

一、本周行情回顾：传言及消息利空 油脂延续下行

本周国内油脂再度重挫，棕榈油及菜油先后领跌，油脂技术走势进一步转差。短期基本面看 11 月马棕出口不弱，马棕 11 月库存环比预计有所下降。此外，马棕及印尼 12 月棕榈油出口税已经或即将不同程度上调，产地出口成本将进一步抬升。产地近端基本面暂无明确利空。

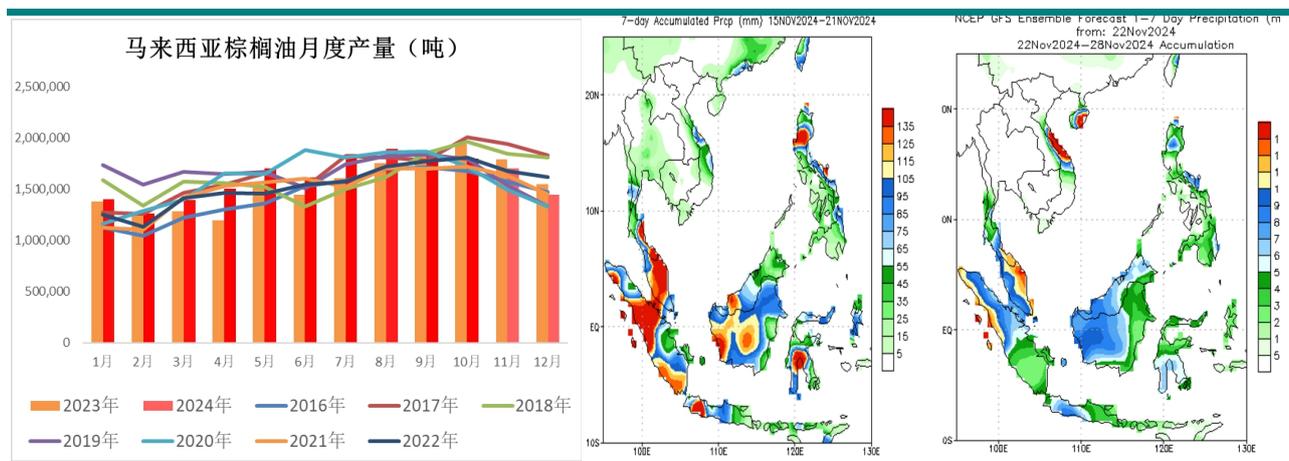
围绕印尼 B40 计划是否延迟或分阶段实施的传言，本周仍是扰动油脂市场参与者情绪的主要因素。虽然 B40 利空传言再度被澄清，但近日或是印尼探讨生柴补贴资金的窗口期，政策风险依旧存在。此外，本周四国内菜油、菜粕增仓大跌，消息显示中国近期积极申请加入 CPTPP，2024 年 CPTPP 委员会主席国为加拿大，中加经贸关系或迎来调整契机，中国对进口加拿大菜籽反倾销调查措施的出台可能要暂时搁置。由于近期国内菜籽为避免政策风险大量提前到港，供需现实压力很大。

综合来看，移仓换月、高价多头获利平仓、市场对印尼 B40 及相关政策的疑虑丛生、中国进口加拿大菜籽的政策风险暂时消减，是近期油脂盘面进一步下跌重要原因。

二、马来棕榈油：11 月库存环比预计下降

产量：11 月上半月棕榈油产地降雨偏少，11 月中旬开始降雨显著增加，未来 1-2 周降雨依旧较多，产地雨季特征逐渐体现。近几年 11 月马棕产量相比 10 月通常有 6-15% 的环比减幅。由于上半月降雨偏少，11 月马棕产量环比减幅可能较小，环比或许减 5-8%。

