

# 油脂供应收紧，政策扰动影响上升

## ——2025 年油脂年报

2024 年 12 月 30 日 星期一

兴证期货·研究咨询部

农产品研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

联系人

胡卉鑫

从业资格编号：F03117395

邮箱：hbx@xzfutures.com

### 内容提要

展望 2025 年，油脂供应分化，棕榈油、菜油供应收紧，生物柴油、贸易政策不确定性上升，加剧油脂波动。棕榈油方面，东南亚供需双增，全年预计保持高位震荡。马来西亚产量小幅调降，需求未出现明显增量，库销比持续下降，印尼产量有所回升，B40 计划需求增量较为确定，库销比基本持平与 2024 年，供需紧平衡。棕榈油一季度内利多因素未发生变化，减产季叠加斋月消费、B40 计划实施带来需求增量，产地低库存预计延续。国内棕榈油进口利润仍未打开，库存预计持续下降，国内外供应均利多棕榈油价格。同时，印尼政府尚未出台 LEVY 税率调整方案，产地进口成本将对价格形成扰动。整体而言，棕榈油价格运行预计先扬后抑，一季度延续偏强运行。

豆油方面，南美丰产提升豆油供应潜力，豆油价格承压走低。目前大豆价格跌破美豆种植成本，仍然存在进一步下探巴西大豆成本可能，巴西大豆出口贴水预计拖累豆油价格，在南北美种植端出现明显减产事件前，豆油价格难言乐观，整体偏空看待。豆油政策扰动主要来源于美国，美国生柴计划短期虽然对美豆需求形成提振，但是长期限制豆油或植物油投料需求增幅，间接利空全球油脂市场。

美国能源政策影响下，菜油出口不确定性上升。菜籽 2024/25 年度减产，但菜籽压榨量基本稳定，菜油供应基本持平与上年，本年度菜油将围绕加菜油出口流向重构这一题材运行。美国能源政策与贸易政策预计将大幅降低加拿大菜系对美国出口量，被挤出的菜油需要重新寻找新的需求国承接，但是目前美国政策整

体不确定性较强，全球菜油贸易仍然存在变数，菜油波动上升。国内菜系供应受中加贸易摩擦影响，国内买船观望情绪浓郁，市场预计加菜籽进口将明显下降，进而导致菜油、菜粕供应收紧，未来我国菜籽、菜油来源预计上升，但是短期内加拿大菜籽供应缺失难以弥补，菜油预计去库，并且在贸易政策扰动下，菜油市场容易受市场情绪冲击，整体运行预计转强。

风险分析：美加贸易政策变动、中加关系和缓、阿根廷长期干旱、美国大豆种植面积大幅下降、印尼减产不及预期；B40 计划投放偏慢；菜籽新作产量修复不及预期。

## 报告目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 1.2024 年植物油行情回顾.....               | 5  |
| 2.豆油基本面：豆油供应宽松，关注美国生柴政策扰动 .....    | 6  |
| (1) 全球豆油供应趋松，大豆丰产拖累豆油价格 .....      | 6  |
| (2) 美国生物柴油预计供需双减，美豆油价格独立性上升 .....  | 8  |
| (3) 国内豆油基本替代棕榈油需求，油脂需求增量有限 .....   | 10 |
| (4) 国内豆油供需平衡表 .....                | 11 |
| 2.棕榈油基本面：印尼生柴增量确定，棕榈油供应收紧 .....    | 12 |
| (1) 马棕产量基本稳定，印棕产量修复 .....          | 12 |
| (2) 印尼实施 B40 计划，棕榈油生柴需求上升 .....    | 13 |
| (3) 东南亚棕榈油国内消费上升，出口增量有限 .....      | 14 |
| (4) 马来西亚、印尼棕榈油供需平衡表 .....          | 15 |
| (5) 国内棕榈油进口利润倒挂，库存预计长期维持低位 .....   | 16 |
| (6) 国内棕榈油供需平衡表 .....               | 16 |
| 3.菜油基本面：政策端扰动海外菜油供应，国内菜油供应收紧 ..... | 17 |
| (1) 全球菜油产量整体稳定，菜籽减产影响有限 .....      | 17 |
| (2) 美国政策扰动，加菜油出口存在变数 .....         | 17 |
| (3) 国内菜油供需双减，供应预计趋紧 .....          | 18 |
| (4) 国内菜油供需平衡表 .....                | 19 |
| 4. 结论 .....                        | 20 |

## 图表目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1：棕榈油主力合约 .....                | 5  |
| 图表 2：豆油主力合约 .....                 | 6  |
| 图表 3：菜油主力合约 .....                 | 6  |
| 图表 4：全球豆油产量上升（万吨） .....           | 7  |
| 图表 5：美国、巴西、阿根廷豆油产量（千吨） .....      | 7  |
| 图表 6：美豆生产成本（美元/英亩） .....          | 7  |
| 图表 7：巴西大豆生产成本 .....               | 8  |
| 图表 8：美国生物柴油产量与消费量变动（百万加仑） .....   | 9  |
| 图表 9：可再生柴油等生物燃料产能上升（百万加仑/年） ..... | 9  |
| 图表 10：美国可再生柴油投料构成（磅） .....        | 9  |
| 图表 11：EPA 年度义务掺混量（十亿加仑） .....     | 10 |
| 图表 12：大豆压榨量（万吨） .....             | 10 |
| 图表 13：豆油产量（万吨） .....              | 10 |
| 图表 14：豆油消费量（万吨） .....             | 11 |
| 图表 15：棕榈油消费量（万吨） .....            | 11 |
| 图表 16：国内豆油供需平衡表（万吨） .....         | 11 |
| 图表 17：马来西亚棕榈油月度产量（吨） .....        | 12 |

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图表 18: 印尼棕榈油月度产量 (千吨) .....          | 12 |
| 图表 19: 马来西亚、印尼棕榈油年度产量预估 (千吨) .....   | 13 |
| 图表 20: 印尼生物柴油分配量上升 (千千升) .....       | 14 |
| 图表 21: 印尼 BPRPKS 基金收支情况 (亿越南盾) ..... | 14 |
| 图表 22: 马来西亚棕榈油出口量 (吨) .....          | 14 |
| 图表 23: 印尼棕榈油出口量 (千吨) .....           | 14 |
| 图表 24: 中国棕榈油进口量下降 (吨) .....          | 15 |
| 图表 25: 欧盟棕榈油进口量下降 (吨) .....          | 15 |
| 图表 26: 马来西亚棕榈油供需平衡表 .....            | 15 |
| 图表 27: 印尼棕榈油供需平衡表 .....              | 15 |
| 图表 28: 中国棕榈油库存偏低 (万吨) .....          | 16 |
| 图表 29: 中国棕榈油进口亏损 (元/吨) .....         | 16 |
| 图表 30: 中国棕榈油供需平衡表 (万吨) .....         | 16 |
| 图表 31: 全球菜油产量 (百万吨) .....            | 17 |
| 图表 32: 加拿大、俄罗斯、欧盟、中国菜油产量 (千吨) .....  | 17 |
| 图表 33: 美国菜油进口量 (千吨) .....            | 18 |
| 图表 34: 油菜籽压榨高于往年 (万吨) .....          | 19 |
| 图表 35: 国内菜油进口量 (千吨) .....            | 19 |
| 图表 36: 菜油月度消费量 (吨) .....             | 19 |
| 图表 37: 国内菜油供需平衡表 (万吨) .....          | 19 |

## 1.2024 年植物油行情回顾

2024 年油脂价格先抑后扬，豆油表现最弱，棕榈油、菜油先后领涨盘面，板块轮动明显。全年油脂价格运行主要分为四阶段，价格重心震荡上移。

1、1-5 月：油脂价格震荡上行，棕榈油、菜油供应下降领涨油脂。一季度棕榈油产地降水过多，产地减产叠加 3 月斋月需求，供需收紧，产地库存较低，棕榈油价格快速上涨，带动油脂走高，随后棕榈油进入增产季，供应边际趋松，油脂价格上方承压，豆棕价差倒挂。4-6 月菜油接力棕榈油引发油脂新一轮上行驱动，欧洲霜冻受霜冻影响，欧菜籽减产，加拿大同样下调菜籽产量预期，全球菜籽供应收缩带动油脂价格上行。

