



【油脂：天高云阔，朝迁市变】2025年度报告

观点概述

观点概述

【核心内容】

棕榈油供需矛盾将持续指引全球油脂价格，东南亚棕榈油供应紧平衡状态预计延续至一季度，B40如何兑现，专项出口税调整，年后斋月需求等叙事逐步展开，中短期内仍是三大油脂中的关键指引。长期来看，东南亚2025年复产预期充足，供应偏紧格局预计在增产季到来后逐步缓解，棕榈油价格预期前高后低。籽油方面，南美大豆丰产预期强化，全球菜籽供应边际收紧，未来变数主要来源于政策端变化情况，特朗普上任后关税贸易及生柴政策，以及中加贸易关系等因素或带来阶段性行情。

【策略建议】

1、单边建议：

棕榈油方面，一季度前内外供应偏紧格局预计持续，叠加印尼政策端有变化预期，棕榈油总体易涨难跌为主，建议P2505回调买入为主。长期复产预期充足之下，供应偏紧格局将逐步缓解，关注P2509逢高沽空机会。

豆油方面，2024/25年度全球大豆增产基本奠定豆油整体承压格局，南美丰产预期同样充足背景下，关注巴西升贴水变化及阿根廷拉尼娜或导致降水不足影响作物带来的阶段性反弹行情，在未对供应端产生实质影响下，中短期建议逢高抛空为主，但需关注棕榈油偏强给予油脂整体的支撑，建议谨慎操作为宜。另外特朗普上任后关税贸易及生柴政策或为豆油注入新动力。

菜油方面，政策市自9月开启，当前中加贸易关系升水虽有回落，但未来尤其是特朗普执政后中加关系不确定性仍存，或再度产生贸易关系溢价。整体来看，国内菜籽及菜油中短期供应预计维持宽松格局，关注012505逢高沽空机会，同样需关注棕榈油偏强给予油脂整体的支撑，建议谨慎操作为宜。远月来看，全球菜籽供应边际收紧影响下，新年度种植期影响易被放大，叠加下半年国内菜油供应收紧后易出现结构性行情。

2、价差建议：

棕榈油内外供应偏紧格局预计持续至明年一季度，豆油在大豆整体供应宽松背景下整体承压为主，因此Y2505-P2505合约价差仍保持向下做扩思路。国内菜油供应宽松格局持续，012505-P2505合约价差同样以走低对待，但菜油贸易政策上不确定向较大，建议谨慎操作为宜。对于09合约，对应棕榈油2025/26年度增产季，或存在转弱驱动，关注Y2509-P2509合约及012509-P2509合约价差向上修复机会。

3、套保建议：

2025年油脂预计政策市为主，整体波动预计增加，持有现货企业建议逢高卖出套保，采购现货企业建议逢低买入套保，配合期权增厚收益及防止极端风险。

【风险提示】

东南亚复产不及预期，天气影响超预期，国际能源价格大幅波动，关税贸易及生柴政策超预期调整等。

作者：向博

投资咨询证号：Z0015359

研究员：黄治鹏

从业资格证号：F03117738

本报告完成日期：2024年12月27日

一、行情回顾

行情回顾

- 1-3月 震荡上行：**MPQB报告持续利多，斋月备货及复产预期有限，马棕库存偏紧运行等因素支撑棕榈油盘面，而豆油在CBOT大豆震荡下行影响下表现不及棕榈油。进入3月，阿根廷大豆产区出现破坏性气候引发投机性买盘，CBOT大豆期货整体震荡上涨，叠加巴西大豆升贴水出现大幅拉涨，带动油脂油料价格回升。3月下旬在斋月结束，产量季节性增长及出口需求逐步放缓，美豆播种展开且进度较快等因素影响下油脂小幅回落。4月下旬开始，受欧洲菜籽遭遇低温雨雪，菜油大幅上涨提振油脂市场。五一节后南美暴雨点燃对巴西大豆产量的忧虑，美豆部分产区降水影响播种进度，盘面开始注入天气升水，前期炒作情绪升温，提振籽油行情，三大油脂整体重心上移。
- 6-8月中旬 震荡偏弱：**受美豆主产区播种进度良好，天气整体利于早期大豆生长，优良率表现良好，加拿大菜籽主产区整体降水及作物生长表现同样良好，以及国内进口持续承压背景下同步下跌，棕榈油受产地增产和印度进口量减少的担忧情绪影响下跌。
- 8月下半月-11月上旬 三大油脂集体走强，油脂间行情分化显著：**8月下半月棕榈油领涨油脂板块，主要受印尼明确B40政策将于2025年初开始实施，及候任政府再提B50目标等政策端消息持续提振。9月菜油领涨油脂板块，商务部宣布对加拿大进口菜籽发起反倾销调查，不断刺激菜系市场情绪。10月增长动能再度切换回棕榈油，宏观上中国一行两会发布金融政策刺激，宏观情绪好转，大宗商品集体走强，加拿大加税态度软化，菜籽反倾销事件影响有所消退，棕榈油基本上产量增幅不及预期，出口持续改善有所提振。
- 11月中旬至今，油脂整体高位回调：**油脂高位，叠加印尼B40政策推迟传言，美生柴端悲观预期，菜籽反倾销溢价挤出，油料端尤其是大豆丰产预期增强等利空消息频出之下，多头资金避险及获利需求导致盘面大幅回调，但棕榈油供应偏紧格局持续限制下方回调空间，油脂整体进入震荡。

油脂行情回顾



二、国际供需

2.1 2024/25年度，全球油料供应维持宽松格局，植物油供应收紧

2024/25年度，全球油料供应维持宽松格局，植物油供应收紧

2024/25年度，全球油料供应维持宽松格局，主要源于大豆的增产，其他油料整体增长乏力，主要有欧盟菜籽减产，乌克兰葵籽减产造成结构性行情。具体情况来看，据12月USDA 供需报告数据显示，大豆作为全球第一大油料作物，2024/25年度全球产量预计达4.27亿吨，较上一年度增长8.17%，基本奠定2024/25年度油料端供应宽松格局。但菜籽和葵籽则减产明显，其中菜籽2024/25年度产量预计8618万吨，较上一年度下降4.12%，葵籽2024/25年度产量预计5051万吨，较上一年度下降9.85%。其他油料方面，花生棉籽和棕榈仁整体维持小幅增长状态。库销比方面，大豆增幅显著达11.85%，菜葵大幅收紧20%以上水平。

2024/25年度，全球植物油供应收紧，豆油相对宽松，源于大豆丰产，棕榈油小幅增产，菜籽和葵籽减产带来菜油和葵油供应收紧。具体情况来看，据12月USDA 供需报告数据显示，豆油2024/25年度全球产量预计达6585.7万吨，较上一年度增长4.96%；菜油产量3428.6万吨，较上一年度小幅下降0.53%；棕榈油产量3428.6万吨，较上一年度增长4.42%；葵油产量1995.7万吨，较上一年度大幅下滑9.84%。

2.1 2024/25年度，全球油料供应维持宽松格局，植物油供应收紧

| | A | B | C | D | E | F | G | H | I | J | K | L | M | N | O | P | Q | R | S | T |
|----|---------------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|--------|-----------|---|---|---|
| 1 | 全球油料供需平衡表（千吨） | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2 | | 产量 | | | | | | | | 总供应 | | | | | | | | | | |
| 3 | 报告年度 | 大豆 | 菜籽 | 葵籽 | 花生 | 棉籽 | 棕榈仁 | 椰仁 | 以上合计 | 大豆 | 菜籽 | 葵籽 | 花生 | 棉籽 | 棕榈仁 | 椰仁 | 以上合计 | | | |
| 4 | 2020/2021 | 369,603 | 74,754 | 48,874 | 50,617 | 41,703 | 19,084 | 5,682 | 610,317 | 631,020 | 98,957 | 54,595 | 59,570 | 44,124 | 19,435 | 5,811 | 913,512 | | | |
| 5 | 2021/2022 | 360,541 | 75,831 | 56,858 | 51,890 | 41,132 | 18,870 | 5,945 | 611,067 | 613,711 | 95,987 | 63,100 | 60,901 | 43,772 | 19,201 | 6,092 | 902,764 | | | |
| 6 | 2022/2023 | 378,160 | 88,904 | 52,780 | 49,439 | 42,360 | 19,744 | 5,916 | 637,303 | 638,945 | 113,699 | 64,399 | 58,765 | 45,210 | 20,213 | 6,048 | 947,279 | | | |
| 7 | 2023/2024 | 394,873 | 89,885 | 56,029 | 49,517 | 41,302 | 19,676 | 6,211 | 657,493 | 673,626 | 117,160 | 62,747 | 58,033 | 44,061 | 20,176 | 6,350 | 982,153 | | | |
| 8 | 2024/2025 | 427,136 | 86,180 | 50,512 | 50,516 | 42,609 | 20,618 | 5,807 | 683,378 | 717,479 | 112,843 | 55,878 | 58,725 | 45,370 | 21,140 | 5,940 | 1,017,375 | | | |
| 9 | 环比 | 8.17% | -4.12% | -9.85% | 2.02% | 3.16% | 4.79% | -6.50% | 3.94% | 6.51% | -3.68% | -10.95% | 1.19% | 2.97% | 4.78% | -6.46% | 3.59% | | | |
| 10 | | 出口量=贸易量 | | | | | | | | 消费 | | | | | | | | | | |
| 11 | | 大豆 | 菜籽 | 葵籽 | 花生 | 棉籽 | 棕榈仁 | 椰仁 | 以上合计 | 大豆 | 菜籽 | 葵籽 | 花生 | 棉籽 | 棕榈仁 | 椰仁 | 以上合计 | | | |
| 12 | 2020/2021 | 165,176 | 18,032 | 2,953 | 5,059 | 963 | 54 | 82 | 192,319 | 367,142 | 74,692 | 49,232 | 49,548 | 41,505 | 19,196 | 5,684 | 606,999 | | | |
| 13 | 2021/2022 | 154,435 | 15,345 | 3,945 | 4,427 | 1,272 | 46 | 87 | 179,557 | 366,376 | 75,892 | 51,308 | 51,421 | 41,012 | 18,838 | 5,951 | 610,798 | | | |
| 14 | 2022/2023 | 171,753 | 19,553 | 4,016 | 4,830 | 1,073 | 47 | 82 | 201,354 | 366,095 | 85,185 | 56,236 | 49,560 | 42,693 | 19,889 | 5,920 | 625,578 | | | |
| 15 | 2023/2024 | 177,472 | 18,012 | 2,871 | 4,995 | 1,444 | 44 | 79 | 204,917 | 383,993 | 89,039 | 56,681 | 49,043 | 41,035 | 19,758 | 6,231 | 645,780 | | | |
| 16 | 2024/2025 | 181,973 | 16,868 | 2,298 | 4,677 | 1,383 | 50 | 91 | 207,340 | 403,636 | 88,781 | 51,313 | 50,245 | 42,271 | 20,760 | 5,812 | 662,818 | | | |
| 17 | 环比 | 2.54% | -6.35% | -19.96% | -6.37% | -4.22% | 13.64% | 15.19% | 1.18% | 5.12% | -0.29% | -9.47% | 2.45% | 3.01% | 5.07% | -6.72% | 2.64% | | | |
| 18 | | 期末库存 | | | | | | | | 库消比 | | | | | | | | | | |
| 19 | | 大豆 | 菜籽 | 葵籽 | 花生 | 棉籽 | 棕榈仁 | 椰仁 | 以上合计 | 大豆 | 菜籽 | 葵籽 | 花生 | 棉籽 | 棕榈仁 | 椰仁 | 以上合计 | | | |
| 20 | 2020/2021 | 98,702 | 6,233 | 2,410 | 4,963 | 1,656 | 185 | 45 | 114,194 | 26.88% | 8.34% | 4.90% | 10.02% | 3.99% | 0.96% | 0.79% | 18.81% | | | |
| 21 | 2021/2022 | 92,900 | 4,750 | 7,847 | 5,053 | 1,488 | 317 | 54 | 112,409 | 25.36% | 6.26% | 15.29% | 9.83% | 3.63% | 1.68% | 0.91% | 18.40% | | | |
| 22 | 2022/2023 | 101,097 | 8,961 | 4,147 | 4,375 | 1,444 | 277 | 46 | 120,347 | 27.61% | 10.52% | 7.37% | 8.83% | 3.38% | 1.39% | 0.78% | 19.24% | | | |
| 23 | 2023/2024 | 112,161 | 10,109 | 3,195 | 3,995 | 1,582 | 374 | 40 | 131,456 | 29.21% | 11.35% | 5.64% | 8.15% | 3.86% | 1.89% | 0.64% | 20.36% | | | |
| 24 | 2024/2025 | 131,870 | 7,194 | 2,267 | 3,803 | 1,716 | 330 | 37 | 147,217 | 32.67% | 8.10% | 4.42% | 7.57% | 4.06% | 1.59% | 0.64% | 22.21% | | | |
| 25 | 环比 | 17.57% | -28.84% | -29.05% | -4.81% | 8.47% | -11.76% | -7.50% | 11.99% | 11.85% | -28.63% | -21.62% | -7.08% | 5.30% | -16.02% | -0.83% | 9.11% | | | |
| 26 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 27 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 28 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 29 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

数据来源：USDA

| | A | B | C | D | E | F | G | H | I | J | K | L | M | N | O | P | Q | R | S |
|----|-----------|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|---------------------|---------|---------|--------|---------|---|---|---|
| 1 | | 全球植物油供需平衡表（千吨） | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2 | | 产量 | | | | | 总供应量 | | | | | 贸易量=出口量（参考USDA原始报告） | | | | | | | |
| 3 | 报告年度 | 植物油 | 豆油 | 菜油 | 棕榈油 | 葵油 | 植物油 | 豆油 | 菜油 | 棕榈油 | 葵油 | 植物油 | 豆油 | 菜油 | 棕榈油 | 葵油 | | | |
| 4 | 2020/2021 | 206,471 | 60,064 | 29,438 | 73,365 | 19,005 | 318,250 | 77,434 | 38,677 | 136,248 | 31,691 | 85,397 | 12,608 | 6,419 | 48,556 | 11,338 | | | |
| 5 | 2021/2022 | 208,894 | 60,047 | 29,165 | 73,172 | 19,693 | 312,551 | 77,303 | 37,956 | 129,992 | 31,421 | 79,691 | 12,437 | 5,212 | 43,901 | 11,221 | | | |
| 6 | 2022/2023 | 216,797 | 59,566 | 32,857 | 76,625 | 21,722 | 330,522 | 75,485 | 42,337 | 140,420 | 36,927 | 88,920 | 11,712 | 6,549 | 49,521 | 14,275 | | | |
| 7 | 2023/2024 | 221,484 | 62,742 | 34,469 | 76,259 | 22,134 | 333,016 | 78,219 | 45,122 | 135,819 | 38,992 | 85,840 | 11,771 | 7,417 | 44,801 | 15,040 | | | |
| 8 | 2024/2025 | 226,808 | 65,857 | 34,286 | 79,629 | 19,957 | 337,903 | 82,947 | 45,182 | 140,134 | 33,660 | 86,120 | 12,648 | 7,780 | 46,584 | 12,331 | | | |
| 9 | 环比 | 2.40% | 4.96% | -0.53% | 4.42% | -9.84% | 1.47% | 6.04% | 0.13% | 3.18% | -13.67% | 0.33% | 7.45% | 4.89% | 3.98% | -18.01% | | | |
| 10 | | 消费 | | | | | 期末库存 | | | | | 库消比 | | | | | | | |
| 11 | 报告年度 | 植物油 | 豆油 | 菜油 | 棕榈油 | 葵油 | 植物油 | 豆油 | 菜油 | 棕榈油 | 葵油 | 植物油 | 豆油 | 菜油 | 棕榈油 | 葵油 | | | |
| 12 | 2020/2021 | 204,541 | 58,911 | 28,596 | 72,467 | 18,309 | 28,312 | 5,915 | 3,662 | 15,225 | 2,044 | 13.84% | 10.04% | 12.81% | 21.01% | 11.16% | | | |
| 13 | 2021/2022 | 202,784 | 59,761 | 30,157 | 69,420 | 17,555 | 30,109 | 5,105 | 2,587 | 16,671 | 2,645 | 14.85% | 8.54% | 8.58% | 24.01% | 15.07% | | | |
| 14 | 2022/2023 | 210,971 | 58,747 | 32,677 | 74,272 | 19,545 | 30,605 | 5,026 | 3,111 | 16,627 | 3,107 | 14.51% | 8.56% | 9.52% | 22.39% | 15.90% | | | |
| 15 | 2023/2024 | 217,235 | 61,148 | 34,533 | 75,095 | 21,003 | 29,935 | 5,300 | 3,172 | 15,923 | 2,949 | 13.78% | 8.67% | 9.19% | 21.20% | 14.04% | | | |
| 16 | 2024/2025 | 223,878 | 65,273 | 34,724 | 78,323 | 19,106 | 27,906 | 5,026 | 2,678 | 15,227 | 2,223 | 12.46% | 7.70% | 7.71% | 19.44% | 11.64% | | | |
| 17 | 环比 | 3.06% | 6.75% | 0.55% | 4.30% | -9.03% | -6.78% | -5.17% | -15.57% | -4.37% | -24.62% | -9.54% | -11.16% | -16.04% | -8.31% | -17.13% | | | |
| 18 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 19 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 20 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 21 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 22 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

2.2 棕榈油供需矛盾持续指引全球油脂价格

2.2.1 全球棕榈油供给边际边际收紧

2023/24年度全球棕榈油产量不及年度初期预估，2024/25年度供应预计有所恢复

在全球油脂市场中，棕榈油是第一大油脂，生产主要集中在印尼和马来西亚，两国产量占全球产量超过80%。据12月USDA 供需报告数据显示，2023/24年度全球棕榈油产量7625.9万吨，不及年度初期预估，主要由于2023年厄尔尼诺影响导致2024年增产季印尼马来整体减产。对于2024/25年度，预计产量达7962.6万吨，较上一年度增长4.42%，实现恢复性增产。

两大主产国来看，印尼由于树龄相对年轻，叠加2024年降水表现整体良好，产量预计达到4650万吨，较上一年度增长8.14%；马来树龄老化相对严重，2024/25年度产量预计1930万吨，与上一年度基本持平。

| | A | B | C | D | E | F | G | H | I | J | K |
|----|--------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---|
| 1 | 棕榈油供需平衡表（千吨） | | | | | | | | | | |
| 2 | | 产量 | | | 总供应量 | | | 贸易量=出口量 | | | |
| 3 | 报告年度 | 全球 | 印尼 | 马来 | 全球 | 印尼 | 马来 | 全球 | 印尼 | 马来 | |
| 4 | 2020/2021 | 73,365 | 43,500 | 17,854 | 136,248 | 48,076 | 20,876 | 48,556 | 27,321 | 15,878 | |
| 5 | 2021/2022 | 73,172 | 42,000 | 18,152 | 129,992 | 47,055 | 21,145 | 43,901 | 22,321 | 15,527 | |
| 6 | 2022/2023 | 76,625 | 45,000 | 18,389 | 140,420 | 52,309 | 21,642 | 49,521 | 28,077 | 15,355 | |
| 7 | 2023/2024 | 76,259 | 43,000 | 19,710 | 135,819 | 48,108 | 22,211 | 44,801 | 22,273 | 16,530 | |
| 8 | 2024/2025 | 79,629 | 46,500 | 19,300 | 140,134 | 51,260 | 21,564 | 46,584 | 24,200 | 15,900 | |
| 9 | 环比 | 4.42% | 8.14% | -2.08% | 3.18% | 6.55% | -2.91% | 3.98% | 8.65% | -3.81% | |
| 10 | | 消费 | | | 期末库存 | | | 库消比 | | | |
| 11 | 报告年度 | 全球 | 印尼 | 马来 | 全球 | 印尼 | 马来 | 全球 | 印尼 | 马来 | |
| 12 | 2020/2021 | 72,467 | 15,700 | 3,242 | 15,225 | 5,055 | 1,756 | 21.01% | 11.75% | 9.18% | |
| 13 | 2021/2022 | 69,420 | 17,425 | 3,300 | 16,671 | 7,309 | 2,318 | 24.01% | 18.39% | 12.31% | |
| 14 | 2022/2023 | 74,272 | 19,125 | 3,975 | 16,627 | 5,107 | 2,312 | 22.39% | 10.82% | 11.96% | |
| 15 | 2023/2024 | 75,095 | 21,075 | 3,667 | 15,923 | 4,760 | 2,014 | 21.20% | 10.98% | 9.97% | |
| 16 | 2024/2025 | 78,323 | 22,325 | 3,715 | 15,227 | 4,735 | 1,949 | 19.44% | 10.18% | 9.94% | |
| 17 | 环比 | 4.30% | 5.93% | 1.31% | -4.37% | -0.53% | -3.23% | -8.31% | -7.32% | -0.36% | |
| 18 | | | | | | | | | | | |
| 19 | | | | | | | | | | | |
| 20 | | | | | | | | | | | |

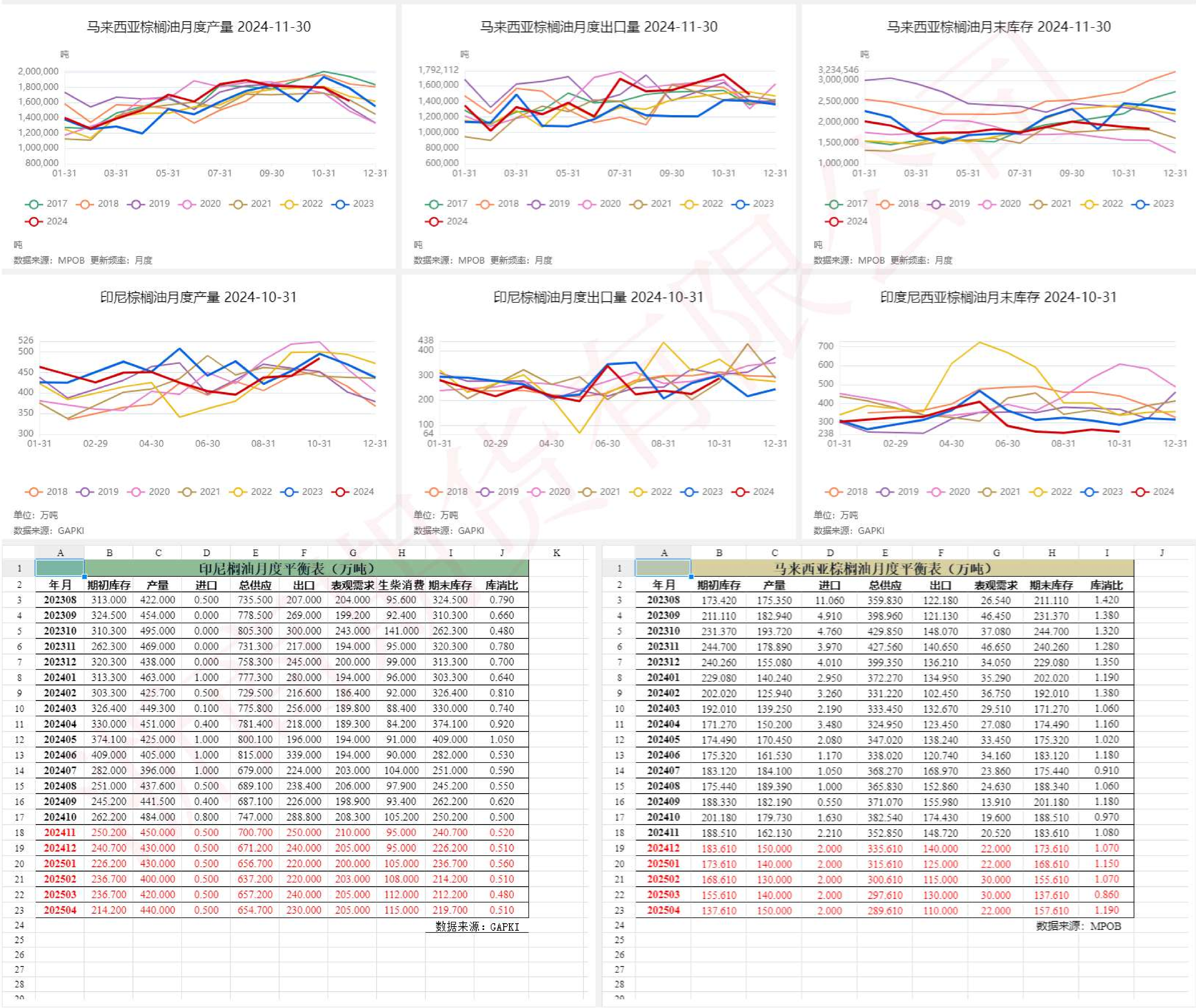
数据来源：USDA

2.2.2 东南亚棕榈油供应紧平衡状态预计延续至明年一季度

东南亚棕榈油供应紧平衡状态预计延续到明年一季度

纵观整个增产季，2024年东南亚主产国累库不及往年：2023年二三季度印尼马来油棕主产区受厄尔尼诺影响降水相对较少，对应到今年二三季度整个增产季产量不及正常年份，累库程度不及往年。目前进入减产季，后续库存预计进一步下滑。MPOB 11月马来西亚棕榈油库存为183.62万吨，处于近五年同期中低水平，GAPKI 10月印尼棕榈油库存250.2万吨，同样处于近五年同期最低水平，且同步下调了9月库存至262.2万吨，均处于近五年来最低水平。

内外盘棕榈油的强势格局或将延续到明年一季度：供应端故事还未落幕，后续减产季到来，未来几个月棕榈油供应仍将趋紧；需求端故事也将陆续上演，国内春节备货、印尼明年B40落地后生柴端的消费增长以及明年斋月备货等因素影响下，预计东南亚棕榈油供需紧平衡格局持续。



