

2025年3月3日

国内油脂大局稳定，豆粕溢价回落风险高

——油脂油料3月月度策略报告

分析师：

刘兵

从业资格证号：F03091165

投资咨询证号：Z0019876

联系电话：021-68757827

邮箱：liub@qh168.com.cn

投资要点：

- CBOT大豆受南美丰产上市冲击及美国加征关税风险拖累偏弱，但现阶段随着2025/26产季题材交易回归，减产预期对其支撑偏强。国内短期受CBOT市场大豆期货预期稳定影响，叠加国内阶段性高基差支撑，豆粕市场风险偏好或仍在；然而，中期全球大豆结转库存高，供应充足，在美豆新季出现天气风险溢价之前，豆粕上涨驱动或有明显减弱。菜粕尽管即将进入水产备货周期，但是豆粕性价比优势更明显，菜粕阶段性供应压力又较大，刚需采购或很难进一步压缩豆菜粕价差，因此，短期内菜粕或依然围绕豆粕市场行情波动。
- 油脂方面，短期受油料端拖累表现或不明显，但2025/26产季全球大豆供应压力明显大于菜籽，菜籽油除受中加、美加贸易政策冲击外，大多时候相对豆油市场或有更好的表现。此外，3月斋月过后，随着棕榈油进入增产周期、阶段性供需矛盾缓解，国内豆棕价差有望修复。
- 油脂分品种看：3月份豆油成本支撑稳定，叠加“持续去库+高基差”预期，区间行情稳定。棕榈油，国外供应端3月马来西亚产区过量降雨或限制增产，需求端印尼B40政策执行+开斋节消费旺季，库存或维持紧缩；国内进口利润倒挂，低库存且维持刚需供给。棕榈油强现实逻辑不变，但基于增产逻辑，期货预期有望提前走弱。菜油方面，阶段性受美国加征关税影响有所减弱，且成本预期主导市场多头情绪或逐步回暖。

结论：

- 1、短期豆粕看回调，中期豆粕出现天气升水概率高。
- 2、中周期，油脂或强于蛋白粕，菜系或强于豆系，买菜油空棕榈油套利值得关注。

风险因素：

- 1、今年4-5月美豆在播种初期，市场计价干旱天气风险的可能性偏高。
- 2、美国清洁燃料生产信用(45z)方案还未最终确认，印尼B40执行过程中变故也多，政策预期方向出现偏差，容易引发油脂行情。
- 3、美国加征关税引发其农产品进出口市场变故较多，影响直接且巨大。

正文目录

1. 2 月油脂油料市场行情回顾	4
2. 3 月油脂油料市场驱动因素及风险评估	5
3. 国内豆粕成本估值稳定，高基差下逢低买盘强	7
4. 棕榈油强现实及豆油估值支撑，油脂大局稳定	8
5. 菜系“弱现实+强预期”，受政策扰动影响减弱	10
6. 结论	11

图表目录

图 1 CBOT 大豆 SH 期货 K 线 (60min) 图	4
图 2 DEC 豆粕 M05 合约 K 线 (60min) 图	4
图 3 DEC 豆油 Y05 合约 K 线 (60min) 图	4
图 4 DEC 棕榈油 P05 合约 K 线 (60min) 图	4
图 5 美国大豆平衡表	6
图 6 Official NOAA CPC ENSO Probabilities	6
图 7 U.S Seasonal Drought Outlook	6
图 8 Monthly Temperature Outlook	7
图 9 Monthly Precipitation Outlook	7
图 10 巴西 3 月船期大豆到港完税价	7
图 11 中国进口大豆量月度统计 (含预期)	7
图 12 全国主要油厂豆粕库存	8
图 13 全国主要油厂大豆库存	8
图 14 马来西亚+印尼棕榈油库存 (含预估)	9
图 15 马来西亚棕榈油库存 (含预估)	9
图 16 东南亚未来 1-7 天降雨距正常水平偏差	9
图 17 东南亚未来 8-14 天降雨距正常水平偏差	9
图 18 全国菜籽粕港口库存	10
图 19 沿海地区压榨厂+华东地区菜籽油库存	10
图 20 豆菜粕期货 01 合约价差	10
图 21 加拿大谷物协会: 油菜籽库存	10