2、6-8 月：南北美大豆丰产压力利空豆油，全球油脂价格承压回落。美国大豆上调种植面积以及天气炒作落空利空大豆，豆类拖累下豆油、菜油价格均出现回落，马来西亚棕榈油进入增产季，库存持续上升，但是印尼减产，棕榈油相对抗跌，延续震荡运行。

3、9-11 月：海外政策题材扰动频繁，油脂价格快速上升。9 月起印尼生物柴油 B40 计划、中加贸易冲突先后提振油脂价格，并且棕榈油即将进入减产季，生柴需求预期扩张，基本面与政策面总共振，价格大幅上涨。菜油受中交贸易冲突影响，价格强势涨停，但该行情更多为情绪驱动，国庆节后市场情绪逐渐平息，菜油价格高位滞涨，市场仍然围绕棕榈油供应收紧定价，棕榈油成为油脂中最强势品种。

4、12 月至今：海外生柴利多出现变数，美国、印尼生柴前景担忧，油脂价格高位回落。美豆油生柴政策利多存在落空可能，美豆油、菜油掺混需求锐减，拖累豆油、菜油价格，价格大幅回落。棕榈油受印尼 B40 实施扰动影响，价格同样高位回落。当前市场担忧印尼生柴政策完全实施时间存在延后可能，政策利空减弱，棕榈油价格高位回落，油脂市场波动加剧。

图表 1：棕榈油主力合约



数据来源：文华财经、兴证期货研究咨询部

图表 2：豆油主力合约



数据来源：文华财经、兴证期货研究咨询部

图表 3：菜油主力合约



数据来源：文华财经、兴证期货研究咨询部

## 2.豆油基本面：豆油供应宽松，关注美国生柴政策扰动

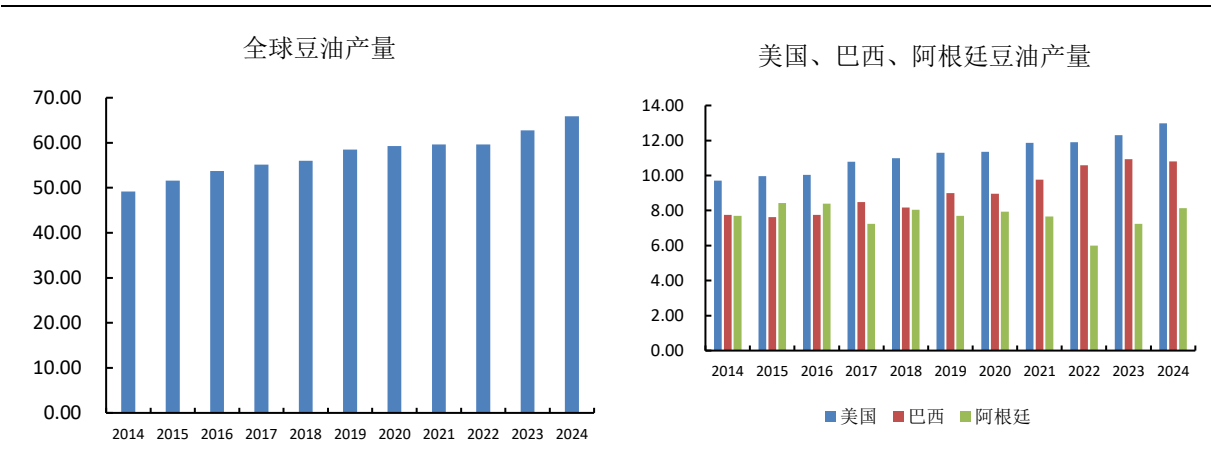
### (1) 全球豆油供应趋松，大豆丰产拖累豆油价格

2024/25 年度南美大豆增产预期强烈，豆油供应潜力上升。2024/25 年度全球大豆产量达 4.27 万吨，同比增长 8.37%，库销比上升至 22.55%，同比增加 2.58%，大豆供应持续转松。美国方面，种植面积、单产双双上调，大豆丰产超市场预期。2024/25 年度种美豆产量达 1.21 亿吨，同比上升 7.19%，美豆期末库存上调至 1280 万吨，同比上升 37%，美豆重新累库。南美方

面，巴西、阿根廷大豆开局顺利，丰产预期不断上升。目前巴西大豆基本完成播种，出芽情况良好，生长关键期内降水预期充沛，产量预计达 1.69 亿吨，同比增加 12.5%；阿根廷大豆播种进度过半，土壤湿润度、大豆生长质量均好于去年同期水平，2024/25 年度产量预估达 5200 万吨。受大豆供应宽松影响，全球豆油理论产量同样上升。2024/25 年度全球豆油产量预计上升至 6549 万吨，同比增长 4.38%，美豆油、阿根廷豆油分别增长至 1285 万吨与 793 万吨，巴西豆油小幅下降至 1080 万吨，美国、阿根廷产量增幅基本弥补巴西降幅。

图表 4：全球豆油产量上升（万吨）

图表 5：美国、巴西、阿根廷豆油产量（千吨）



数据来源：USDA、兴证期货研究咨询部整理

全球大豆供应持续宽松，大豆价格回落拖累豆油估值。2024 年 CBOT 大豆自 6 月起持续回落，价格向种植成本靠拢。USDA 数据显示，2024 年度美豆种植成本为计达 620.03 美元/英亩（以单产 52 蒲折算后种植成本为 1192 美分/蒲），目前盘面价格已经跌破美豆种植成本 213 美分，当前大豆未出现新的利空炒作，CBOT 大豆在 900-1000 美分附近企稳。巴西大豆具有更为低廉的种植成本，根据 Conab 数据显示，巴西大豆成本除东北部巴伊亚州接近 1000 美分/蒲外，其余均低于 900 美分/蒲，仍然具有一定利润空间。随着巴西大豆收割临近，出口卖压将导致巴西大豆 CNF 价出现回落，偏低的种植成本使得 CBOT 大豆仍然存在一定下行空间。目前市场开始计价巴西卖压，大豆升贴水有所下降，预计拖累豆油成本。

图表 6：美豆生产成本（美元/英亩）

| 项目        | 2023  | 2024F | 2025F |
|-----------|-------|-------|-------|
| 运营成本      |       |       |       |
| 种子        | 71.03 | 70.32 | 70.74 |
| 肥料        | 53.1  | 45.87 | 46.87 |
| 农药        | 52.94 | 45.11 | 45.41 |
| 定制服务      | 15.61 | 15.71 | 15.95 |
| 燃料、润滑油、电费 | 20.25 | 19.66 | 19.49 |
| 维修费       | 36.25 | 36.45 | 36.75 |



|           |        |        |        |
|-----------|--------|--------|--------|
| 其他可变成本    | 0.02   | 0.02   | 0.02   |
| 营运资本利息    | 6.32   | 5.69   | 4.51   |
| 运营成本总计    | 255.52 | 239.83 | 239.85 |
| 开销分项      |        |        |        |
| 劳工成本      | 6.14   | 6.36   | 6.41   |
| 无偿劳动的机会成本 | 21.33  | 22.09  | 22.27  |
| 资产折旧      | 136.39 | 137.88 | 140.02 |
| 土地机会成本    | 174.15 | 174.15 | 174.59 |
| 税收与保险     | 15.55  | 16.46  | 16.81  |
| 一般农场开销    | 23.14  | 23.27  | 23.52  |
| 开销分项合计    | 376.7  | 380.19 | 383.62 |
| 总成本       | 632.22 | 620.03 | 623.48 |