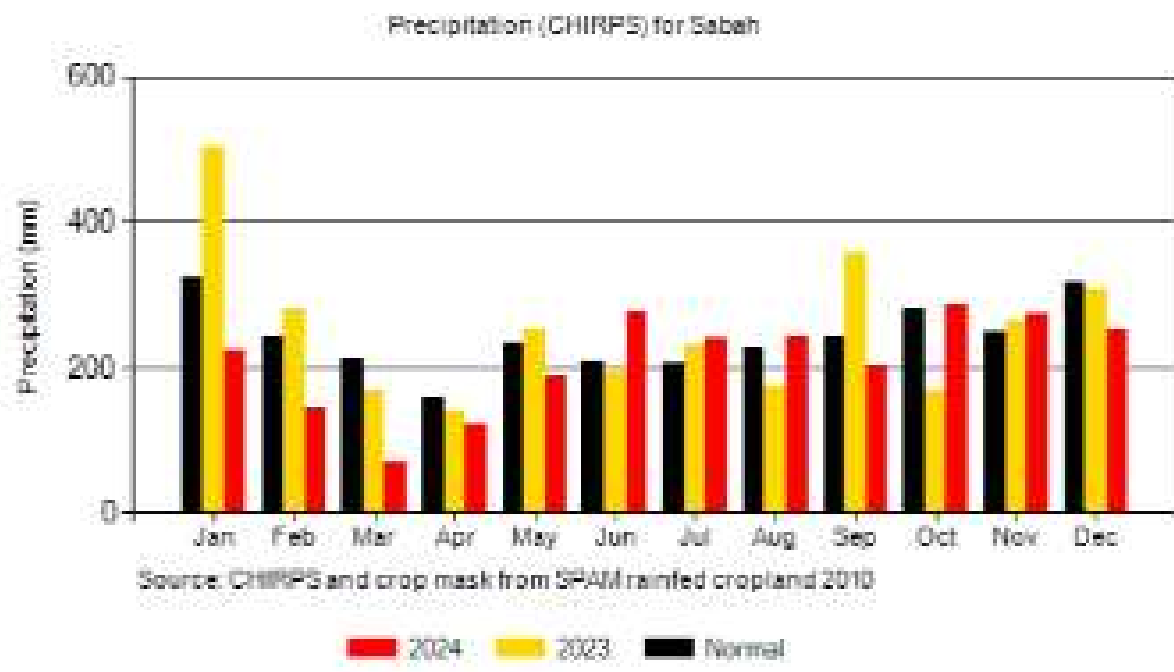
2.2.3 2025年增产季供应偏紧将逐步缓解

明年二季度进入增产季后，印尼马来供应偏紧格局预计逐步缓解

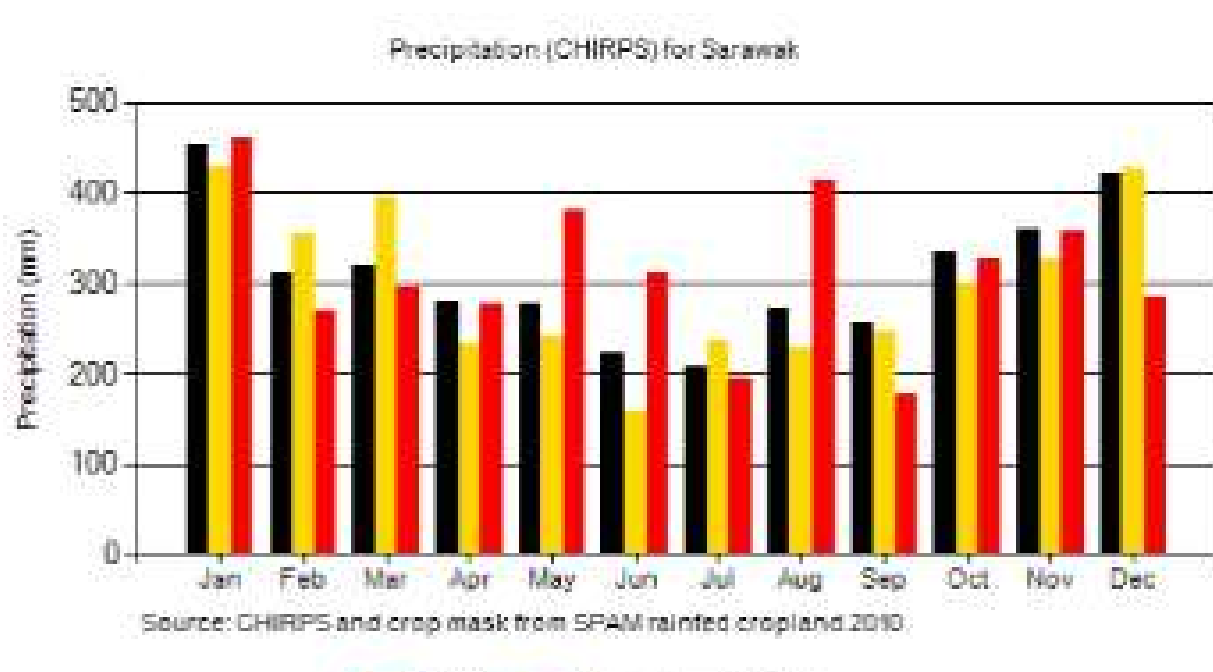
2024年一季度，马来主产区出现明显干旱，向后推迟10-12个月，对应到今年四季度末和明年一季度，预计马来产量仍不及往年。但纵观2024年印尼马来主产区降水情况，拉尼娜影响之下，降水整体较往年同期偏高，或有利于2025年产量恢复。因此整体来看，在明年二季度进入增产季后，印尼马来供应偏紧格局预计逐步缓解。

除开天气因素，我们再来关注树龄状况。据MPOC相关统计，马来西亚树龄老化程度较印尼更为严重。但回顾近年来马来产量情况，树龄老化并未给马棕产量造成明显下滑，影响相对温和。相反由于近年来棕榈园管理水平及施肥效率改善，单产有所回升。据12月USDA 供需报告数据显示，马来2023/24年度产量1971万吨，较上一年度仍有小幅增长。因此，在预估2025/26年度东南亚产量时，树龄老化给予的减产空间相对有限，2024年降水表现正常背景下，整体以增产预期为主。

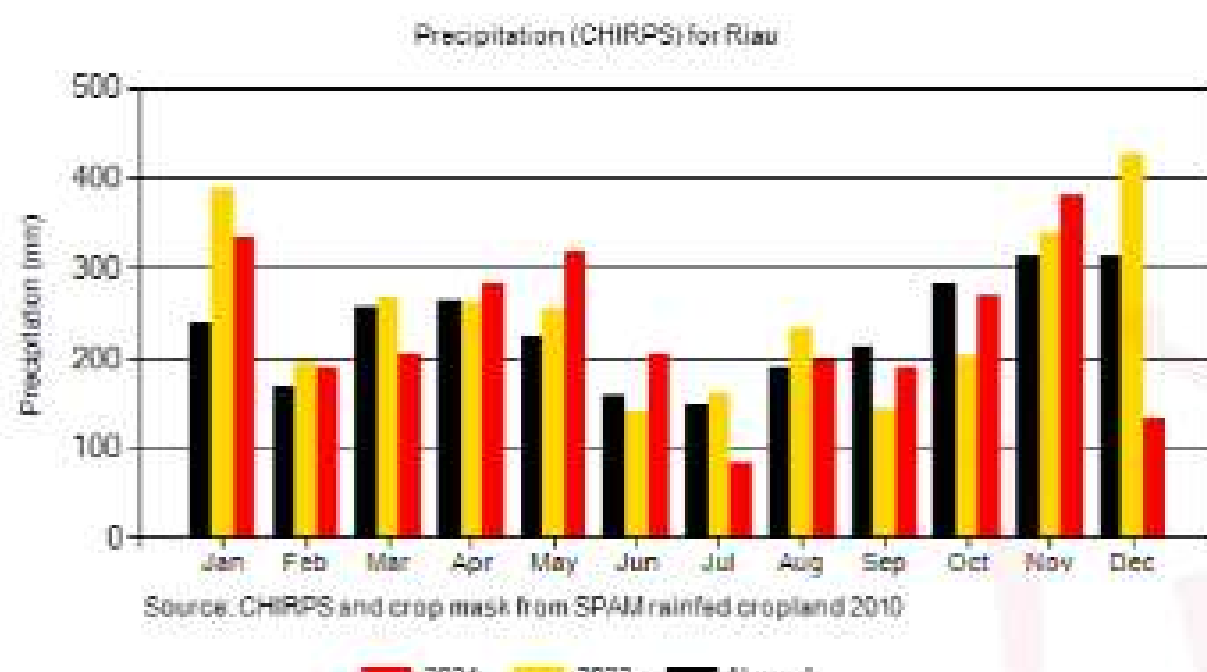
马来-沙巴州降水情况



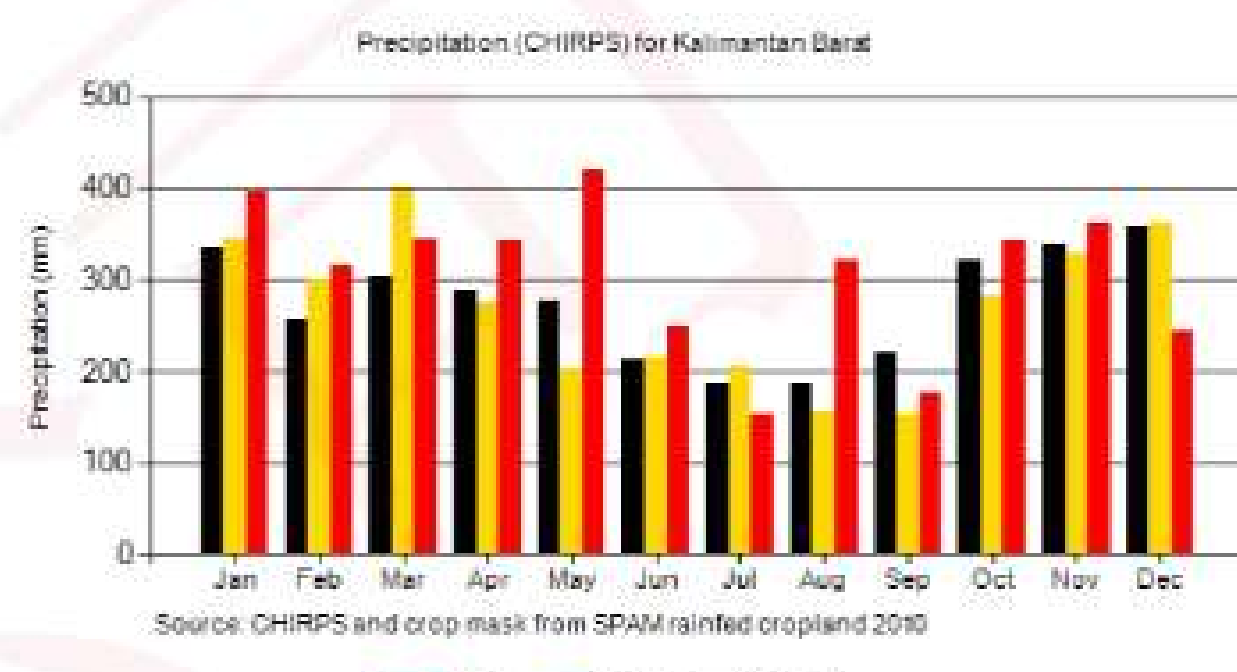
马来-沙捞越州降水情况



印尼-廖内省降水情况



印尼-西加里曼丹省降水情况



厄尔尼诺和拉尼娜事件对马来西亚棕榈油单产的影响

油棕需要经历性别分化、花序发芽、开花授粉等阶段才能成熟，整个成熟期需要近35个月，干旱会影响油棕果实发育的不同阶段。厄尔尼诺事件期间，东南亚干旱和晴朗天数增加利于油棕鲜果串的收割及运输，部分提振棕油产量。然而，棕榈果成熟前5-15个月是棕榈树的花絮发芽和授粉阶段，干旱会导致油棕花序死亡率上升和花朵性别失调（能发展成果实的雌花减少，而雄花数量增加），影响10个月后的棕榈油产量。

为分析厄尔尼诺事件对马来西亚棕榈油单产影响，分别统计了事件发生期间平均月度单产，事件开始一年内平均月度单产以及事件开始第二年平均月度单产，发现厄尔尼诺事件通常会导致马棕减产，拉尼娜事件通常会导致马棕增产，在周期较长的拉尼娜事件中，可能因收获期降水较多减产。

海洋尼诺指数 (ONI)

| Year | DJF | JFM | FMA | MAM | AMJ | MJJ | JJA | JAS | ASO | SON | OND | NDJ |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 2012 | -0.9 | -0.7 | -0.6 | -0.5 | -0.3 | 0.0 | 0.2 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.1 | -0.2 |
| 2013 | -0.4 | -0.4 | -0.3 | -0.3 | -0.4 | -0.4 | -0.4 | -0.3 | -0.3 | -0.2 | -0.2 | -0.3 |
| 2014 | -0.4 | -0.5 | -0.3 | 0.0 | 0.2 | 0.2 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.5 | 0.6 | 0.7 |
| 2015 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.7 | 0.9 | 1.2 | 1.5 | 1.9 | 2.2 | 2.4 | 2.6 | 2.6 |
| 2016 | 2.5 | 2.1 | 1.6 | 0.9 | 0.4 | -0.1 | -0.4 | -0.5 | -0.6 | -0.7 | -0.7 | -0.6 |
| 2017 | -0.3 | -0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.1 | -0.1 | -0.4 | -0.7 | -0.8 | -1.0 |
| 2018 | -0.9 | -0.9 | -0.7 | -0.5 | -0.2 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.5 | 0.8 | 0.9 | 0.8 |
| 2019 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.3 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.5 | 0.5 |
| 2020 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.2 | -0.1 | -0.3 | -0.4 | -0.6 | -0.9 | -1.2 | -1.3 | -1.2 |
| 2021 | -1.0 | -0.9 | -0.8 | -0.7 | -0.5 | -0.4 | -0.4 | -0.5 | -0.7 | -0.8 | -1.0 | -1.0 |
| 2022 | -1.0 | -0.9 | -1.0 | -1.1 | -1.0 | -0.9 | -0.8 | -0.9 | -1.0 | -1.0 | -0.9 | -0.8 |
| 2023 | -0.7 | -0.4 | -0.1 | 0.2 | 0.5 | 0.8 | 1.1 | 1.3 | 1.6 | 1.8 | 1.9 | 2.0 |
| 2024 | 1.8 | 1.5 | 1.1 | 0.7 | 0.4 | 0.2 | 0.0 | -0.1 | -0.2 | -0.2 | | |

资料来源：NOAA

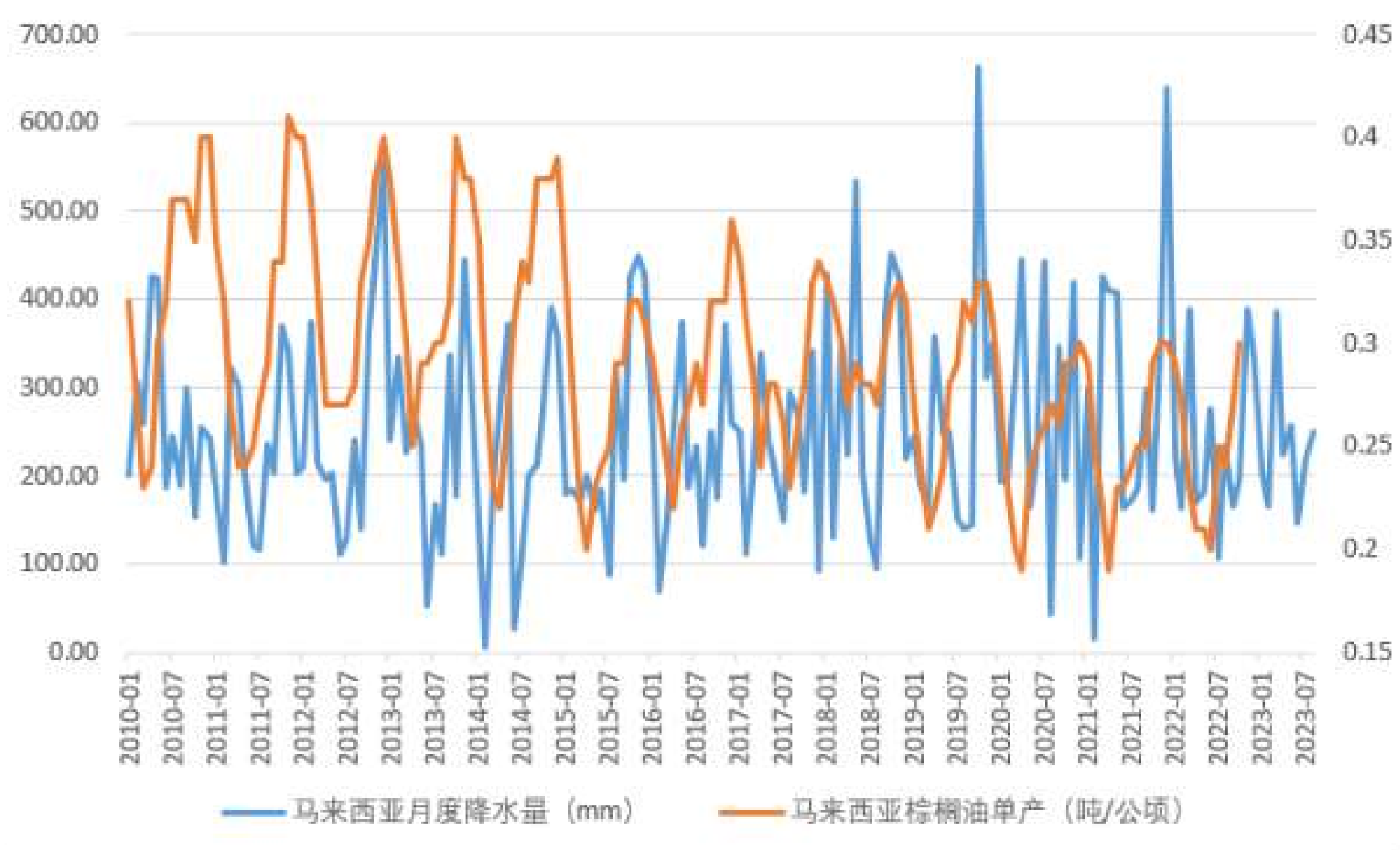
厄尔尼诺和拉尼娜事件对马来西亚棕榈油单产的影响

| 厄尔尼诺对马来西亚棕榈油单产的影响 | | | | | | |
|-------------------|------|----|-------------------|----------------------|----------------------|---------|
| 发生时间 | 持续时长 | 强度 | 事件期间平均月度单产 (吨/公顷) | 事件开始第一年平均月度单产 (吨/公顷) | 事件开始第二年平均月度单产 (吨/公顷) | 变动率 |
| 厄尔尼诺 | | | | | | |
| 2009.06-2010.02 | 9个月 | 中等 | 0.34 | 0.328 | 0.31 | 5.49% |
| 2014.09-2016.03 | 19个月 | 超强 | 0.309 | 0.321 | 0.285 | -11.21% |
| 2018.08-2019.05 | 10个月 | 弱 | 0.302 | 0.299 | 0.279 | -6.69% |
| 拉尼娜 | | | | | | |
| 2011.06-2012.03 | 10个月 | 中等 | 0.331 | 0.319 | 0.33 | 3.45% |
| 2016.07-2016.11 | 5个月 | 弱 | 0.306 | 0.279 | 0.295 | 5.73% |
| 2017.09-2018.03 | 7个月 | 中等 | 0.304 | 0.287 | 0.303 | 5.57% |
| 2020.07-2021.04 | 10个月 | 中等 | 0.266 | 0.266 | 0.253 | -4.89% |
| 2021.07-2022.12 | 18个月 | 中等 | 0.263 | 0.253 | 0.253 | 0.00% |

注：事件开始第一年平均月度单产：以厄尔尼诺起始月计，跨度12个月
事件开始第二年平均月度单产：以厄尔尼诺起始月12个月后的月计，跨度12个月
变动率=（事件开始第二年平均月度单产-第一年）/第一年

数据来源：MPOB，浙商期货

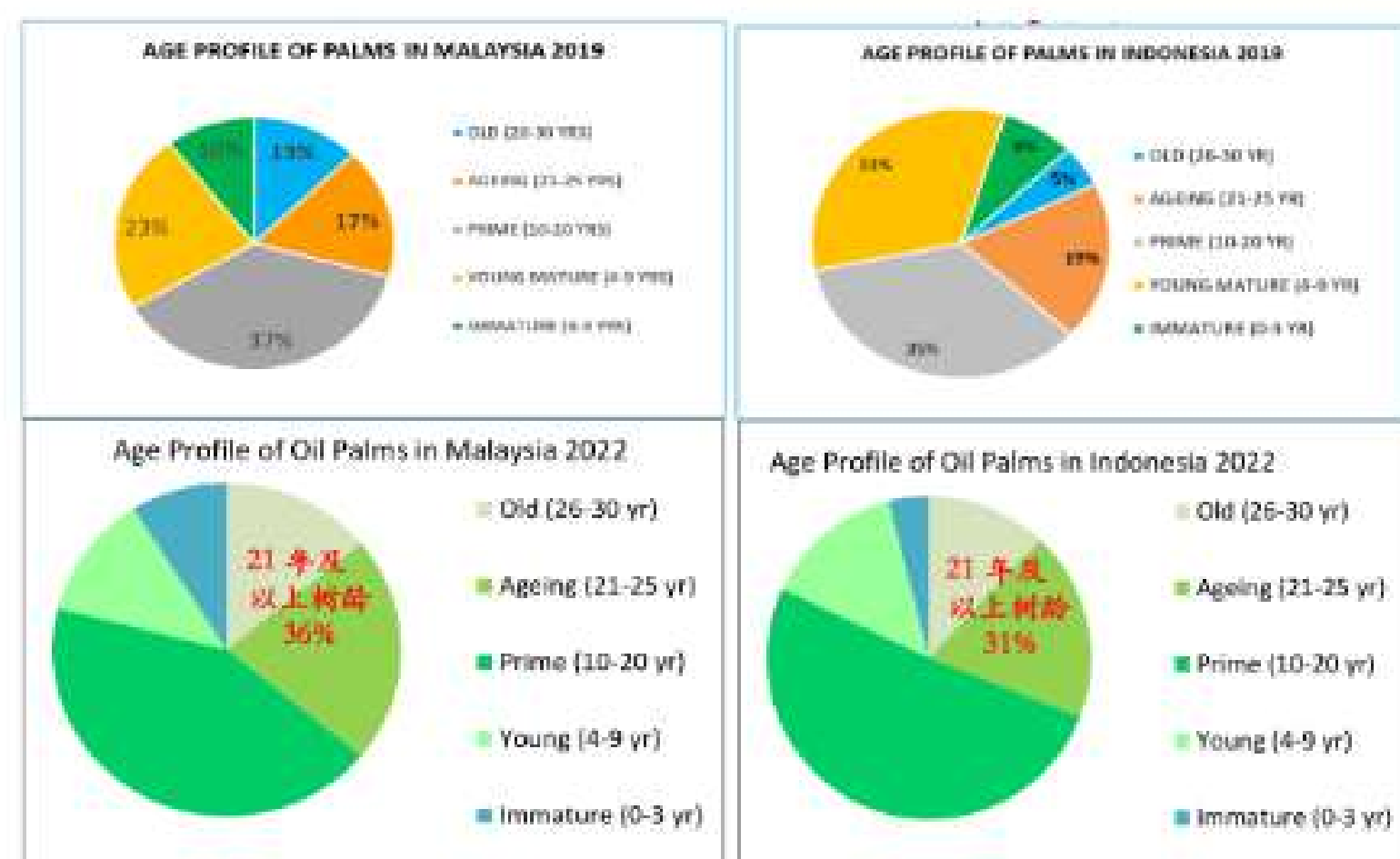
马来西亚降水与棕榈油单产（滞后10月）时序图



数据来源：MPOB，浙商期货

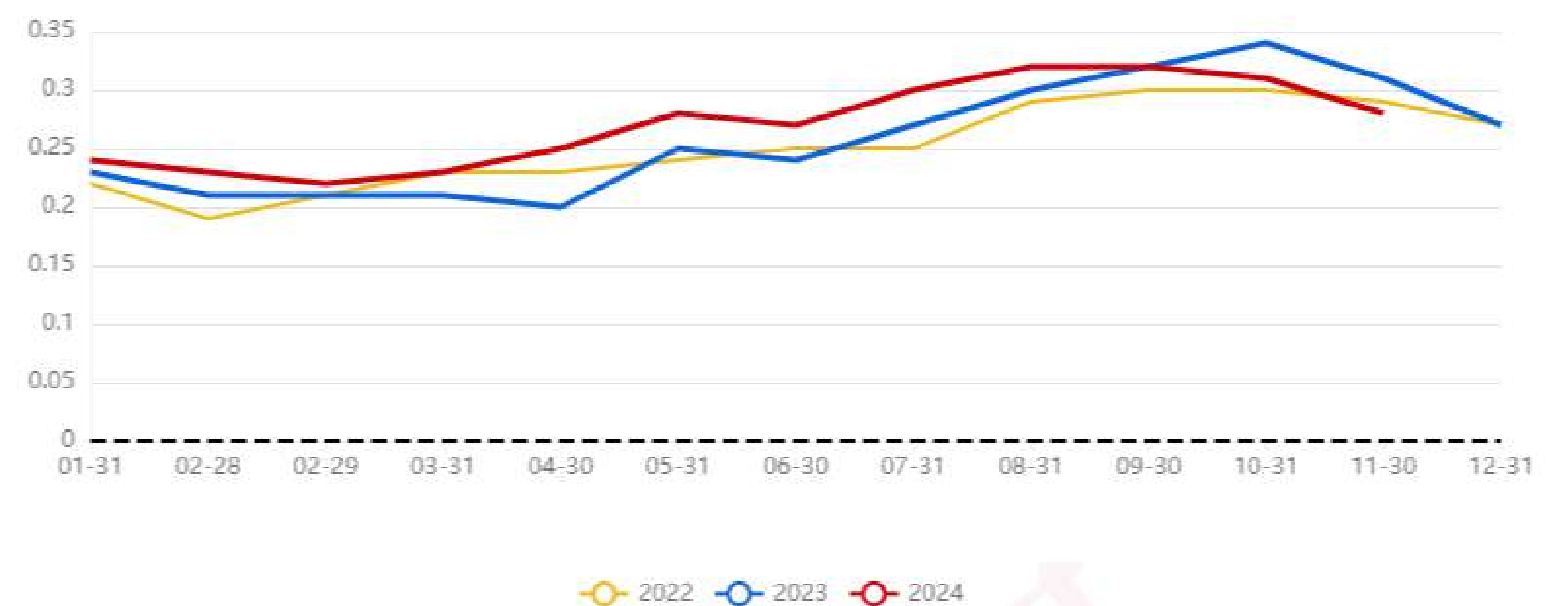
2.2.3 2025年增产季供应偏紧将逐步缓解

印尼马来棕榈树龄对比



数据来源：MPOC

棕榈油：单产：马来西亚（月）2024-11-30



数据来源：MPOB

2.2.4 印尼B40扰动持续

后续出口Levey的调整，如何过渡到产能既定目标是B40未来主要看点

印尼2008年起开始推广棕榈油甲酯生物柴油（PME），将生物柴油作为节能减排、减少能源进口和外汇开支的重要手段之一。2015-2016年，印尼政府将生柴强制掺混比率从10%提升至20%，2020年开始推行B30项目，2022年底政府决定自2023年1月实施B35生物柴油计划，但之后该计划被推迟至2023年8月开始全面实施。2024年8月22日，印尼能源部宣布，自2025年1月1日起，将强制实施B40。同时，10月份上任的印尼新总统的Prabowo Subianto承诺，将授权进一步提升掺混比例至50%。

前期市场围绕印尼B40已经充分反馈，包括实施时间推迟、技术担忧、产能情况以及补贴基金。目前来看，印尼政府实施决心充足，且即将进入预定实施时间，政策方面基本已成定数，叠加从前期印尼官方发言情况来看，印尼已经为B40实施做了充分的基数方面准备。未来变数预计主要来自于补贴基金亏空预期下后续出口Levey的调整，以及是否会逐步过渡到B40既定目标。

印尼生柴掺混政策

| 时间 | 政策内容 | 掺混率 |
|-------|--|--------------------|
| 2006年 | 发布的政府第1号令成为了印尼第一次在国家政策层面上鼓励生物燃料行业发展的政策法规。通过了总统第5号令正式成立了一个生物燃料管理小组，负责监督生物燃料计划的实施并制定生物燃料发展蓝图。 | |
| 2008年 | 在印尼能矿部（MEMR）通过了第32号令设定了一系列生物燃料强制掺混目标，计划到2025年公共交通运输部门（PSO）的生柴掺混比例不低于20%，而印尼当年的生物柴油掺混比例仅达到2.5%。 | 2.5% |
| 2010年 | 印尼政府将强制生柴掺混比例提高至7.5%。 | 7.5% |
| 2014年 | 印尼制定了国家能源政策，明确到2025年，可再生能源在整个经济中的使用率达到23%，到2050年达到31%。在政策的不断加持下，印尼生柴掺混比例在2014年达到了10%。 | 10% |
| 2015年 | 印尼通过法令成立了生物柴油发展基金用于支持国内生物柴油产业的发展，该基金由印尼棕榈种植业基金管理局（BPDPKS）管理，其资金来源为棕榈油出口专项税（export levy），其通过弥补生物柴油和常规柴油的差价来刺激印尼国内生物柴油消费。另一方面，印尼公布了新的强制掺混计划，生柴的掺混比例由10%提高至15%。 | 15% |
| 2016年 | 在资金和政策的双重助力下，印尼的生柴行业加速扩张，2016年B20计划在公共交通运输部门展开，2018年推广至非公共交通运输部门。 | 20% |
| 2020年 | B20之后，印尼的生柴政策显得更为激进，在2020年直接跳过了B25继而实施B30政策。 | 30% |
| 2023年 | 为了应对欧盟从今年开始淘汰棕榈油基生物柴油（PME）的不利影响，印尼能矿部宣布2023年2月1日开始强制执行B35生物柴油计划，而这一计划在2023年8月才正式在印尼全国范围内推广。 | 35% |
| 2024年 | 印尼能矿部表示，正在以2025年将棕榈油掺入生物柴油比例35%提高至40%为目标进行测试，取代目前的B35混合柴油，进一步减少能源进口并增加棕榈油消费量。 | 预计2025实施40% |
| 2024年 | 10月份即将上任的印尼新总统的Prabowo Subianto承诺，将授权进一步提升掺混比例至50%，以减少棕榈油的出口，但目前未给出时间表。 | |
| 2024年 | 2024年8月22日，印尼能源和矿产资源部宣布，自2025年1月1日起，将强制实施含有40%生物柴油的生物燃料油（BBM）标准，即B40。 | 确定2025年1月1日开始实施40% |

