

豆类价格重心震荡下移，棕榈油价格有所上升

——豆类油脂 2024 年度报告

2023 年 12 月 29 日 星期五

兴证期货·研究咨询部

农产品研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

胡卉鑫

从业资格编号：F03117395

联系人

胡卉鑫

邮箱：hbx@xzsfutures.com

内容提要

2024 年豆类供需整体趋松，价格重心震荡下移。

大豆供应方面，全球库存持续回升，供应转松趋势未出现明显改变。南美方面，巴西豆奠定丰产基础，阿根廷豆为大豆供应增量。虽然巴西产区干旱引发大豆产量预测区间下移，但是巴西种植面积的上升与以及降水向好趋势在一定程度上将提升巴西产量的容错度，若后市降水持续改善，巴西大豆产量仍然存在回升可能，目前整体产量变动不确定性较强。厄尔尼诺为阿根廷带来有利降水，大豆种植开局较好，叠加大豆种植面积小幅上升，本年度阿根廷豆产量迎来修复性增长，预计增加 2300-2500 万吨，基本弥补美豆与巴西豆的产量损失，同时巴拉圭、乌拉圭等国大豆产量同样有所上升，南美大豆丰产将持续改善全球大豆供应。豆粕方面，目前一季度采购进度偏慢，叠加春节油厂停工，大豆一季度到港量预计有所下降，该阶段供应有所趋紧，但是在豆丰产背景下，我国进口大豆供应较为充裕，豆粕整体供应趋松。需求方面，豆粕需求预计先升后降，整体增量有限。生猪养殖情况是豆粕需求的重要影响因素，上半年生猪存栏仍然维持较高水平，预计下半年开始去库，豆粕需求下半年预计有所下降，豆粕减量计划的

持续实施同样约束豆粕整体需求规模。整体而言，2024 年 1 季度豆粕供需偏紧，但随着油厂开工回升以及大豆到港量持续上升，豆粕全年供需转松趋势不变，价格重心有所回落。

油脂供需出现分化，棕榈油供应收紧，价格有所上移，豆油供应较为充裕，价格跟随外盘大豆回落。棕榈油供应方面，厄尔尼诺强度逐渐下降，减产预期有所减弱，但是整体供应难言充裕。本轮厄尔尼诺对印尼降水影响强于马来西亚，但是印尼产区干旱持续时间较短，主要影响二季度棕榈油产量，极端天气对产量影响整体有限，虽然 MPOB 表示马来西亚 2023/24 年度棕榈油将持续上升，但是市场仍然对来年产量持谨慎态度，产量预计仅增加 110-132 万吨，甚至可能减产 200 万吨。需求端受印尼 B35 计划推动，生柴消费带动棕榈油消费上升，食用消费整体较为稳定，棕榈油供需收紧，国内豆油产量小幅上升，在南美大豆丰产情况下，整体供应较为充裕。需求方面，豆油需求小幅上升，豆油供需仍然相对偏松。整体而言，2024 年棕榈油二季度预计开始去库，价格上移，豆油供需整体偏松，价格预计有所回落，可关注豆棕价差缩窄带来的交易机会。

风险提示：南美降水持续下降；棕榈油减产不及预期；生猪超预期去库；下游油脂修复超预期；

报告目录

一、行情回顾.....	1
二、大豆基本面：全球大豆库存持续重建，大豆供应趋松.....	3
2.1 南美大豆延续丰产预期，巴西干旱总体产量影响相对有限.....	3
2.2 美豆种植面积预计回升，产量存在修复可能.....	7
三、豆粕基本面：豆粕供需先紧后松，需求增速有限.....	8
3.1 豆粕供应：供应整体宽松，一季度豆粕供应阶段性趋紧.....	8
3.2 豆粕需求：豆粕需求预计前高后底，增幅相对有限.....	12
四、油脂基本面.....	13
4.1 棕榈油供应：厄尔尼诺影响减弱，棕榈油供应趋紧预期不变.....	13
4.2 国内供应：豆油供应宽松，棕榈油二季度预计开始去库.....	17
4.3 生柴需求：美国掺混不及预期，巴西、马印生柴需求上升.....	18
4.4 食用需求：中国油脂需求整体较为稳定.....	19
五、结论.....	21

图表目录

图表 1：2023 年 CBOT 大豆主力合约走势.....	2
图表 2：2023 年 DCE 豆粕主力合约走势.....	2
图表 3：2023 年 DCE 豆油主力合约走势.....	2
图表 4：2023 年 DCE 棕榈油主力合约走势.....	3
图表 5：巴西大豆种植面积持续上升.....	4
图表 6：巴西、阿根廷大豆预计丰产.....	4
图表 7：2024 年 1 季度巴西产区迎来降水.....	5
图表 8：巴西降水分布不均仍然存在.....	5
图表 9：阿根廷大豆种植进度快于往年.....	5
图表 10：阿根廷大豆生长质量较好.....	6
图表 11：全球大豆库存上升.....	6
图表 12：美豆种植面积大幅下降.....	7
图表 13：美豆生长关键期干旱严重.....	7
图表 14：大豆-玉米比价位于高位.....	8
图表 15：巴西大豆进口量持续上升.....	9
图表 16：2024 年 1 季度大豆到港偏少.....	9
图表 17：大豆港口库存持续累库.....	9
图表 18：豆粕库存偏高.....	9
图表 19：我国进口大豆买船.....	10
图表 20：油厂压榨利润.....	10
图表 21：油厂开机率.....	10
图表 22：美湾豆各船期压榨利润.....	11
图表 23：巴西豆各船期压榨利润.....	11

图表 24: 我国大豆供需平衡表.....	11
图表 25: 下半年豆粕成交量不及往年.....	12
图表 26: 未执行合同数量下降.....	12
图表 27: 能繁母猪存栏数下降.....	13
图表 28: 生猪存栏量仍然维持高位.....	13
图表 29: 生猪养殖持续亏损.....	13
图表 30: 饲料产量较往年下降.....	13
图表 31: 厄尔尼诺强度逐渐下降.....	14
图表 32: 2024 年二、三季度回归厄尔尼诺中性.....	14
图表 33: 马来西亚降水影响较小.....	15
图表 34: 印尼 8-10 月降水显著下降.....	15
图表 35: 马来西亚树龄结构持续老化.....	15
图表 36: 马来西亚劳动人数改善.....	15
图表 37: 马棕榈油产量创近年新高.....	16
图表 38: 棕榈油收割量持续上升.....	16
图表 39: 马棕榈油库存压力较大.....	16
图表 40: 印尼棕榈油库存偏低.....	16
图表 41: 马印棕榈油总库存偏低.....	17
图表 42: 我国棕榈油库存偏高.....	18
图表 43: 我国豆油库存偏高.....	18
图表 44: 美国生柴消费.....	19
图表 45: 印尼生柴消费.....	19
图表 46: 2023 年棕榈油消费上升.....	20
图表 47: 2023 年豆油消费与去年基本持平.....	20
图表 48: 我国植物油供需平衡表.....	20

一、行情回顾

2023年，大豆走势先抑后扬，整体呈现两端行情，丰产压力与美豆产量意外轮流影响盘面。价格重心较去年有所下降，豆粕整体跟随美豆运行，国内港口情况虽然对豆粕形成阶段性扰动，但是重心下移趋势仍未发生改变，油脂波动相对较小，同样跟随美豆价格波动。本年度美豆、豆粕主要呈现两段行情，具体变动如下：

美豆方面，全年走势先跌后涨，巴西供应压力与宏观因素扰动成为上半年行情主导因素。自年初起，阿根廷天气担忧持续影响盘面，南美产量的不确定性导致美豆价格持续位于1500美分/蒲左右高位，直到3月巴西大豆超预期丰产情况基本确定后，大豆价格开始回落，3-5月受美联储加息带动美元走强，美国硅谷银行破产、美国财政到期等宏观事件影响，叠加巴西大豆CNF升贴水下降施压美豆盘面，CBOT呈现季节性下跌，美豆播种面积上升预期以及春播的良好天气均使得美豆盘面进一步承压，叠加厄尔尼诺影响下的后续降水良好预期，CBOT大豆过早交易丰产预期，美豆价格一度跌破1200美分/蒲，达到年度低点。但是6月份美国农业部意外下调400万英亩大豆种植面积，美豆丰产预期反转与天气炒作成为该阶段行情主导因素。受美豆产区干旱持续上升影响，大豆价格持续上升，产区降水变动成为该阶段大豆价格主要影响因素，8月初美国降水有所好转，大豆价格小幅下降，但是减产背景下整体延续高位运行。随着美豆上市，大豆价格回落，本年度美豆出口整体偏弱以及南美良好种植预期同样导致盘面价格对大豆价格形成拖累。但是本年度巴西大豆种植情况存在预期差，产区降水不均拖累种植进度，产量担忧引发大豆价格反弹，但是随着南美整体降水好转，近期CBOT大豆价格回落，近期走势较为平缓，延续震荡运行。

豆粕方面整体跟随外盘大豆价格，同样呈现先跌后涨两端行情，但是豆粕同样受国内供应端与下游需求扰动。供应方面，受海关政策影响，本年度大豆通关速度有所延误，油厂缺豆导致豆粕供应担忧带动给豆粕阶段性上涨，在大豆通关逐渐恢复正常后盘面回归基本面运行，整体对价格波动影响有限。需求方面，受美豆意外减产以及大豆通关导致的缺豆担忧影响，下游存在备货需求，同时“双节”影响下生猪需求存在好转预期，进一步刺激下游提前开启节日备货，三季度超量的豆粕采购在一定程度上透支了未来的豆粕需求。随着生猪需求预期的落空，下游豆粕采购需求持续下降，国庆节后的豆粕需求下降进一步拖累豆粕价格，在当前下游养殖持续亏损、猪肉价格低迷情况下，豆粕需求不振同样持续影响拖累盘面，目前延续偏弱震荡。

