



瑞达期货股份有限公司  
投资咨询业务资格  
证监许可【2011】1780号

研究员：许方莉  
期货从业资格证号 F3073708  
期货投资咨询从业证书号 Z0017638

助理研究员：谢程琪  
期货从业资格号 F03117498

咨询电话：0595-86778969  
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯

 研究服务



扫一扫上面的二维码图案，加我为朋友。

## 供应环节稍有缓解 后期关注天气影响

### 摘要

国产豆方面，今年总体的进口豆维持高位，对国产豆的供应有一定的冲击。从政策面来看，从十月份粮食收获上市以来，各种粮食价格都不高，购销情况也不算好。从消费需求来看，疫情三年过后，当前居民消费观念有所改变。今年国产大豆虽谈不上丰产，但产量较去年也有所增加，质量也较去年好很多。目前，国内大豆市场供大于求的格局比较明显。

进口豆方面，从美豆的情况来看，2023/24年度，美豆减产已经成为事实。就2024/25年度来说，如果天气没有进一步的恶化，可能美豆的产量有所恢复。美豆的出口受到巴西的冲击，有所下降。不过目前美豆国内的压榨水平良好，压榨利润良好。南美方面来看，今年市场普遍预期南美丰产，预计巴西的产量会创新高，而阿根廷的产量也将有所恢复。目前来看，虽然巴西的播种受天气的影响偏慢，不过天气的不确定性依然存在，不能确定后期就一定会受天气的影响而减产。阿根廷方面，目前来看，播种情况较好，市场也预期产量恢复，部分弥补了巴西可能的减产数量。

豆粕方面，从供应情况来看，今年的大豆进口量总体偏宽松，导致港口的大豆库存偏多，油厂的总体开机率较高，也导致豆粕有一定的胀库的压力。而后期，大豆的到港压力依然较大，油厂的开机率预计维持在相对的高位，对豆粕的供应有一定的压力。从需求来看，生猪方面，总体的产能去化节奏较慢。总体供应较为宽松的情况预计持续维持，饲料刚性需求存在。禽料方面，由于今年蛋价表现持续良好，提振蛋鸡企业补栏积极性。综合来看，供应还是有一定增加的预期，不过下游需求有所支撑，限制豆粕的下跌空间。

豆油方面，2023/24年度，美豆减产。不过国内豆油的库存压力还是比较大的，累库的情况较为明显。目前巴西方面还处在播种的季节，天气不确定性还是比较大的，需持续关注天气的情况。阿根廷方面，目前的播种进度较好，天气条件也良好，适宜播种。从需求来看，生物柴油对油脂的需求继续增加，美国方面，继续扩大生物柴油的生产规模，印尼也调高生物柴油的参混比例，增加生物柴油的需求。从国内需求来看，各大油脂品种的消费均有所抬升，预计与疫情常态化，并得到一定控制后，市场的需求预计有所恢复，外出就餐增加，对油脂的需求有所抬升。不过综合来看，由于产量的增幅较大，一定程度上补充了需求的增长，因此总体的供应仍有盈余，前期油脂供应偏紧的格局或有改变。

## 目录

一、2023 年豆类市场回顾.....	2
1、CBOT 大豆期货走势回顾.....	2
2、DCE 大豆期货走势回顾.....	2
3、DCE 豆粕期货走势回顾.....	4
4、DCE 豆油期货走势回顾.....	4
5、现货市场回顾.....	5
二、国际豆类基本面分析.....	6
1、全球油籽供需情况.....	6
2、美豆基本面情况.....	6
2、巴西产量不确定加剧 天气成不确定因素.....	11
3、阿根廷预计产量恢复 出口预计也将恢复.....	13
4、全球大豆供需预估.....	14
三、国产大豆基本面分析.....	15
1、进口数量维持高位.....	15
2、政策托底力度有限 支撑价格有限.....	16
3、消费表现不佳.....	16
4、种植量继续增加.....	17
四、豆粕基本面分析.....	17
1、豆粕供应压力增加.....	17
2、饲料需求情况.....	19
3、豆粕需求被替代减少.....	22
五、豆油基本面分析.....	23
1、油脂库存消费比小幅回落.....	23
2、菜油供应有所恢复 豆棕关注天气的影响.....	23
3、生物柴油需求预期增加.....	25
4、国内油脂供需情况.....	26
5、三大油脂现货库存.....	27
六、总结与展望.....	31
免责声明.....	33

## 一、2023 年豆类市场回顾

### 1、CBOT 大豆期货走势回顾

2023 年 CBOT 大豆整体震荡幅度较大，不过总体重心有所下移。1-2 月 CBOT 大豆高位震荡，一方面美国大豆库存偏紧格局强化；而另一方面，市场对阿根廷大豆产量前景充满忧虑，并且巴西大豆产量能否实现 1.53 亿吨丰产局面疑虑重重，限制下跌的空间。3-5 月期价有所走弱，一方面宏观拖累，美国硅谷银行倒闭影响，市场下调对美联储加息的预期，交易商对全球经济稳定的忧虑增加，加上资金的撤退多头退场等；另一方面市场聚焦南美，巴西产量预估进一步上调，叠加巴西收割进度逐步加快，巴西贴水连续下调，庞大的出口施压美豆下行。6-8 月，CBOT 大豆出现快速回升，主要与天气情况有关，美豆主产区出现明显的干旱天气，使得市场担忧升温。9 月，美豆方面缺乏进一步支撑上涨的动力，加上 USDA 利好出尽，市场震荡调整，向下寻找支撑。10 月到 11 月，美豆出口良好，加上巴西方面的天气不确定性较大，支撑 CBOT 大豆的价格。12 月，价格再度走弱，主要受巴西迎来有利降雨，市场对供应担忧减弱，价格小幅回调。



资料来源：博易大师

### 2、DCE 大豆期货走势回顾

2023 年豆一整体走势呈现两个阶段，第一阶段：1 月-4 月震荡回落，主要受到市场余粮消化不畅，下游需求不佳，加上前期市场的政策消息已经得到消化，市场反应较为平淡。

随着新粮春耕开始播种，市场的卖压继续增加，限制价格。5-12月，价格总体偏宽幅震荡的走势，震荡区间 4700-5300 元/吨，今年新粮总体丰产，价格上行动力有限，不过有收储，加上农户有惜售的情绪，一定程度上限制了跌幅，呈现宽幅震荡的走势。



资料来源：博易大师

2023年豆二整体走势呈现三个阶段，第一阶段：1月-5月价格震荡下跌，要受到巴西豆丰产预期较强，阿根廷天气炒作降温的影响下，豆二走势偏弱。6-8月，震荡偏强，主要美豆方面炒作天气，加上人民币持续贬值，造成进口成本增加，提振豆二的价格。9-12月，震荡回落，美豆方面缺乏进一步支撑上涨的动力，加上USDA利好出尽，市场震荡调整，向下寻找支撑，另外，临近年底，巴西天气有所好转，也缓解了市场的担忧，



资料来源：博易大师

### 3、DCE 豆粕期货走势回顾

2023 年豆粕整体走势呈现三个阶段，第一阶段：1 月-5 月震荡下行，在宏观面偏弱，豆粕下游需求不振，以及豆粕胀库的背景下，豆粕走出了一波下跌的走势。且后期，随着到港量的增加，油厂开机率增加，豆粕走势偏弱。6-8 月，豆粕主要受到来自美豆的大幅提振，美豆方面炒作天气，带动美豆走强，也给国内豆粕一定的支撑，另外，人民币贬值，导致大豆进口成本增加，也是提振豆粕的价格。9-12 月，震荡回落，主要受到美豆的天气因素炒作告一段落，且市场缺乏进一步的利好支撑，后期美豆面临收割，导致豆粕价格偏弱。



资料来源：博易大师

### 4、DCE 豆油期货走势回顾

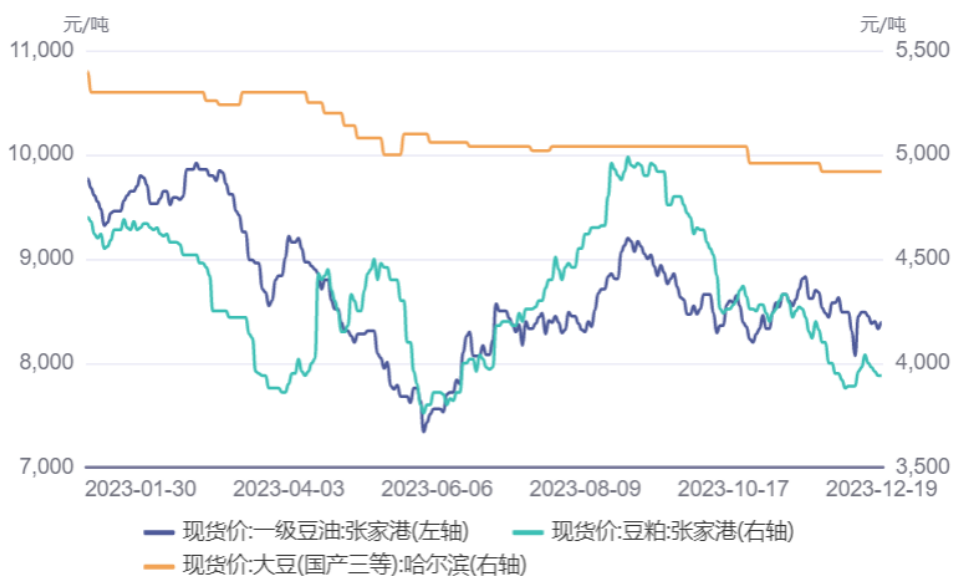
2023 年豆油整体走势呈现四个阶段，1 月-2 月，高位震荡，虽然下游需求有所好转，不过市场担忧犹存，加上棕榈油的库存仍处在高位，限制油脂的反弹力度，总体豆油维持宽幅震荡的走势。3-5 月，豆油总体走势较为疲弱，一方面，受菜油震荡回落的影响，走势偏弱，另外，宏观面偏弱，加上原油走低，均对油脂市场有所打击，同时，巴西豆的到港对市场的压力，豆油走势偏弱。6 月豆油有所反弹，一方面，受美豆炒作天气的影响，另外，外盘豆油走强，美豆油受可能调整生物柴油参混比例的影响，走势偏强，带动国内豆油的价格。7-12 月，宽幅震荡，虽然受美豆天气的影响，下跌有限，不过自身的需求也较为有限，加上库存处在高位，限制豆油的走势。



资料来源：博易大师

## 5、现货市场回顾

国产大豆现货价格全年较为稳定，主要集中在 5000–5500 元/吨附近上下浮动，但进入 10 月之后，国产大豆价格受丰产影响有所下降。豆粕现货价格今年宽幅震荡，主要受外盘成本影响较大，年初到年中，受南美丰产的影响，震荡下行，6–8 月，美豆炒作天气，价格震荡上行，随后，随着美豆开始震荡回落，成本下降，价格也随之下降。豆油价格走势跟豆粕类似，年初到年中，受总体豆类偏弱的影响，走势偏弱，随后，随着美豆的价格反弹，不过受本身库存压力以及下游需求有限的影响，反弹力度不及豆粕，随后，随着美豆的回落，也出现季节性的回落。



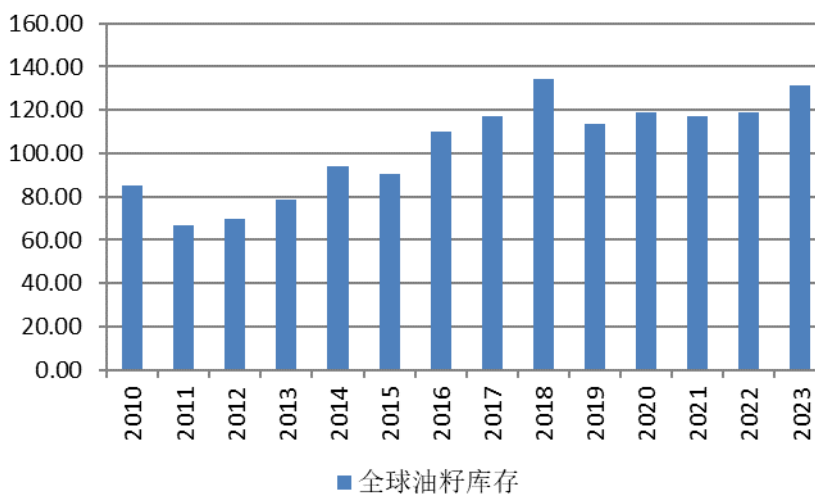
数据来源：同花顺 瑞达期货研究院

## 二、国际豆类基本面分析

### 1、全球油籽供需情况

根据美国农业部最新供需报告显示，2023/24 年全球油籽（包括大豆、菜籽、棕榈仁、花生、棉籽、葵花籽、椰肉干等）产量同比增加 4.77%，至 66145 万吨，总体保持上涨的势头。除了 2019/20 年度有所下降，已经累计 7 年出现上涨。在这其中，大豆占比最高占到 60.54%，菜籽占比占到 12.94%。从数据来看，大豆增产 7.57%，而葵花籽增产 8.78%，菜籽减产 3.63%。虽然菜籽和棉籽减产，不过减产的幅度有限，加上目前加拿大也调整了菜籽的产量，预计前期因干旱导致的减产幅度有限，12 月可能上调菜籽的产量，减产幅度预计下降。加上其它油籽基本保持增长，尤其是大豆的产量增长较大，预计总体油籽的供应量继续保持增长的态势。从全球油籽库存的水平来看，2023/24 年度库存再上一个新台阶，直接站上了 130 百万吨，达到 131.37 百万吨，较去年上涨了 10.76%，涨幅较大。