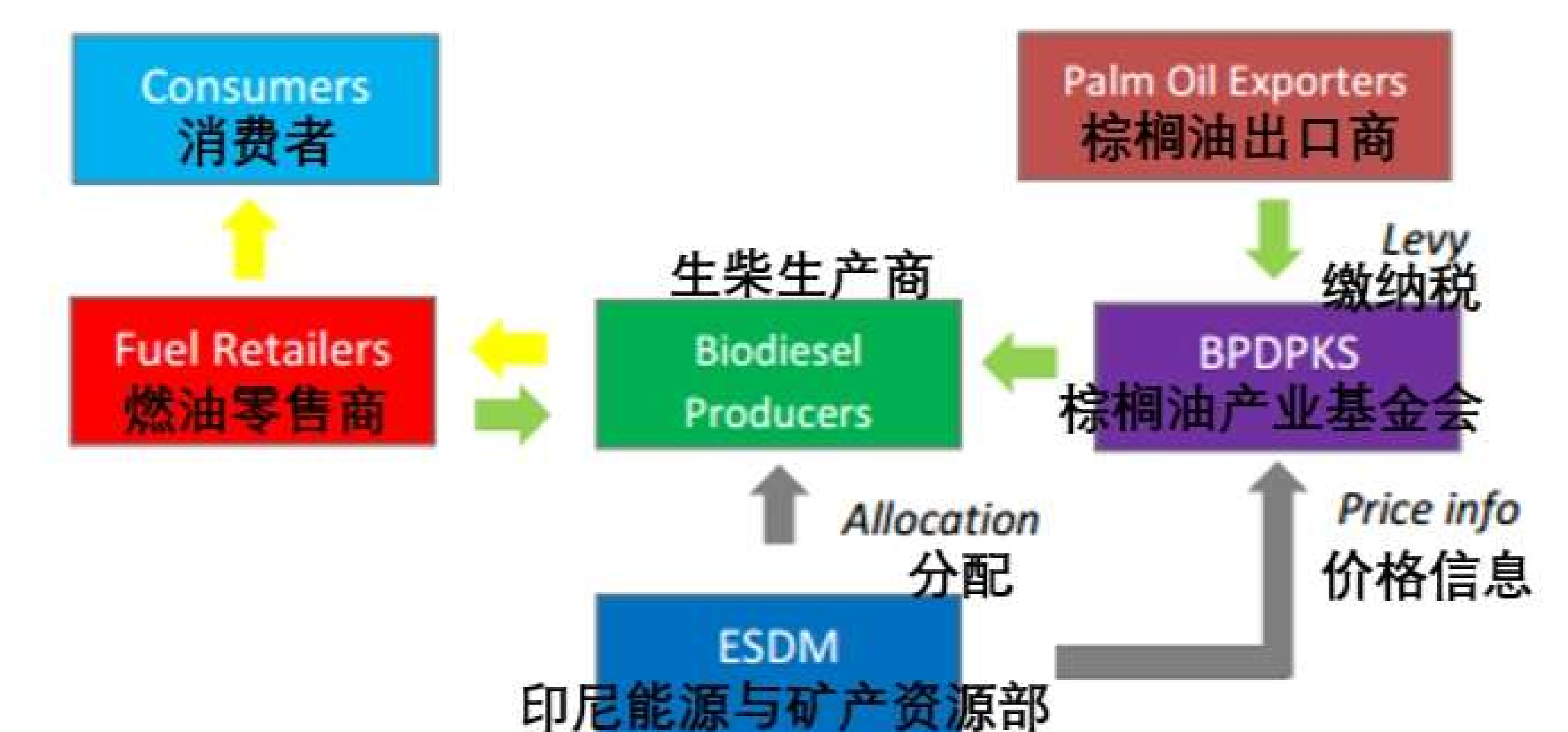
经济性问题：来自于BPDPKS管理基金枯竭的风险

2024年以来，印尼的生物柴油与柴油HIP价差持续为正，BPDPKS管理基金对生物柴油掺混的补贴持续处于发放中，随着8月底棕榈油触底反弹并加速上涨，其与柴油之间的价差出现显著走扩，大幅提升了生物柴油掺混所需补贴的单价，这令BPDPKS管理基金的资金开始加速流出。

BPDPKS基金相关负责人表示，正在敦促政府为新的生物柴油计划制定新的资助政策。由于明年生物柴油掺混比例预计将从现在的35%提高到40%，预计补贴支出将增加，而征收的税款由于可供出口量下滑而将减少。后续棕榈油产品出口专项税收入很难覆盖B40计划下的补贴，预计2025年基金收入约20-21万亿印尼盾，但对B40的补贴支出将高达47万亿印尼盾，将令明年BPDPKS基金的资金运营出现困难。

参考2020年印尼推行B30时，BPDPKS基金同样面临亏空，政府通过财政补贴以及上调出口专项税（Levey），才保证B30政策的顺利实施。因此，印尼政府决意在2025年推行B40并坚决执行，印尼出口专项税上调的压力将显著增长，这或给印尼棕榈油出口带来不确定性，整体利多棕榈油价格。

印尼生柴财政补贴机制流程图



Source: ESDM

2.2.4 印尼B40扰动持续

印尼目前产能不会构成B40推行的障碍

印尼生物柴油产能方面，据印尼生物柴油行业协会（APROBI）公布数据显示，2023年共生产1315.1万千升。目前印尼拥有32个生物柴油工厂，主要分布在种植园较为密集的苏门答腊和加里曼丹岛，以及交通便利、位于需求端的爪哇岛港口，较2022年扩大了7个。目前印尼全国生柴年产能1665.69万千升，其中苏门答腊年产能775万千升，爪哇岛产能492.22万千升，加里曼丹岛产能350.33万千升，苏拉威西岛产能最低，为47.598万千升。

目前来看，随着印尼生柴产能的扩大，在开工率保持较高水平下能够保基本证印尼B40目标下月1600万千升的生产目标。8月26日有消息指出，候任总统表示希望在明年初实施B50生物柴油强制规定，但以目前产能来看难以实现，对于未来实施B50目标，需要未来产能扩张的配合。

印尼生柴产能

| 地区 | 产能（千升） |
|-------|------------|
| 苏门答腊岛 | 7,756,195 |
| 爪哇岛 | 4,921,491 |
| 加里曼丹岛 | 3,503,308 |
| 苏拉威西岛 | 475,862 |
| 合计 | 16,656,856 |

资料来源：印尼生物柴油行业协会APROBI

印尼较大概率会逐步过渡到B40既定目标

为分析印尼生柴月度消费情况，结合印尼棕榈油协会（GAPKI）数据和生柴掺混率情况，我们将自2020年以来的消费来那个划分为两个阶段：

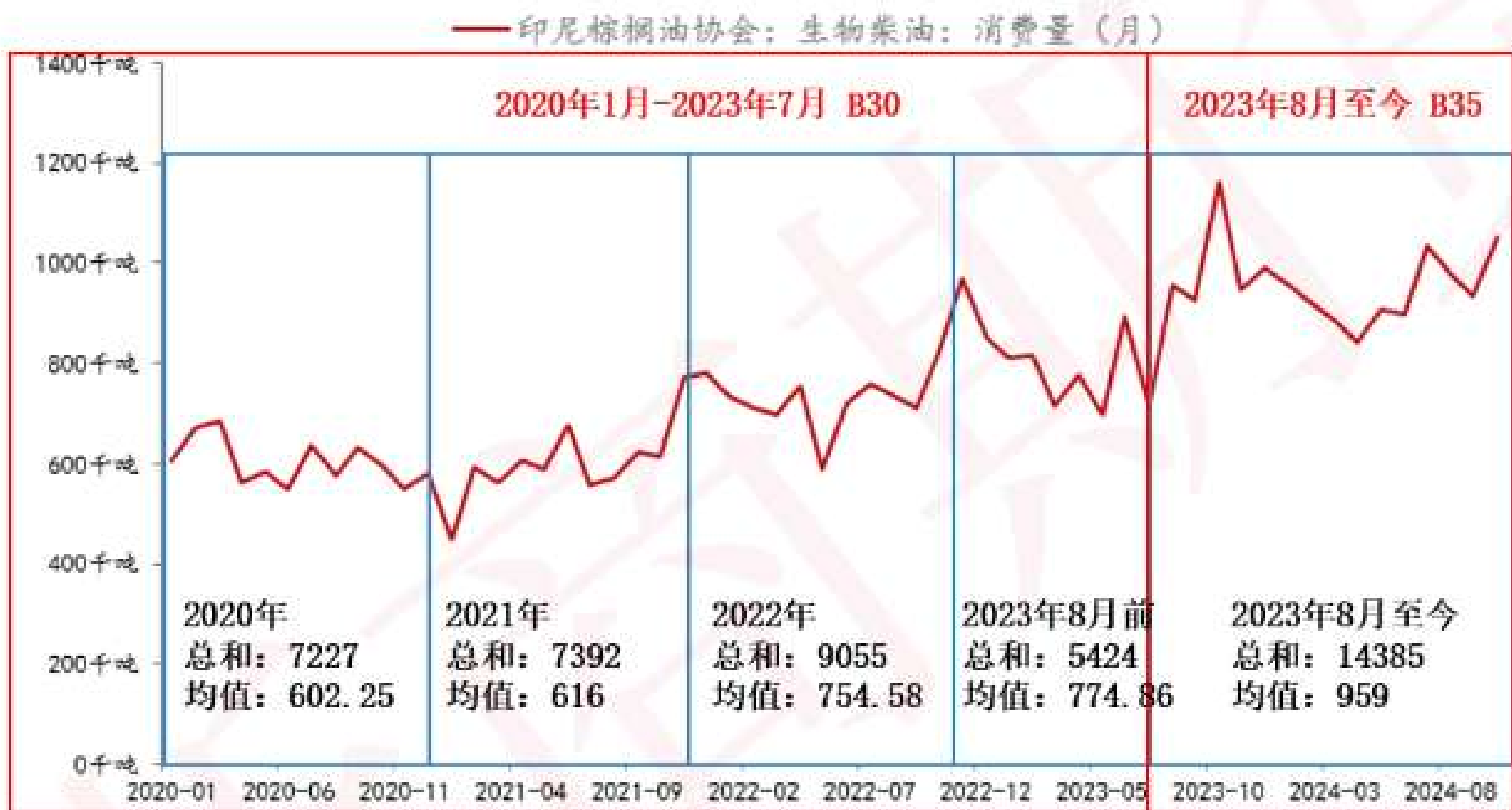
第一阶段为2020年1月-2023年7月，期间主要实施B30政策，平均月度消费为67.67万吨，并进一步将各年份进行区分，发现生柴平均月度消费量在这期间同样表现为逐步增长态势，由2020年平均月度消费60.23万吨，增长至2023年1-7月平均月度消费77.49万吨，增幅达28.66%；

第二阶段为2023年8月至今（GAPKI目前公布至2024年10月份数据），平均月度消费达95.9万吨，较B30期间增长40.2%，环比上一年度平均每月增长15-20万吨。

参考印尼以往掺混政策推行以及实际投料情况，我们倾向于印尼较大概率会逐步过渡到B40既定目标，不会在2025年开始就打满投料掺混最高值，会在后续月份逐步过渡到B40目标。

结合前期B30至B35棕榈油月度工业消费增量，预计B40期间月度消费较B35期间平均增长15-20万吨，预计2024/25年度工业消费较2023/24年度增长135-180万吨，达1485-1530万吨。基于平衡表敏感性分析来看，其他指标不变的情况下，印尼棕榈油库存预计有所收紧。

印尼生柴月度消费



数据来源：GAPKI

| | A | B | C | D | E | F | G | H |
|----|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------------------|------------------------|------------------------|
| 1 | 印度尼西亚棕榈油供需平衡表（千吨） | | | | | | | |
| 2 | 年份 | 2020/2021 | 2021/2022 | 2022/2023 | 2023/2024 | 2024/2025(USD A预估) | 2024/2025预估(工业消费+1350) | 2024/2025预估(工业消费+1800) |
| 3 | 期初库存 | 4,576 | 5,055 | 7,309 | 5,107 | 4,760 | 5,335 | 5,335 |
| 4 | 产量（千吨） | 43,500 | 42,000 | 45,000 | 43,000 | 46,500 | 46,500 | 46,500 |
| 5 | 进口 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 6 | 总供应 | 48,076 | 47,055 | 52,309 | 48,108 | 51,260 | 51,835 | 51,835 |
| 7 | 出口 | 27,321 | 22,321 | 28,077 | 22,273 | 24,200 | 25,200 | 25,200 |
| 8 | 工业消费 | 9,200 | 10,500 | 11,900 | 13,500 | 14,500 | 14,850 | 15,300 |
| 9 | 食品消费 | 6,225 | 6,650 | 6,950 | 7,300 | 7,550 | 7,550 | 7,550 |
| 10 | 国内消费 | 15,700 | 17,425 | 19,125 | 21,075 | 22,325 | 22,850 | 23,300 |
| 11 | 期末库存 | 5,055 | 7,309 | 5,107 | 4,760 | 4,735 | 3,785 | 3,335 |
| 12 | 库消比 | 11.75% | 18.39% | 10.82% | 10.98% | 10.18% | 7.88% | 6.88% |
| 13 | 数据来源：USDA | | | | | | | |
| 14 | | | | | | | | |
| 15 | | | | | | | | |
| 16 | | | | | | | | |
| 17 | | | | | | | | |
| 18 | | | | | | | | |
| 19 | | | | | | | | |
| -- | | | | | | | | |

2.2.5 印度油脂进口及关税仍会带来阶段性行情

印度油脂进口及关税仍会带来阶段性行情

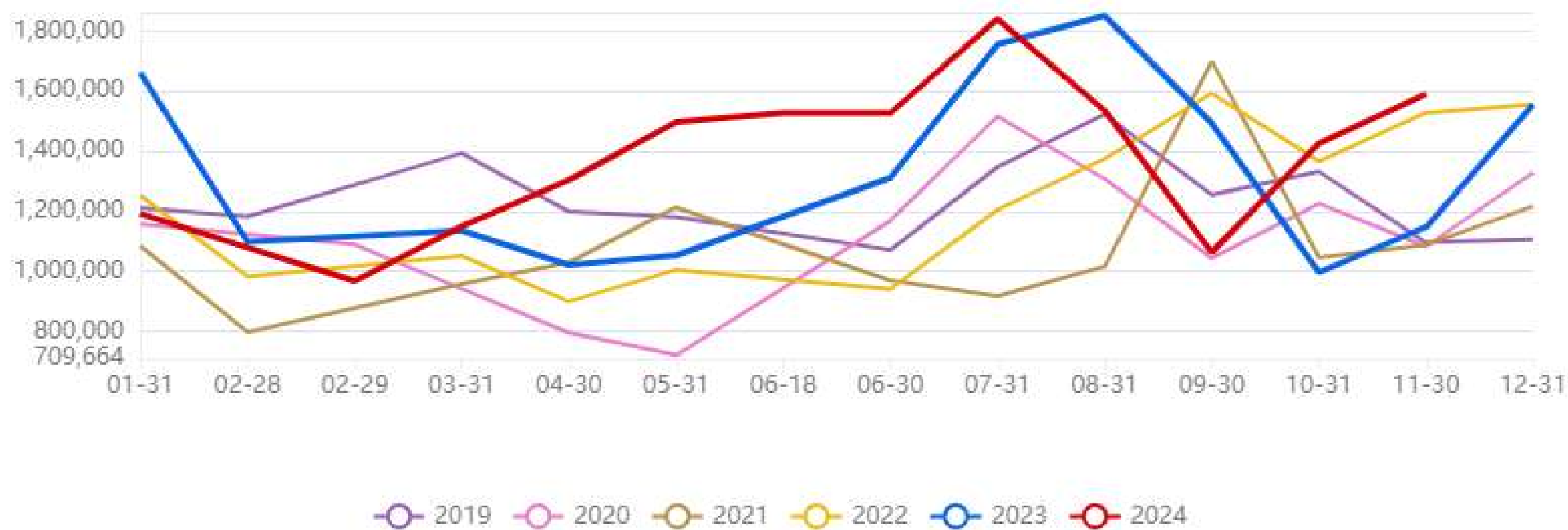
印度是全球植物油的重要消费国之一，在人口增量、经济发展和饮食结构影响下，未来印度植物油消费仍具增长潜力。印度植物油供应方面，棕榈油、豆油和菜油是主要油脂，葵油、棉籽油和花生油作为补充油脂供应量也十分可观。受制于国内植物油产能，印度油脂市场存在明显的供需缺口，棕榈油进口依赖度近年来逐年下降，但仍接近80%，豆油进口依赖度接近60%，葵油进口依赖度超过70%。

年度进口量上看，据印度萃取协会（SEAI）数据显示，近十年来，印度的植物油进口量呈现波动上升的趋势，这主要是由于印度国内植物油消费需求的不断增长以及国内生产能力的相对不足。月度进口量看，印度植物油进口也具有明显的季节性，通常7-9月是全年进口高峰期，年底12月-次年1月是第二高峰期，主要还是由于供求供应的季节性影响。另外，印度国内的主要节假日前备货也是影响油脂进口节奏的重要因素，同时也是市场炒作印度油脂需求的重要时间节点，后续需关注印度进口旺季对油脂价格产生的扰动情况。

另外，印度政府在进口关税方面不断进行调整，为了应对全球油价飙升对国内食用油市场的冲击，印度政府从2021年中期开始大幅降低植物油进口关税。2023年，印度政府采取植物油低关税政策延期。进入2024年，为了帮助因油籽价格下跌而陷入困境的国内农户，印度政府决定大幅提高食用油关税，宣布从9月起，毛食用油进口税率从5.5%提高到27.5%，精炼食用油从13.75%提高到35.75%。后续来看，进口关税的调整仍会对棕榈油、豆油和葵花籽油的进口需求产生影响，最终扰动全球油脂价格。

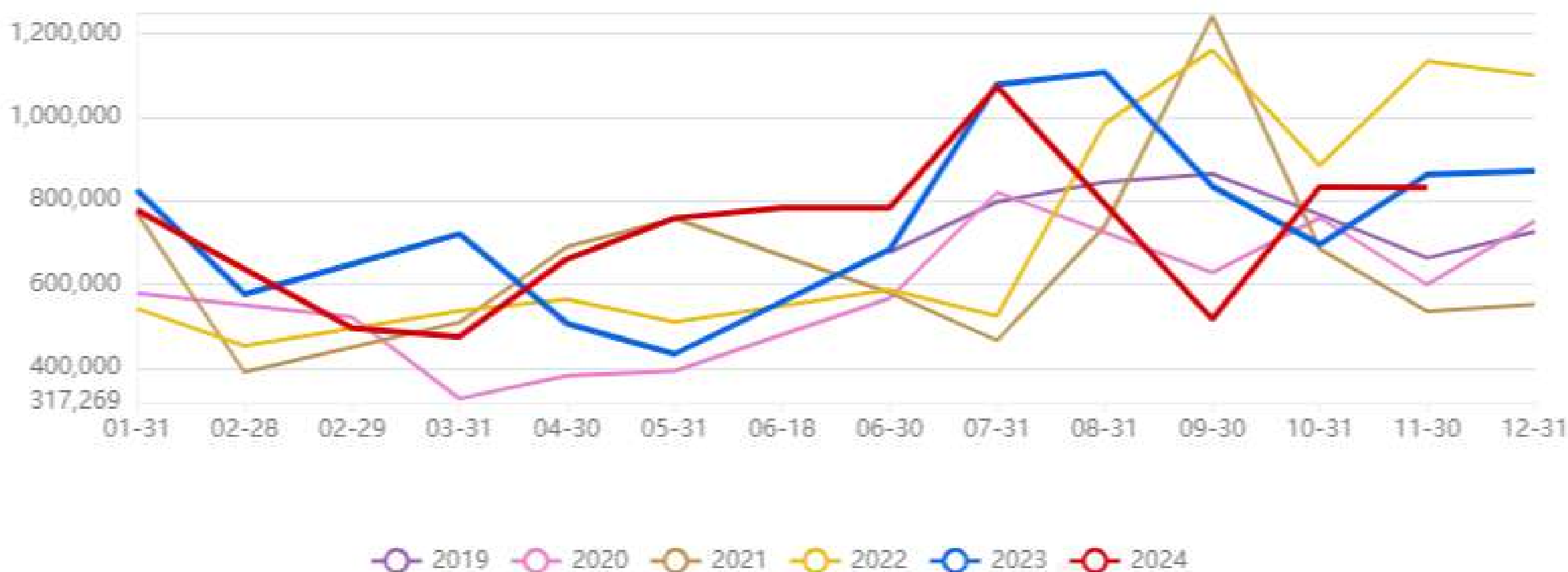
2.2.5 印度油脂进口及关税仍会带来阶段性行情

印度植物油月度进口量_食用 2024-11-30



单位：吨
数据来源：SEAI

印度植物油月度进口量_棕榈毛油+精炼 2024-11-30



单位：吨

旧版印度食用油进口关税表（2023 年6月15日）

| THE SOLVENT EXTRACTORS' ASSOCIATION OF INDIA | | | | | | | | | | | |
|---|------------------------------------|------------|---------------------|----------------|-----------------------------------|------------|---------------------|----------------|------------------------------------|------------|---------------------|
| Import duty on Edible Oils w.e.f. 15 th June, 2023 | | | | | | | | | | | |
| Products | w.e.f. 15 th June, 2023 | Agri. Cess | Social Welfare Cess | Effective Duty | w.e.f. 24 th May, 2022 | Agri. Cess | Social Welfare Cess | Effective Duty | w.e.f. 13 th Feb., 2022 | Agri. Cess | Social Welfare Cess |
| Crude Palm Oil | Nil | 5.0% | 10% | 5.50% | Nil | 5.0% | 10% | 5.50% | Nil | 5.0% | 10% |
| RBD Palmolein | 12.50% | -- | 10% | 13.75% | 12.50% | -- | 10% | 13.75% | 12.50% | -- | 10% |
| RBD Palm Oil | 12.50% | -- | 10% | 13.75% | 12.50% | -- | 10% | 13.75% | 12.50% | -- | 10% |
| Crude Soybean Oil | Nil | 5.0% | 10% | 5.50% | Nil @ Under TRQ | -- | -- | Nil | Nil | 5.0% | 10% |
| Crude Sunflower Oil | Nil | 5.0% | 10% | 5.50% | Nil @ Under TRQ | -- | -- | Nil | Nil | 5.0% | 10% |
| Crude Rapeseed Oil | 35.00% | -- | 10% | 38.50% | 35.00% | -- | 10% | 38.50% | 35.00% | -- | 10% |
| Refined Soybean Oil | 12.50% | -- | 10% | 13.75% | 17.50% | -- | 10% | 19.25% | 17.50% | -- | 10% |
| Refined Sunflower Oil | 12.50% | -- | 10% | 13.75% | 17.50% | -- | 10% | 19.25% | 17.50% | -- | 10% |
| Refined Rapeseed Oil | 45.00% | -- | 10% | 49.50% | 45.00% | -- | 10% | 49.50% | 45.00% | -- | 10% |
| Crude Cottonseed Oil | 35.00% | -- | 10% | 38.50% | 35.00% | -- | 10% | 38.50% | 35.00% | -- | 10% |
| Refined Cottonseed Oil | 45.00% | -- | 10% | 49.50% | 45.00% | -- | 10% | 49.50% | 45.00% | -- | 10% |

数据来源：SEAI

新版印度食用油进口关税表（2024年9月14日）

| THE SOLVENT EXTRACTORS' ASSOCIATION OF INDIA | | | | | | | | |
|---|------------------------------------|------------|---------------------|----------------|------------------------------------|------------|---------------------|----------------|
| Import duty on Edible Oils w.e.f. 14 th Sept, 2024 | | | | | | | | |
| Products | w.e.f. 14 th Sept, 2024 | Agri. Cess | Social Welfare Cess | Effective Duty | w.e.f. 15 th June, 2023 | Agri. Cess | Social Welfare Cess | Effective Duty |
| Crude Palm Oil | 20.00% | 5% | 10% | 27.50% | Nil | 5% | 10% | 5.50% |
| RBD Palmolein | 32.50% | -- | 10% | 35.75% | 12.50% | -- | 10% | 13.75% |
| RBD Palm Oil | 32.50% | -- | 10% | 35.75% | 12.50% | -- | 10% | 13.75% |
| Crude Soybean Oil | 20.00% | 5% | 10% | 27.50% | Nil | 5% | 10% | 5.50% |
| Crude Sunflower Oil | 20.00% | 5% | 10% | 27.50% | Nil | 5% | 10% | 5.50% |
| Crude Rapeseed Oil | 35.00% | -- | 10% | 38.50% | 35.00% | -- | 10% | 38.50% |
| Refined Soybean Oil | 32.50% | -- | 10% | 35.75% | 12.50% | -- | 10% | 13.75% |
| Refined Sunflower Oil | 32.50% | -- | 10% | 35.75% | 12.50% | -- | 10% | 13.75% |
| Refined Rapeseed Oil | 45.00% | -- | 10% | 49.50% | 45.00% | -- | 10% | 49.50% |
| Crude Cottonseed Oil | 35.00% | -- | 10% | 38.50% | 35.00% | -- | 10% | 38.50% |
| Refined Cottonseed Oil | 45.00% | -- | 10% | 49.50% | 45.00% | -- | 10% | 49.50% |

数据来源：SEAI

2.2.6 欧盟EURD延迟使棕榈油需求边际改善

近年来欧盟棕榈油制生柴投料不断下滑，EURD延迟使棕榈油需求边际改善

棕榈油生柴端消费不仅需要关注印尼B40带来的消费增量，同时需要关注欧盟生柴政策端的变化情况。

无论是生产还是消费，欧盟都是世界上最大的生物柴油市场，自2010年开始实施可再生能源指令 (RED) 欧盟能源和气候变化一揽子计划 (CCP)，到2020年总能源使用的20%将来自可再生能源，每个欧盟成员国的运输能源使用的10%将来自可再生能源。据欧盟生柴供需数据显示，近十年来欧盟生柴产量与消费呈增长态势，但近五年来增速有所放缓。据USDA预估，欧盟2024年生柴产量预计达167.9亿升。

