

豆粕：厄尔尼诺现象持续，油脂转强仍可期

内容提要：

- ◆ 美元指数下降至 102 附近，从本年度 10 月份 107 点高位回调。CRB 商品价格指数自年初 270 点升至最高 290.29 点，CRB 商品指数至今维持在 273 点附近，与年初持平。
- ◆ CBOT 大豆自年初 1524 点涨至 2 月份见 1555.50 顶点，随后一路下探，年末在 1340 点近六年中高位波动。美国大豆库存逐步累库，巴西有历史性的产量规模，但因种植前期干旱巴西新作大豆定产存争议。2024 年全球大豆供应或逐步宽松，芝加哥大豆波动区间预计下移至 1150-1450。
- ◆ USDA11 月份报告显示全球植物油 2023/24 年度库存消费比 14%，供应逐渐宽松。USDA 预计 2023 年度全球棕榈油产量为 7946 万吨，需求为 7828 万吨，预测年度供需缺口为 118 万吨，同比减少 4 万吨。与此同时，油脂市场的全球工业需求增加，呈现供需同增的局面。
- ◆ 国内生猪价格当前属于较低的价格区间，根据生猪养殖规律来看，2024 年生猪理论出栏量由 2023 年 3 月-2024 年 2 月期间的能繁母猪存栏量决定。2023 年全行业大部分时间都处于亏损状态，随着亏损时间的拉长，后期去产能有望提速，这可能对 2024 年三四季度的供应造成缩减效应。
- ◆ **策略推荐：**
- ◆ 1、国内三大植物油或在明年走高。若厄尔尼诺现象影响棕榈油产量、需求有效复苏，豆油、棕榈油、菜籽油波动区间分别 7000-9000、6000-8500、7500-10500，可逢低布局多单。
- ◆ 2、国内豆粕、菜粕核心波动区间下移，其中，豆粕 3000-3900、菜粕 2500-3700，可考虑逢高做空。
- ◆ 3. 生猪缓慢推进去产能进程，或在 2024 年呈现先抑后扬的走势。

风险点：厄尔尼诺现象提前结束，厄尔尼诺现象对于棕榈油产量影响有限（利空）；巴西南涝北旱局面结束，大豆丰产预期兑现（利空）。

豆类/豆粕

王 晨

农产品分析师

从业资格证：F3039376

投资咨询证：Z0014902

TEL：0516-83831160

E-MAIL：

wangchen@neweraqh.com.cn

国内库存高企 豆粕共振下挫
2023-12-1

USDA&MPOB 报告出炉 豆粕或
利空出尽

2023-9-15

巡查结果不及预期 豆粕上行
空间有待验证

2023-9-4

市场等待 USDA 供需报告 油
粕共振下挫

2023-9-1

USDA 报告显示美豆供应偏紧
豆粕共振上扬

第一部分 行情回顾：油粕年内重心均下移

2023 年，CBOT 大豆自年初开始下跌，随后走出宽幅震荡行情，市场影响因素越发复杂，除了供求结构的变化，全球天气影响也在市场上发酵。整体来看，全年期价波动大体分为以下几个部分。一季度 CBOT 大豆自高位回落，影响行情的主导因素在于南美大豆主产区天气、巴西收割与发运节奏和美豆新作产量预期这三个方面，美豆减产叠加巴西收割使得国际大豆供应偏紧，随着巴西大豆丰产兑现，短期大豆供应偏紧态势被缓解。二季度整体上延续下跌走势。由于巴西降雨减少大豆收获进度提速，库房紧张，巴西大豆开启甩卖模式。进入 6 月，产区干燥状态下美豆播种迅速。三季度是美豆的传统天气炒作期，6 月底公布的种植面积报告改变了市场先前的美豆增产预期，美豆价格快速攀升。但伴随新作干旱炒作落幕，巴西出口持续挤占美豆出口，供需面疲弱持续体现。美豆呈震荡下行趋势。四季度至今，美豆宽幅震荡。10 月受新季美豆上市影响，成本端助力持续减弱。而后美豆出口及南美天气等利好因素拉动市场。11 月月初，南美恶劣天气持续利好美豆，叠加此时出口需求持续强劲，美盘收高。但后续巴西及时雨来临叠加美豆出口转为平淡，成本驱动减弱。

图 1. 2023 年 CBOT 大豆走势图（单位：美分/蒲式耳）



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

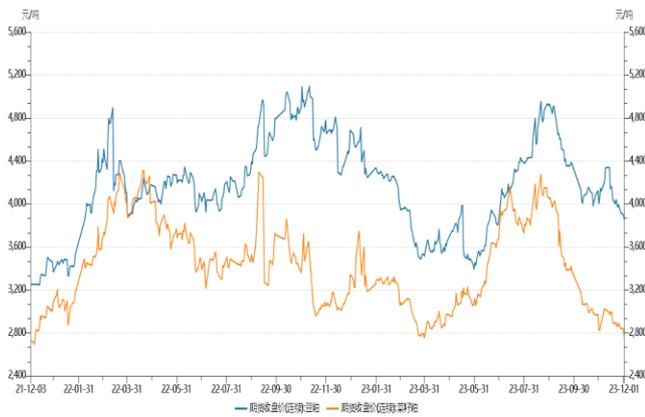
回顾 2023 全年，油脂市场经受了美联储加息等宏观因素的影响，同时全球高温、干旱、厄尔尼诺等极端气候频发加剧了油脂市场的供需矛盾。今年以来，无论棕榈油、豆油还是菜油价格都创下了冲高回落的走势。波动区间来看，棕榈油 6200-8100、豆油 6600-9400、菜油 7300-12000。纵观市场，宏观因素和外部干扰带来的供需变化是今年驱动油脂市场价格的主要逻辑。

年初国际原油的走低以及美豆的回落均给美豆油带来压力。马棕油略强于美豆油，主要是由于马棕油因洪水侵袭，一季度产量远不及预期，尽管马棕油出口也差强人意，但是由于印尼出口政策的多变，也让马棕油出

口获得一定份额。3月中旬，美国金融系统带来了全球金融系统的危机持续发酵中，国际原油承压，这让国际油脂跌幅扩大。市场炒作三大油脂基本面偏空的现实，大豆丰产、供应宽松，棕榈油进入季节性增产周期，菜油同样累库，三大油脂在4-5月悲观中一路下行。进入6月三大油脂企稳，受国际油价上涨推动，三大油脂金融属性驱动期价上涨。7-9月国内油脂价格震荡走低，国际油脂供应压力大，马棕油库存超预期增加，棕榈油价格展开补跌。国内市场供应从紧张到宽松。进入10月，国庆假期后国内棕榈油补跌，国内整体库存高位且需求清淡，表现供大于求情况。11月外部豆油攀升提振油脂市场，以及国际油价回暖，亦支撑棕榈油市场价格。因棕榈油进入减产季加之厄尔尼诺天气影响带来的产量与库存降低预期，提振市场价格。

