一、本周行情回顾：B40 兑现不及预期　棕榈油领跌油脂

本周国内油脂跌幅再度扩大，棕榈油领跌。虽然国内外棕榈油现实基本面依旧供需偏紧，但印尼 B40 生柴执行及兑现显著不及预期，推动本周油脂再度重挫。

12 月 29 日印尼能源与矿产资源部（MEMR）文件显示，25 年 1 月印尼将开始执行 B40。但基于出口 LEVY 的棕榈油种植园基金补贴机制将仅限于公共部门生柴义务。后期每 3 个月有关部门将对 B40 的执行情况进行评估。非公共部门的生柴义务（占比近 52%）并未纳入到出口补贴机制内，这部分生柴掺混义务需要执行机构根据印尼生物柴油价格指数购买生柴来实现。25 年印尼生柴分配总量、公共及非公共生柴义务量的分配比例、B40 过渡期，本周官方文件已发布。非 PSO 部门若无其他机制来降低成本，预计会显著降低未来生产及掺混商的积极性，进而大幅降低非 PSO 部门的生柴消费量。

印尼非公共部门的生柴掺混义务如何推进，或是需求方面潜在大利空。B40 政策的执行，印尼方面将每 3 个月评估一次，仍需继续关注印尼政策的变化。

此外，消息及文件显示，印尼 B40 将存在 1.5-2 个月的过渡期。文件显示，最晚到 25 年的 1 月底，有关企业需要消耗及处理完 B35 生柴库存，最晚到 25 年 2 月底完成 B40 的配套设备准备及调整。

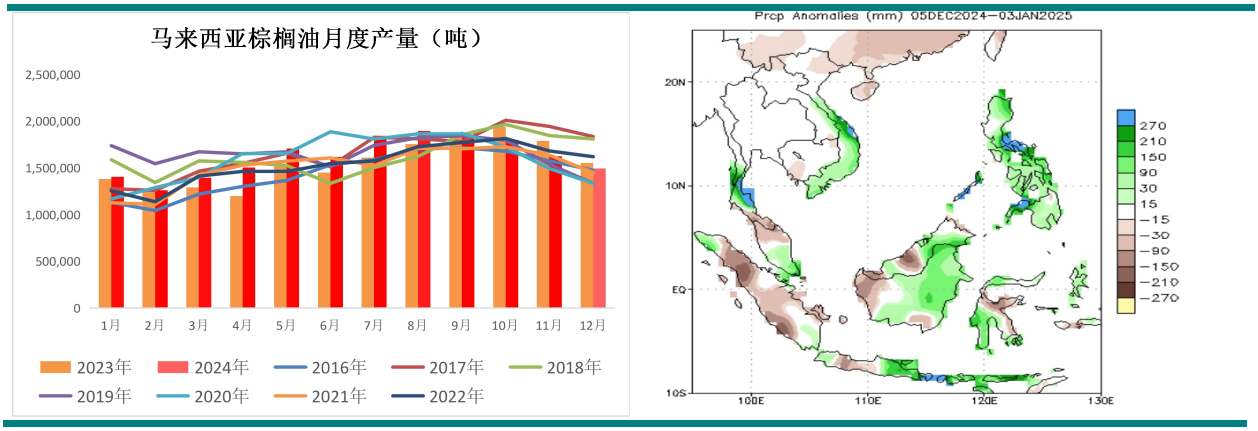
二、马来棕榈油：雨季特征明显 12 月马棕库存预计下降

产量：1 月 10 日，马来西亚棕榈油局（MPOB）即将公布马棕 12 月供需数据。11-12 月棕榈油产地雨季特征明显，12 月马来西亚累计降雨相比 11 月持平。12 月印尼降雨也只是略低于 11 月水平。降雨分布显示，12 月西马南部及沙巴降雨明显偏多。SPPOMA 数据显示，2024 年 12 月西南部棕榈油产量环比下降了 11.87%。