数据来源：USDA、兴证期货研究咨询部整理

图表 7：巴西大豆生产成本

| 产区      | 巴西大豆种植成本预估<br>(雷纳尔/包) |       |       |     |       |     | 折合美元成本与利润<br>(美分/蒲) |       |        |
|---------|-----------------------|-------|-------|-----|-------|-----|---------------------|-------|--------|
|         | 要素投入                  | 固定成本  | 可变成本  | 总成本 | 生产者价格 | 利润  | 总成本                 | 生产者价格 | 利润     |
| 巴伊亚州    | 35.9                  | 15.05 | 81.56 | 133 | 118   | -15 | 991.7               | 886.1 | -105.6 |
| 联邦区     | 12.41                 | 22.07 | 66.8  | 101 | 121   | 20  | 759.1               | 902.6 | 143.6  |
| 戈亚斯州    | 9.56                  | 15.47 | 54.8  | 80  | 118   | 38  | 594.1               | 882.8 | 288.8  |
| 马拉尼昂州   | 19.99                 | 32.17 | 64.71 | 117 | 121   | 4   | 874.6               | 904.3 | 29.7   |
| 米纳斯吉亚斯州 | 11.88                 | 19.11 | 73.79 | 105 | 123   | 18  | 783.8               | 919.1 | 135.3  |
| 南马托格罗索州 | 30.71                 | 21.47 | 67.74 | 120 | 124   | 4   | 897.7               | 929.0 | 31.4   |
| 马托格罗索州  | 17.77                 | 16.92 | 73.07 | 108 | 121   | 13  | 808.6               | 905.9 | 97.4   |
| 皮奥伊州    | 12.64                 | 15.52 | 65.22 | 93  | 120   | 27  | 699.7               | 899.3 | 199.7  |
| 巴拉纳州    | 28.47                 | 19.39 | 73.16 | 121 | 122   | 1   | 907.6               | 910.9 | 3.3    |
| 南里奥格兰德州 | 10.21                 | 21.07 | 71.42 | 103 | 121   | 18  | 769.0               | 904.3 | 135.3  |
| 托坎廷斯州   | 8.29                  | 22.82 | 82.21 | 113 | 117   | 4   | 848.2               | 874.6 | 26.4   |

数据来源：Conab、兴证期货研究咨询部

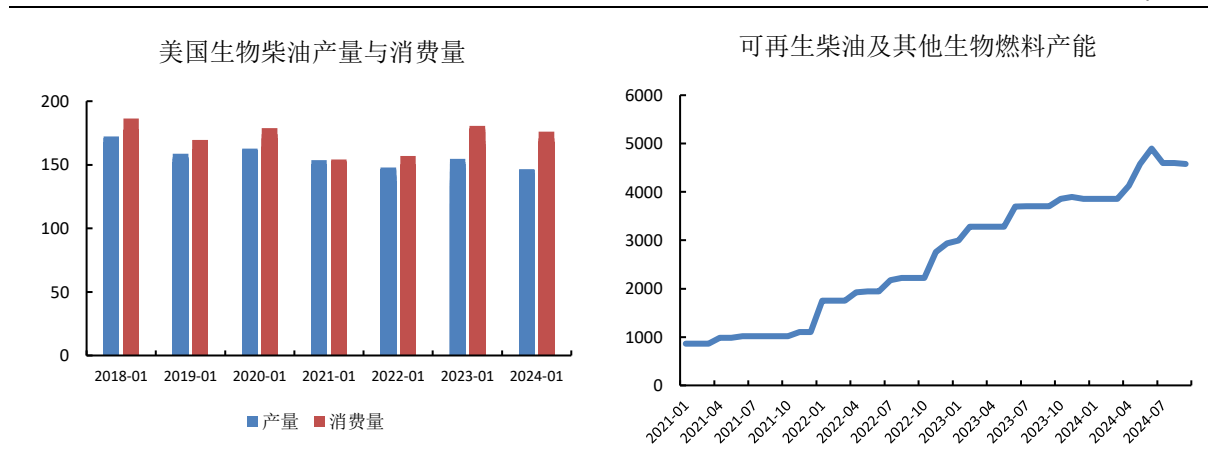
(2) 美国生物柴油预计供需双减，美豆油价格独立性上升

美国能源政策转向，可再生能源政策变动利空豆油需求。拜登时期，绿色转型为美国能源政策特点，出台《通胀削减法案》等多项政策，通过大规模投资、税收激励与政策补贴等方式推动清洁能源发展，在此期间，美国可再生能源产能由 8.63 亿加仑/年上升至 45.8 亿加仑/年，豆油等生柴投料不断上升，2024 年生物柴油中豆油预计达 6 亿磅，较 2022 年上升约 83%。但是特朗普代表的共和党倾向于发展传统能源行业，并且提名李·泽尔丁为环保署部长，能源基调仍然侧重于化石能源发展，生物柴油利空担忧持续上升。目前，美国 2026-2028 年度生物柴油



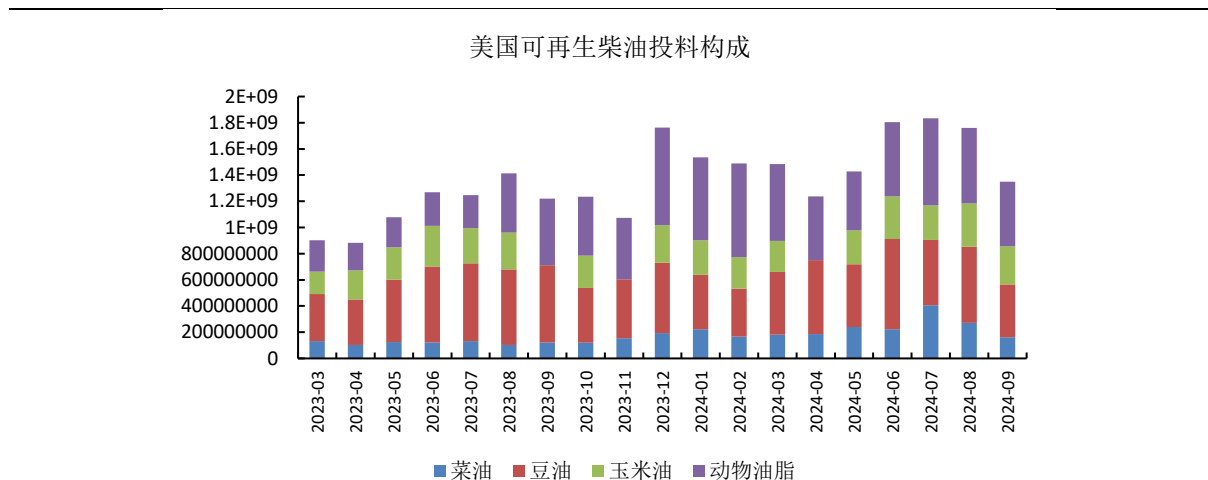
政策尚不明朗。一方面，EPA 推迟 RFS 数量议案至 2026 年 3 月发布，2026 年及以后的 ROVs 义务量增速存在放慢甚至下降可能，利空生物柴油掺混需求；另一方面，《通胀削减法案》中的生物燃料掺混抵税补贴政策（BTC）即将到期，拜登政府尚未完全敲计划新增的 45Z 条款（仅适用于在美国生产的可持续航空燃料 SAF 或可再生柴油 RD），市场担忧生柴政策存在新变化，同时美国生物柴油生产利润持续走低，生柴产量增速预计放缓。生柴投料需求方面，目前美国生物质柴油投料主要为豆油、菜油、玉米油、动物油脂以及 UCO 等构成，特朗普表示将对加拿大、墨西哥进口商品征收 25%关税，对中国进口商品征收 10%关税，同时 9 月美国共和党官员提出《农民优先燃料激励法案》提案，旨在促进美国生产的生物柴油投料消费，该提案与特朗普的“美国优先”态度不谋而合。近年部分豆油用量被加拿大菜油、中国 UCO 等油脂挤占，若特朗普政府通过该提案，加拿大菜油、中国 UCO 进口量预计下降，利好美国本土油脂消费，美豆油掺混比例预计重新回升。

图表 8：美国生物柴油产量与消费量变动（百万加仑） 图表 9：可再生柴油产能上升（百万加仑/年）



数据来源：EIA、兴证期货研究咨询部整理

图表 10：美国可再生柴油投料构成（磅）



数据来源：EIA、兴证期货研究咨询部整理

图表 11：EPA 年度义务掺混量（十亿加仑）

| EPA 设定的年度最终义务掺混量（十亿加仑） |       |       |       |       |       |       |       |       |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 生物燃料类别                 | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  |
| 纤维素燃料                  | 0.288 | 0.418 | 0.51  | 0.56  | 63    | 0.84  | 1.09  | 1.38  |
| 生物质柴油                  | 2.1   | 2.1   | 2.43  | 2.43  | 2.86  | 2.82  | 3.04  | 3.35  |
| 先进生物燃料                 | 4.29  | 4.92  | 4.63  | 5.05  | 5.63  | 5.94  | 6.54  | 7.33  |
| 可再生燃料总量                | 19.29 | 19.92 | 17.13 | 18.84 | 20.63 | 20.94 | 21.54 | 22.33 |
| 补充标准                   |       |       |       |       | 0.25  | 0.25  |       |       |

