

蛋白粕方面，国际方面，2季度CBOT大豆市场焦点从南美市场转移到北美市场上来。2季度，由于巴西大豆收割进度慢于往年，这使得巴西大豆供给压力释放后移。巴西升贴水仍有回落的可能，但空间有限，巴西升贴水低点或见。美豆市场的焦点将集中在新年度种植面积与中美领导人会晤的结果。由于化肥等因素，大豆种植面积增加预期明显。短期而言，海运费成本的走高也将推动美豆的出口成本。美豆可能高位宽幅偏强震荡，等待美国春播的天气溢价的出现以及种植面积的落地。2季度国内进口大豆集中到港，国内大豆供给不足的局面得到逆转，豆粕供给宽松，由于国内生猪养殖、禽类养殖亏损明显，需求或呈现稳中趋降的态势，2季度豆粕供大于求的局面或将出现，豆粕现货、基差承压走低，基差季节性低点或将来袭。连粕市场则面临CBOT大豆、巴西升贴水、海运费等因素共同影响，9月合约的波动区间在2950元/吨-3200元/吨。操作上保持区间波段操作为宜。

油脂方面，中东战争仍未看到结束的迹象。霍尔姆斯海峡仍处于关闭中，全球能源供给不足的局面或将越发凸显，国际原油坚挺的格局仍将持续，豆油、棕榈油作为生物柴油主要原料则受到较大提振，需求增长预期增强。2季度随着美国生物柴油政策的落地，美国生物柴油掺混量同比增幅近8%，SRE豁免重新分配比例在70%，但由于2028年后进口原料才减半计算RINS值，政策基本符合预期，美豆油短期可能出现利多出尽的调整。从加工利润测算，美豆油上限或在73美分/磅。但由于国际原油高位运行，美国生物柴油落地后，美豆油需求仍有一定增长，美豆油低位仍有显著支撑。期价或运行在65美分/磅-73美分/磅之间偏强震荡。2季度马来西亚棕榈油迎来增产周期，供给端增长明显。印度可能增加采购，马来西亚或去库存。2季度印尼仍面临政策的不确定性，B50消息不断但政策难落地，出口关税上调以及可能限制出口的政策或提振棕榈油市场。马棕油高位偏强震荡。2季度国内油脂差异化或将凸显。豆油因价格优势需求好于其他油脂，供给或从4月开始增加，累库或将开始。棕榈油供需双弱，走势弱于其他油脂。菜油短期供给不足，但未来菜籽进口量或将回升，菜油二季度库存或有明显回升。连豆油9月合约波动区间在7900元/吨-9000元/吨，连棕油9月合约波动区间在8500元/吨-10500元/吨，郑菜油9月合约波动区间在9200元/吨-10200元/吨。油脂操作上保持回调买入的波段操作。

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

1季度CBOT大豆震荡走高，价格重心持续抬升。1月CBOT大豆低位震荡收涨，南美大豆丰产预期增强与美豆出口疲软打压市场，USDA报告上调种植面积，库存回升加重市场悲观情绪，随着美元走软，美豆出口好转，压榨需求强劲，美豆低位回升。2月CBOT大豆持续走高，中美磋商进展良好，中国采购增加缓解出口压力，美豆油生物柴油政策利好预期提振市场，巴西产区遭遇强降雨，阿根廷产区旱情出现风险溢价。3月美伊战争爆发，国际原油价格大幅走高，CBOT大豆一度突破1200美分/蒲式耳，随着中美领导人会晤延迟，出口乐观情绪降温，主力合约跌停，几乎回吐中东地缘政治带来的涨幅；此后在国际原油走高、巴西大豆出口受阻、美豆出口数据强劲及中美会晤日期确定的支撑下低位反弹，市场开始关注月底种植预期报告和季度库存报告的基本面指引。受此影响，国内豆粕市场一季度呈现先扬后抑的走势。1月豆粕市场低位震荡，现货坚挺、期货疲软。国储进口大豆拍卖火爆、近月基差坚挺，贸易商看涨、油厂挺价支撑现货；连粕受菜粕持续下挫拖累承压，跌至2700元/吨附近后跟随美豆低位小幅反弹。2月连粕跟随美豆上涨，但涨幅远不及美豆。月初因巴西大豆升贴水回落、国内进口大豆增加，连粕低位震荡；春节前后受美豆走高、海关通关及进口大豆复拍消息提振，期价大幅走高。3月上旬受美豆走高，嘉吉暂停巴西大豆对华出口进一步推高连粕走势，主力合约一度涨至3200元/吨，随后美豆跌停拖累、但巴西大豆到港不及预期、海运费上涨形成成本支撑，期价偏强震荡；月末资金情绪降温、机构移仓换月，连粕主力合约大幅回落，远月合约相对坚挺。现货受油厂停机潮稳价意愿支撑，跌幅受限，购销双方持续博弈。

一季度国际油脂整体震荡走高，美豆油领涨油脂，马棕油走势弱于美豆油。中东局势、生物柴油政策、原油价格及产区供需是核心影响因素。1月美豆油领涨油脂。美元走软、国际原油走高及生物柴油政策预期，推动美豆油大涨；马棕油因MPOB报告利多，产量下降及出口增加而止跌反弹，跟随美豆油震荡上行。2月美豆油大幅走高，马棕油疲软震荡。美豆油受生物柴油政策利好（45Z 拟议规则、EPA 提交掺混计划）、原油走高、基金做多推动，创2023年10月以来新高；马棕油因出口高频数据环比降幅扩大，供需双降导致库存下降幅度减弱，库存压力下低位震荡。3月国际油脂震荡走高，期价冲高后高位震荡反复。中东局势发酵、原油大涨，美豆油生物柴油生产盈利推动期价刷新前高，马棕油受印度取消豆油订单、库存预期走低、印尼B50政策测试、出口好转提振进一步补涨；3月下旬美豆油因高位油粕套利平仓承压下挫，马棕油受印尼出口限制预期支撑走势略强于美豆油，整体国际油脂维持高位波动。国内油脂一季度跟随国际油脂震荡上行，涨幅不及外盘，品种走势分化，前个月，连豆油、郑菜油跟随国际对应品种小幅走高，连棕榈油因马棕油低位震荡而承压。3月连棕榈油补涨成为领涨品种，连豆油温和上行；下旬连棕榈油因多头获利平仓而回落，连豆油、郑菜油受油厂停机、进口到港不及预期支撑相对坚挺，高位震荡。

表：2026年一季度国内外主要油脂油料期价变化

品种 (指数)	2025/12/31	2026/3/26	涨跌	涨幅%	品种 (指数)	2025/12/31	2026/3/26	涨跌	涨幅%
美豆	1056.5	1170	113.5	10.74%	连豆二	3569	3736	167	4.68%
美豆粕	304	318.1	14.1	4.64%	连粕	2815	2981	166	5.90%
美豆油	48.9	66.68	17.78	36.36%	郑菜粕	2371	2367	-4	-0.17%
马棕油	4063	4549	486	11.96%	连豆油	7862	8618	756	9.62%
美原油	57.13	84.4	27.27	47.73%	连棕油	8570	9614	1044	12.18%
生猪	12245	11090	-1155	-9.43%	郑菜油	9173	9810	637	6.94%

数据来源：文华财经 国信期货

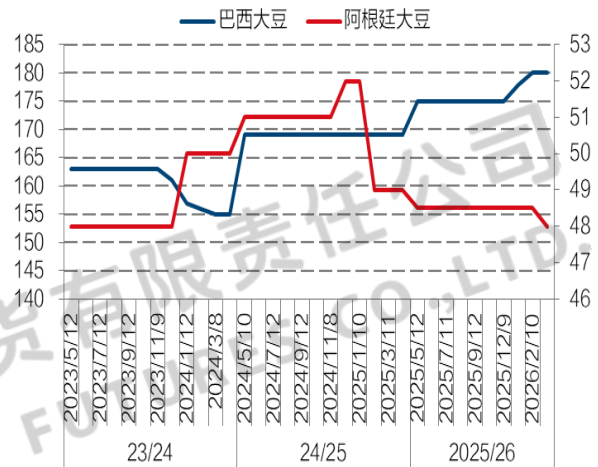
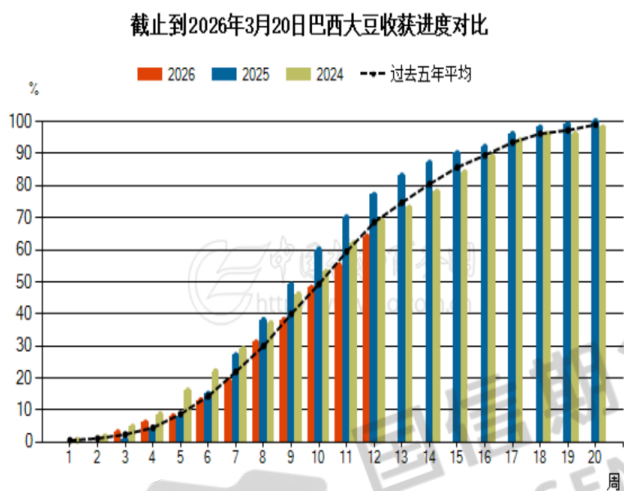
第二部分 蛋白粕

一、南美大豆压力依然沉重 出口进度低于往年

2026年巴西大豆收割进度整体慢于2025年同期以及五年同期水平。巴西咨询机构家园农商公司(PAN)表示,截至3月20日,巴西2025/26年度大豆收获进度为65.79%,一周前为57.43%,低于去年同期的73.84%,也略低于五年同期平均进度的66.96%。巴西帕拉纳州农业经济厅(Deral)称,大部分地区的大豆收割工作已进入后期或已完成,单产差异较大,主要受整个生长周期降雨分布不均以及关键时期(尤其是晚播地区)干旱的影响。巴西大豆收割进度的迟缓,这让巴西大豆丰产压力逐步后移。

图: 巴西大豆收割进度

图: USDA对巴西、阿根廷大豆产量



数据来源: 粮油商务网 国信期货

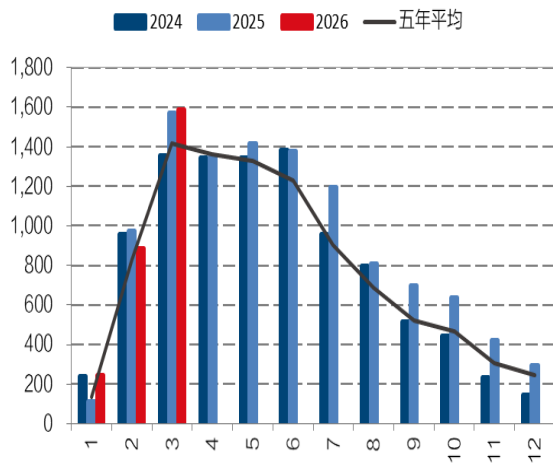
数据来源: above 国信期货

尽管因2月巴西大豆中西部产区降雨过量而南部地区降雨不足部分机构在3月初纷纷下调巴西大豆产量。但3月良好的天气让3月下旬开始各家机构恢复上调产量。咨询机构AgroConsult公司最新发布的调查显示,2025/26年度巴西大豆产量将达到1.847亿吨,高于此前预期的1.831亿吨,因为种植面积和单产预期双双上调。目前机构预估巴西大豆产量在1.77亿吨-1.85亿吨不等。可见巴西大豆丰产已成定局。未来两个月巴西大豆供给压力逐步释放。与之相比,3月阿根廷大豆迎来及时降雨,阿根廷大豆产量也维持在4800万吨上下的水平上。