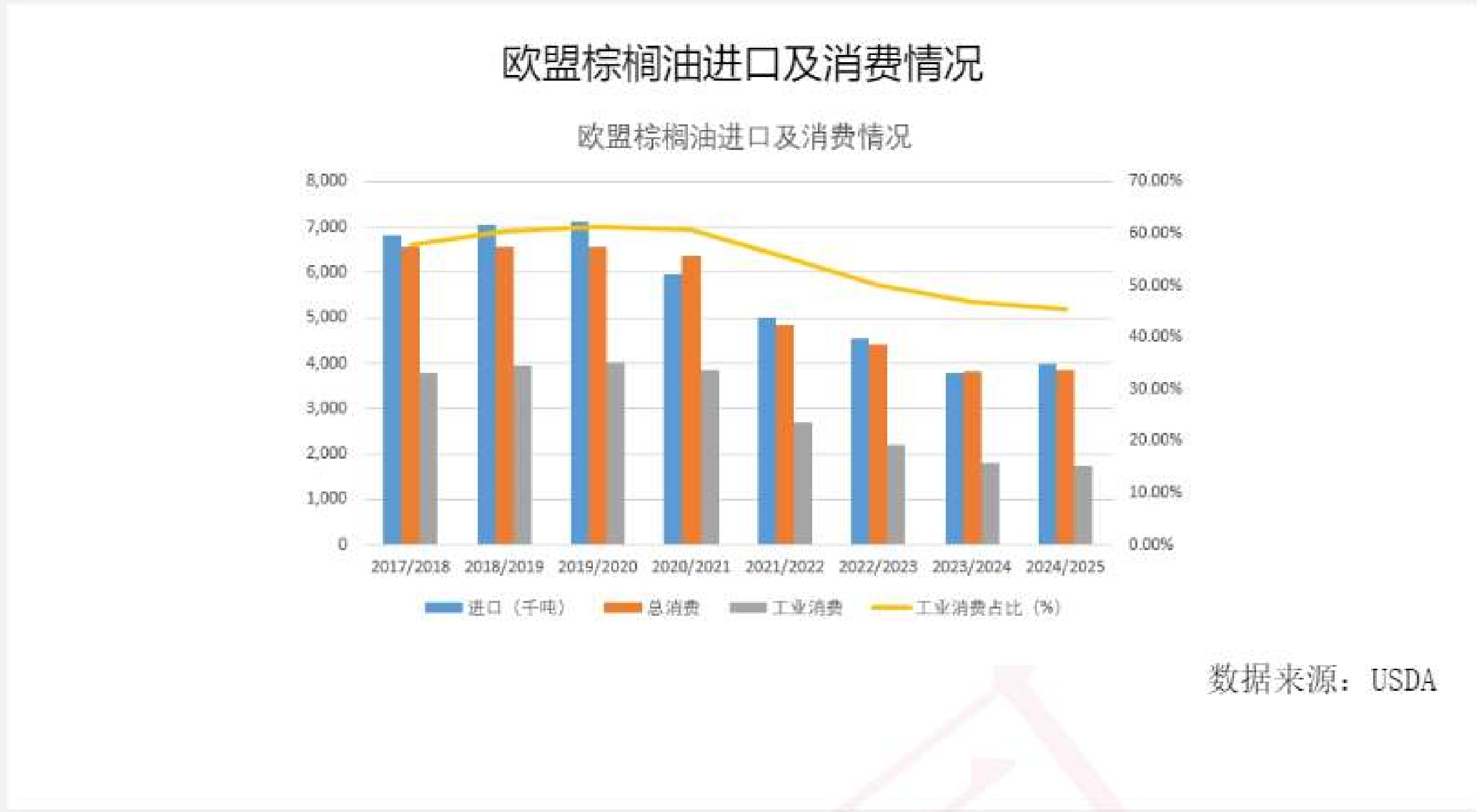
生柴产量大幅增长的背景下，在原料使用方面，欧盟生柴生产商近年来不断谋求原料多样化，逐步从以作物为基础的植物油转向废油和脂肪。目前来看，菜油仍为制生柴第一大投料，近年来维持在600万吨以上水平，而以棕榈油制生柴产量大幅下降，取而代之的是由废旧食用油（UCO）和豆油制成的生物柴油。

2021年，欧盟要求成员国将《可再生能源指令II》（RED II）下的绿色能源目标转变为国家立法。2023年6月底，欧盟通过《零毁林法案EUDR》，由棕榈油和大豆油制成的生物柴油被列为导致森林砍伐和比使用化石燃料排放更多温室气体的高风险能源。由于这一命令，欧盟成员国不再将棕榈油生物燃料计入其可再生能源和气候目标，导致近年来棕榈油进口量以及棕榈油制生柴投料不断下滑。

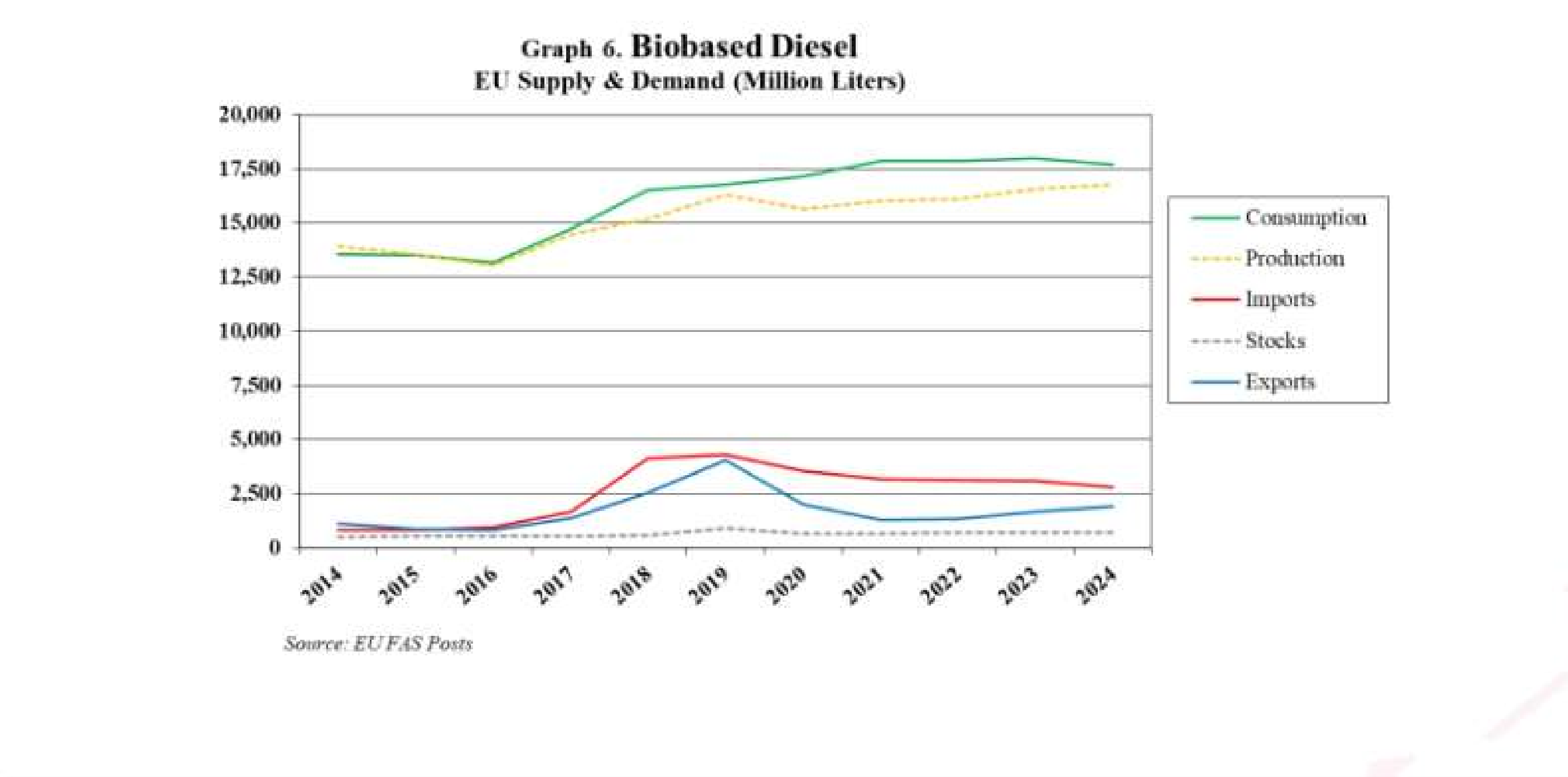
2024年11月，欧盟推迟EUDR实施至2025年底通过议会投票，尽管未来欧盟棕榈油需求走低趋势难改，但2025年欧盟棕榈油进口预计与上一年度基本持平，将在一定程度上支撑东南亚棕榈油的出口。

2.2.6 欧盟EURD延迟使棕榈油需求边际改善

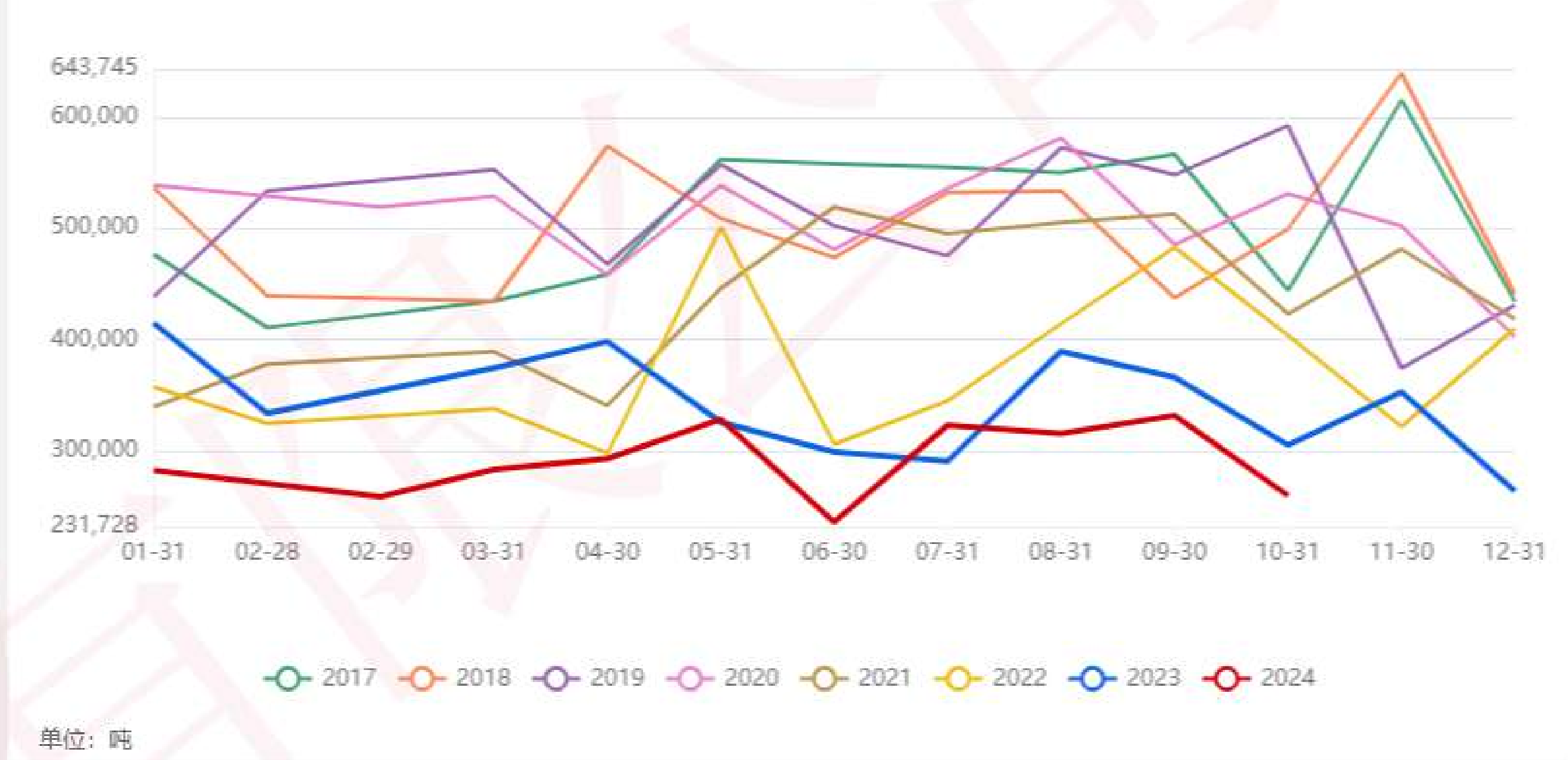
| | A | B | C | D | E | F | G | H | I | J |
|----|----------------|-------|-------|-------|-----|-------|-------|-------|-------|--------|
| 1 | 欧盟棕榈油供需平衡表（千吨） | | | | | | | | | |
| 2 | 年份 | 期初库存 | 进口 | 总供应 | 出口 | 工业消费 | 食品消费 | 总消费 | 期末库存 | 库消比 |
| 3 | 2017/2018 | 498 | 6,834 | 7,332 | 261 | 3,800 | 2,575 | 6,575 | 496 | 7.26% |
| 4 | 2018/2019 | 496 | 7,070 | 7,566 | 214 | 3,950 | 2,400 | 6,550 | 802 | 11.86% |
| 5 | 2019/2020 | 752 | 7,112 | 7,864 | 152 | 4,025 | 2,350 | 6,575 | 1,137 | 16.90% |
| 6 | 2020/2021 | 1,137 | 5,951 | 7,088 | 160 | 3,860 | 2,300 | 6,360 | 568 | 8.71% |
| 7 | 2021/2022 | 568 | 5,015 | 5,583 | 158 | 2,700 | 1,950 | 4,850 | 575 | 11.48% |
| 8 | 2022/2023 | 575 | 4,548 | 5,123 | 123 | 2,200 | 2,050 | 4,400 | 600 | 13.27% |
| 9 | 2023/2024 | 600 | 3,800 | 4,400 | 125 | 1,800 | 1,900 | 3,830 | 445 | 11.25% |
| 10 | 2024/2025 | 445 | 4,000 | 4,445 | 120 | 1,750 | 2,000 | 3,850 | 475 | 11.96% |
| 11 | 数据来源：USDA | | | | | | | | | |
| 12 | | | | | | | | | | |
| 13 | | | | | | | | | | |
| 14 | | | | | | | | | | |
| 15 | | | | | | | | | | |
| 16 | | | | | | | | | | |
| 17 | | | | | | | | | | |
| 18 | | | | | | | | | | |
| 19 | | | | | | | | | | |



欧盟生柴供需



欧盟统计：棕榈油：进口数量：欧盟（月） 2024-10-31



2.3 2024/25年度全球大豆供应宽松格局延续，2025/26年度仍存变数

2.3.1 2024/25年度全球大豆供应宽松

2024/25年度全球大豆供应维持宽松格局

2023/24年度，南美丰产格局下全球大豆整体供应宽松：据USDA 12月供需数据，美国2023/24年度受种植面积减少影响产量下降至1.13亿吨，巴西2023/24年度产量虽多次下调至1.53亿吨，但仍是历史第二高产量，阿根廷2023/24年度产量实现恢复性增产，达4821万吨。

2024/25年度，全球大豆供应维持宽松格局：美豆2024/25年度种面扩大，产量预计增长至1.21亿吨，环比增幅7.19%。巴西2024/25年度产量再创新高达1.69亿吨，阿根廷预计达到5200万吨水平，全球大豆供应维持宽松格局。

| | A | B | C | D | E | F | G | H | I | J | K | L | M | N | O | P |
|----|-----------|---------------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|--------|-----------|--------|---------|---------|---|---|---|
| 1 | | 全球大豆供需平衡表（千吨） | | | | | | | | | | | | | | |
| 2 | | 产量 | | | | 总供应量 | | | | 贸易量=出口量 | | | | | | |
| 3 | 报告年度 | 全球 | 美国 | 巴西 | 阿根廷 | 全球 | 美国 | 巴西 | 阿根廷 | 全球 | 美国 | 巴西 | 阿根廷 | | | |
| 4 | 2020/2021 | 369,603 | 114,749 | 139,500 | 46,200 | 631,020 | 129,945 | 160,944 | 77,545 | 165,176 | 61,664 | 81,650 | 5,195 | | | |
| 5 | 2021/2022 | 360,541 | 121,504 | 130,500 | 43,900 | 613,711 | 128,931 | 160,458 | 72,577 | 154,435 | 58,570 | 79,063 | 2,861 | | | |
| 6 | 2022/2023 | 378,160 | 116,221 | 162,000 | 25,000 | 638,945 | 124,356 | 189,532 | 57,750 | 171,753 | 53,874 | 95,504 | 4,185 | | | |
| 7 | 2023/2024 | 394,873 | 113,273 | 153,000 | 48,210 | 673,626 | 121,030 | 190,686 | 72,994 | 177,472 | 46,128 | 104,170 | 5,114 | | | |
| 8 | 2024/2025 | 427,136 | 121,417 | 169,000 | 52,000 | 717,479 | 131,133 | 197,116 | 82,080 | 181,973 | 49,668 | 105,500 | 4,500 | | | |
| 9 | 环比 | 8.17% | 7.19% | 10.46% | 7.86% | 6.51% | 8.35% | 3.37% | 12.45% | 2.54% | 7.67% | 1.28% | -12.01% | | | |
| 10 | | 消费 | | | | 期末库存 | | | | 库消比 | | | | | | |
| 11 | 报告年度 | 全球 | 美国 | 巴西 | 阿根廷 | 全球 | 美国 | 巴西 | 阿根廷 | 全球 | 美国 | 巴西 | 阿根廷 | | | |
| 12 | 2020/2021 | 367,142 | 61,287 | 49,875 | 47,512 | 98,702 | 6,994 | 29,419 | 24,838 | 26.88% | 5.69% | 22.37% | 47.12% | | | |
| 13 | 2021/2022 | 366,376 | 62,893 | 54,017 | 46,025 | 92,900 | 7,468 | 27,378 | 23,691 | 25.36% | 6.15% | 20.57% | 48.46% | | | |
| 14 | 2022/2023 | 366,095 | 63,292 | 57,209 | 36,568 | 101,097 | 7,190 | 36,819 | 16,997 | 27.61% | 6.14% | 24.11% | 41.71% | | | |
| 15 | 2023/2024 | 383,993 | 65,594 | 58,550 | 43,800 | 112,161 | 9,308 | 27,966 | 24,080 | 29.21% | 8.33% | 17.19% | 49.23% | | | |
| 16 | 2024/2025 | 403,636 | 68,668 | 58,100 | 48,600 | 131,870 | 12,797 | 33,516 | 28,980 | 32.67% | 10.81% | 20.49% | 54.58% | | | |
| 17 | 环比 | 5.12% | 4.69% | -0.77% | 10.96% | 17.57% | 37.48% | 19.85% | 20.35% | 11.85% | 29.80% | 19.20% | 10.86% | | | |
| 18 | | | | | | | | | | 数据来源：USDA | | | | | | |
| 19 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 20 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 21 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 22 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 23 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 24 | | | | | | | | | | | | | | | | |

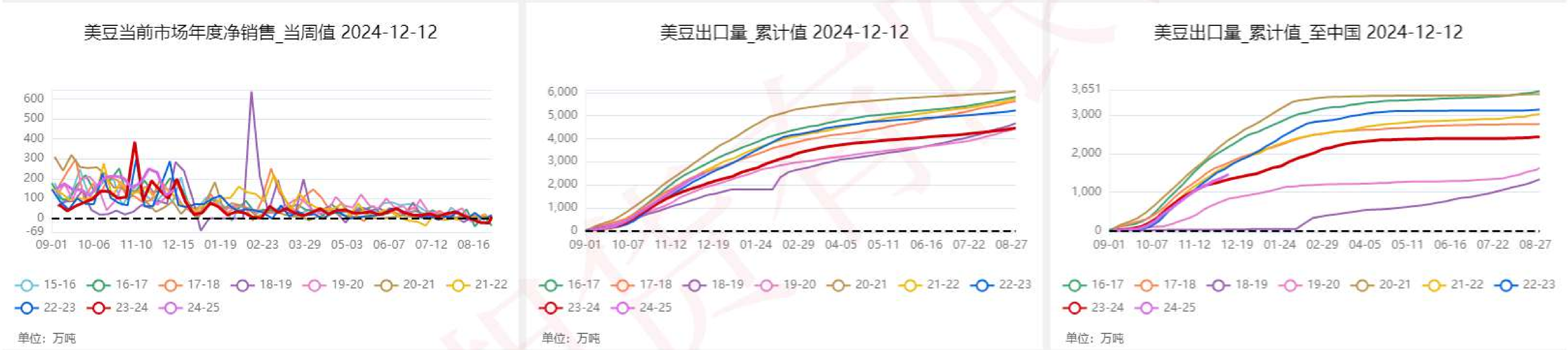
2.3.2 美国2024/25年度大豆维持丰产，出口表现仍是后期关键因素

美国2024/25年度大豆维持丰产，出口表现仍是后期关键因素

自11月USDA报告下调美豆单产，大豆供应宽松格局边际改善，12月报告未做修改：11月报告下调美豆单产，由53.1降至51.7蒲式耳/英亩，产量调整至1.21亿吨。同时同步小幅下调压榨及出口，因产量大幅下降导致期末库存将至1279万吨。调整后美豆供应宽松格局边际改善，但总产量仍属于历史较高区间，丰产格局依旧，出口表现仍是后期关键因素。

出口表现来看，2024/25年度截止目前，整体出口进度快于往年：美国农业部公布的周度出口检验报告显示，截至2024年12月19日当周，美国大豆出口检验量为174.7万吨，前一周修正后为169.59万吨。当周，对中国大陆的大豆出口检验量为68.27万吨，占出口检验总量的39.08%。本作物年度迄今，美国大豆出口检验量累计为2699.89万吨，上一年度同期为2230.13万吨。

| | A | B | C | D | E | F | G | H | I | J | K | L | M | N | O | P | Q | R | S |
|----|-------------|-----------|--------|---------|-----|---------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 美豆供需平衡表（千吨） | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2 | 报告年度 | 收获面积（千公顷） | 期初库存 | 产量 | 进口 | 总供应 | 出口 | 压榨 | 国内消费量 | 期末库存 | 单产（吨/公顷） | 库消比 | | | | | | | |
| 3 | 2015/2016 | 33,080 | 5,188 | 106,869 | 641 | 112,698 | 52,869 | 51,335 | 54,475 | 5,354 | 3.230 | 4.99% | | | | | | | |
| 4 | 2016/2017 | 33,470 | 5,354 | 116,931 | 606 | 122,891 | 58,964 | 51,742 | 55,719 | 8,208 | 3.490 | 7.16% | | | | | | | |
| 5 | 2017/2018 | 36,236 | 8,208 | 120,065 | 594 | 128,867 | 58,071 | 55,926 | 58,873 | 11,923 | 3.310 | 10.20% | | | | | | | |
| 6 | 2018/2019 | 35,448 | 11,923 | 120,515 | 383 | 132,821 | 47,721 | 56,935 | 60,360 | 24,740 | 3.400 | 22.89% | | | | | | | |
| 7 | 2019/2020 | 30,318 | 25,176 | 96,644 | 419 | 122,239 | 45,800 | 58,910 | 61,782 | 14,657 | 3.190 | 13.62% | | | | | | | |
| 8 | 2020/2021 | 33,428 | 14,657 | 114,749 | 539 | 129,945 | 61,664 | 58,257 | 61,287 | 6,994 | 3.430 | 5.69% | | | | | | | |
| 9 | 2021/2022 | 34,921 | 6,994 | 121,504 | 433 | 128,931 | 58,570 | 59,980 | 62,893 | 7,468 | 3.480 | 6.15% | | | | | | | |
| 10 | 2022/2023 | 34,873 | 7,468 | 116,221 | 667 | 124,356 | 53,874 | 60,199 | 63,292 | 7,190 | 3.330 | 6.14% | | | | | | | |
| 11 | 2023/2024 | 33,294 | 7,190 | 113,273 | 567 | 121,030 | 46,128 | 62,244 | 65,594 | 9,308 | 3.400 | 8.33% | | | | | | | |
| 12 | 10月 | 34,913 | 9,308 | 124,701 | 408 | 134,417 | 50,349 | 65,998 | 69,103 | 14,965 | 3.570 | 12.53% | | | | | | | |
| 13 | 11月 | 34,913 | 9,308 | 121,417 | 408 | 131,133 | 49,668 | 65,589 | 68,668 | 12,797 | 3.480 | 10.81% | | | | | | | |
| 14 | 12月 | 34,913 | 9,308 | 121,417 | 408 | 131,133 | 49,668 | 65,589 | 68,668 | 12,797 | 3.480 | 10.81% | | | | | | | |
| 15 | 数据来源：USDA | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 16 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 17 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 18 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |



2.3.3 特朗普2.0预期下关税政策及能源政策扰动加剧

特朗普政策预期：贸易战和生柴

特朗普当选，油脂油料板块核心关注因素一是关税政策，二是能源政策，目前政策预期来看，关税政策推升豆粕价格重心，能源政策和外交政策将在一定程度利空油脂。整体预计利多大于利空，政策落地顺序会扰动价格节奏。

关税政策方面，特朗普经济上的牌面较为明朗-对内减税、对外加关税：加征关税对中国企业出口不利，中国很可能出台反制措施，对美豆征收关税，导致进口大豆成本增加，更多体现在推升豆粕价格重心上。但相较于上一次，中国目前大豆进口来源重心进一步向南美转移，预计如果25年贸易战开打，对国内油脂油料价格影响不及上一轮。



2.3.3 特朗普2.0预期下关税政策及能源政策扰动加剧

能源政策方面，生柴产能悲观预期充足

美国生物柴油产量自2011年快速增加，到2018年，美国生物柴油产量达到峰值18.57亿加仑，随后小幅收缩，2023年产量为17亿加仑。豆油是美国植物油制生柴的第一大油，近年来随着生柴产量的增长用量逐年增长，2023/24年度豆油制生柴投料达589万吨，占总消费达23.33%。

但特朗普政府在能源政策方面，给予生柴产能悲观预期：特朗普此前已提出过推动石油增产、降低能源成本的政策设想。叠加特朗普“美国优先”的外交政策设想，原油的地缘政治溢价或将回吐。由此，原油市场走弱可能较大，而这会通过生物柴油影响油脂市场。11月14日特朗普将任命对生物燃料持反对态度的泽尔丁担任美国环境保护署署长，或强化生柴利空格局，导致生柴产量及豆油投料整体下滑。

另外，2022年《通胀削减法案》（IRA）中对生物燃料采取了一系列的激励措施，延长了40A条款掺混抵税补贴政策（BTC）至2024年底。目前即将到期，市场担忧特朗普政府不延长BTC，或使美生柴生产商生产利润进一步受限，降低其生产积极性，进一步加剧生柴端对油脂的利空格局。

美国生物柴油月度产量



美豆油总消费及制生柴用量情况-EIA USDA



2.3.4 2025/26年度美豆播种面积预计小幅下滑

大豆玉米比价跌至历年较低水平，叠加特朗普政府对大豆价格存在利空预期，2025/26年度美豆播种面积预计小幅

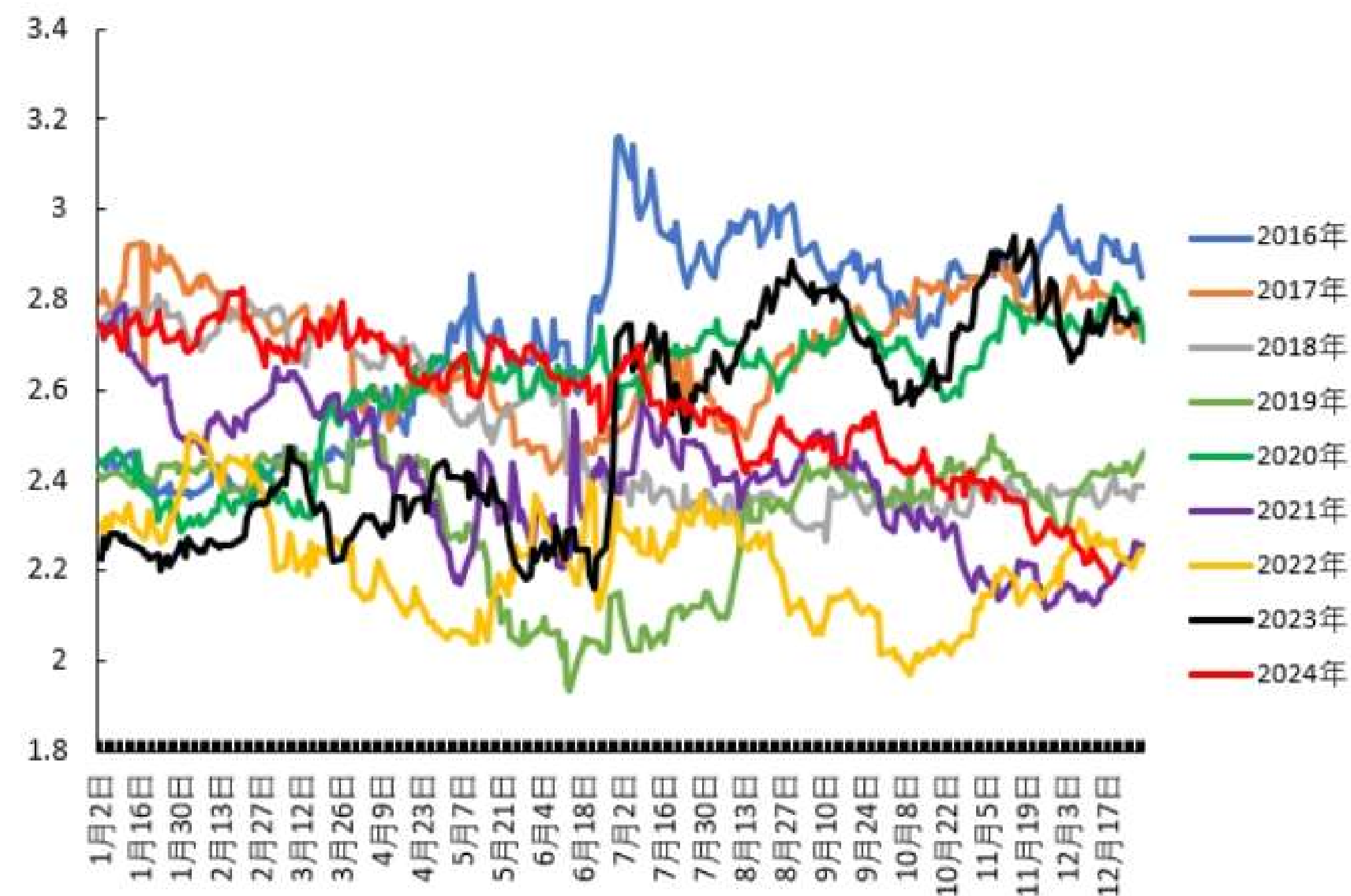
全球大豆供需宽松背景下，CBOT价格长期承压运行，导致美豆种植利润长期亏损，会进一步传导至上游种植端，最直接将表现在2025/26年度美豆播种面积上。

