

## 国信期货 2026 年投资策略报告

油脂油料

叙事逻辑差异 油强粕弱延续

2025 年 11 月 21 日

## ● 主要结论

- 蛋白粕：25/26年度全球油料市场延续供大于求的格局。尽管市场各方对于南美大豆产量给予了丰产的预期，但弱拉尼娜天气带来的影响开始有所体现。如果巴西大豆产量不能在1.75亿吨以上，那么就意味着南美大豆产区面临产量下滑的可能。从目前中国采购情况以及美国政府对于生物柴油的政策情况来看，美豆25/26年度出口量和压榨量仍有下调的空间。美豆库存消费比已经从高位回落，并且美豆持续低于成本，这也限制了美豆的下跌空间。美豆区间震荡或将延续。国内方面，2026年国内豆粕供需双降，大豆进口量下滑与养殖业进入去库阶段并重。第一季度可能出现区域性供给不足的局面。从成本来看，连粕5月合约平盈成本在2750元/吨-2950元/吨之间。
- 油脂市场：25/26年度全球油脂连续第三年产不足需，但产需缺口较前两年收窄。工业消费高速增长推动全球植物油库存持续下滑。2026年美国面临中期选举，美国政府正在平衡各方关系。从目前来看，美国生物柴油政策可能在2026年会陆续公布，但与2025年相比利多力度可能会大打折扣。马棕油市场，长期而言，从资源安全战略、国家外汇储备等因素考量，印尼棕榈油B50计划大概率在2026年下半年实施。国际油脂2026年仍有上涨驱动，印尼棕榈油B50实施带来的上涨驱动强于美豆油生物柴油政策带来的利好驱动。国际油脂价格重心或将继续上移。2026年国内油脂供给端或有变化，棕榈油、菜油进口量会有回升。油强粕弱的局面或延续。国内油脂继续跟随国际油脂而动，由于叙事逻辑的差异化，品种差异化延续。2026年国内油脂市场由强到弱依次为棕榈油、豆油、菜油。

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：021-55007766-6617

邮箱：15037@guosen.com.cn

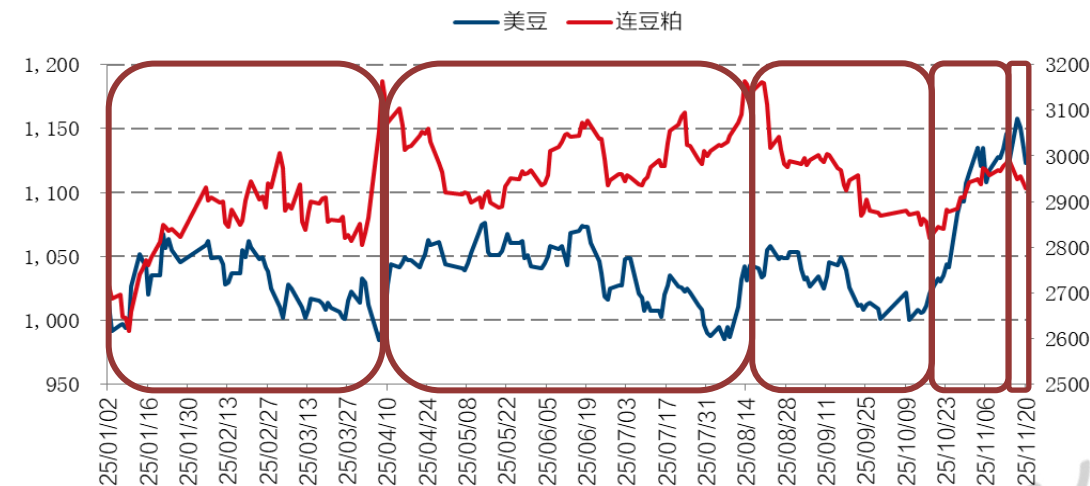
## 独立性申明：

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。

## 一、油脂油料市场行情回顾

### 1.1、美豆及连豆粕行情回顾

图：CBOT大豆指数与DCE豆粕走势比较



数据来源：文华财经 国信期货

纵观2025年国内外豆类市场，价格重心明显上移。美豆呈现先抑后扬的走势，连粕则呈现先扬后抑的走势。造成如此差异化的走势主要因中美经贸关系发生变化，导致中国进口大豆出现结构性变化。整体来看，全年期价波动大体分为以下几个部分。

1、1月2日-4月8日：连粕震荡走高，美豆震荡回落。美元指数回落，阿根廷旱情显露，USDA报告下调美豆单产和收割面积，美豆库存回落。春节长假受物流运输收紧、海关对部分批次巴西豆加强检疫、国内油厂停机影响，豆粕现货、基差维持坚挺态势。连粕跟随美豆走高。2月中旬以后，美国对从墨西哥和加拿大进口的商品征收关税，并对中国商品多次加征关税，加拿大和中国迅速反击。美国还向多个国家加征关税。美豆震荡回落。国内连粕市场一度跟随美豆小幅回落，但4月连粕与美豆走势相反，随着巴西升贴水高涨，连粕成本驱动而走高。

2、4月9日-8月13日：连粕先抑后扬宽幅震荡，美豆先扬后抑震荡回落。4月中旬以后中美展开会谈并取得实质性进展，中美达成未来90天大幅削减关税的协议，美豆出口前景转好。美国中西部遭遇暴雨，春播可能受阻，美豆走高。6月美国生物柴油政策反复。7月美国政府再度向多国加征关税，美豆出口的前景堪忧，美豆生长良好，阿根廷下调出口关税，出口激增，CBOT大豆跌破千元关口。8月特朗普在社交平台上呼吁中国加大采购美国大豆力度，USDA8月份供需报告意外调低美国大豆种植面积，尽管单产大幅上调，但产量大幅下滑导致库存越发偏紧，CBOT大豆止跌反弹。国内市场，进入5月进口大豆大量到港，巴西升贴水因汇率以及集中销售等因素高位回落，我国进口大量印度菜粕，拖累连粕进一步下滑。此后尽管国内豆粕现货库存持续增加，但10月以后进口大豆不足，巴西升贴水持续走高，这让连粕获得供给和成本双重提振，主力合约不断走高，M2601一度接近3200元/吨的区间上限。

3、8月14日-10月22日：连粕高位回落，美豆低位宽幅震荡。进入9月，CBOT大豆高位回落，尽管美豆受旱面积不断扩大，优良率持续下滑，但是出口因中国零采购而疲软，此外美豆油因生物柴油政策不及预期而大幅走低，也拖累美豆震荡下滑。10月美国政府停摆。美国总统不断在社交平台发表有关与中国领导人会面的言论。美豆止跌反弹。国内市场，8月中旬以后，随着国储抛储的消息不断传来，特朗普在社交平台喊话，多头离场，连粕减仓下行。9月中旬，中美经贸会谈在西班牙展开，让连粕承压回落。此后国家有关部门召开会议，希望在未来继续加快生猪去产能，这让豆粕未来需求预期下滑。随着阿根廷临时取

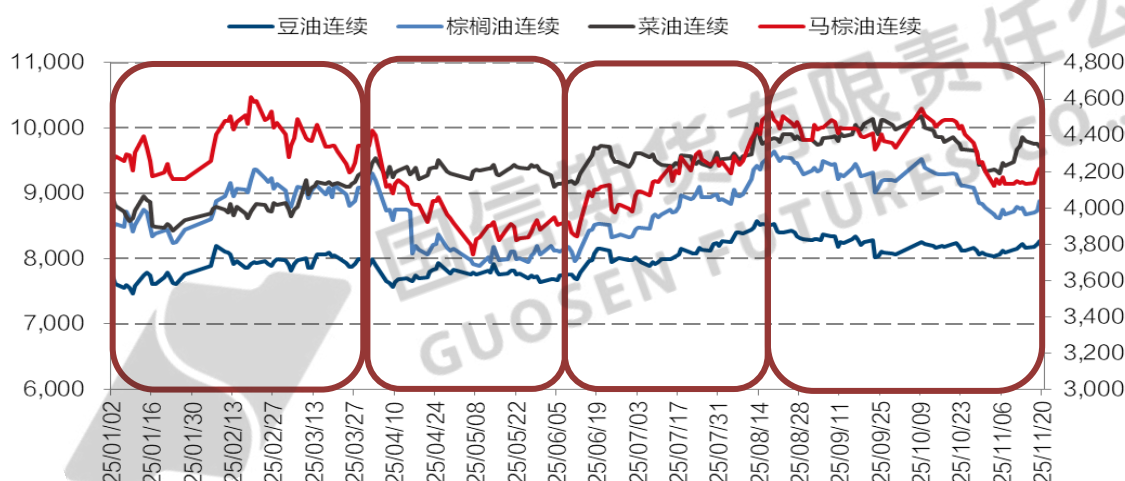
消出口税，中国大量采购阿根廷豆的消息传来，连粕扩大跌幅，主力合约不断走低。

4、10月23日-11月14日：连粕、美豆低位反弹震荡走高。随着中美领导人会晤，美国财政部长贝森特随后确认，中国将在当前季节购买1200万吨美国大豆，并在未来三年内每年采购至少2500万吨，与近年来进口规模大体一致。除中国外，东南亚多国也计划采购1900万吨美国大豆。在会晤前后，中国采购了7船大豆。中国正式宣布暂停部分美国产品的报复性关税一年，并自11月10日起下调部分农产品关税，使市场重新聚焦中美贸易休战带来的潜在采购承诺。美豆出口预期乐观，CBOT大豆大幅走高。11月中旬，美国联邦政府或将恢复运转消息提振市场，市场预期11月USDA报告或下调单产与库存。美豆创下16个月新高。国内市场，成本驱动推动连粕走高。尽管国内豆粕库存再度刷新高点，油厂催提增多，豆粕现货涨势受阻，但由于油厂榨利下滑并亏损，这让油厂挺粕意愿增强。连粕跟随美豆不断刷新高点，主力合约在上冲3100。

5、11月15日-至今：连粕、美豆震荡回落。USDA报告出台，美豆出口预估下调超预期，此后，交易员们试图评估中国采购美国大豆的持续力度，一些人士质疑中国可能无法实现采购目标。农户抛售和投资者获利了结。美豆高位回落。国内连粕市场因成本驱动下滑，多头获利平仓加剧盘面减仓下行。主力合约回落至3000元/吨附近获得一定支撑。

## 1.2、植物油市场行情回顾

图：三大油脂国内期货指数走势



数据来源：文华财经 国信期货

纵观2025年国内外油脂市场，全年市场呈现震荡上行的走势，但品种差异化异常明显。整体来看，全年油脂期价波动大体分为：

1、1月2日-3月31日：国内棕榈油领涨油脂。国际方面，美豆油先扬后抑。美国生物柴油政策利好，买油卖粕助推美豆油上行。此后国际原油以及美豆走低，油粕套利平仓。USDA下调美豆油24/25年度生物柴油需求，美豆油高位回落。马棕油区间震荡。出口数据疲软，印尼B40计划仍在等待，马来西亚降雨影响油棕生产，印尼棕榈油出口限制，印度上调植物油关税等因素共振。印度出现洗船的局面，这让斋月需求堪忧。国内油脂走势强于外盘，连棕油领涨油脂。连豆油冲高后区间宽幅震荡，加菜籽走高与关税政策让菜油上涨。

2、4月1日-6月11日：国内棕榈油领跌油脂。国际方面，美国向多个国家加征关税，尤其是不断对中国加征关税，市场担心全球贸易战可能导致经济增长放慢甚至衰退，需求疲软加重市场看空情绪。马棕油因产量逐步恢复而承压回落。MPOB报告马棕油产量、库存增幅超预期，出口疲软拖累马棕油持续走低。美国生物柴油利好与利空消息交替传出。此后国际原油及美豆震荡回落给市场带来压力。国内油脂大幅回落



，连棕油领跌油脂，连豆油跟随美豆走低后低位震荡。自2025年3月20日起，我国对原产于加拿大的菜籽油、油渣饼、豌豆加征100%关税。郑菜油则因中加政策因素偏强震荡。

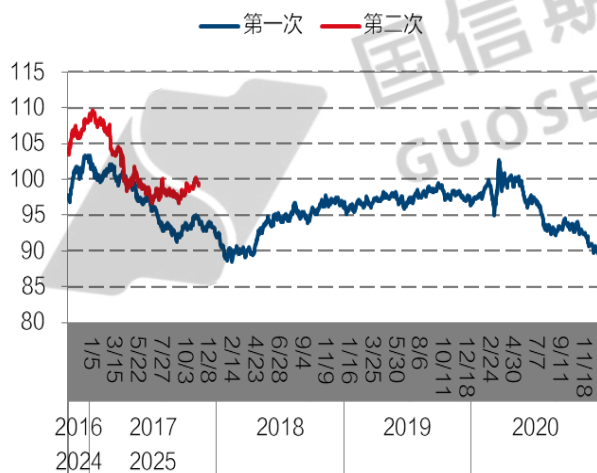
3、6月12日-8月19日：国内油脂震荡走高。美国环保署（EPA）6月13日公布的2026年与2027年生物燃料掺混新提案超出预期。令市场期待未来美国豆油需求可能激增。美豆油创出20个月来的新高，连续两个涨停板。此外中东地缘政治加剧，伊朗与以色列冲突加剧，国际原油价格高涨。7月美国众议院、参议院先后通过包括45%税收抵免在内的财政支出法案，为可再生柴油和生物燃料项目提供明确激励。美豆粕大幅下挫，买油卖粕套利提振，美豆油持续走高。8月有传言称8月8日后EPA将发布关于RVO的相关政策，可能取消进口原料RINs计算减半的规则，也可能发放小型炼油厂豁免，此外国际原油走低，买油卖粕套利的平仓这引发美豆油下行。与之相比，印尼生物柴油消费利好消息不断，马棕油走势明显强于美豆油。8月马棕油出口好转，印尼或对国内DOM进行调整，B50在2026年晚些推出等消息陆续出台，让马棕油获得提振而走高。国内油脂走势分化。郑菜油高位震荡，连棕油、连豆油震荡走高。

4、8月20日-至今：国内油脂震荡走低。中美经贸关系的反复、国际原油持续走低、买油卖粕套利平仓，10月美国政府停摆，生物柴油政策未能按时落地。11月随着美国政府复工，美国生物柴油政策发生变化，美豆油震荡走低。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，10月报告马棕油库存继续高企，出口疲软不断加重马棕油看空情绪。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。国内市场，连棕油持续走低，空头不断加码。相对而言菜油因中加关系而起伏较大。相对而言，因成本支撑，连豆油跌幅有限。

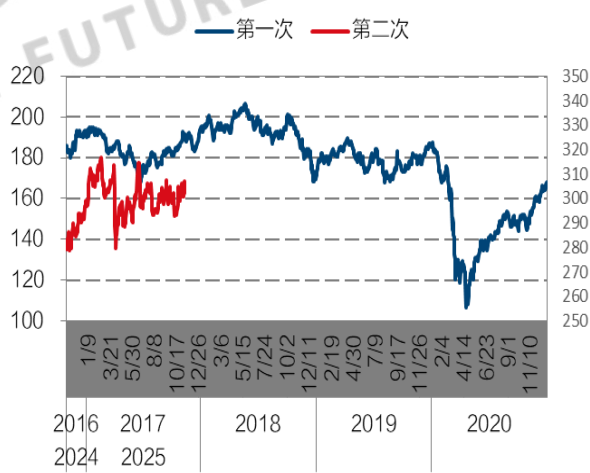
### 1.3、特朗普执政一年 商品市场走势对比

图：特朗普两次执政期间美元走势对比

图：特朗普两次执政期间CRB走势对比



数据来源：WIND 国信期货

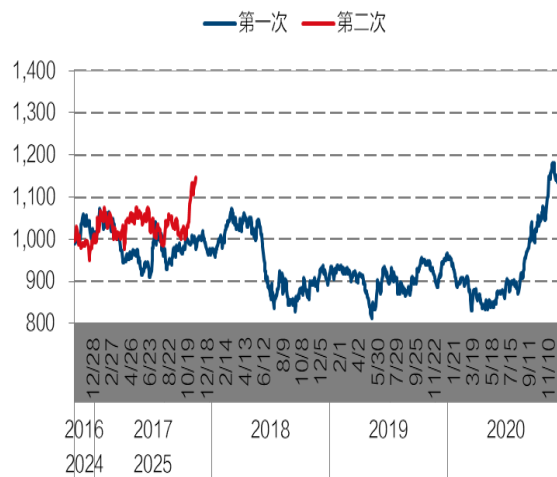
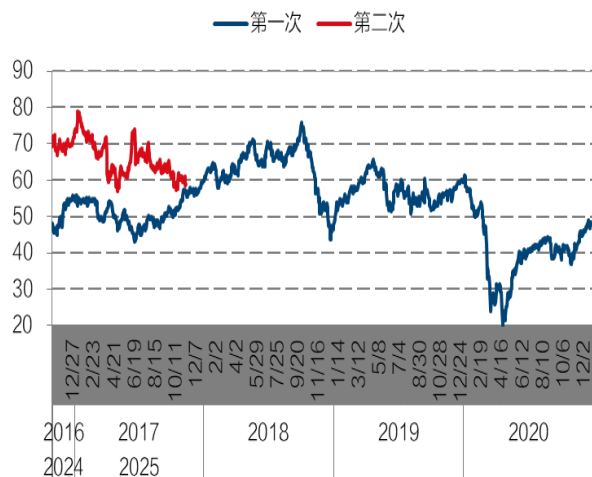


数据来源：WIND 国信期货

2025年特朗普再度执政，特朗普依然保持其一贯的执政风格，而且比前一次少了初期的试探，而是直接对多个国家直接加征关税。这让全球经贸关系再度恶化。与2017年特朗普执政第一年相比，2025年特朗普在其第二次执政美国的第一年，美元均呈现高位回落的走势。CRB指数也同样经历了先抑后扬的走势。但是国际原油、美豆的走势则出现差异。2025年国际原油的走势明显较2017年同期更为疲软，俄乌冲突、中东局势等多国地缘政治加剧，原油需求远低于供给的增加，库存压力导致国际原油价格持续走低。对于美豆而言，2025年美豆供求平衡表比2017年同期更为紧张，而中国的采购在2017年依然进行，而在2025年则转向巴西，这让美豆在出口低迷与供给偏紧中徘徊。

图：特朗普两次执政期间原油走势对比

图：特朗普两次执政期间美豆走势对比



数据来源：WIND 国信期货

数据来源：WIND 国信期货

作为特朗普执政第二年，尤其是面临美国中期选举之年，参考2018年也许会给2026年的大宗商品带来一定的指引。2018年，美元先抑后扬。年初美元下跌原因是美国经济数据放缓、欧洲央行缩减量化宽松预期等，4月随着中美贸易升级到贸易缓和，此后美国经济数据好转，美元开始逐步走强。2018年国际原油冲高回落。上涨是因延续2017年减产协议的影响，11月美国页岩油产量激增及沙特增产导致供应过剩，国际原油价格高位回落。2018年CBOT大豆大幅下挫，主要因中美贸易升级，美豆出口受阻而美豆当年产量增加，供给压力沉重。

