



## 油脂策略推荐：油脂市场政策风险加大，三大油脂分化

2024年11月29日

上海中期期货研究所  
农产品研发团队

### 趋势观点：

11月份三大油脂表现分化，棕榈油高位震荡加剧，豆油和菜油有所走弱。11月份棕榈油产量季节性下降，同时随着豆棕价差扩大，棕榈油需求受到抑制，11月份马棕供需两弱，马棕库存下降空间不大，但较往年仍处偏低水平。印尼B40政策即将于2025年1月落地，印尼国内需求增加持续挤压棕榈油出口供应，对棕榈油形成长期支撑。

豆油方面，由于特朗普政府在能源政策方面更加倾向化石能源，美国清洁能源产业政策面临重大转变。在特朗普上一届任期内，美豆油消费发展缓慢，美国豆油生柴需求预期减弱之下，对豆油、菜油、动物油脂以及UCO消费都会是明显的利空，近期美豆油出口销售增加，提高了油脂出口市场供应。

菜油方面，APEC会议期间中加关系出现缓和迹象，菜油风险溢价出现回落。另一方面，特朗普称将对来自加拿大的进口商品征收25%的关税，若关税政策落地，加拿大菜油出口压力将大幅增加。目前国内菜籽供应充裕，油厂开机率较高，菜油库存持续处于高位，而中加贸易关系缓和将使得菜油供应压力将持续释放。

综合来看，目前三大油脂走势存在差异，棕榈油在减产周期、以及印尼B40政策加码背景下呈现偏紧供应格局，同时，目前豆油和菜油供应宽松，且后期面临美生柴需求降低、中加关系缓和以及美国对加拿大加征关税等政策风险。策略上，三大油脂基本面差异矛盾愈发突出，后期走势将进一步分化，油脂板块高位风险加大，整体或维持宽幅震荡走势。

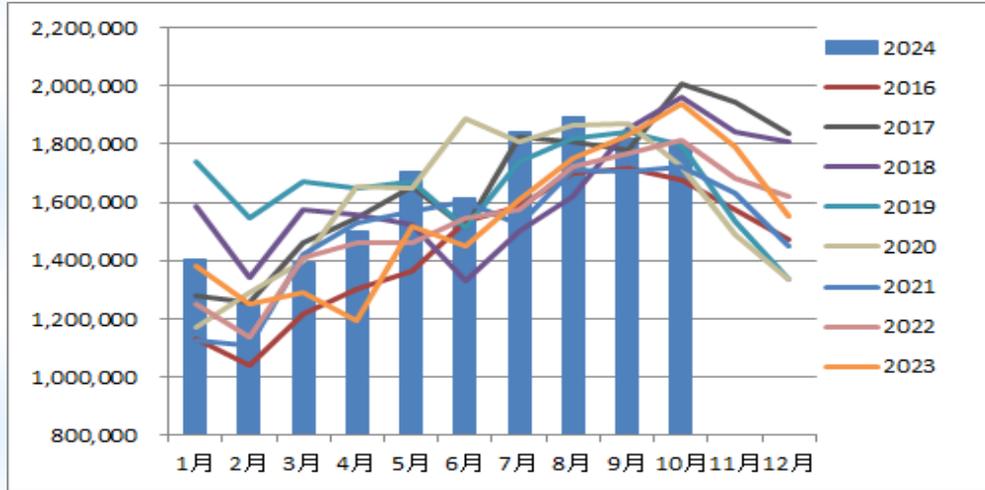
### 风险点：

- (1) 特朗普政府生柴政策仍有不确定性，关注美生柴政策导向及产能变化。
- (2) 特朗普称将对来自加拿大的进口商品征收25%的关税，美国和加拿大贸易关系风险上升，关注政策落地情况。

