

2025年4月2日

## 基本面行情主导油粕行情重心或略下移

——油脂油料二季度策略报告

分析师：

刘兵

从业资格证号：F03091165

投资咨询证号：Z0019876

联系电话：021-80128600转8630

邮箱：liub@qh168.com.cn

## 投资要点：

- CBOT大豆市场，虽然未来1-2月出现天气升水概率偏低，但围绕美国国内生柴政策预期改善及基本面支撑，主力每蒲式耳1000-1050美分区间支撑或依然稳固。如果4月美豆因美国关税政策而持续疲软，生柴政策态度明晰落地或继续拖延谈判，美豆油多头风险偏好可能会稍有回调，届时东南亚棕榈油增产逻辑再被强化的话，棕榈油溢价回调风险更高。
- 4月东南亚棕榈油进入增产周期，现阶段市场对马来西亚和印尼丰产预期不变。二季度，东南亚受拉尼娜气候影响减弱，自3月下旬至未来两周，产区降雨减少，恢复性生产推进预计会比较顺利。菜油市场，目前仍未拉至去年中国对加拿大菜籽进行反倾销调查时的行情高点，政策导向趋严但不排除有反复，想象空间有，但风险也比较大，仍需谨慎对待。
- 国内07合约周期内进口大豆完税报价或在3420元/吨上下震荡。豆油成本预期表现稳定，叠加菜油市场提振，预计主力7500-8000元/吨区间行情稳定。豆粕07合约周期内，油厂豆粕保本销售价格或在2700元/吨一线水平。参考国内6-7月基差贸易市场及豆粕M07-09月差预期，豆粕M2509@2850-2900区间成本支撑稳固。尽管国内二季度油料蛋白供应宽松，但考虑供应链风险和需求增量，我们预计油厂压榨利润或依然有基本保障。豆粕在成本支撑区间内，买入性价比较高。

**结论：** 1、二季度豆粕期货上涨驱动不足，随现货回调期货预期或先走弱，后期基于未来成本预期支撑及供应链风险逻辑，豆粕M2509逢低买入行情值得关注。2、二季度油脂，菜油>豆油>棕榈油，若棕榈油恢复性增产进展顺利，价格重心终会下沉，而菜油风险事件驱动上涨的想象空间依然存在，可择机参与买菜油空棕油套利。3、二季度豆油成本预期支撑或稳定，豆棕09合约价差虽然仍以区间行情波动为主，但价差重心可能会逐步上移。建议棕榈油区间高位内可择机空配，同时可买入豆油对冲。

## 风险因素：

- 1、二季度，美豆和加菜籽播种初期天气风险偏低，但天气变化仍值得关注
- 2、二季度油脂油料基本面定价权重有望抬升，但仍将持续受到美加、中加贸易关注影响。需关注相关政策导向。

- 3、美国生物质柴油等相关政策引发的需求预期调整幅度较大，建议待政策思路明晰后，油脂再择机入场。此外，印尼B40执行过程中变故也多，也容易引发油脂行情，均需要特别关注。

## 正文目录

1. 油脂油料一季度市场行情回顾.....	5
2. 2025/26 产季美国大豆二季度天气风险评估 .....	6
3. 美国生柴政策预期修正下油脂行情评估 .....	6
4. 豆粕二季度弱现实下期货抬升空间或有限.....	8
5. 结论.....	9

## 图表目录

图 1 CBOT 大豆主连期货 K 线图 .....	5
图 2 DEC 豆粕主连 K 线图 .....	5
图 3 DEC 豆油主连 K 线图 .....	5
图 4 DEC 棕榈油主连 K 线图 .....	5
图 5 Seasonal Temperature Outlook .....	6
图 6 Seasonal Precipitation Outlook .....	6
图 7 美国大豆压榨产能推算 .....	7
图 8 美国大豆消费市场格局 .....	7
图 9 马来西亚棕榈油产量 .....	8
图 10 豆棕期货价差 (Y09-P09) .....	8
图 11 全国主要油厂豆粕库存 .....	8
图 12 南通豆粕现货基差 .....	8
图 13 全国主要油厂豆粕提货量 .....	9
图 14 国内进口大豆量月度统计 (含预期) .....	9

