

## 天气、季节性、生柴，油脂如何选择？

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号

### 报告要点

我们认为：在棕油减产季、叠加拉尼娜导致阿根廷新季大豆减产预期、印尼 B40 政策执行、中加贸易关系趋紧等因素驱动下，至 2025 年 1 季度油脂继续震荡上涨概率大，且此期间豆棕价差或持续走弱；在棕油进入增产季，若叠加南美豆丰产预期持续及兑现，2025 年 2 季度油脂下行压力或将增大。

### 摘要：

截止 11 月上旬，2024 年以来的油脂行情可以划分为三个阶段：2024 年 1 月至 5 月，棕油、菜油和豆油先后领涨油脂市场，驱动包括棕油减产季、欧洲菜籽减产、进口大豆成本上升等；2024 年 6 月至 9 月中旬，油脂市场面临着美豆丰产预期和海外经济衰退压力，棕油产量不及预期和美联储降息预期，此期间油脂基本呈现区间运行；2024 年 9 月中旬至 11 月上旬，在中加贸易关系紧张、美联储降息、国内经济支持政策发力、棕油供应预期偏紧等因素驱动下，此期间油脂持续震荡走强，棕油领涨油脂。

展望 2025 年，在 USDA11 月报告超预期下调美豆单产，美豆出口旺季，拉尼娜预期下南美天气炒作及对中美贸易关系担忧等因素驱动下，2024 年四季度至 2025 年 1 季度豆油市场存在上行动力。但美豆产量同比增加、出口预计难有显著改善，若叠加南美豆丰产预期持续及兑现，则远期豆油下行压力将会增大。棕油在 2025 年或将面临产量恢复、生柴对棕油消耗增加的博弈，叠加棕油生产的季节性特征，预计 2024 年 11 月至 2025 年 1 季度棕油供需仍偏紧，而随着棕油进入增产季、印尼棕油产量的同比增加，2025 年 2 季度棕油供需或将逐步相对宽松。菜系方面，国内菜籽菜油的供应面临进口政策的较大不确定性，中加贸易关系的紧张或导致远期国内菜籽供应紧张，而国内菜油进口量受中加贸易关系影响相对较小。综上，2025 年上半年油脂市场关注以下潜在投资机会及逻辑：

**油脂单边机会：**棕油减产季+叠加拉尼娜导致阿根廷新季大豆减产预期+印尼生柴 B40+中加贸易关系趋紧，至 2025 年 1 季度油脂继续震荡上涨概率大；棕油增产季+若南美豆丰产，2025 年 2 季度油脂下行压力或将增大。

**油脂套利机会：**豆棕走缩套利机会，棕油减产季+印尼生柴 B40+南美豆丰产预期，至 2025 年 1 季度豆棕价差或持续走弱。

**风险提示：**棕油产量超预期、南美豆丰产预期、中加贸易关系改善、原油价格下跌、宏观等因素利空油脂价格。

### 农业团队

研究员：  
刘高超  
从业资格号 F3011329  
投资咨询号 Z0012689

王聪颖  
从业资格号：F0254714  
投资咨询号：Z0002180

吴静雯  
从业资格号：F3083970  
投资咨询号：Z0016293

程也  
从业资格号：F03087739  
投资咨询号：Z0019480

李艺华  
从业资格号 F03086449  
投资咨询号 Z0019380

周重廷  
从业资格号：F03093821  
投资咨询号：Z0020578

**重要提示：**本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

## 一、行情回顾

截止 11 月上旬，2024 年以来国内外油脂市场走势分化：国内三大油脂和马棕总体呈现震荡上涨的趋势，而美豆则震荡下跌。具体如下：

2024 年 1 季度国内外油脂呈现“棕油领涨，内盘强于美盘”的特征。其中，国内三大油脂呈现“涨-跌-涨”的“N”型走势，且棕油领涨明显，菜棕、豆棕价差持续走缩，而外盘马棕明显强于美豆油。从驱动逻辑看，1 季度油脂市场主要由产业因素驱动。1、2 月棕油的季节性减产影响逐步显现，马棕库存持续去化，棕油开始领涨油脂市场。至 2 月份，随着南美农民惜售情绪升温，及市场对南美豆产量预期存在分歧，南美豆升贴水开始由跌转涨，美豆亦逐步止跌，进口南美豆到港成本逐步上涨，成本端对豆油支撑作用增强。菜油方面，尽管春节后一周我国南方遭遇了降温降雪天气，国产菜籽减产预期升温，但由于近年国内菜系供应主要依赖于进口，在海外菜籽丰产及出口旺季的影响下，国内菜油库存较高、价格涨幅相对有限。

2 季度，欧洲菜籽在 4 月遭受低温冻害影响、减产预期升温，4 月菜棕、菜豆价格持续走扩；4 月底 5 月初巴西 RS 又遭受洪涝灾害影响，叠加今年以来巴西生柴产量及对豆油使用量增加，南美豆油价格较强，豆油开始领涨油脂市场，此期间菜豆油、菜棕油价差逐步见顶回落；5 月下旬，马棕出口预期快速好转，棕油走势再度偏强，至 6 月上旬菜棕、豆棕价差持续回落。从单边走势看，2 季度油脂呈现先抑后扬、震荡上涨，4 月上中旬在情绪转弱及马棕增产、累库预期下棕油领跌油脂市场，随后在欧洲菜籽减产、巴西 RS 洪涝灾害、马棕出口好转等因素影响下，油脂呈现震荡上涨。

7 月，国内三大油脂基本呈现区间运行。从运行逻辑看，6 月底 7 月初在印尼对华加税的担忧和原油价格上涨的驱动下，国内三大油脂阶段性走强。但随着马棕累库预期增强，美豆长势良好、天气条件理想，7 月中上旬国内三大油脂区间走弱。7 月中下旬，在加拿大菜籽面临高温干旱威胁、美豆跌破成本后反弹及棕油产地库存仍偏低等因素驱动下，国内三大油脂再度区间走强。

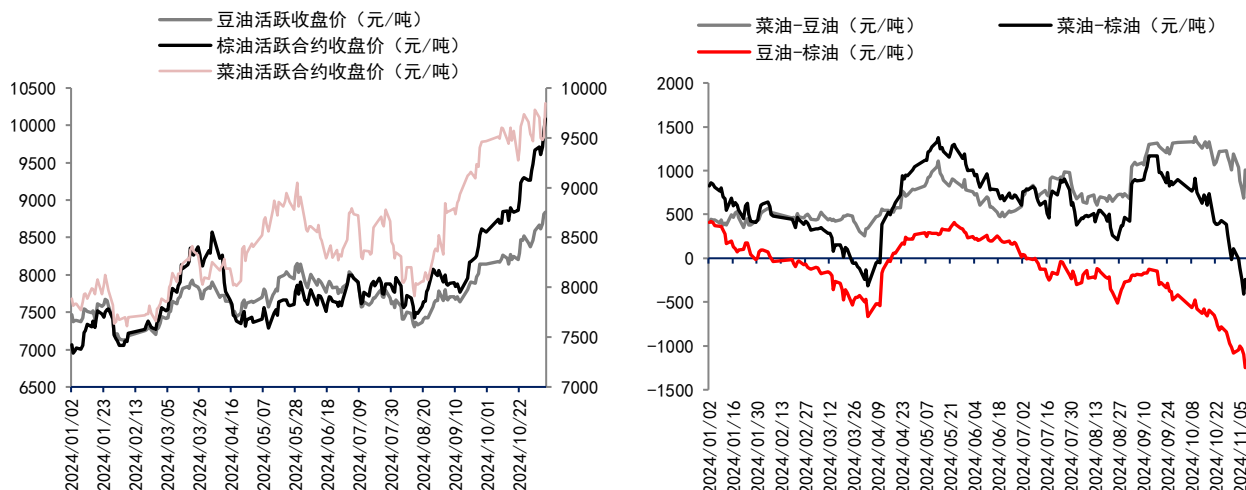
8 月，国内三大油脂呈现先抑后扬的走势。从运行逻辑看，8 月上半月受美国 7 月就业弱于预期，海外股市大幅下跌影响，避险情绪使得此期间国内三大油脂震荡下跌。8 月下半月，在印尼 B40 政策、市场对美联储降息预期升温及中加贸易关系趋紧等因素影响下，此期间国内三大油脂持续走强。