总体而言，2023年豆粕整体运行逻辑回归基本面波动，海外大豆供应端变化基本主导豆粕全年走势，美豆意外减产与南美降水波动推动盘面价格先跌后涨，国内需求疲软同样对盘面形成拖累。2024年豆粕运行仍将回归基本面逻辑，关注南美大豆增产与全球大豆库存重建情况。

图表 1：2023 年 CBOT 大豆主力合约走势



数据来源：文华财经，兴证期货研究咨询部

图表 2：2023 年 DCE 豆粕主力合约走势



数据来源：文华财经，兴证期货研究咨询部

图表 3：2023 年 DCE 豆油主力合约走势



数据来源：文华财经，兴证期货研究咨询部

图表 4：2023 年 DCE 棕榈油主力合约走势



数据来源：文华财经，兴证期货研究咨询部

二、大豆基本面：全球大豆库存持续重建，大豆供应趋松

2.1 南美大豆延续丰产预期，巴西干旱总体产量影响相对有限

2023/24 年度油料供应整体呈现上升趋势，南美大豆丰产成为全球油料供应主要增量。本年度受厄尔尼诺气候影响，前期市场判断巴西、阿根廷等南美国家大豆产量均较为乐观，阿根廷为本次南美大豆主要增量，产量预计达 4800-5000 万吨，增产幅度接近 2300-2500 万吨，巴拉圭产量同样小幅上升至 1000-1100 万吨。巴西为南美大豆丰产基础，但是受产区降水不均引发的旱涝问题，市场对该国大豆产量存在一定担忧，产量预测同样存在一定分歧，但种植面积的扩大以及天气情况使得巴西大豆产量存在一定容错率，南美大豆丰产趋势尚未发生明显变化。

降水不均现象仍存，巴西产量不确定性较强。巴西大豆种植面积连续 17 年扩张，本年度巴西大豆种植面积为 4530 万公顷，较去年上升 2.8%，退化的牧场以及新土地的开垦是面积上升的主要原因，其中戈亚斯州、马托皮巴地区为种植面积主要增量。今年巴西大豆受厄尔尼诺带来的南涝北旱影响，播种进度显著落后于往年水平，同时播种期中部产区降水偏少导致干旱同样引发市场的产量担忧。随着雨季到来，巴西降水有所好转，马州高温缩短该州大豆生长时间，该州率先进行收割，但是早收大豆产量仅为 7-30 袋/公顷，远低于 57.87 袋/公顷的平均产量。目前各机构下调巴西大豆产量至 1.52-1.6 亿吨区间，产量担忧仍未解除，但是南里奥格兰德州单产恢复以及种植面积扩大在一定程度上降低了巴西大豆潜在的产量损失，巴拉纳州等产区单产预计将达 70 袋/公顷，南北两地产量一增一减导致巴西大豆产量不确定仍然较强。天气方面，巴西气象局预测显示，2024 年一季度巴西中部产区累计降水将达 600-800mm，降水持续回升，但是巴西南部降水出现下降，该地区大豆生长担忧仍然存在。机构表示，本年度马州产量预计

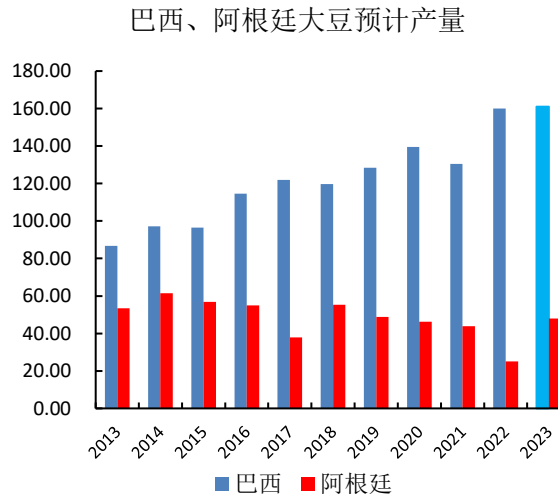
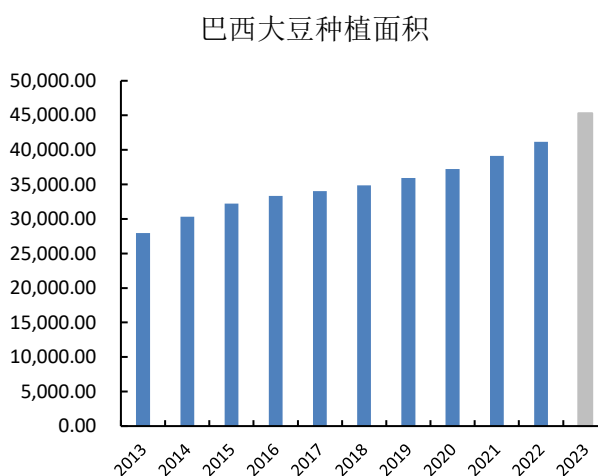
损失 800 万吨，部分机构下调总产量至 1.52 亿吨左右，但是若中部产区未来天气持续向好发展，在种植面积扩张背景下，巴西大豆产量仍存在重回 1.6 亿吨可能。

阿根廷大豆种植情况良好，产量整体较为可观。厄尔尼诺气候影响下，本年度阿根廷大豆预计修复性增产。2023/24 年度，阿根廷大豆种植面积预计达 1670 万公顷，大豆单产预计回升，整体产量将达 4800-5000 万吨，产量回升至正常水平。种植环境方面，目前种植进度为 69%，快于去年同期水平，大豆生长开局良好。目前在已种植的大豆中，91%的大豆位于生长最佳湿度水平，优良率达 97%，阿根廷种植环境较好进一步增强了市场对其的丰产预期，在美豆减产 1059 万吨、巴西豆潜在下降 500-920 万吨的情况下，阿根廷豆增产幅度基本覆盖以上两国的产量损失，南美大豆丰产预期不变，未来重点关注南美天气对大豆产量的影响，警惕南美豆生长关键期内天气环境的变动对产量的扰动。