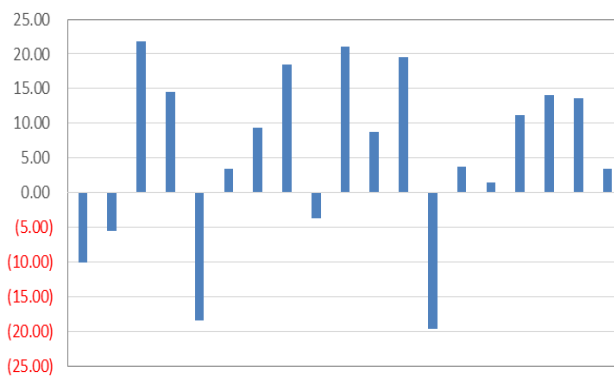
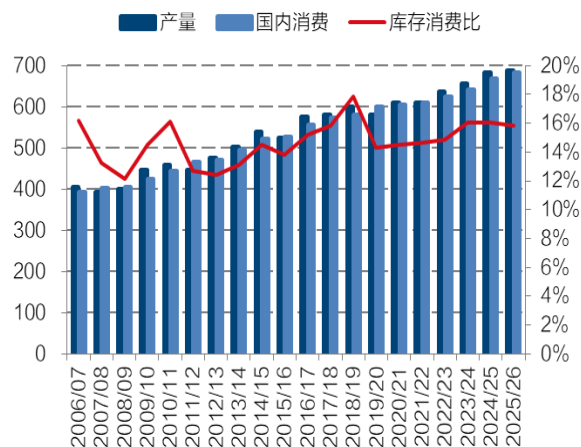
## 二、全球油料市场供需分析

### 2.1、全球油料供给宽松格局延续

25/26年度全球油料市场延续供大于求的格局。自20/21年度以来，全球油料产量持续高速增长，尽管同期需求也同步提升，但是产量增幅远超过需求增幅，当年产大于需的局面已经持续6年。全球油籽库存实现5连增。25/26年度全球油料作物产量达到6.88亿吨，比上年增加426万吨，而需求增加1445万吨至6.84亿吨，库存增加55万吨至1.42亿吨，库存消费比小幅回落至15.82%。近五年最高库消比为2023/24年的16.04%。可见全球油籽供给宽松的局面仍未改变，市场供给依然庞大。

图：全球油料供需结构对比（单位：百万吨、%）

图：全球油料当年产需缺口（单位：百万吨）



数据来源：USDA 国信期货

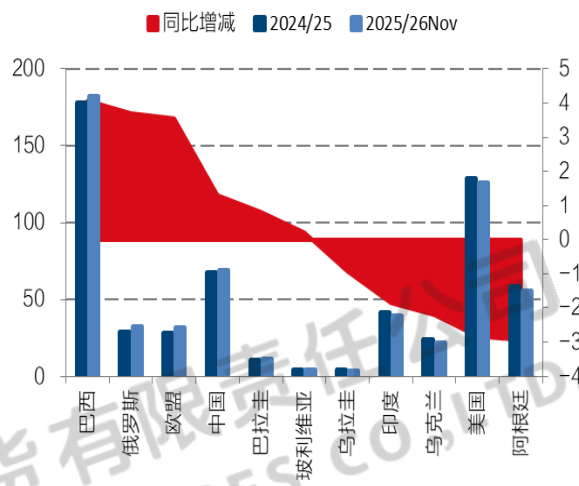
数据来源：USDA 国信期货

从USDA最新预估来看，全球七大主要油料产量六增一减，其中产量下降的为大豆，25/26年度全球大豆产量为4.21亿吨，同比下降539万吨。产量增幅最大的为油菜籽、葵花籽。其他油籽涨幅相对有限。25/26年度全球油菜籽产量为9227万吨，同比增加627万吨。25/26年度全球葵花籽产量为5426万吨，同比增加212万吨。从国别来看，25/26年度油料产量增幅最大的来自巴西，同比增加407万吨至1.82亿吨，其次是俄罗斯、欧盟油籽产量分别增加370万吨、355万吨。而阿根廷、美国、乌克兰、印度等国油籽产量则分别减少293万吨、283万吨、220万吨。目前巴西、阿根廷等国25/26年度油籽正在播种期，这让油籽未来的产量仍有一定的变数。巴西油籽产量则成为25/26年度全球油籽产量能否持续增长的关键所在。

表：全球油料各品种间供需格局变化（单位：百万吨）

图：分国别油料产量同比变化（单位：百万吨）

项目	品种	2024/25	2025/26	同比增加
产量	大豆	427.14	421.75	-5.39
	菜籽	86	92.27	6.27
	葵花籽	52.14	54.26	2.12
进口	大豆	179.14	186.41	7.27
	菜籽	19.73	17.23	-2.5
	葵花籽	2.59	2.48	-0.11
压榨	大豆	357.79	364.98	7.19
	菜籽	84.23	86.24	2.01
	葵花籽	47.53	49.73	2.2
出口	大豆	185.02	187.97	2.95
	菜籽	19.89	17.5	-2.39
	葵花籽	2.78	2.61	-0.17
期末库存	大豆	123.34	121.99	-1.35
	菜籽	9.83	11.34	1.51
	葵花籽	3.02	3.05	0.03



数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

从需求来看，25/26年度全球三大主要油料压榨需求均有明显的增长，但出口方面出现一定的不同。25/26年度全球大豆出口略有增加，而菜籽、葵花籽出口均有一定的下滑。分国别来看，在全球油料出口方面，主要出口国只有巴西油籽出口在25/26年度增加明显，而美国、加拿大、阿根廷油籽出口均有下滑。美豆、加拿大油籽出口下滑主要是受累于中美、中加经贸关系的变化。而阿根廷油籽出口下滑主要因产量下滑导致。由于出口方面的下滑，导致部分油籽主产国纷纷出口转内销，美国、欧盟等国油脂压榨量增加明显。可见对于2026年，全球油籽需求的变化更多来自出口方面，主要进出口国间的经贸关系则成为油籽出口需求是否恢复的关键。

表：全球油籽分国别出口量对比（单位：百万吨）

表：全球油籽分国别压榨量对比（单位：百万吨）

	2023/24	2024/25	2025/26	同比增减	占比
巴西	104.55	103.64	112.62	8.98	52.68%
美国	47.49	52.09	46.89	-5.2	21.93%
加拿大	11.64	14.82	11.83	-2.99	5.53%
阿根廷	6.13	9.38	7.15	-2.23	3.34%
乌拉圭	8	6.82	7.72	0.9	3.61%
乌克兰	7.28	7.39	7.1	-0.29	3.32%
澳大利亚	6.62	6.21	5.61	-0.6	2.62%
其他	13.86	14.18	14.87	0.69	6.96%
合计	205.56	214.53	213.79	-0.74	100.00%

数据来源：USDA 国信期货

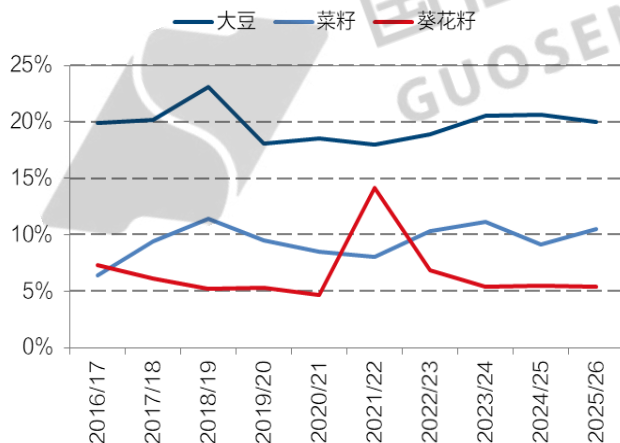
	2023/24	2024/25	2025/26	同比增减	占比
中国	137.2	141.83	146.2	4.37	25.21%
美国	66.23	70.38	73.65	3.27	12.70%
巴西	59.43	63.83	64.07	0.24	11.05%
欧盟	48.29	46.27	48.23	1.96	8.32%
阿根廷	40.58	48	46.65	-1.35	8.04%
印度	35.63	35.24	35.09	-0.15	6.05%
俄罗斯	25.55	26.18	28	1.82	4.83%
乌克兰	18.55	15.7	15.9	0.2	2.74%
合计	543.46	566.06	579.95	13.89	100.00%

数据来源：USDA 国信期货

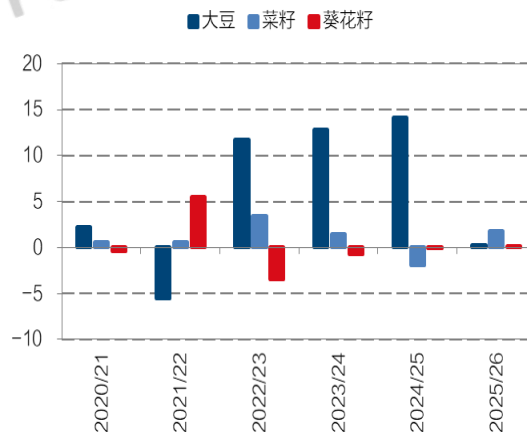
从库存来看，由于产量的下滑，而出口、压榨均有增加，全球大豆库存略有下滑。与之相比，全球葵花籽、菜籽库存均有一定的增加。25/26年度全球大豆库存消费比从20.62%降至20.01%，尽管库存消费比有所下滑，但依然处于20%以上的高库存消费比区间内。25/26年度全球菜籽库存消费比增加1.39%至10.5%，处于10%以上的高库存消费比区间内。相对而言25/26年度全球葵花籽库存消费比下降0.12%至5.38%，处于历史库存消费比的低位附近。可见，全球大豆、菜籽库存消费比处于历史高位，25/26年度，全球大豆、菜籽、葵花籽当年均有产消盈余，全球油籽市场供给宽松的格局仍将持续。

图：全球三大油籽库存消费比对比（单位：%）

图：全球三大油籽产需缺口对比（单位：百万吨）



数据来源：USDA 国信期货



数据来源：USDA 国信期货

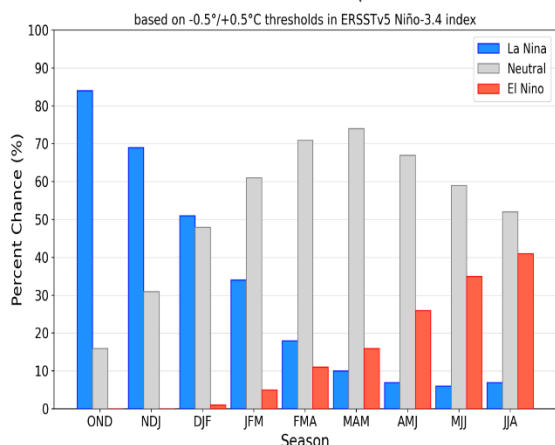
## 2.2、弱拉尼娜下 南美大豆会面临减产吗？

过去一个月，拉尼娜现象仍在继续。目前多家气象机构已表示拉尼娜现象正在形成，预计将持续到2026年初。11月13日，美国气候预测中心（CPC）正式发布冬季展望CPC维持“弱拉尼娜持续至2026年1-3月转中性”的判断，且信心提升至61%。受此影响南美洲的天气演变则呈现“干湿逆转”的显著特征。过去三个月巴西西部至阿根廷的湿润化趋势明显，而巴西中部、北部地区旱情明显。



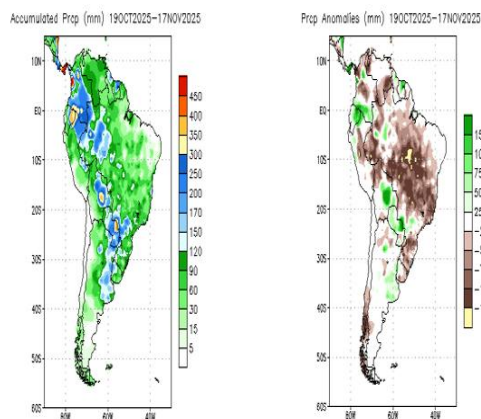
图：市场预估拉尼娜强度

Official NOAA CPC ENSO Probabilities (issued November 2025)



数据来源：NOAA 国信期货

图：南美过去30天降雨情况

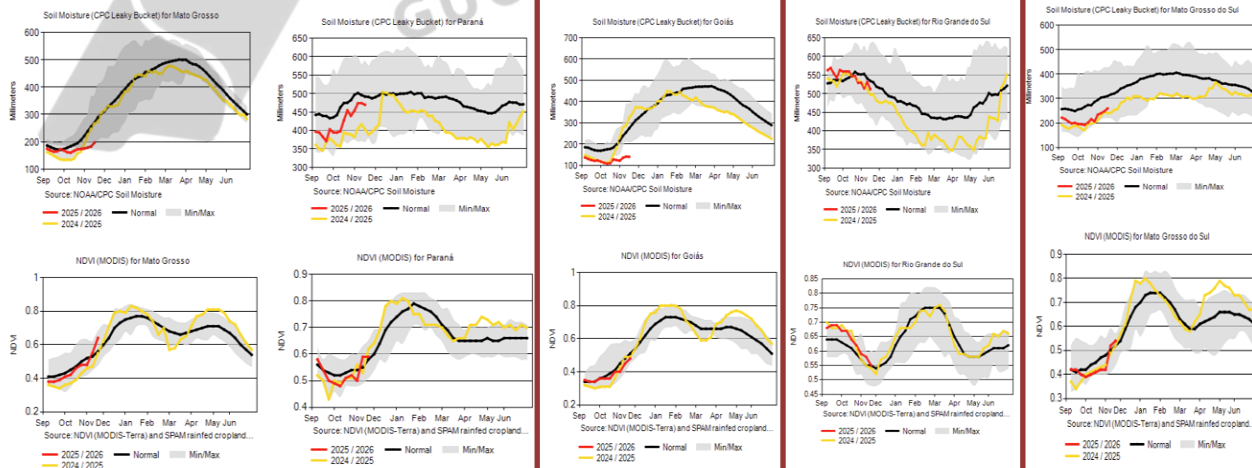


Data Source: CPC Unified (gauge-based & 0.5x0.5 deg resolution) Precipitation Analysis Data Source: CPC Unified (gauge-based & 0.5x0.5 deg resolution) Precipitation Analysis Climatology (1991-2020)

数据来源：NOAA 国信期货

巴西国家商品供应公司 (CONAB) 11月17日发布的作物进展报告称，截至2025年11月15日，巴西2025/26年度大豆播种进度为69.0%，高于一周前的58.4%，高于五年同期均值67.2%，但低于去年同期的73.8%。巴西中部和北部经历了连续五个月的极度干旱，10月降雨量较正常水平偏少60-100毫米，导致大豆发芽萎蔫、播种进度迟缓，部分地区不得不重新播种。布宜诺斯艾利斯谷物交易所表示，截至11月20日阿根廷2025/26年度大豆播种工作已经完成25%，落后于上年同期的36%。阿根廷农户表示，今年当地累计降雨达到1800毫米，是正常年份的两倍以上，导致约70%的土地处于过湿甚至完全被淹的状态。

图：南美植被情况对比

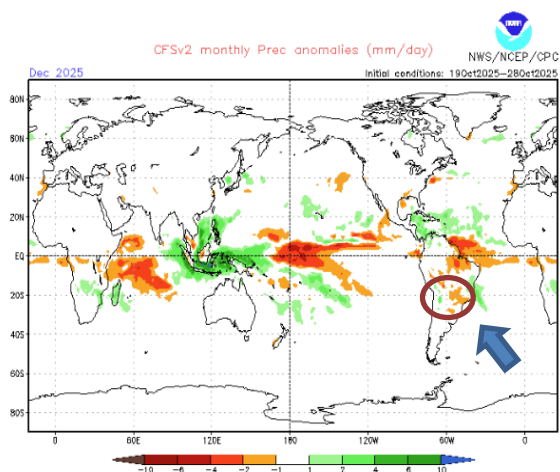


数据来源：USDA 国信期货

从多家天气预测机构的模型预测来看，未来30天巴西中部和东部降水增多，干旱状况显著缓解。与此同时，干旱风险正向阿根廷转移，阿根廷东北部及巴西东南部、东北部将呈现强劲干燥趋势，南部区域还可能遭遇异常高温。从NASA最新的南美土壤墒情来看，巴西南部以及阿根廷大部分地区的土壤墒情开始变差。这意味尽管是弱拉尼娜天气开始影响南美市场。