### 全球油籽库存



数据来源：wind 瑞达期货研究院

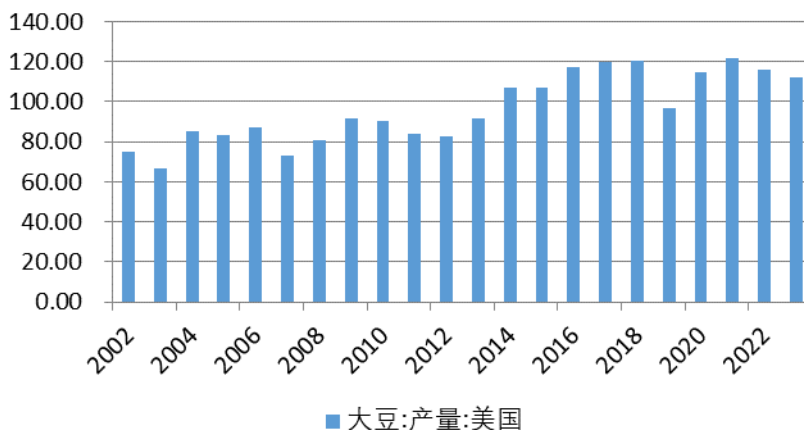
### 2、美豆基本面情况

#### 1.1 美豆供应依然偏紧

美国农业部（USDA）在 11 月报告中，将美国大豆 2023/24 年度平均单产调高至 49.9 蒲/英亩，比上月调高 0.3 蒲/英亩，大豆产量调高至 41.29 亿蒲，较上月调高 2500 万蒲，报告出台前市场预计美国农业部可能会下调美豆单产和产量。

虽然报告上调了产量，不过进入 12 月，美豆的收割已经基本完成，后期继续调整产量的空间较为有限。从数据上面来看，美豆新年度的单产创出 2015/16 年度以来，除了 2019/20 年度以来的新低，前期天气问题导致的减产还是影响到了美豆的实际单产以及产量的情况。

## 大豆:产量:美国

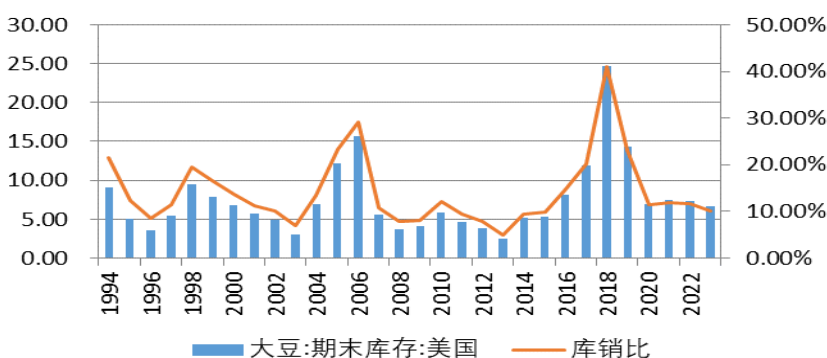


数据来源: USDA 瑞达期货研究院

从美豆的单产 49.9 蒲/英亩, 结合 USDA 公布的 2023/24 年度, 美豆的成本是 623.63 美元/英亩, 可以换算出, 美豆的成本结合盘面价格在 1257 美分/蒲式耳。而目前美豆 01 合约的价格在 1300 美分附近徘徊, 已经很接近成本端了, 加上今年美豆的压榨和出口表现较好, 这个在后面也会进一步的分析, 后期继续下跌的空间预计较为有限。

另外, 从美豆的期末结转库存来看, 从今年 5 月以来的几次调整, 目前 USDA 预计 2023/24 年度美豆期末库存下降至 6.68 百万吨, 较 5 月预估值 9.11 百万吨下降了 22% 左右, 美豆期末库存消费比也下降至 10.11%, 较去年的 11.62%, 下降了 1.51%, 是自 2015 年以来的最低值。目前已经连续 5 年库销比下降了。美豆产量连续 3 年下降, 加上去年阿根廷也减产, 导致大豆供应增加主要都来自于巴西。而其实后面会分析道, 巴西的旧作库存也相对有限, 那么美豆库销比持续下降, 也给大豆市场敲响了警钟, 就是目前总体的大豆供应压力或没有想象中的那么大。在经过美豆集中上市的供应压力后, 市场的关注点或会重新回到美豆供应偏紧的问题上来。

## 美豆库存消费比



数据来源: USDA 瑞达期货研究院



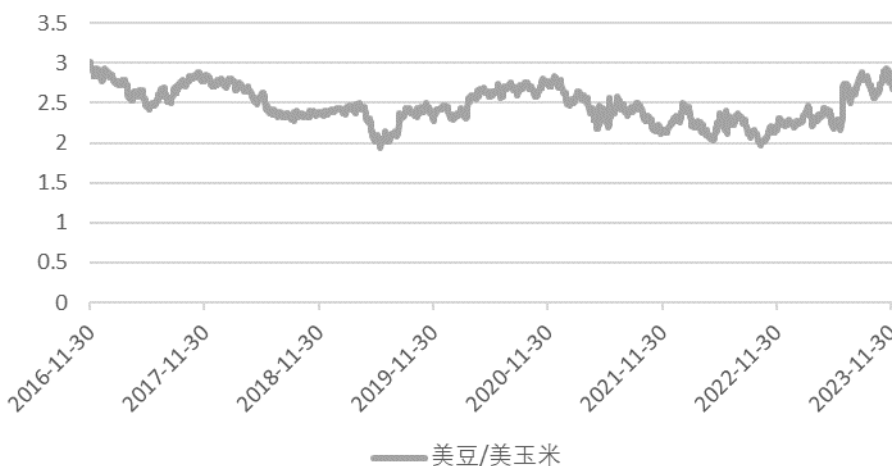
对于 2024/25 年度的美豆种植来说，虽然目前谈起相对较早，不过明年 4-5 月，新的美豆也即将开始播种。从天气方面来看，前赤道中东太平洋已经形成一次厄尔尼诺事件。预计此次厄尔尼诺事件的峰值期在 2023 年 11 月至 2024 年 1 月，峰值强度在 1.5° C 至 2° C 之间，强度为中等，类型为东部型，并会持续到 2024 年春季。如果厄尔尼诺天气没有继续影响，美豆的产量或有所恢复。

另外，从美豆的种植成本上面来分析，根据 USDA 的预测，预计 2024/25 年度美豆的种植成本在 614.81 美元/英亩，假设单产维持今年的水平的的话，那么美豆的种植成本将进一步的下调，下调至 1239 美分/蒲式耳，届时盘面的成本支撑预计也有所减弱。

从美豆和美玉米的比价情况来看，美豆和美玉米目前盘面的价格比价还处在相对的高位，相比于种植玉米，大豆的卖价会更高一些，另外，从成本端来看，种植玉米的成本明显高于大豆。USDA 预计 2024/25 年度，美玉米的种植成本预计在 869.52 美元/英亩，而大豆的种植成本只有 614.81 美元/英亩，这就使得在种植效益接近的背景下，美国农民应该更倾向于种植大豆，也可能会无形中增加大豆的种植水平。

因此，2023/24 年度，美豆供应偏紧基本确定，不过 2024/25 年度，美豆的供应或有一定的恢复的可能。

美豆/美玉米

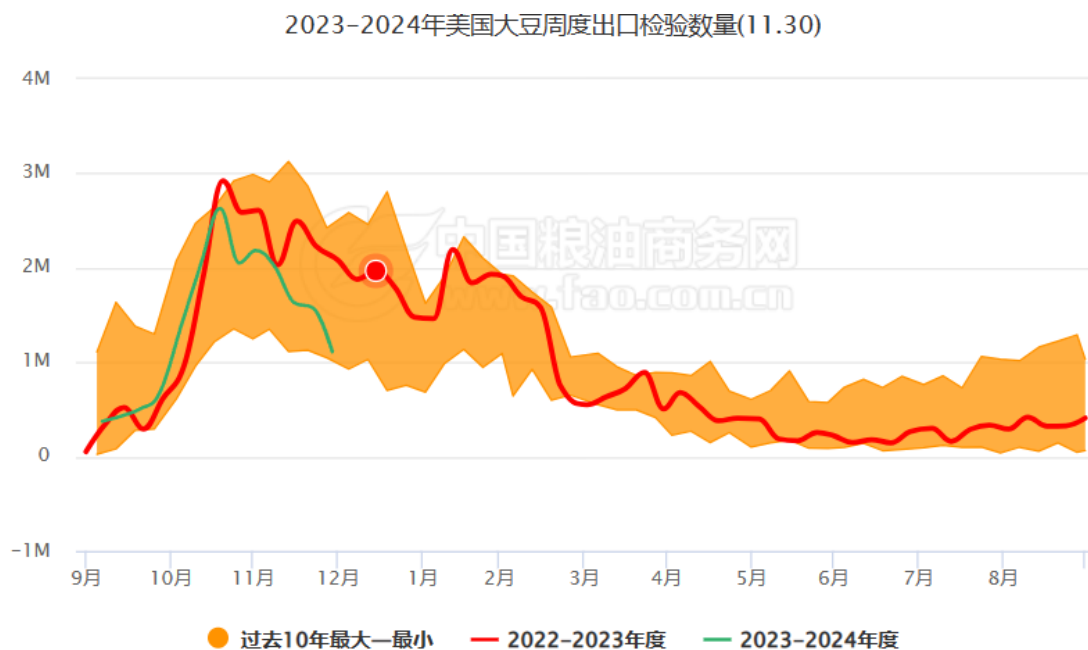


数据来源：Wind 瑞达期货研究院

### 1.2 美豆出口可能受限

从美豆自身的出口情况来看，美国农业部出口检验周报显示，上周美国大豆出口检验量较一周前减少 30%，较去年同期减少 47%。截至 2023 年 11 月 30 日的一周，美国大豆出口检验量为 1,108,864 吨，上周为 1,573,289 吨，去年同期为 2,081,665 吨。2023/24 年度(始于 9 月 1 日)美国大豆出口检验总量累计达到 18,691,912 吨，同比减少 13.7%。上周

是同比减少 10.9%。本年度前 13 周美国大豆出口量达到全年出口目标的 39.1%，上周是达到 36.5%。美国农业部在 2023 年 11 月份供需报告里预测 2023/24 年度美国大豆出口量为 17.55 亿蒲(4776 万吨)，和 10 月份预测持平，比 2022/23 年度的出口量 19.92 亿蒲低了 11.9%。从总体的出口量来看，回落的还是比较明显的，尤其较往年的同期水平的对比来看，下降较为明显。



数据来源：USDA 瑞达期货研究院

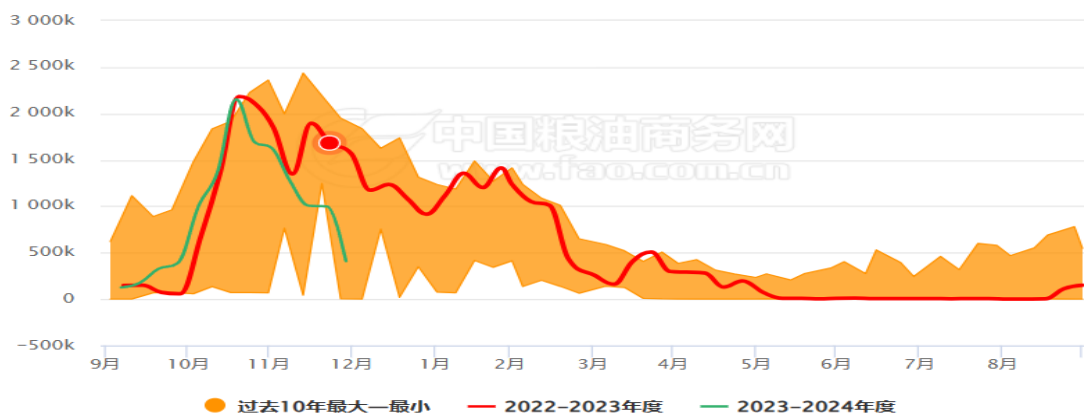
尤其是对中国的出口下降明显，美国农业部出口检验周报显示，上周美国对中国(大陆地区)出口的大豆比一周前减少 53%，比去年同期减少 67 个百分点。截至 2023 年 11 月 30 日的一周，美国对中国(大陆地区)装运 408,860 吨大豆，前一周装运 872,099 吨大豆。作为对比，2022 年同期对华装运大豆 1,227,045 吨。当周美国对华大豆出口检验量占到该周出口检验总量的 36.9%，上周是 60.4%，两周前是 62.5%。美国农业部在 2023 年 11 月份供需报告里预计 2023/24 年度中国大豆进口量为 1 亿吨，和 10 月份预测持平，低于上年的 1.0085 亿吨(上月预估为 1.02 亿吨)。

