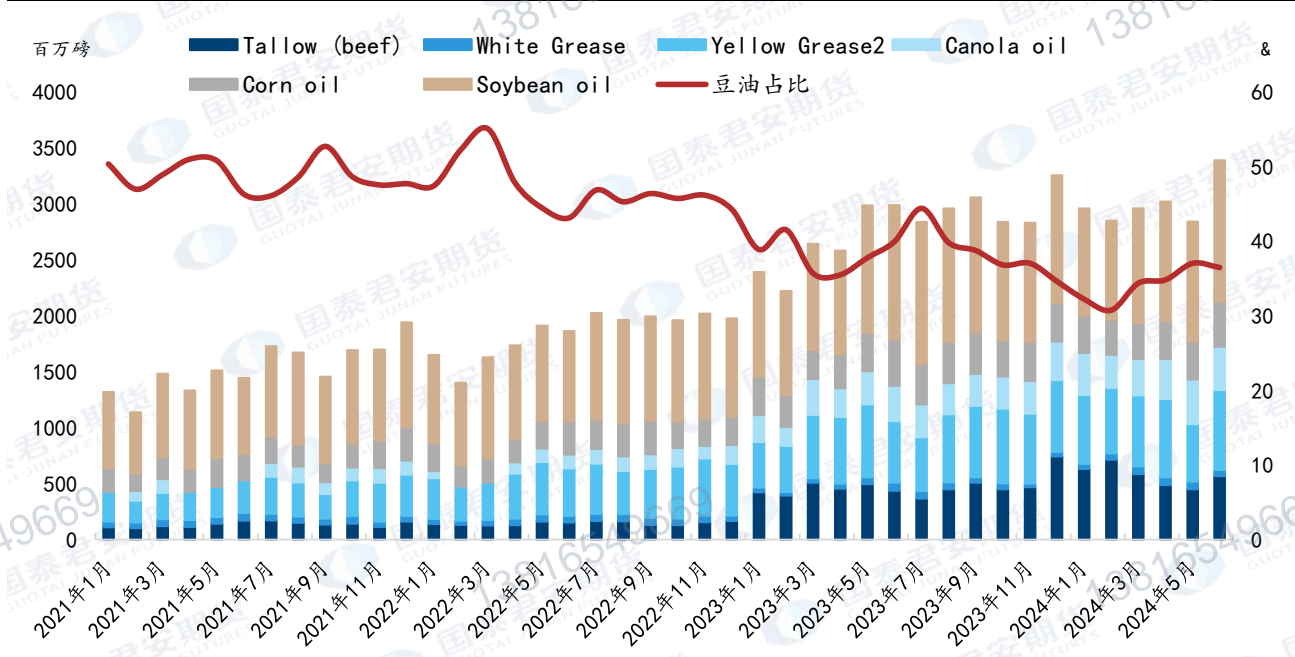
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 6：美国 UCO、Tallow、菜油进口量



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 7：美国生柴原料及原料中豆油占比



资料来源：EIA，国泰君安期货研究

美国的生物柴油产业高度依赖政策，美豆油价格对生柴政策变化的敏感度非常高。2024 年以来，美国的多项和生柴有关的政策类事件令市场担忧豆油在生物柴油中的消费增速将放缓。5 月份，美国可持续航空燃料政策出台，多家企业表示将把可再生柴油（RD）装置转化生产可持续航空燃料（SAF），企业转产 SAF，可以获得的补贴是高于 RD 的，但是对原料的要求会变高，企业会更倾向于废油脂和动物油脂等低碳原料。7 月份，美国联邦法院驳回了美国环境保护署 2022 年拒绝小型炼油厂豁免国家生物燃料混合计划

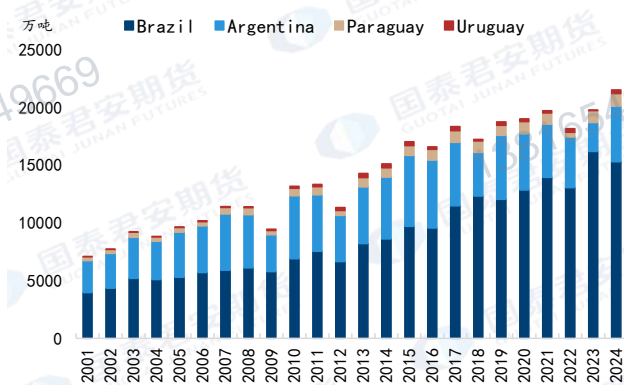
决定，并将此事发回该机构审查；小型炼厂豁免（SRE）获得批准，通常意味着生物燃料需求减少。8月份，加州建议初榨大豆油和菜籽油生产的生物质柴油可以申请的信用额度为公司每年报告的生物质柴油量的20%，超过的部分将按照当年适用柴油池基准的碳强度或适用燃料途径的认证碳强度进行评估，取较高者；该政策意味着加州初榨大豆油和菜籽油的需求量增速将被限制，另外由于加州的零排放车辆政策和清洁燃料政策，未来该州的总体柴油的需求将下降，即初榨大豆油和菜籽油的需求量将随着柴油消费总量的下降而进一步被限制。以上这些政策，再加上美国大选结果可能造成美国能源政策变化的不确定性（市场目前认为“哈里斯”倾向于新能与政策，“特朗普”倾向于传统能源政策），令市场担忧美国生柴需求增速放缓、担忧豆油在生柴原料中的需求占比将持续下降。

