



蛋白粕方面，国际方面，26/27年度，美豆供求平衡表则面临供给与需求的双重考验。库存在新年度难有大的提升，偏低的库存以及高企的种植成本，则意味着CBOT大豆底部支撑明显，但由于天气尚未出现溢价以及出口的疲软，全球大豆供给库存格局仍在，这使得CBOT大豆上行也缺乏动能。短期在各种变量尚未变化前，CBOT大豆维持1150美分/蒲式耳-1250美分/蒲式耳之间震荡反复。6月美国天气溢价空间有限，需关注中西部北部地区旱情是否扩大。6月底美豆种植面积或有上调的可能。此外中国能否增加采购也是6月影响美豆市场的因素之一。6月美豆优良率成为关注焦点，如果持续超过60%，那么天气可能缺乏溢价空间，美豆维持区间震荡，如果天气一旦出现异常，美豆或有上涨的可能。国内市场，6月份国内进口大豆集中到港，油厂开工高位运行，豆粕累库或将加快。豆粕现货、基差或将持续回落。相对而言连粕的走势或将跟随美豆而动，连粕或将跟随美豆走高，否则连粕底部震荡延续，下方成本支撑显著。连粕主力合约在2900元/吨-3100元/吨之间震荡或将延续。

油脂方面，对于美豆油而言，6月美豆油进入加快去库存阶段。要想完成USDA预估，美豆油需求或将加大，这对美豆油有所支撑。近期国际原油高位震荡回落，美豆油生柴生产利润或将下滑，这可能影响其消费情况。由于CBOT大豆当前利多因素有限，这对美豆油难有较大提振。基金在美豆油净多持仓高企，平仓风险可能对美豆油有所打压。多空博弈中，6月美豆油高位震可能性较大。6月马棕油市场高位震荡的走势或将延续。马棕油5月库存或有回落或给市场带来提振，不过6月产量恢复或给市场压力。对于马棕油市场更多的利多提振来自印尼市场，印尼棕榈油出口的相关政策或将细节落地，这可能给马棕油带来一定的出口提振。6月马棕油市场或将面临印尼棕榈油出口政策不确定性中。全球菜籽主产国加拿大及澳大利亚均面临不利的天气，一个是春播遭遇低温阴雨天气，未来两周降雨依然存在，春播可能继续延误，转种大麦和燕麦的可能性大大增加，一个是强厄尔尼诺来袭澳大利亚高温干旱天气可能来袭。全球菜籽宽松的格局可能有所改观，天气溢价可能在菜籽市场上出现。6月国内油脂供大于求明显，豆油累库加快，而棕榈油、菜油库存稳中有增。国内油脂需求或与去年同期持平，油脂市场走势可能更多跟随国际油脂而动。成本驱动依然明显。加菜籽与澳洲菜籽或有天气溢价炒作，郑州菜油或强于其他油脂，而连棕油、连豆油则跟随相关油脂高位宽幅震荡加剧。OI2609合约波动区间为9500元/吨-11000元/吨，P2609合约波动区间为9300元/吨-10000元/吨，Y2609合约波动区间为8400元/吨-8700元/吨。操作上保持回调买入，逢低做多的区间波段的思路。套利方面，可以继续参与买油卖粕套利交易。

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

5月CBOT大豆高位宽幅震荡，期价连续两次冲高回落后窄幅震荡。五一长假期间，CBOT大豆创下7周以来最高点，主力合约再度攀升至1200美分/蒲式耳，美伊冲突加剧国际原油价格走高，美豆油期货强劲上涨推动美豆压榨需求强劲。随着美豆播种进度提速以及美豆出口销售低迷，美豆高位回落。5月中旬，市场人士预期中国可能在中美两国元首会晤前购买美国大豆。5月USDA供需报告利多出台，USDA预估2026/27年度美豆库存和产量预估低于市场预期。美国小麦以及美豆粕高涨，多因素推动美豆止跌反弹并大幅走高，创下5月新高。随着中美两国领导人会晤后，美国财政部长贝森特5月14日表示，中国现有的采购承诺意味着“大豆问题已经得到解决”。此外出口销售数据创市场年度低点。美豆高位回落，回吐近期中国采购带来的价格溢价。5月17日白宫发布的情况说明显示，中国在北京举行的元首峰会上承诺未来三年（2026年至2028年）每年至少购买170亿美元的美国农产品，这包括去年10月份中国已经承诺的大豆采购。CBOT大豆止跌反弹，但接下来中国方面并没有给予相关细节，美豆震荡回落，此后CBOT大豆主力合约围绕1200美分/蒲式耳震荡反复。5月底美豆油不断刷新高点，美豆获得提振，但美豆春播良好，丰产压力也让市场承压。美豆在多空交错中震荡。受此影响，国内豆粕市场呈现外强内弱，期货强、现货弱的局面。连粕主力合约跟随美豆高位震荡，期价先扬后抑。主力合约M2609合约在高位区间内震荡反复。国内豆粕库存先降后增，基差震荡回落，下游采购多以执行前期合同为主。市场对于后市看淡居多。机构看涨情绪减弱，连粕持仓呈现明显下滑。

5月国际油脂走势略显差异，美豆油震荡走高，马棕油高位震荡收跌。5月美伊冲突进入谈判阶段，市场陷入和谈、冲突缓和-冲突紧张-和谈、冲突缓和-冲突紧张的往复中，这让国际原油价格高位震荡加剧，尤其是5月下旬，国际原油涨跌在4%-5%之间交替进行。受此影响，美豆油在震荡中走高，美豆油生物柴油需求旺盛显现，美豆油粕套利活跃均给美豆油带来提振。与之相比，马棕油走势略显疲软。一方面MPOB报告显示4月马棕油库存未降反增，库存压力凸显，另一方面5月以来马棕油出口持续环比下滑让市场承压。不过5月下旬，印尼政府出台出口相关政策，这让马棕油获得一定的提振，而5月降雨增多马棕油产量不及预期也限制了马棕油的下滑。国际原油高位震荡反复也加剧了马棕油震荡起伏。受此影响，国内连棕油跟随马棕油震荡回落。前期做多机构纷纷离场并加空对连棕油形成抛压。郑菜油5月先抑后扬，月初市场跟随周边油脂以及全球菜籽丰产预期而震荡回落。中旬以后，随着加菜籽播种受阻，国内菜油库存累库不及预期，机构入场做多，菜油震荡走高并收涨。相比之下，连豆油走势不及其他油脂，呈现宽幅震荡走势，供给预期增加以及需求不佳制约连豆油走势。国内油脂期价在高位波动区间内震荡反复。

表：2026年5月国内外主要油脂油料期价变化

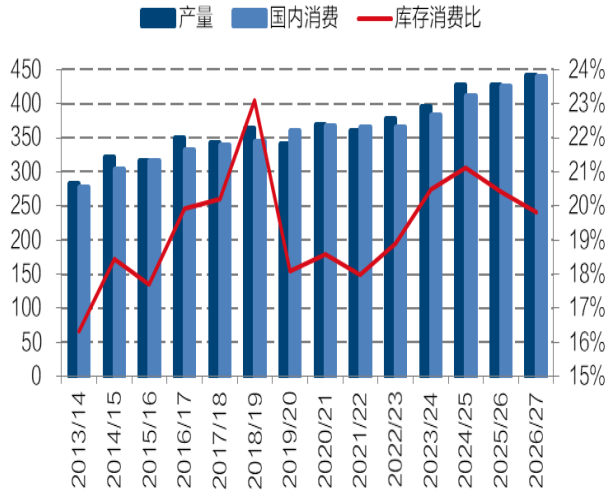
品种 (指数)	2026/4/23	2026/5/28	涨跌	涨幅%	品种 (指数)	2026/4/23	2026/5/28	涨跌	涨幅%
美豆	1165.75	1198	32.25	2.77%	连豆二	3683	3650	-33	-0.90%
美豆粕	314.5	327.6	13.1	4.17%	连粕	2968	2984	16	0.54%
美豆油	68.93	73.95	5.02	7.28%	郑菜粕	2341	2274	-67	-2.86%
马棕油	4576	4568	-8	-0.17%	连豆油	8612	8520	-92	-1.07%
美原油	85.36	81.63	-3.73	-4.37%	连棕油	9758	9612	-146	-1.50%
生猪	11955	12105	150	1.25%	郑菜油	9661	9894	233	2.41%

数据来源：文华财经 国信期货

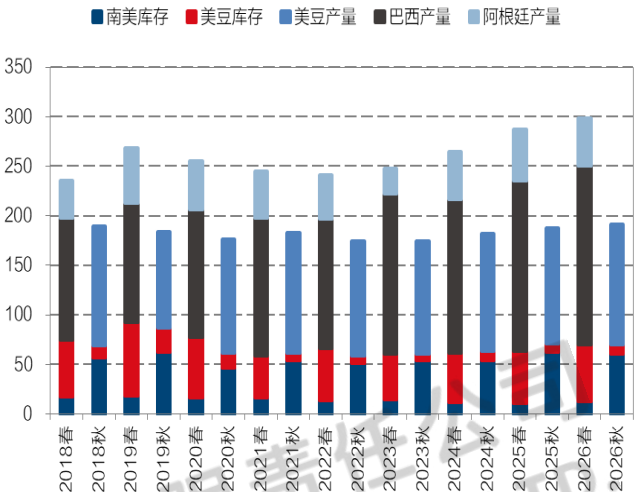
## 第二部分 蛋白粕

### 一、新年度全球大豆产量五连增 南美供给宽松依旧

图：全球大豆供求结构对比



图：G3国春秋供给量对比



数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

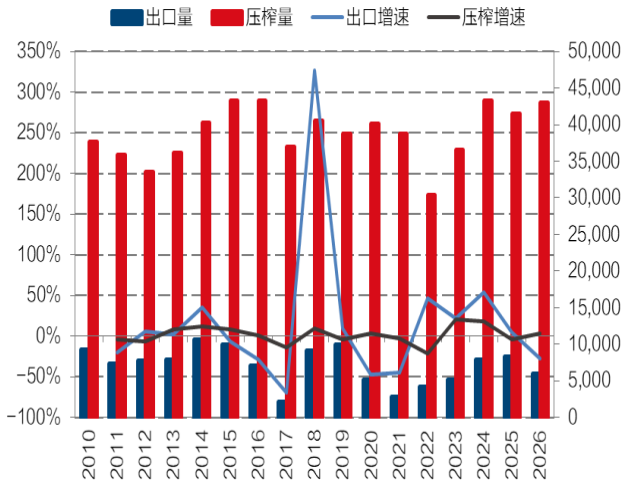
USDA5月供需报告首度公布了26/27年度全球大豆市场供求结构。从报告预估来看，USDA预估26/27年度全球大豆产量将实现连续五年增产，由于消费增幅大于产量增幅，库存以及库存消费比小幅回落。主产国产量同比增加是供给宽松的主要因素。从G3国2026年春秋两季的供求情况对比来看，按照USDA预估，2026年春季，由于南美大豆丰产较为明显，2026年春季大豆供给量为2.98亿吨，同比增加1129万吨，而2026年秋季，G3国大豆供给量为1.90亿吨，较去年同期增加377万吨。可见对于2026年而言，供给最大的时期是南美大豆集中上市期，也就是5、6月份是南美大豆供给最为沉重的时期。随着美国大豆春播的展开，市场交易重心从南美向北美转移。

### 二、阿根廷下调豆制品关税 巴西升贴水或止跌

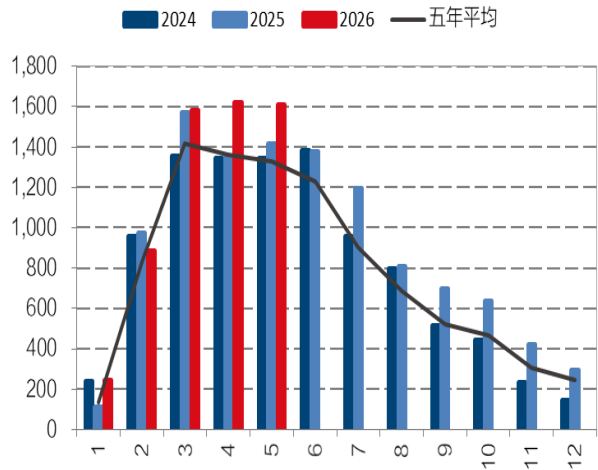
2026年以来，南美大豆从生长到收割相对顺利，巴西大豆已经进入收割尾声，而阿根廷大豆也收割完成八成。布宜诺斯艾利斯谷物交易所（BAGE）称，阿根廷2025/26年度大豆收割进度达84.6%，较一周前（5月20日）的74.7%推进近10个百分点。5月中下旬干燥天气窗口开启，有效弥补了前期降雨导致的作业延误。当前收割进度快于近五年同期平均水平，且核心产区已进入收尾阶段。全国大豆平均单产达到每公顷3.28吨，为过去六年来的最高水平。单产高于历史平均值的区域持续扩大。尽管如此，由于单产高于历史均值，足以弥补面积下调的影响，因此交易所将大豆产量预测上调150万吨至5010万吨，略低于上年的5030万吨。2026年5月12日，美国农业部预计2025/26年度阿根廷大豆产量为4,800万吨，和上月预测持平，低于2024/25年度的5,111万吨。