图 2. 豆粕菜粕期货（单位：元/吨）

图 3. 三大油脂走势图（单位：元/吨）



资料来源：Wind 新纪元期货研究

资料来源：Wind 新纪元期货研究

第二部分 国际大豆供需逐步宽松

一、国际大豆供应逐步宽松

根据 USDA 报告，从供需平衡表可以看出，全球大豆连续三年产消同增。2023/24 年度，全球大豆供需逐渐转向宽松，全球大豆结转库存 11421 万吨，库存消费比 20.6%，创近 5 年来新高。全球大豆产量增速保持在高位，因 USDA 计入了南美整体历史性丰产。期初库存出现小幅抬升，全球大豆预测年度产量为 39888 万吨，需求为 38396 万吨，供需缺口为 1492 万吨。大豆产量、国内消耗量、期末库存均创 5 年来新高，显示全球大豆供应逐步宽松。

表 1. 全球大豆供需平衡表（单位：百万吨）

自然年度	世界						
	期初库存	产量	进口量	国内压榨量	国内总消耗	出口量	期末库存
2023 年	101.92	398.88	167.65	329.50	383.96	170.29	114.21
2022 年	98.00	374.39	164.78	313.41	364.13	171.12	101.92
2021 年	100.26	360.43	155.52	314.50	363.97	154.25	98.00
2020 年	95.10	368.60	165.54	315.82	363.97	164.99	100.35
2019 年	115.24	339.97	165.12	312.31	358.32	165.56	96.84

资料来源：USDA 新纪元期货研究

二、 美国大豆供应仍旧偏紧

与全球大豆供应逐步宽松的现象有所区别，美国大豆目前仍维持供应偏紧的格局，自 2020 年以来美豆期末库存始终保持在小于 800 万吨的水平。由于种植面积缩小，2023/24 年度美豆产量创近 4 年来新低。2023/24 年度，美豆结转库存降低至 668 万吨，美豆库存消费比将降低至 5.87%。美国大豆产量 11239 万吨，国内压榨量创近 5 年新高为 6232 万吨，国内总消耗 6606 万吨，显示美国大豆供应依旧偏紧。有待下一年度种植面积增加，实现逐渐累库。

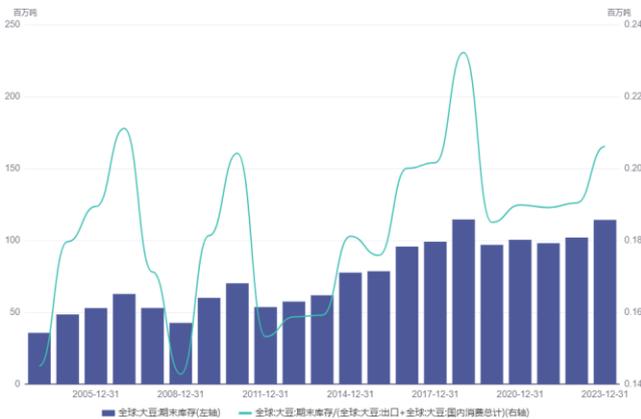
表 2. 美国大豆供需平衡表（单位：百万吨）

自然年度	美国						
	期初库存	产量	进口量	国内压榨量	国内总消耗	出口量	期末库存
2023 年	7.30	112.39	0.82	62.32	66.06	47.76	6.68
2022 年	7.47	116.22	0.67	60.20	62.84	54.21	7.30
2021 年	6.99	121.53	0.43	59.98	62.92	58.57	7.47
2020 年	14.28	114.75	0.54	58.26	60.91	61.67	6.99
2019 年	24.74	96.67	0.42	58.91	61.85	45.70	14.28

资料来源：USDA 新纪元期货研究

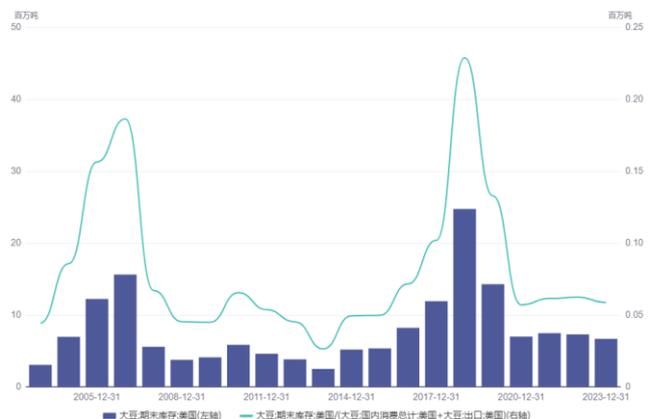
美豆的消费结构以压榨为主、出口为辅。报告显示，今年美豆压榨情况较好，处于近 8 年以来的高位。近几年美豆下游需求旺盛，压榨利润较高，生物柴油需求向好。市场预计在 2024 年 4 月前，美豆压榨需求高企的局面仍将持续。

图 4. 全球大豆库存及库销比形势



资料来源：USDA 新纪元期货研究

图 5. 美国大豆库存及库销比形势



资料来源：USDA 新纪元期货研究

三、 巴西大豆预计丰产，但产量存在不确定性

作为全球产量最大的大豆生产国，2023/24 年度巴西预计丰产。厄尔尼诺现象利多巴西大豆生产，且巴西大豆种植面积逐年增加。但因为天气影响，产量目前存在不确定性，不同机构对于巴西大豆的定产数据存在差异。USDA 报告显示，2023/24 年度，巴西大豆结转库存 3760 万吨，是近 5 年来最高的水平。因年度产量创下近 5 年来新高，当前库存消费比 23.62%，处于近二十年来历史偏高位置。近年来巴西大豆产量逐年增长，2023/24 年度预估产量达到创纪录的 16100 万吨，国内压榨量创近 5 年新高为 5575 万吨，国内总消费为 5970 万吨，期末库存

有所抬升。

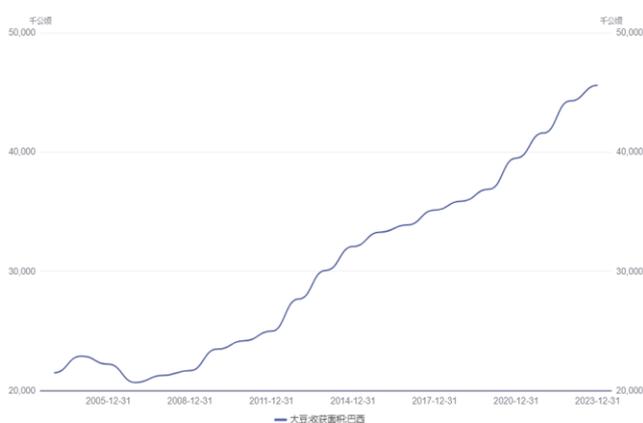
表 3. 巴西大豆供需平衡表（单位：百万吨）

自然年度	巴西						
	期初库存	产量	进口量	国内压榨量	国内总消耗	出口量	期末库存
2023 年	35.35	161.00	0.45	55.75	59.70	99.50	37.60
2022 年	27.60	160.00	0.15	53.10	56.90	95.51	35.35
2021 年	29.58	130.50	0.54	50.71	53.96	79.60	27.60
2020 年	20.42	139.50	1.02	46.50	49.71	81.65	29.58
2019 年	33.34	128.50	0.55	46.74	49.84	92.14	20.42