## 1. 油脂油料一季度市场行情回顾

一季度，CBOT 大豆自 1 月 USDA 将美豆供需预期收紧之后，CBOT 大豆期货价格突破每蒲式耳 1000 美分一线压力而重心上移，2 月巴西收割延期及减产风险支撑暂且稳定，3 月巴西收割风险降低、丰产预期改善，同时受到美国对外贸易关系紧张局势影响，价格持续疲软回落。今年至今，欧洲 ICE 菜籽市场持续在底部区间宽幅震荡，一方面加拿大菜籽出口及国内消费形势下，商业库存紧缩支撑筑底，另一方面受美国对加拿大加征进口关税、以及中国对原产加拿大的菜粕菜油加征 100% 关税影响，ICE 菜籽区间内加速回落。3 月中下旬，伴随着外围油脂市场走强，ICE 菜籽凭借基本面支撑迎来修复性反弹行情。二季度，虽然国际油料市场将逐步进入 2025/26 产季交易，但美国加征关税的范围及其对油料市场影响仍然悬而未决。

图1 CBOT 大豆主连期货 K 线图



资料来源：文华财经

图2 DEC 豆粕主连 K 线图



资料来源：文华财经

国内一季度蛋白粕市场，自年初成本预期主导超跌行情反弹后，基于 2-3 月进口大豆到港供应收缩预期，豆粕基差拉涨、市场维持高位震荡。3 月随中加贸易局势发展，菜粕市场多头风险偏好先增后减，月末主力回测 2500 元/吨一线后趋于稳定，豆粕受菜粕稳定支撑影响，尽管高基差快速回落，但主力合约在 2800 元/吨一线处空头季节性回补增加、价格也有所企稳。二季度，随着进口大豆集中到港，豆粕基差回落或将延续，月差行情指引下现货疲软压力也将陡增，成本端巴西大豆出口溢价也有回落。后市豆粕主导的蛋白市场支撑或驱动行情的核心题材会集中在美豆新季行情预期及 CBOT 大豆行情表现上。

图3 DEC 豆油主连 K 线图



资料来源：文华财经

图4 DEC 棕榈油主连 K 线图



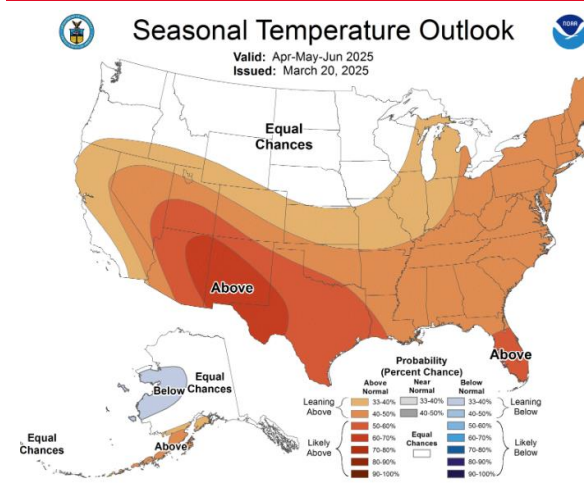
资料来源：文华财经

国内一季度油脂市场，菜油受中加贸易关系影响，背离高库存压力和消费疲软现实，多头风险偏好持续上行；棕榈油受印尼 B40 政策余威不减，同时处于减产周期、库存紧缩，豆棕价差持续倒挂；豆油受南美丰产预期影响上涨驱动明显不足，然而受相关油脂市场支撑，维持区间震荡。今年至今，油脂基本面与市场行情稍有背离，受事件及政策预期影响的市场行情成为了主流。3 月以来，印尼 B40 政策变故减少，随着雨季结束，产区增产、累库预期交易权重略有增加，叠加豆油未来供需转宽预期，油脂在基本面预期拖累下，整体的多头风险偏好略有收缩。

## 2. 2025/26 产季美国大豆二季度天气风险评估

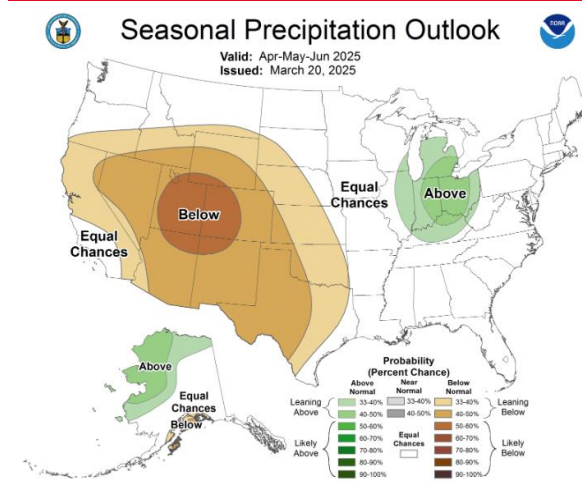
3 月底，根据美国农业部国家农业统计局（NASS）发布的《种植前景》报告，美国各地接受调查的生产者打算在 2025 年种植大豆 8350 万英亩，比去年下降 4%。按照趋势单产 52.5 蒲式耳/英亩计算，新季美豆产量同比大体持稳。结合 2 月 USDA-AOF 对新季美豆需求预期，最终美豆结转库存或将收缩至 3 亿蒲以内。这将对未来美豆行情提供支撑。

