

豆棕价差深度倒挂下后市展望

报告综述

东南亚棕榈油强势格局或将延续到明年一季度，国内棕榈油四季度供应预进一步收紧，因此棕榈油01和05合约整体上偏强看待为主。对于09合约，纵观2024年主产区降水表现整体正常，在明年二季度进入增产季后，供应偏紧格局预计逐步缓解，变量要来自于印尼生产和生柴情况。

2024/25年度全球大豆供应预计宽松，国内大豆四季度到港预期充足，豆油整体供应维持宽松格局，豆油近月合约整体上方承压。但特朗普上台后贸易政策、新季美豆种植情况或给予豆油远月合约相对走强动力。

对于01和05合约，棕榈油基本面格局强于豆油，因此Y-P01和05合约仍保持向下做扩思路。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Y-P09做缩机会。

	A	B	C	D	E	F
1	重要信息					
2						
3	作者：	浙商期货 向博				
4	投资咨询证号：	Z0015359				
5	研究员：	黄治鹏				
6	从业资格证号：	F03117738				
7	本报告完成时间：	2024-11-18				
8						
9						
10						
11						
12						
13						

目录

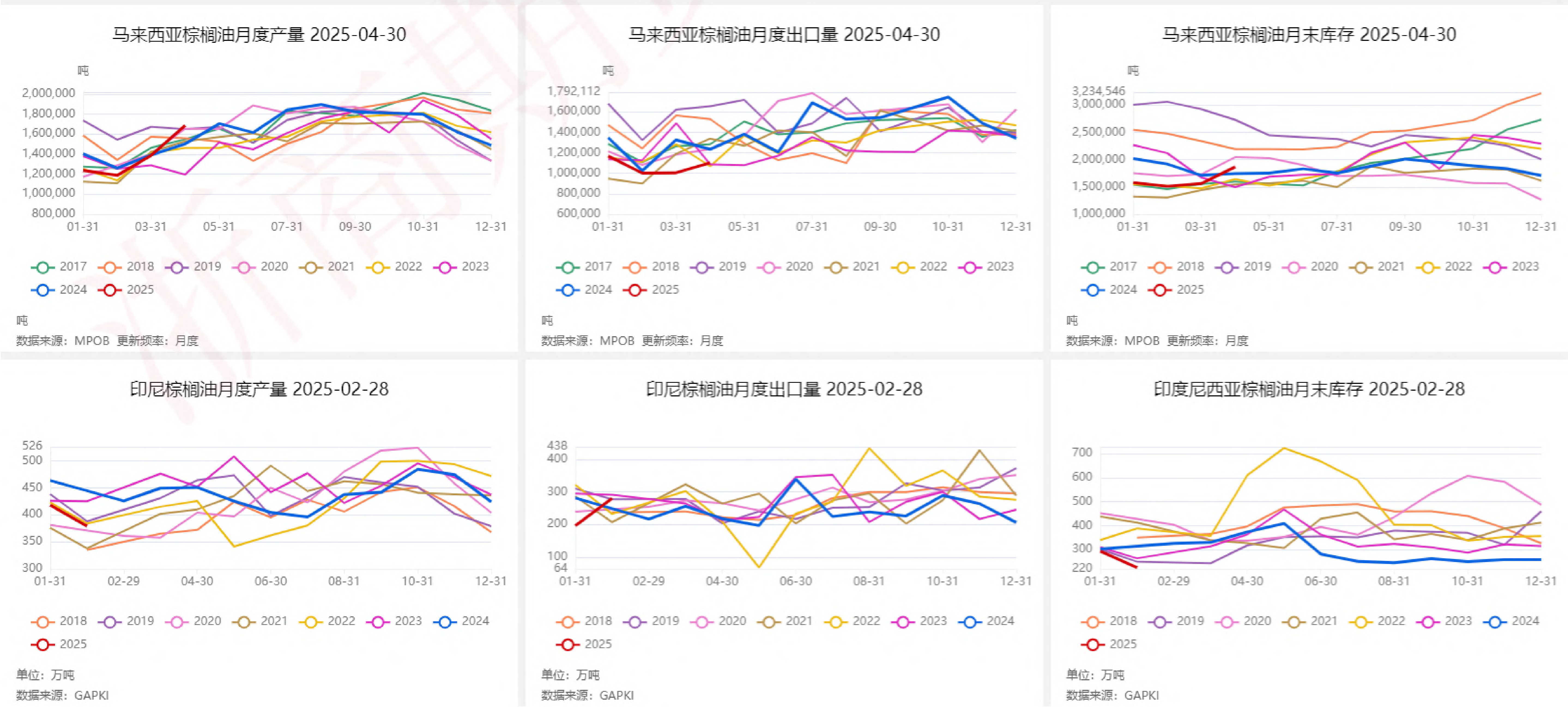
- 一、东南亚棕榈油供应处于紧平衡状态
- 二、2024/25年度全球大豆供应宽松
- 三、2024/25年度全球菜葵小幅减产
- 四、国内豆棕油供需
- 五、豆棕价差期现结构
- 六、总结与风险提示

一、东南亚棕榈油供应处于紧平衡状态

东南亚棕榈油供应处于紧平衡状态

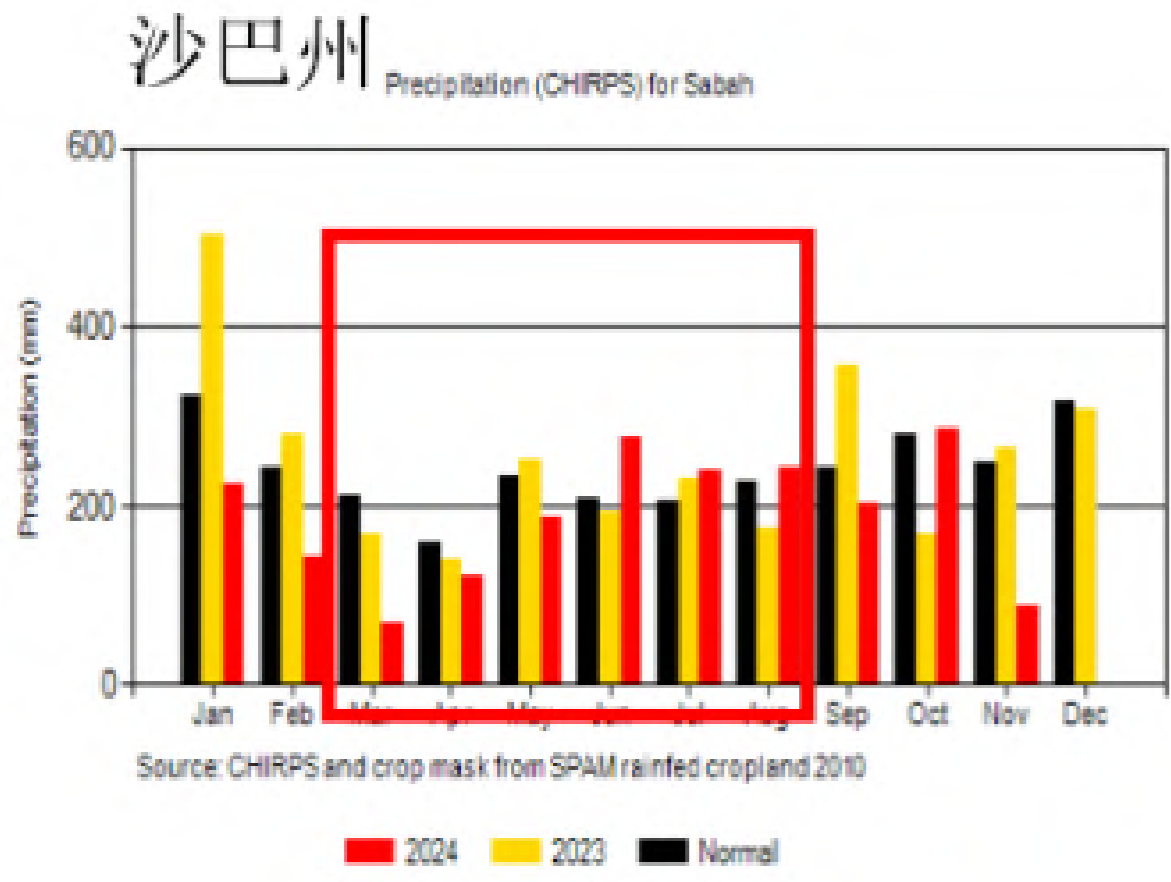
纵观整个增产季，东南亚主产国累库不及往年，MPOB 10月马来西亚棕榈油库存为188.46万吨，处于近五年同期中低水平，GAPKI 9月印尼棕榈油库存302万吨，同处于近五年同期最低水平。