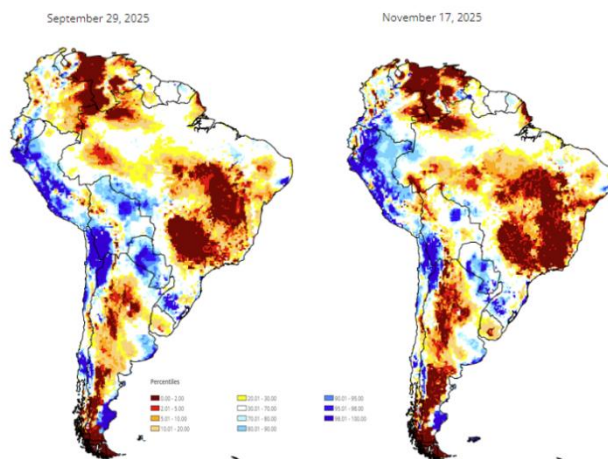


图：未来南美天气预估



数据来源：NOAA 国信期货

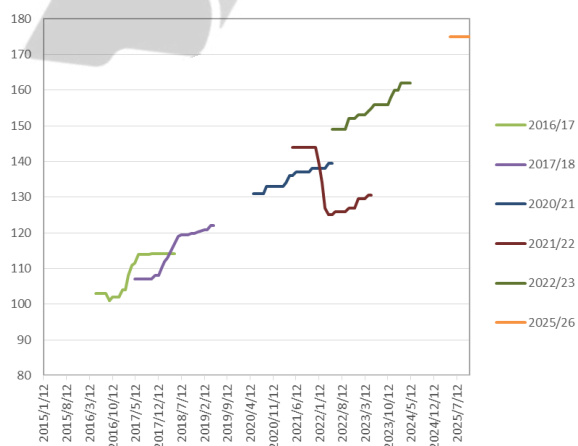
图：南美土壤墒情对比（9月29日、11月17日）



数据来源：NASA 国信期货

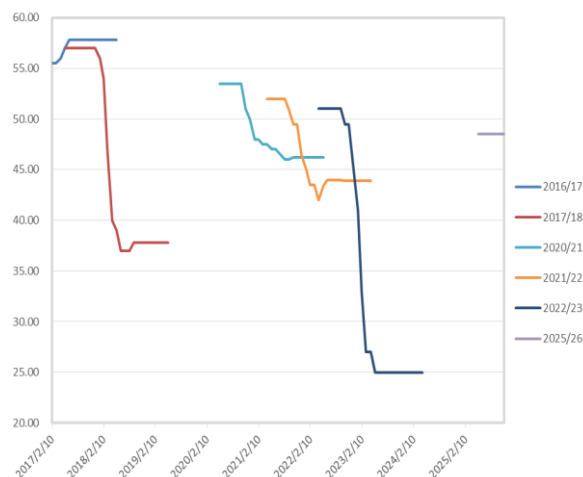
近10年出现拉尼娜的年份有2016年、2017年、2020年、2021年、2022年。其中2020年的拉尼娜最为强烈，而2016年年底的拉尼娜相对偏弱。2016年-2017年是连续两年拉尼娜天气，2020年-2022年是连续三年拉尼娜天气。从巴西、阿根廷大豆的影响来看，阿根廷大豆遇到拉尼娜天气大概率是出现减产的情况，而巴西大豆产量影响则存在差异性。在上述年份中，巴西大豆只有21/22年度出现减产，而阿根廷除了16/17年度外均有较大的减产。阿根廷大豆产量在2022/23年度最大减产1890万吨，巴西大豆产量在2021/22年度最大减产900万吨，而在2022/23年度增产3250万吨。可见拉尼娜天气下，需要关注阿根廷大豆减产的情况。罗萨里奥谷物交易所本周维持阿根廷2025/26年度大豆产量预估不变，仍为4700万吨，低于2024/25年度的4950万吨。11月14日，美国农业部维持2025/26年度阿根廷大豆产量预期值4850万吨不变。由于种植面积的下滑，阿根廷大豆25/26年度产量同比下滑，一旦拉尼娜影响加大，阿根廷大豆产量减产幅度可能加大。

图：拉尼娜年份USDA对巴西大豆产量调整（单位：百万吨）



数据来源：USDA 国信期货

图：拉尼娜年份USDA对阿根廷大豆产量调整（单位：百万吨）



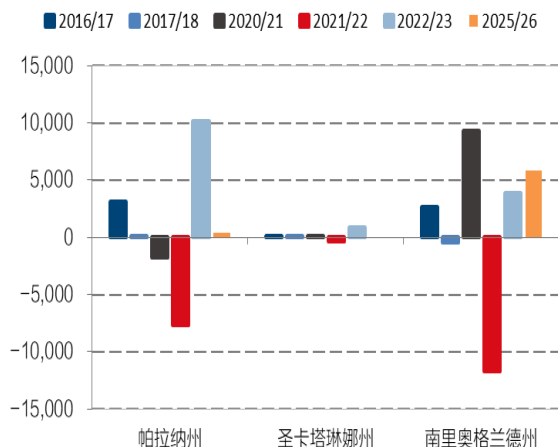
数据来源：USDA 国信期货

从近10年拉尼娜天气对巴西大豆各州产量影响来看，主要影响集中在帕拉纳州、圣卡塔琳娜州、南里奥格兰德州。其中帕拉纳州和南里奥格兰德州受影响最为明显，帕拉纳州受到影响的概率最大。在21/22年度，帕拉纳州和南里奥格兰德州分别减产762万吨、1167万吨。随着天气的变化，巴西各家机构对巴西

25/26年度大豆产量进行了调整。CONAB11月发布本年度第二次调查，预计2025/26年度巴西大豆产量将达到创纪录的1.776亿吨，与上月预测持平，比上年增长3.6%。巴西植物油行业协会（ABIOVE）发布月度报告，将2026年初收获的巴西大豆产量预估下调至1.777亿吨，较10月预测值调低了80万吨。尽管如此，这仍将刷新历史纪录。协会未明确减产原因是否来自播种进度延迟，但指出产量预估下调是基于该协会会员企业的预估中位值，“可能”与季初多地降雨不均导致播种受阻有关。可见尽管当下拉尼娜天气尚未对巴西大豆产量造成实质的影响，南部地区大豆产量仍有减产的风险。

图：弱拉尼娜巴西南部产区减产对比（单位：千吨）

表：机构对巴西大豆产量的预估（单位：百万吨）



机构	USDA	StoneX	CONAB	Safras	ABIOVE	AgRural
Sep-25	175		177.6	180.92		
Oct-25		178.7	177.6		178.5	176.7
Nov-25	175	178.9	177.6	178.76	177.7	

数据来源：USDA 国信期货

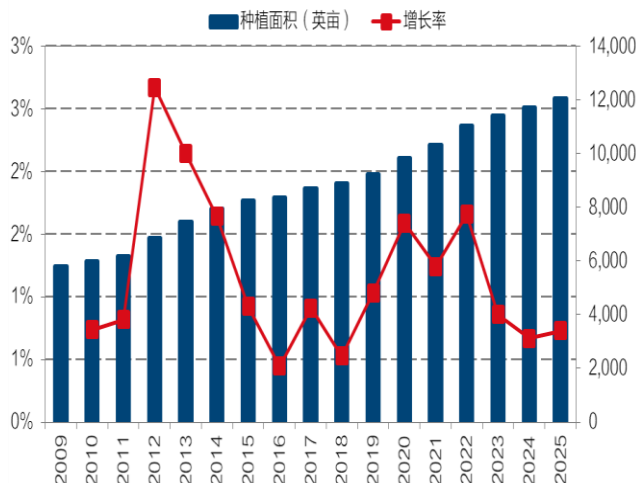
数据来源：WIND 国信期货

2019年以来，巴西大豆种植面积以2%的增长速度扩张，进入2023年巴西种植面积的增幅开始放缓至2%以下。随着雨林禁伐政策的收紧、牧场转化速度放缓，巴西大豆种植面积大幅扩张的时代或已终结，巴西大豆产量的提高可能需要依赖科技提升单产，目前巴西大豆单产水平已经超过美国，短时间继续大幅提升也有难度。巴西大豆产量在持续多年增长后，面临滞涨的局面。从长期来看，巴西大豆产量或将见顶。按照USDA最新预估，南美四个大豆主产国大豆产量合计在2.376亿吨，较上年增加60万吨。如果阿根廷出现减产，或者巴西产量达不到1.75亿吨，那么南美大豆产量同比或将下滑。

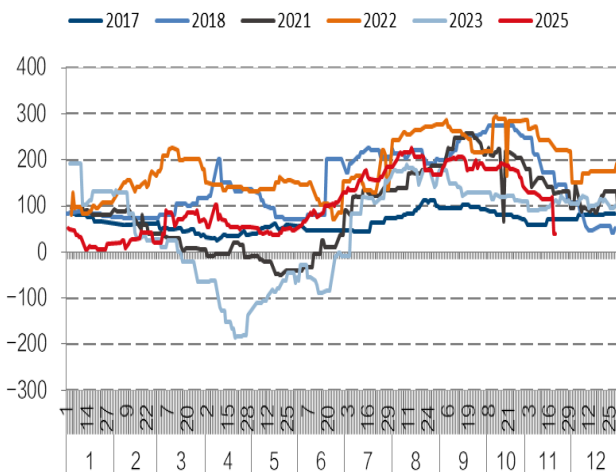
从巴西升贴水的走势来看，巴西升贴水已经开始大幅下滑，这意味着市场对巴西远期供给压力的体现。

图：巴西大豆种植面积走势对比（单位：千英亩、%）

图：巴西升贴水的走势对比（单位：美分/蒲式耳）



数据来源: USDA 国信期货



数据来源: WIND 国信期货

总的来看, 尽管市场各方对于南美大豆产量给予了丰产的预期, 巴西升贴水也出现了明显的回落。但是从天气预报情况来看, 弱拉尼娜天气带来的影响开始有所体现, 巴西南部及阿根廷地区土壤墒情开始变差, 巴西中部开始出现降雨, 典型的拉尼娜影响开始展开, 关注巴西南部帕拉纳、南里奥格兰德州的天气变化。如果巴西大豆产量不能在1.75亿吨以上, 那么就意味着南美大豆产区面临产量下滑的可能。南美天气的影响开始加重。

### 2.3、新的贸易环境下 美豆需求出口转内销

受美国对多国发起关税问题的影响, 25/26年度美豆出口持续低迷。截至11月17日美豆累计出口检验1010万吨, 去年同期为1748万吨, 同比减少737万吨。USDA已经连续四个月大幅下调美豆25/26年度出口预期。随着10月底中美领导会晤后, 美国财长称2025年年底中国采购1200万吨大豆, 未来三年每年采购2500万吨, 对此中国方面并未表态。随着USDA出口销售数据的公布, 截至11月20日, 美国农业部已确认对华大豆销售总量超过150万吨。目前美豆出口价格高于巴西大豆, 这使得中国采购更多是政府行为, 商业买盘未见。这使得美豆出口前景充满不确定性。

图: 美豆出口年度预估 (单位: 千吨、%)

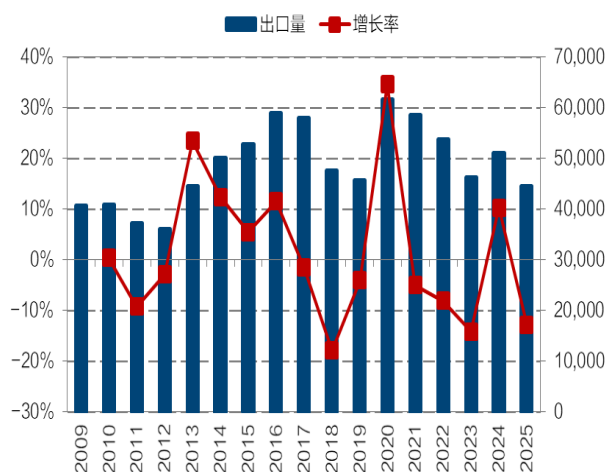
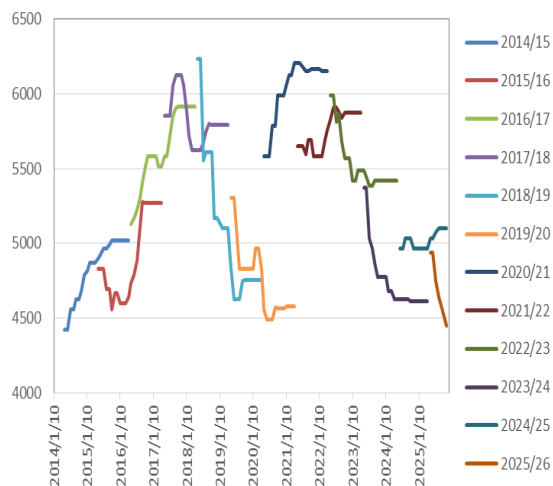


图: 美豆出口调整节奏预估 (单位: 万吨)



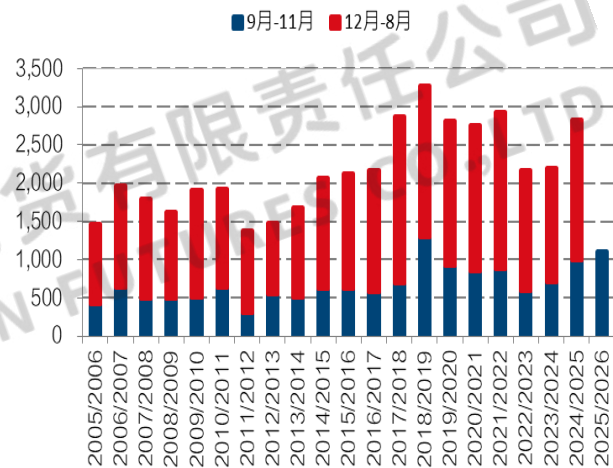
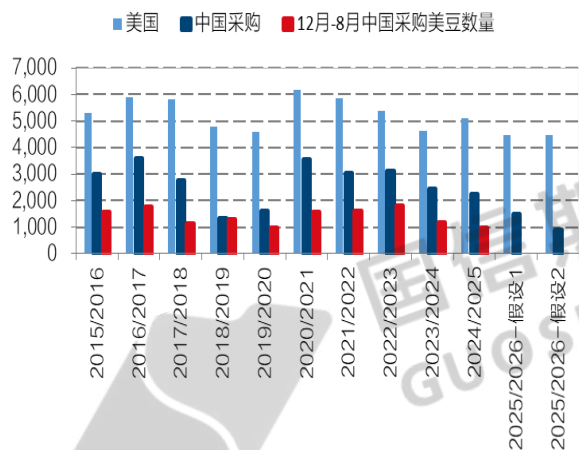
数据来源: USDA 国信期货

数据来源: USDA 国信期货

在正常情况下,近十个作物年度,美豆年度出口数量大部分在4500万吨-6000万吨之间。其中中国采购量在1600万吨-3300万吨之间。十年平均在2600万吨上下。可见美国发布的未来三年中国每年采购2500万吨的数量仅为平均值,可见即使中国能够达到2500万吨的年度采购量,也未能给予美豆出口很大的增量。一般而言,美豆出口销售的高峰集中在10月、11月。按照作物年度计算,截至11月,中国累计采购美豆的数量大部分在1200万吨-1800万吨之间,其中2018/19年度、2019/20年度在此期间中国采购27万吨、658万吨。可见比正常年份,美豆减少了1000万吨左右对中国出口量。由于价格缺乏优势,因此后期中国很难增加采购来弥补这部分的缺口。而非中国地区美豆采购尽管同比增加229万吨至1010万吨,考虑到12月-8月非中国地区美豆近十年进口量的区间在1480万吨-2100万吨,按此预估25/26年度非中国地区12月至8月采购在1900万吨-2000万吨上下。那么25/26年度非中国地区美豆采购量约在2900万吨-3000万吨上下。按照同期中国采购美豆水平来看,12月-8月中国采购量在1000-1500万吨上下,那么25/26年度美豆出口量在3900万吨-4500万吨上下。那么USDA对于美豆出口仍有下调空间,上调空间可能有限。

图:美豆出口中国预估情况对比(单位:万吨)

图:美豆出口非中国预估情况对比(单位:万吨)



数据来源: USDA 国信期货

数据来源: USDA 国信期货

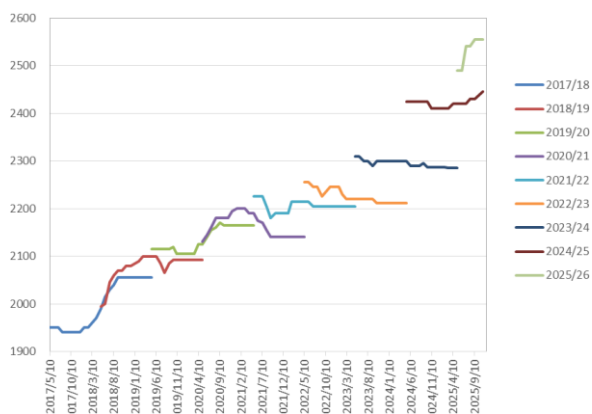
受累于美豆出口的疲软,美国政府将大豆消费进行战略转移,出口转内销战略正在上演。与特朗普上一任期相比,特朗普对生物柴油政策的支持力度明显增加。2017年-2020年期间,美豆压榨水平持续稳定在21亿蒲-22亿蒲之间。但是25/26年度美豆压榨量已经涨至25.55亿蒲。目前美豆出口转内销的节奏与幅度依然要看中国的采购情况。如果中国采购步伐加快,数量增加,那么美豆油的生物柴油政策可能就会放缓,如果中国采购步伐不及预期,特朗普为了2026年中期选举获得支撑,可能会加大生物柴油的支持力度。

尽管随着美国生物柴油产量的增加,美豆油需求激增,美国大豆压榨产能也在不断扩大。从市场报道来看,有报道称,25年美豆压榨产能要增加至24.1亿蒲,26年增加至26.1亿蒲。可见美豆压榨量的增加与其产能的增幅相匹配。目前美豆产能利用率已经高达93.25%,继续大幅增加短期尚有难度。美豆压榨量或将平稳或略有下调的可能。

图:美豆压榨量调整节奏(单位:百万蒲)

表:美豆压榨产能情况介绍(单位:10亿蒲)





年份	大豆压榨产能	新增	合计
2024	2.15	0.27	2.41
2025	2.41	0.2	2.61
2026	2.61	0.13	2.74
年度	美豆压榨量	同比增加	产能利用率
23/24	2.29	0.07	94.83%
24/25	2.44	0.16	93.68%
25/26	2.55	0.11	93.25%

数据来源：USDA 国信期货

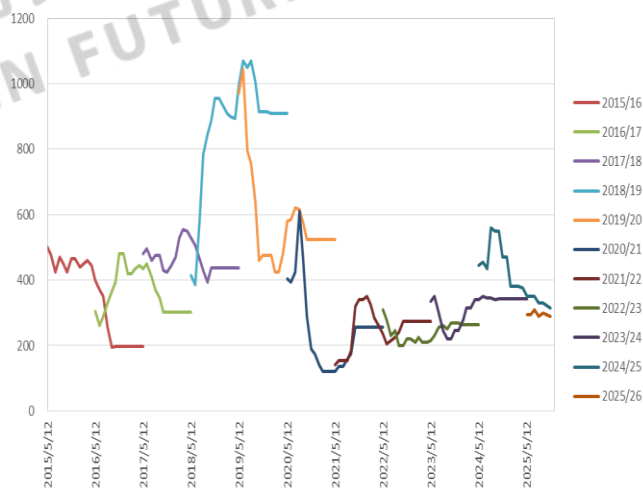
数据来源：USDA 国信期货

从需求角度来看，尽管USDA在11月供需报告中将25/26年度美豆出口下调至16.35亿蒲（4450万吨）。但从目前中国采购情况以及美国政府对于生物柴油的政策情况来看，出口和压榨仍有下调的空间。11月USDA将25/26年度美豆单产从53.5蒲/英亩降至53蒲/英亩，由于政府部门刚刚复工，此次单产的调整可能并不完全体现美豆供给情况。因此市场预期后期仍有下调的可能。25/26年度美豆供求平衡表则面临供需均下调的可能，如果需求下调幅度超过供给端，库存存在上调的可能。