整体而言，目前南美丰产预期尚未变化，阿根廷豆的修复性增产将弥补美豆、巴西豆的产量损失，全球大豆库存预计有所回升，供应相对趋松。

图表 5：巴西大豆种植面积持续上升

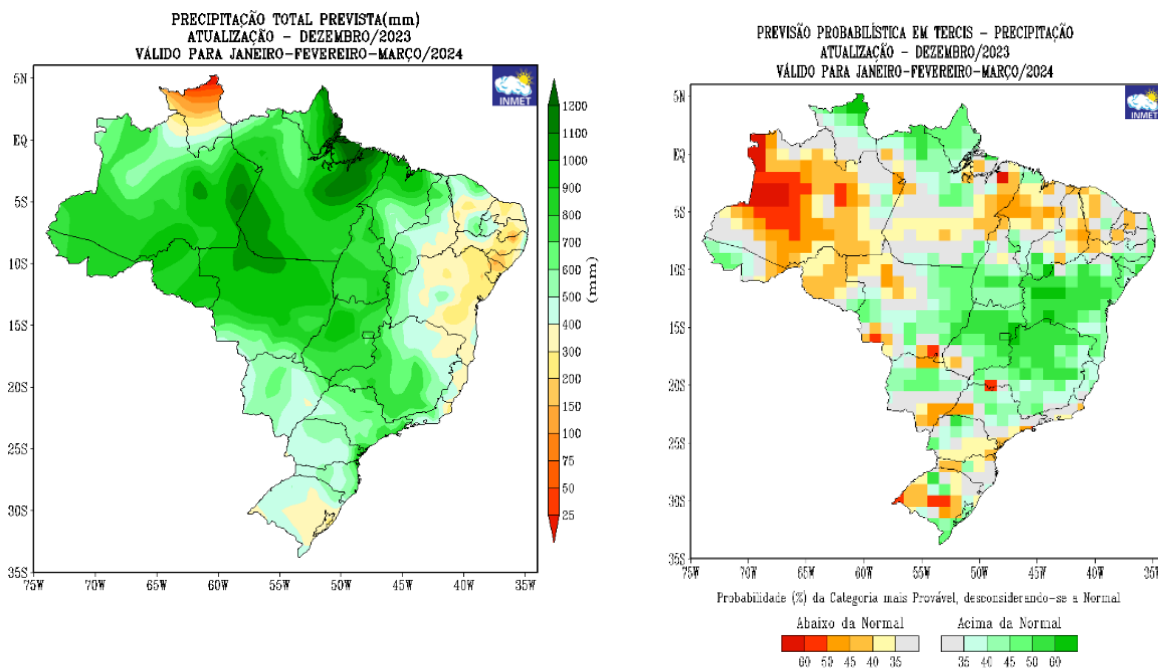
图表 6：巴西、阿根廷大豆预计丰产



数据来源：USDA，兴证期货研究咨询部

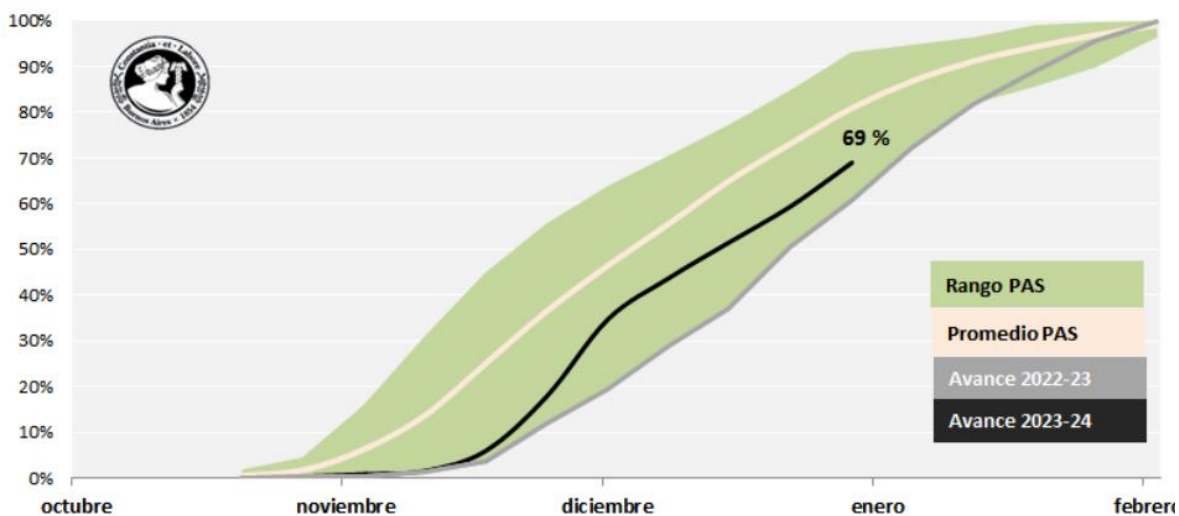
图表 7：2024 年 1 季度巴西产区迎来降水

图表 8：巴西降水分布不均仍然存在



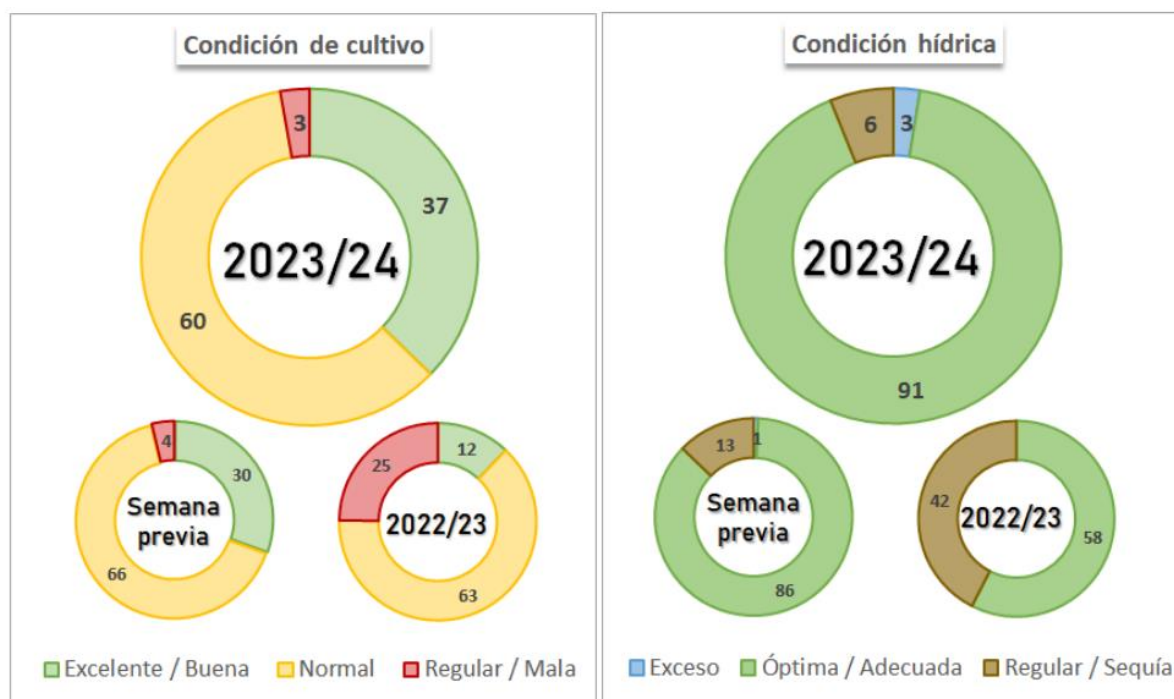
数据来源：INMET，兴证期货研究咨询部

图表 9：阿根廷大豆种植进度快于往年



数据来源：INMET，兴证期货研究咨询部

图表 10：阿根廷大豆生长质量较好



数据来源：INMET，兴证期货研究咨询部

图表 11：全球大豆库存上升

	时期	期初库存	产量	进口	国内压榨量	国内总需求	出口	期末库存	库销比	库存环比
全球	2022/23	98	374.39	164.78	313.41	364.13	171.12	101.92	19.04%	12.06%
	2023/24	101.92	398.88	167.65	329.5	383.96	170.29	114.21	20.61%	
美国	2022/23	7.47	116.22	0.67	60.2	62.84	54.21	7.3	6.24%	-8.49%
	2023/24	7.3	112.39	0.82	62.6	66.06	47.76	6.68	5.87%	
主要出口国	2022/23	51.93	194.75	9.32	86.51	96.81	106.32	52.87	26.03%	19.39%
	2023/24	52.87	221.9	6.18	93.85	105.34	112.5	63.12	28.98%	
阿根廷	2022/23	23.9	25	9.06	30.32	36.57	4.19	17.21	42.22%	42.71%
	2023/24	17.21	48	5.7	34.5	41.75	4.6	24.56	52.99%	
巴西	2022/23	27.6	160	0.15	53.1	56.9	95.51	35.35	23.19%	6.36%
	2023/24	35.35	161	0.45	55.75	59.7	99.5	37.6	23.62%	
巴拉圭	2022/23	0.18	9.05	0.01	3.05	3.18	5.8	0.26	2.90%	142.31%
	2023/24	0.26	10	0.02	3.5	3.65	6	0.63	6.53%	
主要进口国	2022/23	36.34	24.45	133.64	127.15	157.51	0.42	36.5	23.11%	5.18%
	2023/24	36.23	24.43	135.64	127.13	157.49	0.42	38.39	24.31%	
中国	2022/23	29.25	20.28	100.85	95	116.5	0.09	33.79	28.98%	5.62%
	2023/24	33.79	20.5	102	98	120.5	0.1	35.69	29.59%	

欧盟	2022/23	1.43	3.07	13.8	15	16.59	0.3	1.4	8.29%	-77.14%
	2023/24	1.68	2.55	13.2	14.3	15.88	0.23	0.32	1.99%	
东南亚	2022/23	0.64	0.49	8.44	4.02	8.83	0.01	0.73	8.26%	31.51%
	2023/24	0.73	0.47	9.94	5.03	10.16	0.02	0.96	9.43%	
墨西哥	2022/23	0.3	0.18	6.44	6.65	6.7	0	0.22	3.28%	0.00%
	2023/24	0.22	0.14	6.4	6.48	6.54	0	0.22	3.36%	

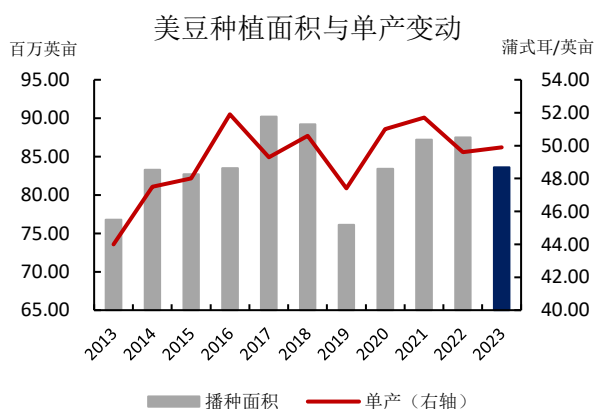
数据来源：USDA，兴证期货研究咨询部

2.2 美豆种植面积预计回升，产量存在修复可能

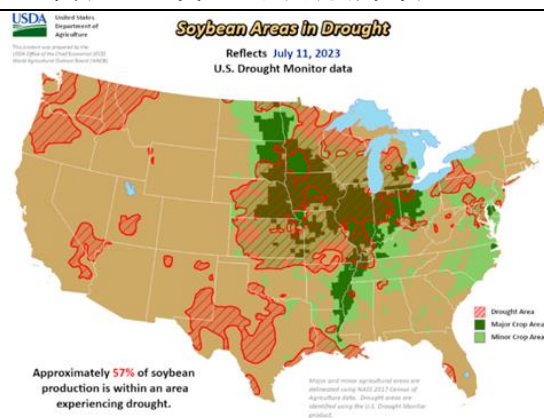
美国种植方面，大豆和玉米产区高度重合，农户通常根据大豆-玉米比价决定二者实际种植面积。本年度受厄尔尼诺气候影响，市场普遍对 2023/24 年度大豆产量存在丰产预期，CBOT 大豆价格兑现价格下跌导致大豆-玉米比价大幅回落，农户转向玉米种植，美豆种植面积下调 390 万公顷，预计产量大幅下降，三季度产区干旱同样导致单产进一步下降，截至 12 月，本年度美豆产量较上年下降 1059 万吨，整体供应偏紧。

随着比价持续上升，2024/25 年度美豆种植面积预计有所上升，产量修复可能性较大。在玉米丰产、美豆价格大幅走高情况下，大豆-玉米比价由 2.15 回升至 2.75，目前稳定在 2.66-2.75 区间，位于近 5 年高位，当前合约价格下种植大豆具有更高的性价比，预计将对来年农户作物种植方面形成一定影响。单产整体稳定在 49-52 蒲区间，存在一定的上升瓶颈。目前而言，转基因大豆单产提升相对有限，随着抗性与耐旱能力的提升，美国农业部对单产的初次预测基本位于 50.5 蒲以上，同时，随着明年厄尔尼诺回归中性，美豆整体生长环境较今年同样存在一定改善可能，利好大豆生长。因此，基于种植面积、单产与气候三方面，2024/25 年度美豆产量预计出现修复性回升。

