

国际生柴政策反复，油脂行情来回拉锯

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

油脂观点

■ 市场分析

5 月份油脂盘面分化，豆油下跌，棕榈油上涨，菜油震荡偏强运行。5 月棕榈油因月初中国和印度集中补库大量买船支撑产地价格、产地增产不及预期、产地库存偏低和马来生物柴油政策支撑棕榈油价格偏强运行。豆油则因美豆种植顺利、阿根廷大豆上市、国内大豆集中到港、国内油厂开机率提高等因素表现较弱；菜油则因外盘 ICE 菜籽强势带动国内菜系表现较强。5 月豆棕价差继续倒挂，截至 5 月 30 日，豆棕 09 价差-422，菜棕 09 价差 1288。

后市看，豆油方面，美豆种植区天气良好，美豆种植顺利推进，USDA 作物周报显示截至 5 月 25 日，美国大豆播种进度达到 76%，高于五年均值 68%；出苗率为 50%，也高于历史均值 50%。目前巴西大豆出口同样顺利进行，据 Anec 数据，巴西 5 月份大豆出口量料达到 1,403 万吨。2024/25 年度的前三季度，即 9 月至 5 月份，巴西大豆出口量已超过 5000 万吨，其中 75%运往中国。本年度迄今中国已采购 4800 万吨巴西大豆，2250 万吨美国大豆，以及 680 万吨阿根廷大豆。海关数据显示 4 月中国大豆进口量为 608.1 万吨同比减少 29.06%，5 月后，我国进口大豆通关加快，据国家粮油信息中心数据，6-8 月进口大豆将集中到港，预期 6 月进口到港 1200 万吨，7 月 950 万吨，8 月 850 万吨。二是油厂开机率快速回升。据反映，随着大豆通关入厂，油厂周度压榨量快速回升至 225 万吨左右，未来两个月油厂将维持高开机率。在高压榨背景下库存及现货基差预计均有压力，市场普遍认为 Y7-9 的估值偏高。整体看，国际生物柴油政策变化不断，整体稍偏空，原油低位也给了油脂压力，不过 6 月存在收储和天气炒作预期，且豆棕现货价差依旧偏离较大，对豆油消费有一定拉动。

棕榈油方面，5 月 30 日，GAPKI 数据显示，3 月印尼棕榈油产量 439 万吨；棕榈油（含精炼棕榈油产品）出口 288 万吨，高于去年同期的 256 万吨；3 月底棕榈油库存 204 万吨，上月为 225 万吨，产地库存压力不大。印尼下调 2025 年 6 月毛棕榈油参考价至 856.38 美元/吨，在新参考价格下，6 月毛棕榈油出口关税将为 52 美元/吨，低于上个月的每吨 74 美元。SPPOMA 数据显示 5 月 1-25 日南马来西亚棕榈油产量环比增长 0.7%，远低于本月中上旬的增幅，利好棕榈油。船运高频数据显示马来 1-25 日出口数据环比增长较多。5 月初，产地棕榈油下跌后，中国、印度出现进口窗口期，且两国的棕榈油库存都处于低位，都在集中补库。5 月 29 日，马来将把地面运输车辆的生物柴油掺混比

例从 B10 提升至 B20。目前马来西亚全国实施 10%的生物柴油强制掺混政策，会拉动棕榈油的消费，但周期可能较长；美国最新生柴政策会削弱豆油在生物柴油行业的需求前景；各国生物柴油政策依旧存在较大不确定性。海关数据显示 4 月棕榈液油进口 15.68 万吨 1-4 月中国棕榈液油进口累计 53.61 万吨，较去年同期减少 15.97 万吨，降幅 22.96%。由于有洗船，国内棕榈油 5 月实际到港或低于市场预估，基差价格相对坚挺。华东现货报价较少，华北区域由于未来到港增加，基差有下降预期。因豆棕价差依旧倒挂，国内棕榈油仍处于低消费、低库存、低进口格局。

菜籽油方面，加拿大谷物委员会数据显示，截至 5 月 25 日当周，2024 年 8 月 1 日至 2025 年 5 月 25 日，加拿大油菜籽出口量为 834.87 万吨，较上一年度同期的 524.12 万吨增加 59.29%。截至 5 月 25 日，加拿大油菜籽商业库存为 91.99 万吨。5 月底加拿大菜籽种植区迎来阵雨，改善了土壤墒情，菜籽承压下跌。但 5 月菜籽上涨幅度依旧较大，截至 5 月 30 日收盘，ICE 菜籽期货 07 合约 711.1 加元/吨，相较 4 月底上涨接近 30 加元/吨。目前市场焦点集中在加拿大菜籽种植进度和产区天气上。海关数据显示，4 月菜油进口量 18.20 万吨，1-4 月菜油累计进口 91.36 万吨，较去年同期增 35.37%；4 月菜籽进口量 48.92 万吨，1-4 月菜籽累计进口 138.8 万吨，较去年同期增 1.98%。由于加拿大可供出售菜籽不多，且 5 月菜籽价格大幅上涨，国内远月菜籽买船较少，据 Mysteel 数据，6 月沿海地区进口菜籽预估到港船数 3 条，菜籽数量约 19.5 万吨；7 月菜籽预估到港 1 船 6.5 万吨，8 月菜籽预估到港 1 船 6.5 万吨。国内菜籽库存低位，菜籽后市供应趋紧，油厂挺价意愿较强，支撑菜油价格。不过国内菜油库存高位，且现货成交疲软，短期压制菜油行情。

