

生物柴油消息扰动油脂价格，市场等待政策落地

2025 年 1 月 17 日 星期五

兴证期货·研究咨询部

农产品研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

联系人

胡卉鑫

从业资格编号：F03117395

hhx@xzfutures.com

核心观点

随着生物燃料的发展，植物油的能源与金融属性持续上升，价格波动放大，生物柴油政策变动与具体实施情况将成为 2025 年油脂重要影响因素之一。目前印尼、美国能源政策尚未完全落地，市场观望情绪浓郁，整体跟随政策消息变动。棕榈油方面，B40 强预期落空，多轮政策体现印尼政府实施决心，但是补贴资金成为 B40 计划的最大桎梏，棕榈油需求增量的不确定性也是市场目前的担忧所在，虽然印尼政府的罚款措施将强制非公共部门掺混的落实，但是若印尼棕榈油增量不能达到 100-150 万吨以上，印尼供需情况则存在边际转松可能，进而导致棕榈油价格回归弱势运行。

豆油方面，拜登政府的 45Z 法案利好美豆油以及本土油脂，目前市场基本交易法案带来的利多，但是该法案能否在特朗普政府中得到有效存续是市场关注重点，豆油整体跟随特朗普能源政策波动。菜油方面，加菜油被挤出美国市场可能性持续上升，价格大幅走弱，重新进入国际贸易流的加菜油在一定程度上导致中国二季度菜油供应收紧预期反转，但是全球菜系减产制约仍然存在，菜油预计先消化中加贸易利空后重新定价供应紧张格局，届时需关注欧盟、中国市场对



加菜油的承接情况，若欧盟对加菜油承接不及预期，国内菜油转弱背景将更加稳固。

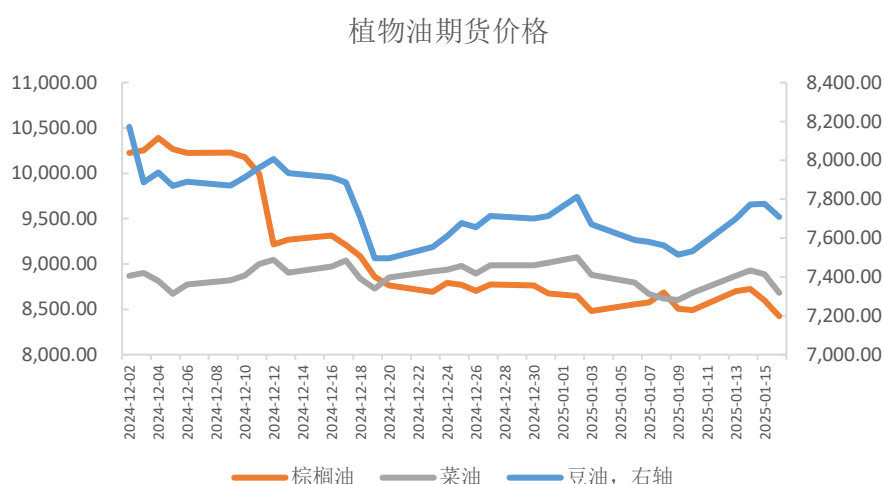
目录

一、植物油价格回顾	1
二、棕榈油：补贴资金引发生柴掺混担忧，市场等待 3 月 B40 落地	1
三、美国 45Z 法案细节陆续公布，菜油掺混前景转弱	3
四、结论	4

一、植物油价格回顾

近期油脂波动剧烈，生物柴油政策主导油脂市场，植物油价格宽幅震荡，品种价格运行出现分化。先有印尼生物柴油配套细则迟迟未出、B40 计划延后对利空棕榈油价格，后有美国缩小 UCO 补贴范围利多美豆油需求，1 月中上旬油脂市场急涨急跌，豆油、棕榈油日内均出现 2%-3% 价格波动，目前豆油运行小幅转强，棕榈油震荡偏弱，菜油未出现独立行情，跟随油脂市场震荡运行。