9 月上半月，国内菜油走势仍然较强，豆油较为抗跌，棕油表现相对偏弱。从基本面看，中加贸易关系趋紧对菜油驱动明显，而美豆产区阶段性干旱、出口将季节性回升、美国豆油 8 月库存低于预期及巴西大豆产区干旱等对豆油市场构成支撑，而棕油处于年内丰产季及产地阶段性累库预期等，使得棕油价格在 8 月底至中秋节前表现相对偏弱。9 月下半月，在美联储降息、国内降息、国内股市

快速上涨、中加贸易关系紧张、美豆出口预期乐观、马棕出口关税上调等因素驱动下，棕油再度领涨油脂市场。

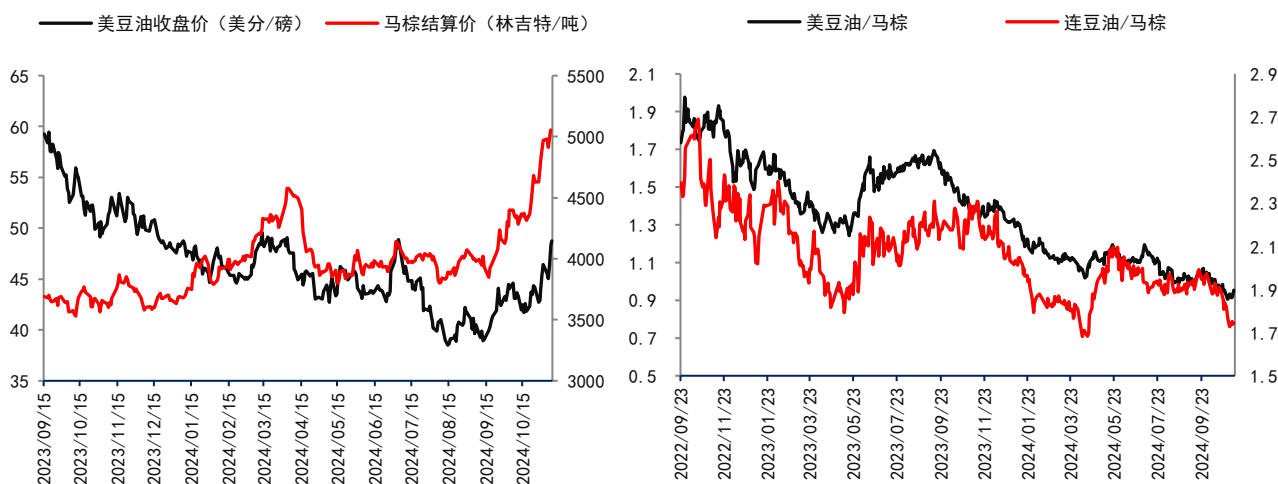
10 月至 11 月上旬，国内三大油脂走势分化，市场围绕棕油供应预期依然偏紧、美豆单产预期下调、南美豆丰产预期、中加紧张贸易关系预期反复、原油价格等因素交易，此期间棕油继续领涨油脂、豆油震荡偏强、菜油高位区间震荡。

图表 1：国内油脂期货价格及价差走势



资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所

图表 2：美豆油与马棕价格走势；豆油/棕油比值



资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所

## 二、北半球冬季或发生弱拉尼娜事件

美国气象局 11 月 14 日报告显示，截至 10 月 ENSO 继续保持中性，预计今年 10 月至 12 月拉尼娜现象发生的概率为 57%（9 月报告预测发生概率为 71%，10 月报告预计发生概率为 60%），拉尼娜预期将持续到 2025 年 1 月至 3 月。

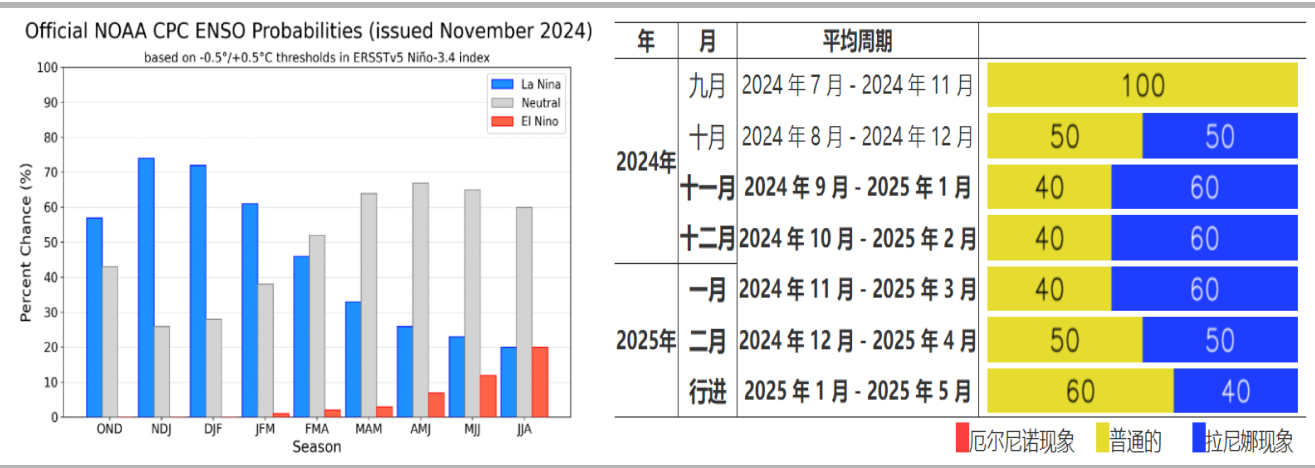
澳大利亚气象局 11 月 12 日报告显示，目前大气和海洋指标仍处于中性状态。

并且，在调查的 6 个气象模型中只有 1 个模型表明可能在 12 月至 2 月发生拉尼娜事件。并且，如果出现拉尼娜现象，其强度可能相对较弱、持续时间短暂。

日本气象厅 11 月报告显示，截止 2024 年 10 月气象仍处于中性状态，即没有出现厄尔尼诺现象，也没有发生拉尼娜现象，但拉尼娜现象的特征正在逐渐清晰。预计 11 月至明年 3 月拉尼娜事件发生的概率为 60%。