■ 策略

谨慎看空

■ 风险

无

目录

策略摘要	1
油脂市场分析	4

图表

图 1: 全球大豆库销比 单位: %	6
图 2: 全球菜籽库销比 单位: %	6
图 3: 马来西亚初榨棕榈油产量 单位: 万吨	6
图 4: 马来西亚棕榈油单产 单位: 吨/公顷	6
图 5: 马来西亚棕榈油出口 单位: 万吨	6
图 6: 马来西亚棕榈油库存 单位: 万吨	6
图 7: 印度尼西亚棕榈油出口量 单位: 万吨	7
图 8: 印尼棕榈油期末库存 单位: 万吨	7
图 9: 中国主要油厂豆油库存 单位: 万吨	7
图 10: 中国沿海油厂菜油库存 单位: 万吨	7
图 11: 华东菜油库存 单位: 万吨	7
图 12: 中国棕榈油库存 单位: 万吨	7
图 13: 三大油脂库存 单位: 万吨	8
图 14: 菜油进口量 单位: 万吨	8
图 15: 中国豆油进口量 单位: 万吨	8
图 16: 中国棕榈液油进口量 单位: 万吨	8
图 17: 天津一级豆油基差 单位: 元/吨	8
图 18: 广东棕榈油基差 单位: 元/吨	8
图 19: 江苏四级菜油基差 单位: 元/吨	9
图 20: 广东区域豆-棕油价差 单位: 元/吨	9
图 21: 广东区域豆-菜油价差 单位: 元/吨	9
图 22: 菜油进口盘面利润 单位: 元/吨	9
图 23: 豆油进口盘面利润 单位: 元/吨	9
图 24: 棕榈油进口盘面利润 单位: 元/吨	9
图 25: 中国大豆周度压榨量 单位: 万吨	10
图 26: 中国菜籽周度压榨量 单位: 万吨	10

油脂市场分析

■ 价格行情

期货方面，5月收盘棕榈油2509合约8060元/吨，环比上涨174元，涨幅2.13%；收盘豆油2509合约7638元/吨，环比下跌142元，跌幅1.81%；收盘菜油2409合约9438元/吨，环比下跌7元，跌幅0.075%。现货方面，广东地区棕榈油现货价格8470元/吨，环比下跌50元/吨，跌幅0.57%，现货基差P09+410，环比下跌224；天津地区一级豆油现货价格7850元/吨，环比下跌290元/吨，跌幅3.56%，现货基差Y09+212，环比下跌148；江苏地区四级菜油现货价格9530元/吨，环比上涨20元/吨，涨幅0.21%，现货基差OI09+182，环比上涨27。

■ 棕榈油供需

供应方面，据马来西亚棕榈油压榨商协会（SPPOMA）最新数据显示，2025年5月1-25日马来西亚棕榈鲜果串单产减少1.06%，出油率提高0.34%，棕榈油产量增加0.73%。需求方面，月棕榈油24度现货日均价8530-8880元/吨，较上月运行区间下调，5月30日连盘棕榈油与豆油期货主力收盘价差-422元/吨，各市场现货基差呈弱下行，油厂成交量略有增加，但豆棕现货价差倒挂幅度持续，下游消费维持刚需。Mysteel统计，5月全国重点油厂棕榈油成交量16423吨，较4月12523吨增加3900吨，增幅31.14%。据Mysteel调研显示，截至2025年5月23日（第21周），全国重点地区棕榈油商库存33.87万吨，环比上月减少2.93万吨，减幅7.96%；同比去年39.60万吨减少5.73万吨，减幅14.47%。

■ 豆油供需

供应方面，据海关总署数据显示：中国2025年4月大豆进口608.1万吨，环比3月进口增加257.8万吨，较2024年4月进口量同比减少249万吨，跌幅为29.06%。2025年1-4月中国累计进口大豆总量为2319万吨，同比减少395.5万吨，减幅为14.6%。我国进口大豆通关加快，据国家粮油信息中心数据，6-8月进口大豆将集中到港，预期6月进口到港1200万吨，7月950万吨，8月850万吨。据中国海关数据显示：2025年4月国内豆油进口量4355.405吨，环比减幅13.20%。截至2025年1-4月国内豆油进口累计22898.519吨，较去年同期增加60929.70吨，累计同比降幅69.46%。Mysteel农产品团队对国内动态全样本油厂跟踪统计，2025年5月，全国油厂大豆压榨为902.98万吨，较上月增加364.05万吨，增幅67.55%；较去年同期增加45.57万吨，增幅5.31%。2025年1-5月全国大豆压榨量为3450.64万吨，较去年同期减幅3.62%。需求方面，本统计月期内，国内重点油厂豆油散油成交总量39.66万吨，日均成交量2.2万吨，较上月成交总量环比减少60.63%，日均成交量减少32.72%。据Mysteel调研显示，截至2025年

