

棕榈油供需双弱，豆棕价差或走回归

研究院 农产品组

研究员

邓绍瑞

☎ 010-64405663

✉ dengshaorui@htfc.com

从业资格号: F3047125

投资咨询号: Z0015474

李馨

✉ lixin@htfc.com

从业资格号: F03120775

投资咨询号: Z0019724

联系人

白旭宇

☎ 010-64405663

✉ baixuyu@htfc.com

从业资格号: F03114139

薛钧元

☎ 010-64405663

✉ xuejunyuan@htfc.com

从业资格号: F03114096

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

油脂观点

■ 市场分析

2 月份油脂盘面月震荡上涨，棕榈油涨幅最大，菜籽油和豆油涨幅较小。2 月份棕榈油受产地降雨和季节性减产周期导致减产、印尼 B40 政策、产地库存压力较小等因素表现强势。在棕榈油带领下，其他油脂被动跟随，2 月份豆棕、菜棕价差依旧倒挂严重，截止 2 月 28 日收盘，豆棕 05 价差-1158，菜棕 05 价差-320。

后市看，豆油方面，2 月 27 日，2 月美国农业展望论坛数据出炉，美豆 24/25 年度供应压力依旧较大，但因 25/26 年度库存下降明显对远月有一定利好。巴西产区降雨减少，对收获推进有利，未来收获步伐有望继续保持加速，截至 2 月 21 日，PAN 预计 2024/25 年度巴西大豆收获进度为 37.63%；同时阿根廷产区迎来降雨，大豆作物状况改善，受南美大豆集中上市影响，近期 CBOT 大豆弱势震荡。近期国内大豆供应依旧比较紧张，钢联预估 2 月到港约 300 万吨，3 月到港约 500 万吨，4 月到港约 1100 万吨。油厂缺豆下停机检修，现货基差保持坚挺，而且不同区域大豆紧缺程度不一致，华南大豆供应相对充裕，华东、华北相对紧张。近期豆油成交继续放量，集中在 4-6 月的华南市场成交。大豆紧缺现象预计持续到 4 月初，短期内豆油基差预计依旧坚挺，盘面受南美大豆集中上市的压力影响难有出色表现。

棕榈油方面，印尼棕榈油协会预计 2025 年印尼毛棕榈油产量或增至 5000 万吨，印尼原计划 1 月开始推实行 B40，由于监管问题导致计划延误，燃料分销商在 2 月底进行过渡，B40 前景仍然存在不确定性。因产地持续的降雨和洪涝灾害，马来 2 月产量继续下滑，但出口同样表现不佳。MPOB 公布马来 3 月毛棕榈油出口关税维持 10%，自 2024 年 12 月至今一直执行最高等级关税。另该机构预计 2 月底马来棕榈油库存将降至 150 万吨，为近两年最低水平，关注 3 月 10 日的 MPOB 报告对数据的调整。因豆棕价差持续倒挂，以印度、中国为首的需求国寻求更低价的替代品，如豆油、葵花籽油等；国内下游需求持续低迷，基差稳中有降，成交稀少。整体看，3 月份斋月开始，产量是否增产尚未知，另外马来库存低位、需求大国印度的库存极低带来的采购潜力不容忽视；价格过高始终是棕榈油的硬伤，在今年印尼增产背景下，印尼 B40 带来的需求增量对冲不了价格过高带来的全球需求减量。去库周期结束后，豆棕价差或将逐步回归，棕榈油价格有回调压力。

菜籽油方面，因美国对加的关税反复无常、美国生物燃料税收抵免政策仍存在不确定性

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

和中国对加菜籽的反倾销调查，市场观望情绪较浓；加拿大也因此出口前置，加拿大谷物理事会的数据显示，本年度迄今为止，油菜籽出口量为 602 万吨，几乎是去年同期的两倍。近期 ICE 加籽震荡偏弱运行，截至 2 月 28 日收盘，5 月合约收盘价 651.10 加元/吨。加拿大菜籽出口前置，国内进口同样前置，油厂压榨量增加，加上菜油结转库存高位，沿海油厂菜油库存高企，据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 02 月 21 日，菜油总库存 65.41 万吨，去年同期 36.33 万吨。美加贸易前景有不确定性，未来加菜油出口至美国之路坎坷，加拿大菜油或转向中国销售，增加远期市场供应，菜油供应依旧庞大，预计菜油继续偏弱运行。后期关注美国对加拿大关税政策变化、美国生物柴油政策和 2 月 20 日加拿大陈述会结果。