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。

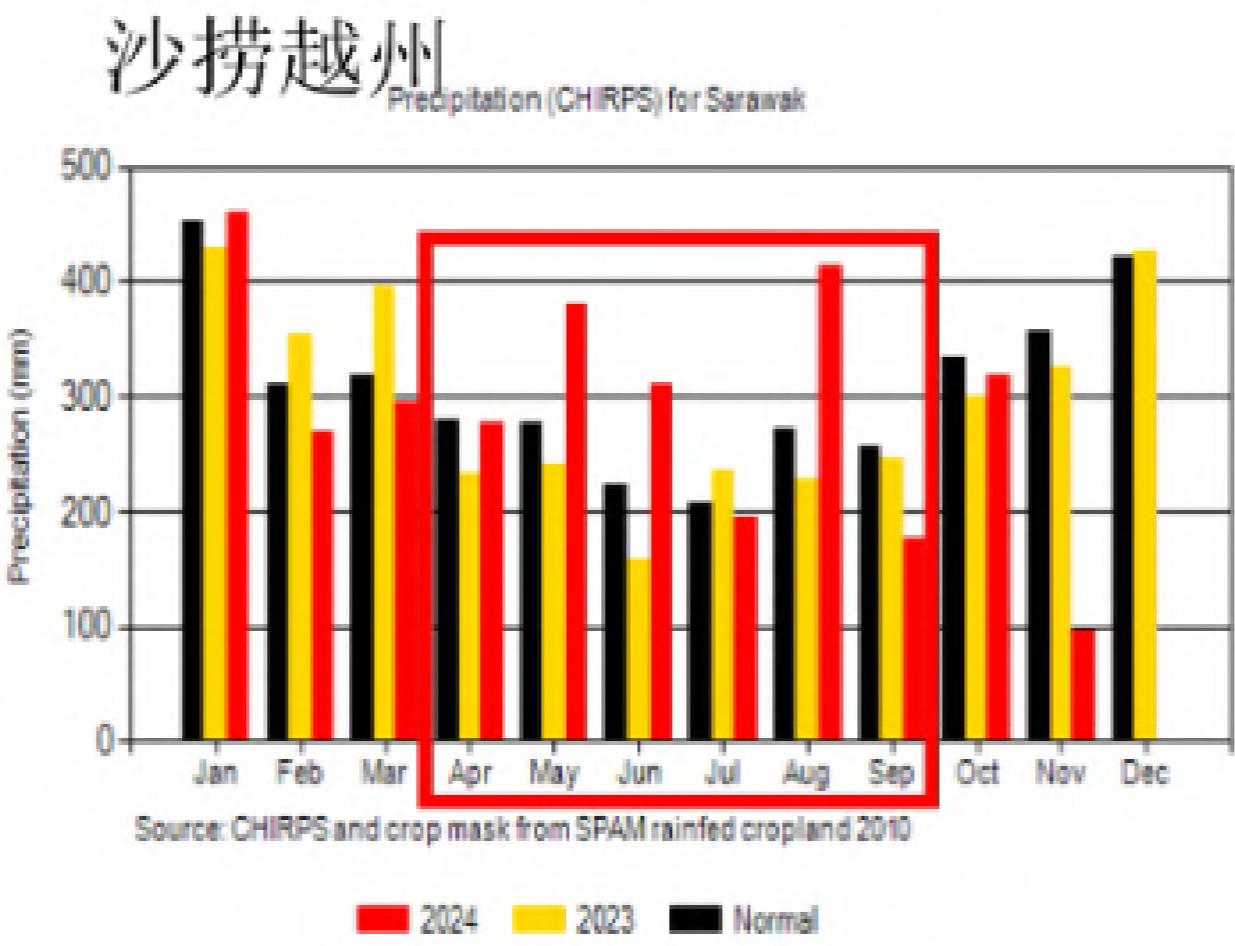


一、东南亚棕榈油供应处于紧平衡状态

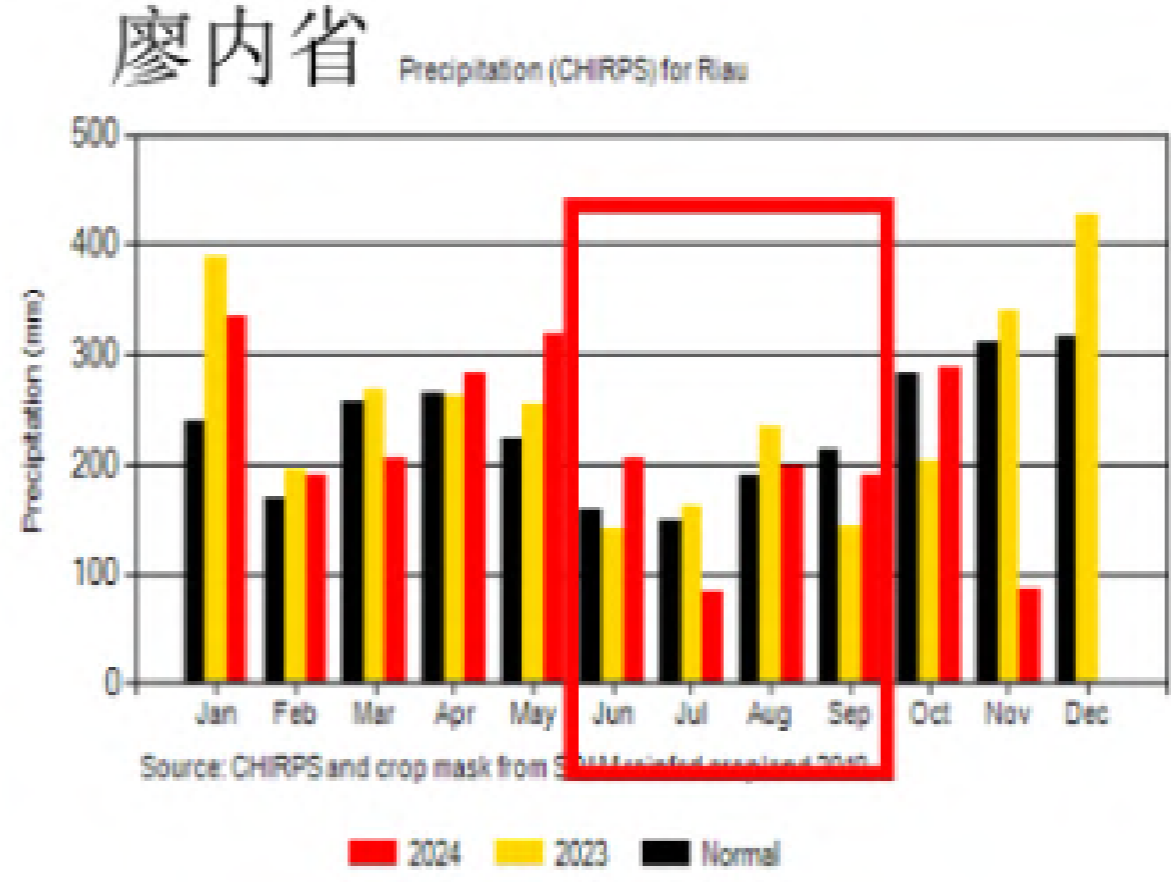
沙巴州降水情况



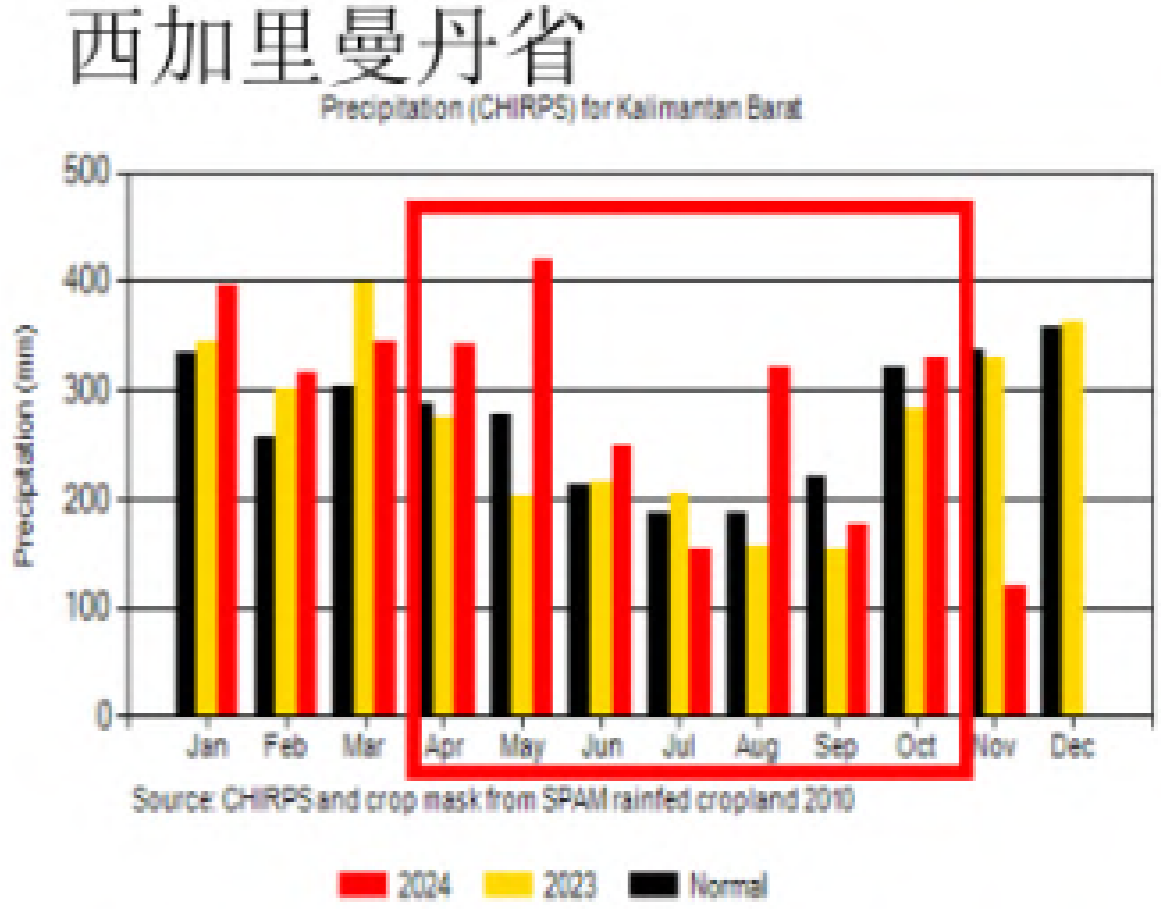
沙捞越州降水情况



廖内省降水情况



西加里曼丹省降水情况



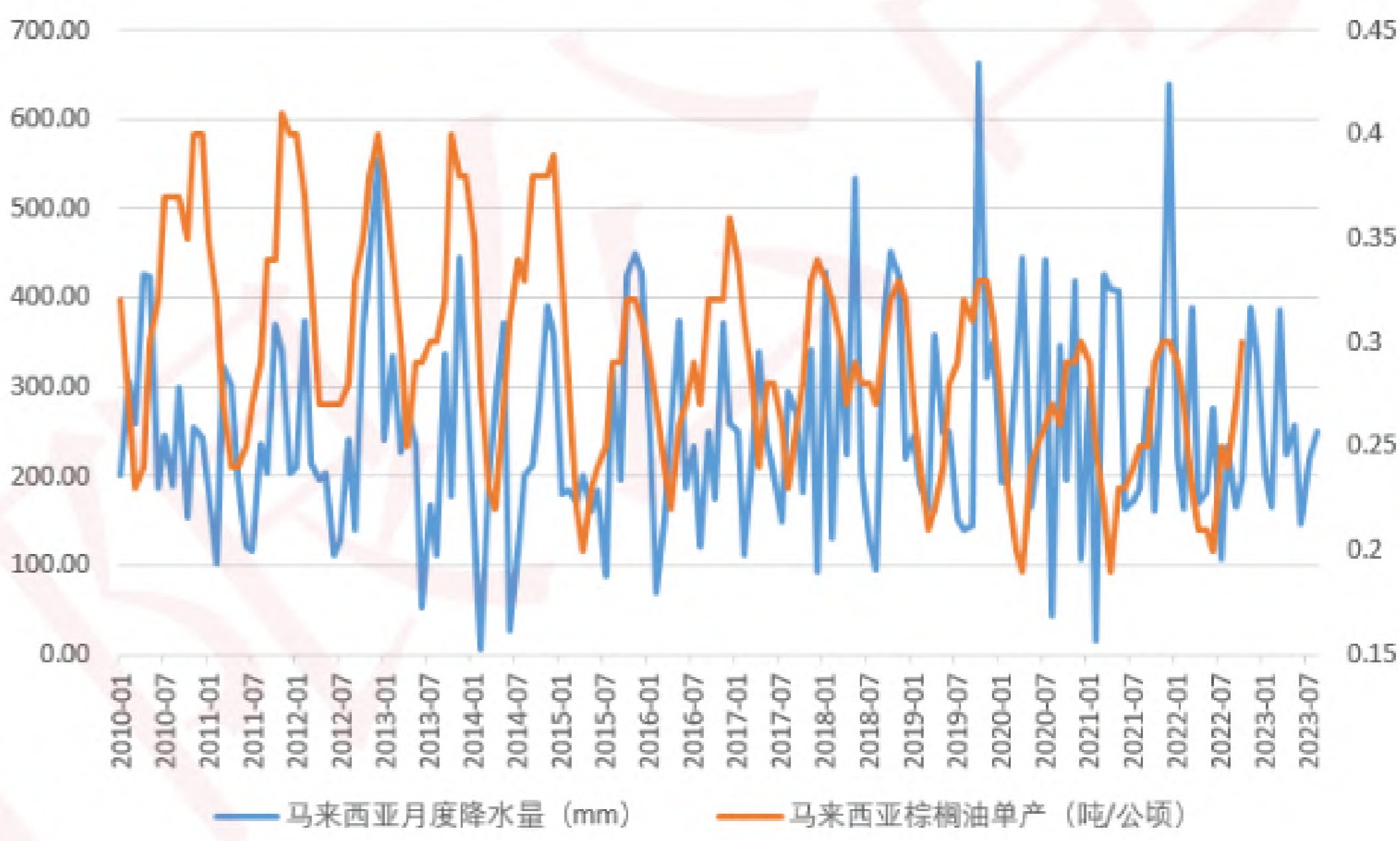
厄尔尼诺和拉尼娜事件对马来西亚棕榈油单产的影响

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

东南亚后续预计进入去库周期

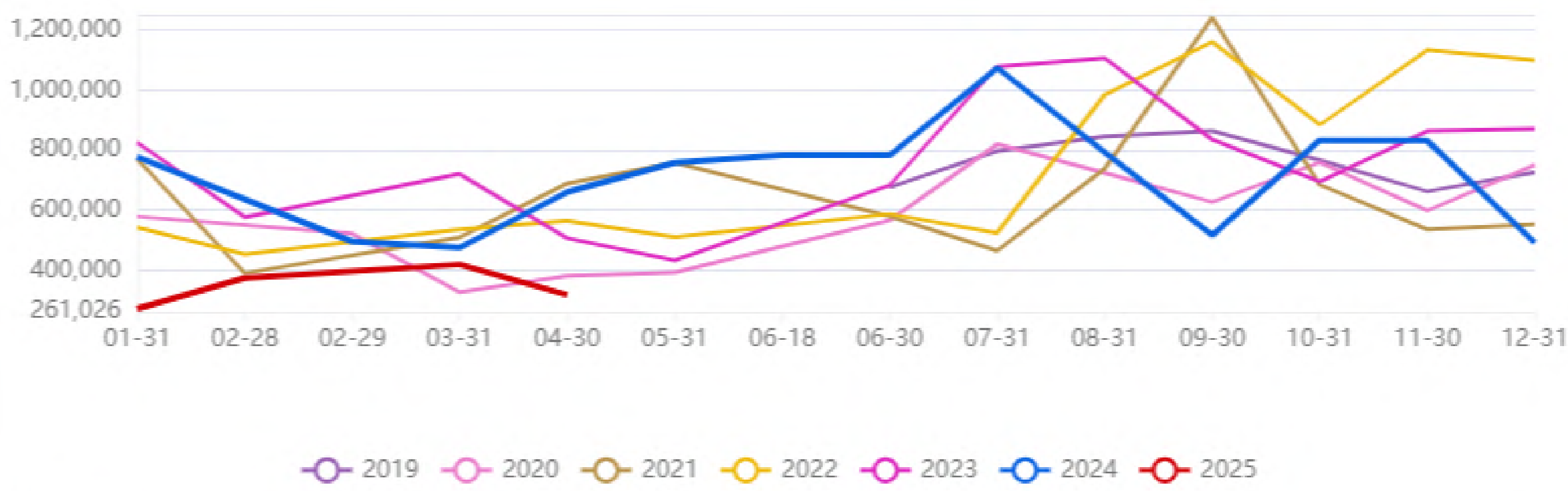
近期马棕高频数据来看，11月上旬出口量大幅下滑，且高于产量下滑幅度，后续或再有调整，整体预计11月库存基本与10月持平。

- ITS：马来西亚11月1-10日棕榈油出口量为429455吨，较10月1-10日出口的509962吨减少15. 8%。
- SGS：马来西亚11月1-10日棕榈油出口量为365121吨，较10月1-10日出口的274853吨增加32. 8%。
- SPPOMA：11月1-10日马来西亚棕榈油产量环比下降3. 49%。

2024年印度排灯节于10月底，备货需求提振印尼马来9-10月出口，节后11月预计出口下滑。

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K
1	印尼棕榈油月度平衡表（万吨）										
2	年月	期初库存	产量	进口	总供应	出口	表观需求	生柴消费	期末库存	库消比	
3	202308	313.000	422.000	0.500	735.500	207.000	204.000	95.600	324.500	0.790	
4	202309	324.500	454.000	0.000	778.500	269.000	199.200	92.400	310.300	0.660	
5	202310	310.300	495.000	0.000	805.300	300.000	243.000	141.000	262.300	0.480	
6	202311	262.300	469.000	0.000	731.300	217.000	194.000	95.000	320.300	0.780	
7	202312	320.300	438.000	0.000	758.300	245.000	200.000	99.000	313.300	0.700	
8	202401	313.300	463.000	1.000	777.300	280.000	194.000	96.000	303.300	0.640	
9	202402	303.300	425.700	0.500	729.500	216.600	186.400	92.000	326.400	0.810	
10	202403	326.400	449.300	0.100	775.800	256.000	189.800	88.400	330.000	0.740	
11	202404	330.000	451.000	0.400	781.400	218.000	189.300	84.200	374.100	0.920	
12	202405	374.100	425.000	1.000	800.100	196.000	194.000	91.000	409.000	1.050	
13	202406	409.000	405.000	1.000	815.000	339.000	194.000	90.000	282.000	0.530	
14	202407	282.000	396.000	1.000	679.000	224.000	203.000	104.000	251.000	0.590	
15	202408	251.000	437.600	0.500	689.100	238.400	206.000	97.900	244.700	0.550	
16	202409	244.700	442.000	0.500	687.200	186.000	199.000	93.000	302.200	0.780	
17	202410	302.200	480.000	0.500	782.700	250.000	210.000	95.000	322.700	0.700	
18	202411	322.700	460.000	0.500	783.200	220.000	210.000	95.000	353.200	0.820	
19	202412	353.200	430.000	0.500	783.700	240.000	205.000	95.000	338.700	0.760	
20	202501	338.700	430.000	0.500	769.200	220.000	200.000	105.000	349.200	0.830	
21	202502	349.200	400.000	0.500	749.700	220.000	203.000	108.000	326.700	0.770	
22	202503	349.200	420.000	0.500	769.700	240.000	205.000	110.000	324.700	0.730	
23	202504	326.700	440.000	0.500	767.200	230.000	205.000	110.000	332.200	0.760	
24	数据来源：GAPKI										
25											
26											
27											
28											
29											

印度植物油月度进口量_棕榈毛油+精炼 2025-04-30



单位：千吨

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
1	马来西亚棕榈油月度平衡表（万吨）									
2	年月	期初库存	产量	进口	总供应	出口	表观需求	期末库存	库消比	
3	202308	173.420	175.350	11.060	359.830	122.180	26.540	211.110	1.420	
4	202309	211.110	182.940	4.910	398.960	121.130	46.450	231.370	1.380	
5	202310	231.370	193.720	4.760	429.850	148.070	37.080	244.700	1.320	
6	202311	244.700	178.890	3.970	427.560	140.650	46.650	240.260	1.280	
7	202312	240.260	155.080	4.010	399.350	136.210	34.050	229.080	1.350	
8	202401	229.080	140.240	2.950	372.270	134.950	35.290	202.020	1.190	
9	202402	202.020	125.940	3.260	331.220	102.450	36.750	192.010	1.380	
10	202403	192.010	139.250	2.190	333.450	132.670	29.510	171.270	1.060	
11	202404	171.270	150.200	3.480	324.950	123.450	27.080	174.490	1.160	
12	202405	174.490	170.450	2.080	347.020	138.240	33.450	175.320	1.020	
13	202406	175.320	161.530	1.170	338.020	120.740	34.160	183.120	1.180	
14	202407	183.120	184.100	1.050	368.270	168.970	23.860	175.440	0.910	
15	202408	175.440	189.390	1.000	365.830	152.860	24.630	188.340	1.060	
16	202409	188.330	182.190	0.550	371.070	155.980	13.910	201.180	1.180	
17	202410	201.180	179.730	1.630	382.540	173.240	20.840	188.460	0.970	
18	202411	188.460	168.000	2.000	358.460	155.000	20.000	183.460	1.050	
19	202412	183.460	150.000	2.000	335.460	150.000	25.000	160.460	0.920	
20	202501	160.460	140.000	2.000	302.460	125.000	25.000	152.460	1.020	
21	202502	152.460	130.000	2.000	284.460	115.000	30.000	139.460	0.960	
22	202503	139.460	140.000	2.000	281.460	130.000	30.000	121.460	0.760	
23	202504	121.460	150.000	2.000	273.460	110.000	22.000	141.460	1.070	
24	数据来源：MPOB									
25										
26										
27										
28										
29										