图5 Seasonal Temperature Outlook



资料来源：NOAA

图6 Seasonal Precipitation Outlook



资料来源：NOAA

今年美豆种植面积同比大幅缩减，导致新季天气容错空间变小。根据美国国家海洋和大气管理局（NOAA）春季气候预测，今年春天北美洲地区不会发生大面积的洪灾，此外在 4 月-6 月美国大部分地区的气温可能高于平均水平。此外，NOAA 预计春季五大湖地区的干旱情况将有所改善，但后期也不排除干旱在大平原的中部和南部发展。现阶段，截至 3-25 日，美豆产区受干旱面积已降至 36%，上周 42%，去年同期 16%。随着季节性降雨增加，大豆产区极端干旱风险在降低。结合 NOAA 季度预测数据看，未来 1-2 月内美豆产区天气都将有利于作物生长。

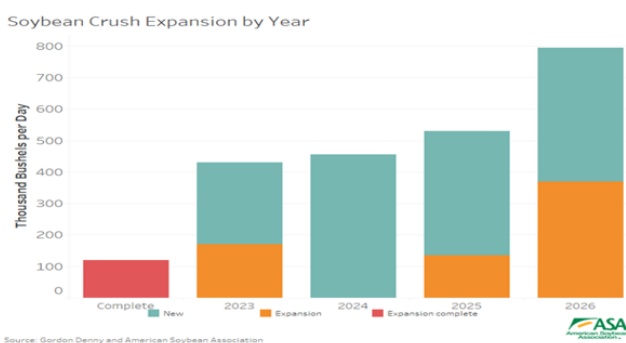
## 3. 美国生柴政策预期修正下油脂行情评估

美国环境保护署（EPA）正在制定新的可再生燃料标准（RFS），将确定未来两到三年的生物燃料掺混量。3 月底，特朗普政府要求大型石油公司和农业带就生物燃料政策达

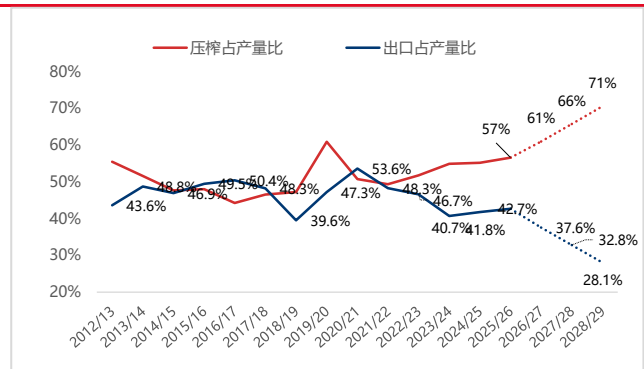


成共识。4月初，美国石油和生物燃料行业出人意料地结成联盟，并就大幅提高可再生柴油和生物柴油的掺混量要求问题，已初步达成共识，但关于小型炼油厂的豁免（SRE）问题，以及生物燃料税收政策仍存在分歧。美国现计划提高生物质柴油掺混义务量，主要是影响2026年及以后未来两至三年的目标，且按照联盟讨论的范围在55亿至57.5亿加仑之间（2025年生柴RVO目标是33.5亿），目标定的偏高，最终落地政策可能会打折扣。面临的主要问题是，除考虑联邦财政补税压力偏大外，原料油脂供应会紧缩，而产能不会成为限制的主要因素。

截至2024年底，美国生物柴油产能为19.95亿加仑/年，可再生柴油产能为45.8亿加仑/年，合计65.7亿加仑/年，可以满足55-57.5亿加仑掺混需求。在美国对外的贸易紧张关系导向下，菜籽油、废弃油脂（UCO）进口或有限制。按照现成行的45Z政策的指导细则，UCO和直接进口生柴也没有税收抵免政策支持。假设未来三年将生物质柴油掺混义务量（RVO）提高至55亿，仅仅按照目前美豆油的投料比例，每年平均增加美豆油至少25亿加仑的需求，对应美豆压榨消费将增加约2.1亿蒲。这将远远超过USDA基线预测未来十年的美豆油生柴消费增速。美豆市场或也将出现新格局，美豆出口占比或下滑至30%以下，压榨消费占比或提高至70%左右。产业巨变也会引发的系列问题，美豆油价格飞升也将进一步压低生物质柴油掺混利润。