1. 2月油脂油料市场行情回顾

自1月USDA报告将美豆供需预期收紧之后，CBOT大豆主力合约价格重心从每蒲式耳1000美分抬升至1050美分。2月CBOT大豆市场继续围绕1500美分一线窄幅震荡，当月USDA供需报告中为维持美豆供需预期不变；阿根廷大豆产量下调至4900万吨，现处于市场预期偏低得水平；巴西大豆收割单产较好，大幅对冲了南部地区减产影响，维持丰产预期不变。2月油料端USDA报告对CBOT大豆期货有支撑，但受美国加征关税影响及南美产区天气情况影响，区间震荡中有偏弱表现。菜籽方面，本年度迄今为止加拿大菜籽同比增长84%，国内用量也同比增长超10%，商业库存偏低叠加2025/26产季减产预期，ICE菜籽筑底成功，2月延续了反弹行情。然而，自2月初美加贸易争端引发加拿大菜籽油贸易的担忧持续存在，月下旬ICE菜籽再次承压下行。

图1 CBOT 大豆 SH 期货 K 线（60min）图



资料来源：博易大师

图2 DEC 豆粕 M05 合约 K 线（60min）图



资料来源：博易大师

春节过后，国内豆粕跳开高走，主力M2505合约价格重心上移至2900一线，此后国内豆粕和菜粕市场主要围绕国际油料市场行情而震荡，但振幅明显大于CBOT大豆期货。2月以来，国内油厂大豆和豆粕库存压力全无，巴西1月船期对中国装船甚少，美豆对华出口销售也有明显缩水，市场普遍预期国内进口大豆将会出现阶段性短缺。节后油厂也继续挺价惜售，叠加下游补库增多，豆粕近月基差价格开始大幅上涨。这进一步提振了豆粕期货市场多头风险偏好。2月，国内菜粕市场持续面临油厂菜籽和菜粕累库问题，但受到中国对加拿大菜籽反倾销调查的影响仍在，豆菜粕价差持续处于同期低位，运行也相对稳定。

图3 DEC 豆油 Y05 合约 K 线（60min）图



资料来源：博易大师

图4 DEC 棕榈油 P05 合约 K 线（60min）图



资料来源：博易大师

2 月国内油脂处于多头市场环境，豆油凭借性价比优势，节后补库叠加成本支撑稳定，提振了市场预期。此外，东南亚棕榈油季节性减产，国内外库存同步紧缩，再叠加印尼 B40 政策提振，棕榈油单边上涨行情进一步带动油脂板块投资风险偏好增加。自去年 12 月以来，市场开始逐步降低印尼实施 B40 生物柴油计划对消费提振的预期。今年 1 月，印尼为 2025 年分配了 1560 万千升棕油基生物柴油，同比提高 20%。在具体的分配方案中，明确将 755 万千升将用于公共服务 (PSO)，并由印尼的棕油基金负责补贴；剩余的 807 万千升将按市场价格出售。此前市场针对印尼 B40 计划执行细节已有预期，1 月以来棕榈油市场跌幅有明显放缓，然而随着 B40 计划推迟执行，国内棕榈油主力 P2505 合约也曾一度跌破 8500 支撑，8000-8500 区间行情被打开。2 月以来，市场逐步切换至“强现实”的基本面交易，期间印尼收缩或限制棕榈油出口传闻也再助力 P2505 合约突破 9000 元/吨。尽管消息被证伪，但后期棕榈油回调却有限，其本质依然是强现实逻辑的延续。

2.3 月油脂油料市场驱动因素及风险评估

美国关税新政依然是全球油脂油料贸易稳定性得最大威胁。2 月底美国表示对墨西哥、加拿大两国加征关税的计划将“如期推进”。如果 3 月美加继续执行互加关税政策，菜籽油存在系统性下跌风险，美豆油的消费替代需求会增加，部分缓解政策主导的生柴利润收缩带来的需求减少。美国现已是加拿大菜籽油最大的出口市场，加菜籽油出口量占产量的 75% 左右，其中约 80% 以上均出口至美国。美国关税新政可以导致加拿大菜籽油出口市场重构。现阶段，市场预期 2025/26 产季，加拿大菜籽连续减产将导致菜油供应收缩，而全球大豆供应充足，大多时候菜油理应比豆油有更好的表现，但美国关税政策导致这种背离基本面的风险较大，由此引发的市场菜籽油市场波动会更加剧烈。除此之外，油脂端，3 月印尼 B40 政策执行效果，尤其是非 PSO 部分在没有基金补贴的情况下，棕榈油需求增长能否兑现，均需要关注。

