

2022年12月25日

Expertsoffinancialderiv
ativespricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱: yaoxinghang@jinxinqh.com

联系人: 郑天

• 从业资格编号 F3095144

邮箱: zhengtian@jinxinqh.com



是终点也是起点

内容提要

油脂市场今年基本上满足了强迫症的需求,以6月为分界线还算比较平均的把行情走势一分为二,上半年的大起下半年的大落已经跌回了年前的价格水平。供需面上,2021/22年度至2022/23年度基本确定是供应紧缺转向宽松的局面,尽管遭遇了罕见的连续三年的拉尼娜,阿根廷目前依旧处在高温干旱的减产风险中,但是巴西产量已发生翻天覆地变化,加菜籽、黑海葵籽都环比增产。政治政策端,上半年俄乌冲突、印尼限制出口是油脂上涨的主推手,但下半年印尼开放甚至鼓励出口、冲突情绪走弱、美联储数次超预期加息让油脂的下山路可谓连滚带爬。

展望2023,供应由趋紧或缓慢转向相对宽松,需求同步复苏但增量或不及供应,主要依托供应端的增量,但美国生柴义务量不及预期,美豆油工业需求预计大幅减少。原油预计缓步震荡下行,亦拖累油脂走势。油脂预计偏弱运行。

操作建议

近期国内疫情大爆发,消费还在探底,本轮疫情在春节前难有好转,虽有春节补库的需求动力存在,但是较往年弱太多,终端保持极低渠道库存。供应方面原料四季度十分充足,无论棕榈油进口还是大豆菜籽的到港及压榨量,国内目前处于供大于需的状态,叠加明年大概率全球供应将宽松格局,油脂整体走势震荡偏弱。价差方面关注远近月反套,品种间近期可关注油粕比走缩,待疫情过后消费复苏反手做多。

风险提示

供应国产量预期变化; 美联储缩表态度; 其他政策或地缘冲突变化

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、基本面分析

1、行情综述

截止 12 月 14 日，国内棕榈油主力合约收 7896 元/吨，较 2021 年 12 月 31 日下跌 7.5%；国内豆油主力合约收 8774 元/吨，较 2021 年 12 月 31 日下跌 1.2%；国内菜油主力合约收 11174 元/吨，较 2021 年 12 月 31 日下跌 9.1%。今年油脂行情故事拉满，上半年先经历了产地大减产，之后俄乌爆发战争冲突，导致当时得黑海农产品出口受阻，且可能影响未来乌克兰产量，情绪短暂消化后印尼开始就棕榈油出口采取一些列限制措施，油脂在 5 月底 6 月初攀至多年高点，棕榈油甚至一度接近 08 年历史最高点，之后印尼突然放开甚至鼓励出口，美联储连续 4 次加息 75bp，宏观及基本面双重打压，油脂接近腰斩，即使有过一些利多，但很难有规模型得反弹，豆油跌回年初水平，棕榈油及菜油跌破年初价格。

图 1：国内植物油 2022 主力合约



资料来源：iFind，优财研究院

2、全球油脂油料供需情况

美国农业部最新报告显示，2022/23 年度预计全球油料产量 6.444 亿吨，同比增加 4025 万吨，压榨量 5.3344 亿吨，同比增加 2185 万吨，期末库存至 1.2142 亿吨，同比增加 705 万吨，库消比 22.8%，较 2021/22 年度的 22.4% 小幅增加 0.4%。消费增量不及产量增量，期末库存小幅升高。

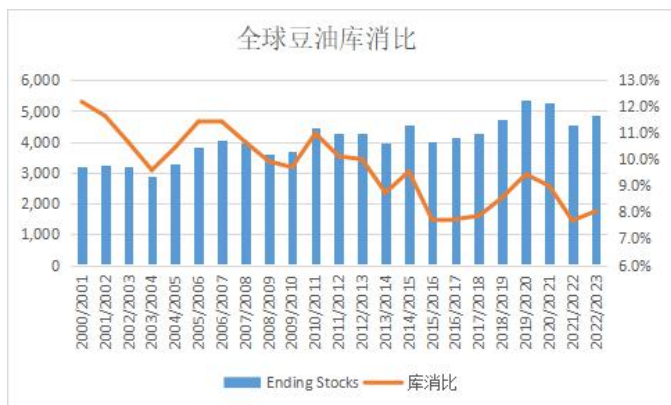
油脂方面，2022/23 年度预计全球油料产量 2.1755 亿吨，同比增加 860 万吨，消费量 2.128 亿吨，同比增加 860 万吨，期末库存 2985 万吨，同比增加 42 万吨，库消比 14%，较 2021/22 年度 14.4% 下降 0.4%。总体数据上看产量及消费增量一致，库消比同比下降，不过分品种看，豆油、菜油和葵油几个体量较大的品种库消比都同比上升，主要是由于全球产销第一大的棕榈油库消比由 2021/22 年度的 23.6% 下降至 21.8%，其中产量同比增加约 340 万吨，消费同比增加约 500 万吨，其中大部分基于对中国需求的预期增加，不过近 700 万的棕榈油需求对国内来说可能偏多，叠加美豆油生物燃料的消费或大幅不及预期，2022/23 年度的油脂库消比或较目前预期偏高一些，整体油脂油料供应相较今年来说预期宽松。

图 2：全球油料库消比（百万吨）



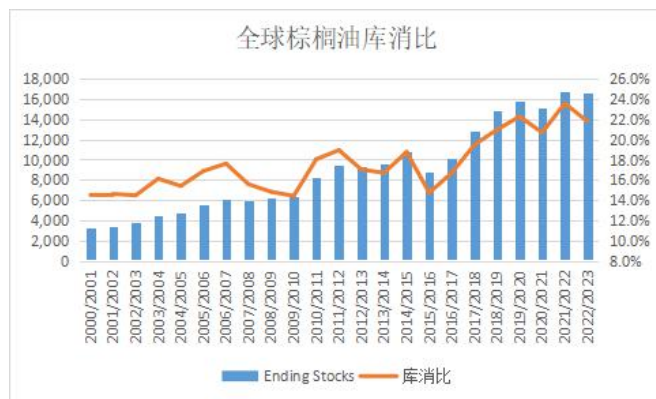
资料来源：USDA，优财研究院

图 3: 全球豆油库消比



资料来源: USDA, 优财研究院

图 4: 全球棕榈油库消比



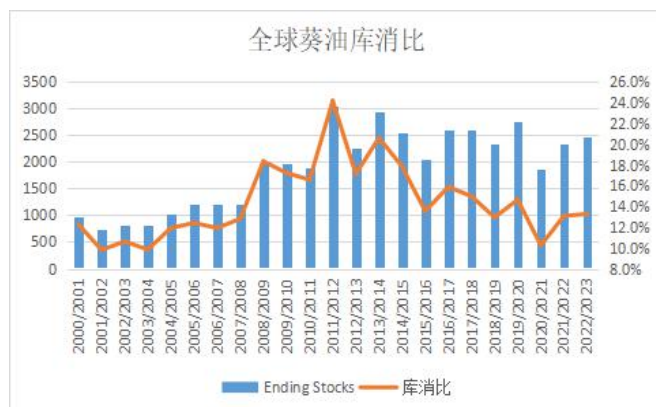
资料来源: USDA, 优财研究院

图 5: 全球菜油库消比



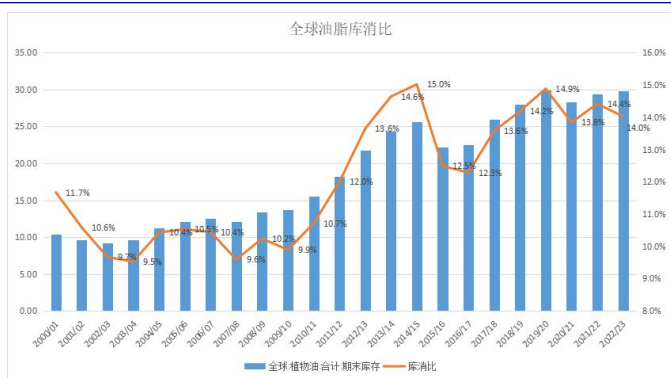
资料来源: USDA, 优财研究院

图 6: 全球葵油库消比



资料来源: USDA, 优财研究院

图 7: 全球油脂库消比



资料来源: USDA, 优财研究院

3、棕榈油

3.1 全球棕榈油供需

根据美国农业部最新数据显示，2022/23 年度预计全球棕榈油产量 7721.5 万吨，同比增加 338.9 万吨，其中印尼增加 230 万吨，马来西亚增加 64.8 万吨；消费量预计 7600.4 万吨，同比增加 492.4 万吨，其中中国增加 175 万吨，印度增加 80 万吨，马来西亚增加 31.2 万吨，印尼增加 19.6 万吨；期末库存预计 1657 万吨，同比下降 18.9 万吨。2022/23 年度棕榈油库销比 21.8%，较 2021/22 年度的 23.6% 下降 1.8%。

