

全年来看，油脂市场呈现了较大的波动，主要受到多重因素的共同影响，供需矛盾、天气变化、国际贸易政策以及全球经济形势等共同决定了今年的市场走势，后市来看，豆油方面，美国和巴西作为全球主要大豆生产国，其产量和出口动态直接影响豆油价格。当前美国大豆产量依然保持宽松，但南美天气因素仍有不确定性，尤其是拉尼娜现象可能对巴西及阿根廷带来减产风险……

农产品组行业研究报告

供需双轮驱动，价格中枢抬升

本期分析研究员



邓绍瑞

从业资格号: F3047125
投资咨询号: Z0015474



李馨

从业资格号: F03120775
投资咨询号: Z0019724

联系人



白旭宇

从业资格号: F03114139



薛钧元

从业资格号: F03114096



供需双轮驱动，价格中枢抬升

研究院 农产品组

研究员

邓绍瑞

☎ 010-64405663

✉ dengshaorui@htfc.com

从业资格号: F3047125

投资咨询号: Z0015474

李馨

✉ lixin@htfc.com

从业资格号: F03120775

投资咨询号: Z0019724

联系人

白旭宇

☎ 010-64405663

✉ baixuyu@htfc.com

从业资格号: F03114139

薛钧元

☎ 010-64405663

✉ xuejunyuan@htfc.com

从业资格号: F03114096

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

核心观点

■ 市场分析

后市来看，豆油方面，美国和巴西作为全球主要大豆生产国，其产量和出口动态直接影响豆油价格。当前美国大豆产量依然保持宽松，但南美天气因素仍有不确定性，尤其是拉尼娜现象可能对巴西及阿根廷带来减产风险。此外，中国作为大豆进口和豆油消费大国，其采购量和进口政策也对市场具有显著影响，尤其是特朗普当选之后，中美贸易间不确定性增多，需要重点关注。

菜油方面，加拿大和欧盟是主要的油菜籽产区。虽然加拿大今年产量良好，但受恶劣天气影响，欧洲菜籽供应面临压力，叠加黑海葵籽产量下滑会导致更多的其他油脂流向欧洲，在一定程度上会抬升油脂价格的中枢。

棕榈油方面，印尼和马来西亚是全球最大的棕榈油生产和出口国。近年来，印尼实施了生物柴油强制掺混政策，大幅增加了国内对棕榈油的需求。同时需求国的强劲需求带动马来和印尼出口走强，也加剧了棕榈油的供需矛盾，棕榈油价格较为坚挺，但 B40 生物柴油政策还未落地，需警惕政策的变化。

总体来看，三大油脂都有一定的支撑，未来依然易涨难跌

■ 策略

谨慎看涨。

■ 风险

中美贸易政策、中加贸易政策、海外生柴政策、天气风险、宏观环境。

目录

策略摘要	2
核心观点	2
一、2024 年油脂行情回顾	6
二、棕榈油供需矛盾分析	8
2.1 棕榈种植面积增长乏力	8
2.2 棕榈油单产瓶颈凸现	8
2.3 全球各区域棕榈油产量分析	9
2.4 马来西亚棕榈油平衡表分析	10
2.5 印度尼西亚棕榈油平衡表分析	11
三、豆油供需矛盾分析	12
3.1 美国大豆面临累库	12
3.2 南美大豆风险依存	13
3.3 南北美大豆压榨提振	16
四、菜油供需矛盾分析	18
4.1 欧洲菜籽遭遇减产	18
4.2 欧洲黑海地区葵花籽产量下滑	20
五、重点油脂需求国分析	21
5.1 中国市场	21
5.2 印度市场	23
六、生物柴油影响	24
6.1 全球生物柴油趋势	24
6.2 中国生柴分析	25
6.3 印尼生柴分析	25
6.4 美国生柴分析	26
6.5 美国选举对生柴影响	26
七、行情展望	27

图表

图 1：棕榈油价格行情 单位：元/吨	6
图 2：豆油价格行情 单位：元/吨	6
图 3：菜油价格行情 单位：元/吨	6

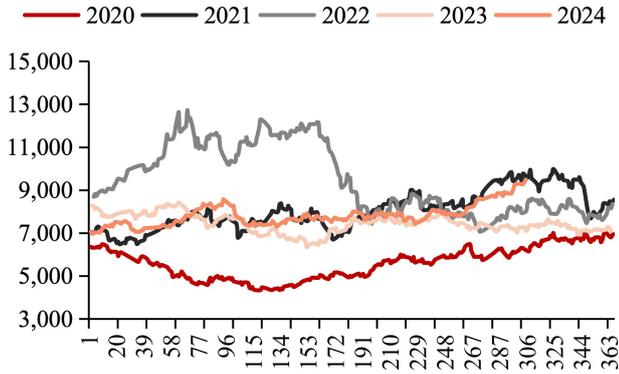
图 4: 豆油-棕榈油价差 单位: 元/吨	6
图 5: 豆油-菜油价差 单位: 元/吨	7
图 6: 豆油基差 单位: 元/吨	7
图 7: 菜油基差 单位: 元/吨	7
图 8: 棕榈油基差 单位: 元/吨	7
图 9: 印度尼西亚棕榈种植面积 单位: 千公顷	8
图 10: 马来西亚棕榈油种植面积 单位: 千公顷	8
图 11: 印度尼西亚棕榈油单产 单位: 吨/公顷	9
图 12: 马来西亚棕榈油单产 单位: 吨/公顷	9
图 13: 马来西亚树龄结构 单位: %	9
图 14: 东南亚棕榈树种植分布	9
图 15: NINO3.4 区域海水温度 单位: °C	14
图 16: 多模型预测拉尼娜走势	14
图 17: 近一个月巴西累计降水距平 单位: %	15
图 18: 多模型预测南美 1 月降水距平 单位: MM	15
图 19: 美国大豆压榨 单位: 短吨	17
图 20: 美国豆油库存 单位: 千磅	17
图 21: 巴西大豆压榨 单位: 千吨	17
图 22: 巴西豆油消费 单位: 千吨	17
图 23: 阿根廷大豆压榨 单位: 千吨	18
图 24: 阿根廷豆油库存 单位: 千吨	18
图 25: 欧盟菜籽产量变化 单位: 千吨	20
图 26: 年初欧洲倒春寒分布	20
图 27: 俄罗斯葵籽产量变化 单位: 千吨	20
图 28: 乌克兰葵籽产量变化 单位: 千吨	20
图 29: 中国棕榈油月度进口量 单位: 万吨	21
图 30: 自马来进口棕榈油盘面利润: 单位: 元/吨	21
图 31: 中国豆油月度进口量 单位: 万吨	22
图 32: 中国大豆月度进口量 单位: 吨	22
图 33: 中国菜油月度进口量 单位: 万吨	23
图 34: 中国菜籽月度进口量 单位: 吨	23
图 35: 印度植物油进口量 单位: 吨	23
图 36: 印度植物油库存 单位: 千吨	23

表 1：全球各区域棕榈油产量变化 单位：千吨	10
表 2：马来西亚棕榈油平衡表 单位：千吨	11
表 3：印度尼西亚棕榈油平衡表 单位：千吨	12
表 4：美国大豆平衡表 单位：千吨	13
表 5：巴西大豆平衡表 单位：千吨	14
表 6：阿根廷大豆平衡表 单位：千吨	16
表 7：全球菜籽产量 单位：千吨	19
表 8：生物柴油及氢化植物油：全球产量 单位：百万吨	24

一、2024 年油脂行情回顾

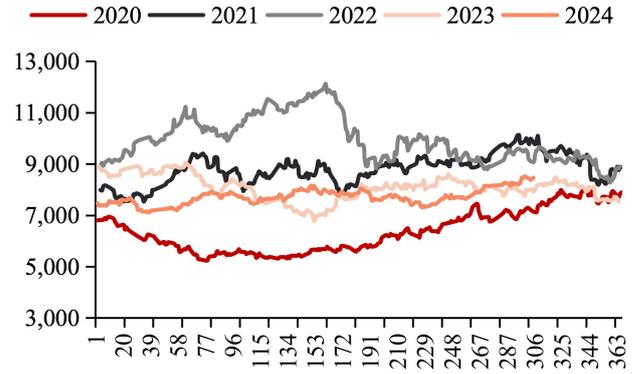
回顾 2024 年，油脂盘面总体分为两个阶段，第一个阶段为 7 月前，油脂市场整体供需矛盾不突出，在部分事件驱动下出现一定波动，但盘面基本以震荡为主。第二阶段为 8 月以后，在印度尼西亚阶段性减产、B40 计划、以及中加贸易摩擦等因素驱动下，油脂盘面价格重心不断上涨。

图 1：棕榈油价格行情 | 单位：元/吨



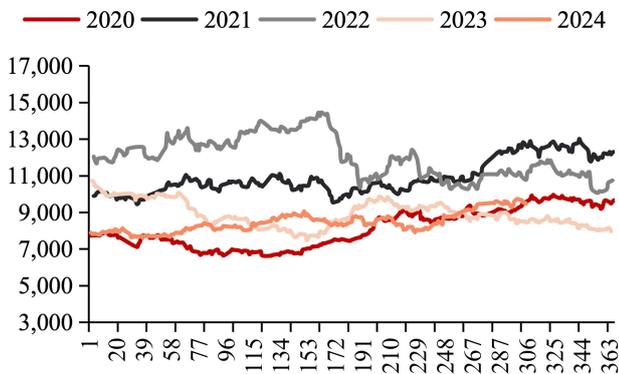
数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 2：豆油价格行情 | 单位：元/吨



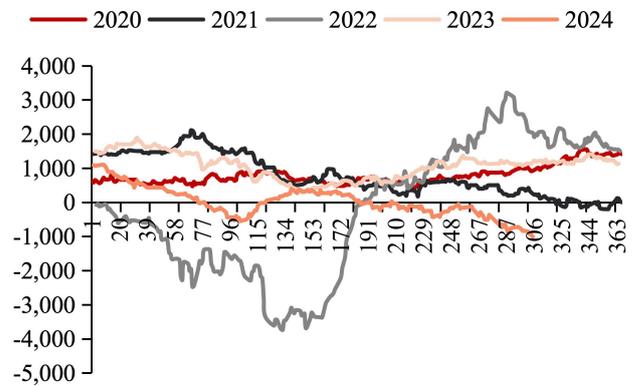
数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 3：菜油价格行情 | 单位：元/吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 4：豆油-棕榈油价差 | 单位：元/吨