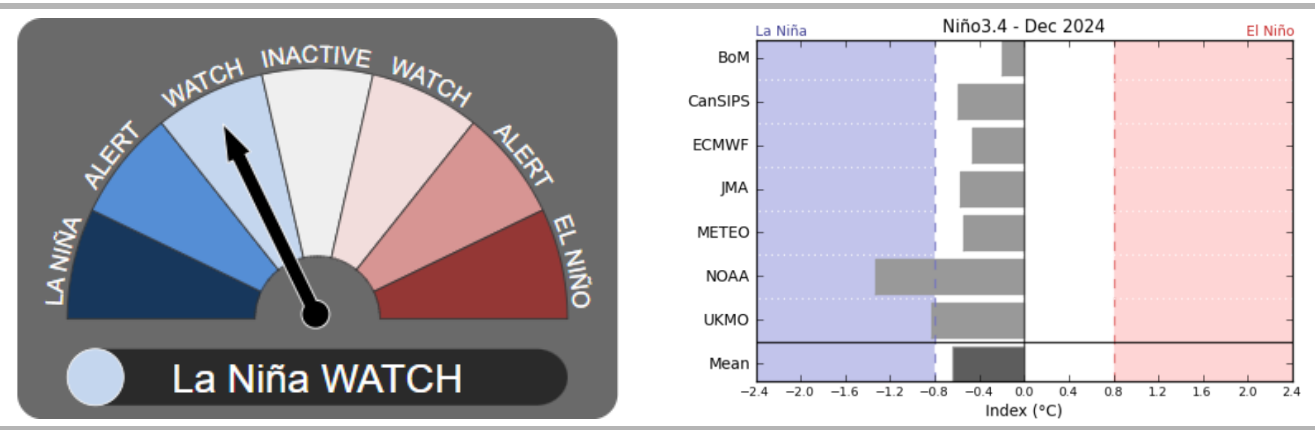
从历史上拉尼娜现象背景下的气象分布特征看，北半球冬季的拉尼娜事件背景下，马来和印尼降水易偏多，这将利于远期棕油增产；阿根廷易发生低温干旱天气，关注新季阿根廷大豆是否会再度大幅减产。

图表 3：美国气象局和日本气象厅对拉尼娜现象的预报



资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所

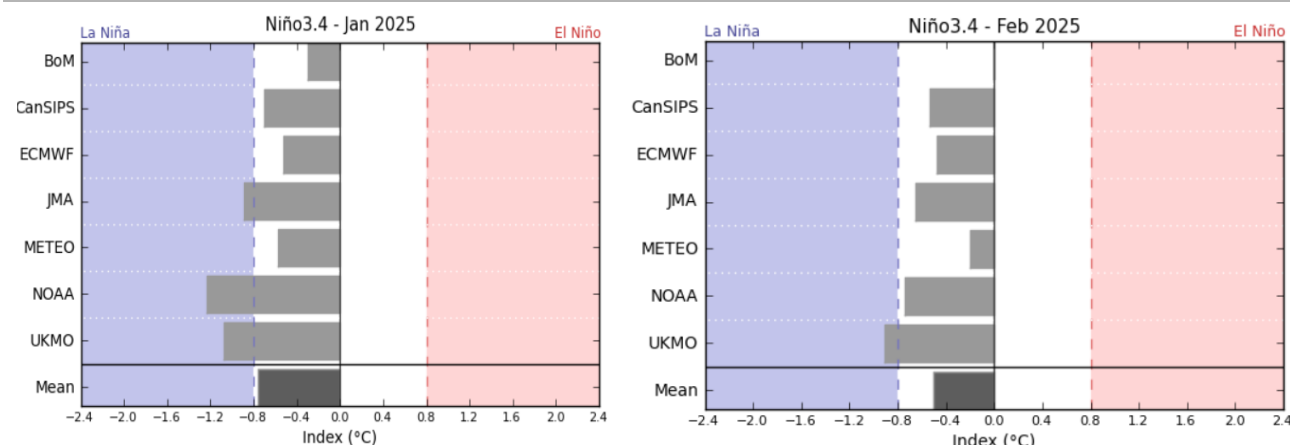
图表 4：澳大利亚气象局拉尼娜预报和 NINO



资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所



图表 5: NINO



资料来源: Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所

图表 6: 拉尼娜对全球降水和气温的影响



资料来源: Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所

### 三、美豆产量仍同比增加，南美豆丰产预期维持

美豆方面，USDA11 月报告超预期下调美豆单产和产量，美豆期末库存环比下调，供应的调减导致美豆压榨和出口需求环比调降，USDA11 月报告在美豆供需方面较市场预期偏利多。由于受 8 月晚期和 9 月干燥天气的影响，此期间美豆优良率震荡回落，市场预期美豆单产将回落至 52.8 蒲/英亩（USDA10 月报告预测为 53.1 蒲/英亩），而 USDA11 月报告将美豆单产下调至 51.7 蒲/英亩，低于市场预期，美豆种植面积不变，如此美豆产量环比下调 328 万吨至 12142 万吨，但 2024/25 年度美豆产量仍同比增加 815 万吨。截至 11 月 10 日，美豆收获进度已达 96%，预计 11 月中旬美豆收割将完成，又今年美豆收割较为顺利，从 USDA 对美豆单产调整规律看，预计 12 月 USDA 将维持美豆的产量预期不变。美豆出口方面，10 月至 12 月为美豆出口旺季，又市场担心特朗普上台后中美贸易关系紧张，市场有可能提前集中出口美豆，故 2024 年四季度美豆出口需求预期乐观，但从全年角度看，预计美豆出口难有明显增加。USDA 数据显示，截至 10 月 31 日，2024/25 年度美豆累计出口 1281 万吨，同比 4.92%，其中对华累计出口 741 万吨，同比-14%。

