

豆粕方面：国际方面，南美大豆播种在11月将全面展开，从目前天气预报来看，巴西大豆东北部、南部产区降雨或不足，阿根廷大豆产区降雨颇多，可能会影响部分地区的播种情况，南美大豆播种期仍有天气炒作的可能性。巴西大豆迎来高产量的预期增强。巴西旧作物大豆出口面临一定的不确定性，如果后期美豆出口改善，巴西大豆升贴水或有回落。11月美豆面临出口的考验，市场密切关注中美谈判的结果，美豆出口如能改善，那么美豆价格或有支撑，否则美豆弱势震荡延续。CBOT大豆波动区间在950美分/蒲式耳-1100美分/蒲式耳之间。如果11月美国政府恢复办公，USDA 11月报告如期而至，那么美豆单产、出口均有下调预期，由于美豆丧失了最佳的出口时间，出口下调幅度较大，这让美豆库存或有上调的预期。市场等待11月美豆出口的最新进展。国内豆粕11月份供给或有下滑，但需求保持平稳，豆粕库存或稳中趋降，这将对豆粕基差有所提振。中美会谈后中国采购美豆的节奏与数量成为11月影响豆粕市场的关键。如果采购美豆，巴西升贴水或下降，向美豆升贴水回归，但同时CBOT大豆价格或有提振。连粕市场或先跌后涨。如果仍未采购美豆，采购巴西大豆，那么连粕成本驱动支撑而走高。连粕主力合约波动区间在2800元/吨-3000元/吨内波动。

油脂方面，美豆油市场，11月美豆带来的成本驱动、美豆粕带来的油粕套利、国际原油带来工业消费的积极性，以及美国未来生物柴油政策从预期向兑现转化均在影响美豆油走势。市场则面临多因素扰动。美豆油在成本驱动与需求驱动中震荡反复，等待美国生物柴油政策向强预期转化。由于目前美国生物柴油政策仍有诸多不确定因素，这使得美豆油区间震荡的格局仍将持续。市场在多因素中寻求方向。11月东南亚棕榈油进入减产周期，马来西亚棕榈油高企的库存压力或有减轻，去库存周期开启。相对而言，印尼棕榈油库存低位运行或将延续，产量的减少与需求的增长仍将持续。但印尼关于B50的生物柴油政策的争论似乎仍未明朗化，市场仍在等待印尼政府的最后确认。随着减产周期的到来，库存下滑预期或将对马棕油有所提振，市场有望止跌反弹。市场能否摆脱盘局仍需等待印尼政策的落地。11月国内油脂市场仍面临供大于求的局面，油脂库存或稳中有增。国内需求由于春节较往年延后，这使得需求仍处于低迷中。国内油脂基差依然低位运行。豆油、菜油仍面临我国进口经贸政策的影响，而棕榈油则面临印尼生物柴油政策的影响。油脂政策影响加重。从价格上看，马棕油的季节性反弹或给连棕油带来提振，油脂11月面临止跌反弹的可能。

国信期货交易咨询业务资格：

证监许可【2012】116号

分析师：曹彦辉

从业资格号：F0247183

投资咨询号：Z0000597

电话：021-55007766-305160

邮箱：15037@guosen.com.cn

#### 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 第一部分 行情回顾

10月CBOT大豆震荡走高，市场从低位回升。9月30日USDA发布的季度库存报告低于去年同期及市场预期。10月1日美国总统特朗普在社交媒体上表示，他将在四周后与中国国家主席会晤，大豆将是讨论重点之一。特朗普同时重申，关税收入将部分用于补贴因中国削减采购而受损的美国农民。美豆触底反弹大幅走高。由于美国政府从10月1日起停摆，美国农业部宣布，在政府停摆期间，将暂停发布包括出口销售周报和10月供需月报在内的所有数据发布。巴西播种进度不断加快，天气有利于播种，这让市场承压。美豆出口在弱现实与强预期中反复。10月10日美国总统特朗普宣布从11月1日起将中国商品关税额外提高100%，并考虑取消原计划在本月底APEC峰会期间与中国国家主席的会晤，使中美贸易战全面升温。美豆高位回落。主力合约一度跌至千元关口。NOPA报告利多出台，9月压榨数据创历史同期新高，让美豆止跌。此后美国总统特朗普确认两周后将在韩国和中国国家主席习近平会晤，令市场重燃中美贸易谈判取得进展的希望。美国农业部长罗林斯表示，美国正在和多国（包括部分南美国家）探讨进口美国进行压榨，以减少对中国单一市场的依赖。10月23日中国商务部称，经中美双方商定，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰将于10月24日至27日率团赴马来西亚与美方举行经贸磋商。双方将按照今年以来两国元首历次通话重要共识，就中美经贸关系中的重要问题进行磋商。美国对俄罗斯两大石油公司实施制裁后原油价格大幅上涨，市场乐观地认为中美贸易谈判有望取得进展。美豆高涨创下一个月来新高。与之相比，国内豆粕市场震荡走低，市场对于未来供给不足的担忧情绪逐步缓和，多头平仓离场，这让连粕遭遇沉重抛压。国内豆粕现货库存稳中有降，终端补货始终积极性不高，叠加10月以来生猪、鸡蛋价格创近年低位，也拖累市场交投意愿。连粕主力合约创9个月以来新低。随着美豆的大幅走高，短空低位获利平仓，期价止跌企稳，主力合约回升至2900元/吨之上。在供给担忧减弱后，成本驱动或开始逐步体现。

10月国际油脂区间震荡，美豆油走势略显乏力，马棕油走势略显偏强。美豆油方面，中美经贸关系的反复以及国际原油持续走低给美豆油带来抛压，期价低位震荡反复。NOPA报告显示9月底美国豆油库存下降，表明生物燃料需求强劲；特朗普威胁停止进口中国废食用油，潜在有利于提振美国豆油国内需求。这让美豆油一度走高，但随后前期买油卖粕套利大面积平仓，美豆油持续走低。美国对俄罗斯两大石油公司实施制裁后原油价格大幅上涨，美豆油止跌反弹。但市场未能摆脱前期震荡区间。相对而言，马棕油走势强于美豆油。月初抄底买盘以及进口国采购增加而低位反弹，棕榈油产量季节性下滑明显，印尼政府正加快推进在2026年全面实施棕榈油B50强制混合政策，以减少对进口柴油的依赖。中国十一长假期间，马棕油高涨。随后MPOB报告偏空出台，马棕油高位回落，产量降幅不及预期，国内消费回落至正常水平，9月马棕油库存不降反增，库存压力凸显。10月降雨减少马棕油产量大幅修复，而出口环比增幅收窄，印尼政府以及机构关于B50政策实施出现了一定的分歧，这让马棕油承压走低。受此影响，国内油脂10月震荡回落。长假后，市场一度走高，连棕油、菜油先后刷新近期高点。但随后由于中加贸易关系可能缓和的预期增强，菜油市场上遭遇多头平仓，期价领跌。随后连棕油库存回升，马棕油利空报告出台，连棕油主力多头平多增空，这让连棕油减仓下行。相对而言，连豆油的涨跌幅均弱于其他油脂。月底国内油脂期货纷纷下探震荡区间的下限，等待市场企稳。

表：2025年10月国内外主要油脂油料期价变化

品种 (指数)	2025/10/23	2025/9/25	涨跌	涨幅%	品种 (指数)	2025/10/23	2025/9/25	涨跌	涨幅%
美豆	1067	1031.5	35.5	3.44%	连豆二	3630	3642	-12	-0.33%
美豆粕	295.5	278.4	17.1	6.14%	连粕	2880	2902	-22	-0.76%

美豆油	51.33	50.56	0.77	1.52%	连豆油	8130	8114	16	0.20%
马棕油	4451	4408	43	0.98%	连棕油	9122	9182	-60	-0.65%
美原油	60.7	64.14	-3.44	-5.36%	郑菜粕	2329	2407	-78	-3.24%
生猪	12080	12995	-915	-7.04%	郑菜油	9662	10112	-450	-4.45%

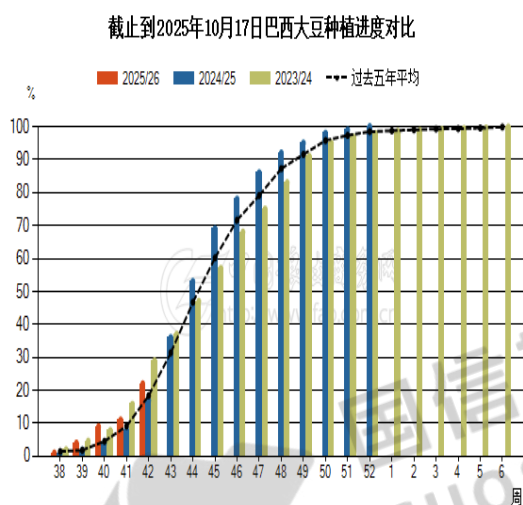
数据来源：文华财经 国信期货

## 第二部分 蛋白粕

### 一、巴西大豆播种进度较快 天气仍有炒作空间

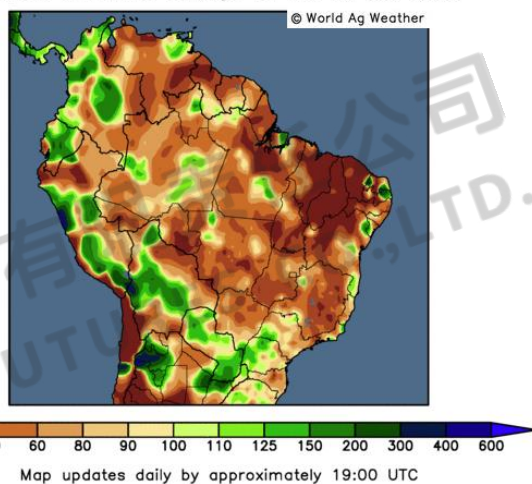
图：巴西大豆播种进度

图：南美土壤墒情



数据来源：粮油商务网 国信期货

30-day Precipitation Analysis  
Percent of normal through 12 UTC 20 Oct 2025



数据来源：Worldagweather 国信期货

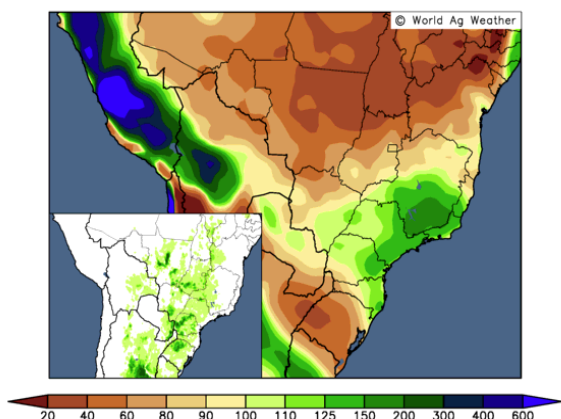
进入10月份南美大豆播种陆续展开，咨询机构AgRural最新报告表示，截至10月16日，2025/26年度大豆播种进度达到24%，高于一周前的14%，也高于去年同期的18%，但是低于两年前的30%。由于10月初巴西中西部三个州的适时降雨推动播种工作加快，播种面积在一周内翻番。随着降水增加，马托格罗索的播种势头强劲，本年度首次超过帕拉纳，成为播种进度最快的州。巴西帕拉纳州农村经济部（DERAL）最新数据表示，截至2025年10月20日，帕拉纳州2025/26年度大豆播种进度为52%，高于一周前的39%。大豆优良率为98%，评级一般的比例为2%。上周优良率为99%。可见尽管巴西大豆播种初期出现一定的天气问题，但是随着降雨的增多，播种进度明显加快。

图：巴西未来15天降雨量预估

图：阿根廷未来15天降雨量预估

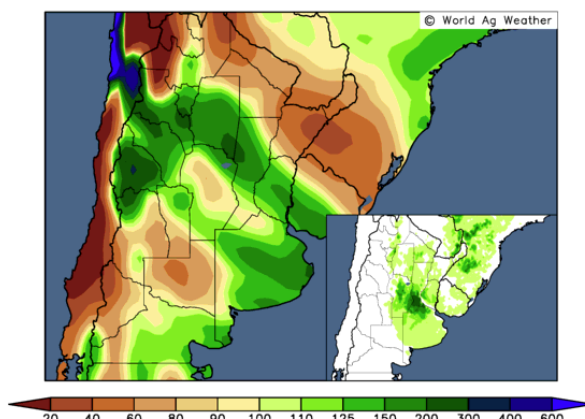


Forecast Precipitation (percent of normal)  
Soybeans Production Shown Inset  
15-Day Forecast (GFS) Beginning 23 October 2025