图 8：全球棕榈油平衡表

Attribute	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	Unit Description
Beginning Stocks	8,211	9,410	9,378	9,603	10,854	8,692	10,190	12,840	14,878	15,829	15,128	16,759	(1000 MT)
Production	52,300	56,248	59,212	62,013	58,789	65,177	70,549	74,178	73,030	73,076	73,826	77,215	(1000 MT)
Imports	38,421	41,920	41,715	44,484	42,380	46,384	46,793	50,541	47,477	47,526	42,688	49,488	(1000 MT)
Total Supply	98,932	107,578	110,305	116,100	112,023	120,253	127,532	137,559	135,385	136,431	131,642	143,462	(1000 MT)
Exports	39,860	43,077	43,190	47,397	43,895	49,030	48,759	51,746	48,491	48,188	43,808	50,888	(1000 MT)
Industrial Dom. Cons.	12,465	14,653	16,209	14,295	16,381	16,675	19,794	22,640	23,144	23,430	22,216	24,656	(1000 MT)
Food Use Dom. Cons.	36,549	39,822	40,668	42,919	42,312	43,688	45,454	47,605	47,215	48,986	47,328	50,516	(1000 MT)
Feed Waste Dom. Cons.	648	648	635	635	693	670	685	690	706	699	1,531	832	(1000 MT)
Domestic Consumption	49,662	55,123	57,512	57,849	59,386	61,033	65,933	70,935	71,065	73,115	71,075	76,004	(1000 MT)
Ending Stocks	9,410	9,378	9,603	10,854	8,742	10,190	12,840	14,878	15,829	15,128	16,759	16,570	(1000 MT)

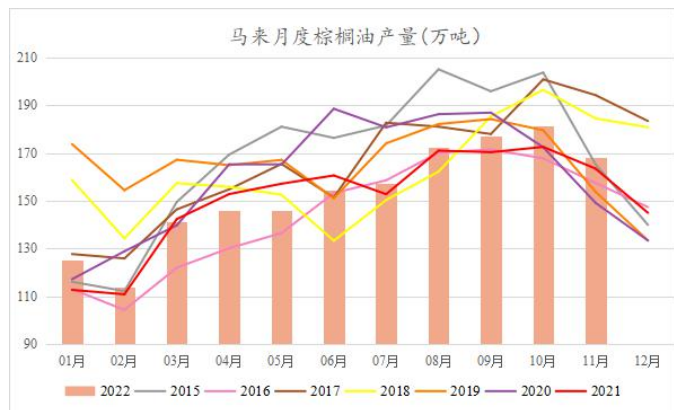
资料来源：USDA，优财研究院

3.2 马来西亚棕榈油供需

马来西亚今年对比印尼的各种操作下只能说平平无奇，能反复拿来炒作的只有外籍劳工短缺对产量的影响。从 MPOB 的月度供需平衡表看，马来西亚 1-11 月棕榈油产量 1683 万吨，同比去年超出 17 万吨，基本持平，预计马来西亚今年年度产量在 1820-1840 万吨区间，较去年略增。外籍劳工依旧是影响今年马来西亚产量的主要因素，虽然马来已于 4 月 1 日打开国门，且马来西亚引入 3.2 万名种植园劳动的计划早已获得审批，但实际推进进度十分缓慢，从马来移民局公布的马来外籍劳工工作证签发总数来看，马来今年的外籍劳工数量较去年减少 5 万人左右，较往年减少 10 万人左右，马来西亚种植园 75% 左右的劳工来自印尼、巴基斯坦等外来国家，马来本地的劳工极少且大多是管理岗位，园区种植采摘基本依靠外籍劳工，所以连续的劳工短缺导致了马来西亚的产量始终不如预期。再从种植面积来看，由于可扩张土地有限，马来西亚自 2017/18 年度后扩种面积的增速在放缓，这也抑制了未来的产量潜能。结合两点，我们认为马来西亚的年度产量

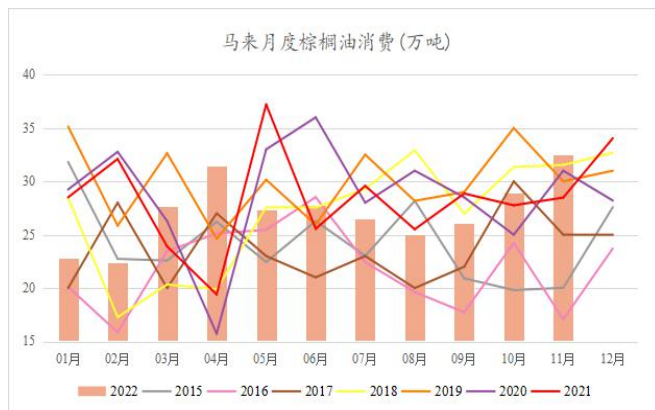
在近几年基本处于 1850-1950 万吨左右水平，短期难以使年产量达到 2000 万吨以上水平。