图：阿根廷大豆出口量与压榨量对比

图：巴西大豆月度出口量



数据来源：USDA 国信期货

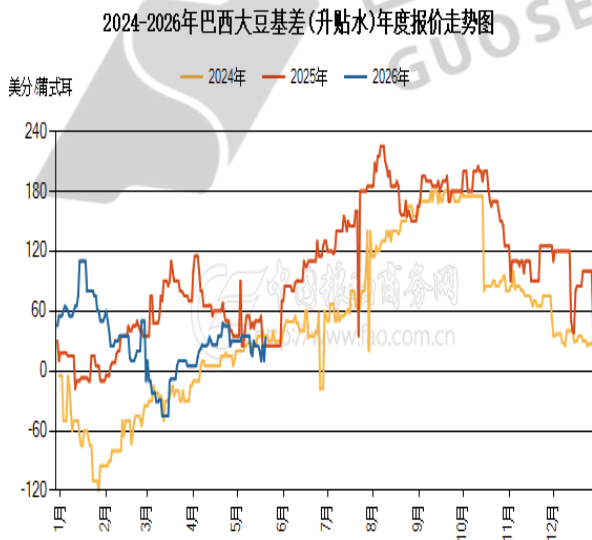


数据来源：IFIND 国信期货

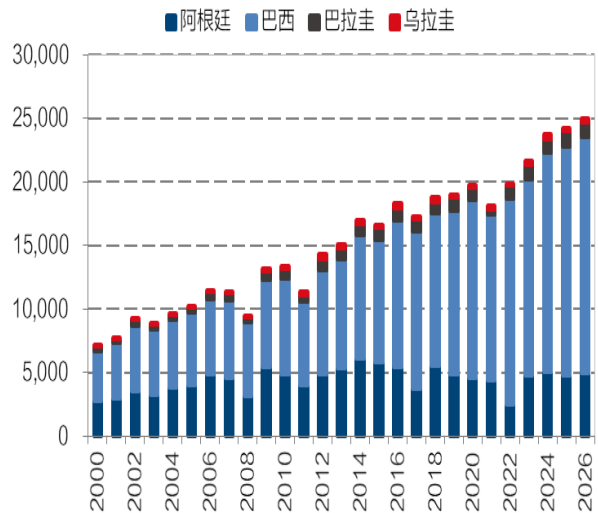
近期阿根廷宣布未来两年调低大豆以及制成品出口税，意味着阿根廷出口竞争力提高，5月22日阿根廷经济部公布的降税路线图显示，目前24%的大豆出口税将在2027年逐月下调，每月降低0.25%，到2027年底降至21%；进入2028年后，降税节奏加快至每月0.5%，2028年底降至15%。豆油和豆粕出口税也将按照相同比例同步下调。从USDA预估来看，26/27年度阿根廷大豆出口量为600万吨，25/26年度出口量为825万吨，相比之下，26/27年度阿根廷大豆压榨量为4300万吨，而25/26年度压榨量为4150万吨。可见该政策对于2026年阿根廷市场冲击可能有限，但2027年以后未来压榨需求可能大幅增加，阿根廷豆粕、豆油的出口量可能抢占市场份额。这对美国豆粕、东南亚棕榈油的出口或有影响。

图：巴西大豆升贴水季节性走势对比

图：南美四国大豆产量对比



数据来源：粮油商务网 国信期货



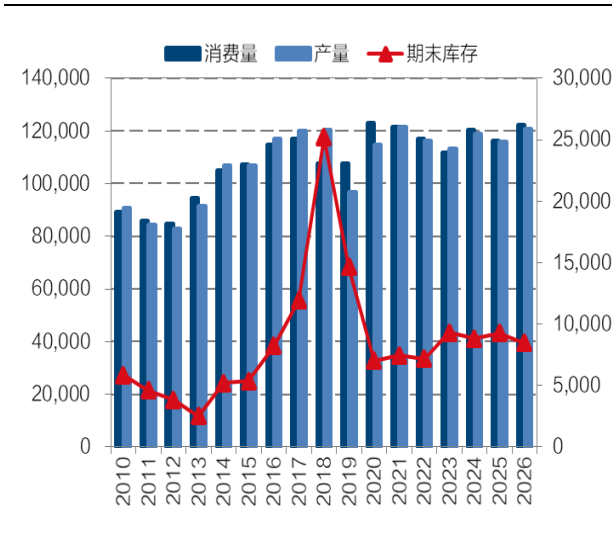
数据来源：USDA 国信期货

目前市场对于巴西大豆产量的预估在1.8亿吨-1.85亿吨。目前巴西大豆创纪录产量已成定局，巴西大豆对于市场的影响更多体现在巴西升贴水的走向。巴西大豆集中出口的时间段在3-6月，这段时间巴西出口量处于年内峰值，5月以来，巴西大豆升贴水不断回落，一方面是由于巴西汇率因素，另一方面中美经贸会谈，巴西担心中国采购转向美国。但由于巴西大豆价格优势明显，中国采购并未转向，巴西大豆升贴

水止跌反弹。2026年1-5月巴西大豆累计销售5953万吨，去年同期为5426万吨。由于2026年巴西大豆产量基数较大，因此销售率不及去年。进入6月，随着巴西大豆进入销售高峰期的尾端，巴西升贴水继续下跌的可能性有限，巴西升贴水维持区间波动的概率较大。

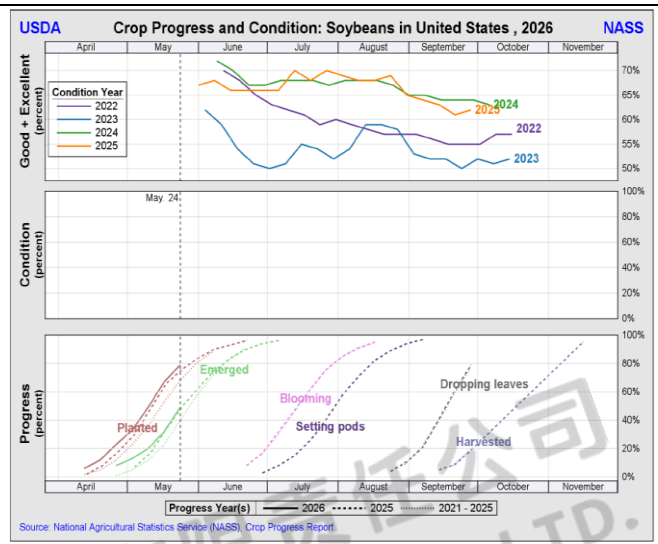
### 三、美豆春播良好 压榨需求乐观

图：美豆供求库走势对比



数据来源：USDA 国信期货

图：美豆生长进度



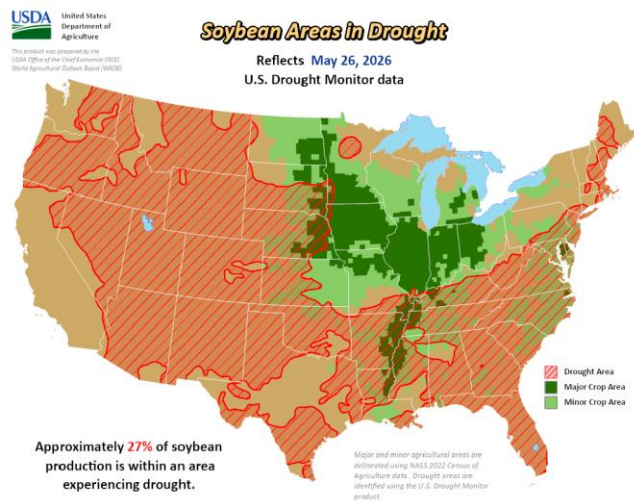
数据来源：USDA 国信期货

从USDA最新公布的报告来看，尽管2026/27年度美豆的供应量同比回升，但由于生物柴油带来的压榨需求旺盛，美豆库存依然处于偏紧的局面。26/27年度美豆库存降至3.1亿蒲，低于25/26年度3.4亿蒲的期末库存。这意味着26/27年度美豆偏紧的供求格局仍将持续。与往年相比，2026年美豆播种明显抢跑，截至5月24日，美国18个大豆主产州的大豆播种进度为79%，一周前为67%，高于去年同期的75%，也高于五年均值68%。在中西部主产州，伊利诺伊大豆播种进度为84%（上周74%，五年均值75%），印第安纳种植进度为74%（上周67%，五年均值68%），衣阿华种植进度为90%（上周80%，五年均值82%）。大豆出苗率为49%，一周前32%，去年同期48%，五年均值40%。以往经验，春播提前或迎来高单产。

图：各州播种进度对比

州名	2025	2026	同比	五年平均	与五年同期比较	上周同期	环比
	May 24,	May 24,					
阿肯色	79	91	12	79	12	87	4
伊利诺伊	74	84	10	75	9	74	10
印第安纳	69	74	5	68	6	67	7
依阿华	91	90	-1	82	8	80	10
堪萨斯	66	66	0	56	10	53	13
肯塔基	51	79	28	56	23	76	3
路易斯安纳	93	95	2	85	10	94	1
密歇根	65	64	-1	65	-1	37	27
明尼苏达	90	90	0	72	18	74	16
密西西比	79	92	13	85	7	90	2
密苏里	70	65	-5	57	8	59	6
内布拉斯加	89	91	2	82	9	81	10
北卡罗来纳	66	77	11	58	19	61	16
北达科塔	56	63	7	45	18	41	22
俄亥俄	50	57	7	59	-2	46	11
南达科塔	78	77	-1	65	12	59	18
田纳西	58	84	26	58	26	80	4
威斯康星	78	75	-3	71	4	54	21
18州	75	79	4	68	11	67	12

图：美国产区干旱情况



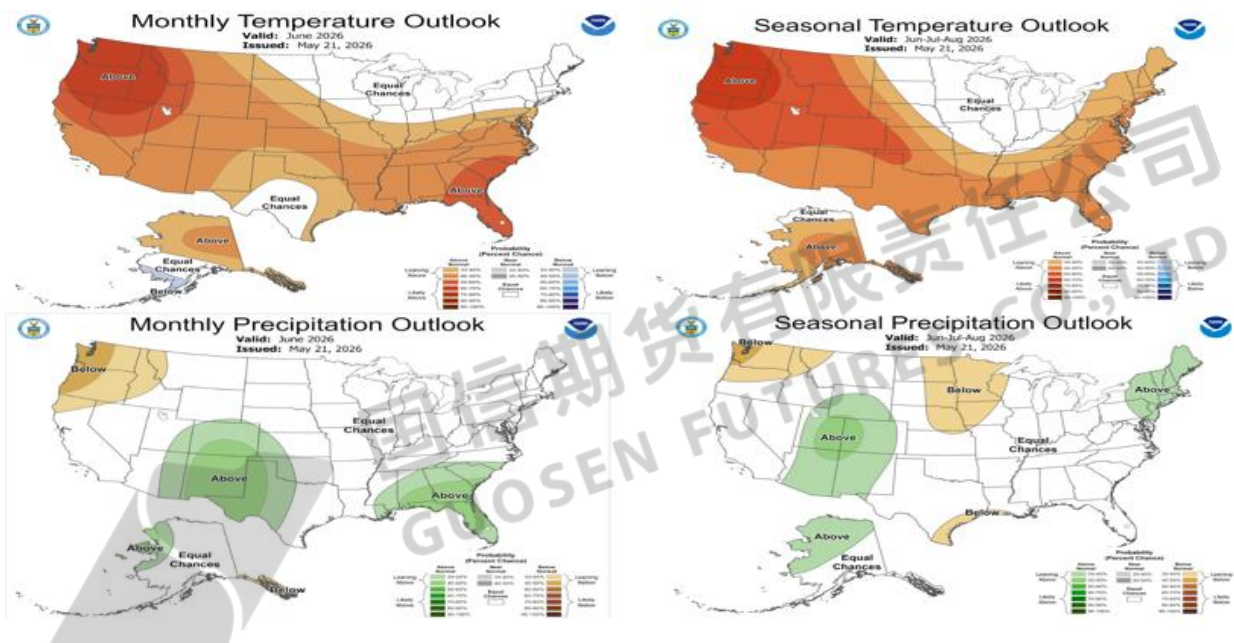
数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

从USDA报告来看，2026年美国大豆产区的旱情正在缓解，大豆受旱面积已经从最初的39%降至最新的27%。知名气象学家埃里克·斯诺德格拉斯近日发出明确信号，美国农业带正迎来重大的天气模式转变，未来几周从得克萨斯州经中西部到东南部的大片地区预计将迎来广泛降雨，部分区域降雨量可达数英寸，这有望为长期遭受干旱困扰的农田带来急需的缓解。美国国家海洋和大气管理局（NOAA）最近发布的未来一个月天气展望显示，6月份美国高温天气延续，但东部地区降雨超过正常水平，但中西部地区降雨处于正常范围内。从未来三个月的天气预报来看，美国高温天气正好避过了大豆主产区，大豆产区气温正常。南北达科他州、明尼苏达州、衣阿华州等地区降雨量显示低于正常水平。这可能对生长关键期的大豆生长有所损害。值得注意的是，厄尔尼诺天气下，美国大概率是南涝北旱，因此北部地区的旱情值得关注。当前市场天气溢价有限，但需关注美国中西部北部地区的天气变化。