## 影响因素分析

### 一、11月份马棕产量下降，价差扩大对棕榈油出口形成抑制

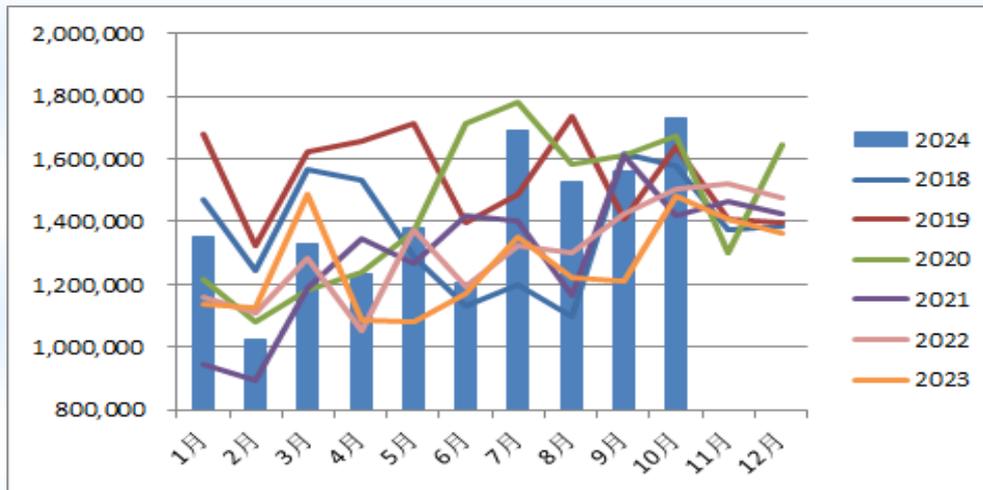
图 1：马来西亚棕榈油月度产量（单位：吨）



数据来源：MPOB，上海中期

产量端来看，今年以来，马来棕榈油产量较上年温和增长，1-10月马棕产量累计1623万吨，较上年同期增102万吨，但8月份马来棕榈油产量拐点提前显现，9、10月份马棕产量延续环比下降，MPOB报告显示10月份马棕产量为179.7万吨，环比下降1.35%，同比下降7.22%。11月份棕榈油进入减产周期，马棕产量小幅下降，SPPOMA数据显示，11月1-25日马棕产量较上月同期减3.24%。

图 2：马来西亚棕榈油月度出口量（单位：吨）

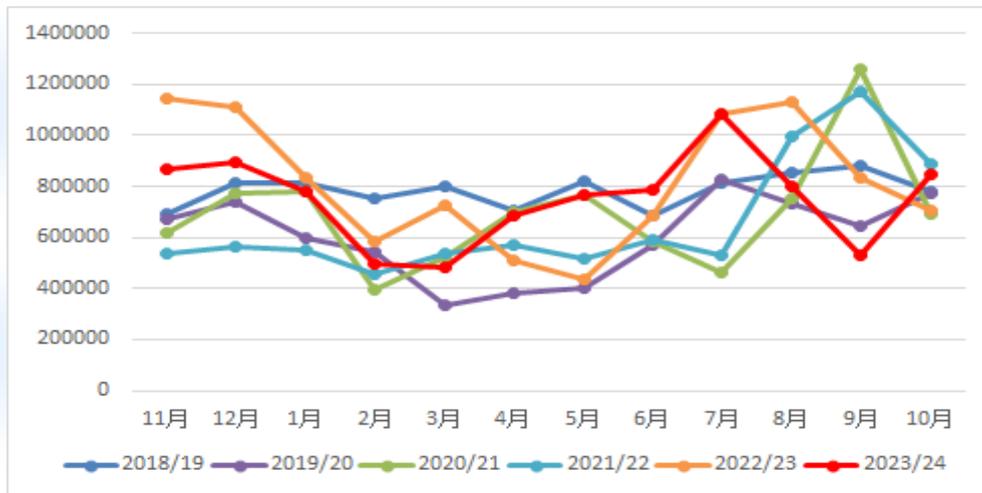


数据来源：MPOB，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告仅供，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