表：25/26年度美豆供求平衡表预估

图：美豆库存调整预估（单位：蒲式耳）

项目	2024/25 Est.	2025/26 Proj.			
	Nov	Nov	预测1	预测2	预测3
种植面积	87.3	81.1	81.10	81.10	81.10
收获面积	86.2	80.3	80.30	80.30	80.30
单产	50.7	53.0	52.50	53.0	52.5
期初库存	342	316	316	316	316
产量	4374	4253	4216	4256	4216
进口	27	20	20	20	20
总供给	4744	4590	4552	4592	4552
压榨	2445	2555	2555	2500	2500
出口	1875	1635	1600	1635	1550
种用	70	73	73	73	73
残差	37	37	37	37	37
总需求	4427	4300	4300	4245	4160
期末库存	316	290	252	347	392
库消比	7.14%	6.74%	5.85%	8.17%	9.42%



数据来源：USDA 国信期货

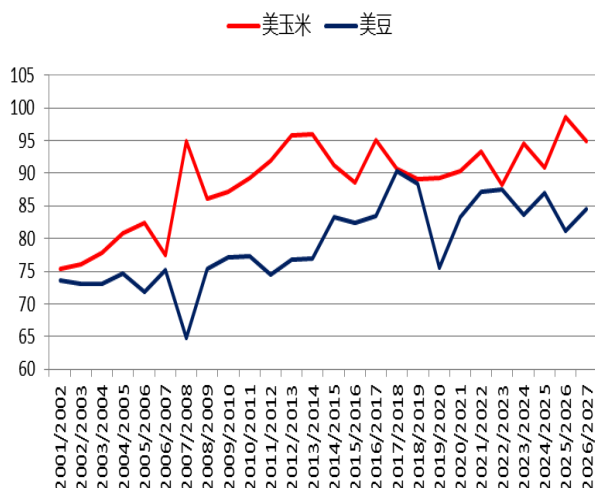
数据来源：USDA 国信期货

## 2.4、美豆新年度供给或有下降

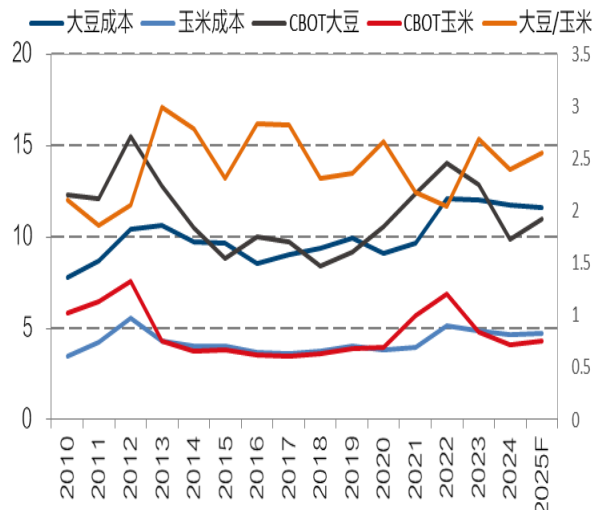
S&P Global Energy 11月19日预计2026年美国玉米种植面积将较2025年缩减3.8%，大豆种植面积将扩大4%。该公司预计2026年美国玉米种植面积为9,500万英亩，较2025年减少370万英亩；大豆种植面积为8,450万英亩，同比增加340万英亩。S&P表示，其预测基于对农民和农业企业的月度调查结果。对此市场存疑。受中美关税政策影响，美豆出口情况远差于美玉米。

图：美国大豆与玉米种植面积对比（单位：百万英亩）

图：CBOT大豆与玉米比价与成本对比



数据来源: USDA 国信期货

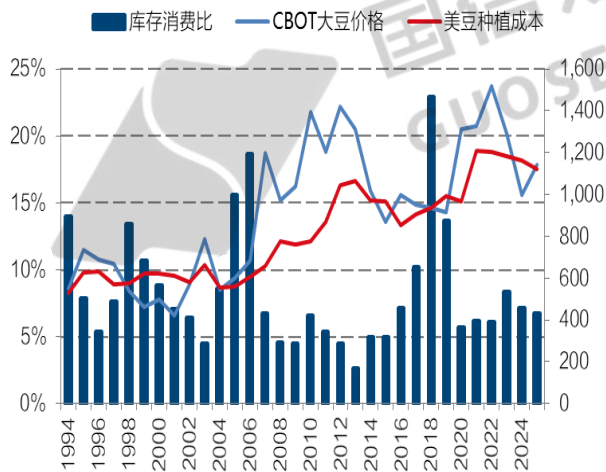


数据来源: USDA 国信期货

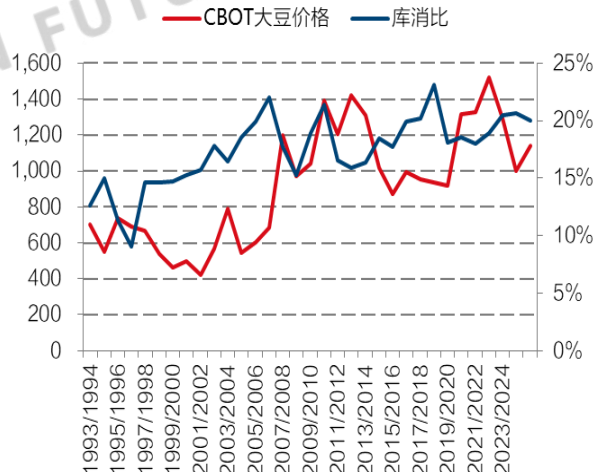
从种植收益来看, 美玉米已经连续三年出现亏损, 25年亏损明显收窄。相比之下, 美豆亏损幅度明显超过美玉米。美豆已经连续两年种植亏损。这让26/27年度美国农民在播种期间会有较大的选择性, 从目前收益和销售情况来看, 农民选择玉米种植的可能性要超过大豆。因此美豆种植面积能否出现4%的增长存疑。

图: 美豆库存消费比与价格走势 (单位: 美分/蒲式耳、%)

图: 全球大豆库存消费比与价格走势 (单位: 美分/蒲式耳、%)



数据来源: USDA 国信期货

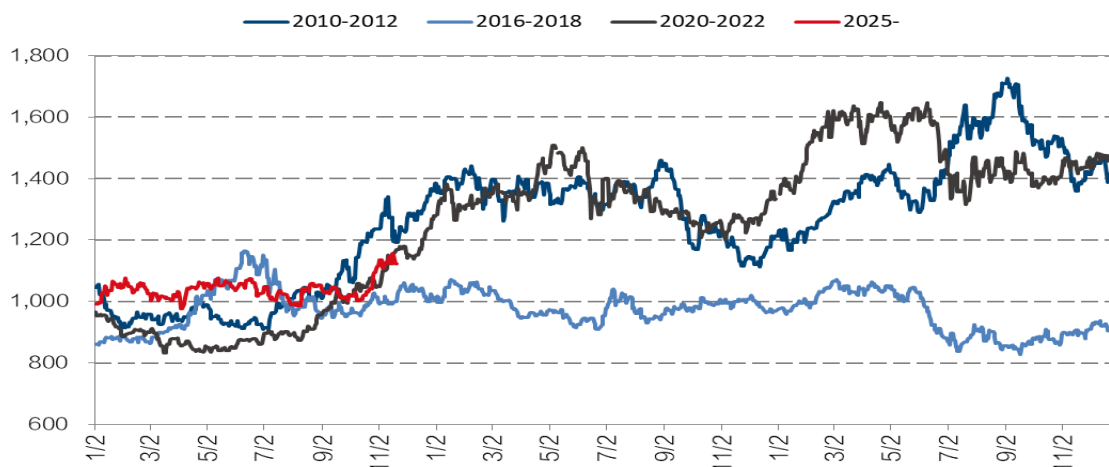


数据来源: WIND 国信期货

从库存消费比与价格的对比来看, 25/26年度美豆库存消费比降至6.74%, 按照正常情况下对应的CBOT大豆价格在1000美分附近。美豆已经连续两年跌破成本线, 并且亏损的幅度远超此前任何年份。2019/20年度13.62%的库存消费比对应的美豆低点在915美分/蒲式耳。从全球大豆库存消费比来看, 2019/20年度全球大豆库存消费比历史最高纪录为23.09%, 而25/26年度全球大豆库存消费比已经降至20.01%。可见无论是全球大豆, 还是美豆库存消费比均已经从高位回落, 并且美豆持续低于成本, 这也限制了美豆的下跌空间。在美豆需求尚未修复前, 美豆区间震荡或将延续。波动区间在1000美分/蒲式耳-1200美分/蒲式耳。2026年上半年美豆出口能否好转、2026年下半年美豆新年度种植面积及生长是否出现问题将成为美豆能否

摆脱盘局的关键。

图：CBOT大豆长期走势对比



数据来源：WIND 国信期货

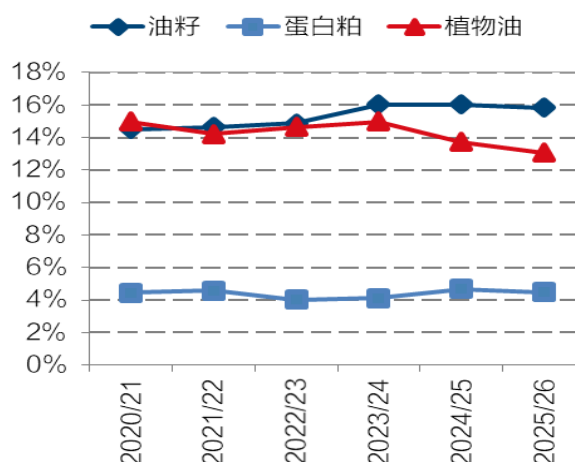
### 三、全球蛋白粕市场供需分析

#### 3.1、全球蛋白粕库存高位回落

按照USDA最新报告预估，全球蛋白粕25/26年度库存从高点略有回落。24/25年度全球蛋白粕库存创历史新高，达到2314万吨。25/26年度，随着全球蛋白粕的需求增幅超过产量的增幅，全球蛋白粕库存降至2277万吨。25/26年度全球蛋白粕产量为3.98亿吨，同比增加736万吨，消费量为3.94亿吨，同比增加1341万吨。可见全球蛋白粕沉重的库存压力略有缓和。全球油籽、蛋白粕、油脂25/26年度库消比变化对比来看，全球油脂库存消费比下降最为明显，相对而言，油籽、蛋白粕虽有下滑，但依然处于高位。

图：全球蛋白粕供需对比（单位：百万吨、%）

图：全球油籽、蛋白粕、油脂库消比对比（单位：%）



数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

分品种来看，25/26年度豆粕、菜粕、葵花籽粕的产量均有一定的增加，其中豆粕产量增加明显。需

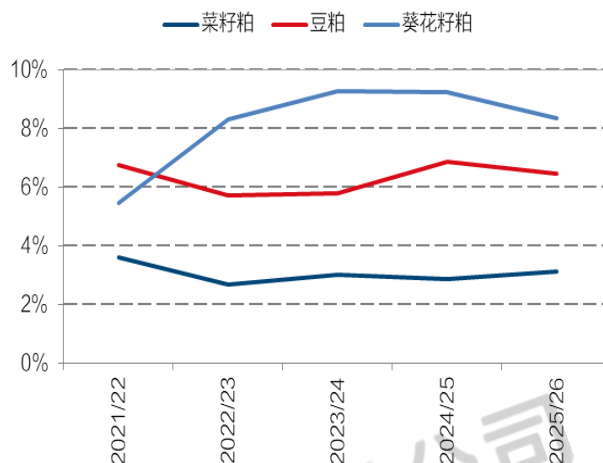
求方面，25/26年度三大主要蛋白粕需求有明显增加，尤其是豆粕需求增幅最大。从库消比来看，25/26年度葵花籽粕的库存消费比回落明显，而25/26年度全球豆粕库存消费比略有回落，但依然处于历史同期高位。相对而言25/26年度全球菜粕库存消费比略有回升。

图：全球主要蛋白粕分品种供需对比（单位：百万吨）

项目	品种	2024/25	2025/26	同比增加
产量	豆粕	281.22	286.42	5.2
	菜粕	49.06	50.01	0.95
	葵花籽粕	21.03	22.07	1.04
国内消费	豆粕	272.74	283.24	10.5
	菜粕	48.49	49.65	1.16
	葵花籽粕	20.38	21.69	1.31
期末库存	豆粕	18.68	18.27	-0.41
	菜粕	1.39	1.54	0.15
	葵花籽粕	1.88	1.81	-0.07

数据来源：USDA 国信期货

图：主要蛋白粕库存消费比对比（单位：%）



数据来源：USDA 国信期货

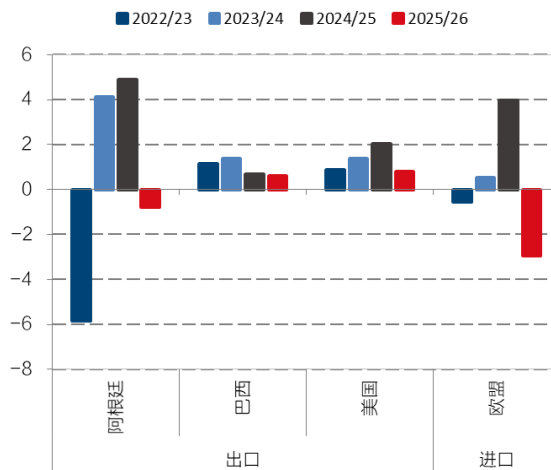
25/26年度全球豆粕各国供需情况，由于美国、巴西大豆压榨量增加，美国、巴西豆粕的产量明显增加，相对而言，阿根廷大豆压榨量同比下滑，造成阿根廷豆粕产量下滑。需求方面，全球豆粕贸易量主要集中在阿根廷、巴西、美国。阿根廷豆粕出口的下滑被巴西、美国豆粕出口所替代。欧盟25/26年度豆粕需求下滑，这是否意味着豆粕进口贸易或有影响。2026年全球豆粕贸易能否实现增加仍需关注欧盟的采购情况。

表：豆粕分国别产需对比（单位：百万吨、%）

项目	国家	2024/25	2025/26	同比增加	占全球比例
产量	美国	52.899	54.635	1.736	19.08%
	巴西	44.66	45.548	0.888	15.90%
	阿根廷	33.703	31.98	-1.723	11.17%
	欧盟	12.166	12.087	-0.079	4.22%
	印度	8.8	7.24	-1.56	2.53%
	中国	81.972	85.536	3.564	29.86%
出口	阿根廷	29.779	29	-0.779	35.56%
	巴西	23.39	24	0.61	29.43%
	美国	16.601	17.418	0.817	21.36%
	玻利维亚	1.9	2	0.1	2.45%
	乌拉圭	1.725	1.68	-0.045	2.06%
	中国	36.99	37.806	0.816	13.35%
国内消费	欧盟	31.242	29.842	-1.4	10.54%
	巴西	20.5	21.5	1	7.59%
	越南	7.775	8.095	0.32	2.86%
	墨西哥	7.43	7.875	0.445	2.78%
	印度	7	6.975	-0.025	2.46%
	印尼	5.9	6.2	0.3	2.19%
	伊朗	5.1	5.35	0.25	1.89%
	中国	80.85	84.15	3.3	29.71%

数据来源：USDA 国信期货

图：豆粕主要贸易国进出口对比（单位：百万吨）



数据来源：USDA 国信期货

总的来看，25/26年度全球蛋白粕库存已经从高点回落，库存拐点或已经出现，但25/26年度当年依然产需盈余，全球蛋白粕依然处于供给宽松的格局中。尽管阿根廷豆粕出口预期下滑，但巴西、美国或能给



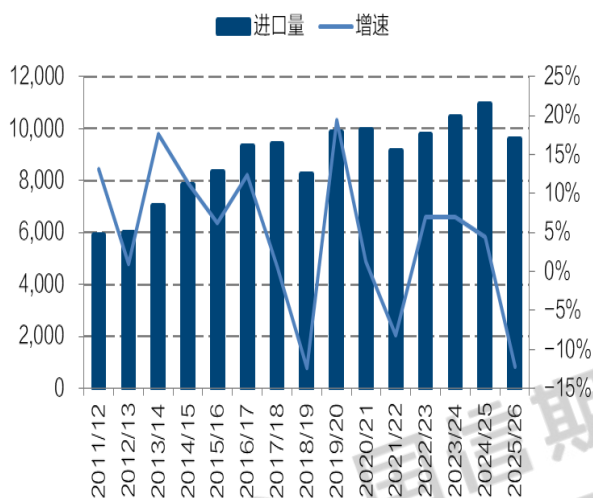
予替代。由于豆粕主要进口国欧盟国内豆粕消费的下降、导致进口量在25/26年度下滑明显，这可能会对全球豆粕贸易量有明显冲击。

### 3.2、中国豆粕供需双降

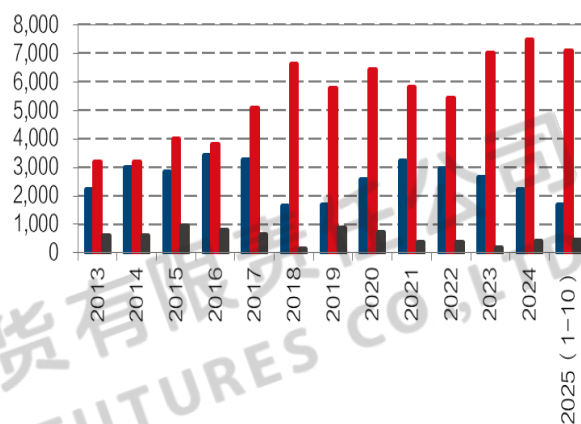
11月美国农业部预测25/26年度中国大豆进口量达到1.12亿吨，和上月预测持平，同比增加400万吨。与23/24年度创纪录的进口量1.12亿吨持平。相比之下，国家粮油信息中心预测25/26年度大豆进口量为9600万吨，同比减少1336万吨。23/24年度我国进口大豆量为1.047亿吨。可见我国进口大豆在25/26年度下滑的可能性较大。主要是特朗普上一任期，受累于关税贸易战，我国2018/19年度进口大豆一度降至8250万吨。

图：中国进口大豆进口量及其增速（单位：千吨、%）

图：中国进口大豆分国别对比（单位：万吨）



■美国进口量 ■巴西进口量 ■阿根廷进口量



数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

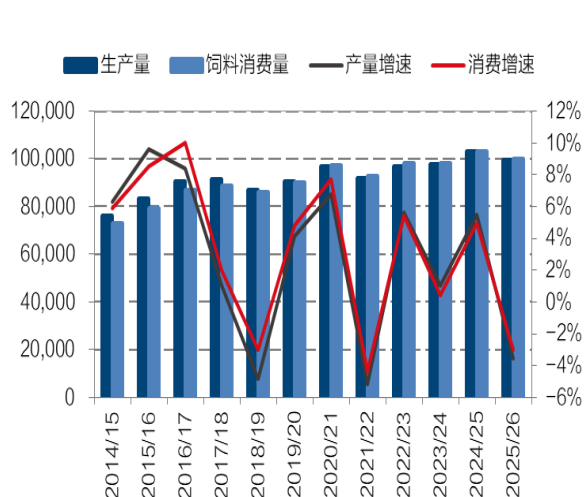
数据来源：WIND 国信期货

目前我国大豆进口国已经呈现多元化格局。我国从美国进口大豆的占比逐年缩小，而从巴西以及俄罗斯进口大豆的数量正在增强。2016年我国进口美豆为3365万吨，2023年我国进口美豆为2648万吨，2025年1-10月，我国进口美豆为1680万吨，2025年9月、10月我国进口美豆为零。相对而言，2016年我国进口巴西豆为2740万吨，2023年我国进口巴西豆为6996万吨，2025年1-10月，我国进口巴西豆为7082万吨。可见巴西大豆占据我国进口大豆主要份额。