图表 1：2024 年 12 月至今植物油价格变化



数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研究咨询部

二、棕榈油：补贴资金引发生柴掺混担忧，市场等待 3 月 B40 落地

2024 年 12 月，印尼政府迟迟未发布 B40 计划掺混指南、生产授权以及出口税收等配套法令，市场担忧 B40 计划能否如期执行，补贴基金不足使得该担忧雪上加霜。2025 年元旦印尼政府表示 B40 计划延迟实施，棕榈油价格应声回落，下跌至 8450 元/吨，而后发布 B40 生产配额补贴与废油出口禁令，然而法规细则的完善并未给市场带来上行驱动。一方面，印尼棕榈油补贴基金不足引发实际掺混量担忧。印尼政府公布的生物柴油消费补贴政策中，目前仅对公共部门（PSO）的 755 万千升进行补贴，非公共部门

的 805 万千升未包含在补贴范围内，仅对公共部门发放补贴情况下，棕榈油补贴基金可以满足 2025 年全年能源补贴，但是非公共部门补贴不足导致市场对生物柴油的实际消费以及生柴厂商生产意愿担忧上升。对于非公共部门而言，生物柴油-普通柴油价差与印尼罚款间的权衡是影响 B40 实际掺混的重要考量。印尼政府设定生物柴油 HIP 与柴油 HIP 作为价格标准，目前 POGO 价差高企，生物柴油售价高于普通柴油价格，非公共部门成本上升将影响生物柴油生产与消费意愿。市场传闻 2025 年生物柴油掺混预计完成 80%-85%，相当于达成 B38 左右，相应棕榈油增量预计达 80-100 万吨，棕榈油增量有限，棕榈油供需收紧情况存在边际好转可能。然而印尼政府当局对 B40 计划态度强烈，将对未完成相应义务量的非公共部门进行罚款。若罚款金额高于生物柴油-普通柴油价差，非公共部门仍然有完成义务量动力，并且印尼政府具有罚金调整权力，若棕榈油价格进一步上升使得能源价差高于罚款金，不排除印尼政府将根据实际掺混情况上调罚金以推动 B40 掺混进行，罚款前提下印尼生柴掺混可能将尽可能靠近 40%，但具体实施效果仍需关注印尼政府相关政策情况。

图表 2：POGO 价差持续上升



数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研究咨询部

另一方面，印尼政府表示将限制 POME、UCO 出口，该政策同样导致 CPO 供应存在边际上升可能。印尼出口方面，由于 POME 或 UCO 出口税率低于 CPO 出口，因此存在棕榈油被误标记为 POME 或 UCO 出口情况。限制以上两类产品出口在一定程度上降低了 CPO

出口统计误差，印尼国内棕榈油供应存在回升可能。棕榈油供应端调增可能以及需求端增量的不确定性使得棕榈油价格大幅回落，回吐前期生柴利好。目前印尼政府表示将于2月28日正式实施B40，现在市场对棕榈油态度谨慎，价格走弱，延续震荡运行，关注掺混落地实际情况。

