

研究员：刘倩楠

期货从业证号：

F3013727

投资咨询证号：

Z0014425

联系方式：

✉:

liuqiannan_qh@chinastock.co
m.cn

关税战影响逐渐钝化，油脂或将回归基本面

第一部分 前言概要

基本面情况：

目前预计4月马棕累库或将更为明显，后期马棕将继续累库。另外，马来CPO现货价震荡偏弱运行至4200林吉特附近，预计随着产量逐渐恢复CPO现货价还将继续震荡下跌。3月印棕出口水平略高于5年均值，不过受美国加征关税的影响，印尼计划将调整毛棕榈油出口税，但到目前尚未实施。另外，预计5月印尼CPO参考价或将下调，而TAX也将随之下调一档。近期受美国或增加RVOs到57.5亿加仑利多豆油，以及受大豆到港偏少豆油库存易降难增等因素影响，豆油反弹较多。据Mysteel预计4月大豆油厂压榨或将在621万吨，较去年同期预计减少163.3万吨。4月之后随着巴西大豆逐渐到港，国内油厂压榨量将明显增加，豆油库存也将开始累库，豆油基差或将继续走弱。3月国内菜籽进口在25万吨附近，低于5年均值水平，主要是受国内对加拿大菜油菜粕加征关税影响，国内对菜籽的进口也较为谨慎，后期菜籽买船可能难有大幅增加，预计4、5月菜籽月均到港不到30万吨，而更远期暂无买船。

后市行情展望：

短期，预计4月马棕累库较为明显，后期将继续增产累库，国内时有近月买船但整体仍偏少，棕榈油基本面将边际转弱；目前受美国或增加RVOs到57.5亿加仑利多豆油，以及受大豆到港偏少豆油库存易降难增等因素影响，短期豆油存在支撑，不过4月之后随着巴西大豆逐渐到港，通关问题逐渐解决，国内油厂压榨量将明显增加，豆油库存也将开始累库，豆油基差或将走弱；国内菜油基本面变化不大，菜油供大于求的格局持续，不过盘面受国际关系影响菜油反复，下跌空间可能较为有限。

策略推荐：

1. 单边：随着关税战的影响逐渐钝化，油脂或将回归基本面，预计短期油脂还将会维持震荡运行，其中豆油和菜油存在利多支撑，棕榈油基本面逐渐转弱或将偏弱运行。
2. 套利：YP09逢低做扩。
3. 期权：观望(以上观点仅供参考，不作为入市依据)

第二部分 基本面情况

一、预计马棕 4 月累库明显，印尼 5 月出口税或下调

MPOB 数据显示马棕 3 月期末库存累库基本符合预期至 156 万吨，其中产量增 17% 至 139 万吨，显示出进入增产期产量逐渐恢复，出口小增 0.9% 至 101 万吨，致使表观消费激增至 45 万吨，远超历史同期，在斋月期间表消如此异常，后期还需留意。

对于 4 月马棕产量及出口，UOB 预计 4 月前 20 日马棕产量环比增加 16-20%，MPOA 则预计环比增产 19.88%。从降雨预估图来看，未来 1-2 周马来半岛降雨较为偏多，东马地区较为偏干，我们预计 4 月马棕产量或将增至 160 万吨左右。出口方面，ITS 数据显示 4 月前 25 日马棕出口增加 13.8%，较前 20 日的增加 11.9% 增幅有所扩大，整体上 4 月马棕出口恢复较好，预计在 5 年均线上。我们预计 4 月马棕累库或将更为明显，预计在 170 万吨附近，后期马棕将继续累库。

另外，马来西亚维持 5 月毛棕榈油出口税率为 10%，参考价下调至 4449.35 林吉特，而 4 月的参考价格为每吨 4547.79 林吉特。马来 CPO 现货价震荡偏弱运行至 4200 林吉特附近，预计随着产量逐渐恢复 CPO 现货价还将继续震荡下跌。