造成美豆出口下降的原因，一方面，由于巴西受去年丰产的影响，出口量较大，且出口价格偏低，尤其是出口升贴水一度接近-100 美分/蒲式耳，相比于美豆的出口优势较为明显，对美豆的冲击较大。另外一方面，由于中美关系的紧张，中国也开始减少美豆的进口量，根据国内海关的数据显示，今年 1-10 月，进口巴西豆达到 5968.26 万吨，相比于去年的 4929.72 万吨，增长了 21.07%，而进口美豆的进口量 1877.75 万吨，相比于去年 1-10 月份的 2015.16 万吨，下降了 6.82%，进口阿根廷豆 154.85 万吨，相比于去年 1-10 月 103.72 万吨，增长了 49.29 万吨。由于进口南美豆的数量增加，部分替代了美豆的进口需

求。

不过需要关注的是，2023 年 10 月，中美两国于在美国衣阿华州签署了价值数十亿美元的美国农产品采购协议，其中主要是大豆等农产品，这是中美自 2017 年以来首次签署此类大宗协议，也是中美第一阶段经贸协议的重要组成部分。看得出来，中美之间的“政冷经热”趋势，还在不断上升，尤其是双方时隔六年再次签署价值数十亿美元的农业采购协议，意味着自 2018 年以来，中美农产品产业经过持续多年的经贸战、经贸冷淡，终于迎来了破冰。或对后期美豆的出口有所支撑。

2023-2024年美国大豆发往中国周度出口检验数量(11.30)



数据来源：USDA 瑞达期货研究院

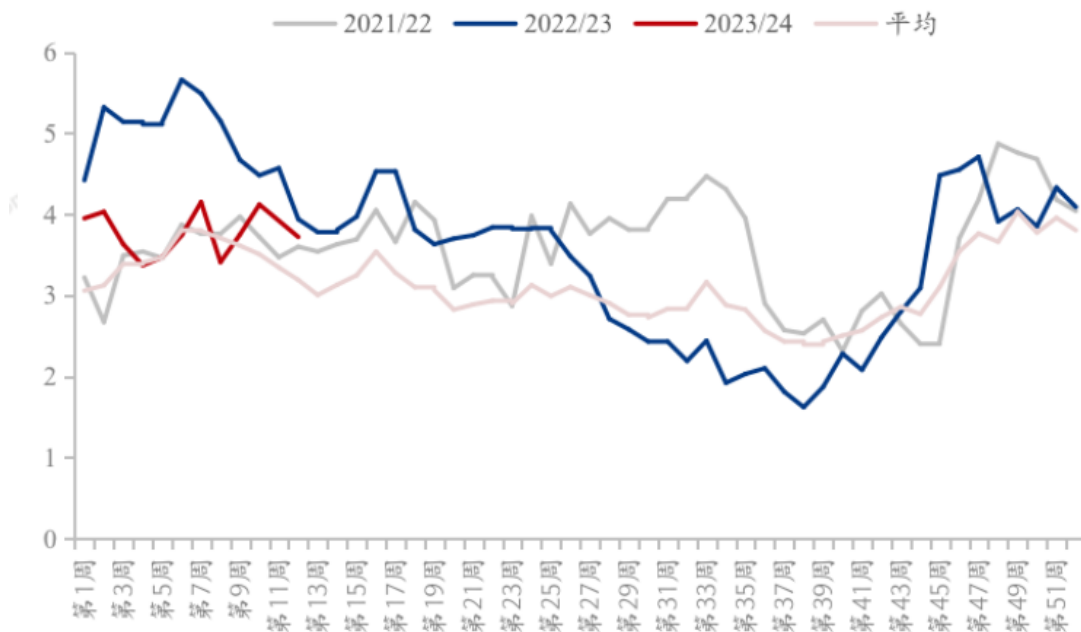
### 1.3 美豆压榨表现良好

美豆出口虽然表现不佳，不过并不能证明国内的供应就会偏宽松，因为美豆国内的压榨水平仍处在高位。美国全国油籽加工商协会 (NOPA) 发布月度压榨报告显示，10 月份大豆压榨量创出历史新高，比市场预期高出 250 万蒲；而 10 月底豆油库存降至近 9 年新低。NOPA 会员企业通常占到美国大豆压榨量的 95% 左右。报告显示 10 月份 NOPA 会员共压榨大豆 1.89774 亿蒲，比 9 月份的压榨量 1.65456 亿蒲增长 14.7%，比去年 10 月的压榨量 1.84464 亿蒲增长 2.9%，创下了历史最高月度压榨纪录，超过 2021 年 12 月创下的 1.86438 亿蒲的前纪录。

美豆总体压榨利润表现较好，截至 2023 年 12 月 1 日的一周，美国大豆压榨利润为每蒲式耳 3.72 美元，两周前为 4.12 美元/蒲式耳，去年同期为 3.94 美元/蒲式耳。造成压榨利润高的一方面是美豆粕的需求较好。由于 2022/23 年度，阿根廷受天气影响，减产严重，而阿根廷主要出口大豆压榨产品，导致国内豆粕供应量不足，进口美豆粕的需求增加。美豆粕的价格一度上涨至 464.2 美元/短吨，支撑美豆的需求。而美豆油方面，NOPA 报告还显示 10 月底的豆油库存为 10.99 亿磅，比 9 月底的库存 11.08 亿磅减少 0.8%，比去年同期的 15.28 亿磅低了 28.1%，创下 2014 年 12 月以来的最低库存。这也是豆油库存连续第

六个月下滑。豆油库存偏低，显示生物柴油的需求有所增加，利于美豆国内的消化，利好美豆的价格。

美国国内大豆压榨利润对比（美元/蒲式耳）

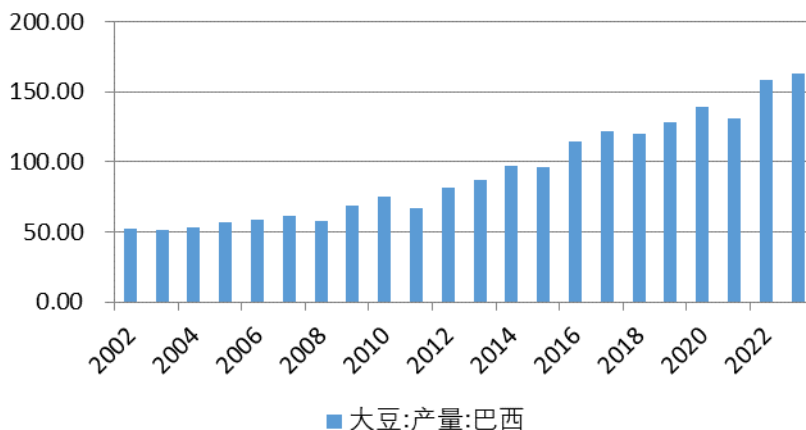


数据来源：Mysteel 瑞达期货研究院

## 2、巴西产量不确定加剧 天气成不确定因素

巴西方面，今年受天气方面的影响，巴西豆播种偏慢，咨询机构 AgRural 发布的数据显示，截至 11 月 30 日，巴西 2023/24 年度大豆播种进度为 85%，前一周为 74%，去年同期为 91%。AgRural 表示，目前预计巴西当前年度大豆产量为 1.591 亿吨，11 月初预估为 1.635 亿吨，10 月份预估为 1.646 亿吨。咨询公司家园农商公司 (PAN) 表示，考虑到严重干旱的影响，2023/24 年度巴西大豆产量将达到 1.5067 亿吨，比早先预测值低了 514 万吨，比上年的 1.541 亿吨减少 2.23%。到目前为止，家园农商公司对巴西大豆产量的预测在所有机构中最低。在本年度初农户刚开始播种大豆时，分析机构预计大豆产量达到 1.64 亿吨左右。PAN 表示，几乎所有主产州的产量都做了下调，特别是中西部、东北部和托坎廷斯(北部)。种植推迟的原因在于，朗多尼亚、马托格罗索、戈亚斯和托坎廷斯部分地区明显缺水，作物在高温天气下出苗，也导致豆苗质量较差。目前 11 月份，USDA 对巴西的产量预估还是保持在 1.63 亿吨，不过 12 月的数据，大概率会有所下调。

## 大豆:产量:巴西

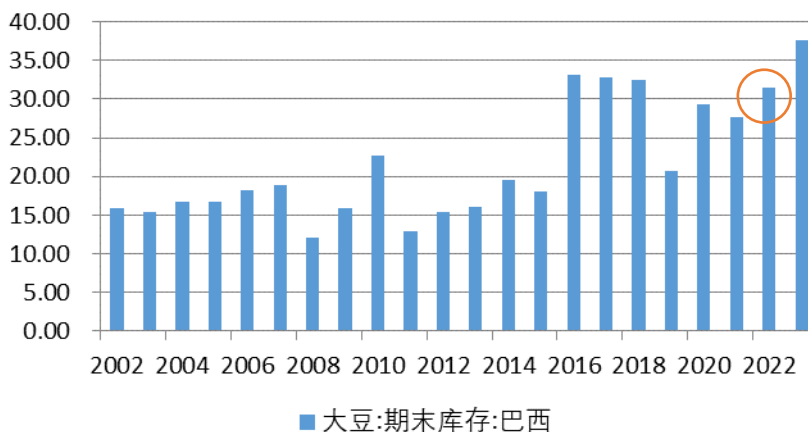


数据来源：USDA 瑞达期货研究院

不过，从天气情况来看，虽然前期播种期间，巴西豆的天气不乐观，不过近期有所缓解。巴西私营气象机构 RuralClima 周一表示，本周中西部、北部地区部分地区，东南部以及马托皮巴地区将出现不规则降雨。报告称，降雨正在逐渐回归并扩散到巴西各个地区。不过该公司的农业气象学家马可·安东尼奥·多斯·桑托斯认为，降雨继续不规律地发生。他表示本周巴西多个地区将会有降雨，包括南里奥格兰德州北部以及巴西南部的其他地区；巴西东南部、中西部、北部地区的部分地区和马托皮巴也将出现降雨。但是除了巴西南部以外，其他地区的降雨仍然不规律。周末，一股新冷锋将给巴西南部带来降雨，并可能再次蔓延到其他地区。气温方面，在无雨期间气温仍将维持较高水平。桑托斯排除了超级厄尔尼诺现象的可能性，因为整个巴西中西部预计本月将继续出现不规则降雨。在 2024 年 1 月初，巴西北部地区降雨较多。降雨不规律是因为非典型厄尔尼诺气候现象的影响。桑托斯说，今年厄尔尼诺的表现与经典厄尔尼诺不同，因为北太平洋变暖，北大西洋变暖，这在典型的厄尔尼诺年份中是不寻常的。他列出了限制降雨的其他因素，例如马登和朱利安涛动、南极涛动以及南大西洋的低温记录。

天气条件不确定因素犹存，而另外来说，巴西大豆本身是否供应过剩呢？在上一年度 2022/23 年度，巴西也是丰产的一年，但是库存仅仅小幅增长到 31.45 百万吨，而巴西的出口已经增长至 95.5 百万吨。在产量大幅增长的背景下，但是库存累积量有限，显示巴西的出口表现较好。而这部分出口主要增量体现在中国。从中美贸易战之后，中国进口大豆的来源逐步调整，明显增加了来自巴西的进口量。因此可以说巴西的旧作的供应压力并不大。

## 大豆:期末库存:巴西

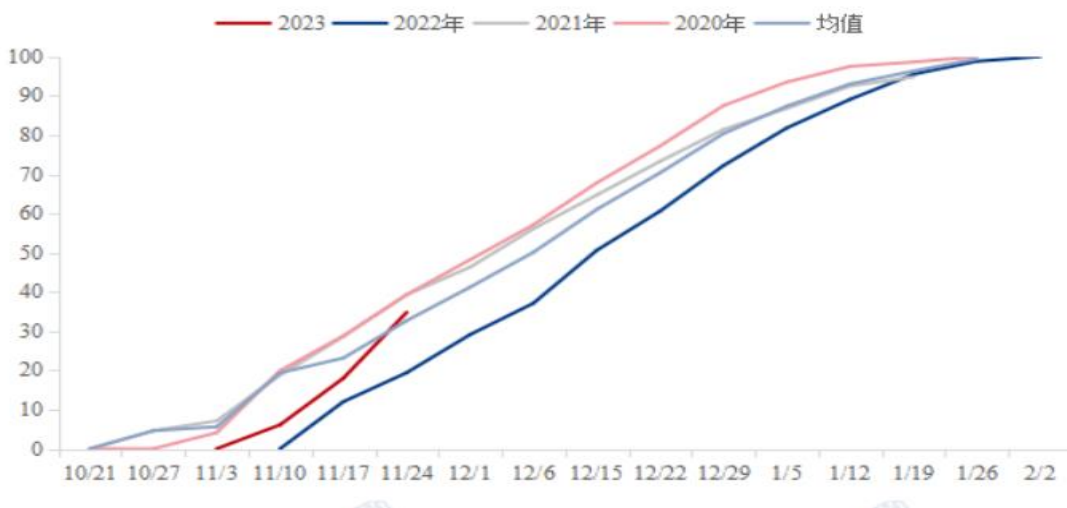


数据来源: USDA 瑞达期货研究院

### 3、阿根廷预计产量恢复 出口预计也将恢复

根据布宜诺斯艾利斯谷物交易所 (BAGE) 数据显示,截至 11 月 29 日当周,阿根廷 2023/24 年度大豆种植进度为 43.8%,较上周进度增加 9%。该交易所预计,2023/23 年度阿根廷大豆种植面积预计为 1735 万公顷,截止当周已播种 757.3 万公顷。据私营咨询机构 Safras & Mercado 的分析师表示,市场近期密切关注巴西天气,以及对该国大豆单产和 2023/24 年度收成的影响。该公司研究主管路易斯·费尔南多·古特雷斯·洛克洛克提醒关注巴西邻国的天气,因为本年度迄今阿根廷的天气有利作物种植,这有助于作物从 2022/23 年度的重大损失中恢复,并将补偿巴西的潜在产量损失。分析师认为,即使巴西出现产量问题,2023/24 年度南美大豆的总体供应仍将高于上年,从而给油籽价格带来压力。