资料来源：USDA 新纪元期货研究

据统计过去 20 年间，巴西大豆收获面积以年均超过 5% 的速度稳定增长，早已超越美国成为全球最大的大豆生产国。据美国农业部预计，2023/24 年巴西大豆收获面积为 4560 万公顷，同比增加 130 万公顷。据美国农业部预计，2023/24 年巴西大豆单产 3.53 吨/公顷、美国大豆单产 3.35 吨/公顷、阿根廷大豆单产 2.93 吨/公顷、中国大豆单产 1.96 吨/公顷。过去 20 年间，巴西和美国的大豆单产均有所提高。阿根廷由于天气影响，单产存在不确定性。中国大豆的单产在主产国中维持低位，不足 2 吨/公顷。

图 6. 巴西大豆收获面积



资料来源：iFind 新纪元期货研究

图 7. 主产国大豆单产



资料来源：iFind 新纪元期货研究

四、 阿根廷大豆库销比抬升

表 4. 阿根廷大豆供需平衡表（单位：百万吨）

自然年度	阿根廷						
	期初库存	产量	进口量	国内压榨量	国内总消耗	出口量	期末库存
2023 年	17.21	48.00	5.70	34.50	41.75	4.60	24.56
2022 年	23.90	25.00	9.06	30.32	36.57	4.19	17.21
2021 年	25.06	43.90	3.84	38.83	46.04	2.86	23.90
2020 年	26.65	46.20	4.82	40.16	47.41	5.20	25.06
2019 年	28.89	48.80	4.88	38.77	45.92	10.00	26.65

资料来源：USDA 新纪元期货研究

作为南美重要的大豆生产国，阿根廷大豆产量受天气影响较大，上一年度因拉尼娜天气困扰，阿根廷大豆产量仅为 2500 万吨。2023/24 年度，因厄尔尼诺现象利于阿根廷大豆生产，预计产量为 4800 万吨，本年度库存消费比升至 53.0%。

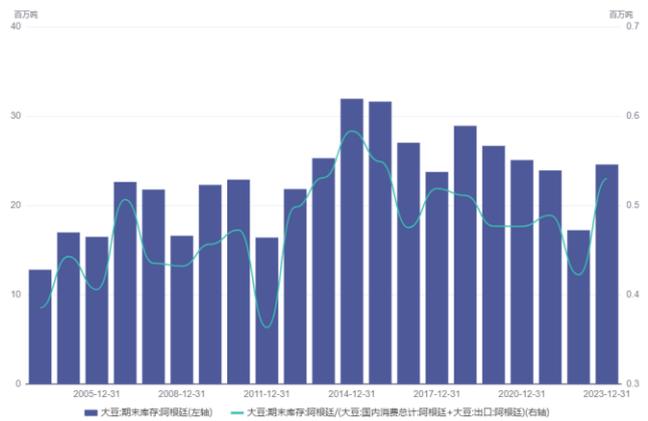
根据阿根廷农业部数据显示，2023/24 年度大豆种植面积预计为 1600 万公顷，和上年持平。据美国农业部预测，2023/24 年度阿根廷将收获约 4800 万吨大豆，几乎是上一作物年度 2500 万吨的两倍，当时干旱严重影响了油籽的总收成。该国豆农常年维持超高的大豆结转库存，以应对该国持续贬值的货币。2023/24 年度，我们会看到 USDA 放宽阿根廷平衡表，这是国际大豆和粕类市场的一个重要变量。

图 8. 巴西大豆库存及库销比形势



资料来源：USDA 新纪元期货研究

图 9. 阿根廷大豆库存及库销比形势



资料来源：USDA 新纪元期货研究

五、 中国大豆期末库存创近 5 年来新高

作为全球大豆的消耗和生产大国，2023/24 年度，中国大豆产量 2050 万吨，结转库存 3569 万吨，进口量 1.02 亿吨，均创 5 年来新高。本年度库存消费比为 29.6%，处在近 20 年均值水平，可见中国大豆库存消费比变化不大。

表 5. 中国大豆供需平衡表（单位：百万吨）

自然年度	中国						
	期初库存	产量	进口量	国内压榨量	国内总消耗	出口量	期末库存
2023 年	33.79	20.50	102.00	98.00	120.50	0.10	35.69
2022 年	29.25	20.28	100.85	95.00	116.50	0.09	33.79
2021 年	30.86	16.40	90.50	87.90	118.40	0.10	29.25
2020 年	24.61	19.60	99.74	93.00	112.74	0.07	31.15
2019 年	19.46	18.09	98.53	91.50	109.20	0.09	26.79

资料来源：USDA 新纪元期货研究

我国进口大豆消费以饲料蛋白为主，近年来中国大豆进口量维持在 1 亿吨左右的水平。2023 年 4 月 12 日，农业农村部印发《饲用豆粕减量替代三年行动方案》。力争通过三年时间，在养殖业节粮降耗方面取得显著成效，到 2025 年饲料中豆粕用量占比从 2022 年的 14.5% 降至 13% 以下，为保障粮食和重要农产品稳定安全供给作出贡献。农业农村部将会同有关部门持续推动实施饲用豆粕减量替代行动，加快非粮蛋白饲料资源开发利

用，进一步完善相关营养价值参数和应用技术体系，加大研发推广力度，为解决国内蛋白饲料短缺问题提供系统解决方案。随着我国豆粕减量替代政策的逐步实施，我国进口大豆量或将开始逐年放缓。

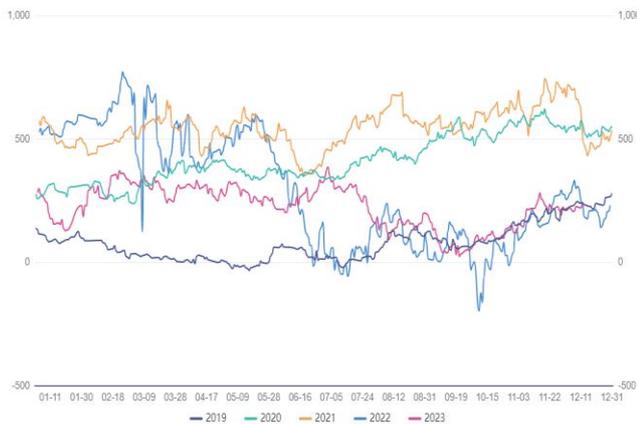
第三部分 植物油市场供需同增

2023/24 年度，全球第一大植物油棕榈油的产量较上一年度增加 190 万吨至 7940 万吨。其中根据马来西亚棕榈油局数据显示，今年马来西亚棕榈油总产量估计为 1920 万至 1940 万吨，显示供应增加。需求端来看，全球油脂工业需求显著增加。2023 年 6 月，美国能源署分别上调了 2024 年、2025 年生物柴油的掺兑量为 30.4 亿加仑、33.5 亿加仑，分别同比增加 2.2 亿加仑、3.1 亿加仑，生物柴油需求有所增加。

一、 全球植物油供应逐步宽松

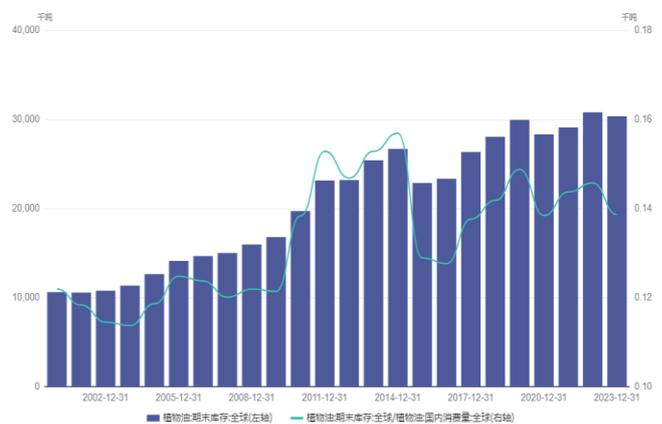
全球植物油供需形势从 2014 年开始收紧，根据 USDA 数据 2021/22 年度全球植物油库存消费比 11%，是过去十五年即 2008 年金融危机时期以来最低值。USDA11 月份报告显示，全球植物油 2023/24 年度库存消费比 14%，供应逐渐宽松。近年来，全球棕榈油产量占油脂总量 36%，出口贸易量占油脂总贸易量近 60%，正因如此，棕榈油是油脂市场行情的风向标，引领油脂板块熊牛波动。

