

农产品组

研究员：陈浩

期货从业证号：F0265695

投资咨询证号：Z0002750

地址：杭州市下城区万寿亭13号

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

12月油脂油料市场展望——

政策与供需稳中藏变 关注减产周期与天气

观点摘要：

国外市场：美大豆供应结构性偏紧，但全球大豆仍较为宽松。美豆压榨创下历史新高，大豆原料需求旺盛，不过美生物柴油政策有不确定性，需求前景仍有不确定性。巴西大豆产区天气总体有利，但阿根廷播种偏慢且出现将整体干燥模式。东南亚将进入季节性减产周期，但出口疲软，不过近期棕油受东南亚洪涝引发减产预期及欧盟政策推迟支撑。印尼B50生物柴油政策推进存不确定性，若产能与补贴瓶颈难破，工业消费支撑或不及预期，反之需求有强劲支持。

油脂：国内豆油受制于国内高库存，餐饮需求复苏乏力，生柴政策不确定性；棕油则面临产地季节性减产周期，马棕油高库但印尼库存偏低，国内冬季食用需求偏弱。但总体上，国内油脂去库存，后期双节备货或带动成交量环比增加，需求或逐渐回暖，油脂经过前期的大幅下跌后或震荡偏强运行，同时关注南美天气异常或生物柴油政策超预期带来的阶段性波动。

豆粕：国内进口大豆持续到港，油厂将维持高开机率，豆粕周度产量保持高位，豆粕库存已攀升至高位，在供应持续增加背景下，库存预计将进一步累积。需求上有刚性支撑与谨慎心态并存态势，虽然养殖存栏提供实际需求基础稳固，但下游养殖业利润情况不佳，可能抑制饲料端实际需求。预计豆粕市场将震荡为主，上行空间受限但下行成本支持，需要重点关注南美天气变化、中美贸易进展等外部因素。

豆二：国内主要港口大豆库存已攀升至近年高位，充足现货供应对。此外，市场对远期大豆到港增加预期也限制了市场的看涨情绪，预计豆二震荡为主，重点关注USDA月度供需报告、南美大豆产区天气变化以及国内油厂实际采购节奏。

风险点：1、南美豆产区天气。2、棕油产销。3、美生物柴油政策及B40/50执行情况。4、中美贸易进展。5、大豆到港。

相关报告

11月报：政策与库存博弈，油脂豆粕何去何从？

10月报：供应宽松主导，豆系承压、油脂分化

9月报：油脂高库存弱反弹，豆粕供应压力施压价格

8月报：油粕高供应压制下的分化博弈与结构性机会

7月报：油粕面临库存、政策与天气三重博弈

6月报：粕供应压力增加，油脂静待产地变化

5月报：大量大豆到港，油粕供应压力或逐步增加

4月报：大豆供应拐点或现，产地棕油进入增产周期

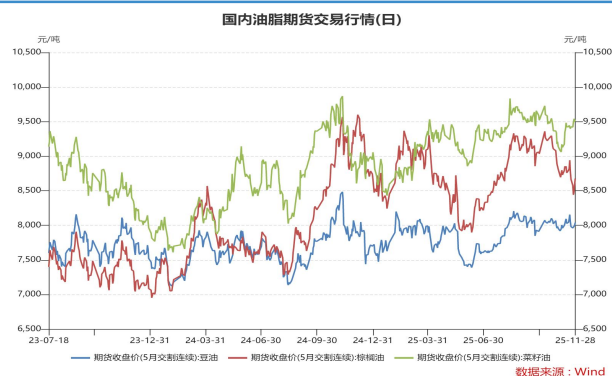
3月报：大豆原料到港偏低，关注B40执行力度

一、行情回顾

11 月上中旬，受马棕油高库存、出口疲软以及国内库存充足影响，油脂承压下行，下旬，因巴西大豆进口受阻、东南亚天气引发产量担忧以及国际原油价格上涨带动，市场情绪回暖，豆油和棕油期价反弹，菜籽油因供应偏紧表现相对抗跌。豆粕全月波动相对平缓，窄幅震荡。市场多空因素交织，一方面国内大豆压榨量维持高位，豆粕库存充裕压制价格；另一方面，市场持续关注美豆采购进度及南美天气，为价格提供一定支撑。