图：美国6月份天气预估

图：美国6-7-8月份天气预估



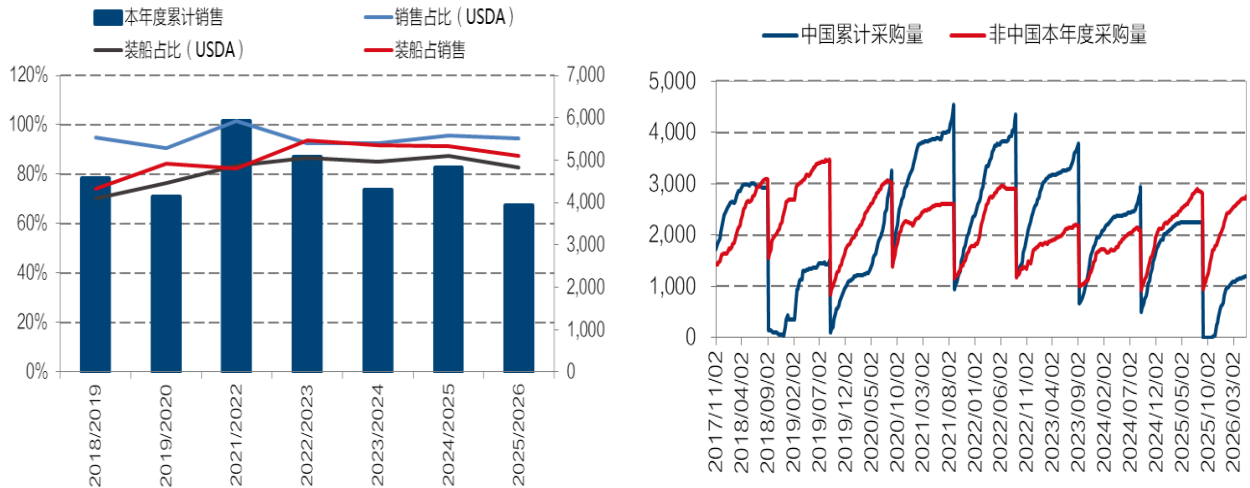
数据来源：NOAA 国信期货

数据来源：NOAA 国信期货

从出口来看，25/26年度迄今美国大豆出口销售总量为3444万吨，同比减少958万吨。下半年未装船数量显示，26/27年度美豆仅销售50.96万吨，低于去年同期的102万吨，也低于特朗普上一任期同期的水平。从大豆进口国采购情况对比，美豆出口到中国为1187万吨，同比减少1060万吨，非中国地区采购量累计达到2750万吨，同比增加178万吨。USDA连续3个月下调美国25/26年度大豆出口量，最新预估在4164万吨，出口量已经远低于2018年-2022年同期水平。5月17日根据白宫发布的文件，中国承诺在2026至2028年间，每年至少采购170亿美元的美国农产品。如果加上去年10月份中国已承诺的每年采购的2500万吨大豆，意味着中国对美国农产品的年度采购金额可能达到每年280至300亿美元。而中国商务部仅确认相互降低部分产品关税的意向，并未公布具体采购金额。市场人士也意识到，即便有协议框架，实际采购节奏仍将受到商业利润、南美竞争以及中美关系潜在波折的影响。可见美豆出口之路并不顺畅。

图：美豆本年度出口累计

图：中国采购及非中国采购量对比



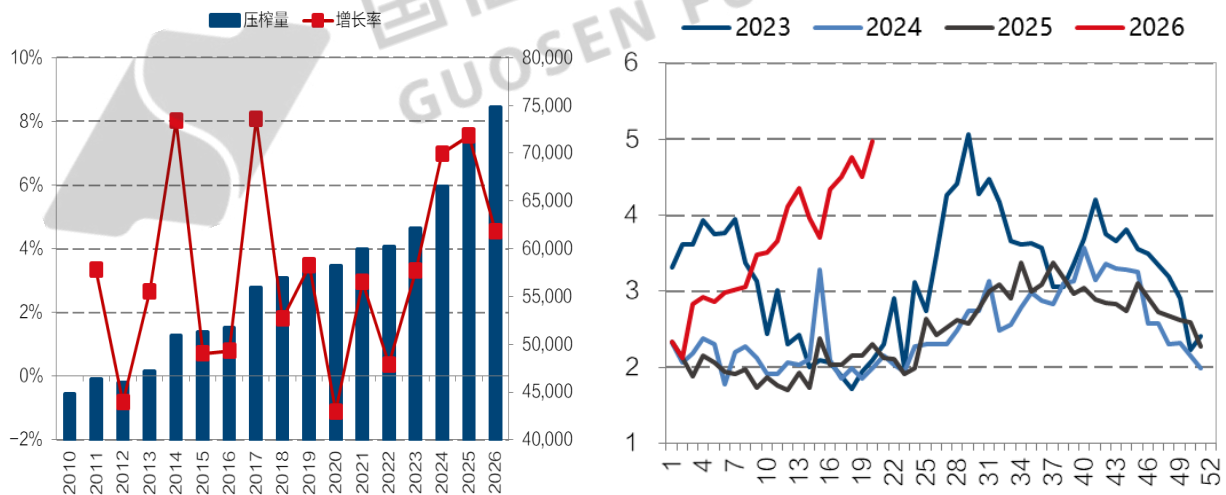
数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

从压榨来看，NOPA最新公布数据显示，4月份NOPA会员企业的大豆压榨量576万吨，环比减少6.19%，同比增加11.58%。美豆压榨量仍保持高位。NOPA数据显示25/26年度至今（9月-4月）美豆压榨累计量为4721万吨，上年同期为4188万吨，同比增加533万吨，USDA预估25/26年度压榨量为7158万吨，比上年同期增加503万吨。5月以来，美国国内压榨利润大幅攀升，压榨利润几乎要触及23年的高点。对于26/27年度，USDA预估美豆压榨量继续上调至7484万吨（27.55亿蒲）。美豆压榨量已经连续六年增加。从目前来看，生物柴油政策的实施，这让美豆出口转内销，压榨需求或将持续旺盛格局。

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：IFIND 国信期货

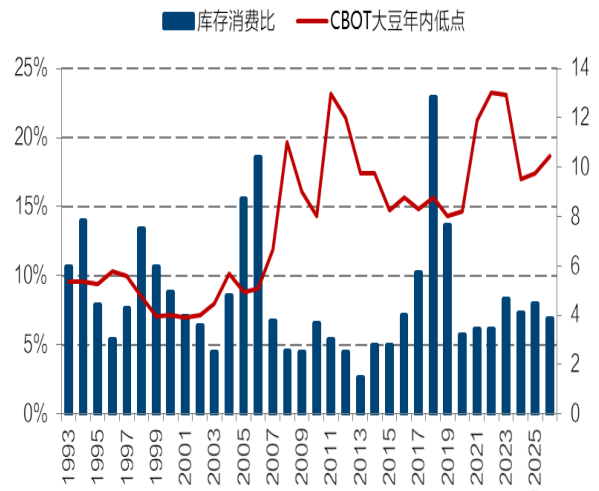
随着美国春播的展开，CBOT大豆市场锚定聚焦到美国市场，天气的溢价炒作以及需求的未知仍将左右市场的走向。从供给端来看，由于化肥价格的高企，美豆播种进度的超前，这使得市场普遍预期美豆最终的播种面积可能较3月有所增加，与2月论坛预估面积一致的可能性较大。其次2026年厄尔尼诺天气的强度可能较大，这使得天气溢价仍有炒作可能，尤其是北部地区的旱情可能会有所体现，一旦天气出现异常，美豆单产不及53亿蒲/英亩，种植面积增加与单产下调导致美豆产量可能与5月预估持平，增加幅度不大。从需求端来看，压榨需求的不断增加或将抵消美豆出口的不足。从当前市场价格来看，美豆出口缺乏竞争

优势，美豆出口短期难有增长的可能。未来市场能否出口好转，仍需关注中国采购的情况。

图：美豆新年度供求预估

图：美豆库存消费比与价格走势对比

项目	2025/26 Est.		2026/27 Proj.		
	May	May	2月论坛	预测1	预测2
种植面积	81.2	84.7	85	85	85
收获面积	80.4	83.7	84.00	84.15	84.15
单产	53	53	53	53	52
期初库存	325	340	350	340	340
产量	4262	4370	4450	4460	4376
进口	25	25	20	25	25
总供给	4612	4800	4820	4825	4741
压榨	2630	2750	2655	2750	2730
出口	1530	1630	1700	1630	1600
种用	73	72	70	72	72
残差	39	38	39	38	38
总需求	4272	4490	4464	4490	4440
期末库存	340	310	355	335	301
库存比	7.96%	6.90%	7.95%	7.46%	6.77%
与USDA预估比较 (百万蒲式耳)				25	-9
与USDA预估比较 (万吨)				68	-25



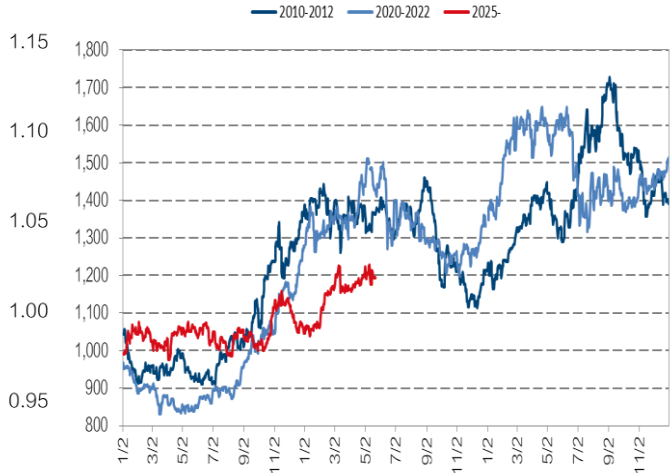
数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

26/27年度，美豆供求平衡表则面临供给与需求的双重考验。库存在新年度难有大的提升，偏低的库存以及高企的种植成本，则意味着CBOT大豆底部支撑明显，但由于天气尚未出现溢价以及出口的疲软，全球大豆供给库存格局仍在，这使得CBOT大豆上行也缺乏动能。短期在各种变量尚未变化前，CBOT大豆维持1150美分/蒲式耳-1250美分/蒲式耳之间震荡反复。天气、出口等因素一旦出现变化，美豆后期仍有上涨的可能。

图：美豆季节性走势对比

图：历史相似年份走势对比



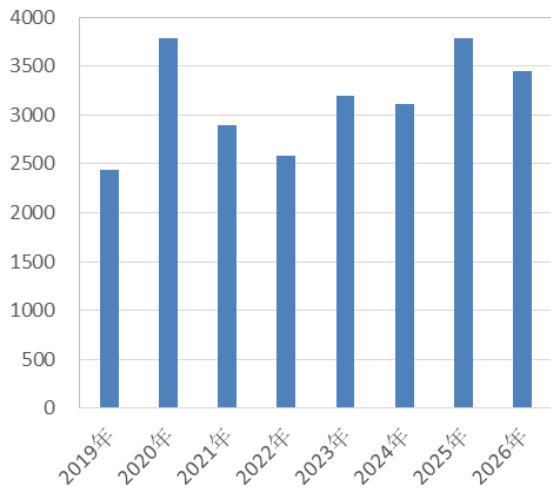
数据来源：IFIND 国信期货

数据来源：IFIND 国信期货

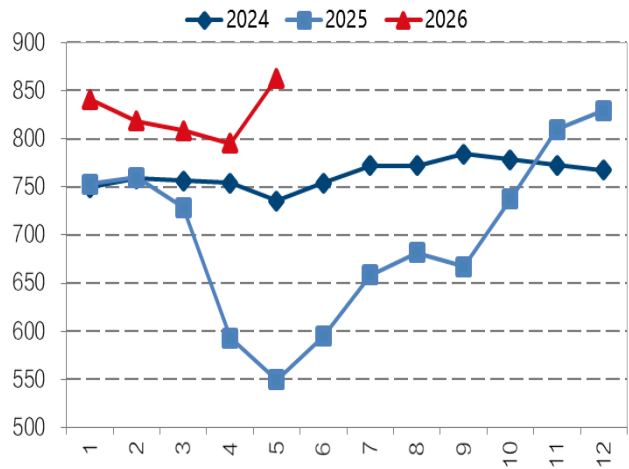
总的来看，6月美国天气溢价空间有限，需关注中西部北部地区旱情是否扩大。6月底美豆种植面积或有上调的可能。此外中国能否增加采购也是6月影响美豆市场的因素之一。如果天气缺乏溢价空间，美豆维持区间震荡，如果天气一旦出现异常，美豆或有上涨的可能。

**四、供给压力或将释放 豆粕期强现弱或延续**

图：大豆5-7月份累计进口量对比



图：国内港口大豆库存

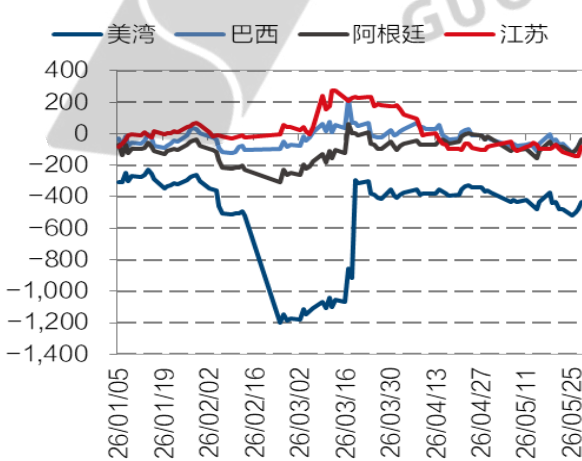


数据来源：粮油商务网 国信期货

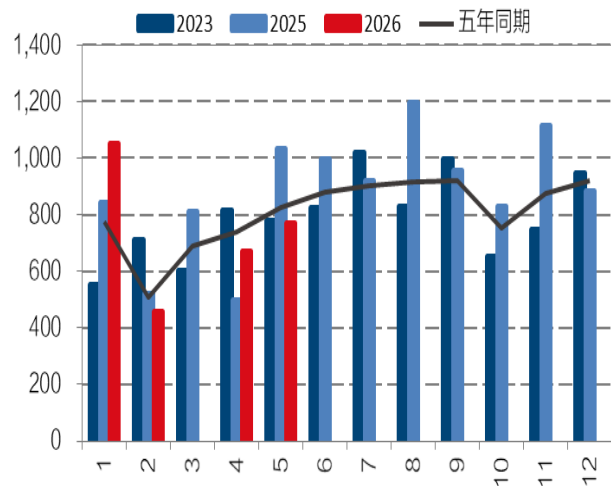
数据来源：IFIND 国信期货

从汇易网报道来看，据监测，截至5月中旬，我国企业6月船期大豆采购完成九成，7月完成五成，8月仅三成左右。整体采购进度慢于去年同期水平。从到港来看，粮油商务网预估5月进口大豆到港1190万吨，6月份到港1170万吨，7月份到港1095万吨。5-7月份累计到港量3455万吨，去年同期为3785万吨。5-7月份国内进口大豆供给压力与2023年、2025同期相类似，2023年5-7月份国内到港量为3202万吨。尽管5-7月份大豆进口量不及去年同期，但也依然是近年来同期进口量的偏高水平。