图 9：马来西亚棕榈油产量（万吨）



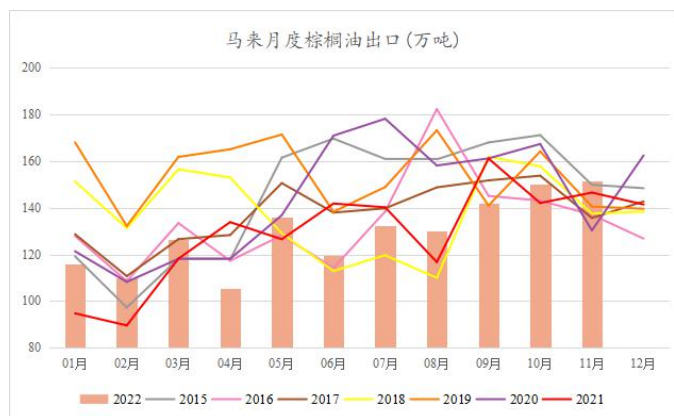
资料来源：MPOB，优财研究院

图 10：马来西亚棕榈油消费（万吨）



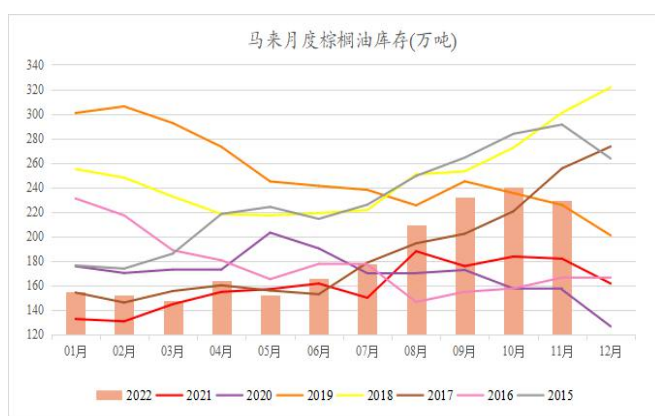
资料来源：MPOB，优财研究院

图 11：马来西亚棕榈油出口（万吨）



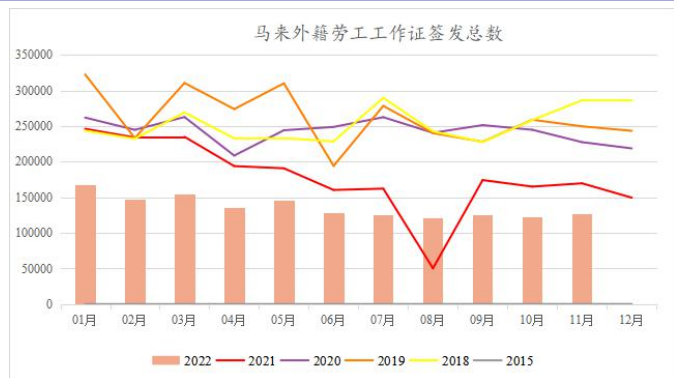
资料来源：MPOB，优财研究院

图 12：马来西亚棕榈油库存（万吨）



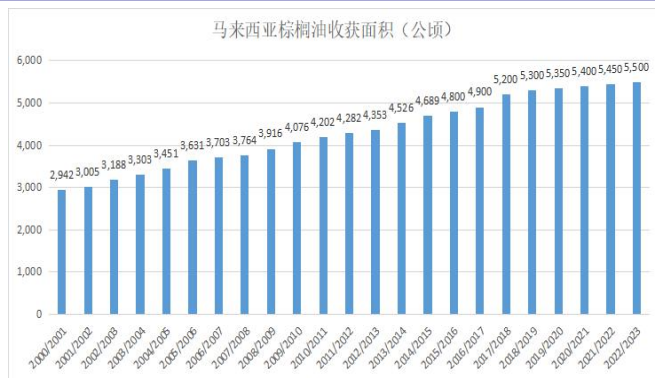
资料来源：MPOB，优财研究院

图 13：马来外籍劳工工作证签发总数



资料来源：马来西亚移民局，优财研究院

图 14：马来西亚棕榈油收获面积（公顷）



资料来源：USDA，优财研究院

3.3 印度尼西亚棕榈油供需

全球油脂价格重心在棕榈油，全球棕榈油第一生产及出口国是印度尼西亚。今年油脂市场的大幅波动，印尼做出了巨大的“贡献”，先回顾一下印尼今年就棕榈油出口政策的变更：

图 15：今年印尼棕榈油出口政策时间线

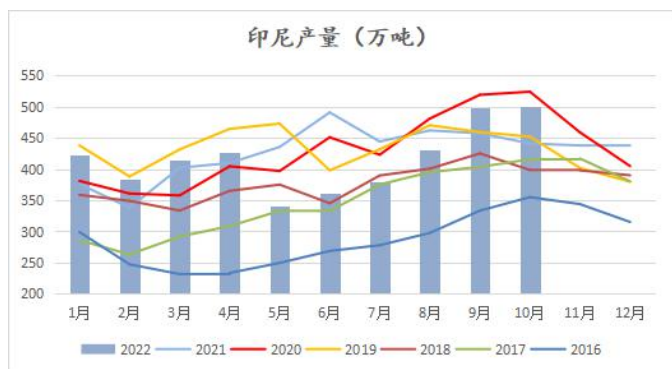
时间	政策
2022年1月5日	印尼政府颁布食用油补贴计划，将从棕榈油基金中拨款 3.6 万亿印尼盾用于补贴国内价格
2022年1月19日	印尼贸易部宣布零售食用油限价14000印尼盾/升，为期6个月，并要求出口商报备毛棕榈油、油脂产品及食用油的出口计划
2022年1月24日	对棕榈油实施出口许可制度，出口商需提交未来6个月的出口计划
2022年1月27日	印尼贸易部宣布实施DMO，要求出口商将20%的出口量用于国内销售，并限价毛棕榈油价格上限为9300印尼盾/公斤，精炼软质棕榈油价格上限为10300印尼盾/公斤
2022年3月9日	印尼贸易部宣布将DMO的比例由20%上调至30%
2022年3月17日	印尼贸易部宣布取消DMO，并同时提高棕榈油出口levy，将毛棕榈油出口levy的最高标准由原来的175美元/吨提高至375美元/吨
2022年4月22日	印尼总统宣布自4月28日起限制所有棕榈油食用油及其原料的出口
2022年4月25日	出口禁令解释调整为只限制25升以下小包装、精炼液油及分提液油三种品种
2022年4月26日	正式宣布出口禁令只对以上三种品种实行，直至国内散装液油的售价下调至14000印尼盾/升
2022年4月27日	宣布出口禁令的品种扩大至毛棕榈油、精炼33度、精炼24度、POME及UCO等
2022年5月19日	政府宣布自5月23日起出口禁令取消
2022年5月20日	印尼重新针对棕榈油实施国内市场义务（DMO）政策，将棕榈油国内义务规模定为1000万吨。并要求印尼国家物流局将食用油储备保持在需求的10%。
2022年5月24日	印尼方面规定，棕榈油出口需要许可证。棕榈油出口许可证需要提供国内销售的证明。棕榈油出口许可证有效期为六个月。
2022年5月27日	印尼将分配约100万吨棕榈油出口，已注册散装食用油项目的企业优先。
2022年6月4日	印尼高级部长：印尼将（食用油）出口许可比例设定为当地国内强制销售数量（DMO）的5倍。在过渡期，印尼规定每月国内必须销售30万吨食用油。印尼确保对棕榈油分销进行严格监控。
2022年6月8日	印尼贸易部官员：将毛棕榈油出口税（tax）的最大值提高至288美元/吨，将出口专项税（levy）的最大值降低至200美元/吨。印尼将设置每吨200美元的特别出口税，让企业无需等待核实其国内销售义务即可获得装运许可。
2022年6月10日	毛棕榈油出口关税（tax）从此前200 美元/ 吨上调至最高 288 美元/ 吨。这项修改法令将于 6 月 10 日生效。
2022年6月13日	毛棕榈油出口关税（levy）从此前375美元/吨下调至最高200美元/吨。这项修改法令将于6月14日至7月31日期间执行。8月1日至31日上调至每吨240美元。
2022年7月15日	豁免出口专项税至8月底
2022年8月8日	调整关税结构，将毛棕榈油的起征点从750美元/吨下调至680美元/吨，并大幅下调参考价至827.27美元/吨，毛棕榈油出口税大幅下调至52美元/吨，棕榈液油关税下调至12美元/吨
2022年8月30日	延长出口专项税豁免时间至10-31
2022年10月31日	规定若毛棕榈油参考价高于800美元/吨，则恢复出口专项税的征收

资料来源：优财研究院

从年初的全球植物油价格高企，印尼国内民众无法采购到低价合理的棕榈油向政府进行抗议，印尼政府先后限价、限制之后索性禁止出口，到年中印尼开始涨库，库存达到历史高位后放开甚至降税鼓励出口，全球油脂从供应极度紧张到宽松都被印尼一手操控。从印尼的供需平衡表来看印尼自上半年出口禁令实施以后，国内库存快速累增，最高至5月底的723万吨，之后印尼解除禁令放开出口，并大幅降低出口关税以达到国内去库目的，印尼的去库速度同样大幅超出市场预期，截至10月底印尼国内棕榈油库存338万吨，至近6年同期低位。

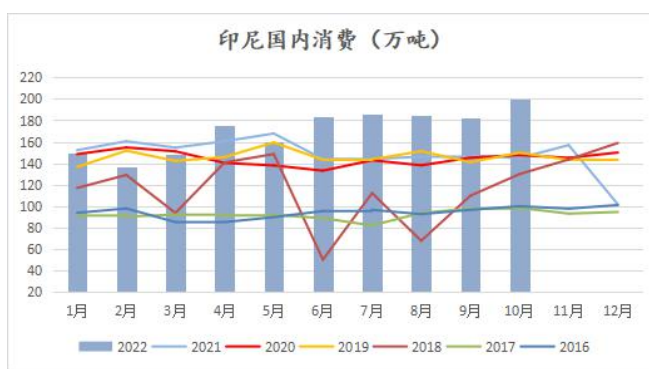
再从产量、出口及消费分别分析，产量方面印尼今年的产量呈现反季节现象，在5-8月的丰产季产量表现很差，主要是由于国内涨库后导致果串挂树，无法正常生产，而在库存压力去化后产量开始逐渐增加，9-10月都保持了除2020年外的最高产量水平，我们可以理解为印尼将5-8月的产量损失在4季度进行弥补，预计印尼11-12月的产量水平依旧在历史同期较高的水平。出口方面比较符合逻辑，上半年价格高企以及出口有部分限制表现不佳，出口禁令导致5月出口历史极低值，出口放开后价格下跌，需求国大量采购尤其需求最好的8月出口表现历史最高值，不过目前印度及中国的库存都非常高，预计11-12月的出口表现不会很好。消费端我们看到自6月以后印尼国内消费都保持在一个极高值，均是创出了同期新高的水平，一方面由于6月起棕榈油价格大幅下跌而原油价格依然高企情况下，生物柴油暴利，国内生物柴油的生产达到峰值，另一方面食用的渠道库存也在相应增加，所以目前印尼的低库存是一部分转嫁到了渠道库存上，实际的印尼库存或比现在要更高一些。

图 16: 印尼棕榈油产量 (万吨)



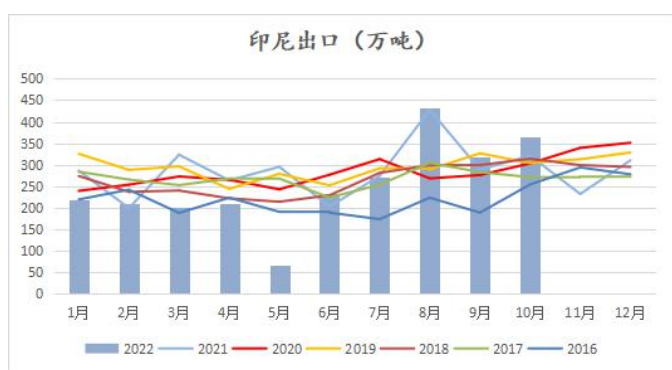
资料来源: GAPKI, 优财研究院

图 17: 印尼棕榈油消费 (万吨)



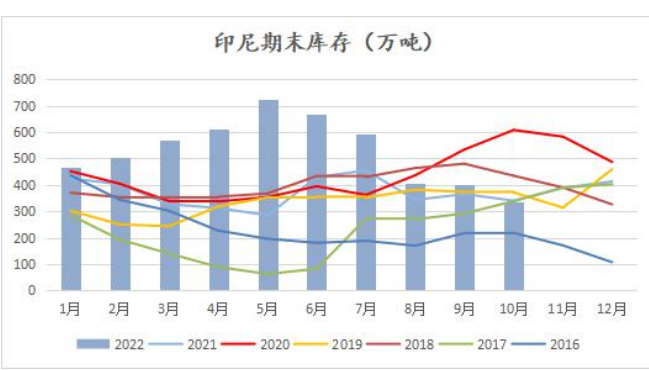
资料来源: GAPKI, 优财研究院

图 18: 印尼棕榈油出口 (万吨)



资料来源: GAPKI, 优财研究院

图 19: 印尼棕榈油库存 (万吨)