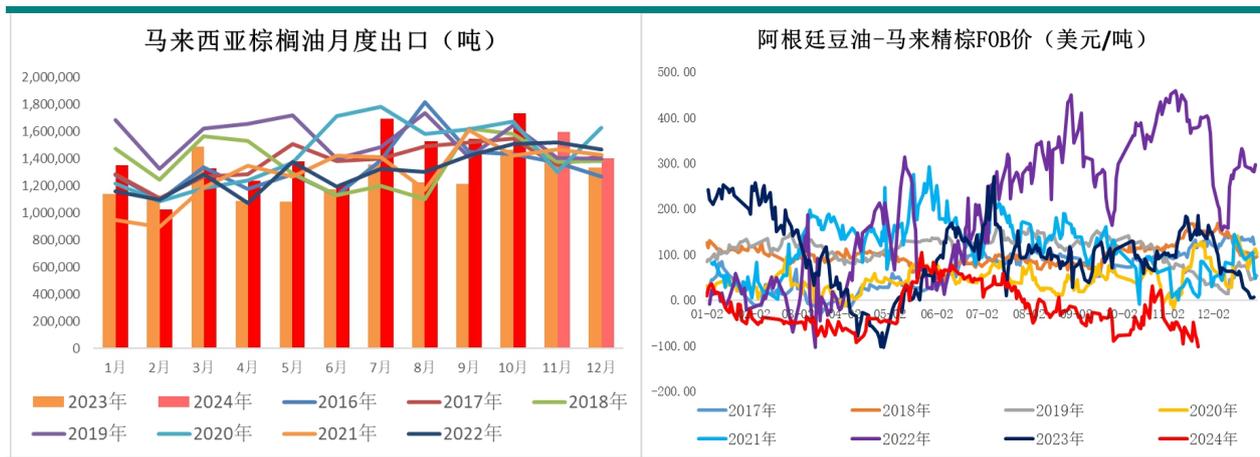
图 1：马棕月度产量、本周及下周预报降雨



来源：MPOB，CPC，新湖期货研究所

出口：由于印度进口环比减少，加上高价导致进口利润进一步转差，11月马棕出口环比减少。船运机构显示11月1-20日马来棕榈油相关制品出口环比减少2-5%，出口船运量的环比减幅继续缩窄。相比往年季节性变化规律而言，11月出口并不算弱。

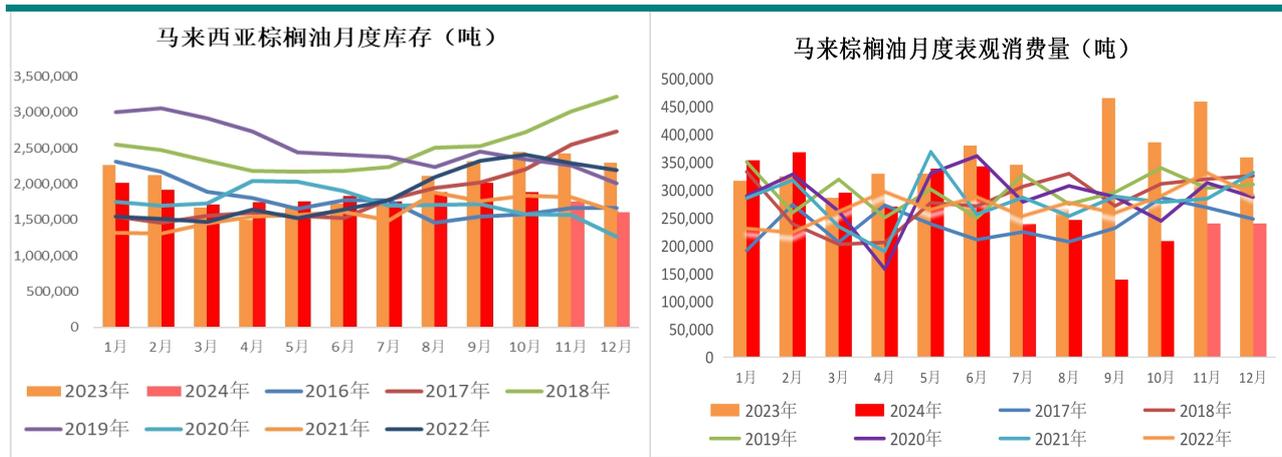
图2：马棕月度出口及国际豆棕价差



来源：MPOB，同花顺，新湖期货研究所

库存：目前机构预估显示，11月马棕库存料将继续下降，或降至175-180万吨区间。中期产量及出口趋势看，马棕库存预计继续下降。明年2-3月印度斋月需求支撑下，供需紧张程度将进一步加剧。