短期关注 MPOA、彭博、路透等机构对马棕 12 月供需数据的预估。预计 12 月马棕产量环比减幅 10%左右。

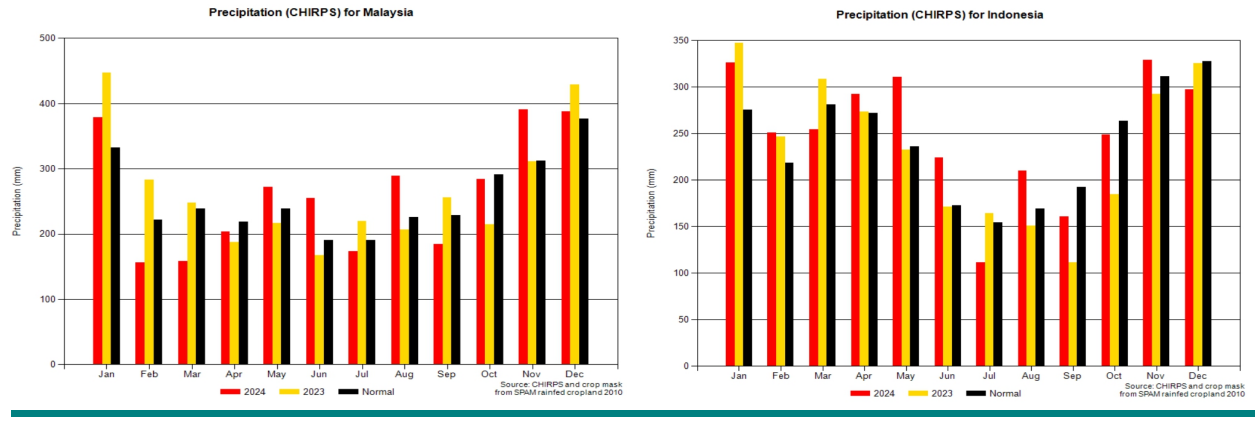
出口：船运机构数据显示，马棕 12 月棕榈油及其相关制品出口环比减少 2.5%、7.8%。出口环比减幅基本符合历史同期季节性规律。由于印度需求环比减弱，加上国际棕榈油价格相比其他油脂不具优势，12 月印度棕榈油进口量仅 50 万吨，环比减少 40%，显著低于历史同期。