资料来源: GAPKI, 优财研究院

图 20: 印尼毛棕榈油出口关税

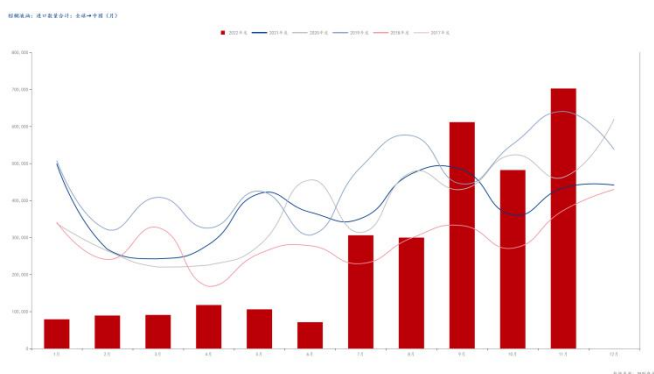


资料来源: 优财研究院

3.4 需求国棕榈油供需

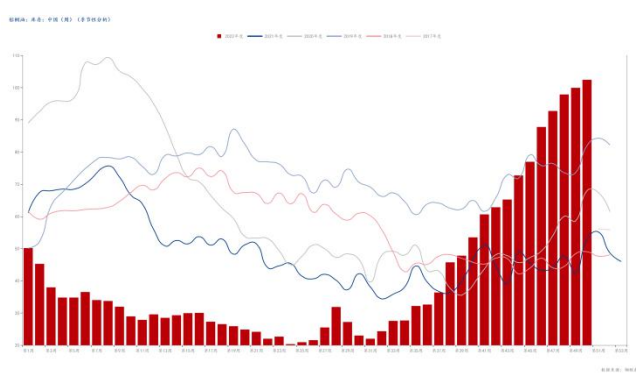
我国棕榈油进口今年上半年因国际棕榈油价格高企，进口量骤减，2022年1-6月我国累计进口棕榈液油55.3万吨，甚至不如往年需求旺季的单月进口量，国内棕榈油现货价格及基差也是一路水涨船高，基差一度涨至“离谱”的4000+，之后国际棕榈油价格大幅下跌，国内棕榈油开启大量进口，库存不断累增，截至12月16日全国棕榈油库存102.45万吨，远高于历史同期水平，仅次于2020年1季度，且国内棕榈油近期再次大量采购明年1-2月船期，进口到港预计将不断持续，国内恰逢疫情消费冰点，预计国内棕榈油库存继续累增至极度涨库水平，近月合约价格的压力将非常大。截至12月21日，华北棕榈油报价01+80，华东棕榈油报价01+30，华南棕榈油报价01-60，即使临近交割月，负基差的棕榈油依旧吸引不了成交，1月合约有空逼多的可能性。

图 21：国内棕榈液油进口量（万吨）



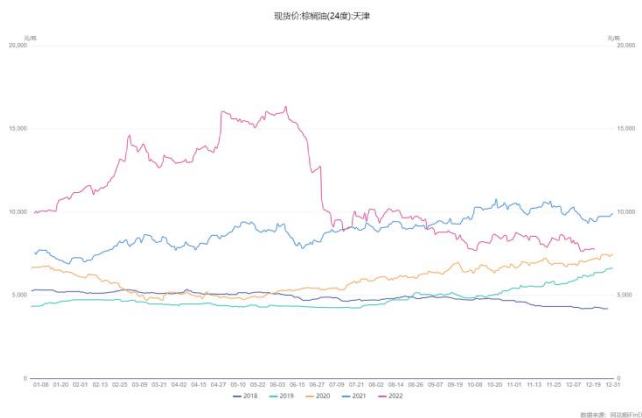
资料来源：海关总署，优财研究院

图 22：棕榈油全国库存（万吨）



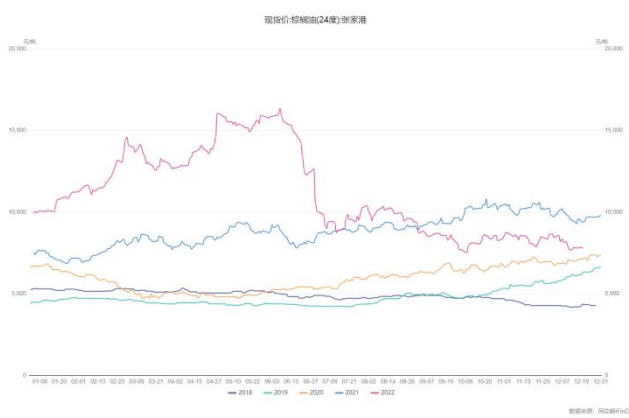
资料来源：钢联数据，优财研究院

图 23: 天津棕榈油现货价格 (元/吨)



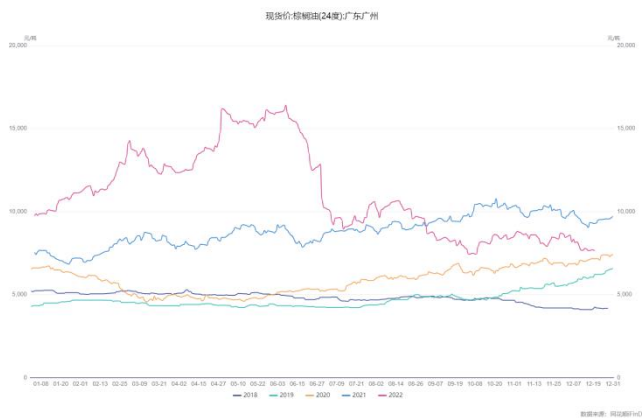
资料来源: ifind, 优财研究院

图 24: 张家港棕榈油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

图 25: 广东棕榈油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

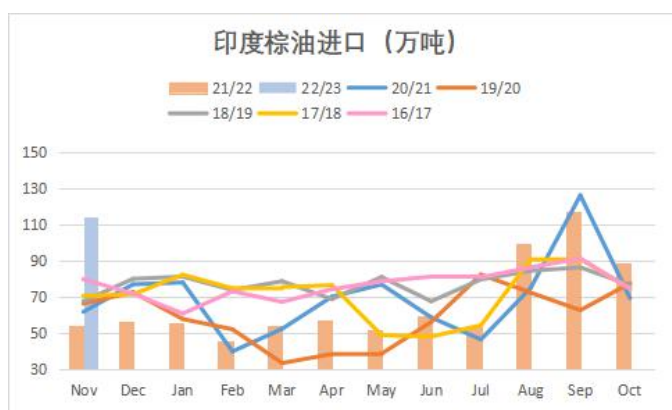
图 26: 棕榈油现货基差



资料来源: 优财研究院

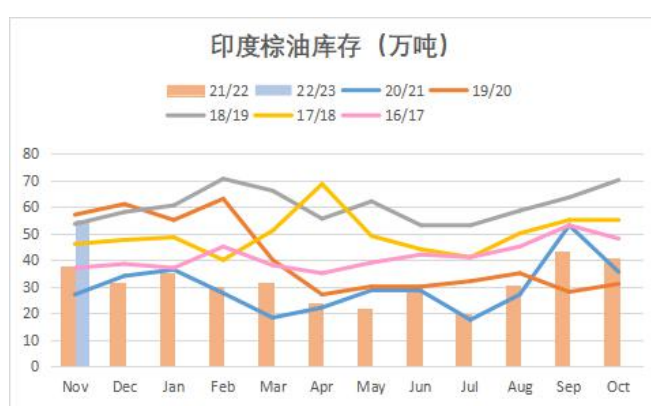
印度今年棕榈油进口类似国内，也呈现先抑后扬，2021/22年度（11月-10月）印度进口棕榈油累计791万吨，仅高于2018/19年的水平，一方面由于棕榈油价格高企，印度转向豆油及葵油等替代品的进口，另一方面印度5月底宣布给予豆油及葵油200万吨的免税进口配额，使棕榈油价格失去竞争力，同意自解除禁令后印度8月起的棕榈油进口量开始显著上升。不过目前印度的棕榈油港口库存已经处于较高的水平，渠道库存更是达到历史最高水平，印度也开始有库存压力，预计1季度的进口量将明显下降。

图 27：印度棕榈油进口量（万吨）



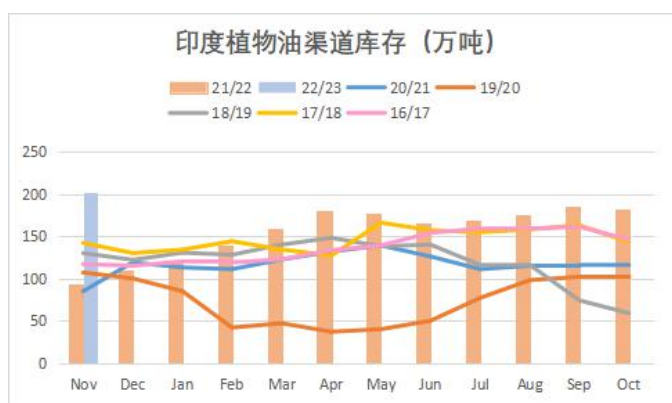
资料来源：印度溶剂萃取商协会，优财研究院

图 28：印度棕榈油库存（万吨）



资料来源：印度溶剂萃取商协会，优财研究院

图 29：印度植物油渠道库存



资料来源：印度溶剂萃取商协会，优财研究院

4、大豆及豆油

4.1 全球大豆及豆油供需

根据美国农业部最新数据显示，2022/23 年度预计全球大豆产量 3.9117 亿吨，同比增加 3556 万吨，其中美国减少 326 万吨，阿根廷增加 560 万吨，巴西 2500 万吨，中国增加 200 万吨；压榨量预计 3.2932 亿吨，同比增加 1454 万吨，其中美国增加 112 万吨，阿根廷增加 92 万吨，巴西增加 75 万吨，中国增加 850 万吨；期末库存预计 1.0271 亿吨，同比增加 658 万吨。2022/23 年度大豆库销比 26.97%，较 2021/22 年度的 26.31% 增加 0.66%。

2022/23 年度预计全球豆油产量 6188 万吨，同比增加 251 万吨，其中美国增加 7 万吨，阿根廷增加 20 万吨，巴西 20 万吨，中国增加 152 万吨；消费量预计 6051 万吨，同比增加 116 万吨，其中美国增加 35 万吨，阿根廷减少 28 万吨，巴西增加 33 万吨，中国增加 115 万吨；期末库存预计 487 万吨，同比增加 55 万吨。2022/23 年度豆油库销比 8.05%，较 2021/22 年度的 7.68% 增加 0.37%。