图 1： 国内油脂期货走势

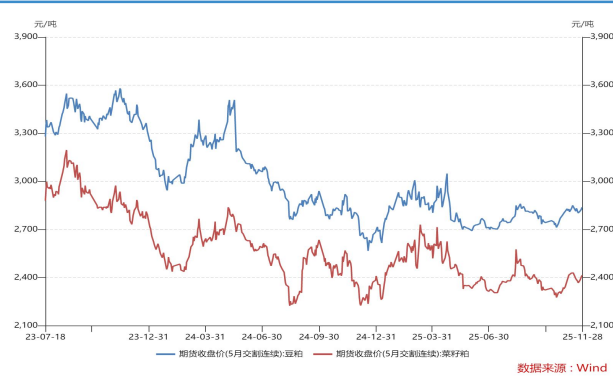
单位：元/吨



数据来源：Wind 新世纪期货

图 2： 国内粕类期货走势

单位：元/吨



数据来源：Wind 新世纪期货

二、国外油脂油料市场供需

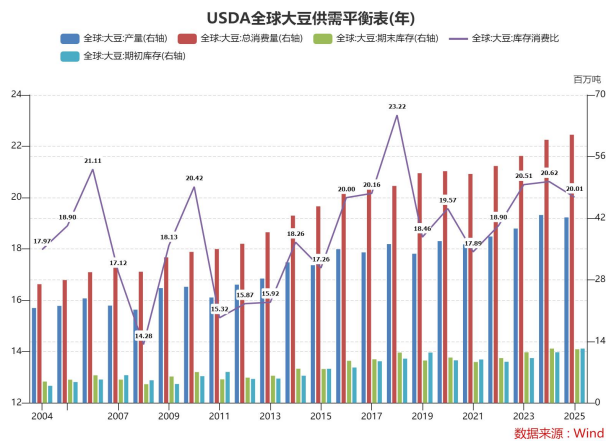
1、美豆偏紧，全球大豆供应充裕

11 月 USDA 发布的大豆供需报告呈现利多出尽特征。报告将 2025/26 年度美国大豆单产从 9 月预估的 53.5 蒲/英亩下调至 53.0 蒲/英亩，产量相应下调 4800 万蒲式耳至 42.53 亿蒲式耳，下调幅度未超市场预期，供应量收窄。同时，受南美竞争加剧及中国未来采购具有很大不确定性影响，美豆出口预估下调 5000 万蒲至 16.35 亿蒲，而美国国内因受生物燃料政策推动，压榨需求强劲，国内压榨量维持 25.55 亿蒲式耳，同比增 4.5%；最终期末库存微降至 2.9 亿蒲式耳，库存消费比降至 6.74%，为三年低位，反映美国国内供应结构性偏紧。虽然美国大豆供应面小幅收紧，但全球大豆期末库存仍处于 1.2199 亿吨相对高位，同比增 1.1%，结束连续三年累库趋势，转为温和去库。市场关注焦点已从美国产量转向南美新作，巴西的丰产预期和阿根廷出口增加使得全球供应前景保持充裕，特别是巴西产量预估维持在 1.75 亿吨丰产水平，阿根廷产量 4850 万吨，阿根廷出口预估上调至 825 万吨。这些数据表明，尽管美豆产量下调，但全球大豆供需格局依然宽松。

12 月，市场将重点关注南美产区的天气状况与播种进度。当前巴西播种进展正常，但阿根廷因土壤湿度过大导致播种偏慢，拉尼娜天气对南美单产的影响将成为评估重点。此外，中美贸易协议的实际执行情况与美豆出口销售数据将是另一大看点，若中国采购量能切实回升，USDA