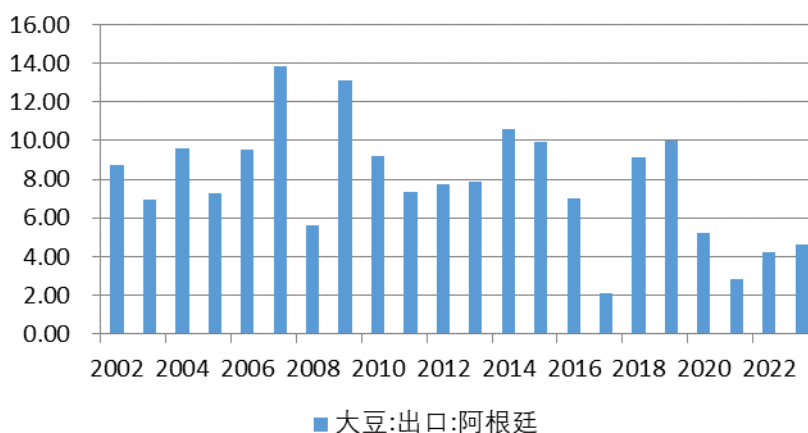
### 阿根廷2023/24年度大豆种植进度



数据来源: Mysteel 瑞达期货研究院

阿根廷近期举行了大选，上台的新任总统是一位激进派的执政者。阿根廷谷物贸易商表示，农户正在放慢大豆销售步伐，并可能在当选总统哈维尔·米莱 12 月 10 日就职之前继续这样做，因为米莱的竞选纲领包括减税以及经济美元化。米莱是一位原教旨新自由主义经济学家，他的竞选口号包括用美元替代比索、取消央行，大幅削弱国家作用。他在周日决选中击败了中左翼政府的经济部长塞尔吉奥·马萨。米莱表示将取消目前对谷物和肉类出口的税收，并迅速取消外汇和资本管制，此举将导致比索大幅贬值。但是米莱如何以及何时实施他的竞选纲领仍然存在不确定性。罗萨里奥一家经纪商的市场分析部负责人阿利尔·特杰拉表示，未来一段时间农户在做出决策时可能表现得非常谨慎。汇率不确定性是关键，农户将保持惜售，直到新政府实施其计划。

## 大豆:出口:阿根廷

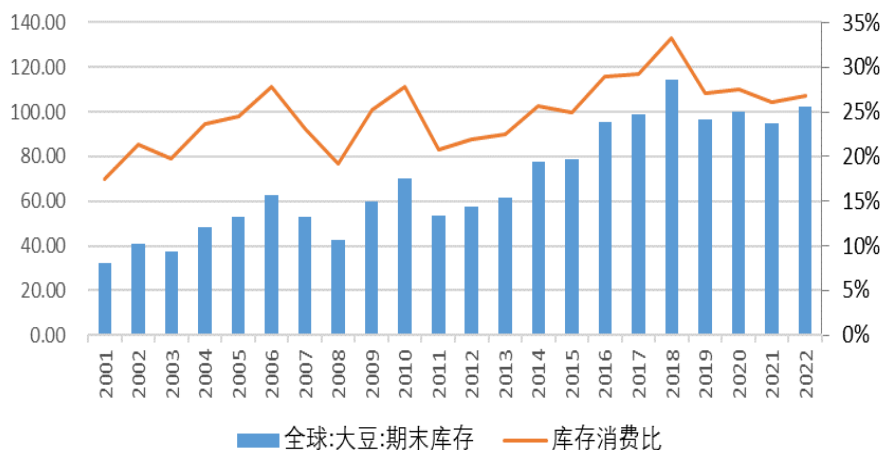


数据来源：USDA 瑞达期货研究院

### 4、全球大豆供需预估

根据美国农业部报告显示，2023/24 年度全球大豆产量 4 亿吨（+7.57%），消费量 3.83 亿吨（+5.36%），期末库存 1.14 亿吨（14.16%），库存消费比为 30%，较上一年增长 2 个百分点，总体变化幅度不大。目前虽然北美减产，不过暂时市场还未对南美的产量有大幅的调整，后期南美豆是否减产仍有疑虑，如果南美按照预期丰产，那么总体供应有所恢复，如果南美也出现减产，那么供应不足的问题有所抬升。

## 全球大豆库存及库存消费比



数据来源：USDA 瑞达期货研究院

### 三、国产大豆基本面分析

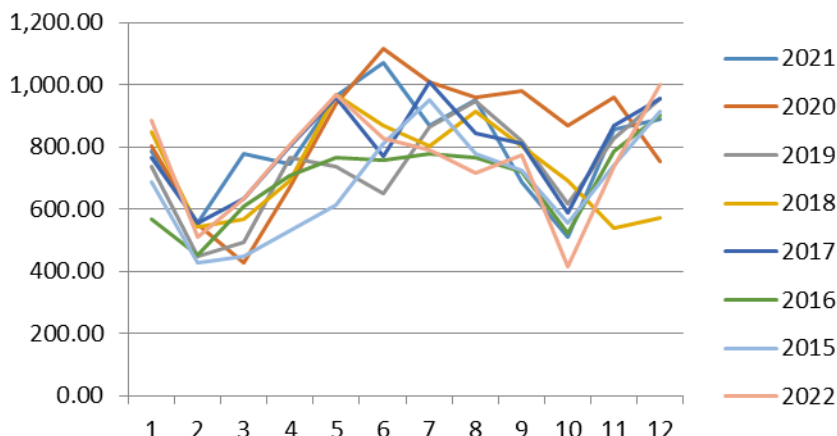
#### 1、进口数量维持高位

从大豆的进口情况来看，一般来说，每年大豆在 2-3 月份进口偏少，另外 10 月份也是进口偏低的月份。每年的 5-7 月份，以及 11-12 月份为进口偏高的月份。2020 年大豆进口数量首次超过 1 亿吨，创历史最高纪录，较 2019 年的 8845 万吨高出了 13.42%。但是 2021 年，大豆进口量有所回落，回落至 9653.5 万吨，较 2020 年下降了 3.7%。2022 年进口大豆继续回落，回落至 9109 万吨，较 2021 年下降了 5.6%。今年以来的大豆进口情况来看，海关总署：中国 2023 年 1 至 11 月大豆进口 8983 万吨，同比增加 929 万吨，增幅 11.53%。进口增长的主要原因还是在于随着疫情的放开，总体的市场需求有所恢复，另外，巴西豆总体丰产，出口量较大，也导致总体的进口量有所增加。根据市场普遍预期，12 月进口大豆到港量预计会在 1000 万吨左右。按照此来推算，2023 年国内进口大豆预计在 9983 万吨，较 2022 年增长了 9.59%，对国内大豆的供应压力预计有所增加。

从 2023/24 年度的进口预估来看，USDA 的数据显示，中国预计进口 1 亿吨大豆，较上一年的 1.0085 亿吨大豆，小幅下降，不过总体幅度有限。进口维持高位主要根据以下几个因素，包括：南美大豆有丰产的预期，可能会增加供应；国内的疫情有所好转，需求有所恢复；生猪产能去化较慢，对饲料的需求保持一定的刚性需求。



## 大豆进口量



数据来源：中国海关 瑞达期货研究院

### 2、政策托底力度有限 支撑价格有限

从十月份粮食收获上市以来，各种粮食价格都不高，购销情况也不算好，像玉米甚至从上市价格就在不断下滑。大豆更是一言难尽，从上市之后，价格就一直不高，在 2.4-2.5 元/斤之间徘徊。本来大家还期待国储收购能够给大豆市场带来一片曙光，可是没想到，这国储却给一个大大的惊喜，价格紧跟市场节奏，收购价 2.51 元/斤，比去年还低了两毛多。由于收购价格低于心理预期，当前农户惜售心理仍未减弱，部分着急用钱的农户会选择卖粮，大部分农户仍观望为主。贸易商也是进退两难，收购价格高了，出货亏钱，收购价格低了，又收不上来粮，所以，在当前购销两难的情况下，贸易商也在观望市场，等待市场行情何时能有所好转。部分离直属库近的贸易商不得已选择送粮入库，各收储库门前排队车辆形成了一条长龙，截止最新，哈尔滨直属库门前大概 60 多辆车在等待卸货，这压车费用日益增加，贸易商送粮入库可谓是利润微薄，仅仅能减缓一些持仓压力。但鉴于当前市场需求疲软，出货较难，此举可谓是当下比较好的选择。许多中小贸易商离库点较远，无奈只能耐心等待市场需求转好

### 3、消费表现不佳

从消费需求来看，疫情三年过后，当前居民消费观念有所改变，消费能力也有所下降，大家都感觉到挣钱难，所以不会像以前有冲动性消费，而是理性消费为主。当前我们会发现，大家比较热衷于在家里做饭，感觉既经济又实惠。所以餐饮业不像以前那样火爆，并且目前蔬菜价格比较便宜，肉、蛋、禽可以替代豆制品，人们对食物的选择空间更大了。由于豆制品需求减弱，很多豆腐坊或豆制品加工厂谨慎拿货，随用随采，一改往日定期囤货的习惯。今年国产大豆虽谈不上丰产，但产量较去年也有所增加，质量也较去年好很多。

目前，国内大豆市场供大于求的格局比较明显，终端加工作坊和大型企业选购大豆已经不仅仅考虑价格，而是对大豆质量优中选优，考虑最佳性价比。

#### 4、种植量继续增加

2023 年中央一号文件，大豆方面，关于抓紧抓好粮食和重要农产品稳产保供方面，文件提到，加力扩种大豆油料。深入推进大豆和油料产能提升工程。扎实推进大豆玉米带状复合种植，支持东北、黄淮海地区开展粮豆轮作，稳步开发利用盐碱地种植大豆。完善玉米大豆生产者补贴，实施好大豆完全成本保险和种植收入保险试点。深入实施饲用豆粕减量替代行动。

去年开始，我国就开始推进扩大大豆油料的产能提升工程，取得的成果较为显著。今年中央一号文件继续提出深入推进大豆和油料的产能提升工程，并扎实推进大豆与玉米带状复合种植等方式，进一步提升产能。由于目前生猪价格处在低位，而国产豆主要用于食用，因此扩种的豆类制品可能与肉制品形成竞争，而在生猪价格偏低的背景下，豆制品受到冲击，消费需求受限。

从今年的大豆种植补贴政策来看，好于去年的情况，国家鼓励种植大豆的意向仍十分的明显。根据目前的补贴政策，吉林、内蒙古种植大豆比种植玉米可以多拿 3300-4000 元/垧，相当于多拿 220-260 元/亩。根据 USDA 的数据显示，2023/24 年度，中国大豆产量预计在 20.5 百万吨，较上一年度增长了 22 万吨。今年全国各地大豆丰产，市场豆源比较充足，叠加陈粮拍卖，进口大豆持续到港，在市场需求没有起色之前，市场是很难消化如此充足的豆源的。