图表 12：美豆种植面积大幅下降

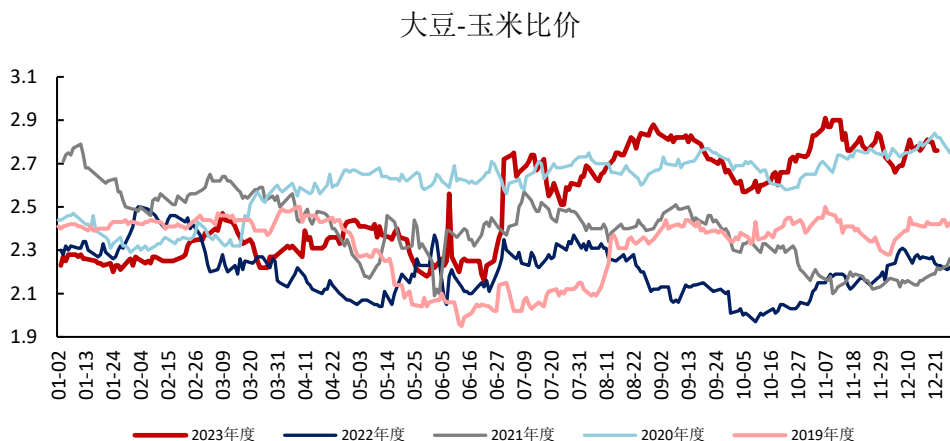


图表 13：美豆生长关键期干旱严重



数据来源：USDA，兴证期货研究咨询部

图表 14：大豆-玉米比价位于高位



数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研究咨询部

三、豆粕基本面：豆粕供需先紧后松，需求增速有限

3.1 豆粕供应：供应整体宽松，一季度豆粕供应阶段性趋紧

美豆供应偏紧叠加巴西大豆上市延后，一季度我国到港量预计有所下降。大豆供应方面，2022/23 年度，我国大豆进口量持续上升，美国大豆 2973 万吨，环比上升 2.96%，巴西大豆进口量达 6279 万吨，环比上升 12.74%，巴西丰产情况下我国对巴西大豆采购日益上升。本年度由于美国大豆意外减产，2023/24 年度采购中，截至 12 月 14 日，我国累计进口美豆 2069.84 万吨，较去年同期下降 17%，但四季度正处于美豆销售旺季，我国四季度到港量预计达 2000 万吨，供应整体充裕。但是明年一季度大豆到港量预计有所下降，根据当前美豆、南美豆发运量与大豆贸易商数据显示，大豆到港量预计分别达到 541 万吨、500 万吨与 620 万吨，整体低于往年同期水平，并且春节假期影响，2 月部分大豆到港预计延后一周左右，未来一季度大豆到港量预计进一步下降。但是二季度随着南美大豆的上市，二季度大豆月均到港量预计达 1000 万吨左右，我国大豆到港量将逐步回升。

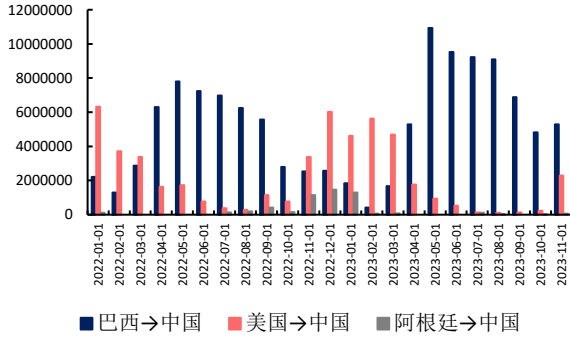
压榨方面，截至 12 月 22 日，我国大豆累计压榨量达 8402.87 万吨，年均开工率为 55%，豆粕产量为 6638 万吨，较去年增长 2.09%，豆粕供应持续上升。大豆压榨受压榨利润与大豆供应双重影响。榨利方面，目前大豆榨利持续亏损，油厂采购意愿下降将影响后续大豆买船进度。目前我国未来 1-3 月采购进度分别达 85.8%、71%与 56.5%，2、3 月采购进度相对偏慢。远月压榨方面，将港杂费纳入榨利计算后发现，美湾豆与巴西豆整体压榨亏损位于 200-400 元/吨，较去年同期亏损有所收窄，但是在压榨普遍亏损的情况下，远月油厂开工预计有所下降，同时春

节假日油厂基本停机，这在一定程度上也将影响2月豆粕整体供应情况。

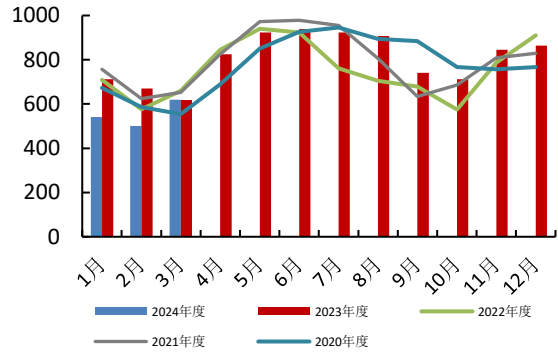
图表 15：巴西大豆进口量持续上升

图表 16：2024 年 1 季度大豆到港偏少

我国进口大豆来源分布



大豆到港预测

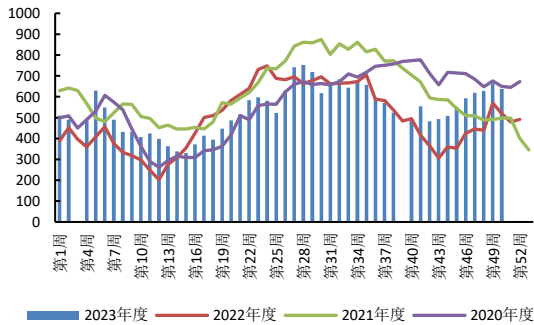


数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

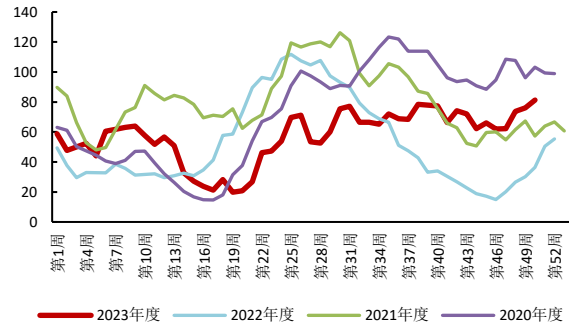
图表 17：大豆港口库存持续累库

图表 18：豆粕库存偏高

大豆港口库存



豆粕库存



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

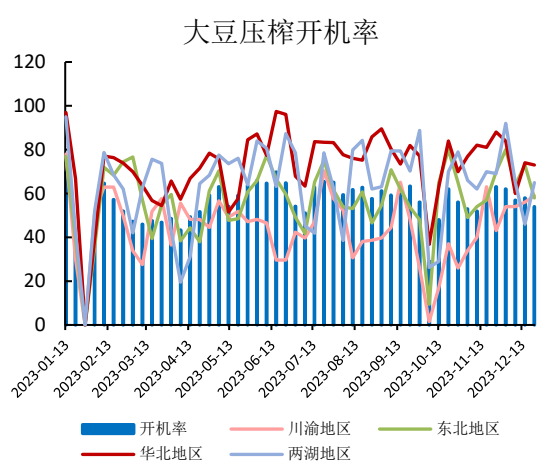
图表 19：我国进口大豆买船

McDonald Pelz		Chinese Imported Soybean Purchasing Pace Updated on 2023/12/12 by McDonald and Pelz						
SHIPMENT 装船月	PROJECTION (,000 tons) 预计采购量 (千吨)	PURCHASED (,000 tons) 完成采购量 (千吨)				COVERAGE (%) 采购百分比	OPEN (,000 tons) 待采量 (千吨)	LOADED (,000 tons) 装船量 (千吨)
		US 美国	BRZ 巴西	ARG/URU 阿/乌	TOTAL 合计			
SEP	4,284	574	2,471	1,238	4,284	100%	0	4,284
OCT	11,954	7,309	2,737	1,908	11,954	100%	0	11,954
NOV	9,248	6,869	1,490	889	9,248	100%	0	9,248
DEC	5,969	5,066	903	0	5,969	100%	0	5,969
JAN	6,364	5,694	671	0	6,364	100%	0	6,364
FEB	8,357	3,054	5,303	0	8,357	100%	0	8,357
MAR	12,316	1,357	10,959	0	12,316	100%	0	12,316
APR	11,338	1,256	10,082	0	11,338	100%	0	11,041
MAY	10,378	25	9,506	848	10,378	100%	0	10,505
JUN	9,830	29	9,618	183	9,830	100%	0	9,837
JUL	6,366	25	6,271	69	6,366	100%	0	6,501
AUG	6,207	239	5,968	0	6,207	100%	0	5,789
2022/23	102,612	31,497	65,979	5,135	102,612	100%	0	102,165
SEP	6,040	1,255	4,734	52	6,040	100.0%	0	6,011
OCT	13,390	7,378	5,407	604	13,390	100.0%	0	12,502
NOV	9,092	5,294	3,678	120	9,092	100.0%	0	8,930
DEC	6,006	2,838	3,102	66	6,006	100.0%	0	updating
JAN	5,000	3,564	726	0	4,290	85.8%	710	updating
FEB	8,000	2,508	3,168	0	5,676	71.0%	2,324	updating
MAR	11,700	1,254	4,884	0	6,138	52.5%	5,562	updating
APR	10,800	0	3,374	0	3,374	31.2%	7,426	updating
MAY	10,500	0	990	1,518	2,508	23.9%	7,992	updating
JUN	8,500	0	1,188	1,122	2,310	27.2%	6,190	updating
JUL	7,000	0	792	0	792	11.3%	6,208	updating
AUG	6,250	0	126	0	126	2.0%	6,124	updating
2023/24	102,278	24,091	32,169	3,482	59,742	58.4%	42,536	27,443