图 30：全球大豆平衡表

Attribute	Country	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	Unit Description
Beginning Stocks	World	73,346	57,902	58,710	64,092	79,348	79,148	95,286	99,881	114,256	94,730	100,032	95,585	(1000 MT)
Production	World	240,965	269,130	282,907	321,415	315,670	350,473	343,818	362,660	340,367	368,522	355,605	391,169	(1000 MT)
Imports	World	94,660	97,207	113,305	124,418	133,713	145,182	154,110	146,018	165,123	165,535	157,143	166,212	(1000 MT)
Total Supply	World	408,971	424,239	454,922	509,925	528,731	574,803	593,214	608,559	619,746	628,787	612,780	652,966	(1000 MT)
Exports	World	91,791	100,404	112,798	126,443	132,810	147,664	153,351	149,187	165,556	164,994	153,818	169,377	(1000 MT)
Crush	World	229,299	232,003	243,122	265,139	275,849	288,211	295,444	298,618	312,299	315,433	314,777	329,317	(1000 MT)
Food Use Dom. Cons.	World	15,367	15,610	16,205	16,899	17,508	18,419	19,282	20,091	20,954	21,676	21,500	22,545	(1000 MT)
Feed Waste Dom. Cons.	World	14,612	17,512	18,705	22,096	23,438	25,223	25,256	26,407	26,207	26,652	27,100	29,013	(1000 MT)
Domestic Consumption	World	259,278	265,125	278,032	304,134	316,795	331,853	339,982	345,116	359,460	363,761	363,377	380,875	(1000 MT)
Ending Stocks	World	57,902	58,710	64,092	79,348	79,126	95,286	99,881	114,256	94,730	100,032	95,585	102,714	(1000 MT)

资料来源：USDA，优财研究院

图 31：全球豆油平衡表

Attribute	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	Unit Description
Beginning Stocks	4,446	4,296	4,261	3,973	4,556	4,039	4,146	4,275	4,717	5,376	5,263	4,562	(1000 MT)
Production	42,849	43,386	45,293	49,336	51,875	53,909	55,279	56,063	58,519	59,230	59,371	61,875	(1000 MT)
Imports	8,015	8,522	9,325	10,152	11,734	11,245	9,991	10,978	11,479	11,712	11,468	11,556	(1000 MT)
Total Supply	55,310	56,204	58,879	63,461	67,965	69,193	69,416	71,316	74,715	76,318	76,102	77,993	(1000 MT)
Exports	8,540	9,380	9,441	11,176	11,824	11,464	10,771	11,479	12,372	12,610	12,188	12,616	(1000 MT)
Industrial Dom. Cons.	8,304	7,279	8,348	8,390	9,022	9,652	10,433	11,103	11,193	11,254	11,919	12,454	(1000 MT)
Food Use Dom. Cons.	34,105	35,219	37,012	39,211	42,966	43,821	43,827	43,907	45,689	47,101	47,368	47,977	(1000 MT)
Feed Waste Dom. Cons.	65	65	105	128	135	110	110	110	105	90	65	80	(1000 MT)
Domestic Consumption	42,474	42,563	45,465	47,729	52,123	53,583	54,370	55,120	56,967	58,445	59,352	60,511	(1000 MT)
Ending Stocks	4,296	4,261	3,973	4,556	4,018	4,146	4,275	4,717	5,376	5,263	4,562	4,866	(1000 MT)

资料来源：USDA，优财研究院

4.2 美国大豆及豆油供需

在三峰拉尼娜的第三年，美国今年的产量受到天气影响比去年更甚，在去年普遍干旱高温后美豆依旧表现出了不错的产量，单产高达 51.7 蒲式耳/英亩后，市场原先对今年美豆的产量期望很高，但实际情况是今年的产量预估从 9 月开始每况愈下，单产从原先估计的 51.5 蒲式耳/英亩调减至当前预估的 50.2 蒲式耳/英亩，根据美国农业部最新数据显示，2022/23 年度预计美国大豆产量 1.1827 亿吨，同比减少 326 万吨。

出口方面今年美豆的表现较好，截至 12 月 8 日当周美豆 2022/23 年度累计销售 4181.7 万吨，仅次于 2020/21 年的水平，从产地来说由于拉尼娜对南美的影响还在继续，美豆相对来说确定性较高支持其出口，需求国来说，中国 3 季度进口大豆量极低，激发了对新作大豆的需求潜力。

豆油方面，期初库存较低，产量较去年同比增加约 20 万吨，美豆油今年整体的供应量与去年持平，需求端食用需求稳定，增量主要在工业需求量的增加，不过由于 EPA 对明年美国生物燃料的义务量不及预期，美豆油的需求量可能会降低。

图 32：美国大豆平衡表

Attribute	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	Unit Description
Beginning Stocks	5,852	4,610	3,825	2,504	5,188	5,354	8,208	11,923	24,740	14,276	6,994	7,450	(1000 MT)
Production	84,291	82,791	91,363	106,905	106,869	116,931	120,065	120,515	96,667	114,749	121,528	118,266	(1000 MT)
Imports	439	1,103	1,953	904	641	606	594	383	419	539	433	408	(1000 MT)
Total Supply	90,582	88,504	97,141	110,313	112,698	122,891	128,867	132,821	121,826	129,564	128,955	126,124	(1000 MT)
Exports	37,186	36,129	44,594	50,136	52,869	58,964	58,071	47,721	45,800	61,665	58,721	55,656	(1000 MT)
Crush	46,348	45,967	47,192	50,975	51,335	51,742	55,926	56,935	58,910	58,257	59,978	61,099	(1000 MT)
Food Use Dom. Cons.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	(1000 MT)
Feed Waste Dom. Cons.	2,438	2,583	2,851	4,014	3,140	3,977	2,947	3,425	2,840	2,648	2,806	3,377	(1000 MT)
Domestic Consumption	48,786	48,550	50,043	54,989	54,475	55,719	58,873	60,360	61,750	60,905	62,784	64,476	(1000 MT)
Ending Stocks	4,610	3,825	2,504	5,188	5,354	8,208	11,923	24,740	14,276	6,994	7,450	5,992	(1000 MT)

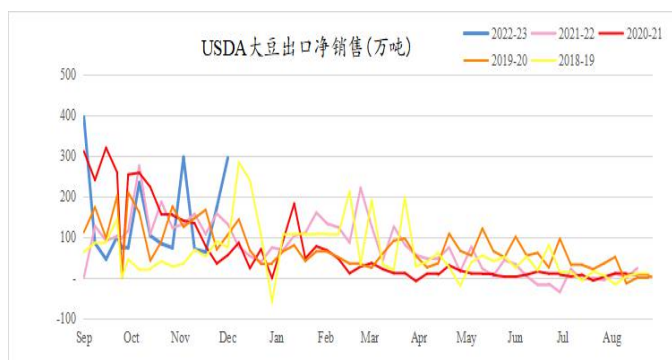
资料来源：USDA，优财研究院

图 33：美国豆油平衡表

Attribute	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	Unit Description
Beginning Stocks	1,213	1,175	751	528	841	765	776	905	805	840	967	903	(1000 MT)
Production	8,954	8,990	9,131	9,706	9,956	10,035	10,783	10,976	11,299	11,350	11,858	11,934	(1000 MT)
Imports	68	89	75	120	130	145	152	180	145	137	138	136	(1000 MT)
Total Supply	10,235	10,254	9,957	10,354	10,927	10,945	11,711	12,061	12,249	12,327	12,963	12,973	(1000 MT)
Exports	664	981	852	914	1,017	1,159	1,108	880	1,287	785	804	499	(1000 MT)
Industrial Dom. Cons.	2,211	2,127	2,303	2,286	2,572	2,812	3,327	3,930	3,927	4,046	4,694	5,262	(1000 MT)
Food Use Dom. Cons.	6,185	6,395	6,274	6,313	6,573	6,198	6,371	6,446	6,195	6,529	6,562	6,350	(1000 MT)
Domestic Consumption	8,396	8,522	8,577	8,599	9,145	9,010	9,698	10,376	10,122	10,575	11,256	11,612	(1000 MT)

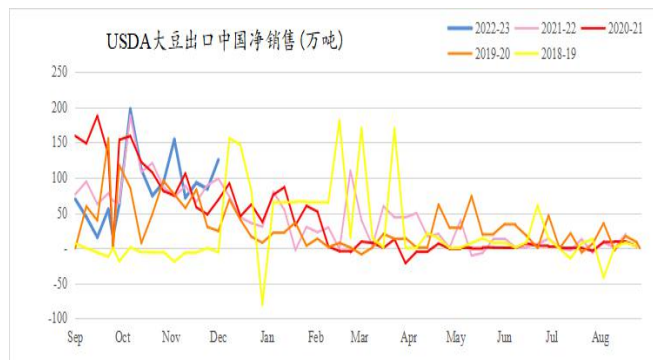
资料来源：USDA，优财研究院

图 34: 美豆出口净销售 (万吨)



资料来源: USDA, 优财研究院

图 35: 美豆出口中国净销售 (万吨)