数据来源：EPA、兴证期货研究咨询部整理

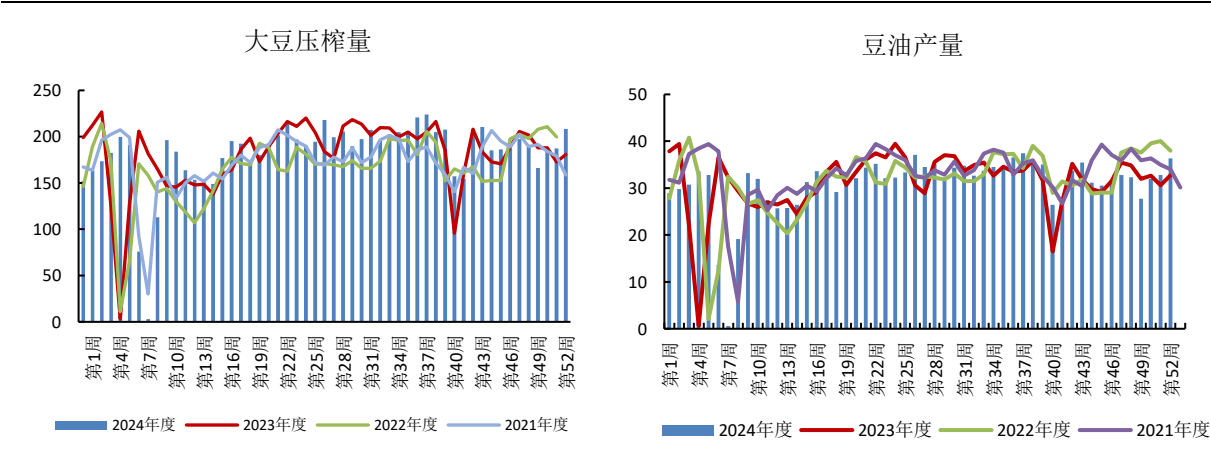
整体来看，特朗普上任后美国生物质柴油供需增量有限，生柴义务掺混量下降、掺混豁免发放量上升以及生柴税收补贴范围缩小概率上升，生物柴油增长乏力，生柴投料进口下降，美豆油掺混比重上升，美豆油供需趋紧，利好价格。但是该政策仅作用于美国本土油脂价格，对海外油脂价格影响有限，特朗普政府发展传统能源基调未发生改变，任期内美国生物柴油产量受限，美豆油价格变动预计独立于全球油脂价格，关注特朗普上任后能源政策变动对美国油脂进口影响。

(3) 国内豆油基本替代棕榈油需求，油脂需求增量有限

国内大豆到港充裕，豆油压榨保持稳定。截至 2024 年 10 月，国内进口大豆 8994.04 万吨，同比增长 18.25%，油厂压榨利润持续为正，大豆采购量快速上升，2024 年度预计进口量达 1.06 亿吨，同比增长 7.8%。压榨方面，2024 年 1-11 月，油厂压榨开工平均压榨开工达 50%，大豆累计压榨量为 8919.78 万吨，同比增长 0.53%，2024 年大豆压榨量预计达 9660 万吨，与上年基本持平。2025 年大豆压榨预计与今年基本持平，压榨预计达 9500-9800 万吨，豆油产量为 1710-1760 万吨。

图表 12：大豆压榨量（万吨）

图表 13：豆油产量（万吨）

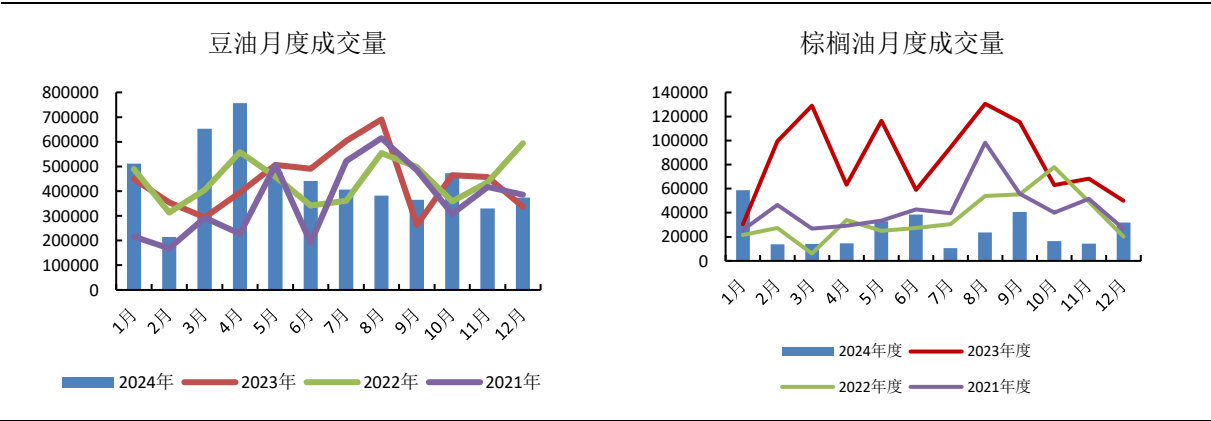


数据来源：Mysteel、兴证期货研究咨询部整理

我国人口增速放缓，油脂增量有限。农业农村部数据显示，2024/25 年度我国植物油消费量预计为 3655 万吨，较上年下降 2.14%，植物油消费更多为消费结构变动。受棕榈油高价影响，豆油基本完成棕榈油替代，但增量有限。2024 年棕榈油价格持续上涨，豆棕价差倒挂加深，豆油消费性价比上升，持续挤占棕榈油消费。截至 12 月 20 日，国内样本油厂三大植物油总成交量为 637.4 万吨，同比下降 7.2%，国内植物油需求增速下降，其中豆油、菜油、棕榈油成交量分别为 540 万吨、66.8 万吨与 30.6 万吨，同比上升 3.2%，8.6%以及下降 70%，豆油、菜油均对棕榈油需求形成一定挤占，目前棕榈油消费仅剩刚需消费，成交量降至极低水平，豆油基本完成替代。但是 2024 年三大植物油消费基本与上年持平，油脂食用需求整体稳定。2025 年豆棕价差倒挂持续，豆油将成为油脂消费棕榈油仍将延续刚需消费，但是在油脂需求增量有限，豆油消费预计与上年基本持平，达 1780 万吨。

图表 14：豆油消费量（万吨）

图表 15：棕榈油消费量（万吨）



数据来源：Mysteel、兴证期货研究咨询部整理

(4) 国内豆油供需平衡表

2024/25 年度受中美贸易影响，豆油产量小幅下降，豆油需求增量有限，需求量基本与 2023/24 年度持平，供应边际收缩情况下，豆油库存、库销比均出现回落。但是豆油库存仍然位于高位区间，国内豆油供应充裕预计延续。

图表 16：国内豆油供需平衡表（万吨）

|      | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24(Est.) | 2024/25(Proj.) |
|------|---------|---------|---------------|----------------|
| 期初库存 | 94      | 84      | 102           | 115            |
| 产量   | 1757    | 1749    | 1776          | 1730           |
| 进口量  | 29      | 39      | 38            | 38             |
| 出口量  | 10      | 11      | 11            | 11             |
| 消费量  | 1786    | 1759    | 1790          | 1780           |
| 期末库存 | 84      | 102     | 115           | 92             |
| 库销比  | 4.68%   | 5.76%   | 6.39%         | 5.14%          |