### 四、豆粕基本面分析

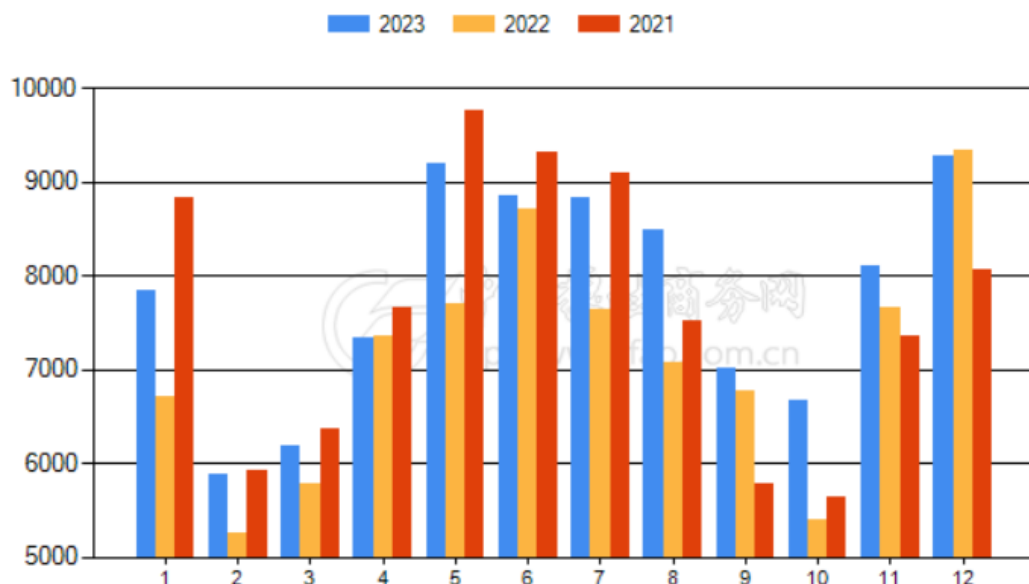
#### 1、豆粕供应压力增加

从今年的供应方面来看，总体大豆的进口量还是比较大的，根据中国粮油商务网跟踪统计的数据显示，2023 年 12 月大豆到港量为 927.8 万吨，较上月预报的 810.6 万吨到港量增加了 117.2 万吨，环比变化为 14.46%；较去年同期 932.6 万吨的到港船期量减少 4.8 万吨，同比变化为-0.51%。这样 2023 年 1-12 月的大豆到港预估量为 9366.3 万吨，去年同期累计到港量预估为 8539.2 万吨，增加 827.1 万吨；2023/2024 年度大豆目前累计到港量预估为 2404.8 万吨，上年度同期的到港量为 2238.6 万吨，增加 166.2 万吨。大豆到港量增加，显示巴西豆的丰产，对国内的供应压力还是有所增加的，受此影响，油厂的压榨水平也处在相对的高位。根据 Wind 的数据统计显示，今年 1-11 月，大豆的压榨量 8659.72

万吨，较去年同期的 8218.92 万吨，增加了 530.8 万吨，增幅在 6.53%。年度的开机率在 52.29%。且近期，由于美豆集中上市，以及巴西陈豆仍在流入市场的影响，大豆的开机率仍保持在高位，导致豆粕的库存也处在高位。

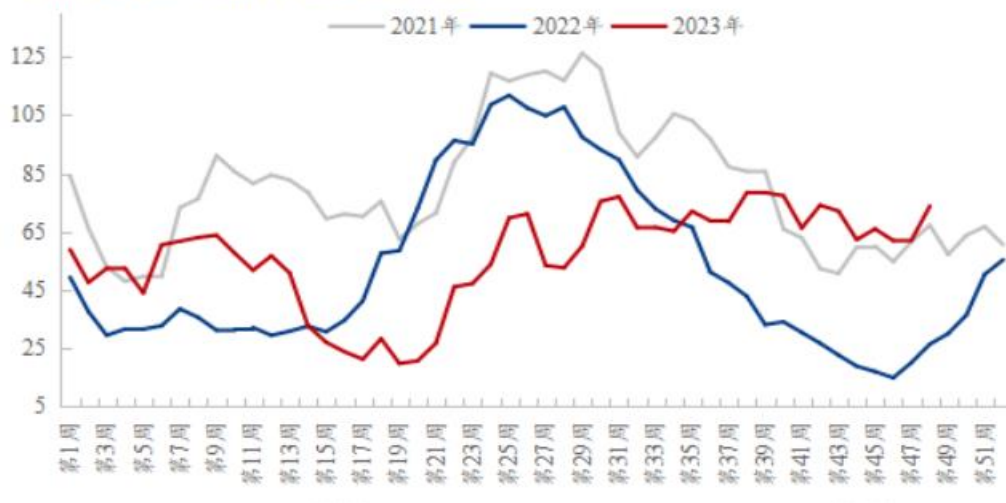
根据国家粮油信息中心的数据显示，截止 12 月 1 日，国内主要油厂豆粕库存 82 万吨，周环比增加 8 万吨，月环比增加 12 万吨，同比增加 542 万吨，比过去三年同期均值增加 25 万吨。从豆粕的库存压力来看，胀库压力还是比较大的，且根据粮油商务网的信息来看，未来 1-2 月的进口也保持在相对高位，预计 1 月进口 880 万吨，2 月进口 600 万吨，进口预估基本和去年同期持平，符合季节性的规律。且从豆粕的库存的季节性的规律来看，每年的一季度还是保持在高位的，加上今年豆粕有胀库的压力，后期去库存的压力会更大，限制豆粕的价格。

2021-2023年各月大豆船期预报跟踪统计(千吨)



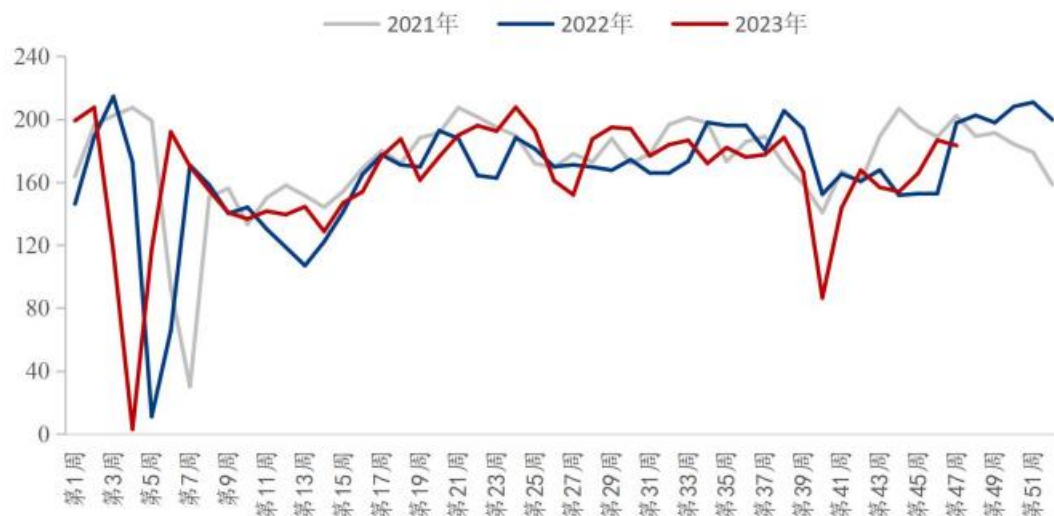
数据来源：粮油商务网 瑞达期货研究院

全国主要油厂豆粕库存统计(万吨)



数据来源：粮油商务网 瑞达期货研究院

国内主要111家油厂周度大豆压榨量（万吨）



数据来源：Myteel 瑞达期货研究院

## 2、饲料需求情况

### 2.1 生猪饲料需求预计维稳 增幅有限

从生猪的供应方面来看，从供应端来看，还是从生猪的存栏量来看，母猪产能去化情况：据官方数据显示，今年 1-10 月份母猪累计去化 4.1%（4390-4210），上一轮去化 2021 年 7 月-2022 年 4 月累计去化 8.02%（4564-4177）。据钢联数据显示：截止到 10 月底上海钢联 208 家能繁母猪 1-10 月累计去化 2.02%，其中规模场能繁母猪 1-10 月累计去化 1.61%，散户累计去化 13.16%，散户去化较快，规模场速度缓慢。上一轮母猪去化钢联数据 2021 年 7 月-2022 年 4 月累计去化 12.13%。

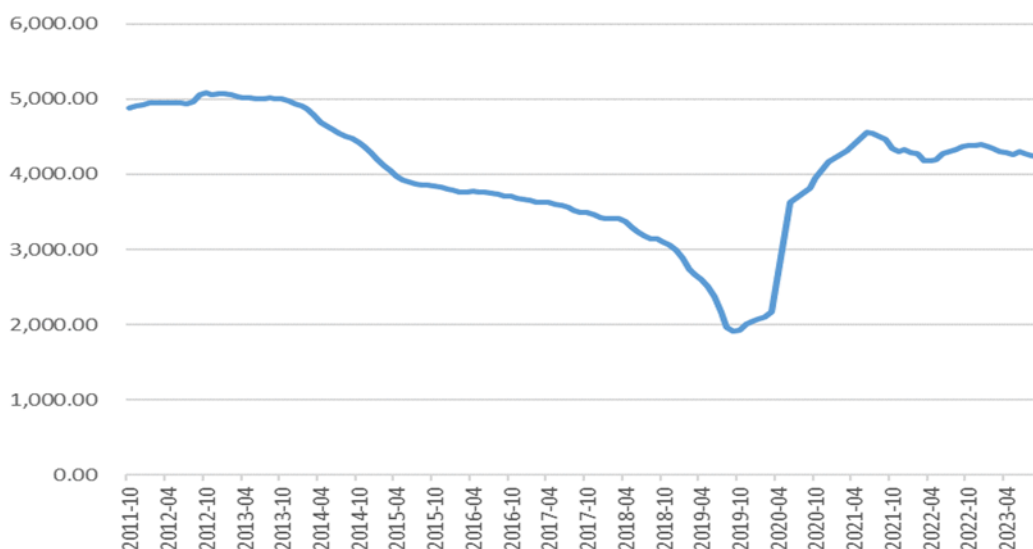
从数据来看，目前虽然散户去化较快，不过大型养殖场还是以增产能为主，部分弥补了产能的流失，导致总体的产能去化节奏较慢。虽然本轮能繁母猪的存栏量从今年 1 月就开始下降，对应 10 个月后，生猪的存栏开始出现回落，不过目前来看，总体的生猪存栏仍然处在高位，回落迹象并不明显。且从能繁的去产能的节奏来看，较为缓慢，这也导致未来生猪存栏的去产能化预计偏慢，总体供应较为宽松的情况预计持续维持，饲料刚性需求按存在。

当前生猪行业生产效率（PSY）提高显著。截至 2023 年 9 月，行业 PSY 为 21.87。其中，部分头部企业的 PSY 达到 30，较行业平均值 21.87 高约 37%，比肩发达国家水平。据了解，今年淘汰母猪宰杀胎龄多在 4 胎左右，较往年的 6—8 胎明显降低，对应母猪更新换代频次加快，生产效率提升仍是主流趋势。因此，在行业规模化程度不断提高背景下，PSY 提升叠加充盈的能繁母猪数量对生猪供应增加的影响不可忽视。

通过上述 PSY 数据，结合样本分娩母猪数可测算次月断奶仔猪量，再根据仔猪育肥周期及育肥成活率可推算出 11 月至明年 3 月的样本生猪出栏量。在不考虑压栏和二次育肥的情况下，今年 11 月至明年 3 月生猪供应处于近 3 年同期高位。

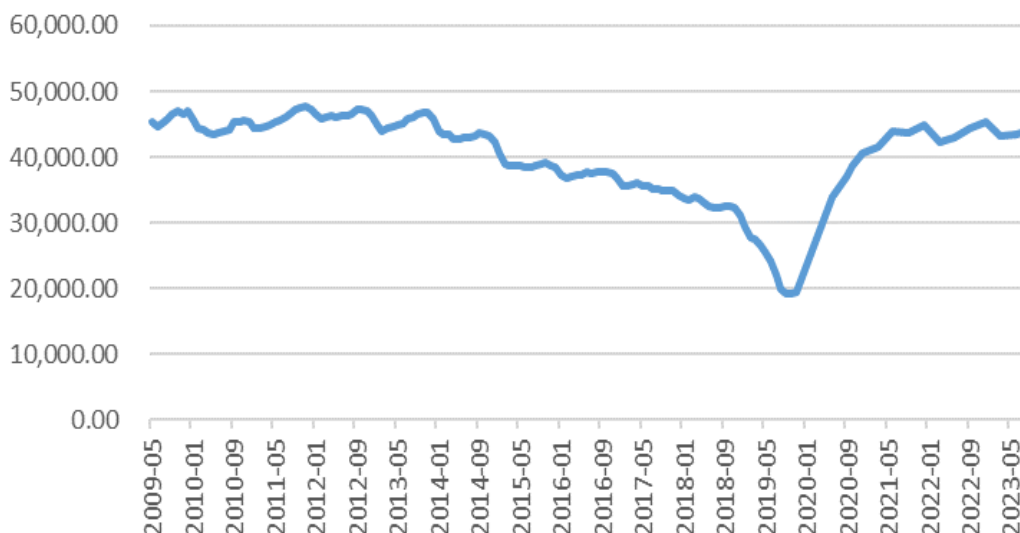
截止至 12 月 1 日，生猪自繁自养养殖利润-253.88 元/头，较上周下降 41.33 元/头，外购仔猪养殖利润下降了 36 元/头，至-151.11 元/头。总体养殖利润仍处在亏损的状态。从目前了解的生猪养殖成本来看，大部分在 7.5 元/公斤上下，部分能达到 7 元/公斤。而现货价格目前在 15 元/公斤上下，基本处在盈亏平衡线附近。一般能达到 7 元/公斤的大部分是大型养殖场，散户的养殖成本较高。因此在本轮去产能的情况中，散户的去化更加明显。加上年底企业要回笼资金，可能会增加出栏，限制生猪饲料的需求。