■ 策略

中性

■ 风险

无

目录

策略摘要	1
油脂市场分析	4

图表

图 1: 全球大豆库销比 单位: %	6
图 2: 全球菜籽库销比 单位: %	6
图 3: 马来西亚初榨棕榈油产量 单位: 万吨	6
图 4: 马来西亚棕榈油单产 单位: 吨/公顷	6
图 5: 马来西亚棕榈油出口 单位: 万吨	6
图 6: 马来西亚棕榈油库存 单位: 万吨	6
图 7: 印度尼西亚棕榈油出口量 单位: 万吨	7
图 8: 印尼棕榈油期末库存 单位: 万吨	7
图 9: 中国主要油厂豆油库存 单位: 万吨	7
图 10: 中国沿海油厂菜油库存 单位: 万吨	7
图 11: 华东菜油库存 单位: 万吨	7
图 12: 中国棕榈油库存 单位: 万吨	7
图 13: 三大油脂库存 单位: 万吨	8
图 14: 菜油进口量 单位: 万吨	8
图 15: 中国豆油进口量 单位: 万吨	8
图 16: 中国棕榈液油进口量 单位: 万吨	8
图 17: 天津一级豆油基差 单位: 元/吨	8
图 18: 广东棕榈油基差 单位: 元/吨	8
图 19: 江苏四级菜油基差 单位: 元/吨	9
图 20: 广东区域豆-棕油价差 单位: 元/吨	9
图 21: 广东区域豆-菜油价差 单位: 元/吨	9
图 22: 菜油进口盘面利润 单位: 元/吨	9
图 23: 豆油进口盘面利润 单位: 元/吨	9
图 24: 棕榈油进口盘面利润 单位: 元/吨	9
图 25: 中国大豆周度压榨量 单位: 万吨	10
图 26: 中国菜籽周度压榨量 单位: 万吨	10

油脂市场分析

■ 价格行情

期货方面，本月收盘棕榈油 2505 合约 9146 元/吨，环比上涨 694 元，涨幅 8.21%；本月收盘豆油 2505 合约 7988 元/吨，环比上涨 236 元，涨幅 3.04%；本月收盘菜油 2405 合约 8826 元/吨，环比上涨 228 元，涨幅 2.65%。现货方面，广东地区棕榈油现货价格 9840 元/吨，环比上涨 430 元/吨，涨幅 4.57%，现货基差 P05+694，环比下跌 26；天津地区一级豆油现货价格 8350 元/吨，环比上涨 400 元/吨，涨幅 5.03%，现货基差 Y05+362，环比上涨 164；江苏地区四级菜油现货价格 8860 元/吨，环比上涨 330 元/吨，涨幅 3.87%，现货基差 OI05+34，环比上涨 102。

■ 棕榈油供需

供应方面，2 月 25 日，据马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的数据，马来西亚 2 月 1-20 日棕榈油产量预估较上月同期减少 5.78%；其中，马来半岛产量减少 4.14%，东马来西亚产量减少 7.76%，沙巴产量减少 9.11%，砂拉越产量减少 4.41%。需求方面，因春节假期产业运行停滞，春节后下游市场需求难有提高，此外，2 月 28 日连盘棕榈油与豆油期货主力收盘价差-1158 元/吨，棕榈油基差价格走低，豆棕现货价差倒挂依旧较深，因此，油厂月度成交量大幅缩减。Mysteel 统计，2 月全国重点油厂棕榈油成交量 3312 吨，较 1 月 18290 吨减少 14978 吨，减幅 81.89%。据 Mysteel 调研显示，据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 2 月 21 日（第 8 周），全国重点地区棕榈油商业库存 43.03 万吨，环比上周减少 1.27 万吨，减幅 2.87%；同比去年 65.935 万吨减少 22.91 万吨，减幅 34.74%。

■ 豆油供需

供应方面，据 Mysteel 农产品团队对国内动态全样本油厂跟踪统计，2025 年 2 月全国油厂大豆压榨为 652.47 万吨，较上月减少 77.45 万吨，减幅 10.6%；较去年同期增加 246.39 万吨，增幅 60.58%。2025 年 1-2 月全国大豆压榨量为 1384.02 万吨，较去年同期增幅 13.56%。本统计周期豆油产量 123.97 万吨，环比减少 15.01 万吨。需求方面，本统计月期内，国内重点油厂豆油散油成交总量 46.78 万吨，日均成交量 2.6 万吨，较上月成交总量环比增加 133.63%，日均成交量增加 121.94%。据 Mysteel 调研显示，据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 2 月 21 日（第 8 周），全国-11-重点地区豆油商业库存 92.88 万吨，环比上月增加 3.29 万吨，增幅 3.54%，同比增 1.73%。春节归来，油厂陆续恢复开机，下游终端需求恢复欠佳，全国豆油库存小幅回升，而部分工厂因 3 月国内油厂停机增多，对豆油库存有一定囤货心态，中小包装灌装厂加大豆油物理库存，3 月进口大豆到港节奏将对 3 月全国豆油库存能否降库起着关键作用。