数据来源: Worldagweather 国信期货

Forecast Precipitation (percent of normal)  
Soybeans Production Shown Inset  
15-Day Forecast (GFS) Beginning 23 October 2025



数据来源: Worldagweather 国信期货

NOAA最新官宣，拉尼娜状态将于2025年9月正式形成，并有望在2025年12月至2026年2月持续，2026年1—3月转为ENSO中性的概率为55%。目前预计拉尼娜强度偏弱（3个月平均Niño-3.4指数在 $-0.5^{\circ}\text{C}$ 至 $-0.9^{\circ}\text{C}$ 之间）。从汇易网的咨询了解到，巴西南部、中西部降雨良好有利于播种；东北部主产区经历干旱，等待降雨来袭。预计11月巴西除东北部外，其余产区土壤水分相对充足，有利于大豆生长；南部地区需关注阶段性过湿。11月巴西大豆产区降雨量相对有限，尤其是巴西东北部、南部地区降雨量偏少。而阿根廷大部分产区则迎来强降雨。但是机构纷纷预估巴西大豆收获期可能会面临强降雨的威胁。巴西农业气象学家桑托斯指出，马托格罗索、南马托格罗索、戈亚斯、米纳斯吉拉斯及马托皮巴（马拉尼昂—托坎廷斯—皮奥伊—巴伊亚四州交界区）将先后出现“持续、广泛且高雨量”的环流型态，降雨总量可比常年同期高30%~50%，太阳辐射显著减少；这时段恰好覆盖1月下半月至2月上半月的大豆收割窗口，并可能拖延2月底开始的第二季玉米播种。相反，哥伦比亚大学多模式预报显示，2025年11月—2026年2月中部阿根廷降水低于平均的概率偏高，而这一时期恰逢大豆灌浆、玉米授粉的关键期，可能直接影响单产。可见南美大豆生长季仍有天气炒作的因素存在。

图：尼诺指数预估

图：机构对巴西大豆产量预估（单位：百万吨）

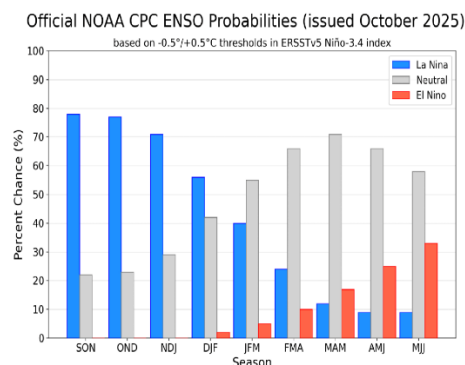


Figure 7. Official ENSO probabilities for the Niño 3.4 sea surface temperature index ( $5^{\circ}\text{N}$ - $5^{\circ}\text{S}$ ,  $120^{\circ}\text{W}$ - $170^{\circ}\text{W}$ ). Figure updated 9 October 2025.

机构	USDA	StoneX	CONAB	Safras	ABIOVE	AgRural	AgroConsult
Sep-25	175		177.6	180.92			
Oct-25		178.7	177.6		178.5	176.7	

数据来源: NOAA 国信期货

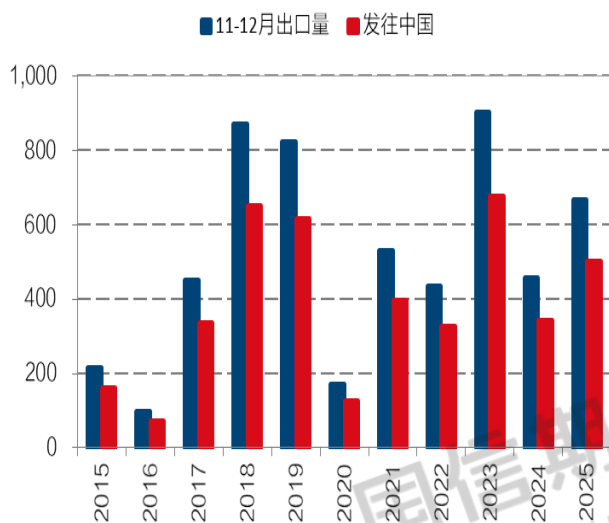
数据来源: WIND 国信期货

从USDA9月供需报告来看，USDA对2025/26年度巴西、阿根廷大豆产量的预估分别为1.75亿吨、4850万吨。从巴西各家机构在10月份的预估来看，巴西大豆25/26年度产量预估区间在1.76亿吨至1.78亿吨不等。可见在目前天气尚未有太大异常的情况下，25/26年度巴西大豆将再一次迎来丰收的年份。

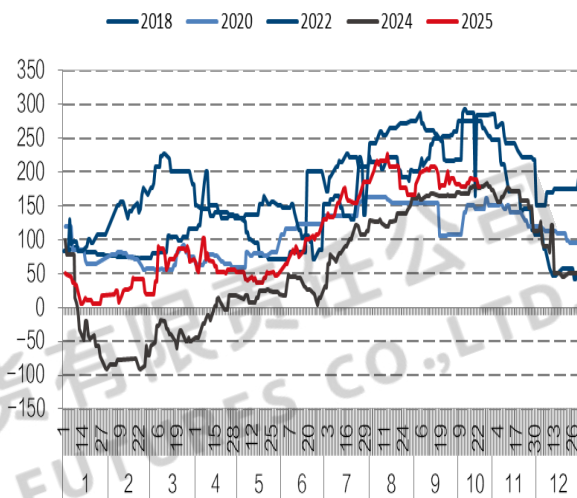
与往年相比，巴西大豆旧作物的出口依然备受关注，按照ABOIVE的最新数据显示，按照2025年出口量为1.095亿测算，巴西11月-12月可供出口的大豆数量为668万吨，按照80%运往中国测算，那么11月-12月我国可从巴西进口大豆的数量为534万吨。目前巴西大豆近月升贴水为170美分/蒲式耳，低于2018年同期，但高于2024年同期水平。11月巴西升贴水仍有波动的空间，如果中美谈判乐观，中国采购美豆，那么巴西升贴水可能向美豆升贴水靠拢，当前美湾大豆升贴水在100美分/蒲式耳。

图：巴西大豆可供出口数量

图：巴西大豆升贴水历史对比



数据来源：WIND 国信期货



数据来源：WIND 国信期货

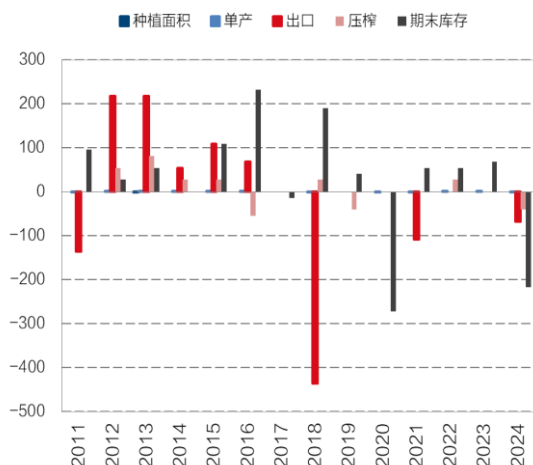
总的来看，南美大豆播种在11月将全面展开，从目前天气预报来看，巴西大豆东北部、南部产区降雨或不足，阿根廷大豆产区降雨颇多，可能会影响部分地区的播种情况，南美大豆播种期仍有天气炒作的可能性。巴西大豆迎来高产量的预期增强。巴西旧作物大豆出口面临一定的不确定性，如果后期美豆出口改善，巴西大豆升贴水或有回落。

## 二、美豆需求仍存变数 等待中国采购

由于10月1日起，美国政府停摆，美国农业部暂停发布了美国10月供需报告。11月USDA能否如期公布月度供需报告仍是未知。在过去的32年里，11月USDA单产调增16次，调减14次，持平2次，出口调增13次，调减10次，持平9次，压榨调增14次，调减9次，持平9次，库存调增19次，调减12次，持平1次。由于美豆生长后期，产区旱情不断扩大，这让市场认为单产可能要低于9月USDA预估的53.5蒲/英亩。

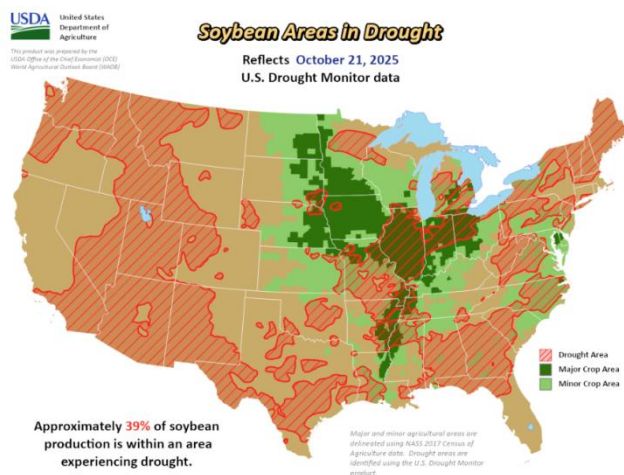
USDA干旱监测报告显示，截至10月21日当周，约39%的美国大豆种植区正受到干旱影响，之前一周为39%。为填补数据空白，市场只能依赖分析师调查与私人数据。近日10位分析师的联合调查显示，截至10月中旬，美豆收获完成58%，但进度均落后于去年同期——2024年此时大豆已收获67%（十多年来最快速度）。更值得关注的是，预估数据的离散度极大：大豆收获进度预估区间为52%~70%，这种不确定性直接加剧了市场波动。作物评级同样呈现微妙变化，分析师预估大豆评级维持61%的优良率，2024年10月初美豆优良率为63%。

图：11月USDA报告调整概率统计



数据来源：USDA 国信期货

图：美豆产区旱情

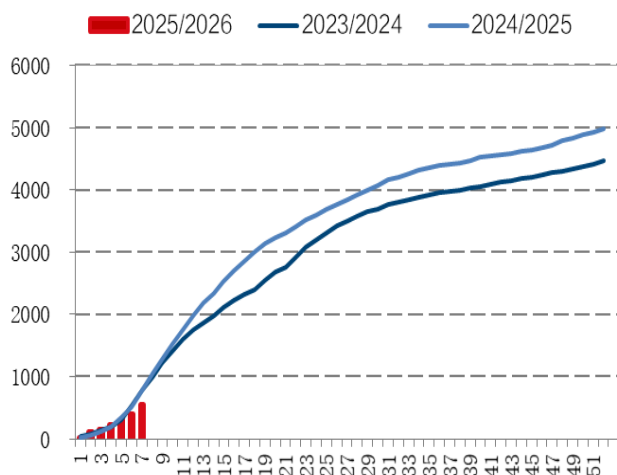


数据来源：USDA 国信期货

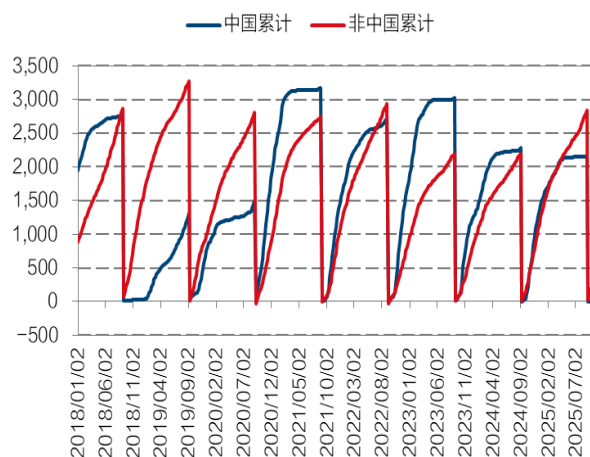
USDA出口检验报告显示截至2025年10月16日当周，本作物年度迄今，美国大豆出口检验量累计为553.8万吨，上一年度同期为801.3万吨，年度累计出口量仍比去年同期减少26%。2025/26年度美豆对华销售依然是0吨，而去年同期对华销售约1040万吨。若到11月中旬仍未采购，美豆对华销售将丧失约1500万吨订单，约占美豆总出口量的三成左右。从汇易网了解到，美国大豆仓库积压如山，部分粮仓甚至因不堪重负而倒塌。农民因价格跌破成本而惜售情绪明显。美国农业部长布鲁克·罗林斯表示，美国并非只是在等待与中国达成大豆相关协议。她补充说，从长远来看，美国正在打开新的市场，以便不再过于依赖中国等国。美方正在与南美国家磋商，试图将积压的大豆销往南美。但现实困难重重，南美最大的大豆进口国阿根廷，其自身对大豆的需求有限，且美国大豆要想在南美市场具有竞争力，价格必须远低于当地大豆，这意味着美国可能需要提供大量补贴。此外，巴西本土大豆产量充足，能够满足国内加工需求，对美国大豆的进口意愿极低。为了缓解大豆过剩的压力，美国还将目光投向了东南亚国家，如印尼和越南。美国农业部牵头游说，最终在9月底与这些国家签订了120万吨的出口协议，但这点订单量对于美国庞大的大豆库存来说，只是杯水车薪。日本、印度等国家也有可能增加美国大豆的进口。不过这些国家进口大豆总量难以与中国采购美豆的数量相提并论。即便后期中国采购恢复，美国已经错失了最佳的出口时间，出口量可能远低于正常年份。可见美豆出口能否完成USDA9月预估的4585万吨仍有较大的不确定性，未来出口下调的概率较大。