目前南美丰产预期充足，CBOT大豆玉米比价跌至历年较低水平，叠加特朗普政府在贸易政策及生柴政策方面对大豆价格存在利空预期，进一步打压美国农民大豆种植积极性，整体预计美豆2025/26年度播种面积有所下滑。根据USDA发布的长期作物种植预测显示，2025/26年度美豆播种面积预计小幅下滑至8500万英亩，关注2025年2月底前大豆玉米比价走势以及后续3月、6月种植面积情况。

CBOT大豆及美豆种植成本历史走势



CBOT大豆玉米比价



2.3.5 巴西种面扩大背景下2024/25年度丰产预期充足，天气风险预计有限

巴西大豆2024/25年度丰产预期充足，天气风险预计有限

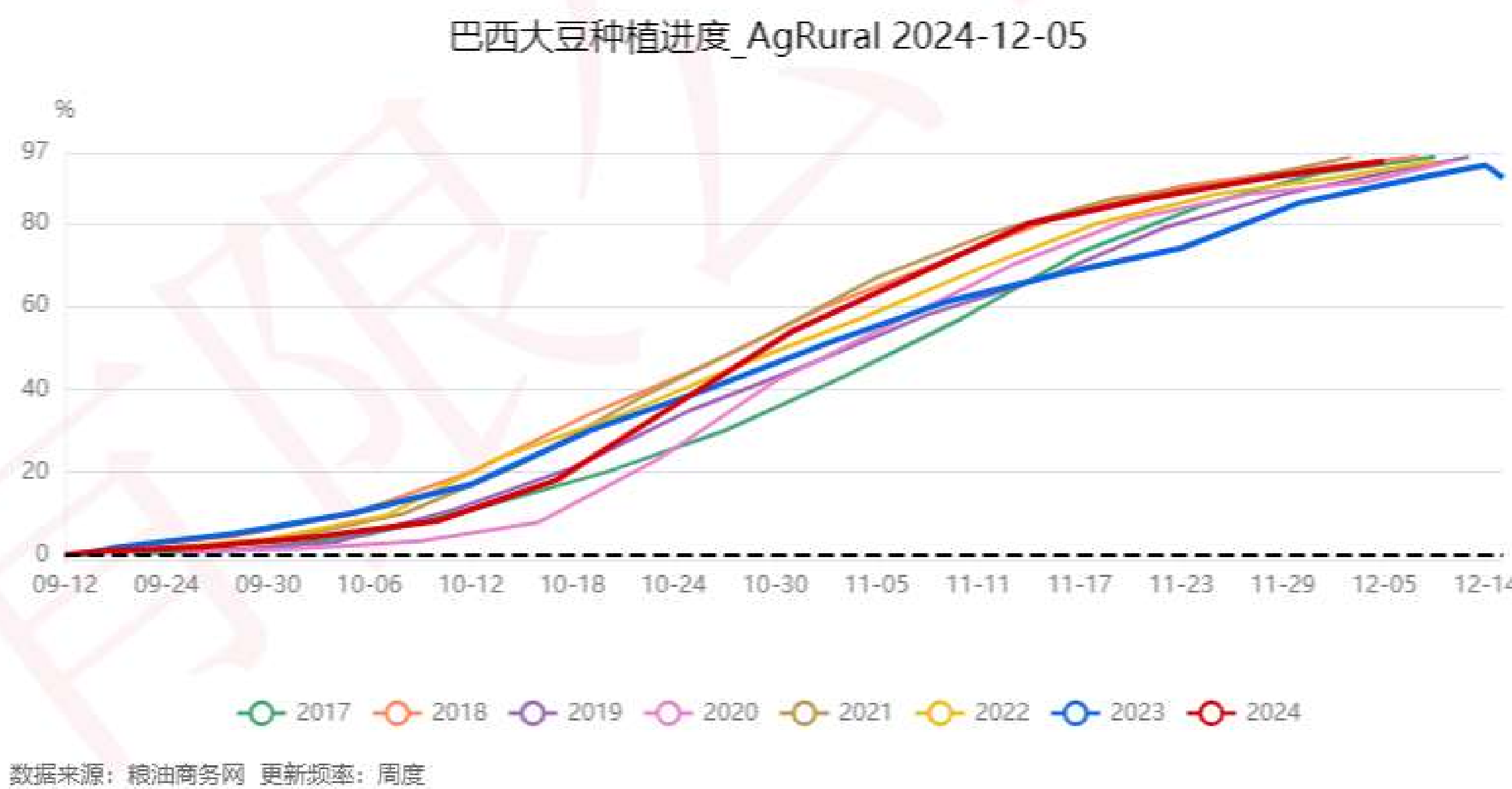
USDA12月供需预估对于2024/25年度南美大豆产量的预估来看，给予巴西大豆1.69亿吨的历史最高产量预估，阿根廷产量小幅上调100万吨达到5200万吨的历史较高水平，巴拉圭产量达1120万吨水平，南美持续维持丰产格局。

近期部分机构发布对巴西2024/25年度产量预估，整体预计产量较上一年度有所增长。巴西天气状况良好，播种进入尾声。整体来看，巴西种面扩大背景下2024/25年度丰产预期充足，天气风险预计有限。

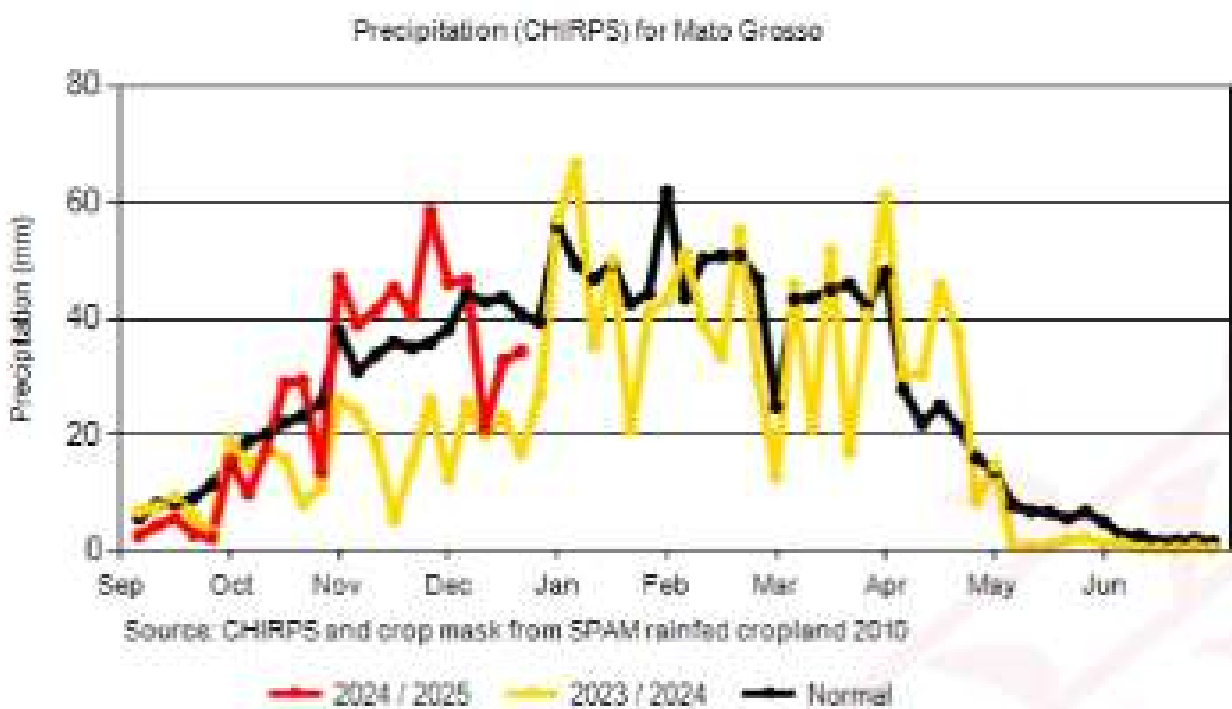
相关数据：

- 据机构发布对巴西2024/25年度产量预估，整体预计产量较上一年度有所增长。（CONAB-1.6621亿吨；AgRural-1.693亿吨；StoneX-1.662亿吨）
- 巴西播种进度较快，目前已经进入尾声：在干旱导致巴西中部地区的初期播种工作推迟后，随着马托格罗索等地的降雨到来，2024/25年度巴西大豆种植开始起飞，超过了去年同期。巴西国家商品供应公司 (CONAB) 表示，截至12月22日当周，巴西2024/25年度大豆种植进度为97.8%，较上周进度增加1.0%。去年同期的播种进度为96.8%。
- 巴西大豆主产区降水表现良好，强化2024/25年度丰产预期：纵观2024/25年度巴西大豆播种期降水情况，10月播种初期降水相对偏低，导致播种相对延迟，但随进入11月开始，主产区降水明显好转，基本超过近五年平均水平，土壤湿度改善明显，促使播种进度加快。未来降水预期来看，除了南部主产区南里奥格兰德州受拉尼娜影响降水偏少外，其余主产州预计降水表现良好，天气风险有限，有利于大豆开花、灌浆，强化巴西大豆2024/25年度丰产预期。

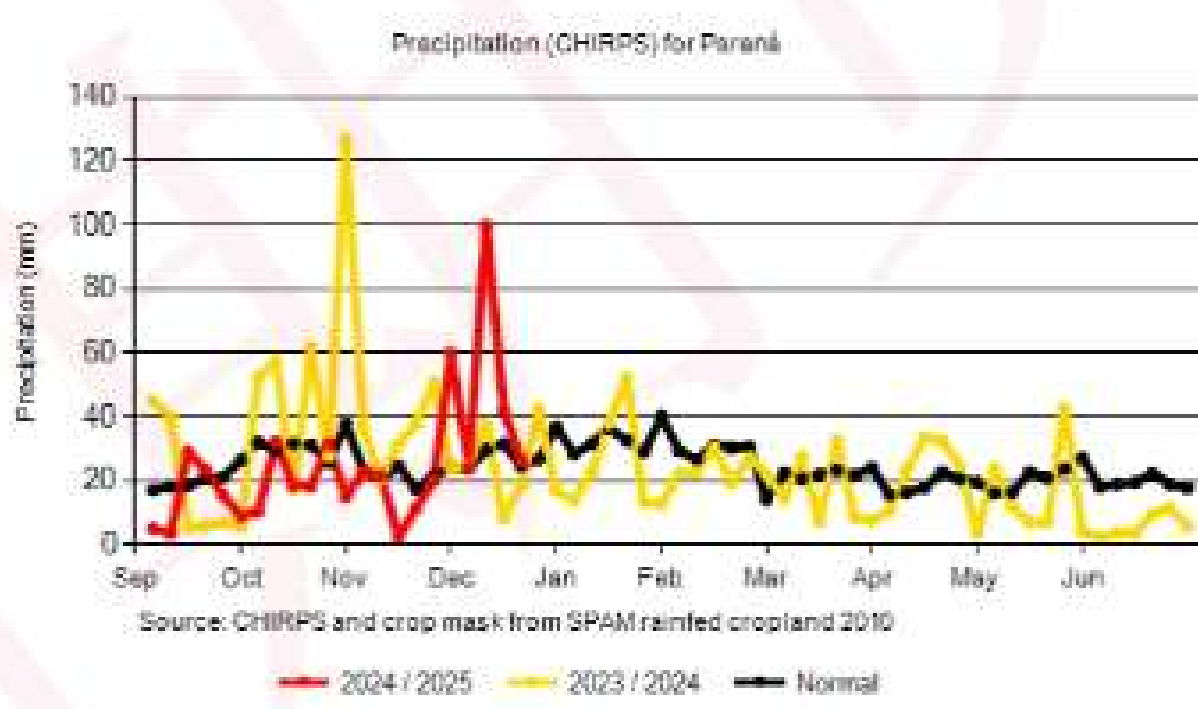
| | A | B | C | D | E | F | G | H | I | J | K | L | M |
|----|---------------|--------|--------|---------|-------|---------|---------|--------|--------|--------|------|-------|---|
| 1 | 巴西大豆供需平衡表（千吨） | | | | | | | | | | | | |
| 2 | 报告年度 | 面积 | （公期初库存 | 产量 | 进口量 | 总供应量 | 出口量 | 压榨量 | 国内消费 | 期末库存 | （吨/公 | 库消 | |
| 3 | 2015/2016 | 33,300 | 24,498 | 95,700 | 410 | 120,608 | 54,383 | 39,747 | 42,422 | 23,803 | 2.87 | 24.59 | |
| 4 | 2016/2017 | 33,900 | 23,803 | 114,900 | 232 | 138,955 | 63,137 | 40,411 | 43,186 | 32,632 | 3.39 | 30.69 | |
| 5 | 2017/2018 | 35,150 | 32,632 | 123,400 | 175 | 156,207 | 76,136 | 44,205 | 47,040 | 33,031 | 3.51 | 26.82 | |
| 6 | 2018/2019 | 35,900 | 33,031 | 120,500 | 140 | 153,671 | 74,887 | 42,527 | 45,442 | 33,342 | 3.36 | 27.71 | |
| 7 | 2019/2020 | 36,900 | 33,342 | 128,500 | 549 | 162,391 | 92,135 | 46,742 | 49,837 | 20,419 | 3.48 | 14.38 | |
| 8 | 2020/2021 | 39,800 | 20,429 | 139,500 | 1,015 | 160,944 | 81,650 | 46,675 | 49,875 | 29,419 | 3.51 | 22.37 | |
| 9 | 2021/2022 | 41,800 | 29,419 | 130,500 | 539 | 160,458 | 79,063 | 50,767 | 54,017 | 27,378 | 3.12 | 20.57 | |
| 10 | 2022/2023 | 44,600 | 27,378 | 162,000 | 154 | 189,532 | 95,504 | 53,409 | 57,209 | 36,819 | 3.63 | 24.11 | |
| 11 | 2023/2024 | 46,100 | 36,819 | 153,000 | 867 | 190,686 | 104,170 | 54,700 | 58,550 | 27,966 | 3.32 | 17.19 | |
| 12 | 10月 | 47,300 | 27,962 | 169,000 | 150 | 197,112 | 105,000 | 54,000 | 58,100 | 34,012 | 3.57 | 20.85 | |
| 13 | 2024/2025 | 47,300 | 27,962 | 169,000 | 150 | 197,112 | 105,500 | 54,000 | 58,100 | 33,512 | 3.57 | 20.48 | |
| 14 | 12月 | 47,300 | 27,966 | 169,000 | 150 | 197,116 | 105,500 | 54,000 | 58,100 | 33,516 | 3.57 | 20.49 | |
| 15 | 数据来源：USDA | | | | | | | | | | | | |
| 16 | | | | | | | | | | | | | |
| 17 | | | | | | | | | | | | | |
| 18 | | | | | | | | | | | | | |
| 19 | | | | | | | | | | | | | |



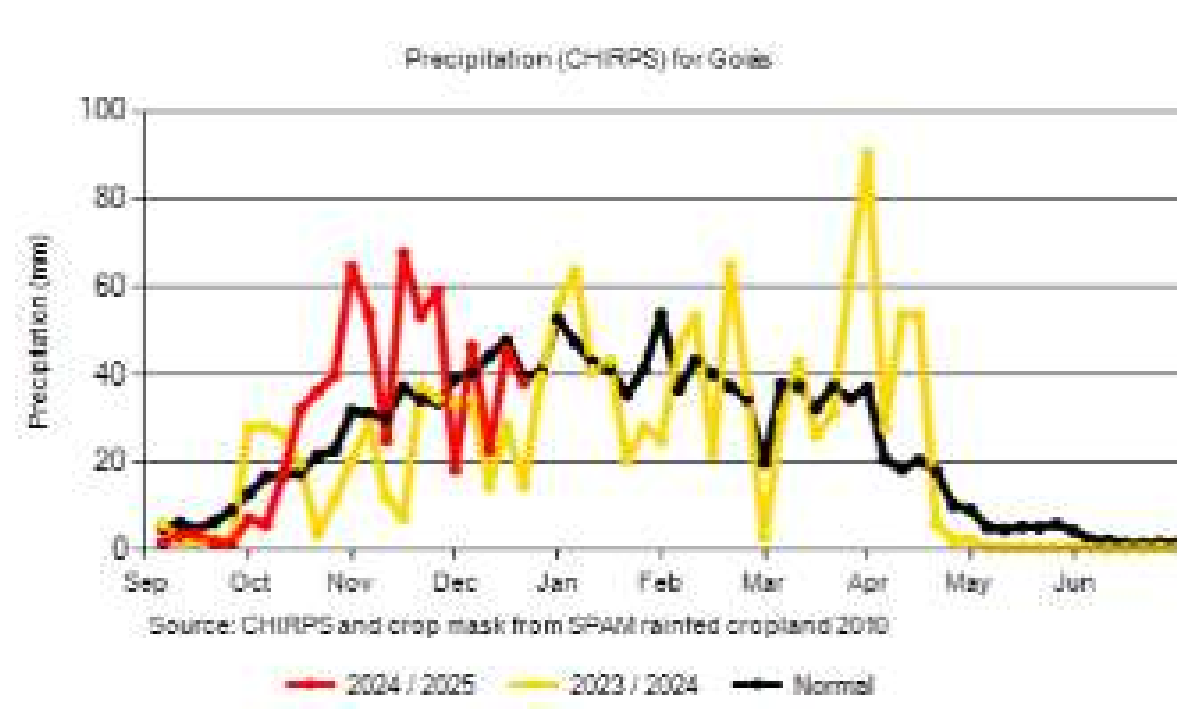
马托格罗索州降水情况



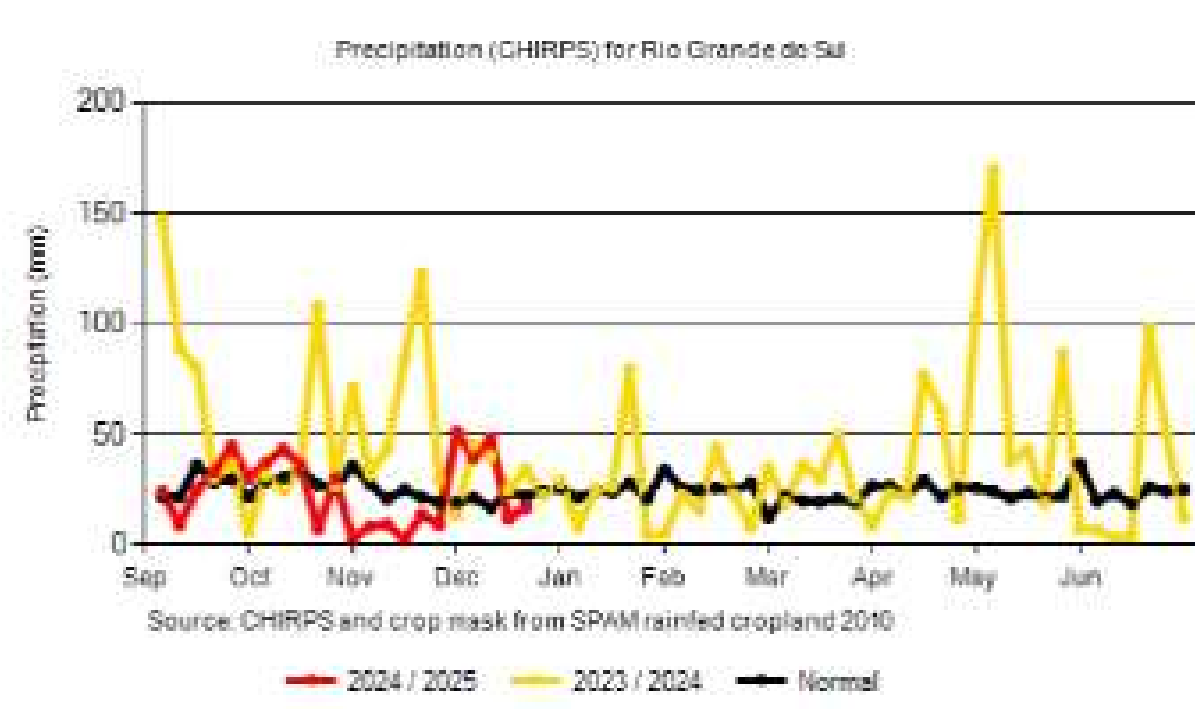
巴拉那州降水情况



戈亚斯州降水情况



南里奥格兰德州降水情况



2.3.6 阿根廷2024/25年度维持丰产格局，警惕拉尼娜造背景下干旱影响后期作物生长

阿根廷大豆播种进度表现正常，警惕拉尼娜造背景下干旱影响后期作物生长

BAGE小幅下调阿根廷大豆种植面积预估至1860万公顷：布宜诺斯艾利斯谷物交易所下调阿根廷2024/25年度大豆种植面积预估至1860万公顷，此前的种植面积预估为1900万公顷。

阿根廷大豆播种进度表现正常：布宜诺斯艾利斯谷物交易所（BAGE）发布的周度报告称，截至2024年12月18日的一周，阿根廷大豆种植进度达到76.6%，相比上一周高了11.9%，相比去年同期高了7.6%。

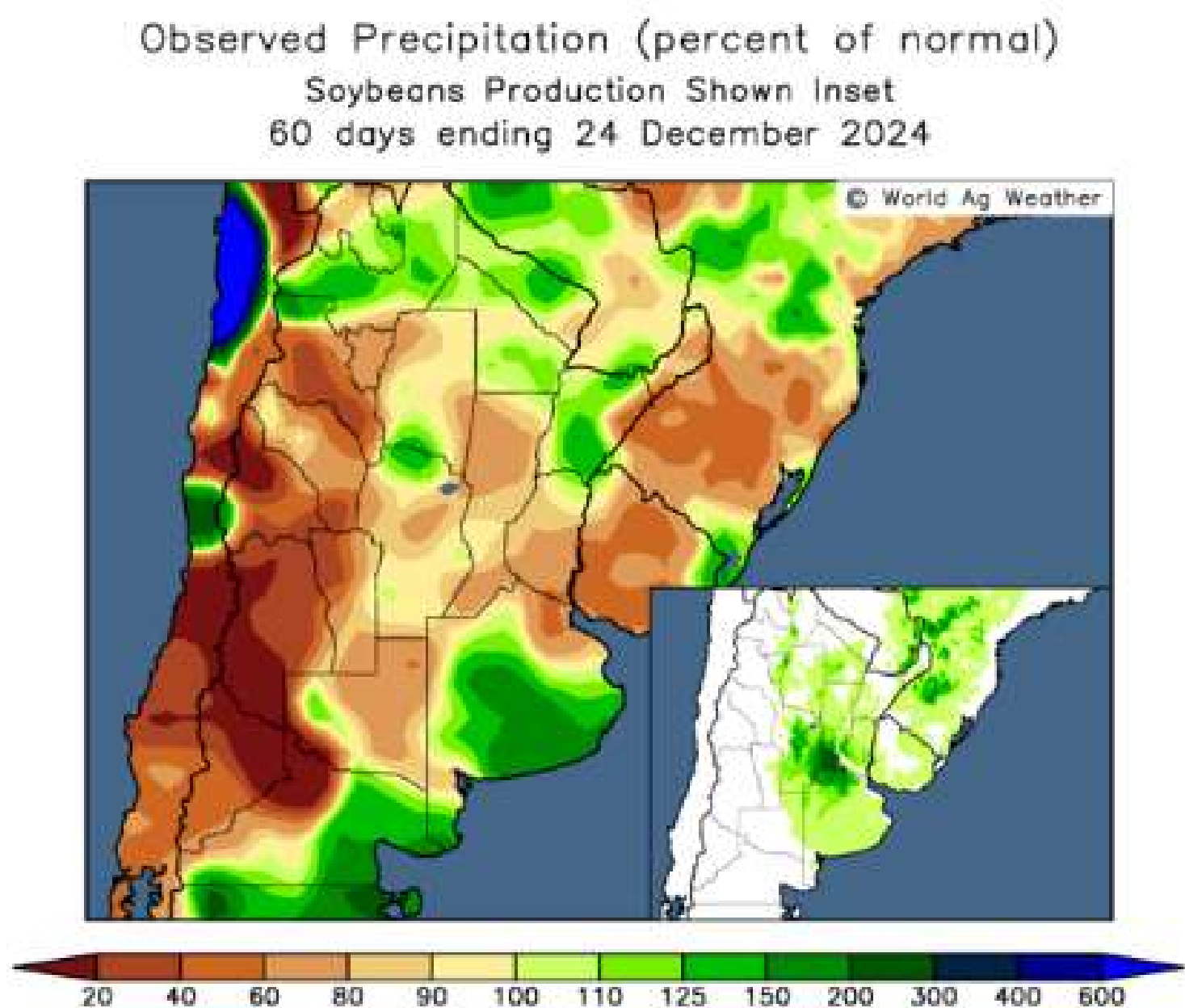
纵观2024/25年度阿根廷大豆播种期降水情况，降水波动幅度较大，目前整体与往年基本持平。但后续二月份之前拉尼娜现象有增强预期，或造成阿根廷部分地区降水相对偏少，影响大豆播种及生长。