数据来源：Mysteel、中国农业农村部、兴证期货研究咨询部

## 2.棕榈油基本面：印尼生柴增量确定，棕榈油供应收

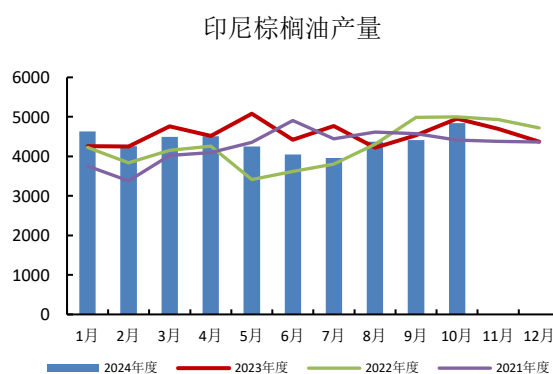
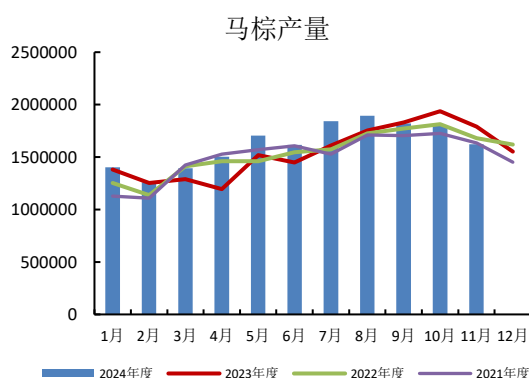
紧

### (1) 马棕产量基本稳定，印棕产量修复

2024 年马来西亚与印尼棕榈油产量分化，整体产量小幅下降。马来西亚方面，2024 年马来西亚劳动人数上升，化肥价格下降利好园区土壤肥力，棕榈油产量有所上升。1-11 月，棕榈油产量达 1785.13 万吨，同比增长 5%，受园区生产环境改善影响，市场原先预估 2024 年马来西亚棕榈油产量将达 1970 万吨，但 11 月下旬东南亚受洪灾影响，部分园区生产中断，12 月 1-20 日产量环比下降 12-15%，12 月产量将低于 186 万吨，2024 年产量预计达 1940 万吨，产量上升不变。印尼棕榈油受厄尔尼诺气候影响较大，产量下降。2023 年三季度受极端天气影响，印尼降水大幅下降，2024 年 5-7 月印棕产量出现较大降幅，截至 2024 年 1-11 月，印尼棕榈油产量为 4378.5 万吨，累计减产 200 万吨，市场预估 2024 年印棕产量达 5300 万吨，同比下降 3.6%。

图表 17：马来西亚棕榈油月度产量（吨）

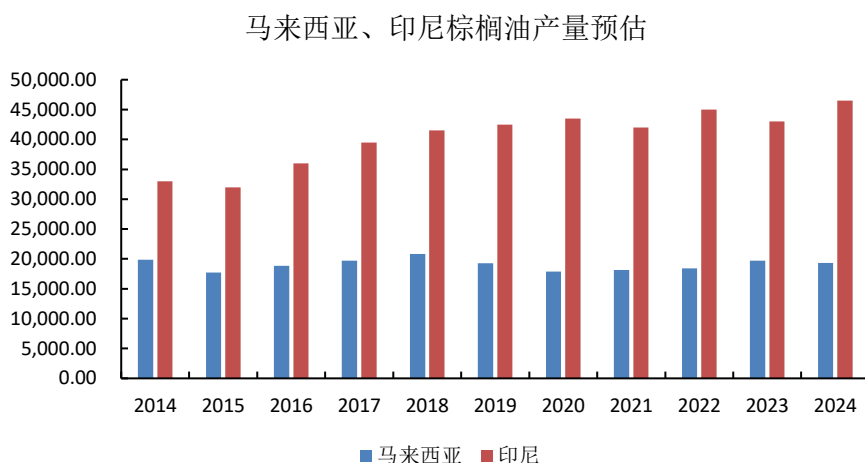
图表 18：印尼棕榈油月度产量（千吨）



数据来源：MPOB、Gapki、兴证期货研究咨询部整理

2025 年天气扰动逐渐消退，马棕产量保持稳定，棕榈油产量预计回升。马棕产量自 2021 年起持续回升，但产量增幅放缓，树龄结构限制马棕增产潜力。目前马来西亚 21 年及以上树龄油棕树占比达 36%，园区重植进度较慢，外来劳动力与土壤肥力对棕榈油产量影响有限，棕榈油产量增长进入瓶颈期，市场预测 2025 年马来西亚棕榈油产量预计为 1930 万吨，与 024 年基本持平。印尼树龄结构相对好于马来西亚，天气扰动散退后产量存在修复预期。目前印尼 21 年及以上树龄油棕树占比达 31%，增产约束相对好于马来西亚，2024 年 200 万吨减产预计修复，但整体增量同样较为有限，市场预估 2025 年产量达 5490 万吨，同比上升 3.8%。

图表 19：马来西亚、印尼棕榈油年度产量预估（千吨）

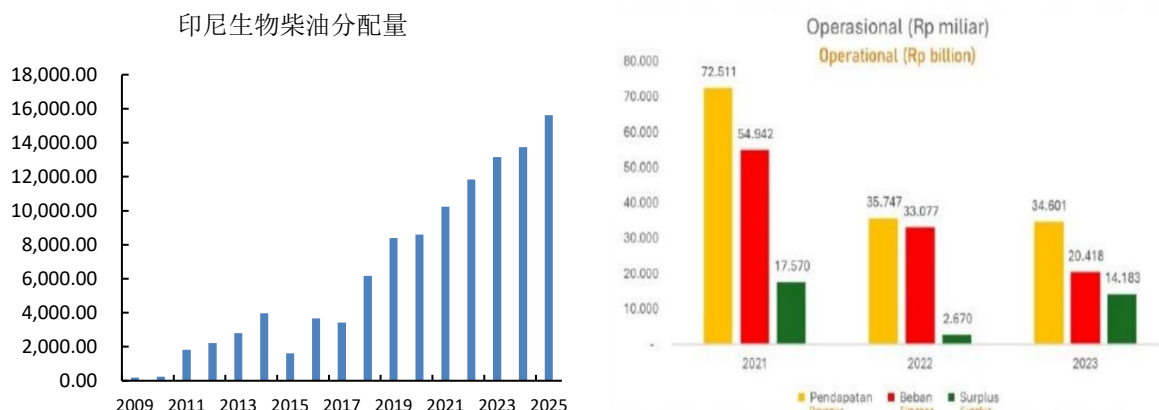


数据来源：MPOB、Gapki、兴证期货研究咨询部整理

## (2) 印尼实施 B40 计划，棕榈油生柴需求上升

印尼近年持续推动生物柴油计划，棕榈油工业需求持续上升。2024 年印尼实施 B35 计划，生物柴油分配量为 1340 万千升（折合约 1180 万吨），1-10 月棕榈油生柴消费量达 940.7 万吨，同比上升 11.14%，预计 2024 年基本完成生柴定额。2025 年印尼政府实施 B40 计划，将棕榈油掺混比例进一步上调至 40%，生物柴油分配量上升至 1562 万千升（折合约 1370 万吨），预计带来 150-200 万吨棕榈油需求增量，印尼棕榈油国内消费上升。但是当前 POGO 价差深度倒挂，棕榈油掺混性价比较低，市场担忧 BPDDKS 基金余额难以完全覆盖 2025 年生柴柴油掺混补贴，印尼棕榈油出口税率上调概率上升。2024 年下半年起棕榈油价格大幅上涨，POGO 价差倒挂加深，基金流出加速，2025 年市场预计国际油品表现相对疲软，印尼强力推进 B40 计划将导致 POGO 价差持续倒挂，基金补贴量将高于 2024 年水平，2025 年下半年基金存在枯竭风险。受此影响，印尼国家石油公司表示 B40 计划存在实施滞后可能，预计将逐步上调棕榈油掺混量，并于 2025 年下半年全面实施。为保证 B40 计划顺利实施，目前印尼政府计划将 1 月出口的毛棕榈油出口税由 7.5% 上调至 10%，但是印尼毛棕榈油出口占比较小，未来印尼全品种棕榈油出口税率均存在上调可能，产地支撑预计将驱动棕榈油价格上升。