图表 1：马棕月度产量及近一个月降雨距平



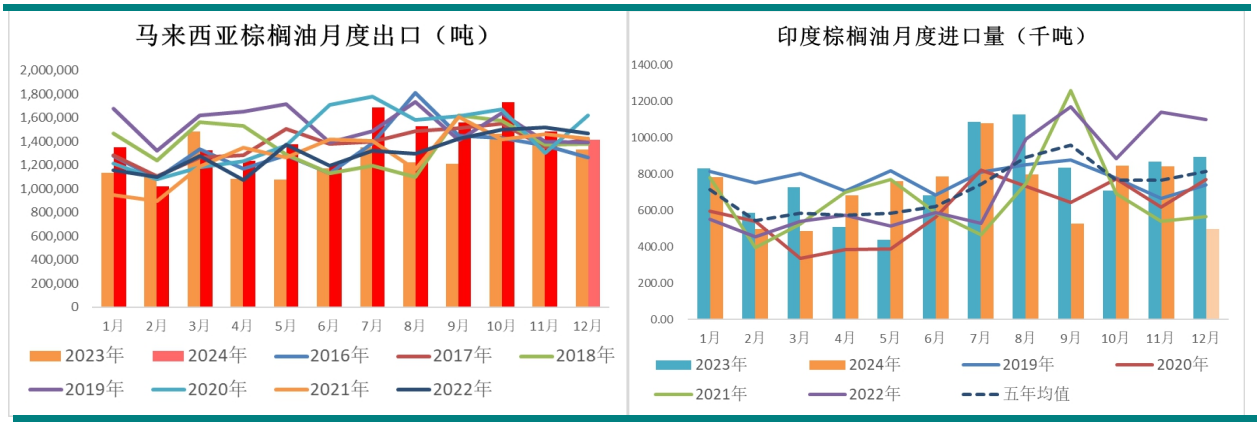
来源：MPOB，CPC，新湖期货研究所

图表 2：马来西亚及印度尼西亚月度降雨



来源：CPC，新湖期货研究所

图表 3：马棕月度出口及印度棕榈油月度进口

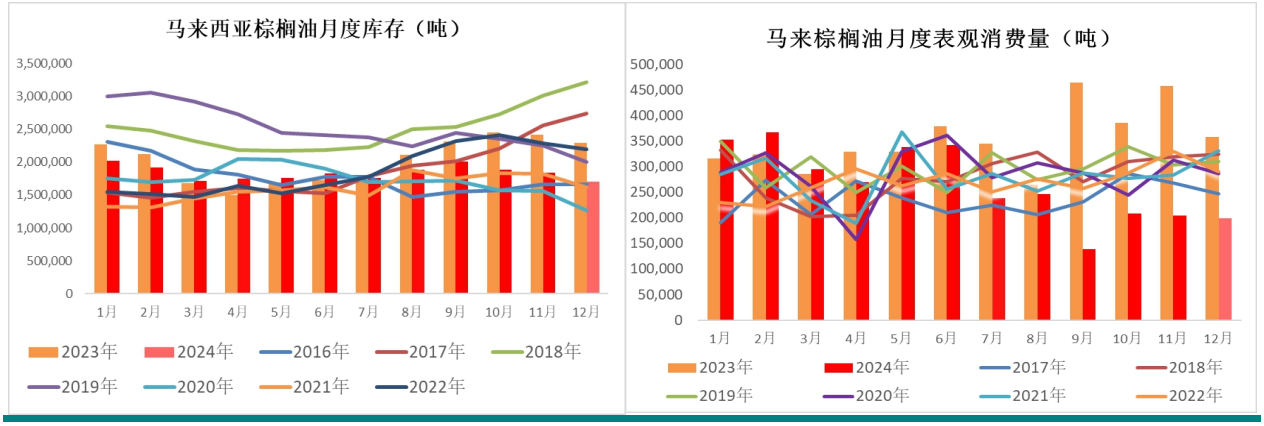


来源：MPOB，SEA，新湖期货研究所

库存：目前机构预估看，12 月马棕库存可能下降到 170 万吨左右，环比或减少 7%，为供需偏紧库存水平。

1 月产地降雨仍高，加上元旦、华人春节等假期因素，1 月马棕产量环比料将减少，库存仍趋下降。1-3 月关注印度开斋节刚需采购情况。

图表 4：马棕月度出口及库存

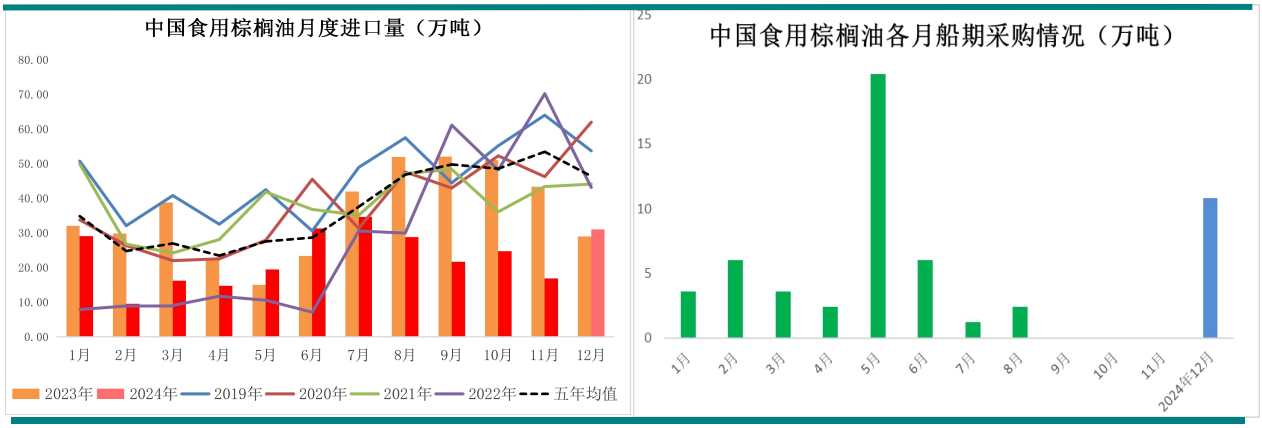


来源：MPOB，新湖期货研究所

三、国内棕榈油:进口利润仍大幅倒挂　中期库存下降

进口：本周国内各月船期棕榈油进口利润持续大幅倒挂。25 年 2-3 月船期套盘进口利润负 1000~1300 元/吨，4-8 月船期利润负 500~700 元/吨。近期国内零星有刚需采购及洗船。25 年 1-4 月船期国内棕榈油买船量依旧非常少，不够各月刚需。