数据来源：McDonald Pelz，兴证期货研究咨询部

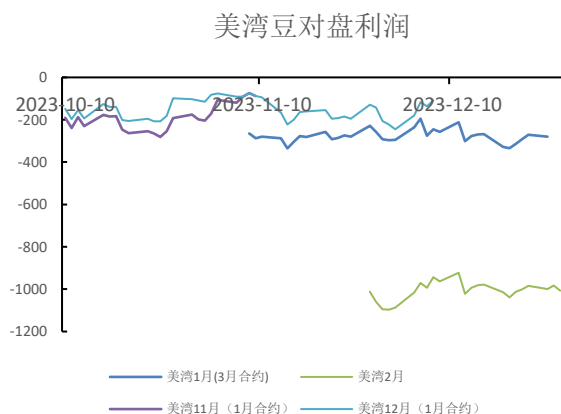
图表 20：油厂压榨利润

图表 21：油厂开机率

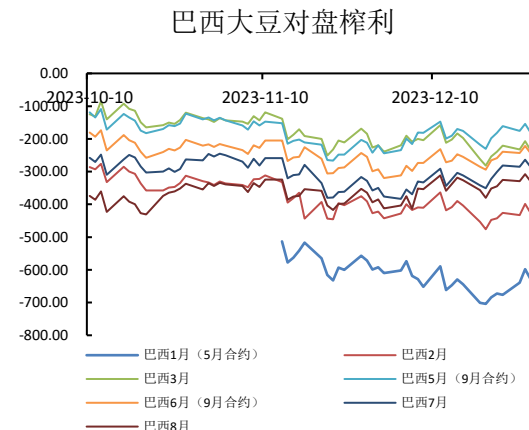


数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

图表 22: 美湾豆各船期压榨利润



图表 23: 巴西豆各船期压榨利润



数据来源: 同花顺 iFinD, 兴证期货研究咨询部

图表 24: 我国大豆供需平衡表

中国大豆供需平衡表

	2021/22	2022/23 (12月估计)	2023/24 (11月预测)	2023/24 (12月预测)
<i>千公顷 (1000 hectares)</i>				
播种面积	8400	10243	10443	10443
收获面积	8400	10243	10443	10443
<i>公斤/公顷 (kg per hectare)</i>				
单产	1952	1980	2000	2000
<i>万吨 (10000 tons)</i>				
产量	1640	2029	2089	2089
进口	9030	9870	9725	9725
消费	10797	11415	11692	11692
压榨消费	9054	9593	9778	9778
食用消费	1355	1432	1500	1500
种子用量	88	90	84	84
损耗及其它	300	300	330	330
出口	10	9	15	15
结余变化	-137	475	107	107

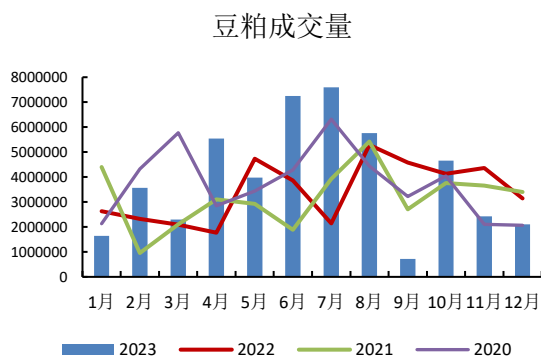
数据来源: 中国农业农村部, 兴证期货研究咨询部

3.2 豆粕需求：豆粕需求预计前高后底，增幅相对有限

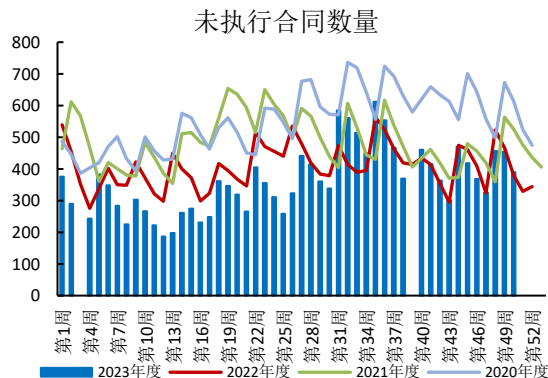
生猪存栏下半年预计有所下降，豆粕饲料需求增量相对有限。截至 2023 年 11 月，能繁母猪数量下降至 4159 万头，环比下降 5.24%，仍然高于 4100 万头的正常保有量，生猪存栏量整体波动较小，基本保持稳定，国家统计局数据显示，三季度我国生猪存栏量达 44229 万头，小幅低于 2022 年 12 月的 45256 万头，但较年初上升 2.63%。虽然生猪养殖持续亏损，但是整体亏损幅度相对较小，去年下半年生猪养殖盈利使得养殖端对本年度的养殖亏损存在一定承受力度，这也导致了生猪产能去化的缓慢。未来存栏变动方面，2024 年上半年生猪存栏量预计仍然高于同期水平，下半年生猪存栏开始下降。根据生猪养殖周期计算，2023 年 3 月后的能繁母猪数量将决定 2024 年生猪存栏数量，虽然 2023 年 3 月起能繁母猪环比持续下降，但是在 3-7 月期间，2023 年的能繁母猪数量仍然持续高于去年同期水平，这意味 2024 年上半年生猪仍将呈现平稳增长态势，生猪持续累库，下半年生猪供应才可能进入去库阶段。虽然上半年是豆粕的消费淡季，但是在接近 45000 万头的生猪存栏量支持下，上半年豆粕需求仍然较为可观，下半年随着生猪数量的下降，豆粕饲料预计有所减少。

豆粕减量替代计划的实施同样对豆粕整体消费形成约束。2023 年豆粕添加量持续下降，饲料中的豆粕平均添加量下降至 12.1%，大型饲料厂商豆粕添加量下降至 10% 以下，中国饲料工业协会表示，1-11 月期间，全国工业饲料总产量 2.87 亿吨，同比增长 4.0%，饲料企业豆粕消耗量比上年同期减少 444 万吨，同比下降 11%。预计全年养殖业饲料消耗量 4.76 亿吨，在豆粕价格低于去年的情况下，饲用豆粕占比下降 1.5 个百分点，大豆饲用需求减少 910 万吨。在豆粕用量下降的同时，杂粕替代上升同样对豆粕需求形成冲击。广东等地饲料厂商表示，由于养殖利润持续亏损，叠加菜籽大量到港，饲料配方调整较为灵活，菜粕与其余杂粕的添加量有所上升，豆粕饲料添加存在进一步下降可能。

图表 25：下半年豆粕成交量不及往年

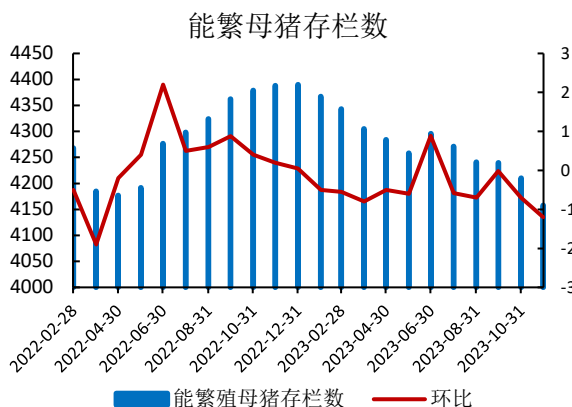


图表 26：未执行合同数量下降

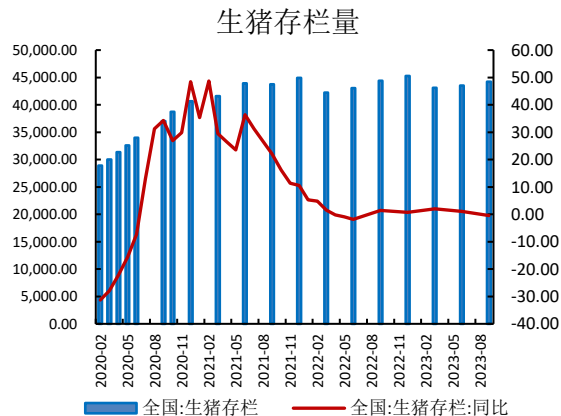


数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

图表 27：能繁母猪存栏数下降

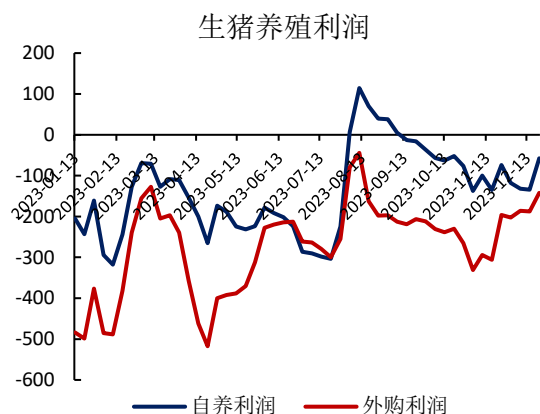


图表 28：生猪存栏量仍然维持高位

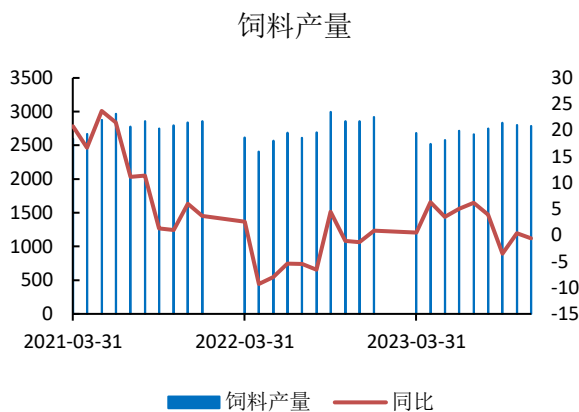


数据来源：Mysteel, 兴证期货研究咨询部

图表 29：生猪养殖持续亏损



图表 30：饲料产量较往年下降



数据来源：Mysteel, 同花顺 iFinD, 兴证期货研究咨询部

整体而言，2024 年豆粕供需整体呈现先紧后松格局。供应方面，2024 年一季度大豆到港量有所下降，叠加春节油厂停工，豆粕供应预计有所下降，随着南美大豆收获的进行，豆粕供应预计持续恢复，供应整体趋松。需求方面，受生猪存栏波动影响，豆粕需求整体先升后降，但是在豆粕减量替代计划下，整体需求增量有限。在供需趋松情况下，豆粕价格预计震荡下行。