5月23日（第21周），全国重点地区豆油商业库存69.72万吨，环比上周增加4.09万吨，增幅6.23%，同比减少21.82万吨，跌幅23.84%。海关大豆通关时间缩短，油厂开机逐步恢复，5月底开机明显增加下，库存底部回升。但终端需求有限，在豆油供应大幅增加下，库存料将进一步累库。

■ 菜油供需

供应方面，据Mysteel统计，5月沿海油厂菜籽压榨量为34.05万吨，较上月下跌11.90万吨。随着可压榨菜籽减少，开机整体不高。6、7月之后菜籽买船较少，断籽停机油厂或增多，有菜籽库存油厂消耗现有菜籽库存为主，预计6月压榨或小幅下跌。根据Mysteel统计，5月沿海油厂菜油产量为13.96万吨，较上月减少5.67万吨。随着菜籽压榨量的减少菜油产出下滑。油厂菜油库存15.04万吨，华东港口库存61.55万吨，油厂整体库存高位，短期菜油供大于求。需求方面，根据Mysteel统计，5月沿海油厂菜油提货量为12.42万吨，较上月减少5.18万吨。菜油消费一般，市场消耗前期库存为主。油厂菜油提货速度不快，油厂催提。进入6月之后，储备入库或增多，菜油或缓慢去库。库存方面，截止5月全国进口菜籽库存21.9万吨，环比减少3.6万吨；沿海油厂菜油库存15.04万吨，环比增加1.54万吨。

■ 后市展望

5月份油脂盘面分化，豆油下跌，棕榈油上涨，菜油震荡偏强运行。5月棕榈油因月初中国和印度集中补库大量买船支撑产地价格、产地增产不及预期、产地库存偏低和马来生物柴油政策支撑棕榈油价格偏强运行。豆油则因美豆种植顺利、阿根廷大豆上市、国内大豆集中到港、国内油厂开机率提高等因素表现较弱；菜油则因外盘ICE菜籽强势带动国内菜系表现较强。5月豆棕价差继续倒挂，截至5月30日，豆棕09价差-422，菜棕09价差1288。

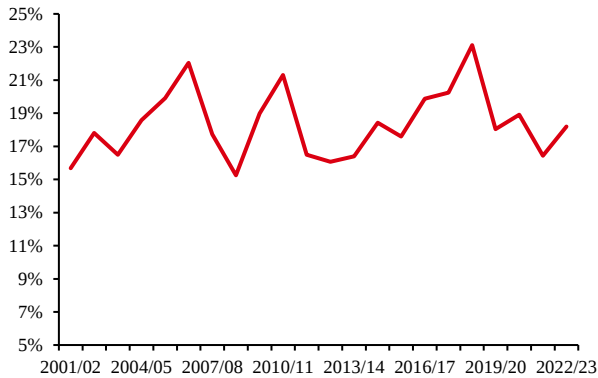
后市看，豆油方面，美豆种植区天气良好，美豆种植顺利推进，USDA作物周报显示截至5月25日，美国大豆播种进度达到76%，高于五年均值68%；出苗率为50%，也高于历史均值50%。目前巴西大豆出口同样顺利进行，据Anec数据，巴西5月份大豆出口量料达到1,403万吨。2024/25年度的前三季度，即9月至5月份，巴西大豆出口量已超过5000万吨，其中75%运往中国。本年度迄今中国已采购4800万吨巴西大豆，2250万吨美国大豆，以及680万吨阿根廷大豆。海关数据显示4月中国大豆进口量为608.1万吨同比减少29.06%，5月后，我国进口大豆通关加快，据国家粮油信息中心数据，6-8月进口大豆将集中到港，预期6月进口到港1200万吨，7月950万吨，8月850万吨。二是油厂开机率快速回升。据反映，随着大豆通关入厂，油厂周度压榨量快速回升至225万吨左右，未来两个月油厂将维持高开机率。在高压榨背景下库存及现货基差预计均有压力，市场普遍认为Y7-9的估值偏高。整体看，国际生物柴油政策变化不断，