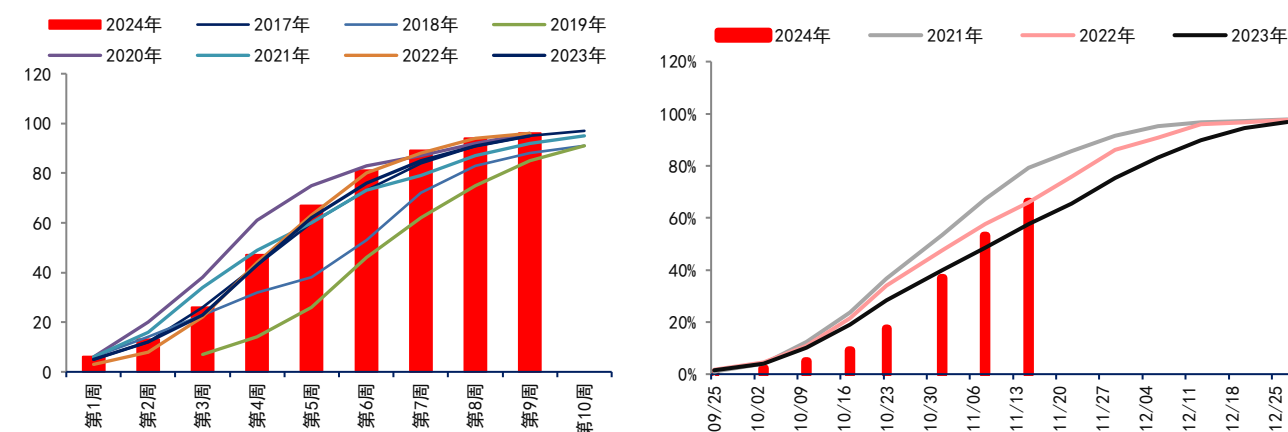
南美豆方面，USDA11 月报告维持新季巴西和阿根廷大豆产量预期不变，小幅调增巴西大豆出口量，另受期初库存变化影响，巴西和阿根廷大豆期末库存量环比小幅下调。USDA11 月报告维持 2024/25 年度巴西大豆产量 1.69 亿吨和阿根廷大豆产量 5100 万吨的预期不变。巴西方面，CONAB11 月报告预计 2024/25 年度巴西大豆产量达到 1.661434 亿吨，同比增加 1842.47 万吨，同比增幅 12.5%，环比增加 8.95 万吨，环比增幅 0.1%；预计 2024/25 年度巴西大豆播种面积达到 4735.65 万公顷，同比增加 120.77 万公顷，同比增幅 2.6%，环比增加 2.47 万公顷，环比增幅 0.1%；预计 2024/25 年度巴西大豆单产为 3.51 吨/公顷，同比增加 307.437 千克/公顷，同比增幅 9.6%；环比增加 0.061 千克/公顷，环比基本持平；巴西 2024/25 年度大豆出口预计为 1.0547 亿吨，而此前预测为 1.0554 亿吨。截至 11 月 10 日，巴西大豆播种率为 66.1%，上周为 53.3%，去年同期为 57.3%。从天气预报看，11 月中下旬巴西大豆产区降水基本正常，预计巴西大豆种植将继续快速推进，短期市场维持巴西豆丰产预期概率大。阿根廷方面，布交所在 11 月初的周报中将其大豆种植面积由 1900 万公顷下调至 1860 万公顷，如此后期需关注 USDA 是否会下调阿根廷大豆产量预期。另外，布交所数据显示，截至 11 月 13 日阿根廷大豆种植进度为 20.1%，较前一周加快 12.2 个百分点，目前阿根廷大豆播种较为顺利。从天气角度看，11 月中下旬阿根廷大豆产区降水预期偏少，且拉尼娜背景下阿根廷大豆产区发生干旱的概率较大，后期需持续关注阿根廷大豆产区天气状况、大豆种植和生长情况。因此，从目前市场条件看，巴西大豆丰产预期有望维持，而在布交所下调阿根廷大豆种植面积及后期天气的不确定性等因素影响下，后期需警惕阿根廷大豆预期产量下调的风险。

图表 7：USDA11 月全球大豆及主产国供需平衡表；

美豆供需平衡表-USDA							大豆（百万吨）						
美豆	2022/23	2023/24	2024/25		环比	同比	2024/25年度			2023/24年度		同比增减	
			10月	11月			11月预估	10月预估	调整幅度				
百万英亩													
种植面积	87.5	83.6	87.1	87.1	0.00%	4.19%	巴西	产量	169	169	0	153	16
收割面积	86.2	82.3	86.3	86.3	0.00%	4.86%		出口	105.5	105	0.5	104.17	1.33
								库存	33.51	34.01	-0.5	27.96	5.55
蒲式耳/英亩													
单产	49.6	50.6	53.1	51.7	-2.64%	2.17%	阿根廷	产量	51	51	0	48.21	2.79
								出口	4.5	4.5	0	5.11	-0.61
								库存	28.98	29.35	-0.37	24.08	4.9
百万蒲式耳													
期初库存	274	264	342	342	0.00%	29.55%	美国	产量	121.42	124.7	-3.28	113.27	8.15
产量	4270	4162	4582	4461	-2.64%	7.18%		出口	49.67	50.35	-0.68	46.13	3.54
进口量	25	21	15	15	0.00%	-28.57%		库存	12.8	14.97	-2.17	9.31	3.49
总供应量	4569	4447	4939	4818	-2.45%	8.34%	中国	进口	109	109	0	112	-3
压榨	2212	2287	2425	2410	-0.62%	5.38%	全球 (不含中国)	产量	404.7	408.22	-3.52	373.89	30.81
出口	1980	1695	1850	1825	-1.35%	7.67%		库存	85.73	88.64	-2.91	69.11	16.62
留种	75	78	78	78	0.00%	0.00%		产量	425.4	428.92	-3.52	394.73	30.67
损耗	39	45	36	35	-2.78%	-22.22%	全球	库存	131.74	134.65	-2.91	112.42	19.32
总需求	4305	4105	4389	4348	-0.93%	5.92%							
期末库存	264	342	550	470	-14.55%	37.43%							

资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所

图表 8：美豆收获进度（%）和巴西大豆种植进度



资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所

图表 9：USDA 对美豆单产调整规律（蒲/英亩）

美豆单产走势																
时间	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
2月展望	42.6	42.9	43.4	43.9	44.5	45.2	46	46.7	48	48.5	49.5	49.8	50.8	51.5	52	52
5月	42.60	42.90	43.40	43.90	44.50	45.20	46.00	46.70	48.00	48.50	49.50	49.80	50.80	51.50	52.00	52.00
6月	42.60	42.90	43.40	43.90	44.50	45.20	46.00	46.70	48.00	48.50	49.50	49.80	50.80	51.50	52.00	52.00
7月	42.60	42.90	43.40	40.50	44.50	45.20	46.00	46.70	48.00	48.50	48.50	49.80	50.80	51.50	52.00	52.00
8月	41.70	44.00	41.40	36.10	42.60	45.40	46.90	48.90	49.40	51.60	48.50	53.30	50.00	51.90	50.90	53.20
9月	42.30	44.70	41.80	35.30	41.20	46.60	47.10	50.60	49.90	52.80	47.90	51.90	50.60	50.50	50.10	53.20
10月	42.40	44.40	41.50	37.80		47.10	47.20	51.40	49.50	53.10	46.90	51.90	51.50	49.80	49.60	53.10
11月	43.30	43.90	41.30	39.30	43.00	47.50	48.30	52.50	49.50	52.10	46.90	50.70	51.20	50.20	49.90	51.70
12月	43.30	43.90	41.30	39.30	43.00	47.50	48.30	52.50	49.50	52.10	46.90	50.70	51.20	50.20	49.90	
新年1月	44.00	43.50	41.50	39.60	43.30	47.80	48.00	52.10	49.10		47.40	50.20	51.40	49.50	50.60	
新年2月	44.00	43.50	41.50	39.60	43.30	47.80	48.00	52.10	49.10	51.60	47.40	50.20	51.40	49.50	50.60	
新年3月	44.00	43.50	41.50	39.60	43.30	47.80	48.00	52.10	49.10	51.60	47.40	50.20	51.40	49.50	50.60	
新年4月	44.00	43.50	41.50	39.60	43.30	47.80	48.00	52.10	49.10	51.60	47.40	50.20	51.40	49.50	50.60	

