

油粕：供应逐渐宽松，双粕重心或下移

内容提要：

- ◆ 2022 年是受疫情冲击的第三年，海外经济体高通胀蔓延全球，美国开启加息周期。美联储加息导致美元升值，非美货币普遍贬值。
- ◆ 美元指数维持在 105 附近，处于近 5 年高价区。CRB 商品价格指数自年初 233 点升至最高 329 点，随着美联储开启加息周期 CRB 商品指数下落，至今涨幅达 19.7%。
- ◆ CBOT 大豆自年初 1349 点涨至 6 月份见 1784 顶点，随后一路下探，年末在 1430 点近 6 年高位波动。美国大豆库存逐步累库，巴西有历史性的产量规模，三峰拉尼娜的天气扰动或影响阿根廷大豆生长，2023 年全球大豆供应逐步宽松，或决定了芝加哥大豆波动区间下移至 1100-1400。
- ◆ 国内生猪价格当前属于较高的价格区间，30%的养殖利润也处于较高的利润区间。农业农村部消息我国能繁母猪存栏量在今年 5 月份环比持续增加，按照 10 个月的产能兑换周期推算，将兑现至 2023 年 3 月之后母猪出栏量环比持续增长。随着产能的持续恢复，2023 年生猪周期将开启下行通道。
- ◆ **策略推荐：**
- ◆ 1、国内三大植物油牛市波动或将在明年现拐点。若疫情得到有效控制、需求有效复苏，豆油、棕榈油、菜籽油波动区间分别 7000-9000、7500-10500、9500-13500，可逢高布局空头。
- ◆ 2、国内豆粕、菜粕核心波动区间下移，其中，豆粕 3800-4400、菜粕 2500-2900，更多机会蕴含在季节性多头配置之中。
- ◆ 3. 生猪宜逢高布局空头配置。

豆类/油粕

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

上海财经大学数量经济学硕士，主要负责农产品、纸浆等品种的分析研究工作。

近期报告回顾

天气升水注入 双粕共振上扬

2022-12-26

可再生燃料掺混义务不及预期

棕榈油失守 8300

2022-12-02

减产预期兑现 棕榈油持稳

8300

2022-11-25

双粕震荡下行 棕榈油下破

8000 大关

2022-11-18

双粕高位震荡 棕榈油持稳

8500 点

2022-11-11

第一部分 行情回顾：CBOT 大豆高位震荡

2022 年，CBOT 大豆走出了高位震荡的走势，市场影响因素越发复杂，除了供求结构的变化，全球经济情绪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。一季度前低后高，拉尼娜天气导致南美大豆超预期减产，主导市场重回高位运行。俄乌冲突引发能源危机，国际油脂贸易受阻，国际原油价格领涨油脂和美豆。二季度整体上延续高位震荡走势。由于巴西大豆产量降幅超预期，美豆春播迟缓、出口旺盛，美豆库存持续下滑，美豆触底反弹，5 月创合约历史最高纪录。不过美国央行加息引发全球金融市场动荡让市场承压。三季度美豆传统天气炒作期，USDA 在 8 月供需报中上调美豆单产至 51.9，且 8 月底 Profamer 田间巡查预测单产 51.7。美联储加息导致全球经济衰退风险加剧，国际原油回落，美豆下挫。季度末 9 月供需报告意外下调美豆单产至 50.5，刺激市场上涨，但美豆并未突破 1500 大关。四季度至今，美豆宽幅震荡。9 月阿根廷出台汇率优惠措施。10 月以来全球经济担忧加剧，美元走强叠加美国密西西比河水位偏低导致美豆出口疲软、而收割进度加快，美豆压力不断。与此同时国际原油走高，美豆油走高提振美豆压榨需求，抑制了美豆下跌幅度。11 月后阿根廷干旱天气忧虑，导致天气升水注入，美豆重心攀升。

图 1. 2022 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

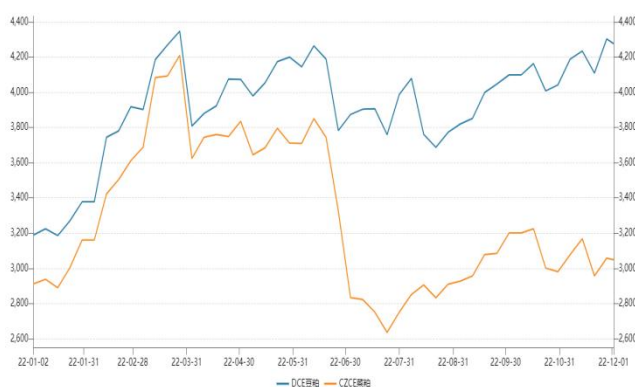
回顾 2022 全年，油脂市场经受了全球经济衰退、美联储加息等前所未有的宏观因素影响，同时全球高温、干旱、拉尼娜等极端气候频发，以及俄乌冲突等地缘政治问题也加剧了油脂市场的供需矛盾。今年以来，无论棕榈油、豆油还是菜油价格都创下新高，但波动幅度也是历史罕见。棕榈油 7300-9000，豆油 8500-10500，菜油 10000-12500。总体而言，一季度经历大幅上涨后震荡收场，二季度高开低走，三季度跟随其他大宗商品一同大

幅回调，四季度维持震荡，品种间略有分化。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。

年初马棕产能受制于劳动力短缺，供应缺口凸显，随后在美豆和国际原油价格大幅飙涨带动下价格一路走高，叠加俄乌冲突爆发，进一步加剧市场对于供应缺口的担忧，棕榈油价格一度达到 7268 林吉特的顶点；3 月以后进入马棕增产期，虽然马棕市场产量和出口绝对量有所增加，一定程度缓解了供应缺口预期，但同比依旧较往年偏低，同时加拿大菜籽大幅减产，南美大豆减产落实，CBOT 豆油价格偏强势运行，全球油脂市场供需依旧吃紧，在印尼出口政策多变的影响下，市场高位震荡于 6000-7000 之间。6 月以来全球经济衰退，美元大幅加息，流动性减弱，大宗商品经受系统性冲击，叠加原油价格下跌，印尼出口提速等多种利空因素发酵，三大油脂承压大幅下跌，随后市场恐慌避险情绪蔓延，下跌加速，棕榈油一度下探至 3489 林吉特的价格低位；9 月以后油脂市场基本维持宽幅震荡，但品种间略有分化，棕榈油市场虽然出现季节性累库，但产量较往年偏低状况未有发生根本变化，但在全球需求疲软状况下，棕榈油整体偏弱运行；CBOT 大豆期价在 9 月 USDA 利多报告影响下一度冲高，带动豆油上涨，10 月低压榨量导致美豆油库存走低，CBOT 豆油再次上扬，但都受到宏观层面美元指数持续走强，原油重挫带来的大宗商品弱势的大环境拖累涨幅有限。