整体稍偏空，原油低位也给了油脂压力，不过 6 月存在收储和天气炒作预期，且豆棕现货价差依旧偏离较大，对豆油消费有一定拉动。

棕榈油方面，5 月 30 日，GAPKI 数据显示，3 月印尼棕榈油产量 439 万吨；棕榈油（含精炼棕榈油产品）出口 288 万吨，高于去年同期的 256 万吨；3 月底棕榈油库存 204 万吨，上月为 225 万吨，产地库存压力不大。印尼下调 2025 年 6 月毛棕榈油参考价至 856.38 美元/吨，在新参考价格下，6 月毛棕榈油出口关税将为 52 美元/吨，低于上个月的每吨 74 美元。SPPOMA 数据显示 5 月 1-25 日马来西亚棕榈油产量环比增长 0.7%，远低于本月中上旬的增幅，利好棕榈油。船运高频数据显示马来 1-25 日出口数据环比增长较多。5 月初，产地棕榈油下跌后，中国、印度出现进口窗口期，且两国的棕榈油库存都处于低位，都在集中补库。5 月 29 日，马来将把地面运输车辆的生物柴油掺混比例从 B10 提升至 B20。目前马来西亚全国实施 10% 的生物柴油强制掺混政策，会拉动棕榈油的消费，但周期可能较长；美国最新生柴政策会削弱豆油在生物柴油行业的需求前景；各国生物柴油政策依旧存在较大不确定性。海关数据显示 4 月棕榈液油进口 15.68 万吨 1-4 月中国棕榈液油进口累计 53.61 万吨，较去年同期减少 15.97 万吨，降幅 22.96%。由于有洗船，国内棕榈油 5 月实际到港或低于市场预估，基差价格相对坚挺。华东现货报价较少，华北区域由于未来到港增加，基差有下降预期。因豆棕价差依旧倒挂，国内棕榈油仍处于低消费、低库存、低进口格局。

菜籽油方面，加拿大谷物委员会数据显示，截至 5 月 25 日当周，2024 年 8 月 1 日至 2025 年 5 月 25 日，加拿大油菜籽出口量为 834.87 万吨，较上一年度同期的 524.12 万吨增加 59.29%。截至 5 月 25 日，加拿大油菜籽商业库存为 91.99 万吨。5 月底加拿大菜籽种植区迎来阵雨，改善了土壤墒情，菜籽承压下跌。但 5 月菜籽上涨幅度依旧较大，截至 5 月 30 日收盘，ICE 菜籽期货 07 合约 711.1 加元/吨，相较 4 月底上涨接近 30 加元/吨。目前市场焦点集中在加拿大菜籽种植进度和产区天气上。海关数据显示，4 月菜油进口量 18.20 万吨，1-4 月菜油累计进口 91.36 万吨，较去年同期增 35.37%；4 月菜籽进口量 48.92 万吨，1-4 月菜籽累计进口 138.8 万吨，较去年同期增 1.98%。由于加拿大可供出售菜籽不多，且 5 月菜籽价格大幅上涨，国内远月菜籽买船较少，据 Mysteel 数据，6 月沿海地区进口菜籽预估到港船数 3 条，菜籽数量约 19.5 万吨；7 月菜籽预估到港 1 船 6.5 万吨，8 月菜籽预估到港 1 船 6.5 万吨。国内菜籽库存低位，菜籽后市供应趋紧，油厂挺价意愿较强，支撑菜油价格。不过国内菜油库存高位，且现货成交疲软，短期压制菜油行情。