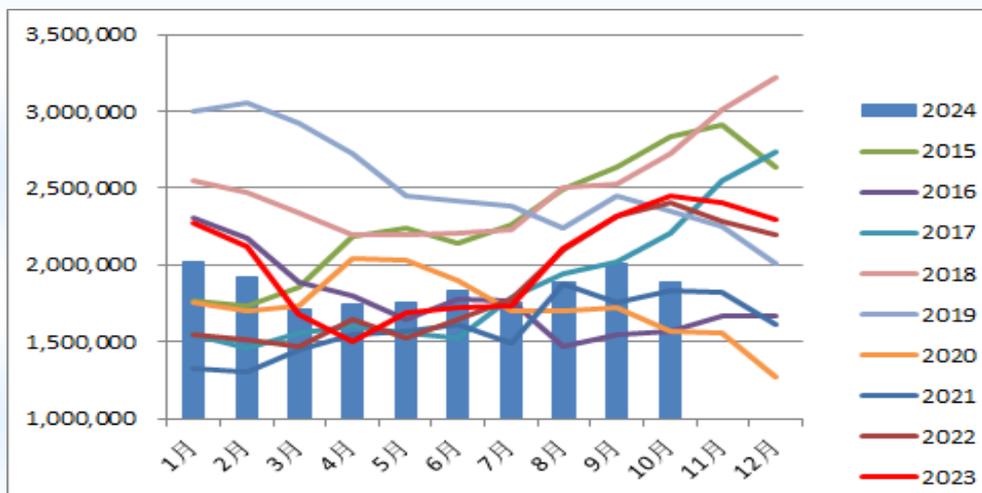
图 3：印度棕榈油月度进口量（单位：吨）



数据来源：SEA，上海中期

出口方面，10 月份马来棕榈油出口表现强劲，MPOB 报告显示，10 月份马棕出口量为 173.2 万吨，环比上升 11.07%，同比上升 17.00%。10 月末印度排灯节前油脂进口需求上升，10 月份印度 5 种植物油总进口增至 143 万吨，环比增加 37 万吨，其中，棕榈油进口 85 万吨，环比增加 3 万吨，葵花油进口 24 万吨，环比增加 9 万吨，豆油进口 34 万吨，环比减少 4 万吨。但是，排灯节过后印度油脂消费支撑减弱，同时随着豆棕价差扩大，棕榈油需求受到抑制，11 月份马棕出口回落，ITS/Amspec 数据分别显示 11 月 1-25 日马棕出口较上月同期减少 9.2%/8.2%。

图 4：马来西亚棕榈油月末库存（单位：吨）



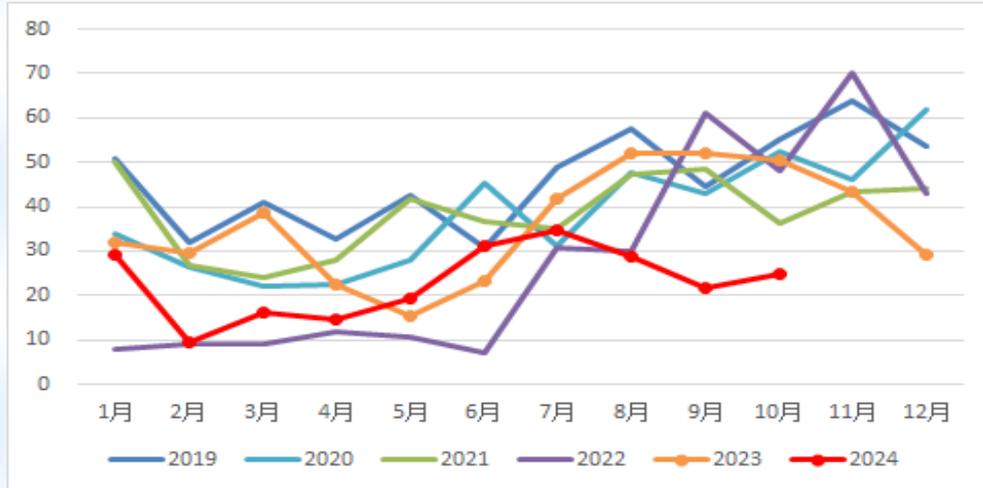
数据来源：MPOB，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告仅供，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