图：美豆出口累计检验数量对比

图：美豆出口到中国及非中国地区对比



数据来源：USDA 国信期货



数据来源：USDA 国信期货

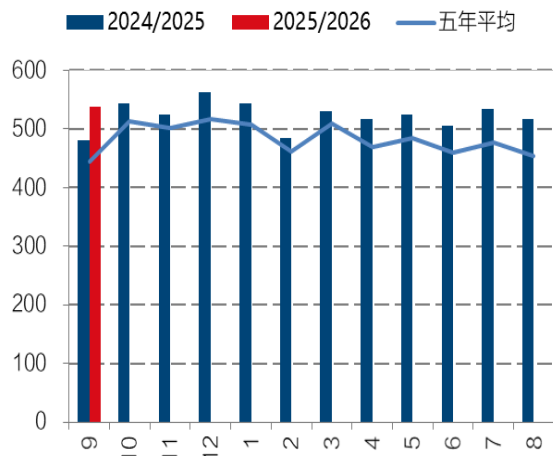
从汇易网咨询了解到，密西西比河的运输瓶颈给谷物流通再添阻碍。作为美国中西部谷物运往海湾出口终端的主要航线，密西西比河因持续干旱遭遇连续第四年的季节性低水位。美国国家综合干旱信息系统（NIDIS）数据显示，田纳西州孟菲斯段水位已在10月中旬降至-9.7英尺，与9月18日的预报完全一致，这一极低水位迫使驳船大幅减载，既增加了运输成本，又造成物流拥堵。美国国家海洋和大气管理局（NOAA）预测，密西西比河流域大部将在年底进入更干燥时段，若无显著且广泛的降雨，干旱将持续并扩展至流域大部。这意味着运输挑战可能贯穿整个销售年度，对于刚收获的大豆而言，若无法高效运至出口市场，其市场价值也将大打折扣。

在美国联邦政府仍处于停摆状态下，特朗普政府计划向受到贸易战与丰产冲击的农户发放新一轮援助资金，并重启美国农业部的部分核心职能。美国农业部长布鲁克·罗林斯10月21日表示，10月23日将恢复美国农场服务局（FSA）的主要业务，包括农贷处理、农产品收入保障计划（ARC/PLC）付款及其他关键项目。罗林斯宣布向农户发放的援助总额将超过30亿美元。据《华尔街日报》早前报道，这笔资金将来自美国农业部商品信贷公司（CCC），该机制在特朗普前一届政府时期曾为因贸易战受损的农户提供超过230亿美元的援助。此次援助被视为“第二轮农民救助”，旨在缓解持续停摆带来的资金周转压力，并稳定农业供应链。尽管计划细节尚未公布，市场普遍预期援助对象将涵盖大豆、玉米、小麦及棉花种植者。农业游说团体对此表示欢迎，称这将有助于缓解农村经济压力。然而，批评者质疑政府在停摆中动用CCC资金的合法性，认为此举可能被政治化。如果援助资金能够如期到位，至少给当前美国豆农一些慰藉。

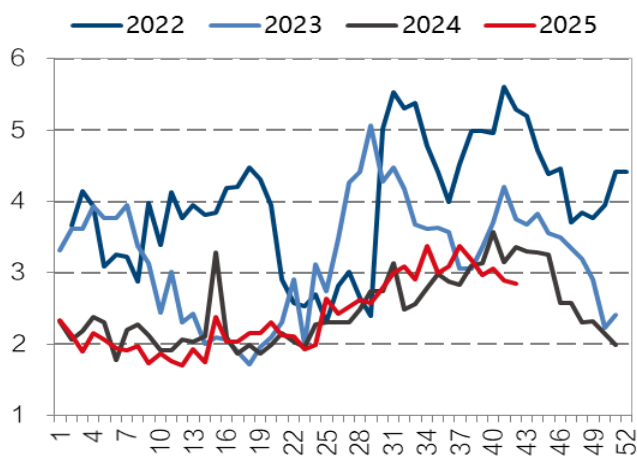
图：美豆压榨对比

图：美豆压榨利润





数据来源: USDA 国信期货

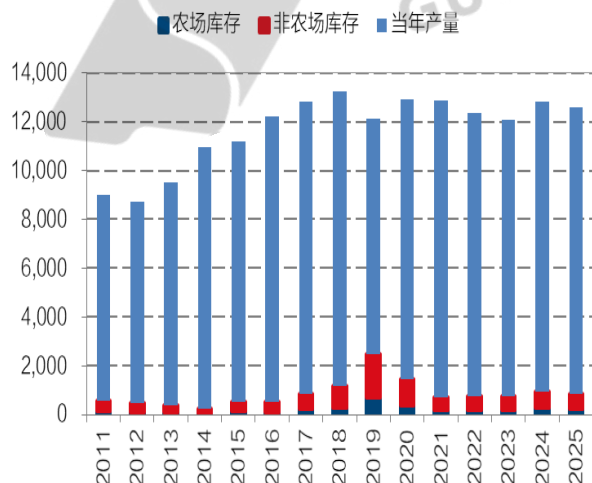


数据来源: USDA 国信期货

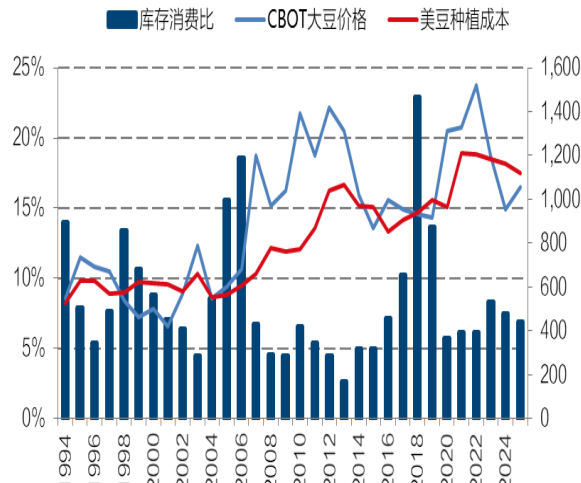
2025/26年度以来, 由于美豆出口持续疲软, 美豆的需求只能依靠压榨来维持。NOPA最新报告显示, NOPA会员企业在9月份压榨539万吨, 环比增长4.24%, 同比增长11.6%。同时较五年同期增长21.2%。创下9月同期压榨最高纪录。美国农业部在9月份供需报告里预测2025/26年度美国大豆压榨量为6954万吨, 月均压榨量为580万吨。美豆压榨的旺盛更多来自美豆油生物柴油的需求。由于美国政府迟迟未能对新年度美国生物柴油掺混政策落地, 而一再延迟, 这让前期高涨的需求预期逐步降温。美豆压榨利润也出现了明显的回落。美国农业部发布的压榨周报显示, 截至2025年10月17日当周, 美国大豆压榨利润为每蒲2.85美元, 比一周前减少1.4%。作为参考, 2024年的压榨利润平均为2.44美元/蒲, 低于2023年的3.29美元/蒲。可见美豆压榨能否持续高位, 仍有变数, 压榨上调空间有限。

图: 秋季美豆供给压力对比

图: 美豆库消比与价格对比



数据来源: USDA 国信期货



数据来源: USDA 国信期货

当前美豆库存处于历年同期高位, 一方面是按照9季度库存数据显示, 截至9月1日, 美豆库存为861万吨, 其中农场库存为249万吨, 非农场库存为612万吨, 略低于2024年同期水平, 是近5年同期次高位。叠加当年产量, 收割季美豆总供给量为1.25亿吨, 2024年同期为1.28亿吨。如果需求不能有效改善, 美豆



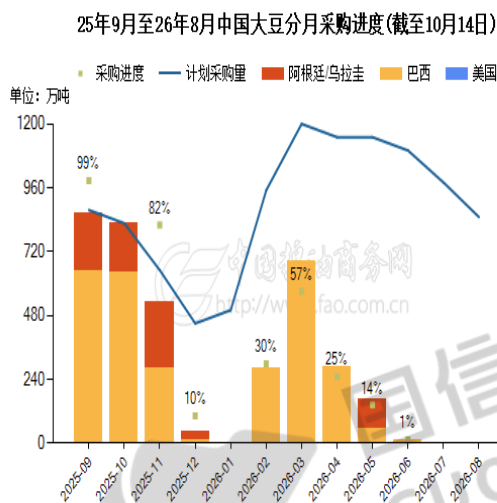
库存压力会加重。如果11月USDA月度公布报告能够如期而至，那么11月美豆供求平衡表可能出现较大调整，美豆单产、美豆出口均有下调预期，而出口下调的幅度可能更多一些，这让美豆库存有进一步上调的可能。美豆库存偏紧的预期可能缓和。11月美豆价格走势的关键在于中美谈判的结果，以及美豆出口低迷的局面能否改善，如果出口改善，美豆或有上涨的可能，否则弱势震荡延续。

总的来看，11月美豆面临出口的考验，市场密切关注中美谈判的结果，美豆出口如能改善，那么美豆价格或有支撑，否则美豆弱势震荡延续。CBOT大豆波动区间在950美分/蒲式耳-1100美分/蒲式耳之间。如果11月美国政府恢复办公，USDA11月报告如期而至，那么美豆单产、出口均有下调预期，由于美豆丧失了最佳的出口时间，出口下调幅度较大，这让美豆库存或有上调的预期。市场等待11月美豆出口的最新进展。

### 三、豆粕供给担忧减弱 成本驱动成为关键

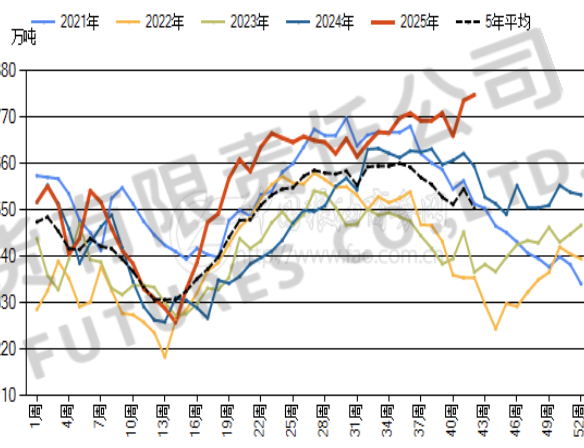
图：大豆进口量

图：港口大豆库存



数据来源：粮油商务网 国信期货

2021-2025年第42周全国油厂进口大豆周度库存对比

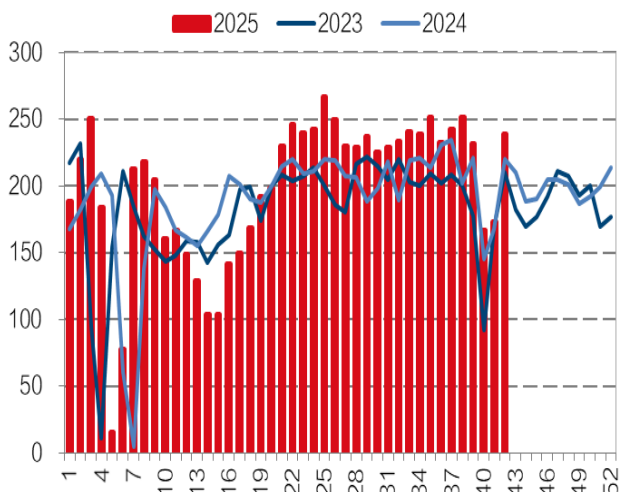


数据来源：粮油商务网 国信期货

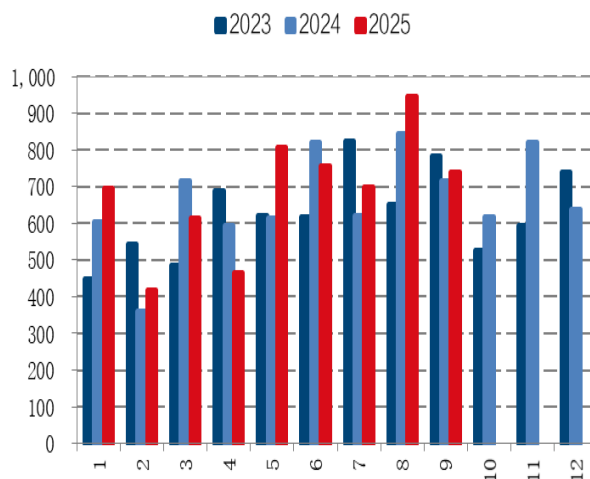
粮油商务网监测数据显示，截至10月21日，11月船期累计采购了526.4万吨，采购进度为87.73%。12月船期累计采购了72.6万吨，周度增加26.4万吨，采购进度为16.13%。2026年2月船期累计采购了290.4万吨，周度增加6.6万吨，采购进度为30.57%。2026年3月船期累计采购了698.7万吨，周度增加13.2万吨，采购进度为58.23%。2026年4月船期累计采购了287.6万吨，采购进度为25.01%。2026年5月船期累计采购了171.6万吨，周度增加6.6万吨，采购进度为14.92%。2026年6月船期累计采购了19.8万吨，周度增加6.6万吨，采购进度为1.8%。可见12月、1月国内进口大豆采购量相对有限。市场对2026年一季度的供给仍有担忧情绪。中国粮油商务网监测数据显示，截至2025年第42周末，国内进口大豆库存总量为822.4万吨，去年同期为653.0万吨。可见国内大豆当前供给充裕，12月-1月份仍有较大不确定性。12月开始，国内大豆库存或将开始回落，去库存的节奏开始展开。

图：大豆单周压榨量

图：豆粕月度消费量



数据来源：粮油商务网 国信期货

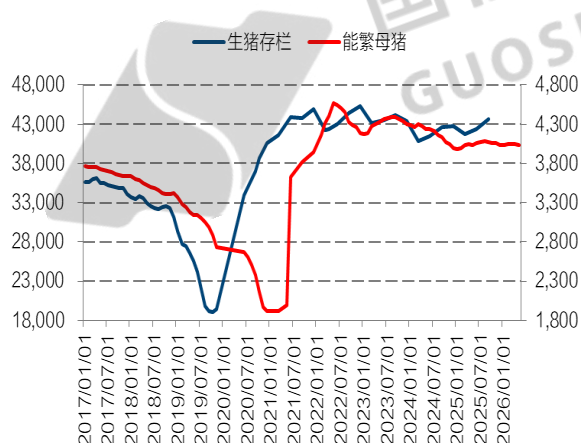


数据来源：粮油商务网 国信期货

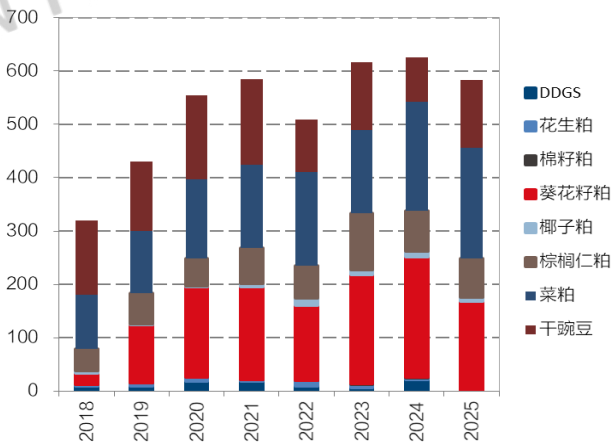
从目前压榨利润来看，由于10月以来，国内豆粕、豆油相继走低，而进口大豆成本居高不下，国内现货、盘面2601合约榨利纷纷回落并出现亏损，2026年2月以后盘面榨利仍有盈利。尽管如此，国内油厂开工率依然居高不下，毕竟各地油厂大豆库存量较大。11月五年月均大豆压榨量在810万吨，2024年同期为990万吨。市场预期11月到港量在750万吨-850万吨左右。2024年11月进口大豆到港量在715万吨。可见11月国内油厂开工率或因大豆库存偏高而保持高位运行，但较前期或有所回落。单周压榨量或将在200万吨上下。

图：生猪存栏与能繁母猪存栏对比

图：1-9月杂粕进口量对比



数据来源：粮油商务网 国信期货



数据来源：WIND 国信期货

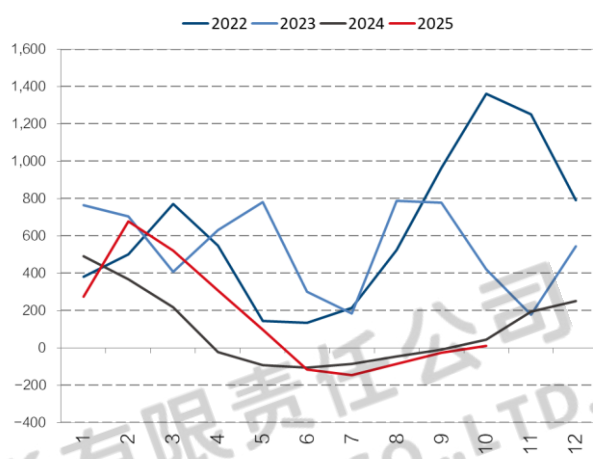
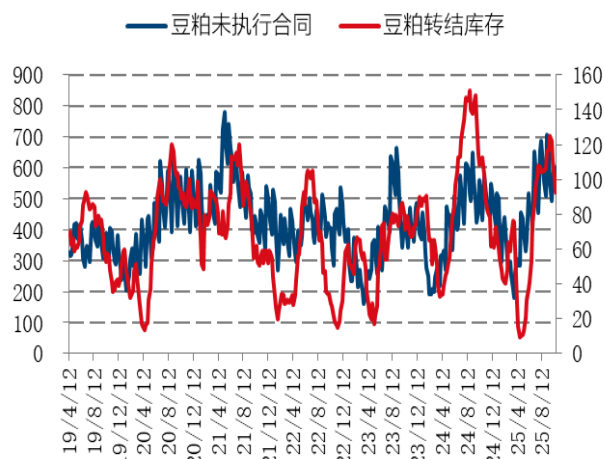
2025年以来国内豆粕需求总体表现略有增加，2025年1—9月国内豆粕表观消费量累计达6144万吨，同比增加250万吨。2025年9月，全国工业饲料产量3036万吨，环比增长3.4%，同比增长5.0%。2025年1—9月份，全国工业饲料产量累计达24653万吨，同比增加6.6%。这也间接佐证了豆粕消费的增长。从养殖行业来看，根据国家统计局最新数据显示，前三季度，全国生猪出栏52992万头，同比增加962万头，增长1.8%。三季度末，全国生猪存栏43680万头，同比增加986万头，增长2.3%，环比增加1233万头，增长2.9%。其中，能繁母猪存栏4035万头，同比减少28万头，下降0.7%，环比减少9万头，略降0.2%。与之相比三季度末，

全国家禽存栏64.0亿只，同比增长0.3%，环比增长1.0%。

受全球经贸关系复杂多变的影响，2025年杂粕进口量明显下滑。2025年1—9月杂粕进口量同比创近年来新高。1—9月我国进口杂粕总量为625万吨，其中DDGS、葵花籽粕同比大幅下降。杂粕的进口的减少以及豆菜粕价差的偏低也对豆粕整体需求有一定提振作用。由于10月份以来，国内生猪价格大幅走低，养殖利润亏损扩大，尽管国内生猪存栏依然庞大，但是养殖利润的下滑，可能会影响到豆粕的掺兑，这让豆粕需求可能受到冲击。豆粕需求可能在11月稳中有降。

图：豆粕库存

图：豆粕基差走势



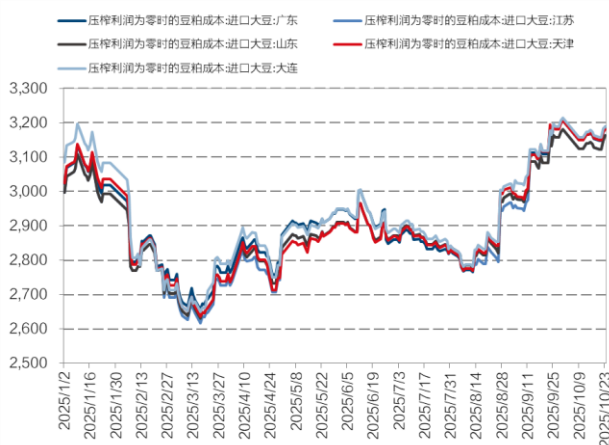
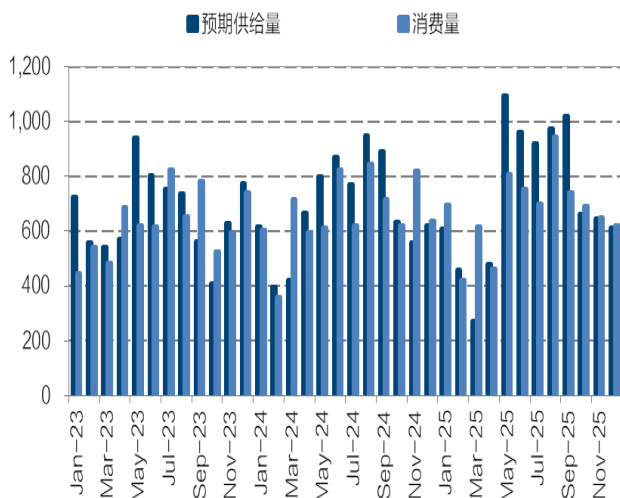
数据来源：粮油商务网 国信期货

数据来源：粮油商务网 国信期货

中国粮油商务网监测数据显示，截至2025年第42周末，国内豆粕库存量为92.7万吨，上月同期为124.6万吨，上年同期为111.8万吨；未执行合同量为545.9万吨，上月同期为551万吨，上年同期为496.4万吨。由于市场担心后期豆源不足，备货周期都较往年拉长。进入11月，国内豆粕库存或稳中有降。国内基差已经从负基差转正，豆粕基差低于上年同期水平，但与二季度相比明显回升。国内豆粕基差或止跌企稳小幅上行，但受累于当前库存基数庞大，上涨幅度有限。

图：豆粕未来供求预估

图：豆粕成本预估





数据来源: WIND 国信期货

数据来源: WIND 国信期货

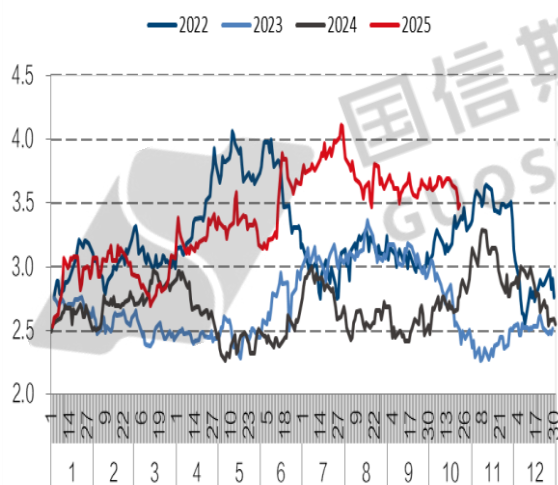
总的来看,国内豆粕11月份供给或有下滑,但需求保持平稳,豆粕库存或稳中趋降,这将对豆粕基差有所提振。中美会谈后中国采购美豆的节奏与数量成为11月影响豆粕市场的关键。如果采购美豆,巴西升贴水或下降,向美豆升贴水回归,但同时CBOT大豆价格或有提振。连粕市场或先跌后涨。如果仍未采购美豆,采购巴西大豆,那么连粕成本驱动支撑而走高。连粕主力合约波动区间在2800元/吨-3000元/吨内波动。

### 第三部分油脂

#### 一、等待生物柴油政策落地 美豆油现实与预期对垒

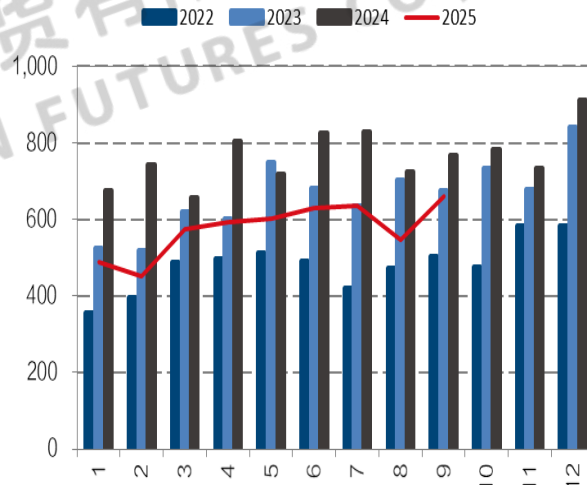
10月中旬以来美豆油高位回落,油粕套利平仓对美豆油形成抛压。一般而言进入11月份,油粕比或高位回落,主要因南美大豆播种,如有天气异动,美豆粕走势略强于美豆油。由于2025年以来美豆粕持续走低,空头持仓量较大,10月以来空头开始平仓离场,美豆油或因油粕套利平仓而承压。从美豆油与美豆粕比值走势来看,2025年6月以来美豆油与美豆粕的比率在3.5-4之间,短期美豆油走势弱于美豆粕,比价关系跌破3.5。

图: 美豆油与美豆粕比价走势



数据来源: WIND 国信期货

图: RINS-R4生成量走势对比



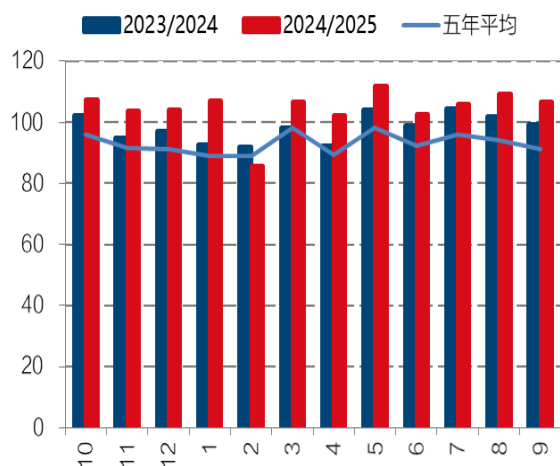
数据来源: WIND 国信期货

据外媒报道,美国环保署(EPA)公布的数据显示,美国9月份可再生燃料掺混数量超过8月份,显示可再生燃料生产活动持续增强。数据显示,9月份生物柴油的可再生燃料识别码(D4)生成数量为6.6亿份,较8月份的5.46亿份增长20.9%。尽管美国生物柴油政策长期可能利好豆油需求,但是2025年以来,美豆油生物柴油的消费量较上年略有下降。一方面是国际原油价格大幅走低,另一方面,美国生物柴油政策迟迟未能落地,对于2026年以后如何掺混,中小企业掺混减免政策具体如何也未能进一步明确。这让市场对于美豆油的需求预期有所降低。

从NOPA的报告中, 2025年9月底NOPA会员企业的豆油库存为12.43亿磅,上月豆油库存为12.45亿磅,环比下降0.16%。上年同期豆油库存为10.66亿磅,同比增长16.6%。作为对比,美国农业部9月供需报告显

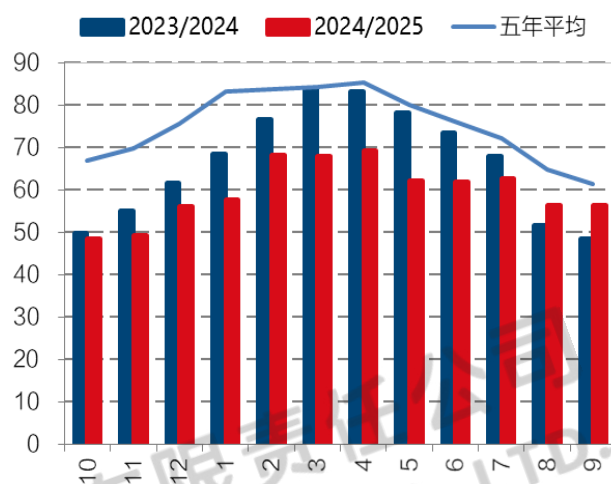
示，2024/25年度美国豆油库存为15.61亿磅。从NOPA数据可以推算出，9月NOPA会员企业豆油消费量为106万吨，上月同期为109万吨，去年同期为99万吨。尽管美豆油工业消费量可能低于去年，但2024/25年度出口量则较上年有明显的提升。11月，美豆带来的成本驱动、美豆粕带来的油粕套利、国际原油带来工业消费的积极性，以及美国未来生物柴油政策从预期向兑现转化均对美豆油产生影响。市场则面临多因素扰动。美豆油或在弱现实与强预期中震荡反复。

图：美国豆油消费对比



数据来源：NOPA 国信期货

图：美豆油库存

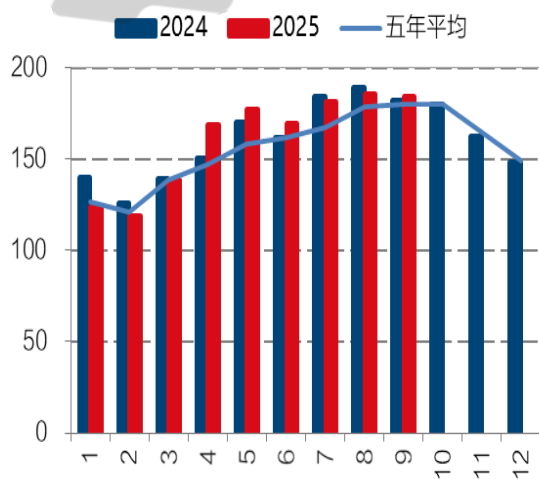


数据来源：NOPA 国信期货

11月美豆油在成本驱动与需求驱动中震荡反复，等待美国生物柴油政策向强预期转化。由于目前美国生物柴油政策仍有诸多不确定因素，这使得美豆油区间震荡的格局仍将持续。市场在多因素中寻求方向。

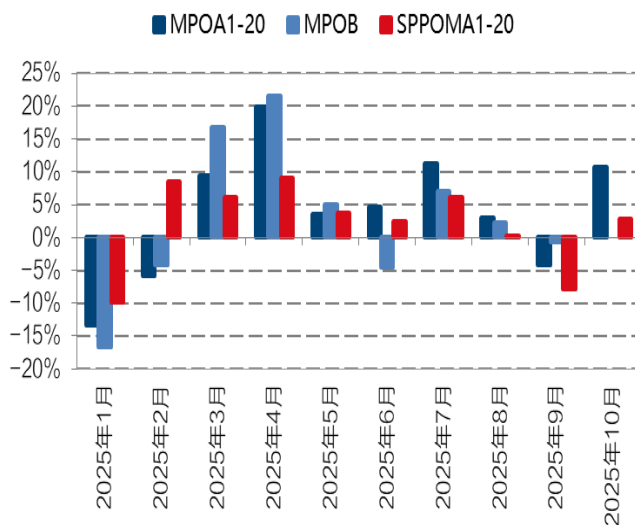
## 二、马棕油等待减产周期到来 印尼政策扰动或将加剧

图：马来西亚棕榈油产量预估



数据来源：MPOB 国信期货

图：机构预估10月产量增减情况

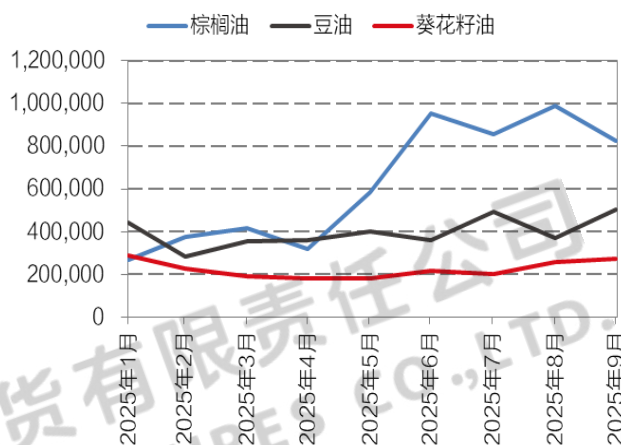
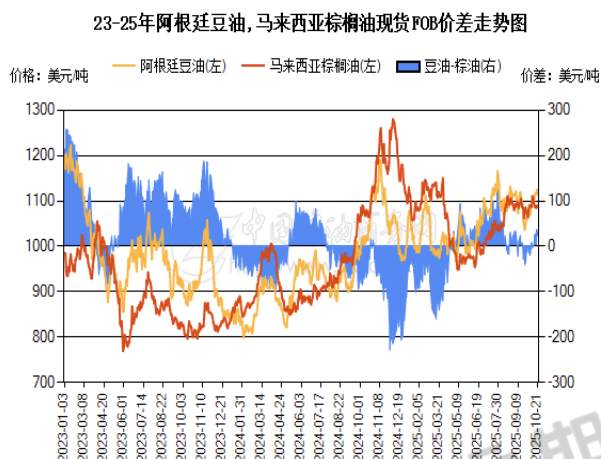


数据来源：WIND 国信期货

由于9月马棕油产量环比出现下降，市场预期马棕油减产周期可能提前到来。然后10月马来西亚降雨明显较9月有所减少，同比略有下降，这有利于棕榈油果的采摘。机构预估的数据显示马棕油产量环比增加，这意味着马棕油的减产周期仍会在11月开始。马来西亚棕榈油协会（MPOA）称，2025年10月1—20日马来西亚棕榈油产量环比增加10.77%，其中马来西亚半岛的产量环比增加4.54%，沙巴的产量环比增加21.99%；沙撈越的产量环比增加16.69%；东马来西亚的产量环比增加20.45%。马来西亚南部棕果厂商公会（SPPOMA）数据显示，10月1—20日马来西亚棕榈油产量环比增加2.71%，其中鲜果串（FFB）单产环比增加1.45%，出油率（OER）环比增加0.24%。从天气预报显示，11月马来西亚降雨量开始增加，减产周期如期而至。

图：国际豆棕价差走势对比

图：印度植物油进口分品种对比



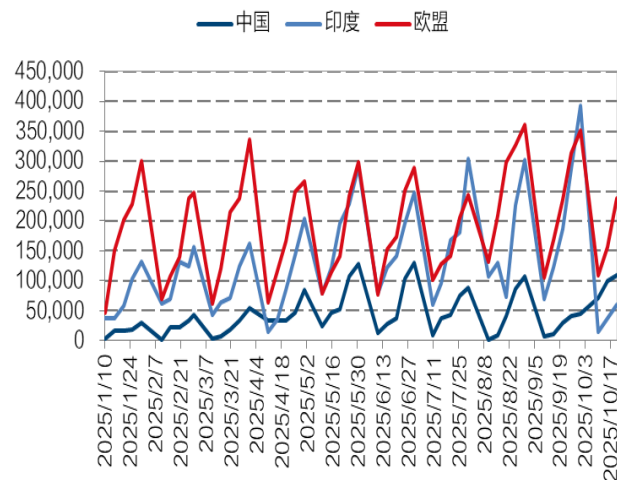
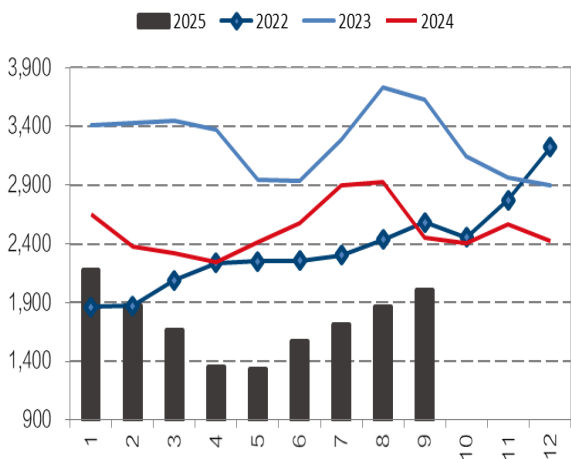
数据来源：粮油商务网 国信期货

数据来源：WIND 国信期货

从10月马棕油出口数据来看，印度采购量明显下降，中国采购量略有增加。11月东南亚棕榈油出口面临阻力，一方面国际豆棕价差处于低位，棕油价格优势并不明显，另一方面主要进口国印度随着节日需求结束，植物油采购需求可能放缓，尽管印度植物油库存依然处于低位，但由于豆油、葵花油价格优势明显，可能会挤占棕榈油的采购份额。

图：印度植物油库存对比

图：马棕油出口走势对比





数据来源: WIND 国信期货

数据来源: WIND 国信期货

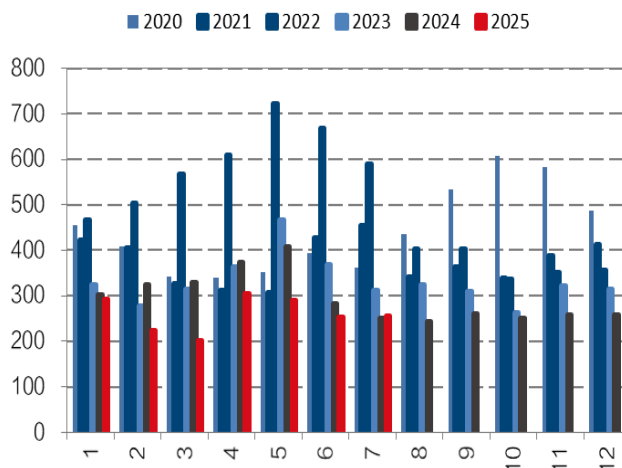
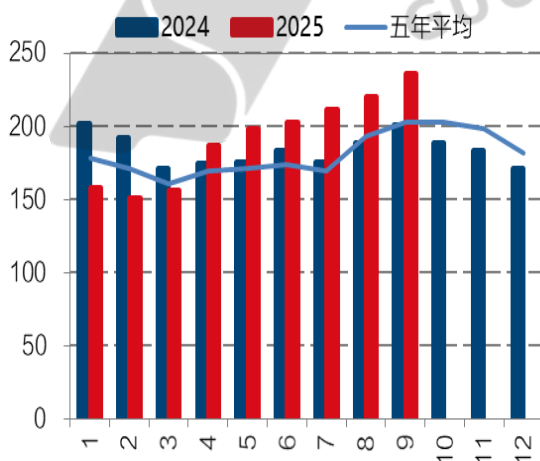
2025年以来东南亚棕榈油走势偏强的原因在于印尼生物柴油政策,从年初的B40的实施,印尼棕榈油工业消费量增加明显。截至2025年9月,B40政策已进入全面实施阶段,能源部数据显示,2025年印尼生物柴油分配目标为1560万千升,较2024年的1340万千升显著增长,主要用于满足国内交通运输领域的能源需求。根据B35掺混需求计算,对应的毛棕油需求量在1230万吨左右,B40对应的生柴分配目标为1562万千升,对应的毛棕油需求量约为1430万吨左右。而若2026年推广B50,对应的生柴分配目标为2010万千升,对应的毛棕油需求量或在1850万吨左右。

下半年以来,每个月有关B50推出、延迟的消息交替出现,这让市场的交易情绪跟随消息的出现上下起伏。认为2026年下半年印尼推出B50的机构认为,印尼政府对于生物柴油的强制态度是B50推出的关键所在,正如2024年同期市场对于要实施B40计划所需资金和技术工艺不能实现的质疑不断,但是随着印尼相关政策的推出,B40实施并未有此前预期的阻碍。而市场持反对意见的人认为,B50在2026年可能难以实现,在2027年以后推出是大概率事件,B50道路测试约需6-8个月,由于B40的推出使得印尼政府提供了大量补贴,而出口量未能给予较强支撑,这让后续补贴可能出现不足的局面。由于这两种声音在市场上不断出现,这让B50能否在2026年实施存疑。但是至少B40的全面实施带来的印尼工业需求的增长已经开始对出口有所抑制。

两位知情政府消息人士在10月14日向路透社透露,印尼计划将粗棕榈油(CPO)出口税从目前的10%提高至15%,以资助其从B40向B50生物柴油计划的过渡。该增税方案仍在各部委间讨论中,将为棕榈油种植园基金管理机构(BPD PKS)增加收入。如何该政策实施,可能会对B50实施提供资金支持。未来有关印尼生物柴油的政策仍会左右马棕油的走势。

图: 马来西亚棕榈油库存走势

图: 印尼棕榈油库存走势



数据来源: WIND 国信期货

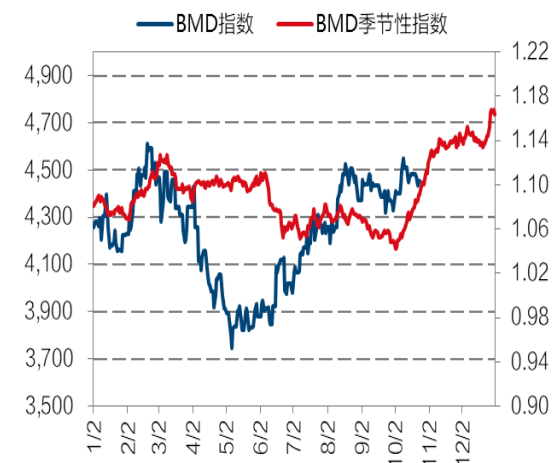
数据来源: WIND 国信期货

从库存来看,马棕油9月库存高涨至236万吨,创近五年同期最高纪录。10月由于产量恢复超预期,而出口可能增幅收窄,这让马棕油可能继续累库。进入11月马棕油或开启去库存周期。相对而言,由于印尼产量因非法种植园收归国有的数量较大,这让印尼棕榈油产量在2025年难有增加,由于需求的高企,印尼

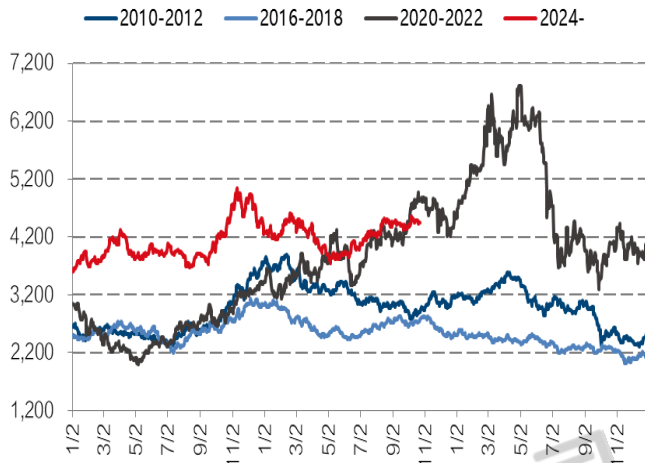
棕榈油库存持续低位运行。市场普遍认同印尼棕榈油库存或在4月份见顶。从季节性来看，一般而言，10月马棕油创年内新低，此后价格震荡走高，这与增产周期向减产周期转变有关。

图：马来西亚棕榈油季节性走势

图：历史长周期下马棕油棕榈油走势对比



数据来源：WIND 国信期货



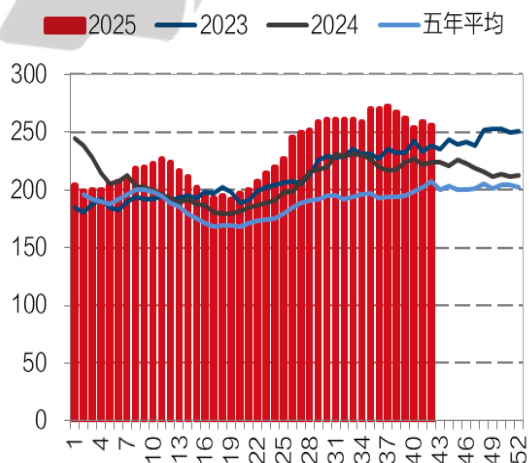
数据来源：WIND 国信期货

总的来看，11月东南亚棕榈油进入减产周期，马来西亚棕榈油高企的库存压力或有减轻，去库存周期开启。相对而言，印尼棕榈油库存低位运行或将延续，产量的减少与需求的增长仍将持续。但印尼关于B50的生物柴油政策的争论似乎仍未明朗化，市场仍在等待印尼政府的最后确认。随着减产周期的到来，库存下滑预期或将对马棕油有所提振，市场有望止跌反弹。市场能否摆脱盘局仍需等待印尼政策的落地。

### 三、油脂需求疲软 去库存节奏迟缓

图：国内油脂库存

图：中国餐饮业表现指数



数据来源：粮油商务网 国信期货



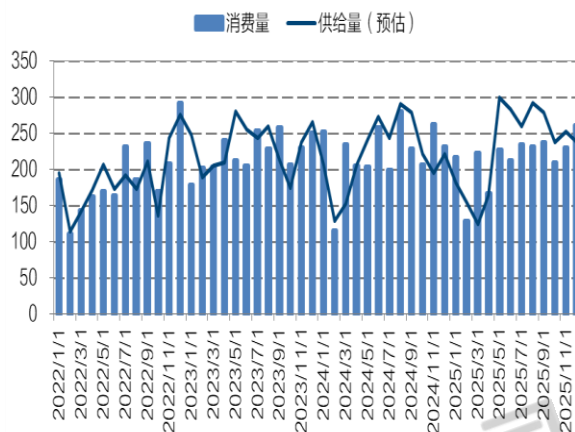
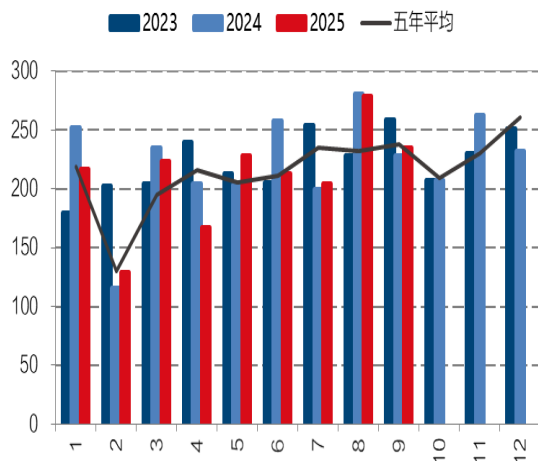
数据来源：中国烹饪协会 国信期货

截至10月18日，国内三大植物油库存达到255.7万吨，去年同期为224万吨。一般而言进入11月，油脂

消费开始回升，元旦春节前消费开始启动，企业备货或开启。但由于2026年春节在2月，油脂的消费备货可能要在12月底启动。这意味着11月需求难有增长。

图：国内油脂消费量走势对比

图：国内油脂未来供给情况预估



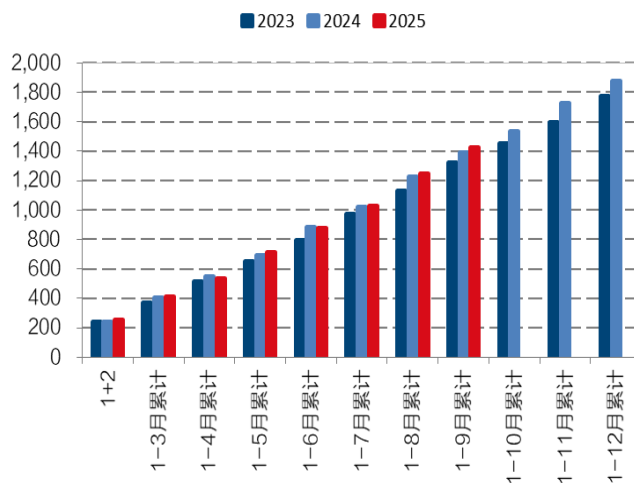
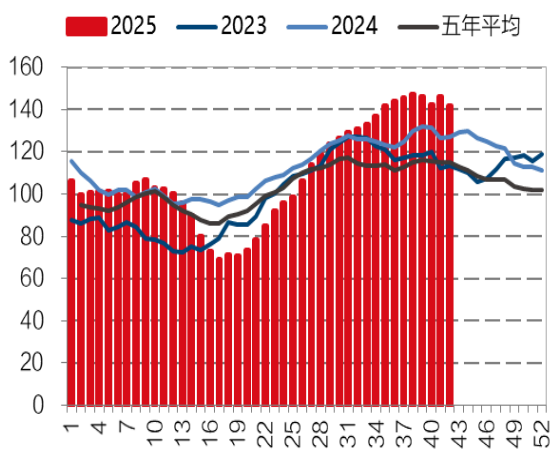
数据来源：粮油商务网 国信期货

数据来源：粮油商务网 国信期货

9月份餐饮业的表现指数为42.20，环比下降1.05，低于中性水平7.80，行业整体态势处于收缩状态。虽然即将迎来国庆中秋假期，预期指数54.56，环比上升10.27，但是现状指数降低至29.84，同比降低12.36，造成了表现指数的进一步下探，反映出行业9月经营面临着巨大的下行压力。2025年以来国内三大植物油消费持续低迷，2025年1—9月三大植物油消费量为1895万吨，较上年同期的1976万吨下滑81万吨。就11月表观消费来看，11月三大油脂五年月均表观消费量在230万吨左右。可见2025年11月国内油脂需求稳中趋降。按照油籽进口预估、油脂进口预估来看，11月以后国内油脂供给量或有下降。11月供给量仍高于需求量，这使得油脂库存或继续增加。

图：国内豆油库存

图：豆油表观消费量



数据来源：粮油商务网 国信期货

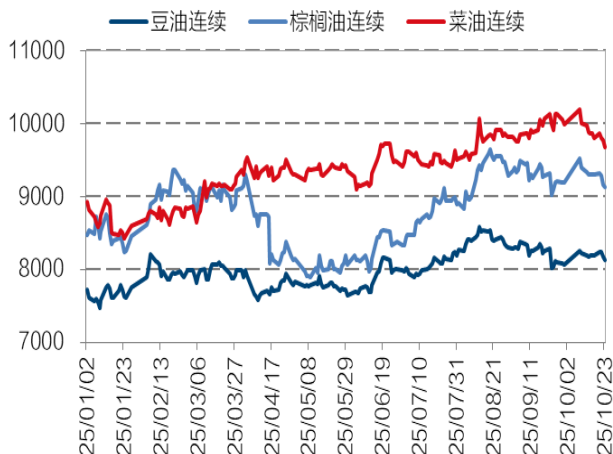
数据来源：粮油商务网 国信期货



豆油方面，截至10月18日，豆油库存为141.7万吨，上月同期为147.4万吨，上年同期为127.3万吨。尽管豆油库存较高点略有回落，但整体库存依然处于历史同期高位。2024年以来，国内豆油消费量好于其他油脂，比上年同期有明显的增加。2025年1—9月豆油消费量为1423万吨，上年同期为1390万吨，增加33.5万吨。这主要是由于豆油在主要油脂中价格相对偏低，价格优势明显。11月国内进口大豆仍保持充裕，但受到需求影响，国内大豆11月压榨可能下降，这使得豆油供给可能下降。消费来看，当前豆油价格优势的局面仍未改变，豆油需求或继续保持稳中略增的态势。11月国内豆油仍面临去库存局面。但是由于供给端下滑有限，这让豆油去库存节奏迟缓。

图：三大植物油现货走势对比

图：豆油进口利润对比



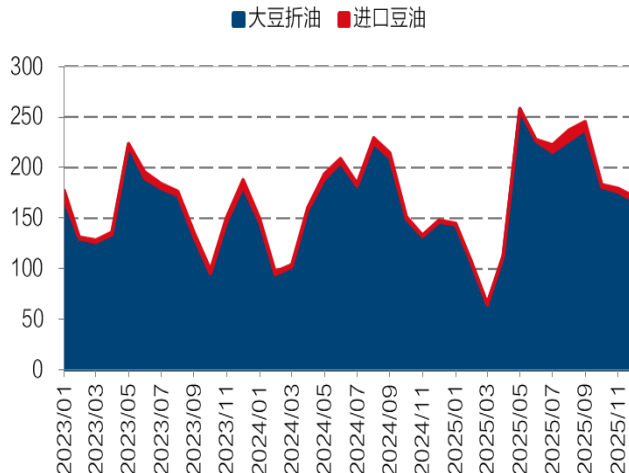
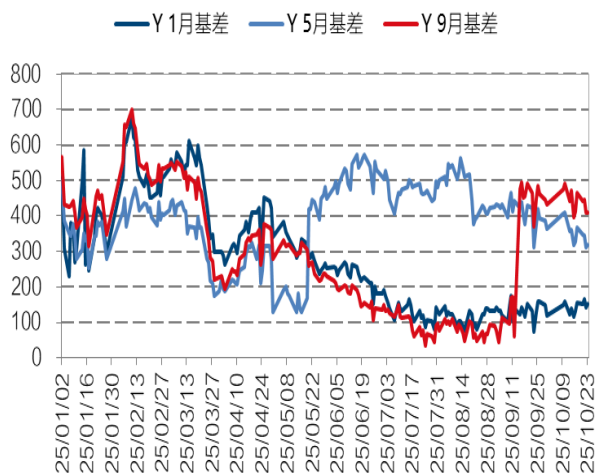
数据来源：WIND 国信期货

数据来源：WIND 国信期货

从豆油基差来看，受累于国内豆油库存处于高位，国内豆油期货主力合约基差在100元/吨-200元/吨之间波动，其中江苏地区豆油基差最高，广西地区豆油基差最低。由于豆油去库存或迟缓，这让豆油基差难有大的起伏。从成本的角度来看，豆油的走势一方面受到进口大豆成本以及豆粕价格的影响，另一方面也受到周边油脂一棕榈油、菜油的影响。由于国内豆油处于高库存、高消费的局面，连豆油走势或弱于其他油脂。

图：国内豆油基差

图：豆油未来供给预估



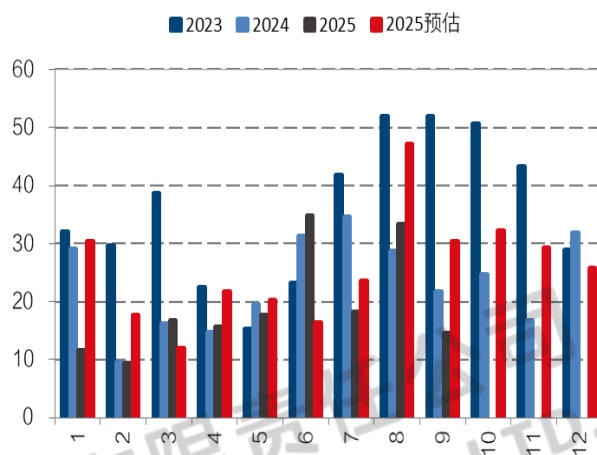
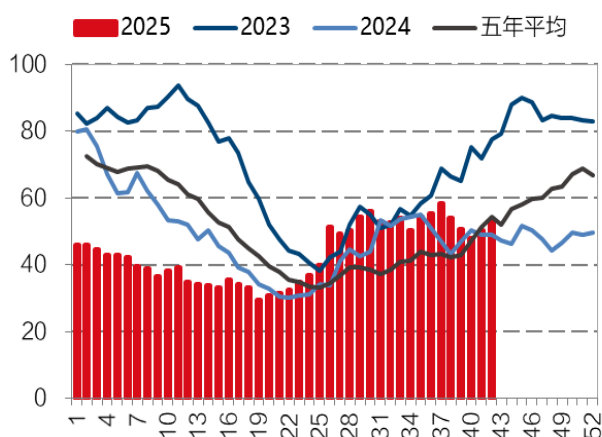
数据来源: WIND 国信期货

数据来源: 粮油商务网 国信期货

一般而言, 11月国内棕榈油库存进入季节性回升期。截至10月18日, 国内棕榈油库存为53万吨, 高于上年同期的48.9万吨, 但低于五年同期的54.5万吨。由于今年国内进口棕榈油利润窗口长时间倒挂, 贸易商采购积极性不高。粮油商务网预估11月、12月进口量在39万吨、34.5万吨, 24度棕榈油进口量约在29万吨、26万吨左右。远低于2024年同期水平。

图: 棕榈油库存量

图: 棕榈油进口量



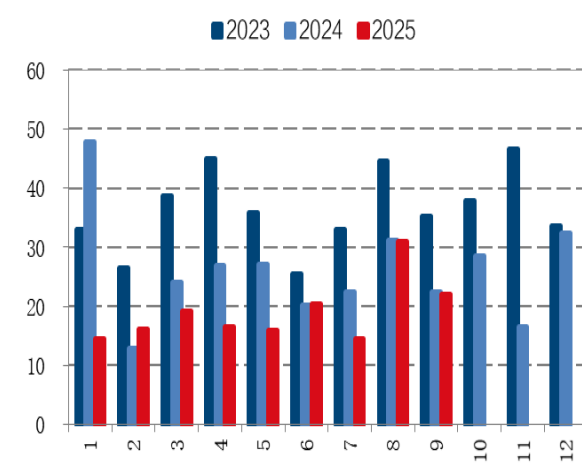
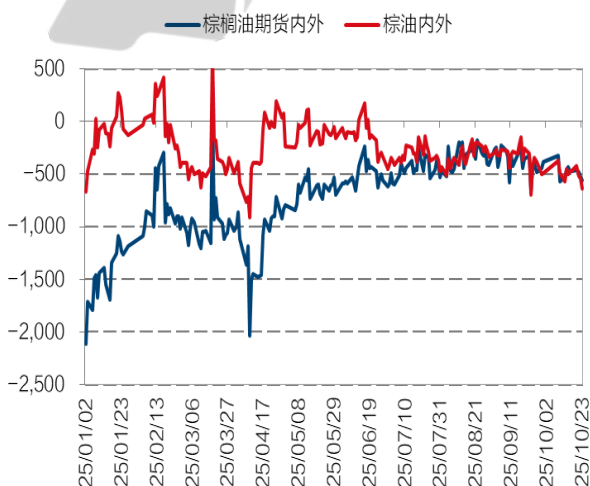
数据来源: 粮油商务网 国信期货

数据来源: 粮油商务网 国信期货

由于国内豆棕期货、现货长期倒挂, 棕榈油价格已经长期高于豆油, 这让棕榈油在食用消费中已经被豆油替代, 2025年以来, 国内棕榈油月均消费已经降至18万吨。比照进口量预估, 11月国内棕榈油库存或继续增加。

图: 棕榈油进口利润

图: 棕榈油表观消费量



数据来源: 粮油商务网 国信期货

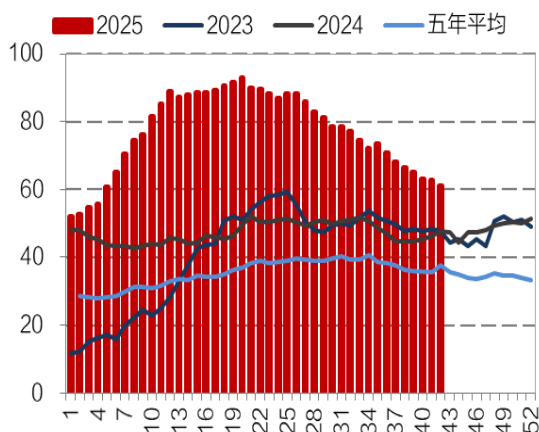
数据来源: 粮油商务网 国信期货

从基差来看, 江苏、广东地区棕榈油基差为负, 而天津、山东等地基差为正。国内棕榈油11月面临供大于求的局面, 国内棕榈油基差或承压。相对而言, 国内连棕油走势或跟随马棕油而动, 市场可能出现止

跌反弹的走势。

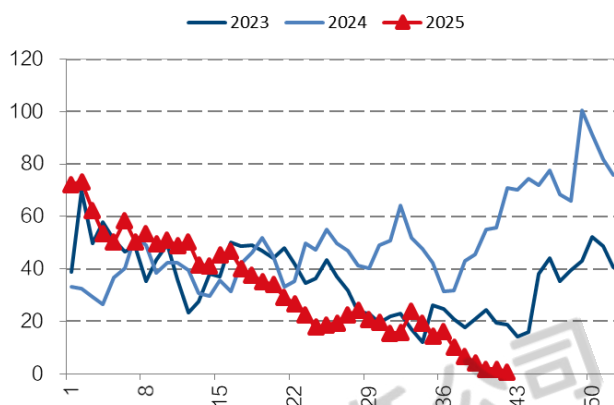
菜油方面，截至10月18日，国内菜油库存61万吨，上年同期47.8万吨，上月同期66.4万吨左右。菜油的库存已经较年内高点已经大幅回落。相对而言，国内菜籽库存已经降至低位，目前菜籽的库存仅为0.6万吨。

图：菜油库存



数据来源：粮油商务网 国信期货

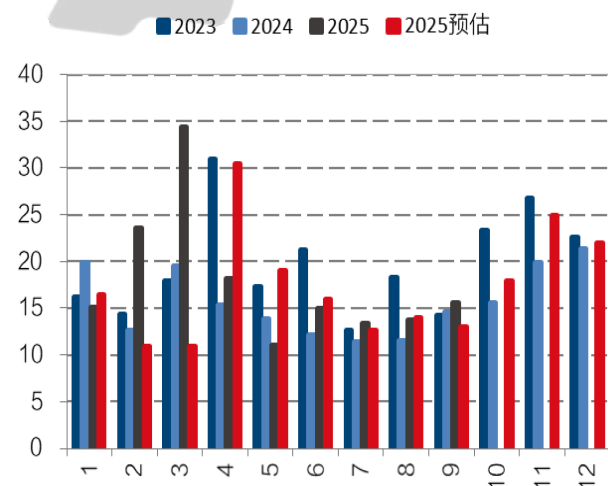
图：菜籽库存



数据来源：粮油商务网 国信期货

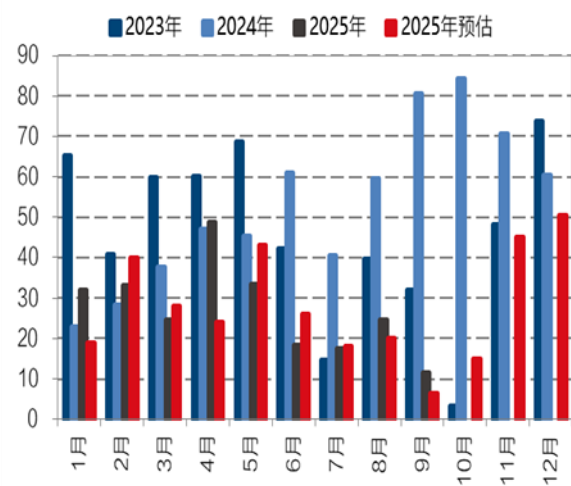
目前进口加拿大菜籽依然要缴纳高额的保证金，这可能限制未来进口量。粮油商务网预估11月、12月菜籽进口量分别为45万吨、50万吨。主要是澳大利亚菜籽的进口可能如期到港，但由于澳洲菜籽通关是否顺利仍存在不确定性。从粮油商务网的预估来看，11月、12月菜油进口量分别为25万吨、22万吨。主要是随着俄罗斯菜籽收获后，供给量明显增加。

图：菜油进口量对比



数据来源：粮油商务网 国信期货

图：菜籽进口量对比



数据来源：粮油商务网 国信期货

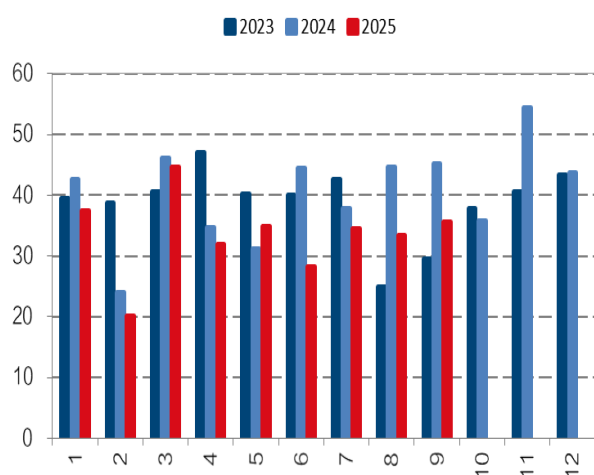
2025年以来，国内菜油月均消费量在32万吨上下，低于2024年同期的38万吨的月均消费量。造成菜油



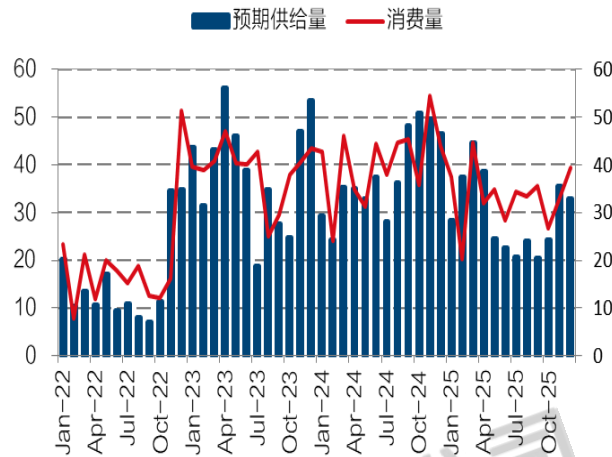
消费下降的原因主要是由于2025年以来由于中加经贸关系的变化，这让菜油一度高涨，菜油消费受到抑制。按照菜油、菜籽进口量预估测算，11月国内菜油供给量可能有所增加，但仍存在一定不确定因素，菜油市场仍面临政策性风险。关注未来中加各方贸易政策的走向。

图：菜油表观消费量

图：菜油未来供求预估



数据来源：粮油商务网 国信期货

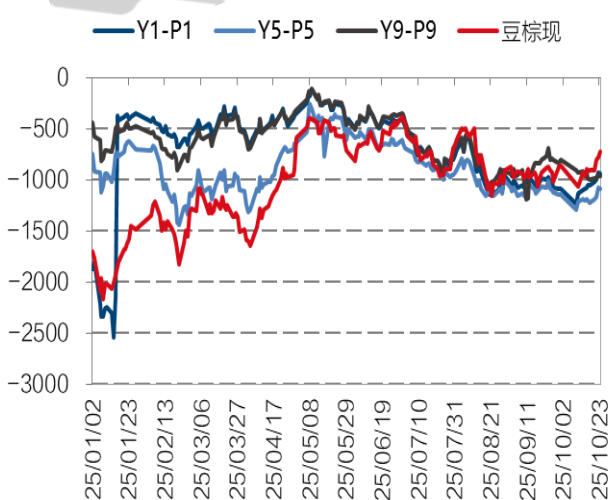


数据来源：WIND 国信期货

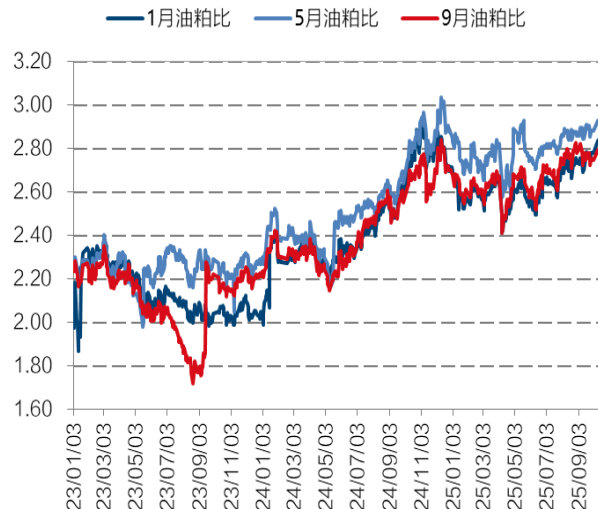
在豆棕价差方面，2025年以来国内豆棕期现价差持续倒挂中，目前豆棕主力合约价差在-900元/吨~-1100元/吨之间，当前豆棕价差走势类似于2021年同期水平，目前马棕油并未出现大规模减产，仅仅是季节性减产周期的到来，因此此轮豆棕价差的倒挂幅度可能不及2021年同期水平。由于马棕油即将迎来减产周期，因此棕榈油走势可能继续强于豆油。目前豆棕倒挂的局面或将延续。从豆类的油粕比走势来看，油粕比在3附近存在技术调整的需求，历史上几次触及3均出现调整，可见尽管油粕比上涨趋势未变，但短期可能出现调整。

图：豆棕价差关系

图：豆类油粕比



数据来源：WIND 国信期货



数据来源：WIND 国信期货



总的来看, 11月国内油脂市场仍面临供大于求的局面, 油脂库存或稳中有增。国内需求由于春节较往年延后, 这使得需求仍处于低迷中。国内油脂基差依然低位运行。豆油、菜油仍面临我国进口经贸政策的影响, 而棕榈油则面临印尼生物柴油政策的影响。油脂政策影响加重。从价格上看, 马棕油的季节性反弹或给连棕油带来提振, 油脂11月面临止跌反弹的可能。

#### 第四部分 结论及操作建议

豆粕方面: 国际方面, 南美大豆播种在11月将全面展开, 从目前天气预报来看, 巴西大豆东北部、南部产区降雨或不足, 阿根廷大豆产区降雨颇多, 可能会影响部分地区的播种情况, 南美大豆播种期仍有天气炒作的可能性。巴西大豆迎来高产量的预期增强。巴西旧作物大豆出口面临一定的不确定性, 如果后期美豆出口改善, 巴西大豆升贴水或有回落。11月美豆面临出口的考验, 市场密切关注中美谈判的结果, 美豆出口如能改善, 那么美豆价格或有支撑, 否则美豆弱势震荡延续。CBOT大豆波动区间在950美分/蒲式耳-1100美分/蒲式耳之间。如果11月美国政府恢复办公, USDA11月报告如期而至, 那么美豆单产、出口均有下调预期, 由于美豆丧失了最佳的出口时间, 出口下调幅度较大, 这让美豆库存或有上调的预期。市场等待11月美豆出口的最新进展。国内豆粕11月份供给或有下滑, 但需求保持平稳, 豆粕库存或稳中趋降, 这将对豆粕基差有所提振。中美会谈后中国采购美豆的节奏与数量成为11月影响豆粕市场的关键。如果采购美豆, 巴西升贴水或下降, 向美豆升贴水回归, 但同时CBOT大豆价格或有提振。连粕市场或先跌后涨。如果仍未采购美豆, 采购巴西大豆, 那么连粕成本驱动支撑而走高。连粕主力合约波动区间在2800元/吨-3000元/吨内波动。

油脂方面, 美豆油市场, 11月美豆带来的成本驱动、美豆粕带来的油粕套利、国际原油带来工业消费的积极性, 以及美国未来生物柴油政策从预期向兑现转化均在影响美豆油走势。市场则面临多因素扰动。美豆油在成本驱动与需求驱动中震荡反复, 等待美国生物柴油政策向强预期转化。由于目前美国生物柴油政策仍有诸多不确定因素, 这使得美豆油区间震荡的格局仍将持续。市场在多因素中寻求方向。11月东南亚棕榈油进入减产周期, 马来西亚棕榈油高企的库存压力或有减轻, 去库存周期开启。相对而言, 印尼棕榈油库存低位运行或将延续, 产量的减少与需求的增长仍将持续。但印尼关于B50的生物柴油政策的争论似乎仍未明朗化, 市场仍在等待印尼政府的最后确认。随着减产周期的到来, 库存下滑预期或将对马棕油有所提振, 市场有望止跌反弹。市场能否摆脱盘局仍需等待印尼政策的落地。11月国内油脂市场仍面临供大于求的局面, 油脂库存或稳中有增。国内需求由于春节较往年延后, 这使得需求仍处于低迷中。国内油脂基差依然低位运行。豆油、菜油仍面临我国进口经贸政策的影响, 而棕榈油则面临印尼生物柴油政策的影响。油脂政策影响加重。从价格上看, 马棕油的季节性反弹或给连棕油带来提振, 油脂11月面临止跌反弹的可能。

操作上, 连粕保持区间震荡的思路对待, 低买高卖为主。油脂可尝试性区间下限买入, 或者进入11月以后市场企稳后逢低买入。



#### 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。