图 1：马来西亚棕榈油月度产量（单位：万吨）

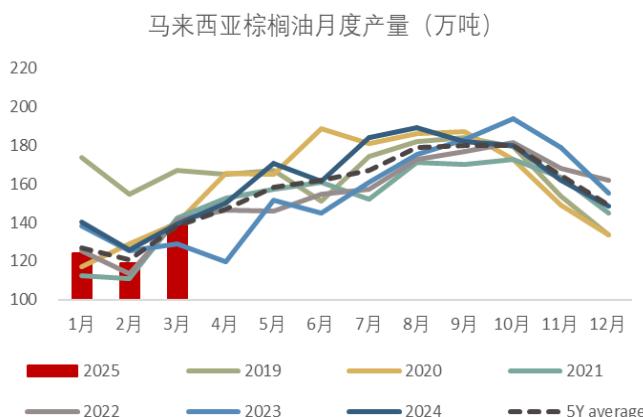
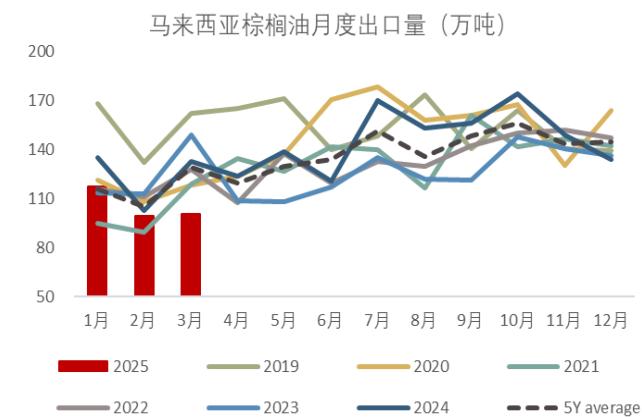