图3：马棕月度库存及表需



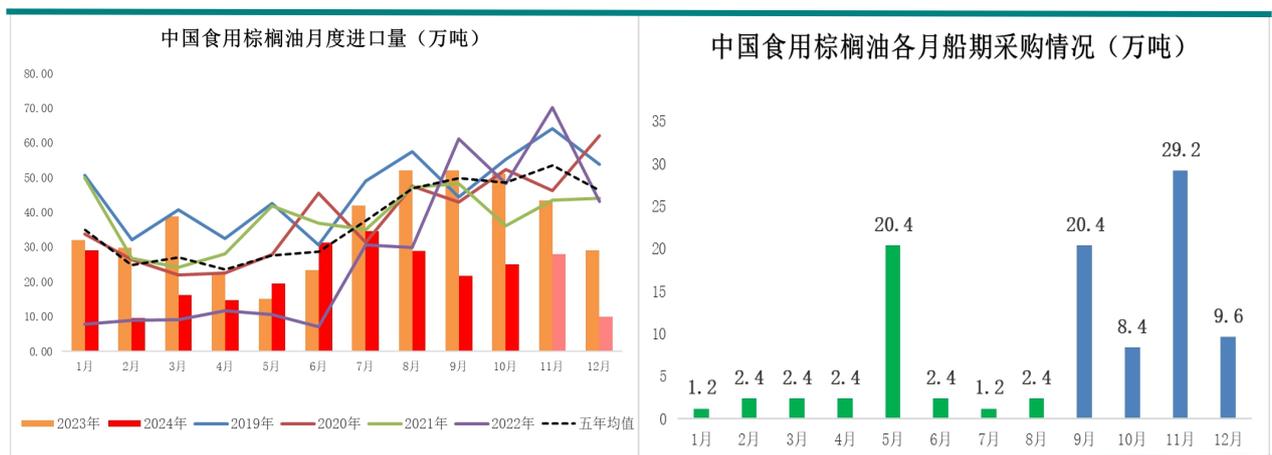
来源：MPOB，新湖期货研究所

三、国内棕榈油:进口利润始终很差 进口偏少局面难改

进口：本周，海关总署数据显示，10月国内食用棕榈油实际进口量24.8万吨，环比增长14.26%，同比下降51.33%。10月实际棕榈油到港量超出我们预期。

近几个月国内棕榈油进口利润始终非常差，本周国内各月份 24 度棕榈油进口套盘利润在-500 到-1200 元/吨区间，2-3 月船期进口利润始终是最差的，这也符合 2-3 月产地供需最紧的预期。国内 12 月船期国内采购量不及 10 万吨，1-4 月各月船期采购量不及 3 万吨左。

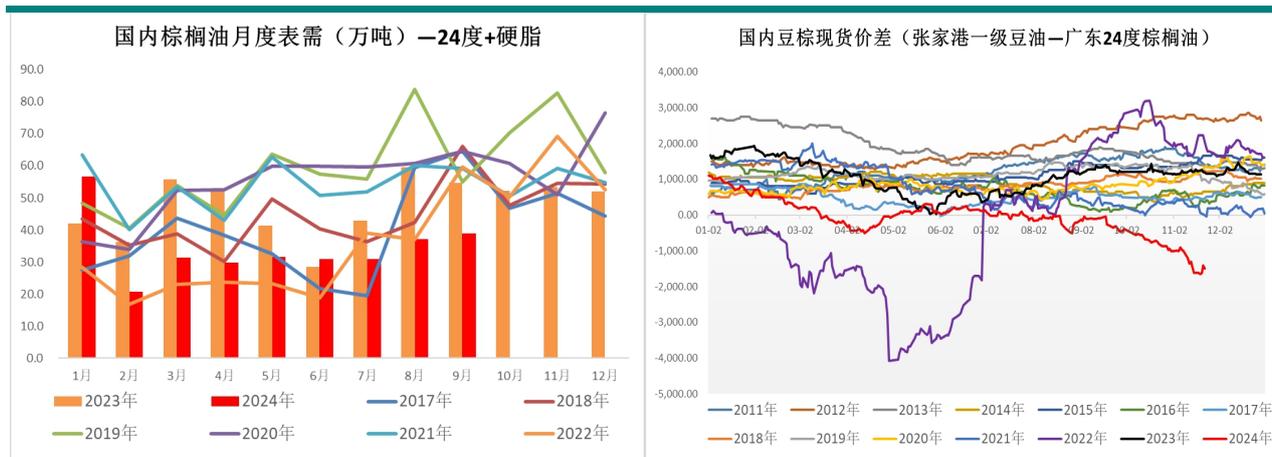
图 4：国内食用棕榈油月度进口量及不同船期月份采购数量



来源：海关，新湖期货研究所

消费：本周国内豆棕沿海现货价差止跌回升至负的 1350-1450 元/吨。国内棕榈油仍是食品行业刚需为主。国内食用棕榈油月度刚需预计 20 万吨左右，极端情况可降低至每月 15-18 万吨。