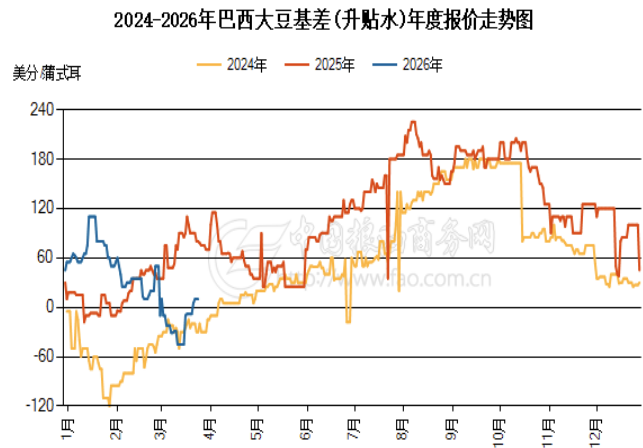
3月巴西大豆出口受阻,一方面是由于降雨、中东局势导致内陆运输受阻,成本提升。另一方面,由于巴西港口检验规程发生变化。3月上旬,巴西农业部自2月下旬起突然强化对检疫性杂草种子的抽样与判定,实质上按“近零容忍”执行,导致3月上旬有多艘货船在植物检疫证书审核上受阻,部分船只被拒签并改配其他目的地,嘉吉等部分贸易商一度暂停对华报盘或改为“排除中国目的地”销售。巴西农业部下属动植物卫生司(SDA)发布的一份文件指出,在与中方官员举行的一次会议中,双方达成共识并承认:鉴于大豆生产本身的特性,无法保证大豆中绝对不含任何杂草种子。基于上述共识,中国有关部门同意,对于从巴西进口、且旨在用于国内加工用途的大豆货物,将不再适用“杂草零容忍”的检疫标准。目前,可接受的杂草含量具体阈值尚未确定,将通过双边磋商的方式予以最终确定。巴西全国谷物出口商协会(Anec)公布的数据显示,巴西3月大豆出口量预计为1,587万吨,低于上周预测的1,632万吨。该机构对3月出口预估最初为1647万吨。有消息称3月底巴西运往中国的大豆开始陆续放行,巴西大豆出口或在4月以

后再次刷新高点。

图：巴西大豆出口进度



图：巴西升贴水



数据来源：USDA 国信期货

数据来源：粮油商务网 国信期货

从巴西升贴水的走势来看，3月因巴西大豆出口受阻后，升贴水一度大幅下挫，5月船期出现负值，随着对中国出口的放行，以及中国盘面榨利较好，买盘增多，巴西升贴水止跌回升。巴西升贴水季节性低点可能已见。咨询机构Safra & Mercado表示，截至2月6日收集的数据，巴西2025/26年度大豆销售量已达到预计产量的33.9%，比上个月增长了3.6个百分点，但是落后于去年同期的42.4%，也低于五年同期平均进度的45.1%。可见巴西大豆出口销售占比依然落后，后期不排除降价销售的可能，但由于2026年巴西大豆种植利润有限，因此升贴水降幅有限。

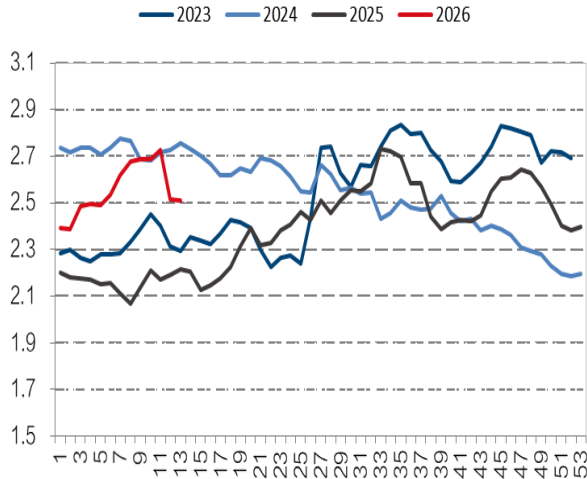
2季度，3月随着天气的好转，各家机构开始上调产量，由于巴西大豆收割进度慢于往年，这使得巴西大豆供给压力释放后移。随着巴西运往中国的大豆船只放行，巴西大豆出口或在4月有所回升。巴西大豆升贴水止跌回升，但由于供给压力仍未释放结束，因此巴西升贴水仍有回落的可能，但空间有限，巴西升贴水低点或见。

二、美豆新年种植面积或有回升 美豆种植面临诸多问题

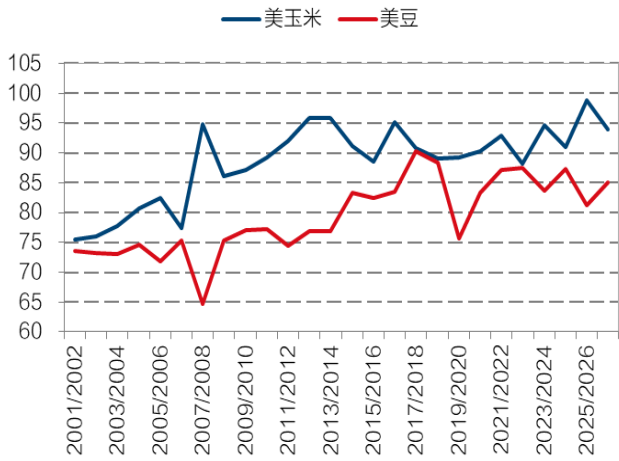
进入3月底，美豆新年度种植面积的炒作即将开始。各机构对美豆种植面积的预判均高于2025年实际种植水平，市场平均预期值为8554.9万英亩，不仅高于2025年的8121.5万英亩，也超出了USDA展望论坛预估的8500万英亩；标普全球将预期值上调至8500万英亩，较1月份的预判增加50万英亩，同比2025年增长4.7%；艾伦代尔经纪行的调查显示，美豆种植面积预计可达8565.9万英亩，同比增幅达5.5%；AgMarket.net的预期则更高，达8610万英亩，显著高于USDA二月展望论坛给出的参考值。从近10年数据看，3月种植意向大概率低于2月数据。而近年来6月种植面积报告以及最终面积报告也均低于3月报告。26年3月的种植意向报告可能改写这个规律。从比价来看，目前美豆11月合约与美玉米12月合约比价依然在2.32附近，这对大豆较为有利。当前市场已经对美豆种植面积增加有所消化，但增幅与预期的差距成为市场关注的重点。

图：美豆与美玉米比价

图：美豆与美玉米种植面积对比



数据来源：WIND 国信期货

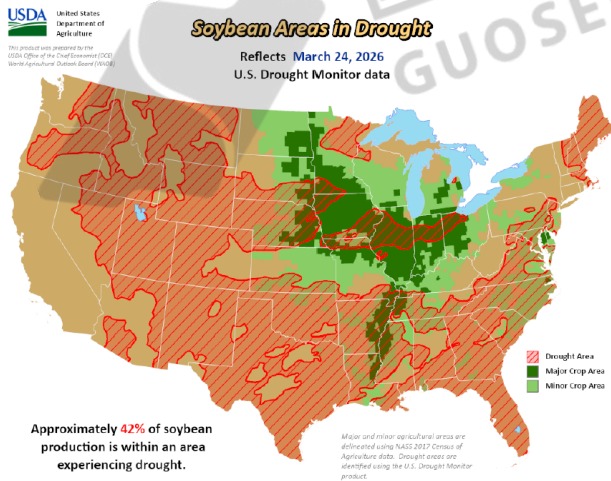


数据来源：WIND 国信期货

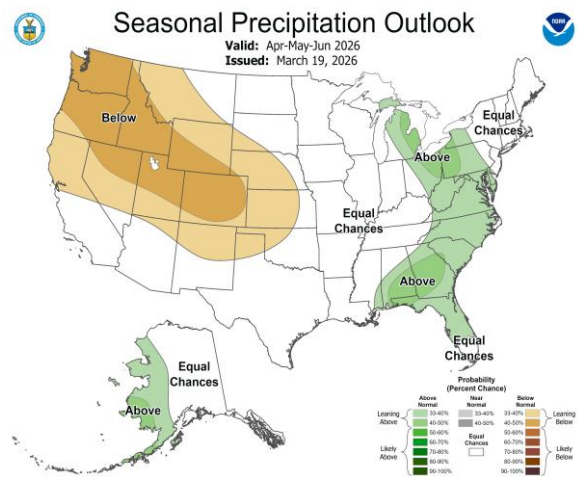
化肥作为美豆播种阶段的核心生产资料，尽管大豆的需氮量低于玉米，但对磷肥、钾肥及部分中微量元素肥料仍存在刚性需求。中东地区作为全球氮肥、硫磺等化肥原料的核心产区，受冲突影响，伊朗南帕尔斯气田被袭后境内尿素工厂全面停产，卡塔尔拉斯拉凡炼油厂遭袭也导致氨及尿素生产暂停，叠加霍尔木兹海峡封锁，全球化肥市场瞬间失去近 30%的常规出口供应量，形成纯粹的供给端冲击。由于化肥价格的高企，这可能是农民会选择种植大豆减少玉米的种植。目前中东局势仍未有缓解迹象，这给美国农民选择的时间越来越短。

图：当前美国土壤墒情

图：美豆未来降雨预估



数据来源：USDA 国信期货

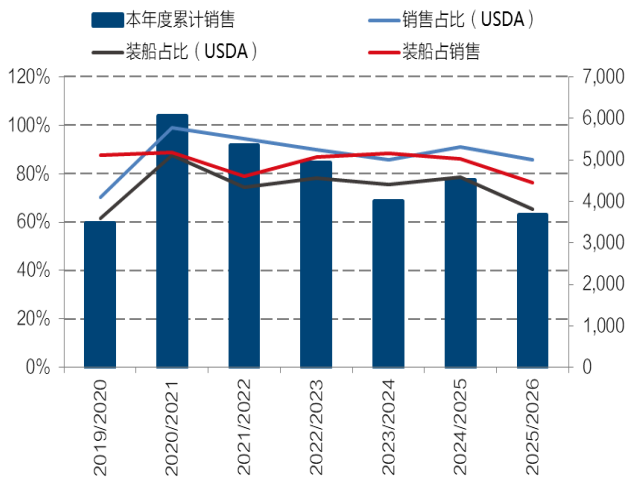


数据来源：USDA 国信期货

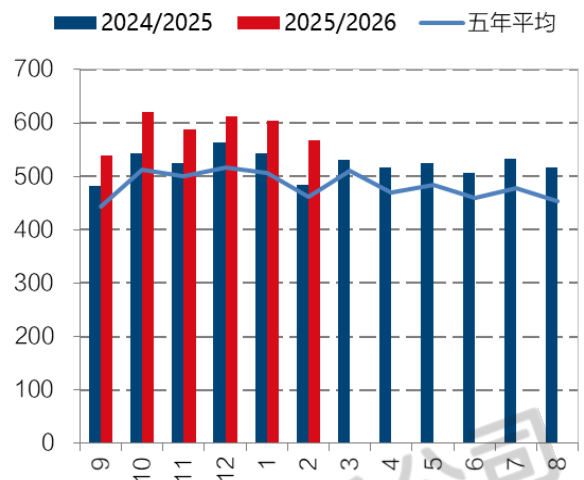
从USDA最新早情报告来看，当前美豆产区有42%处于干旱的局面。据预报，2026年6-8月厄尔尼诺出现的概率将跃升至62%，且这一模式可能至少持续至年底。根据汇易网研究发现，厄尔尼诺带来的气温波动，将与春季原本的冷暖交替模式叠加，导致美国中部、东部气温起伏加剧，4月末至5月初可能再次出现极端寒潮，给早播作物带来霜冻威胁。当前，美国中西部降水不均，北部和东部降水充沛，土壤湿度改善，为作物播种创造了有利条件，部分农民已加快播种进度；但南部降水稀少，衣阿华州、密苏里州部分地区中