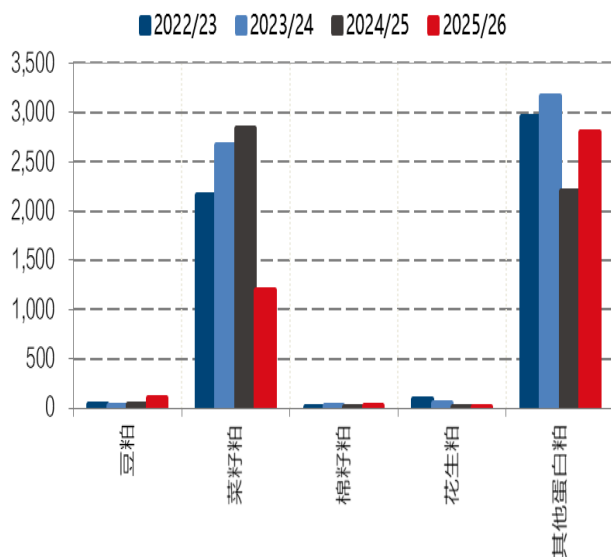
随着2025年10月随着中美领导人会晤后，我国开始陆续采购一定数量的美豆。监测数据显示，截至11月18日，我国进口大豆12月船期累计采购了355.7万吨，周度增加158万吨，采购进度为71.14%。2026年1月船期累计采购了158.4万吨，周度增加132万吨，采购进度为31.68%。2026年2月船期累计采购了323.2万吨，周度增加13.2万吨，采购进度为34.02%。而2026年1月-2月可能存在进口大豆缺口。市场供给的缓和一方面可能通过国家抛储来提供补充，另一方面，油厂减少开工降低消费来缓解不足。从目前来看，2026年年初，我国进口大豆会有少量缺口，但国储可能会适时补充，因此供给短缺的局面可能不会出现，但区域性紧张有可能出现。

图：中国蛋白粕产消及增速对比（单位：千吨、%）

图：中国蛋白粕进口走势对比（单位：千吨）



数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

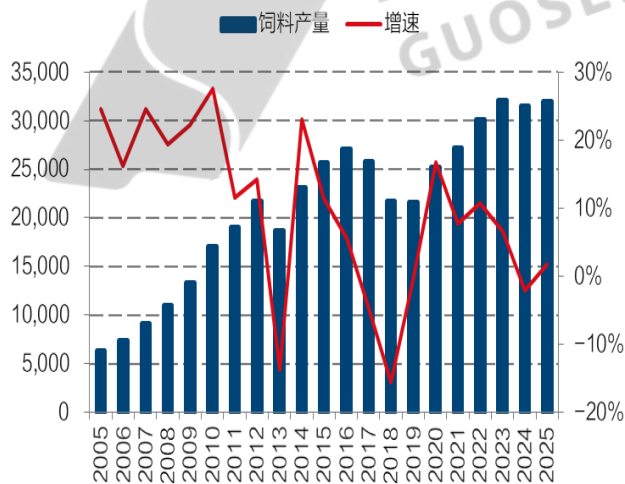


数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

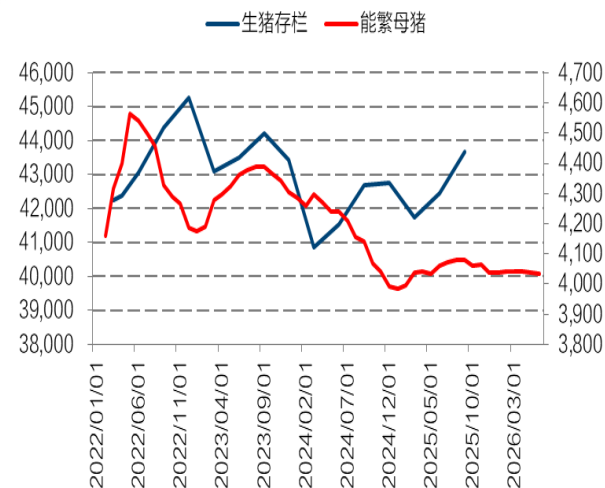
国家粮油信息中心预测25/26年度豆粕产消双降，市场有比照2018/19年度同期情形。预测2025/26年度我国蛋白粕供给量为9949.5万吨，同比减少369.4万吨，其中豆粕产量为7889.4万吨，同比减少210.5万吨。预计饲用蛋白粕消费量为1.001亿吨，同比减少314万吨，其中豆粕消费量为7620万吨，同比减少201万吨。国内蛋白粕产量增速、消费增速大幅回落。其中豆粕消费增速从去年的6.12%下降至-2.57%。与往年不同的是，25/26年度，我国蛋白粕进口量也有所回落。进口量的下降主要体现菜粕进口量从283万吨降至120万吨，主要是未来中加贸易的不确定性导致菜粕未来进口可能下滑。

图：我国饲料产量走势（单位：万吨、%）

图：生猪存栏及能繁母猪存栏推演（单位：万头）



数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

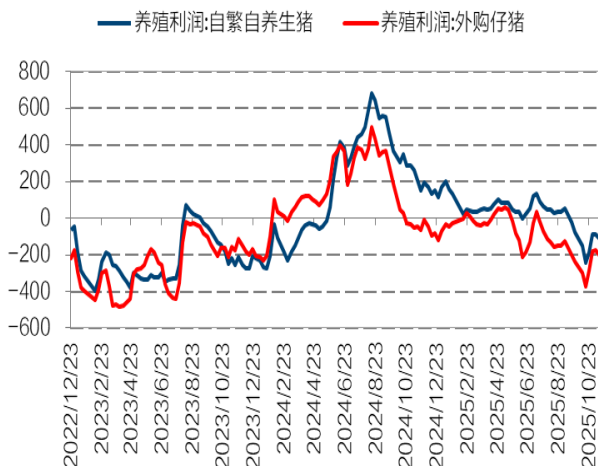


数据来源：WIND 国信期货

国家粮油信息中心预测2025年我国饲料产量为3.20亿吨，同比增加1.74%。饲料消费增速明显。据农业农村部，2025年9月我国能繁母猪存栏4035万头，月环比-0.07%，同比-0.66%，同比去化幅度有所扩大，生猪亏损、冬季疫病及政策驱动下能繁母猪去库存有望延续且加速。按照受能繁母猪影响10个月的生猪存栏来看，2026年上半年我国生猪存栏相对充足，下半年我国生猪存栏或开始下滑。从养殖利润来看，我国生猪养殖利润在2025年5月开始进入亏损局面，主要体现在外购仔猪的养殖利润方面。自繁自养的生猪在9

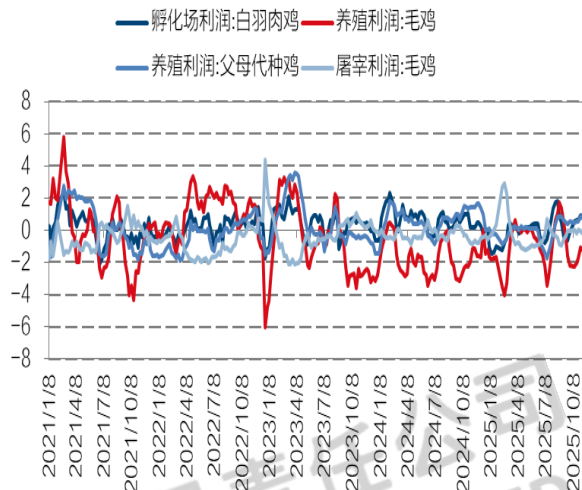
月以后也陆续出现亏损。与之相比，国内禽类养殖利润处于亏损的局面。市场预期2025年国内生猪存栏量与2024年变化不大。白羽鸡祖代种鸡自2024年12月起见顶下行，2025年9月回落至2023年6月水平，根据白羽鸡生产周期，从祖代引种到商品代肉鸡出栏一般需60周，即14个月左右，预计2026第二季度起祖代产能收缩缺口传导至肉鸡端。可见2026年下半年生猪、肉鸡等存栏或有下降，这可能会对豆粕需求有明显冲击。

图：生猪养殖利润（单位：元/吨）



数据来源：WIND 国信期货

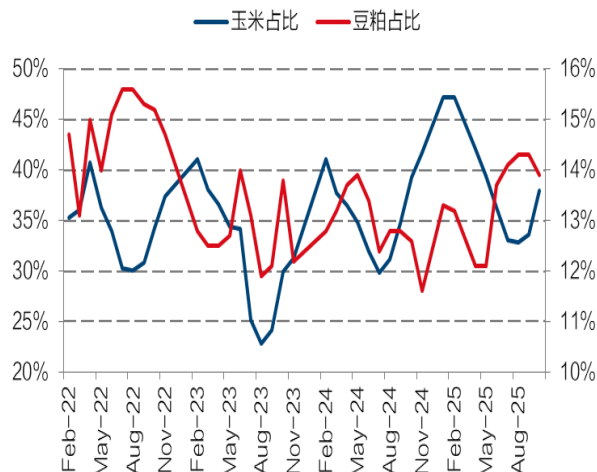
图：禽类养殖利润（单位：元/吨）



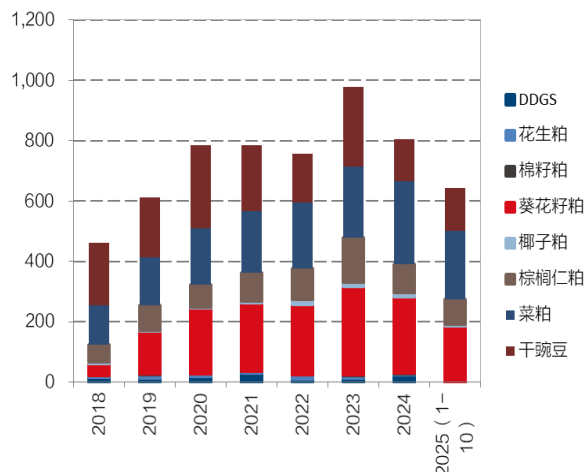
数据来源：WIND 国信期货

2023年4月12日，农业农村部印发《饲用豆粕减量替代三年行动方案》。《方案》提出，力争通过三年时间，在养殖业节粮降耗方面取得显著成效，到2025年饲料中豆粕用量占比从2022年的14.5%降至13%以下，为保障粮食和重要农产品稳定安全供给作出贡献。从饲料工业协会公布的月度饲料报告中显示，2025年10月，配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比为13.9%，环比下降0.4个百分点。2025年我国其他蛋白粕进口量明显下降，2025年1-10月份杂粕进口量689万吨，同比下降33万吨，其中菜粕、葵花籽粕、DDGS的进口量下滑明显。这也是2025年国内豆粕整体消费量同比增加的原因之一。对于2026年，杂粕的进口量可能与2025年持平，受到中加、中美经贸关系的不确定性，菜粕、DDGS的进口量难以恢复。但随着俄罗斯葵花籽粕的产量的恢复，出口同比大幅增加，我国葵花籽粕的进口有望增加。

图：饲料中玉米与豆粕配比比例（单位：%）



图：杂粕进口量对比（单位：万吨）



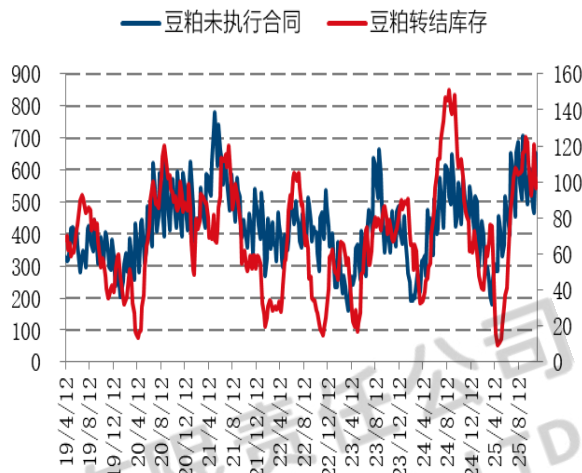
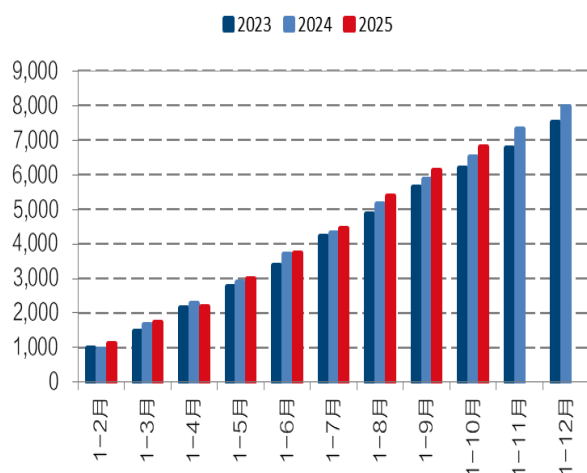
数据来源: WIND 国信期货

数据来源: WIND 国信期货

2025年前10个月,豆粕月均消费量在680万吨上下。考虑到2026年能繁母猪的存栏比2025年或有下滑,预估2026年豆粕月度表观消费量在600万吨—650万吨上下。如此测算,2026年大豆压榨量需求在9000万—9800万吨,这与国家粮油信息中心预估的25/26年度大豆进口量相符。

图: 豆粕月度累计消费量对比 (单位: 万吨)

图: 豆粕库存走势对比 (单位: 万吨)



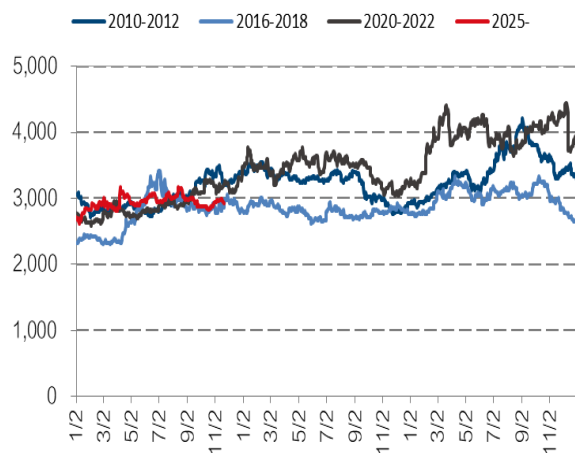
数据来源: 粮油商务网 国信期货

数据来源: 粮油商务网 国信期货

目前国内豆粕现货库存仍处于同期高位水平,但已经从年内峰值回落。粮油商务网监测数据显示,截至2025年第46周末,国内豆粕库存量为99.9万吨,上年同期为83万吨。未执行合同为587万吨,上年同期为477.6万吨。可见下游企业库存周转周期因未来可能供给不足而扩大。2026年在巴西新季大豆到港前,国内豆粕供给第一季度或有阶段性、区域性不足的现象出现。从成本的角度来看,由于市场对于巴西、阿根廷丰产预期明显,巴西大豆升贴水在2026年3月船期以后明显回落,其中4月船期巴西升贴水降至零。按此测算,在压榨利润为零的情况下,连粕5月合约预估范围为2750元/吨-2950元/吨之间。如果榨利盈余,那么连粕价格仍有上行空间。

图: 连粕长期走势对比 (单位: 元/吨)

表: 豆粕期货平盈成本预估 (单位: 元/吨)



豆粕期货价格预估				
品种	交货月	1000	1050	1100
巴西大豆	1月	2918	3031	3145
巴西大豆	2月	2793	2907	3020
巴西大豆	3月	2693	2807	2920
巴西大豆	4月	2624	2737	2850
巴西大豆	5月	2945	2733	2845
美湾大豆	12月	3145	3262	3374
美湾大豆	1月	3289	3401	3374



数据来源: WIND 国信期货

数据来源: WIND 国信期货

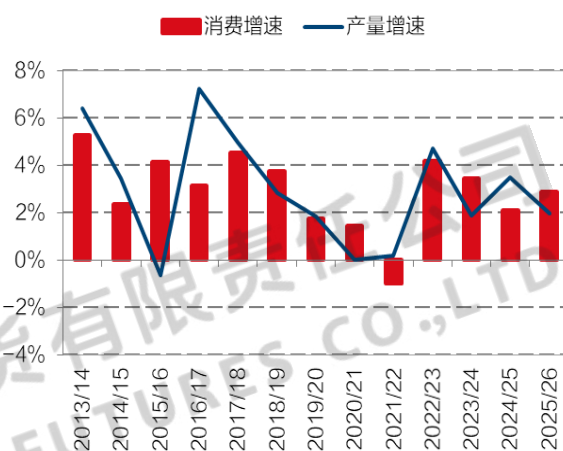
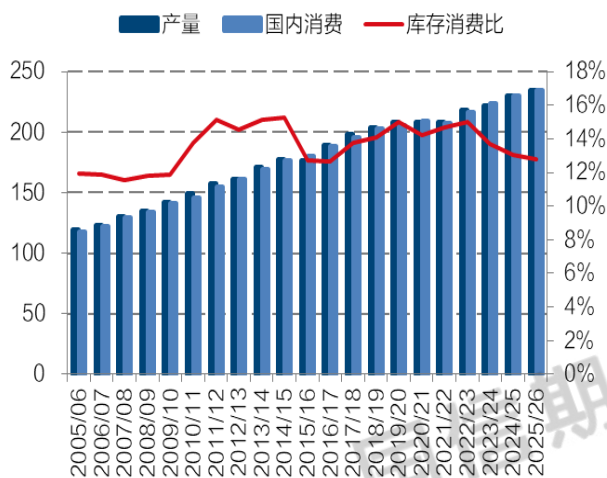
总的来看, 2026年国内豆粕供需双降, 大豆进口量下滑与养殖业进入去库阶段并重。第一季度可能出现区域性供给不足的局面。从成本来看, 连粕5月合约平盈成本在2750元/吨-2950元/吨之间。如果榨利盈余, 那么连粕价格仍有上行空间。

## 四、全球油脂市场供需分析

### 4.1、新需求增长预期明显 全球油脂去库存加快

图: 全球植物油供需对比 (单位: 百万吨)