图 1:全球大豆库销比 | 单位: %



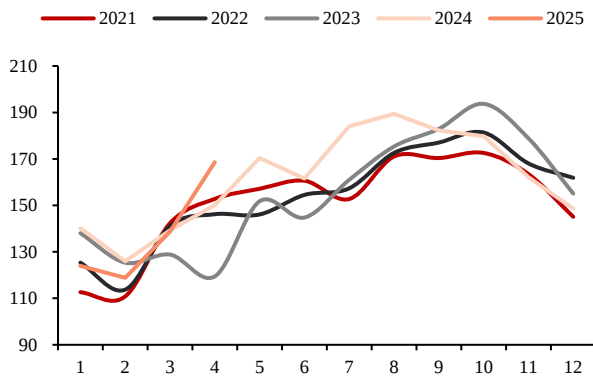
数据来源: USDA 华泰期货研究院

图 2:全球菜籽库销比 | 单位: %



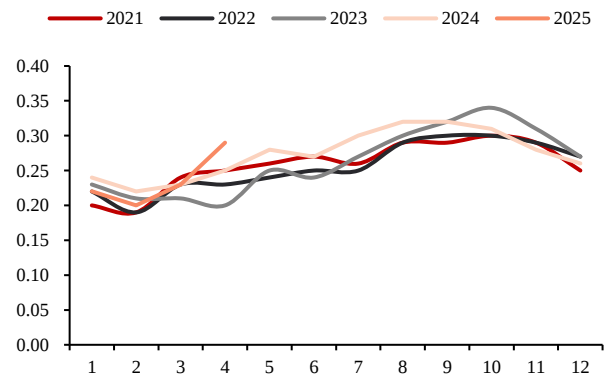
数据来源: USDA 华泰期货研究院

图 3:马来西亚初榨棕榈油产量 | 单位: 万吨



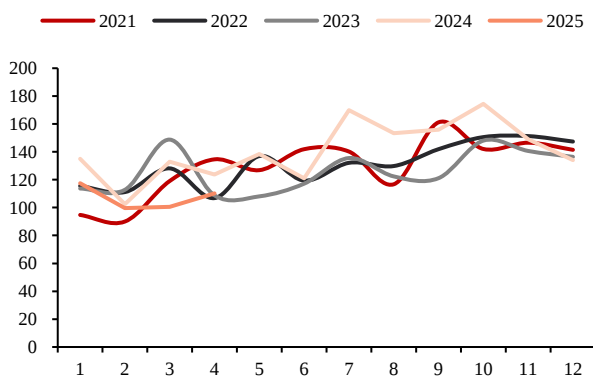
数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 4:马来西亚棕榈油单产 | 单位: 吨/公顷



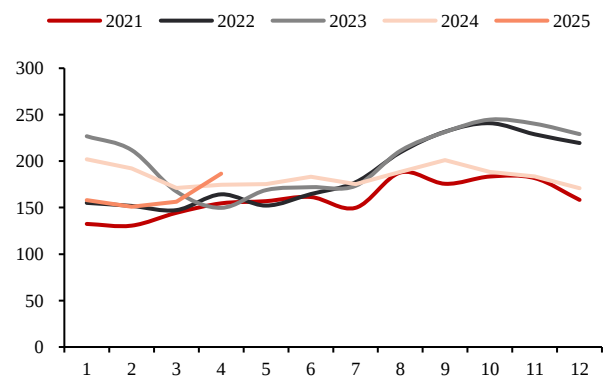
数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 5:马来西亚棕榈油出口 | 单位: 万吨



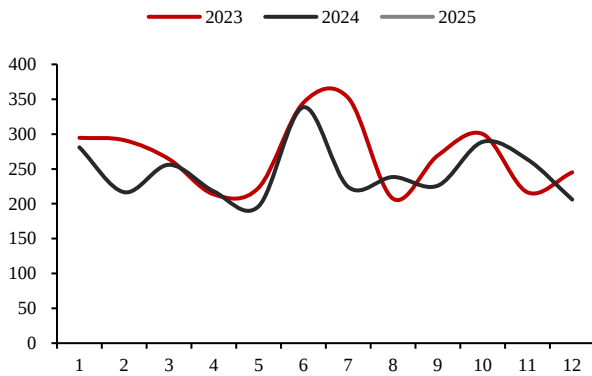
数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 6:马来西亚棕榈油库存 | 单位: 万吨



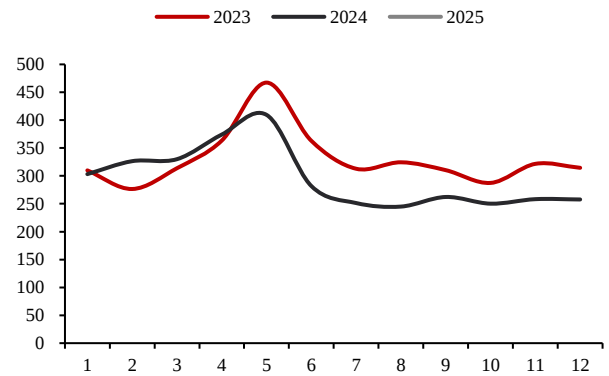
数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 7: 印度尼西亚棕榈油出口量 | 单位: 万吨