度干旱扩大，给播种带来不便。美国全国海洋大气管理局（NOAA）最新发布的未来三个月气象展望报告显示，2026年4至6月期间，美国内布拉斯加州、堪萨斯州降雨量低于正常水平，而其他地区降雨正常。可见美豆春播天气仍有风险。

图：美豆出口累计



图：美豆压榨对比



数据来源：USDA 国信期货

数据来源：NOPA 国信期货

消费方面，25/26年度美豆出口疲软局面仍未得到改变。2025/26年度迄今美国大豆销售总量为3726万吨，高于前一周的3679万吨，比去年同期的4557万吨减少18.2%，一周前减少18.7%。2025/26年度迄今美国对华大豆销售总量（已经装船和尚未装船的销售量）为1124万吨，比去年同期的2184万吨降低48.5%，一周前减少49.2%。美国白宫宣布，特朗普总统与中国国家主席习近平将于5月14日至15日在北京举行峰会。市场普遍认为此次会面可能会对美豆出口有较大的提振。相对而言，美豆的压榨仍好于出口。NOPA最新数据显示，2月美豆压榨量为568万吨。去年同期压榨量为484万吨。截至2月，25/26年度美豆累计压榨量为3530.56万吨，比去年同期的3141.6万吨增加388.96万吨。USDA预估25/26年度美豆压榨量为7008万吨同比增加353万吨。当前美豆压榨利润较去年同期略有大幅提高。截至2026年3月20日当周，美国大豆压榨利润为每蒲4.11美元，比一周前增长11.99%，为2023年10月27日当周以来的最高值。高企的压榨利润，这让美豆压榨需求仍有进一步上调的可能。可见，对于25/26年度，美豆库存仍有下调的可能。

根据二月农业展望论坛预估来看，26/27年度由于种植面积的提高，这使得美豆供给增加明显，但由于出口需求的恢复，美豆26/27年度库存依然维持低位，与25/26年度库存水平相差不大。除化肥成本外，能源价格上涨带来的农机作业燃料成本增加，以及美联储维持3.5%-3.7%高利率区间导致的农户融资成本上升，共同加剧了美豆播种阶段的综合成本压力。在高价化肥的市场环境下，农户大概率会采取推迟采购、阶段性压缩用量、择机补肥等应对策略。如果化肥投放量不及正常水平，那么26/27年度大豆单产水平可能低于正常水平，一旦出现天气问题，供给端出现异动的可能性大大提高。

图：美豆平衡表预估

图：美豆成本预期

项目	2024/25 Est.	2025/26 Proj.		2026/27	
	Mar	Mar	预测	2月论坛	预测
种植面积	87.3	81.2	81.2	85	85.5
收获面积	86.2	80.4	80.40	84.00	84.65
单产	50.7	53	53	53	52.5
期初库存	342	325	325	350	330
产量	4374	4370	4262	4450	4444
进口	29	25	25	20	20
总供给	4746	4612	4612	4820	4794
压榨	2445	2575	2595	2655	2655
出口	1882	1575	1575	1700	16
种用	70	73	73	70	70
残差	23	39	39	39	39
总需求	4421	4262	4282	4464	4464
期末库存	325	350	330	355	330
库消比	7.35%	8.21%	7.71%	7.95%	7.39%
与USDA预估比较 (百万蒲式耳)			-20		-25
与USDA预估比较 (万吨)			-54		-68

数据来源: USDA 国信期货

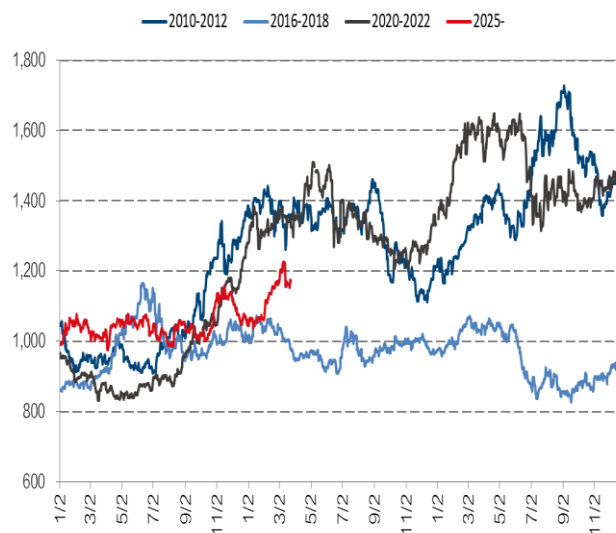
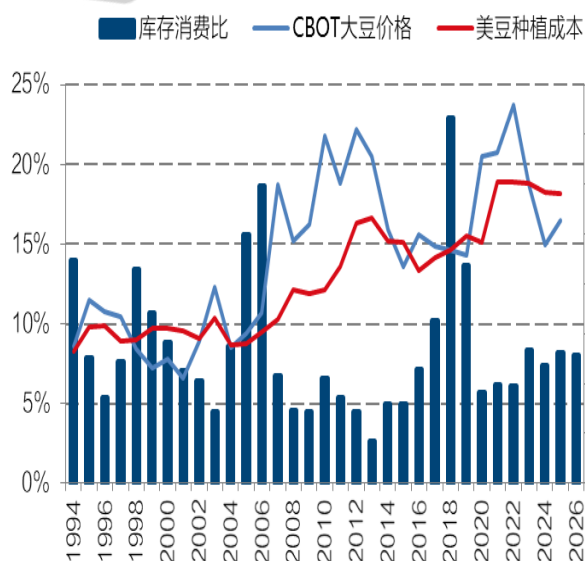
数据来源: USDA 国信期货

从库存消费比与CBOT大豆价格、种植成本的关系来看,8%左右的库存消费比,对应的大豆价格在1000美分/蒲式耳,7.5%左右的库存消费比对应的CBOT大豆价格在1100美分/蒲式耳左右。对于26/27年度,当前国际原油价格在90美元/桶,这与2022年、2023年同期原油价格相似,当期化肥成本在63美元/英亩,2025年12月USDA预估26/27年度美国大豆化肥成本在57美元/英亩左右,随着国际原油价格的高企,美豆化肥成本或将大幅上调,美豆种植成本或将抬升至1200美分/蒲式耳。这让已经连续两年低于种植成本的大豆价格重心或有上移。

此外还值得注意的是,国际原油价格走高直接推动美豆海运成本大幅攀升。油价的飙升直接传导至船用燃油市场,新加坡船用低硫燃油(VLSFO)单周暴涨62%至1126.5美元/吨,鹿特丹VLSFO价格也上涨25%至765美元/吨。目前中东局势仍在僵持中,国际原油价格高位震荡反复的格局仍将持续,因此国际海运费的走高至少在短期仍对市场有所推动。

图: 美豆库存消费比与价格对比

图: 长期CBOT大豆走势对比



数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

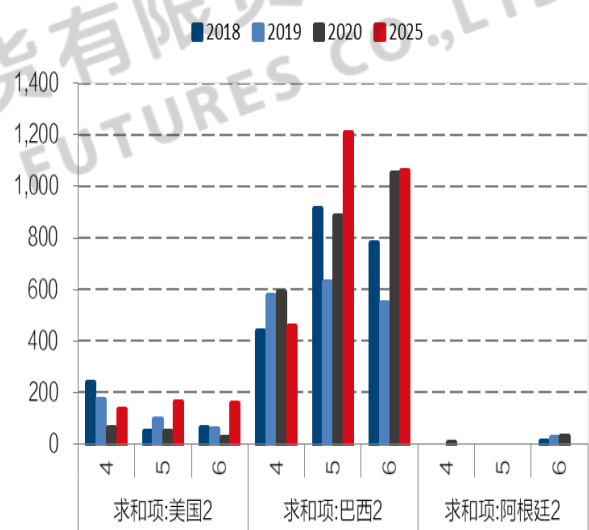
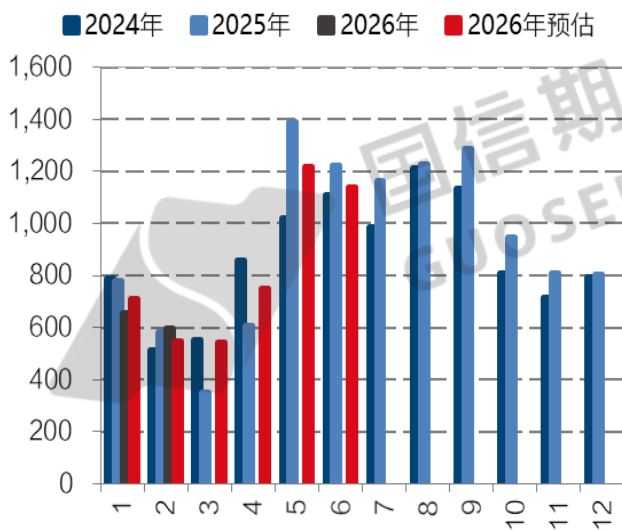
由此可见，2季度CBOT大豆市场焦点从南美市场转移到北美市场上来。美豆市场的焦点将集中在新年度种植面积与中美领导人会晤的结果。如果种植面积报告增幅超预期，美豆或有压力，但由于种植成本的提高，美豆下跌空间也将受到限制。短期而言，海运费成本的走高也将推动美豆的出口成本，美豆价格受到支撑。短期美豆可能高位宽幅偏强震荡，波动区间或将在1100美分/蒲式耳-1200美分/蒲式耳之间震荡反复。等待美国春播的天气溢价的出现以及种植面积的落地。

三、豆粕供给集中来袭 现货承压

按照海关统计，2026年1-2月进口大豆累计进口量为1254.70万吨，较上年同期的1361.00万吨，减少106.30万吨，减少了7.81%。从粮油商务网咨询来看，来自贸易商的数据显示，从采购进度来看，截至3月10日，国内大豆采购呈现“近紧远松”的特征：4月船期采购目标1150万吨，实际采购量1004万吨，占比87.3%，采购缺口146万吨；5月船期采购目标1150万吨，实际采购量571万吨，占比49.7%，采购缺口579万吨；6月船期采购目标1100万吨，实际采购量384万吨，占比34.9%，采购缺口716万吨。4月中国从巴西进口大豆的节奏逐步恢复，二季度国内进口大豆到港或将放量，如果到港量如预估水平，那么二季度到港量预计为3110万吨，上年同期为3226万吨，同比减少116万吨。目前仍需关注进口大豆通关以及检验等相关事宜，由于巴西大豆2026年部分质量堪忧，因此检验可能趋严，因此仍有通关时间延长的可能性。