一、东南亚棕榈油供应处于紧平衡状态

印尼B40能否如期落地仍存不确定性

8月22日，印尼强制性B40生物柴油政策将于2025年1月1日开始实施。但目前来看，市场对印尼B40能否如期落地存在担忧，主要来源于两个方面：

第一，来自于技术层面的担忧：

- 2022年11月，印尼能矿部顺利完成了在柴油发动机车辆中使用B40燃料的道路测试。
- 2023年7月，印尼政府发布对最高40%生柴掺混率的柴油发动机操作指引，这意味着在技术上B40在交通领域已经具备了随时实施的可行性。
- 2024年8月，非交通领域的B40测试在继续进行，包括火车、海事、采矿、固定电力、农业机械在内的B40测试陆续展开，经过几个月的测试，测试结果有望在2024年底宣布。从技术上来看，目前印尼政府推行B40的阻碍已经比较小。
- 11月13日，有传闻印尼可能推迟实施B40掺混计划6个月，原计划25年1月1日开始实施。但也有传闻印尼B40计划仍为1月1日实施，但预计需要6个月时间达标。

印尼生柴掺混政策

印尼2023年的B35政策原计划在2月或1月实施，但实际上推迟到了8月

技术层面的考虑是推迟实施的一个重要原因。

棕榈油市场的供需状况也影响了政策的实施。

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，该基金由印尼油棕榈种植业基金管理局（BPDPKS）管理，其资金来源于棕榈油出口专项税（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	印尼能源部表示，正在以2025年将棕榈油掺入生物柴油比例35%提高到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%

来自于BPDPKS管理基金枯竭的风险

第二，来自于BPDPKS管理基金枯竭的风险（经济性问题）：

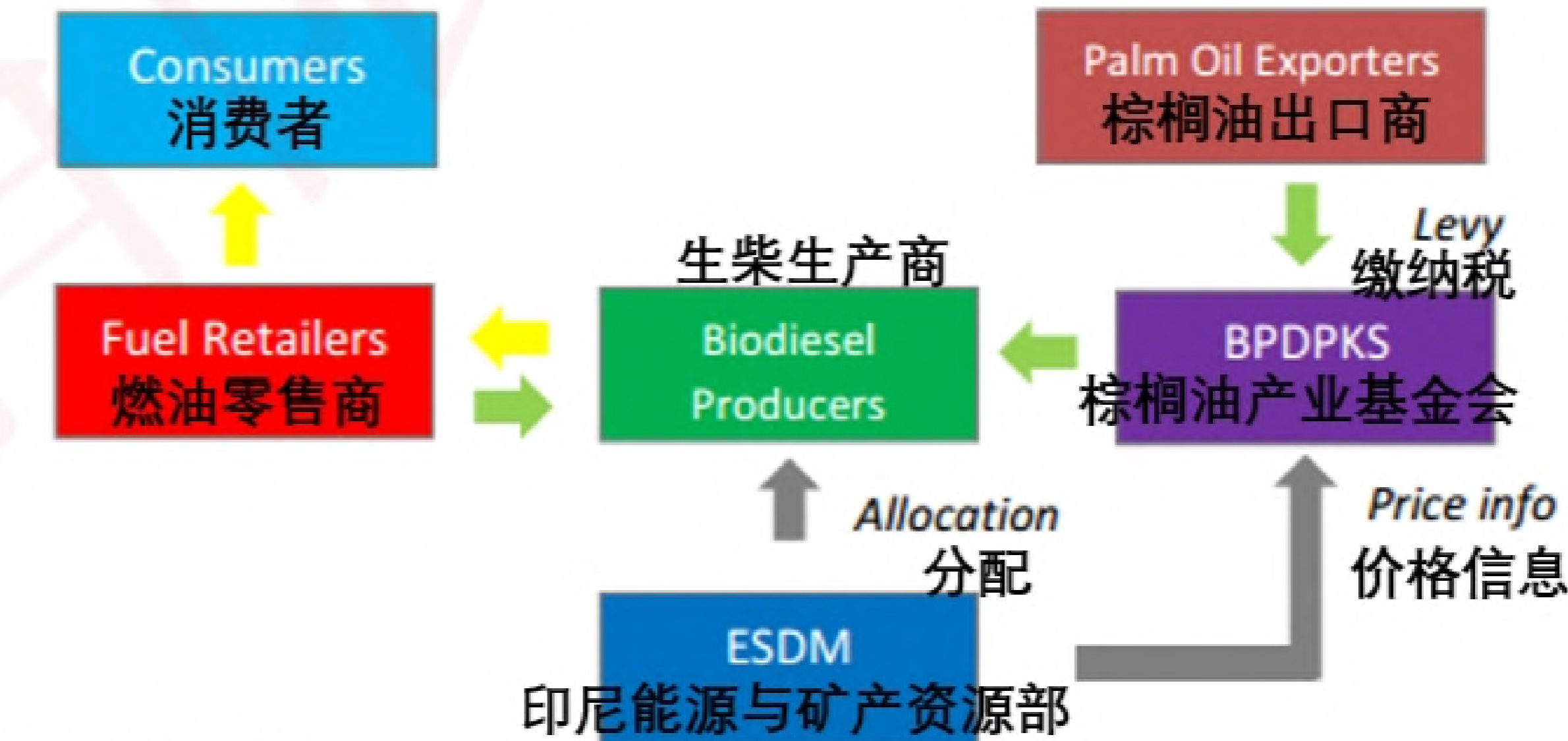
2024年以来，印尼的生物柴油与柴油HIP价差持续为正，BPDPKS管理基金对生物柴油掺混的补贴持续处于发放中，随着8月底棕榈油触底反弹并加速上涨，其与柴油之间的价差出现显著走扩，大幅提升了生物柴油掺混所需补贴的单价，这令BPDPKS管理基金的资金开始加速流出。

在近期的印尼棕榈油年会上，BPDPKS首席执行官Eddy Abdurachman表示，BPDPKS基金正在敦促政府为新的生物柴油计划制定新的资助政策。印尼通过该基金机构补贴棕榈油燃料成本与化石燃料成本之间的差价，资金来自棕榈油出口税。由于明年生物柴油掺混比例预计将从现在的35%提高到40%（即B40），BPDPKS（该机构的全称）预计补贴支出将增加，而征收的税款预计将减少。预计税收下降的原因是，由于需要更多的棕榈油来满足国内的能源需求，出口量预计会减少，而税收结构近来亦发生变化。

该基金负责人表示，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。

若印尼政府决意在2025年推行B40并坚决执行，那么印尼出口专项税上调的压力将显著增长，这或给印尼四季度的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

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

一、东南亚棕榈油供应处于紧平衡状态

印尼B40预期下2024/25年度供需预估

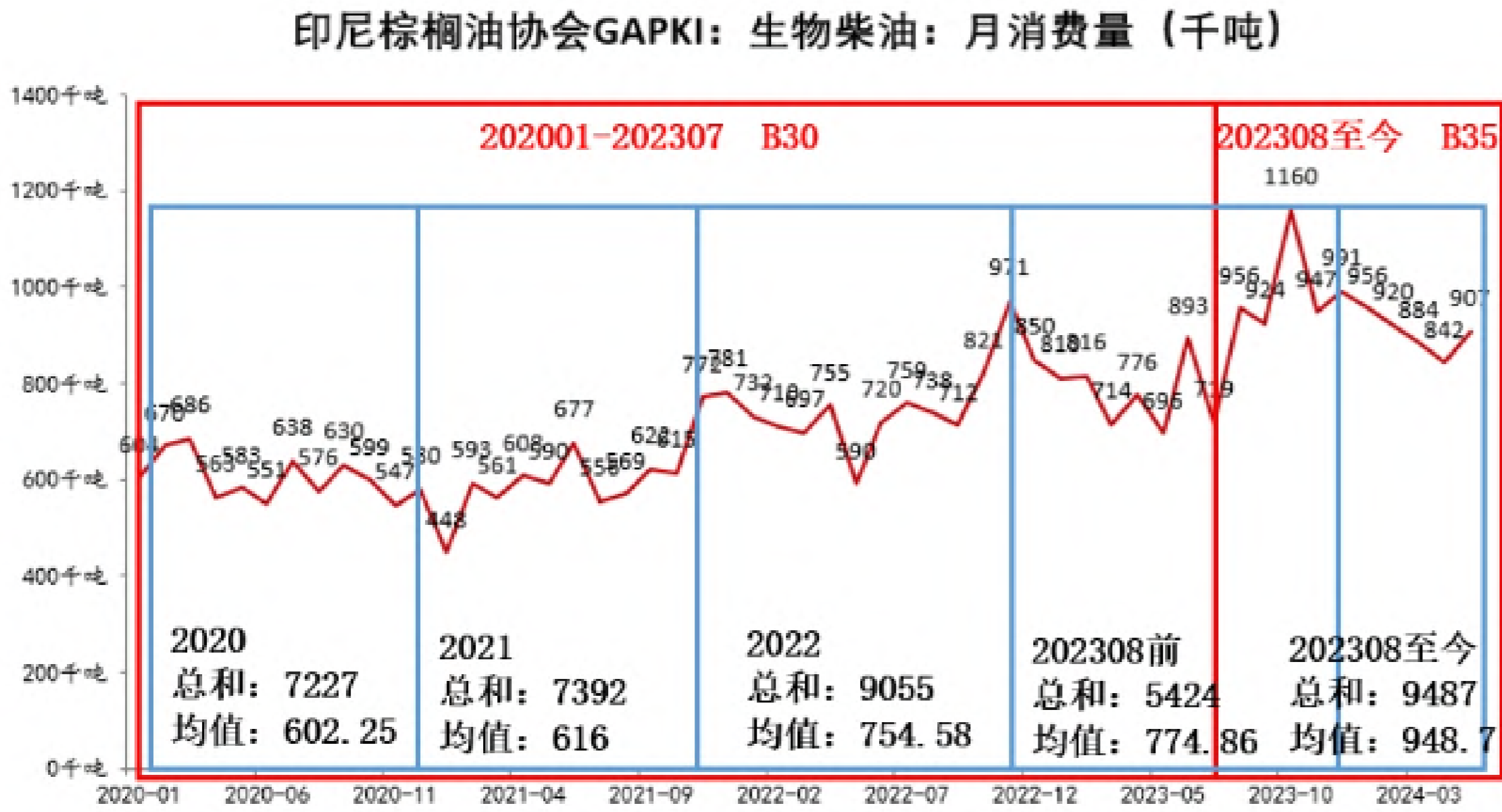
为分析印尼生柴月度消费情况，结合印尼棕榈油协会（GAPKI）数据和生柴掺混率情况，我们将自2020年以来的消费来那个划分为两个阶段：

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，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5月份数据），平均月度消费达94.87万吨，较B30期间增长40.2%，环比上一年度平均每月增长15-20万吨。

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。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(USDA 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	5,335	5,335	5,335
4	产量（千吨）	43,500	42,000	45,000	44,000	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	49,108	51,835	51,835	51,835
7	出口	27,321	22,321	28,077	22,273	25,200	25,200	25,200
8	工业消费	9,200	10,500	11,900	13,500	13,900	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	21,500	21,760	22,850	23,300
11	期末库存	5,055	7,309	5,107	5,335	4,875	3,785	3,335
12	库存比	11.75%	18.39%	10.82%	12.19%	10.38%	7.88%	6.88%
13						数据来源：USDA		
14								
15								
16								
17								
18								

二、2024/25年度全球大豆供应宽松

USDA大豆11月报告下调美豆单产，全球大豆供应宽松格局边际改善

USDA大豆11月报告下调美豆单产，全球大豆供应宽松格局边际改善：本次报告大幅下调美豆单产，由53.1降至51.7蒲式耳/英亩，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由5.5亿蒲降至4.7亿蒲。南美基本未做调整，丰产格局未变。全球方面，因美豆产量下调，全球期末库存从1.35亿吨降至1.32亿吨。报告整体利多。

纵观2024/25年度美豆生长季天气情况和优良率表现，我们倾向于认为USDA下调单产更多出于美豆出口压力下的调整手段。但考虑到特朗普当选，后续进口端炒作预期增强，基本面格局或将逐步改善。

	A	B	C	D	E	F	G	H	I
1		2022/23	2023/24	2024/25预测值					
2			估计值	10月	11月				
3	面积	百万英亩							
4		播种面积	87.5	83.6	87.1	87.1			
5		收获面积	86.2	82.3	86.3	86.3			
6									
7	平均单产	(蒲式耳/英亩)	49.6	50.6	53.1	51.7			
8		百万蒲式耳							
9	期初库存		274	264	342	342			
10	产量		4270	4162	4582	4461			
11	进口量		25	21	15	15			
12		总供应量	4569	4447	4939	4818			
13	压榨量		2212	2287	2425	2410			
14	出口量		1980	1695	1850	1825			
15	种用量		75	78	78	78			
16	调整值		39	45	36	35			
17		总需求量	4305	4105	4389	4348			
18	期末库存		264	342	550	470			
19									
20									
21									

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	
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	
3	2016/2017	33,470	5,354	116,931	606	122,891	58,964	51,742	55,719	8,208	3.490	7.	
4	2017/2018	36,236	8,208	120,065	594	128,867	58,071	55,926	58,873	11,923	3.310	10	
5	2018/2019	35,448	11,923	120,515	383	132,821	47,721	56,935	60,360	24,740	3.400	22	
6	2019/2020	30,318	25,176	96,644	419	122,239	45,800	58,910	61,782	14,657	3.190	13	
7	2020/2021	33,428	14,657	114,749	539	129,945	61,664	58,257	61,287	6,994	3.430	5.	
8	2021/2022	34,921	6,994	121,504	433	128,931	58,570	59,980	62,893	7,468	3.480	6.	
9	2022/2023	34,873	7,468	116,221	667	124,356	53,874	60,199	63,292	7,190	3.330	6.	
10	2023/2024	33,294	7,190	113,273	567	121,030	46,128	62,244	65,594	9,308	3.400	8.	
11	2024/2025	8月	34,913	9,391	124,897	408	134,696	50,349	65,998	69,101	15,246	3.580	12
12		9月	34,913	9,255	124,807	408	134,470	50,349	65,998	69,156	14,965	3.570	12
13		10月	34,913	9,308	124,701	408	134,417	50,349	65,998	69,103	14,965	3.570	12
14		11月	34,913	9,308	121,417	408	131,133	49,668	65,589	68,668	12,797	3.480	10
15											数据来源：USDA		
16													
17													
18													
19													