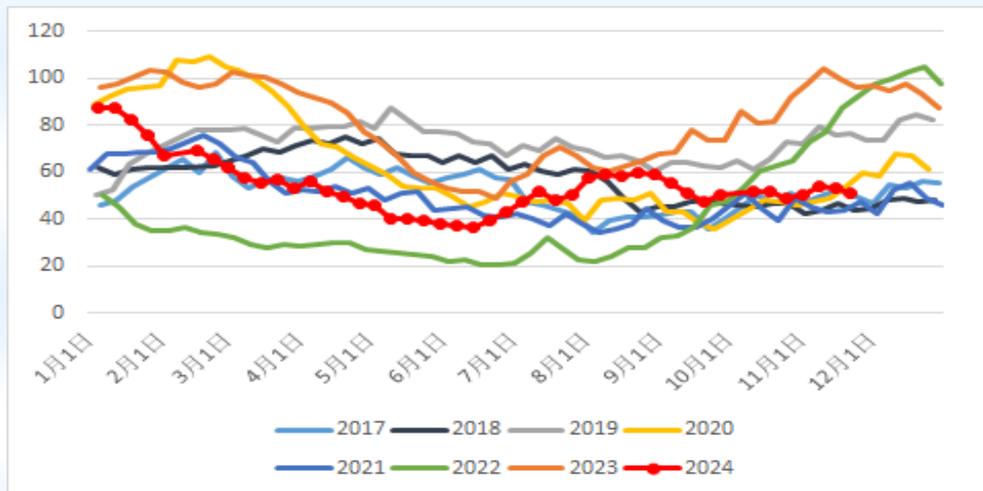
库存方面，随着9、10月份马棕产量环比下降，叠加出口表现偏强，10月份马棕库存止升转降，MPOB报告显示，截至10月底，马棕库存为1884597吨，环比下降6.32%，同比下降22.96%，库存水平相较往年处于偏低。11月份马棕供需两弱，马棕库存下降空间不大，但较往年仍处偏低水平。

图5：国内棕榈油月度进口量（单位：万吨）



数据来源：我的农产品网，上海中期

图6：国内棕榈油周度库存（单位：万吨）



数据来源：我的农产品网，上海中期

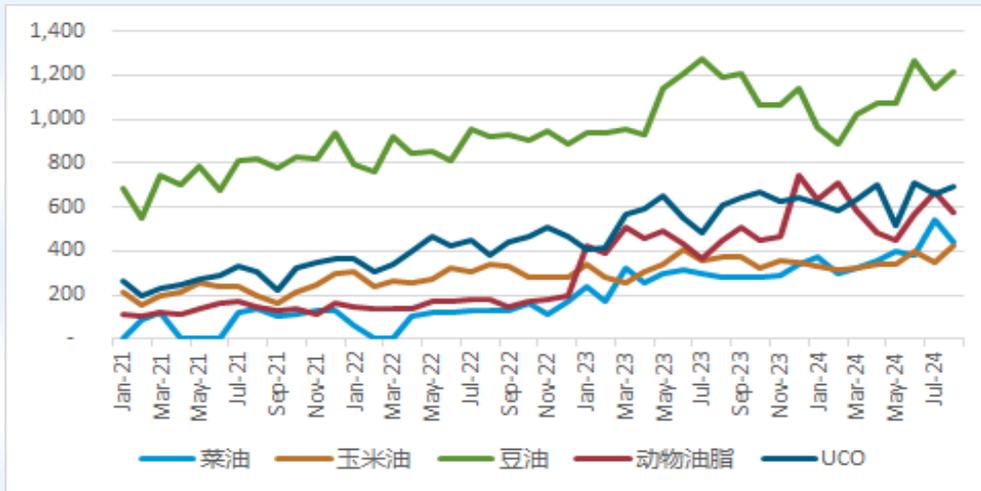
国内方面，随着棕榈油进口利润下滑，加之产地棕榈油供应偏紧，在8-10月份传统棕榈油进口高峰期，棕榈油进口量反季节性走低，10月份棕榈油进口量为24.75万吨，环比上升3.09万吨，同比下降25.89万吨。另一方面，豆棕价差深度倒挂对棕榈油消费形成明显抑制，棕榈油现货成交表现清淡，库存持续维持50万吨上下水平，截至11月22日当周，国内棕榈油库存为50.79万吨，环比减少4.37%，同比减少49.21%。11-12月份棕榈油供需两弱，月度到港预估在25万吨上下，下游消费难见起色，供应和需求基本维持平衡。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告仅供，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