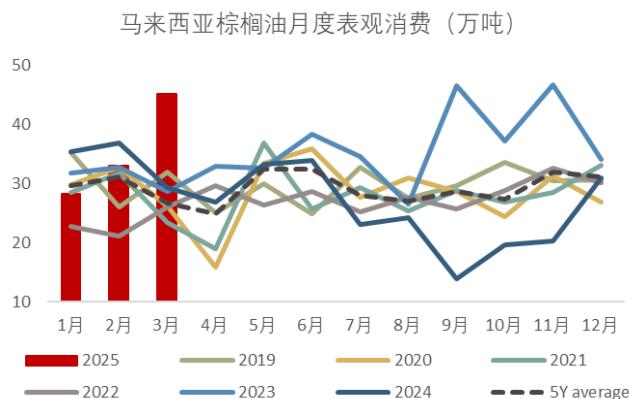
图 2：马来西亚棕榈油月度出口量（单位：万吨）



数据来源：银河期货，MPOB

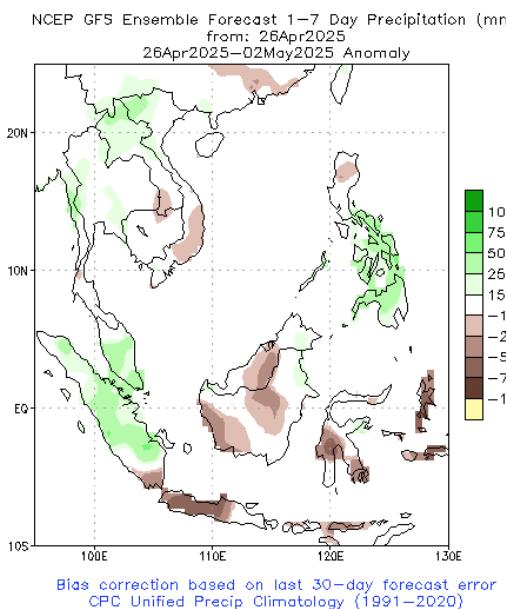
数据来源：银河期货，MPOB

图3：马来西亚棕榈油月度表现消费（单位：万吨）



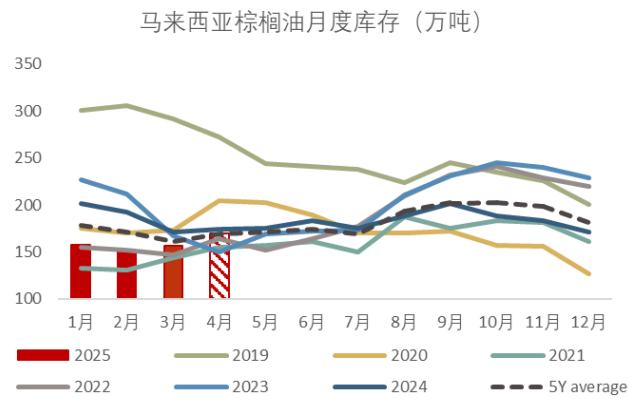
数据来源：银河期货，MPOB

图5：未来一周降雨预估



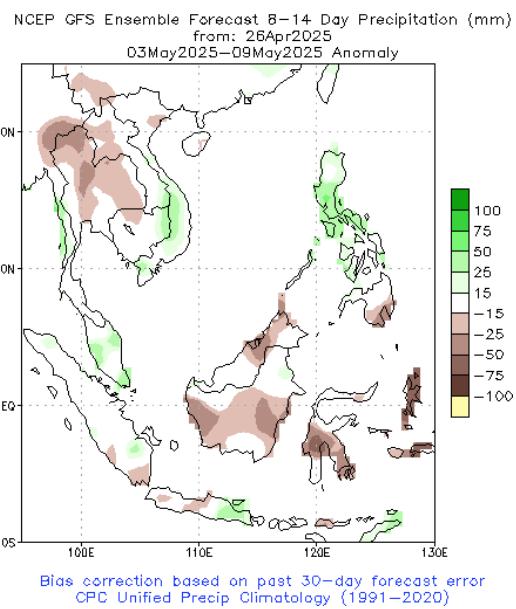
数据来源：银河期货，NOAA

图4：马来西亚棕榈油月度库存（单位：万吨）



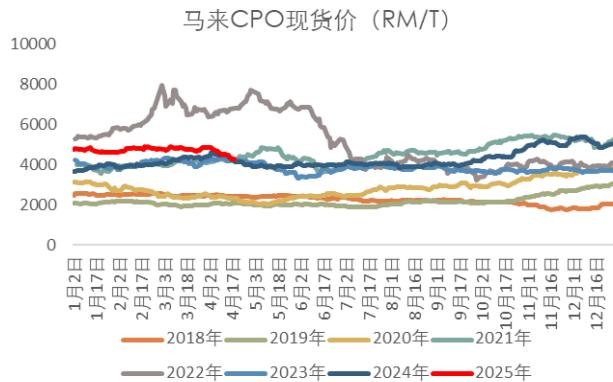
数据来源：银河期货，MPOB

图6：未来两周降雨预估



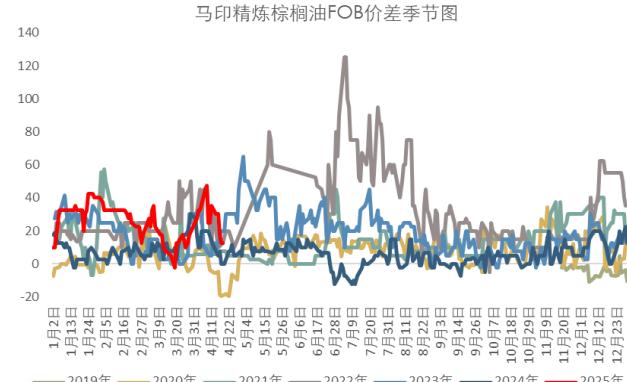
数据来源：银河期货，NOAA

图 7：马来 CPO 现货价



数据来源：银河期货，MPOB

图 8：马印精炼棕榈油 FOB 价差

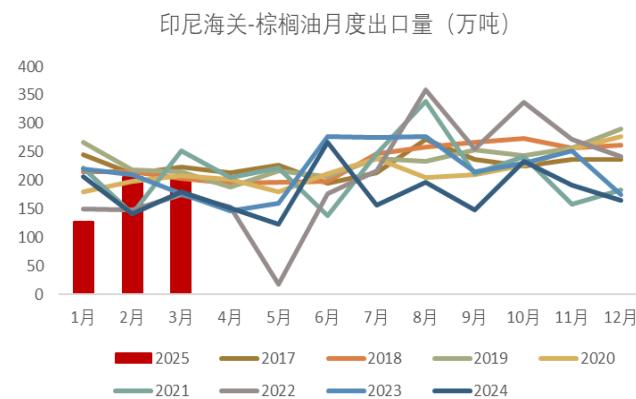


数据来源：银河期货，路透

印尼方面，3月份印尼出口了202万吨毛棕榈油和精炼棕榈油，较上月的206万吨略有下降，3月出口水平略高于5年均值。

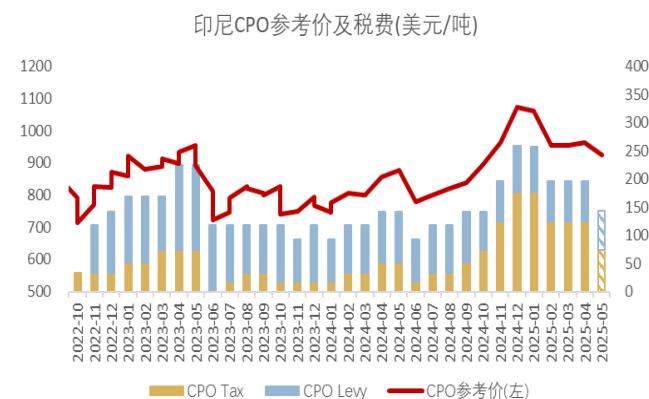
此前印尼财政部长表示，印尼将调整毛棕榈油出口税，以减轻美国关税对出口商的负担。此举将使出口商的负担“减轻5%左右”，但到目前尚未实施。另外，我们预计5月印尼CPO参考价或将下调，而TAX也将随之下调一档，从124美元降至74美元。

图 9：印尼棕榈油月度出口（万吨）



数据来源：银河期货，印尼统计局