2.3.6 阿根廷2024/25年度维持丰产格局，警惕拉尼娜造背景下干旱影响后期作物生长

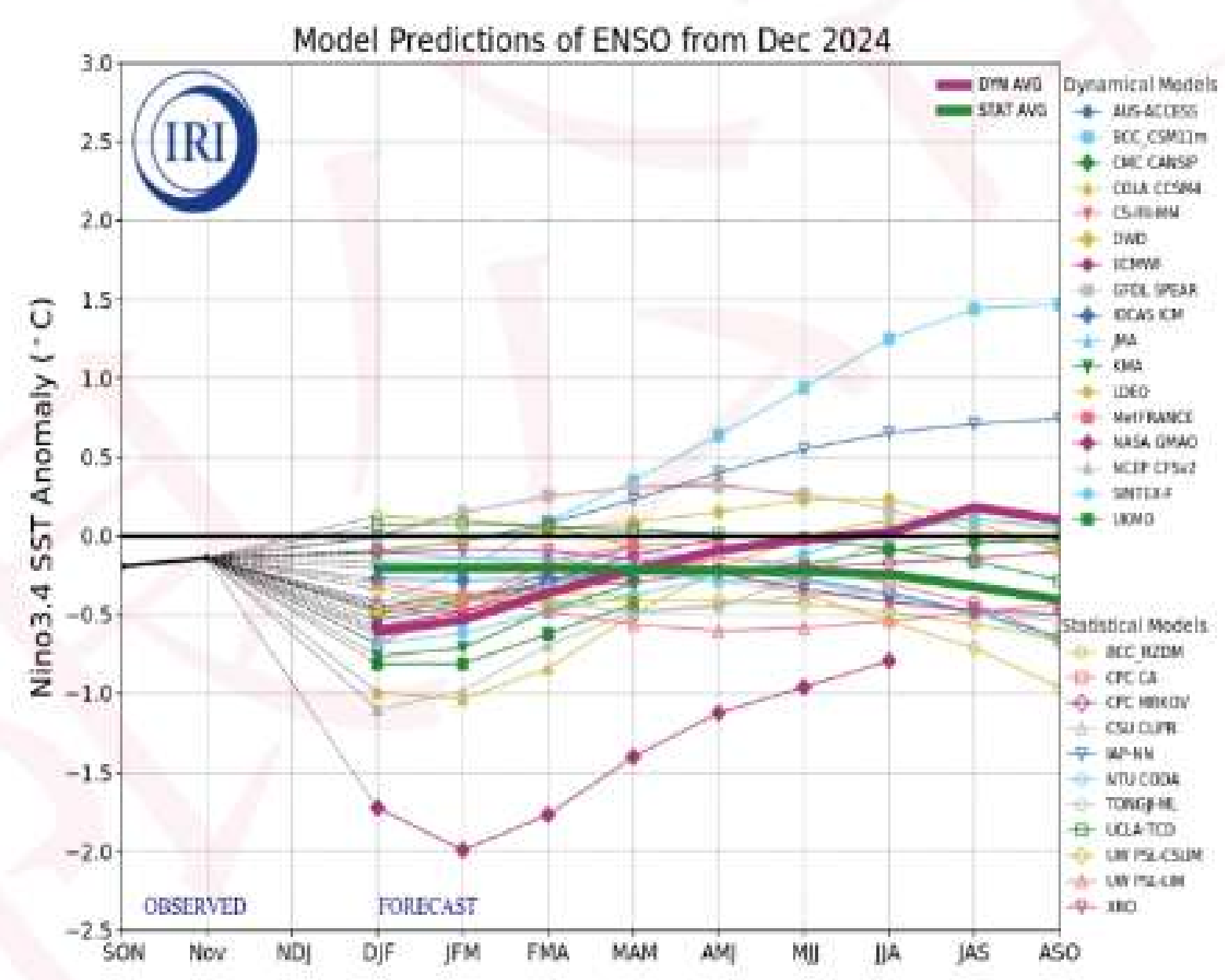
| | A | B | C | D | E | F | G | H | I | J | K | L | M |
|----|----------------|---------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|--------|---|
| 1 | 阿根廷大豆供需平衡表（千吨） | | | | | | | | | | | | |
| 2 | 报告年度 | 面积 (公顷) | 期初库存 | 产量 | 进口量 | 总供应量 | 出口量 | 压榨量 | 国内消费量 | 期末库存 | 单产 (吨/公顷) | 库消比 | |
| 3 | 2015/2016 | 19,350 | 27,069 | 58,800 | 676 | 86,545 | 9,922 | 43,267 | 49,467 | 27,156 | 3.04 | 45.73% | |
| 4 | 2016/2017 | 17,335 | 27,156 | 55,000 | 1,674 | 83,830 | 7,025 | 43,309 | 49,809 | 26,996 | 3.17 | 47.50% | |
| 5 | 2017/2018 | 16,300 | 26,996 | 37,800 | 4,703 | 69,499 | 2,132 | 36,933 | 43,633 | 23,734 | 2.32 | 51.86% | |
| 6 | 2018/2019 | 16,600 | 23,734 | 55,300 | 6,408 | 85,442 | 9,104 | 40,567 | 47,448 | 28,890 | 3.33 | 51.09% | |
| 7 | 2019/2020 | 16,700 | 28,890 | 48,800 | 4,882 | 82,572 | 10,004 | 38,770 | 45,918 | 26,650 | 2.92 | 47.66% | |
| 8 | 2020/2021 | 16,470 | 26,529 | 46,200 | 4,816 | 77,545 | 5,195 | 40,162 | 47,512 | 24,838 | 2.81 | 47.12% | |
| 9 | 2021/2022 | 15,900 | 24,838 | 43,900 | 3,839 | 72,577 | 2,861 | 38,825 | 46,025 | 23,691 | 2.76 | 48.46% | |
| 10 | 2022/2023 | 14,400 | 23,691 | 25,000 | 9,059 | 57,750 | 4,185 | 30,318 | 36,568 | 16,997 | 1.74 | 41.71% | |
| 11 | 2023/2024 | 16,370 | 16,997 | 48,210 | 7,787 | 72,994 | 5,114 | 36,550 | 43,800 | 24,080 | 2.95 | 49.23% | |
| 12 | 10月 | 16,900 | 24,447 | 51,000 | 6,000 | 81,447 | 4,500 | 40,000 | 47,600 | 29,347 | 3.02 | 56.33% | |
| 13 | 11月 | 16,900 | 24,080 | 51,000 | 6,000 | 81,080 | 4,500 | 40,000 | 47,600 | 28,980 | 3.02 | 55.62% | |
| 14 | 12月 | 17,300 | 24,080 | 52,000 | 6,000 | 82,080 | 4,500 | 41,000 | 48,600 | 28,980 | 3.01 | 54.58% | |
| 15 | 数据来源：USDA | | | | | | | | | | | | |
| 16 | | | | | | | | | | | | | |
| 17 | | | | | | | | | | | | | |
| 18 | | | | | | | | | | | | | |



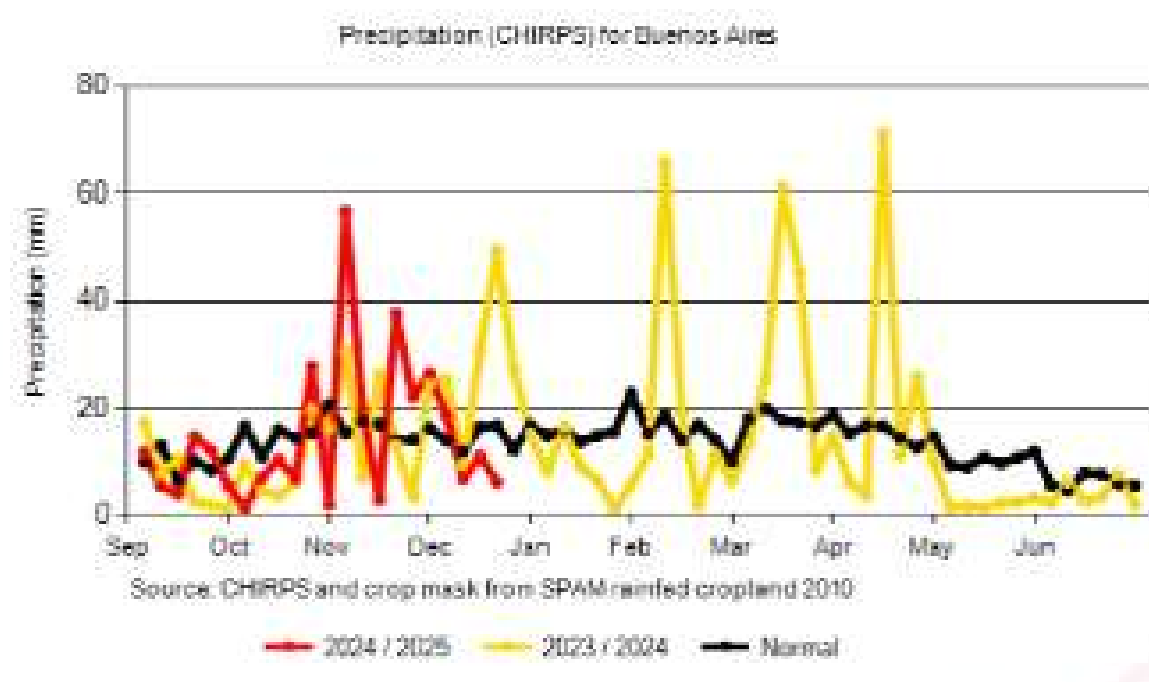
阿根廷近两个月降水偏离程度



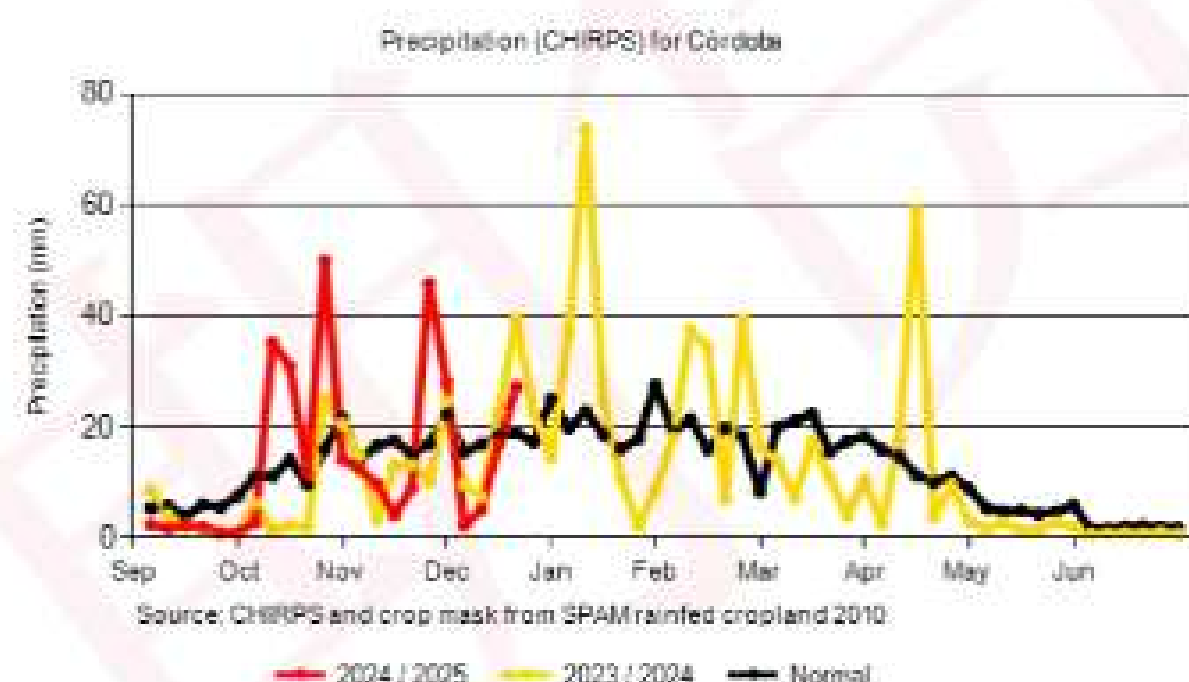
NOAA拉尼娜预期



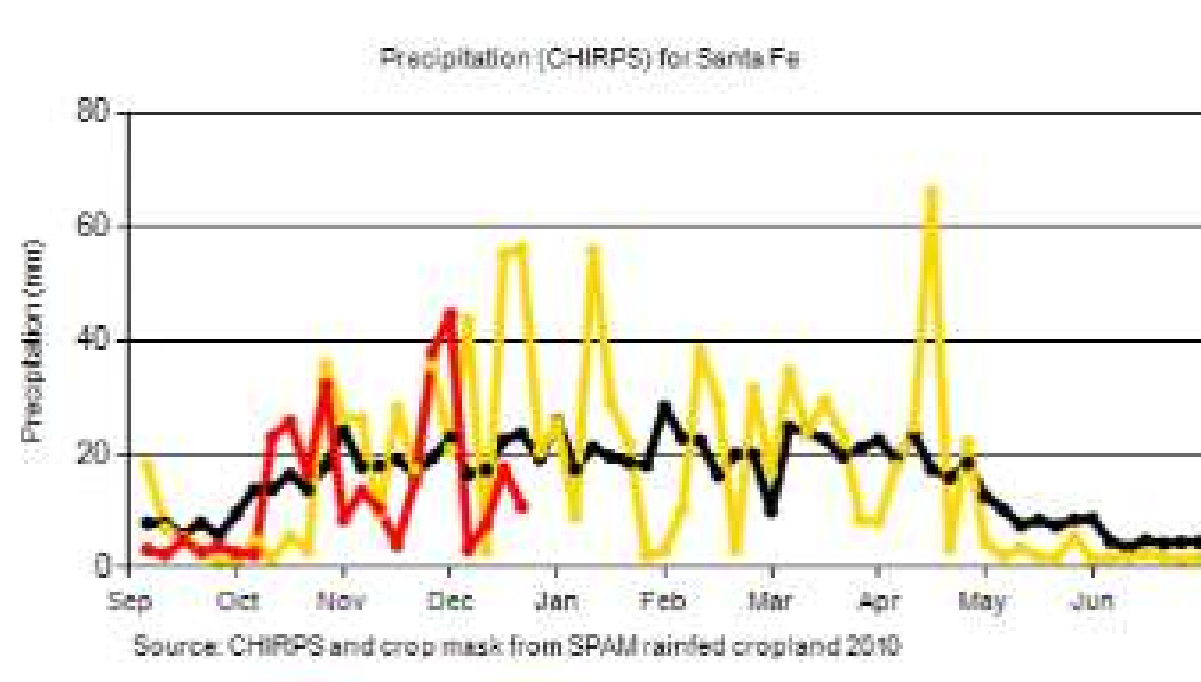
布宜诺斯艾利斯省降水情况



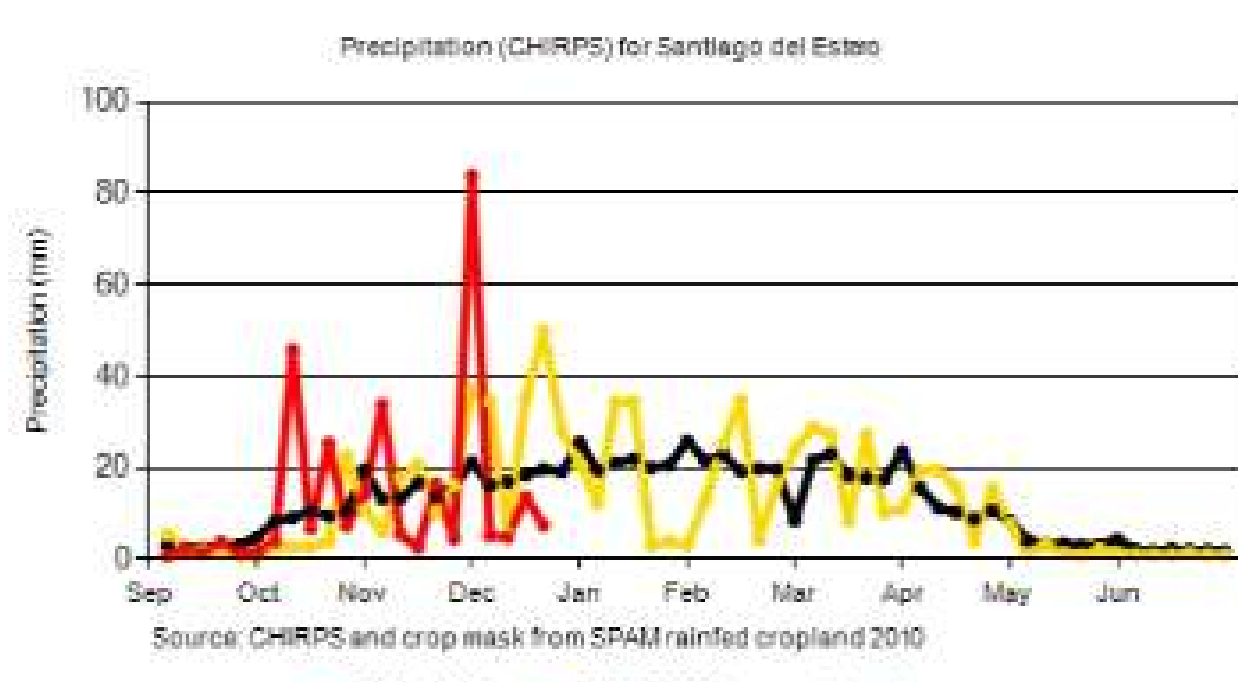
科尔多瓦斯省降水情况



圣菲省降水情况



圣地亚哥省降水情况



2.4 2024/25年度全球菜葵减产明显

2.4.1 欧盟霜冻减产，加籽超预期下调产量，全球菜籽供应边际收紧

2024/25年度全球菜籽供应较前期边际收紧

2024/25年度全球菜籽产量较上一年度小幅下滑：2024/25年度产量预估来看，全球产量预计为8618万吨，较2023/24年度小幅下滑。全球菜籽出口量为1686.8万吨，全球消费量增至8871.8万吨，期末库存降至719.4万吨。加拿大方面，菜籽产量预计为1880万吨，较2023/24年度产量下滑40万吨，欧盟方面，受前期霜冻影响，2024/25年度菜籽产量下调至1724万吨，较2023/24年度产量下降270万吨左右。整体来看，2024/25年度全球菜籽供应较前期边际收紧，但仍是历史较高产量区间。

加拿大统计局下调菜籽产量：由于收获面积较低，叠加7月和8月，加拿大西部部分地区炎热干燥，可能导致单产下降，加拿大统计局将2024年全国油菜籽产量下调7.0%至1780万吨。

| | A | B | C | D | E | F | G | H | I | J |
|----|---------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|---------|
| 1 | 全球菜籽供需平衡表（千吨） | | | | | | | | | |
| 2 | | 产量 | | | 总供应量 | | | 贸易量-出口量 | | |
| 3 | 报告年度 | 全球 | 加拿大 | 欧盟 | 全球 | 加拿大 | 欧盟 | 全球 | 加拿大 | 欧盟 |
| 4 | 2020/2021 | 74,754 | 19,485 | 16,732 | 98,957 | 23,045 | 23,716 | 18,032 | 10,485 | 173 |
| 5 | 2021/2022 | 75,831 | 14,248 | 17,353 | 95,987 | 16,129 | 23,594 | 15,345 | 5,246 | 452 |
| 6 | 2022/2023 | 88,904 | 18,850 | 19,612 | 113,699 | 20,482 | 27,220 | 19,553 | 7,951 | 549 |
| 7 | 2023/2024 | 89,885 | 19,192 | 19,934 | 117,160 | 21,326 | 27,212 | 18,012 | 6,747 | 534 |
| 8 | 2024/2025 | 86,180 | 18,800 | 17,240 | 112,843 | 21,648 | 25,718 | 16,868 | 6,750 | 300 |
| 9 | 环比 | -4.12% | -2.04% | -13.51% | -3.68% | 1.51% | -5.49% | -6.35% | 0.04% | -43.82% |
| 10 | | 消费 | | | 期末库存 | | | 库消比 | | |
| 11 | 报告年度 | 全球 | 加拿大 | 欧盟 | 全球 | 加拿大 | 欧盟 | 全球 | 加拿大 | 欧盟 |
| 12 | 2020/2021 | 74,692 | 10,784 | 22,875 | 6,233 | 1,776 | 668 | 8.34% | 8.35% | 2.90% |
| 13 | 2021/2022 | 75,892 | 9,402 | 22,375 | 4,750 | 1,481 | 767 | 6.26% | 10.11% | 3.36% |
| 14 | 2022/2023 | 85,185 | 10,673 | 24,850 | 8,961 | 1,858 | 1,821 | 10.52% | 9.98% | 7.17% |
| 15 | 2023/2024 | 89,039 | 11,831 | 25,050 | 10,109 | 2,748 | 1,628 | 11.35% | 14.79% | 6.36% |
| 16 | 2024/2025 | 88,781 | 12,692 | 24,300 | 7,194 | 2,206 | 1,118 | 8.10% | 11.35% | 4.54% |
| 17 | 环比 | -0.29% | 7.28% | -2.99% | -28.84% | -19.72% | -31.33% | -28.63% | -23.29% | -28.58% |
| 18 | | | | | | | | 数据来源：USDA | | |
| 19 | | | | | | | | | | |
| 20 | | | | | | | | | | |
| 21 | | | | | | | | | | |
| 22 | | | | | | | | | | |
| 23 | | | | | | | | | | |

2.4.2 中加关系后期不确定性仍存，或再度菜系注入贸易升水

中加关系后期不确定性仍存

9月初开始，商务部宣布对加拿大进口油菜籽发起反倾销调查，后消息不断传出，刺激菜系市场情绪。目前来看，前期升水整体有所回落，但未来中加关系不确定性仍存，警惕后续相关消息继续扰动油脂价格。以下是此次反倾销事件相关消息梳理：

9月3日，商务部新闻发言人就加拿大对华有关贸易限制措施答记者问，提及中方对加拿大政府近日宣布对自华进口的电动汽车、钢铝产品采取加征关税等限制措施的回应。回应中提及加拿大对华出口油菜籽大幅增加并涉嫌倾销，2023年达34.7亿美元，数量同比增长170%，价格持续下降。受加方不公平竞争影响，中国国内油菜籽相关产业持续亏损。中方将根据国内相关法律法规，按照世贸组织规则，依法对自加拿大进口油菜籽发起反倾销调查。中方还将依国内产业申请，对加拿大相关化工产品发起反倾销调查。

9月9日，中国宣布对加拿大进口油菜籽进行反倾销立案调查，调查期为2023年1月1日至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。

9月10日，加拿大表示，正在启动一个为期30天的公众咨询期，以决定是否对中国的关键矿产品，电池和零部件，太阳能产品和半导体征收附加税，菜系市场被再度点燃。

9月26日，商务部决定自2024年9月26日起对加拿大相关被调查措施启动反歧视调查，调查期限3个月。虽然此次反歧视调查的对象，是前期加拿大对进口自中国的电动车、部分钢铁及铝制品的计划征税事件，但却间接表明目前中加在贸易领域的冲突暂无明显的缓和迹象及回旋空间。按此前加方公告，10月1日加拿大对中国电动车进口100%的征税政策将付诸实施。预计后期中方会出台一些反制措施。反制工具大概率是进口自加拿大的菜籽，后期或许会出台临时反倾销税，也可能是非关税措施。中加贸易冲突背景下的进口政策变化，使得市场仍担忧四季度菜籽到港情况，市场情绪再度点燃。

10月21日，自反倾销调查带动情绪菜系产品强势上涨已经一月有余，而周末加拿大财政部消息允许其企业申请减免对中国进口的电动汽车、钢铝等制品加征的关税，一定程度上缓解了中加贸易的紧张气氛，国内菜系未来进口预期有所动摇，失去情绪预期支撑，21日周一菜系产品开盘跳水。

11月22日，商务部发言关于加入CPTPP组织，市场对中加贸易关系前景存改善预期，前期风险溢价挤出。

2.4.3 乌克兰因干旱减产，全球葵籽产量下滑10%左右水平

全球葵籽供应大幅收紧

2024/25年度全球葵籽减产10%左右水平：24/25年度乌克兰葵籽由于关键生长期过于炎热导致葵籽减产约20%左右水平到1250万吨，俄罗斯菜籽同样小幅减产，全球菜籽供应维持偏紧格局。对于2025/26年度，预计俄乌冲突缓和，菜籽向外出口仍具一定潜能。俄乌菜籽通常于9月开始收获，如果明年产量正常情况下一定程度会挤占豆菜籽市场。

| | A | B | C | D | E | F | G | H | I | J |
|----|---------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|---------|
| 1 | 全球葵籽供需平衡表（千吨） | | | | | | | | | |
| 2 | | 产量 | | | 总供应量 | | | 贸易量-出口量 | | |
| 3 | 报告年度 | 全球 | 俄罗斯 | 乌克兰 | 全球 | 俄罗斯 | 乌克兰 | 全球 | 俄罗斯 | 乌克兰 |
| 4 | 2020/2021 | 48,874 | 13,269 | 14,100 | 54,595 | 13,475 | 14,167 | 2,953 | 554 | 191 |
| 5 | 2021/2022 | 56,858 | 15,572 | 17,500 | 63,100 | 15,743 | 17,617 | 3,945 | 275 | 1,622 |
| 6 | 2022/2023 | 52,780 | 16,254 | 12,200 | 64,399 | 17,347 | 16,876 | 4,016 | 260 | 1,856 |
| 7 | 2023/2024 | 56,029 | 17,100 | 15,500 | 62,747 | 18,057 | 16,365 | 2,871 | 450 | 314 |
| 8 | 2024/2025 | 50,512 | 16,300 | 12,900 | 55,878 | 16,977 | 13,106 | 2,298 | 350 | 230 |
| 9 | 环比 | -9.85% | -4.68% | -16.77% | -10.95% | -5.98% | -19.91% | -19.96% | -22.22% | -26.75% |
| 10 | | 消费 | | | 期末库存 | | | 库消比 | | |
| 11 | 报告年度 | 全球 | 俄罗斯 | 乌克兰 | 全球 | 俄罗斯 | 乌克兰 | 全球 | 俄罗斯 | 乌克兰 |
| 12 | 2020/2021 | 74,692 | 12,825 | 13,880 | 2,410 | 96 | 96 | 3.23% | 0.72% | 0.68% |
| 13 | 2021/2022 | 75,892 | 14,450 | 11,350 | 7,847 | 1,018 | 4,645 | 10.34% | 6.91% | 35.81% |
| 14 | 2022/2023 | 85,185 | 16,180 | 14,175 | 4,147 | 907 | 845 | 4.87% | 5.52% | 5.27% |
| 15 | 2023/2024 | 89,039 | 16,980 | 15,875 | 3,195 | 627 | 176 | 3.59% | 3.60% | 1.09% |
| 16 | 2024/2025 | 88,781 | 16,320 | 12,725 | 2,267 | 307 | 151 | 2.55% | 1.84% | 1.17% |
| 17 | 环比 | -0.29% | -3.89% | -19.84% | -29.05% | -51.04% | -14.20% | -28.84% | -48.80% | 7.21% |
| 18 | | | | | | | | 数据来源：USDA | | |
| 19 | | | | | | | | | | |
| 20 | | | | | | | | | | |
| 21 | | | | | | | | | | |

三、国内供需

3.1 2024/25年度国内油脂供需

国内油脂整供需格局

从供应量来看，国内油脂供应整体维持小幅增长。据USDA12月数据预估，豆油2024/25年度总供应预计达1970万吨，增幅最大达3.71%。棕榈油2023/24年度由于进口利润深度倒挂及性价比低导致进口总体下滑，预计2024/25年度总供应有所恢复，但仍较难恢复至前期较高水平。菜油总供应预计较上一年度小幅下滑。