■ 菜油供需

供应方面，根据 Mysteel 统计，本月沿海油厂菜籽压榨量为 39.05 万吨，较上月减少 12.60 万吨。春节期间，多数油厂休假停机，年后部分油厂面临断籽停机情况。3 月部分油厂或开机压榨，预计压榨量或小幅上涨。根据 Mysteel 统计，本月沿海油厂菜油产量为 16.01 万吨，较上月减少 5.17 万吨。春节期间大部分油厂休假停机，菜油产量跟随菜籽压榨量减少。目前菜籽库存相对高位，菜油供应宽松。需求方面，根据 Mysteel 统计，本月沿海油厂菜油提货量为 12.75 万吨，较上月减少 4.6 万吨。市场节前备货，节假日影响提货速度，节后消费惯性下滑，提货整体下滑。随着需求恢复，预计下月提货或增加。库存方面，截止本月全国进口菜籽库存 41.1 万吨，环比减少 15.5 万吨；本月沿海油厂菜油库存 13.26 万吨，环比增长 6.86 万吨。

■ 后市展望

2 月份油脂盘面月震荡上涨，棕榈油涨幅最大，菜籽油和豆油涨幅较小。2 月份棕榈油受产地降雨和季节性减产周期导致减产、印尼 B40 政策、产地库存压力较小等因素表现强势。在棕榈油带领下，其他油脂被动跟随，2 月份豆棕、菜棕价差依旧倒挂严重，截止 2 月 28 日收盘，豆棕 05 价差-1158，菜棕 05 价差-320。

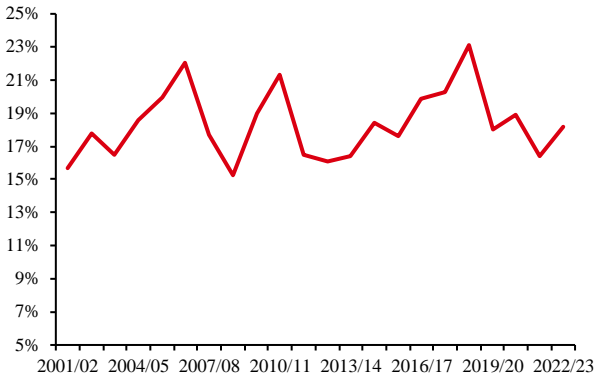
后市看，豆油方面，2 月 27 日，2 月美国农业展望论坛数据出炉，美豆 24/25 年度供应压力依旧较大，但因 25/26 年度库存下降明显对远月有一定利好。巴西产区降雨减少，对收获推进有利，未来收获步伐有望继续保持加速，截至 2 月 21 日，PAN 预计 2024/25 年度巴西大豆收获进度为 37.63%；同时阿根廷产区迎来降雨，大豆作物状况改善，受南美大豆集中上市影响，近期 CBOT 大豆弱势震荡。近期国内大豆供应依旧比较紧张，钢联预估 2 月到港约 300 万吨，3 月到港约 500 万吨，4 月到港约 1100 万吨。油厂缺豆下停机检修，现货基差保持坚挺，而且不同区域大豆紧缺程度不一致，华南大豆供应相对充裕，华东、华北相对紧张。近期豆油成交继续放量，集中在 4-6 月的华南市场成交。大豆紧缺现象预计持续到 4 月初，短期内豆油基差预计依旧坚挺，盘面受南美大豆集中上市的压力影响难有出色表现。

棕榈油方面，印尼棕榈油协会预计 2025 年印尼毛棕榈油产量或增至 5000 万吨，印尼原计划 1 月开始推实行 B40，由于监管问题导致计划延误，燃料分销商在 2 月底进行过渡，B40 前景仍然存在不确定性。因产地持续的降雨和洪涝灾害，马来 2 月产量继续下滑，但出口同样表现不佳。MPOB 公布马来 3 月毛棕榈油出口关税维持 10%，自 2024 年 12 月至今一直执行最高等级关税。另该机构预计 2 月底马来棕榈油库存将降至 150 万吨，为近两年最低水平，关注 3 月 10 日的 MPOB 报告对数据的调整。因豆棕价差持续倒挂，以印度、中国为首的需求国寻求更低价的替代品，如豆油、葵花籽油等；国内下游需求持续低迷，基差稳中有降，成交稀少。整体看，3 月份斋月开始，产量是否增