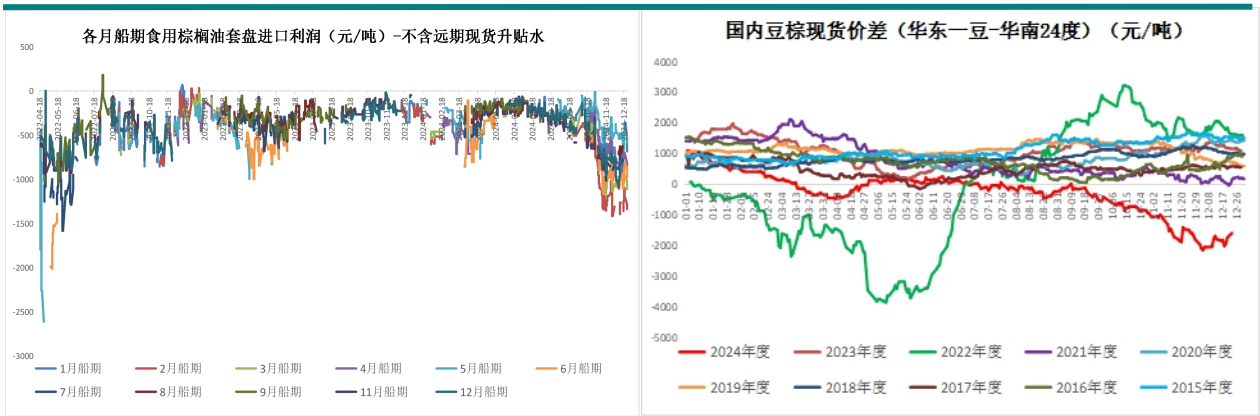
图表 5：国内食用棕榈油月度进口量及不同船期月份采购量



来源：海关，新湖期货研究所

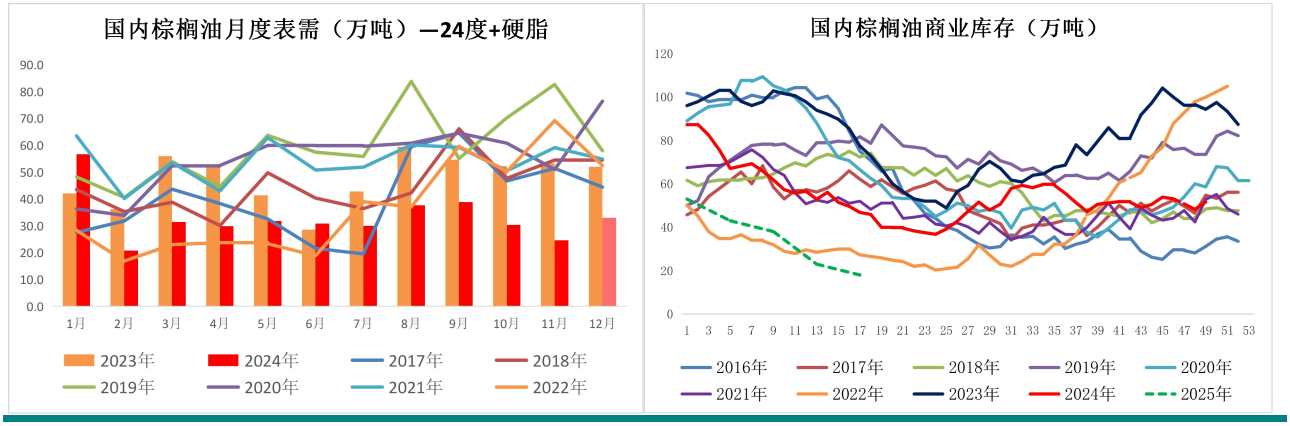
消费：本周国内沿海一级豆油-24 度棕榈油现货价差为负的 1600-1800 元/吨，豆棕现货价差跟随期货价差回升。但国内棕榈油仍是刚需采购为主。

图表 6：国内食用棕榈油套盘进口利润及豆棕现货价差



来源：MYSTEEL，新湖期货研究所

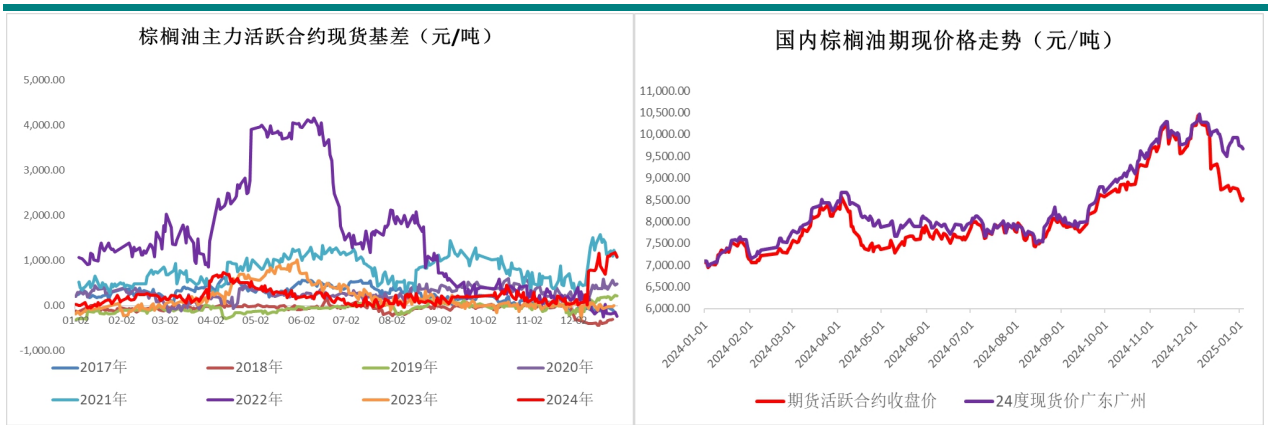
图表 7：国内棕榈油月度表需及周度库存



来源：同花顺，MYSTEEL，新湖期货研究所

库存：据 Mysteel 调查，截至 12 月 27 日全国重点地区棕榈油商业库存 52.84 万吨，环比上周减少 1 万吨，减幅 1.86%。中期，因产地雨季、印度节日刚需采购预期，中国棕榈油进口窗口很难有效打开，国内库存预计逐渐下降。