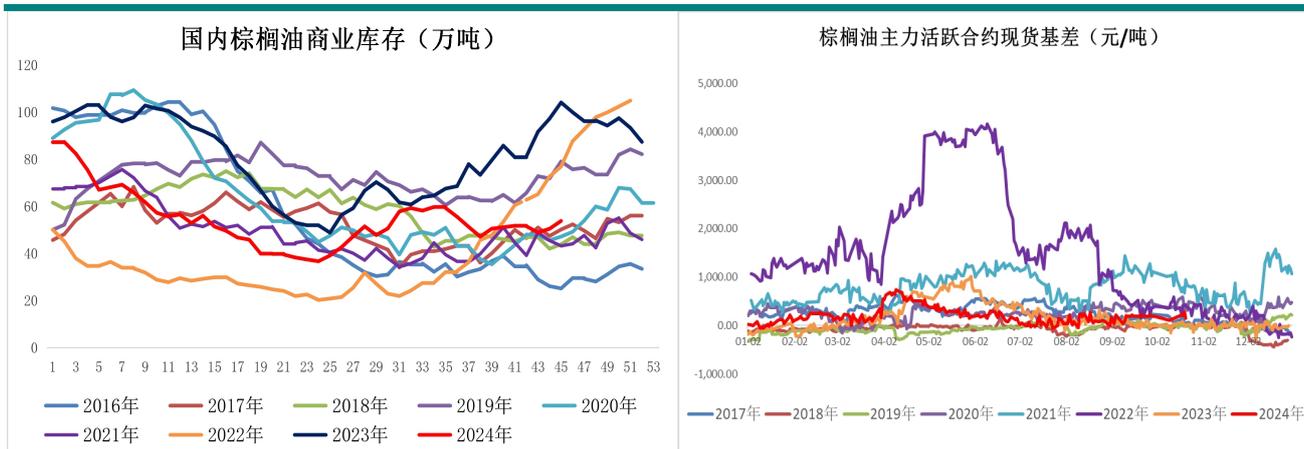
图 5：国内棕榈油月度表需及豆棕现货价差走势



来源：同花顺，新湖期货研究所

库存：据 Mysteel 调研显示，截至 2024 年 11 月 15 日，全国重点地区棕榈油商业库存 53.11 万吨，环比上周减少 0.77 万吨。近期库存持稳，库存水平偏中性。11 月船期国内食用棕榈油采购量预计较多，中期库存可能震荡。

图 6：国内棕榈油库存及现货基差



来源：MYSTEEL，同花顺，新湖期货研究所

豆棕价差：本周油脂板块继续下跌，棕榈油一度领跌，豆棕价差低位止跌反弹。目前看棕榈油产地中长期上涨逻辑并未改变。获利平仓、多头移仓及利空传言导致的谨慎情绪消退后，棕榈油 2505 可能仍有回升机会。此外，巴西新作大豆增产在售价上预计尚未充分体现，豆棕价差反弹后可能会再度回落。操作上，短期部分空单考虑止盈。

菜棕价差：本周四消息触发，国内菜系品种价格重挫，菜棕价差再度回落，短期小反弹未能持续，菜棕 2501 价差跌至-600 元/吨一线。中短期，反倾销政策风险暂时消除，国内进口菜油近端供需压力显著。若后期暂无关于印尼 B40 利空的政策变化，菜棕价差仍是下跌驱动为主。

图 7：豆棕及菜棕 2501 价差



来源：同花顺，新湖期货研究所

P15 价差：由于国际棕榈油产地近远月供需存在差异，产地 15 价差扩大支撑连棕 15 价差前期持续强势。国内 12 月船期采购量较少，也一定程度支撑 P15。由于产地近远月报价及销售已持续很长时间，供需逻辑已体现在价格中，P15 价差继续走强空间预计很有限。

此外，虽然国内 12 月船期采购量很少，但国内库存水平仍偏中性、11 月船期采购较多、现货基差始终处于很低水平。临近交割月，P2501 合约收基差行情驱动的盘面上涨应该概率不大。由于产地及国内 1-3 月供需紧张，P59 价差维持回调做多思路。