图：大豆压榨利润



图：大豆单周压榨量



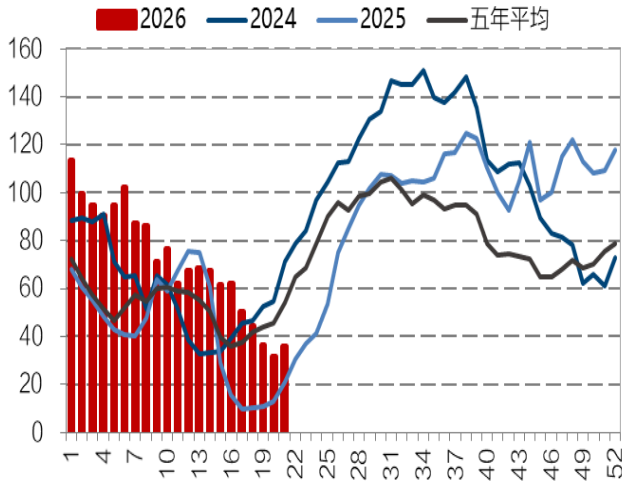
数据来源：粮油商务网 国信期货

数据来源：粮油商务网 国信期货

从目前压榨利润来看，汇易网监测显示，6月份美湾大豆到岸升贴水287美分/蒲，对应美湾大豆进口盘面榨利-242元/吨左右（3%关税）。6月份巴西豆到岸升贴水为170美分/蒲，对应巴西豆进口盘面榨利103元/吨左右；7月份巴西豆到岸升贴水为170美分/蒲，对应巴西豆进口盘面榨利110元/吨左右。巴西盘面榨利仍有一定的利润。随着6月份进口大豆集中到港量激增，国内油厂开工率或将回升至200万吨以上。2023

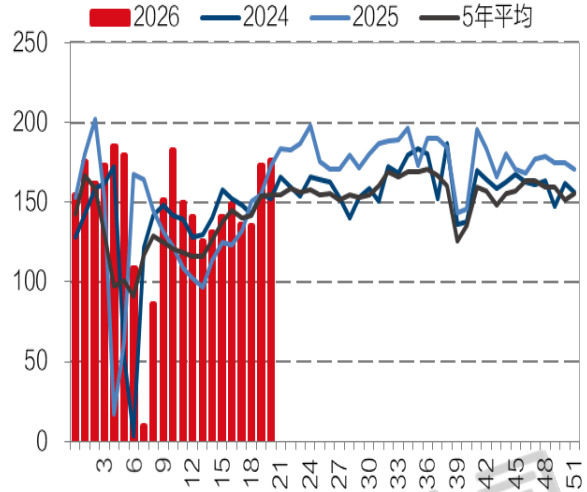
年5月中旬至7月，油厂单周压榨量均值在212万吨，最高单周能达到220万吨的水平。2025年5月中旬至7月，油厂单周压榨量均值在239万吨，最高单周能达到266万吨的水平。

图：豆粕库存



数据来源：粮油商务网 国信期货

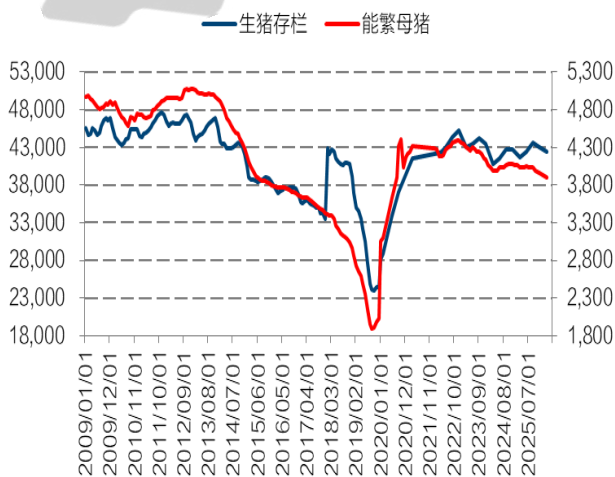
图：豆粕表观消费量



数据来源：粮油商务网 国信期货

尽管5月以来国内油厂开工陆续增加，但豆粕库存累库幅度迟缓，主要是油厂目前仍以执行前期合同为主，下游采购并不踊跃，多看淡后市。截至5月23日，国内豆粕库存为36万吨，上周为31万吨，2025年同期为20万吨。豆粕表观消费量则从前期的135万吨回升至170万吨附近的平均水平。从国家统计局数据来看，截至2026年3月末，全国生猪存栏量为42358万头，一季度末全国能繁母猪存栏量为3904万头。2025年3月末全国生猪存栏量为41731万头。一季度末全国能繁母猪存栏量为4039万头。可见目前生猪存栏量高于去年同期水平，但能繁母猪有所下滑。当前国内生猪养殖利润大幅回落，而2025年同期生猪养殖仍有一定的盈利。生猪养殖仍在加快去产能，这将使得国内豆粕的需求可能不及去年同期水平。

图：生猪存栏与能繁母猪存栏对比



数据来源：IFIND 国信期货

图：生猪养殖利润走势



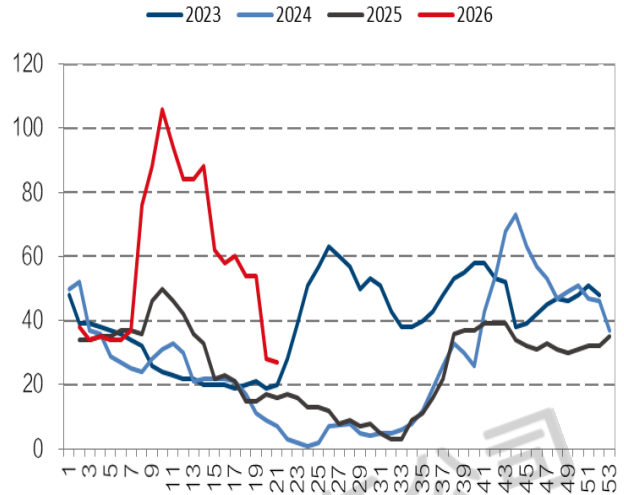
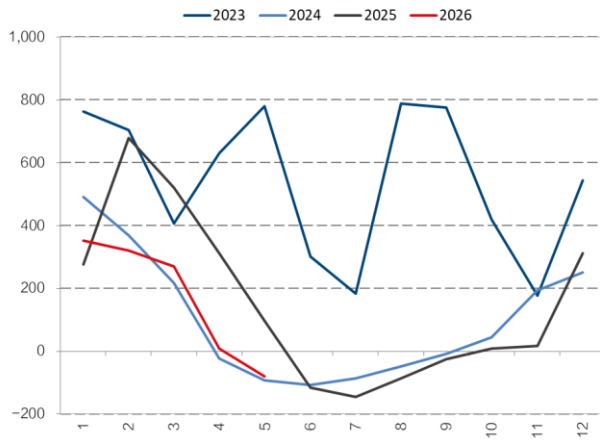
数据来源：IFIND 国信期货

随着油厂执行合同的陆续进行，市场预期6月国内豆粕库存或将加速累库中。这将对国内豆粕现货以

及基差会有明显冲击。2023年、2025年同期，随着国内油厂开工的增加，国内豆粕现货高位回落，基差大幅下降，这种情况一直持续到7月才止跌企稳。可见对于6月份国内豆粕现货与基差而言，情况依然不容乐观，豆粕现货及基差仍有进一步下跌的空间。

图：豆粕基差走势

图：2023年、2025年、2026年同期受旱情况对比



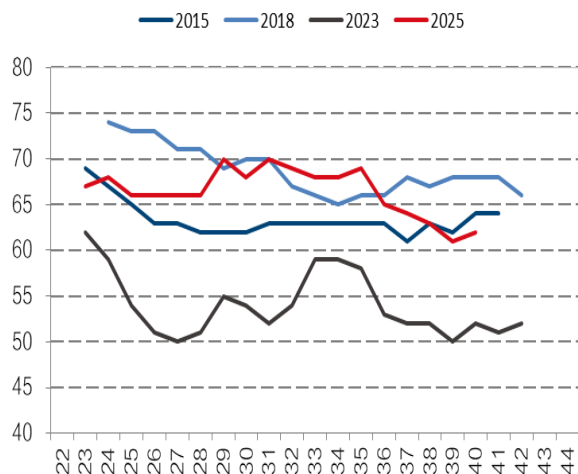
数据来源：IFIND 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

与现货的疲软预期相比，国内连粕市场或将低位震荡，等待美豆给予支撑。2023年6月，由于美国大豆产区遭遇旱情，美豆优良率大幅下降，美豆止跌反弹，大幅走高。2025年6月，受到以伊冲突加剧，国际原油价格高涨，美元走软美豆走高，下旬随着天气的好转，美豆优良率高企，CBOT大豆高位回落。受此影响，2023年国内连粕市场跟随美豆止跌反弹，当时出现了美豆强，连粕弱。期货强，现货弱、基差弱的局面。2025年的6月连粕跟随美豆先扬后抑，依然呈现出外强内弱、期强现弱的走势。从目前的 market 情况来看，尽管2026年美豆旱情高于2023年、2025年同期水平，但天气预报显示旱情有缓解的可能。由于当前处于厄尔尼诺天气的初期，市场对于厄尔尼诺的影响略显担心，从近几年厄尔尼诺天气下美豆优良率来看，除了2023年美豆遭遇严重旱情优良率大幅下降外，其他年份优良率从始至终均在60%以上，与此同时2025年也同样在60%以上。从目前天气情况来看，6月美豆优良率有可能类似于2025年同期水平。从豆粕折算成本来看，连粕主力合约在2900元/吨-3100元/吨之间震荡或将延续。

图：厄尔尼诺天气与2025年美豆优良率对比

表：豆粕折算成本预估



数据来源：IFIND 国信期货

品种	交货月	1150	1200	1250
巴西大豆	6月	2764	2939	3114
巴西大豆	7月	2748	2923	3172
巴西大豆	8月	2808	2983	3232
美湾大豆	6月	3175	3350	3600
美湾大豆	7月	3182	3356	3606

数据来源：IFIND 国信期货

总的来看，6月份国内进口大豆集中到港，油厂开工高位运行，豆粕累库或将加快。豆粕现货、基差或将持续回落。相对而言连粕的走势或将跟随美豆而动，如果美豆出现天气溢价，连粕或将跟随美豆走高，否则连粕底部震荡延续，下方成本支撑显著。

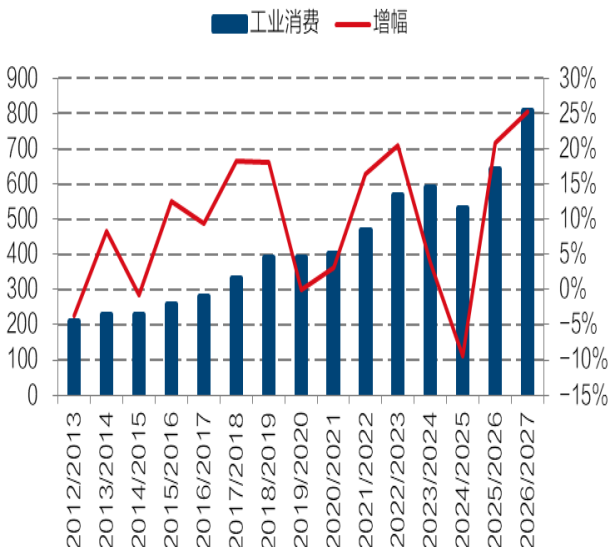
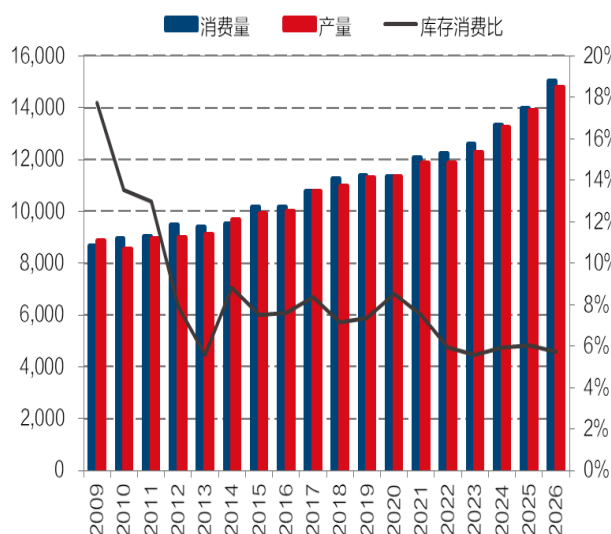
### 第三部分油脂

#### 一、生物柴油需求提振 美豆油看涨情绪高涨

USDA最新预估，2026/27年度美豆油产量同比增加86.9万吨至1478.3万吨。与之相比，美豆油需求也有明显增加。2026/27年度美豆油制生物燃料生产消费量预计增加163.3万吨至807.4万吨。食品、饲料和其他工业用途预计减少24万吨至678.2万吨，美国豆油出口预计下降36.3万吨至18.1万吨。由于供给增幅明显，这使得26/27年度美豆油库存从84.2万吨回升至86万吨。