图 10：印尼CPO参考价及税费



数据来源：银河期货，公开数据

图 11：印尼 CPO 招标价

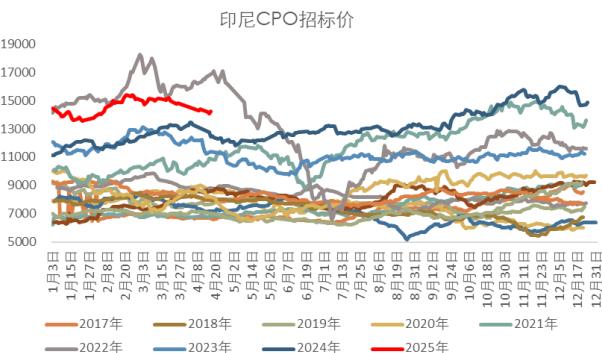


图 12：POGO 价差



数据来源：银河期货，路透

数据来源：银河期货，wind

二、印度进口利润改善，棕榈油有望增加进口

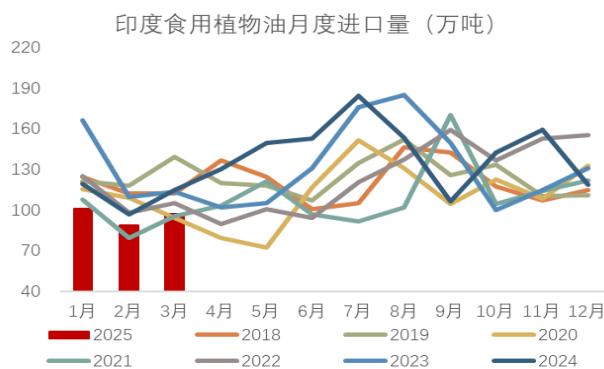
进口方面，截至到3月，印度2024/25年度食用油进口量累计达到564万吨，同比减少2.2%。3月印度食用油进口有所增加至97万吨，但仍处于历史同期低位，其中棕榈油进口有所增加至42万吨（环比+14%），但仍处历史同期低位，豆油进口增至36万吨，创历史新高，而葵油进口继续下降至19万吨，，创六个月内最低水平，也低于5年均值水平。豆油进口量较大主要受豆油的时常存在进口利润以及性价比较好，印度炼油商提高豆油采购。

库存方面，3月印度港口库存小幅降至82万吨，仍处同期偏高水平，其中葵油小幅去库至26万吨，继续处于历史同期高位。豆油虽然进口增加，但3月豆油表消偏高使得库存不增反降至23万吨，不过库存仍偏高，而棕榈油库存环比变动不大。

目前印度对于三大油脂的进口利润和精炼利润有所好转，而豆棕价差和葵棕价差震荡上涨，棕榈油较豆油每吨大约便宜50美元，棕榈油和其他植物油竞争全球植物油市场份额，随着棕榈油性价比逐渐显现，印度或增加对棕榈油的采购。对于印度4月进口，预计4月印度对棕榈油的进口量约为35万吨，环比有所下降，但印度近期采购了较多远月的棕榈油，5月份的棕榈油进口量可能会超过50万吨，而6月份有望超过60万吨，整体上随着棕榈油逐渐进入增产期，产地将继续累库，价格也有望下调，印度将逐渐增加对棕榈油的进口，不过与历史同期相比可能仍处较为偏低水平。另外南美大豆也将逐渐收割结束，后期印度或将继续增加对食用油的采购。