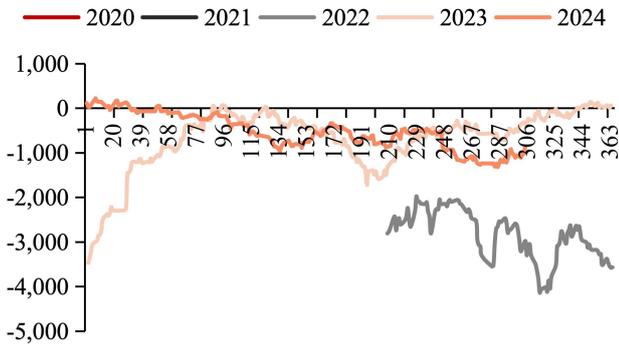


数据来源：钢联、华泰期货研究院

具体而言，7 月前基本以震荡为主，其中 3-4 月出现较大波动，棕榈油主要是吉隆坡 POC 行业会议中专家观点和市场互相影响，盘面受资金追捧，增仓上行，叠加穆斯林斋月，印尼 CPO 报价暂停对外发布，斋月期间会有劳工问题，受产地利好影响，马来 BMD 市场大涨。豆油方面，美国农业部发布 3 月 USDA 报告，巴西新作大豆压榨大幅上调叠加产量小幅下调，期末库存有所收紧，因此报告中性偏多，同时 CONAB 也发布利多报告，CBOT 美豆大幅反弹。4 月 CBOT 美豆受南美季节性收获压力、北美大豆种植情况良好、原油回调、美元走强表现疲软，价格承压回调。菜油方面，4 月中下旬，欧盟部分产区油菜开花期遇倒春寒，菜籽出现阶段性波动。随后市场对

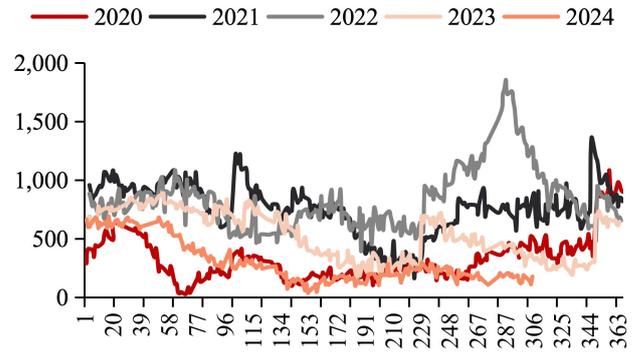
减产分歧较大盘面维持震荡。

图 5：豆油-菜油价差 | 单位：元/吨



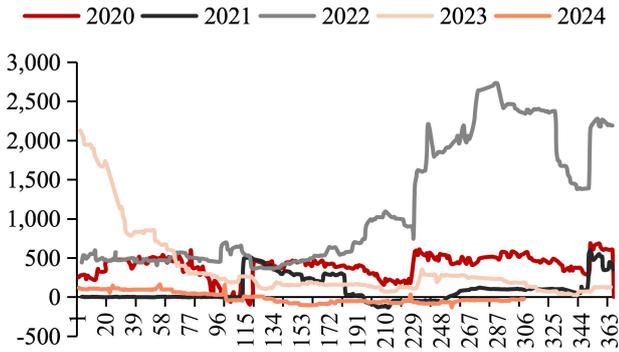
数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 6：豆油基差 | 单位：元/吨



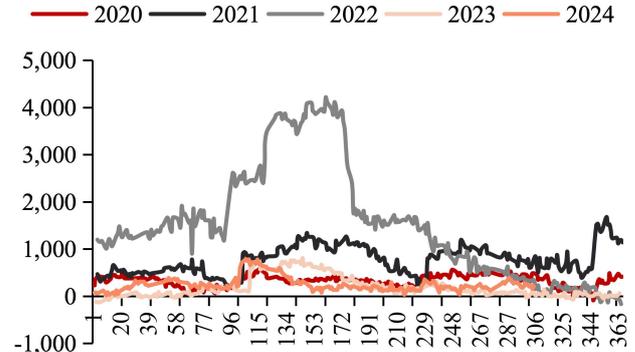
数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 7：菜油基差 | 单位：元/吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 8：棕榈油基差 | 单位：元/吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

8月以后，油脂价格中枢从7月以后稳步上涨。主要受到以下因素驱动，棕榈油方面，8月印尼能源和矿产资源部宣布，自2025年1月1日起，将强制实施B40，提振了棕榈油的消费。随后印尼总统表示希望在25年强制实施B50规定。据钢联统计，印尼当前B35政策下棕榈油年消耗1000万吨左右，若执行B40政策预计增加100万吨左右消费。9月SPPOMA数据显示9月马来西亚棕榈油产量环比下降7.37%，通常棕榈油增产季中产量会逐月增长至10月，10月产量一般全年最高，9月产量环比减少引发了市场对产地减产的担忧，而且四季度主产国将进入减产周期。同时受需求带动，印尼GAPKI数据显示棕榈油库存进入低位，产地供应紧张，棕榈油价格持续上涨。菜油方面，MARS再次下调欧盟油菜籽单产预估影响，ICE菜籽反弹力度较大，带动国内菜油上涨。叠加9月3日，商务部表示，对加拿大采取的相关限制措施发起“反歧视调查”，拉开了中加贸易摩擦中国反制的序幕，之后有升级态势。反倾销政策引发了市场对菜籽进口量减少的担忧，菜油强势

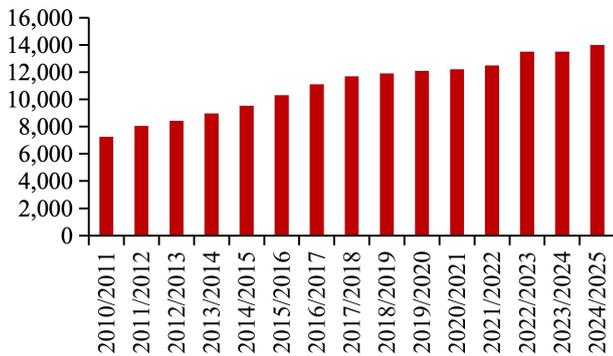
拉涨；加拿大工人罢工也影响了菜籽等原料装运进度，叠加美联储降息，国内出台一系列经济刺激政策，菜油大幅上涨。油脂价格重心不断攀升，一路走强。

二、棕榈油供需矛盾分析

2.1 棕榈种植面积增长乏力

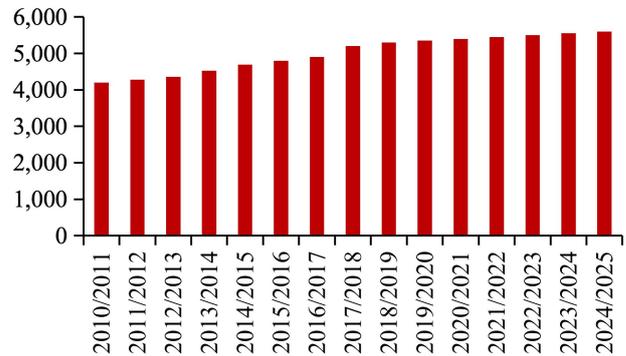
近年来棕榈油种植面积增长放缓成为制约棕榈油产量上升的重要原因。根据 USDA 数据，棕榈油主要产区印度尼西亚和马来西亚面积均增长乏力。其中印度尼西亚棕榈油种植面积在 2010 年仅为 725.6 万公顷，随后快速增长，2019 年达到 1210 万公顷以后增速放缓，到 2021 年才突破 1250 万公顷，虽然预期 2024 年会增长到 1400 万公顷，但整体的增长率相较之前依然偏低。马来西亚种植面积也经历了一段快速增长期，但自 2017 年达到 520 万公顷以后基本维持稳定，预计 2024 年种植面积为 560 万公顷，7 年间仅增长 40 万公顷。

图 9：印度尼西亚棕榈种植面积 | 单位：千公顷



数据来源：USDA、华泰期货研究院

图 10：马来西亚棕榈油种植面积 | 单位：千公顷



数据来源：USDA、华泰期货研究院

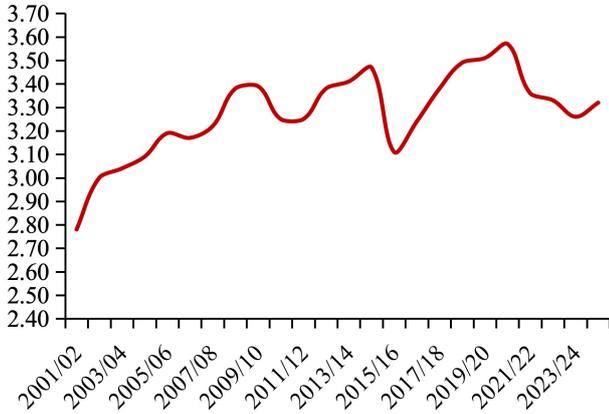
虽然马来和印尼官方都对种植棕榈树提供一定的政策和经济支持，但无论马来还是印尼，随着种植面积的逐步增长，可用土地趋于饱和已经成为制约棕榈树面积增长的一大难题，后期棕榈油面积的扩张势必会与其他作物形成土地竞争的关系，种植收益、投入成本、生产周期、环保政策等因素的考量都会成为面积增长的考量因素，因此增长难度会日益增大。

2.2 棕榈油单产瓶颈凸现

制约各主产国棕榈油产量的除面积外，还有单产。印度尼西亚棕榈油单产水平基本维持在 3.3 吨/公顷左右，2020 年之前还有小幅上升的趋势，但

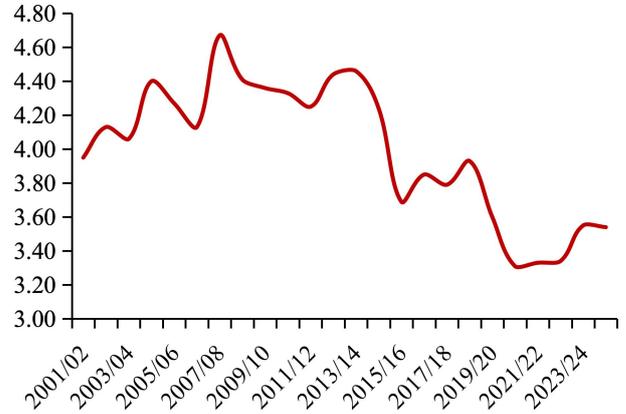
在 2020 年达到 3.57 吨/公顷最高值之后便一路下滑，预计 2024 年单产为 3.32 吨/公顷。马来西亚问题则更加突出，2010-2014 年间基本都可以维持在 4.2 吨/公顷以上，但 2015 年之后便一蹶不振，预计 2024 年单产仅为 3.54 吨/公顷，基本呈现下降趋势。