图：美豆油供需平衡表

图：美国豆油生柴消费量对比



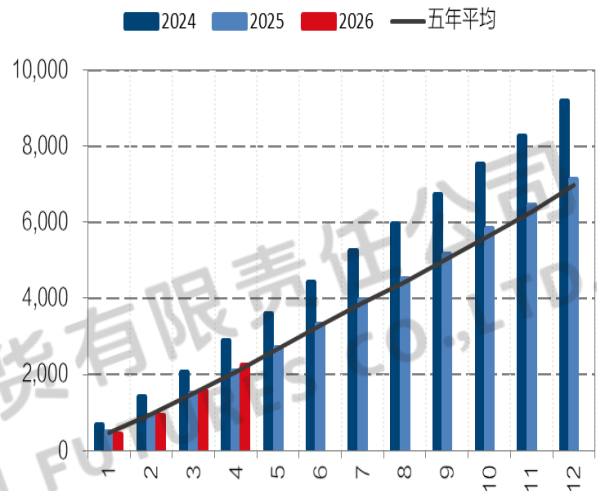
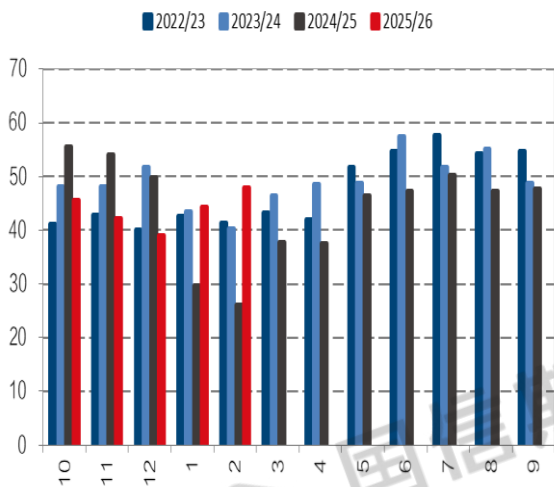
数据来源: USDA 国信期货

数据来源: USDA 国信期货

对于美豆油而言,生物柴油需求已经成为其主要需求。目前美豆油价格已经较南美豆油溢价,这使得美豆油出口或将降至低位,食用等需求也因其价格高企而需求下滑。USDA报告显示2月美豆油生物柴油消费量达到47万吨。按照USDA预估25/26年度美豆油工业消费月均量为53.6万吨,26/27年度月均为67.2万吨。目前美豆油需求尚未达到USDA的预估水平。如果要想达到USDA预估,美豆油需求或将继续加速提升。美国能源信息署数据显示,4月份美国生物基柴油可识别码(D4RIN)达到6.9亿份,较3月份增长5.7%,为2024年12月以来的最高水平,2026年前四个月累计生成量达到22.6亿,同比增加8%,表明美国生物柴油和可再生柴油生产活动依旧旺盛,尤其是可再生柴油成为增长主力,豆油用量也在增加。不过由于中东冲突进入和谈阶段,国际原油高位回落,这可能会降低美豆油生柴生产利润,美豆油生产积极性可能受挫。

图: 美豆油生物柴油消费量

图: 美国RINS4产量对比



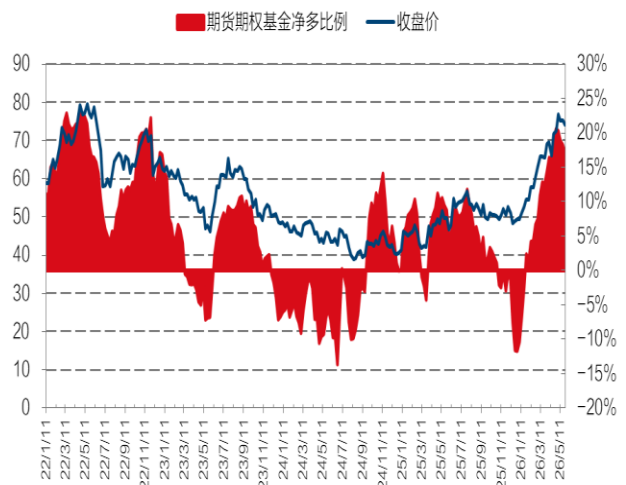
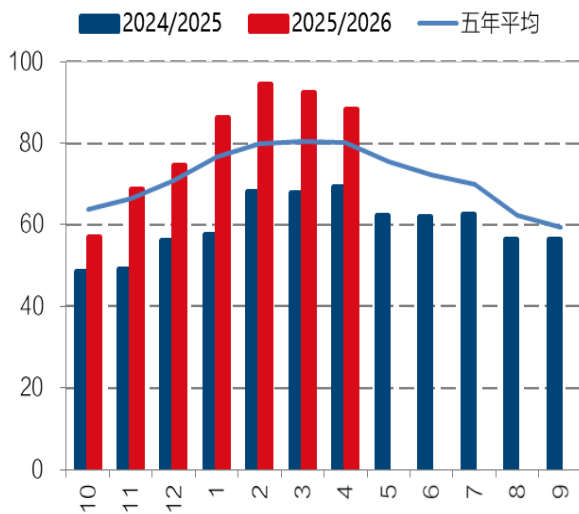
数据来源: IFIND 国信期货

数据来源: IFIND 国信期货

市场人士指出,美国生物燃料行业持续扩张,对豆油市场形成长期利多。当前美国豆油价格虽然在全球植物油市场中竞争力偏弱,但由于RFS体系与低碳燃料补贴支持,可再生柴油生产依然保持良好利润空间,因此压榨企业仍积极扩大豆油供应。

图: 美豆油库存

图: 美豆油基金净多持仓比例



数据来源: NOPA 国信期货

数据来源: CFTC 国信期货

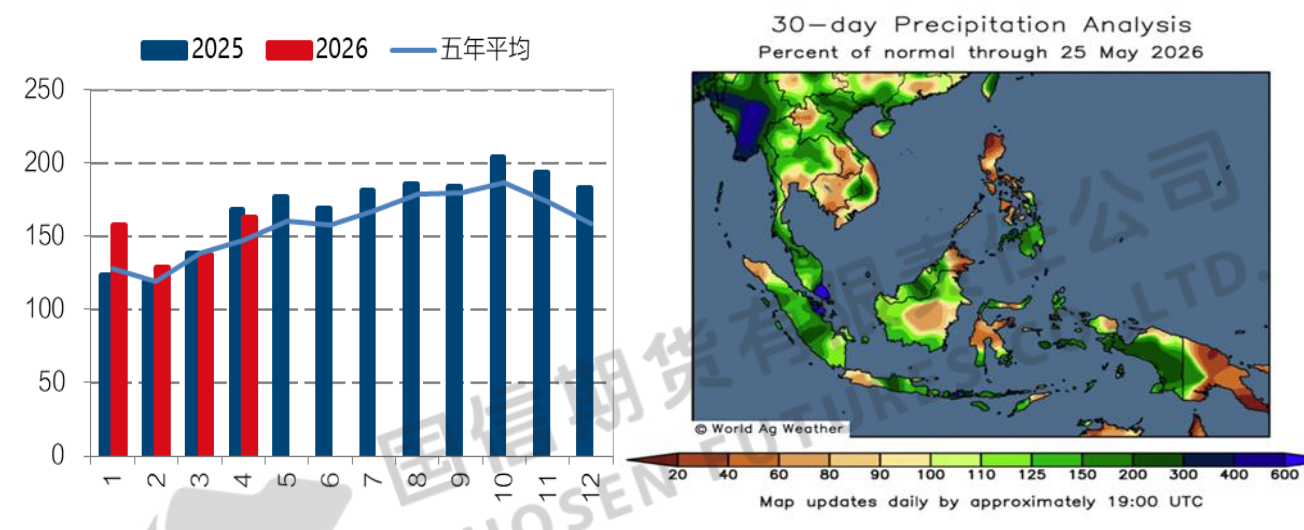
受到供给下滑而需求高企的影响,美豆油库存提前开启去库存,NOPA报告显示,4月美豆油库存为88.31万吨,去年同期为69.26万吨,同比增长27.5%,环比下降4.51%。随着美豆油需求的持续走高,而美豆压榨进入一年中淡季,美豆油库存或将加快下滑。

对于美豆油而言,6月美豆油进入加快去库存阶段。要想完成USDA预估,美豆油需求或将加大,这对美豆油有所支撑。近期国际原油高位震荡回落,美豆油生柴生产利润或将下滑,这可能影响其消费情况。由于CBOT大豆当前利多因素有限,这对美豆油难有较大提振。基金在美豆油净多持仓高企,平仓风险可能对美豆油有所打压。多空博弈中,6月美豆油高位震可能性较大。

## 二、印尼棕榈油政策不断 马棕油或有支撑

图: 马来西亚棕榈油产量预估

图: 东南亚过去30天的降雨量



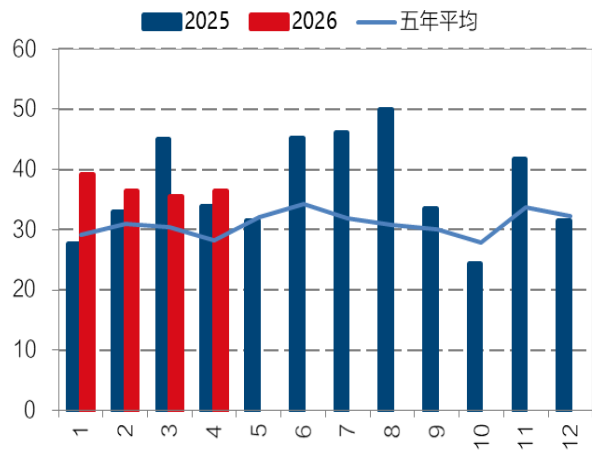
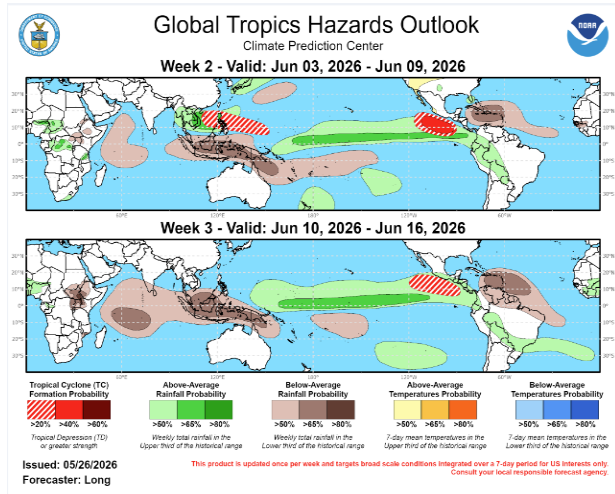
数据来源: 粮油商务网 国信期货

数据来源: worldagweather 国信期货

3月份以来,随着马来西亚棕榈油进入增产周期后,产量逐月回升。4月份产量增幅明显。市场预期5月马棕油环比下滑,主要是由于5月东南亚降雨量超过正常水平,大大影响棕榈油采摘,此外4月马棕油产量基数过高也造成5月马棕油产量环比下降。马来西亚南部棕果厂商公会(SPPOMA)数据显示,5月1-20日马来西亚棕榈油产量环比下降11.38%,其中鲜果串(FFB)单产环比下降7.49%,出油率(OER)环比下降0.74%。马来西亚棕榈油协会(MPOA)称,2026年5月1-20日马来西亚棕榈油产量环比下降2.19%,其中马来西亚半岛的产量环比下降5.70%,沙巴的产量环比下降6.10%;沙捞越的产量环比增加21.12%;东马来西亚的产量环比增加2.04%。从天气预报来看,6月东南亚降雨开始减少,这有利于棕榈油产量的恢复。

图: 东南亚未来降雨量预估

图: 马棕油消费量预估



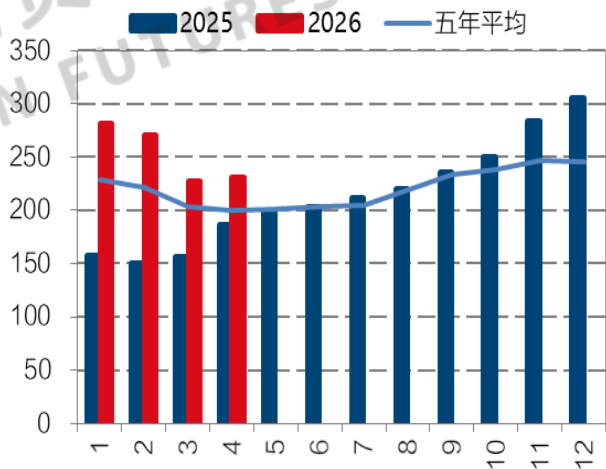
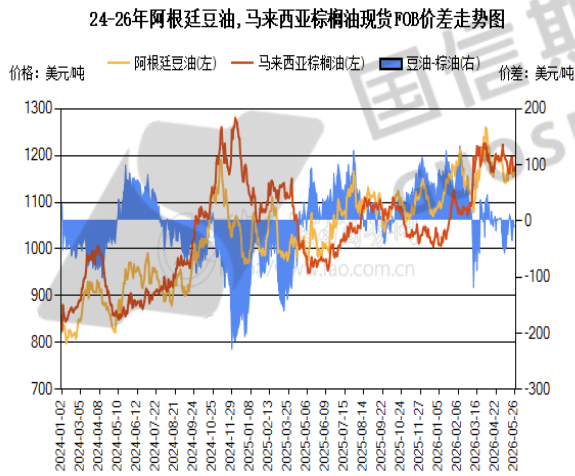
数据来源: NOAA 国信期货