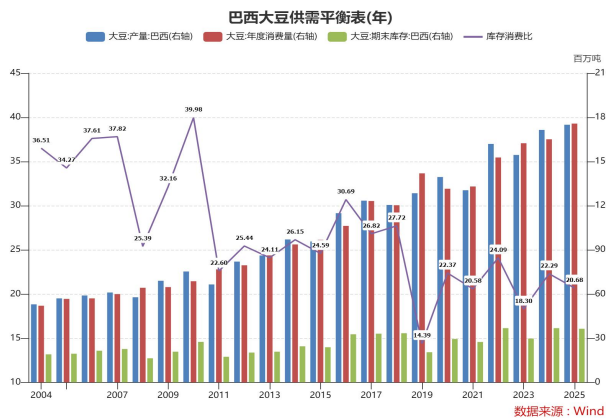
可能上调出口预估。预计 CBOT 大豆主力合约将区间震荡，中长期在南美丰产背景下，全球大豆供需转向宽松的趋势可能使价格重心下移。不过要警惕以下风险，一是南美天气异常，若拉尼娜气候导致巴西南部或阿根廷出现严重干旱，可能引发天气升水行情。二是中美贸易关系如出现波折，将直接影响美豆出口预期。此外，巴西雷亚尔汇率若继续贬值，将增强巴西大豆的价格竞争力，加剧国际市场供应压力。这些因素都可能改变当前大豆市场的运行逻辑，需要保持密切关注。

图 3： 全球大豆供需平衡



数据来源：USDA 新世纪期货

图 5： 巴西大豆供需平衡



数据来源：USDA 新世纪期货

图 7： 巴西大豆月度出口累计 单位：万吨

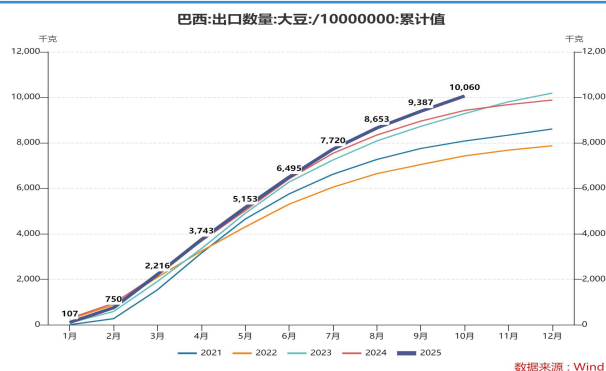
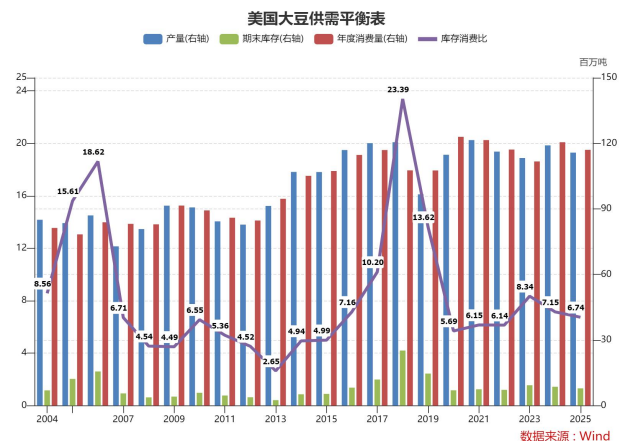
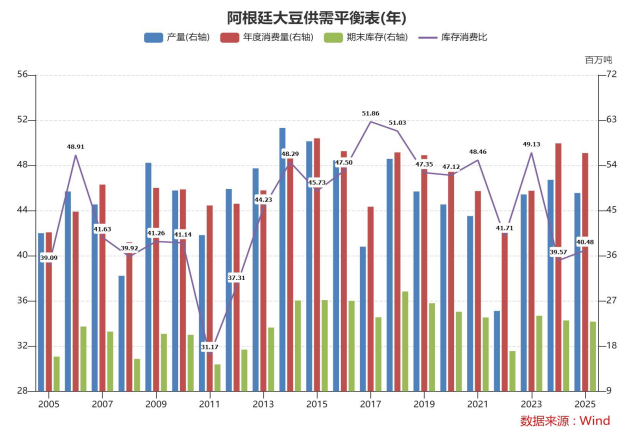