图表 8：国内棕榈油现货基差及期现价格走势



来源：MYSTEEL，同花顺，新湖期货研究所

基差：本周广东 24 度现货报 05+1200~1280，现货基差较上周有所走强。3-4 月船期 24 度分别报 05+750、05+350 元/吨。由于供需预期逐渐转紧，中期国内棕榈油现价对 05 合约预计持续较高升水。

豆棕及菜棕价差：本周国内豆棕、菜棕价差继续偏强，因印尼 B40 政策兑现不及预期。国际棕榈油基本面近强远弱。中期雨季+印度节日刚需采购，近端价格预计持续相对抗跌，远期印尼生柴需求可能减少、季节性增产季。后期两组价差再度回落企稳后，可继续尝试趋势性做多豆棕及菜棕价差。

图表 9：国内豆棕及菜棕 2505 价差

来源：同花顺，文华财经，新湖期货研究所

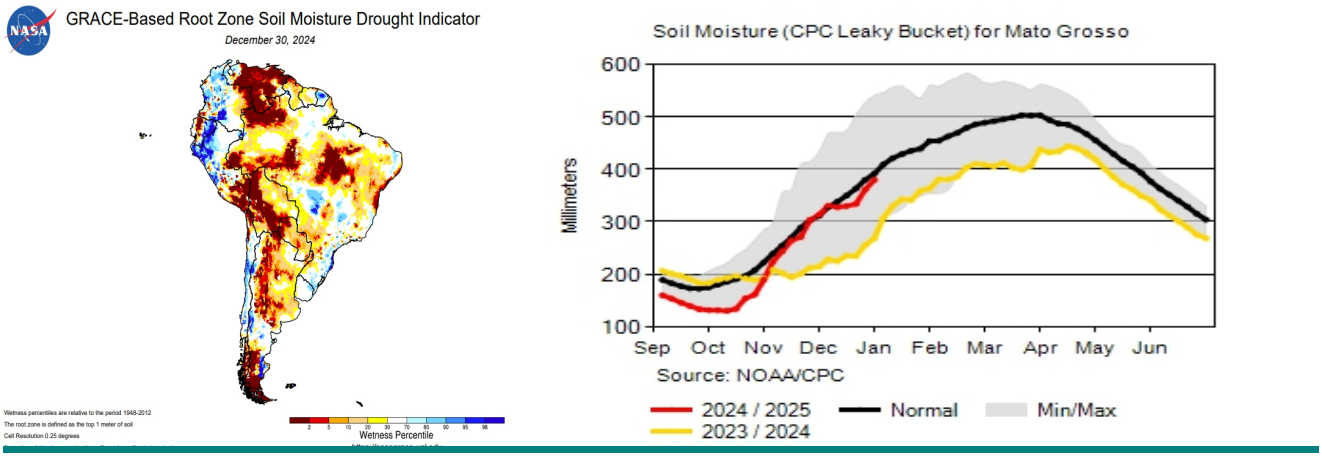
四、大豆及国内豆油

1、南美大豆：巴西大豆产量大局将定 阿根廷旱情影响暂不大

12 月至今巴西局部地区有干旱，但四大主产州墒情始终良好。MT 州墒情及大豆生长情况一直较好。除播种较晚的南里奥格兰德外，巴西其他主产州大豆产量大局即将确定，新作同比大幅增产将兑现。