能繁母猪存栏



数据来源：Wind 瑞达期货研究院

生猪存栏

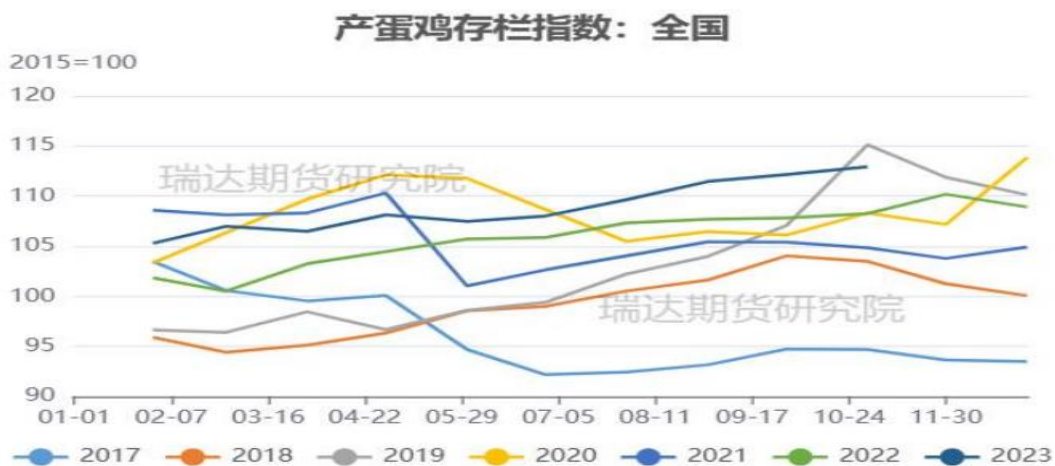


数据来源：Wind 瑞达期货研究院

## 2.2 存栏高位 不过上鸡意愿不高

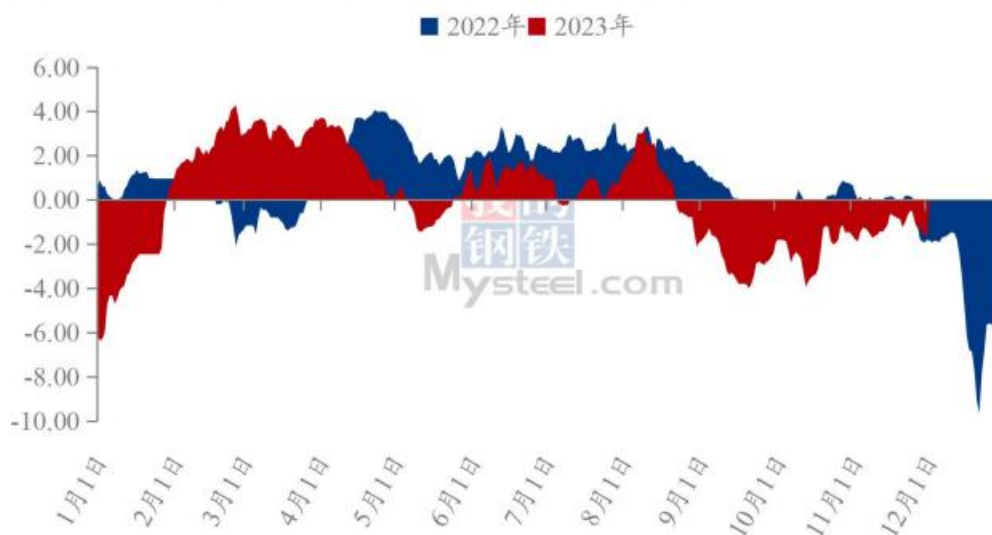
由于今年蛋价表现持续良好，提振蛋鸡企业补栏积极性，使得今年 1-10 月蛋鸡苗月度销量持续处于同期高位。同时，蛋价相对较高，企业养殖利润表现良好，故而使得老鸡淘汰积极性不高，市场延淘情况普遍存在。二者共同作用下，蛋鸡存栏基本呈现逐步增加的状态。根据畜牧业监测预警信息网显示，截止 10 月底，产蛋鸡存栏指数报 112.93，仅次于 2019 年历史最高位。

不过，养殖利润持续不佳，按照毛鸡体重 5.50 斤，山东料比 1.42，东北料比 1.50 计算，本月全国毛鸡理论养殖盈利在-0.97 元/只，较上月下滑 0.10 元/只，环比跌幅为 11.49%。其中成本面仍旧是处于持续下滑的阶段，饲料成本由上月的 2.17 元/斤降至本月 2.09 元/斤，整体养殖成本由 3.97 元/斤降至本月的 3.92 元/斤，成本面处于微跌阶段，但是收鸡价格的下跌速度快于成本，因此亏损幅度被继续拉大，后期上鸡的意愿有所下降



数据来源：Wind 瑞达期货研究院

## (2022年-2023年) 白羽肉鸡养殖盈利走势图 (元/只)

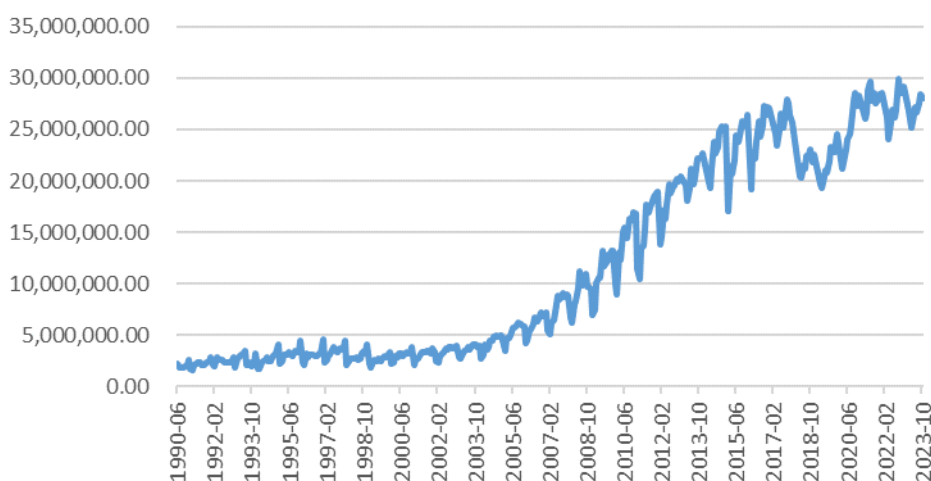


数据来源: Mysteel 瑞达期货研究院

### 2.3 全年饲料需求情况

在生猪产能充足、规模化进程加快等需求因素拉动下，饲料产量较快增长。前三季度，全国工业饲料总产量 23264 万吨，同比增长 5.3%。其中，配合饲料、添加剂预混合饲料产量同比分别增长 5.3%、14.0%；浓缩饲料同比下降 0.1%。在生猪产能充足、规模化进程加快等需求因素拉动下，饲料产量较快增长。前三季度，全国工业饲料总产量 23264 万吨，同比增长 5.3%。其中，配合饲料、添加剂预混合饲料产量同比分别增长 5.3%、14.0%；浓缩饲料同比下降 0.1%。水产饲料需求不及上年。受年初正常养殖节奏被打乱，叠加消费回暖不及预期，水产品压塘去产能缓慢影响，水产行情持续低迷，水产饲料需求不及预期。前三季度，水产饲料产量 1876 万吨，同比下降 9.3%。其中，淡水养殖、海水养殖饲料同比分别下降 10.6%、0.1%。反刍动物饲料稳步向好。随着规模化程度不断提升，产能稳步增加，养殖方式加快转变，反刍动物饲料需求向好。前三季度，反刍饲料产量 1203 万吨，同比增长 3.0%。其中，奶牛、肉牛、肉羊饲料分别增长 3.5%、3.9%、0.9%

产量:饲料:当月值



数据来源: Wind 瑞达期货研究院

### 3、豆粕需求被替代减少

我国豆粕替代品由菜粕、棉籽粕、棕榈仁粕、鱼粉、花生粕、葵花籽粕等。美国农业部对中国蛋白饲料的压榨原料 2023/24 年压榨量预估分别是:菜籽 1870 万吨(同比增加 0 万吨),花生 1000 万吨(同比增加 20 万吨),棉籽 930 万吨(同比减少 90 万吨),葵花籽 110 万吨(同比增加 30 万吨),四个品种压榨量总和为 3910 万吨,较上年度的 3950 万吨,减少 40 万吨,考虑到各个品种出粕率不一,基本不会超过 70%,因此实际杂粕供应量的减少幅度低于 28 万吨,基于菜籽出粕率 68%,葵花籽 61.04%、棉籽 42%,花生 44%计算,大

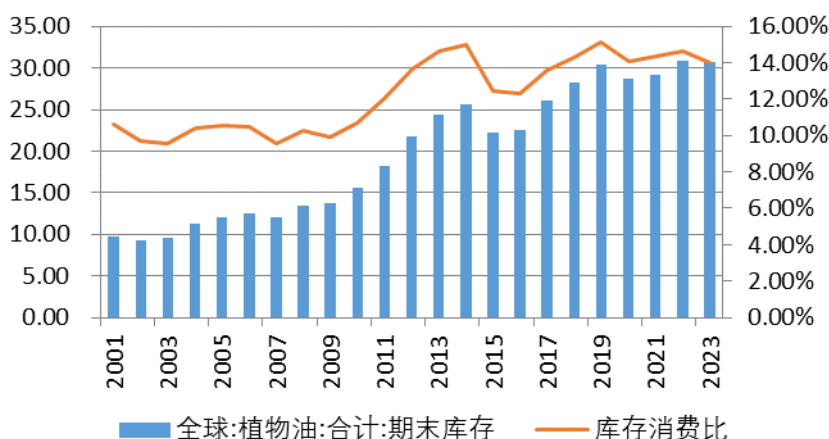
致推算压榨出蛋白粕数量为 2169.3 万吨左右，同比减少 10.6 万吨左右。总体豆粕替代品减少，在性价比较高的背景下，豆粕的使用需求有增加的需要。

## 五、豆油基本面分析

### 1、油脂库存消费比小幅回落

根据美国农业部最新公布的报告显示，2023/2024 年度全球植物油结转库存为 3070 万吨，比上一个年度减少 19 万吨，库存消费比 14.03%，库销比小幅回落，库销比虽然小幅下降，不过总体库存依然处在高位，后期去库存压力较大。三大油脂结转库存中，豆油和菜油库存有所恢复，棕榈油库存小幅回落。其中豆油上涨 38 万吨，棕榈油下跌 82 万吨，菜油上涨 38 万吨。

### 全球植物油库存消费比



数据来源：USDA 瑞达期货研究院

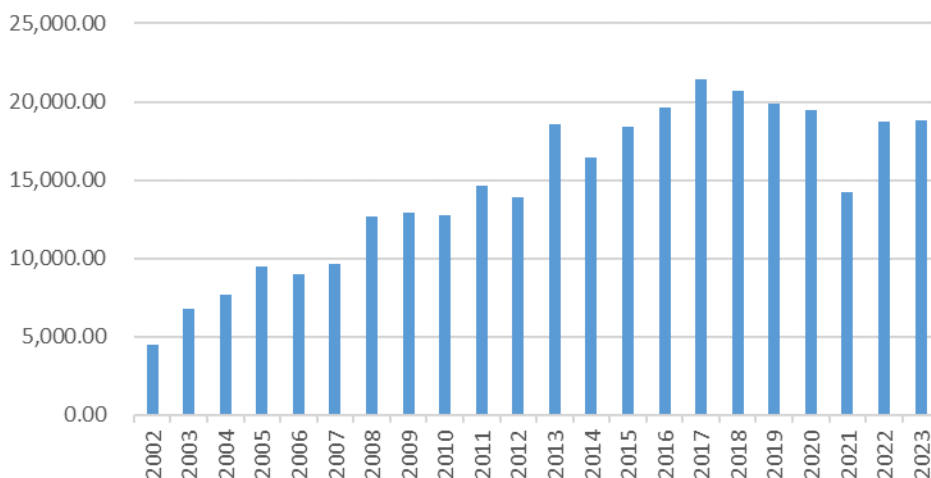
### 2、菜油供应有所恢复 豆棕关注天气的影响

从三大油脂供应端来看，菜油产量占比最小，为 19.02%，2013/14-2021/22 年度，生产相对稳定，基本保持在 2500 万吨-3000 万吨附近。不过 2022/23 年度到 2023/24 年度，有所增加，增长至 3300 万吨附近。最大油菜籽生产国加拿大在 2018 年出现减产局面后，已经连续 4 年减产。其中 2021/22 年度的菜籽减产幅度最大。从期末库存来看，加拿大菜籽期末库存连续三年出现回落，2021 年度库存处在 2013 年以来的最低点。显示受减产因素的影响，加拿大菜籽去库存较为迅速。不过对于 2022/23 年度来说，随着中加关系的缓和，以及天气条件的改善，加菜籽的供应量预计有所恢复，期末库存有所恢复。对于 2023/24 年度来看，开始有炒作干旱天气导致的减产，不过随后加拿大统计局对产量有所调整，称