图：大豆进口量预估

图：进口来源国季节性进口量对比



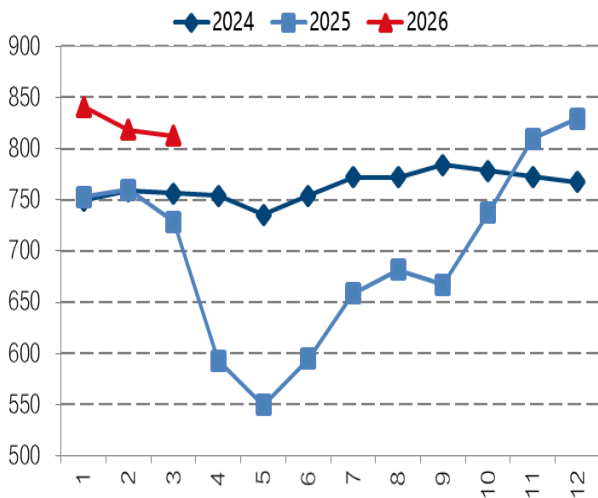
数据来源：粮油商务网 国信期货

数据来源：WIND 国信期货

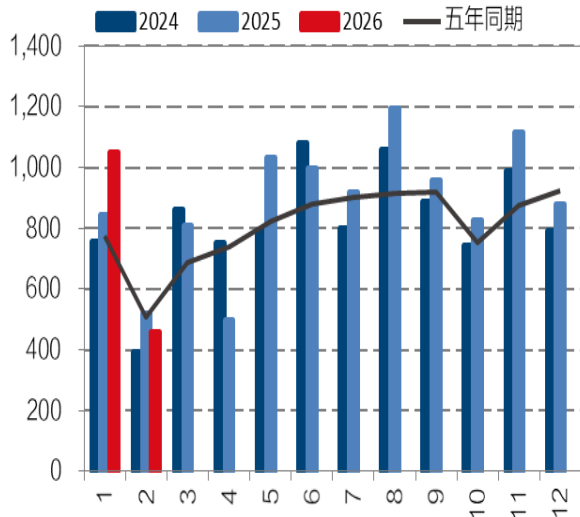
3月底汇易网数据显示，国内进口大豆港口库存810万吨，上月同期为818万吨，上年同期为728万吨。可见当前是国内进口大豆库存相对的高位，4月以后国内进口大豆港口库存或将逐步回升。国内大豆供给明显好于去年同期水平。目前国内油厂即将面临停机潮，预期4月份能陆续恢复生产，5月份油厂开工率或将大幅提升，几乎能达到2024、2025同期水平。2024年2季度大豆压榨量为2626万吨，2025年2季度大豆压榨量为2534万吨。

图：国内港口大豆库存

图：油厂月度压榨量



数据来源：粮油商务网 国信期货

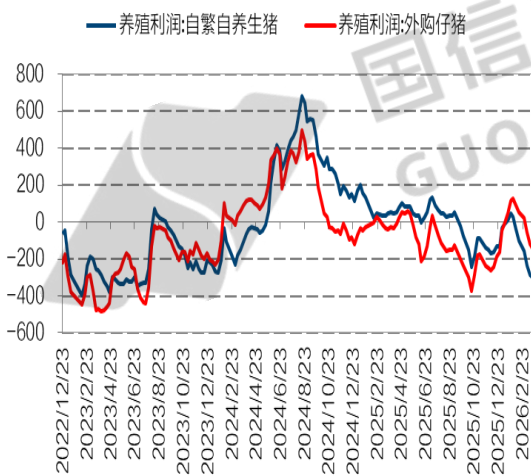


数据来源：粮油商务网 国信期货

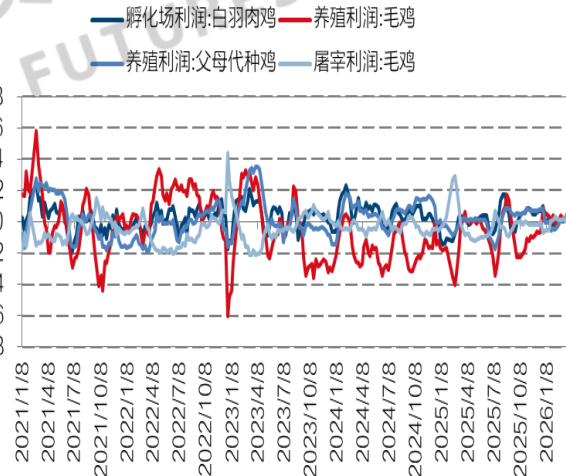
从消费来看，国内生猪出栏均价跌至十六年来低点，生猪养殖头均效益亏损幅度超过400元，接近历史底部水平，猪粮比价更是跌破4:1。随着养殖利润的大幅亏损，生猪去产能的节奏或将加快，这可能会对豆粕的消费有所影响。相对而言禽类养殖利润处于薄利情况下，端午节需求短期仍可能支撑禽类市场。

图：生猪养殖利润

图：禽类养殖利润



数据来源：WIND 国信期货

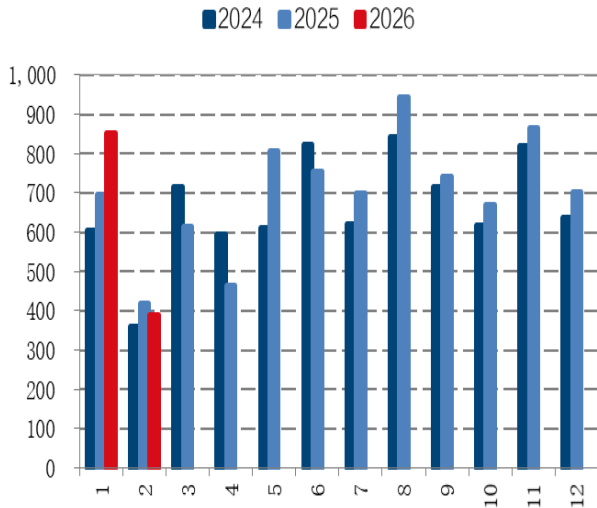


数据来源：WIND 国信期货

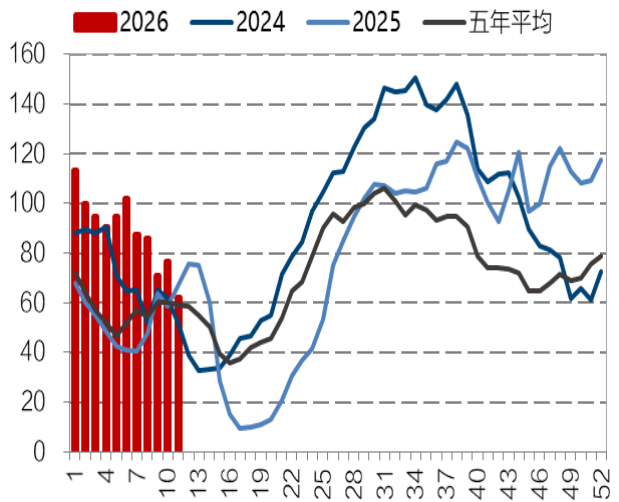
由于年初市场担心后续进口大豆不足，导致下游企业增加备货周期，豆粕消费同比有所增加，2026年前两月豆粕累计消费量达到1242万吨，较2025年同期的1116万吨增长126万吨。进入2季度，随着豆粕价格的走高，以及后期进口大豆到港预期增加，下游采购明显放缓，叠加国内生猪养殖亏损加剧，2026年二季度国内豆粕消费量稳中略降的可能性增加，可能接近五年均值的1900万吨上下，月均消费量在640万吨。那么月度大豆压榨量需要在800万吨上下，单周压榨量需要190万-200万吨，国内豆粕市场呈现供大于求的局面。

图：豆粕月度表观消费量

图：豆粕库存走势



数据来源：WIND 国信期货

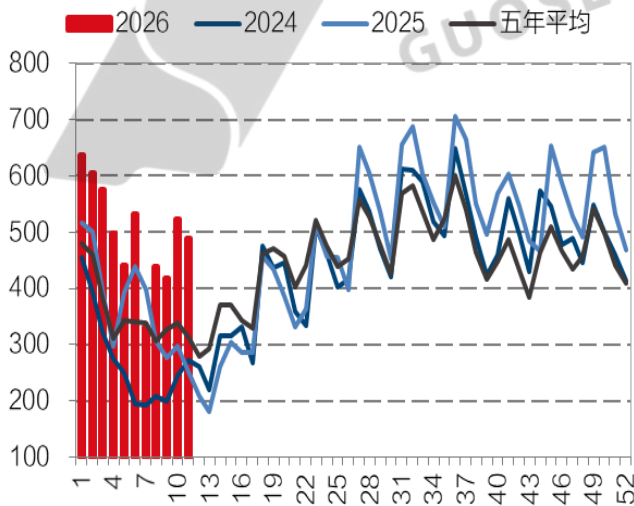


数据来源：粮油商务网 国信期货

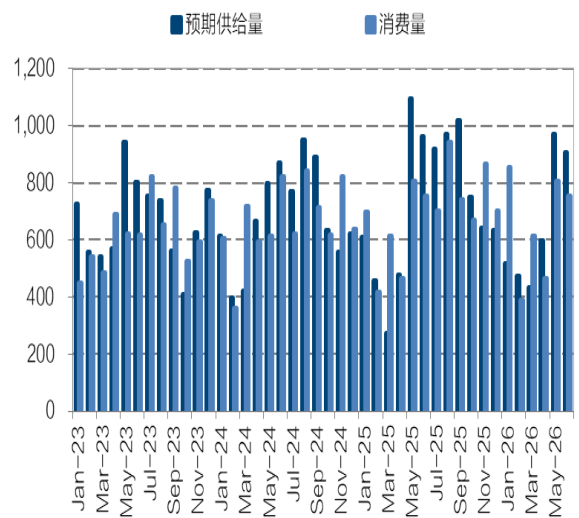
目前国内豆粕库存在60万吨左右，低于2025年同期的67万吨。高于五年同期均值。而豆粕未执行合同为488万吨，明显高于去年同期的252万吨。由于2026年以来美国关税制度多变，中东地缘政治加剧，下游企业提前采购量明显增大。从目前供求结构预估来看，2季度豆粕累库加快。一般而言二季度是一年中基差最低的时期。随着豆粕库存的增加，国内豆粕现货基差或将回落，不排除出现负值的可能。期现的回归更多是以现货供给压力沉重，现货跌幅超过期货来实现。二季度国内豆粕现货或偏弱运行，走势可能趋同于2025年5月同期节奏。

图：豆粕未执行合同走势

图：豆粕未来供求预估



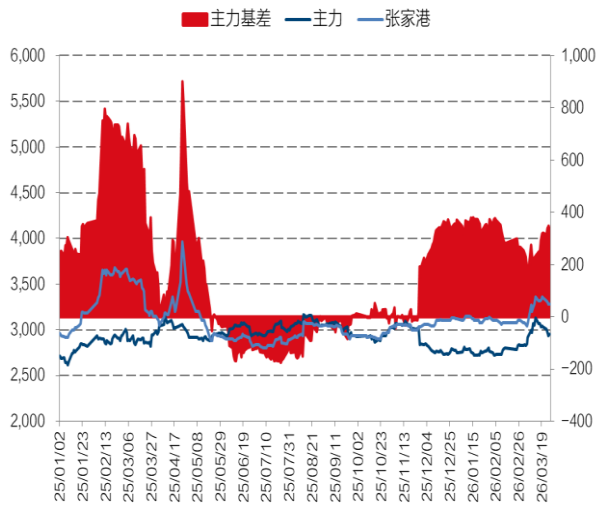
数据来源：粮油商务网 国信期货



数据来源：WIND 国信期货

从成本来看，巴西升贴水止跌回升，低位波动。市场最大的在于国际海运费及CBOT大豆价格的波动。如果CBOT大豆在1100美分/蒲式耳-1200美分/蒲式耳之间波动，那么连粕9月合约的波动区间在2950元/吨-3200元/吨之间。

图：豆粕期现基差走势



图：豆粕成本预估

豆粕期货价格预估				
品种	交货月	1100	1150	1200
巴西大豆	4月	2881	2987	3092
巴西大豆	5月	2859	2964	3070
巴西大豆	6月	2901	3008	3115
巴西大豆	7月	2936	3043	3150
巴西大豆	8月	2975	3081	3187
美湾大豆	4月	3338	3443	3549

数据来源：粮油商务网 国信期货

数据来源：WIND 国信期货

2季度国内进口大豆集中到港，国内大豆供给不足的局面得到逆转，豆粕供给宽松，由于国内生猪养殖、禽类养殖亏损明显，需求或呈现稳中趋降的态势，2季度豆粕供大于求的局面或将出现，豆粕现货、基差承压走低，基差季节性低点或将来袭。连粕市场则面临CBOT大豆、巴西升贴水、海运费等因素共同影响，9月合约的波动区间在2950元/吨-3200元/吨。