图 4： 美国大豆供需平衡



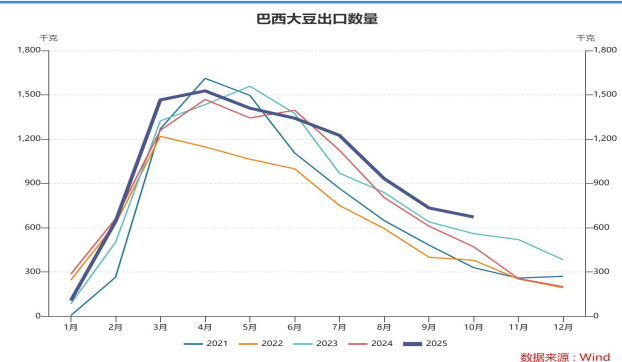
数据来源：USDA 新世纪期货

图 6： 阿根廷大豆供需平衡



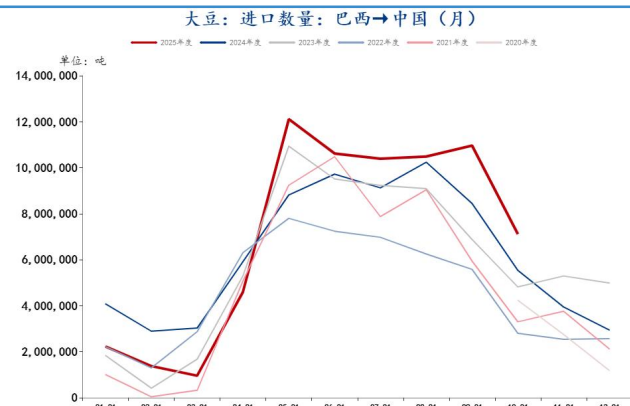
数据来源：USDA 新世纪期货

图 8： 巴西大豆月度出口



数据来源: USDA 新世纪期货

图 9: 巴西大豆出口累计至中国

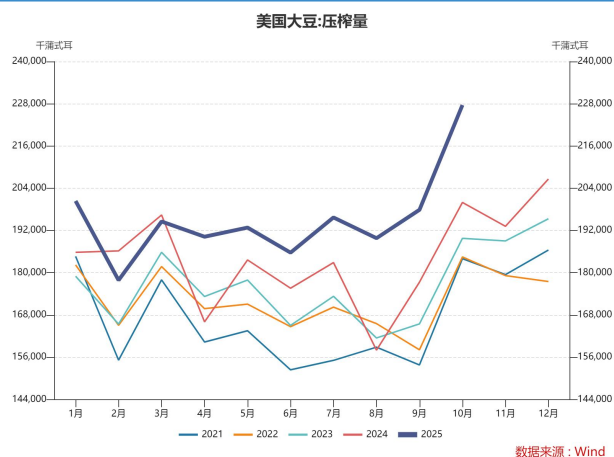


数据来源: MYsteel 新世纪期货

2、美豆国内压榨创纪录支撑市场, 对华出口竞争力缺失制约发展

大当前美豆需求正经历结构性转变, 核心驱动力从传统出口市场加速转向由国内生物燃料政策主导的压榨需求。国内压榨需求强劲, 成为市场核心支撑。受美国环保署提高生物燃料掺混义务量的政策驱动, 豆油需求持续增长, 推动大豆压榨量创下历史新高。2025 年 10 月压榨量达 2.276 亿蒲式耳, 环比增长 15.1%。然而, 压榨利润整体承压, 主要因豆粕出口面临阿根廷零关税大豆的激烈竞争, 同时豆油供应增加后也受到南美价格的压制。对华出口断崖式下跌, 缺乏商业竞争力。受高额关税影响, 美豆到岸成本较巴西大豆高出约 500 元/吨, 导致商业采购几乎停滞。尽管近期中美高层互动后出现政策性采购, 但规模有限且无法扭转根本局面。出口的实质性恢复完全取决于后续关税谈判能否取得突破。综合来看, 美大豆产业正试图通过扩大国内压榨来减少对出口市场的依赖, 但面临挑战。国内压榨产能的扩张尚不足以完全消化出口缺口, 且压榨利润受到国际价格的持续挤压, 中长期发展则取决于美国生物柴油政策的持续性以及中美贸易关系的演变。