图 11：印度尼西亚棕榈油单产 | 单位：吨/公顷



数据来源：USDA、华泰期货研究院

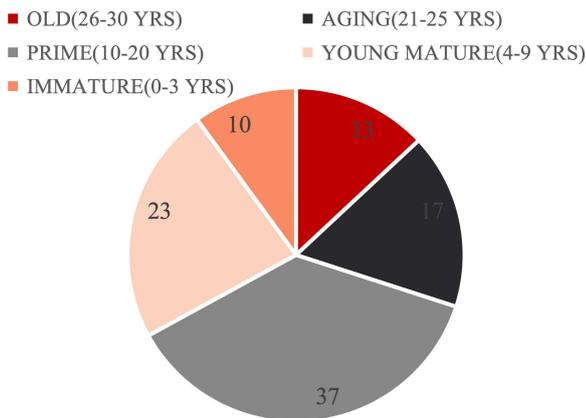
图 12：马来西亚棕榈油单产 | 单位：吨/公顷



数据来源：USDA、华泰期货研究院

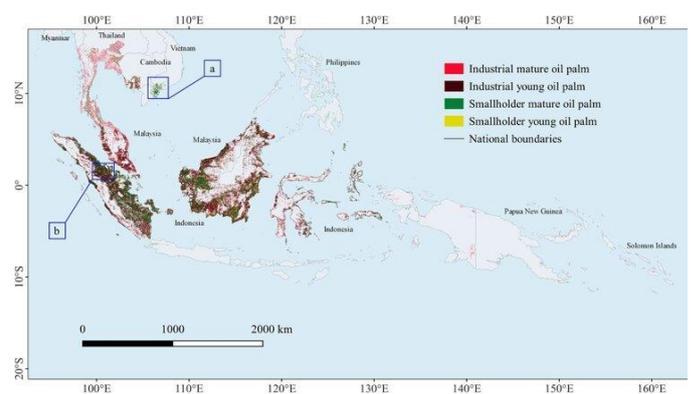
究其原因，树龄结构老化是单产瓶颈的主要制约因素，据统计，马来西亚树龄在 21-25 年的占比达 17%，26-30 年的占比 13%，合计约为总量的 1/3，但 0-3 年的新种植棕榈树仅占 10%。印度尼西亚 20 年以上树龄的占比也高达 1/4。因此随着时间推移，整体树龄依然会朝着老龄方向发展，树龄结构问题难以得到根本解决，单产瓶颈的问题会更加突出。

图 13：马来西亚树龄结构 | 单位：%



数据来源：USDA、油世界、华泰期货研究院

图 14：东南亚棕榈树种植分布



数据来源：资源与环境信息系统国家重点实验室、华泰期货研究院

2.3 全球各区域棕榈油产量分析

全球棕榈油根据 USDA 数据 2024/25 年度总产量约为 8017.9 万吨，同比增加 289.5 万吨，增幅 3.7%。其中中美加勒比海产量为 215.3 万吨，同

比增加 10.5 万吨，增幅 5.1%，增长明显，但影响依然有限。南美产量与中美加勒比海接近为 270.8 万吨，同比增幅 2.8%。非洲产量约为 348.3 万吨，同比增长为 0，非洲产量占比较小，且增长有限。印度尼西亚产量 4650 万吨，同比增加 250 万吨，增幅 5.7%，马来西亚产量 1980 万吨，同比增加 9 万吨，增幅 0.5%。马来西亚和印尼总产量占比全球 82.69%。因此全球棕榈油供应依然还是由马来西亚和印度尼西亚两国决定。

表 1：全球各区域棕榈油产量变化 | 单位：千吨

棕榈油产量	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	同比	同比%
美国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
巴西	485	500	525	540	545	550	570	585	600	15	2.6%
阿根廷	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
印度	210	271	279	255	272	291	305	305	305	0	0.0%
马来西亚	18,858	19,683	20,800	19,255	17,854	18,152	18,389	19,710	19,800	90	0.5%
印度尼西亚	36,000	39,500	41,500	42,500	43,500	42,000	45,000	44,000	46,500	2,500	5.7%
南美	2,281	2,357	2,402	2,301	2,298	2,459	2,520	2,633	2,708	75	2.8%
中美加勒比海	1,796	1,887	1,916	1,988	1,931	2,103	2,163	2,048	2,153	105	5.1%
欧盟	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
东南亚	2,595	2,878	3,134	2,751	3,068	3,480	3,432	3,700	3,800	100	2.7%
非洲	2,696	2,755	2,905	2,964	3,176	3,355	3,383	3,483	3,483	0	0.0%
大洋	650	680	705	575	720	765	800	820	830	10	1.2%
总计	65,571	70,511	74,166	73,129	73,364	73,155	76,562	77,284	80,179	2,895	3.7%

资料来源：USDA、华泰期货研究院

2.4 马来西亚棕榈油平衡表分析

具体来看，根据 MPOB 数据，马来西亚棕榈油产量通常在 1 和 4 季度是季节性低产期，2 和 3 季度为季节性丰产期。今年整体 2 和 3 季度产量良好，从 4 月开始产量大幅上涨至 150.2 万吨，同比增加 25.5%，5-8 月同比增产幅度依次为：12.3%、11.6%、14.3%和 8%，其中在 8 月产量达到 189.4 万吨的峰值水平，较往年略有提前。

库存方面，仅在 4 月份库存水平同比高出 16.5%外，后面月份库存水平

基本与同比水平保持一致，甚至在 8 月以后，库存水平持续显著低于同比水平，8-10 月库存分别低于去年同期值的 10.8%、13%和 23%，且库存峰值仅为 201.4 万吨。

产量的增长并没有带来大幅的累库，主要是受到出口的影响。受需求国消费强劲带动，全年马来棕榈油出口均保持在较高水平，4-10 月出口量分别为：123.4 万吨、137.8 万吨、120.7 万吨、168.9 万吨、152.5 万吨、154.3 万吨 173.2 万吨，同比增幅分别为：14.9%、27.7%、3%、24.8%、24.8%、19%、17%。

表 2：马来西亚棕榈油平衡表 | 单位：千吨

10-9	月份	期初 库存	产量	同比	环比	累计比	占比	出口	同比	环比	国内 消费	同比	环比	期末 库存	同比	环比
2023/24	Jan-24	2,291	1,402	1.6%	-9.6%	2.9%	7.1%	1,351	18.9%	-0.8%	352	11.2%	-1.8%	2,020	-11.0%	-11.8%
2023/24	Feb-24	2,020	1,260	0.7%	-10.2%	2.5%	6.4%	1,016	-8.9%	-24.8%	377	11.6%	7.2%	1,919	-9.5%	-5.0%
2023/24	Mar-24	1,919	1,392	8.1%	10.6%	3.3%	7.1%	1,327	-10.7%	30.6%	294	2.0%	-22.0%	1,713	2.4%	-10.8%
2023/24	Apr-24	1,713	1,502	25.5%	7.9%	5.9%	7.6%	1,234	14.9%	-7.0%	271	-18.2%	-8.0%	1,744	16.5%	1.9%
2023/24	May-24	1,744	1,704	12.3%	13.5%	6.7%	8.6%	1,378	27.7%	11.7%	338	2.3%	24.7%	1,754	4.0%	0.5%
2023/24	Jun-24	1,754	1,615	11.6%	-5.2%	7.3%	8.2%	1,207	3.0%	-12.4%	342	-9.4%	1.3%	1,831	6.4%	4.4%
2023/24	Jul-24	1,831	1,841	14.3%	14.0%	8.0%	9.3%	1,689	24.8%	39.9%	260	-25.5%	-23.9%	1,733	0.1%	-5.4%
2023/24	Aug-24	1,733	1,894	8.0%	2.9%	8.0%	9.6%	1,525	24.8%	-9.7%	229	-13.0%	-12.1%	1,883	-10.8%	8.7%
2023/24	Sep-24	1,883	1,822	-0.4%	-3.8%	7.2%	9.2%	1,543	29.0%	1.2%	154	-67.9%	-32.7%	2,014	-13.0%	6.9%
2024/25	Oct-24	2,014	1,797	-7.2%	-1.3%	-7.2%	9.2%	1,732	17.0%	12.3%	210	-43.2%	36.7%	1,885	-23.0%	-6.4%

资料来源：MPOB、华泰期货研究院

2.5 印度尼西亚棕榈油平衡表分析

马来出口强劲很大程度得益于印尼的产量下滑。根据 GAPKI 数据，3-7 月本应该处于丰产期的马来，产量出现明显下滑，产量依次为：410.2 万吨、450.8 万吨、425.3 万吨、404.5 万吨和 396.1 万吨，同比减幅分别为：15%、

0.4%、16.4%、8.6%和 17%。产量下滑的原因主要是由于 2023 年厄尔尼诺在印尼局部区域产生了较为明显的干旱。

在产量的大幅减少影响下，印尼出口能力也下滑明显，每月出口量基本维持在 200 万吨左右，1-8 月仅 4 月和 8 月出口水平可以超过同比数据，其余月份均大幅低于同比出口量。

这也导致印尼期末库存持续大幅减少，截止 2024 年 8 月仅有 245 万吨，同比减少 24.3%。

表 3：印度尼西亚棕榈油平衡表 | 单位：千吨

10-9	月份	期初库存	产量	同比	环比	出口	同比	环比	国内消费	同比	环比	期末库存	同比	环比
2023/24	Jan-24	3,145	4,639	8.9%	6.0%	2,810	-4.6%	14.6%	1,942	9.0%	-2.7%	3,032	-2.2%	-3.6%
2023/24	Feb-24	3,032	4,257	0.1%	-8.2%	2,166	-25.6%	-22.9%	1,864	11.4%	-4.0%	3,259	17.9%	7.5%
2023/24	Mar-24	3,259	4,102	-15.0%	-3.6%	2,560	-3.1%	18.2%	1,501	-17.2%	-19.5%	3,300	5.2%	1.3%
2023/24	Apr-24	3,300	4,508	-0.4%	9.9%	2,178	2.1%	-14.9%	1,889	-0.4%	25.8%	3,741	3.0%	13.4%
2023/24	May-24	3,741	4,253	-16.4%	-5.7%	1,966	-11.8%	-9.7%	1,936	3.3%	2.5%	4,092	-11.4%	9.4%
2023/24	Jun-24	4,092	4,045	-8.6%	-4.9%	3,385	-1.9%	72.2%	1,934	-1.5%	-0.1%	2,818	-22.3%	-31.1%
2023/24	Jul-24	2,818	3,961	-17.0%	-2.1%	2,241	-36.3%	-33.8%	2,025	15.5%	4.7%	2,513	-19.7%	-10.8%
2023/24	Aug-24	2,513	4,376	3.7%	10.5%	2,384	15.0%	6.4%	2,055	0.8%	1.5%	2,450	-24.3%	-2.5%