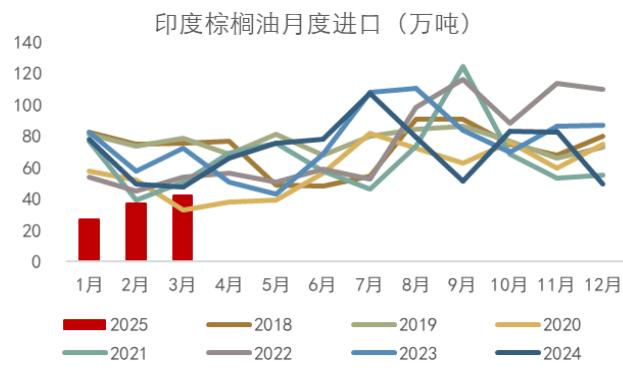
另外，从周度库存来看，截止到4月15日印度港口库存持续去库，但仍处于历史同期偏高水平，其中棕榈油继续去库，库存仍较为偏低。

图 13: 印度食用油月度进口量 (万吨)



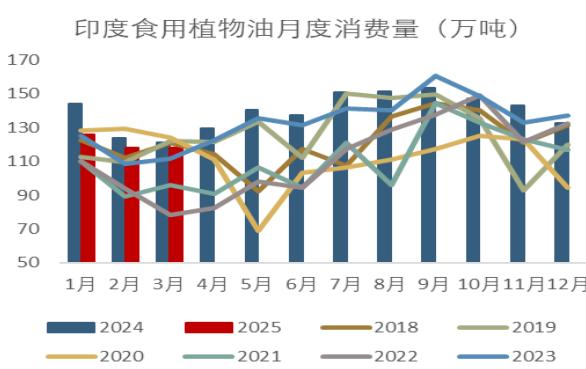
数据来源：银河期货，SEA

图 15: 印度棕榈油月度进口 (单位: 万吨)



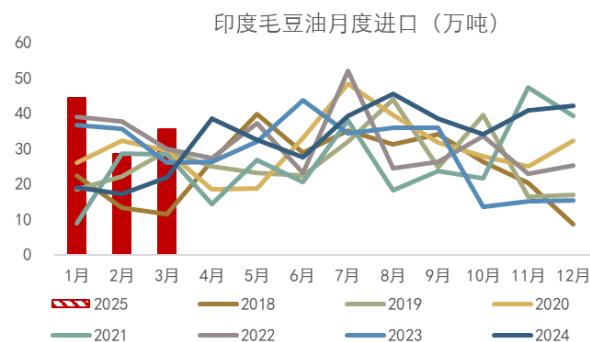
数据来源：银河期货，SEA

图 17: 印度食用油月度消费 (单位: 万吨)



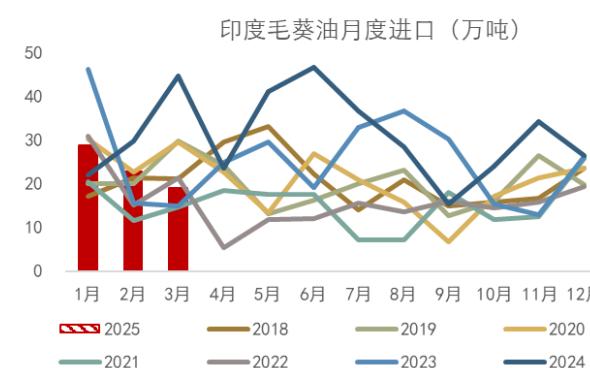
数据来源：银河期货，SEA

图 14: 印度豆油月度进口 (万吨)



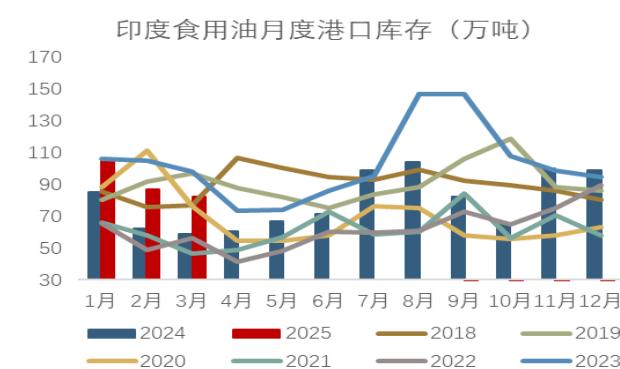
数据来源：银河期货，SEA

图 16: 印度葵油月度进口 (单位: 万吨)