进入 3 月，南美天气风险大幅回落，巴西中部大豆收割和第二轮玉米种植已恢复至正常速度，阿根廷大豆产区高温天气消退，降雨也在增多。油料端交易开始逐步切换至 2025/26 产季美豆种植预期。根据 USDA-AOF 预测，美豆种植面积将降下调 310 万至 8400 万英亩，略低于市场分析师平均预期。这由此奠定了 3 月市场围绕 USDA 种植面积预估交易的基础。现阶段，市场预期偏差不大，主流预估美豆种植面积调整范围在 8300-8500 万英亩。

图5 美国大豆平衡表

USDA 美国大豆平衡表				
名称		USDA2月	USDA2月	USDA
百万英亩/百万蒲		旧作	新作	AOF
项目	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26
种植面积	87.5	83.6	87.1	84.0
收获面积	86.2	82.3	86.1	83.2
收获率	99%	98%	99%	99%
单产	49.6	50.6	50.7	52.5
				.0
期初库存	274	264	342	380
产量	4270	4162	4366	4370
进口	25	21	20	20
总供给	4569	4447	4729	4770
				.0
压榨	2212	2287	2410	2475
出口	1992	1695	1825	1865
种用	97	78	78	75
残余	4	45	36	35
总需求	4305	4105	4349	4450
				101.0
期末库存	264	342	380	320
美豆库需比	6.1%	8.3%	8.7%	7.2%
农场价格	14.20	12.40	10.20	10.00

资料来源：USDA 东海期货整理

假设今年天气正常，USDA-AOF 预计 2025/26 年美豆单产将提高 1.8 蒲式耳/英亩，达到 52.5 蒲式耳/英亩。较高的产量主要被较低的种植面积所抵消，导致产量略有增加。需求方面，USDA-AOF 预计美国大豆压榨量将增加 6500 万蒲式耳，达到 24.8 亿蒲式耳；出口量预计为 18.65 亿蒲式耳，比 2024/25 年度的预测增加 4000 万蒲式耳。随着出口和压榨量增加，预计 2025/26 年度的大豆期末库存为 3.2 亿蒲式耳，比 2024/25 年度的预测减少 6000 万蒲式耳。尽管库存减少，但充足的全球供应将继续对大豆价格构成压力。预计当季平均农场价格为每蒲式耳 10.00 美元，比上营销年度下降 0.10 美元。

图6 Official NOAA CPC ENSO Probabilities

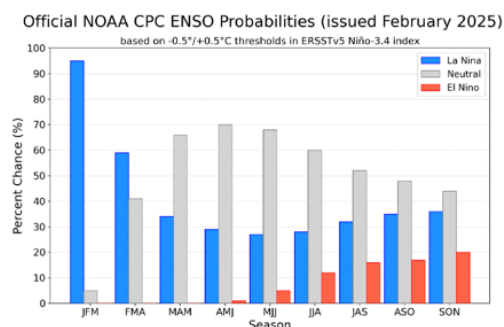
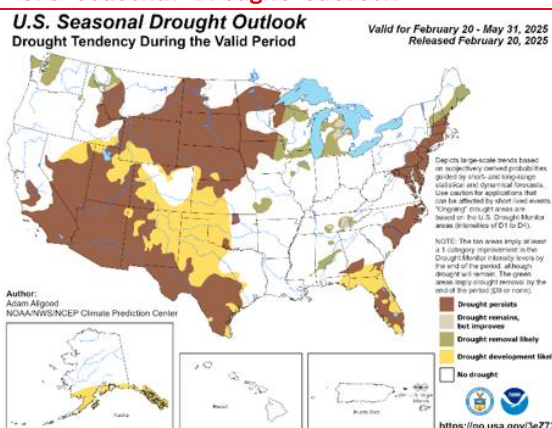


Figure 7. Official ENSO probabilities for the Niño 3.4 sea surface temperature index (5°N-5°S, 120°W-170°W). Figure updated 13 February 2025.