四、油脂基本面

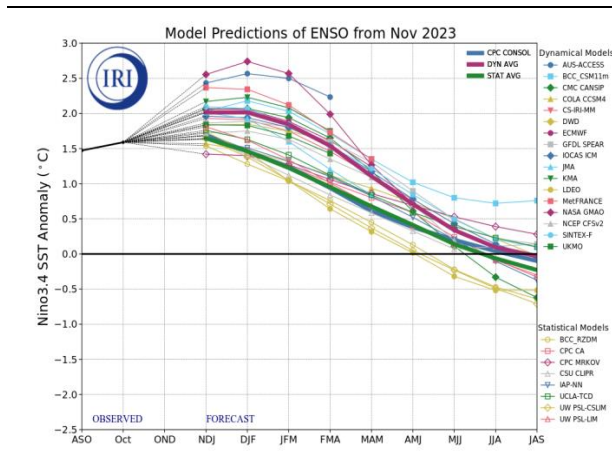
4.1 棕榈油供应：厄尔尼诺影响减弱，棕榈油供应趋紧预期不变

本年度为厄尔尼诺发生年，市场自今年 8 月起开始炒作棕榈油减产预期，但是由于当时降水并未发生明显下降，同时马棕持续累库，在供应充足情况下该预期炒作偃旗息鼓。随着极端天气的持续发展，目前马印两国降水均出现回升，厄尔尼诺气候对棕榈油影响预计有所下降。

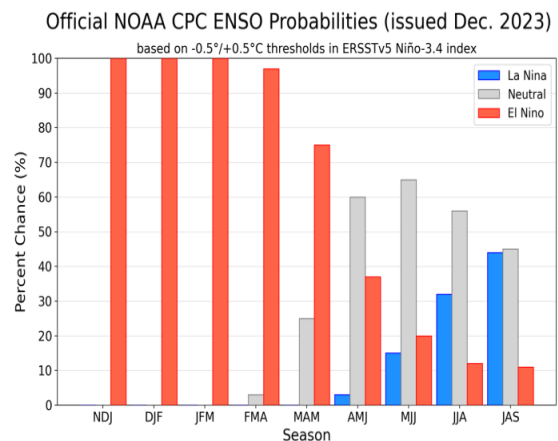
降水方面，马来降水好于印尼，厄尔尼诺对马印两国影响预计低于预期。今年 6 月世界气象组织正式确认厄尔尼诺气候形成，但是直到 8 月才开始对马印两国降水形成影响，并且持续时间相对有限，整体强度弱于 2015 年。目前，本轮厄尔尼诺气候发展基本达到顶峰，未来强度将逐渐下降，并存在 60%可能在 2024 年 2 季度回归中性水平，极端天气对棕榈油产量影响将逐渐下降。

印尼 8-10 月降水大幅减少，降水减少地区主要集中于中加里曼丹、南苏门答腊岛以及占碑等地，棕榈油产量占印尼总产量 31%左右，廖内、北苏门答腊等印尼北部地区降水相对较好，降水偏少地区对棕榈油整体产量影响相对有限，在一定程度上限制了印尼可能存在的产量损失。同时，本次干旱预计对 2024 年二季度棕榈油产量降幅预计较为明显，但随着 11 月印尼全境降水好转，雨季的到来在一定程度上进一步削弱了厄尔尼诺带来的干旱威胁，印尼减产预期有所下降。马来西亚降水影响整体相对较少，整体降水持平于往年正常水平，截至 12 月 10 日，累计降水达 2861.5mm，满足油棕树降水需求；分区域看，马来西亚降水影响主要集中于 6 月，沙撈越、霹靂州 6 月降水均回落至 150mm 以下，但是该降水影响时限较短，后续降水快速回升至 200mm 左右，对马来西亚产量影响较小。但是受厄尔尼诺影响，2023/24 年度棕榈油产量预计仅增加 110-132 万吨至 8143 万吨，市场部分机构认为棕榈油同样存在减产 200 万吨可能，整体而言，棕榈油供应趋紧。

图表 31：厄尔尼诺强度逐渐下降

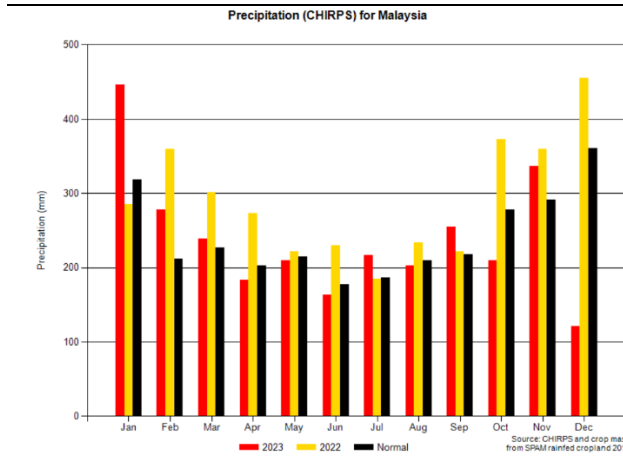


图表 32：2024 年二、三季度回归尼诺中性

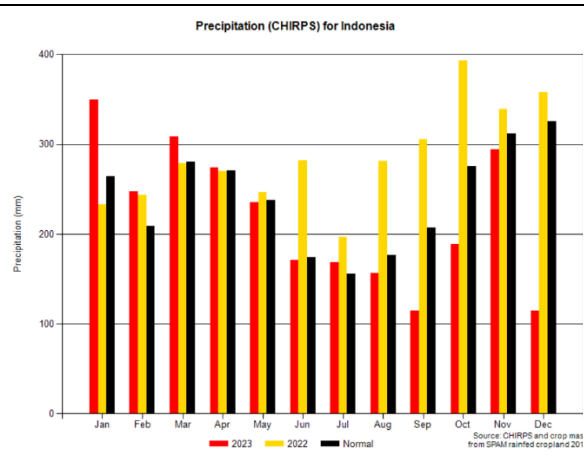


数据来源：NOAA，兴证期货研究咨询部

图表 33：马来西亚降水影响较小



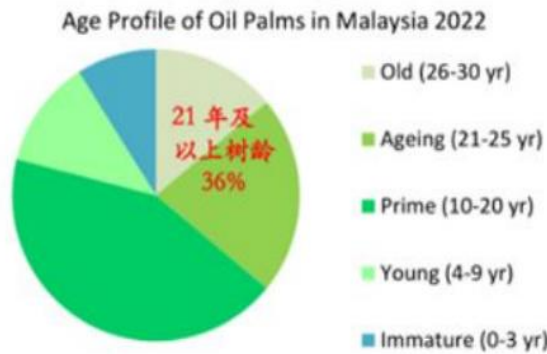
图表 34：印尼 8-10 月降水显著下降



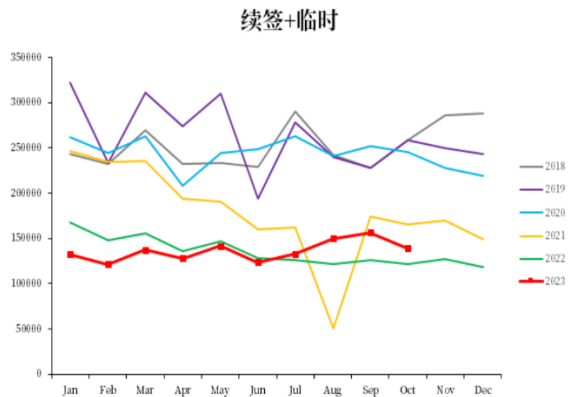
数据来源：USDA，兴证期货研究咨询部

产量方面，马棕树龄结构与种植面积下降，园区劳动力改善限制马棕减产程度。种植情况方面，马棕成熟面积与未成熟面积自 2020 年起减少，树龄老化同样制约产量潜力。2019-2022 年间，马来西亚油棕树老化率由 30% 上升至 36%，重植速度低于树龄老化速度，限制马棕产量前景。但是自 6 月起，马棕产量持续增长，10 月产量创近 3 年新高，截至 2023 年 11 月，马棕榈油累计产量达 1700.32 万吨，较 2022 年同期增长 1%，在园区种植未出现明显改善情况下，劳动力改善是本年度棕榈油产量改善的原因之一。根据马来移民局数据统计，随着新冠疫情的好转，马来西亚外来劳工数量自 6 月起持续上升，虽然较 2020 年前仍然存在一定差距，但目前劳动力情况已经明显好于 2022 年。产区油棕果采摘数量持续上升侧面反映园区劳动力持续改善，这在一定程度上降低了树龄老化对产量的影响。近期马来西亚新冠感染人数上升，该国卫生部表示新冠阳性患者需进行为期 5 日的居家隔离，但是并未发布行动管制令影响跨境流动，劳动力持续恢复趋势尚未出现改变。