产尚未知，另外马来库存低位、需求大国印度的库存极低带来的采购潜力不容忽视；价格过高始终是棕榈油的硬伤，在今年印尼增产背景下，印尼 B40 带来的需求增量对冲不了价格过高带来的全球需求减量。去库周期结束后，豆棕价差或将逐步回归，棕榈油价格有回调压力。

菜籽油方面，因美国对加的关税反复无常、美国生物燃料税收抵免政策仍存在不确定性和中国对加菜籽的反倾销调查，市场观望情绪较浓；加拿大也因此出口前置，加拿大谷物理事会的数据显示，本年度迄今为止，油菜籽出口量为 602 万吨，几乎是去年同期的两倍。近期 ICE 加籽震荡偏弱运行，截至 2 月 28 日收盘，5 月合约收盘价 651.10 加元/吨。加拿大菜籽出口前置，国内进口同样前置，油厂压榨量增加，加上菜油结转库存高位，沿海油厂菜油库存高企，据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 02 月 21 日，菜油总库存 65.41 万吨，去年同期 36.33 万吨。美加贸易前景有不确定性，未来加菜油出口至美国之路坎坷，加拿大菜油或转向中国销售，增加远期市场供应，菜油供应依旧庞大，预计菜油继续偏弱运行。后期关注美国对加拿大关税政策变化、美国生物柴油政策和 2 月 20 日加拿大陈述会结果。

图 1: 全球大豆库销比 | 单位: %



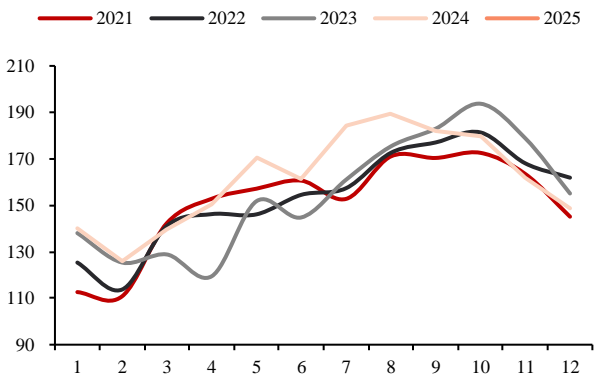
数据来源: USDA 华泰期货研究院

图 2: 全球菜籽库销比 | 单位: %



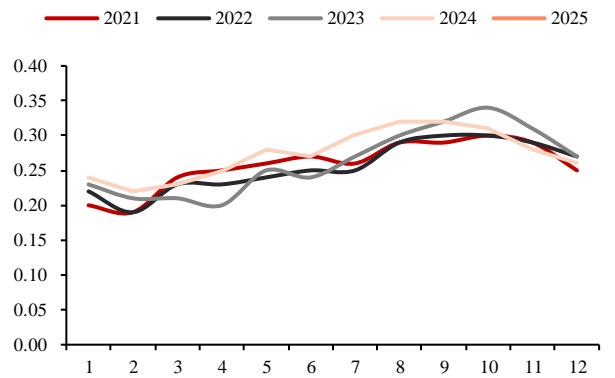
数据来源: USDA 华泰期货研究院

图 3: 马来西亚初榨棕榈油产量 | 单位: 万吨



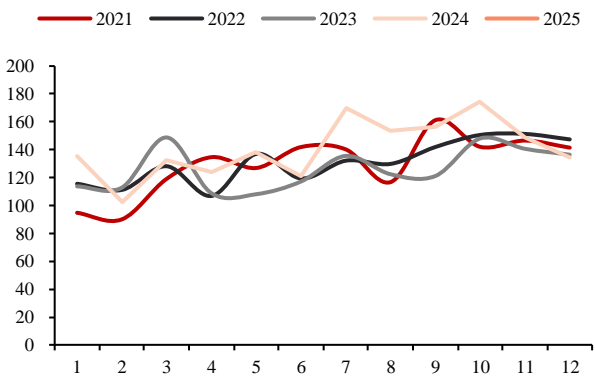
数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 4: 马来西亚棕榈油单产 | 单位: 吨/公顷