## 二、特朗普政府生柴政策生变，潜在利空油脂消费

图 7：美生物燃料原料投料用量（单位：百万磅/月）



数据来源：EIA，上海中期

图 8：美豆油工业用量及增速(单位：万吨)

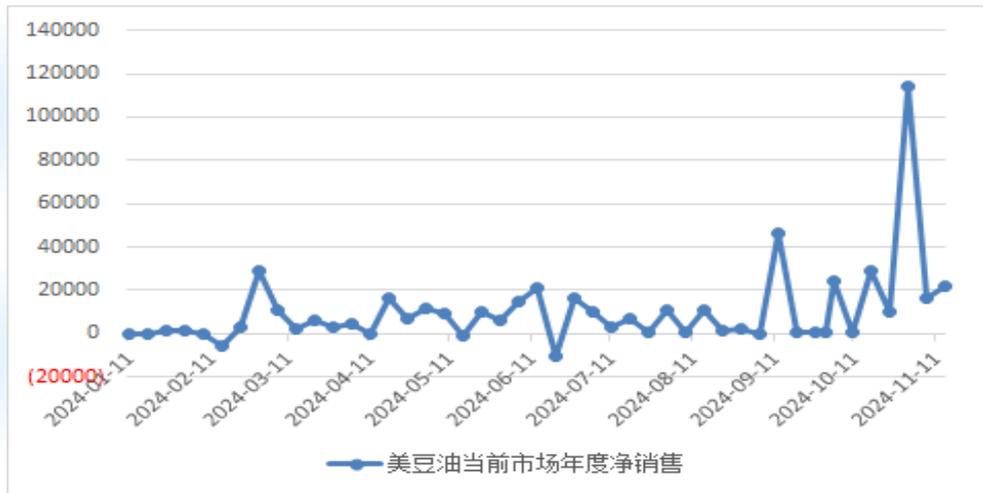


数据来源：USDA，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告仅供，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