资料来源: USDA, 优财研究院

4.3 南美大豆及豆油供需

在三峰拉尼娜的扰动下,今年南美的大豆格局竟然是两极分化。巴西去年因拉尼娜产量较预期下降 2000 万吨,而今年巴西自播种初期至今墒情良好,产量预估一直保持在 1.5 亿吨附近,并且不断的向上小幅修正。美国农业部最新报告显示,巴西 2022/23 年度大豆产量预估 1.52 亿吨,同比增加 2500 万吨。阿根廷则相反,一直受到干旱及高温的困扰,产量预估一直在下调,虽然美国农业部最新的报告将阿根廷 2022/23 年度产量维持在上月预估的 4950 万吨,但是市场对其信任度不高,有行业权威机构对阿根廷新作产量的预估给到了低于 4000 万吨的极低值,这也是在全球大豆丰产格局下美豆价格一直高企的原因。目前巴西定产的确性越来越高,而阿根廷还具有相当不确定性,如果阿根廷的最终产量在 4000 万吨左右,那美豆或许还将在高位震荡,区间约 1450-1500 美分,而阿根廷产量若高于 4500 万吨,美豆将震荡下行,存在跌破 1400 美分的可能。

豆油的供需上南美也没什么亮点,整体产需相对平稳,巴西或在明年提高本国生物燃料的掺兑比例,不过巴西目前在政选阶段,明年政策的不确定性较高。

图 36: 阿根廷大豆平衡表

Attribute	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	Unit Description
Beginning Stocks	20,242	14,338	17,291	21,677	27,069	27,156	26,996	23,734	28,890	26,650	25,060	23,903	(1000 MT)
Production	40,100	49,300	53,400	61,450	58,800	55,000	37,800	55,300	48,800	46,200	43,900	49,500	(1000 MT)
Imports	0	2	1	2	676	1,674	4,703	6,408	4,882	4,816	3,839	4,800	(1000 MT)
Total Supply	60,342	63,640	70,692	83,129	86,545	83,830	69,499	85,442	82,572	77,666	72,799	78,203	(1000 MT)
Exports	7,368	7,739	7,842	10,575	9,922	7,025	2,132	9,104	10,004	5,195	2,861	7,700	(1000 MT)
Crush	35,886	33,611	36,173	40,235	43,267	43,309	36,933	40,567	38,770	40,162	38,825	39,750	(1000 MT)
Food Use Dom. Cons.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	(1000 MT)
Feed Waste Dom. Cons.	2,750	5,000	5,000	5,250	6,200	6,500	6,700	6,881	7,148	7,249	7,210	7,250	(1000 MT)
Domestic Consumption	38,636	38,611	41,173	45,485	49,467	49,809	43,633	47,448	45,918	47,411	46,035	47,000	(1000 MT)
Ending Stocks	14,338	17,291	21,677	27,069	27,156	26,996	23,734	28,890	26,650	25,060	23,903	23,503	(1000 MT)

资料来源: USDA, 优财研究院

图 37: 巴西大豆平衡表

Attribute	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	Unit Description
Beginning Stocks	27,456	17,344	20,225	20,790	24,498	23,803	32,632	33,031	33,342	20,419	29,404	23,805	(1000 MT)
Production	66,500	82,000	86,200	97,100	95,700	114,900	123,400	120,500	128,500	139,500	127,000	152,000	(1000 MT)
Imports	128	395	605	305	410	252	175	140	549	1,015	539	750	(1000 MT)
Total Supply	94,084	99,739	107,030	118,195	120,608	138,955	156,207	153,671	162,391	160,934	156,943	176,555	(1000 MT)
Exports	36,257	41,904	46,829	50,612	54,383	63,137	76,136	74,987	92,136	81,650	79,143	89,500	(1000 MT)
Crush	38,083	35,235	36,861	40,435	39,747	40,411	44,205	42,527	46,742	46,675	50,750	51,750	(1000 MT)
Food Use Dom. Cons.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	(1000 MT)
Feed Waste Dom. Cons.	2,400	2,375	2,550	2,650	2,675	2,775	2,835	2,915	3,095	3,205	3,245	3,600	(1000 MT)
Domestic Consumption	40,483	37,610	39,411	43,085	42,422	43,186	47,040	45,442	49,837	49,880	53,995	55,350	(1000 MT)
Ending Stocks	17,344	20,225	20,790	24,498	23,803	32,632	33,031	33,342	20,419	29,404	23,805	31,705	(1000 MT)

资料来源: USDA, 优财研究院

图 38: 阿根廷豆油平衡表

Attribute	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	Unit Description
Beginning Stocks	295	320	288	151	365	260	183	275	427	548	299	523	(1000 MT)
Production	6,839	6,364	6,785	7,687	8,433	8,395	7,236	8,044	7,700	7,930	7,664	7,855	(1000 MT)
Imports	0	93	9	22	0	0	1	0	0	0	93	0	(1000 MT)
Total Supply	7,134	6,777	7,082	7,860	8,798	8,655	7,420	8,319	8,127	8,478	8,056	8,378	(1000 MT)
Exports	3,794	4,244	4,087	5,094	5,698	5,387	4,164	5,268	5,404	6,137	4,873	5,500	(1000 MT)
Industrial Dom. Cons.	2,650	1,870	2,485	2,000	2,425	2,650	2,526	2,150	1,690	1,550	2,150	1,850	(1000 MT)
Food Use Dom. Cons.	370	375	379	401	415	435	455	474	485	492	510	530	(1000 MT)
Domestic Consumption	3,020	2,245	2,844	2,401	2,840	3,085	2,981	2,624	2,175	2,042	2,660	2,380	(1000 MT)

资料来源: USDA, 优财研究院

图 39: 巴西豆油平衡表

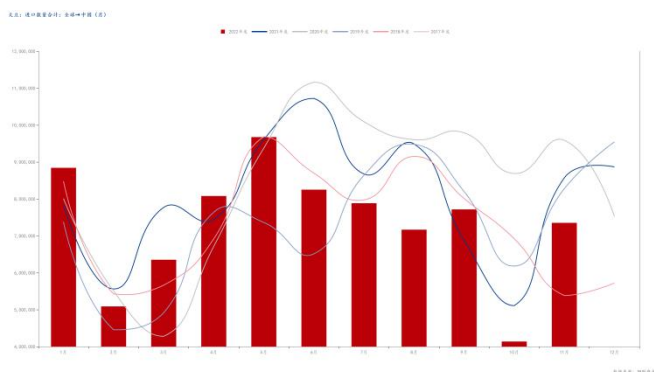
Attribute	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	Unit Description
Beginning Stocks	383	418	399	390	435	287	291	370	324	482	474	384	(1000 MT)
Production	7,310	6,760	7,074	7,759	7,627	7,755	8,485	8,180	8,998	8,985	9,769	9,967	(1000 MT)
Imports	0	6	0	11	63	60	45	24	66	249	32	75	(1000 MT)
Total Supply	7,693	7,184	7,473	8,160	8,125	8,102	8,821	8,574	9,388	9,716	10,275	10,406	(1000 MT)
Exports	1,885	1,251	1,378	1,510	1,550	1,241	1,511	1,085	1,156	1,262	2,411	2,150	(1000 MT)
Industrial Dom. Cons.	2,090	2,130	2,275	2,690	2,690	2,910	3,245	3,445	4,000	4,155	3,600	3,850	(1000 MT)
Food Use Dom. Cons.	3,300	3,404	3,430	3,525	3,598	3,660	3,695	3,720	3,750	3,825	3,900	3,975	(1000 MT)
Domestic Consumption	5,390	5,534	5,705	6,215	6,288	6,570	6,940	7,165	7,750	7,980	7,500	7,825	(1000 MT)

资料来源: USDA, 优财研究院

4.4 国内大豆及豆油供需

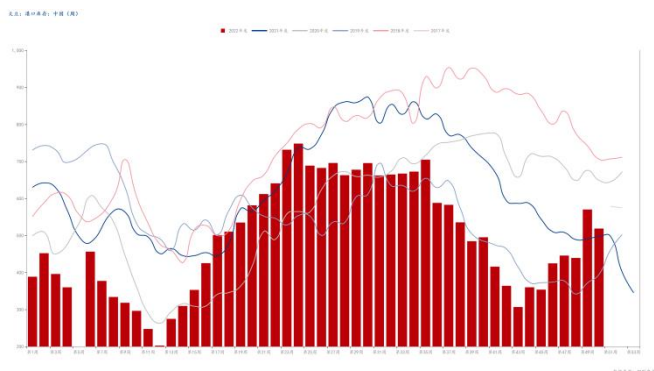
由于上半年价格高企且预期新作丰产价格将下行，我国 6-10 月大豆进口量处于较低水平，尤其 10 月到港仅 414 万吨，导致国内的大豆、豆油库存及大豆压榨量极低，豆油现货基差也是一度涨至历史最高的 2000 元/吨左右水平。之后新作大豆的陆续到港，开机率及库存开始企稳回升，目前大豆周度压榨量可以维持在 200 万吨/周左右的一个水平。库存方面截至 12 月 16 日全国豆油库存 75.3 万吨，依旧处于历年同期低位，不过由于近期国内消费极差，开机率稳定，预计豆油库存将开始逐步回升。截至 12 月 21 日华北一级豆油现货基差 05+710，华东一级豆油现货基差 05+960，华南一级豆油现货基差 05+780，虽然库存低位但消费萎靡，短期豆油的期现价格预计继续走弱。