图表 35：马来西亚树龄结构持续老化



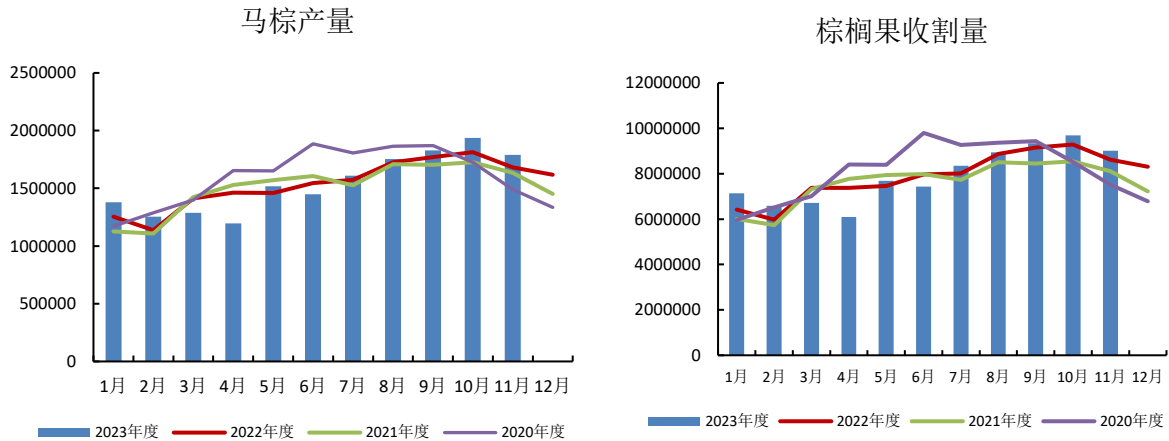
图表 36：马来西亚劳动人数改善



数据来源：MPOC，马来西亚移民局，兴证期货研究咨询部

图表 37：马棕榈油产量创近年新高

图表 38：棕榈油收割量持续上升

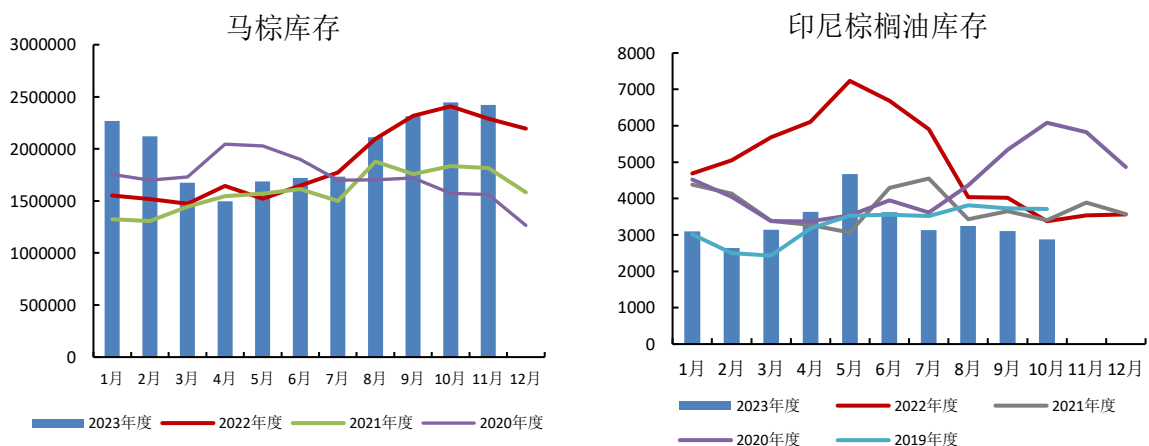


数据来源：马来西亚棕榈油局，兴证期货研究咨询部

库存方面，马印两国总库存持续下降，产地库存压力有所减弱。马棕方面，本年度受园区劳动力改善影响，自7月起库存水平持续上升，11月库存量达242万吨，库存水平位于近三年高位区间，产地压力整体较大。随着马棕进入减产期，产量端压力有所下降，但是目前马棕产量、出口量双双下降，减产期去库力度相对有限，马棕库存预计仍然维持高位。印尼方面，B35计划的实施带动棕榈油生柴消费达846.4万吨，较去年同期增加17%，带动棕榈油整体消费上升，本年度印尼库存整体偏低，11月库存回落至287万吨，产地压力相对有限。受印尼库存下降影响，马印两国2023年总库存整体偏低，位于近三年低位水平，全球棕榈油库存压力整体有限，若后续降水出现减少，低位库存将成为棕榈油盘面重要支撑因素。

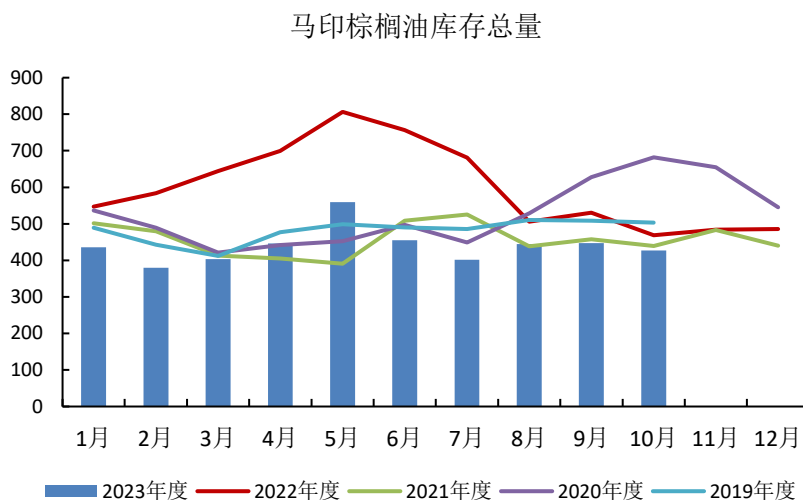
图表 39：马棕榈油库存压力较大

图表 40：印尼棕榈油库存偏低



数据来源：马来西亚棕榈油局，印尼棕榈油协会，兴证期货研究咨询部

图表 41：马印棕榈油总库存偏低



数据来源：马来西亚棕榈油局，印尼棕榈油协会，兴证期货研究咨询部

整体而言，在厄尔尼诺影响减弱与马来油棕产区劳动力持续改善背景下，2024年棕榈油减产力度预计有所下降。天气方面，本年度马印两国降水减少持续时间相对有限，马印两国油棕园区尚未出现明显干旱，棕榈油减产可能不及预期；产量方面，虽然马来劳动力人数在一定程度上改善棕榈油产量，但是在种植面积与树龄结构的现实制约下，马印两国产量增幅均有所放缓。当前进入东南亚传统雨季，若未来两国降水持续好转，棕榈油产量仍存在修复可能，未来重点关注雨季强劲降水的持续性与降水的均衡性。

4.2 国内供应：豆油供应宽松，棕榈油二季度预计开始去库

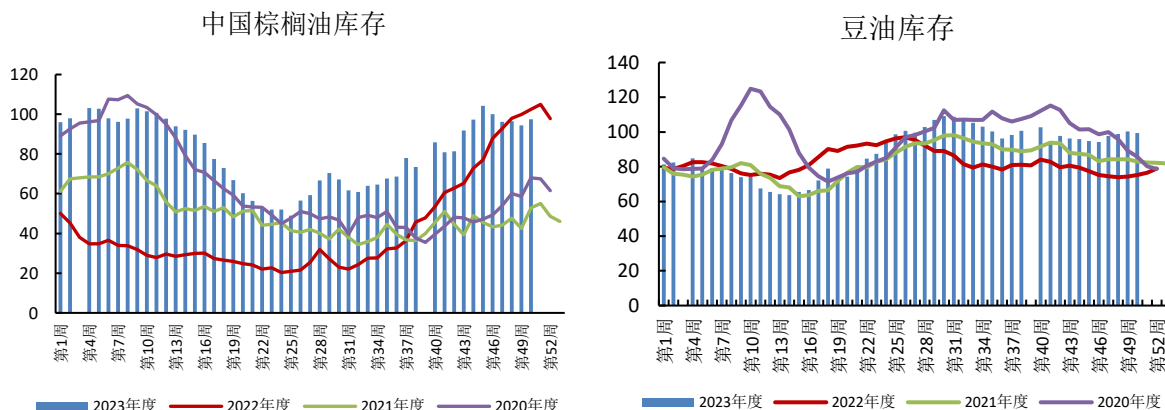
2023年国内油脂库存整体偏高，供应压力是本年度行情的重要影响因素。棕榈油方面，2023年海关数据显示，我国棕榈油进口量达696万吨，进口大幅上升推动上半年棕榈油库存量创近三年库存水平新高，自6月起进口利润持续好转，棕榈油进口持续上升，库存水平大幅高于近年库存上沿。目前库存量达97.51万吨，仍然位于高位区间。目前棕榈油进口利润持续亏损，12月、1月棕榈油进口出现洗船，未来棕榈油进口量预计有所下降，叠加马印两国二季度产量存在下降可能，2024年棕榈油进口量与及棕榈油产量端压力预计有所下降，同时，二季度起气温逐渐回升，棕榈油逐渐进入需求旺季，供减需增情况下国内棕榈油库存预计有所下降。

豆油库存与棕榈油较为类似，下半年库存同样大幅高于往年水平，目前库存量达99.32万吨，同样位于历史高位。目前临近春节备货，豆油成交情况有所好转，但是整体需求尚未完全释放，市场关注下游消费带来的去库力度。2024年南美丰产较为确定，国内大豆压榨需求为9778

万吨，折合豆油产量约为 1760.04-1955.6 万吨，农业农村部预测豆油产量将达 1802 万吨，高于 2023 年总产量，豆油供应持续宽松。

图表 42：我国棕榈油库存偏高

图表 43：我国豆油库存偏高



数据来源：Mysteel, 兴证期货研究咨询部

4.3 生柴需求：美国掺混不及预期，巴西、马印生柴需求上升

以往油脂需求整体以食用需求为主，近年来生物柴油的兴起拓展了油脂用途。随着原油价格波动的上升，植物油的生物柴油消费比重持续上升，该部分成为未来油脂消费的重要增量。

(1) 豆油掺混：美国 EPA 政策不及预期，巴西生柴掺混持续上升

豆油掺混主要以美国、巴西为主。美国方面，2021-2022 年间，政府先后出台生柴抵免税收政策与产业补贴，生物柴油优惠政策对相关产业扩张形成利好，较高的压榨利润同样驱动大豆压榨厂产能扩张，生柴需求上升同样推动生产产业扩张。2022-2025 年间，预计存在 23 个在建粮油项目，大豆压榨产能整体将提高 33%，可再生柴油产能同样将达 59.7 亿加仑，但是 2023 年 6 月 EPA 发布的 2023-2025 年生物质柴油增量低于市场预期，2024、2025 年度生物质柴油义务量分别为 28.9 亿加仑与 33.5 亿加仑，分别增加 2.2 亿加仑与 3.1 亿加仑，整体增幅较小，影响生柴消费进一步上升可能。目前可再生柴油产能大幅超出需求带动美豆油价格下降，生柴利润的下降同样限制生柴行业的未来扩张。同时，eRIN 计划将电车纳入 RINs 体系，冲击传统油车需求，进一步限制未来生柴行业发展。