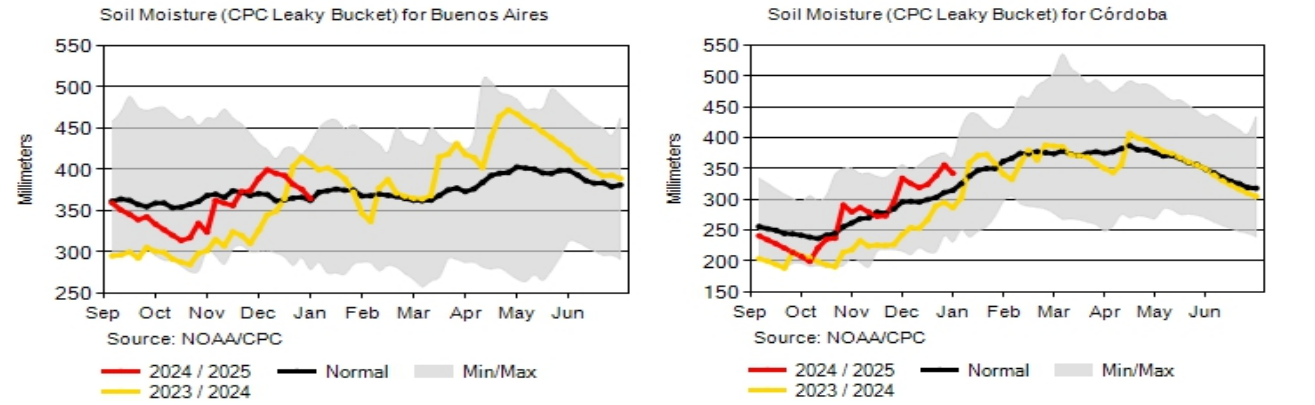
最近三周 NINO3.4 指数跌至 0.5 以下，弱拉尼娜迹象初现，后期将主要影响阿根廷降雨。天气预报显示，中短期阿根廷大豆产区降雨将明显偏少。虽然当前阿根廷产区墒情良好，但后期墒情可能逐渐转差。不过，机构预估显示中期大概率为弱拉尼娜。除非后期阿根廷有严重干旱，否则南美大豆 24/25 大增产格局难改。