图 8：P15 及 P59



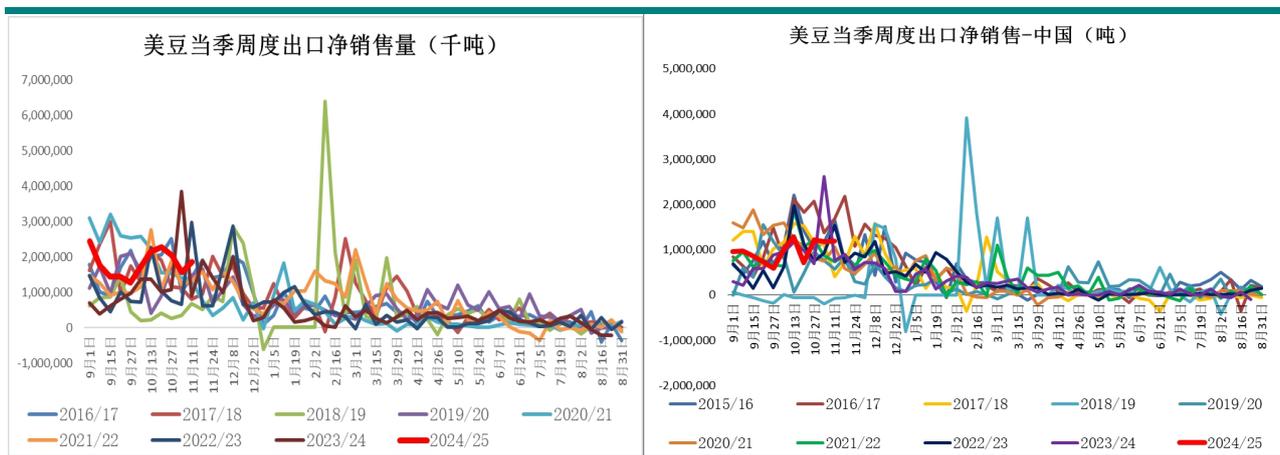
来源：同花顺，新湖期货研究所

四、大豆及国内豆油

1、美国大豆：出口仍需加速

近期，美豆周度出口销售量有所回落，但对中国出口暂时平稳。美豆 24/25 年度累计出口销售进度 64%，五年均值 67%，前两年度同期的销售进度分别是 70%、65%。美豆出口销售速度已在回升。但新作美豆产量同比预计增加 7%，1 月开始巴西大豆增产后的出口压力将显现，美豆出口销售仍存较大压力，需要进一步加速出口。

图 9：美豆当季累计出口销售量及周度出口销售至中国

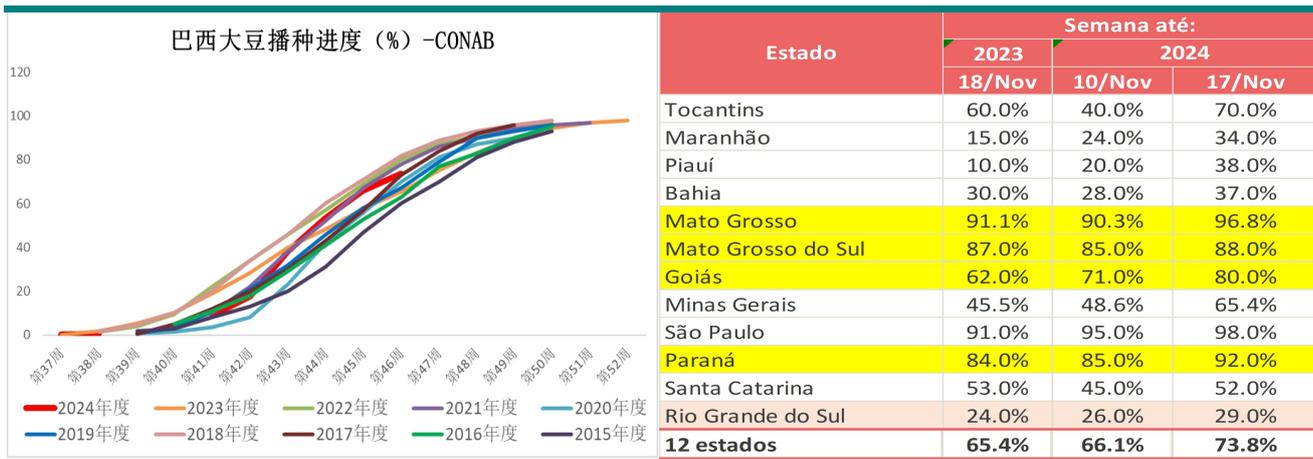


来源：USDA，新湖期货研究所

2、南美大豆：播种进度继续偏快

由于降雨条件较好，巴西大豆播种进度同比仍快。巴西国家商品供应公司 (Conab) 周度报告显示，截至 2024 年 11 月 17 日，巴西 2024/25 年度大豆种植率 73.8%，前一周 66.1%，去年同期 65.4%。除南里奥格兰德州地理位置决定播种开始较晚外，其余主产州播种进度在 80-97%，均快于去年同期。