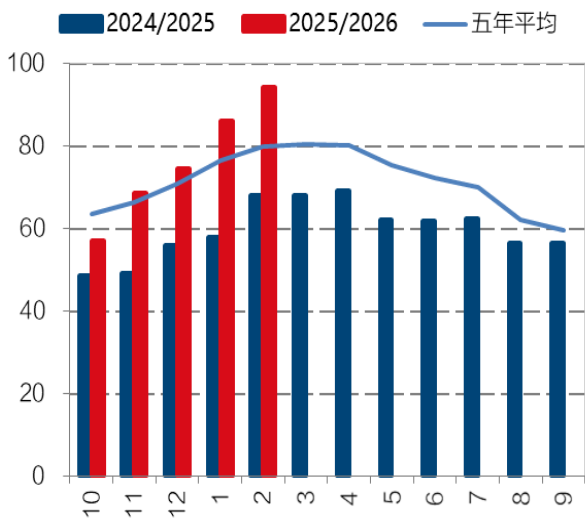
第三部分 油脂

一、美豆油库存逐步回升 政策影响美豆油未来供需节奏

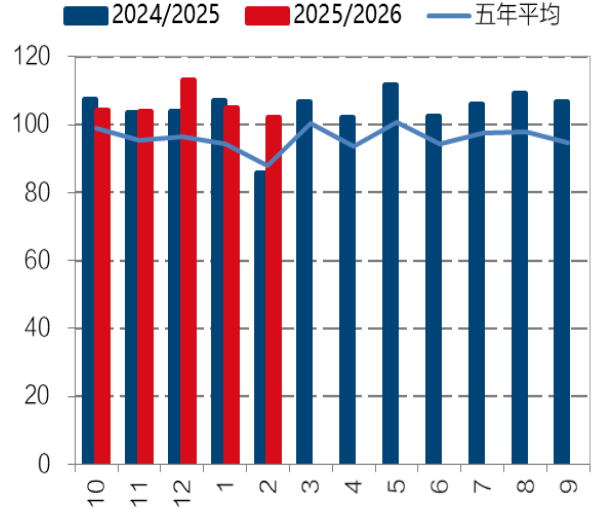
从NOPA报告数据来看，2月美豆油消费为102.15万吨，同比增加16.33万吨。由于美豆油产量增幅高于需求的增幅，这使得库存回升至94.34万吨，五年同期最高库存量。主要是由于美豆压榨量大幅增加，而美国生物柴油方案迟迟未落地，这使得豆油工业需求增长不及预期，库存回升明显。

图：美豆油月度库存

图：美豆油月度消费量对比



数据来源：NOPA 国信期货

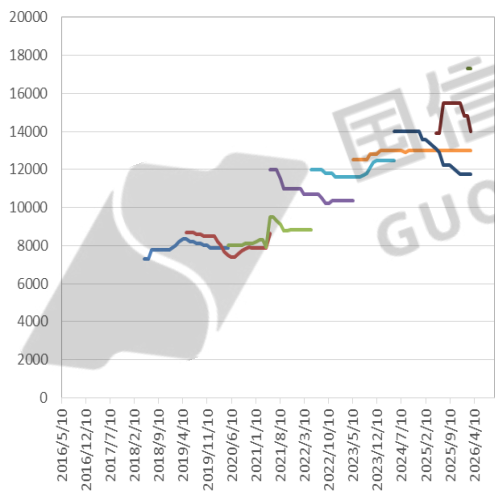


数据来源：NOPA 国信期货

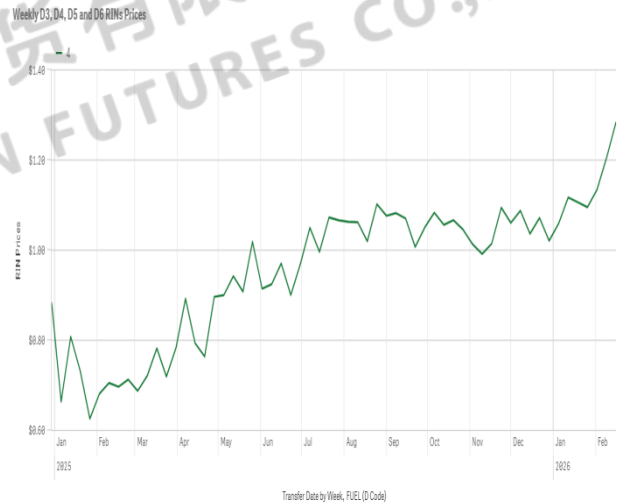
3月USDA将25/26年度美豆油工业消费量从148亿磅下调至140亿磅，但同比依然增长19%。2月农业展望论坛上预估26/27年度美豆油工业消费量将达到173亿磅，同比增长23%。

图：美国豆油制生柴消费量

图：RINS价格走势



数据来源：USDA 国信期货



数据来源：WIND 国信期货

3月28日美国政府正式敲定新一轮生物燃料掺混标准，将2026年可再生燃料使用量提升至历史新高。根据美国环保署（EPA）公布的最终规则，2026年总掺混规模将达到258.2亿加仑，较去年提出的方案高出近8%，2027年则进一步升至259.8亿加仑，创下美国《可再生燃料标准法案》（RFS）实施以来最高水平。从结构上看，新规继续强化多层次生物燃料体系。其中，纤维素燃料、生物柴油和先进生物燃料配额均有所上调，而传统玉米乙醇维持在150亿加仑的稳定规模。

表：美国RFS标准对比

表：SRE再分配及总量

RFS标准	单位	2025年前规则			2025年提交预案		2026/3/28公布	
		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2026年	2027年
纤维素生物燃料	10亿RINS	0.84	1.01	1.21	1.3	1.36	1.36	1.43
生物质柴油	10亿加仑	2.82	3.04	3.35	5.61	5.86	5.4	5.7
	10亿RINS	4.51	4.86	5.36	7.12	7.5	8.86	8.95
高级生物燃料	10亿RINS	5.94	6.54	7.33	9.02	9.46	10.82	10.98
总可再生燃料	10亿RINS	20.94	21.54	22.33	24.02	24.46	25.82	25.98
每加仑生柴RINS生成系数		1.599	1.599	1.600	1.269	1.280	1.641	1.570

单位:十亿RINS	RFS规定		SRE重新分配		总量	
	2026年	2027年	2026年	2027年	2026年	2027年
纤维素燃料	1.36	1.43	0	0	1.36	1.43
生物质柴油	8.86	8.95	0.21	0.25	9.07	9.2
高级生物燃料	10.82	10.98	0.28	0.34	11.1	11.32
可再生燃料总量	25.82	25.98	0.99	1.04	26.81	27.02

数据来源: EPA 国信期货

数据来源: EPA 国信期货

对比发现,此次公布的可再生生物燃料的RINS值较2025年提交的方案有明显增加。其中生物质柴油的2026年的方案预期是88.6亿RINS值比此前预案提交的71.2亿增加17.4亿RINS,同比2025年增加14.5亿Rins值。同时EPA还公布的政策还涉及对小型炼厂豁免(SRE)的调整。政府计划将约70%的豁免配额重新分配给其他市场参与者,这一安排在大型与小型炼厂之间引发分歧。大型炼厂倾向减少豁免以避免承担额外成本,而中小炼厂则希望维持现有灵活机制。通过SRE的再分配,2026年、2027年生物柴油的掺混义务为90.7亿Rins和92亿Rins。按照新的加仓折算系数分别为55.3亿加仑、58.6亿加仑。这基本符合市场预期。

此外,EPA发布的2026-27年度可再生燃料义务规则中包含一项条款,规定自2028年起,进口燃料及原料所获得的“可再生识别码”(RINs)数量将仅为美国本土生产燃料及原料所获数量的一半。分析师表示,这一规定可能令人失望,因为此前市场曾寄希望于进口产品RIN减半计算的政策能从今年(2026年)就开始生效。这意味着未来两年内,进口原料仍可获得与美国本土原料同等的RIN价值,进口供应将继续与国内豆油展开竞争,豆油的需求量与此前预估的可能有所回落,按照豆油在本土原料占比在60%测算,54亿加仑的生物柴油需要豆油在800万吨左右,25年美豆油工业消费量在500万吨上下,24年美豆油工业消费量在600万吨上下。此前市场预期如果进口原料Rins减半的话,豆油的工业消费量可达到950万吨上下。因此美国生物柴油政策的落地,美豆油需求同比增加,但大大低于市场预期。这可能限制CBOT豆油期货的上行空间。由于美豆油生柴成本在70美分/磅-73美分/磅之间,因此,美豆油价格上限将在每磅70至73美分区间。

中东战争已经持续近一个月的时间,目前仍未看到结束的迹象。双方反复博弈中,霍尔姆斯海峡仍处于关闭中,这对美豆油市场喜忧参半,一方面,甲醇的供给不足可能影响美豆油工业消费的需求,另一方面国际原油坚挺的格局仍将持续。这使得生物柴油需求则变得更为迫切,美豆油作为美国生物柴油主要原料则受到较大提振。

总的来看,2季度随着美国生物柴油政策的落地,美豆油短期可能出现利多出尽的调整。但由于国际原油高位运行,价格低位仍有一定支撑。美豆油上限或在73美分/磅,期价或运行在65美分/磅-73美分/磅之间偏强震荡。

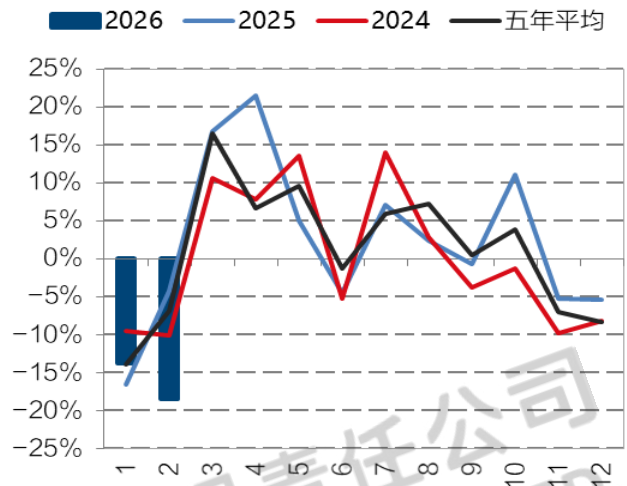
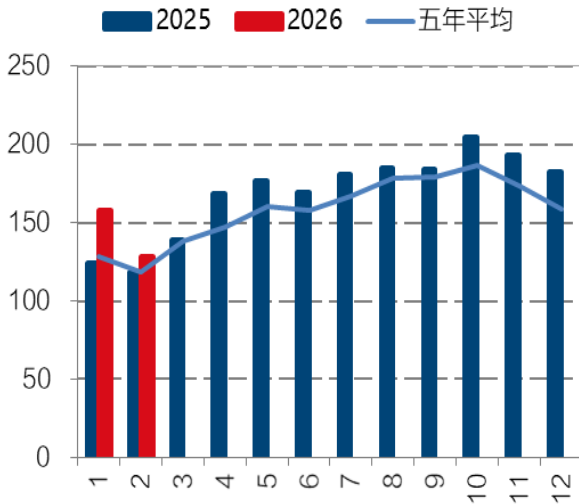
二、马棕油仍需降库存 印尼生柴政策落地难

2026年3月马棕油产量可能不增反降,尽管3月以来东南亚降雨明显减少,但由于斋月工人数量下滑,导致3月棕榈油产量可能环比下降。马来西亚南部棕果厂商公会(SPPOMA)数据显示,3月1-20日马来西亚