资料来源：NOAA

图7 U.S. Seasonal Drought Outlook

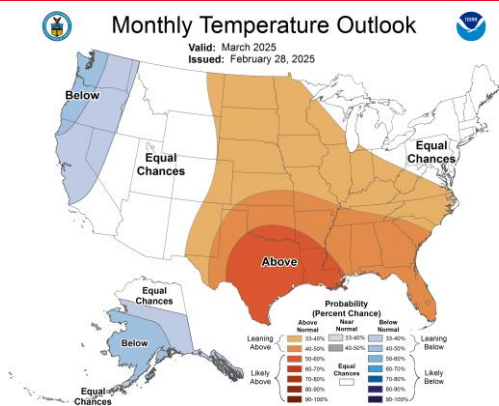


资料来源：NOAA

今年美豆种植面积同比大幅缩减，导致新季天气容错空间变小。天气方面，从 NOAA 的季度预测看，弱拉尼娜现象将持续到 2025 年 2 月至 4 月，然后过渡到 ENSO 中性。在

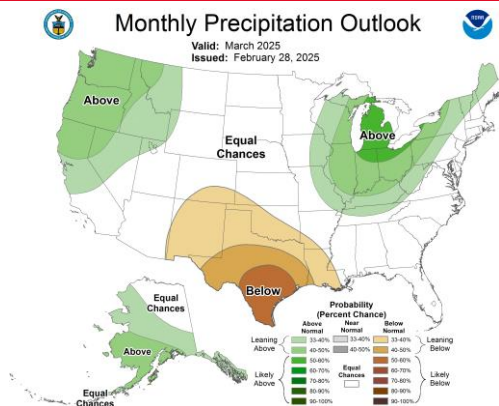
2025 年 3 月至 5 月期间过渡到 ENSO 中性的几率 66%。目前美国大豆产区受干旱影响面积占比 46%，从 2025 年 3 月至 5 月的季节性干旱展望看，美国大平原北部干及中西部主产区局部的干旱风险客观存在。

图8 Monthly Temperature Outlook



资料来源：NOAA

图9 Monthly Precipitation Outlook



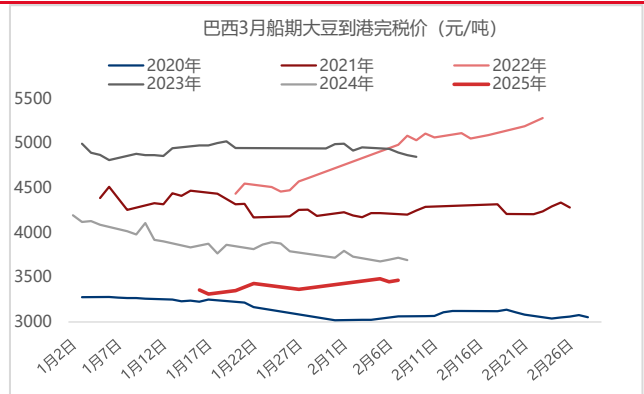
资料来源：NOAA

3 月份，美国南部产区气温 50%以上概率气温要高于正常水平、降雨低于正常水平。短期看，3 月围绕美豆种植面积预估交易受天气影响而放大行情波动的可能性不大，但进入 4 月下旬播种初期，如果产区干旱形势或高温少雨天气持续不变，大概率会引发市场避险情绪增加。

3. 国内豆粕成本估值稳定，高基差下逢低买盘强

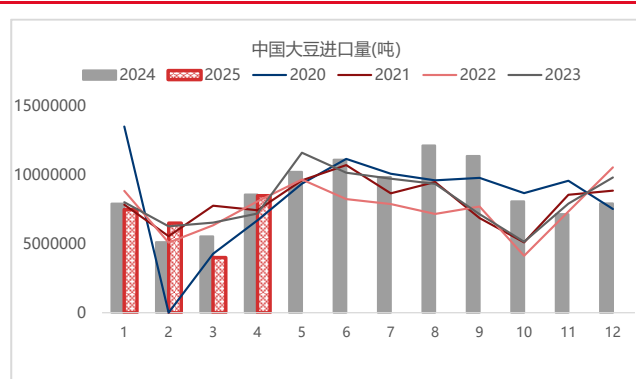
CBOT 大豆受南美丰产上市冲击及美国加征关税风险拖累偏弱，但现阶段随着 2025/26 产区题材交易回归，减产预期对其支撑偏强。国内短期受 CBOT 市场大豆期货预期稳定影响，叠加国内高基差支撑，豆粕市场风险偏好或仍在；然而，中期全球大豆结转库存高，在美豆新季出现天气风险溢价之前，豆粕上涨驱动或有明显减弱。