**图7 美国大豆压榨产能推算**


资料来源：芝商所 CMEGroup

**图8 美国大豆消费市场格局**


资料来源：USDA 东海期货整理

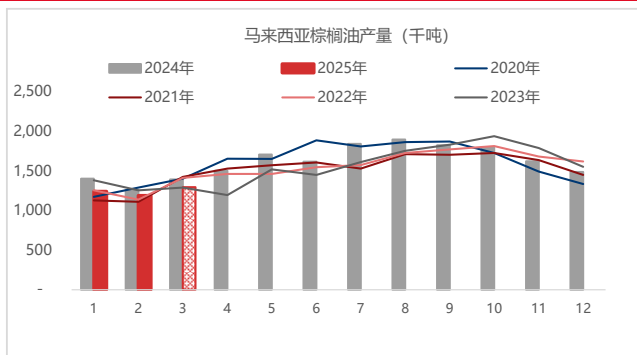
根据美国大豆协会推算，按照压榨企业新增和扩张计划，到2026年美国国内大豆压榨日加工产能预计增加233万蒲式耳，年加工产能预计达到32亿蒲式耳。2025/26年度美豆预期压榨目标是24.75亿蒲，按照预期提高的生柴掺混义务量下限55亿加仑，保守估计未来三年将增加6.3亿蒲大豆压榨需求，压榨产能限制空间也不大，而最终若设定57.5亿RVO量，压榨产能或有不足。

至于小型炼油厂豁免（RFS）问题，主要也是对后期的掺混目标有影响，对即期市场有实质性影响的政策也就是税收抵免政策。后期关注美国掺混抵税补贴政策（BTC）是否会继续延期执行。以上仍未有明确结果，EPA也未表态。考虑目前美国的财政现状，我么预计，美国继续执行45Z税收政策的可能性大，美豆油因此作为生柴原料税收抵免额度要下降，掺混利润会收缩。

综上分析，我们认为，美国环保署（EPA）最终确定未来三年生物质柴油掺混标准大概率要上调，但掺混目标可能要低于市场预期，同时抵税政策预计将继续执行《通胀削减法案》

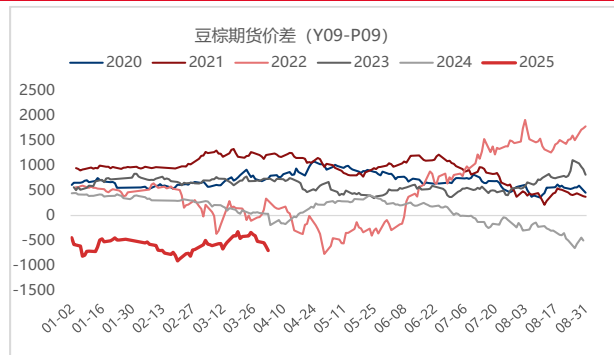
中的 45Z 生物燃料税收政策。现阶段，美豆油从月末至今涨幅已超 11%，价格已经来到 2 月份国际豆棕价差倒挂驱动的补涨的行情高位。回顾 2 月市场表现，美豆油价格回调的驱动在美豆。因此，如果 4 月美豆因美国关税政策而持续疲软，生柴政策态度明晰落地或继续拖延谈判，美豆油多头风险偏好可能会稍有回调，届时东南亚棕榈油增产逻辑再被强化的话，棕榈油溢价回调风险更高。

图9 马来西亚棕榈油产量



资料来源：MPOB 东海期货整理

图10 豆棕期货价差 (Y09-P09)



资料来源：iFIND 东海期货整理

国内市场方面，4月初国内 05 合约豆棕价差倒挂程度再加深，豆油在清明节档口现货表现一般，成本预期也趋弱，跟涨不及。豆油代表油脂的价格重心，现阶段整体油脂驱动上移空间或有限。棕榈油后面会持续面临季节性增产和豆棕倒挂的现实问题，虽然国内棕榈油受进口利润倒挂及菜油溢价支撑，相比 BMD 棕榈油偏强。菜油现货弱+预期强，ICE 菜籽虽有支撑，但核心扰动依然在美加、中加贸易关系发展。菜油目前仍未拉至去年中国对加拿大菜籽进行反倾销调查时的行情高点，政策导向趋严但不排除有反复，想象空间有，但风险也比较大，需谨慎对待。