印尼出口政策贯穿了棕榈油 2022 年的走势。1 月 27 日，印尼实施新规规定 DMO 比例为 1:5，单位价格上限 CP09300、RBDPOL10300，散装食用油 11500。受限品种 CP0、RBDPOL、废油。2 月 9 日寿险品种范围扩大至所有棕榈油制品，包括毛棕榈油、油脂、硬脂和生物柴油。3 月 9 日，印尼棕榈油 DMO 规定从 20%提高至 30%。3 月 17 日，印尼取消 DMO 政策。4 月 27 日，印尼取消 DMO 政策，禁止出口棕榈油及其衍生产品。5 月 23 日，印尼取消出口禁令，转而重新实施 DMO 政策，比例为 1:3。取消的标准为国内市场散装食用油价格低至 14000IDR/KG。6 月 5 日，印尼调整 DMO 比例为 1:5。7 月 1 日，印尼调整 DMO 比例为 1:7。8 月 1 日，印尼调整 DMO 比例为 1:9。但 1:9 的比例对出口商品已经没有影响。11 月 1 日，印尼调整 DMO 比例为 1:8，此次调整官方没有及时公布，国内市场 12 月初才知道此消息。11 月 30 日，印尼调整 DMO 比例为 1:6。

图 2. 豆粕菜粕期货（单位：元/吨）



资料来源：Wind 新纪元期货研究

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

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 在 2022 年 11 月份发布的月度报告，2022/23 年度，全球大豆供需逐渐转向宽松。全球大豆结转库存 10217 万吨，较过去一年有所回落，库存消费比 19.2%，是过去八年以来较低水平。

因 USDA 计入了南美整体历史性丰产，全球大豆产量增速保持在高位，期初库存出现小幅下滑，2022/23 年度全球大豆总供给增速 1.69%，略高于总消费增速 0.56%。全球大豆预测年度产量为 39053 万吨，需求为 38017 万吨，供需缺口为 1036 万吨。大豆产量近 4 年来维持增长的态势，国内压榨量、国内消耗量近 5 年来逐年增长，出口量近 4 年来在 17000 万吨徘徊。

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
2022 年	94.67	390.53	166.28	329.28	380.17	169.14	102.17
2021 年	100.11	384.01	169.78	328.82	378.03	172.09	103.78
2020 年	95.49	366.23	166.24	316.04	363.05	164.80	100.11
2019 年	114.10	339.89	164.97	312.48	358.40	165.06	95.49
2018 年	100.66	361.04	145.88	298.53	344.28	148.83	114.48

资料来源：USDA 新纪元期货研究

二、 美国大豆供应逐渐转为宽松

根据 USDA 在 2022 年 11 月份发布的月度报告，2021/22 年度，美豆结转库存降低至 599 万吨。美豆库存消费比将小幅降低至 5%，仍处于近五年低位。美国大豆产量维持在 12000 万吨左右，国内压榨量维持在 60 万吨的水平，国内总消费维持在 6200 万吨的水平。美豆 9-10 单产连续意外下调，初衷是为了对冲出口下调。USDA 9 月供需报告意外下调美豆单产至 50.5，10 月 49.8。库存消费比下降至 4.5%，10 月 4.54%。9 月优良率下滑部分解释了单产下调，但更大程度是为了对冲出口下调。而出口下调源于高价抑制需求和国内需求正周期性回落。因此出口后期仍有持续下调可能，除非南美豆遭遇恶劣天气，类似去年的减产再度上演。11 月单产如期上调。留意 12 月及 1 月对美豆单产和出口的调整。美豆单产仍存上调空间，叠加后续南美低价豆与北美争夺市场，美豆出口或继续下修。北美豆供需表逐步宽松。

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
2022 年	7.45	118.27	0.41	60.83	64.48	55.66	5.99
2021 年	6.97	120.43	0.41	59.60	62.77	55.79	9.25
2020 年	14.28	114.75	0.41	58.26	60.94	61.66	6.97
2019 年	24.74	96.67	0.54	58.91	61.85	45.70	14.28
2018 年	11.92	120.52	0.42	56.94	60.40	47.68	24.74

资料来源：USDA 新纪元期货研究

图 4. 全球大豆库存及库销比形势

图 5. 美豆大豆库存及库销比形势



资料来源：USDA 新纪元期货研究



资料来源：USDA 新纪元期货研究

三、 巴西大豆生产存在不确定性

2022/23 年度，巴西大豆结转库存 3124 万吨，是 2017/18 年度以来偏高的水平。因年度产量增长 4.3%，当前库存消费比 22%，处于近二十年来历史中值略偏低位置。近年来巴西大豆产量逐年增长，2022/23 年度预估产量达到创纪录的 15200 万吨。巴西大豆国内压榨量维持在 5000 万吨的水平，国内总消费维持在 5000 万吨上下。期末库存有所抬升。DATAGRO 公司预计 2022/23 年度南美大豆产量为 2.1816 亿吨，低于 9 月份预测的 2.1934 亿吨，但仍比 2021/22 年度因恶劣天气而减产的 1.8176 亿吨增加 20%。

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
2022 年	23.34	152.00	0.75	51.75	55.35	89.50	31.24
2021 年	27.95	144.00	0.65	47.70	50.35	94.00	28.25
2020 年	20.00	138.00	1.02	46.75	49.42	81.65	27.95
2019 年	32.47	128.50	0.55	46.74	49.39	92.14	20.00
2018 年	32.70	119.70	0.14	42.53	45.18	74.89	32.47

资料来源：USDA 新纪元期货研究

过去 20 年间，巴西大豆种植面积以年均超过 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 CONAB 预计，2022/23 年巴西大豆种植面积为 4341 万公顷，同比增加 192 万公顷，增幅 4.6%。CONAB 预计 2022/23 年巴西大豆单产 3.54 吨/公顷，同比增幅 16.8%。

图 6. 巴西大豆种植面积

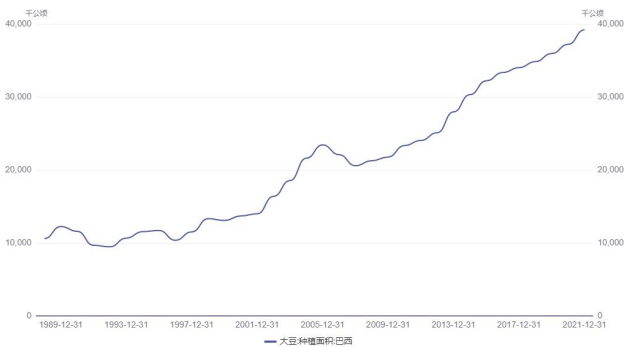
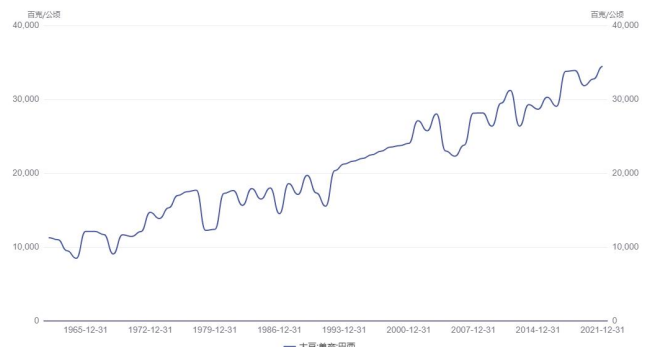