图: 全球油脂产销增幅对比 (单位: %)



数据来源: USDA 国信期货

数据来源: USDA 国信期货

25/26年度全球油脂连续第三年产不足需, 但产需缺口较前两年收窄。从USDA最新报告来看, 25/26年度全球油脂延续产需双增, 消费增幅同比增加, 产量增幅同比下降, 产量增幅明显不及需求增幅, 库存及库存消费比继续回落。可见全球油脂市场比全球油料、蛋白粕市场供需矛盾更为突出。从报告来看, 25/26年度, 全球油脂产量为2.344亿吨, 同比增加451万吨, 需求为2.3458亿吨, 同比增加410万吨, 库存为2995万吨, 同比减少18万吨, 库存消费比为12.77%, 同比减少0.31%。

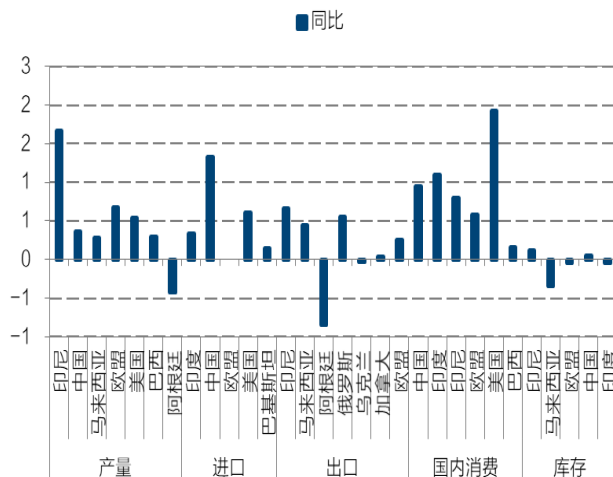
分品种来看, 全球九大植物油在24/25年度产量七增两减。其中增幅明显的为, 棕榈油增加192万吨至8082万吨, 豆油增加77万吨至7057万吨, 菜籽油增加87万吨至3501万吨, 葵花籽油增加89万吨至2096万吨, 棉籽油、橄榄油有少量减产。需求方面, 增幅最大来自棕榈油同比增加262万吨至7786万吨, 其次豆油为7004万吨, 同比增加196万吨。菜籽油、葵花籽油需求分别增加49万吨、92万吨至3467万吨、1977万吨。

图: 全球油脂分品种供求结构变化 (单位: 百万吨)

图: 全球油脂分国别供求结构变化 (单位: 百万吨)



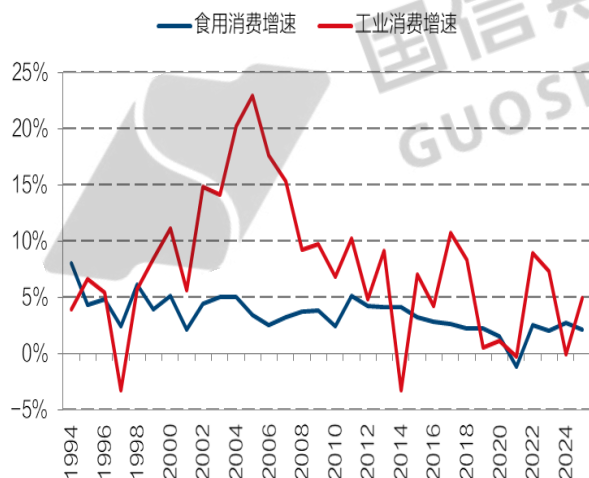
数据来源: USDA 国信期货



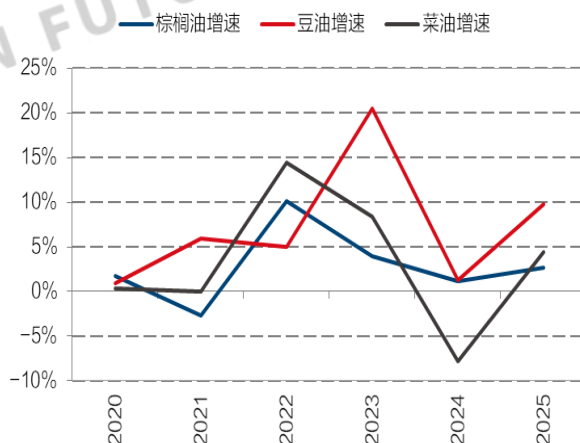
数据来源: USDA 国信期货

分国别来看, 全球植物油产量增加超过50万吨的国家有印尼、欧盟、美国。增幅分别为167万吨、68万吨、54万吨。从出口情况来看, 只有印尼、马来西亚、俄罗斯的植物油在25/26年度出口增加明显, 同比分别增长66万吨、45万吨、55万吨。而阿根廷、乌克兰植物油出口均有不同程度的下滑。从国内需求来看, 中国、美国、欧盟、印尼25/26年度植物油需求有明显增加, 尤其是美国、印尼需求增长明显。

图: 全球油脂食用消费增速与工业消费增速对比 (单位: %) 图: 全球油脂分品种工业消费增速对比 (单位: %)



数据来源: USDA 国信期货



数据来源: USDA 国信期货

可见25/26年度全球植物油市场是需求提振市场的年份。从全球植物油食用消费增速与工业消费增速对比来看, 近4年全球食用消费增速稳定在2%上下, 而消费增速变化最大的来自工业消费增速的起伏。USDA最新预估25/26年度全球植物油工业消费增速从24/25年的-0.12%提升到4.92%。可见全球植物油需求的增长来自工业消费。

按照全球植物油分品种的工业消费增长对比来看, USDA最新报告显示25/26年度全球豆油工业消费增速为9.79%, 全球菜油工业消费增速为4.43%, 全球棕榈油消费增速为2.71%。菜油消费增速提升主要因24/25

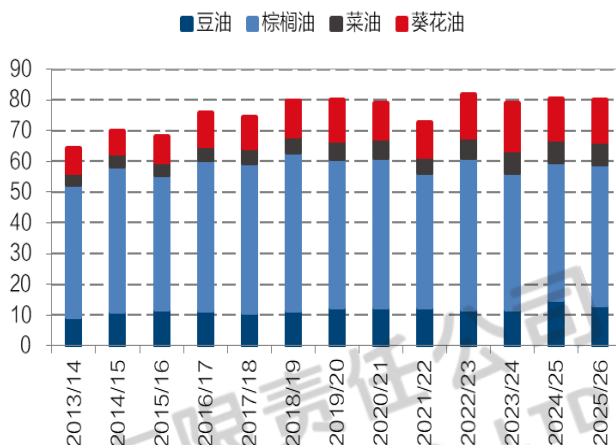
年基数过低导致。可见全球植物油工业消费增速主要体现在豆油、棕榈油市场上。

按照全球植物油分国家的工业消费增长对比来看，USDA最新报告显示25/26年度美国植物油工业消费增速为21.14%，巴西植物油工业消费增速为4.32%，印尼植物油工业消费增速为1.84%，主要因24/25年度印尼植物油工业增速高达12.66%。相对而言，马来西亚植物油工业消费增速出现回落。从国家来看，25/26年度美国、巴西、印尼是植物油工业消费增长的主要国家。

表：全球油脂分国家工业消费增幅对比（单位：%）

图：全球四大植物油贸易量对比（单位：百万吨）

国家	2021	2022	2023	2024	2025
印尼	12.43%	10.85%	8.84%	12.66%	1.84%
欧盟	-8.71%	-2.00%	-2.42%	-3.33%	2.38%
美国	14.05%	27.80%	11.14%	-10.15%	21.14%
巴西	-11.58%	10.27%	37.23%	-0.09%	4.32%
马来西亚	-2.36%	18.07%	-3.22%	4.31%	-6.73%
中国	-22.26%	31.17%	-5.42%	-6.32%	5.56%



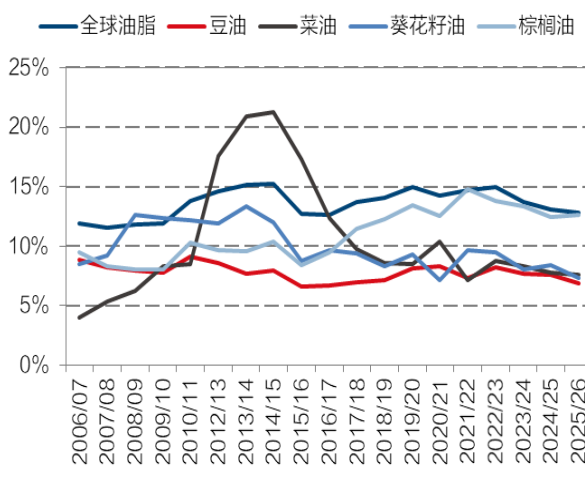
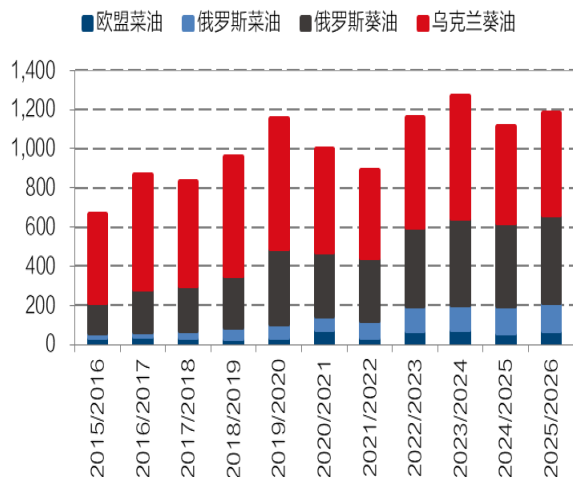
数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

众所周知，全球棕榈油贸易量占全球植物油贸易量的56%，一旦全球棕榈油贸易量出现短缺，其他油脂是没有与之匹及的数量进行修复。2022年以前全球棕榈油的年贸易量在4800万-5000万吨之间，近两年棕榈油贸易量下滑至4500万吨上下。2022年以前全球豆油贸易量在1200万吨上下。近年来全球豆油贸易量增加至1300万吨-1500万吨左右。2022年以后全球葵花籽油的贸易量是从1100万吨增加至1500万吨。2022年以后全球菜油的贸易量则从600万吨增加至750万吨上下。2022年以后全球植物油贸易格局结构的变化主要是由于印尼在2022以后开始增加棕榈油的工业消费，出口量明显下滑。印尼棕榈油出口份额的下降，使得阿根廷豆油、黑海地区葵花籽油的出口量大幅提升。

图：菜油、葵花籽油主要出口国数量对比（单位：万吨）

图：全球油脂分品种库消比变化（单位：%）



数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

25/26年度，乌克兰葵花籽油出现减产，但由于俄罗斯葵花籽油产量增加明显，大大抵消了乌克兰葵花籽油产量导致出口下滑的缺口。欧盟菜籽油、俄罗斯菜油、葵花籽油产量的增加，导致出口数量有所提升，这在一定程度上能够弥补棕榈油出口可能出现的缺口。

从库存消费比对比来看，除了棕榈油外，豆油、菜油、葵花籽油库存消费比均有所下滑，全球豆油库存消费比从7.56%降至6.84%，依然是四大植物油中库消比最低的油脂，菜油库消比从7.76%降至7.55%，葵花籽油库消比从8.39%降至7.33%。相反，25/26年度全球棕榈油库存消费从12.4%升至12.62%。全球棕榈油库存消费比尽管回升，依然处于历史同期低位。

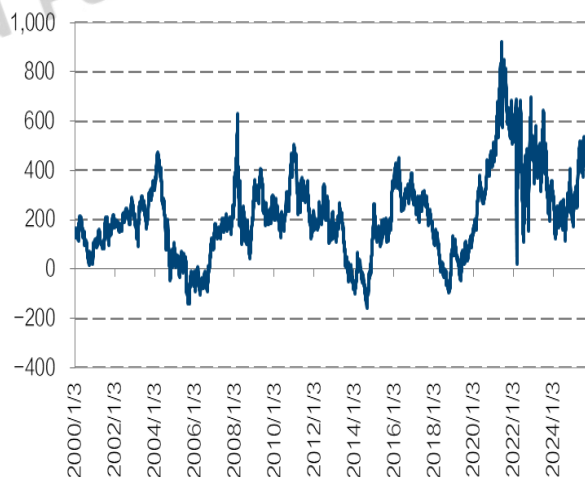
总的来看，全球植物油市场在25/26年度处于需求主导年，工业消费高速增长导致全球植物油库存持续下滑。美国、巴西、印尼植物油的工业消费增幅明显，25/26年度全球植物油供需偏紧的格局能否实现，需要看这些国家的生物柴油政策能否落地兑现。

## 4.2、美国生柴政策多变 过程或曲折

目前国际原油价格持续低迷，各家机构对于2026年国际原油价格走势看淡与低位运行形成对垒。看淡的逻辑在于国际原油供给端增量预期最高，但对需求增量预期又最低。而对于国际原油后续低位运行则认为后续原油需求仍保持稳健增长，但峰值到来维持尚早；供给端OPEC+已放缓增产节奏，美国大幅增产的意愿和能力或较低；此外，地缘或仍存在较大不确定性。国际原油价格具有一定的底部支撑。可见2026年国际原油价格高涨的可能性不大，这意味着，生物柴油的生产利润难以出现明显的改善，美国企业生产生物柴油更多地需要依赖政府的相关政策支持。

图：国际原油走势及库存对比（单位：美元/桶、千桶）

图：BOGO走势对比



数据来源：WIND 国信期货

数据来源：WIND 国信期货

2025年特朗普在6月、9月先后出台一系列有关于生物柴油的相关制度，这让市场一度对美国生物柴油前景报以很高的期待。2026年美国面临中期选举，在特朗普竞选中给予较大支持的美国中西部农场主，在特朗普上任后，面临大豆价格走低，销售不畅的局面。美豆出口转内销则成为首选，一系列生物柴油政策应运而生。随着中美领导人会晤后，中国开始采购美豆，美国政府对于美国生物柴油政策的态度似乎有了些许的变化。这让2026年美国生物柴油政策能否实现预期水平存在较大的不确定性。

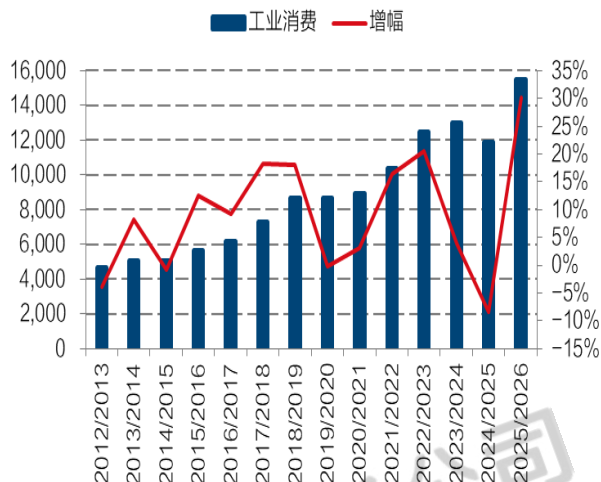
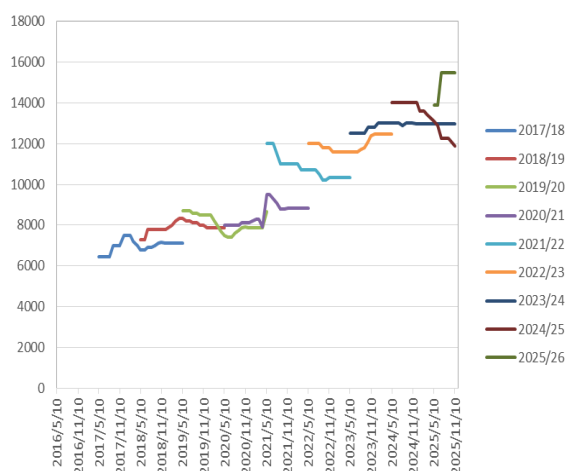
从特朗普上一任期对于生物柴油的政策来看，上一任期，特朗普政府给予了较高的小型炼厂豁免量，



SRE 申请量的提交和同意均处于历史最高值。2017-2020 期间 RIN 值出现了大幅下降。在 2018/19 年度-2020/21 年度期间，美豆油用于生产的生物柴油消费量保持在 86 亿磅上下，当时美国生物柴油发展陷入了停滞期。USDA 在最新报告中延续 25/26 年度美豆油工业消费 155 亿磅，同比增长 30%。

图：USDA 对美豆油工业需求的调整预估（单位：百万磅）

图：美豆油工业消费及增速对比（单位：百万磅、%）



数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

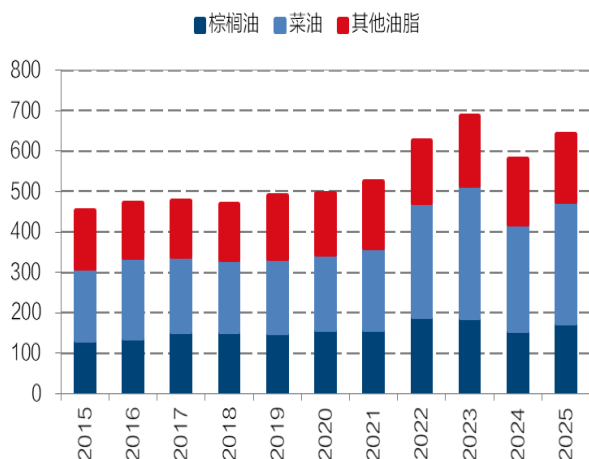
10 月由于美国政府停摆，这使得 6 月 13 日 EPA 提出的美国生物能源提案在 10 月 30 日最后确定而延期。当时 EPA 提出 2026-2027 年生物质柴油掺混义务分别被设定为 71.2 亿、75 亿 RINS，根据一定的前提假设，EPA 估算将分别对应 56.1 亿、58.6 亿加仑的掺混量，超过市场此前预期的 46.5 亿—52.5 亿加仑。通过降低来自外国的可再生燃料和原料的价值，使美国优先。由于美国政府停摆等因素，EPA 迟迟未能公布 2026 年生物柴油掺混义务，这让市场希望的情绪逐步降温。

近期据路透社援引两位熟悉内情的消息人士报道，面对美国炼油商的压力，特朗普政府正在考虑将拟议的进口生物燃料激励措施削减计划推迟一年或两年。目前正在讨论的延迟可能会取悦那些已在生物基柴油领域投资的国内石油炼油商，但可能会令美国农民和生物燃料生产商感到失望。值得注意的是，特朗普政府仍有多项待决燃料监管事项，2026 年生物燃料掺混配额、大型炼油商如何补偿小炼厂豁免额度，均悬而未决。目前联邦政府部分停摆、小炼厂豁免申请大量积压，进一步拖慢了整个生物燃料政策的时间表。消息人士称，最终决定是否推迟进口激励削减，将取决于白宫对“燃料价格”与“农业选票”的权衡结果。