图 10. 毛棕榈油与柴油价差 (POGO) 走势图 (单位: 美元/吨)



资料来源: iFinD 新纪元期货研究

图 11. 全球植物油库存和库销比形势



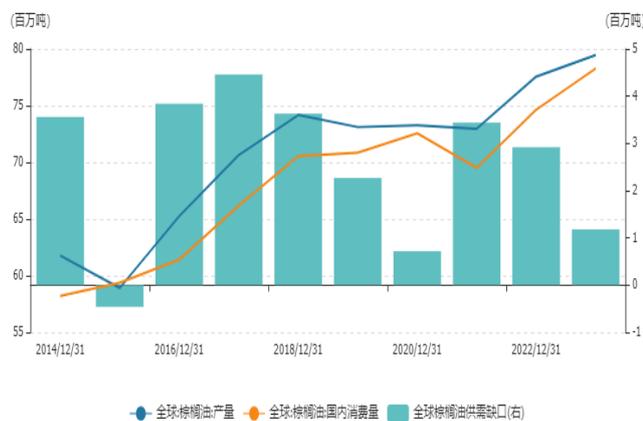
资料来源: iFinD 新纪元期货研究

二、 全球棕榈油供应逐步宽松

根据 USDA 预计 2023 年度全球棕榈油产量为 7946 万吨，需求为 7828 万吨。预测年度供需缺口为 118 万吨，同比减少 4 万吨，显示全球棕榈油供应逐步宽松。

2023/24 年度，全球棕榈油产量增速 2.45% (前值/3.01%)，需求增速 4.88% (前值/4.73%)。2023 年全球棕榈油产量有所增加，需求增速大于产量增速。目前棕榈油已经成为我国仅次于豆油的第二大植物油消费品种，2022/2023 年我国棕榈油进口量为 619 万吨，2023/24 年预估达到 640 万吨。人口增长是影响棕榈油需求状况的一个主要因素。1993 年至 2022 年期间，全球人口从 55 亿人增长到接近 79 亿人，与此同时全球对油脂的需求由 8040 万吨增加至 21685 万吨。按目前全球人口每年净增加 8000 万人的趋势，对棕榈油的需求会越来越大。收入水平变化也同样对棕榈油的需求有着决定性的影响，收入的提高将在很大程度上增加人均油脂消费量。随着人口增长和收入水平上升，全球油脂消费也在逐年提高。

图 12. 全球棕榈油供需变动呈现宽松趋向



资料来源：USDA 新纪元期货研究

图 13. 全球棕榈油产量和消费增速



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

USDA 预计，棕油供需预计在 2023/24 年度维持宽松局面。全球棕榈油 2023/24 年度产量预估 7946 万吨，消费 7828 万吨，期末库存 1607 万吨，期末库存消费比 20.5%，同比上升 7.2 个百分点。印尼棕油 2023/24 年度产量预估 4700 万吨，呈现逐年增长；消费 2035 万吨，为近 5 年来的最高；期末库存 449 万吨，期末库存消费比 22.0%，同比上升 4.8 个百分点。

表 6. 印尼棕榈油供需平衡表（单位：千吨）

自然年度	印度尼西亚					
	期初库存	产量	进口量	出口量	国内消耗	期末库存
2023 年	6137	47000	0	28200	20350	4587
2022 年	7304	46000	0	28077	19090	6137
2021 年	5055	42000	0	22321	17430	7304
2020 年	4576	43500	0	27321	15700	5055
2019 年	2909	42500	11	26249	14595	4576

资料来源：USDA 新纪元期货研究

印尼作为第一大棕榈油生产国，同时也是第一大棕榈油消费国，印尼的棕榈油消费自 2017 年开始，工业消费反超食用消费，工业消费量是持续增长的。2023/24 年度的工业消费量是 2015/16 年度的 3.47 倍，这主要是因为印尼大力发展生物柴油。印尼棕榈油委员会预计印尼预计 2023 年毛棕榈油产量为 4700 万吨，2024 年产量为 4910 万吨；2023 年棕榈油出口量为 2830 万吨，2024 年棕榈油出口量为 3140 万吨。

表 7. 马来西亚棕榈油供需平衡表（单位：千吨）

自然年度	马来西亚					
	期初库存	产量	进口量	出口量	国内消耗	期末库存
2023 年	2314	19000	1400	16400	3970	2344
2022 年	2318	18387	935	15355	3971	2314
2021 年	1756	18152	1237	15527	3300	2318
2020 年	1722	17854	1300	15878	3242	1756
2019 年	2448	19255	790	17212	3559	1722

资料来源：USDA 新纪元期货研究

USDA 预计，马来西亚棕油 2023/24 年度产量预估 1900 万吨，处于近 5 年中值；出口 1650 万吨，与去年持平；国内消费 397 万吨，创近 5 年来最高；期末库存 224 万吨，期末库存消费比 13.4%。

三、 全球油脂工业需求增加显著

供给的变化对农产品价格影响较大，主要是因为农产品的食用刚需比较稳定，但随着生物燃料技术发展以及低碳排放的推动，以工业消费为突破口的粮食需求大增。生物燃料是全球可再生能源开发利用的重要方向，也是连接能源与农产品的重要枢纽。近年来，植物油在生物燃料中的掺混使用量连年增加，而大豆、棕榈等主产国的生物燃料政策变动也往往给对应的农产品价格带来巨大影响。USDA 显示 2023/24 年度全球油脂或将连续两年产销同增，库存回升。全球油脂市场未来需求或将成为主导。从报告来看，2023/24 年度，全球油脂产量为 2.23 亿吨，同比增加 630 万吨，需求为 2.19 亿吨，同比增加 772 万吨，库存为 3034 万吨，同比减少 44 万吨，库存消费比为 13.85%，同比减少 0.04%。当年产需略有盈余，但库消比下降。

作为生产生物柴油原料的豆油，自 2020 年以来消费量出现了较大的增加。作为豆油产生物柴油主要生产国美国、巴西、阿根廷等国政府不断出台支持政策，生柴掺兑比例的增加让豆油未来工业需求增速明显超过其他需求，豆油需求正在发生结构性变化。