天气的影响有限，产量有所恢复。

油料:菜籽:产量:加拿大 千吨

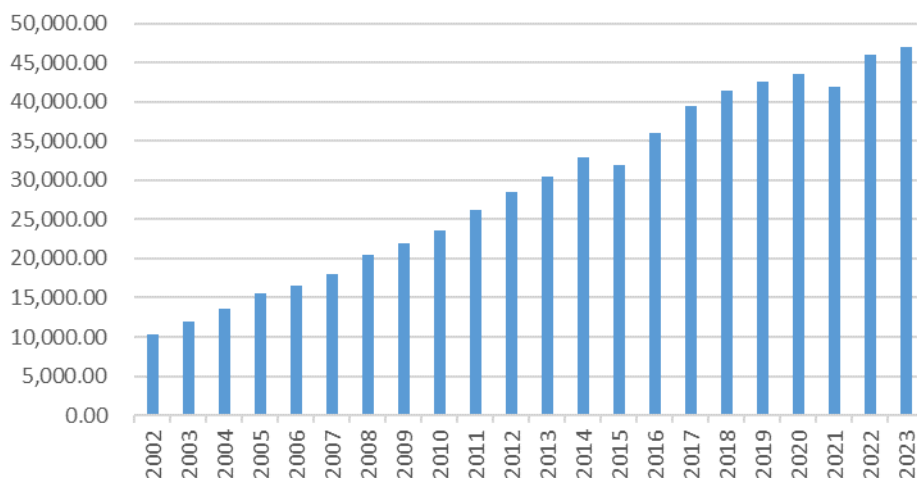


数据来源：USDA 瑞达期货研究院

豆油方面，2023/24 年度，美豆减产，加上出口受来自巴西的冲击有所下降，限制国内进口美豆的数量。不过国内豆油的库存压力还是比较大的，累库的情况较为明显，下游走货表现不佳，限制了国内豆油去库存的情况。目前巴西方面还处在播种的季节，天气不确定性还是比较大的，前期受天气影响，播种进程偏慢，不过近期天气有所好转，天气升水下降，市场心态有所放缓，后期巴西能否产量再创新高，需持续关注天气的情况。阿根廷方面，目前的播种进度较好，天气条件也良好，适宜播种，目前预测阿根廷的供应预计恢复。

棕榈油方面，从供应方面来看，根据 USDA 的报告预期，印尼的棕榈油 2023/24 年度预计产量 4700 万吨，较上一年度增长了 100 万吨，马来西亚棕榈油 2023/24 年度预计产量 1900 万吨，较上一年度增长了 61.3 万吨。总体预期棕榈油的产量有所恢复。不过需要关注季节性的因素的影响。11 月到来年 4 月，棕榈油进入季节性的减产季，加上厄尔尼诺天气可能带来的减产，可能会加剧明年上半年的减产预期，从目前马来公布的数据来看，高频数据 SPPOMA 以及 MPOA，加上 MPOB 的数据均显示，近期马来棕榈油进入了减产的情况，而天气情况也显示马来印尼降雨减少，影响棕榈油的产量。

棕榈油:产量:印尼 千吨

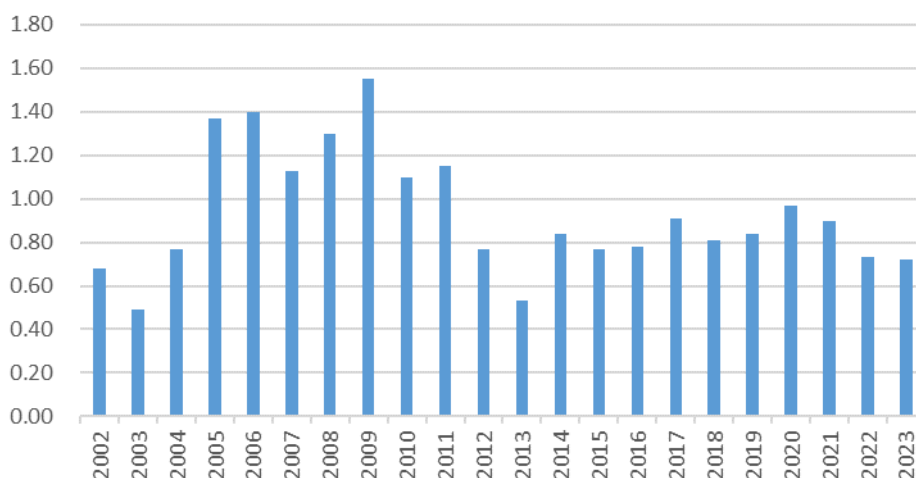


数据来源: USDA 瑞达期货研究院

### 3、生物柴油需求预期增加

近年来,美国国内大豆消费需求持续呈现增加态势。一个重要的原因就是生物柴油政策导致工业需求上升。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 年至 2025 年,预计美国生物质柴油年增速分别为 2.25%、7.8%、10.2%。由于生物柴油的需求较大,美豆油的库存也持续下降。NOPA 报告显示截止 10 月底的豆油库存为 10.99 亿磅,比 9 月底的库存 11.08 亿磅减少 0.8%,比去年同期的 15.28 亿磅低了 28.1%,创下 2014 年 12 月以来的最低库存。

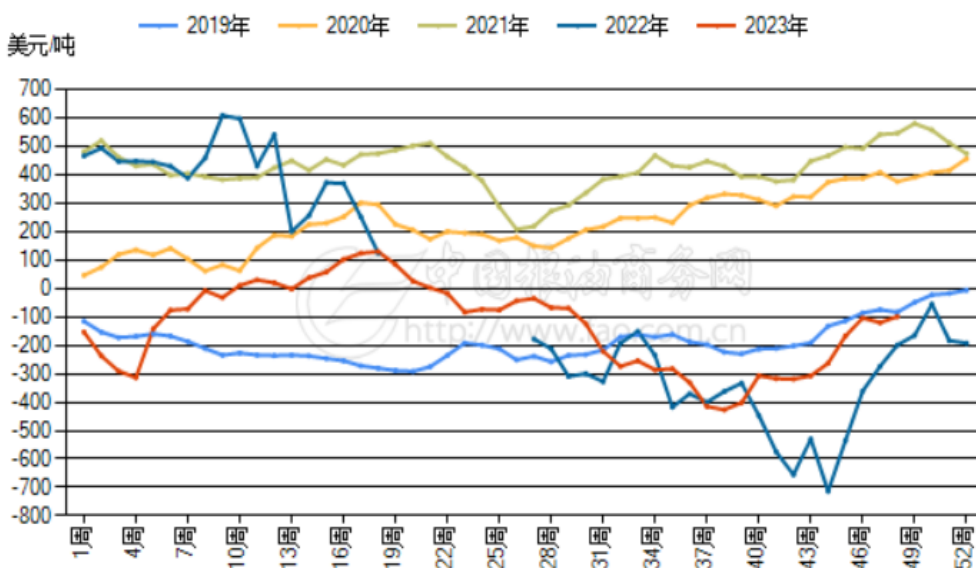
豆油:期末库存:美国



数据来源: USDA 瑞达期货研究院

棕榈油方面,印尼从今年 2 月 1 日起实施 B35 生物柴油政策,将生物柴油中的棕榈油

基燃料含量从 30% 提高到 35%，这将进一步增加印尼国内的棕榈油消费量。印尼的 B35 政策是全球使用生物柴油的国家中标准最高的，相比之下，马来西亚已经在实行 20% 的标准。印尼生物燃料生产商协会表示，实行 B35 政策后，印尼今年预计将消耗 1144 万吨棕榈油，高于 2022 年 B30 政策下的 960 万吨。印尼能源部，预计 2024 年印尼生物柴油使用量将达到 1340 万千升。从印尼 POGO 价差来看，棕榈油的价格较柴油有明显的优势，在原油价格不确定加剧的背景下，预计生物柴油的需求有所增加。

**2019-2023年第48周印度尼西亚POGO(CPO-Gas Oi1)年度对比**


数据来源：粮油商务网 瑞达期货研究院

#### 4、国内油脂供需情况

按照品种分类，中国食用植物油主要包括大豆油、菜籽油、花生油、棕榈油、芝麻油、橄榄油、葵花籽油、棉籽油和玉米油。根据国家粮油信息中心数据显示，2021 年中国居民食用植物油消费结构占比中，大豆油、菜籽油、棕榈油、花生油占比分别为 43.69%、21.57%、12.14%、11.6%，总和为 89%。因此对就四个品种的供需平衡表作出分析。美国农业部预计 2023/24 年度四大油脂产量同比增加 2.19% 至 2805.5 万吨，由于美豆减产，以及加拿大菜籽产量受到一定的影响，影响了进口，进口量下降 1% 至 880 万吨，出口量小幅增加，净进口量 23.3 万吨；消费需求增加 4.1% 至 3609 万吨，当年度供需盈余 53.2 万吨，作为对比，前 5 个年度分别盈余 79.8 万吨、-58.2 万吨，-15 万吨，-30.3 万吨，90.6 万吨。随着产量的恢复，油脂累库的阶段持续第二年。

分品种而言，2023/24 年度豆油产量为 1756.2 万吨，进口量为 40 万吨，消费量为 1770 万吨，出口量为 20 万吨，当年度供需盈余 6.2 万吨；棕榈油进口量 640 万吨，消费量 630 万吨，出口量 2 万吨，当年度供需盈余 8 万吨；菜油产量 729.3 万吨，进口量 170 万吨，

出口量 0.3 万吨，消费量 860 万吨，当年度供需盈余 139 万吨。

从供需平衡表来看，豆油产量增加较为明显，2023/24 年度，如果巴西天气适宜，对豆类的供应预计有所恢复，另外，考虑到国内不断提倡种植大豆，扩大大豆种植面积，也提高了国产豆的产量，不过需要关注棕榈油是否受厄尔尼诺现象有减产的情况。从消费情况来看，各大油脂品种的消费均有所抬升，预计与疫情常态化，并得到一定控制后，市场的需求预计有所恢复，外出就餐增加，对油脂的需求有所抬升。不过综合来看，由于产量的增幅较大，一定程度上补充了需求的增长，因此总体的供应仍有盈余，前期油脂供应偏紧的格局或有改变。

年度	产量	进口	消费	出口	供需盈缺
2009/10 年	1668	810.2	2456.4	9.5	-12.3
2010/11 年	1771.6	774.6	2538.3	6.2	-1.7
2011/12 年	1953.6	843.9	2669.8	7.6	-120.1
2012/13 年	2061.8	966.2	2779	9.3	-239.7
2013/14 年	2200	789.9	2905.4	10.8	-73.7
2014/15 年	2299.4	733.9	3045.7	12.5	24.9
2015/16 年	2418.7	616	3150.5	11.8	127.6
2016/17 年	2502.6	650.4	3250.7	15.9	113.6
2017/18 年	2574.1	697.9	3316.6	26.8	71.4
2018/19 年	2444.1	925.4	3423.8	25.5	79.8
2019/20 年	2420.7	1013	3471.4	20.5	-58.2
2020/21 年	2666.8	982.5	3644.3	20	-15
2021/22 年	2697.2	1024	3732	19.5	-30.3
2022/23 年	2689.5	1092	3678.6	12.3	90.6
2023/24 年	2805.5	880	3609	23.3	53.2

数据来源：WIND 瑞达期货研究院

## 5、三大油脂现货库存

根据国家粮油信息中心的数据显示，截止 12 月 1 日，全国主要油厂豆油库存 92 万吨，月环比增加 8 万吨，同比增加 26 万吨。沿海地区食用棕榈油库存 86 万吨（加上工棕 95 万吨），月环比增加 1 万吨，同比增加 6 万吨。其中天津 9 万吨，江苏张家港 34 万吨，广东 28 万吨。中国粮油商务网监测数据显示，截止到 2023 年第 49 周末，国内进口压榨菜油库存量为 52.0 万吨，较上周的 50.6 万吨增加 1.4 万吨，环比增加 2.91%。总体从三大油脂的绝对库存来看，均处在相对偏高的位置，显示目前国内油脂供应偏宽松，限制油脂的价格。

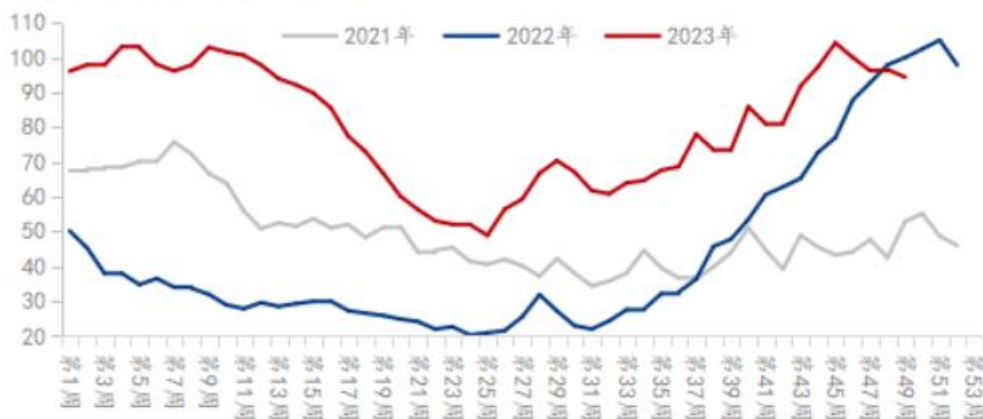
从季节性来看，豆油每年的库存在 3-4 月达到阶段性的低点，然后开始累库的状态。从今年的情况来看，确实也符合往年的规律，且累库的节奏较快，一度创出近三年以来的高点。这主要是由于今年巴西豆是丰产的，且创出了历史新高的丰产，来自巴西的廉价豆