图 7. 巴西大豆单产



资料来源：iFind 新纪元期货研究

资料来源：iFind 新纪元期货研究

四、 阿根廷大豆供需紧盯天气状况

2022/23 年度，阿根廷大豆结转库存 2400 万吨。因上一年度拉尼娜天气困扰，阿根廷大豆维持低位，本年度库存消费比降至 44%，处在近 20 年均值水平。由于三峰拉尼娜的扰动，阿根廷近几年的产量增长乏力，国内压榨量亦有所减少，国内总消耗稳定在 4700 万吨左右，期末库存未定在 2500 万吨左右。

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
2022 年	23.90	49.50	4.80	39.75	47.00	7.20	24.00
2021 年	25.06	49.50	4.80	42.00	49.40	5.35	24.61
2020 年	26.65	46.20	4.82	40.16	47.41	5.19	25.06
2019 年	28.89	48.80	4.88	38.77	45.92	10.00	26.65
2018 年	23.73	55.30	6.41	40.57	47.45	9.10	28.89

资料来源：USDA 新纪元期货研究

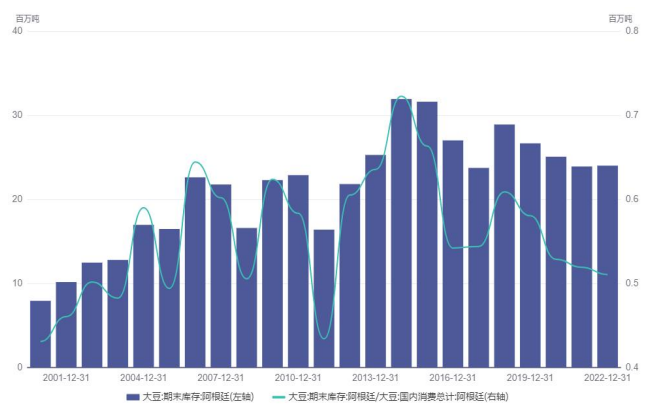
DATAGRO 预计，经过连续两年的下滑后，阿根廷 2022/23 年度大豆种植面积将有所恢复，从 1620 万公顷增至 1700 万公顷，如果天气没有太大干扰，大豆收获面积可能达到 1655 万公顷，高于 2021/22 年度的 1570 万公顷。产量有望达到 4698 万吨，同比增长 9%。该国豆农常年维持超高的大豆结转库存，以应对该国持续贬值的货币。2022/23 年度，基于三峰拉尼娜现场的天气和产量不确定性，我们也可能会看到 USDA 收紧阿根廷平衡表，这是国际大豆和粕类市场的一个重要变量。

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

巴西大豆产量维持在 4700 万吨左右的水平，进口量 480 万吨上下，国内压榨量 4000 万吨左右，国内总消费维持在 4800 万吨的水平。2022/23 年度期末库存创下近 5 年低位。

表 5. 拉尼娜年景中阿根廷产量损失风险较高

近年拉尼娜发生时间	大豆产量变化(同比)		
	阿根廷(万吨)	巴西(万吨)	美国(万吨)
2007.6-2008.7 (13 个月)	4620(-5.3%)	6100(+3%)	7286 (-16%)
2008.10-2009.4(6 个月)	3200(-31%)	5780(-59%)	8075(+11%)

2011. 6-2012. 4(10 个月)	4000 (-18%)	6650(-12%)	8419(-7%)
2016. 7-2017. 1(6 个月)	5500-3%	11460(+19%)	11692(+9%)
2017. 9-2018. 3(6 个月)	3780(-31%)	12200(+6%)	12007 (+3%)
2020. 11-2021. 6(7 个月)	4620(-5.3%)	13800(+7.4%)	11475 (+18.7%)
2021. 11-2022. 3(5 个月)	4350(-5.8%)	12500(-9.4%)	12019(+5.2%)
2022. 6-今	?	?	?

资料来源：USDA 新纪元期货研究

五、 中国大豆库存消费比变化不大

2022/23 年度，阿根廷大豆结转库存 2400 万吨。因上一年度拉尼娜天气困扰，阿根廷大豆维持低位，本年度库存消费比降至 44%，处在近 20 年均值水平。

表 6. 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
2022 年	31.79	18.40	97.00	96.00	116.59	0.10	31.79
2021 年	34.49	19.00	100.00	98.00	117.70	0.10	35.69
2020 年	26.80	19.60	99.76	93.00	111.60	0.07	34.49
2019 年	19.46	18.10	98.53	91.50	109.20	0.09	26.80
2018 年	23.06	15.97	82.54	85.00	102.00	0.12	19.46

资料来源：USDA 新纪元期货研究

第三部分 植物油市场供需同增

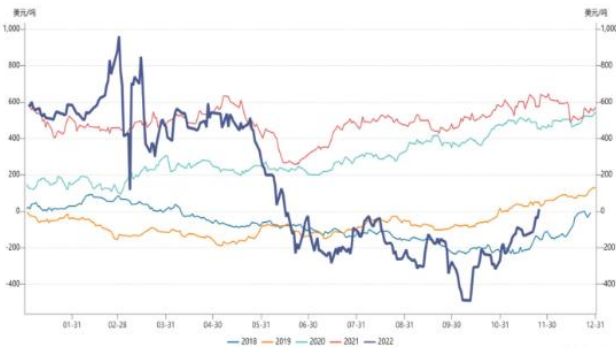
2022 年是受疫情影响的年景，毛棕榈油和柴油价差 POGO 大幅波动，录得近 5 年的高位和低位。今年马来西亚棕榈油总产量估计为 1820 万至 1840 万吨。2022 年美国退出《通胀削减法案》，其中对生物燃料采取了一系列激励措施。EPA 提议了 2023-25 年可再生燃料标准，提高未来三年掺入的可再生燃料数量。印尼总统已要求政府明年建立一项机制，以确保 B35 生物柴油政策的实施。

一、 全球植物油供应逐步宽松

全球植物油供需形势开始收紧从 2014 年开始，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最低值。USDA11 月份报告显示全球植物油 2022/23 年度库存消费比 14.17%，供应逐渐宽松。USDA 在油脂预估中仅给豆油 251 万吨的增量，豆油增量很有可能被低估。

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%，正因为此，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