资料来源：GAPKI、华泰期货研究院

三、豆油供需矛盾分析

3.1 美国大豆面临累库

美国大豆方面。根据 USDA11 月发布的供需平衡表，美国 2024/2025 年度大豆种植面积约为 3491.3 万公顷，较去年 3329.4 万公顷增加 161.9 万公顷，增幅 4.86%。同时得益于良好的天气状况，2024/25 年度美豆单产将达到 3.48 吨/公顷，虽然依然处于较高水平，但较上月预测数据 3.57 吨/

公顷下调 2.52%。因此美豆总产量预计达到 12141.7 万吨，同比上年度 11327.3 万吨增加 814.4 万吨，增幅 7.17%。

消费方面也出现快速增长，国内消费在压榨的带动下从去年 6559.4 万吨增长至今年 6866.8 万吨，增加 307.4 万吨，增幅 4.69%。出口量为 4966.8 万吨，同比 4612.8 万吨增长 354 万吨，增幅 7.67%。

表 4：美国大豆平衡表 | 单位：千吨

美国大豆	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
期初库存	2,504	5,188	5,354	8,208	11,923	25,176	14,657	6,994	7,468	7,190	9,308
单产	3.20	3.23	3.49	3.31	3.40	3.19	3.43	3.48	3.33	3.40	3.48
收获面积	33,431	33,080	33,470	36,236	35,448	30,318	33,428	34,921	34,873	33,294	34,913
产量	106,905	106,869	116,931	120,065	120,515	96,644	114,749	121,504	116,221	113,273	121,417
进口	904	641	606	594	383	419	539	433	667	567	408
总供给	110,313	112,698	122,891	128,867	132,821	122,239	129,945	128,931	124,356	121,030	131,133
出口	50,136	52,869	58,964	58,071	47,721	45,800	61,664	58,570	53,874	46,128	49,668
国内消费	54,989	54,475	55,719	58,873	59,924	61,782	61,287	62,893	63,292	65,594	68,668
压榨	50,975	51,335	51,742	55,926	56,935	58,910	58,257	59,980	60,199	62,244	65,589
食用	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
饲残	4,014	3,140	3,977	2,947	2,989	2,872	3,030	2,913	3,093	3,350	3,079
总需求	105,125	107,344	114,683	116,944	107,645	107,582	122,951	121,463	117,166	111,722	118,336
期末库存	5,188	5,354	8,208	11,923	25,176	14,657	6,994	7,468	7,190	9,308	12,797
S/D	4.9%	5.0%	7.2%	10.2%	23.4%	13.6%	5.7%	6.1%	6.1%	8.3%	10.8%

资料来源：USDA、华泰期货研究院

虽然消费增长明显，但依然难以抵消供应端的宽松，总体期末库存预计将达到 1279.7 万吨，同比增长 348.9 万吨，增幅 37.48%。因此美豆今年累库预期较高。

3.2 南美大豆风险依存

巴西旧作方面，由于 2024 年初气候模式从厄尔尼诺逐步转向中性，极端气候频发，2-5 月在巴西中部区域持续干旱，并在 5 月初出现极端降水，受此影响据 USDA 数据巴西大豆 2023/24 年度单产水平为 3.34 吨/公顷，同比减少 8.68%。虽然种植面积增加到 4580 万公顷，小幅增长 2.62%。但总产量预估为 1.53 亿吨，较上年产量 1.62 亿吨减少 900 万吨，同比降低 5.88%。

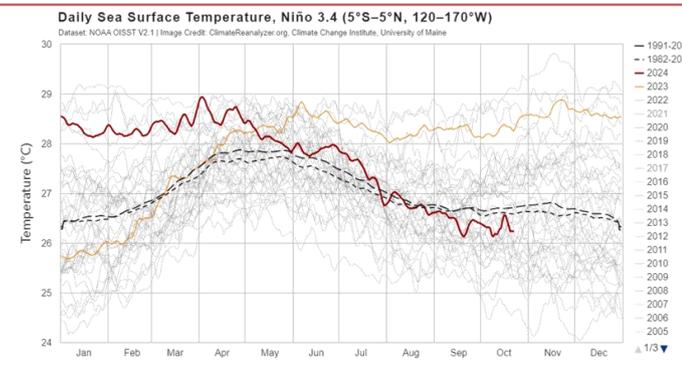
表 5: 巴西大豆平衡表 | 单位: 千吨

巴西大豆	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
期初库存	20,790	24,498	23,803	32,632	33,031	33,357	20,429	29,419	27,378	36,819	27,962
单产	3.02	2.87	3.39	3.51	3.36	3.48	3.53	3.14	3.63	3.34	3.57
收获面积	32,100	33,300	33,900	35,150	35,900	36,900	39,500	41,600	44,600	45,800	47,300
产量	97,100	95,700	114,900	123,400	120,500	128,500	139,500	130,500	162,000	153,000	169,000
进口	305	410	252	175	140	549	1,015	539	154	867	150
总供给	118,195	120,608	138,955	156,207	153,671	162,406	160,944	160,458	189,532	190,686	197,112
出口	50,612	54,383	63,137	76,136	74,887	92,135	81,650	79,063	95,504	104,174	105,000
国内消费	43,085	42,422	43,186	47,040	45,427	49,842	49,875	54,017	57,209	58,550	58,100
压榨	40,435	39,747	40,411	44,205	42,527	46,742	46,675	50,767	53,409	54,700	54,000
食用	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
饲残	2,650	2,675	2,775	2,835	2,900	3,100	3,200	3,250	3,800	3,850	4,100
总需求	93,697	96,805	106,323	123,176	120,314	141,977	131,525	133,080	152,713	162,724	163,100
期末库存	24,498	23,803	32,632	33,031	33,357	20,429	29,419	27,378	36,819	27,962	34,012
S/D	26.1%	24.6%	30.7%	26.8%	27.7%	14.4%	22.4%	20.6%	24.1%	17.2%	20.9%

资料来源: USDA、华泰期货研究院

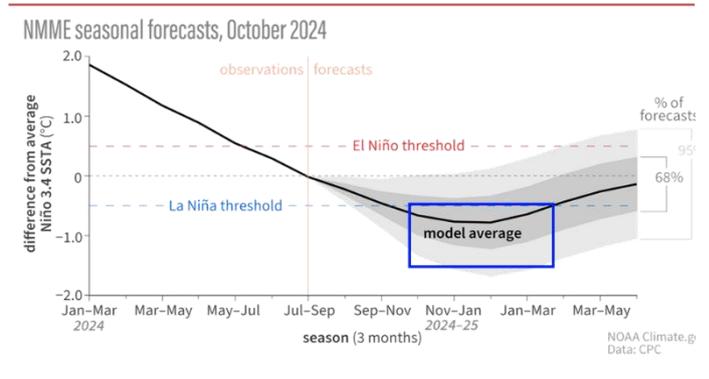
巴西新作方面, USDA11月报告显示, 24/25年度巴西大豆产量预估为1.69亿吨, 环比稳定。巴西国家商品供应公司(CONAB)10月预计 2024/25年度巴西大豆产量将达到 1.660539亿吨, 同比增加 1867.19万吨, 增加 12.7%; 播种面积达到 4733.18万公顷, 同比增加 130.2万公顷, 增加 2.8%; 单产为 3.5吨/公顷, 同比增加 306.42千克/公顷, 增加 9.6%。目前丰产预期稳固。

图 15: Nino3.4 区域海水温度 | 单位: °C



数据来源: GFS、华泰期货研究院

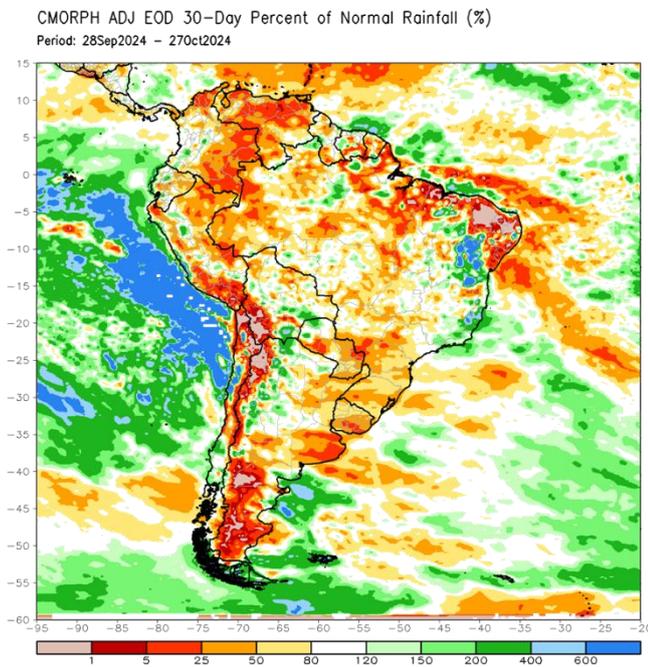
图 16: 多模型预测拉尼娜走势



数据来源: GFS、华泰期货研究院

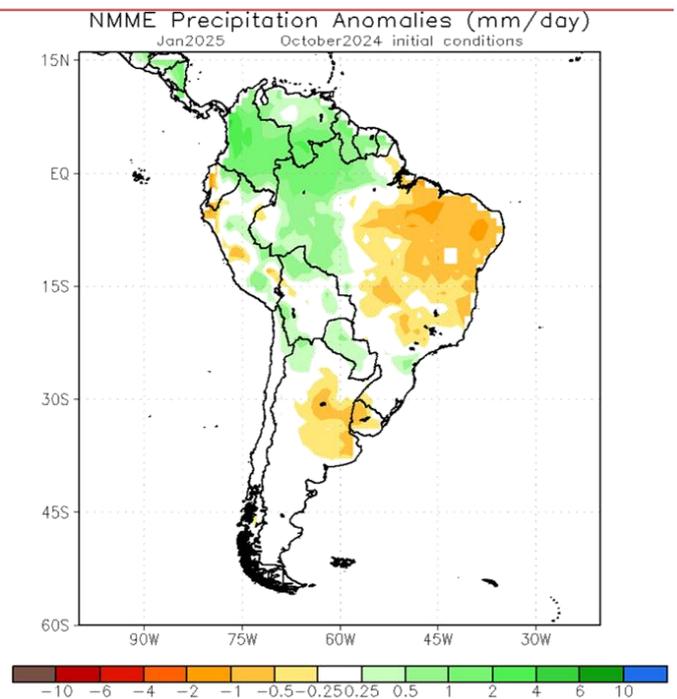
但巴西产量依然存在来自天气端的不确定性。根据预测数据 Nino3.4 区域海温持续下降，拉尼娜发生概率依然较高，如果拉尼娜现象形成，很可能是一次弱事件，最高温度在-0.9 至-0.5℃之间。在 1950 年开始的历史记录中，只有四次拉尼娜现象在一年中这么晚形成，其中两次发生在 9 月-11 月，两次发生在 10 月-12 月，因此此次拉尼娜事件即使形成维持事件也会较短。根据历史统计，拉尼娜如果发生将在 12-2 月对巴西南部 and 阿根廷北部区域降水形成抑制，引发干旱，2022/2023 年度发生的“三峰拉尼娜”曾对这一片产区大豆产量造成严重减产，其中阿根廷减产幅度接近 50%。