大量到港，增加国内的供应。另外，从需求方面来看，虽然今年疫情是全面放开的一年，但是由于经济环境表现不佳，总体消费水平表现一般，群众外出以及外食的需求受限，限制了油脂的走货，因此今年二三季度开始，豆油库存持续处在相对偏高的位置上。从棕榈油方面来看，棕榈油 9-10 月的库存达到阶段性的低点，主要与棕榈油夏季消费较为旺盛有关。而进入冬季，棕榈油的消费一般有所回落。目前来看，棕榈油的库存处在快速累积的状态下，主要与下游棕榈油走货不佳，而进口利润有所打开，棕榈油进口船货增加，导致国内持续累库。另外，豆棕价差前期也表现较低，是的棕榈油的替代作用有限，限制了棕榈油的消费。而进入冬季，棕榈油的消费回落，进口的棕榈油难以消化，累库形成，对棕榈油的价格有一定的压力。从菜油方面来看，一般年底到 1-2 月份，菜油的库存水平较低，这主要与年底节日需求提振有较大的关系，从今年的情况来看，加菜籽没有如预期的减产那么明显，总体到收割结束时，产量仅仅较去年小幅下降，加上我国与加拿大的关系恢复，进口量大量恢复，而下游需求表现不佳，持续拖累菜油的价格。

**全国重点油厂豆油库存统计（万吨）**

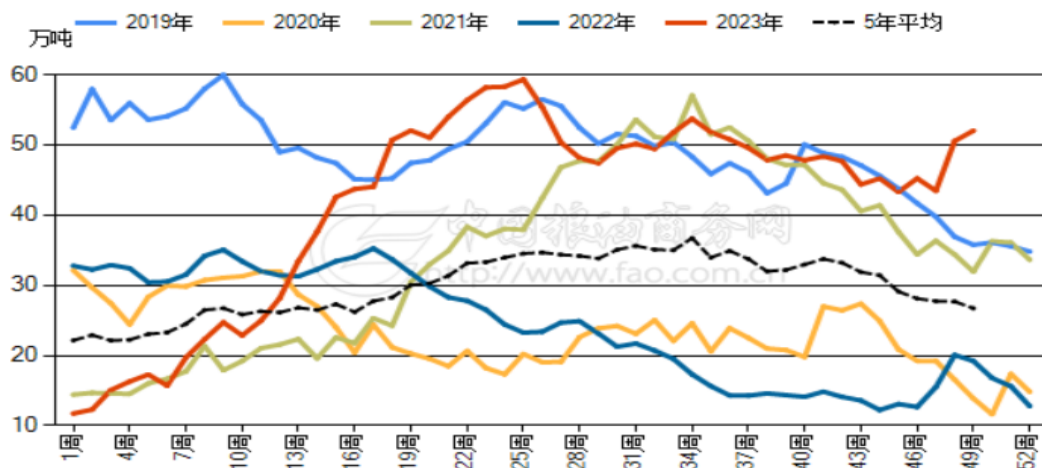

数据来源：Mysteel 瑞达期货研究院

棕榈油季节性库存 (万吨)



数据来源: Mysteel 瑞达期货研究院

2019-2023年第49周全国进口压榨菜油周度库存对比



数据来源: 中国粮油商务网 瑞达期货研究院

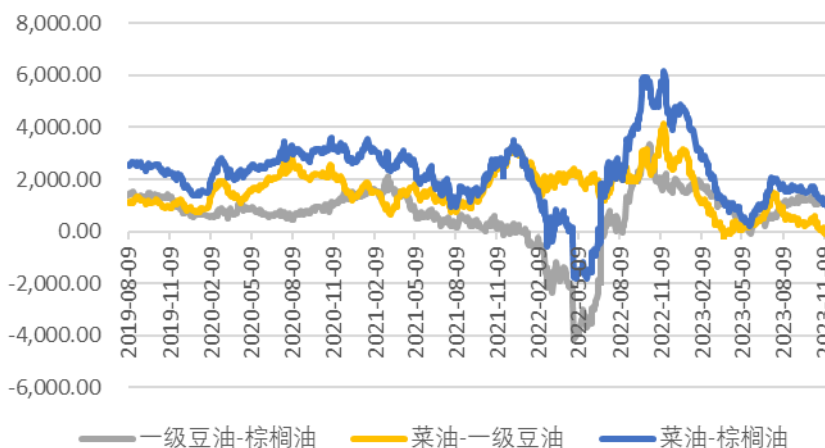
## 6、油脂间价差分析

截至 12 月 11 日, 一级豆油与棕榈油现货价差为 1340 元/吨; 菜油和棕榈油现货价差为 1090 元/吨; 菜油和一级豆油现货价差为 -250 元/吨。期货价格方面, 豆棕期价价差为 966 元/吨; 菜棕期货价差为 1107 元/吨; 菜豆期货价差为 141 元/吨。总体价差表现为菜油最弱, 棕榈油次之, 豆油在油脂中相对偏强。从豆油方面来看, 今年美豆是减产的一年, 产量下降已经基本确定, 且今年美豆国内的消费表现较好, 国内压榨持续处在高位, 美豆粕出口阿根廷, 弥补阿根廷的大豆减产, 而美豆油国内生物柴油的消费也比较好, 导致美豆的压榨利润持续较好, 支撑美豆的价格。因此豆类持续有来自 CBOT 大豆的成本的支撑。而棕榈油方面, 今年总体表现的中规中矩, 虽然有厄尔尼诺的影响, 不过由于对产量的影响一般在 6-10 个月之后, 暂时还没有看出来明显的减产的影响, 加上棕榈油的需求也表现不佳, 国内的库存持续处在高位, 去库存偏慢, 导致棕榈油价格也表现一般。不过最弱的

还是菜油，菜油今年以来总体的供应压力较大，年初的进口量大幅增加，增加国内的供应，加上年底，加拿大菜籽减产不及预期，导致的供应量的恢复。另外，下游需求持续表现较为疲弱，菜油库存持续累库，给市场明显的压力。菜油的价格持续偏疲软。

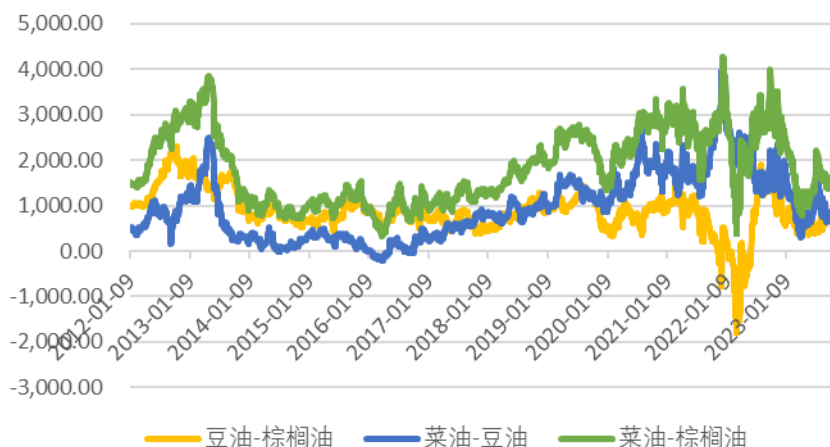
就 2024 年来看，豆棕的价差变化关键还是看天气的影响，如果天气对巴西的产量影响较大，那么在美豆已经减产，且巴西库存有限的背景下，总体供应可能偏紧，届时继续支撑豆油的价格。棕榈油的价格，同样看天气，厄尔尼诺天气对产量的影响，暂时还是看不到的，如果有明显的减产，加上马来的棕榈油如果去库存较为迅速的话，可能支撑棕榈油的价格。菜油方面，主要看国内去库存的情况，以及加拿大是否有继续增产的可能，如果产量保持稳定，且国内稳定去库存的话，菜油价格或有企稳的可能。

三大油脂现货价差



数据来源：WIND 瑞达期货研究院

三大油脂期货价差



数据来源：WIND 瑞达期货研究院

## 六、总结与展望

豆一：从进口豆的量来看，今年总体的进口豆维持高位，且接下来的一段时间内，进口大豆量也保持在相对的高位，对国产豆的供应有一定的冲击。从政策面来看，从十月份粮食收获上市以来，各种粮食价格都不高，购销情况也不算好，像玉米甚至从上市价格就在不断下滑。大豆更是一言难尽，从上市之后，价格就一直不高，在 2.4-2.5 元/斤之间徘徊。本来大家还期待国储收购能够给大豆市场带来一片曙光，可是没想到，这国储却给一个大大的惊喜，价格紧跟市场节奏，收购价 2.51 元/斤，比去年还低了两毛多。从消费需求来看，疫情三年过后，当前居民消费观念有所改变，消费能力也有所下降，餐饮业不像以前那样火爆，并且目前蔬菜价格比较便宜，肉、蛋、禽可以替代豆制品，人们对食物的选择空间更大了。今年国产大豆虽谈不上丰产，但产量较去年也有所增加，质量也较去年好很多。目前，国内大豆市场供大于求的格局比较明显，终端加工作坊和大型企业选购大豆已经不仅仅考虑价格，而是对大豆质量优中选优，考虑最佳性价比。综合来看，保证大豆供应量，已经连续进入中央一号文件，因此大豆种植量连年增长，但需求的增长有限，国产豆价格逐渐向进口豆价格靠拢，将成为未来的趋势。

豆二：从美豆的情况来看，2023/24 年度，美豆减产已经成为事实，在连续减产几年的背景下，美豆的期末库存量并不高，库销比也持续下降，加上美豆结合美豆的种植成本来看，总体美豆的价格底线应该在 1250 美分/蒲式耳附近。就 2024/25 年度来说，如果天气没有进一步的恶化，可能美豆的产量有所恢复，加上美豆的种植成本有下调的预期，再考虑到目前美豆和玉米的比价，美豆的种植优势更加明显，利于明年农户继续种植大豆，可能增加美大豆的种植。美豆的出口受到巴西的冲击，有所下降，另外，来自中国的进口需求的下降，也影响了美豆的出口。不过目前美豆国内的压榨水平良好，压榨利润良好，生物柴油的需求较好，加上美豆粕出口阿根廷的需求也较好，利好美豆的消费。南美方面来看，今年市场普遍预期南美丰产，预计巴西的产量会创新高，而阿根廷的产量也将有所恢复。目前来看，虽然巴西的播种受天气的影响偏慢，不过天气的不确定性依然存在，不能确定后期就一定受天气的影响而减产。不过需要注意的是，上一年度，巴西虽然丰产，但是由于美豆和阿根廷豆都减产，导致巴西的出口较多，库存量有限，因此，一旦出现天气问题，市场的炒作热情较高。阿根廷方面，目前来看，播种情况较好，市场也预期产量恢复，部分弥补了巴西可能的减产数量，加上阿根廷新任的总统上台，可能促进大豆的出口，未来阿根廷豆的出口可能增加。综合来看，美豆供应压力有限，巴西豆和阿根廷豆目前来看还是丰产的预期，后期关注天气可能的影响。



豆粕：从供应情况来看，今年的大豆进口量总体偏宽松，导致港口的大豆库存偏多，油厂的总体开机率较高，也导致豆粕有一定的胀库的压力。而后期，大豆的到港压力依然较大，油厂的开机率预计维持在相对的高位，对豆粕的供应有一定的压力。从需求来看，生猪方面，目前虽然散户去化较快，不过大型养殖场还是以增产能为主，部分弥补了产能的流失，导致总体的产能去化节奏较慢。且从能繁的去产能的节奏来看，较为缓慢，这也导致未来生猪存栏的去产能化预计偏慢，总体供应较为宽松的情况预计持续维持，饲料刚性需求存在。禽料方面，由于今年蛋价表现持续良好，提振蛋鸡企业补栏积极性，使得今年1-10月蛋鸡苗月度销量持续处于同期高位。同时，蛋价相对较高，企业养殖利润表现良好，故而使得老鸡淘汰积极性不高，市场延淘情况普遍存在。二者共同作用下，蛋鸡存栏基本呈现逐步增加的状态。综合来看，供应还是有一定增加的预期，不过下游需求有所支撑，限制豆粕的下跌空间。

豆油：2023/24年度，美豆减产，加上出口受来自巴西的冲击有所下降，限制国内进口美豆的数量。不过国内豆油的库存压力还是比较大的，累库的情况较为明显，下游走货表现不佳，限制了国内豆油去库存的情况。目前巴西方面还处在播种的季节，天气不确定性还是比较大的，前期受天气影响，播种进程偏慢，不过近期天气有所好转，天气升水下降，市场心态有所放缓，后期巴西能否产量再创新高，需持续关注天气的情况。阿根廷方面，目前的播种进度较好，天气条件也良好，适宜播种，目前预测阿根廷的供应预计恢复。菜油方面，菜油库存累积，在加菜籽增产的背景下，总体供应量偏高。棕榈油方面，虽然USDA的预期总体还是增产的，不过需要注意厄尔尼诺天气可能带来的减产的影响。从需求来看，生物柴油对油脂的需求继续增加，美国方面，继续扩大生物柴油的生产规模，印尼也调高生物柴油的参混比例，增加生物柴油的需求。从国内需求来看，各大油脂品种的消费均有所抬升，预计与疫情常态化，并得到一定控制后，市场的需求预计有所恢复，外出就餐增加，对油脂的需求有所抬升。不过综合来看，由于产量的增幅较大，一定程度上补充了需求的增长，因此总体的供应仍有盈余，前期油脂供应偏紧的格局或有改变。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。