资料来源: Wind 新纪元期货研究

图 11. 全球植物油库存和库销比形势



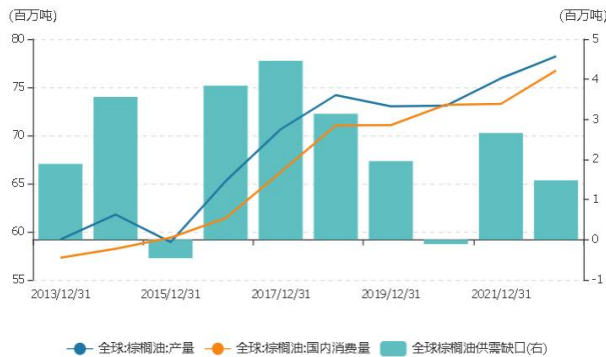
资料来源: Wind 新纪元期货研究

二、 全球棕榈油供应逐步宽松

根据 USDA 预计 2022 年度全球棕榈油产量为 7722 万吨, 需求为 7600 万吨, 预测年度供需缺口为 122 万吨, 同比减少 153 万吨。

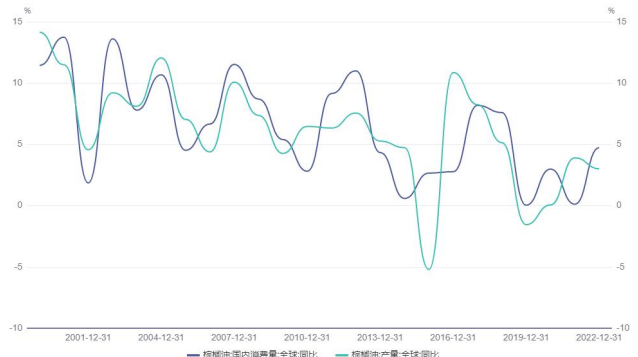
2022/23 年度, 全球棕榈油产量增速 3.01% (前值/-0.13%), 需求增速 4.73% (前值/1.11%)。2022 年全球棕榈油产量有所增加, 需求增速大于产量增速。目前棕榈油已经成为我国仅次于豆油的第二大植物油消费品种, 2019/2020 年我国棕榈油进口量为 620 万吨, 2020/2021 年预估达到 640 万吨。人口增长是影响棕榈油需求状况的一个主要因素。1993 年至 2020 年期间, 全球人口从 55 亿人增长到接近 76 亿人, 与此同时全球对油脂的需求由 6500 万吨增加至 21766 万吨。按目前全球人口每年净增加 7000 万人的趋势, 对棕榈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。

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 2022/23 年度维持偏紧局面。全球棕榈油 2022/23 年度产量预估 7822 万吨, 消费 7674 万吨, 期末库存 1695 万吨, 期末库存消费比 13.3%, 同比下降 1 个百分点。印尼棕油 2022/23 年度产量预估 4650 万吨, 消费 1850 万吨, 期末库存 808 万吨, 期末库存消费比 17.2%, 同比下降 3.1 个百分点。

表 7. 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
2022 年	8577	46500	0	28500	18500	8077

2021 年	5977	44500	0	5532	15445	5532
2020 年	4626	43500	0	5977	15275	5977
2019 年	2909	42500	11	4626	14545	4626
2018 年	3089	41500	84	2909	13485	2909

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，2021/2022 年度的工业消费量是 2015/2016 年度的 3 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 2022 年毛棕榈油产量为 4650 万吨，2023 年产量为 4810 万吨；2022 年棕榈油出口量为 3090 万吨，2023 年棕榈油出口量为 3340 万吨。

表 8. 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
2022 年	2315	18800	1300	16500	3630	2816
2021 年	1708	19700	900	17220	3370	1718
2020 年	1790	17854	1300	15866	3370	1708
2019 年	2500	19255	790	17212	3543	1790
2018 年	2529	20800	1055	18362	3522	2500

资料来源：USDA 新纪元期货研究

马来西亚棕榈油 2022/23 年度产量预估 1880 万吨，出口 1650 万吨，国内消费 362 万吨，期末库存 230 万吨，期末库存消费比 11.4%，同比下降 1 个百分点。

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 22/23 年度全球油脂或将连续两年产消同增，库存回升。但由于需求增幅高企，库存消费比不增反降。全球油脂市场未来需求或将成为主导。从报告来看，22/23 年度，全球油脂产量为 2.18 亿吨，同比增加 767 万吨，需求为 2.13 亿吨，同比增加 745 万吨，库存为 3030 万吨，同比增加 78 万吨，库存消费比为 13.89%，同比减少 0.19%。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。

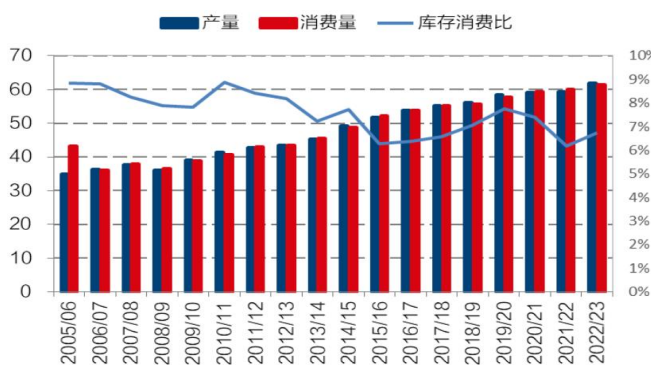
3.1 美国生物柴油政策变化不大

美国生物柴油兴起于 2005 年，近 18 年来，全球豆油产量平均增速为 3.66%，需求平均增速为 3.36%，其中工业需求平均增速为 16.12%，食用需求增速为 2.62%，贸易消费增速为 2.14%。可见近年来全球豆油消费主要依靠工业消费增长提振。22/23 年度，随着全球豆油产量恢复，产量增幅超需求增幅，库存消费比从低位回升，但

整体仍处于底部中，可见全球豆油供需偏紧格局仍未缓和。原油价格与棕榈油价格走势基本趋同且有相当大的正相关性。这是因为生物柴油的成份与柴油相当类似、所以生物柴油可以任何比例与柴油混合，从而成为石油消费的最直接的替代品，而棕榈油作为生物柴油的最好的主要原材料，它的价格与原油价格息息相关。若原油价格上涨，生物柴油的使用量就会提高，从而增加棕榈油的工业需求。反之，若原油价格下跌，用于生产生物柴油的棕榈油工业需求就下降。

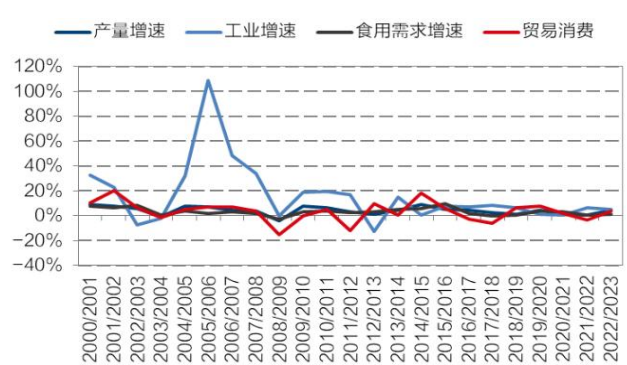
美国生物柴油的主要原料为豆油、玉米油和菜籽油，还使用了一部分动物油脂。2022 年以来，美国可再生柴油生产大幅提升，而生物柴油比例在不断下降。美国能源信息署预测到 2024 年时美国可再生柴油产能将从 2020 年的不到 10 亿加仑增长到超过 50 亿加仑，豆油将成为最主要的原料。2022 年 12 月 1 日 EPA 的可再生燃料掺混方案提议将 2023-2025 年可再生燃料掺混义务量(RVOs)分别设定为 208.2 亿加仑、218.7 亿加仑、226.8 亿加仑，增幅不及市场预期。