数据来源: MPOB 国信期货

从需求来看,马来西亚将从6月1日起推出B15生物柴油。B15的实施预计每年需要80.1万吨棕榈油,而B10的实施每年需要53.4万吨棕榈油。B20的实施预计将使棕榈油的年消费量达到106.8万吨,可见马来西亚执行B15计划,棕榈油工业消费量年增加26.7万吨,月均增加2.225万吨。这对其整体需求影响有限。目前马棕油国内月均消费量在35万吨左右,未来可能增加至38万吨左右。

图: 国际豆棕价差

图: 马棕油库存走势



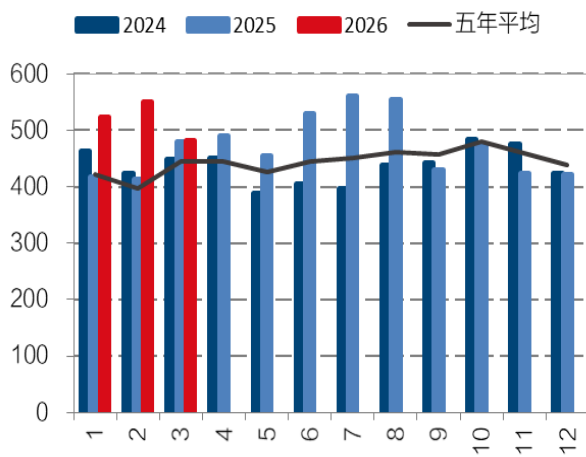
数据来源: 粮油商务网 国信期货

数据来源: MPOB 国信期货

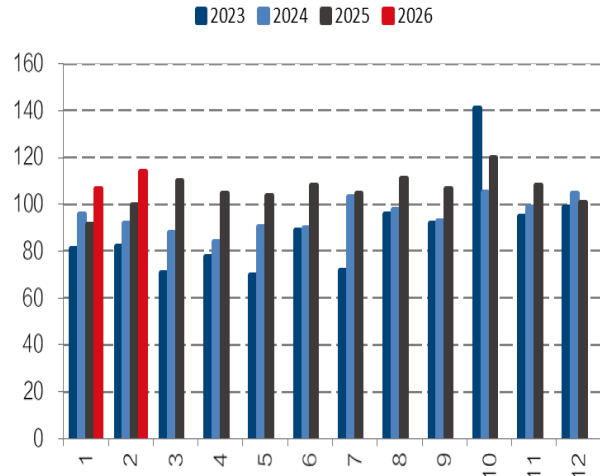
出口方面,目前国际豆棕价差持续倒挂,尤其是随着阿根廷豆油上市量增加,马棕油价格优势减弱,这对其出口有一定的影响。不过5月以来,阿根廷油籽工人罢工不断,这可能给马棕油带来些许提振。5月由于马棕油产量及出口均有一定的下滑,这使得5月马棕油库存或有下降。4月马棕油库存增加至230.94万吨。市场预期马棕油库存5月或降至220万吨左右。如果兑现,那么马棕油库存压力或有缓和,但库存依然处于偏高水平,去库存仍刻不容缓。对于马来西亚而言,增产周期下价格的支撑更多来自印尼市场。

图: 印尼棕榈油产量

图: 印尼棕榈油生柴需求



数据来源：粮油商务网 国信期货



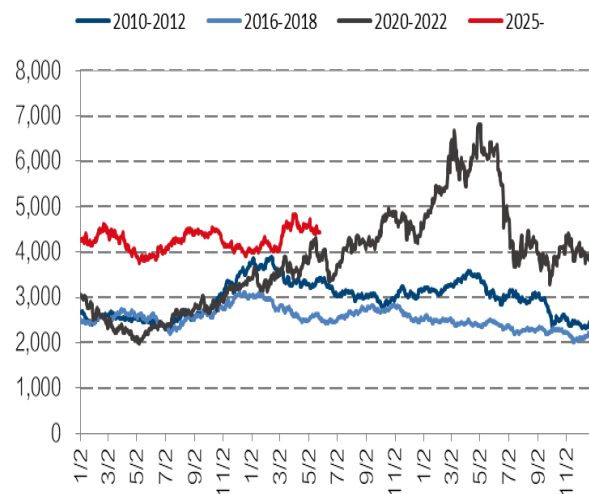
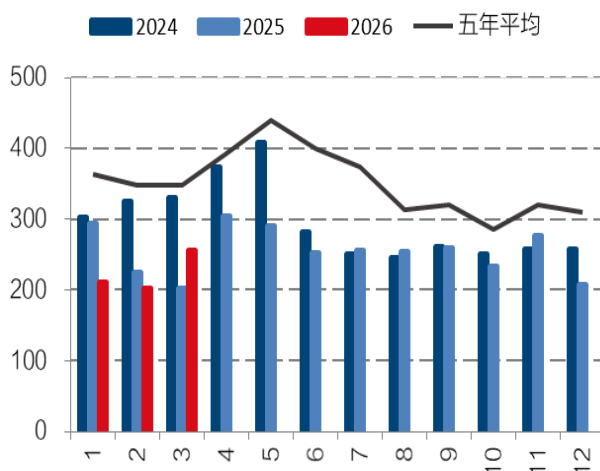
数据来源：粮油商务网 国信期货

印尼政府在5月20日宣布将通过新成立的印尼资源公司（DSI）直接控制棕榈油、动力煤及部分镍产品的出口管理，旨在提高透明度并遏制逃税。根据印尼政府规划，该出口管控政策将分为两个阶段：过渡期为今年6-8月，可延长至12月底，这期间出口商与卖家之间的业务照常进行，但所有出口都必须申报；2027年1月起，所有出口交易都必须通过指定国企DSI进行。在品种上，CPO、RBD Palm Oil和Olein出口将通过新机构进行监管。自公告发布以来，作为国内价格和出口报价基准的印尼国有关联毛棕榈油招标已陷入停滞，多家加工商在等待更多明确信息的同时避免从小农户手中购买鲜果串，导致大量成熟棕榈果在田间腐烂，印尼约占全球棕榈油产量的55%，其中约一半出自小农户之手。2026年3月印尼棕榈油产量为482万吨，2025年同期为481万吨，上月同期为550万吨。5月印尼棕榈油产量不容乐观。

银河联昌国际公司（CGS）分析师表示，由于印尼约70%的出口量为加工棕榈产品，出口框架的变化可能对下游炼油厂产生更直接影响。关键风险在于下游利润率在新结构下被稀释。如果出口最终通过国有平台进行，该平台将截取部分交易价差或收取额外服务费，这将直接侵蚀炼油厂和贸易商的利润，同时可能降低定价灵活性和出口竞争力。贸易部副部长5月23日表示，未来几周内将公布新政策的更多细节。可见6月印尼棕榈油出口相关细节落地，或将对市场有所影响。

图：印尼棕榈油库存走势

图：马棕油季节性走势分析



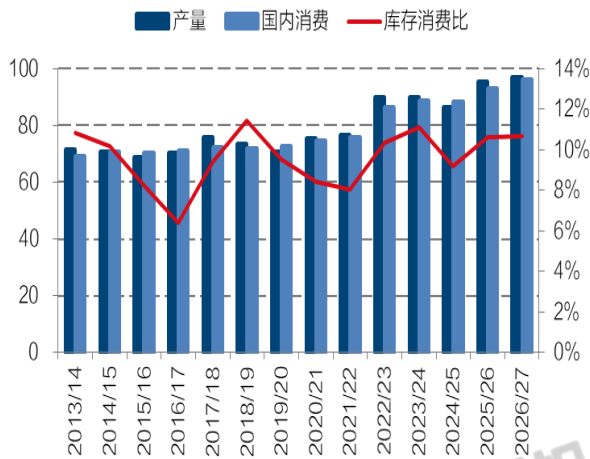
数据来源：粮油商务网 国信期货

数据来源：IFIND 国信期货

总的来看，6月马棕油市场高位震荡的走势或将延续。马棕油5月库存或有回落或给市场带来提振，不过6月产量恢复或给市场压力。对于马棕油市场更多的利多提振来自印尼市场，印尼棕榈油出口的相关政策或将细节落地，这可能给马棕油带来一定的出口提振。6月马棕油市场或将面临印尼棕榈油出口政策不确定性中。

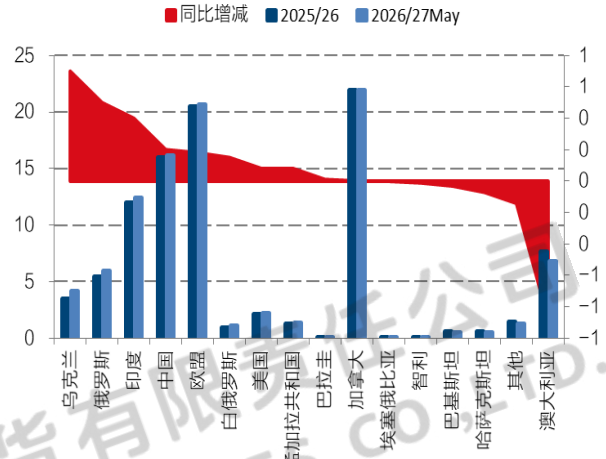
### 三、全球菜籽产量可能不及预期 加澳菜籽产量或有下滑

图：全球菜籽供求结构变化



数据来源：USDA 国信期货

图：主产国菜籽产量增减情况

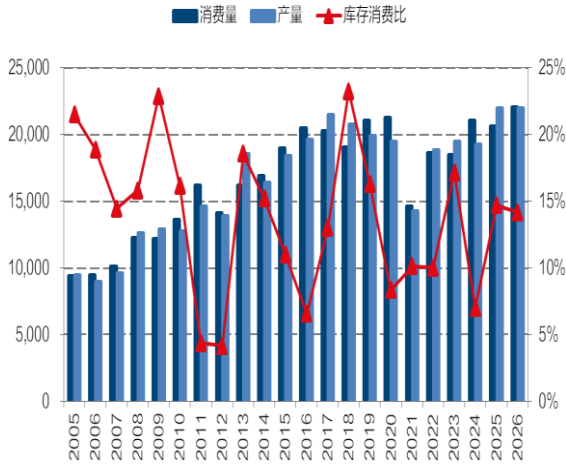


数据来源：USDA 国信期货

5月USDA预估2026/27年度全球油菜籽产量将增长1.44%。主要是其种植面积增加3.97%。由于需求的增幅不及产量的增幅，26/27年度全球菜籽的库存增加明显。从供给端来看，乌克兰、俄罗斯、印度、中国、欧盟等国油菜籽产量预计增加明显，这抵消澳大利亚等国产量的下降。USDA5月预估26/27年度加拿大菜籽产量为2200万吨，与上年持平。澳大利亚26/27年度菜籽产量为680万吨，上年同期为768万吨。不过，从近期加拿大菜籽播种来看，26/27年度加菜籽产量可能不及预期，加拿大西部春季播种继续延迟。加拿大西部5月20日当周的周末期间遭遇阴冷多雨天气，延误油菜籽播种进度。夏季作物生长周期缩短，秋收时节遭遇霜冻的风险随之上升，作物产量也大概率走低。若播种窗口期愈发紧张，农户或将把部分耕地改种大麦或燕麦。萨斯喀彻温省报告称，截至5月25日，该省播种工作完成52%，较上周上升23个百分点。其中油菜籽播种完成38%，而一周前为15%。加拿大曼尼托巴省的作物报告显示，截至5月26日当周，该省春播工作已完成55%，高于一周前的37%。但是仍比去年同期落后30个百分点，比五年平均水平落后13个百分点。未来两周加拿大中西部地区降雨仍将持续，其播种依然堪忧。加拿大菜籽产量可能不及预期。

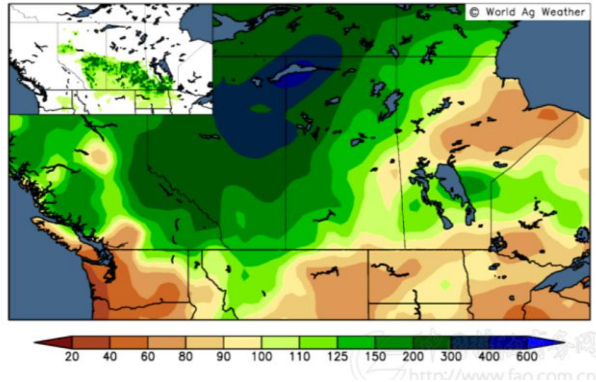
图：加菜籽供求结构变化

图：加菜籽产区天气影响



数据来源: USDA 国信期货

Forecast Precipitation (percent of normal)  
Canola Production Shown Inset  
15-Day Forecast (GFS) Beginning 27 May 2026

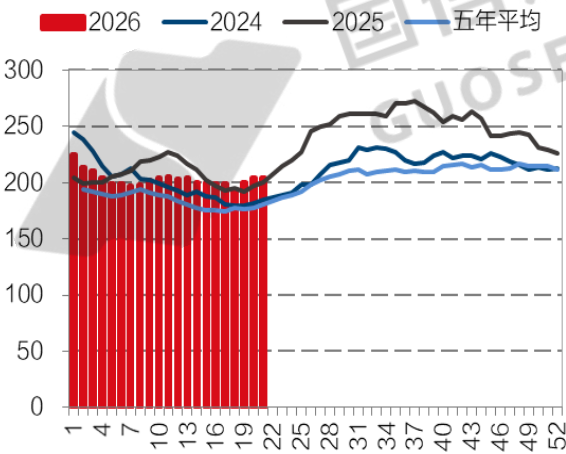


数据来源: IFIND 国信期货

尽管USDA将澳大利亚菜籽产量有所下调,但是2026年5月厄尔尼诺天气来袭,澳大利亚或将面临高温干旱的天气,澳洲菜籽生长关键期伴随着厄尔尼诺的高峰的到来,因此澳洲菜籽的产量仍有进一步下滑的可能。可见全球菜籽主产国加拿大及澳大利亚均面临不利的天气,一个是正在进行时,一个是即将进行时。全球菜籽宽松的格局可能有所改观,天气溢价可能在菜籽市场上出现。