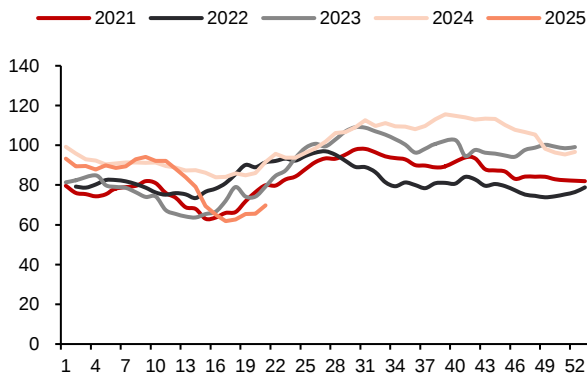
数据来源: GAPKI 华泰期货研究院

图 8: 印尼棕榈油期末库存 | 单位: 万吨



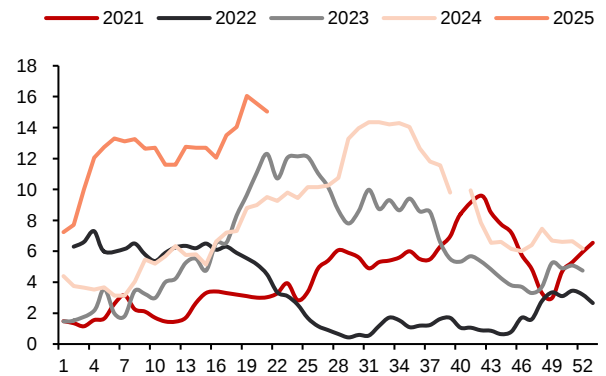
数据来源: GAPKI 华泰期货研究院

图 9: 中国主要油厂豆油库存 | 单位: 万吨



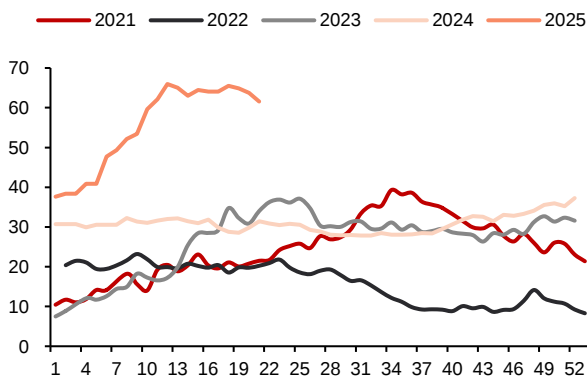
数据来源: 钢联数据华泰期货研究院

图 10: 中国沿海油厂菜油库存 | 单位: 万吨



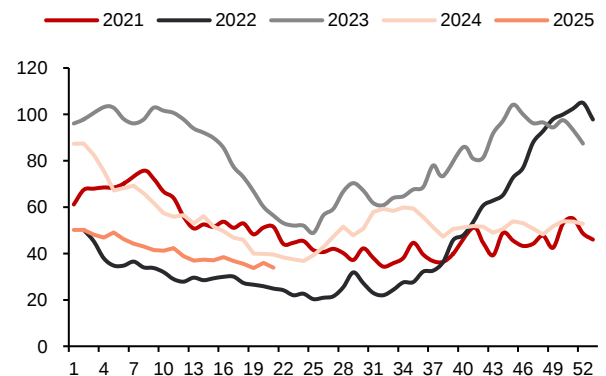
数据来源: 钢联数据华泰期货研究院

图 11: 华东菜油库存 | 单位: 万吨



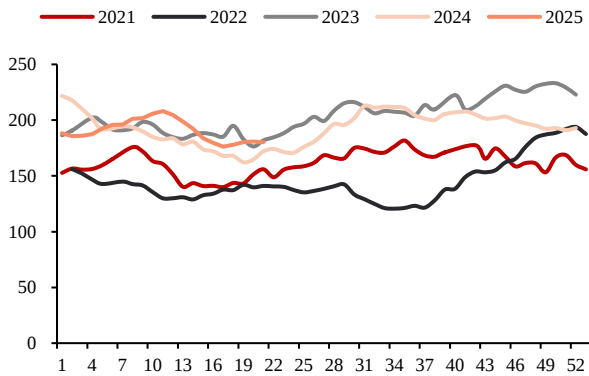
数据来源: 钢联数据华泰期货研究院

图 12: 中国棕榈油库存 | 单位: 万吨



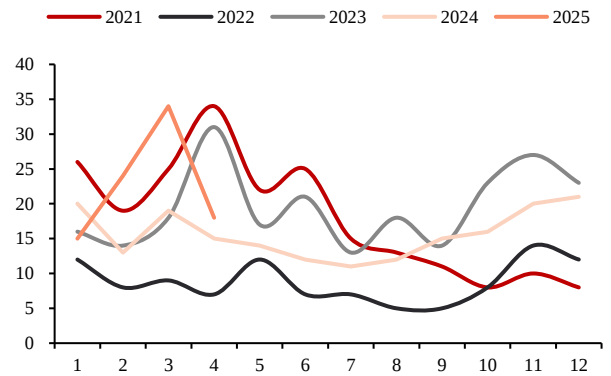
数据来源: 钢联数据华泰期货研究院

图 13: 三大油脂库存 | 单位: 万吨



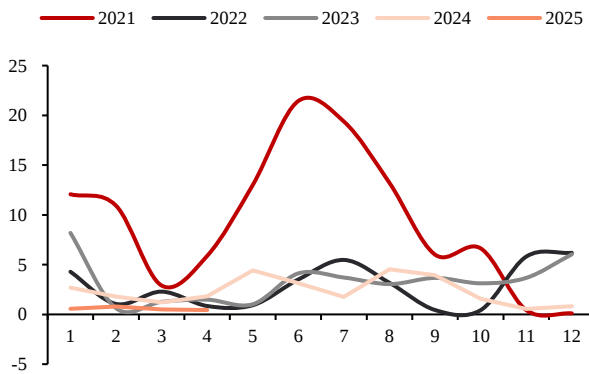
数据来源: 钢联数据华泰期货研究院