图 10：巴西大豆播种进度

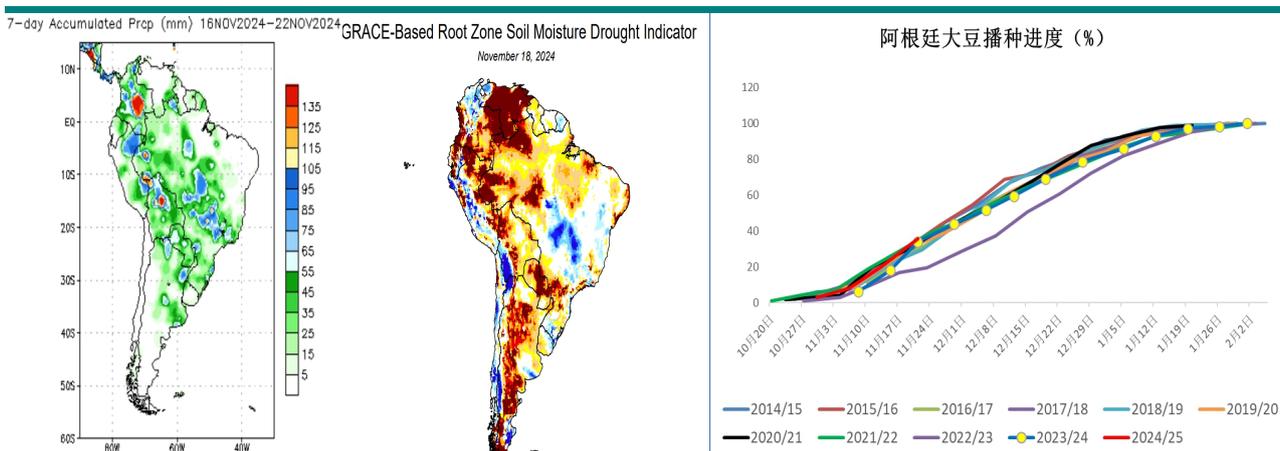


来源：CONAB，新湖期货研究所

布宜诺斯艾利斯谷物交易周度报告显示，阿根廷 2024/25 年度大豆播种工作迅速推进，截止 11 月 21 日播种进度 35.8%，较前一周加快 16 个百分点，播种进度相比往年同期明显偏快。