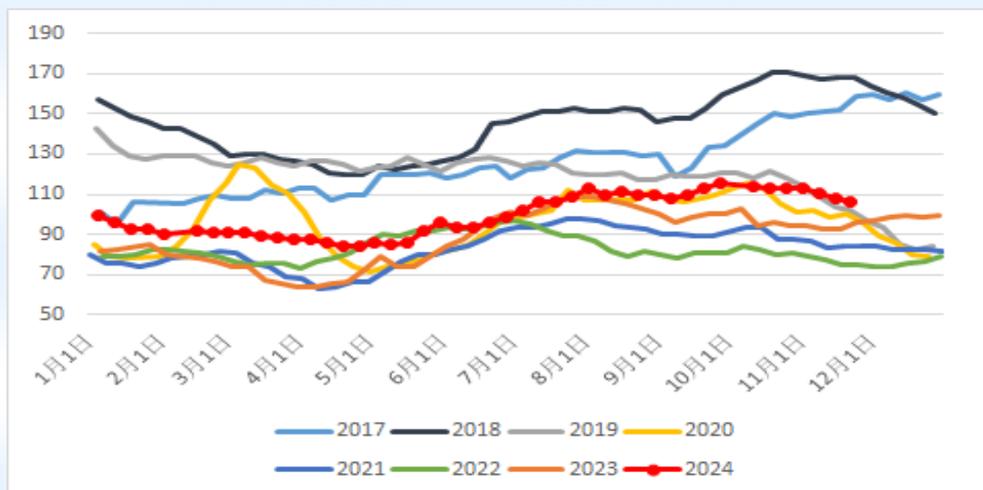
图 9：美豆油当前市场年度净销售（单位：吨）



数据来源：USDA，上海中期

由于特朗普政府在能源政策方面更加倾向化石能源，美国清洁能源产业政策面临重大转变。在特朗普上一届任期内，美豆油消费发展缓慢，而拜登执政期间，在清洁空气法规以及《通胀削减法案》等补贴政策支持下，以豆油、动物油脂以及 UCO 为原料的生柴产量受到明显提振。美国生物燃料加工产能自 2021 年起迅速扩张，2020-2024 年期间，美豆油工业用量由 2020 年的 405 万吨，上升至 2024 年的 635 万吨，菜油进口量由 200 万吨上升至 366 万吨，UCO 出口需求出现快速增长，据海关总署统计数据，2024 年 1-9 月中国对美国 UCO 累计出口量为 95.51 万吨，同比增加 108.13%。但新一届特朗普政府很可能会撤销拜登政府时期的资金支持，在政策转变之下，不但美国豆油的消费受到冲击，而且菜油、动物油脂、UCO 的用量都将出现下滑，这对整个油脂市场来说都会是明显的利空。美国豆油生柴需求预期减弱之下，近期美豆油出口销售增加，9 月 5 日当周至 11 月 14 日期间，美豆油出口销售累计 26.5 万吨，弥补了棕榈油出口紧张局面。

图 10：国内主要粮油企业豆油库存（单位：万吨）



数据来源：我的农产品网，上海中期

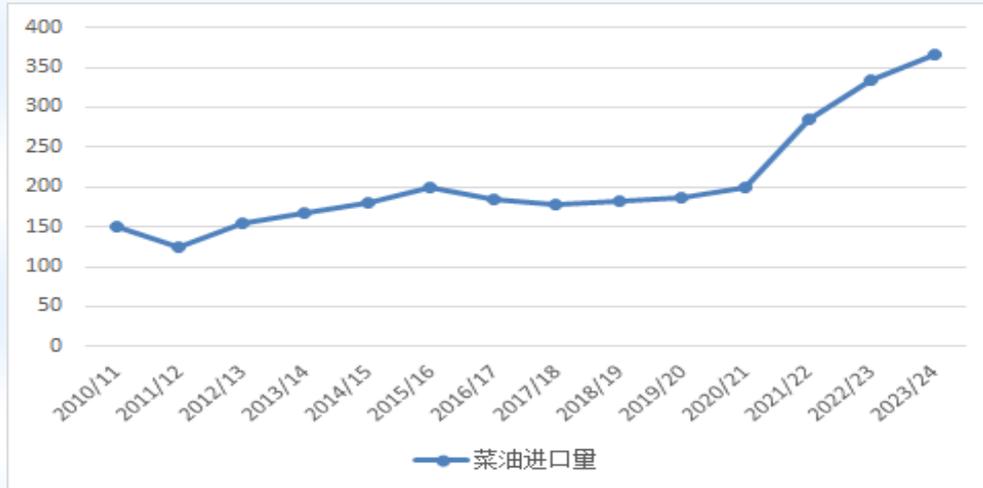
风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告仅供，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

国内方面，11月份进口大豆受海关检测时间延长影响，部分沿海地区大豆卸船推迟，油厂开机率有所下降，而豆油消费表现持续不佳，豆油库存降速依然缓慢，截至11月22日当周，国内豆油库存为106.59万吨，环比减少1.13%，同比增加15.48%。12月份随着大豆到港增加，油厂开机率或有所恢复，同时，近期豆菜油价差降至低位，对豆油消费形成抑制，豆油现货供需表现依然偏弱。