图 14: 菜油和芥子油进口量 | 单位: 万吨



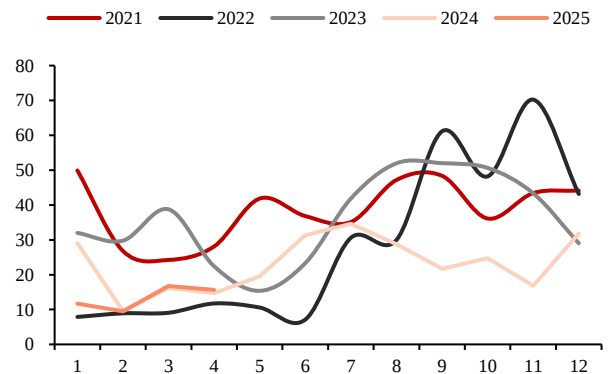
数据来源: 钢联数据华泰期货研究院

图 15: 中国豆油进口量 | 单位: 万吨



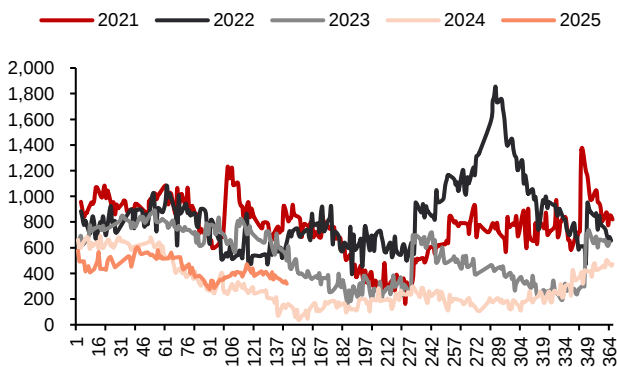
数据来源: 钢联数据华泰期货研究院

图 16: 中国棕榈液油进口量 | 单位: 万吨



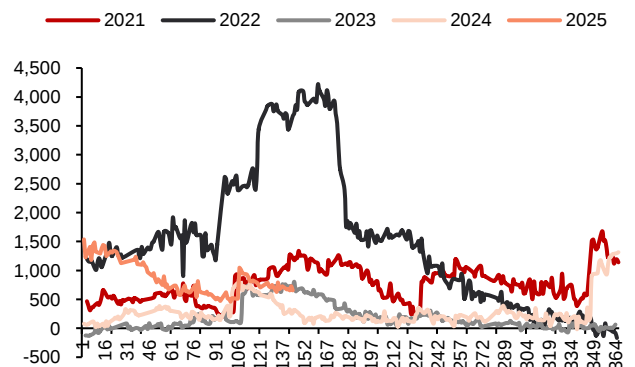
数据来源: 钢联数据华泰期货研究院

图 17: 天津一级豆油基差 | 单位: 元/吨



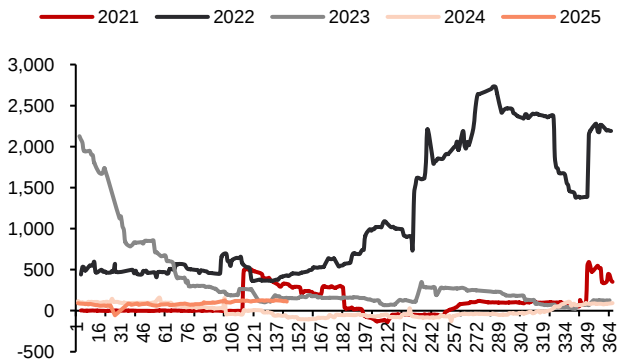
数据来源: 钢联数据华泰期货研究院

图 18: 广东棕榈油基差 | 单位: 元/吨



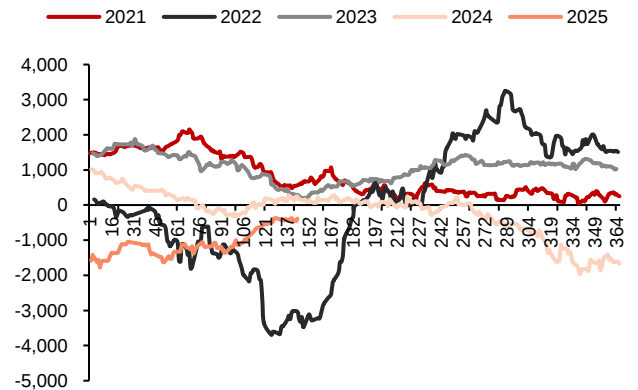
数据来源: 钢联数据华泰期货研究院

图 19:江苏四级菜油基差 | 单位: 元/吨



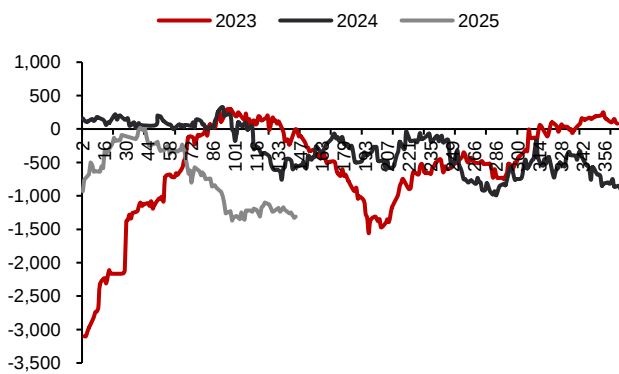
数据来源: 钢联数据华泰期货研究院

图 20:广东区域豆-棕油价差 | 单位: 元/吨



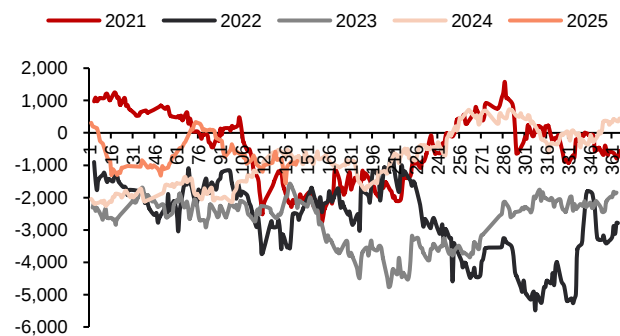