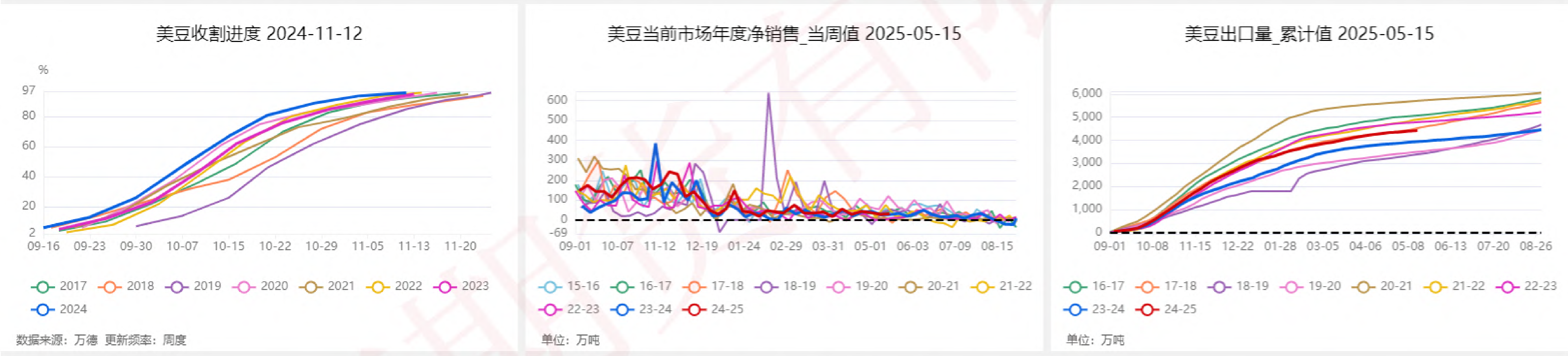
二、2024/25年度全球大豆供应宽松

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N
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（参考USDA原始报告）				
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	369,273	114,749	139,500	46,200	630,588	129,945	160,944	77,545	165,176	61,664	81,650	5,195	
5	2021/2022	360,381	121,504	130,500	43,900	613,196	128,931	160,458	72,577	154,435	58,570	79,063	2,861	
6	2022/2023	378,600	116,221	162,000	25,000	639,120	124,356	189,532	57,750	171,753	53,874	95,504	4,185	
7	2023/2024	394,729	113,273	153,000	48,100	673,636	121,030	190,686	72,497	177,037	46,128	104,174	5,100	
8	2024/2025	425,402	121,417	169,000	51,000	715,729	131,133	197,112	81,080	181,710	49,668	105,000	4,500	
9	环比	7.77%	7.19%	10.46%	6.03%	6.25%	8.35%	3.37%	11.84%	2.64%	7.67%	0.79%	-11.76%	
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	367,065	61,287	49,875	47,512	98,347	6,994	29,419	24,838	26.79%	5.69%	22.37%	47.12%	
13	2021/2022	366,126	62,893	54,017	46,025	92,635	7,468	27,378	23,691	25.30%	6.15%	20.57%	48.46%	
14	2022/2023	366,360	63,292	57,209	36,568	101,007	7,190	36,819	16,997	27.57%	6.14%	24.11%	41.71%	
15	2023/2024	384,184	65,594	58,550	42,950	112,415	9,308	27,962	24,447	29.26%	8.33%	17.18%	50.88%	
16	2024/2025	402,275	68,668	58,100	47,600	131,744	12,797	34,012	28,980	32.75%	10.81%	20.85%	55.62%	
17	环比	4.71%	4.69%	-0.77%	10.83%	17.19%	37.48%	21.64%	18.54%	11.92%	29.80%	21.36%	9.33%	
18														数据来源：USDA
19														
20														
21														
22														

美豆收割结束，出口及政策预期是未来核心因素

美豆收割基本结束，进入集中出口阶段，近期出口表现有所改善：

- 美国农业部数据显示，截至2024年11月14日当周，美国大豆出口检验量为216.5万吨，前一周修正后为236.3万吨。
- 本作物年度迄今，美国大豆出口检验量累计为1748.4万吨，上一年度同期1600.9万吨，整体出口进度快于往年。



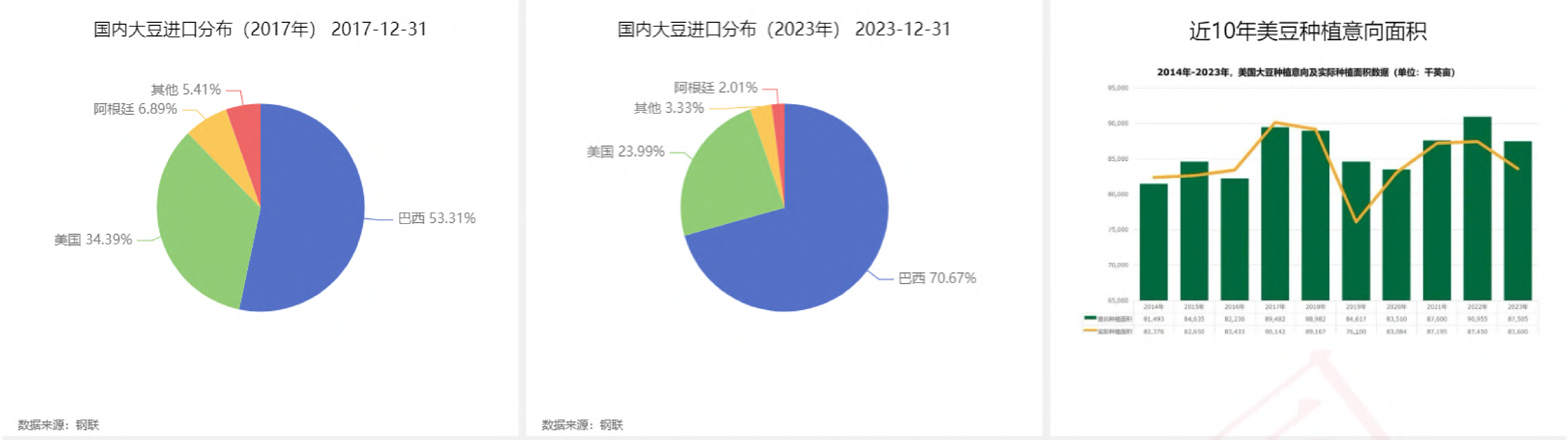
特朗普政策预期：贸易战和生柴

特朗普当选，油脂油料板块核心关注因素一是关税，二是生物柴油政策，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。

A、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。但贸易战之下，2025/26年度美豆播种面积成为不确定因素，政府补贴能否到位支撑美豆种面不下滑。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。

B、降低能源成本，生柴产能悲观预期充足：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日消息，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，强化生柴端利空格局。

二、2024/25年度全球大豆供应宽松

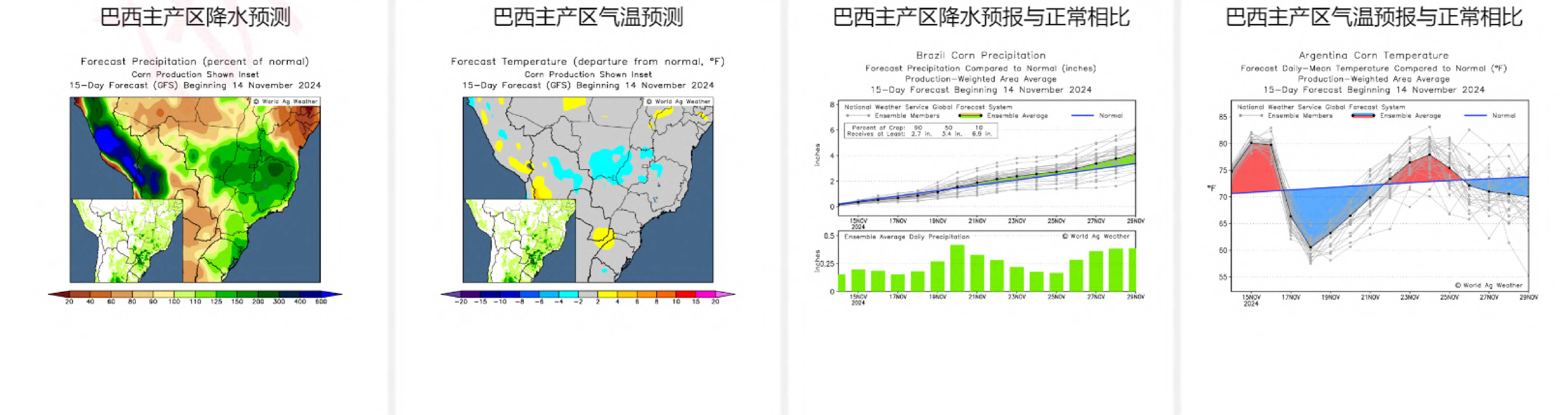
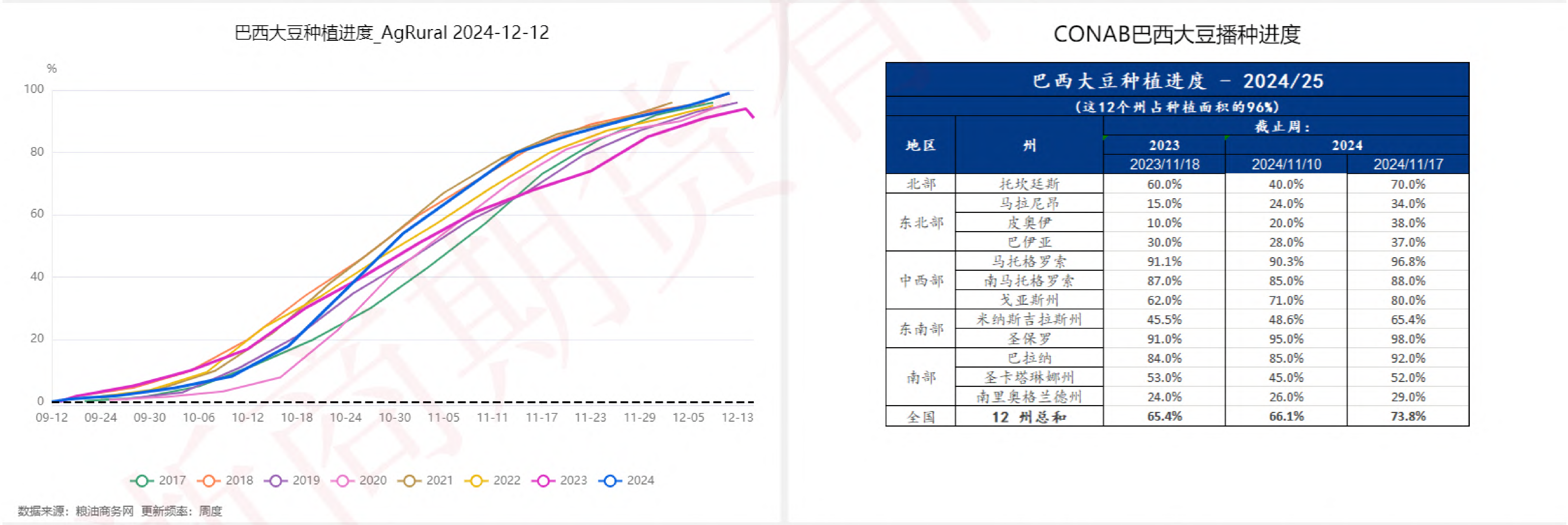


市场重心切换至南美，巴西播种进度加快

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。（CONAB-1.6605亿吨；AgRural-1.693亿吨；StoneX-1.662亿吨）

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：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，创下历史同期次高水平。据CONAB数据，截至11月17日，巴西大豆播种率为73.84%，上周为66.1%，去年同期为65.41%。

巴西中部降雨继续，有利于大豆生长：【南里奥格兰德州/巴拉那州】周二前有零星降雨。周一气温高于正常水平，周二气温接近至高于正常水平。【马托格罗索州/南马托格罗索州/戈亚斯州南部】周二前有零星降雨。气温接近至高于正常水平。作物影响：巴西中部降雨仍在继续，有利于大豆的生长。南部地区最近有点干燥，土壤湿度可能在下降。但下周南部地区的覆盖范围和雨量会有所增加，大体上仍然是有利的。