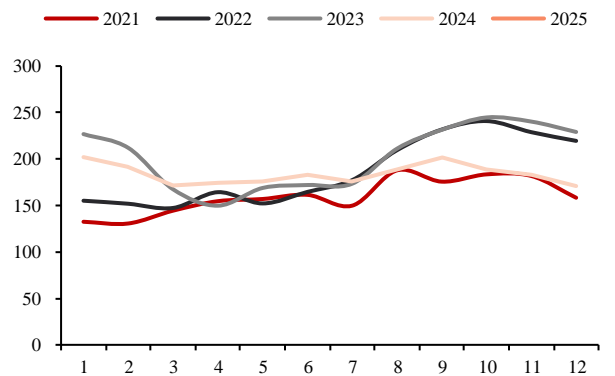
数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 5: 马来西亚棕榈油出口 | 单位: 万吨



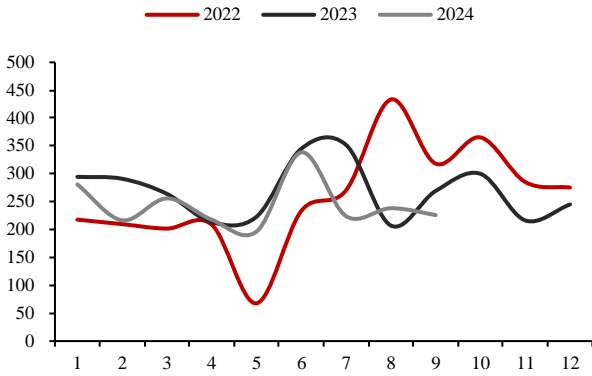
数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 6: 马来西亚棕榈油库存 | 单位: 万吨



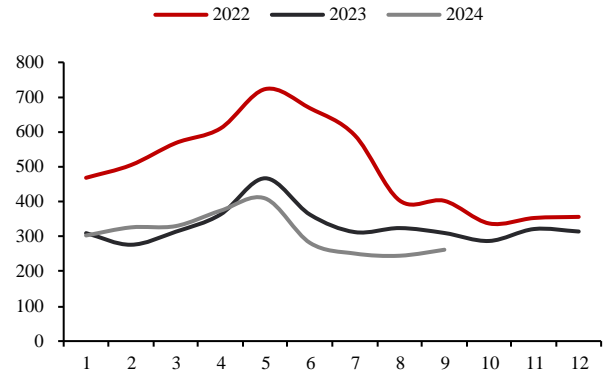
数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 7: 印度尼西亚棕榈油出口量 | 单位: 万吨