图表 10：南美土壤湿度及巴西 MT 州土壤湿度



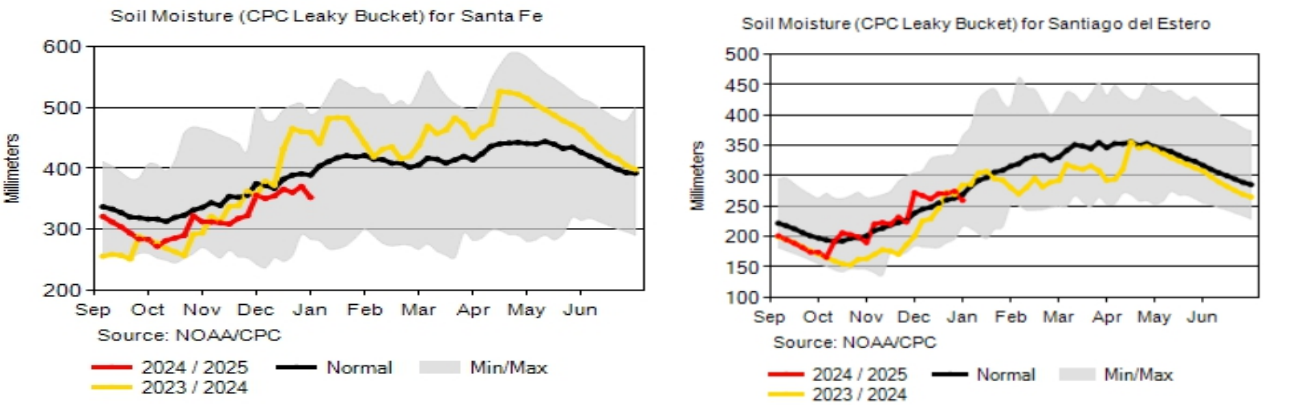
来源：NASA，CPC，新湖期货研究所

图表 11：阿根廷大豆主产州土壤湿度



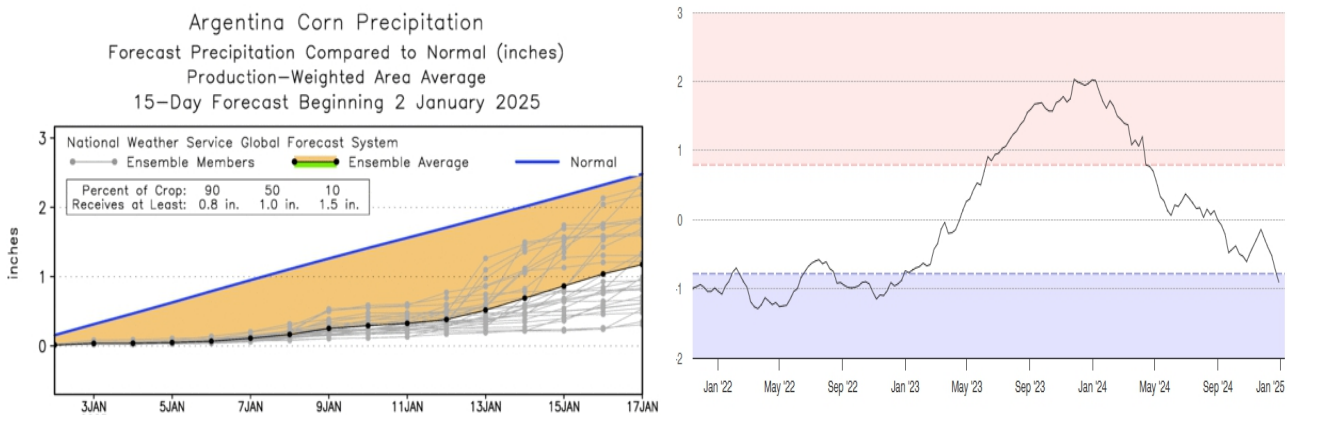
来源：CPC，新湖期货研究所

图表 12：阿根廷大豆主产州土壤湿度



来源：CPC，新湖期货研究所

图表 13：阿根廷降雨预报及 NINO3.4 周度指数



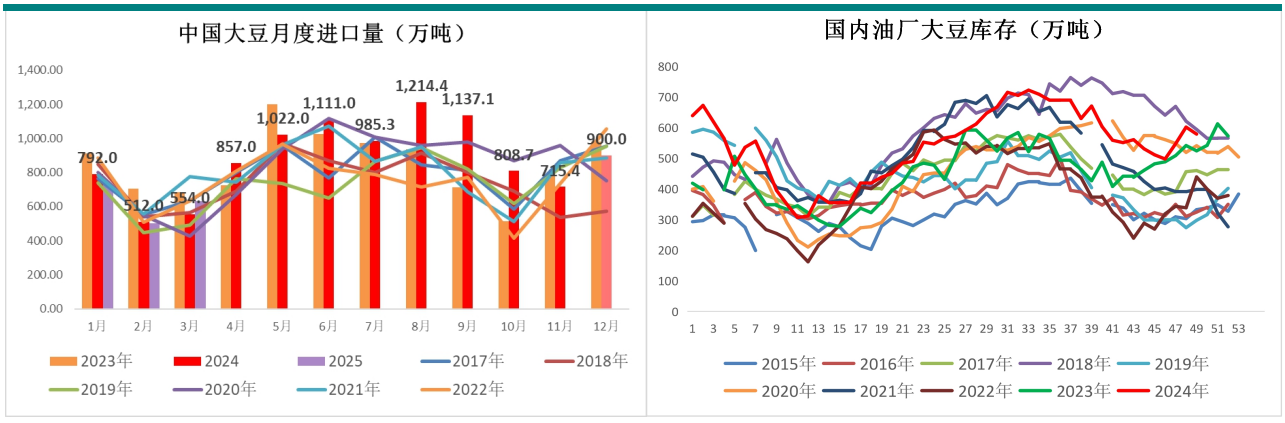
来源：worldagweather，澳大利亚气象局，新湖期货研究所

2、国内大豆及豆油：豆油库存季节性下降

大豆进口：根据 MYSTEEL 调查统计。2025 年 1 月国内全样本油厂大豆到港预估 112 船，共计约 728 万吨，2 月预估到港 500 万吨，3 月预估到港 630 万吨。中期国内大豆预估到港量季节性偏低。

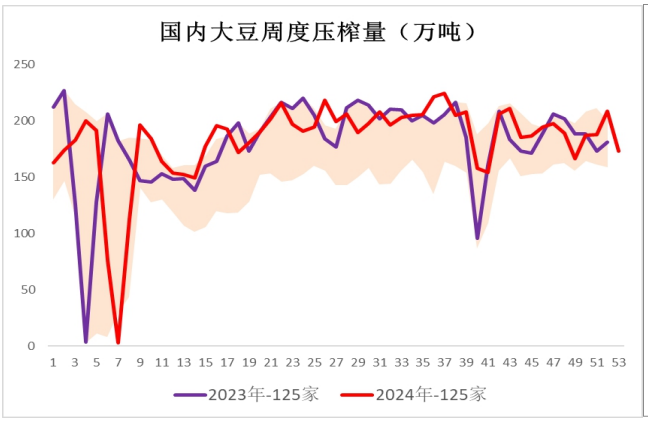
压榨：根据 Mysteel 农产品调查，本周国内油厂大豆实际压榨量 172.79 万吨，开机率为 48.57%，大豆周度压榨量再度显著降低。春节前 2 周通常是国内饲料行业豆粕备货期，关注未来 2 周大豆压榨量是否回升至正常水平。