图 17：近一个月巴西累计降水距平 | 单位：%



数据来源：GFS、华泰期货研究院

图 18：多模型预测南美 1 月降水距平 | 单位：mm



数据来源：GFS、华泰期货研究院

近期虽然南美降水不断，但总体降水量依然低于历史同期，尤其在巴西西部区域和北部区域整体降水量仅占正常水平 50-80%，同样问题也存在于巴西南部和阿根廷北部区域。长期来看，根据 GFS 多模型预测结果显示，南美 1 月在巴西的中北部区域和阿根廷的北部区域或将出现一定程度的干旱，如若兑现，将对巴西和阿根廷的大豆产量造成一定影响，因此整体产量风险依然存在，最终产量还有一定的变数。

阿根廷年初旧作方面，2023/24 年度单产达到 2.95 吨/公顷，产量出现明显恢复，2022/23 年度因为“三峰拉尼娜”影响单产水平仅为 1.74 吨/公顷，种植面积也由 2022/23 年度的 1440 万公顷恢复到 2023/24 年度的 1630 万公顷。因此 2023/24 年度总产量达到 4810 万吨，基本恢复到正常水平

5000 万吨左右。

表 6：阿根廷大豆平衡表 | 单位：千吨

阿根廷大豆	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
期初库存	21,677	27,069	27,156	26,996	23,734	28,871	26,529	24,838	23,691	16,997	24,447
单产	3.18	3.04	3.17	2.32	3.33	2.92	2.81	2.76	1.74	2.95	3.02
收获面积	19,350	19,350	17,335	16,300	16,600	16,700	16,470	15,900	14,400	16,300	16,900
产量	61,450	58,800	55,000	37,800	55,300	48,800	46,200	43,900	25,000	48,100	51,000
进口	2	676	1,674	4,703	6,408	4,882	4,816	3,839	9,059	7,400	6,000
总供给	83,129	86,545	83,830	69,499	85,442	82,553	77,545	72,577	57,750	72,497	81,447
出口	10,575	9,922	7,025	2,132	9,104	10,004	5,195	2,861	4,185	5,100	4,500
国内消费	45,485	49,467	49,809	43,633	47,467	46,020	47,512	46,025	36,568	42,950	47,600
压榨	40,235	43,267	43,309	36,933	40,567	38,770	40,162	38,825	30,318	35,700	40,000
食用	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
饲残	5,250	6,200	6,500	6,700	6,900	7,250	7,350	7,200	6,250	7,250	7,600
总需求	56,060	59,389	56,834	45,765	56,571	56,024	52,707	48,886	40,753	48,050	52,100
期末库存	27,069	27,156	26,996	23,734	28,871	26,529	24,838	23,691	16,997	24,447	29,347
S/D	48.3%	45.7%	47.5%	51.9%	51.0%	47.4%	47.1%	48.5%	41.7%	50.9%	56.3%

资料来源：USDA、华泰期货研究院

阿根廷新作方面，根据 USDA 数据显示，阿根廷 24/25 年度产量预计为 5100 万吨，环比增长 290 万吨，增幅 6.03%。USDA 对阿根廷大豆种植面积持续上调，单产水平也稳步提升，预计 2024/25 年度单产可以达到 3.02 吨/公顷，同比增幅 2.37%，种植面积 1690 万公顷，同比增长 60 万公顷，增幅 3.68%。

阿根廷整体大豆产量恢复良好，市场对于未来产量预期也持有乐观态度，因此总体阿根廷产量端将维持宽松格局。

3.3 南北美大豆压榨提振

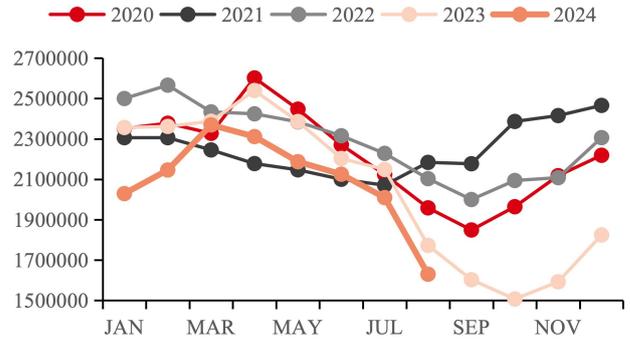
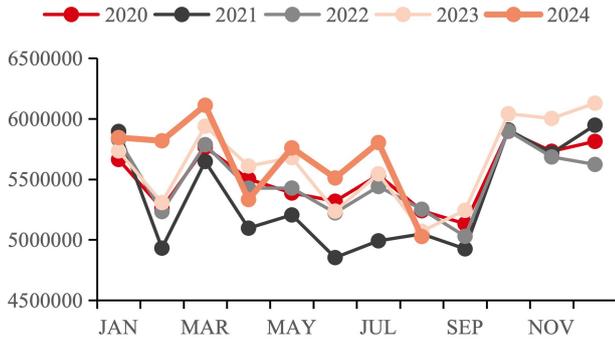
需求方面，随着绿色能源的发展，南北美大豆压榨需求在生物柴油及氢化植物油的增长带动下，出现了明显增长。豆油工业消费角度，根据 USDA 数据，近年来美国豆油工业消费逐年递增，从 2013/14 年度的 230.3 万吨上涨到 2024/25 年度的 635 万吨，复合增长率为 8.82%。

在生物柴油消费的带动下，美国大豆压榨 2024 年一直保持高位，截止 8 月底，压榨总量为 4520.71 万短吨，2023 年同期累计为 4412.01 万短吨，

同比增长 2.46%。且已经连续多年保持快速增长，2021 年同期累计为 4166.43 万短吨，2022 年同期累计为 4361.58 万短吨。虽然压榨快速增长，但依然难以满足美国豆油消费的需求，截止 2024 年 8 月底，美国豆油库存仅为 1629431 千磅，创下近五年同期最低值，2020-2023 年同期均值为 2004267 千磅，减幅 18.7%。

图 19: 美国大豆压榨 | 单位: 短吨

图 20: 美国豆油库存 | 单位: 千磅



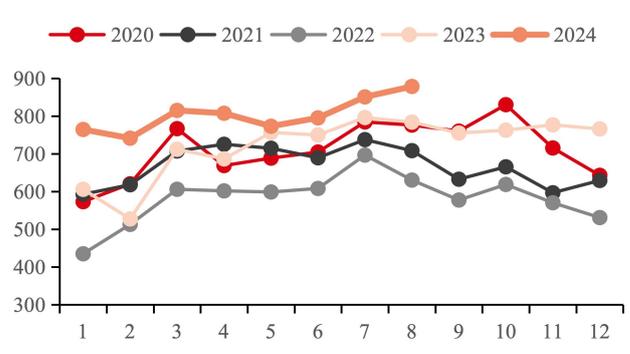
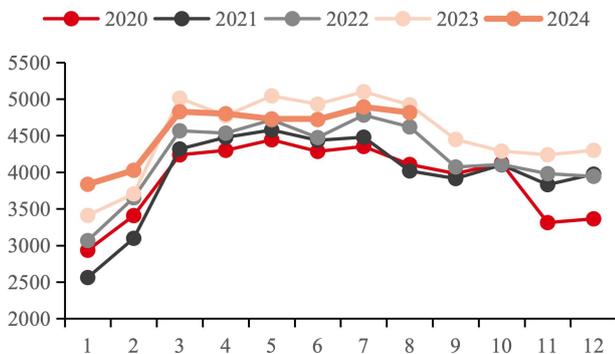
数据来源: USDA、华泰期货研究院

数据来源: USDA、华泰期货研究院

南美方面，巴西植物油行业协会（ABIOVE）数据显示，巴西生产的生物柴油有 70% 以上以豆油为原料。ABIOVE 称，巴西卢拉总统于 10 月 8 日签署了《未来燃料法》法案，将提振大豆压榨大幅增长。该提案规定，2025 年 3 月巴西将实施 B15（在柴油中强制掺入 15% 的生物柴油），高于当前的 14%。以后每年增加 1 个百分点，直至 2030 年 3 月将掺混率提高至 20%。此举会大幅提高巴西大豆的压榨量。