资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所

图表 10：USDA 对巴西大豆产量调整规律

巴西大豆产量（百万吨）																
时间	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
5月	61.00	60.00	65.00	72.50	78.00	85.00	91.00	97.00	103.00	107.00	117.00	123.00	131.00	144.00	149.00	163.00
6月	64.00	60.00	65.00	72.50	78.00	85.00	91.00	97.00	103.00	107.00	118.00	123.00	131.00	144.00	149.00	163.00
7月	64.00	60.00	65.00	72.50	78.00	85.00	91.00	97.00	103.00	107.00	120.50	123.00	131.00	144.00	149.00	163.00
8月	62.50	60.00	65.00	73.50	81.00	85.00	91.00	97.00	103.00	107.00	120.50	123.00	131.00	144.00	149.00	163.00
9月	62.50	62.00	65.00	73.50	81.00	88.00	94.00	97.00	101.00	107.00	120.50	123.00	133.00	144.00	149.00	163.00
10月	62.50	62.00	67.00	73.50	81.00		94.00	100.00	102.00	107.00	120.50	123.00	133.00	144.00	152.00	163.00
11月	60.00	63.00	67.50	75.00	81.00	88.00	94.00	100.00	102.00	108.00	120.50	123.00	133.00	144.00	152.00	163.00
12月	59.00	63.00	67.50	75.00	81.00	88.00	94.00	100.00	102.00	108.00	122.00	123.00	133.00	144.00	152.00	161.00
1月	59.00	65.00	67.50	74.00	82.50	89.00	95.50	100.00	104.00	110.00		123.00	133.00	139.00	153.00	157.00
2月	57.00	66.00	68.50	72.00	83.50	90.00	94.50	100.00	104.00	112.00	117.00	125.00	133.00	134.00	153.00	156.00
3月	57.00	67.00	70.00	68.50	83.50	88.50	94.50	100.00	108.00	113.00	116.50	126.00	134.00	127.00	153.00	155.00
4月	57.00	67.50	72.00	66.00	83.50	87.50	94.50	100.00	111.00	115.00	117.00	124.50	136.00	125.00	154.00	155.00

资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所

图表 11：USDA 对阿根廷大豆产量调整规律

时间	阿根廷大豆产量（百万吨）																
	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
5月	47.00	51.00	50.00	53.00	55.00	54.50	54.00	57.00	57.00	57.00	56.00	53.00	53.50	52.00	51.00	48.00	51.00
6月	48.00	51.00	50.00	53.00	55.00	54.50	54.00	57.00	57.00	57.00	56.00	53.00	53.50	52.00	51.00	48.00	51.00
7月	48.00	51.00	50.00	53.00	55.00	53.50	54.00	57.00	57.00	57.00	57.00	53.00	53.50	52.00	51.00	48.00	51.00
8月	49.50	51.00	50.00	53.00	55.00	53.50	54.00	57.00	57.00	57.00	57.00	53.00	53.50	52.00	51.00	48.00	51.00
9月	50.50	51.00	50.00	53.00	55.00	53.50	55.00	57.00	57.00	57.00	57.00	53.00	53.50	52.00	51.00	48.00	51.00
10月	50.50	52.50	50.00	53.00	55.00		55.00	57.00	57.00	57.00	57.00	53.00	53.50	51.00	51.00	48.00	51.00
11月	50.50	53.00	52.00	52.00	55.00	53.50	55.00	57.00	57.00	57.00	55.50	53.00	51.00	49.50	49.50	48.00	
12月	50.50	53.00	52.00	52.00	55.00	54.50	55.00	57.00	57.00	57.00	55.50	53.00	50.00	49.50	49.50	48.00	
1月	49.50	53.00	50.50	50.50	54.00	54.50	55.00	57.00	57.00	56.00		53.00	48.00	46.50	45.50	50.00	
2月	43.80	53.00	49.50	48.00	53.00	54.00	56.00	58.50	55.50	54.00	55.00	53.00	48.00	45.00	41.00	50.00	
3月	43.00	53.00	49.50	46.50	51.50	54.00	56.00	58.50	55.50	47.00	55.00	54.00	47.50	43.50	33.00	50.00	
4月	39.00	54.00	49.50	45.00	51.50	54.00	57.00	59.00	56.00	40.00	55.00	52.00	47.50	43.50	27.00	50.00	

资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所

## 四、全球 2024/25 年度菜籽、葵籽预期减产

菜籽方面，因 USDA11 月报告下调欧盟和俄罗斯菜籽预期产量，导致全球菜籽预期产量继续下调。因受不利天气条件影响，今年以来市场对欧盟菜籽减产预期较强，尽管此前的 USDA9 月报告将 2024/25 年度欧盟菜籽预期产量环比下调 125 万吨至 1765 万吨，但 USDA11 月报告再度将欧盟菜籽产量环比下调 10 万吨，如此欧盟菜籽产量同比减少 258 万吨，预计后期欧盟菜籽预期产量再度调整的概率较低。加拿大方面，尽管 7 月下旬至 8 月上旬加拿大菜籽产区面临干旱的威胁，艾伯塔省菜籽优良率明显下降，萨斯克彻温省菜籽优良率也持续下调，此前加拿大统计局的 9 月报告将其菜籽单产和产量分别下调至 2.15 吨/公顷和 1898 万吨，但 USDA11 月报告维持 2024/25 年度加拿大菜籽预期产量 2000 万吨不变。从 USDA 对加拿大菜籽产量的调整规律看，USDA 通常在 11 月维持加菜籽产量预期不变，而在 12 月调整对加菜籽产量预期的概率较大。俄罗斯方面，USDA11 月报告将俄罗斯菜籽产量环比下调 10 万吨至 500 万吨，但其菜籽产量仍同比增加 80 万吨。从全球菜籽产量看，USDA11 月报告将 2024/25 年度全球菜籽预期产量环比下调 20 万吨至 8724 万吨，如此全球菜籽产量同比减少 265 万吨，全球菜籽供需较前期预期收紧。

图表 12：全球油菜籽供需平衡表

油菜籽供需平衡表(USDA11月)														
项目	种植面积（百万公顷）				单产（吨/公顷）				产量（百万吨）				产量变化	
	2022/23	2023/24	2024/25	2024/25	2022/23	2023/24	2024/25	2024/25	2022/23	2023/24	2024/25	2024/25	环比	同比
全球	41.95	43.31	42.52	42.51	2.12	2.08	2.06	2.05	88.9	89.89	87.44	87.24	-0.23%	-2.95%
美国	0.88	0.94	1.11	1.11	1.98	2.01	2.03	2.03	1.74	1.9	2.25	2.25	0.00%	18.42%
欧盟(7-6)	5.92	6.21	5.7	5.69	3.31	3.21	3.06	3.05	19.61	19.93	17.45	17.35	-0.57%	-12.95%
加拿大(8-7)	8.6	8.86	8.8	8.8	2.19	2.17	2.27	2.27	18.85	19.19	20	20	0.00%	4.22%
中国(10-9)	7.25	7.79	7.4	7.4	2.14	2.1	2.14	2.14	15.53	16.32	15.8	15.8	0.00%	-3.19%
印度(10-9)	8.85	9.25	9.3	9.3	1.27	1.25	1.3	1.3	11.2	11.6	12.1	12.1	0.00%	4.31%
澳大利亚(5-4)	3.9	3.48	3.2	3.2	2.12	1.71	1.72	1.72	8.27	5.94	5.5	5.5	0.00%	-7.41%
俄罗斯(9-8)	2.27	2.05	2.6	2.6	1.89	2.05	1.96	1.92	4.3	4.2	5.1	5	-1.96%	19.05%
乌克兰(9-8)	1.23	1.6	1.35	1.35	2.85	2.97	2.67	2.67	3.5	4.75	3.6	3.6	0.00%	-24.21%