3.1 美国生物柴油政策导致工业需求上升

美国生物柴油兴起于 2005 年，自 2022 年拜登政府承诺加强可再生燃料标准等气候变化政策后，新建和扩建的大豆压榨厂占当年粮油饲料项目的一半以上，其中仅美国嘉吉公司就投资 4.75 亿美元在 7 个州扩大大豆加工业务，并在未来 3 年内计划将产能扩大 30%。2023 年美豆油生物燃料消费大幅增加，其中 7 月单月增长迅猛。这一方面得益于美国能源署公布的最新的生物柴油掺兑法案，另一方面也受到加工利润高企，企业生产积极性旺盛导致。但是进入 2023 年 10 月以后，高企的美豆油生物柴油消费热度有所降温，市场各方对于下一年度美豆油工业消费预期开始降低。市场预计 2023 年至 2025 年，美国生物质柴油年增速分别为 2.25%、7.8%、10.2%，可见近年来全球豆油消费主要依靠工业消费增长提振。美国生物柴油的主要原料为豆油、玉米油和菜籽油，还使用了一部分动物油脂。2023 年 6 月美国能源署分别上调了 2024 年、2025 年生物柴油的掺兑配额为 30.4 亿加仑、33.5 亿加仑，分别同比增加 2.2 亿加仑、3.1 亿加仑，可见美国生物柴油政策导致工业需求上升。

图 14. 全球豆油供需结构对比（单位：百万吨）



资料来源：USDA 新纪元期货研究

图 15. 美国豆油生物柴油及可再生柴油产能（单位：万吨）



资料来源：USDA 新纪元期货研究

3.2 巴西将实施 B15 生物柴油政策

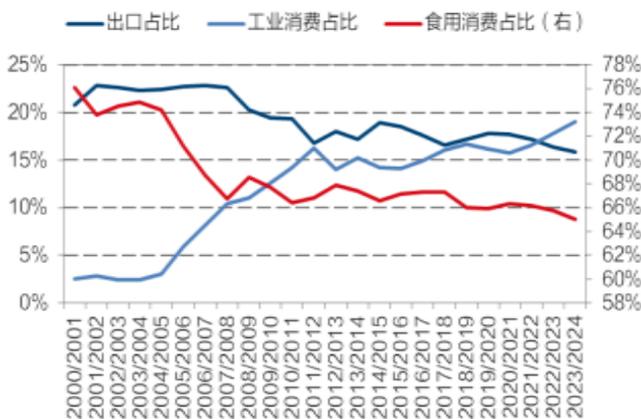
巴西是全球最大的大豆生产国，豆油也是巴西生物柴油的主要原料，而巴西生柴与美国一样，以自产自销为主。2018 年 10 月的国家政治紧急委员会（CNPE）16 号决议将生柴掺混率逐年提高 1%，直到 2023 年达到 15%，不过随着近几年大豆的减产以及疫情、俄乌冲突等外围因素的影响，该决议并未得到有效落实。

巴西国家能源政策委员会的最新决议显示，巴西将于 2026 年实施 B15 政策。今年巴西将掺混比例从 10% 提高到了 12%。B12 政策的实施将使得 2023 年生物柴油产量达到 76 亿升，高于 2022 年的 62 亿升，2023 年豆油消费量也将增加 100 万吨，达到 570 万吨。根据巴西能源政策委员会的日程表，如果 2024 年 3 月份实施 B13 政策，生物柴油产量将达到 85 亿升，豆油需求量将达到 700 万吨。根据 USDA 数据显示，巴西豆油食用消费、贸易量在 23/24 年度占比明显下滑，而工业消费占比从 35.7% 回升至 41.12%。可见随着巴西生物柴油的发展，巴西可供出口的豆油正在下降，豆油贸易或将集中到阿根廷市场上。

3.3 印尼实施 B35 生物柴油政策，B40 测试正在进行中

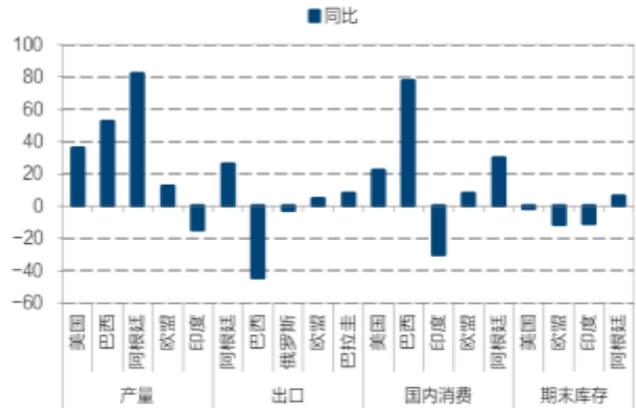
在全球范围内，生物燃料中掺混的植物油主力军依然是棕榈油，与巴西、美国的自产自销不同，印尼作为最大棕榈油生产国，其生柴不仅能够满足本土需求，还能够大量对外出口。目前印尼政府强制要求当地销售的所有柴油必须含有 35%（B35 的棕榈油生柴，这也是全球生物柴油中最高的强制混合比率）。印尼棕榈油协会预计，2023 年印尼国内用于生物柴油的棕榈油消费量将从 2022 年的 910 万吨上升至 1060 万吨，其中用于食品的棕榈油消费量将从去年的 989 万吨上升至 1030 万吨。这将标志着用于生物柴油的棕榈油消费量首次超过食品消费量。印尼最初计划最早在 2021 年过渡到 B40 混合要求，但由于成本高和缺乏基础设施准备，计划被推迟。B40 的测试目前正在进行中，能源部尚未承诺任何实施的时间表，市场预计 B40 政策有望推进。

图 16. 全球豆油消费分类增速



资料来源：USDA 新纪元期货研究

图 17. 全球豆油分国别供需变化（单位：百万吨）

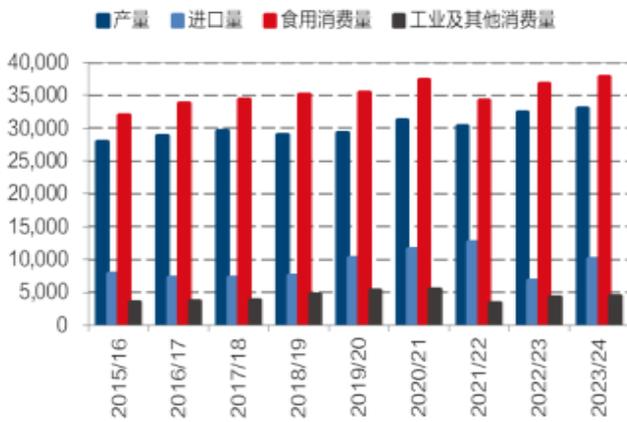


资料来源：USDA 新纪元期货研究

四、 国内油脂需求成焦点

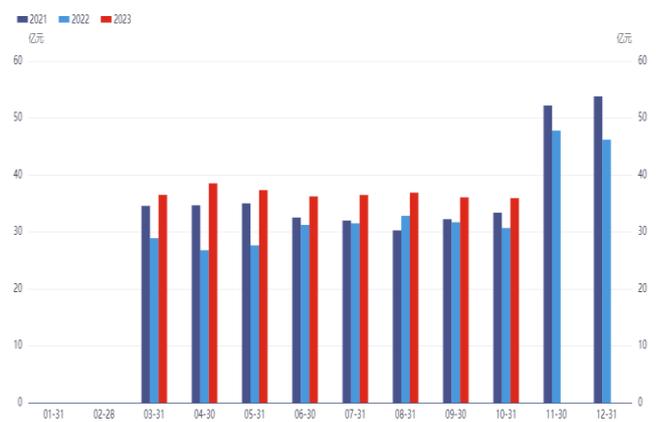
根据国家粮油信息中心预测，2023/24 年度我国食用植物油产量为 3299.0 万吨，同比增加 134.8 万吨；预计年度植物油食用消费量为 3789 万吨，同比增加 223 万吨；食用植物油的产量和消费量均有所增长。国家粮油信息中心预测预计 2023/24 年度我国工业及其他消费为 445 万吨，同比增加 25 万吨。近年来，中国食用植物油消费需求在总量上保持刚性增长的趋势。