据 Transport Topics 网站 11 月 20 日消息，美国特朗普政府正取消能源部专注于清洁能源和可再生能源的办公室，转而创建专门负责化石燃料和核能的部门。根据美能源部公布的新组织结构图，能源效率和可再生能源办公室、清洁能源示范办公室、电网部署办公室、州和社区能源项目办公室以及联邦能源管理项目办公室等多个办公室遭裁减，并新设了碳氢化合物和地热能源办公室以及聚变能源办公室。其中，被裁撤的清洁能源示范办公室由拜登政府创建，曾拨款数十亿美元用于碳捕获和氢能中心等技术项目。这将意味着美国政府对能源发展的转变，美国生物柴油的发展可能受到限制。

图：美国油脂进口对比（单位：万吨）

图：美国可再生燃料标准 (RFS) 下的可再生体积义务 (RVOs)



数据来源: USDA 国信期货

单位: 亿rins	2023年	2024年	2025年	2026年	2026年	2027年
D3:纤维素燃料	8.4	10.9	11.9	13	13	13.6
D4:生物质柴油	45.1	48.9	54.6	71.2	71.2	75
D5:先进生物燃料	59.4	65.4	73.3	90.2	90.2	94.6
D6:可再生燃料	209.4	215.4	221.4	240.2	240.2	244.6
D4燃料用量(亿加仑)	28.2	30.4	33.5	56.1	44.5	58.6
D4换算系数	1.6	1.61	1.63	1.27	1.6	1.28
油脂原料需求(万吨)	1454	1716		1900	1600	
豆油	591	600		735	790	
菜油	153	218		290	90	
玉米油	175	196		250	300	
UCO	309	335		340	100	
牛油	190	325		235	250	
其他	35	41		50	70	
美国原料进口(万吨)						
菜油	300.5	341.8		263		
UCO	237	245		250		
牛油	78.5	87.9		95		
美国原料进口占比	32.30%	32.10%	32%	32%	0%	

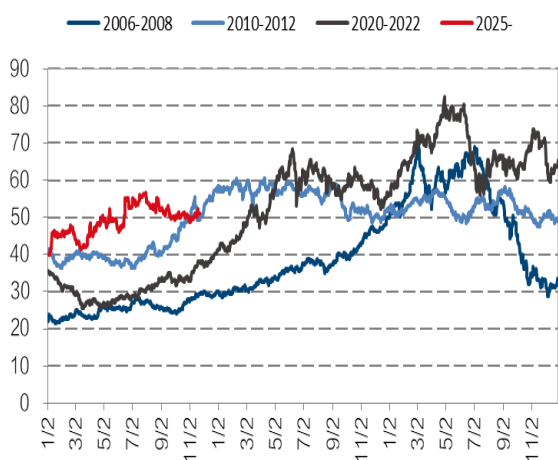
数据来源: EPA 国信期货

目前美国年植物油进口量在600万吨上下,其中50%是来自菜油的进口,主要用于生物柴油的生产。如果美国政府对进口生物燃料激励措施削减计划推迟,这意味着进口原料增加,美豆油的需求增长或放缓。从目前来看,美国生物柴油政策可能在2026年会陆续公布,但与2025年相比力度可能会大打折扣,这意味着美豆油用于生物柴油的消费量仍会有所增加,但30%的增长可能有一定的难度。美豆油工业需求增长可能呈现平稳的增长态势,高增长的预期可能改变。与此同时,随着美国中期选举的临近,美国政府会根据美豆出口的情况进行政策的调整,因此尽管美国生物柴油政策利好仍有可能出现,但利多的程度可能减弱。

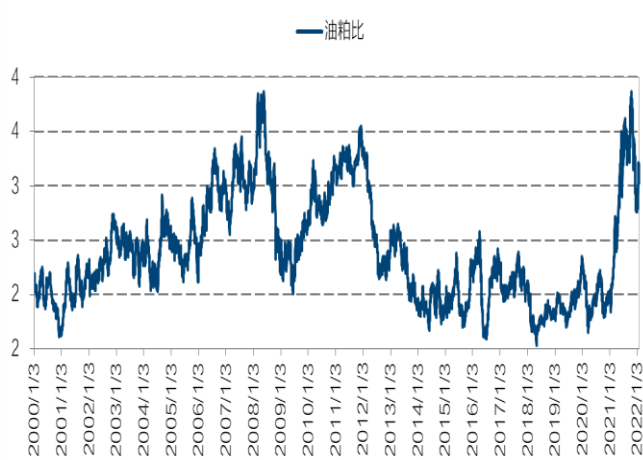
与之相比,2025年1-8月巴西豆油用于生物柴油的占比持续提升,已占巴西豆油国内消费总量的69.7%,占巴西豆油总产量的58.1%。由于生物柴油生产利润的恶化,巴西豆油制生物柴油掺兑比例的推进可能会放缓,巴西豆油工业消费的增长速度可能要低于USDA的预估。巴西能源部生物燃料主管称,原计划在2026年3月将柴油生物柴油掺混比例从15%提高至16%的政策可能无法按期实施,主要原因是政府尚未完成相关技术可行性研究报告,政策推进时间紧张,实施难度较大。

图: 美豆油长期走势对比 (单位: 美元/磅)

图: CBOT豆油/CBOT豆粕比价长期走势对比



数据来源: WIND 国信期货



数据来源: WIND 国信期货

从价格上看,由于需求增长预期依然存在,美豆油长期可能进入上涨的趋势中。进入2026年,美豆油涨势可能变缓,市场维持在一定的区间内波动。此外持续高涨的美豆油粕比也面临回落风险,这对美豆油有所抑制。

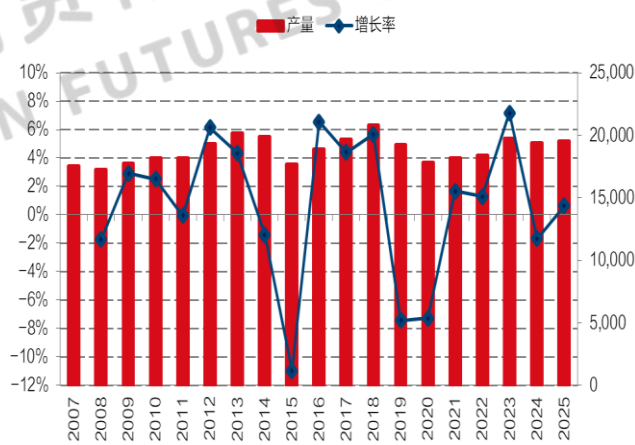
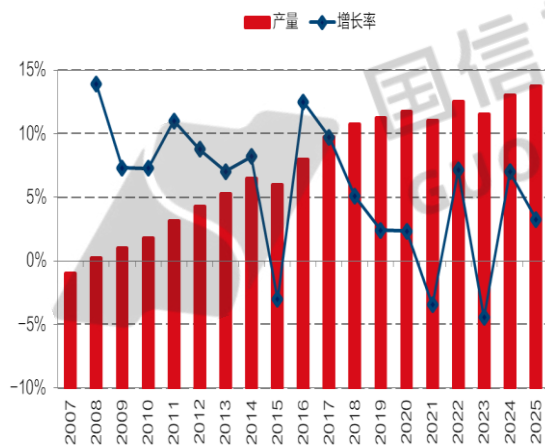
总的来看,随着美豆出口的有序展开,美国生物柴油政策出现了一定的转变,美国政府仍有诸多政策等待落地,美国中期选举前,平衡各方利益的情况可能出现,2026年美国生物柴油政策可能逐步兑现落地,但较2025年超预期会大打折扣,美豆油工业需求增幅可能从高增长变成稳增长。尽管需求继续增加,但过程或将曲折,力度或将减弱。

#### 4.3、资源安全战略下 印尼生物柴油政策可期

USDA11月报告显示,25/26年度印尼棕榈油产量为4750万吨,增幅为3.26%,近年来印尼棕榈油的产量增幅明显放缓。尽管USDA对印尼棕榈油产量给予较高的预期,其他机构对于印尼的棕榈油的前景并不乐观。油世界预期印尼棕榈油产量增速或在2026年放缓。树龄老化、重植缓慢、土地权属不确定性让印尼棕榈油单产高位回落。德国汉堡油世界执行董事托马斯·梅尔科则认为,供给压力将在2026年中后期开始强化,印尼产量将从2025年的4940万吨降至2026年的4900万吨,并在2027年继续下滑。与之相比,USDA11月报告显示,25/26年度马来西亚棕榈油产量为1950万吨,增幅为0.62%,由于树龄老化问题严重、重植率低、病虫害等因素制约,马棕油单产已经延续多年下滑态势。印尼棕榈油产量维持在4400万吨上下,马棕油产量在1950万吨上下。

图：印尼棕榈油产量及增速对比（单位：千吨、%）

图：马来棕榈油产量及增速对比（单位：千吨、%）



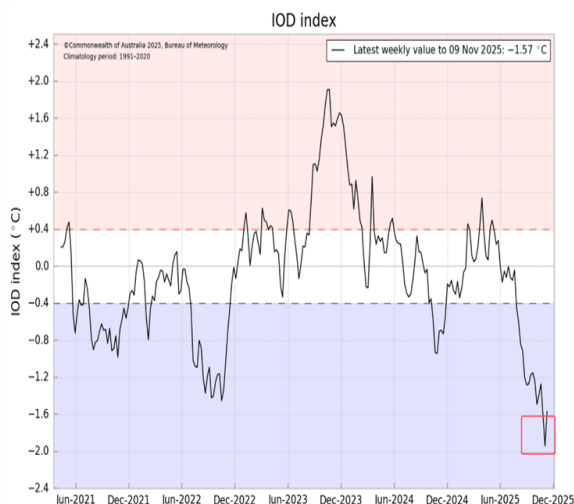
数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

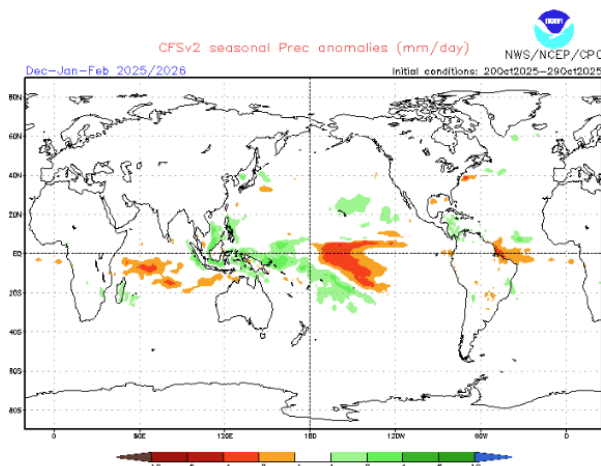
澳大利亚气象局最新监测显示,印度洋偶极子(10D)指数已急剧跌入 $-1.61^{\circ}\text{C}$ 的强负位相(近年来最低水平),与即将成型的拉尼娜共同构成全球大气环流的关键“引擎”。并通过哈德莱环流与太平洋ENSO建立联动。10D指数负值时,东南亚降水增多。这意味着2026年年初东南亚棕榈油产区将面临强降雨天气,需警惕洪水的出现。马来西亚、印尼等国棕榈油采摘可能受阻,产量影响可能大于其他年份。

图：10D INDEX

图：未来三个月东南亚降雨预估



数据来源: NOAA 国信期货



数据来源: NOAA 国信期货

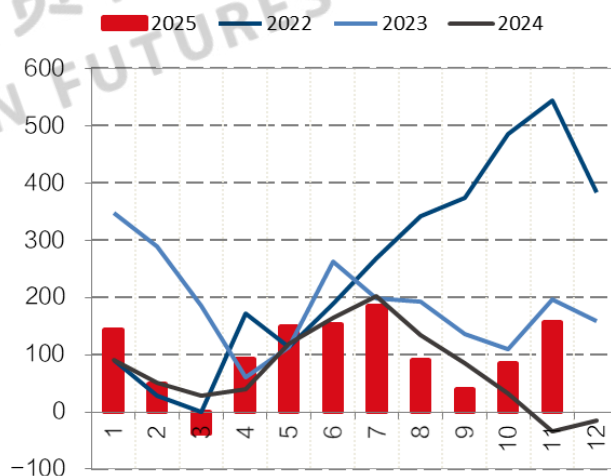
2025年四季度东南亚棕榈油持续走低, 其中一个原因就是由于出口受阻。导致东南亚棕榈油受阻的原因, 一方面是国际豆棕价差偏低, 棕榈油价格优势并不明显, 另一方面印尼棕榈油出口税费高企。此外欧洲相关政策也限制了棕榈油的采购。

图: 印尼棕榈油关税走势 (单位: 美元/吨)

价格区间	CPO关税	RBD税费
<680	0	0
680> <730	3	0
730> <780	18	0
780> <830	33	0
830> <880	52	5
880> <930	74	17
930> <980	124	76
980> <1030	148	91
1030> <1080	178	105
1080> <1130	201	
1130> <1180	220	
1180> <1230	240	
1230> <1280	250	
1280> <1330	260	
1330> <1380	270	
1380> <1430	280	
> 1430	288	

数据来源: 印尼财政部 国信期货

图: 国际豆棕价差 (单位: 美元/吨)



数据来源: WIND 国信期货

目前东南亚棕榈油三大主要进口国在2026年进口量均有增加采购的预期。2025年11月19日, 欧盟理事会已正式通过其谈判立场, 支持对《欧盟零毁林产品法规》进行有针对性修订, 其主要目的是简化规则并再次推迟执行日期。若计划通过, 大中型企业需在2026年12月30日前合规, 而小微企业的截止日期则为2027年6月30日。下一步, 欧洲议会将于2025年12月对该提案进行审议和投票。如果计划通过欧盟对东南亚棕榈油的采购量或将恢复。

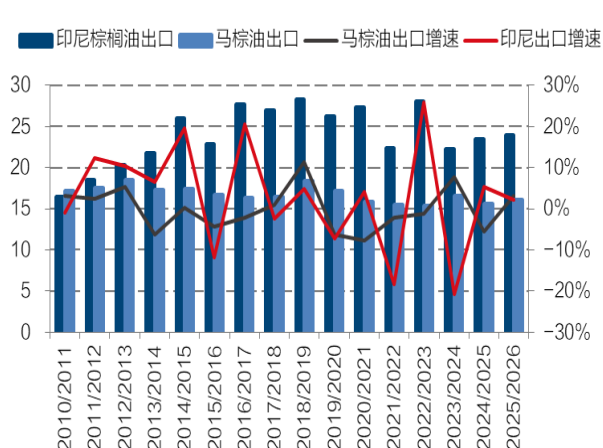
印度作为棕榈油的消费大国, 其植物油的采购多以价低者优先原则。2025年由于豆油更具有性价比, 因此棕榈油的出口份额将被豆油所替代。进入2026年, 豆棕价差明显恢复, 印度棕榈油的进口量有望增加。印度炼油协会 (SEA) 主席表示, 由于消费增长, 2025/26年度 (11月至10月) 印度食用油进口总量将升至创



纪录的1650万吨至1700万吨，高于2024/25年度的1600万吨。截至11月1日印度油脂库存173万吨，环比上月200万吨下降，较2023年9月份373万吨的历史高位下降约200万吨，也低于近年均值220万吨的均值水平。可见偏低的植物油库存，这意味着在年初开斋节前，印度棕榈油的采购有望增加。但前提是棕榈油比豆油更具有价格优势。

图：马来与印尼棕榈油出口对比（单位：万吨、%）

图：印度植物油进口量（单位：万吨）



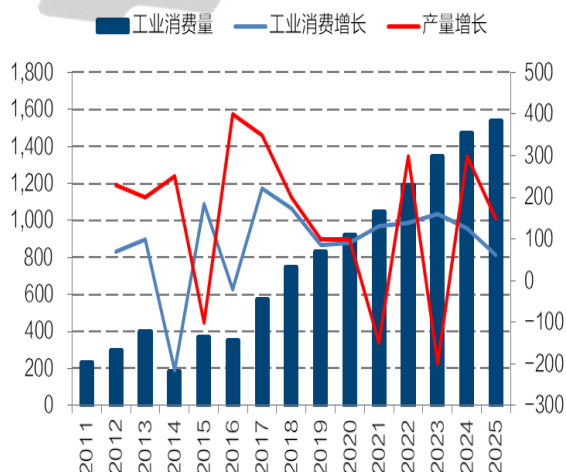
数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

对于棕榈油市场供需结构最大的变量是印尼工业需求的高速增长。印尼棕榈油生物柴油消费量大幅提升，改变了全球棕榈油的供需格局。印尼在2025年初开始执行B40计划。尽管自2025年8月以来，不断有消息称印尼政府可能推迟B50计划的实施。11月13日印尼能源部官员Eniya Listiani Dewi表示，印尼将于12月初启动B50生物柴油道路测试。此前印尼已经完成了B50实验室测试阶段。道路测试需要6个月左右时间，这意味着2026年下半年印尼可能开始B50计划。

图：印尼工业消费量及增幅对比（单位：万吨、%）

图：印尼棕榈油月度工业消费累计对比（单位：万吨）



数据来源：USDA 国信期货

数据来源：WIND 国信期货

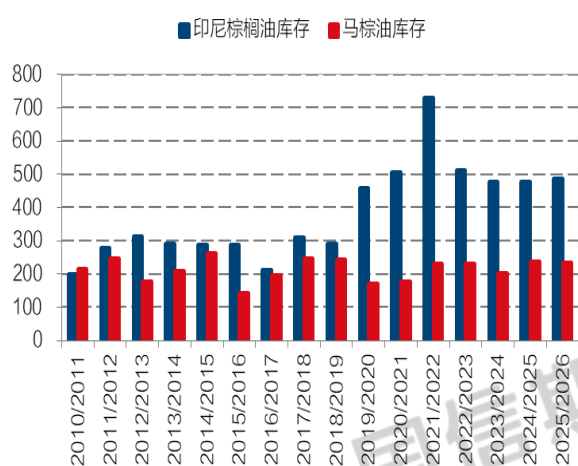
尽管目前市场对于印尼实施B50计划的推进有多重声音。但是从目前全球政治经济形势来看，资源安全战略已经成为各国政府计划的首要工作。对于印尼政府而言，使用棕榈油开展生物柴油的生产，尽管需

要政府大量的补贴，但是可以节省外汇储备，减少对国际能源的依赖，综合来看是利大于弊的。同时从技术角度来看，实验室阶段已经完成，这意味着从技术方面来看，实施B50计划已经有了技术支持。可见与美豆油生物柴油政策多变相比，印尼实施B50计划正在有序推进中，2026年实施大概率是可以实现的。