从新作播种进度及预估面积看，巴西及阿根廷大豆同比增产预期无忧。继续关注降雨变化。

图 11：南美过去一周降雨及墒情，下周预报降雨及阿根廷大豆播种进度



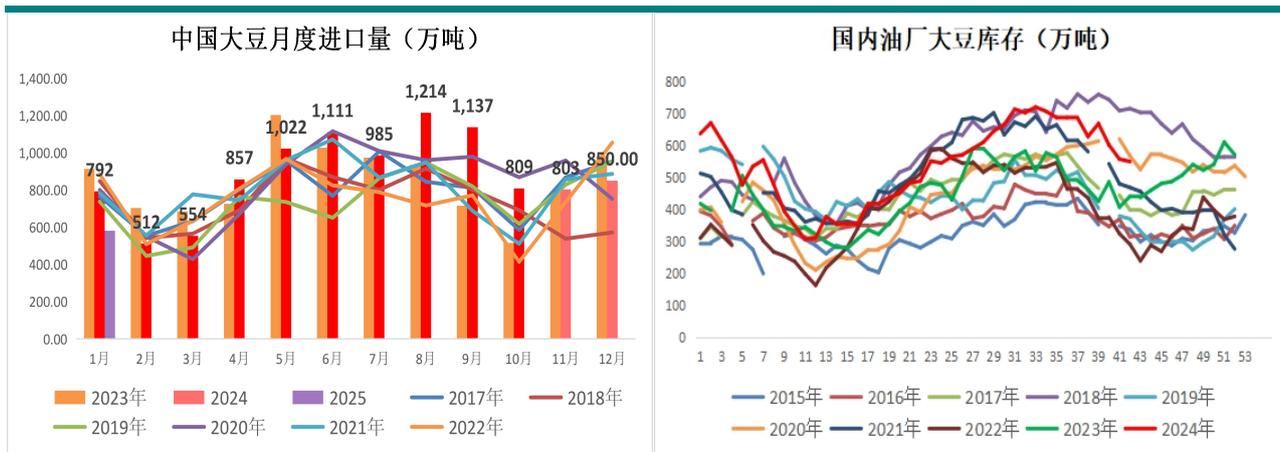
来源：CPC，谷物交易所，新湖期货研究所

3、国内大豆及豆油：中期大豆采购偏低，豆油库存季节性下降

大豆进口：近期中国对 12 月船期大豆采购量继续增加。机构数据显示，截止上周 12 月船期大豆中国采购进度 74%，约 440 万吨，1 月船期采购进度 20%，1 月计划采购 580 万吨，已采 112 万吨。

根据 MYSTEEL 统计，2024 年 11 月国内大豆预估到港 802.75 万吨，12 月预估进口 850 万吨，2025 年 1 月预估进口 580 万吨。11 月-2/3 月国内大豆进口量预期偏低。