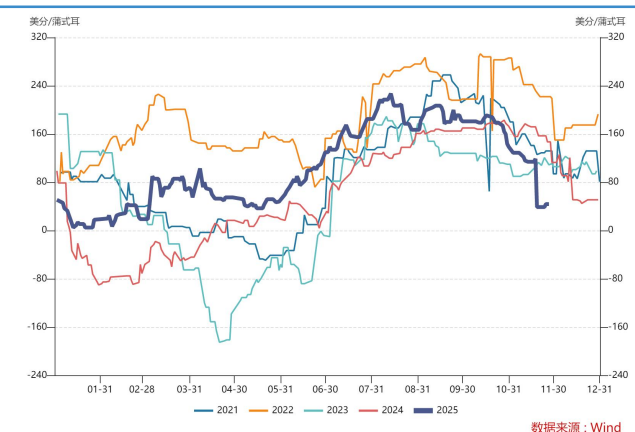
图 11: 美国大豆月度压榨量 单位: 千蒲式耳



数据来源: wind 新世纪期货

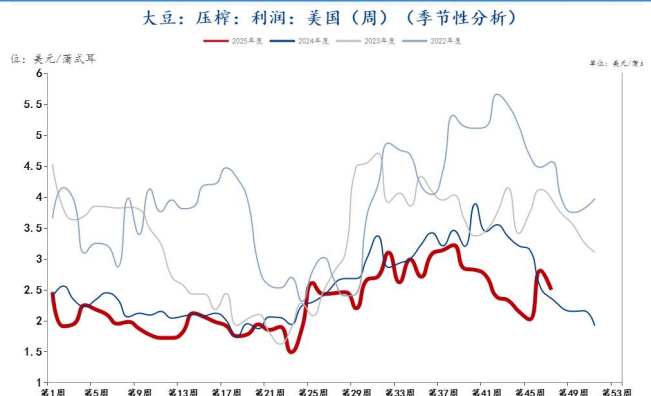
数据来源: USDA 新世纪期货

图 10: 出口至中国巴西大豆升贴水



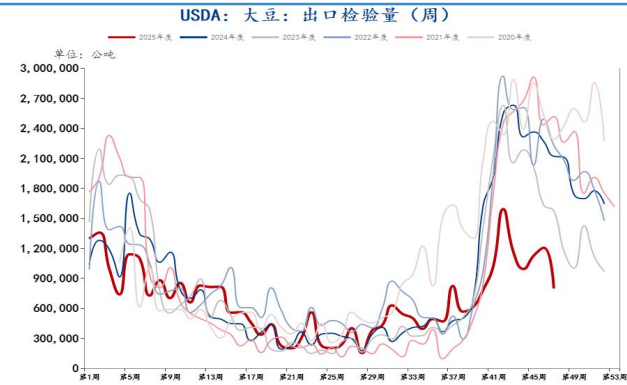
数据来源: wind 新世纪期货

图 12: 美国内大豆压榨利润 单位: 美元/蒲式耳



数据来源: mysteel 新世纪期货

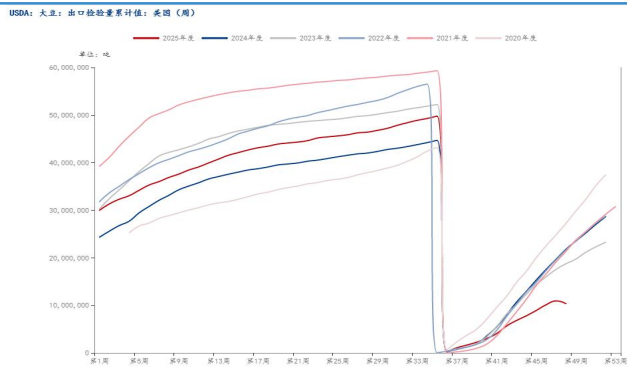
图 13: 美豆周度出口



数据来源: USDA 新世纪期货

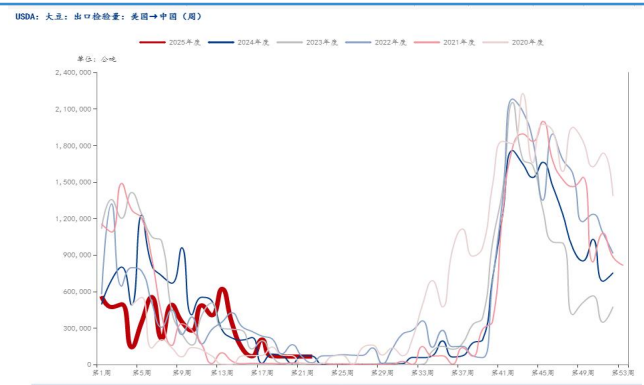
图 15: 美国大豆出口累计

单位: 吨



数据来源: USDA 新世纪期货

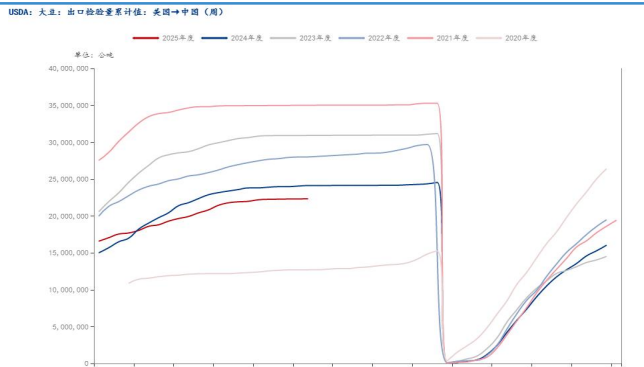
图 14: 美豆周度出口至中国



数据来源: USDA 新世纪期货

图 16: 美国大豆出口中国累计

单位: 公吨



数据来源: USDA 新世纪期货

3、巴西丰产预期强烈，阿根廷拉尼娜威胁加剧