二、2024/25年度全球大豆供应宽松

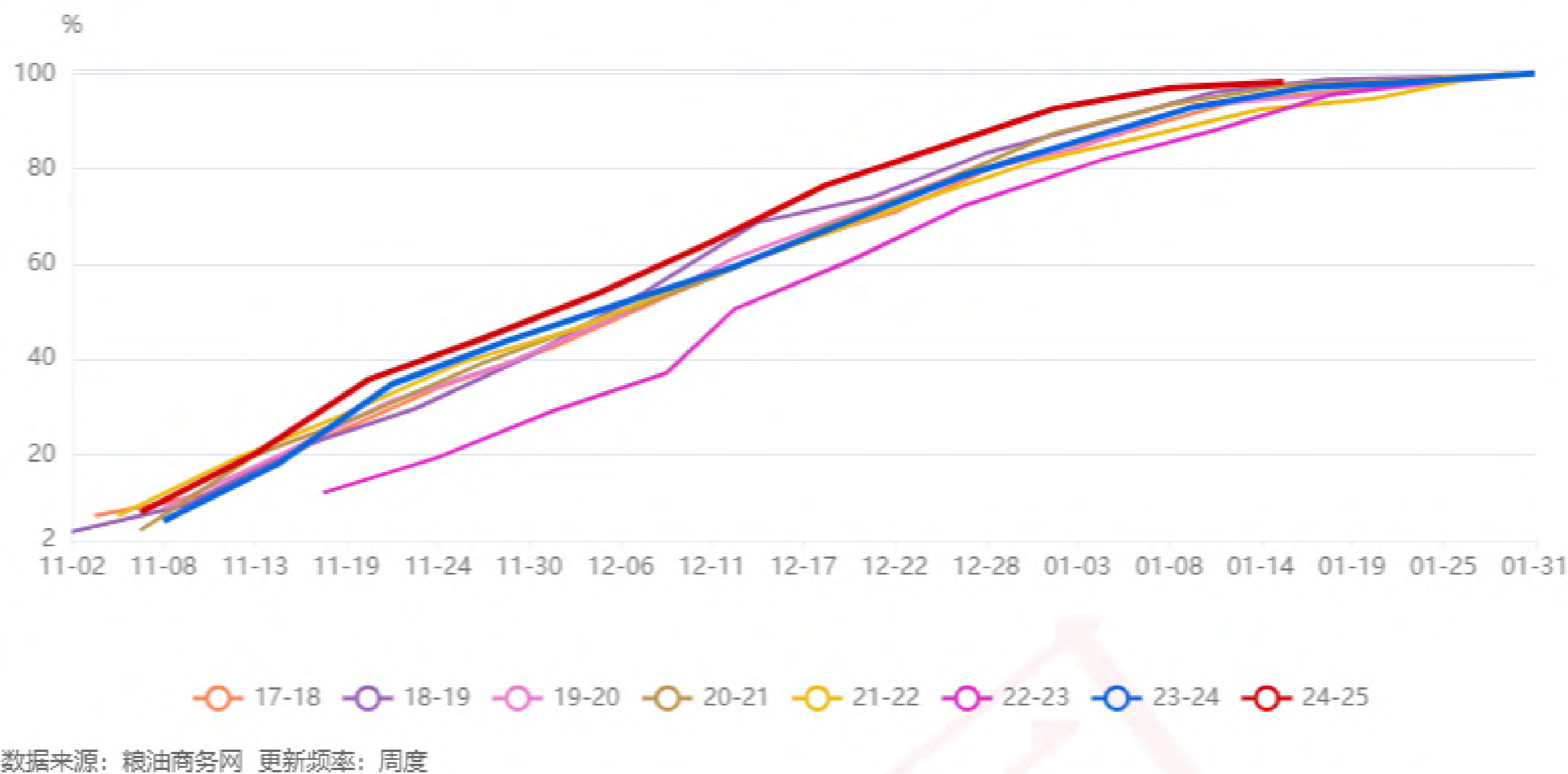
阿根廷播种展开，后期不确定性仍存

BAGE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。

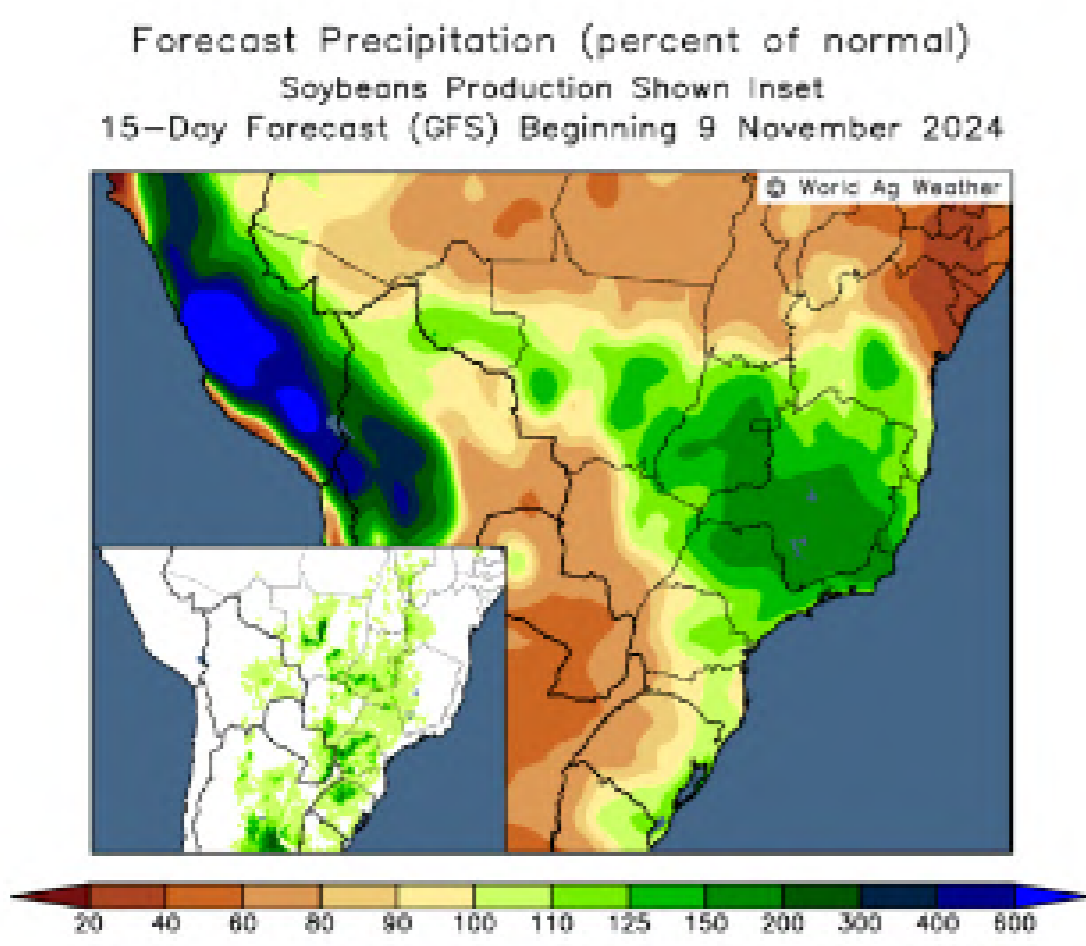
阿根廷播种进度正常：据BAEG数据，截至11月14日当周，阿根廷2024/25年度大豆种植进度为20.10%，较上周进度增加12.20%。

阿根廷大部分地区气总体天气状况良好：阵雨将比较分散，部分地区将有小雨或无雨，但大部分地区总体上仍将保持良好的天状况。拉尼娜现象造成的高温和干燥天气可能会在本年度早些时候威胁作物生长。

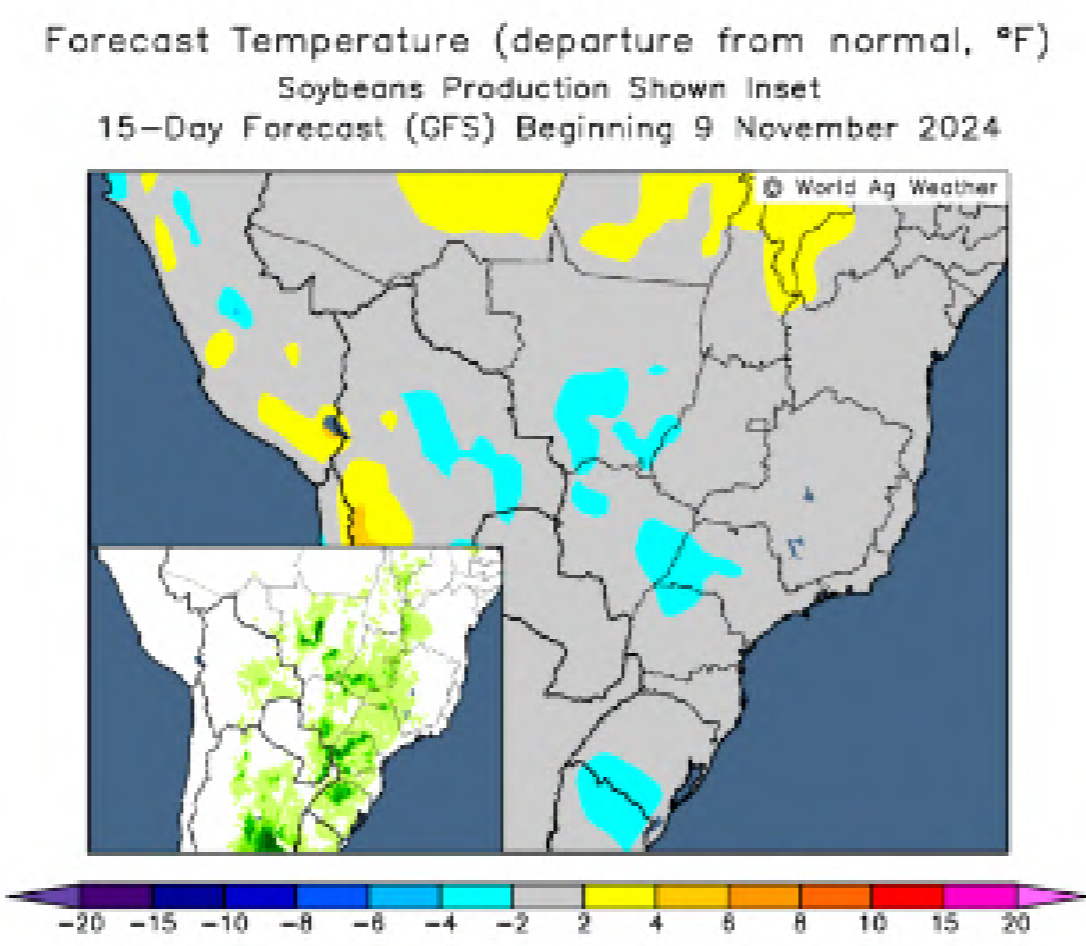
阿根廷大豆种植进度_BAGE 2025-01-15



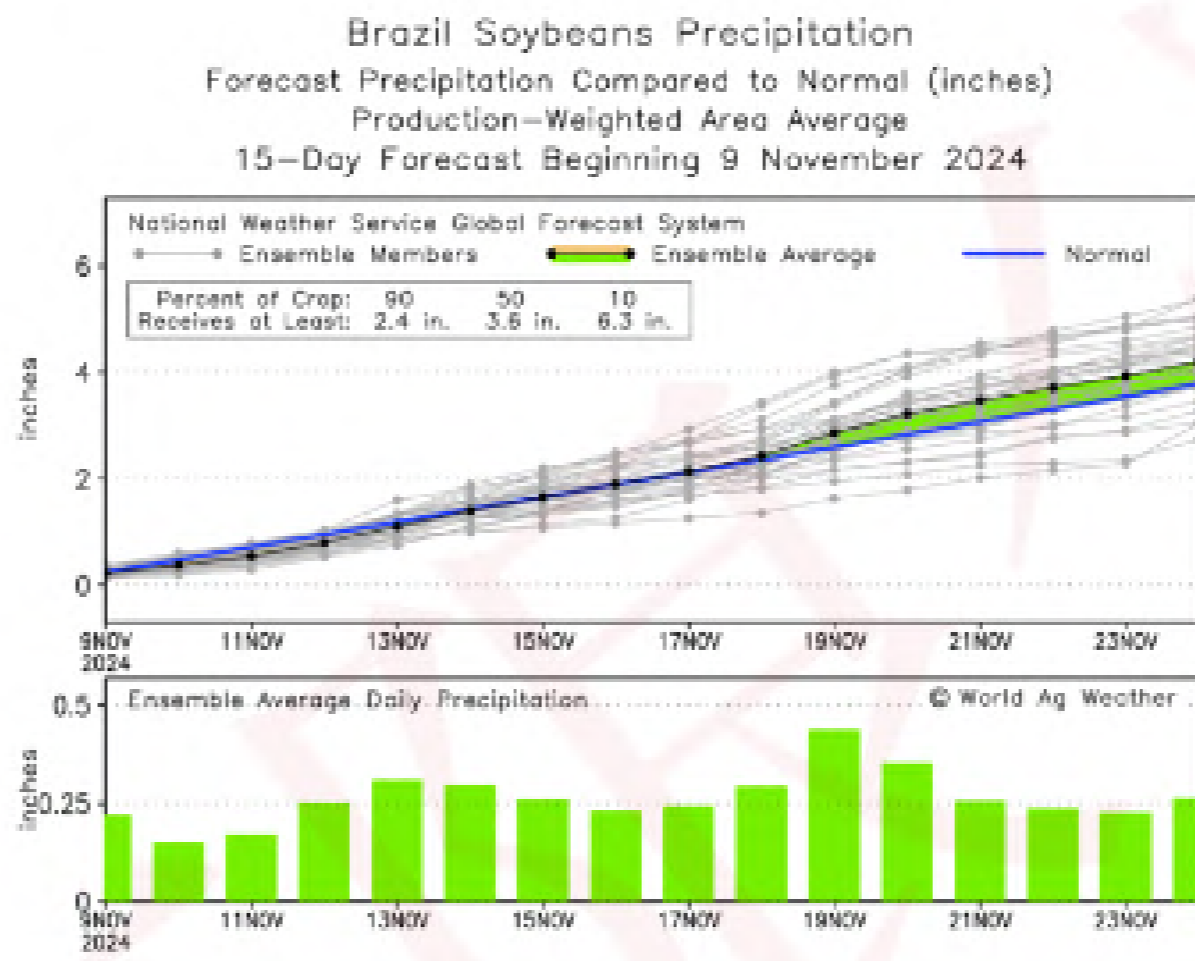
巴西主产区降水预测



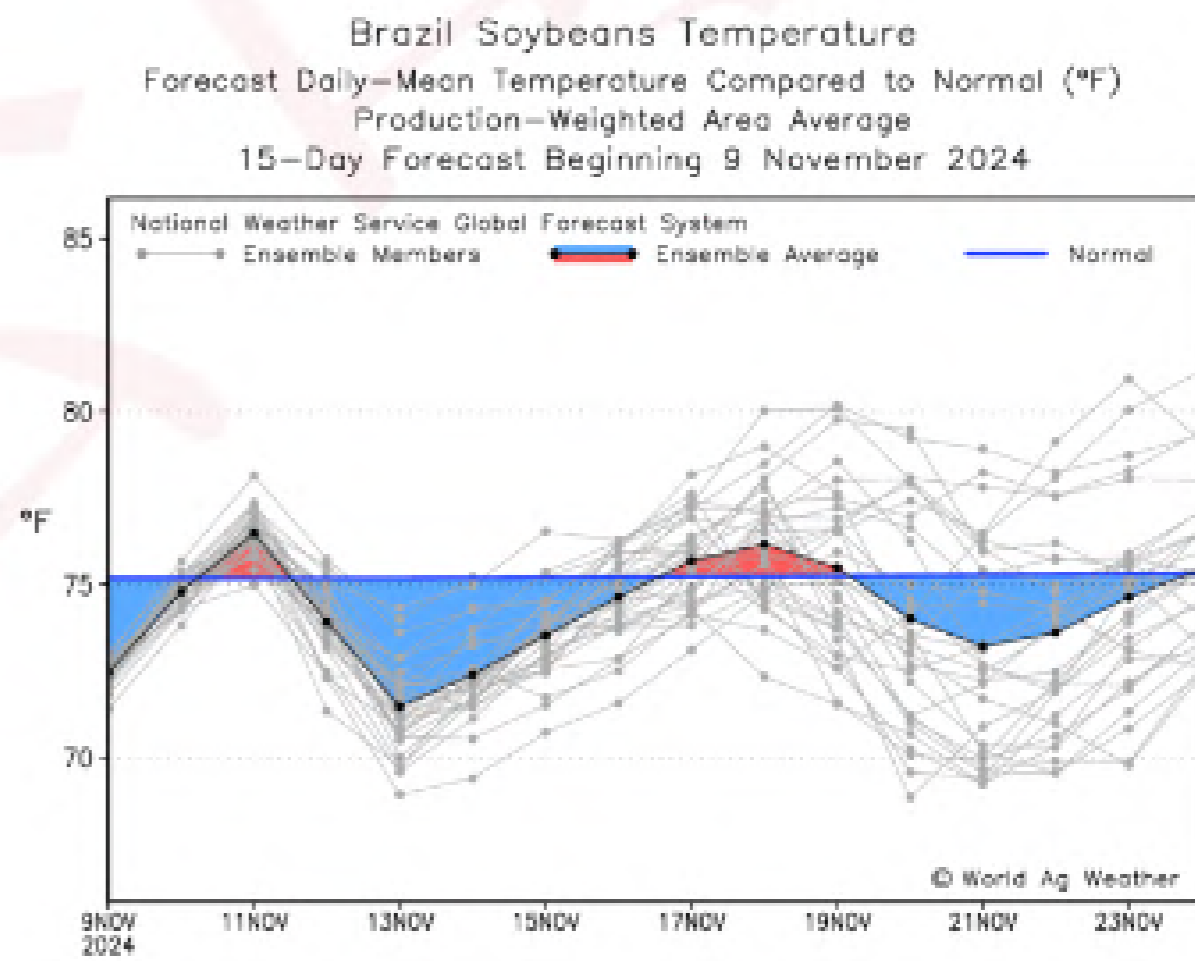
巴西主产区气温预测



巴西主产区降水预报与正常相比



巴西主产区气温预报与正常相比



三、2024/25年度全球菜葵小幅减产

2024/25年度全球菜葵小幅减产

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8724万吨，较2023/24年度小幅下滑。全球菜籽出口量为1714.3万吨，全球消费量增至8895.6万吨，期末库存降至805.3万吨。加拿大方面，菜籽产量预计为2000万吨，较2023/24年度产量提升80万吨，欧盟方面，受前期霜冻影响，2024/25年度菜籽产量下调至1735万吨，较2023/24年度产量下降250万吨左右。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。