2024/25年国内油脂消费将进一步回暖。据USDA12月数据预估，中国2023/24年度豆油、菜油、棕榈油、葵油及花生油五大油脂合计国内消费总量达3840.6万吨，较上一年度增长2.03%。具体来看，豆油消费增幅最大，其次是棕榈油，菜油消费则表现为下降态势。

| | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|----|----------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|-------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|-----------|---------|---------|----|-----|--------|--|
| | A | B | C | D | E | F | G | H | I | J | K | L | M | N | O | P | Q | R | S | T | U | V | W | X | Y | |
| 1 | 中国植物油供需平衡表（千吨） | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2 | 产量 | | | | | | 进口量 | | | | | | 总供应量 | | | | | | 出口量 | | | | | | | |
| 3 | 报告年度 | 豆油 | 菜油 | 棕榈油 | 葵油 | 花生油 | 以上合计 | 豆油 | 菜油 | 棕榈油 | 葵油 | 花生油 | 以上合计 | 豆油 | 菜油 | 棕榈油 | 葵油 | 花生油 | 以上合计 | 豆油 | 菜油 | 棕榈油 | 葵油 | 花生油 | 以上合计 | |
| 4 | 2020/2021 | 17,024 | 6,240 | 0 | 430 | 3,232 | 26,926 | 1,221 | 2,365 | 6,818 | 1,640 | 346 | 12,390 | 19,022 | 9,938 | 7,713 | 2,070 | 3,578 | 42,321 | 42 | 2 | 14 | 3 | 11 | 72 | |
| 5 | 2021/2022 | 16,128 | 6,435 | 0 | 448 | 3,168 | 26,179 | 291 | 973 | 4,387 | 513 | 166 | 6,330 | 17,599 | 9,344 | 5,536 | 961 | 3,334 | 36,774 | 112 | 3 | 16 | 6 | 11 | 148 | |
| 6 | 2022/2023 | 17,203 | 7,215 | 0 | 251 | 3,136 | 27,805 | 395 | 1,998 | 6,190 | 1,555 | 292 | 10,430 | 17,985 | 10,054 | 6,610 | 1,806 | 3,428 | 39,883 | 111 | 4 | 29 | 3 | 10 | 157 | |
| 7 | 2023/2024 | 17,741 | 7,722 | 0 | 215 | 3,136 | 28,814 | 381 | 2,040 | 4,377 | 1,207 | 247 | 8,252 | 18,996 | 10,912 | 5,358 | 1,422 | 3,383 | 40,071 | 104 | 21 | 12 | 3 | 10 | 150 | |
| 8 | 2024/2025 | 18,458 | 7,605 | 0 | 215 | 3,104 | 29,382 | 500 | 1,900 | 5,150 | 1,100 | 250 | 8,900 | 19,700 | 10,646 | 5,546 | 1,315 | 3,354 | 40,561 | 100 | 5 | 30 | 3 | 10 | 148 | |
| 9 | 环比 | 4.04% | -1.52% | 0 | 0.00% | -1.02% | 1.97% | 31.23% | -6.86% | 17.66% | -8.86% | 1.21% | 7.85% | 3.71% | -2.44% | 3.51% | -7.52% | -0.86% | 1.22% | -3.85% | -76.19% | 150.00% | 0 | 0 | -1.33% | |
| 10 | 国内消费 | | | | | | 期末库存 | | | | | | 库消比 | | | | | | | | | | | | | |
| 11 | 报告年度 | 豆油 | 菜油 | 棕榈油 | 葵油 | 花生油 | 以上合计 | 豆油 | 菜油 | 棕榈油 | 葵油 | 花生油 | 以上合计 | 豆油 | 菜油 | 棕榈油 | 葵油 | 花生油 | 以上合计 | | | | | | | |
| 12 | 2020/2021 | 17,800 | 8,000 | 6,550 | 2,067 | 3,567 | 37,984 | 1,180 | 1,936 | 1,149 | 0 | 0 | 4,265 | 6.61% | 24.19% | 17.50% | 0.00% | 0.00% | 11.21% | | | | | | | |
| 13 | 2021/2022 | 17,100 | 8,500 | 5,100 | 955 | 3,323 | 34,978 | 387 | 841 | 420 | 0 | 0 | 1,648 | 2.25% | 9.89% | 8.21% | 0.00% | 0.00% | 4.69% | | | | | | | |
| 14 | 2022/2023 | 17,000 | 8,900 | 5,600 | 1,803 | 3,418 | 36,721 | 874 | 1,150 | 981 | 0 | 0 | 3,005 | 5.11% | 12.92% | 17.43% | 0.00% | 0.00% | 8.15% | | | | | | | |
| 15 | 2023/2024 | 18,150 | 9,750 | 4,950 | 1,419 | 3,373 | 37,642 | 742 | 1,141 | 396 | 0 | 0 | 2,279 | 4.06% | 11.68% | 7.98% | 0.00% | 0.00% | 6.03% | | | | | | | |
| 16 | 2024/2025 | 18,900 | 9,700 | 5,150 | 1,312 | 3,344 | 38,406 | 700 | 941 | 366 | 0 | 0 | 2,007 | 3.68% | 9.70% | 7.07% | 0.00% | 0.00% | 5.21% | | | | | | | |
| 17 | 环比 | 4.13% | -0.51% | 4.04% | -7.54% | -0.86% | 2.03% | -5.66% | -17.53% | -7.58% | 0 | 0 | -11.94% | -9.36% | -16.97% | -11.47% | 0.00% | 0.00% | -13.68% | 数据来源：USDA | | | | | | |
| 18 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 19 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 20 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 21 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 22 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 23 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

3.2 棕榈油进入去库周期，关注后续进口能否给出窗口期

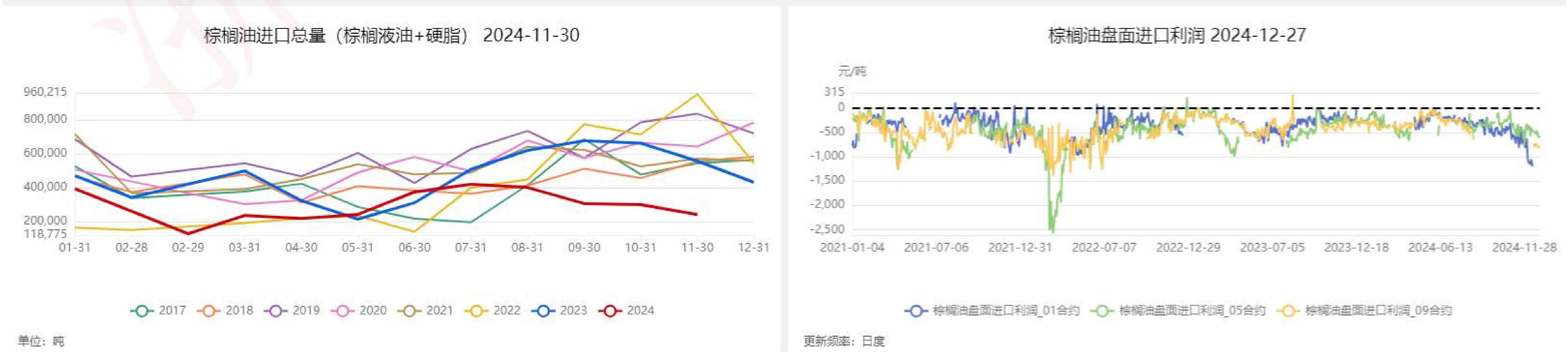
棕榈油进入去库周期，关注后续进口能否给出窗口期

【供应方面】当前国内棕榈油进口利润倒挂严重，后续买船进度总体偏慢，供应收紧格局预计讲持续至一季度末，二季度后供应取决于东南亚主产区产量恢复情况以及国内进口利润窗口能否打开。总体来看，随着明年东南亚进入增产季，前期降水表现良好，产量预计有所恢复，全球棕榈油供应偏紧格局预计得到缓解，国内进口预计将有所恢复。

中国海关公布的数据显示，2024年11月棕榈油进口总量为24.14万吨，为本年度最低。2024年1-11月棕榈油累计进口总量为312.25万吨，较上年同期累计进口总量的511.32万吨，减少199.07万吨，减少了38.93%。按生产年度来看，2023/24年度（10-9月）累计进口总量为429.25万吨，较上年度同期累计进口总量的610.04万吨，减少180.79万吨，减少了29.64%。

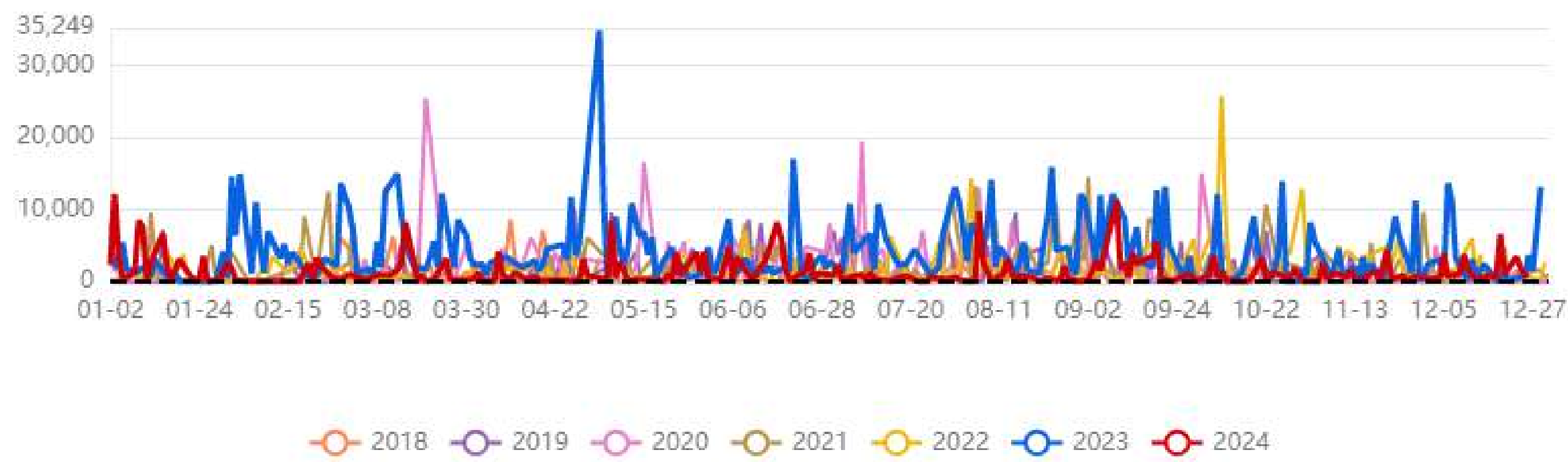
【需求方面】近期油脂进入春节备货阶段，需求端稍有起色，但整体较往年备货阶段表现一般，主要是由于棕榈油性价比低限制终端需求。

【库存方面】截至2024年12月20日，棕油库存为53.92万吨，处于近五年同期中低水平，叠加后续买船较少，国内棕榈油预计进入去库周期。



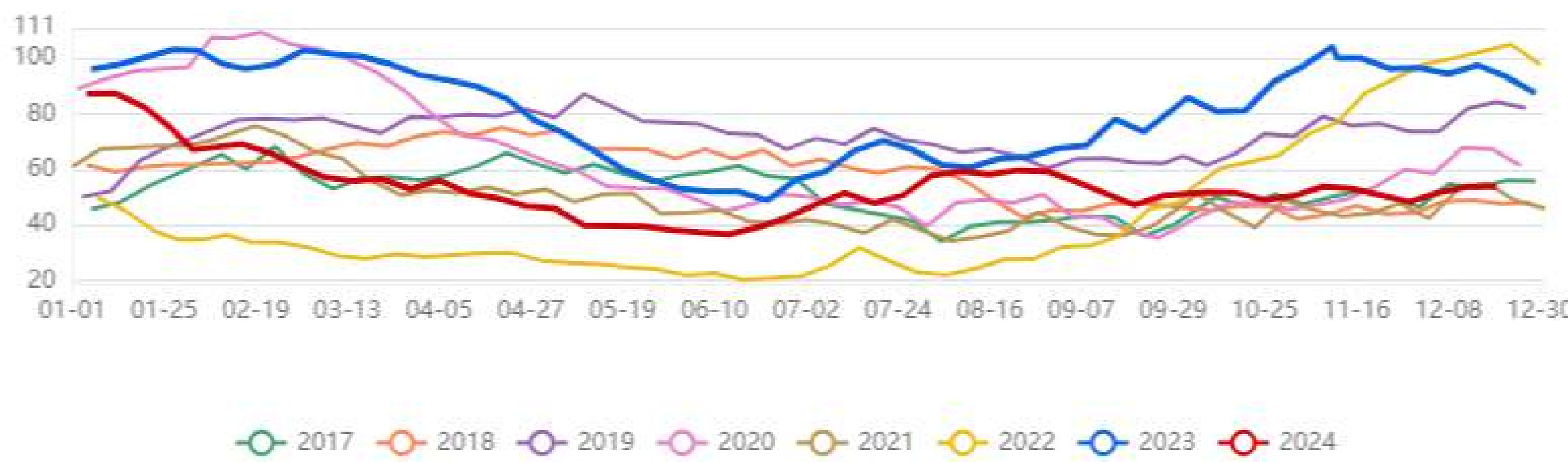
3.2 棕榈油进入去库周期，关注后续进口能否给出窗口期

全国24度棕榈油日度成交量 2024-12-26



单位：吨
数据来源：海关总署 更新频率：日度

全国重点地区棕榈油商业库存 2024-12-20



单位：万吨
数据来源：钢联

3.3 豆油在近月大豆到港充足影响下供应宽松，远月存在不确定性

大豆到港预期充足，叠加港口库存偏高，大豆及豆油整体供应宽松

【供应方面】国内大豆近月到港预期充足，叠加大豆港口库存偏高，大豆及豆油近端整体供应预计维持宽松格局。远月供应在特朗普上任后预计不确定性较大，主要来源于关税贸易方面，或存在推升国内进口大豆价格预期，虽然较大程度上反应在豆粕价格上，但豆油整体也会受到次要影响。

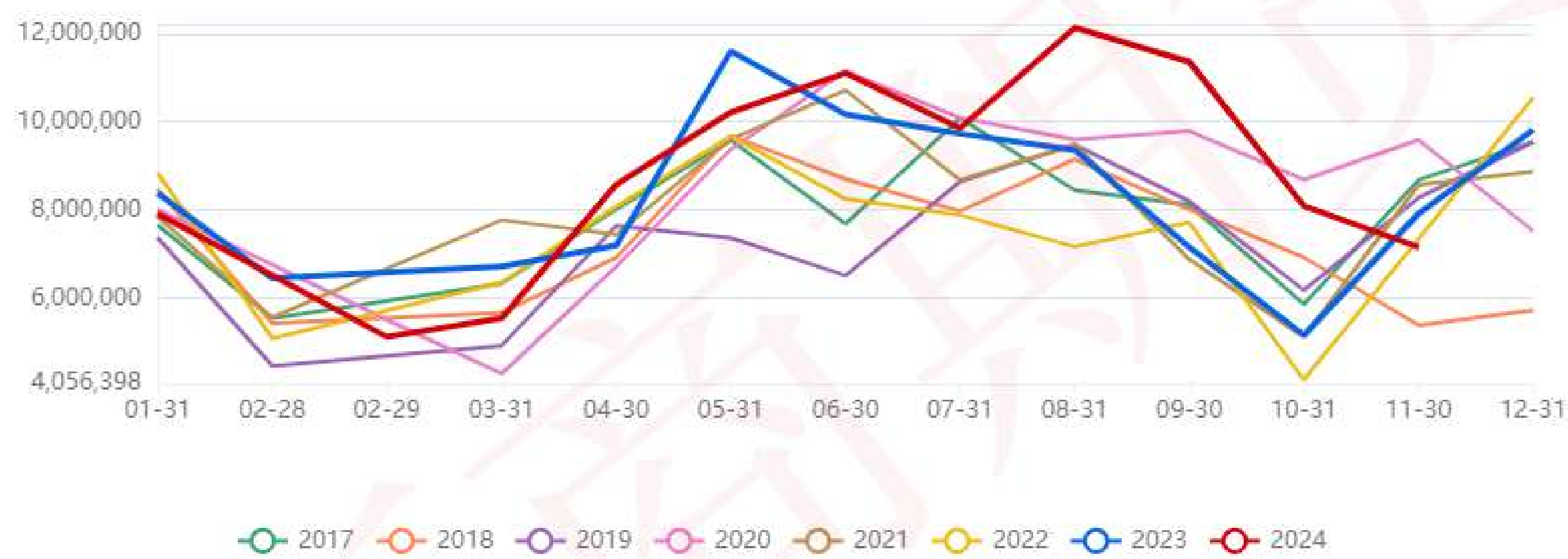
中国海关公布的数据显示，2024年11月进口大豆进口总量为715.40万吨，较上年同期的792.00万吨减少了76.60万吨，减少9.67%。2024年1-11月进口大豆累计进口总量为9709.02万吨，较上年同期累计进口总量的8962.23万吨，增加746.79万吨，增加了8.33%。按生产年度来看，2023/24年度(10-9月)累计进口总量为10474.92万吨，较上年度同期累计进口总量的9858.63万吨，增加616.29万吨，增加了6.25%。

另外，据钢联船期预报显示，2024年12月份国内全样本油厂大豆到港预估131.5船，共计约854.75万吨；2025年1月份国内全样本油厂大豆到港预估112船，共计约728万吨；2025年2月500万吨；3月630万吨。

【需求方面】随着春节备货展开，近期豆油消费好转，叠加豆棕油现货价差深度倒挂影响下，部分提振豆油消费。

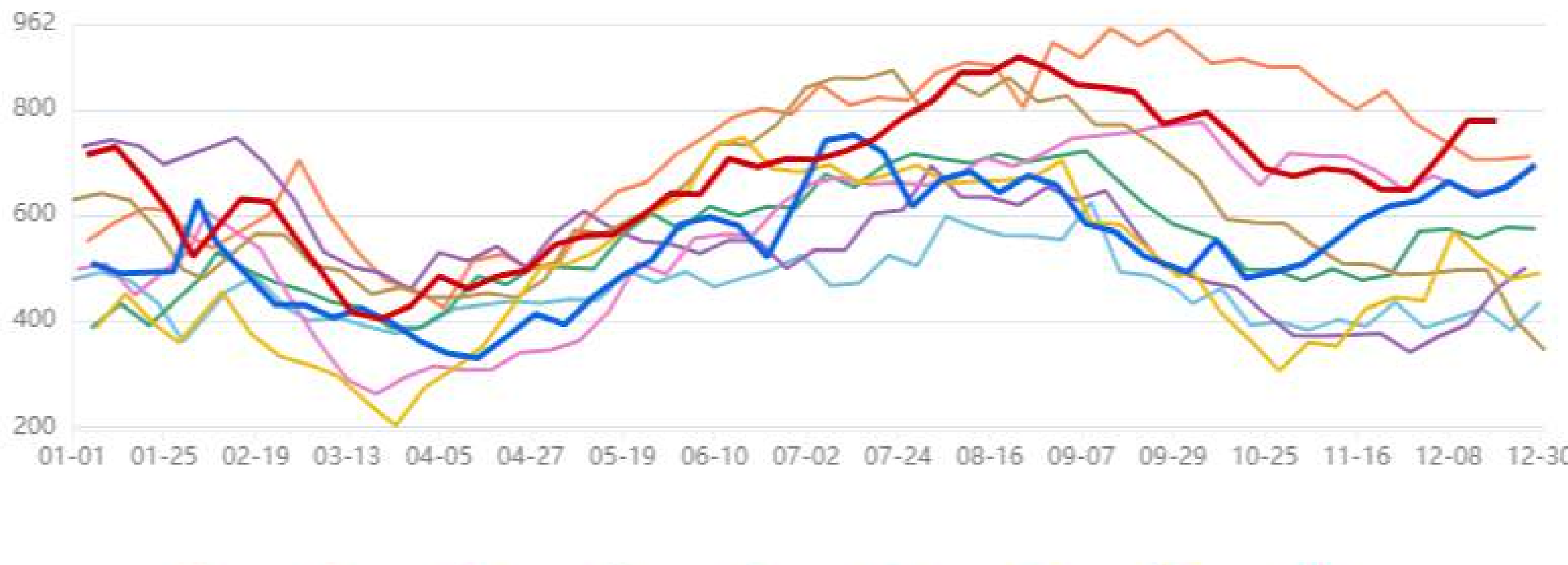
【库存方面】由于国内近月大豆到港充足，工厂压榨维持较高水平，豆油库存处于近五年中高水平。据钢联调研显示，截至2024年12月20日，全国重点地区豆油商业库存96.39万吨。

海关大豆月度进口量_总量 2024-11-30



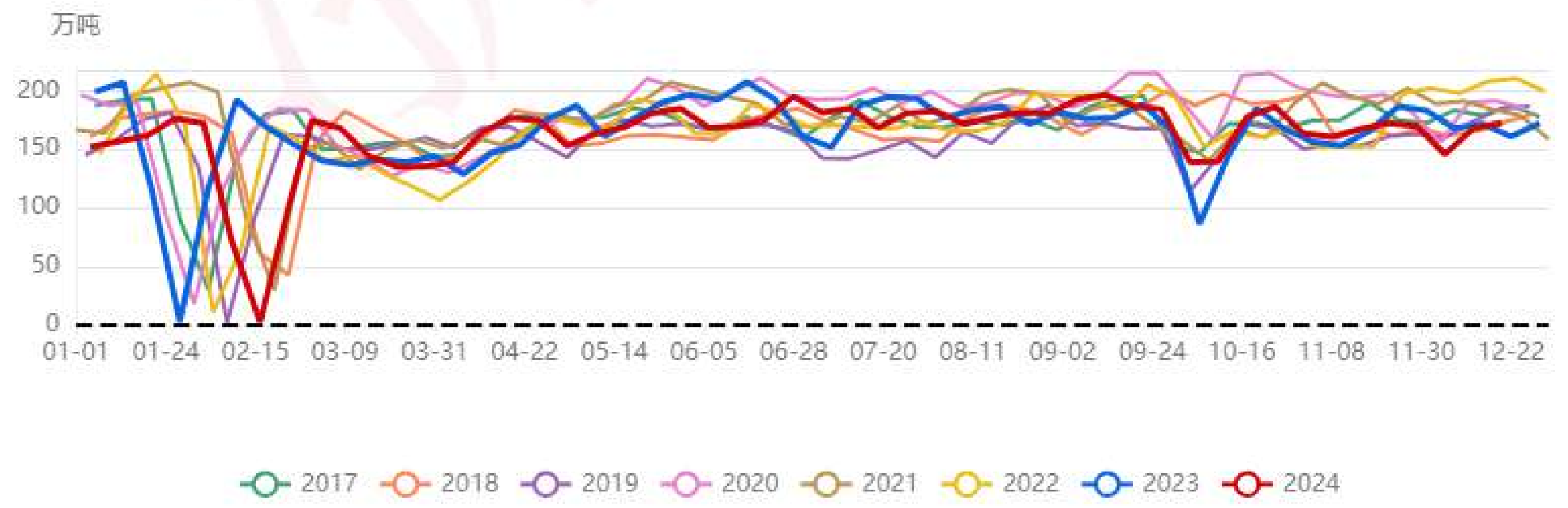
单位：吨
数据来源：钢联数据

大豆港口库存_全国 2024-12-20



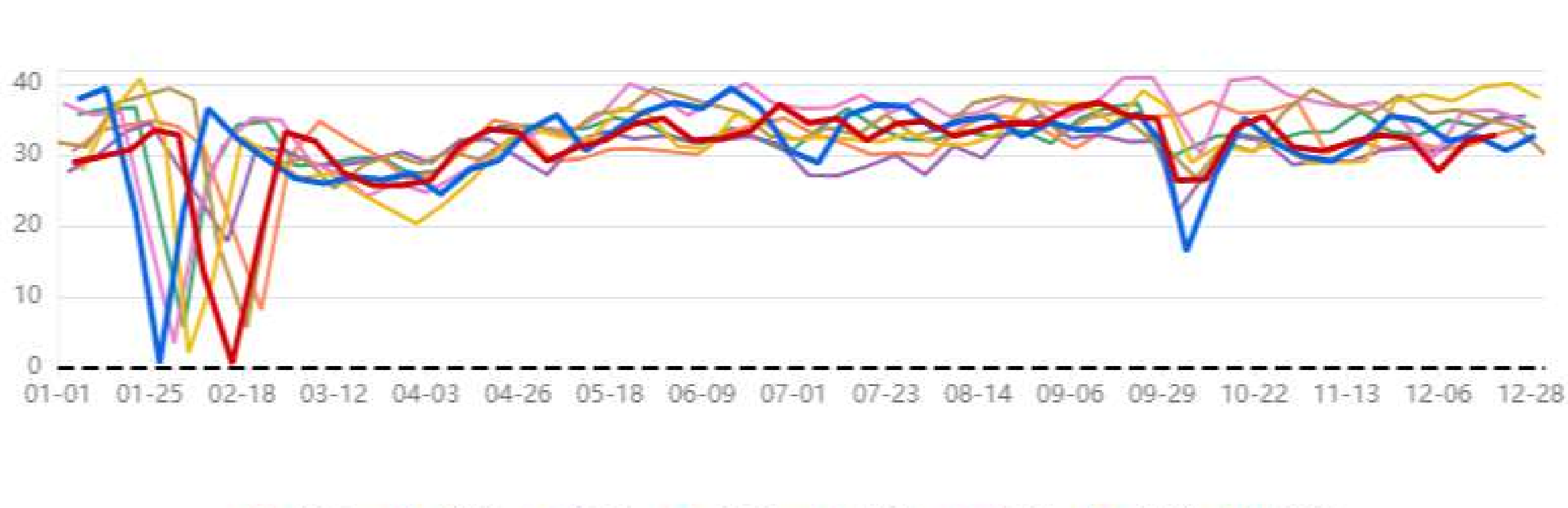
数据来源：钢联数据

当周大豆压榨量_全国 2024-12-20



万吨
数据来源：钢联数据 更新频率：周度

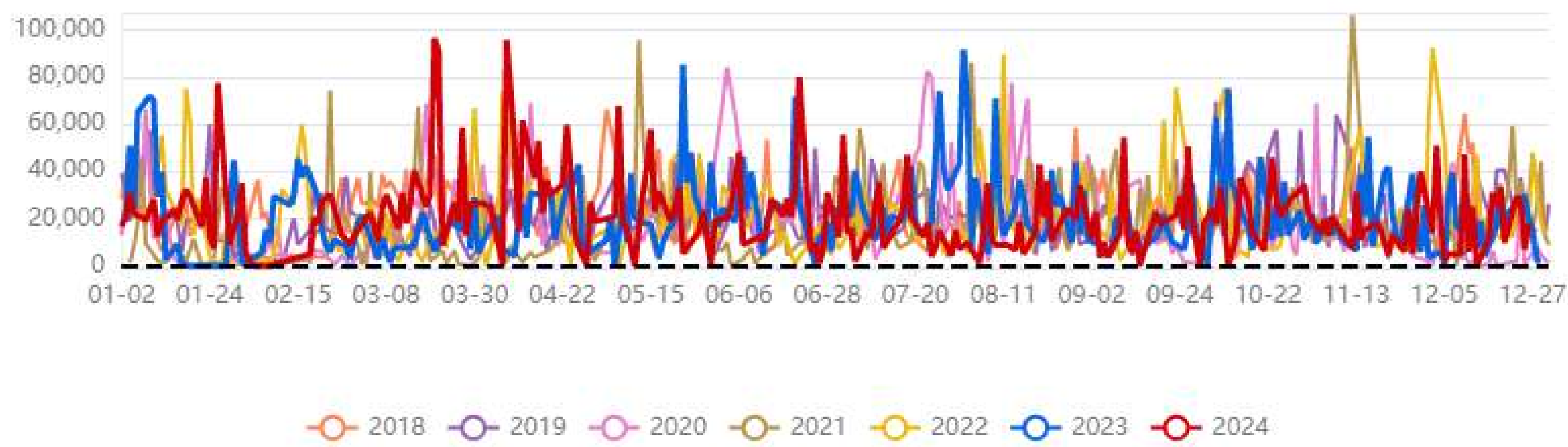
豆油周度产量 2024-12-20



单位：万吨

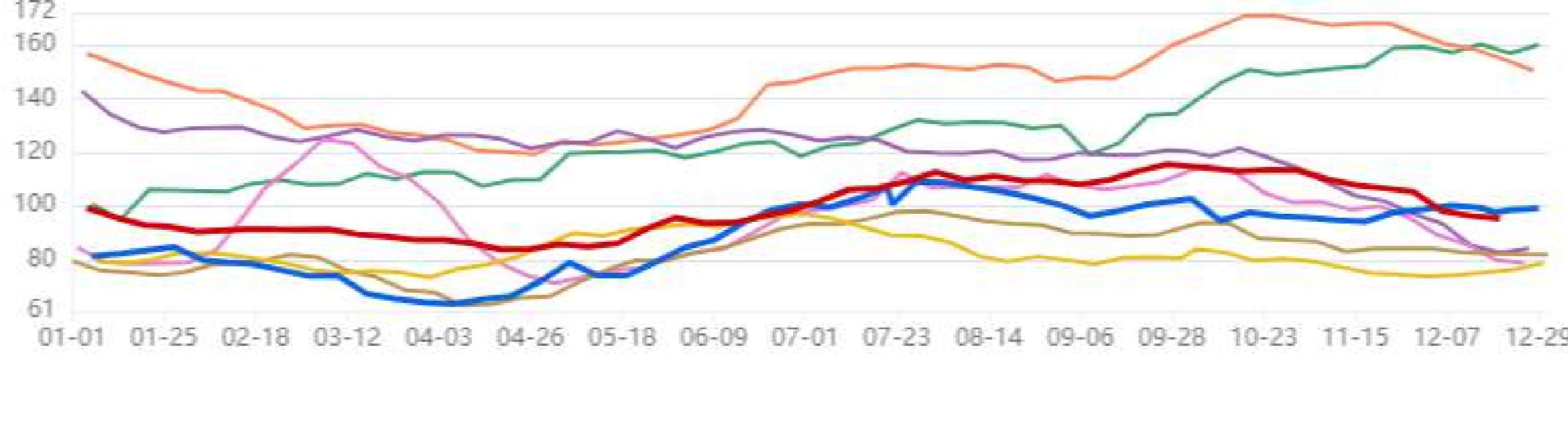
3.3 豆油在近月大豆到港充足影响下供应宽松，远月存在不确定性

全国豆油日度成交量 2024-12-26



单位：吨
更新频率：日度

全国重点地区豆油商业库存 2024-12-20



单位：万吨

3.4 菜油近端供应宽松，关注政策扰动情况

菜油近端供应宽松，关注政策扰动情况

【供应方面】国内菜籽及菜油库存均处于近五年高位，叠加近月菜籽到港预期充足，俄菜油进口增量显著，预计国内菜油到一季度末供应维持宽松格局，远月供应受中加贸易关系影响不确定性仍存。