图表 20：印尼生物柴油分配量上升（千千升） 图表 21：印尼 BPRPKS 基金收支情况（亿越南盾）



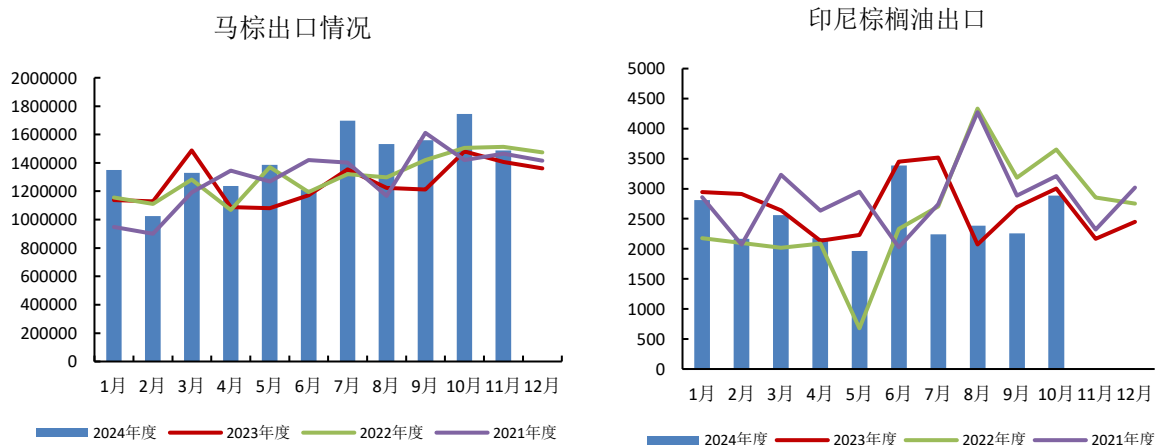
数据来源：印尼能矿部、BPRPKS、兴证期货研究咨询部整理

### (3) 东南亚棕榈油国内消费上升，出口增量有限

印尼棕榈油 2024 年减产，高价抑制棕榈油出口，出口下降，1-10 月出口量为 2483.6 万吨，同比下降 10%，马来西亚棕榈油性价比好于印棕，需求国部分进口需求转向马来西亚，出口量上升至 1555.8 万吨，同比增长 12.9%。2024 年马、印两国棕榈油出口预计分别达 1698 万吨与 2963 万吨。2025 年印尼棕榈油产量修复，增量小幅高于棕榈油消费增量，出口量预计上升至 2990 万吨，马棕出口量预计小幅下降至 1640 万吨。

图表 22：马来西亚棕榈油出口量（吨）

图表 23：印尼棕榈油出口量（千吨）



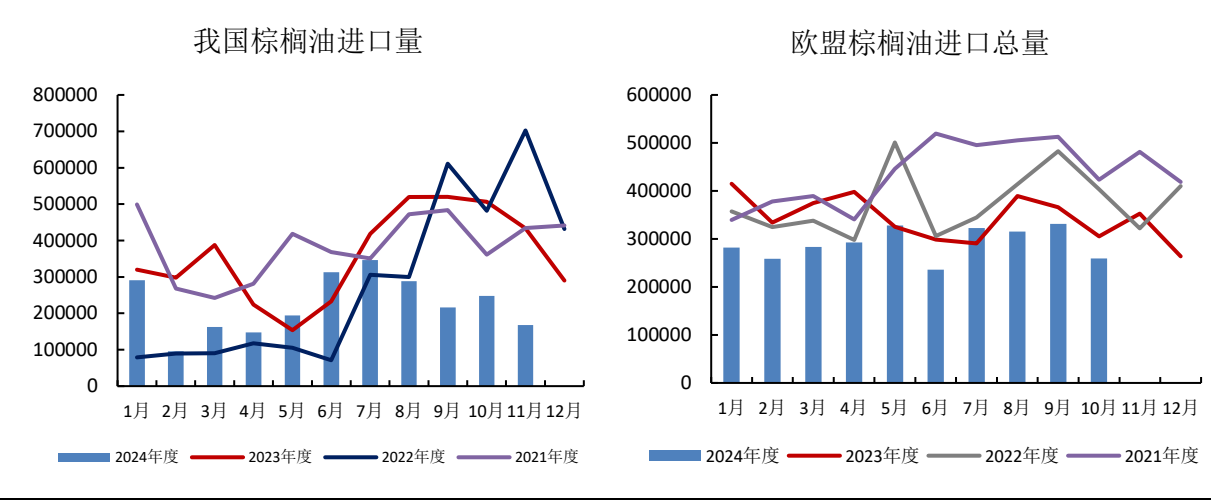
数据来源：MPOB、Gapki、兴证期货研究咨询部整理

棕榈油主要进口国为印度、中国与欧盟，2024 年棕榈油价格高企，以上国家及地区棕榈油进口均出现明显下降，2024 年 1-11 月，印度、中国棕榈油进口量分别为 799.7 万吨以及 247 万吨，同比下降 3.9%与 38.45%，欧盟虽然推迟反毁林法案实施时间，但是同样降低棕榈油进口量至 316.3 万吨，同比下降 17.84%。2025 年棕榈油仍将维持高位运行，全球棕榈油进口量虽然小

幅上升，但是增幅整体有限。

图表 24：中国棕榈油进口量下降（吨）

图表 25：欧盟棕榈油进口量下降（吨）



数据来源：海关总署、欧盟统计局、兴证期货研究咨询部整理

(4) 马来西亚、印尼棕榈油供需平衡表

根据上文分析可知，2025 年马来西亚棕榈油供应仍然收紧，印尼棕榈油供应改善有限，延续紧平衡，棕榈油整体供应仍然偏紧，价格延续高位运行。

图表 26：马来西亚棕榈油供需平衡表

|      | 2022   | 2023   | 2024 (Est.) | 2025 (Proj.) |
|------|--------|--------|-------------|--------------|
| 期初库存 | 158.3  | 219.5  | 229         | 170.5        |
| 产量   | 1683.5 | 1700.1 | 1932.6      | 1920         |
| 进口量  | 114    | 88     | 22          | 23           |
| 出口量  | 1571.2 | 1513.3 | 1698.6      | 1640         |
| 消费量  | 327    | 420.7  | 315         | 325          |
| 期末库存 | 219.5  | 229.1  | 170         | 148.5        |
| 库销比  | 11.56% | 11.85% | 8.44%       | 7.56%        |

数据来源：MPOB、兴证期货研究咨询部整理

图表 27：印尼棕榈油供需平衡表

|      | 2022   | 2023   | 2024 (Est.) | 2025 (Proj.) |
|------|--------|--------|-------------|--------------|
| 期初库存 | 388.8  | 3533   | 353.3       | 387.8        |
| 产量   | 5124.8 | 5484.6 | 5278.5      | 5480         |
| 进口量  | 5.2    | 4.2    | 6           | 4            |
| 出口量  | 3088   | 3211   | 2933        | 2990         |
| 消费量  | 2099   | 2297   | 2317        | 2467         |
| 期末库存 | 353.3  | 353.3  | 387.8       | 414.8        |
| 库销比  | 6.81%  | 6.41%  | 7.39%       | 7.60%        |