棕榈油产量环比下降11.21%，其中鲜果串（FFB）单产环比下降9.74%，出油率（OER）环比下降0.28%。UOB 预估马来西亚3月棕榈油产量环比下降1%与上涨1%之间。进入4月，斋月结束，劳动力人数增加，马棕油产量或将进一步回升。从近五年产量环比数据统计来看，二季度月均环比增长在5%上下。可见二季度马棕油产量将增长明显。

图：马来西亚棕榈油产量预估

图：马来西亚棕榈油产量环比



数据来源：MPOB 国信期货

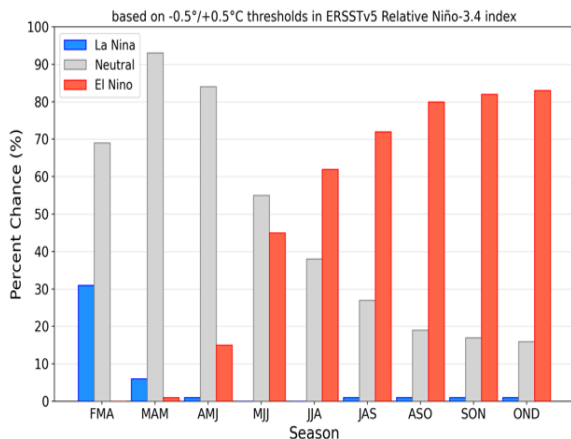
数据来源：USDA 国信期货

目前各大气象机构对2026年厄尔尼诺的爆发并无异议，但对其后期强度观点不一。NOAA预测8月份出现“强”厄尔尼诺现象的概率为80%。欧洲气象机构则认为，今年晚些时候将迎来一次强度空前的厄尔尼诺现象。如果属实，东南亚将面临高温少雨的天气，棕榈油产量将受到明显打击。目前马棕油与阿根廷豆油已经从倒挂中有所修复，这对后期马棕油出口有所提振。

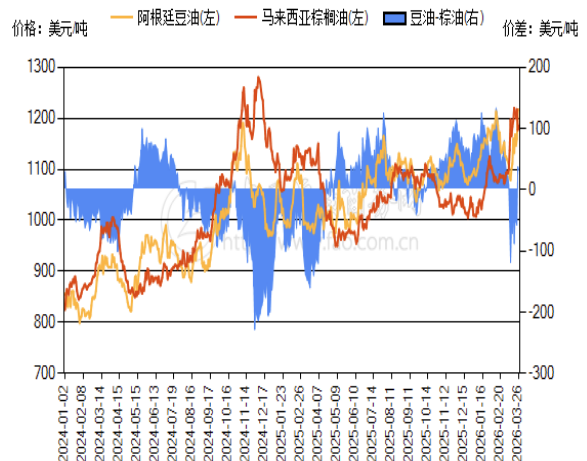
图：厄尔尼诺指数

图：国际豆棕价差

Official NOAA CPC ENSO Probabilities (issued March 2026)



24-26年阿根廷豆油,马来西亚棕榈油现货FOB价差走势图



数据来源：MPOB 国信期货

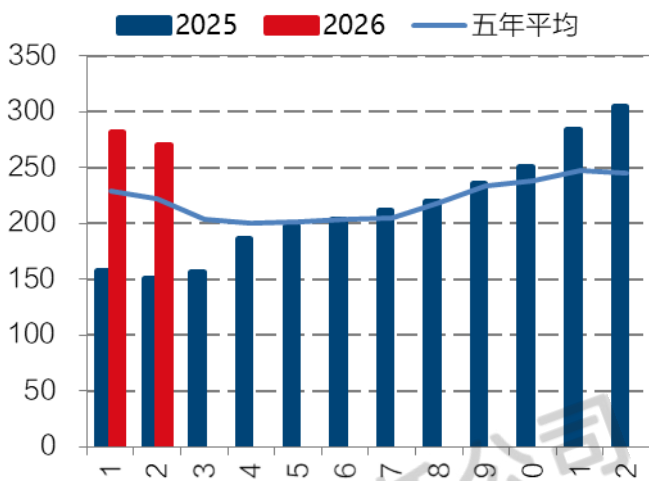
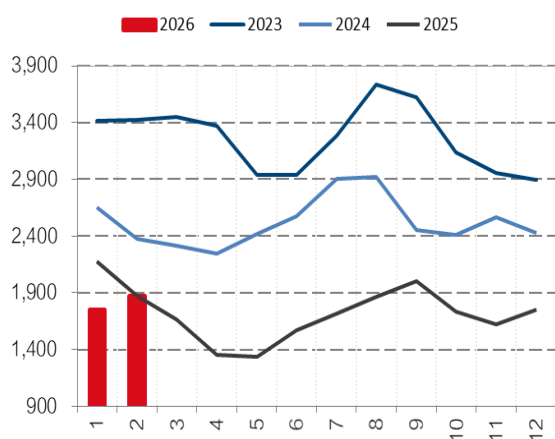
数据来源：粮油商务网 国信期货

从印度植物油数据来看，2026年2月印度植物油库存仅为187.2万吨，2025年同期为187.4万吨。随着

中东局势升级，印度食用油进口面临明显扰动，尤其是向来依赖进口的葵花籽油及大豆油。尽管国际豆棕价差倒挂，但由于棕榈油运输优势，市场预期开斋节后，印度采购或增加，可能对马来棕榈油出口有所提振。据船运调查机构公布数据显示，预计马来西亚3月1-25日棕榈油较上月同期环比增加38.4%-50.42%不等。

图：印度植物油库存

图：马来西亚棕榈油库存



数据来源：WIND 国信期货

数据来源：MPOB 国信期货

2季度马棕油仍需降库存，270万吨的库存对于马棕油市场仍有较大压力。在正常情况下，二季度马棕油随着产量的增加，库存会稳中有增。2026年二季度马棕油产量的增长是大概率事件。随着国际豆棕价差的修复，马棕油出口持续增长，马棕油或实现去库存。150万-200万吨是马棕油的合理库存区间。如果超过200万吨，库存压力依然明显。

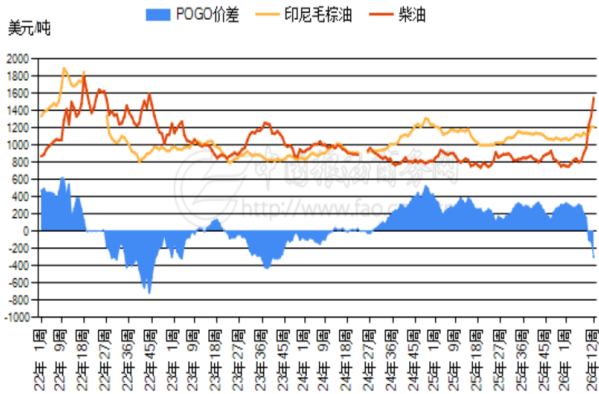
2季度对于马棕油的另一个不确定因素来自印尼棕榈油市场政策变化。尽管印尼生物柴油生产已经出现了商业利润，但是印尼能源部对于B50的道路测试仍需时间。不少专业机构分析称，近期尽管生柴生产利润明显，但是短期实施B50仍有难度，一方面是由于印尼生物柴油产能利用率已经达到一定水平，继续提升需要时间，另一方面中东战争导致生物柴油的原料之一甲醇进口受阻，这使得生柴有利润也能以放量的原因。这也是为何尽管数据乐观，但政策迟迟未能兑现的原因所在。2季度印尼生柴制度难以出现实质性的改变，但利好消息可能反复出现。

由于目前印尼棕榈油库存处于低位，原油价格的走高对其国家的能源安全有所影响，印尼政府对于棕榈油等原料的出口可能有所限制，市场预期全球最大棕榈油供应国印尼可能会在4月份上调棕榈油出口税费。二季度这方面的制度可能对棕榈油有所影响。关注印尼是否出现落地政策。

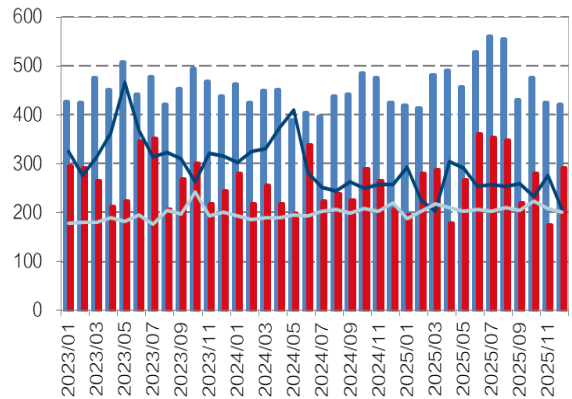
图：印尼棕榈油POGO走势

图：印尼棕榈油库存走势

2022-2026年第12周印度尼西亚POGO (CPO-Gas Oi1) 周度走势



产量 出口 库存量 消费量



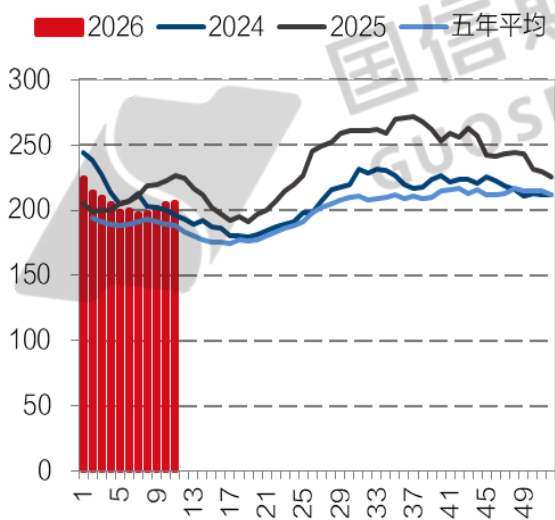
数据来源：粮油商务网 国信期货

数据来源：WIND 国信期货

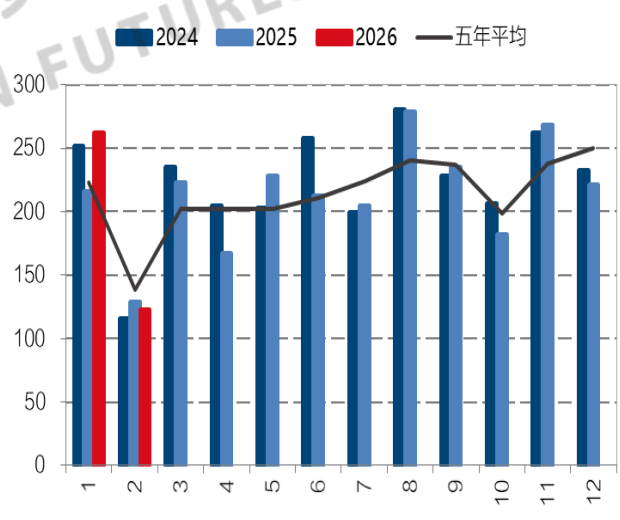
总的来看，2季度马来西亚棕榈油迎来增产周期，供给端增长明显。相对而言，国际豆棕价差修复或提振出口的增长，需求国印度可能增加采购，马来西亚或去库存。2季度印尼仍面临政策的不确定性，B50消息不断但政策难落地。2季度马棕油高位偏强震荡。