资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所



葵花籽方面，因乌克兰、欧盟、俄罗斯、土耳其等葵花籽主产国产量均同比减少，2024/25 年度全球葵花籽减产预期不变。今年受不利天气条件影响，市场对俄罗斯、乌克兰和欧盟葵花籽减产预期较强。USDA11 月报告预计 2024/25 年度俄罗斯葵花籽产量为 1600 万吨，环比持平，同比减少 6.43%；乌克兰葵花籽产量为 1250 万吨，环比持平，同比减少 19.35%；欧盟葵花籽产量为 943 万吨，环比下调 0.74%，同比减少 6.91%。土耳其葵花籽产量为 138 万吨，环比调减 10.97%，同比减少 10.97%。阿根廷葵花籽产量预计为 400 万吨，环比持平，同比增加 2.56%。USDA11 月报告将 2024/25 年度全球葵花籽预期产量环比下调 25 万吨至 5044 万吨，全球葵花籽产量同比减少 559 万吨。如此，全球葵花籽供需较前期预期收紧。

综合分析，USDA11 月报告预计 2024/25 年度全球菜籽产量为 8724 万吨，同比减少 265 万吨，葵花籽产量为 5044 万吨，同比减少 559 万吨。全球葵花籽和菜籽供应预期趋紧。

图表 13：全球葵花籽供需平衡表

葵花籽供需平衡表(USDA11月)														
项目	种植面积（百万公顷）				单产（吨/公顷）				产量（百万吨）				产量变化	
	2022/23	2023/24	2024/25	2024/25	2022/23	2023/24	2024/25	2024/25	2022/23	2023/24	2024/25	2024/25	环比	同比
全球	28.3	27.94	27.83	27.79	1.87	2.01	1.82	1.82	52.78	56.03	50.69	50.44	-0.49%	-9.98%
俄罗斯(9-8)	9.11	9.3	9.3	9.3	1.78	1.84	1.72	1.72	16.25	17.1	16	16	0.00%	-6.43%
乌克兰(9-8)	5.7	6.4	6.2	6.2	2.14	2.42	2.02	2.02	12.2	15.5	12.5	12.5	0.00%	-19.35%
欧盟(10-9)	4.97	4.8	4.95	4.91	1.89	2.11	1.92	1.92	9.39	10.13	9.5	9.43	-0.74%	-6.91%
土耳其(9-8)	0.79	0.7	0.69	0.69	2.41	2.21	2.25	1.99	1.9	1.55	1.55	1.38	-10.97%	-10.97%
阿根廷(3-2)	2.45	1.84	1.95	1.95	2.05	2.11	2.05	2.05	5.02	3.9	4	4	0.00%	2.56%

资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所

## 五、棕油：面临产量恢复和生柴消耗增加的博弈

从全年棕油产量角度看，2025 年印尼棕油产量预期同比增加，马来棕油产量或将同比持稳。从棕油生产的季节性角度看，预计 2024 年 11 月至 2025 年 2 月棕油处于减产季，供应仍偏紧；2025 年 3 月至 10 月为棕油增产季，届时棕油供应或将逐步趋向宽松。

马棕方面，随着劳动力缺口的弥补，2024 年马棕产量同比增加明显。MPOB 数据显示，2024 年 1-10 月马棕累计产量 1623 万吨，同比增加 6.7%，预计全年产量可达 1950 万吨，同比增产近 100 万吨。展望 2025 年，预计马棕全年产量同比基本持稳，又 2024 年 3、4 月马来降水偏少，这或导致 2024 年 12 月至 2025 年 2 月棕油产量同比偏低，而 2025 年 2 月之后马棕进入增产季，马棕产量预期同比持稳。马棕库存方面，由于 2024 年下半年以来马棕出口量较大，叠加马棕生产的季节性因素，预计至 2025 年 3 月马棕库存或将持续处于偏低水平。

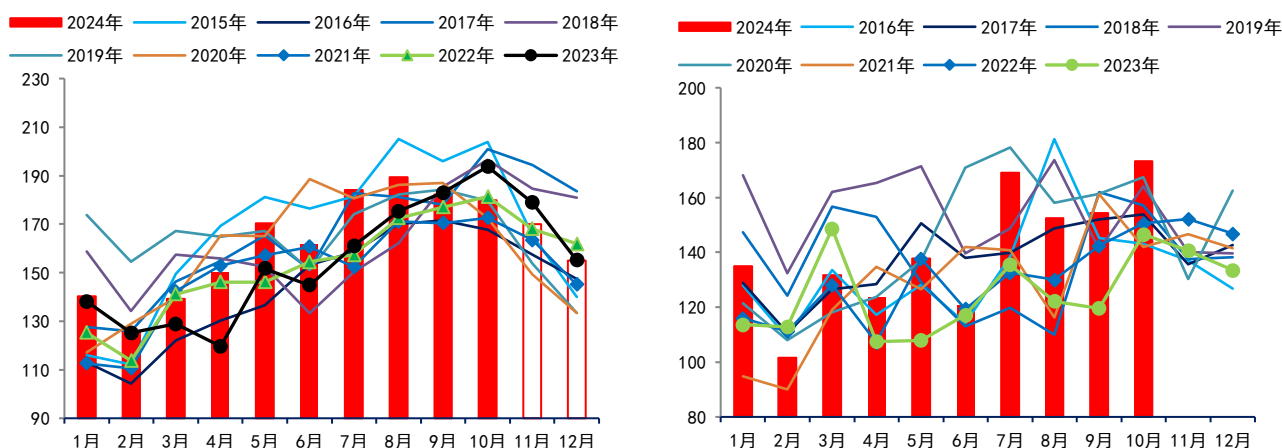
印尼棕油方面，由于受 2023 年厄尔尼诺影响，2024 年 5 月至 7 月印尼棕油产量偏低，根据 GAPKI 数据显示此期间印尼棕油累计产量同比减少 201 万吨。而随着 2024 年印尼降水恢复至正常水平，预计 2025 年印尼棕油产量将恢复至 2023

年的水平，即 2025 年印尼棕油产量或将同比增加 200 万吨。又随着印尼棕榈树种植面积的稳定和树龄的老化，印尼棕油生产也将呈现出明显的季节性特征，即每年的 11 月至次年 2 月为减产季，3 月至 10 月为增产季。