数据来源：银河期货，SEA

图 18: 印度食用油月度港口库存 (单位: 万吨)



数据来源：银河期货，SEA

图 19：印度 CPO 进口利润

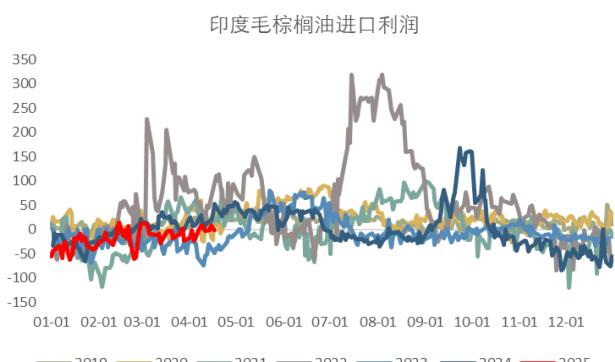
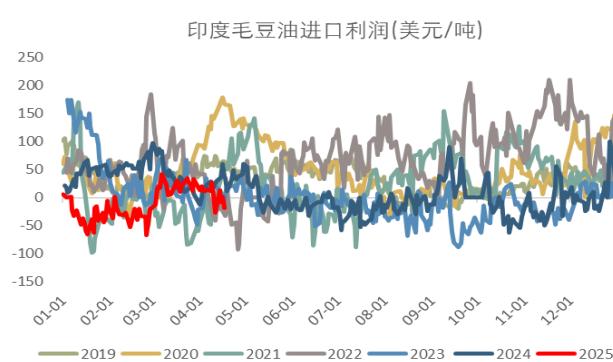


图 20：印度豆油进口利润



数据来源：银河期货，路透

数据来源：银河期货，路透

三、大豆通关受限，国内油脂逐渐去库

棕榈油方面，截至 2025 年 4 月 18 日（第 16 周），全国重点地区棕榈油商业库存 38.44 万吨，环比上周增加 1.33 万吨，增幅 3.58%，整体上棕榈油库存仍处于历史同期较为偏低水平。目前产地报价震荡下跌，近月报价在 1000 美元附近，进口利润倒挂逐渐缩小至 -200 至 -300 美元，近期国内存在零星买船，不过国内买船整体仍偏少。1-3 月食用棕榈油合计进口仅有 38 万吨，据不完全统计 5-9 月棕油月均到港仍不到 20 万吨，其中 5 月船相对较多。1-3 月国内棕榈油消费也保持在历史同期偏低水平，现货市场购销冷清，华南基差报在 09+630。豆棕现货价差震荡上涨，目前在 -760 附近。此前棕榈油受关税战等外围因素影响较大，呈现先跌再反弹的走势，宏观因素大于基本面因素，但随着关税战的影响逐渐钝化，而棕榈油进入增产期逐渐增产累库，基本面边际转弱，预计盘面反弹后将偏弱运行，但下跌空间可能也不大，预计仍将维持区间震荡。

大豆压榨方面，3 月大豆压榨约在 555 万吨，豆油压榨产量约在 105 万吨，处于历史同期低位。近期由于大豆通关问题导致油厂缺豆，部分地区油厂出现断豆停机，预计大豆压榨量或将下降。据 Mysteel 预计 4 月大豆油厂压榨或将在 621 万吨，较去年同期预计减少 163.3 万吨。**库存方面**，截至 2025 年 4 月 18 日，全国重点地区豆油商业库存 65.04 万吨，环比上周减少 4.35 万吨，降幅 6.27%，处于历史同期较为中性略偏低水平。近端供应紧张支撑豆油基差有所上涨，华东基差报在 09+450。整体上，目前受美国或增加 RVOs 到 57.5 亿加仑利多豆油，以及受大豆到港偏少豆油库存易降难增等因素影响，短期豆油存在支撑，不过 4 月之后随着巴西大豆逐渐到港，通关问题逐渐解决，国内油厂压榨量将明显增加，豆油库存也将开始累库，豆油基差或将走弱。盘面上，短期豆油预计仍维持震荡运行，后期可考虑逢低做多，以及逢低做扩 YP09。