数据来源：Gapki、兴证期货研究咨询部整理



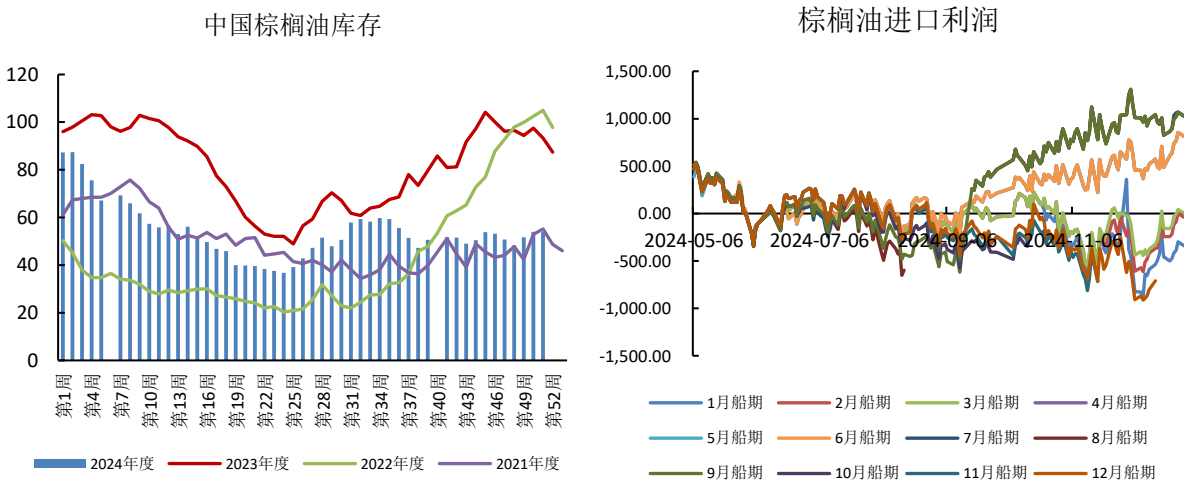
(5) 国内棕榈油进口利润倒挂，库存预计长期维持低位

我国棕榈油供应完全来自马印两国，受进口量影响极大。2023/24 年我国油脂供应充裕，棕榈油库存相对较高，棕榈油进口量相对较低。随着棕榈油进入增产季，海外报价下降，国内进口利润表现较好，5-7 月棕榈油进口量回升，库存累库。但 8 月起产地库存增幅不及预期，棕榈油价格持续上升，高价影响下我国进口利润深度倒挂，油厂买船大幅下降。2024 年我国棕榈油买船量为 274.2 万吨，同比下降 33.7%，供应量大幅下降，棕榈油消费同样被豆油替代，仅剩刚需消费，供需双减情况下国内棕榈油被动去库，截至 12 月 20 日，库存量为 53.84 万吨，位于近 5 年低位水平。

我国棕榈油供应情况取决于产地库存修复以及进口利润变动。由上文可知，2025 年东南亚供应偏紧格局不变，我国进口利润倒挂预计延续，国内进口恢复有限。国内供应的修复需要东南亚产地产量及库存出现明显改善，产地转松后打开进口窗口，棕榈油产量季节性或将能为国内棕榈油供应提供一定指引。一季度棕榈油与斋月重叠，产地棕榈油库存持续下降，国内买船清单，国内库存仍将维持 50 万吨左右的低位水平，随着产地进入增产季，马印两国产量预计于 4-5 月回升，产地供应边际转松，进口利润亏损预计收窄，若进口利润回正，油厂买船预计回正，国内棕榈油供应有望改善。

图表 28：中国棕榈油库存偏低（万吨）

图表 29：中国棕榈油进口亏损（元/吨）



数据来源：MPOB、Gapki、兴证期货研究咨询部

(6) 国内棕榈油供需平衡表

图表 30：中国棕榈油供需平衡表（万吨）

|      | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24 (Est.) | 2024/25 (Proj.) |
|------|---------|---------|----------------|-----------------|
| 期初库存 | 38      | 22      | 62             | 58              |

|      |       |        |        |        |
|------|-------|--------|--------|--------|
| 进口量  | 338   | 430    | 270    | 260    |
| 消费量  | 354   | 390    | 274    | 274    |
| 期末库存 | 22    | 62     | 58     | 44     |
| 库销比  | 6.21% | 15.90% | 21.17% | 16.06% |

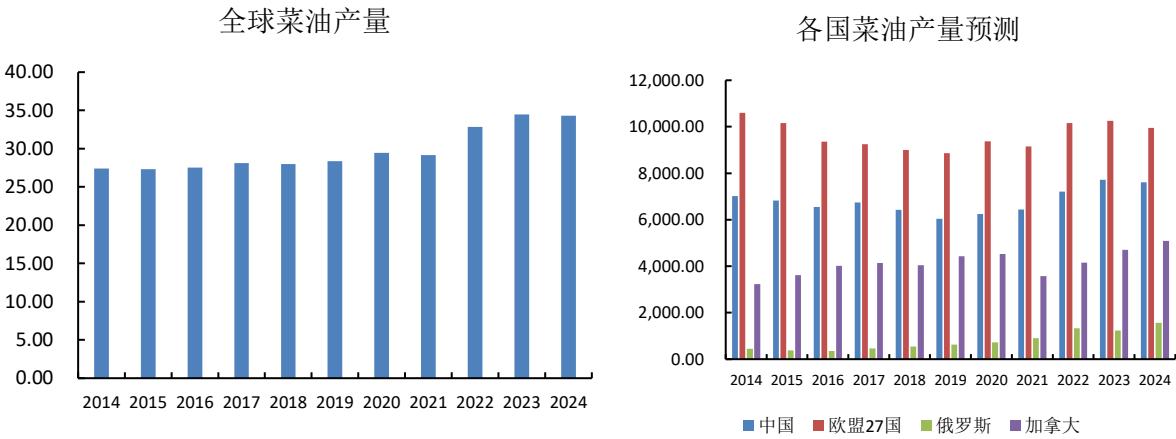
数据来源：海关总署、Mysteel、兴证期货研究咨询部整理

### 3.菜油基本面：政策端扰动海外菜油供应，国内菜油供应收紧

#### (1) 全球菜油产量整体稳定，菜籽减产影响有限

2024/25 全球油菜籽产量为 8988.5 万吨，较上年度下降约 370 万吨，库存降至 720 万吨，同比下降 28.7%。加菜籽、欧菜籽、澳菜籽、乌菜籽产量分别下调至 1784 万吨、1724 万吨、560 万吨、375 万吨，同比分别下降 7%、13%、8%与 21%，俄菜籽种植面积上升，产量上调至 490 万吨，同比增长 16%。我国油菜籽产量下降至 1580 万吨，同比下降 3%，2025 年 8 月前全球菜籽供应收紧。2024/25 年度菜油产量为 3428.6 万吨，同比下降 0.2%，供应仍然保持稳定，其中加拿大、俄罗斯菜油产量小幅上升，欧盟、中国菜油产量下降。

图表 31：全球菜油产量（百万吨）      图表 32：加拿大、俄罗斯、欧盟、中国菜油产量（千吨）



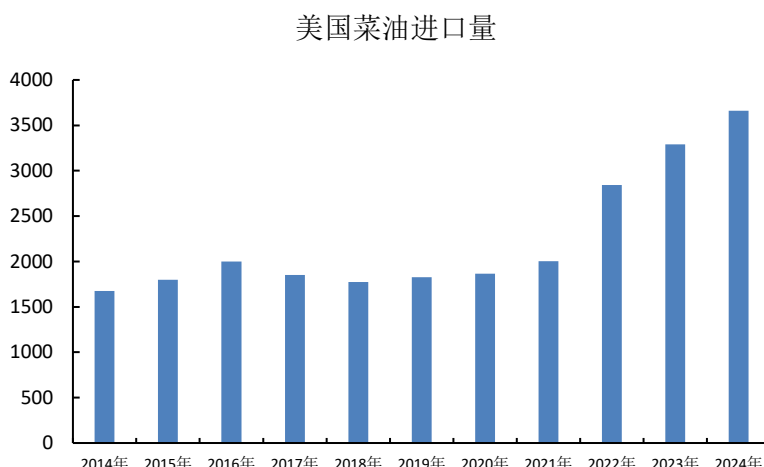
数据来源：USDA、兴证期货研究咨询部

#### (2) 美国政策扰动，加菜油出口存在变数

加拿大是全球菜油最大出口国，其出口变动将影响全球菜油供应情况。2024 年 1-10 月，加菜油累计出口 283 万吨，同比上升 7.8%，对美出口比重达 70%以上，是加菜油最重要的出口地。但是特朗普上任后的政策预期将降低美国进口数量，菜油潜在出口压力持续上升。美国对加菜油进口限制主要表现在贸易关税的直接影响与与生物柴油投料的间接影响。贸易关税方面，特

朗普表示上任后将加拿大进口商品加征 25%关税，进口成本上升将导致美国进口菜系产品数量直接下降。2024 年美国预计进口加拿大菜籽 320-330 万吨、菜粕 360 万吨，菜油 296 万吨，若美国确定对加拿大加征关税，加拿大菜籽、菜油、菜粕出口量均将出现较大降幅，但是具体降幅水平当前难以判断。生柴投料方面，2022 年起，美国能源署表示将菜油列入生柴投料计算内，加菜油对美出口量由 200 万吨上升至 300 万吨，增幅近 100 万吨，同时，若根据 2025 年 33.5 亿生物质柴油义务测算，菜油生柴需求将继续增加近 60 万吨，2022-2025 年间加菜油对美出口累计增量将达 160 万吨，占加菜油出口总量 25%。但是特朗普代表的共和党倾向于发展化石能源，菜油生柴投料增幅有限，同时能源税收补贴不包含进口菜油生产的生物柴油，160 万吨及以上加菜油存在被美国挤出可能。若美国生柴、贸易政策均收缩，加拿大对华出口依赖存在上升可能。