图 21: 巴西大豆压榨 | 单位: 千吨

图 22: 巴西豆油消费 | 单位: 千吨

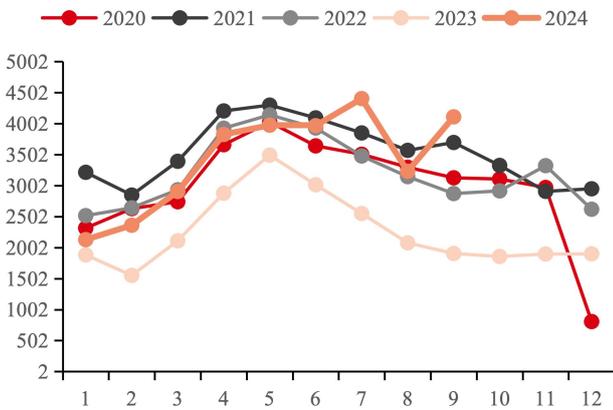


数据来源: USDA、华泰期货研究院

数据来源: USDA、华泰期货研究院

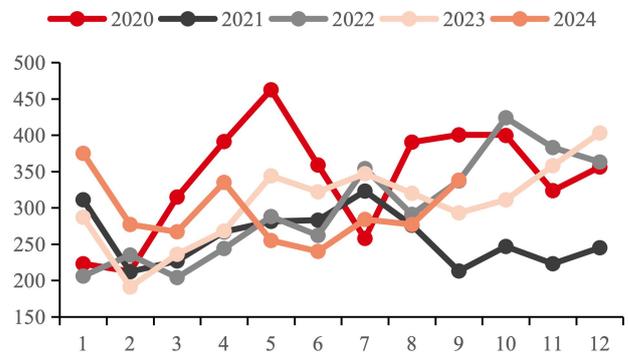
巴西大豆压榨从 2023 年开始在生柴带动下迅速上涨，1-8 月为 3689.1 万吨，今年同期累计与 2023 年同样保持高位为 3664.3 万吨，2020-2023 年同期累计均值为 3383.1 万吨，相比较，今年增幅为 8.31%。压榨快速上升的同时，豆油消费也迅猛上涨，仅 2024 年 8 月消费量高达 87.8 万吨，全年各月消费量均高于近 5 年历史同期水平。前 8 个月累计消费达 642.5 万吨，较 2023 年同期累计 561.7 万吨增长 14.38%，较 2020-2023 年同期累计均值 534.5 万吨增长 20.21%。

图 23：阿根廷大豆压榨 | 单位：千吨



数据来源：USDA、华泰期货研究院

图 24：阿根廷豆油库存 | 单位：千吨



数据来源：USDA、华泰期货研究院

阿根廷大豆压榨截止 2024 年 9 月累计 3091.7 万吨，较 2023 年同期 2147.1 万吨增长 43.99%，2020-2023 年同期均值为 2829.7 万吨，增幅 9.26%。大豆压榨的快速增长同样没有导致豆油库存快速上升，相反阿根廷豆油库存在压榨高峰期一直处于低位。截止 9 月为 33.8 万吨，虽然较 8 月的 27.7 万吨走高，但在 5-8 月的压榨高峰期，库存均保持在 30 万吨以下，尤其在 6 月创下 24 万吨的近五年同期新低。

四、菜油供需矛盾分析

4.1 欧洲菜籽遭遇减产

全球菜籽产量 2024/25 年度根据 USDA 预估为 8744 万吨，同比减少 188.6 万吨，减幅 2.1%。产量占比来看，加拿大、欧盟、中国、印度和大洋洲分别占全球总产量的 22.87%，21.07%，18.07%，13.84%和 6.29%。其中加拿大和印度小幅增产，幅度分别为 4.2%和 4.3%，其余主产区都出现了不同程度的减产，欧盟、中国和大洋洲减幅较大。

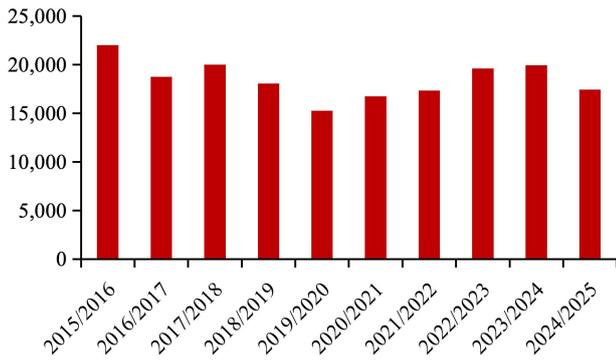
表 7：全球菜籽产量 | 单位：千吨

菜籽产量	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	同比	同比%
美国	1,138	1,305	1,405	1,394	1,642	1,551	1,596	1,242	1,739	1,895	2,250	355	18.7%
加拿大	16,410	18,377	19,599	21,458	20,724	19,912	19,485	14,248	18,850	19,192	20,000	808	4.2%
阿根廷	105	67	50	35	40	33	18	53	39	45	35	-10	-22.2%
中国	13,914	13,859	13,128	13,274	13,281	13,485	14,049	14,714	15,531	16,321	15,800	-521	-3.2%
印度	5,080	5,920	6,620	7,100	7,500	7,400	8,600	11,100	11,200	11,600	12,100	500	4.3%
南美	254	350	264	290	319	312	375	507	803	463	510	47	10.2%
加勒比海	2	11	4	2	4	2	3	2	2	2	2	-	0.0%
欧盟	24,667	22,077	20,618	22,264	20,144	17,015	17,865	18,420	21,075	21,266	18,423	-2,843	-13.4%
前苏联	4,563	3,281	2,720	4,667	5,775	6,401	6,248	6,743	8,866	10,258	10,110	-148	-1.4%
东亚	4	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	-	0.0%
东南亚	881	900	901	871	1,025	1,313	1,126	1,301	1,794	1,589	1,882	293	18.4%
非洲	176	155	149	133	146	139	213	246	257	284	348	64	22.5%
中东	256	322	389	411	515	458	415	430	470	470	475	5	1.1%
大洋	3,540	2,775	4,313	3,893	2,366	2,299	4,756	6,820	8,273	5,936	5,500	-436	-7.3%
总计	70,990	69,403	70,165	75,797	73,486	70,325	74,754	75,831	88,904	89,326	87,440	-1,886	-2.1%

资料来源：USDA、华泰期货研究院

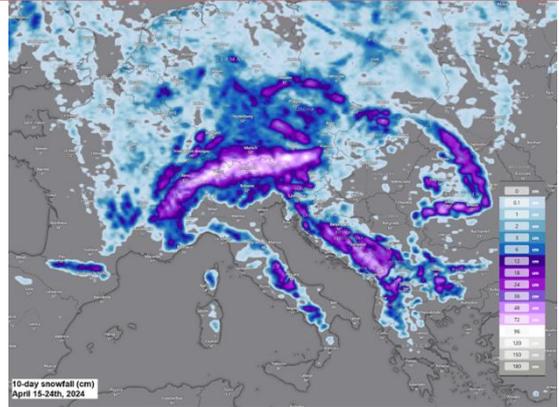
2024 年 4 月欧洲遭遇到春寒袭击，根据 USDA 数据，欧盟菜籽产量从 2019/2020 年度开始到 2023/2024 年度欧盟菜籽产量一直保持稳定增长态势，但 2024/2025 年度菜籽产量打破该趋势，由 2023/2024 年 2126.6 万吨下滑至今年 1842.3 万吨，同比减少 13.4%，较 2015-2023 年均值 2008.3 万吨下降 8.26%。乌克兰菜籽产量从 2023/2024 年度 475 万吨下滑至 2024/2025 年度 360 万吨，减幅高达 24.21%

图 25：欧盟菜籽产量变化 | 单位：千吨



数据来源：USDA、华泰期货研究院

图 26：年初欧洲倒春寒分布

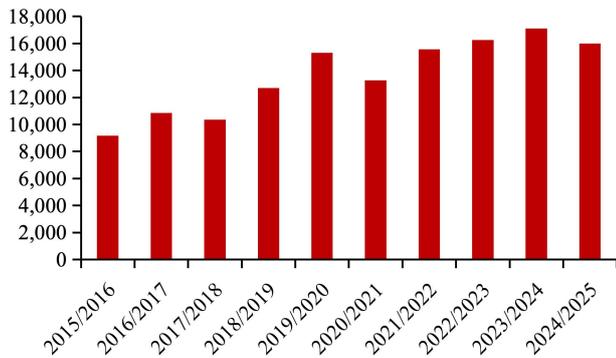


数据来源：GFS、华泰期货研究院

4.2 欧洲黑海地区葵花籽产量下滑

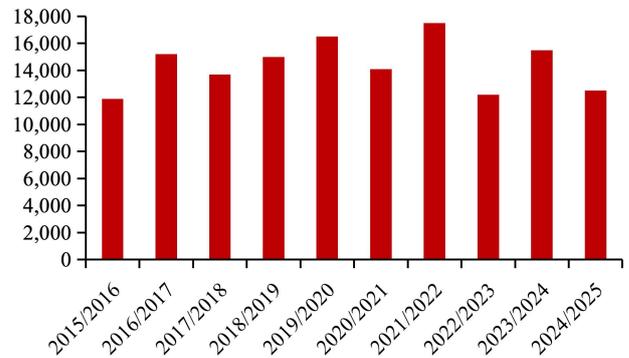
欧洲的天气不仅影响了菜籽的产量，也对菜籽的替代品种葵籽等作物产生巨大影响，欧洲 6-9 月葵籽主产区经历了长期的干旱，同时在部分产区还发生了极端降水，根据 USDA 数据，俄罗斯葵籽产量从 2023/2024 年度的 1710 万吨下滑至 2024/2025 年度的 1600 万吨，降幅 6.43%。乌克兰葵籽产量从 2023/2024 年度 1550 万吨下降至 2024/2025 年度 1250 万吨，降幅 19.35%。

图 27：俄罗斯葵籽产量变化 | 单位：千吨



数据来源：USDA、华泰期货研究院

图 28：乌克兰葵籽产量变化 | 单位：千吨



数据来源：USDA、华泰期货研究院

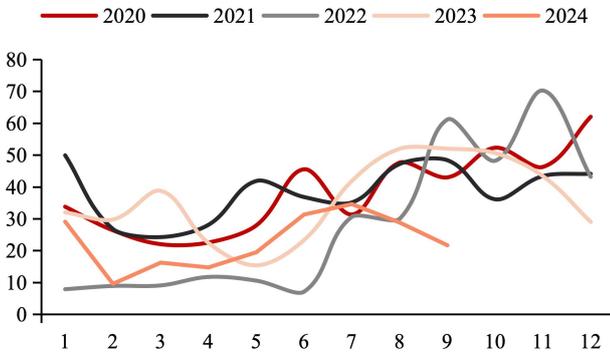
黑海地区是欧洲的粮仓，当地葵油的减产会导致欧洲地区葵油供应紧张，叠加今年欧洲菜籽减产，整体拉高欧洲地区植物油价格，导致贸易结构发生一定变化，欧洲需要从其他地区更多进口棕榈油和豆油，从而拉高国际油脂价格中枢。