菜籽压榨方面，3月国内菜籽压榨约在38万吨，菜油压榨产量约在16万吨的历史同期高位，环比增加约1万吨。进口及买船方面，3月国内菜籽进口在25万吨附近，低于5年均值水平。主要是受国内对加拿大菜油菜粕加征关税影响，国内对菜籽的进口也较为谨慎，后期菜籽买船可能难有大幅增加，预计4、5月菜籽月均到港不到30万吨，而更远期暂无买船。另外，根据海关数据3月国内进口菜油达到34万吨的历史高位，与此同时表观消费增至41万吨的高位，不过实际消费需求可能并没有这么好。**库存方面**，截至2025年4月18日，沿海菜油库存79.9万吨，环比上周减少0.2万吨，减幅0.2%，仍处于历史同期高位。由于市场预期后期缺菜籽，近期市场囤货意愿较强，菜油基差震荡上涨，广西三菜基差报至09+40，预计5、6月国内菜油库存或将高位去库。目前菜油盘面仍受外围因素影响，波动较大，而中国对加菜籽反倾销调查尚未结束，对盘面存在支撑，短期预计菜油继续维持区间震荡运行。

图 21：广东 24 度棕榈油现货基差（单位：元/吨）

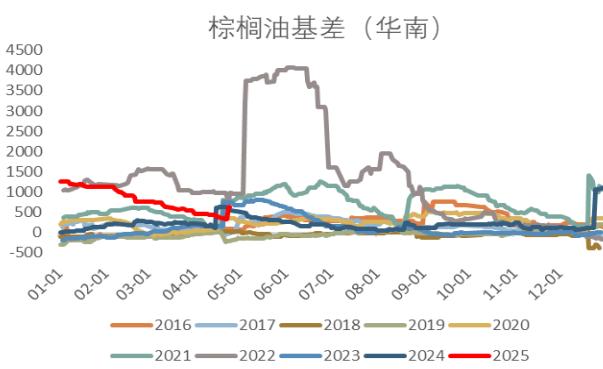
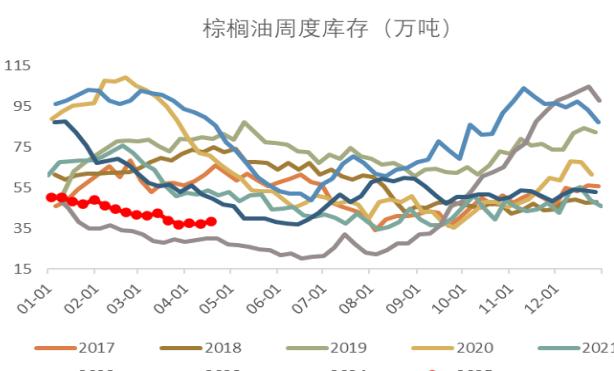


图 22：24 度棕榈油盘面进口利润（单位：元/吨）



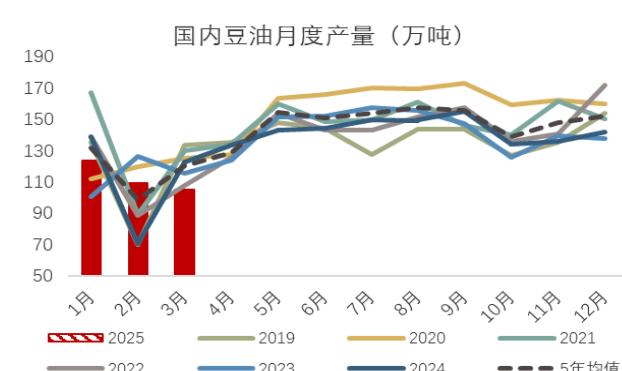
数据来源：银河期货，邦成

图 23：国内棕榈油周度库存（单位：万吨）



数据来源：银河期货，北极星

图 24：国内豆油月度压榨产量（单位：万吨）

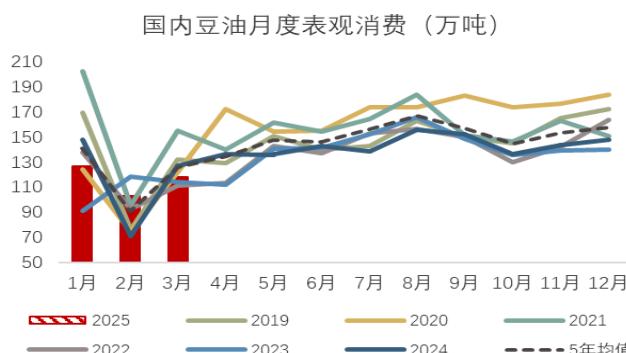


数据来源：银河期货，Mysteel

数据来源：银河期货，Mysteel

图 25：中国豆油月度表观消费

单位：万吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 27：豆棕现货价差



数据来源：银河期货，WIND

图 29：国内菜油月度压榨产量 (单位：万吨)