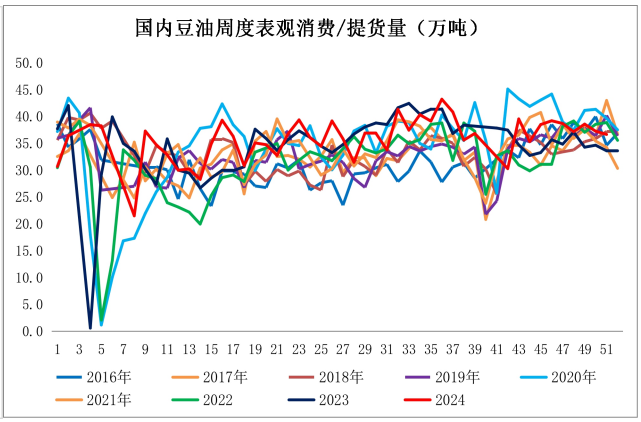
图表 14：中国大豆月度进口量及油厂大豆库存



来源：海关，MYSTEEL，新湖期货研究所

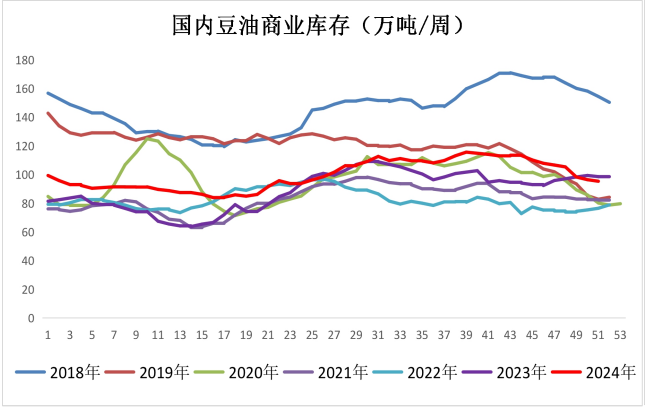
图表 15：国内大豆周度压榨量及周度表需

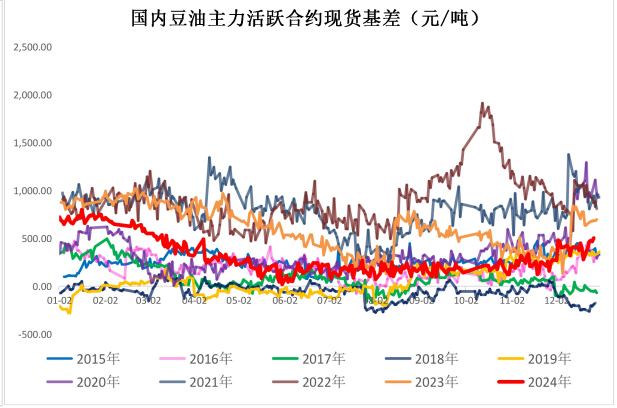




来源：MYSTEEL，新湖期货研究所

图表 16：全国豆油商业库存及现货基差





来源：MYSTEEL，新湖期货研究所

需求：根据 Mysteel 农产品统计，本周全国主要油厂散装豆油成交总量 5 万吨，较上周的 9 万吨下降，低于日均 2 万吨的正常成交水平，国内豆油成交清淡。

库存：据 Mysteel 调查，截至 12 月 27 日全国重点地区豆油商业库存 96.63 万吨，环比上周增加 1.34 万吨，增幅 1.41%。中期，大豆进口季节性减少，国内豆油预计延续季节性降库。

五、后市展望

棕榈油：近期印尼 B40 进入兑现执行期，也是盘面交易重点。印尼非公共部门生柴义务的执行情况或是未来需求方面重大利空。印尼 B40 政策每三个月将评估一次，继续关注政策的可能调整。基本面看，国内外现实基本面依旧供需趋向紧张。

综合来看，印尼 B40 补贴政策较预期偏空、美国 45Z 生柴税收政策尚未确定影响生产、巴西大豆增产带来的销售压力仍在，中短期油脂预计延续弱势，棕榈油跌幅仍可能扩大。空头操作思路。

豆油：近期 CBOT 大豆盘面及巴西大豆对外报价止跌回升。巴西大豆即将定产，主产区墒情良好。后期关注最晚收获的南里奥格兰德及阿根廷主产区降雨变化。机构显示，拉尼娜大概率较弱且持续时间有限或 3 月以内。阿根廷大豆新作面积同比稍增，巴西大豆大增产确定，只要阿根廷大豆产区后期没有遭遇严重干旱，就很难对新作南美大豆的供给格局有明显影响。

中短期，巴西大豆卖压可能再度彰显，国内豆系品种可能仍有下行驱动。此外，继续关注美国生柴税收政策进展。豆油仍是反弹抛空。

菜油：国内进口菜油供需现实压力持续。春节之后，关注中美、中加、美加关系变化。若中国对加拿大菜籽的进口政策始终无法落地，国内菜油中期供给将因菜籽进口几乎暂停而持续下降。此外，市场依旧存在近期中国对加菜籽反倾销调查政策可能落地的传言，菜油政策风险始终存在。反弹滞涨谨慎做空，或参与菜棕价差做多。

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：2025 年 1 月 5 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。