图 18. 国内油脂供需结构（单位：千吨）



资料来源：国家粮油信息中心 新纪元期货研究

图 19. 我国餐饮行业收入（单位：亿元）



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

根据国家统计局数据显示，2023 年国内油脂消费升幅超预期。从我国餐饮行业收入来看，2020 年 1-10 月餐饮收入同比下降 14.41%，全年同比下降 10.48%，而 2023 年我国餐饮行业收入创下 3 年来新高。10 月份，社会消费品零售总额 43333 亿元，同比增长 7.6%，环比增长 0.07%。分行业看，住宿和餐饮业增长 21.3%。分类别来看，10 月份，全国餐饮收入 4800 亿元，增长 17.1%。市场预期 2024 年国内餐饮行业会有明显的修复，国内油脂需求成亮点。

第四部分 饲料需求与生猪养殖：猪价低位徘徊

一、 行情回顾：2023 年生猪价格偏弱运行

2023 年春节生猪价格低位抬升，而春节过后生猪价格表现低迷，开启了一路下跌的走势。整体来看 2023 年生猪价格整体以底部震荡为主，全年盘面价格波动区间维持在 12800-19600 元/吨之间。

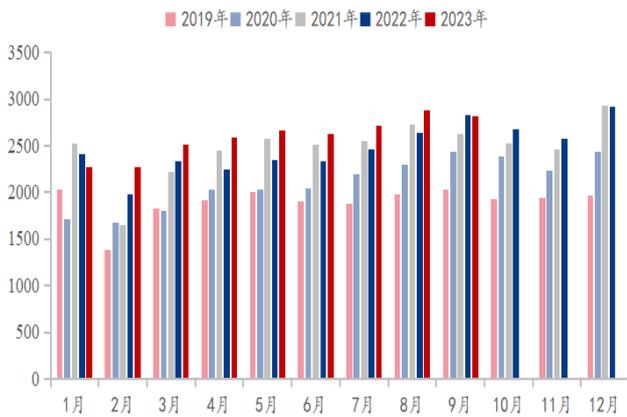
按照季度来看：一季度河南外三元生猪现货价格波动区间在 14000-16000 元。年初由于疫情防控政策调整带来消费恢复预期，刺激了二次育肥进场及屠宰企业加大冻品入库，现货价格上涨。春节过后，处于传统消费淡季，叠加前期的产能仍未被消化，现货价格下行。二季度由于生猪产能回升导致出栏增长的效果显现，加之实际消费表现乏力，猪价经历了较长的低迷期，猪价现货最低触及 14000 元的关口。三季度来看，初期由于肥标猪价差反常走高，加之冬季猪病影响导致出栏阶段性缩减，生猪现货价格大幅、快速抬升，由 14000 以下的低位迅速反弹价格逼近 18000 的位置。随后，由于消费跟进不理想，加之供应的恢复，猪价震荡回落。四季度猪价跌势加快，一方面与北方猪病多发刺激小标猪出栏增加，另一方面，母猪淘汰加快亦使得猪源增多。总体来看，2023 年生猪市场处于明显供大于求的状态，猪价低迷、养殖利润长期亏损，期货也表现出熊市特征，生猪价格偏弱运行。

二、 2023-2024 年是猪周期延续之年

“猪周期”在生猪行情研究中具有重要作用，一般体现为 3-4 年的周期规律。“猪周期”最核心的指标是能繁母猪存栏，若能繁母猪存栏出现大幅波动，猪价就会启动新一轮周期，并结合年内季节性的“小周期”进行波动，用“蛛网模型”可以形象地解释“猪周期”形成的原因。

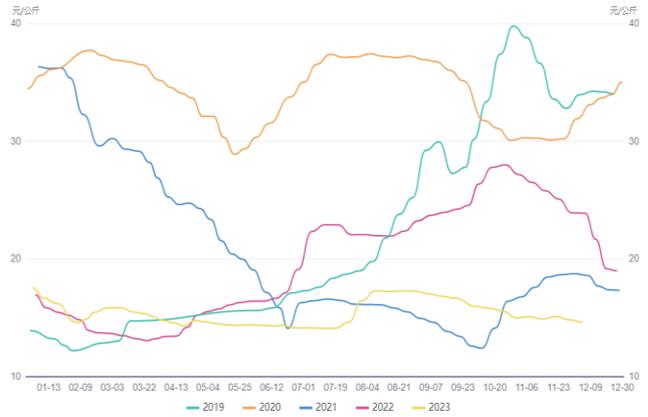
2006 年至今，我们经历了四次猪周期，平均每 4 年即 48 个月一个周期，上升和下降周期持续的时间长短不一。最近一次周期从 2018 年开始 2021 年结束持续了 41 个月，上行周期持续 17 个月，下降周期 23 个月。2019-2020 年的非洲猪瘟红利使得养殖利润大增，刺激了资本大量进入养猪业，刺激产能扩张。后行业深度亏损，熊市的纷乱将一定比例的散养户和中小型规模厂淘汰出局，行业自发去产能。本轮猪周期在 2022 年开启，预计至少持续至 2025 年。

图 20. 我国饲料产量月度变动图



来源: Mysteel 新纪元期货研究

图 21. 我国主要大中城市生猪价格波动图

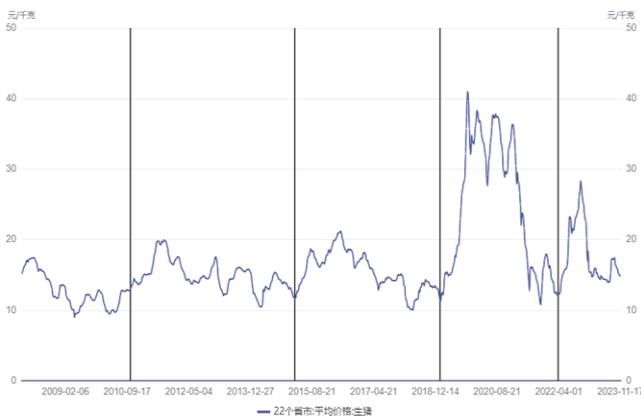


来源: iFinD 新纪元期货研究

我国生猪存栏量在 2011 至 2012 年达到历史高点约 4.76 亿头，随后存栏量在周期下行、环保去产能及非洲猪瘟的影响下持续走低，2019 年 10 月存栏量仅为 1.91 亿头，2019 年 11 月开始逐步恢复。我国生猪出栏量整体保持平稳增长，2009 年为 6.44 亿头，2014 年达到历史高点约 7.35 亿头，2015-2018 年稳定在 7 亿头附近，2019 年非洲猪瘟导致出栏量大幅下降至 5.44 亿头，同比降幅达到 21.6%，较 2009 年下降了 15.6%。根据农业农村部数据，截止到 2023 年 9 月，我国生猪存栏为 4.42 亿头，同比减少 0.37 亿头，但仍处于历史较高位置。