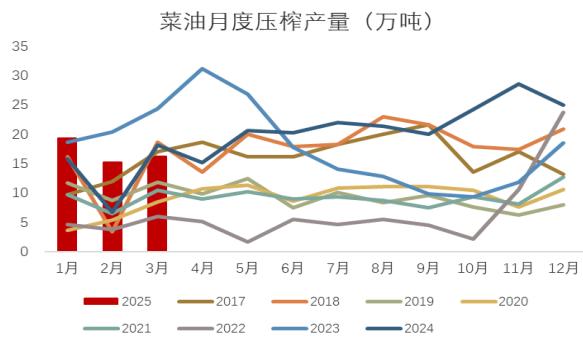


图 26：国内菜油进口量

单位：万吨



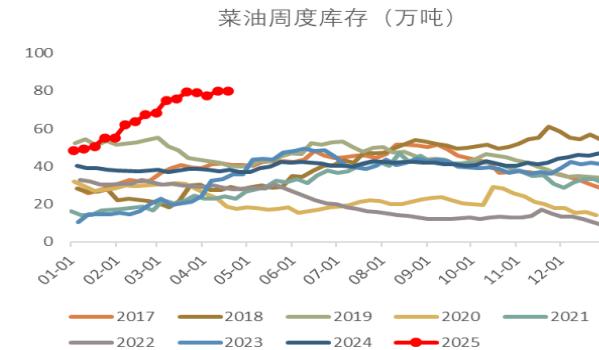
数据来源：银河期货，wind

图 28：国内豆油周度库存



数据来源：银河期货，Mysteel

图 30：国内菜油周度库存



数据来源：银河期货，Mysteel

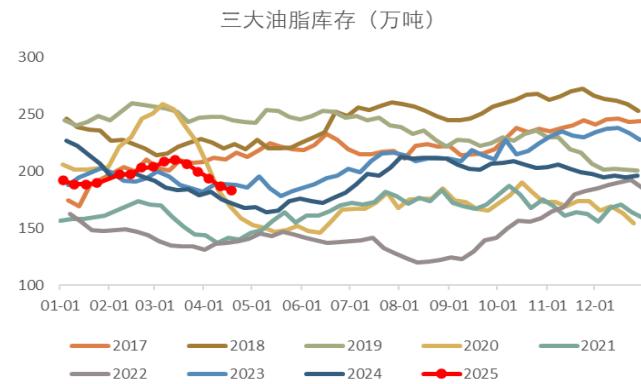
数据来源：银河期货，邦成

图 31：欧菜油进口利润



图 32：国内三大油脂库存

单位：万吨



数据来源：银河期货，邦成

数据来源：银河期货，Mysteel、邦成

第三部分 后市展望及策略推荐

短期，预计4月马棕累库较为明显，后期将继续增产累库，国内时有近月买船但整体仍偏少，棕榈油基本面将边际转弱；目前受美国或增加RVOs到57.5亿加仑利多豆油，以及受大豆到港偏少豆油库存易降难增等因素影响，短期豆油存在支撑，不过4月之后随着巴西大豆逐渐到港，通关问题逐渐解决，国内油厂压榨量将明显增加，豆油库存也将开始累库，豆油基差或将走弱；国内菜油基本面变化不大，菜油供大于求的格局持续，不过盘面受国际关系影响菜油反复，下跌空间可能较为有限。

策略推荐：

1. 单边：随着关税战的影响逐渐钝化，油脂或将回归基本面，预计短期油脂还将会维持震荡运行，其中豆油和菜油存在利多支撑，棕榈油基本面逐渐转弱或将偏弱运行。
2. 套利：YP09 逢低做扩。
3. 期权：观望(以上观点仅供参考，不作为入市依据)

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它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银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户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银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河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客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799