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，俄罗斯葵籽同样小幅减产，全球葵籽供应维持偏紧格局。对于2025/26年度，预计俄乌冲突缓和，葵籽向外出口仍具一定潜能。俄乌葵籽通常于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	全球菜籽供需平衡表 (千吨)									
2	产量			总供应量			易量-出口量 (参考USDA原始报告)			
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	75,831	19,485	16,732	95,987	23,045	23,716	15,345	10,485	173
5	2021/2022	88,904	14,248	17,353	113,699	16,129	23,594	19,553	5,246	452
6	2022/2023	89,885	18,850	19,612	117,244	20,482	27,220	18,012	7,950	549
7	2023/2024	89,326	19,192	19,934	115,995	21,321	27,212	17,818	6,750	534
8	2024/2025	87,240	20,000	17,350	114,152	22,848	25,678	17,143	7,350	300
9	环比	-2.34%	4.21%	-12.96%	-1.59%	7.16%	-5.64%	-3.79%	8.89%	-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	75,892	10,784	22,875	4,750	1,776	668	6.26%	8.35%	2.90%
13	2021/2022	85,185	9,402	22,375	8,961	1,481	767	10.52%	10.11%	3.36%
14	2022/2023	89,124	10,679	24,850	10,108	1,853	1,821	11.34%	9.95%	7.17%
15	2023/2024	88,023	11,479	25,050	10,154	3,092	1,628	11.54%	16.96%	6.36%
16	2024/2025	88,956	12,792	24,300	8,053	2,706	1,078	9.05%	13.43%	4.38%
17	环比	1.06%	11.44%	-2.99%	-20.69%	-12.48%	-33.78%	-21.52%	-20.80%	-31.14%
18	数据来源：USDA									
19										
20										
21										

	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			易量-出口量 (参考USDA原始报告)			
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	4,017	260	1,856
7	2023/2024	56,031	17,100	15,500	62,718	18,057	16,365	2,882	450	314
8	2024/2025	50,444	16,000	12,500	55,778	16,677	12,706	2,298	350	230
9	环比	-9.97%	-6.43%	-19.35%	-11.07%	-7.64%	-22.36%	-20.26%	-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	49,232	12,825	13,880	2,410	96	96	4.90%	0.72%	0.68%
13	2021/2022	51,308	14,450	11,350	7,847	1,018	4,645	15.29%	6.91%	35.81%
14	2022/2023	56,235	16,180	14,175	4,147	907	845	7.37%	5.52%	5.27%
15	2023/2024	56,673	16,980	15,875	3,163	627	176	5.58%	3.60%	1.09%
16	2024/2025	51,199	16,020	12,325	2,281	307	151	4.46%	1.88%	1.20%
17	环比	-9.66%	-5.65%	-22.36%	-27.88%	-51.04%	-14.20%	-20.17%	-47.87%	10.63%
18	数据来源：USDA									
19										
20										
21										

四、国内豆棕油供需

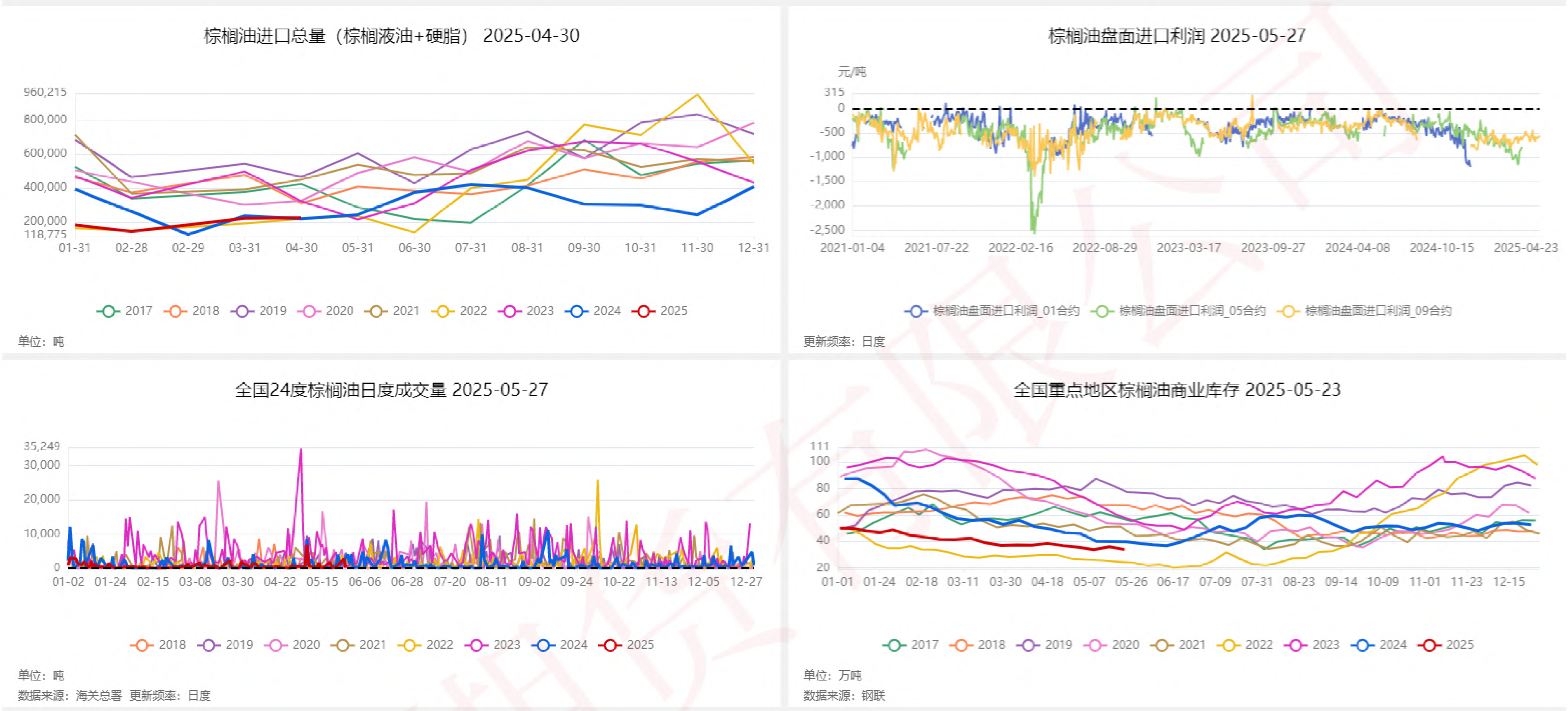
棕榈油四季度买船进度偏慢

【供应方面】棕榈油进口利润下滑导致后续买船进度偏慢，叠加近期洗船消息频出，后续供应预计收紧。

中国海关公布的数据显示，2024年10月棕榈油进口总量为25.00万吨，进口量同比去年减少62.47%。2024年1-10月棕榈油累计进口总量为288.11万吨，较上年同期累计进口总量的455.22万吨，减少167.11万吨，减少了36.71%。另外，据钢联调研显示，近期棕榈油进口利润持续恶化，洗船消息频出，四季度供应预计收紧。

【需求方面】天气转凉，下游需求进入淡季，且棕榈油性价比较低限制终端需求。12月春节备货逐步展开，需求端预计有所恢复。

【库存方面】截至2024年11月22日，棕油库存为50.79万吨，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。

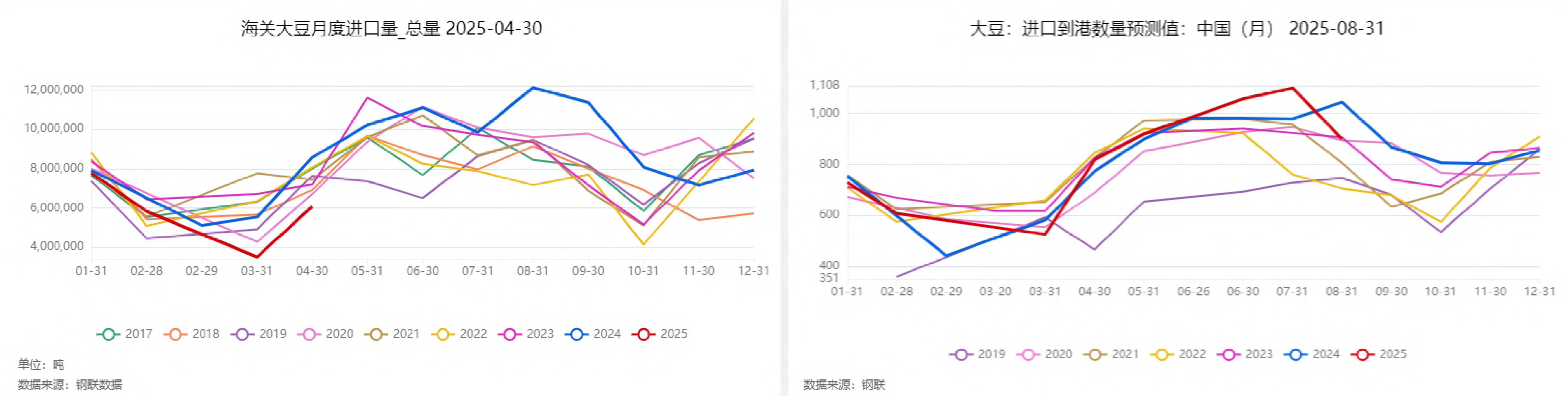


豆油供应预计维持宽松格局

【供应方面】国内大豆三季度到港量大，且四季度到港预期充足，豆油整体供应维持宽松格局。中国海关公布的数据显示，2024年10月进口大豆进口总量为808.70万吨，同比增加56.82%。2024年1-10月进口大豆累计进口总量为8993.62万吨，较上年同期增加了10.08%；后续来看，据钢联船期预报显示，2024年11大豆到港预估802.75万吨，预计2024年12月850万吨，因此整体来看，四季度到港预期充足。

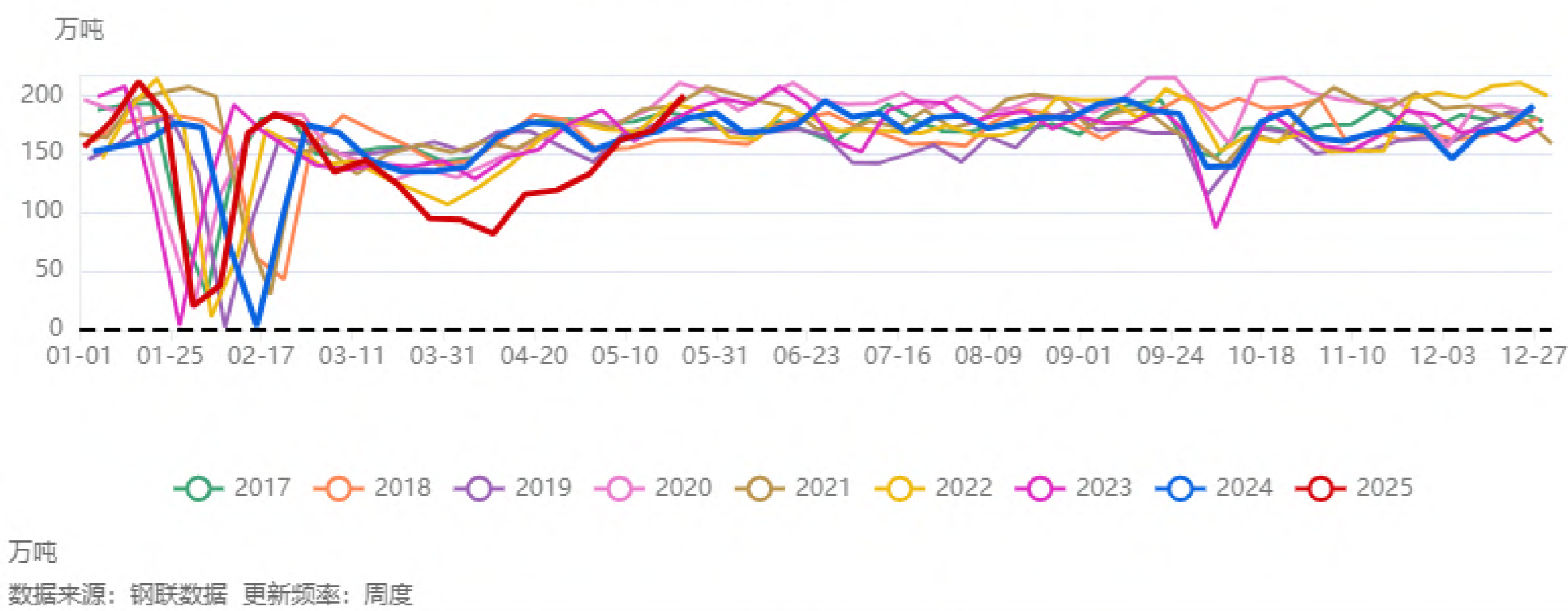
【需求方面】国内油脂需求整体表现一般，由于豆棕油价差深度倒挂，部分提振豆油消费，但整体表现仍相对一般，关注11月底开始的节假日备货情况。钢联数据显示，截止11月8号当周，国内重点油厂豆油散油成交总量 8.73 万吨，日均成交量1.746万吨。

【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，豆油库存处于历年中高水平。据钢联调研显示，截至2024年11月15日，全国重点地区豆油商业库存107.81万吨，较去年同期增加13.56万吨，增幅14.39%。