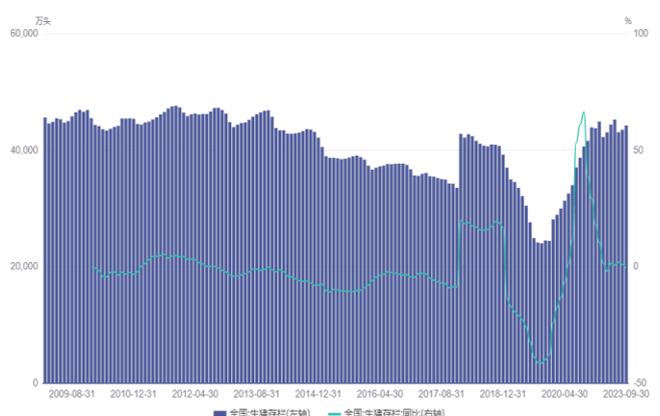
农业部数据显示，截止 9 月末，能繁母猪存栏量 4240 万头，环比-0.02%，同比-2.8%。据钢联数据，10 月规模场能繁母猪存栏 504.5 万头，环比-0.35%，同比+0.2%；中小散能繁母猪存栏 16.12 万头，环比-3.07%，同比+12.06%。能繁存栏继续下滑，但总体降幅缓慢，散户降幅高于规模场。整体来看能繁母猪存栏维持高位。

图 22. 生猪价格近四到五轮周期波动图



来源: Wind 新纪元期货研究

图 23. 我国生猪存栏维持高位



来源: iFinD 新纪元期货研究

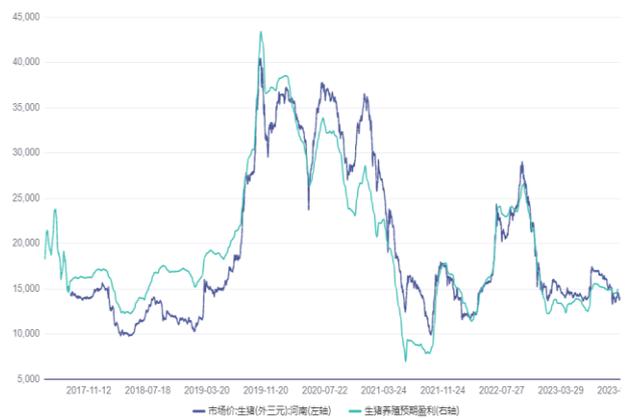
截至 2023 年 11 月 24 日,自繁自养头均利润-212.55 元/头,较年初变化 12.7%,去年同期自繁自养头均利润 706.41 元/头;截至 2023 年 11 月 24 日,外购仔猪头均利润-115.21 元/头,较年初变化 6.0%,去年同期自繁自养头均利润 706.41 元/头。从养殖利润来看,我国生猪养殖利润在 2022 年 10 月开始进入亏损局面,尽管在 2023 年二季度亏损一度减少,但仍未扭亏为盈,此轮生猪养殖利润亏损已经长达 14 个月。从猪周期历史来看,最长生猪养殖亏损时间为 16 个月,可见此轮生猪亏损已经进入尾声。根据生猪养殖规律来看,2024 年生猪理论出栏量由 2023 年 3 月-2024 年 2 月的能繁母猪存栏决定。2023 年全行业大部分时间都处于亏损状态,后期去产能有望提速,这可能对 2024 年三四季度的供应造成缩减效应,从而提振 2024 年三四季度的生猪价格。

图 24. 我国能繁母猪存栏



资料来源: iFinD 新纪元期货研究

图 25. 我国生猪养殖利润



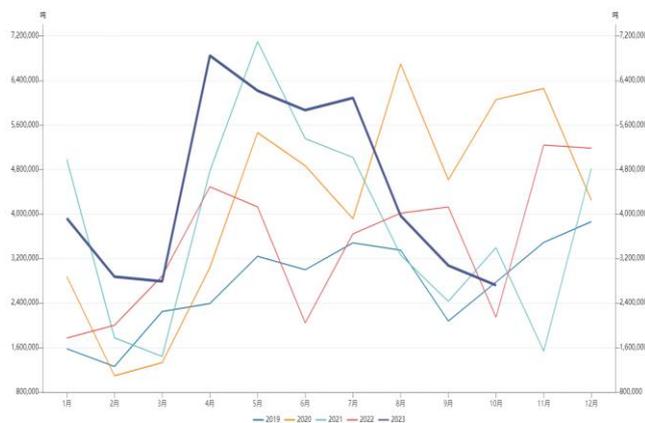
资料来源: iFinD 新纪元期货研究

第五部分 国内大豆进口、压榨及库存

一、2023 年国内大豆到港量增加

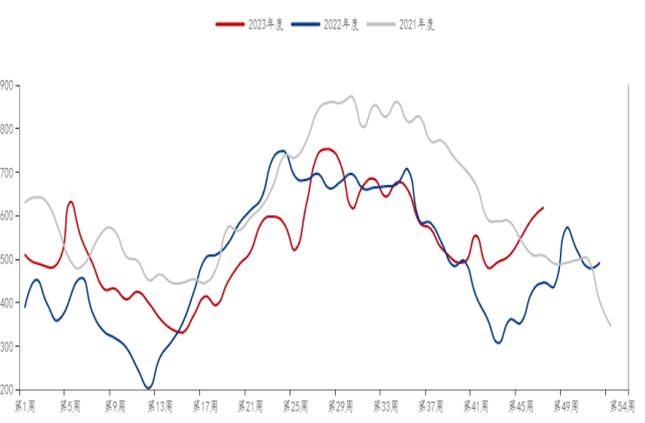
2023 年 1 到 12 月份,预计我国大豆进口累计 9700 万吨,同比增加 7.6%。由于国内旺盛的蛋白饲料需求,我国大豆进口维持高位。截止 2023 年 11 月 30 日,进口大豆港口库存为 709.03 万吨,环比增加 22.67 万吨。

图 26. 我国大豆到港预期逐月变动图



资料来源: Wind 新纪元期货研究

图 27. 我国大豆库存处于近年偏高水平



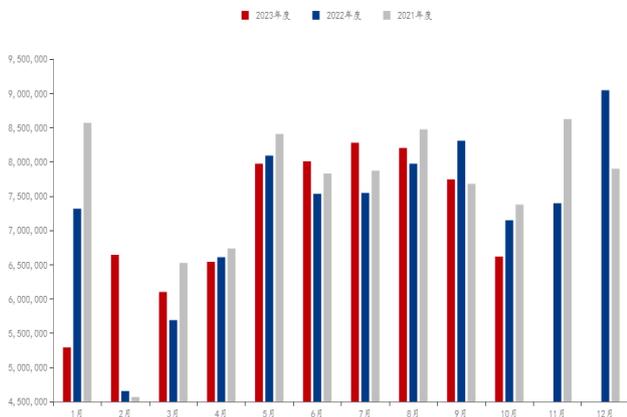
资料来源: Mysteel 新纪元期货研究

在过去的十年间，2018 年经济危机时期我国较上一年度减少了 1156 万吨大豆进口，当年进口量 8254 万吨，降幅 12.3%。2021 年我国在经历了疫情，餐饮等需求降低，年度进口量较上一年度减少 500 万吨。2023 年，走出疫情阴霾，我国大豆年度进口量较上一年度增加 685 万吨。