巴西方面，随着本年度大豆丰产，巴西能源政策委员会 3 月表示，批准自 4 月起将生物柴油强制掺混比例从 10% 增至 12%，2024 年增至 13%，2025 年增至 14%，巴西大豆生柴投料预计有所上升，并且，巴西当局于 12 月表示加快推进生柴掺混计划，将于 2024 年 3 月起实施 B14 计划，于 2025 年实施 B15 计划。Abiove12 月 19 日表示，2024 年巴西生柴产量预计将达 89 亿升，较 2023 年增长 16 亿升，与生物柴油相关的豆油需求预计上升至 580 万吨，整体带来 500 万吨

左右的大豆压榨增量，巴西大豆出口量预计有所下降。

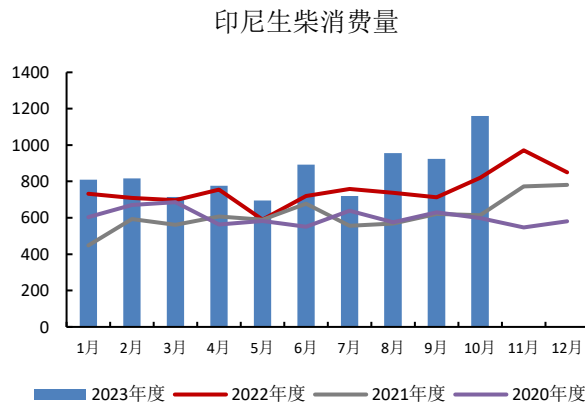
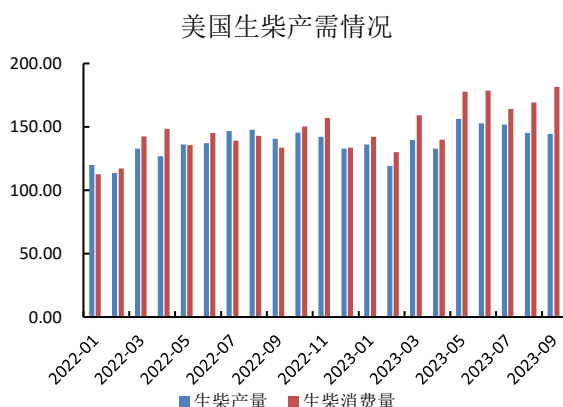
(2) 棕榈油掺混：印尼维持 B35 计划，马来西亚棕榈油掺混进度偏慢

印尼 2023 年 B35 进度整体偏慢，该计划原定于年初执行，但是直到本年度 2 月才开始执行，8 月正式全面推广，这在一定程度上导致了 2023 年印尼生柴产量下降。2023 年 1-10 月期间，印尼生物柴油产量为 107.5 万吨，预计产量为 131.5 万升。虽然棕榈油生柴消费持续改善，但是印尼当局尚未决定开展 B40 计划，仍然延续 B35 计划，2024 年生柴计划消费量为 134.06 万升，生柴掺混配额为 1341 万升，在一定程度上仍然推动棕榈油需求。

马来西亚棕榈油掺混维持 B20 计划，生柴整体推进偏慢。受新冠疫管控政策影响，马来西亚生柴产量自 2020 年起下降，马来西亚政府赤字上升同样限制该国生柴产业扩张。2023 年 10 月，马来政府表示将柴油补贴限制在交通领域缓解政府赤字压力，该政策的实施同样将对马来生柴产能形成影响。

图表 44：美国生柴消费

图表 45：印尼生柴消费



数据来源：EIA, 印尼棕榈油协会，兴证期货研究咨询部

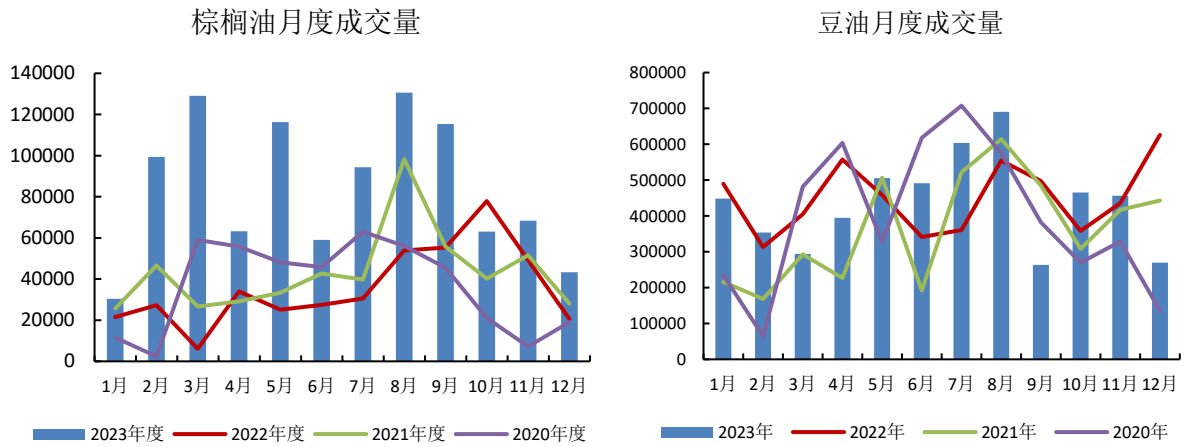
4.4 食用需求：中国油脂需求整体较为稳定

2023 年我国三大植物油消费量达 686.5 万吨，较去年上升 11.3%，棕榈油、菜油为植物油消费主要增量，豆油消费基本持平。棕榈油方面，受气温与节日需求影响，我国棕榈油消费具有明显的季节性，主要集中夏季与春节前 1 个月左右，华东、华南我国棕榈油传统销区。2023 年豆棕价差持续偏高，棕榈油价格优势凸显，棕榈油成交量达 101.2 万吨，较去年增长 136%，棕榈油消费大幅上升。豆油方面，受棕榈油消费挤占影响，本年度豆油成交量与去年水平基本持平，未出现明显上升。根据农业农村部预测，我国 2023/24 年油脂食用需求为 3483 万吨，与去年基本持平，在油脂消费中，豆油、棕榈油相关性较强，存在一定替代关系。2023/24 年度大豆丰产确定性较强，豆油供应整体充裕，棕榈油则可能面临减产风险，价格存在上升可能，未

来豆油消费需求相对好于棕榈油。

图表 46：2023 年棕榈油消费上升

图表 47：2023 年豆油消费与去年基本持平



数据来源：Mysteel, 兴证期货研究咨询部

图表 48：我国植物油供需平衡表

中国食用植物油供需平衡表

	2021/22	2022/23 (12月估计)	2023/24 (11月预测)	2023/24 (12月预测)
万吨 (10000 tons)				
生产	2752	3059	3047	3047
其中：豆油	1594	1794	1802	1802
菜籽油	573	750	721	721
花生油	339	331	362	362
进口	578	994	843	843
其中：棕榈油	303	471	450	450
菜籽油	97	198	150	150
豆油	29	41	50	50
国内消费	3584	3692	3713	3713
居民消费	3404	3482	3483	3483
饲用及其他消费	180	210	230	230
出口	15	16	27	27
结余变化	-269	362	150	150

数据来源：中国农业农村部, 兴证期货研究咨询部

五、结论

2024 年豆类供需整体趋松，价格重心震荡下移。大豆供应方面，全球库存持续回升，供应转松趋势未出现明显改变。南美方面，巴西豆奠定丰产基础，阿根廷豆为大豆供应增量。虽然巴西产区干旱引发大豆产量预测区间下移，但是巴西种植面积的上升与以及降水向好趋势在一定程度上将提升巴西产量的容错度，若后市降水持续改善，巴西大豆产量仍然存在回升可能，目前整体产量变动不确定性较强。厄尔尼诺为阿根廷带有利降水，大豆种植开局较好，叠加大豆种植面积小幅上升，本年度阿根廷豆产量迎来修复性增长，预计增加 2300-2500 万吨，基本弥补美豆与巴西豆的产量损失，同时巴拉圭、乌拉圭等国大豆产量同样有所上升，南美大豆丰产将持续改善全球大豆供应。豆粕方面，目前一季度采购进度偏慢，叠加春节油厂停工，大豆一季度到港量预计有所下降，该阶段供应有所趋紧，但是大在豆丰产背景下，我国进口大豆供应较为充裕，豆粕整体供应趋松。需求方面，豆粕需求预计先升后降，整体增量有限。生猪养殖情况是豆粕需求的重要影响因素，上半年生猪存栏仍然维持较高水平，预计下半年开始去库，豆粕需求下半年预计有所下降，豆粕减量计划的持续实施同样约束豆粕整体需求规模。整体而言，2024 年 1 季度豆粕供需偏紧，但随着油厂开工回升以及大豆到港量持续上升，豆粕全年供需转松趋势不变，价格重心有所回落。

油脂供需出现分化，棕榈油供应收紧，价格有所上移，豆油供应较为充裕，价格跟随外盘大豆回落。棕榈油供应方面，厄尔尼诺强度逐渐下降，减产预期有所减弱，但是整体供应难言充裕。本轮厄尔尼诺对印尼降水影响强于马来西亚，但是印尼产区干旱持续时间较短，主要影响二季度棕榈油产量，极端天气对产量影响整体有限，虽然 MPOB 表示马来西亚 2023/24 年度棕榈油将持续上升，但是市场仍然对来年产量持谨慎态度，产量预计仅增加 110-132 万吨，甚至可能减产 200 万吨。需求端受印尼 B35 计划推动，生柴消费带动棕榈油消费上升，食用消费整体较为稳定，棕榈油供需收紧，国内豆油产量小幅上升，在南美大豆丰产情况下，整体供应较为充裕。需求方面，豆油需求小幅上升，豆油供需仍然相对偏松。整体而言，2024 年棕榈油二季度预计开始去库，价格上移，豆油供需整体偏松，价格预计有所回落，可关注豆棕价差缩窄带来的交易机会。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。