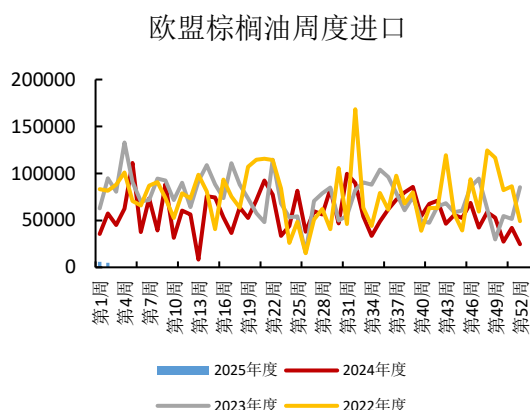
三、美国 45Z 法案细节陆续公布，菜油掺混前景转弱

目前美国仍然处于拜登任期，拜登政府在任职尾声公布 45Z 初步指南以及税收抵免方案，生物燃料原料以及补贴范围收窄影响豆油、菜油基本面情况。生物能源补贴方面，45Z 法案以及补贴测算模型表示，对玉米油、大豆油、高粱油以及美国国内生产的废油等原料生产的生物能源进行补贴，进口 UCO 未包含在补贴范围内，菜油由于未达到最低碳减排要求，同样被排除在补贴范围之外。受此影响，菜油需求前景走弱导致 ICE 油菜籽价格大幅回落，菜油价格同样跟随下行。本次发布的 45Z 指南在一定程度上提振了美国本土油脂投料需求，对美豆油形成一定利好。美国生物燃料投料中，菜油、进口 UCO 量分别约为 200 万吨与 250 万吨，该部分挤出将提振本次补贴的玉米油、豆油需求，目前美豆油并未出现明显下跌风险。菜油虽然未纳入生物燃料原料范围，但是并不代表退出生柴市场，加菜油一方面可能需要进行相应折价维持美国市场，另一方面需要寻找新的承接市场。菜油重新进入国际贸易流后，欧盟、中国或将成为承接加菜油的主要市场。对于欧盟而言，2024/25 年度欧菜籽意外减产，欧盟菜油供应收紧，同时零毁林法案最早将于 2025 年 12 月 31 日生效，欧盟棕榈油进口量降幅明显，菜油等其他油脂进口量存在上升可能；对于中国而言，美加贸易摩擦在一定程度上提升了加菜油对中国市场的依存度，中国未来进口菜油量存在上升可能，中加贸易冲突导致二季度菜油供应趋紧预期逆转，国内菜油价格因此大幅回落，价格运行开始转弱。

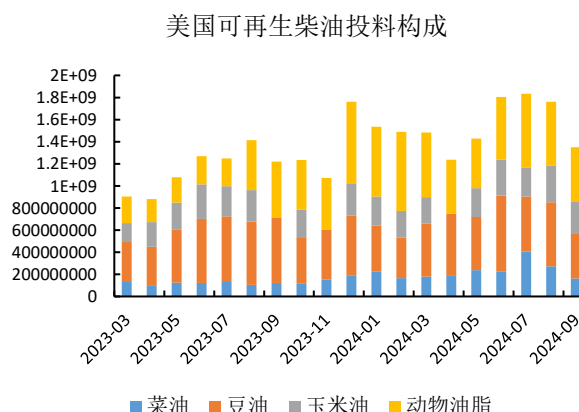
但需要注意的是，拜登政府发布的 45Z 仅为临时指南，法案的最终推行仍将取决于特朗普政府态度，而共和党利益与传统能源行业绑定较深，因此不排除特朗普正式上任后推翻该法案可能。基于该情况的推演下，豆油预计重新走弱，加菜油被挤出美

国市场的可能性强化，菜油价格探底后才可能重新交易菜系供应收紧基本面，需关注欧盟加菜油进口承接情况以及市场对 2024/25 油菜籽减产定价情况。

图表 3：欧盟棕榈油进口量持续下降



图表 4：菜油投料份额预计被其余油脂挤占



数据来源：欧盟统计局，EIA，兴证期货研究咨询部

四、结论

随着生物燃料的发展，植物油的能源与金融属性持续上升，价格波动放大，生物柴油政策变动与具体实施情况将成为 2025 年油脂重要影响因素之一。目前印尼、美国能源政策尚未完全落地，市场观望情绪浓郁，整体跟随政策消息变动。棕榈油方面，B40 强预期落空，多轮政策体现印尼政府实施决心，但是补贴资金成为 B40 计划的最大桎梏，棕榈油需求增量的不确定性也是市场目前的担忧所在，虽然印尼政府的罚款措施将强制非公共部门掺混的落实，但是若印尼棕榈油增量不能达到 100-150 万吨以上，印尼供需情况则存在边际转松可能，进而导致棕榈油价格回归弱势运行。豆油方面，拜登政府的 45Z 法案利好美豆油以及本土油脂，目前市场基本交易法案带来的利多，但是该法案能否在特朗普政府中得到有效存续是市场关注重点，豆油整体跟随特朗普能源政策波动。菜油方面，加菜油被挤出美国市场可能性持续上升，价格大幅走弱，重新进入国际贸易流的加菜油在一定程度上导致中国二季度菜油供应收紧预期反转，但是全球菜系减产制约仍然存在，菜油预计先消化中加贸易利空后重新定价供应紧张

格局，届时需关注欧盟、中国市场对加菜油的承接情况，若欧盟对加菜油承接不及预期，国内菜油转弱背景将更加稳固。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，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。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾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

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。