三、油脂供给增加 外部影响加大

图：国内油脂库存



图：油脂月度消费量对比



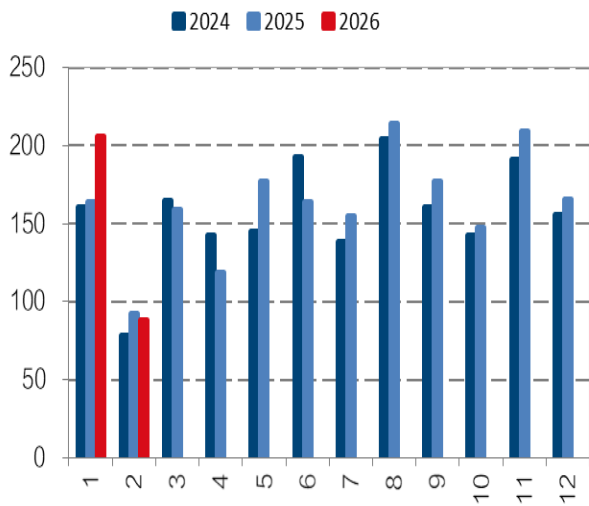
数据来源：粮油商务网 国信期货

数据来源：WIND 国信期货

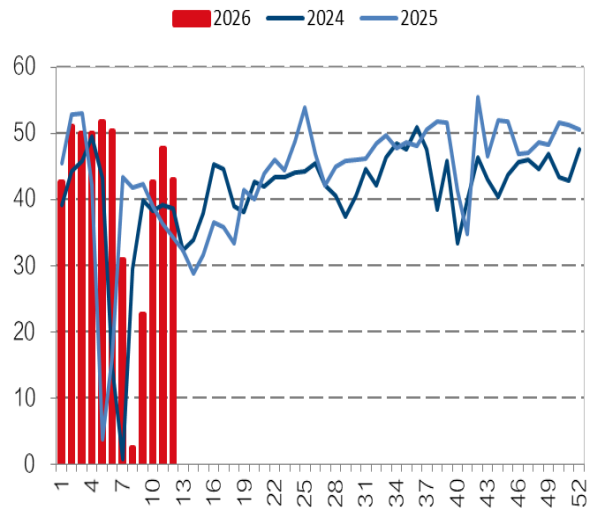
春节过后国内油脂库存稳中有增，目前国内三大油脂库存在205万吨，去年同期为227万吨，5年均值为187万吨。与往年相比，今年油脂库存累库幅度不大。2026年1-2月份国内三大植物油消费量为385万吨，比2025年同期的345万吨增加40万吨。这说明整体消费有所回升。一般而言，二季度国内油脂消费相对平淡，三大植物油消费总量维持在650万吨上下。因此对于2026年二季度国内油脂消费或将平稳，从目前餐饮业情况来看，难以有较大的提升。

图：豆油表观消费量

图：豆油提货量走势对比



数据来源：粮油商务网 国信期货

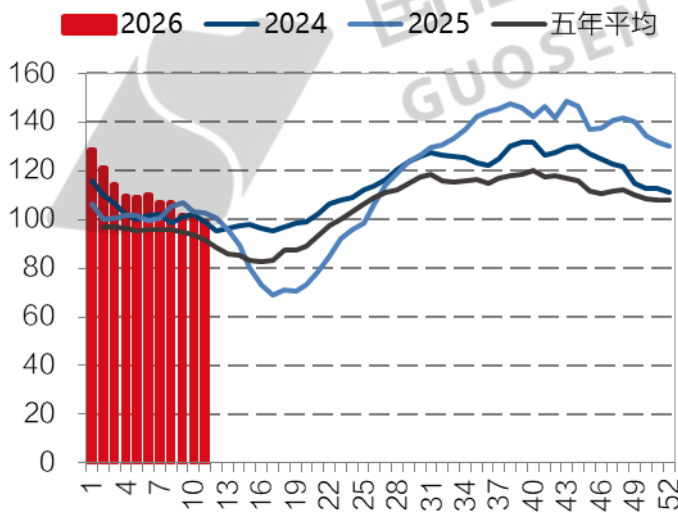


数据来源：粮油商务网 国信期货

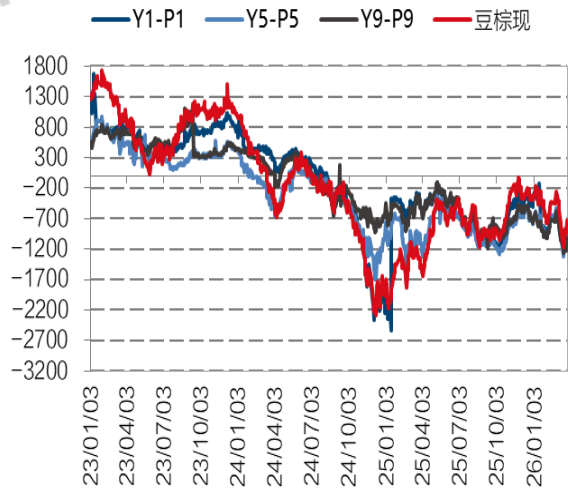
豆油方面，由于豆油价格优势凸显，2025年以来豆油表现消费量同比增加。由于国内豆棕现货价差长期倒挂，豆油替代消费增加。2026年1-2月国内豆油累计消费量达到294万吨，同比去年同期增加37万吨。3月国内豆油提货仍好于去年同期水平。市场预期2季度随着进口大豆到港量的增加，国内豆油供给或将明显修复。由于国内豆棕价差难以修复，因此2季度豆油整体需求仍稳中有增。

图：国内豆油库存

图：国内豆油与棕榈油价差关系



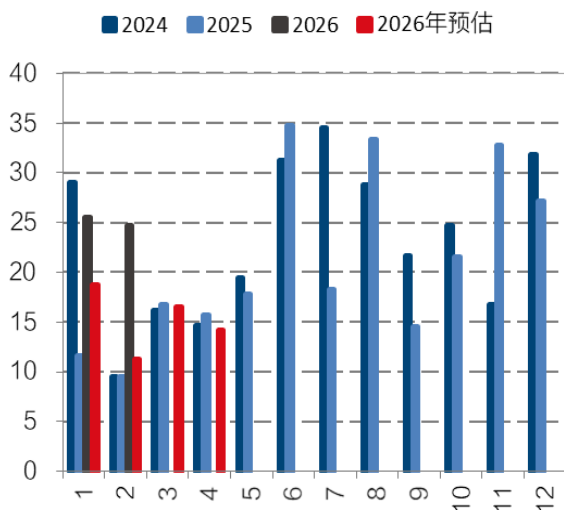
数据来源：粮油商务网 国信期货



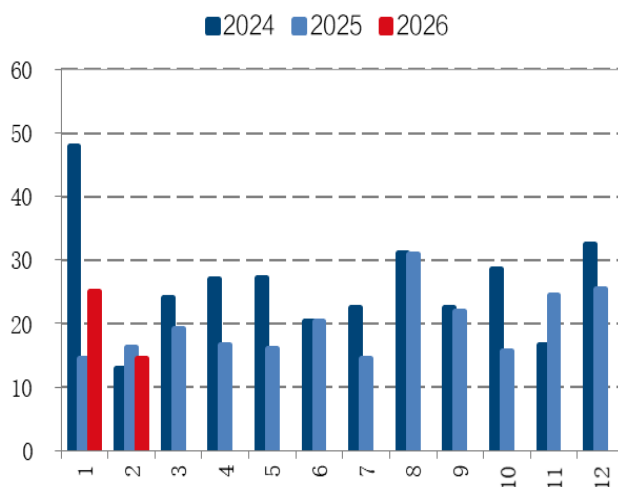
数据来源：WIND 国信期货

截至3月20日，豆油库存为99万吨，上月同期106万吨，上年同期102万吨。2026年以来，国内豆油库存从128万吨降至100万吨左右。4、5月份按照周度200万吨的大豆压榨量来测算，豆油周度供给量在36万-37万吨上下。如果豆油需求维持2026年前期周度均值35万吨水平上，豆油库存或有回升。现货基差或承压。对于豆油市场而言，更多的变数来自成本驱动，中美贸易政策、美豆及巴西升贴水、国际海运费等因素或将继续左右豆油的走势，豆油因成本因素区间偏强震荡或延续。

图：棕榈油进口量对比



图：棕榈油表观消费量

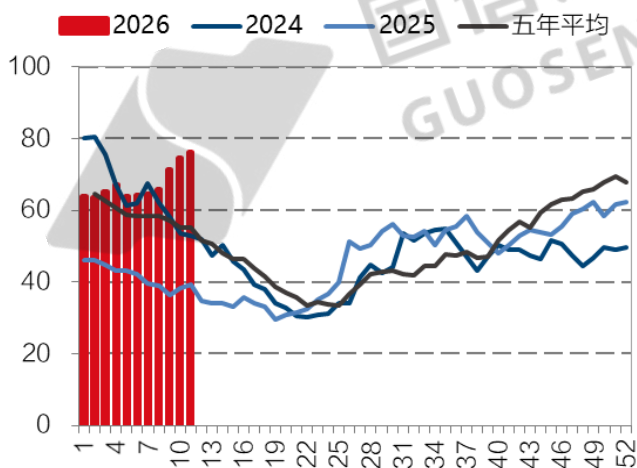


数据来源：WIND 国信期货

数据来源：WIND 国信期货

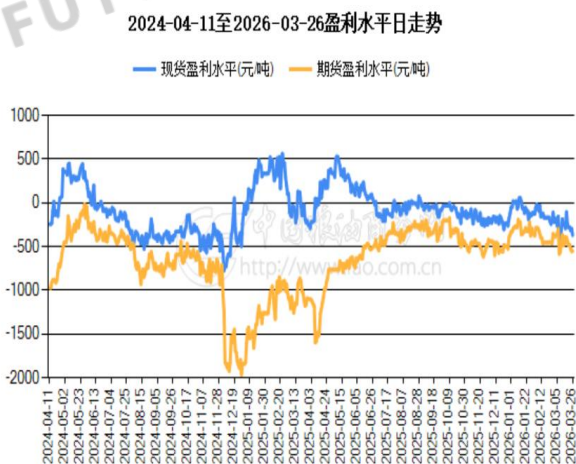
2025年以来国内棕榈油进口量明显恢复。2026年1-2月份国内棕榈油进口量共计50万吨，比去年同期增加29万吨。由于国内棕榈油价格明显高于豆油，这使得棕榈油在食用领域基本上被替代，当前需求仅剩工业用途的刚需。当前棕榈油月均消费量在15万吨-20万吨上下。

图：棕榈油库存量



数据来源：粮油商务网 国信期货

图：棕榈油进口利润

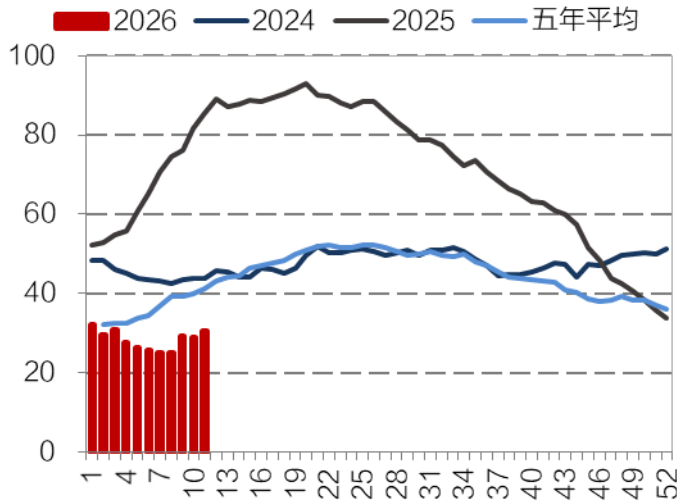


数据来源：粮油商务网 国信期货

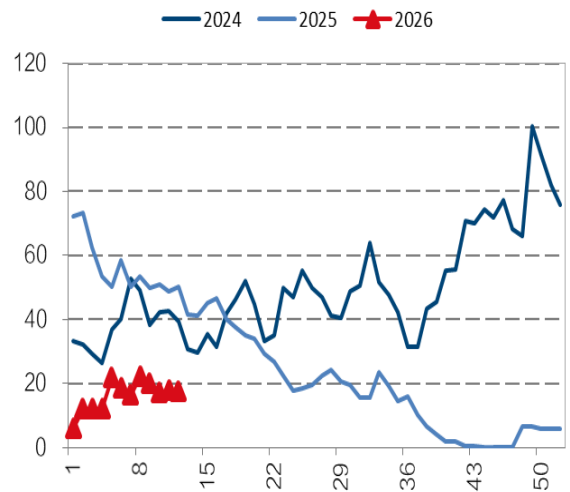
截至3月20日，国内24度棕榈油库存为76.1万吨。上月同期为64.6万吨，去年同期为39.2万吨。如果按照粮油商务网预估，4、5、6月份进口棕榈油到港量分别为14万吨、12万吨、21万吨，国内棕榈油的库存或先降后增。国内棕榈油市场，伴随着马棕油价格的高位偏强震荡，国内棕榈油保持宽幅震荡格局。