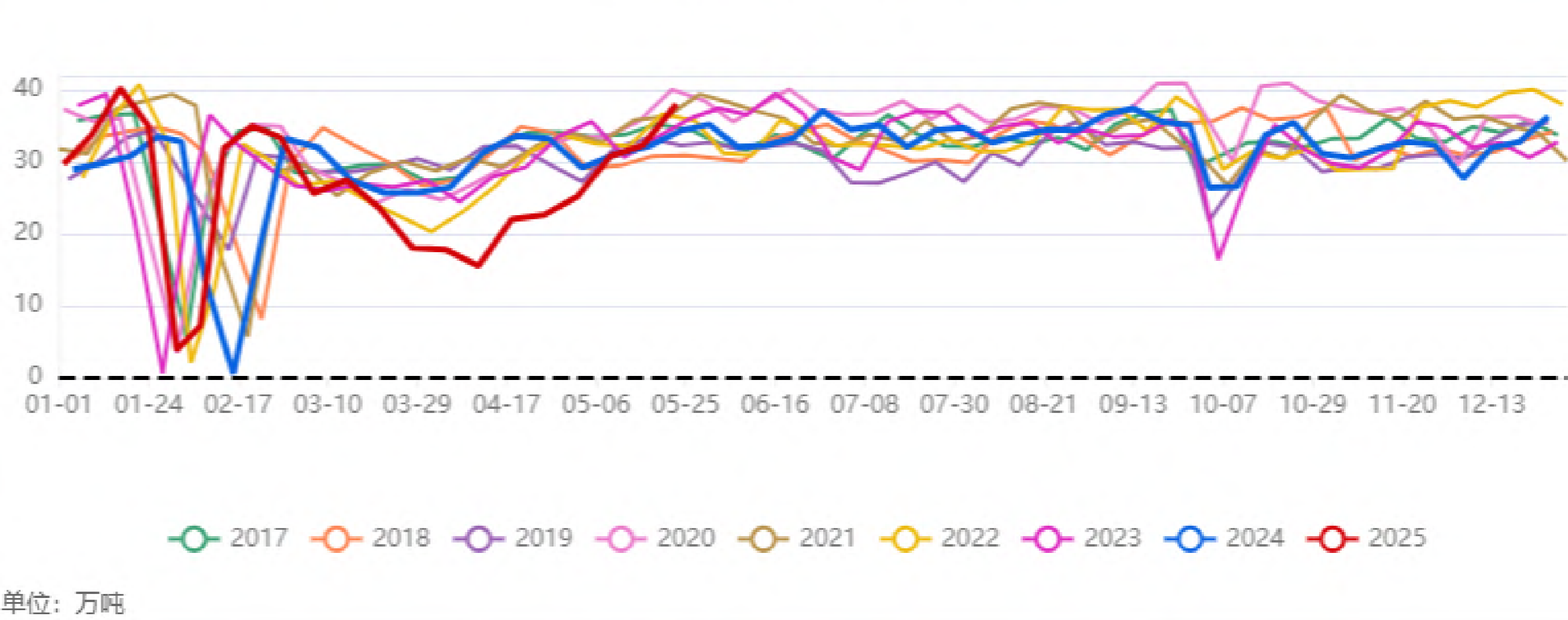


四、国内豆棕油供需

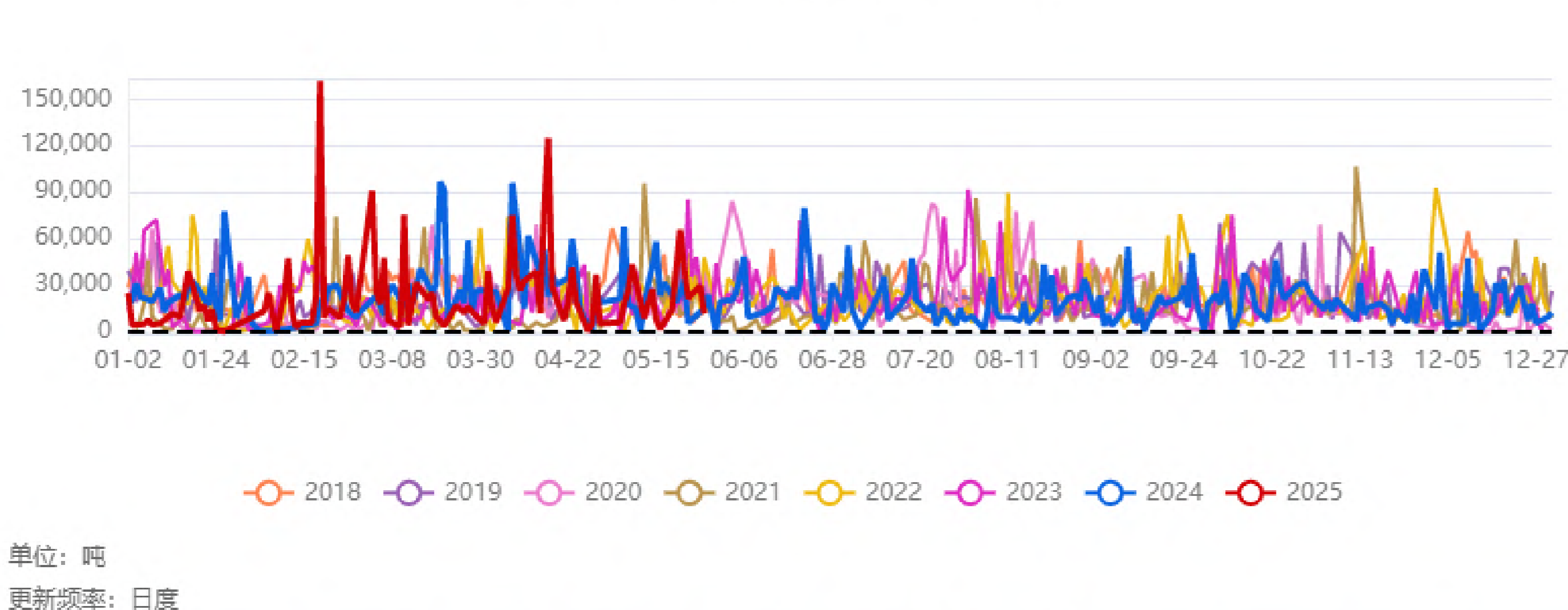
当周大豆压榨量_全国 2025-05-23



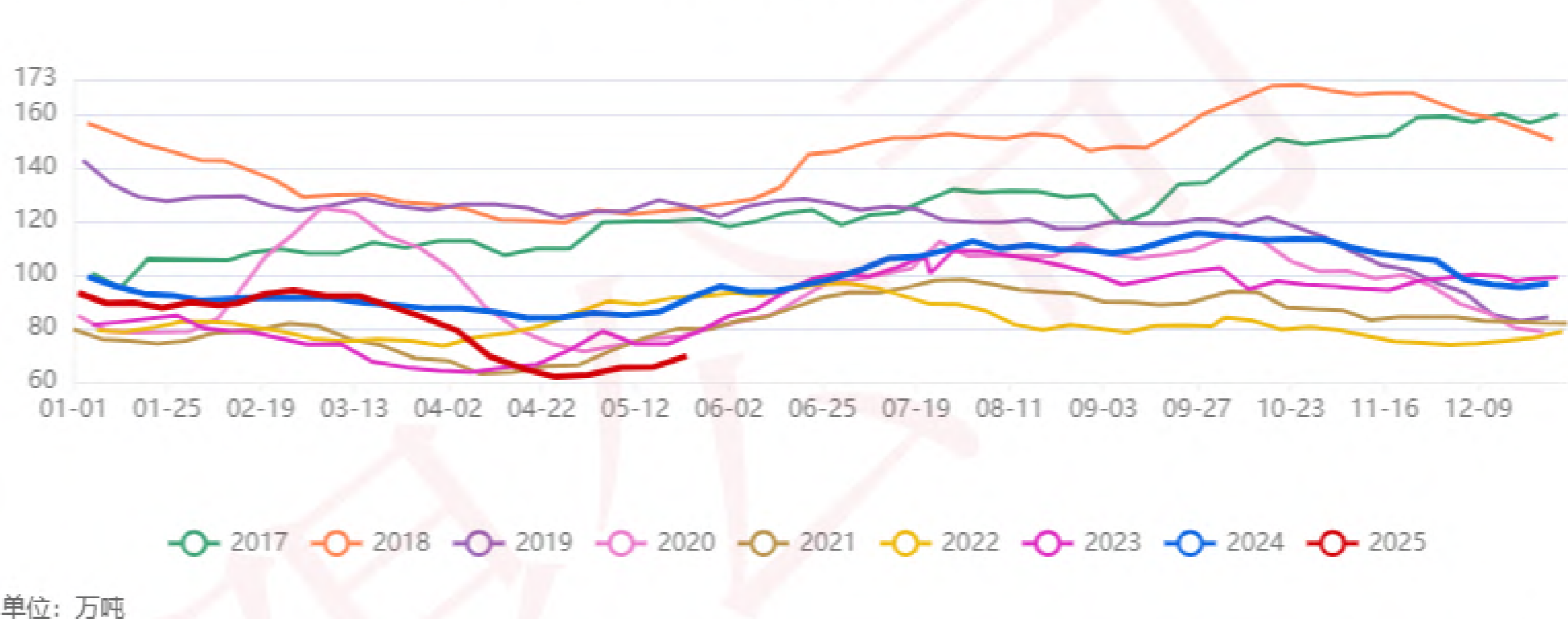
豆油周度产量 2025-05-23



全国豆油日度成交量 2025-05-27



全国重点地区豆油商业库存 2025-05-23

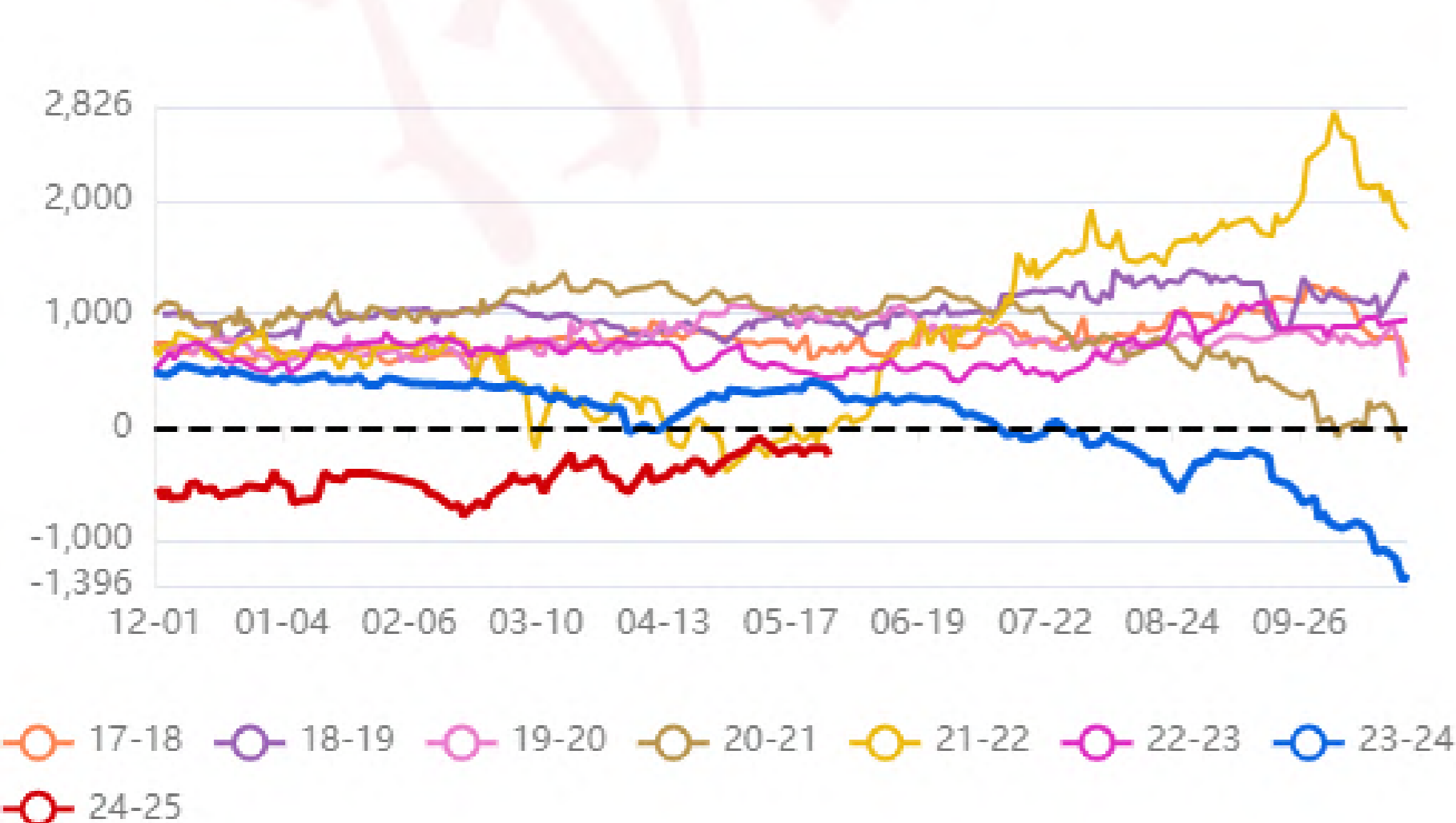


	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L
1	豆油月度平衡表											
2	日期	大豆期初库存	大豆进口量	压榨量	豆油期初库存	豆油产量	进口	总供应	出口	豆油表观需求	豆油期末库存	大豆
3	2023-09	657.48	715.00	774.39	103.05	143.26	4.00	250.31	1.00	148.67	100.64	510
4	2023-10	510.00	516.00	661.66	100.64	122.41	3.00	226.05	1.14	130.35	94.56	501
5	2023-11	501.00	792.00	733.50	94.56	135.70	3.67	233.93	1.13	137.00	95.80	559
6	2023-12	559.50	982.00	725.40	95.80	134.20	6.04	236.04	1.00	135.94	99.10	702
7	2024-01	702.00	754.00	730.20	99.10	135.09	3.00	237.19	0.76	144.06	92.37	669
8	2024-02	669.00	442.00	370.80	92.37	68.60	2.00	162.97	0.36	71.31	91.30	562
9	2024-03	562.40	554.10	645.10	91.30	119.34	5.69	216.33	0.72	126.88	88.73	471
10	2024-04	471.40	857.20	784.40	88.73	145.11	2.00	235.84	1.00	150.76	84.08	530
11	2024-05	530.00	1022.20	857.40	84.08	158.62	4.42	247.12	1.00	154.58	91.54	642
12	2024-06	642.40	1111.40	854.60	91.54	132.38	3.14	227.06	0.90	127.75	98.41	899
13	2024-07	899.10	985.30	881.00	98.41	167.41	1.75	267.57	0.69	157.48	109.40	1003
14	2024-08	1003.30	1214.40	891.60	109.40	164.95	4.53	278.88	0.83	168.93	109.12	1324
15	2024-09	1326.10	1137.10	860.00	109.12	159.10	3.95	272.17	0.98	155.61	115.58	1603
16	2024-10	1603.20	808.70	795.00	115.58	147.08	4.00	266.66	1.00	152.66	113.00	1614
17	2024-11	1616.90	802.75	850.00	113.00	157.25	3.50	273.75	1.00	162.75	110.00	1565
18	2024-12	1569.65	850.00	860.00	110.00	159.10	4.50	273.60	1.00	180.00	92.60	1555
19	2025-01	1559.65	580.00	450.00	92.60	83.25	4.50	180.35	1.00	80.00	99.35	1685
20												
21												
22												
23												
24												