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. 全球豆油产消增速



资料来源: iFinD 新纪元期货研究

从消费占比来看，全球豆油的食用消费占比在逐年下滑，2005/06 年度食用消费占比为 71.14%，而 2022/23 年度为 65.39%。与之相比工业消费占比逐步增加，2005/06 年度工业消费占比为 5.87%，而 2022/23 年度为 17.17%。从工业消费量的发展来看，美国豆油工业消费量从 2005/06 年度的 70.6 万吨增加至 2022/23 年度 535 万吨，巴西同期从 22 万吨增加至 385 万吨，阿根廷同期从 2 万吨增加至 185 万吨，而欧盟则呈现减少的局面，一度最高使用量为 159.2 万吨，而 2022/23 年度则维持在 110 万吨上下。可见全球豆油生柴发展主要集中在美国、巴西、阿根廷。从 USDA 报告来看，全球豆油工业消费逐步提升，增速在 21/22 年大幅提升后，22/23 年略有回落，但仍处于平稳增长中。

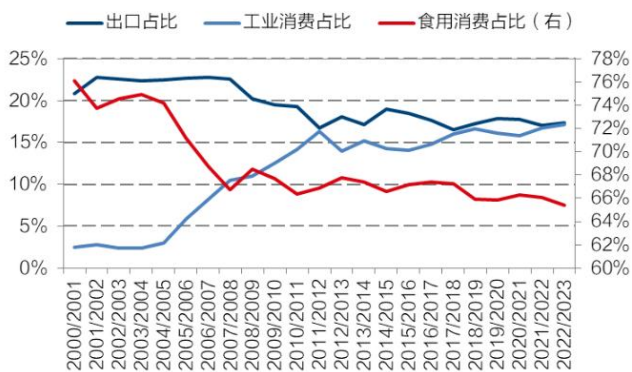
3.2 巴西实施 B15 生物柴油政策

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%，不过随着近两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，2021 年底巴西调降生柴掺混比例至 10% 以后，一直维持至今。巴西生柴产消整体上呈现稳中有增的局面，1% 的生柴掺混比例大约对应每年 500 至 550 万升左右的生物柴油需求，对应 30 万吨左右的豆油投入使用，若 2023 年 4 月以后实 B15 计划，则将对应增加 110 万吨豆油需求，也就是 600 万吨左右的大豆压榨量。

3.3 印尼实施 B35 生物柴油政策，有望推进 B40 政策

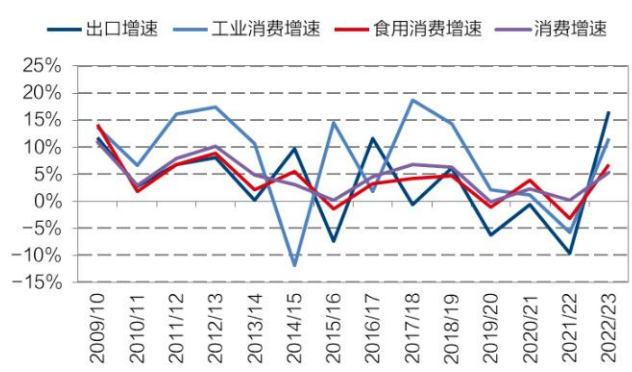
在全球范围内，生物燃料中掺混的植物油主力军依然是棕榈油，与巴西、美国的自产自销不同，印尼作为最大棕榈油生产国，其生柴不仅能够满足本土需求，还能够大量对外出口。目前印尼政府强制要求当地销售的所有柴油必须含有 30% (B30 的棕榈油生柴，这也是全球生物柴油中最高强制混合比率。12 月 16 日印尼能源部表示，将于 2023 年 1 月开始执行 B35 生物柴油政策。对于工业需求而言，USDA 预估 22/23 年度马来、印尼棕榈油工业需求同比均有较大增幅。印尼从 21/22 年度的 1000 万吨增加至 1070 万吨，而马来从 21/22 年度的 228.6 万吨增加至 270 万吨。2022 年印度尼西亚将其生物柴油混合授权维持在 30% (B30)。马来西亚预计在 2022 年实现 B20。

图 16. 豆油消费占比



资料来源：USDA 新纪元期货研究

图 17. 全球棕榈油消费增速

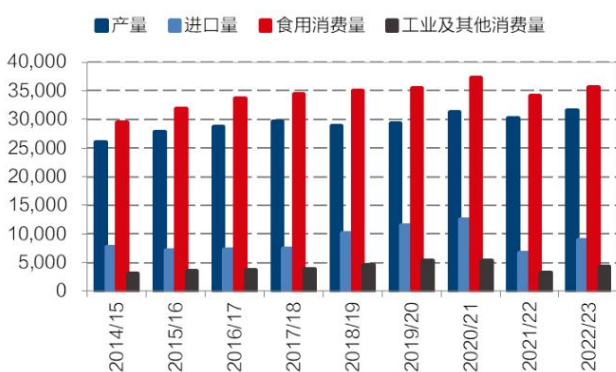


资料来源：USDA 新纪元期货研究

四、国内油脂需求成焦点

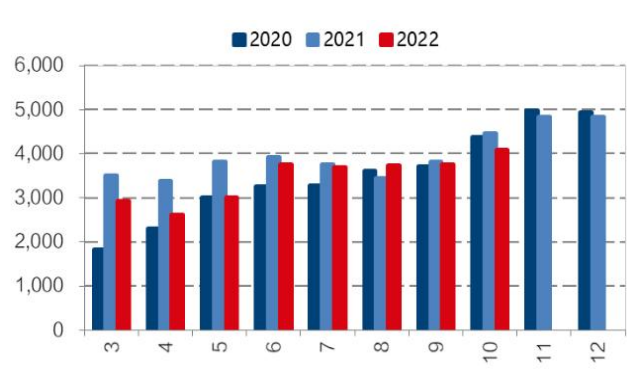
国家粮油信息中心预测 2022/23 年度我国食用植物油产量为 3164.2 万吨，同比增加 129.4 万吨；预计年度植物油食用消费量为 3566 万吨，同比增加 146 万吨；预计工业及其他消费为 430 万吨，同比增加 22 万吨。21/22 年度国内油脂出现产需双降，尤其是需求降幅超 8%。尽管 2022/23 年度产消预估有所恢复，但与 20/21 年仍有差距。

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：WIND 新纪元期货研究

2022 年国内油脂消费降幅超预期。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 2022 年 1-10 月同比下降 8.28%，从目前来看，2022 年全年餐饮收入同比下降可能在 10% 上下，这对国内油脂需求的冲击较大。市场预期 2023 年国内餐饮行业会有明显的修复。从国家粮油信息中心对各品种消费预估来看，国内油脂消费增速在 2022/23 年度达到 4.15%，而蛋白粕同期增速仅为 2.46%。由于 21/22