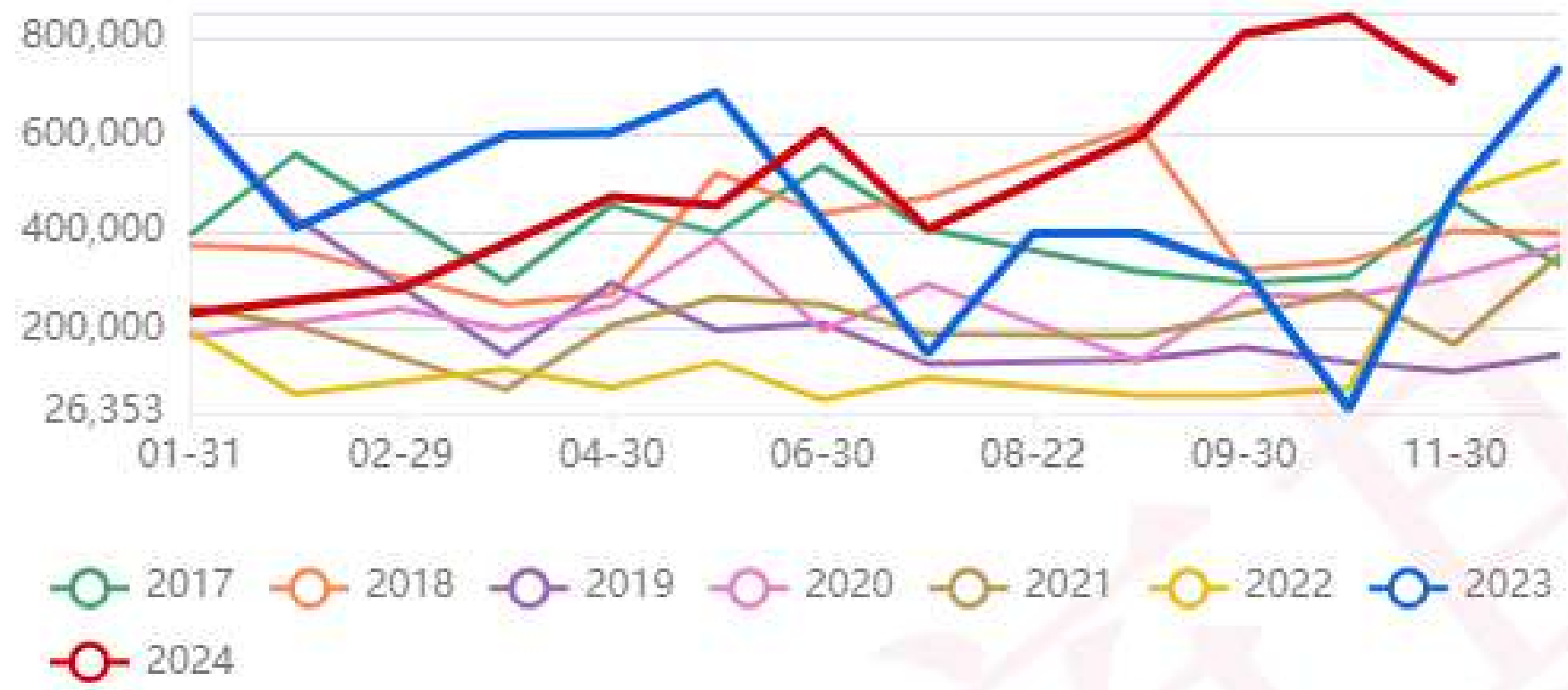
菜籽进口方面，中国海关公布的数据显示，中国海关公布的数据显示，2024年11月油菜籽进口总量为70.79万吨，较上年同期48.16万吨增加22.63万吨，同比增加46.99%。2024年1-11月油菜籽进口总量为578.24万吨，较上年同期累计进口总量的475.25万吨，增加102.98万吨，同比增加21.67%。

菜油进口方面，中国海关公布的数据显示，2024年11月菜籽油进口总量为19.91万吨，较上年同期26.82万吨减少6.91万吨，同比减少25.76%。2024年1-11月菜籽油进口总量为166.77万吨，较上年同期累计进口总量的213.33万吨，减少46.56万吨，同比减少21.83%。

【需求方面】菜油终端需求整体表现良好，前期反倾销政策影响，菜油提货速度较快，近期进入春节备货后需求表现良好。

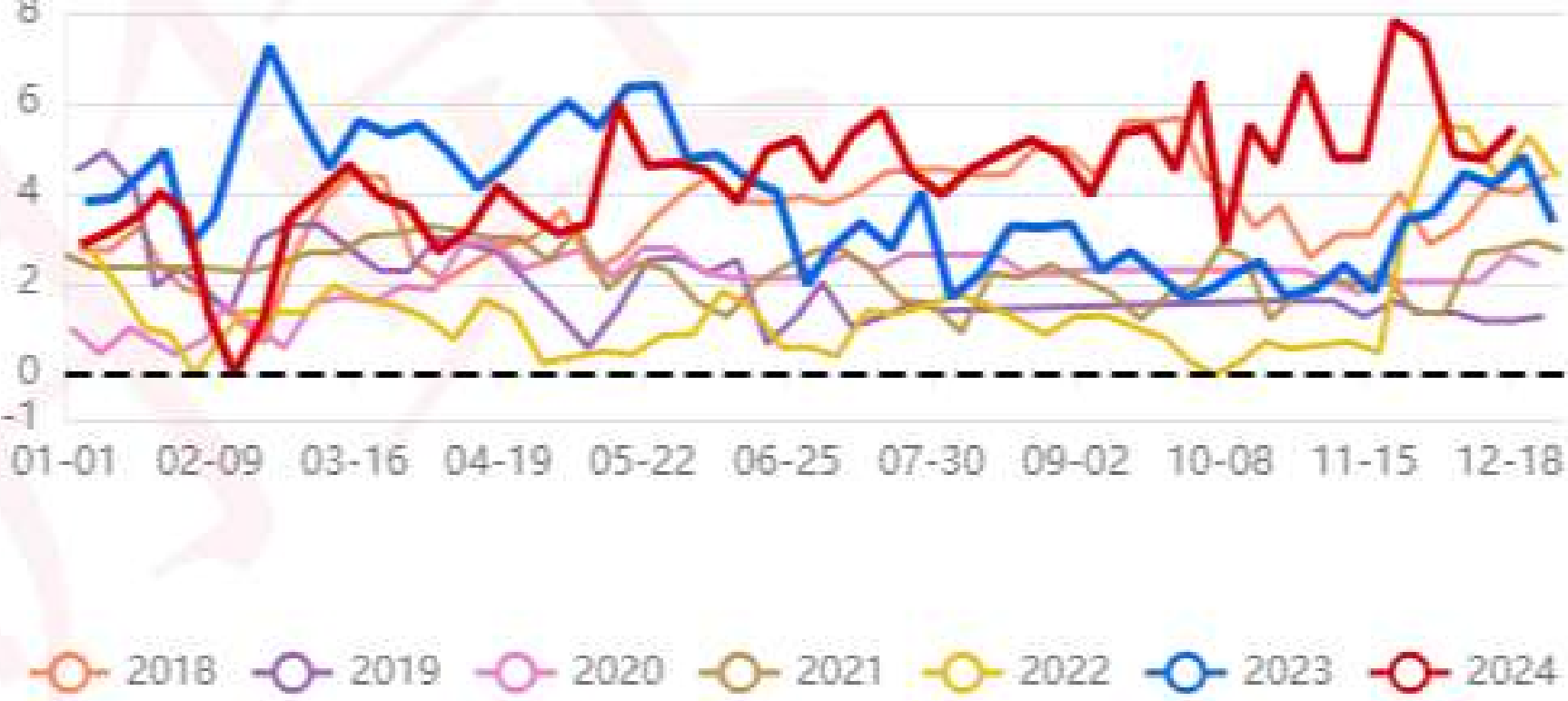
【库存方面】国内菜油库存自去年年末开始一直维持在历年较高水平，菜籽同样维持在近五年最高水平。据钢联调研显示，截止到2024年12月20日，沿海地区主要油厂菜油库存为41.89万吨。

海关中国油菜籽月度进口量_总量 2024-11-30



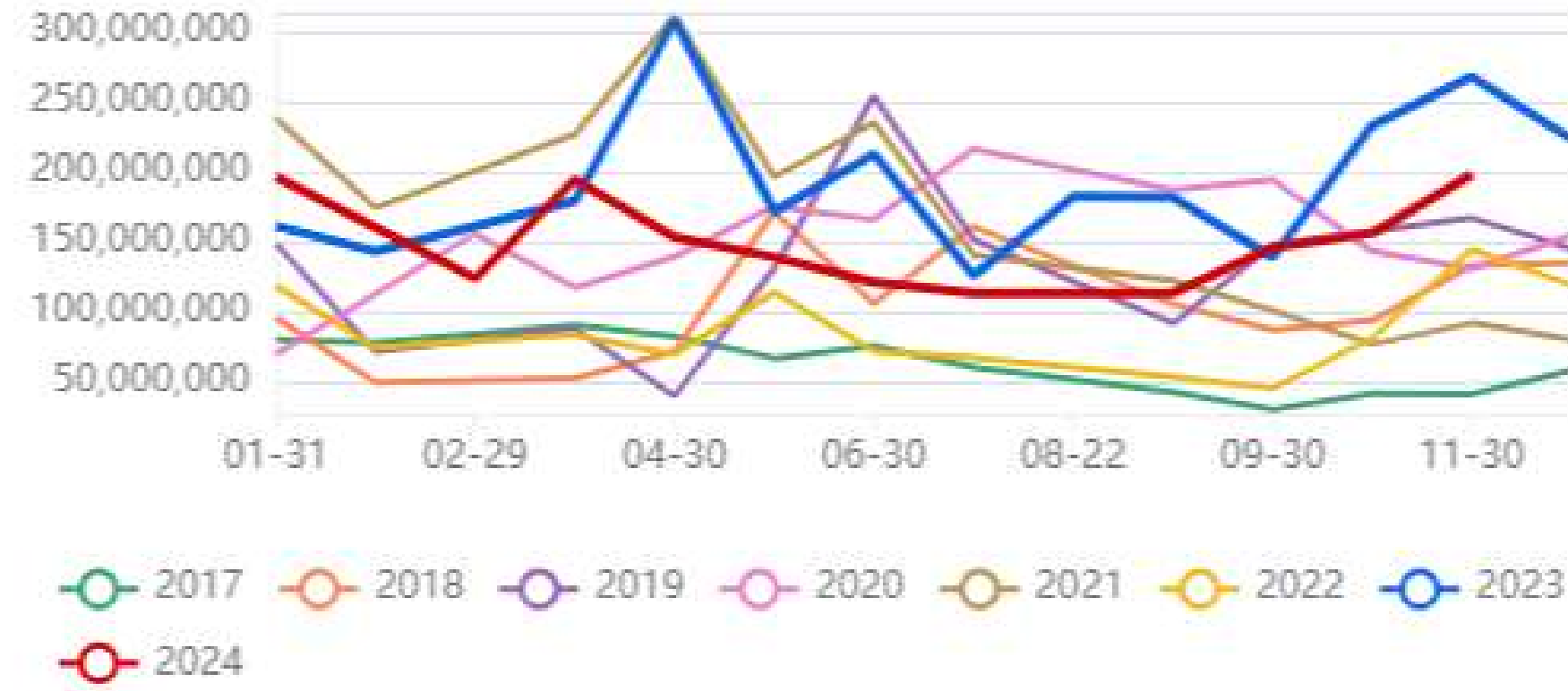
单位：吨
数据来源：钢联

菜油周度产量 2024-12-20



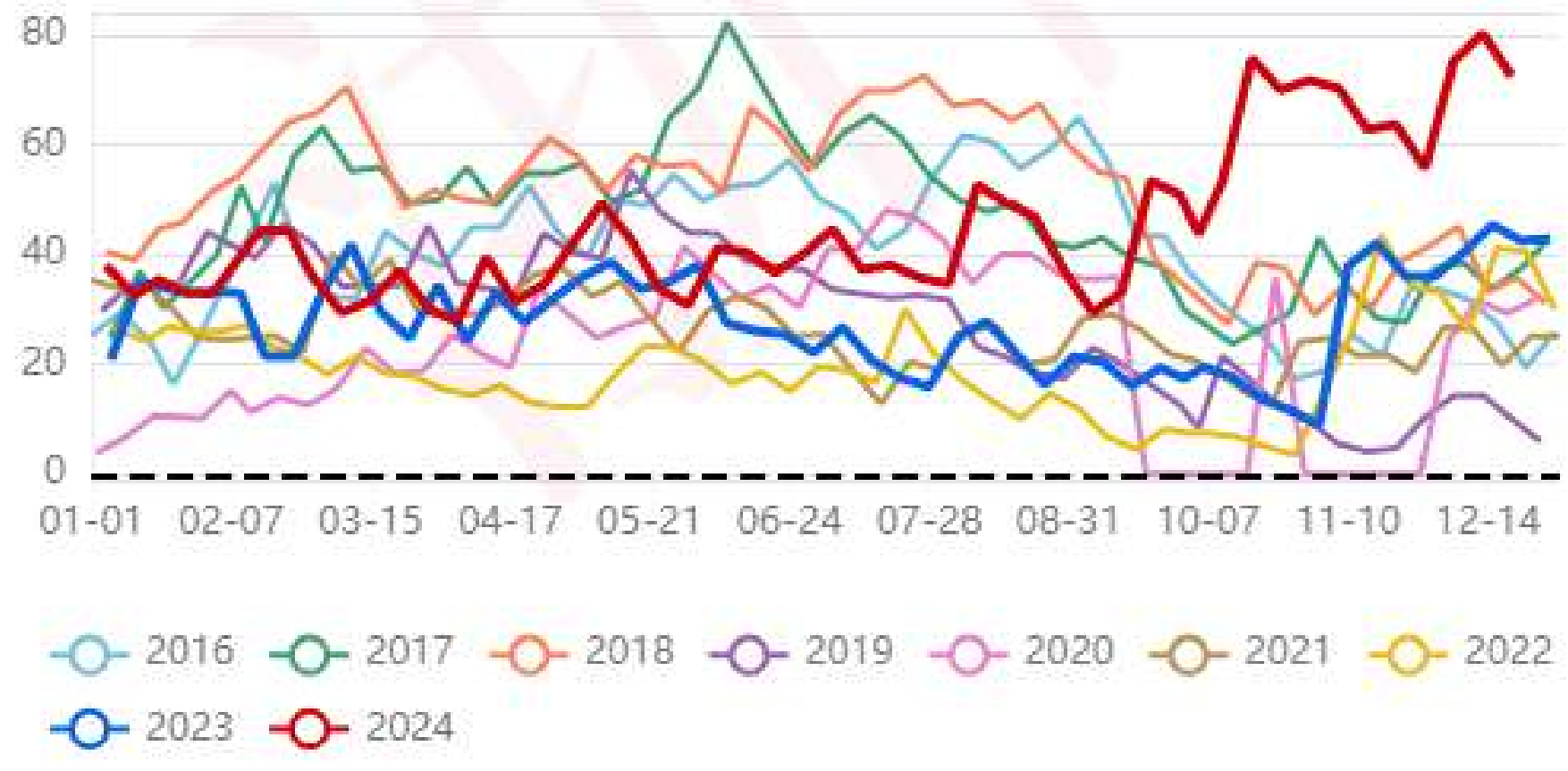
单位：万吨
更新频率：周度

菜油月度进口量 2024-11-30



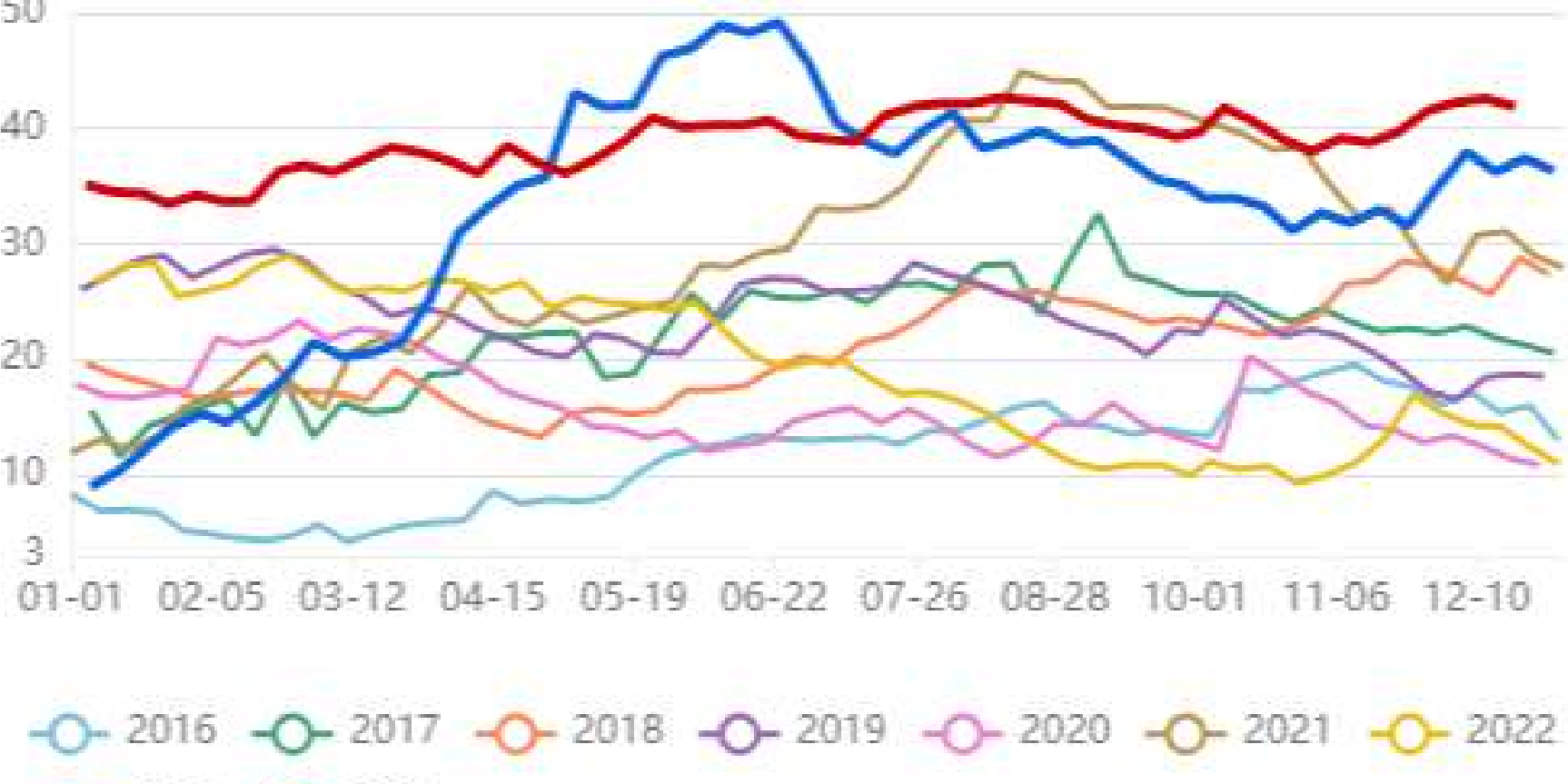
千克
数据来源：海关总署

全国进口油厂油菜籽库存 2024-12-20



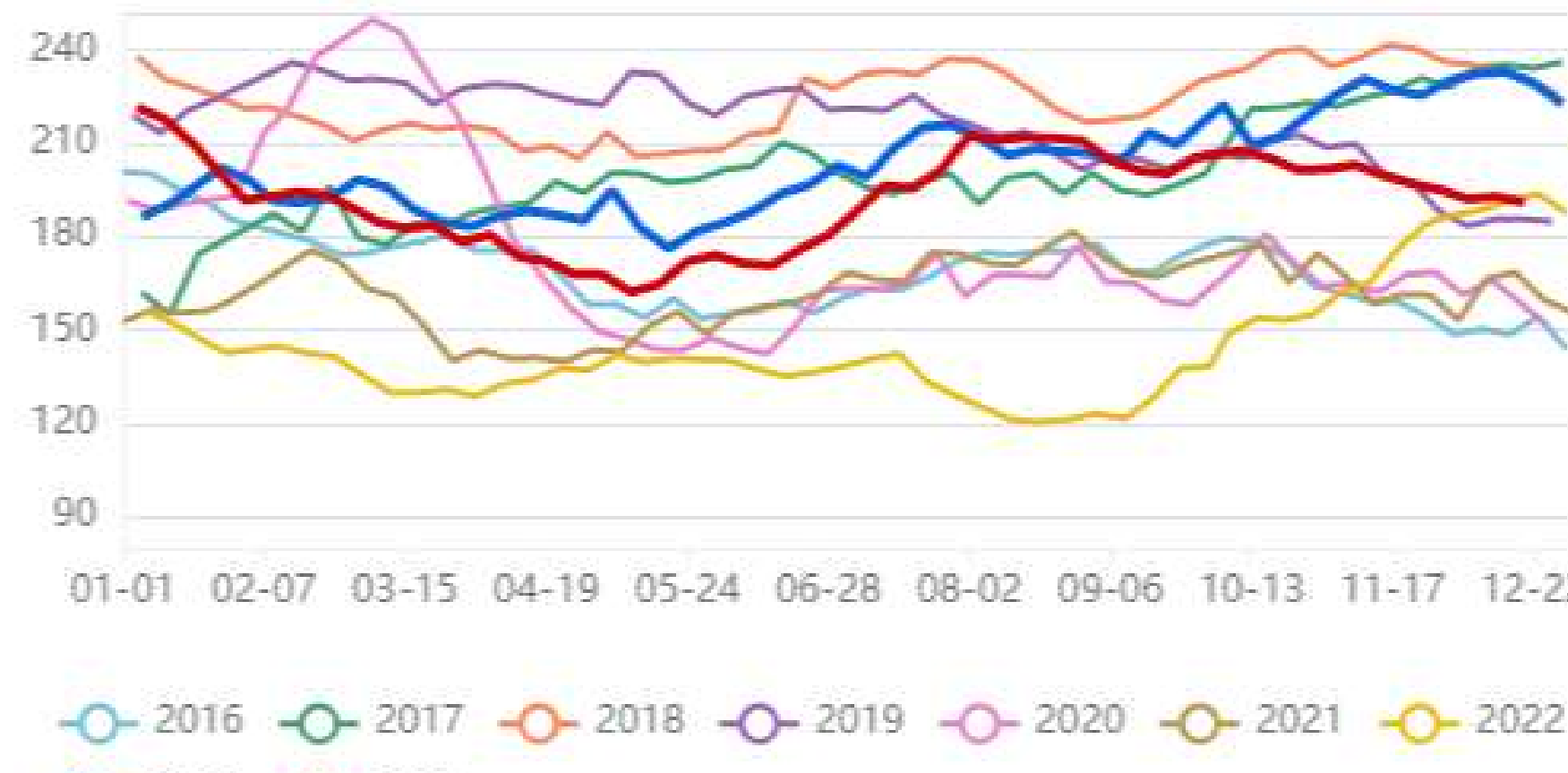
数据来源：钢联 更新频率：周度

菜油库存 2024-12-20



单位：万吨

全国三大油脂库存 2024-12-20



单位：万吨

四、总结与后市展望

总结与策略推荐

【供需总结】

全球供需方面，2024/25年度，全球油料供应维持宽松格局，主要源于大豆的增产，其他油料整体增长乏力，主要有欧盟菜籽减产，乌克兰葵籽减产造成结构性行情。油脂方面，2024/25年度全球植物油供应收紧，豆油相对宽松，源于大豆丰产，棕榈油小幅增产，菜籽和葵籽减产带来菜油和葵油收紧。

国内供需方面，近端油脂油料整体供应维持宽松格局，远端豆菜油在关税贸易政策影响下存在不确定性，棕榈油则取决于东南亚主产区产量恢复情况以及国内进口利润窗口能否打开，整体预计原料产量变数相对有限，政策端影响加剧。

【后市展望】

棕榈油供需矛盾将持续指引全球油脂价格，东南亚棕榈油供应紧平衡状态预计延续至一季度，B40如何兑现，专项出口税调整，年后斋月需求等叙事逐步展开，中短期内仍是三大油脂中的关键指引。长期来看，东南亚2025年复产预期充足，供应偏紧格局预计在增产季到来后逐步缓解，棕榈油价格预期前高后低。籽油方面，南美大豆丰产预期强化，全球菜籽供应边际收紧，未来变数主要来源于美豆新季种植情况及政策端变化情况。特朗普上任后关税贸易及生柴政策，以及中加贸易关系等因素或带来阶段性行情。

【策略建议】

1、单边建议：

棕榈油方面，一季度前内外供应偏紧格局预计持续，叠加印尼政策端有变化预期，棕榈油总体易涨难跌为主，建议P2505回调买入为主。长期复产预期充足之下，供应偏紧格局将逐步缓解，关注P2509逢高沽空机会。

豆油方面，2024/25年度全球大豆增产基本奠定豆油整体承压格局，南美丰产预期同样充足背景下，关注巴西升贴水变化及阿根廷拉尼娜或导致降水不足影响作物带来的阶段性反弹行情，在未对供应端产生实质影响下，中短期建议逢高抛空为主，但需关注棕榈油偏强给予油脂整体的支撑，建议谨慎操作为宜。另外特朗普上任后关税贸易及生柴政策或为豆油注入新动力。

菜油方面，政策市自9月开启，当前中加贸易关系升水虽有回落，但未来尤其是特朗普执政后中加关系不确定性仍存，或再度产生贸易关系溢价。整体来看，国内菜籽及菜油中短期供应预计维持宽松格局，关注OI2505逢高沽空机会，同样需关注棕榈油偏强给予油脂整体的支撑，建议谨慎操作为宜。远月来看，全球菜籽供应边际收紧影响下，新年度种植期影响易被放大，叠加下半年国内菜油供应收紧后易出现结构性行情。

2、价差建议：

棕榈油内外供应偏紧格局预计持续至明年一季度，豆油在大豆整体供应宽松背景下整体承压为主，因此Y2505-P2505合约价差仍保持向下做扩思路。国内菜油供应宽松格局持续，OI2505-P2505合约价差同样以走低对待，但菜油贸易政策上不确定向较大，建议谨慎操作为宜。对于09合约，对应棕榈油2025/26年度增产季，或存在转弱驱动，关注Y2509-P2509合约及OI2509-P2509合约价差向上修复机会。

3、套保建议：

2025年油脂预计政策市为主，整体波动预计增加，持有现货企业建议逢高卖出套保，采购现货企业建议逢低买入套保，配合期权增厚收益及防止极端风险。

【风险提示】

东南亚复产不及预期，天气影响超预期，国际能源价格大幅波动，关税贸易及生柴政策超预期调整等。

免责声明

【免责声明】

本观点基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。观点中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就观点内容对最终操作建议做出任何担保。公司提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担交易后果。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此观点的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用，未经授权的转载本公司不承担任何责任。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“浙商期货有限公司”。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记，本公司保留一切权利。