## 4. 豆粕二季度弱现实下期货抬升空间或有限

据 Mysteel 对国内主要油厂调查数据显示，截至 3 月 28 日，国内沿海主要油厂大豆库存 248 万吨，同比去年减少 63 万吨，减幅 20%。3 月国内进口大豆到港 500 万吨左右，供应缺口较大，库存去化较快。4 月预期大豆到港增加 850 万吨，开机恢复，豆粕供应将逐步改善。然而，参考 Mysteel 对全国主要油厂的调查数据，我们预计 4 月油厂压榨也就 650 万吨左右，折豆粕供应 500-520 万吨左右。

图11 全国主要油厂豆粕库存

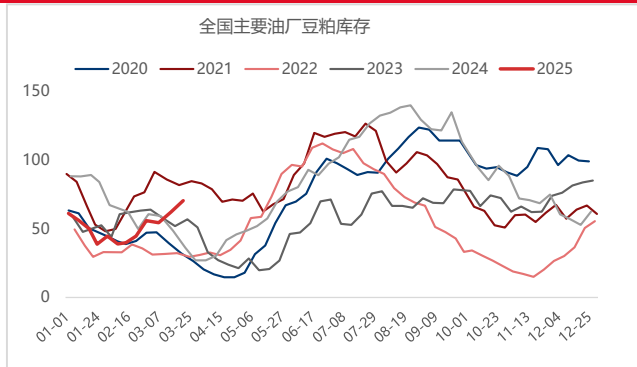
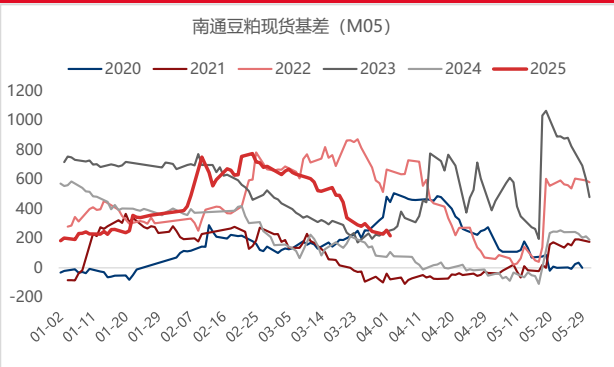


图12 南通豆粕现货基差



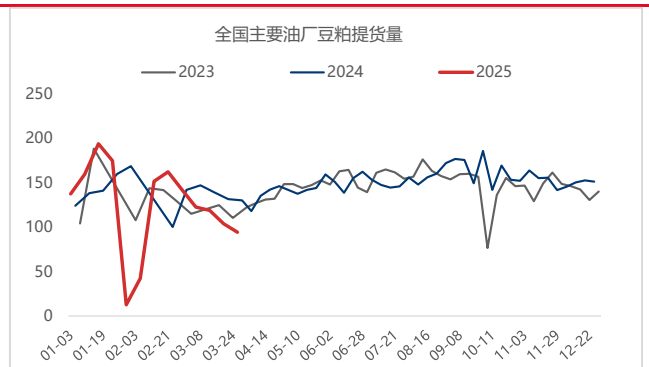


资料来源: mysteel 东海期货整理

资料来源: iFIND 东海期货整理

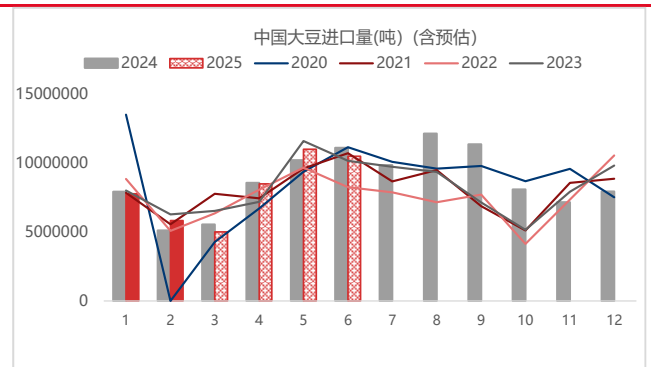
需求方面,按正常周度 130-150 万提货。4 月豆粕库存预计与 2023 年同期水平差不多,最低 25 万吨左右,属于历史同期低位。需要注意的是,2023 年 4 月,豆粕对 05 合约的基差大幅上涨。此外,现在油厂未执行合同很低,不到 100 万,预期 4 月补采现货也将增多,月成交估算 400 万吨。4 月,周度成交数据转好,叠加豆粕现货基差相对高位支撑,现货极端悲观情绪有可能被矫正。