年度棕榈油消费增速下滑过大，导致 22/23 年度棕榈油消费增速高达 27%，而豆油、菜油消费增速分别为 3.47%、5.88%。

第四部分 饲料需求与生猪养殖：猪周期延续

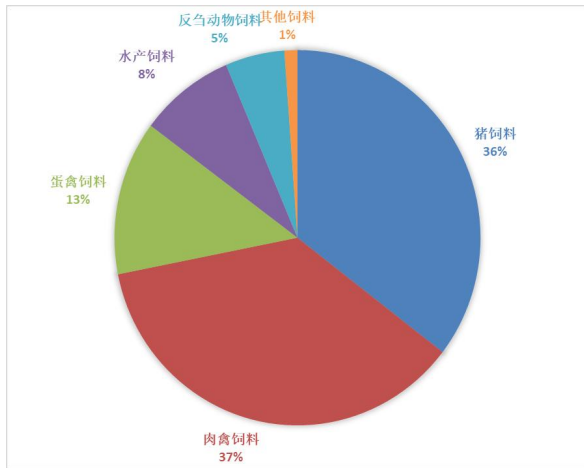
一、 行情回顾：2022 年生猪价格波动收窄

2021 年春节过后生猪价格表现低迷，而进入二季度后，随着去产能持续兑现，生猪价格开启上行通道。按照季度来看：一季度生猪价格表现低迷。春节过后，处于传统消费淡季，叠加前期的产能仍未被消化，尽管有收储的提振，但整体供大于求的局面并未改变，生猪价格在 12 元/公斤左右震荡运行。二季度供需逐步趋紧。进入二季度后，随着 2021 年 7 月开始的母猪去产能开始兑现，市场生猪供应逐步趋紧，驱动猪价上涨。生猪价格从 4 月下旬的 12 元/公斤左右，上涨至 7 月初的 23 元/公斤。三季度供需趋紧的格局依然未变。三季度依然处于产能去化兑现阶段，在供应压力下降的同时，生猪均重、进口、冻品压力相对较弱，同时在其它肉类价格上涨的带动下，生猪价格仍以上行为主。尽管在猪价快速上的时候，约谈、抛储等政策调控频频发力，在一定程度上遏制了市场的非理性行为，但在整体供给偏紧的格局之下，生猪价格并未跌破 21 元/公斤，而且在两节前后，猪价再次走强。四季度承压下行。国庆节过后随着气温骤降带来猪肉消费预期增长，压栏、二次育肥情绪强化，生猪供应阶段性缩减，带动猪价上涨至 28 元/公斤的高位。但高价猪肉抑制消费需求，同时屠企深陷亏损，导致终端消费承接能力有限。在宏观调控的引导下，生猪价格从 10 月下旬承压回落，挤出泡沫。年底来看，综合母猪配种率、结构优化、压栏及二次育肥情况，以及猪肉供给仍将环比增加。而需求端迎来年底消费旺季，预计生猪价格将在高位震荡博弈。

二、 我国饲料消费稳定增长

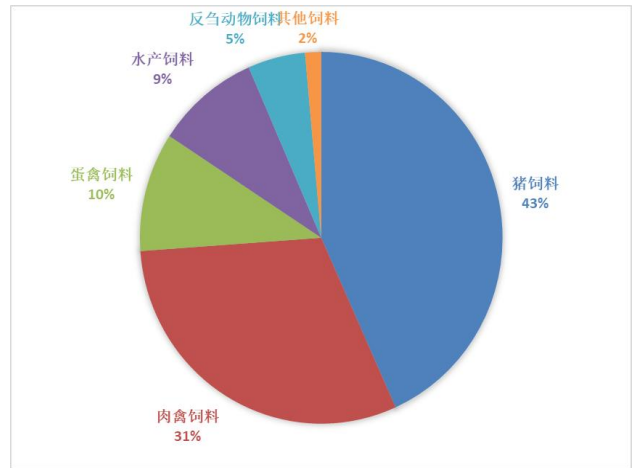
根据中国饲料行业统计年鉴，2021 年，随着生猪生产加快恢复，水产和反刍动物养殖持续发展，带动饲料工业产量较快增加，饲料行业高质量发展取得新成效。全国饲料工业总产值 12234.1 亿元，比上年增长 29.3%。其中，猪饲料产量 13076.5 万吨，增长 46.6%；蛋禽饲料产量 3231.4 万吨，下降 3.6%；肉禽饲料产量 8909.6 万吨，下降 2.9%；反刍动物饲料产量 1480.3 万吨，增长 12.2%；水产饲料产量 2293.0 万吨，增长 8.0%；宠物饲料产量 113.0 万吨，增长 17.3%；其他饲料产量 240.5 万吨，下降 16.2%。

图 20. 2021 年我国饲料产量结构



来源：中国饲料工业协会 新纪元期货研究

图 21. 2022 年 10 月份我国样本企业饲料产量结构

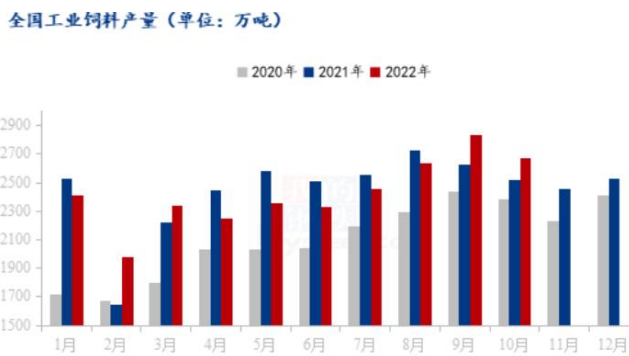


来源：中国饲料工业协会 新纪元期货研究

三、 2022 年是猪周期交替之年，2023 年是猪周期延续之年

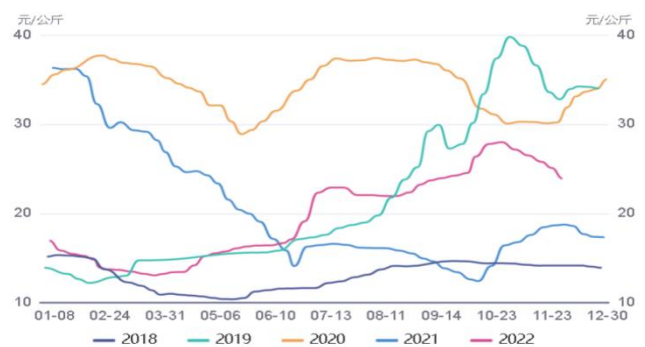
“猪周期”在生猪行情研究中具有重要作用，一般体现为 3-4 年的周期规律。“猪周期”最核心的指标是能繁母猪存栏，若能繁母猪存栏出现大幅波动，猪价就会启动新一轮周期，并结合年内季节性的“小周期”进行波动，用“蛛网模型”可以形象地解释“猪周期”形成的原因。2006 年至今，我们经历了四次猪周期，平均每 4 年即 48 个月一个周期，上升和下降周期持续的时间长短不一。最近一次上升期从 2018 年开始 2021 年结束持续了 41 个月，上行周期持续 17 个月，下降周期 23 个月。非洲猪瘟得到控制，前期养殖利润大增，刺激产能扩张。后行业深度亏损，自发去产能，猪价反弹。本轮猪周期在 2022 年开启，预计上行周期 13 个月。