### 3. 大豆因素对 CBOT 豆油价格的影响

全球大豆供应宽松、美豆库存趋于宽松令国际大豆价格承压下行，原料价格疲软是 CBOT 豆油价格走弱的主要原因之一。另外，美豆丰产以及美豆压榨量持续增长也使得 CBOT 豆油在供应端缺乏上涨驱动。

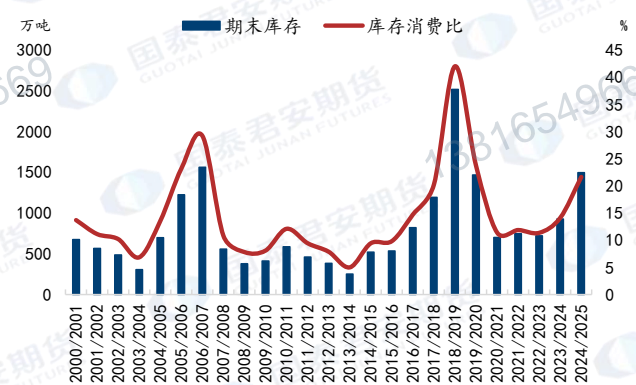
2024 年南美大豆产量创记录加上美国大豆丰产基本确定并且结转库存预期大幅上升，令 CBOT 大豆承压下行，对 CBOT 豆油构成负面影响。2024 年，虽然巴西大豆产量同比 2023 年有所下降，但是阿根廷大豆产量从 2023 年的大减产中恢复，根据美国农业部数据显示，2024 年南美四个大豆主产国：巴西+阿根廷+巴拉圭+乌拉圭的大豆产量为创纪录的 2.153 亿吨，比 2023 年增加 1735 万吨。美国农业部 9 月份的报告预估 2024 年美国大豆产量为 1.248 亿吨，也是历史新高，在美国农业部给出大豆压榨同比增 5.7%、大豆出口同比增 8.8% 的预期下，美国 2024/25 年度的大豆结转库存仍将从 2023/24 年度的 3.4 亿蒲上升到 5.5 亿蒲，是历史第三高的结转库存；但是截至 9 月中旬，2024/25 年度美国大豆出口仍落后 2023/24 年度同期 200 多万吨，美国大豆 2024/25 年度结转库存仍有上调风险。南美大豆产量创纪录和美豆结转库存预期高企，均反映出全球大豆及豆类商品供应宽松。2020 年以来，美国的生物柴油产业迎来新的爆发，美豆（豆油）的国内需求大幅上升，这导致 CBOT 大豆和 CBOT 豆油的相关性超过和 CBOT 豆粕的相关性。2024 年以来 CBOT 大豆持续走弱，对 CBOT 豆油持续构成负面影响。

图 8：南美四大主产国大豆产量



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 9：美国大豆期末库存和库存消费比



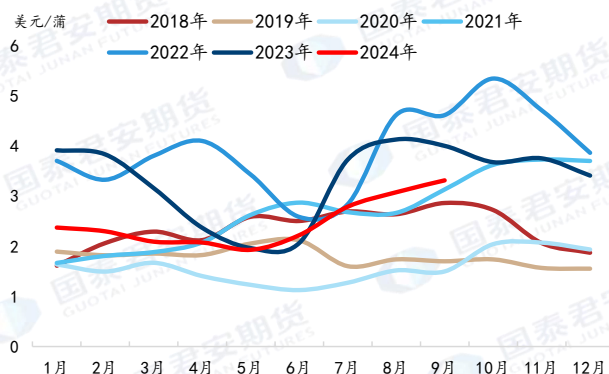
资料来源：USDA，国泰君安期货研究

压榨利润高企令美国大豆压榨量维持高位，美豆油供应保持充足令 CBOT 豆油缺乏上涨动能。根据 USDA 数据显示，2024 年以来，美国国内的大豆压榨利润较 2023 年有所下降，但是仍然处于中性偏上的