数据来源: 钢联数据华泰期货研究院

图 21:广东区域豆-菜油价差 | 单位: 元/吨



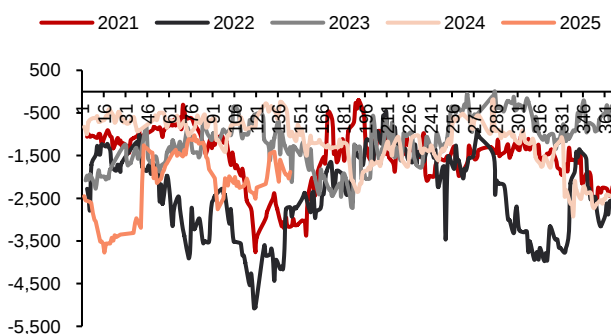
数据来源: 钢联数据华泰期货研究院

图 22:菜油进口盘面利润 | 单位: 元/吨



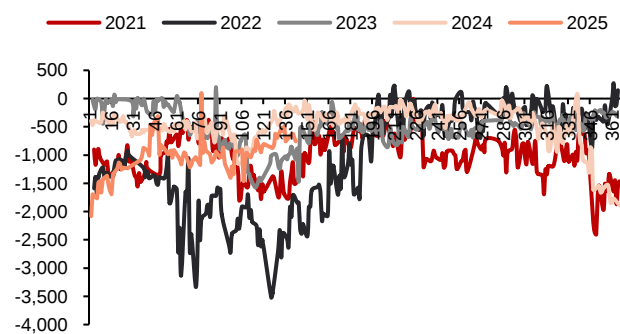
数据来源: 钢联数据华泰期货研究院

图 23:豆油进口盘面利润(阿根廷) | 单位: 元/吨



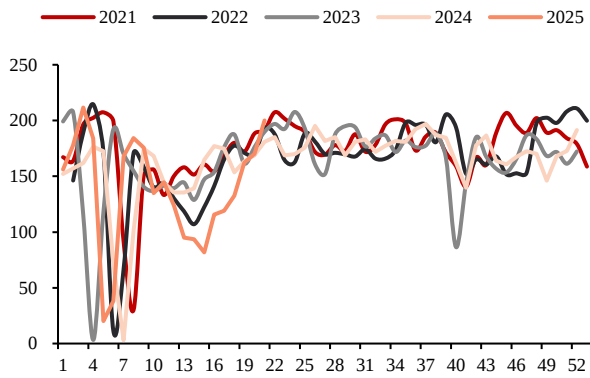
数据来源: 钢联数据华泰期货研究院

图 24:棕榈油进口盘面利润 | 单位: 元/吨



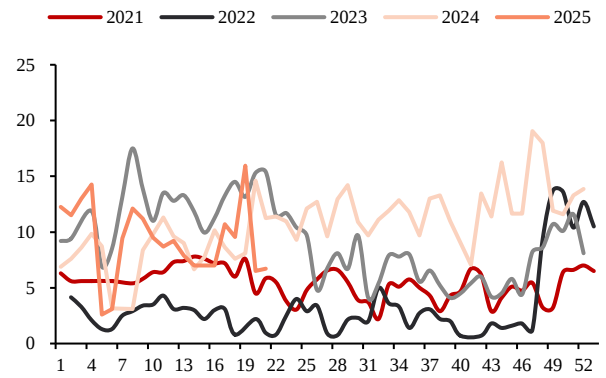
数据来源: 钢联数据华泰期货研究院

图 25: 中国大豆周度压榨量 | 单位: 万吨



数据来源: 钢联数据华泰期货研究院

图 26: 中国菜籽周度压榨量 | 单位: 万吨



数据来源: 钢联数据华泰期货研究院

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利。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