图10 巴西 3 月船期大豆到港完税价



资料来源：iFIND 东海期货整理

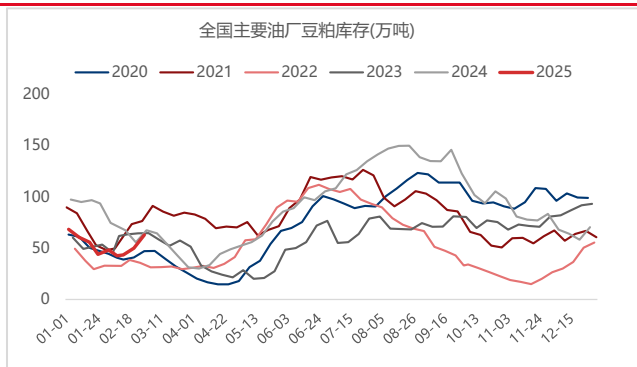
图11 中国进口大豆量月度统计（含预期）



资料来源：海关总署 东海期货整理

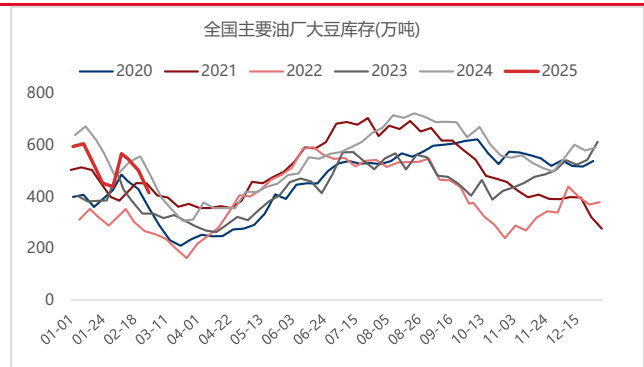
目前豆粕市场关注核心逻辑一个是 CBOT 大豆期货市场和巴西大豆出口市场主导的国内进口大豆成本，另一个是国内进口大豆和豆粕供应预期，这直接决定了豆粕基差溢价的回归路径。现阶段 CBOT 大豆期货市场行情稳定，巴西大豆尽管收割进度恢复，集中上市期国内产区现货报价稳定，叠加雷亚尔升值、国内运费抬升及中美大豆贸易不稳定等因素影响，其对华出口大豆的 CNF 报价持续坚挺。今年巴西大豆仓储能力大幅提高，且近年来随着销售周期不断在延长，出口占全球市场份额也有明显增加，出口溢价也越发稳定性。我们认为，巴西 3-5 月船期大豆出口报价或相对稳定在每蒲式耳 130-150 美分。因此，预计国内 5 月进口大豆成本动态成本或在 3400-3550 元/吨，结合豆油估值和豆粕基差预期，豆粕动态的理论成本区间在 2750-2900 元/吨。目前在油厂套盘利润窗口，M2505 期价溢价存在不稳定因素。

图12 全国主要油厂豆粕库存



资料来源: mysteel 东海期货整理

图13 全国主要油厂大豆库存



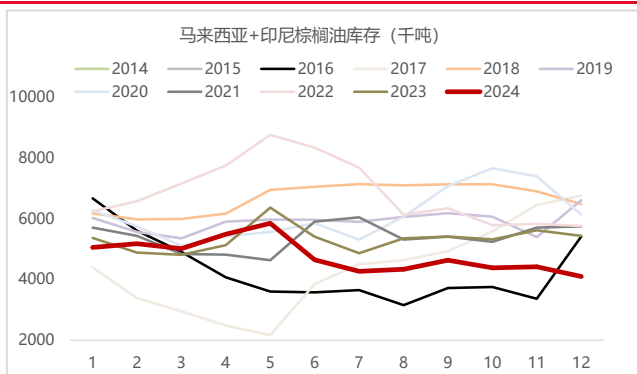
资料来源: mysteel 东海期货整理

我们按照 1-2 月巴西和美国大豆装船，以及国内 3 月-5 月船期大豆采购情况推测。今年 3 月国内预计到港大豆 400 万吨左右，4 月到港 850 万吨左右，5-7 月预计到港量较多，月均约 1200 万吨。由此看，3 月国内进口大豆存在缺口，或加速油厂大豆和豆粕去库，支撑豆粕高基差提供稳定性；4 月进口大豆供需或能平衡，预期油厂大豆库存将处于同期低位，可修复空间有限；5-7 月集中到港或加速基差溢价回落。综合看，豆粕 05 合约周期内“强现实，如预期”逻辑，有望在 5 月或以后发生反转，即切换至“弱现实，强预期”，而豆粕 09 合约周期内“强预期”或围绕美豆减产及天气题材交易。3 月份，在豆粕阶段性供需错配导致的高基差背景下，虽然在高位区间面临油厂锁利风险，但下跌回归后预计投机买盘仍有较强支撑。