二、国内油籽压榨量大豆居中，菜籽压榨量有所回升

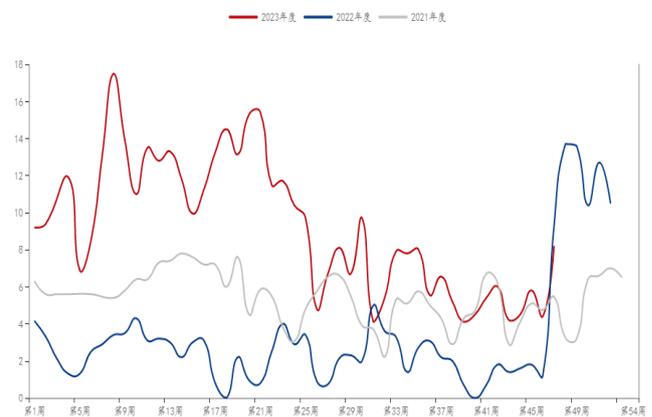
根据 Mysteel 数据显示，2023 年 10 月，全国油厂大豆压榨 661.66 万吨，较去年同期减幅 7.4%。2023 年自然年度全国大豆压榨量为 8698.78 万吨，较去年同期增加 5.36%，国内大豆压榨量处于近 3 年中等偏高水平。根据 Mysteel 数据显示，截至 11 月 19 日当周，菜籽压榨量为 8.2 万吨，较上周增加 3.8 万吨，菜油压榨量较前两年有所回升。

图 28. 我国大豆月压榨量处于今年中等偏高状态



资料来源: Mysteel 新纪元期货研究

图 29. 菜籽压榨量有所回升

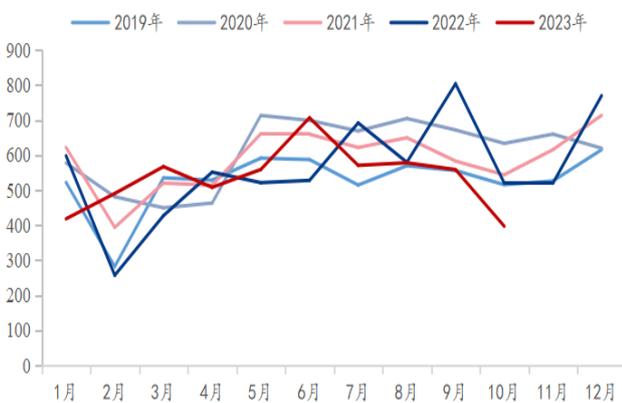


资料来源: Mysteel 新纪元期货研究

三、国内豆粕库存水平较高

根据 Mysteel 数据显示，2023 年 11 月国内市场豆粕市场成交尚可。截止到 11 月 29 日，月内共成交豆粕 420.75 万吨，环比增加 7.5%；同比增加 54.52 万吨，增幅 13.93%。截止到 2023 年 11 月 19 日，国内豆粕库存 62.2 万吨，较上周增幅 0.38%，比去年增加 42.03 万吨，增幅 208.4%。

图 30. 豆粕月度表观消费走势图



资料来源: Mysteel 新纪元期货研究

图 31. 国内豆粕库存水平处于历年同期高位

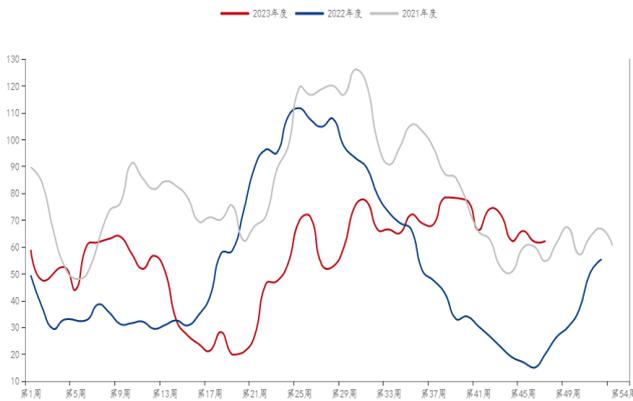


资料来源: Mysteel 新纪元期货研究

四、国内棕榈油库存水平较高

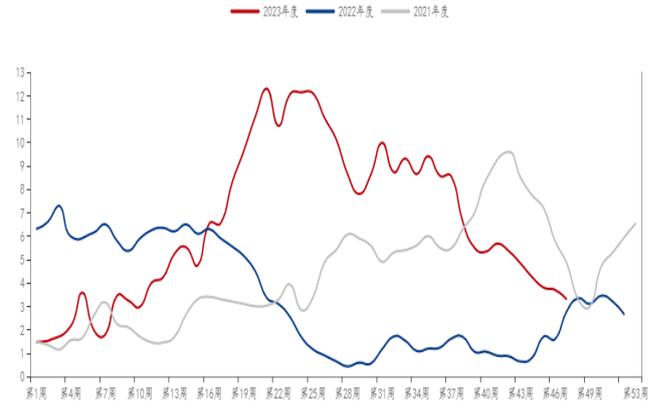
根据 Mysteel 数据显示，截止 2023 年 11 月 19 日，棕榈油港口库存为 62.20 万吨，环比增加 0.04 万吨。从季节性来看，棕榈油港口库存位于历史较高水平。根据 Mysteel 数据显示，截至 11 月 24 日，华东菜油库存 28.28 万吨，较前一周减少 1.0 万吨。截至 11 月 24 日全国重点地区豆油商业库存约为 95.8 万吨，环比增幅 3.79%。

图 32. 国内棕榈油库存处于历史较高水平



资料来源：Mysteel 新纪元期货研究

图 33. 国内菜油库存处于历史平均水平



资料来源：Mysteel 新纪元期货研究

第六部分 2024 年主要交易策略推荐

1、国内三大植物油或在明年走高。若厄尔尼诺现象影响棕榈油产量、需求有效复苏，豆油、棕榈油、菜籽油波动区间分别 7000-9000、6000-8500、7500-10500，可逢低布局多单。

2、国内豆粕、菜粕核心波动区间下移，其中，豆粕 3000-3900、菜粕 2500-3700，可考虑逢高做空。

3、生猪缓慢推进去产能进程，或在 2024 年呈现先抑后扬的走势，下半年尝试逢低布局多单。

风险点：厄尔尼诺现象提前结束，厄尔尼诺现象对于棕榈油产量影响有限（利空）；巴西南涝北旱局面结束，大豆丰产预期兑现（利空）。

免责声明

本研究报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何保证。我们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。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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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任何损失负任何责任。本报告仅反映撰写人的分析方法和观点，不代表新纪元期货股份有限公司的立场。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所获得许可，并需注明出处为新纪元期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼8-9层

南京分公司

电话：025-84706666

邮编：210019

地址：南京市建邺区庐山路168号1504室

成都分公司

电话：028-68850968

邮编：610004

地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952

邮编：518001

地址：深圳市罗湖区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

上海分公司

电话：021-61017395

邮编：200120

地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室

徐州营业部

电话：0516-83831113

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼9层

南京营业部

电话：025-84787996

邮编：210018

地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653

邮编：100007

地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826

邮编：510080

地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991

邮编：215028

地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516

邮编：226001

地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-67900698

邮编：400010

地址：重庆市南岸区江南大道2号国汇中心写字楼5-8