图 12：中国大豆月度进口量及油厂大豆库存



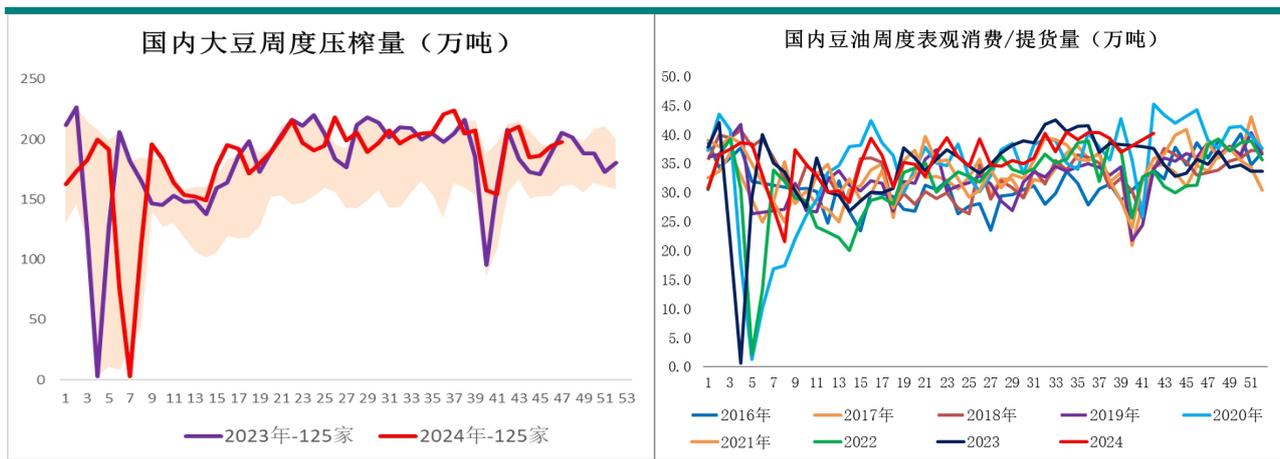
来源：海关，MYSTEEL，新湖期货研究所

压榨：MYSTEEL 调查显示，本周国内 125 家样本油厂大豆实际压榨量 197.44 万吨，开机率为 56%。近期港口检验对大豆卸货及进厂的影响减弱。

需求：本周国内散装豆油成交量 6.57 万吨，环比上周 7.47 万吨有所下降。11 月是国内豆油需求相对淡季，近期成交量一般。

盘面价格虽然下跌，但华东一级豆油现货报 01+220 元/吨，现货基差小涨，现价跌幅小于期价。

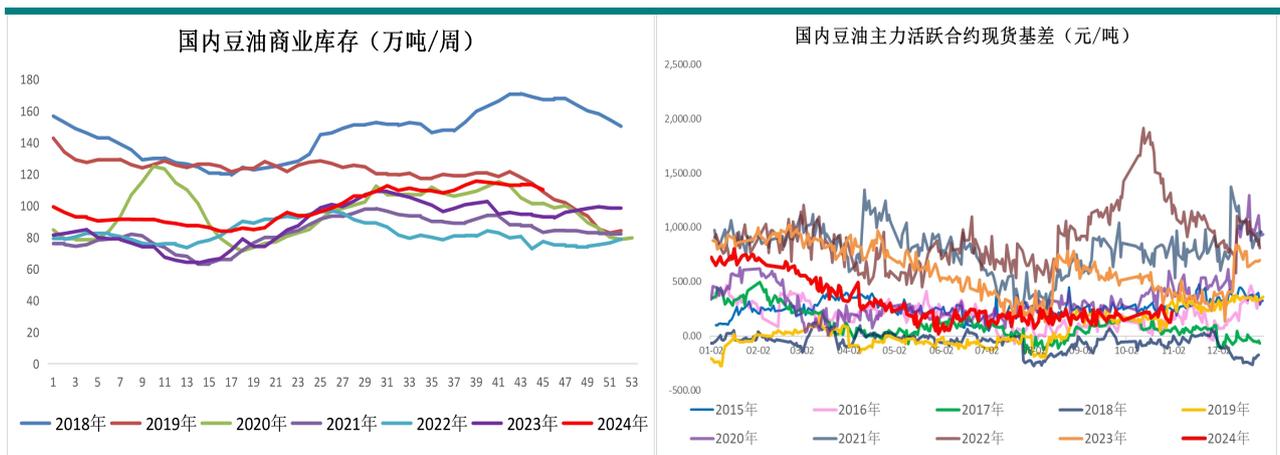
图 13: 国内大豆周度压榨量及周度表需



来源: MYSTEEL, 新湖期货研究所

库存:据 Mysteel 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,环比上周减少 2.31 万吨,降幅 2.10%。近期豆油库存已开始季节性回落。中期国内大豆预估到港量偏低、12-1 月油脂消费旺季来临,豆油进入降库周期。

图 14: 全国豆油商业库存及现货基差



来源: MYSTEEL, 新湖期货研究所

油粕比:本周,国内油粕价格均显著下跌,油粕比震荡。国际大豆供需压力、国际棕榈油高价回落预期已在兑现。12-1 月船期国内大豆采购量偏低、国际棕榈油进入高位动荡期,油粕比短期延续震荡。2025 年 1 月之后,随着巴西新作大豆增产进一步明确、印度开斋节备货开启,油粕比可能再度走强。

图 15：豆系油粕比



来源：同花顺，新湖期货研究所

五、后市展望

棕榈油：中短期产地基本面并无明确利空，边际变化甚至是偏多的。如：马棕 11 月库存将如期下降、11-12 月印尼及马来棕油不同程度上调出口关税。但盘面前期交易的是预期，近期围绕印尼 B40 能否正常实施，传言频频，令短期盘面高位重挫。此外，多头获利平仓、01 合约资金移仓换月、国内商品整体下跌的市场环境，也是下跌的助推因素。整体来看，棕榈油前期的交易逻辑目前并未实质性改变，本轮大跌企稳、技术走势修复后，P2505 合约可能仍有走强驱动。继续关注印尼生柴相关政策预期及产地出口库存的变化。操作上，前期多单全部止盈后暂时观望，等待低位波段做多时机，豆棕价差低位部分止盈。

豆油：短期 CBOT 大豆再度下跌，低位大区间下沿即将跌破。因国际大豆供需压力及美元短期进一步走强。近期美豆出口销售量有所回落，南美大豆播种进度及天气条件很好，巴西新作大增产预期逐渐清晰。国内 1 月船期大豆仍在陆续采购中，后期国内豆油因供给不多、需求旺季，库存将季节性回落。豆油自身内外基本面一直没有利多支撑，因此近期回落幅度很大。操作上，暂时观望，等待后期棕榈油再度回升带来的跟盘走强机会，尝试反弹滞涨波段做空。

菜油：为避免政策风险，产地前期加紧发货，国内菜籽到港节奏明显前移，9-10 月国内单月菜籽进口量均在 80 万吨以上，几乎是正常水平的 2 倍。9 月至今沿海菜籽库存显著增加，目前仍在 60 多万吨开始高位。9-10 月国内菜油进口也很充足。因此，近期国内菜油供需压力进一步增加。11 月菜籽到港量预计也不低。上周消息显示，中国近期积极申请加入 CPTPP，中加经贸关系或迎来调整契机，中国对进口加拿大菜籽反倾销调查措施的出台可

能要暂时搁置，政策性风险进一步减弱。国内进口菜油现货供需压力沉重，菜棕价差继续趋弱运行。操作上，反弹滞涨波动做空，关注政策动态，谨防风险。

分析师：

陈燕杰（油脂油料）

执业资格号：F3024535

投资咨询号：Z0012135

电话：021-22155623

E-mail: chenyanjie@xhqh.net.cn

审核人：刘英杰

撰写日期：2024年11月24日

免责声明：

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，投资咨询业务许可证号32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及其观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者投资咨询建议。