4. 棕榈油强现实及豆油估值支撑，油脂大局稳定

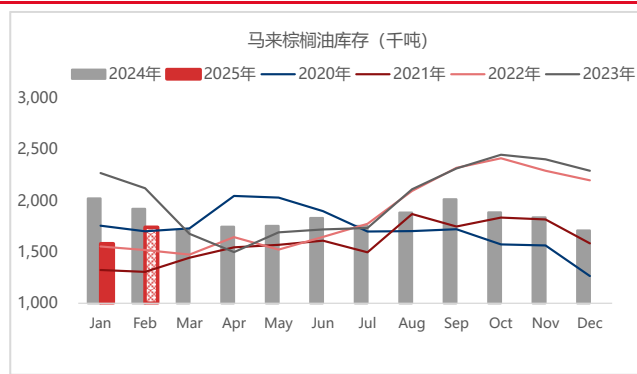
进入 3 月随着油厂停机增多，豆油依然有相对稳定的去库预期，尽管消费淡季叠加抛储影响，但豆油同时具备性价比优势，高基差或相对稳定。短期豆油受油料端拖累表现并不明显，进口大豆成本稳定。然而，若国内提供美豆进口关税作为反制预期兑现，豆粕溢价会一定程度上限制豆油的上涨空间。从中周期看，豆油横盘震荡区间破位风险也不高，即便出现基于棕榈油驱动油脂下行的行情，凭借豆棕价差倒挂事实，豆油预计也有会明显缓冲，并为油脂板块提供相对稳定支撑。

图14 马来西亚+印尼棕榈油库存（含预估）



资料来源：GAKPI MPOB 东海期货整理

图15 马来西亚棕榈油库存（含预估）

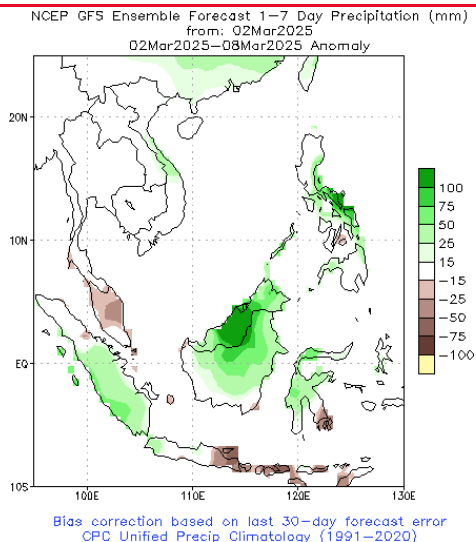


资料来源：MPOB 东海期货整理

截至年底，印尼和马来棕榈油库存预计仅有 410 万吨左右，处于历史低位。今年 1 月马来西亚棕榈油库存进一步收缩至 158 万。产地阶段性供需紧缩对国内外棕榈油支撑偏强。2 月以来，国际豆棕价差持续倒挂，使得豆油替代消费增多，棕榈油出口市场持续转弱。我们预计，截至 2 月底，马来西亚棕榈油产量或环比减少 6%，出口环比减少 10% 左右，马来西亚棕榈油库存或有小幅回升。