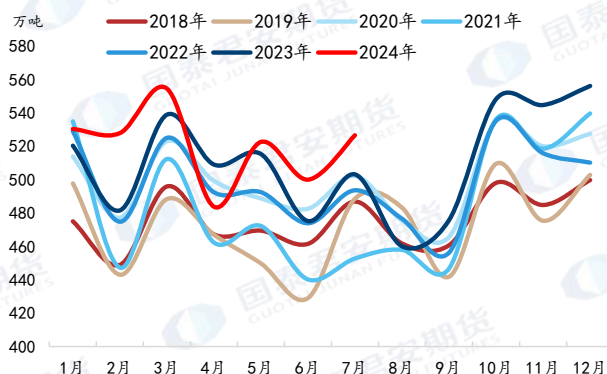
水平，再加上压榨产能的扩张，所以压榨企业维持高压榨量，2024年1-7月份美国大豆压榨量为3645万吨，较2023年同期增加2.9%，除了4月份以外，其他月份的压榨量均创历史同期新高。2024/25年度美豆丰产基本确定，USDA预估2024/25年度美豆国内压榨量将从2023/24年度的6242.4万吨上涨至6596万吨，这是USDA综合考虑了压榨产能扩张和美豆总需求（压榨+出口）后给出的预估，美豆压榨量保持增长将继续保障美豆油的供应，从供应角度来说，CBOT豆油缺乏上涨驱动。后续，需要关注美国国内大豆压榨利润的变化，美豆压榨量的持续上升将导致美豆粕供应量大增，如果美豆粕的国内消费量和出口量不顺畅，或将对美国国内的大豆压榨利润和压榨量产生负面影响，进而影响豆油的供应。

图 10：美国压榨企业大豆压榨毛利



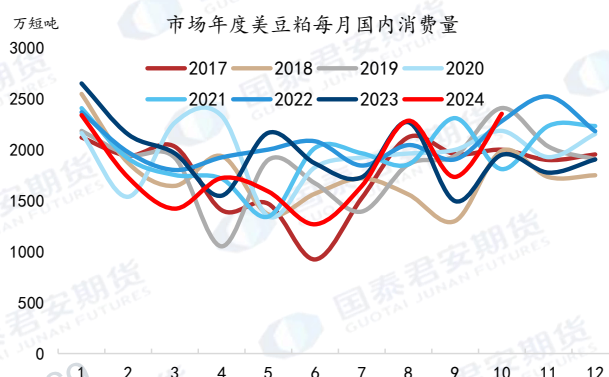
资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 11：美国大豆月度压榨量



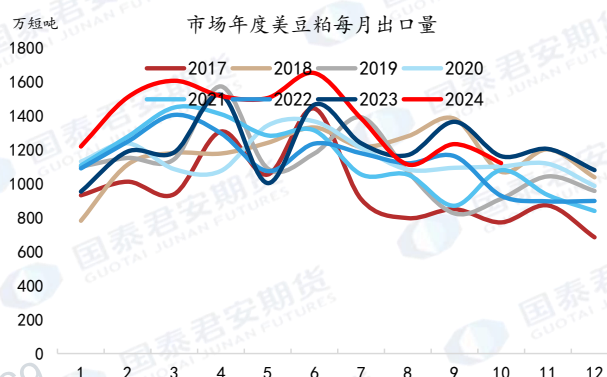
资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 12：美国豆粕国内消费量



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 13：美国豆粕出口量



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

## 4. 结论及展望

我们认为今年以来 CBOT 豆油的弱势，主要受生柴因素和大豆因素影响，分别对应 CBOT 豆油的需求因素和供应因素。

美国生物柴油的商业效益变差以及美国生物柴油相关政策的不确定性引发了对美豆油需求前景的担忧，主要原因是在美国生物柴油产业高速发展的预期下，市场给予美豆油的相对估值过高，导致产业开始转向其他更有性价比和更环保的原料，从而引发了对豆油需求增长的担忧。

2024 年南美大豆产量创记录，加上美国大豆丰产基本确定并且结转库存预期大幅上升，令 CBOT 大豆承压下行；大豆压榨利润高企、美豆粕出口强劲令美国大豆压榨量维持增长势头。所以，无论是从供应的角度考虑，还是从原材料成本的角度考虑，CBOT 豆油均受到来自 CBOT 大豆的负面影响。

结合上述分析，关于未来 CBOT 豆油的走势，我们有以下几点想法：

1、美豆油相比其他生柴原料的高估值已经基本得到修复；但是，美国生柴政策的不确定性依然存在，一方面未来的政策可能将倾向于更环保的原料，另一方面按照目前原油（柴油、燃油）走势明显弱于植物油走势的情况来看，仍然不利于全球生物柴油的需求的。所以美豆油的需求前景暂时仍不乐观。

2、2024 年全球大豆丰产确定、美国大豆丰产和高库存也基本确定，在看到 2025 年南美大豆产区出现较大的天气问题之前，宽松的供应将令 CBOT 大豆缺乏上涨驱动，美豆油成本端的推动仍然看不到。

3、美豆丰产而出口进度仍然落后去年同期的情况下，或利好美国国内榨利，美豆保持高压榨量也将限制 CBOT 豆油的上涨动能；后续关注美豆大量压榨导致的豆粕供应压力，初步来看美豆粕后续的压力会大于美豆油压力，或导致 CBOT 的油粕比走高。

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

#### 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

#### 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

#### 版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。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国君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，未经国君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。