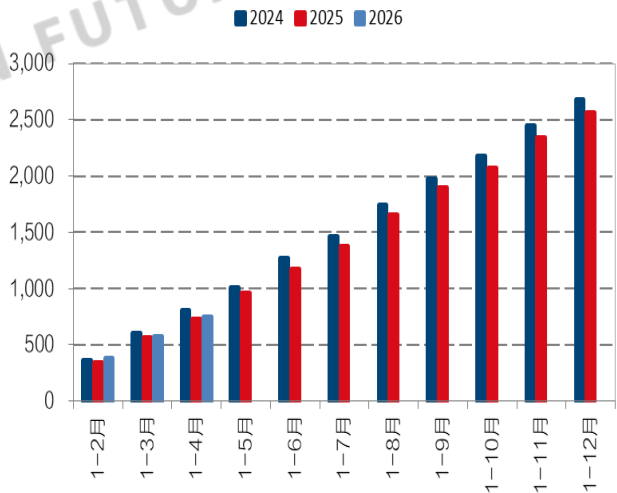
#### 四、国内油脂累库周期开启 外强内弱行情或将出现

图: 国内油脂库存



数据来源: 粮油商务网 国信期货

图: 油脂消费量走势对比

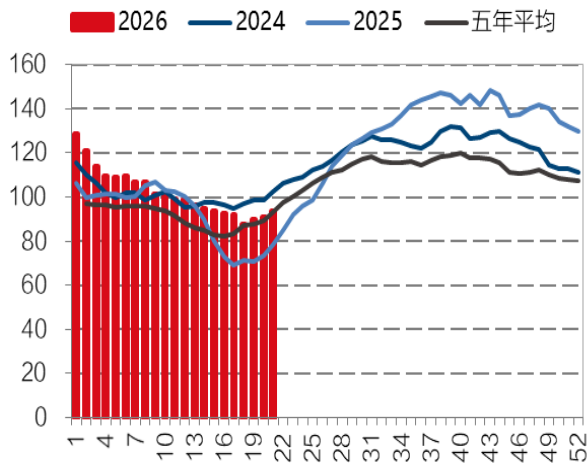


数据来源: IFIND 国信期货

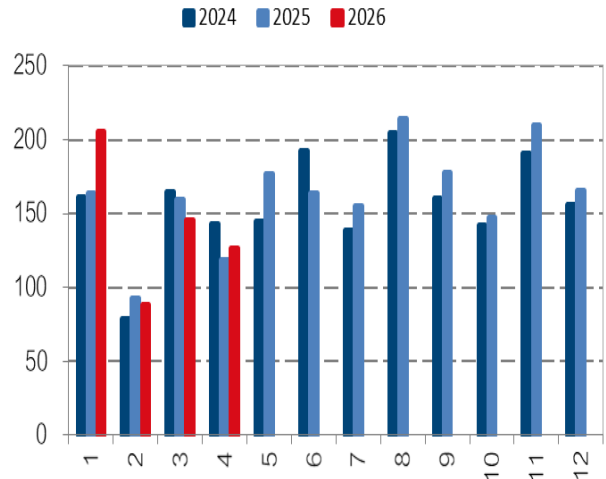
5月以来,国内油脂库存稳中有升。截至5月23日,国内三大植物油库存达到204.22万吨,同比去年同期的200万吨增加4.22万吨。2026年以来,国内油脂需求依然沉闷,2026年1-4月三大植物油累计消费量为750万吨,较去年同期增加14万吨。依然低于2024年同期水平。一般而言6月份是油脂市场需求一年中除了2月份最弱的月份。2026年6月国内油脂消费或与2025年持平。6月国内油脂需求五年平均为211万吨,2022年同期为163万吨,2025年同期为213万吨。由于进口大豆6月集中到港,因此国内油脂6月或继续累库中。

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

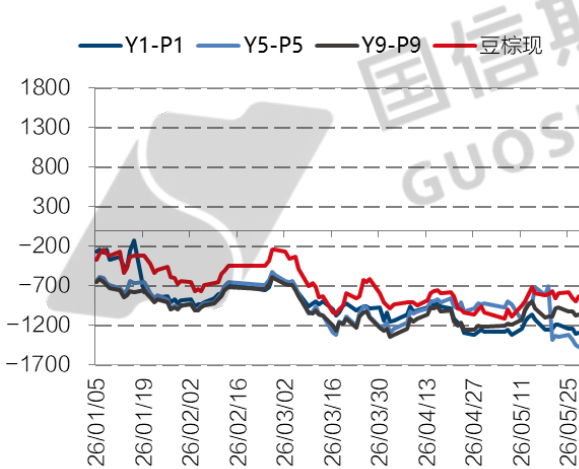


数据来源：粮油商务网 国信期货

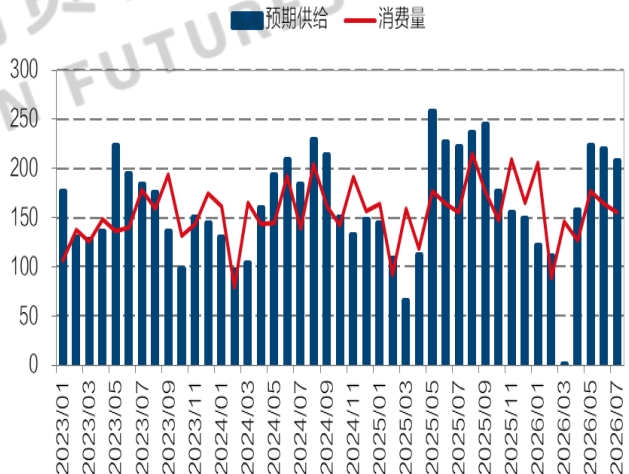
豆油方面，5月国内豆油库存开始逐步回升。截至5月23日，豆油库存为93.98万吨，去年同期为78.4万吨。按照进口大豆以及进口豆油折算，6月豆油可供应量在220万吨。从需求来看，由于国内豆棕价差仍处于倒挂中，因此国内豆油需求仍处于相对高位，5月以来豆油周度表观消费量维持在35万-40万吨之间。由此可见，6月国内豆油库存或有较大回升空间。

图：国内豆棕价差

图：豆油供给量与月均消费量对比



数据来源：粮油商务网 国信期货

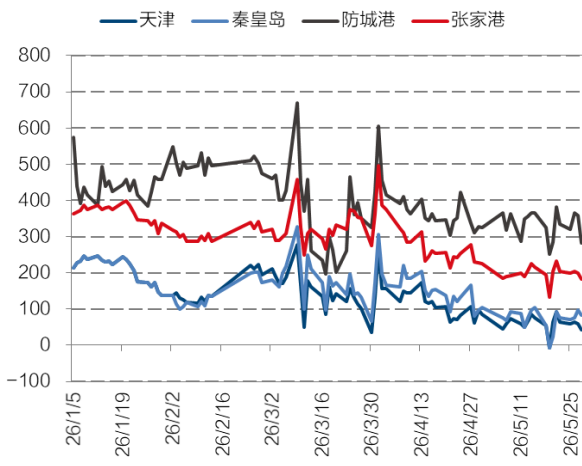


数据来源：粮油商务网 国信期货

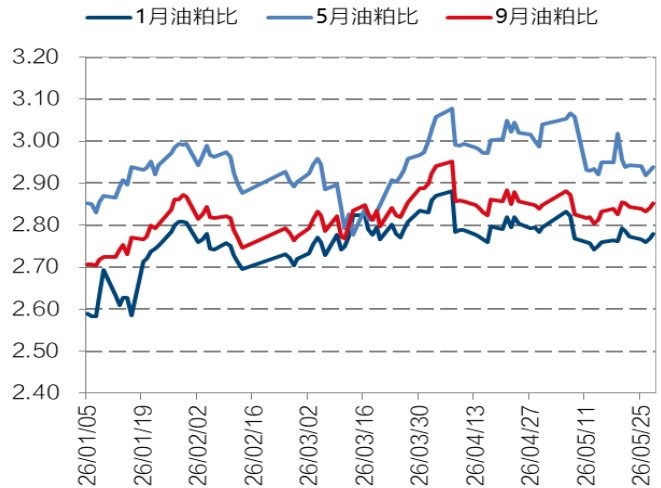
从豆油基差来看，国内地区豆油基差在0-300元/吨左右，华南地区基差最高，华北地区基差最低。后期随着库存进一步回升，国内豆油基差或继续回落。从供求结构来看，豆粕、豆油均处于增库存局面，但由于国际油脂仍有利多题材，市场可能出现粕强油弱的局面。

图：国内豆油基差

图：油粕比



数据来源：IFIND 国信期货

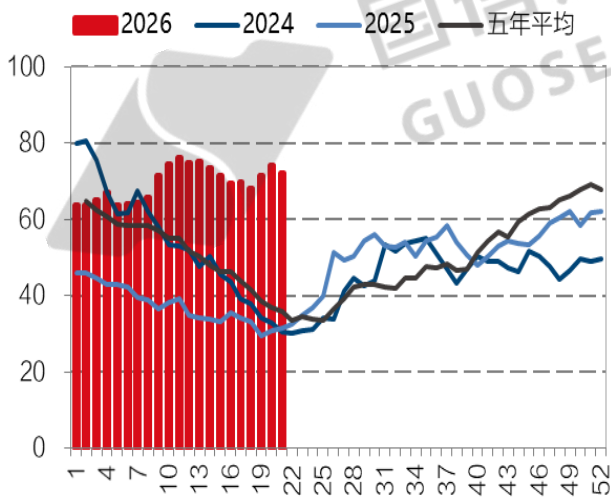


数据来源：IFIND 国信期货

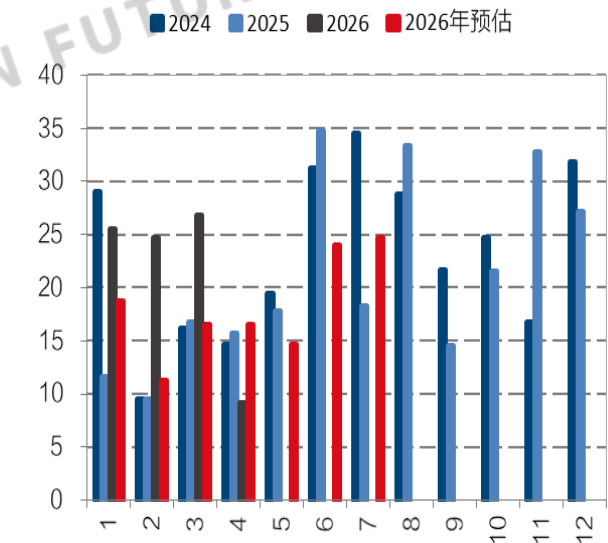
相对而言，5月份国内棕榈油库存高位运行。截至5月23日，国内棕榈油库存降至72.3万吨，上年同期为31.6万吨。棕榈油库存的高位更多来自进口增加。国内1-4月份进口量为86.38万吨，同比增加32.7万吨。尽管国内棕榈油进口倒挂明显，但由于棕榈油价格一度走高，导致贸易商采购积极性提高。市场预期6月棕榈油到港量在32万吨，7月到港量激增至33万吨，其中24度棕榈油进口量可能为24万吨、25万吨上下。

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

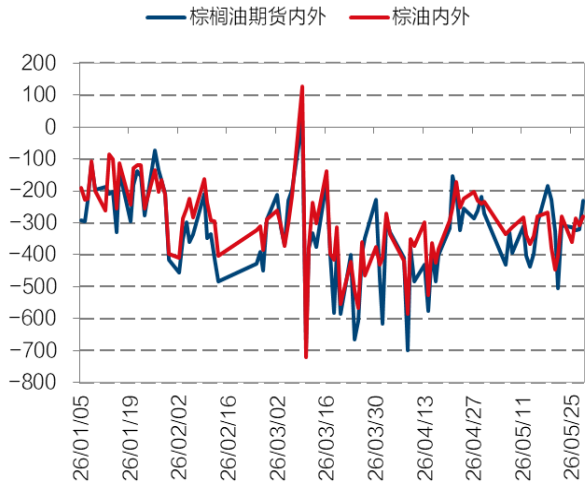


数据来源：粮油商务网 国信期货

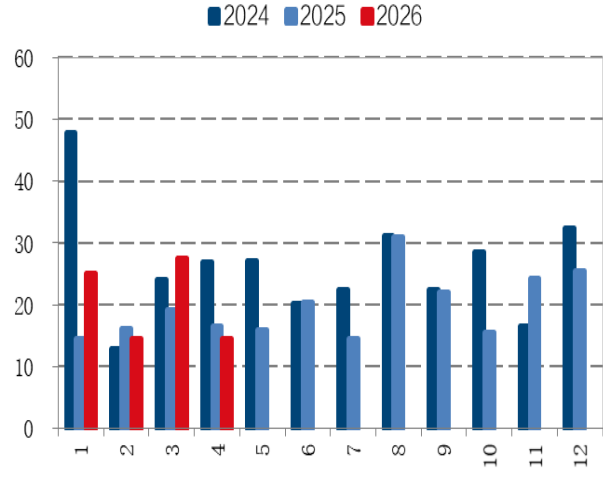
从消费来看，一般而言，夏季棕榈油月均消费量在35万-40万吨上下，2025年以来国内棕榈油月均消费量维持在15万-25万吨上下。对于6月份，棕榈油消费将难有起色，国内棕榈油累库或将延续。