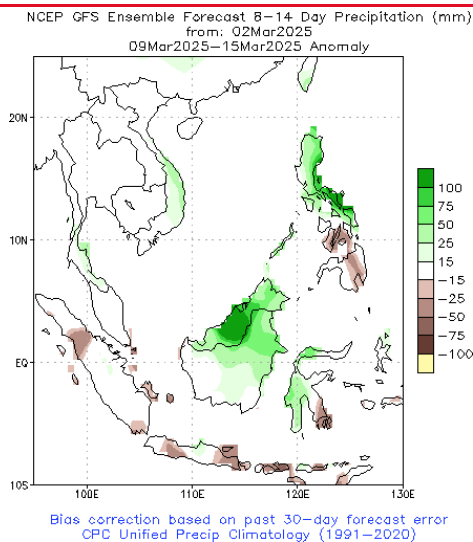
根据印尼棕榈油协会（GAKPI）预估，2025 年印尼棕榈油出口量将下降 7.3% 至 2735 万吨；毛棕榈油产量可能从上年的 4816 万吨增至 5000 万吨；消费量从上年的 2390 万吨增至 2740 万吨，其中 2025 年生物柴油行业的棕榈油用量可能从 1144 万吨增近 19% 至 1360 万吨。由此看，2025 年印尼棕榈油增产大背景下，库存后期仍有较大得修复空间。

图16 东南亚未来 1-7 天降雨距正常水平偏差



资料来源：NOAA

图17 东南亚未来 8-14 天降雨距正常水平偏差



资料来源：NOAA

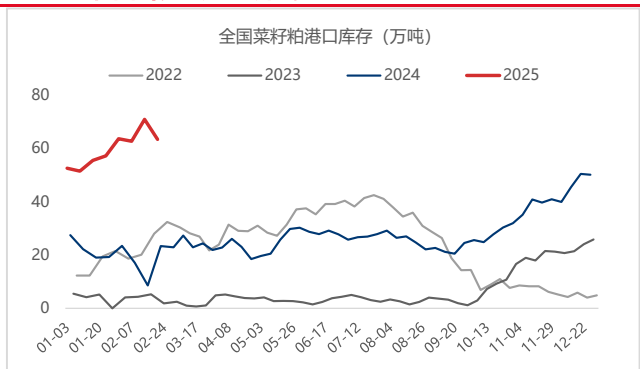
3 月东南亚棕榈油开始进入增产周期，马来西亚开斋节假期及印尼执行 B40 政策也均有望提振国内消费。从 NOAA 气象预测看，未来两周，马来西亚沙巴和沙捞越地区周度降雨较正常水平偏高，预计约 20% 的产区收割或受影响。因此，3 月份马来西亚棕榈油阶段性供需或依然紧缩。国内方面，进口棕榈油利润倒挂，预期 2-4 月棕榈油月均到港量仅 20 万吨，

仅维持刚需水平。综合看，3 月棕榈油市场“强现实”结构不变，但期货预期围绕“增产”逻辑可能会提前走弱。

5. 菜系“弱现实+强预期”，受政策扰动影响减弱

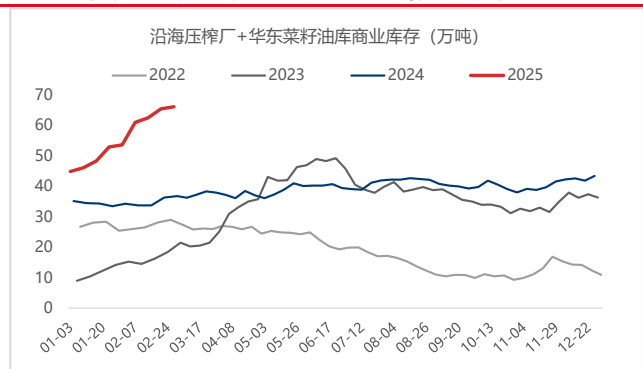
根据 mysteel 船期预测，国内 3 月菜籽预计到港 25 万吨。随着菜籽进口减少，油厂菜籽库存压力逐步缓解。然而，现阶段国内油厂和华东地区菜油、港口菜粕库存依然在高位，消费淡季且性价比较低，菜系依然面临较低的去库压力较大。近期国内对加拿大进口菜籽反倾销调查接近尾声，逐步进入裁决阶段，从市场预期看，后期出来限制菜籽进口措施的可能性较高。因此，基于未来到港供应不足预期，菜粕和菜油持续获得溢价支撑，尤其是菜粕，豆菜粕价差持续稳定在同期低位。