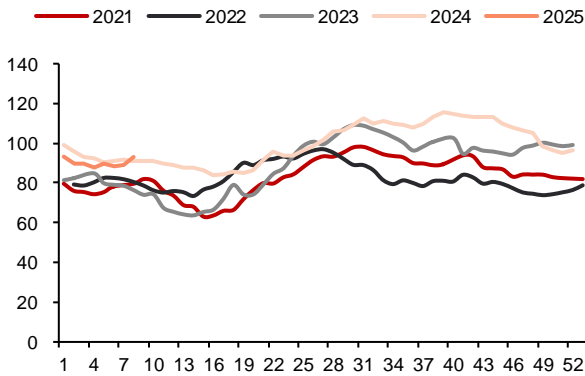
数据来源: GAPKI 华泰期货研究院

图 8: 印尼棕榈油期末库存 | 单位: 万吨



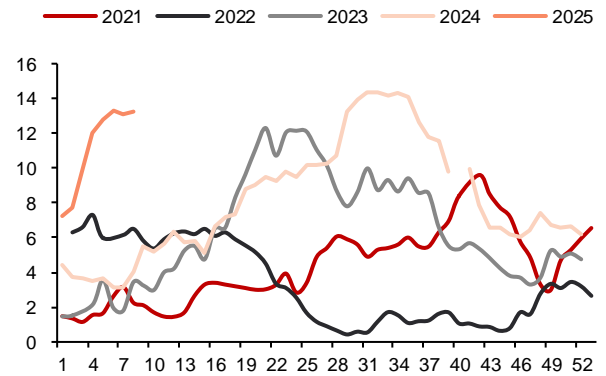
数据来源: GAPKI 华泰期货研究院

图 9: 中国主要油厂豆油库存 | 单位: 万吨



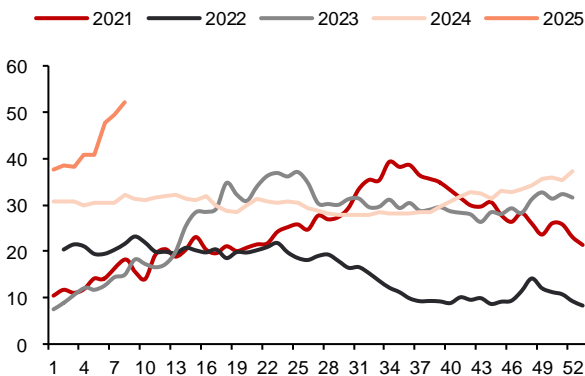
数据来源: 钢联数据 华泰期货研究院

图 10: 中国沿海油厂菜油库存 | 单位: 万吨



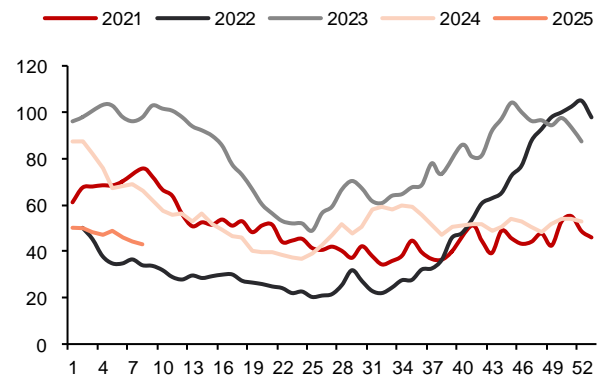
数据来源: 钢联数据 华泰期货研究院

图 11: 华东菜油库存 | 单位: 万吨



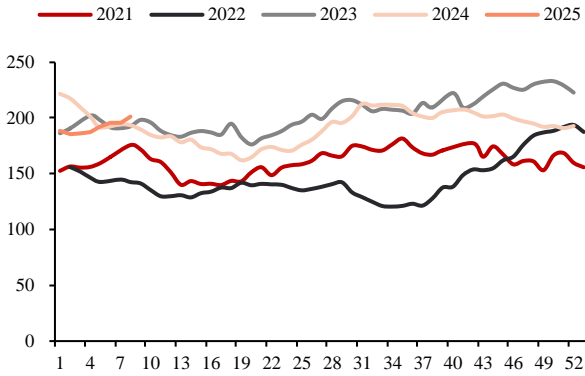
数据来源: 钢联数据 华泰期货研究院

图 12: 中国棕榈油库存 | 单位: 万吨



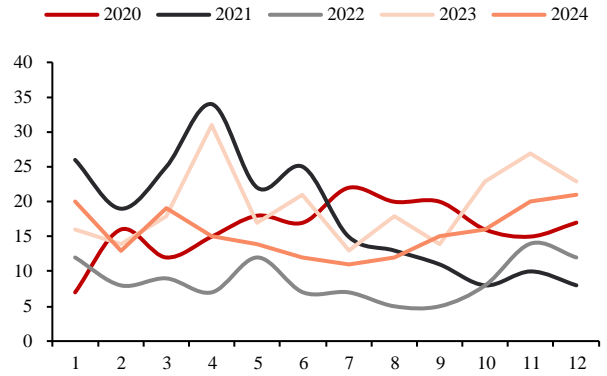
数据来源: 钢联数据 华泰期货研究院

图 13: 三大油脂库存 | 单位: 万吨



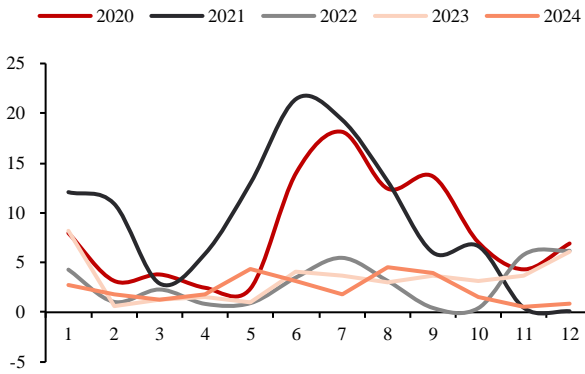
数据来源: 钢联数据 华泰期货研究院

图 14: 菜油和芥子油进口量 | 单位: 万吨



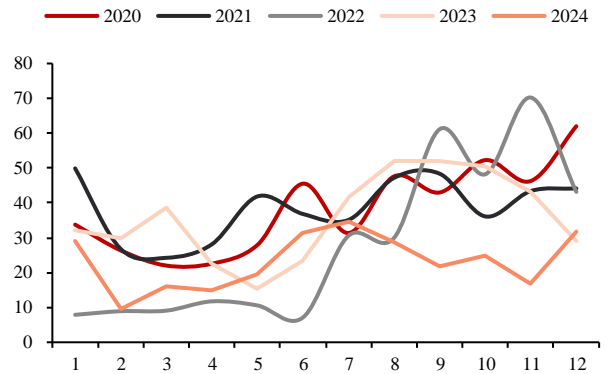
数据来源: 钢联数据 华泰期货研究院

图 15: 中国豆油进口量 | 单位: 万吨



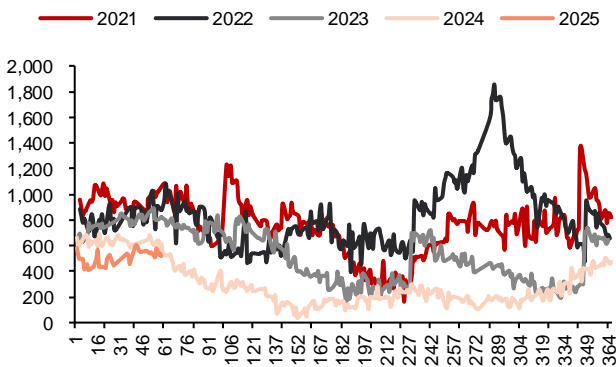
数据来源: 钢联数据 华泰期货研究院

图 16: 中国棕榈液油进口量 | 单位: 万吨



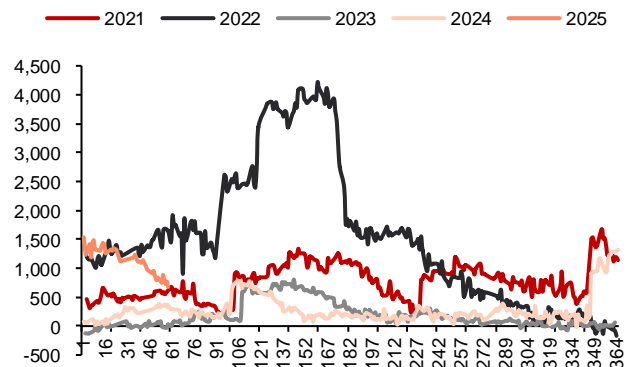
数据来源: 钢联数据 华泰期货研究院

图 17: 天津一级豆油基差 | 单位: 元/吨



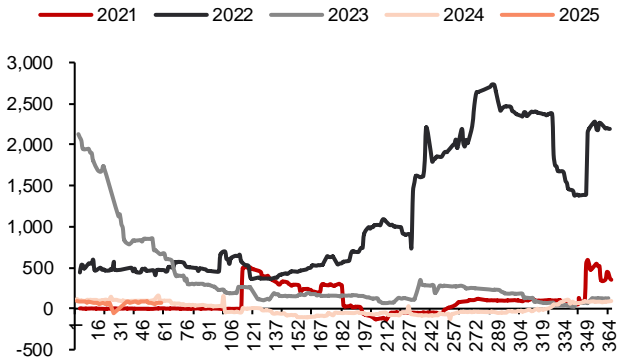
数据来源: 钢联数据 华泰期货研究院

图 18: 广东棕榈油基差 | 单位: 元/吨



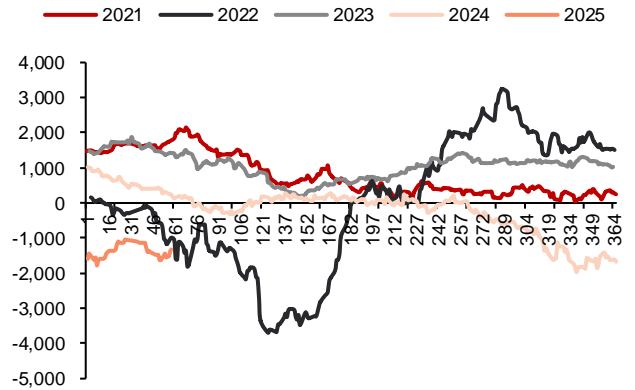
数据来源: 钢联数据 华泰期货研究院

图 19: 江苏四级菜油基差 | 单位: 元/吨



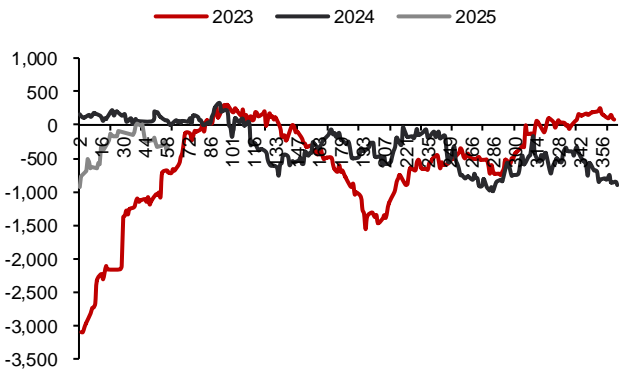
数据来源: 钢联数据 华泰期货研究院

图 20: 广东区域豆-棕油价差 | 单位: 元/吨