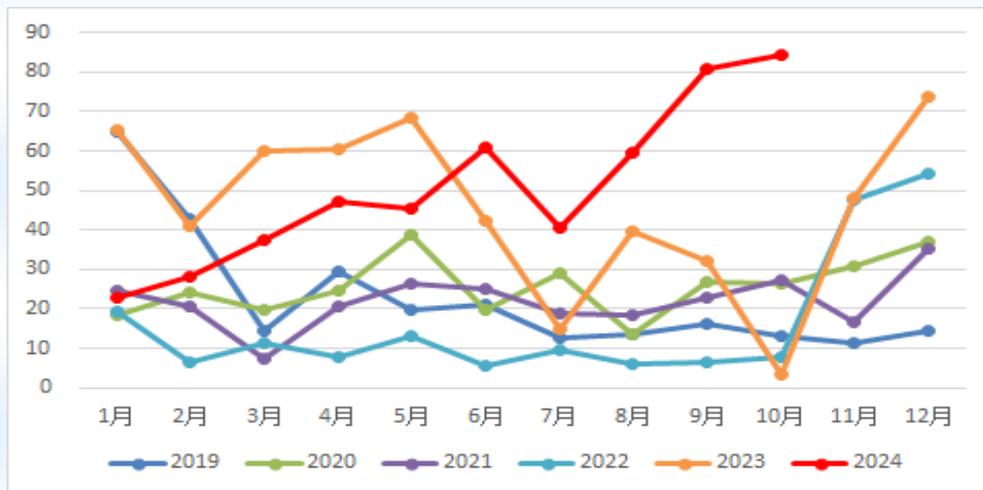
### 三、中加关系改善，美关税政策影响或加菜油出口

图 11：美国菜油进口量（单位：万吨）



数据来源：USDA，上海中期

图 12：中国油菜籽月度进口量（单位：万吨）

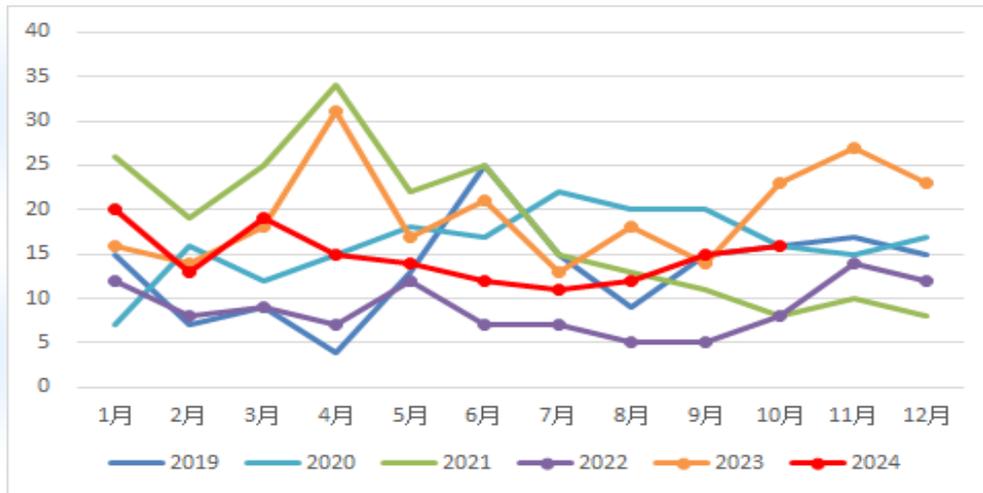


数据来源：我的农产品网，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

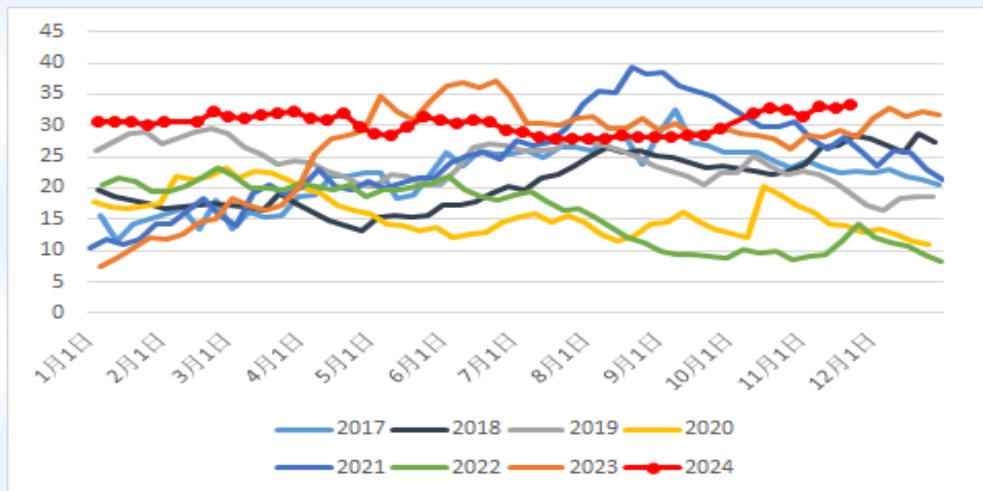
免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告仅供，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 13: 中国菜籽油月度进口量 (单位: 万吨)



数据来源: 我的农产品网, 上海中期

图 14: 华东地区菜油库存 (单位: 万吨)



数据来源: 我的农产品网, 上海中期

菜油方面, APEC 会议期间中加关系出现缓和迹象, 11 月 16 日, 中国商务部部长与加拿大贸易部长会面, 在 21 日举行的新闻发布会上, 商务部新闻发言人称中国积极推进加入《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》(CPTPP), 中加经贸关系迎来改善预期, 菜油风险溢价出现回落。另一方面, 特朗普 11 月 25 日在社交媒体发文, 称将对来自加拿大和墨西哥的进口商品征收 25% 的关税。由于 2022 年美国环保署 (EPA) 批准将菜籽油用作生物燃料生产的原料, 推动了近年来美国菜油进口量大幅增加, 根据加拿大油籽加工商协会 (COPA) 数据, 2023 年加拿大菜籽油出口量 326 万吨, 其中出口至美国 296 万吨, 美国在加拿大菜籽油出口中的份额从 2021 年的 62% 猛增至 2023 年的 91%, 若美国对加拿大加征关税政策落地, 加拿大菜油出口压力将大幅增加。