图18 全国菜籽粕港口库存



资料来源: mysteel 东海期货整理

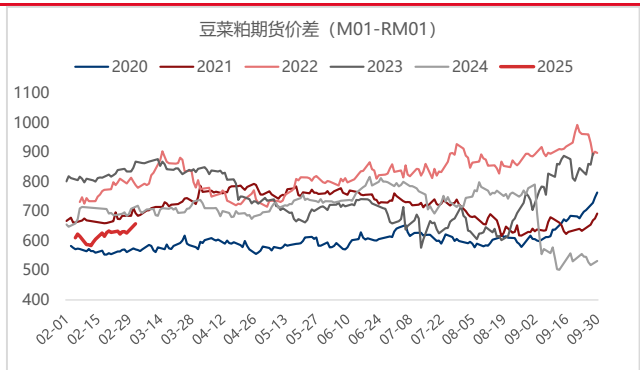
图19 沿海地区压榨厂+华东地区菜籽油库存



资料来源: mysteel 东海期货整理

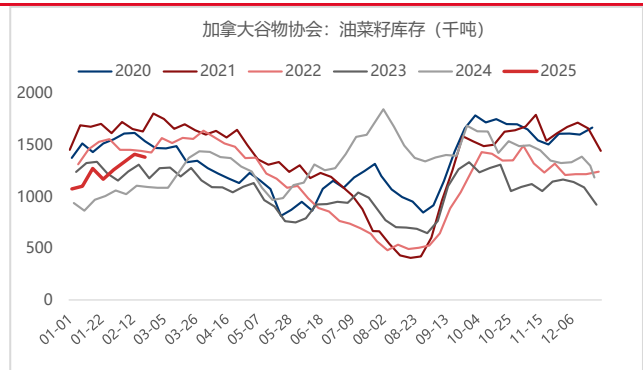
国际方面，加拿大油菜籽尽管出口节奏放缓，但季节性去库趋势不变；此外，新季加菜籽供应偏紧格局预期对 ICE 菜籽支撑也在逐步增强。根据加拿大农业部预期，2025/26 产季加拿大菜籽产量预计为 1750 万吨，比上年 1784.5 万吨减少 1.9%。需求方面，出口预估为 550 万吨，比上年度的 750 万吨减少 26.7%；国内用量预估为 1240 万吨，比上年度的 1194.2 万吨增长 3.8%。期末库存预估为 100 万吨，比上年度的 130 万吨减少 23.1%。

图20 豆菜粕期货 01 合约价差



资料来源: iFIND 东海期货整理

图21 加拿大谷物协会: 油菜籽库存



资料来源: mysteel 东海期货整理

综合看，现阶段国内菜粕和菜籽油“弱现实”不变，但随着国内外菜籽库存收缩，以及加拿大新季减产题材发酵，国内菜系在成本预期主导下，多头情绪有望回暖。近期 ICE 菜籽和国内菜油受美国加征关税影响有所减弱，价格回调测试支撑偏强。菜粕，尽管即将进入水产备货周期，但是豆粕性价比优势更明显，菜粕阶段性供应压力又较大，刚需采购或很难进一步压缩豆菜粕价差，因此，短期内菜粕或依然围绕豆粕市场行情波动。

6. 结论

CBOT 大豆受南美丰产上市冲击及美国加征关税风险拖累偏弱，但现阶段随着 2025/26 产季题材交易回归，减产预期对其支撑偏强。国内短期受 CBOT 市场大豆期货预期稳定影响，叠加国内阶段性高基差支撑，豆粕市场风险偏好或仍在；然而，中期全球大豆结转库存高，供应充足，在美豆新季出现天气风险溢价之前，豆粕上涨驱动或有明显减弱。菜粕缺乏独立行情基础，或依然围绕豆粕市场行情波动

油脂方面，短期受油料端拖累表现或不明显，但 2025/26 产季全球大豆供应压力明显大于菜籽，菜籽油除受中加、美加贸易政策冲击外，大多时候相对豆油市场或有更好的表现。此外，3 月斋月过后，随着棕榈油进入增产周期、阶段性供需矛盾缓解，国内豆棕价差有望修复。

油脂分品种看：3 月份豆油成本支撑稳定，叠加“持续去库+高基差”预期，区间行情稳定。棕榈油，国外供应端 3 月马来西亚产区过量降雨或限制增产，需求端印尼 B40 政策执行+开斋节消费旺季；国内进口利润倒挂，低库存且维持刚需供给。棕榈油强现实逻辑不变，但基于增产逻辑，期货预期有望提前走弱。菜油方面，阶段性受美国加征关税影响有所减弱，且成本预期主导市场多头情绪有所逐步回暖。

重要提示

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn