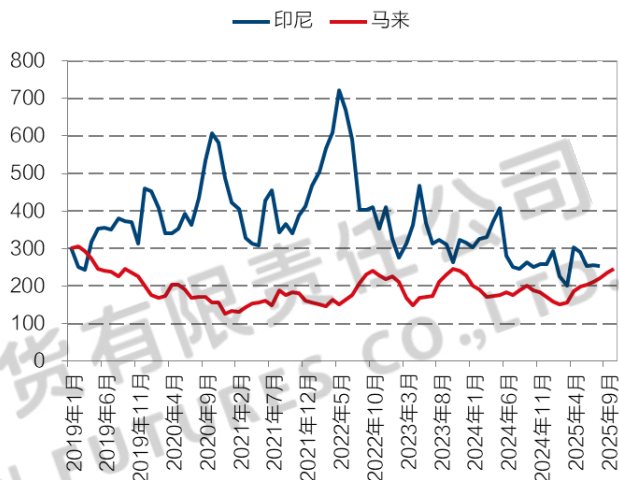
根据印尼生物燃料生产商协会（APROBI）的说法，如果将掺混比例进一步提高到B50，国内生物柴油生产商需要在现有2000万千升的产能基础上，再增加400万千升的产能。马来西亚棕榈油委员会（MPOC）表示，若实施B50政策，印尼用于掺混的棕榈油将达到1,700万吨左右，较当前执行B40政策的用量高出300万吨，相当于印尼棕榈油产量的35%左右，这将挤压印尼在出口市场的供应。若B50全面实施，印尼棕榈油出口量将减少150万—300万吨，相当于全球年贸易量的5%-7%，这将改变全球植物油的贸易格局。USDA预估25/26年度印尼棕榈油工业消费量为1537.5万吨，同比增加62.5万吨，当年印尼棕榈油产量增加150万吨。

图：马来与印尼棕榈油库存年度走势（单位：万吨）

图：马来与印尼棕榈油库存月度走势（单位：万吨）



数据来源：USDA 国信期货

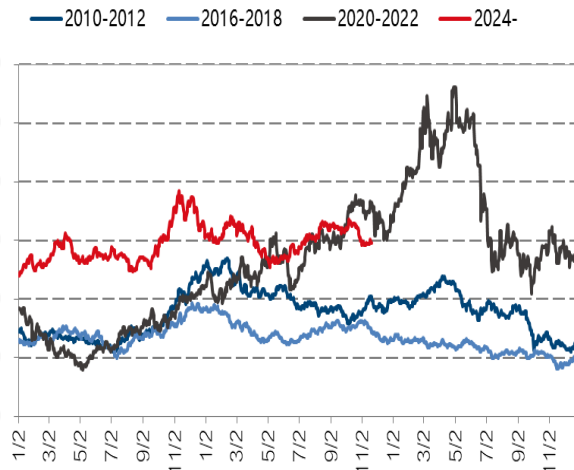
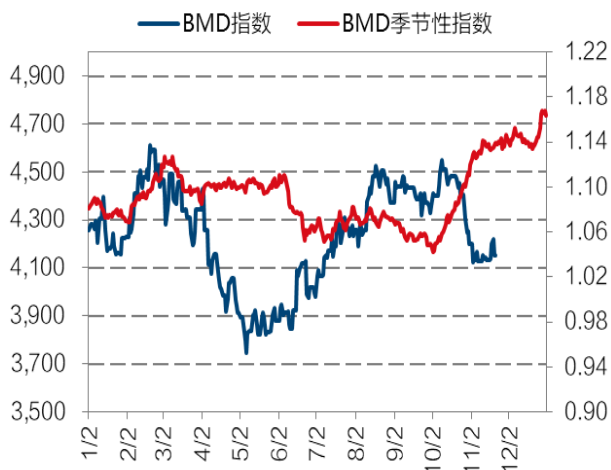


数据来源：USDA 国信期货

从短期来看，马来西亚与印尼在10月结束增产周期，在11月开启减产周期，11月、12月、1月产量降幅明显。目前马来西亚棕榈油库存高企，10月库存高达246万吨，在需求尚未好转前，马来西亚棕榈油压力凸显。季节性反弹走势或因库存压力而延后启动。相对而言印尼棕榈油库存持续低位运行。

图：马棕油季节性走势（单位：令吉/吨）

图：马棕油长期走势预估（单位：令吉/吨）



数据来源: WIND 国信期货

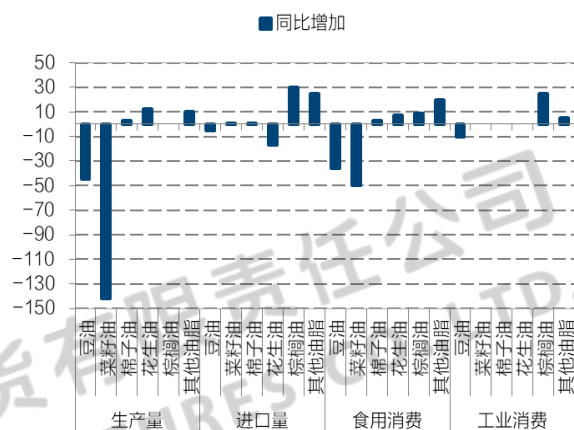
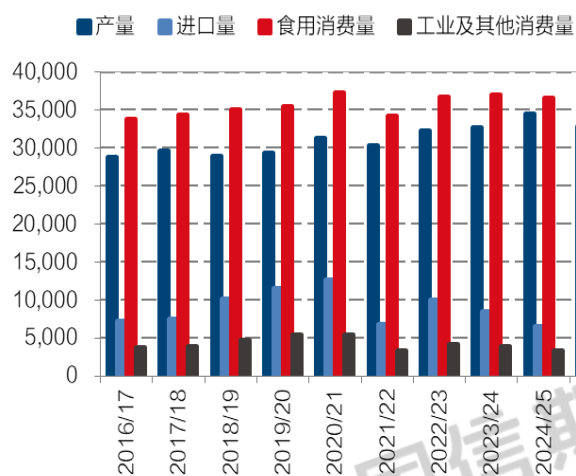
数据来源: WIND 国信期货

长期而言,从资源安全战略、国家外汇储备等因素考量,印尼棕榈油B50计划大概率在2026年下半年实施,印尼棕榈油出口因此或将削减,这意味着马来西亚棕榈油出口或将好转,全球棕榈油供需格局、全球植物油贸易格局或将出现结构性改变。需求高速增长或推动国际棕榈油价格震荡走高。短期而言,马棕油库存压力显现,需求尚未修复,马棕油略显疲软。库存拐点或延后出现,这意味马棕油季节性反弹推迟。等待出口修复后马棕油去库存带来季节性反弹。

#### 4.4、棕榈油进口或恢复 成本驱动是关键

图:国内油脂供需结构(单位:千吨)

图:我国油脂分品种供需结构变化(单位:千吨)



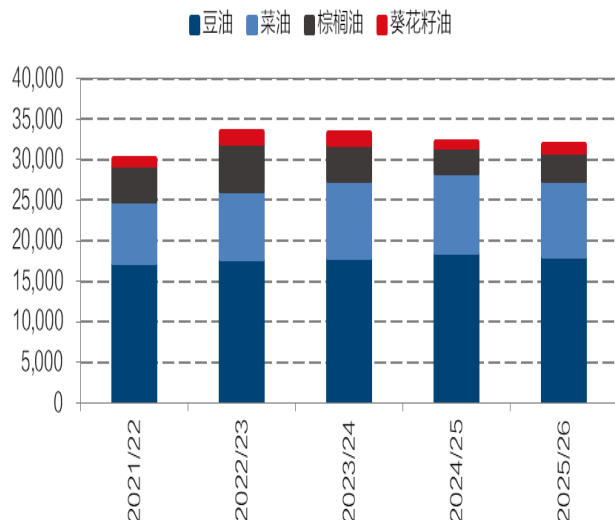
数据来源: 国家粮油信息中心 国信期货

数据来源: 国家粮油信息中心 国信期货

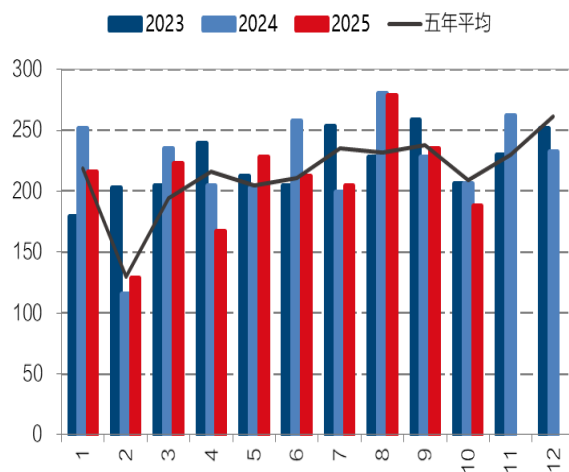
国家粮油信息中心预测2025/26年度我国食用植物油产量为3290.3万吨,同比减少161.7万吨;其中豆油、菜油分别减少44万吨、142万吨。主要因大豆、菜籽进口量下滑。预计年度植物油食用消费量为3615.5万吨,同比下滑47.5万吨;预计工业及其他消费为360万吨,同比增加20万吨。由于产不足需,25/26年度我国植物油进口量698.1万吨,较上年增加44.2万吨,主要是棕榈油进口的预期恢复。

图:我国四大主要油脂消费量对比(单位:千吨)

图:我国油脂月度消费走势(单位:万吨)



数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

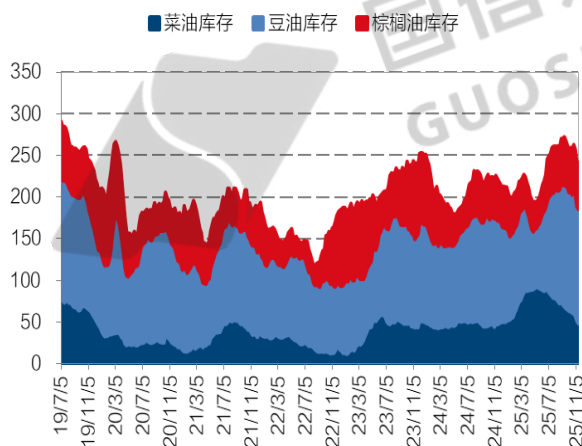


数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

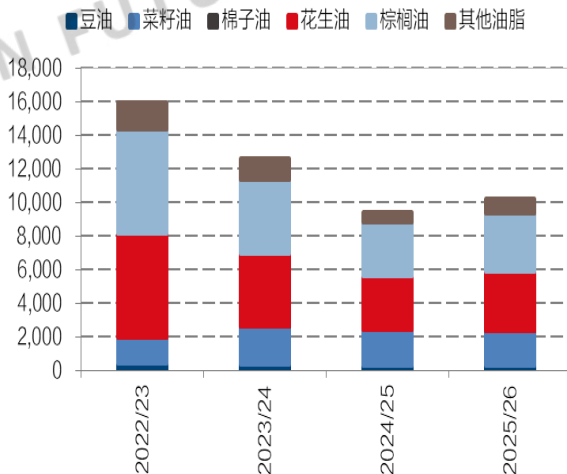
25/26年度我国豆油、菜油、棕榈油、葵花籽油四大植物油消费量增减不一。豆油、菜油消费的下降被棕榈油、葵花籽油消费的增加所替代。受到经济疲软的影响，我国油脂消费在2025年前10个月略低于上年同期水平。国内油脂消费已经连续两年同比下滑。尤其是2026年春节在2月下旬，这让节前消费后置，2026年1月油脂需求有望出现季节性备货，但比往年仍会有下滑。油脂整体消费不容乐观。

图：国内油脂库存水平（单位：万吨）

图：国内油脂进口量对比（单位：千吨）



数据来源：粮油商务网 国信期货



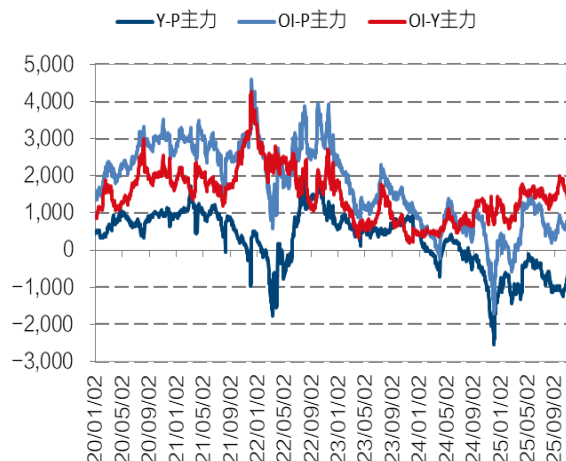
数据来源：粮油商务网 国信期货

目前我国三大植物油库存水平在240万吨上下波动，2024年同期为220万吨左右。目前植物油库存水平与2023年同期相近。其中豆油库存在137万吨，棕榈油库存在55.6万吨左右，菜油库存在48.3万吨左右。这三大植物油库存均比去年同期略有增加。由于2026年，我国大豆、菜籽进口仍面临复杂多变的市场环境，市场猜测棕榈油、菜油进口量或有明显恢复。参考2017-2022年期间，我国进口大豆因加征关税而减少，棕榈油、菜油的进口量在2018年开始大幅增加。由于我国进口油脂相对多元化，因此受到贸易政策的影响小于蛋白粕类。由于目前我国油脂库存处于相对高位，因此国内油脂短期供给相对宽松，这意味着国内油脂现货基差短期依然低位运行。内盘油脂期货走势更多跟随国际油脂而动。



图：油脂主力合约价差走势对比（单位：元/吨）

图：国内豆类油粕比走势



数据来源：WIND 国信期货

数据来源：WIND 国信期货

从油脂间价差来看，目前菜油与豆油已经回归到正常区间的中位数位置。而豆油与棕榈油主力合约间价差仍处于历史低位，现货豆棕价差近期在平水附近反复，但期货价差仍处于倒挂局面中。菜油与棕榈油主力合约间价差也处于低位区。从叙事逻辑上看，棕榈油的叙事逻辑短空长多仍在持续发酵中，而豆油、菜油的叙事逻辑依然在进口政策导致的供需错配上。从油粕的叙事逻辑上看，油脂或强于豆粕，油强粕弱的局面或继续呈现。2026年市场强弱关系或呈现由强到弱依次为棕榈油、豆油、菜油。

总的来看，2026年国内油脂供给端或有变化，棕榈油、菜油进口量会有回升，由于油脂进口的多元化，这使得国内油脂受到经贸关系的影响要弱于粕类。油强粕弱的局面或延续。国内油脂继续跟随国际油脂而动，由于叙事逻辑的差异化，品种差异化延续。2026年国内油脂市场由强到弱依次为棕榈油、豆油、菜油。

## 五、市场展望

**蛋白粕：**25/26年度全球油料市场延续供大于求的格局。目前巴西、阿根廷等国25/26年度油籽正在播种期，这让油籽未来的产量仍有一定的变数。巴西油籽产量则成为25/26年度全球油籽产量能否持续增长的关键所在。全球油籽需求的变化更多来自出口方面，油料作物的贸易国间的经贸关系进展则成为油籽出口需求是否恢复的关键。尽管市场各方对于南美大豆产量给予了丰产的预期，但弱拉尼娜天气带来的影响开始有所体现，巴西南部及阿根廷地区土壤墒情开始变差，关注巴西南部帕拉纳、南里奥格兰德州的降雨情况。如果巴西大豆产量不能在1.75亿吨以上，那么就意味着南美大豆产区面临产量下滑的可能。从目前中国采购情况以及美国政府对于生物柴油的政策情况来看，美豆25/26年度出口量和压榨量仍有下调的空间。由于政府部门刚刚复工，单产的调整未能全部体现。市场后期仍有下调的可能。25/26年度美豆供求平衡表则面临供需均下调的可能，如果需求下调幅度超过供给端，库存存在上调的可能。无论是全球大豆，还是美豆库存消费比均已经从高位回落，并且美豆持续低于成本，这也限制了美豆的下跌空间。在美豆需求尚未修复前，美豆区间震荡或将延续。波动区间在1000美分/蒲式耳-1200美分/蒲式耳。2026年上半年美豆出口能否好转、2026年下半年美豆新年度种植面积及生长是否出现异常将成为美豆能否摆脱盘局的关键。国内方面，2026年国内豆粕供需双降，大豆进口量下滑与养殖业进入去库阶段并重。第一季度可能出现区域性供给不足的局面。从成本来看，连粕5月合约平盈成本在2750-2950元/吨之间。如果榨利盈余，那么连粕价格仍有上行空间。

油脂市场：25/26年度全球油脂连续第三年产不足需，但产需缺口较前两年收窄。全球植物油市场在25/26年度处于需求主导年，工业消费高速增长导致全球植物油库存持续下滑。美国、巴西、印尼植物油的工业消费增幅明显，25/26年度全球植物油供需偏紧的格局能否实现，需要看这些国家的生物柴油政策能否落地兑现。2026年国际原油价格高涨的可能性不大，这意味着，生物柴油的生产利润难以出现明显的改善，美国企业生产生物柴油更多地需要依赖政府的相关政策支持。美豆油市场，2026年美国面临中期选举，美国政府正在平衡各方关系。从目前来看，美国生物柴油政策可能在2026年会陆续公布，但与2025年相比利多力度可能会大打折扣，这意味着美豆油用于生物柴油的消费量仍会有所增加，美豆油工业需求从高增长向稳增长转变。马棕油市场，长期而言，从资源安全战略、国家外汇储备等因素考量，印尼棕榈油B50计划大概率在2026年下半年实施，印尼棕榈油出口因此或将削减，这意味着马来西亚棕榈油出口或将好转，全球棕榈油供需格局、全球植物油贸易格局或将出现结构性改变。需求高速增长或推动国际棕榈油价格震荡走高。短期而言，马棕油库存压力显现，需求尚未修复，马棕油略显疲软。库存拐点或延后出现，这意味马棕油季节性反弹推迟。等待出口修复后马棕油去库存带来季节性反弹。可见国际油脂2026年仍有上涨驱动，印尼棕榈油B50实施带来的上涨驱动强于美豆油生物柴油政策带来的利好驱动。国际油脂价格重心或将继续上移。2026年国内油脂供给端或有变化，棕榈油、菜油进口量会有回升，由于油脂进口的多元化，这使得国内油脂受到经贸关系的影响要弱于粕类。油强粕弱的局面或延续。国内油脂继续跟随国际油脂而动，由于叙事逻辑的差异化，品种差异化延续。2026年国内油脂市场由强到弱依次为棕榈油、豆油、菜油。

国信期货有限责任公司  
GUOSEN FUTURES CO., LTD.



#### 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。

国信期货有限责任公司  
GUOSEN FUTURES CO., LTD.