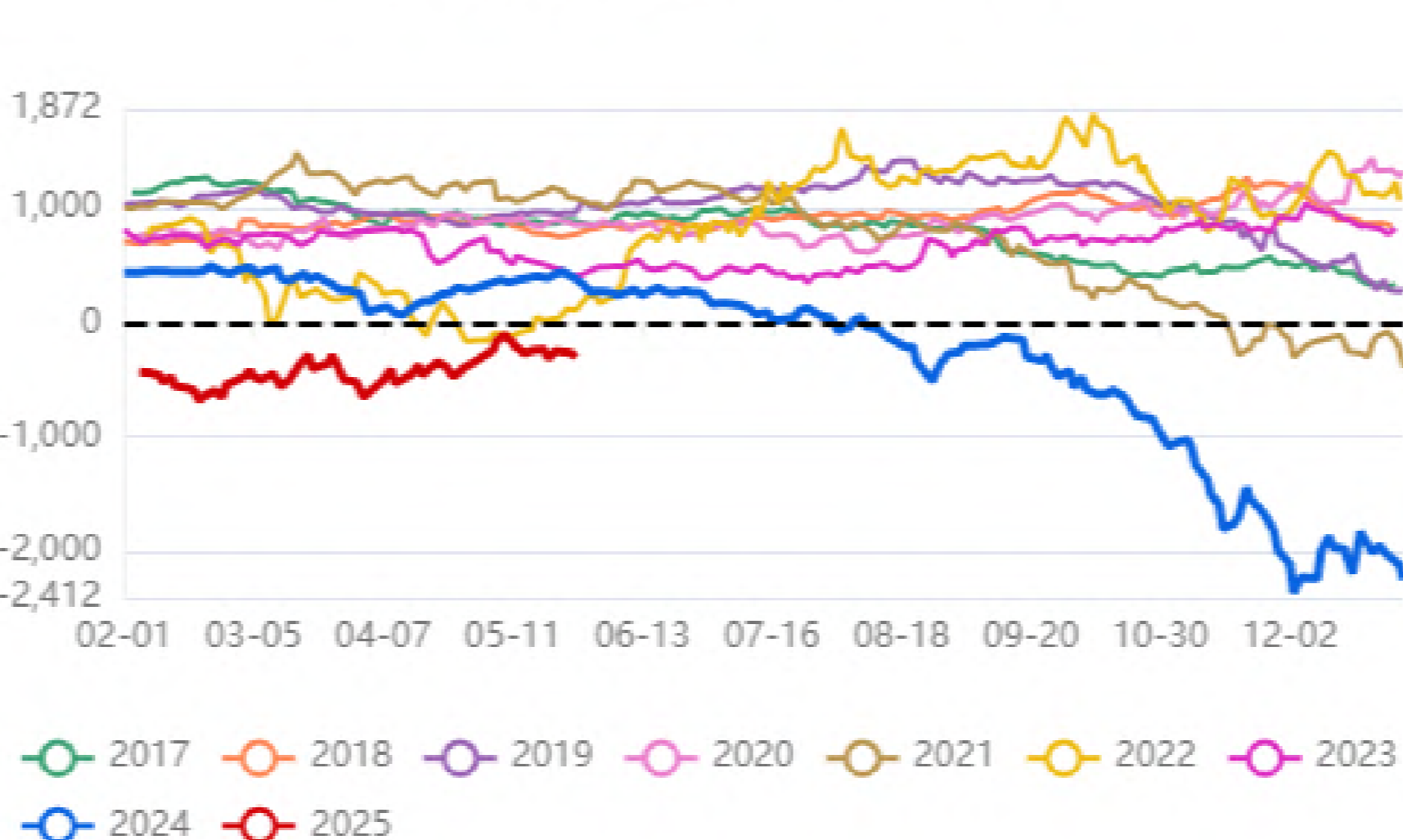
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
1	棕榈油月度平衡表 (万吨)									
2	年份	期初库存	进口	总供应	出口	表观需求	期末库存	库消比		
3	202307	56.460	50.970	107.430	0.080	40.200	67.150	1.670		
4	202308	67.150	62.140	129.290	0.110	64.520	64.660	1.000		
5	202309	64.660	68.070	132.730	0.100	59.190	73.440	1.240		
6	202310	73.440	66.620	140.060	0.200	48.100	91.760	1.900		
7	202311	91.760	56.100	147.860	0.280	51.360	96.220	1.860		
8	202312	96.220	43.420	139.640	0.270	45.990	93.380	2.020		
9	202401	93.380	29.000	122.380	0.020	39.860	82.500	2.070		
10	202402	82.500	10.000	92.500	0.010	26.550	65.940	2.480		
11	202403	65.940	16.000	81.940	0.050	32.210	49.680	1.540		
12	202404	49.680	21.880	71.560	0.150	31.530	39.880	1.260		
13	202405	39.880	24.140	64.020	0.030	24.400	39.590	1.620		
14	202406	39.590	37.450	77.040	0.030	37.800	39.210	1.040		
15	202407	39.210	41.970	81.180	0.010	22.910	58.260	2.540		
16	202408	58.260	40.080	98.340	0.060	51.050	47.230	0.920		
17	202409	47.230	30.600	77.830	0.030	27.210	50.590	1.860		
18	202410	50.590	25.000	75.590	0.150	26.440	49.000	1.840		
19	202411	49.000	30.000	79.000	0.150	33.850	45.000	1.320		
20	202412	45.000	40.000	85.000	0.150	49.850	35.000	0.700		
21	202501	35.000	30.000	65.000	0.150	34.850	30.000	0.860		
22										
23										
24										
25										

五、豆棕价差期现结构

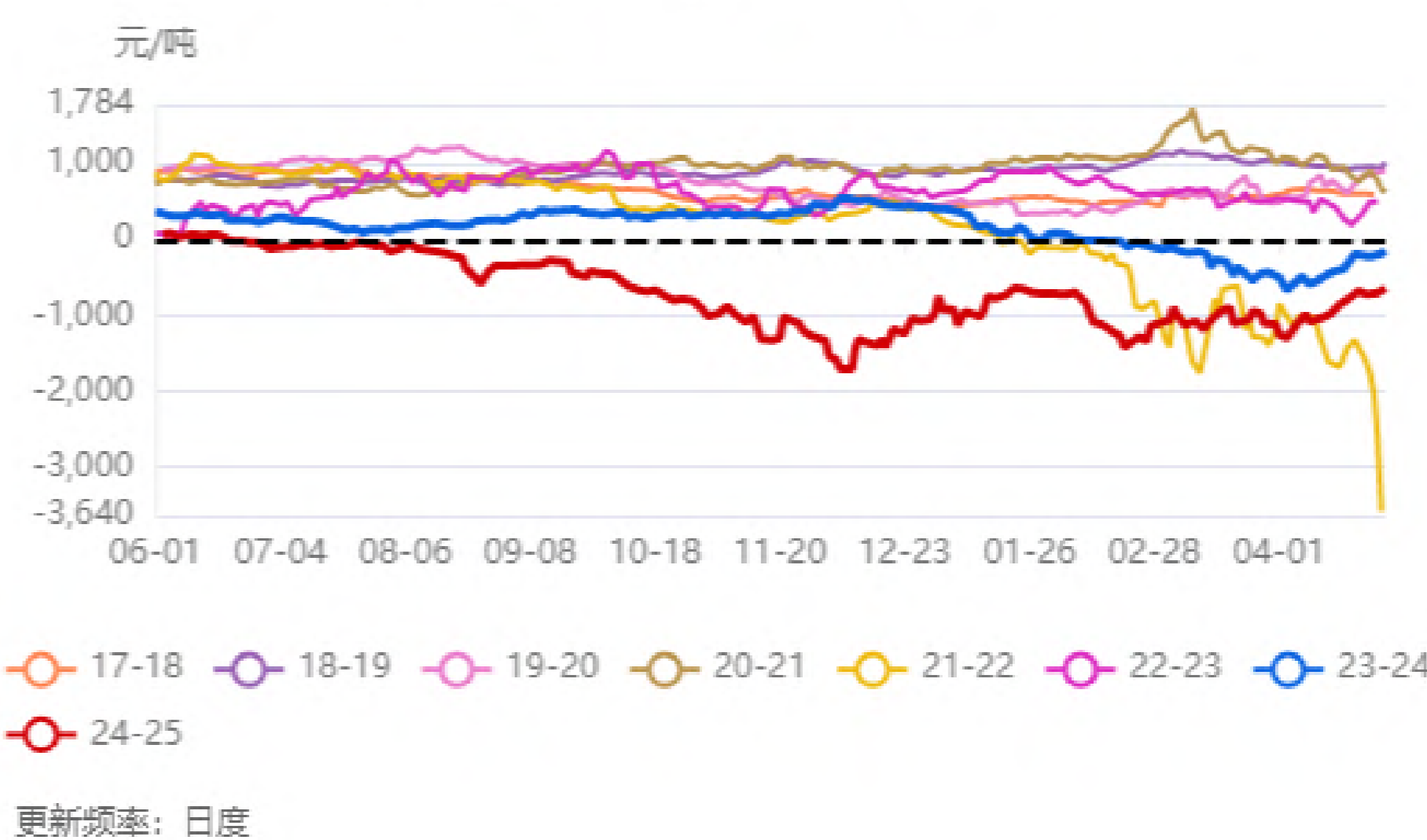
豆棕价差-11合约 2025-05-27



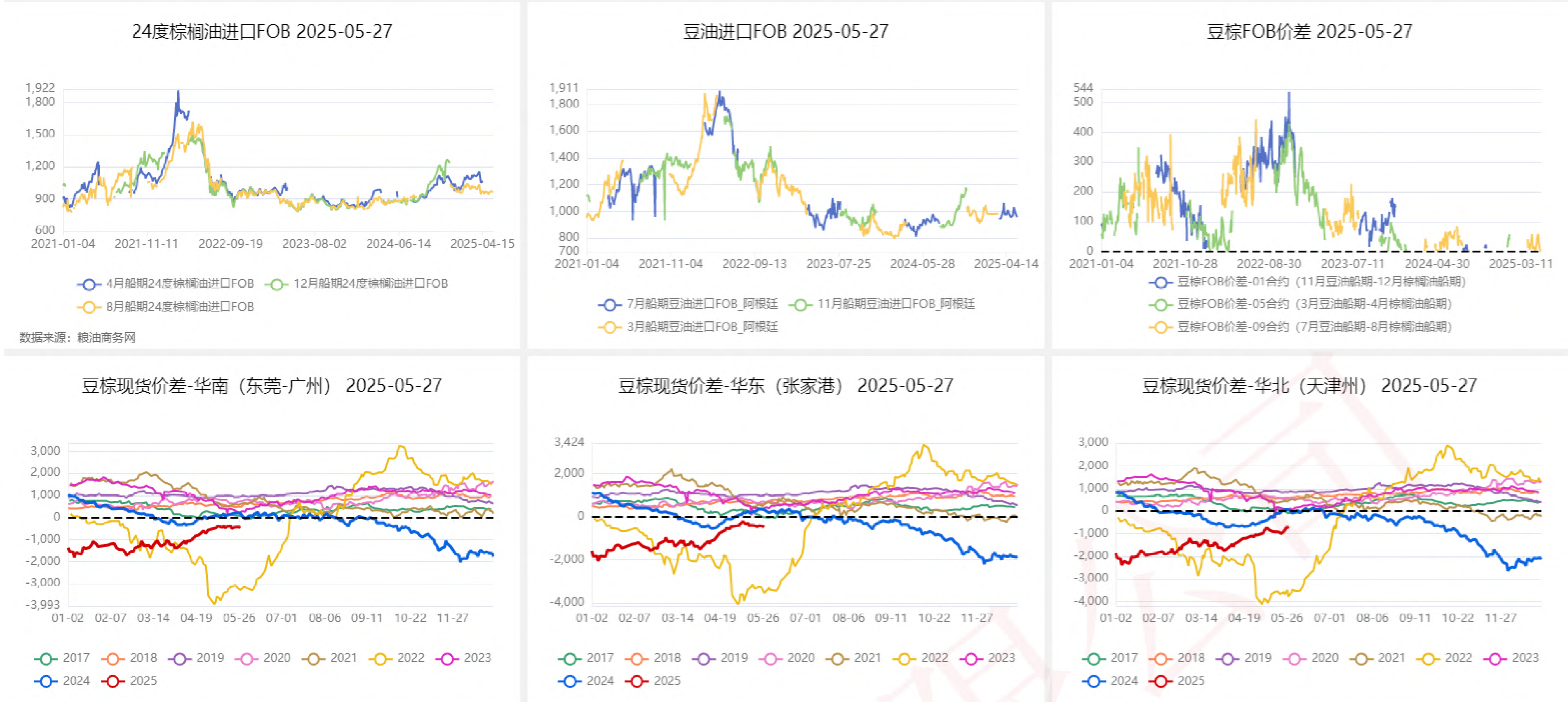
豆棕价差-01合约 2025-05-27



豆棕价差-05合约 2025-04-30



五、豆棕价差期现结构



六、总结与风险提示

总结与风险提示

核心逻辑：

东南亚棕榈油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，斋月备货等。国内棕榈油四季度供应预进一步收紧，因此棕榈油01和05合约整体上偏强看待为主。对于09合约，纵观2024年主产区降水表现整体正常，在明年二季度进入增产季后，供应偏紧格局预计逐步缓解，变量要来自于印尼生产和生柴情况。

2024/25年度全球大豆供应预计宽松：美豆丰产格局既定，南美大豆延续宽松格局预期。国内大豆四季度到港预期充足，豆棕油价差深度倒挂，豆油替代部分棕榈油消费，但从平衡表预估来看，豆油库存虽在春节前维持去库走势，但总体供应宽松格局未变。豆油近月合约整体上方承压。明年特朗普上台后贸易政策、新季美豆种植情况或给予豆油远月合约相对走强动力。

结论：

近期油脂整体回调，但棕榈油基本面格局偏紧背景下，预计进一步回调空间预计有限。对于棕榈油05合约，关注在[8500]价位支撑情况，单边上仍以逢低做多思路为主；价差方面，对于01和05合约，棕榈油基本面格局强于豆油，因此Y-P01和05合约仍保持向下做扩思路。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Y-P09做缩机会。

风险提示：

国际原油价格大幅波动，油脂消费及生柴需求超预期变动，政策突发调整等。

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。