需求方面，由于 2024/25 年度全球菜籽、葵籽减产和 2025 年印尼 B40 政策的执行，海外（中国之外）棕油需求预期增加，而在棕油性价比及进口利润出现前，中国的棕油需求预期维持较低水平。根据 GAPKI 数据显示，2024 年 1-8 月印尼生柴对棕油的消耗量达 743 万吨，同比增加 16.3%，预计全年印尼生柴对棕油消耗量为 1240 万吨，同比增幅达 170 万吨。根据印尼棕油协会预估，若印尼执行 B40 政策，将需要增加约 300 万吨的棕油消耗。另一方面，印尼国内棕油需求的增加或将导致其棕油出口量的减少，这也将会削减其棕油出口税收，从而导致其生柴补贴资金紧张，进一步影响到其生柴政策的执行情况。因此，2025 年下半年印尼生柴对棕油消耗量能否持续增加存在较大的不确定性。若全球新季菜籽、葵籽增产，2025 年下半年棕油需求量或也将遭到挤压。因此，在 2024/25 年度全球菜籽、葵籽减产和印尼 B40 政策执行前期，预计 2025 年上半年海外棕油需求仍然强劲。

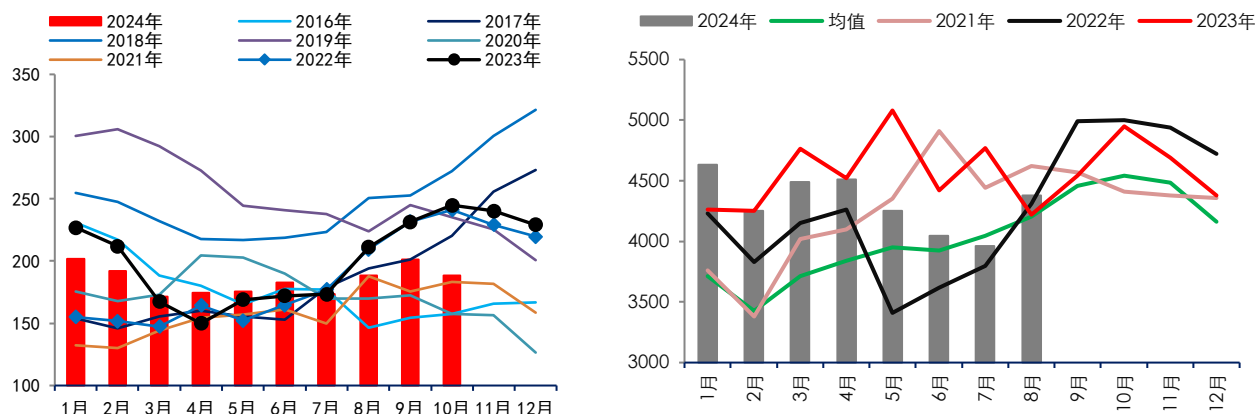
综上所述，预计 2025 年棕油市场将面临印尼棕油产量恢复、印尼生柴对棕油消耗增加的博弈，叠加棕油生产的季节性特征，预计 2024 年 11 月至 2025 年 1 季度棕油供需仍偏紧，而随着棕油进入增产季、印尼棕油产量的同比增加，2025 年 2 季度棕油供需或将逐步相对宽松。

图表 14：马棕产量和出口量（万吨）



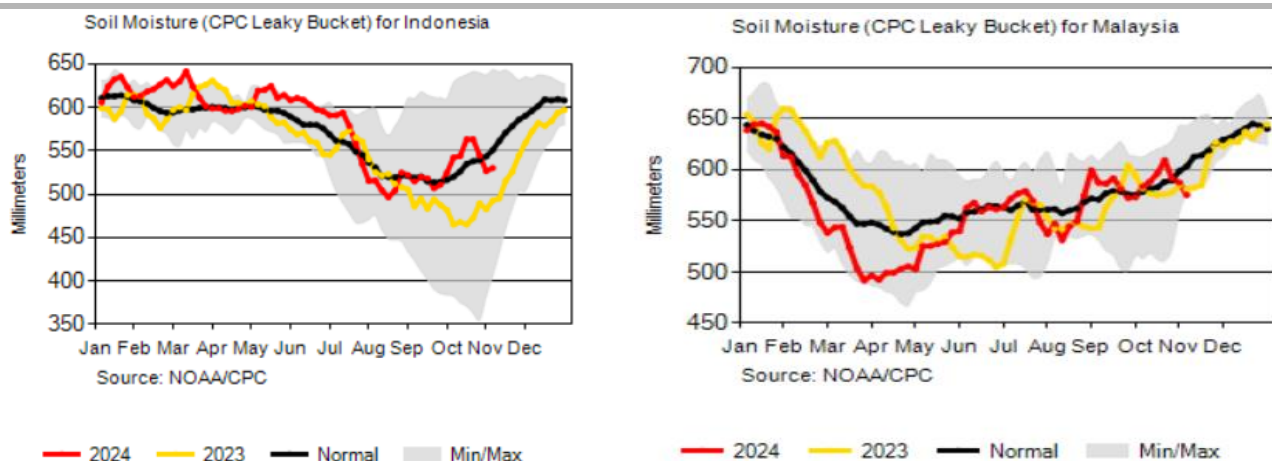
资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所

图表 15：马棕库存量（万吨），印尼棕油产量（千吨）；



资料来源：Wind、USDA、布交所、路透、Conab、MPOB、GAPKI、中信期货研究所

图表 16：印尼和马来土壤湿度



资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中信期货研究所

## 六、贸易政策和进口利润或将决定国内油脂供给

受加拿大对华商品加征关税影响，2024 年 4 季度以来中加贸易关系趋紧，而特朗普上台后，市场对中美贸易关系趋紧的担忧加重，预计 2025 年对外贸易政策和进口利润是影响国内油脂油料进口和供应的重要因素。

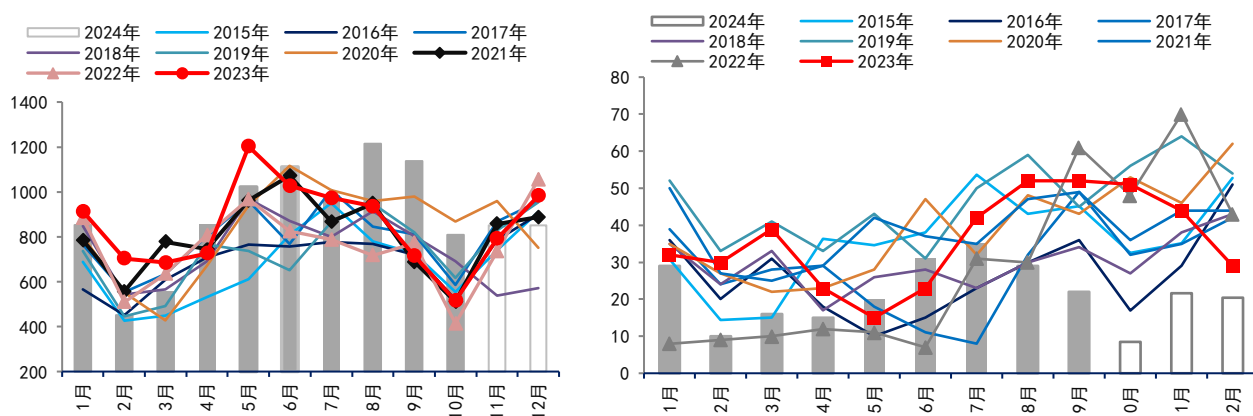
菜系方面，近年我国菜籽进口仍以加拿大菜籽为主，而菜油进口以俄罗斯、白俄罗斯、阿联酋等国的菜油为主，进口加拿大菜油的量已较低。根据海关数据显示，2023 年我国进口加拿大菜籽占国内菜籽进口总量的 92%，而 2024 年 1-9 月这一数字上升至近 95%。故中加贸易关系的趋紧，或对国内菜籽进口、供应产生较大影响。从历史经验看，2022 年我国进口菜籽量仅 196 万吨，其中进口加拿大菜籽 187 万吨。因此，中加贸易关系趋紧或导致国内菜籽进口量明显下降，但在有进口利润的条件下，国内仍会有加菜籽进口。菜油方面，近年我国菜油进口以俄罗斯、阿联酋等国为主，进口加拿大菜油量已较低。海关数据显示，2023 年我国累计进口菜油 236 万吨，其中进口加拿大菜油占比 5%左右，进口俄罗斯菜油