图表 33：美国菜油进口量（千吨）



数据来源：FAS、兴证期货研究咨询部

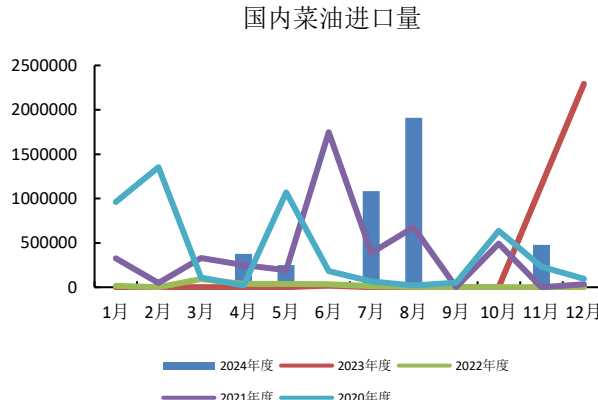
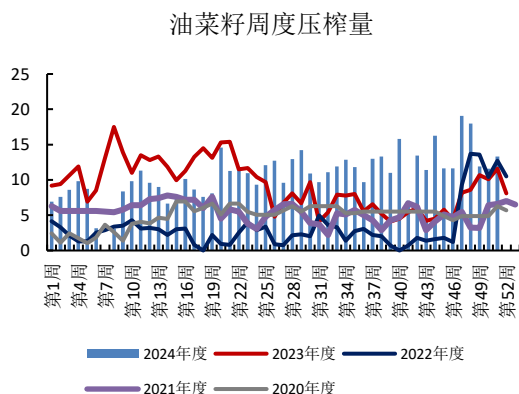
### (3) 国内菜油供需双减，供应预计趋紧

截至 2024 年 12 月 20 日，菜籽压榨量为 504 万吨，全年预计压榨量为 566 万吨，同比增长 20%，菜油产量预计达 200 万吨，同比上升 18%。菜油年内进口量预计为 200 万吨，环比下降约 20%。我国菜油主要进口俄罗斯菜油，2024/25 年度俄菜籽增产，菜籽压榨量同样上升，俄菜油对华出口量预计上升至 155-160 万吨，较上年增长约 10 万吨，菜籽对华出口同样存在 30 万吨左右增量。但是菜油供应端存在收紧可能，中加贸易摩擦导致菜籽进口下降，折合菜油压榨量为 88 万吨，俄罗斯菜油、菜籽进口增量难以弥补加菜籽压榨确实，菜油供应存在近 60 万吨缺口。上文提及加菜油对美出口预计下降，而其余国家市场难以承载大量菜油供应，加菜油对华出口存在上升可能，但是中加贸易关系不确定性较强，加菜油进口目前仍然存疑。若国内油厂

一季度买船仍然稀少，国内二、三季度菜油供应存在收紧可能。

图表 34：油菜籽压榨量（万吨）

图表 35：国内菜油进口量（千吨）

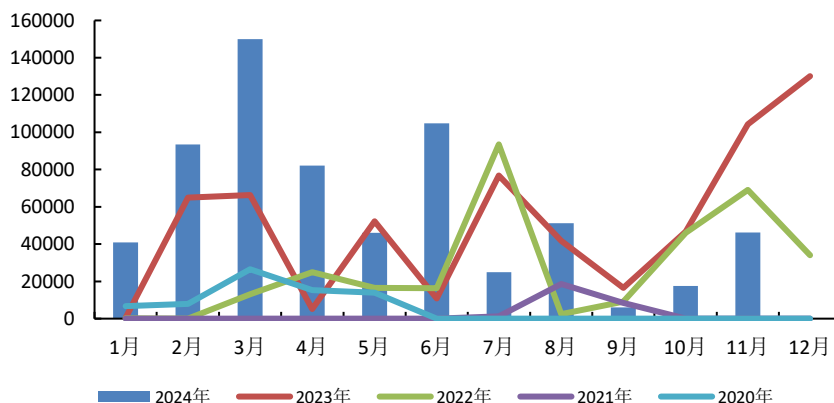


数据来源：海关总署、Mysteel、兴证期货研究咨询部

需求方面，低价豆油性价比较高，菜油需求存在被挤占可能。2024 年，样本油厂菜油成交量为 66.8 万吨，表观消费量约为 449 万吨。上半年菜油相对廉价，利好菜油消费。但随着大豆丰产兑现，豆油整体供应仍然充裕，较好的价格优势挤占菜油消费。2025 年菜油消费预计下降至 380 万吨。

图表 36：菜油月度消费量（吨）

菜油月度成交量



数据来源：Mysteel、兴证期货研究咨询部

## (4) 国内菜油供需平衡表

图表 37：国内菜油供需平衡表（万吨）

|      | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24 (Est.) | 2024/25 (Proj.) |
|------|---------|---------|----------------|-----------------|
| 期初库存 | 38      | 16      | 41             | 42              |
| 产量   | 73      | 196     | 200            | 154             |
| 进口量  | 220     | 110     | 229            | 200             |
| 出口量  | 忽略不计    |         |                |                 |
| 消费量  | 315     | 281     | 428            | 380             |
| 期末库存 | 16      | 41      | 42             | 16              |
| 库销比  | 5.08%   | 14.59%  | 9.81%          | 4.21%           |

数据来源：海关总署、Mysteel、兴证期货研究咨询部

## 4. 结论

展望 2025 年，油脂供应分化，棕榈油、菜油供应收紧，生物柴油、贸易政策不确定性上升，加剧油脂波动。棕榈油方面，东南亚供需双增，全年预计保持高位震荡。马来西亚产量小幅调降，需求未出现明显增量，库销比持续下降，印尼产量有所回升，B40 计划需求增量较为确定，库销比基本持平与 2024 年，供需紧平衡。棕榈油一季度内利多因素未发生变化，减产季叠加斋月消费、B40 计划实施带来需求增量，产地低库存预计延续。国内棕榈油进口利润仍未打开，库存预计持续下降，国内外供应均利多棕榈油价格。同时，印尼政府尚未出台 LEVY 税率调整方案，产地进口成本将对价格形成扰动。整体而言，棕榈油价格运行预计先扬后抑，一季度延续偏强运行。

豆油方面，南美丰产提升豆油供应潜力，豆油价格承压走低。目前大豆价格跌破美豆种植成本，仍然存在进一步下探巴西大豆成本可能，巴西大豆出口贴水预计拖累豆油价格，在南北美种植端出现明显减产事件前，豆油价格难言乐观，整体偏空看待。豆油政策扰动主要来源于美国，美国生柴计划短期虽然对美豆需求形成提振，但是长期限制豆油或植物油投料需求增幅，间接利空全球油脂市场。

美国能源政策影响下，菜油出口不确定性上升。菜籽 2024/25 年度减产，但菜籽压榨量基本稳定，菜油供应基本持平与上年，本年度菜油将围绕加菜油出口流向重构这一题材运行。美国能源政策与贸易政策预计将大幅降低加拿大菜系对美国出口量，被挤出的菜油需要重新寻找新的需求国承接，但是目前美国政策整体不确定性较强，全球菜油贸易仍然存在变数，菜油波动上升。国内菜系供应受中加贸易摩擦影响，国内买船观望情绪浓郁，市场预计加菜籽进口将明显下降，进而导致菜油、菜粕供应收紧，未来我国菜籽、菜油来源预计上升，但是短期内加拿大菜籽供应缺失难以弥补，菜油预计去库，并且在贸易政策扰动下，菜油市场容易受市场情绪冲击，整体运行预计转强。

风险分析：美加贸易政策变动、中加关系和缓、阿根廷长期干旱、美国大豆种植面积大幅

下降、印尼减产不及预期；B40 计划投放偏慢；菜籽新作产量修复不及预期。

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。