图：菜油库存

图：菜籽库存



数据来源：粮油商务网 国信期货

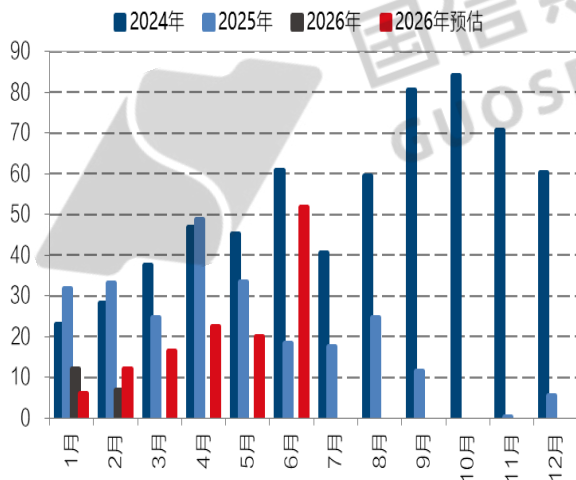


数据来源：粮油商务网 国信期货

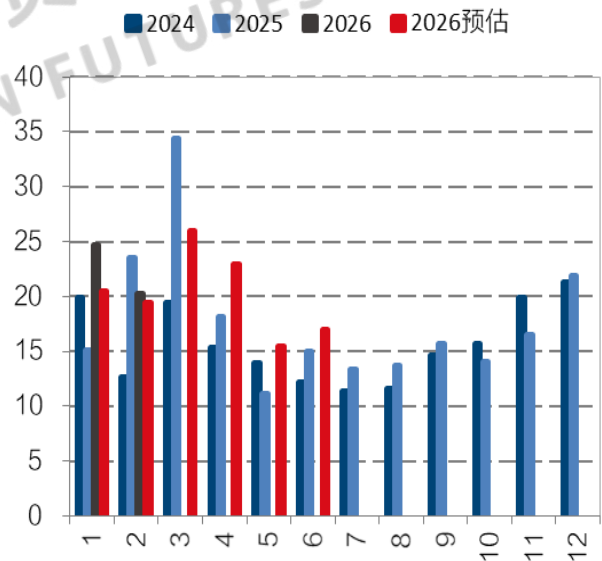
菜油方面，目前菜籽库存在17.6万吨，与2022年同期相似。这是近五年同期最低库存。目前菜油库存30.4万吨，去年同期为85.4万吨。随着我国对加拿大菜籽、菜粕取消加征关税，加拿大菜籽进口量在二季度会有明显回升。6月份到港量激增。相对而言菜油二季度进口量预估维持正常水平，月均15万吨上下。

图：菜籽进口量预估

图：菜油进口预估



数据来源：粮油商务网 国信期货

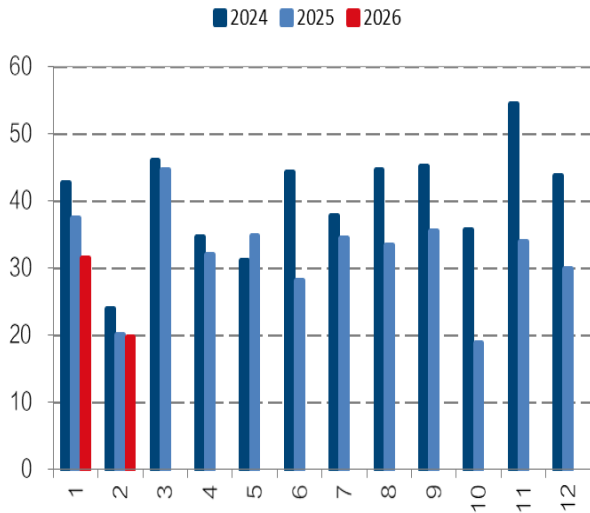


数据来源：粮油商务网 国信期货

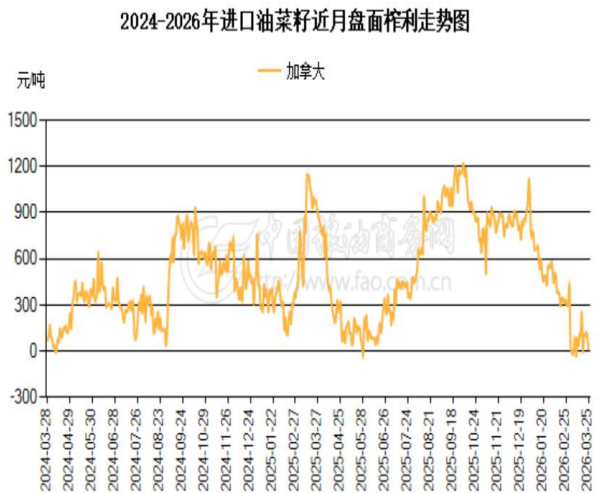
从消费来看，2025年以来国内菜油月均消费量在35万-40万吨上下。2026年1-2月菜油表观消费量累计为51万吨，较上年同期减少6万吨。未来随着菜籽进口量的回升，国内菜油库存或有回升。

图：菜油表观消费量走势

图：菜籽压榨利润



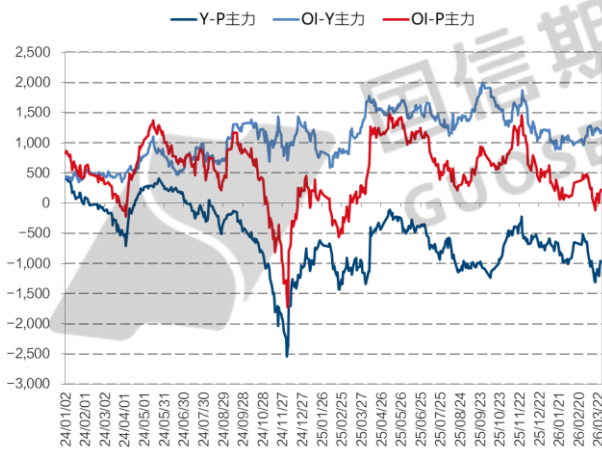
数据来源：粮油商务网 国信期货



数据来源：粮油商务网 国信期货

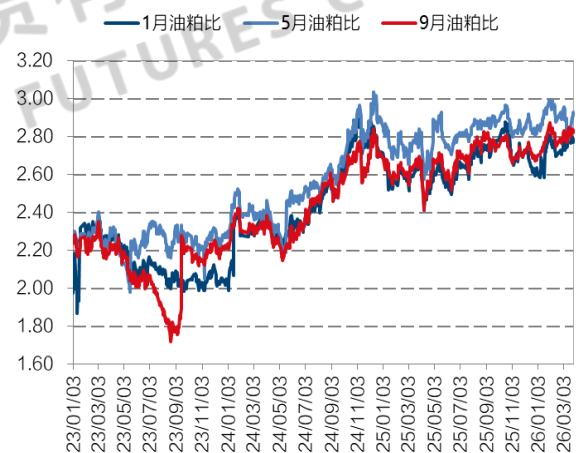
从目前的三大主要植物油基本面情况来看，二季度棕榈油或将弱于其他油脂，豆油、菜油或因政策因素均略强于棕榈油。

图：油脂主力合约价差关系



数据来源：WIND 国信期货

图：豆类油粕比



数据来源：WIND 国信期货

总的来看，2季度国内油脂差异化或将凸显。豆油因价格优势需求好于其他油脂，供给或从4月开始增加，累库或将开始。棕榈油供需双弱，走势弱于其他油脂。菜油短期供给不足，但未来菜籽进口量或将回升，菜油二季度库存或有明显回升。

第四部分 结论及操作建议

蛋白粕方面，国际方面，2季度CBOT大豆市场焦点从南美市场转移到北美市场上来。2季度，3月随着天气的好转，各家机构开始上调产量，由于巴西大豆收割进度慢于往年，这使得巴西大豆供给压力释放后移。随着巴西运往中国的大豆船只放行，巴西大豆出口或在4月有所回升。巴西升贴水低点或见。美豆市

场的焦点将集中在新年度种植面积与中美领导人会晤的结果。受比价效应以及化肥因素的影响，美豆种植面积增加预期明显。如果种植面积报告增幅超预期，美豆或有压力，但由于当前美豆产区土壤墒情分布不均，春播天气仍有溢价炒作空间，同时由于种植成本及海运费的提高，美豆下跌空间也将受到限制。美豆可能高位宽幅偏强震荡，等待美国春播的天气溢价的出现以及种植面积的落地。2季度国内进口大豆集中到港，国内大豆供给不足的局面得到逆转，豆粕供给宽松，由于国内生猪养殖、禽类养殖亏损明显，需求或呈现稳中趋降的态势，2季度豆粕供大于求的局面或将出现，豆粕现货、基差承压走低，基差季节性低点或将袭来。连粕市场则面临CBOT大豆、巴西升贴水、海运费等因素共同影响，9月合约的波动区间在2950元/吨-3200元/吨。操作上保持区间波段操作为宜。

油脂方面，中东战争已经持续近一个月的时间，目前仍未看到结束的迹象。双方反复博弈中，霍尔姆斯海峡仍处于关闭中，全球能源供给不足的局面或将越发凸显，国际原油坚挺的格局仍将持续。这使得生物柴油需求则变得更为迫切，豆油、棕榈油作为生物柴油主要原料则受到较大提振，需求增长预期增强。2季度随着美国生物柴油政策的落地，美国生物柴油掺混量同比增幅近8%，SRE豁免重新分配比例在70%，但由于2028年后进口原料才减半计算RINS值，政策基本符合预期，美豆油短期可能出现利多出尽的调整。从加工利润测算，美豆油上限或在73美分/磅。但由于国际原油高位运行，美国生物柴油落地后，美豆油需求仍有一定增长，美豆油低位仍有显著支撑。期价或运行在65美分/磅-73美分/磅之间偏强震荡。2季度马来西亚棕榈油迎来增产周期，供给端增长明显。相对而言，国际豆棕价差修复或提振出口的增长，需求国印度可能增加采购，马来西亚或去库存。2季度印尼仍面临政策的不确定性，B50消息不断但政策难落地，出口关税上调以及可能限制出口的政策或提振棕榈油市场。2季度马棕油高位偏强震荡。2季度国内油脂差异化或将凸显。豆油因价格优势需求好于其他油脂，供给或从4月开始增加，累库或将开始。棕榈油供需双弱，走势弱于其他油脂。菜油短期供给不足，但未来菜籽进口量或将回升，菜油二季度库存或有明显回升。连豆油9月合约波动区间在7900元/吨-9000元/吨，连棕油9月合约波动区间在8500元/吨-10500元/吨，郑菜油9月合约波动区间在9200元/吨-10200元/吨。油脂操作上保持回调买入的波段操作。



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。