从现实角度来看, 目前国内菜籽供应充裕, 10 月我国油菜籽进口 84.3 万吨, 环比增加 3.62 万吨, 同比增加 80.86 万吨。其中, 加拿大进口菜籽占比 99.1%。油厂开机率较高, 菜油库存持续处于高位,

风险提示: 市场有风险, 投资需谨慎

免责声明: 报告观点仅代表作者个人观点, 不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息, 仅供公司内部参考, 并不构成投资建议。投资者据此操作, 风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性, 但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告仅供, 版权均属于上海中期期货股份有限公司, 未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

截至 11 月 22 日，华东主要油厂菜油库存为 33.32 万吨，环比增加 1.62%，同比增加 13.80%。11—12 月进口菜籽、菜粕和菜油的集中到港仍将对国内供应带来较大压力。而中加贸易关系缓和将有助于国内企业增加 2025 年加拿大菜籽进口，菜油供应压力将持续释放。

#### 四、观点及风险提示

综合来看，目前三大油脂走势存在差异，棕榈油在产量减产周期、以及印尼 B40 政策加码支撑下呈现偏紧供应格局，同时，目前豆油和菜油供应宽松，且后期面临美生柴需求降低、中加关系缓和以及美国对加拿大加征关税等政策风险。策略上，三大油脂基本面差异矛盾愈发突出，后期走势将进一步分化，供应矛盾主要集中在棕榈油，豆菜油供应相对充足，油脂板块高位风险加大，整体或维持宽幅震荡走势。

#### 风险点：

- (1) 特朗普政府生柴政策仍有不确定性，关注美生柴政策导向及产能变化。
- (2) 特朗普称将对来自加拿大的进口商品征收 25% 的关税，美国和加拿大贸易关系风险上升，关注政策落地情况。

(执笔:雍恒)

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告仅供，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。