12 月全球大豆市场的核心将锁定在南美产区天气演变上。巴西丰产潜力与阿根廷减产风险共同构成了当前市场主要矛盾，将决定未来一段时间内全球大豆的供需格局和价格走向。

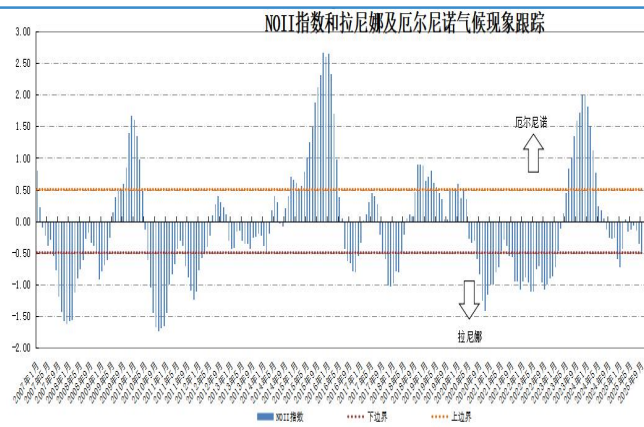
巴西区域性天气风险下的丰产预期。截至 11 月下旬，巴西 2025/26 年度大豆播种进度达到 78%，虽略低于去年同期的 83.3%，但明显快于五年均值 67.2%，整体播种进展顺利。目前各主流分析机构仍维持约 1.776 亿吨的创纪录产量预期，这为全球大豆供应充裕的基调提供了有力支撑。然而，产区天气呈现明显分化。中西部地区前期曾受干旱困扰，但近期降雨已有效缓解墒情，有利于作物出苗和早期生长。南部产区正面临过量降雨和低温天气的挑战，部分低洼农田出现积水，对苗期生长构成威胁。12 月天气展望显示，中西部产区降雨将趋于规律，有利于作物生长；但南部产区仍需防范持续强降雨可能引发的局部洪涝，可能对单产造成负面影响。尽管存在区域性风险，市场对巴西实现创纪录产量仍抱有较强信心。

阿根廷拉尼娜阴影下的减产威胁。阿根廷大豆生产形势更为严峻。受拉尼娜现象影响，核心产区持续高温少雨，截至 11 月下旬播种进度仅为 12.9%，显著落后于去年同期 20.1%。世界气象组织预测，拉尼娜在 10-12 月出现的概率已升至 60%，这通常会给阿根廷大豆产区带来干燥天气。其影响已经显现，播种进度严重滞后，土壤墒情持续恶化，预计 12 月产区将维持高温