图 22. 我国饲料产量月度变动图



来源：Mysteel 新纪元期货研究

图 23. 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%。

农业部数据显示，本轮周期的母猪产能低点出现在 2022 年 4 月，全国能繁母猪存栏 4177 万头，2022 年 5 月母猪存栏环比开始持续增长，截至 2022 年 9 月底，全国能繁母猪存栏 4362 万头，环比上月变化+0.88%，同比

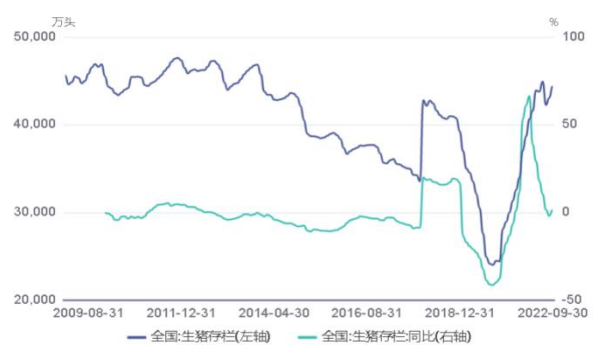
去年变化-2.18%，较低点累计恢复+4.43%，当前存栏规模与 2021 年四季度母猪存栏量相当。

图 24. 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 25. 我国生猪存栏维持高位

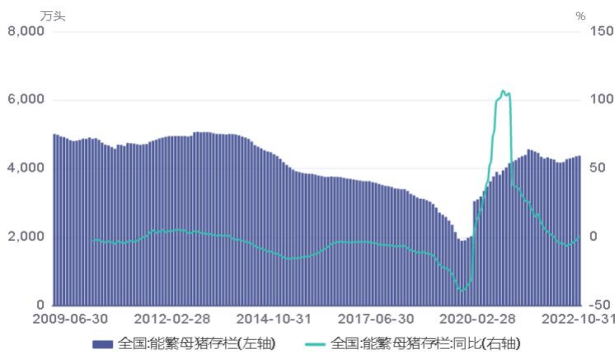


来源：Wind 新纪元期货研究

2022 年，国家共进行了 7 次中央冻猪肉抛储。分别于 2022 年 09 月 8 日第一批抛储 3.77 万吨；2022 年 09 月 18 日第二批抛储 1.5 万吨；2022 年 09 月 23 日第三批抛储 1.44 万吨；2022 年 09 月 30 日第四批抛储 2 万吨；2022 年 10 月 14 日第五批抛储 2 万吨；2022 年 10 月 21 日第六批抛储 2 万吨；2022 年 11 月 04 日第七批抛储 1 万吨，合计 13.71 万吨。

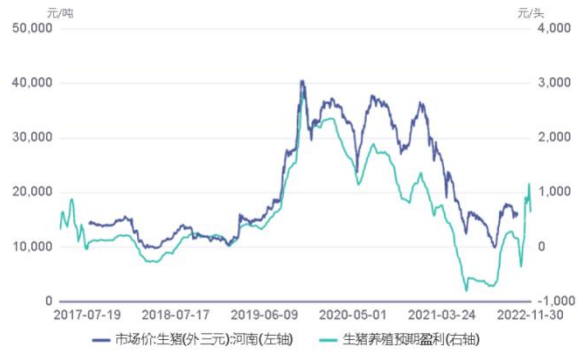
截至 2022 年 11 月 5 日当周，自繁自养头均利润 988 元/头，较年初的-115.46 元/头，变化 956%，较去年同期的-62.70 元/头，同比变化 1675%；目前养殖毛利率达到 46%，较年初的-6%，变化+52 个百分点，较去年同期的-3%，变化+49 个百分点。整体来看，本轮周期尽管受到高成本的约束，但目前的头均利润、毛利率较高，仅次于非瘟水平。预计生猪行业在高经济效益的背景下，养殖积极性较为乐观，随着 2022 年四季度行业过度到财富净累积阶段，现金流的持续改善，或驱动母猪补栏积极性进一步提升。

图 26. 我国能繁母猪存栏



资料来源：Wind 新纪元期货研究

图 27. 我国生猪养殖利润



资料来源：Wind 新纪元期货研究

第五部分 国内大豆进口、压榨及库存

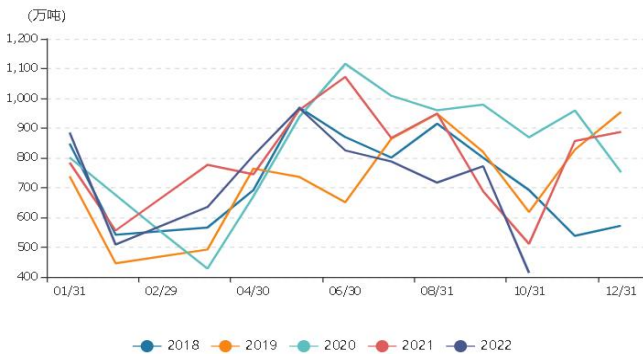
一、2022 年国内大豆到港量减少

2022 年 1 到 12 月份，预计我国大豆进口累计 9015 万吨，同比减少 5.1%。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 2022 年 12 月 05 日，进口大豆港口库存为 552.88 万吨，环比减少 38 万吨。从季

节性来看，大豆港口库存位于历史较低水平。

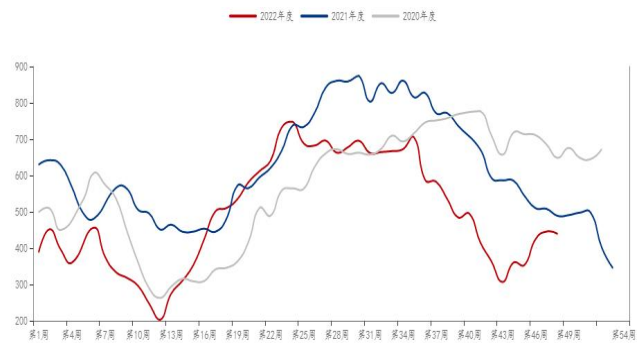
美国调降中国大豆进口数量，与国内经济活动减弱有关。在过去的十年间，2018 年经济危机时期我国较上一年度减少了 1156 万吨大豆进口，当年进口量 8254 万吨，降幅 12.3%。2021 年我国在经历了疫情，餐饮等需求降低，年度进口量较上一年度减少 500 万吨。2022 年，我国大豆年度进口量较上一年度减少 485 万吨。在新的市场年度，由于疫情防控优化，预计大豆进口将增加。截至 12 月 5 日当周，美国 2021/2022 年度大豆出口净销售为 172.2 万吨，对中国大豆净销售 122.7 万吨，低于历史同期水平。