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

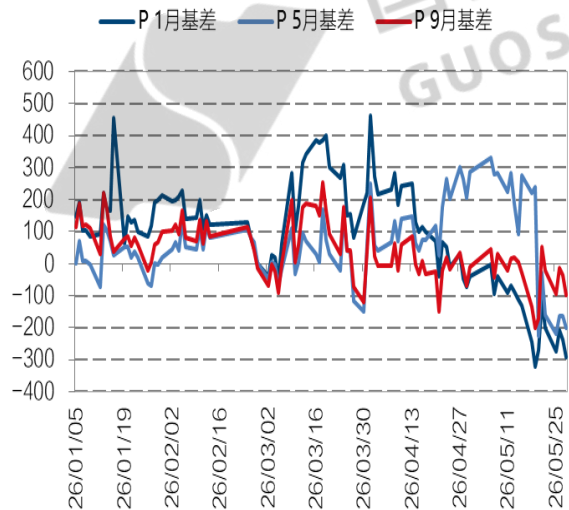


数据来源：粮油商务网 国信期货

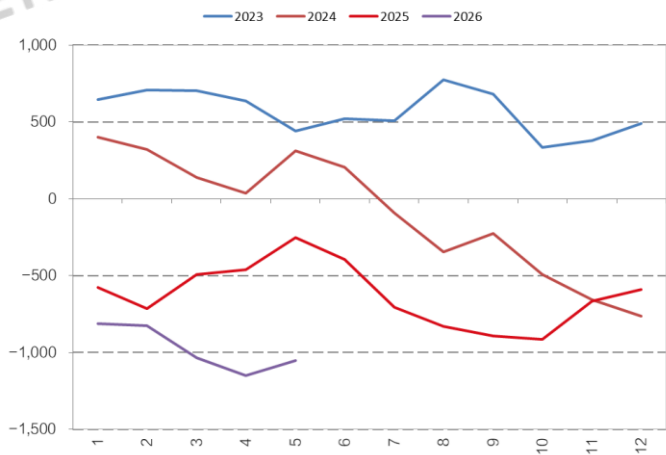
目前国内棕榈油基差在-100~100元/吨之间，由于6月棕榈油累库可能性较大，棕榈油基差仍有继续下滑的可能。从期限结构来看，国内棕榈油或继续近弱远强的局面，P2702合约为最高合约。市场对于厄尔尼诺对棕榈油的影响体现在2027年年初达成一致。从国内豆棕价差来看，6月豆棕价差在正常年份下是逐步走扩。但近两年国内豆棕价差不扩反缩主要是由于天气良好，美豆持续走低。2026年当前国内豆棕价差处于近四年同期低位，从基本面看，印尼出口政策的落地与美豆天气良好预期导致内盘豆棕价差维持低位。关注东南亚天气与美国天气的变化。

图：棕榈油基差

图：豆棕价差季节性走势



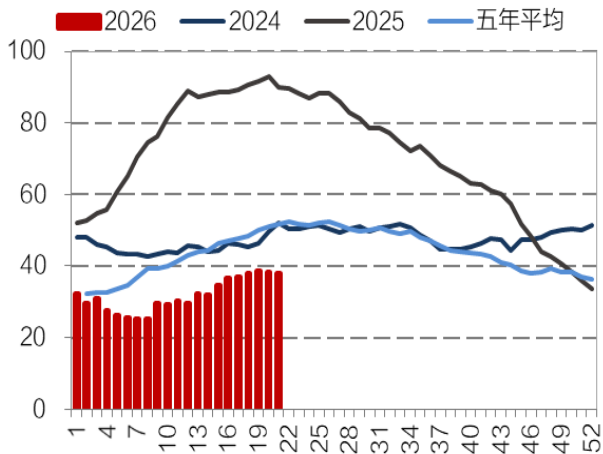
数据来源：IFIND 国信期货



数据来源：IFIND 国信期货

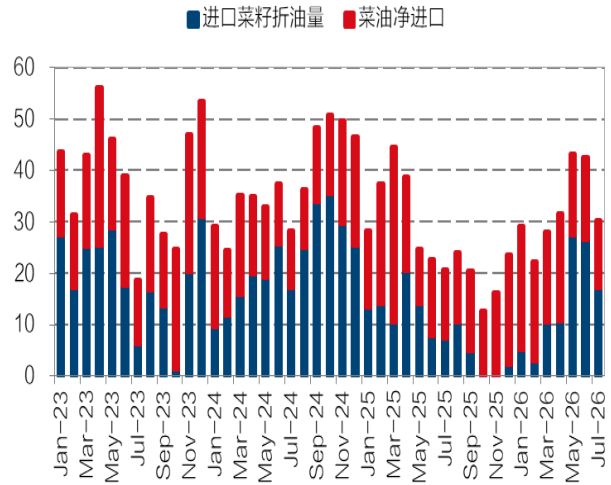
菜油方面，5月以来国内菜油库存先增后降。截至5月23日，国内菜油库存37.94万吨，上年同期90万吨。上月同期为37.05万吨。目前国内菜油库存处于历史同期低位。主要是前期国内进口加拿大菜籽同比下滑所致。按照进口菜籽折油及进口菜油预估来看，6月国内菜籽油可供应量预计在42.5万吨，7月国内菜籽油可供应量预计在30万吨，这较前期月均25万吨的供给量有明显回升。

图：菜油库存



数据来源：粮油商务网 国信期货

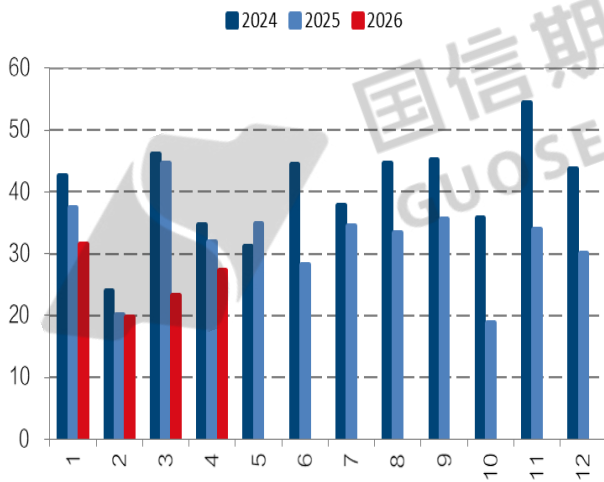
图：进口菜籽折油+进口菜油走势对比



数据来源：粮油商务网 国信期货

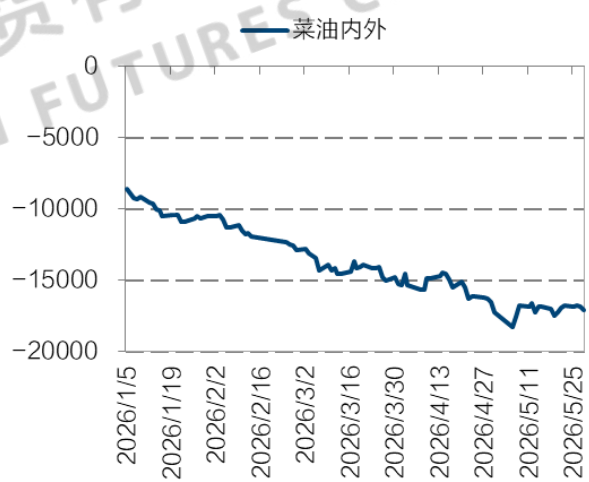
目前国内菜油消费量在25万吨-30万吨之间，由于国内整体油脂需求疲软，菜油消费在6月也难有大的增加，维持在30万吨上下的概率较大。

图：菜油表观消费量



数据来源：粮油商务网 国信期货

图：进口菜油成本

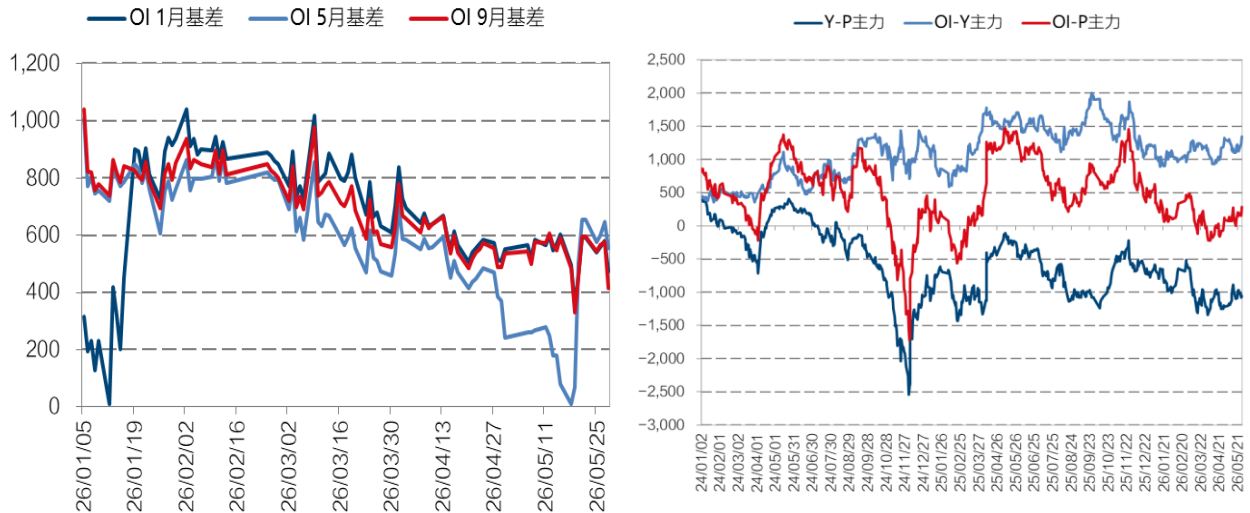


数据来源：粮油商务网 国信期货

国内菜油基差在三大植物油市场中表现最强，这与库存水平偏低有关。当前菜油市场的偏强更多来自外部市场，加菜籽与澳洲菜籽产量可能不及预期，这让菜油获得进口成本支撑。尤其是随着天气溢价炒作的开启，菜油短期走势或将强于其他油脂。

图：菜油基差

图：菜油与其他油脂价差走势



数据来源：IFIND 国信期货

数据来源：IFIND 国信期货

总的来看，6月国内油脂供大于求明显，豆油累库加快，而棕榈油、菜油库存稳中有增。国内油脂需求或与去年同期持平，油脂市场走势可能更多跟随国际油脂而动。成本驱动依然明显。加菜籽与澳洲菜籽或有天气溢价炒作，郑州菜油或强于其他油脂，而连棕油、连豆油则跟随相关油脂高位宽幅震荡加剧。

#### 第四部分 结论及操作建议

蛋白粕方面，国际方面，26/27年度，美豆供求平衡表则面临供给与需求的双重考验。库存在新年度难有大的提升，偏低的库存以及高企的种植成本，则意味着CBOT大豆底部支撑明显，但由于天气尚未出现溢价以及出口的疲软，全球大豆供给库存格局仍在，这使得CBOT大豆上行也缺乏动能。短期在各种变量尚未变化前，CBOT大豆维持1150美分/蒲式耳-1250美分/蒲式耳之间震荡反复。6月美国天气溢价空间有限，需关注中西部北部地区旱情是否扩大。6月底美豆种植面积或有上调的可能。此外中国能否增加采购也是6月影响美豆市场的因素之一。6月美豆优良率成为关注焦点，如果持续超过60%，那么天气可能缺乏溢价空间，美豆维持区间震荡，如果天气一旦出现异常，美豆或有上涨的可能。国内市场，6月份国内进口大豆集中到港，油厂开工高位运行，豆粕累库或将加快。豆粕现货、基差或将持续回落。相对而言连粕的走势或将跟随美豆而动，连粕或将跟随美豆走高，否则连粕底部震荡延续，下方成本支撑显著。连粕主力合约在2900元/吨-3100元/吨之间震荡或将延续。

油脂方面，对于美豆油而言，6月美豆油进入加快去库存阶段。要想完成USDA预估，美豆油需求或将加大，这对美豆油有所支撑。近期国际原油高位震荡回落，美豆油生柴生产利润或将下滑，这可能影响其消费情况。由于CBOT大豆当前利多因素有限，这对美豆油难有较大提振。基金在美豆油净多持仓高企，平仓风险可能对美豆油有所打压。多空博弈中，6月美豆油高位震可能性较大。6月马棕油市场高位震荡的走势或将延续。马棕油5月库存或有回落或给市场带来提振，不过6月产量恢复或给市场压力。对于马棕油市场更多的利多提振来自印尼市场，印尼棕榈油出口的相关政策或将细节落地，这可能给马棕油带来一定的出口提振。6月马棕油市场或将面临印尼棕榈油出口政策不确定性中。全球菜籽主产国加拿大及澳大利亚均面临不利的天气，一个是春播遭遇低温阴雨天气，未来两周降雨依然存在，春播可能继续延误，转种大麦和燕麦的可能性大大增加，一个是强厄尔尼诺来袭澳大利亚高温干旱天气可能来袭。全球菜籽宽松的格局可能有所改观，天气溢价可能在菜籽市场上出现。6月国内油脂供大于求明显，豆油累库加快，而棕榈油、菜油库存稳中有增。国内油脂需求或与去年同期持平，油脂市场走势可能更多跟随国际油脂而动

。成本驱动依然明显。加菜籽与澳洲菜籽或有天气溢价炒作，郑州菜油或强于其他油脂，而连棕油、连豆油则跟随相关油脂高位宽幅震荡加剧。OI2609合约波动区间为9500元/吨-11000元/吨，P2609合约波动区间为9300元/吨-10000元/吨，Y2609合约波动区间为8400元/吨-8700元/吨。操作上保持回调买入，逢低做多的区间波段的思路。套利方面，可以继续参与买油卖粕套利交易。



#### 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.