图13 全国主要油厂豆粕提货量



资料来源: mysteel 东海期货整理

图14 国内进口大豆量月度统计（含预期）



资料来源: 海关总署 东海期货研究所

目前国内 3-4 月船期大豆采购完成,预计国内 5-6 月月均到港量 1100 万吨。5 月船期根据 McDonald 统计,预期采购 1180 万吨,截至 4-1 日,已采购完成 70%。虽然国内 5 月船期套盘利润尚可,但基差行情偏差,可能会限制后期大豆采购节奏,从而影响 7 月大豆到港。综合看,4 月豆粕供需尚未宽松,油厂豆粕将加速去库、大豆库存探底有望回升。然而,随着 5-6 月进口大豆大量到港,豆粕现货或将加速回调。此外,二季度尚未进入新季美豆种植关键期,期间受极端干旱或洪灾天气的概率也不高,CBOT 大豆市场区间行情或很难改善国内豆粕期货预期。值得注意的是,如果 4 月或后期中美大豆贸易紧张情绪升温,伴随着南美大豆出口高峰过去,巴西大豆出口溢价抬升叠加美豆新产季系统风险增多,豆粕 09 及远月期货合约支撑或依然偏强。

## 5. 结论

二季度,2025/26 产季美豆及加拿大菜籽开始播种,东南亚棕榈油也逐步进入增产周期,虽然油脂油料市场基本面对定价权重有望增加,但市场将持续受到美国对外贸易政策影响。加拿大菜油出口及中国对美国大豆进口贸易或首当其冲。尽管加拿大菜籽库存偏低支撑强,美豆出口完成也已超 9 成,国内压榨消费尚可,库存压力也不大,但是除受政策预期影响、投机情绪偏弱外,南美二季度集中出口供应冲击性影响仍在。随着巴西大豆出口物流成本回落,5 月出去你巴西大豆对华出口贴水价格或将逐步回测 150 美分/蒲一线水平。CBOT 大豆市场,虽然未来 1-2 月出现天气升水概率偏低,但围绕美国国内生柴政策预期改善及基本面支撑,主力合约每蒲式耳 1000-1050 美分区间支撑或依然稳固。综合期货及进口贴水预期,国内 07 合约周期内,进口大豆完税报价或在 3420 元/吨上下震荡。

国内豆油成本预期稳定，叠加菜油市场提振，主力合约或维持在 7500-8000 元/吨区间震荡。结合豆油估值，豆粕 07 合约周期内，油厂豆粕保本销售价格最低或在 2700 元/吨一线水平。此外，参考国内 6-7 月基差贸易市场及豆粕 M07-09 月差预期，预计豆粕 M2509@2850-2900 区间将获得成本支撑。从需求增量角度看，二季度菜粕进入消费旺季，现阶段广东豆菜粕现货价差已经跌至 500-550 元/吨区间，可替代消费有望逐步增加；葵粕进口供应减少，豆粕替代空间同样存在。此外，鉴于美国关税政策及中加贸易紧张局面，后期引发国内油脂油料供应链不确定风险也客观存在。因此，尽管国内二季度油料蛋白供应宽松，但考虑供应链风险和需求增量，我们预计油厂压榨利润或依然有基本保障。豆粕在成本支撑区间内，买入性价比较高。

4 月棕榈油进入增产周期，现阶段市场对马来西亚和印尼丰产预期不变。二季度，受拉尼娜气候影响逐步消退，东南亚自 3 月下旬至未来两周，产区降雨减少，恢复性生产推进预计会比较顺利。我们预计，二季度，美国生物质柴油掺混抵税政策细节及未来两三年可再生能源掺混目标将公布。如果美国生物柴油政策导向多头风险偏好消退，美豆油价格带动 BMD 棕榈油回调，国内棕榈油价格重心仍有望开始下沉。菜油市场，目前仍未拉至去年中国对加拿大菜籽进行反倾销调查时的行情高点，政策导向趋严但不排除有反复，想象空间有，但风险也比较大，仍需谨慎对待。

## 重要提示

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

### 东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn