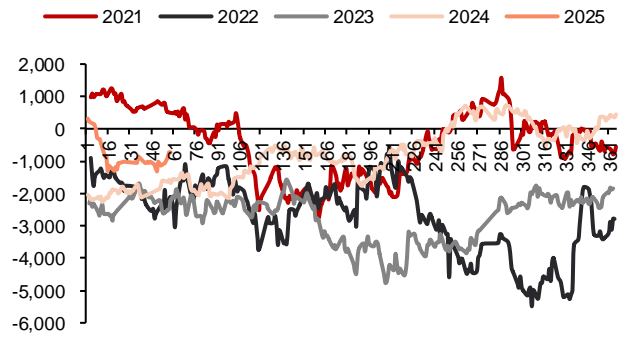
数据来源: 钢联数据 华泰期货研究院

图 21: 广东区域豆-菜油价差 | 单位: 元/吨



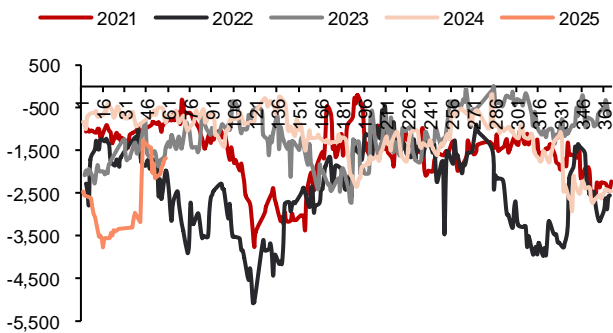
数据来源: 钢联数据 华泰期货研究院

图 22: 菜油进口盘面利润 | 单位: 元/吨



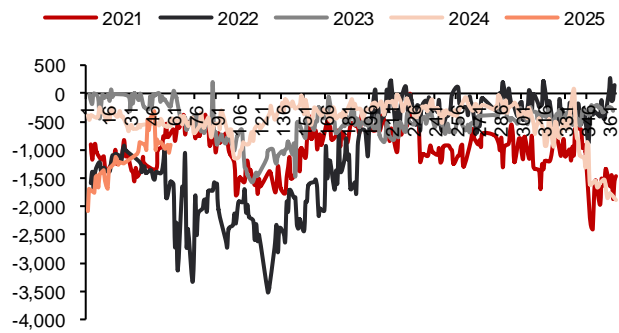
数据来源: 钢联数据 华泰期货研究院

图 23: 豆油进口盘面利润 (阿根廷) | 单位: 元/吨



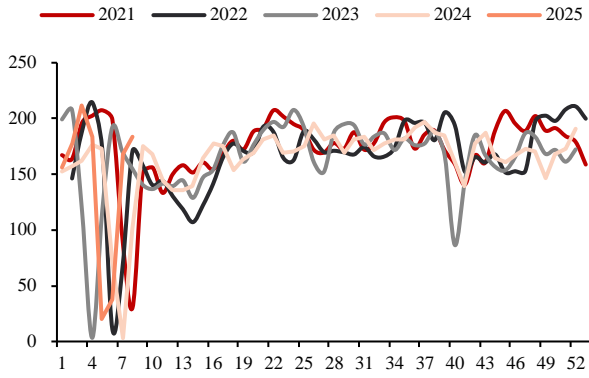
数据来源: 钢联数据 华泰期货研究院

图 24: 棕榈油进口盘面利润 | 单位: 元/吨



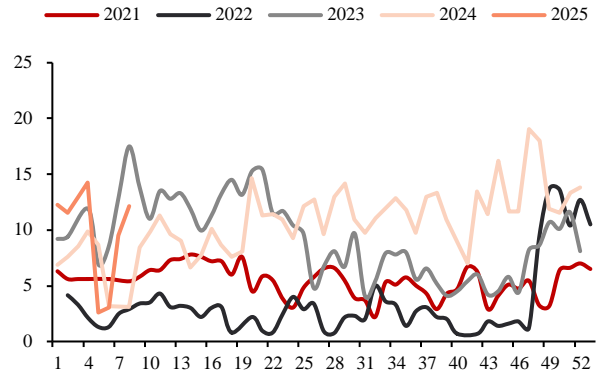
数据来源: 钢联数据 华泰期货研究院

图 25: 中国大豆周度压榨量 | 单位: 万吨



数据来源: 钢联数据 华泰期货研究院

图 26: 中国菜籽周度压榨量 | 单位: 万吨



数据来源: 钢联数据 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com