五、重点油脂需求国分析

5.1 中国市场

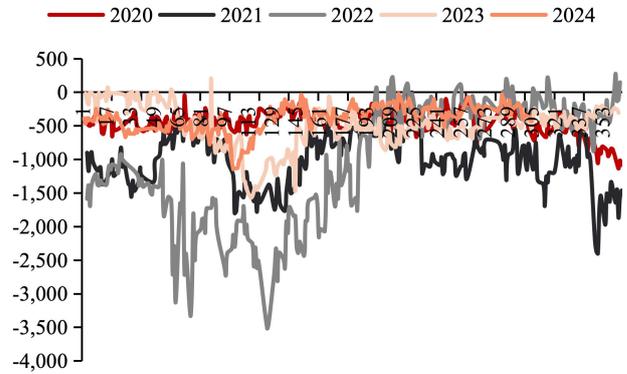
棕榈油方面，根据中国海关数据，棕榈油液油 2024 年 9 月进口量仅为 21.66 万吨，较 2023 年同期 52.01 万吨大幅减少，2024 年 1-9 月累计进口 205.48 万吨，2023 年同期为 300.43 万吨，减幅 33.16%。较 2020-2023 年同期累计均值 280.73 万吨减少 26.80%。棕榈油进口大幅下降主要是受到海外主产国价格持续偏高影响，导致进口利润亏损，据钢联数据，自马来西亚棕榈油进口利润截止 11 月初为-434.6 元/吨，且长期处于倒挂状态，贸易商进口意愿降低，抑制国内棕榈油进口需求。

图 29：中国棕榈油月度进口量 | 单位：万吨



数据来源：钢联、中国海关、华泰期货研究院

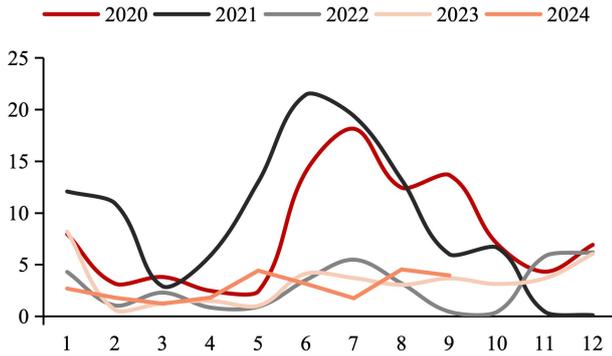
图 30：自马来进口棕榈油盘面利润： | 单位：元/吨



数据来源：钢联、中国海关、华泰期货研究院

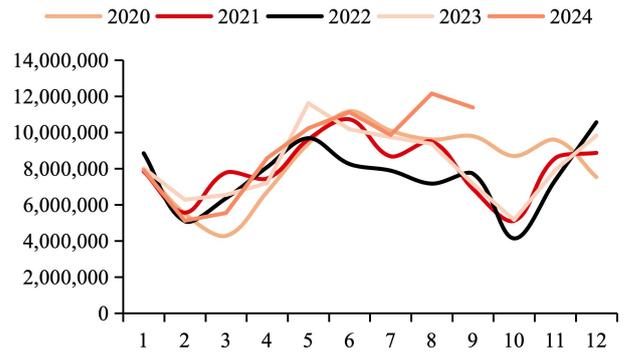
豆油方面，中国豆油直接进口豆油量较少，根据中国海关数据 2024/25 年度截止 9 月底，中国自全球进口豆油总量为 25.28 万吨，去年同期累计为 27.11 万吨，同比减少 1.83 万吨，减幅 6.75%。今年截止 9 月底，中国大豆进口总量为 8185.34 万吨，同比增加 579.41 万吨，增幅 7.62%，较 2020-2023 年同期累计进口量均值 7340.67 万吨，增幅 11.51%，今年大豆进口量处于历史近五年最高水平。

图 31：中国豆油月度进口量 | 单位：万吨



数据来源：钢联、中国海关、华泰期货研究院

图 32：中国大豆月度进口量 | 单位：吨



数据来源：钢联、中国海关、华泰期货研究院

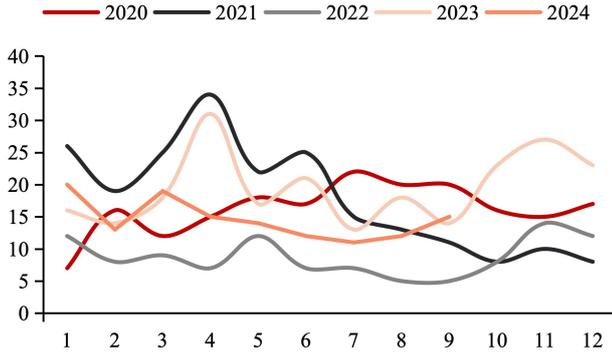
2023/2024 年度中国自美国进口大豆占比约为 23.99%。因此美国选举将对国内豆油供需产生较大影响，特朗普已经胜选，具体来看，首先，回顾 2018 年特朗普在位时，发动了贸易战使得我国不得已采取减少美国大豆进口的方式进行反制，最终造成了美豆价格的下跌和国内豆系价格上涨。本次特朗普也大概率会继续选择对中国提高进口关税的政策，而中国的反制手段也将再度引起大豆贸易流的变化。其次，中美之间的贸易摩擦还可能带来人民币汇率的贬值，从而抬升进口大豆的成本。

菜油方面，根据中国海关数据，截止 2024 年 9 月底，中国菜籽油进口量累计为 14.56 万吨，同比减少 31 万吨，减幅 19.14%，全年菜籽油进口量均保持低位运行，但 9 月以后菜籽油进口量有所上升。

菜籽方面，截止 9 月底，全年进口量为 423.14 万吨，基本与去年同期累计量 423.64 万吨持平，由于今年大部分时间进口菜籽压榨利润丰厚，导致 6 月以后菜籽进口量一直处于较高水平，其中 9 月进口量大幅攀升，达到 80.69 万吨的历史高值。

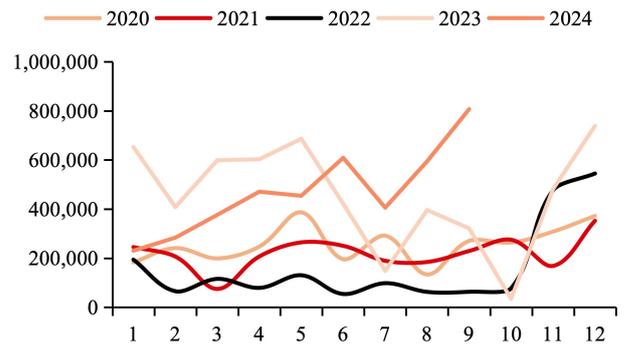
同时商务部 9 月 3 日新闻发布会谴责加方对自华进口产品采取歧视性的单边限制措施，并计划依法对加菜籽开展反歧视调查，9 月 9 日发布公告，商务部获得的初步证据显示，原产于加拿大的进口油菜籽以低于正常价值的价格向中国出口，存在倾销行为。导致明年进口菜籽买船较少。

图 33：中国菜油月度进口量 | 单位：万吨



数据来源：钢联、中国海关、华泰期货研究院

图 34：中国菜籽月度进口量 | 单位：吨



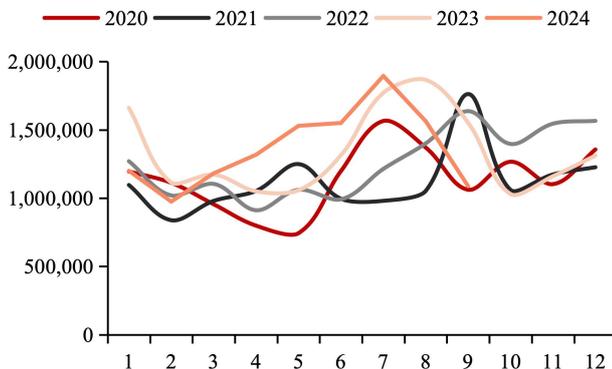
数据来源：钢联、中国海关、华泰期货研究院

此次调查确定的倾销调查期为 2023 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，产业损害调查期为 2021 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日。调查期限为 2024 年 9 月 9 日开始，通常应在 2025 年 9 月 9 日前结束调查，特殊情况下可延长 6 个月，因此对于未来菜籽供需影响还将持续。

5.2 印度市场

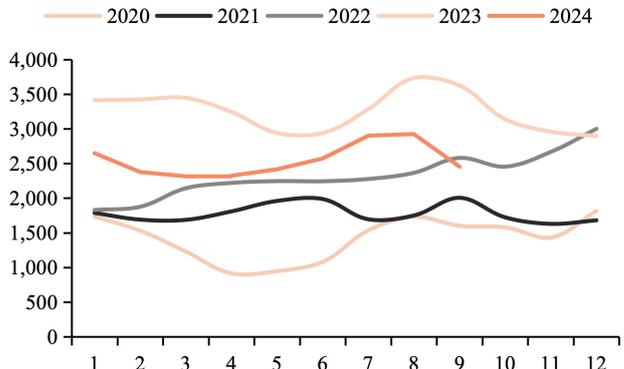
印度是进口植物油大国，自 2023 年以来印度进口植物油一直处于较高水平，根据印度溶剂萃取商协会（SEA）数据，印度 2023/24 年度植物油进口量为 1620 万吨，上年度为 1670 万吨，2024 年 1-9 月，印度已累计进口植物油 1230.27 万吨，同比累计为 1256.14 万吨，今年基本维持高位水平。10 月棕榈油进口量比 9 月增长 60%，达到 845682 吨；豆油进口量下降 11%，至 341818 吨；葵花籽油进口量增长 56.5%，至 239116 吨。

图 35：印度植物油进口量 | 单位：吨



数据来源：钢联、SEA、华泰期货研究院

图 36：印度植物油库存 | 单位：千吨



数据来源：钢联、SEA、华泰期货研究院

印度强劲的植物油进口主要来自两个驱动，一方面，印度政府 9 月宣布将毛食用油和精炼食用油的进口税大幅提高 20 个百分点，将精炼棕榈油、精

炼葵花籽油和精炼大豆油的进口关税从目前的 12.5% 提高至 32.5%。除进口税外，还将征收 5% 的农业基础设施发展附加税。印度国内关税提升导致国内植物油价格大幅攀升，进口利润刺激了印度国内油脂进口，尤其是对棕榈油和豆油的进口都出现明显增长。

另一方面，虽然印度植物油进口量大幅增长，但整体国内库存一直维持稳定水平，截止 2024 年 9 月底植物油库存为 245.4 万吨，同比减少 32.32%，但 2020-2023 年 9 月库存均值为 245.35 万吨，基本与今年维持一致。今年总体库存水平较为稳定，这主要得益于国内消费的强劲。