近 57%，进口阿联酋菜籽油占比 12%。2024 年 1-9 月我国累计进口菜油 131 万吨，其中进口俄罗斯菜油占比 57%，进口阿联酋菜油占比 16.6%，进口加拿大菜油占比仅 0.02%。因此，中加贸易关系的趋紧对国内菜油进口的影响较小。另外，从当前市场条件看，预计 2024 年 4 季度国内菜油供应充足，而 2025 年 1 月及之后目前国内菜籽买船较少，远期国内菜油供应存在较大的不确定性。

豆类方面，随着巴西大豆产量的增加，近年我国大豆进口以巴西豆为主，进口美豆占比已明显下降，在南美豆丰产预期的背景下，美豆供应情况对国内大豆进口的影响日趋减弱。根据海关数据显示，2017 年以来，我国大豆年度进口量在 8800 万吨至 1.02 亿吨之间，而在中美贸易关系紧张的 2018 年和 2019 年，我国大豆年度进口量下降至 8800 万吨左右，其中进口美豆量分别为 1664 万吨和 1695 万吨。2020 年至 2023 年我国大豆进口量在 9100 万吨至 1.02 亿吨，而进口美豆占比最低降至 2023 年的 23.77%，进口巴西大豆占比则升至 68.77%。另外，从巴西大豆年度产量和出口量看，近年巴西大豆产量均在 1.5 亿吨以上、大豆出口量在 9000 万吨以上，即巴西大豆可供出口量可以满足我国大豆的最低进口量。因此，即使中美贸易关系紧张，我国也可以通过进口南美豆来满足国内的需求。

棕油方面，由于印尼棕油减产和南北美豆的丰产，2024 年以来棕油性价比较低，国内棕油消费量和进口量明显下降。海关数据显示，2024 年 1-9 月我国棕油进口量为 207 万吨，较去年同期的 308 万吨减少 32.79%。展望 2025 年，印尼棕油产量预期恢复至正常水平，但也面临印尼生柴对棕油消耗量的增加，而目前南美豆丰产预期维持，在棕油性价比优势和国内棕油进口利润出现前，预计国内棕油消费和进口量维持较低水平。

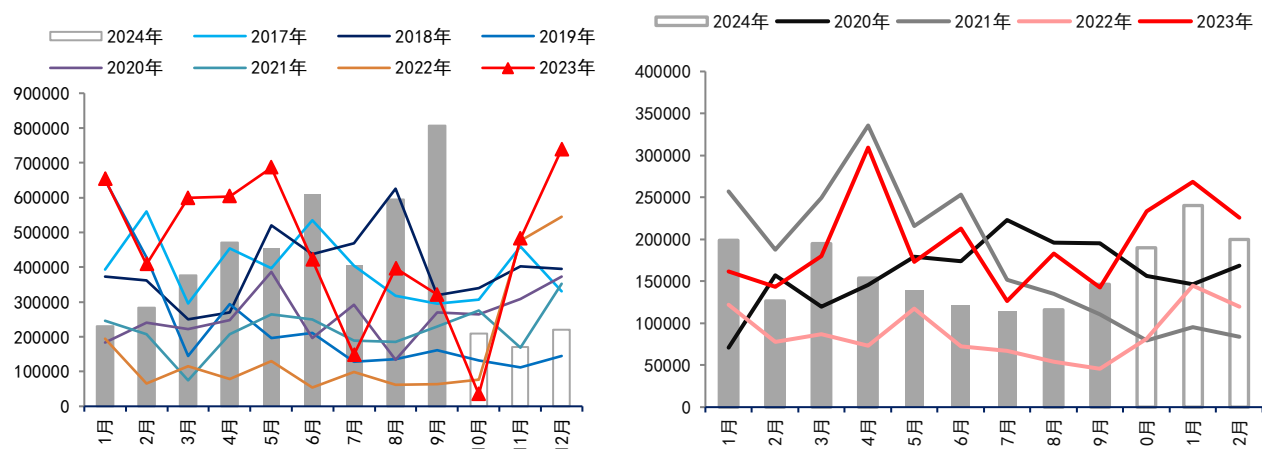
图表 17：我国大豆和棕油进口量（万吨）



资料来源：Wind、USDA、我的农产品网、MPOB、中信期货研究所

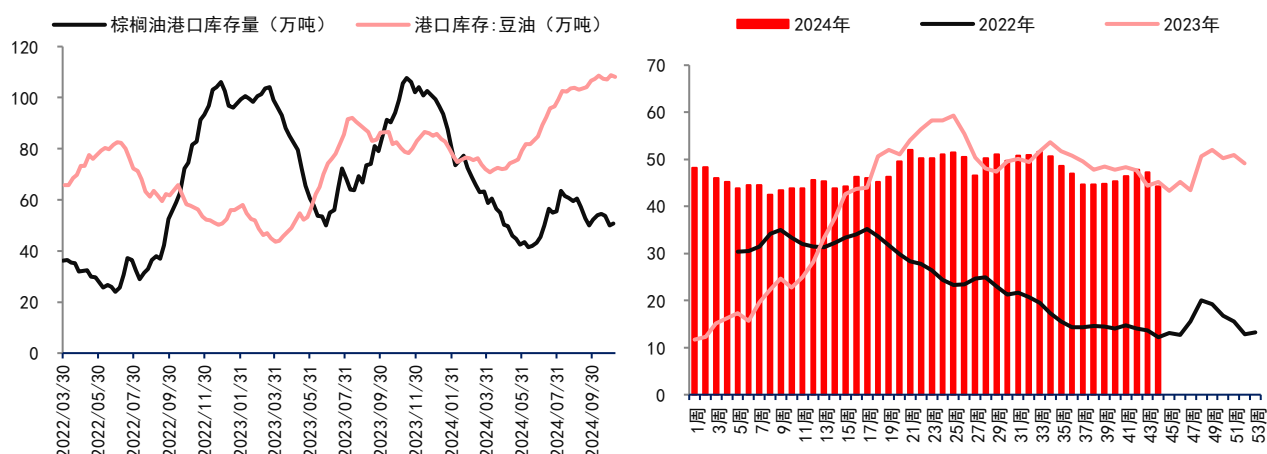


图表 18：我国菜籽和菜油进口量（吨）



资料来源：Wind、USDA、MPOB、中国粮油商务网、中信期货研究所

图表 19：我国豆油、棕榈油和菜油库存量（万吨）



资料来源：Wind、USDA、布交所、BCR、Conab、MPOB、中国粮油商务网、中信期货研究所

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

## 中信期货有限公司

深圳总部地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826