图 28. 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 29. 我国大豆库存处于近年偏低水平

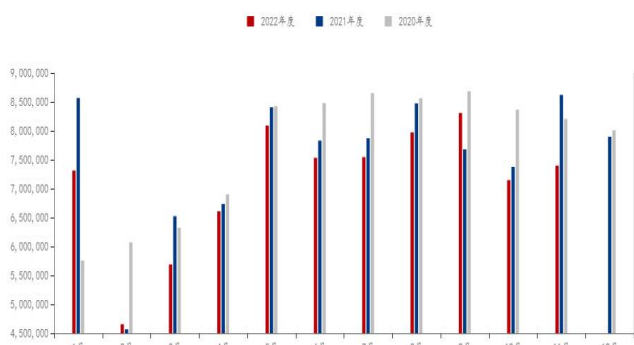


资料来源: Mysteel 新纪元期货研究

二、国内油籽压榨量大豆居中，菜籽压榨量有所回升

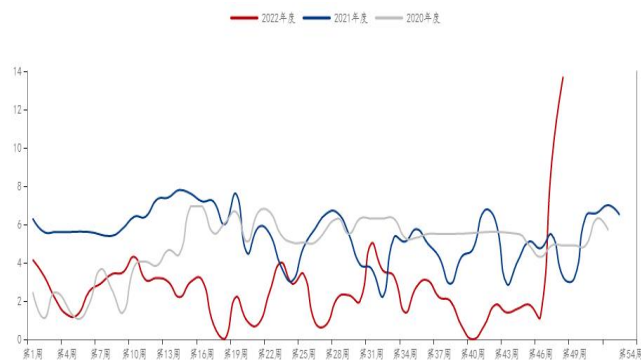
Mysteel 数据显示，2022 年 11 月，全国油厂大豆压榨 739.62 万吨，较去年同期减幅 13.2%。2022 年自然年度全国大豆压榨量为 8698.78 万吨，较去年同期增加 5.36%。截至 12 月 2 日当周，菜籽压榨量为 13.7 万吨，较上周增加 4.4 万吨。

图 30. 我国大豆月压榨量处于今年中等状态



资料来源: Mysteel 新纪元期货研究

图 31. 菜籽压榨量有所回升

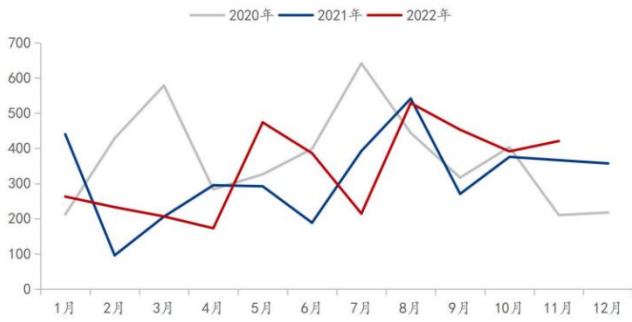


资料来源: Mysteel 新纪元期货研究

三、国内豆粕库存水平偏低

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 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 2021 年 12 月 2 日，国内豆粕库存 26.45 万吨，较上周增幅 31.14%，比去年减少 40.8 万吨，减幅 60.67%。

图 32. 部分地区豆粕月成交量同比显示仍旺盛



资料来源: Mysteel 新纪元期货研究

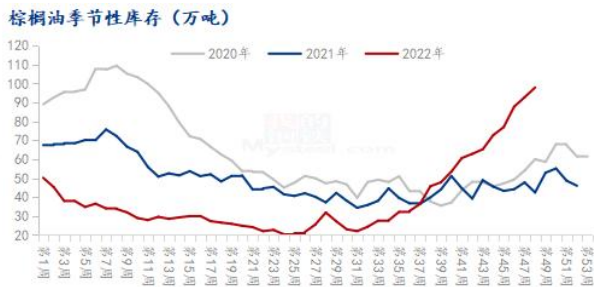
图 33. 国内豆粕库存水平显著回升



资料来源: Mysteel 新纪元期货研究

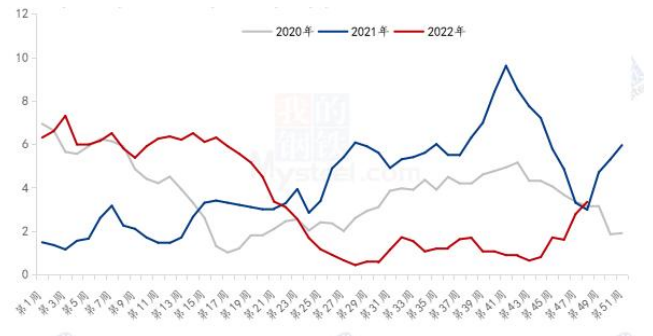
截止 2022 年 12 月 2 日, 棕榈油港口库存为 97.88 万吨, 环比增加 5.13 万吨。从季节性来看, 棕榈油港口库存位于历史较高水平。截至 12 月 2 日, 华东菜油库存 33.1 万吨, 较前一周减少 1.1 万吨。截至 12 月 2 日全国重点地区豆油商业库存约为 73.84 万吨, 环比降幅 0.97%。

图 34. 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 35. 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 2023 年主要交易策略推荐

一、2023 年豆系市场全息图标

表 9. 2023 豆系市场全息表

驱动力 性	关切点	影响		备注	重要
		多空	周期		
宏观驱动	1、美联储开启加息周期，或在明年中期结束，美元指数涨超 106。	利空	长期	利空大宗商品价格，包括农产品牛市波动明年或结束。	★★★
	2、国际石油库存处历史同期较低值，OPEC 产量和经合组织石油需求处历史同期均值。	利多	中期	金融市场动荡，回升到多年高位的风险资产，将进入高波动率状态。	★
	3、拜登时期中美大国博弈变数。	中性	长期		★
政策驱动	1、农业去库存后，国内大豆、油脂等国储库存补库需求增加。	利多	长期	国家通过储备库存调控价格的能力趋弱。	★
	2、实质性推进“农业供给侧改革”“种业振兴行动方案”。	利多	长期	优化种植结构，价格面临重估。	★
	3、生猪产能恢复快于预期，巩固产能恢复成果，平抑猪周期价格大幅波动。	中性	长期	生猪产能调控实施方案等政策文件 15 项以上。	★★★
事件驱动	1、拉尼娜年景，南美阿根廷的谷物生产和美国谷物生产面临负面冲击。	利多	短期	全球大豆供给逐渐宽松，但天气扰动或将影响供需形势。	★★★★
	2、新冠疫情危机的持续和干扰，国内优化防疫政策。	利空	长期	利好总需求，提高风险偏好。	★★★★
供需格局	1、2023 年棕榈油产量将显著恢复，因劳工短缺问题得到缓解。	利空	长期	棕榈油等油脂价格，在历史高位后涨势将受到牵制。	★★★
	2、比价偏低，北美大豆种植面积萎缩。	利多	季节性	美豆玉米比较偏低。	★
	3、全球主产国大豆库存处于历史低位，南美北美大豆生产仍面临负面天气困扰。	利多	中期	逐渐累库对价格有长期冲击。	★

资料来源：新纪元期货研究

二、策略推荐：

1、国内三大植物油牛市波动或将在明年现拐点。若疫情得到有效控制、需求有效复苏，豆油、棕榈油、菜籽油波动区间分别 7000-9000、7500-10500、9500-13500，可逢高布局空头。

2、国内豆粕、菜粕核心波动区间下移，其中，豆粕 3100-3500、菜粕 2500-2900，更多机会蕴含在季节性多头配置之中。

3. 生猪宜逢高布局空头配置。

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