图 40：国内大豆到港量（万吨）



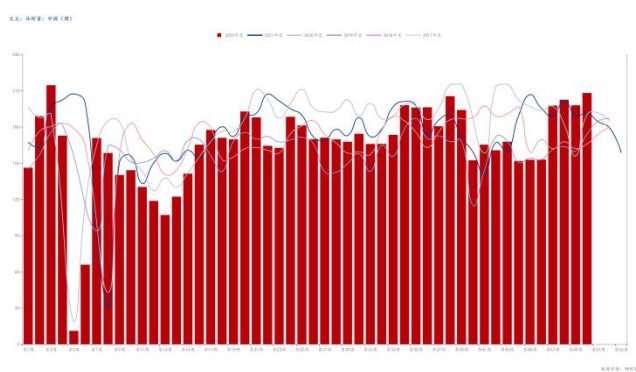
资料来源：海关总署，优财研究院

图 42：国内大豆库存（万吨）



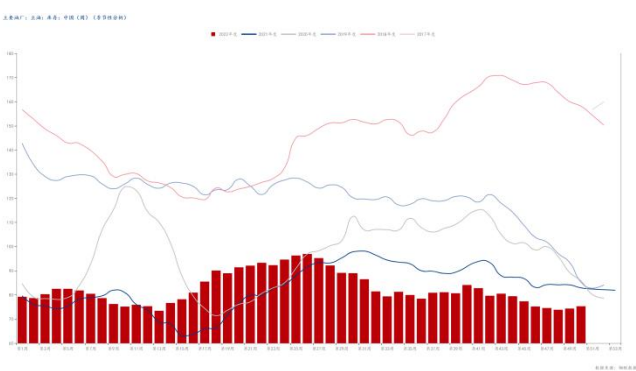
资料来源：钢联数据，优财研究院

图 41：国内大豆压榨量（万吨）



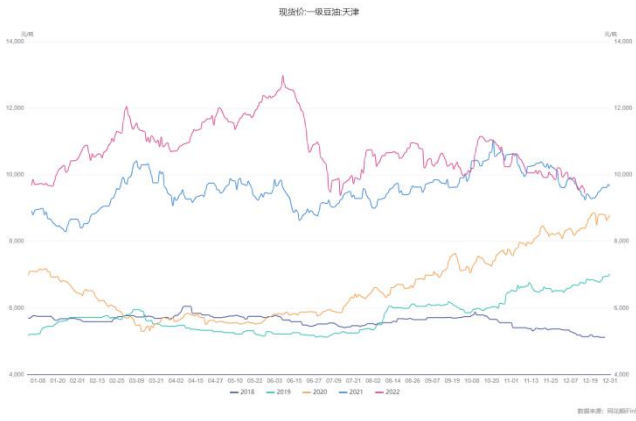
资料来源：钢联数据，优财研究院

图 43：国内豆油库存（万吨）



资料来源：钢联数据，优财研究院

图 44: 天津一级豆油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

图 46: 山东一级豆油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

图 46: 一级豆油现货基差 (元/吨)



资料来源: 优财研究院

图 45: 张家港一级豆油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

图 47: 广东一级豆油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

5、菜籽及菜油

5.1 全球菜籽及菜油供需

根据美国农业部最新数据显示，2022/23 年度预计全球菜籽产量 8434.1 万吨，同比增加 1038.9 万吨，其中加拿大增加 524.3 万吨，欧盟增加 228.4 万吨，俄罗斯增加 112.5 万吨；压榨量预计 7744 万吨，同比增加 574.5 万吨，其中加拿大增加 144.5 万吨，欧盟增加 180 万吨，俄罗斯增加 75 万吨；期末库存预计 680.3 万吨，同比增加 247.1 万吨。2022/23 年度菜籽库销比 8.42%，较 2021/22 年度的 5.75% 增加 2.67%。

2022/23 年度预计全球菜油产量 3165.2 万吨，同比增加 257.9 万吨；消费量预计 3079.5 万吨，同比增加 137.1 万吨；期末库存预计 347.5 万吨，同比增加 57.8 万吨。2022/23 年度菜油库销比 11.28%，较 2021/22 年度的 9.85% 增加 1.43%。

图 47：全球菜籽平衡表

Attribute	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	Unit Description
Beginning Stocks	8,681	6,829	5,506	7,767	7,323	6,309	5,190	8,040	9,802	7,566	6,297	4,332	(1000 MT)
Production	61,228	63,319	70,630	70,429	68,840	69,570	75,287	72,886	69,635	73,892	73,952	84,341	(1000 MT)
Imports	13,244	12,834	15,550	14,316	14,106	15,795	15,719	14,635	15,711	16,662	14,021	16,587	(1000 MT)
Total Supply	83,153	82,982	91,686	92,512	90,269	91,674	96,196	95,561	95,148	98,120	94,270	105,260	(1000 MT)
Exports	12,988	12,572	15,100	15,105	14,399	16,145	16,595	14,678	15,982	18,106	14,661	17,709	(1000 MT)
Crush	60,455	62,093	66,232	67,092	66,897	67,421	68,450	68,044	68,490	71,194	71,695	77,440	(1000 MT)
Food Use Dom. Cons.	450	470	490	550	650	650	650	150	250	650	650	650	(1000 MT)
Feed Waste Dom. Cons.	2,431	2,341	2,097	2,442	2,271	2,268	2,461	2,887	2,860	1,873	2,932	2,658	(1000 MT)
Domestic Consumption	63,336	64,904	68,819	70,084	69,618	70,339	71,561	71,081	71,600	73,717	75,277	80,748	(1000 MT)
Ending Stocks	6,829	5,506	7,767	7,323	6,262	5,190	8,040	9,802	7,566	6,297	4,332	6,803	(1000 MT)

资料来源：USDA，优财研究院

图 48：全球菜油平衡表

Attribute	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	Unit Description
Beginning Stocks	2,281	3,303	4,943	6,272	6,658	5,651	4,205	3,371	2,946	2,822	3,383	2,897	(1000 MT)
Production	24,725	25,400	27,050	27,449	27,373	27,602	28,133	27,800	28,136	29,114	29,073	31,652	(1000 MT)
Imports	4,076	3,937	3,809	3,948	4,123	4,548	4,828	5,177	5,798	6,319	5,122	6,530	(1000 MT)
Total Supply	31,082	32,640	35,802	37,669	38,154	37,801	37,166	36,348	36,880	38,255	37,578	41,079	(1000 MT)
Exports	3,980	3,953	3,829	4,066	4,171	4,638	4,834	5,263	5,874	6,411	5,257	6,809	(1000 MT)
Industrial Dom. Cons.	7,329	7,214	7,860	8,115	8,315	8,521	8,546	8,029	8,053	8,064	8,055	8,125	(1000 MT)
Food Use Dom. Cons.	16,429	16,484	17,790	18,779	19,918	20,386	20,364	20,059	20,060	20,346	21,318	22,669	(1000 MT)
Feed Waste Dom. Cons.	41	46	51	51	51	51	51	51	51	51	51	1	(1000 MT)
Domestic Consumption	23,799	23,744	25,701	26,945	28,284	28,958	28,961	28,139	28,184	28,461	29,424	30,795	(1000 MT)
Ending Stocks	3,303	4,943	6,272	6,658	5,699	4,205	3,371	2,946	2,822	3,383	2,897	3,475	(1000 MT)

资料来源：USDA，优财研究院

5.2 加拿大菜籽及菜油供需

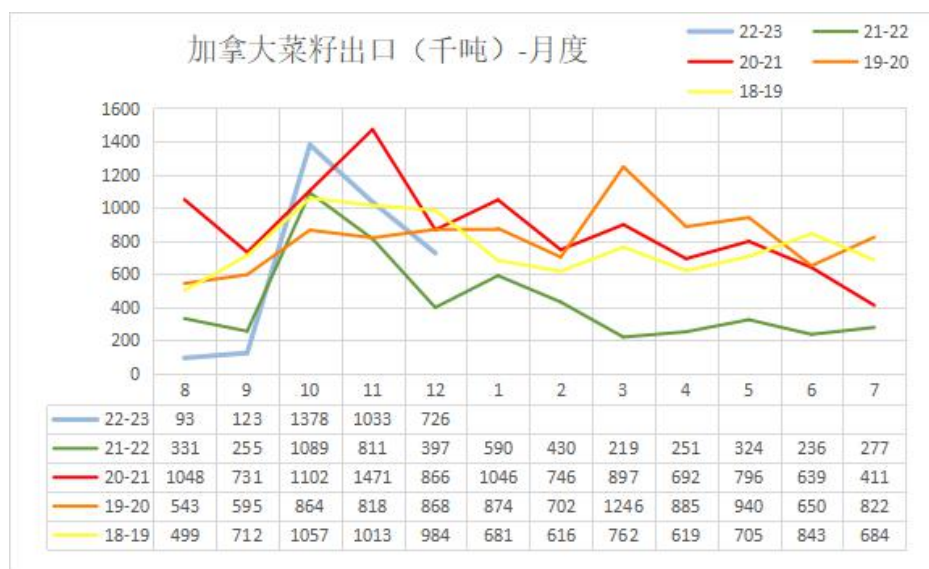
加拿大今年的菜籽产量形式与巴西相似，在经过去年极端恶劣天气的影响导致大减产，今年的拉尼娜并未对其造成伤害，反而在整个种植生长阶段天气都表现较好，形成丰产局面，全球菜籽产量增幅的一半供需来源于加拿大今年的丰产。根据美国农业部最新数据显示，2022/23 年度加拿大菜籽产量预估 1900 万吨，加拿大统计局对加拿大今年油菜籽产量的预估为 1820 万吨，虽然不及播种初期 1950 万吨的产量预估，但整体产量还是偏好。出口方面的表现同样较好，受到中国需求的影响，自新作上市以来 4 季度加拿大菜籽出口高于往年同期水平。