六、生物柴油影响

6.1 全球生物柴油趋势

全球生物柴油和氢化植物油消费呈现快速增长，其中 2020-2023 年中国、美国、印尼、巴西的复合增长率分别达到 12.47%、14.82%、10.12%、和 4.06%。预计 2024 年全球生物柴油及氢化植物油总产量增长 4.12% 达到 63.29 百万吨，其中欧盟生产 15.15 百万吨，美国生产 14.95 百万吨，印尼生产 11.60 百万吨，巴西 7.78 百万吨。

表 8：生物柴油及氢化植物油：全球产量 | 单位：百万吨

	1-12 月					2020-2023 年年均复合增长率 (%)
	2024F	2023	2022	2021	2020	
欧盟 27 国	15.15*	15.44	15.34	15.25	15.40	0.06%
英国	0.33*	0.34	0.31	0.33	0.31	2.34%
美国	14.95*	13.66	10.23	8.50	7.86	14.82%
加拿大	0.78*	0.44	0.31	0.37	0.39	3.06%
阿根廷	1.30*	0.83	1.91	1.72	1.16	-8.03%
巴西	7.78*	6.59	5.47	5.91	5.62	4.06%
哥伦比亚	0.80*	0.78	0.74	0.68	0.53	10.14%
中国	2.40*	2.40	2.20	1.80	1.50	12.47%
印度	1.15*	0.80	0.50	0.25	0.15	51.97%
新加坡	2.30*	2.08	1.75	1.80	1.8	3.68%
印尼	11.60*	11.00	10.1	8.44	7.48	10.12%

	1-12月					2020-2023 年年均复合增长率 (%)
马来西亚	1.10*	1.30	1.17	0.92	0.91	9.33%
泰国	1.65*	1.60	1.40	1.60	1.65	-0.77%
其他国家	2.00*	1.91	1.81	1.88	1.79	1.64%
总计	63.29*	59.17	53.24	49.46	46.57	6.17%
变化	+4.12*	+5.93	+3.78	+2.89	+0.40	

资料来源：USDA、油世界、华泰期货研究院

6.2 中国生柴分析

具体来看，中国主要以废弃食用油（UCO）为主，其主要用于一代生物柴油（酯基生物柴油）、二代生物柴油（烃基生物柴油）以及可持续航空燃料（SAF）的原料。根据海关统计，中国 2023 年出口 UCO 数量超过 200 万吨，2024 年前 7 个月，中国已出口 158 万吨废弃食用油，较去年同期的 102 万吨增长 54.9%。

中国的废弃食用油除了直接出口国外以外，还在提炼加工后以生物柴油进行出口。根据海关数据，2023 年中国生物柴油对欧盟的出口量高达 180 万吨，占比生物柴油出口总量的 90%。2024 年 8 月，欧盟委员会开始对从中国进口的生物燃料征收临时反倾销税，税率从 12.8% 到 36.4% 不等。由于关税的影响，中国生物柴油出口量明显下跌。据海关数据显示，2024 年 8 月中国生物柴油出口量约为 6 万吨，环比下降 40.82%，同比下降 62.78%。

6.3 印尼生柴分析

印尼生物柴油主要使用棕榈油作为主要原料。BPDP 报告称，2024 年 1 月至 9 月期间，印尼生物柴油计划补贴达到 17.03 万亿印尼盾。这笔补贴用于支付生物柴油和柴油市场指数价格的差额，约补贴了 77 亿升生柴。近年来印尼积极推动生物柴油发展，以降低印尼对进口石化燃料的依赖及国内植物油供应压力。从 2013 年强制补贴燃油必须掺加 10% 的生物柴油开始，2018 年推进实施 B20 计划，2021 年强推 B30，2023 年推进实施 B35 计划后，印尼能源和矿产资源部于 2024 年 8 月宣布自 2025 年 1 月 1 日起，将强制实施含有 40% 生物柴油的生物燃料油（BBM）标准，即 B40。印尼能源部估计，B40 指令一旦实施，将使生物柴油消费量从今年预计的 1300 万立方米增至 2025 年的 1600 万立方米。印尼生物燃料生产商协会此前估计，B40 指令将使印尼用于生物柴油的棕榈油用量从今年的 1100 万吨增至 2025 年的 1390 万吨。印尼棕榈油生产商协会数据显示，虽然 2019 年以来，受到

生物柴油规定和国内食用油强制销售等政策的推动印尼棕榈油消费量年均增长率为 7.6%，但产量每年增长不到 1%。因此生柴政策的实施，将加剧棕榈油产区的供需矛盾。

但需要关注的是，虽然 11 月 13 日印尼政府向议员重申，将于 2025 年 1 月实施 B40 生物柴油计划，作为新政府“快速成果”计划的一部分。这一计划是由印尼能源部长 Bahlil Lahadalia 在一次演讲中提到的，他也在议会听证会上表示，政府预计将在 2026 年实施 B50 计划。

但是，一方面，印尼 B40 计划的推动已经使得棕榈油价格大幅上涨，棕榈油相对其他竞争食用油的溢价扩大，削弱价格敏感买家的需求。另一方面，印尼棕榈油基金机构（BPDPKS）负责人曾表示，希望政府为其生物柴油计划制定新的融资政策，因为棕榈油基生物燃料用量预计大。印尼棕榈油基金负责收取棕榈油出口费，用来补贴棕榈油燃料和化石燃料的价格差以及印尼油棕树的重播项目。如果 2025 年印尼计划将生物柴油强制掺混比例从目前的 35% 增至 40%，BPDPKS 估计补贴支出将增加，而收取的棕榈油出口费预期下降。BPDPKS 首席执行官 Abdurrachman 在印尼棕榈油行业会议上表示如果从 1 月开始实施 B40，该基金将需要 47 万亿印尼盾（29.8 亿美元）的补贴，而 2025 年的收入预计约为 20 万亿至 21 万亿印尼盾，因此 B40 会增加印尼自身的经济负担，因此需要关注后续 B40 计划的落实情况。

6.4 美国生柴分析

豆油是美国生物柴油的主要原料，美国能源信息署（EIA）10 月公布的数据显示，美国生物柴油的产能目前约为 13.6 万桶/日。去年美国新建了 5 个可再生柴油生产厂，使美国的可再生柴油和其他生物燃料的产量增加了 44%，达到 28.2 万桶/日。美国可再生柴油生产工厂总数达到 22 个。今年年初，美国西海岸的可再生柴油产能比去年增加了 2.5 倍，达到 8.2 万桶/日。美国生物柴油的蓬勃发展，极大拉动了美国国内豆油消费。

6.5 美国选举对生柴影响

各国生物柴油政策近年来频频发布，生物柴油发展步入了一个快车道。植物油脂作为生物柴油的原材料，在生物柴油需求的引爆下，消费也将大幅增加。因此油脂的消费量从长期看，会是一个稳定上升的过程，但需要注意短期政策的落实情况和变化

近期特朗普当选美国新一任总统后会有一定政策风险，他提倡以石油和天然气为主导，全球范围内鼓励更多国家对传统化石燃料的开采和使用，从而扩大传统能源产能，降低能源价格，进而对生物柴油价格形成一定的冲击。

同时他对绿色能源持有消极态度，近日就任命纽约州前国会议员 Lee Zeldin 预计担任美国环境保护署署长，其是生物燃料行业的反对者。特朗普的一系列主张和行动都预示着可能会对生物柴油形成直接冲击，众多生物柴油规划产能和消费将会停滞，放缓油脂消费，从而利空植物油市场。因此需要高度警惕美国生物柴油政策的变化。

七、行情展望

后市看，油脂长期依然具备上涨驱动，驱动主要来自在宏观回暖、原油价格支撑、产量瓶颈、极端天气和中外国际贸易关系等方面。

具体来看，豆油方面，首先据 USDA11 月供需报告，2024/25 年度美国大豆单产和产量预期大幅下调，收紧了美豆的供应端，但是整体供应依然还是较为宽松。其次，为了满足生物燃料制造商激增的植物油需求，美国的大豆压榨产能激增，周五 NOPA 发布月度压榨报告显示 10 月 2024 年 10 月大豆压榨量为 1.99959 亿蒲式耳，高于市场预期，同时豆油库存为 10.69 亿磅，低于市场预期。最后，南美地区降水丰沛，新季大豆播种非常顺利，国内外机构纷纷给出丰产预估。但是，南美天气即将进入拉尼娜状态，对于产区天气还是存在一定的不确定性，回顾历史，“三峰拉尼娜”曾对巴西南部和阿根廷北部造成减产影响。整体对于豆油还具备一定的支撑。

棕榈油方面，棕榈油印尼产区今年产量下滑明显，SPPOMA 数据显示 11 月 1-10 日马来西亚棕榈油产量环比减 3.49%，产地也进入减产周期。今年受海外需求国需求强劲影响，整体产地国出口强劲，产地价格大幅上涨。虽然棕榈油价格上涨可能会抑制一部分消费和加重产地国新能源政策实施成本，但近期印尼重申了 B40 将于 2025 年 1 月实施，棕榈油产地报价继续坚挺，国内棕榈油进口利润窗口难以打开，远月买船较少，在产地增产季来临之前预计供应偏紧。国内豆棕价差倒挂进一步加深，国内棕榈油基差稳定，现货成交较少。整体看，产地进入减产季后产量将下滑，印尼自身需求的增加导致出口量减少，泰国严禁棕榈油出口后，全球棕榈油需求将更依赖马来，欧盟将零毁林法规推迟，利好棕榈油出口，支撑马棕盘面。高价格下国内需求抑制明显，但国内只能被动接受产地的高价，后期看预计棕榈油下跌空间不大。

菜籽油方面，受马棕上涨、欧洲油菜籽强势和加拿大菜籽出口数据亮眼影响，加拿大菜籽期货上涨幅度较大，叠加中加贸易摩擦，对菜籽未来进口带来一定不确定性，虽然近期加拿大农业部长访华，但对中国实施的歧视性

关税依然没有实质改变，因此后期对加拿大菜籽影响大概率依然会延续。全球今年欧洲菜籽产量下滑，加剧了区域间的不平衡，使得更多的菜籽流向欧洲，因此加拿大谷物委员会数据显示，自 2024 年 8 月 1 日至 2024 年 11 月 10 日，加拿大油菜籽出口量为 336.46 万吨，较上一年度同期的 164.97 万吨增加 104%。截至 11 月 10 日，加拿大油菜籽商业库存为 149.64 万吨。整体对于菜油价格还是具备一定的支撑。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道 1 号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com



客服热线：400-628-0888

官方网址：www.htfc.com

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街 1 号 10 层 1001-1004、1011-1016 房