图 49：加拿大菜籽平衡表

Attribute	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	Unit Description
Beginning Stocks	2,198	707	588	3,008	2,573	2,091	1,342	2,636	4,435	3,457	1,776	875	(1000 MT)
Production	14,608	13,869	18,551	16,410	18,377	19,599	21,458	20,724	19,912	19,485	13,757	19,000	(1000 MT)
Imports	97	128	66	77	105	95	108	146	155	125	105	125	(1000 MT)
Total Supply	16,903	14,704	19,205	19,495	21,055	21,785	22,908	23,506	24,502	23,067	15,638	20,000	(1000 MT)
Exports	8,695	7,110	9,175	9,216	10,282	11,022	10,848	9,202	10,041	10,589	5,268	7,900	(1000 MT)
Crush	6,999	6,717	6,979	7,360	8,315	9,191	9,269	9,295	10,129	10,425	8,555	10,000	(1000 MT)
Food Use Dom. Cons.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	(1000 MT)
Feed Waste Dom. Cons.	502	289	43	346	367	230	155	574	875	277	940	450	(1000 MT)
Domestic Consumption	7,501	7,006	7,022	7,706	8,682	9,421	9,424	9,869	11,004	10,702	9,495	10,450	(1000 MT)
Ending Stocks	707	588	3,008	2,573	2,091	1,342	2,636	4,435	3,457	1,776	875	1,650	(1000 MT)

资料来源：USDA，优财研究院

图 50：加拿大菜籽月度出口（截至 12-18）

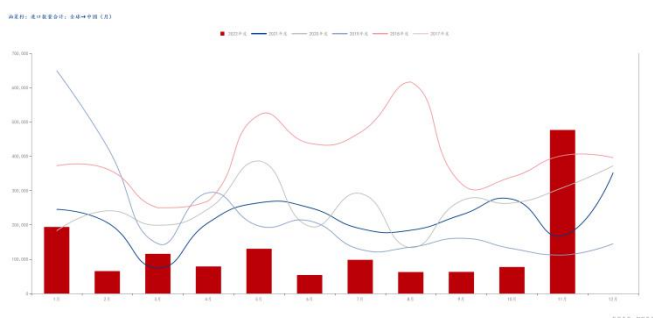


资料来源：加拿大谷物委员会，优财研究院

5.3 国内菜籽及菜油供需

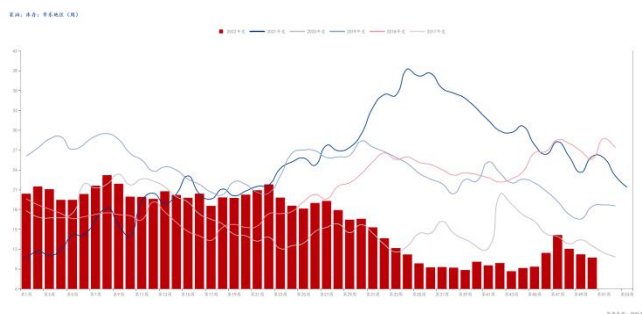
国内菜籽及菜油与大豆类似，受困于加拿大菜籽去年的大幅度减产，我国今年 1-3 季度菜籽进口量均处于同期低位，俄乌冲突对当地菜油、葵油出口的影响也助推了菜油价格上行，今年菜油在 6 月与豆棕油集体大幅下挫后，很快回到自身供应十分短缺的基本面上，9 月、11 月合约在临近交割时间都有非常明显的逼仓。4 季度随着加菜籽新作上市，我国开启了大量的进口，在 11-3 月我国每月约有 8-10 船菜籽进口，供应端相对来说会有非常大的缓解，近期我们看到在国内消费非常低迷的情况下，菜油相对豆棕油依旧比较抗跌，主要由于菜油在四季度至明年一季度有较大体量的还储任务，4 季度约每月 5 万吨，1-2 月也有 5 万吨，这就使目前菜油被动的形成了供需双强的格局。菜油在春节前预计供应还是相对会紧张一些，整个供需格局或在春节后形成拐点，菜油呈近强远弱格局。

图 51: 国内菜籽到港量 (万吨)



资料来源：海关总署，优财研究院

图 52: 华东菜油库存 (万吨)



资料来源：钢联数据，优财研究院

6. 生物燃料

美国

回顾本轮美豆油从低位上涨，驱动就是因市场对本次 EPA 公布未来美国生物燃料掺混政策的高期待高预期。不过市场的炒作愈演愈烈，美豆油多头资金疯狂涌入，11 月中旬美豆油价格升至高点，随着原油价格的大幅回落且市场反应炒作热度过剩，美豆油开始有所回落。EPA 原本应于 11 月 30 日公布未来法定义务掺混量，但当天 EPA 发布消息称将延期至本周末，当时市场已有不好的预感，美豆油价格开始下行，之后市场流出消息称 EPA 对 2023 年可再生燃料掺混义务从 2022 年的 206.3 亿加仑增加到 208.2 亿加仑，仅仅增加 1.9 亿加仑。隔天美豆油跌停，而到了 12 月 2 日 EPA 坐实消息后美豆油持续下跌从十一月中旬最高位的 78.64 美分/磅最低跌至 58.5 美分/磅。

我们可以简单计算一下 1.9 亿加仑的增量是什么概念，及和 USDA 给出的预期相差多少。以生物柴油的密度约 $0.9\text{kg}/\text{m}^3$ 估算，1.9 亿加仑的生物燃料约等于 14.27 亿磅。根据上表我们看到 USDA 将 2022/2023 年度豆油在生物燃料用途的用量从 103.5 亿磅提高至 118 亿磅，提高了 14.5 亿磅的用量，也就是说 RVO 的增量完全用豆油制生物燃料那么才可以满足 USDA 对豆油消费量提高的预估，而现实上以豆油作为原料的生物燃料一半占总生物燃料的 50%，而今年该比例已降至 45% 左右，且明年菜油制生物燃料也将被允许作为 RVO 原料，目前以加州为例，从加拿大海运至加州的菜油将比美国中西部的豆油更具性价比，那豆油作为原料的生物燃料占比可能被进一步挤压至 40% 左右。如果按 50% 计算，则豆油的增量将比 USDA 预估少约 7.5 亿磅，按 40% 计算，则将比 USDA 预估少约 8.8 亿磅，这将比 USDA 全年预估的总消耗量（消费+出口）少约 2.8%-3.3%。这一巨量的消费减少造成了目前美豆油大幅走低的局面。

20 美分的跌幅对美豆油来说确实跌超了，且近期原油价格走强后豆油作为生物柴油原料的性价比在提高，虽然价格在不断地波动，我们以相对高的 50% 原料比例来计算，美豆油今年用于生物燃料的使用量我们预估在 110 亿磅左右，USDA 最新报告中的 116 亿磅我们认为还是有些虚高。

印尼

在年初宣布 B40 实验失败，而在国内库存涨库后又马上再次进行 B40 实验并宣布成功后，印尼今年就明年生物燃料掺兑标准的消息已经反复横跳多次，最终印尼能源部表示，从 2023 年 1 月 1 日起，印尼将把生物柴油的混合比例提高到 35%，为支持 B35 的实施，生物柴油的预估需求为 1315 万千升，比 2022 年的 1103 万千升增加 19% 左右。不过今年截至 11 月印尼国内生物柴油使用量 944 万千升，可能达不到 1103 万千升的预估。以此计算明年印尼棕榈油工业使用量将增加 150 万吨左右，确实是印尼本国消费增量的一个较大的板块。

巴西

巴西政府自 2021 年 12 月初将 2022 年化石柴油中掺入的生物柴油含量维持在 10% 以下的规定。2022 年 11 月份巴西政府维持了当前 10% 的掺兑比例直至 2023 年 3 月 31 日，另外规定从 2023 年 4 月起上调至 15%。如果按调高 5% 比例算，巴西每个月的豆油使用量将增加 15-20 万吨，明年 4-12 月即 135-180 万吨，而 USDA 对巴西明年工业豆油的增量则只有 25 万吨，所以若新政实施巴西明年的本国豆油使用量有较高的上调潜力，对全球豆油的价格有一定提振作用，不过巴西目前处于新政府的政选，是否会如预期实施新政还需观察评估。

二、后市展望

就目前国内情况而言，近期国内疫情大爆发，消费还在探底，本轮疫情在春节前难有好转，虽有春节补库的需求动力存在，但是较往年弱太多，终端保持极低渠道库存。供应方面原料四季度十分充足，无论棕榈油进口还是大豆菜籽的到港及压榨量，国内目前处于供大于需的状态。

就全球油脂油料供需平衡而言，2022/23 年度大概率是从供应趋紧转向相对宽松的一年，从全球油脂油料的库销比就能看出，虽然棕榈油库销比预计同比下降，不过其中对中国需求增量的预估或许过高。另外无论是美国新一年生物燃料对植物油的需求还是近期中国需求的走向冰点都在缩减新年度的需求总量，整体油脂油料的供需还是在转宽松。叠加宏观经济预期悲观及原油新一年继续下行的可能性较大，全球油脂价格在明年或是震荡走弱格局。

价差方面以目前的国内需求而言，可关注近远月价差反套，国内需求在春节前乃至春节后 1-2 个月（可能再次迎来一轮疫情扩散）不会有太好的起色。油粕比方面近期油脂需求极差，两粕的需求相对稳定，养殖端在节前也有一定的备货需求，短期可关注油粕比做缩，待国内消费出现拐点后反手油粕比做多。

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者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获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。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或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其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损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>