少雨模式，预测影响大豆生长，市场可能会进一步下调阿根廷产量预估，这将成为支撑全球大豆价格的关键潜在利多因素。

总体上，巴西丰产前景奠定了全球供应宽松的基础，限制了价格上涨空间；而阿根廷减产风险以及巴西南部洪涝担忧，则为市场注入了明显的天气升水。这使得大豆价格，特别是远月合约，对任何南美产区的不利天气消息都保持高度敏感。12月市场需重点关注巴西南部降雨强度及阿根廷干旱的实际发展，这些因素将成为影响价格走向的关键变量。

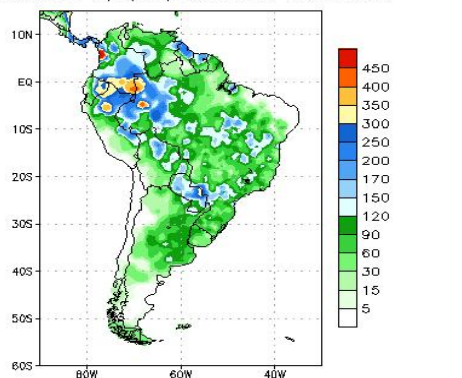
图 17: NOII 指数和拉尼娜及厄尔尼诺气候现象跟踪



数据来源: USDA 新世纪期货

图 19: 南美未来 1-30 天降水及距平

Accumulated Prcp (mm) 31OCT2025-29NOV2025

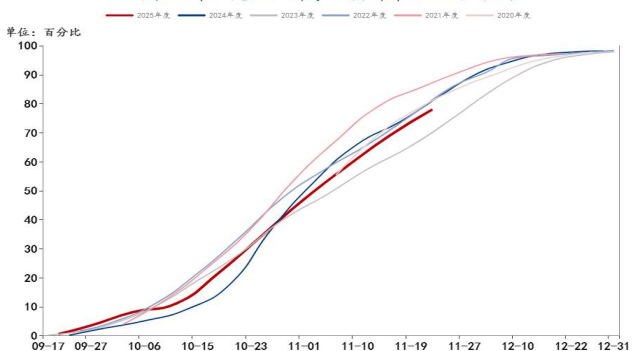


Data Source: CPC Unified (gauge-based & 0.5x0.5 deg resolution) Precipitation Analysis

数据来源: NOAA 新世纪期货

图 21: 巴西大豆播种进度

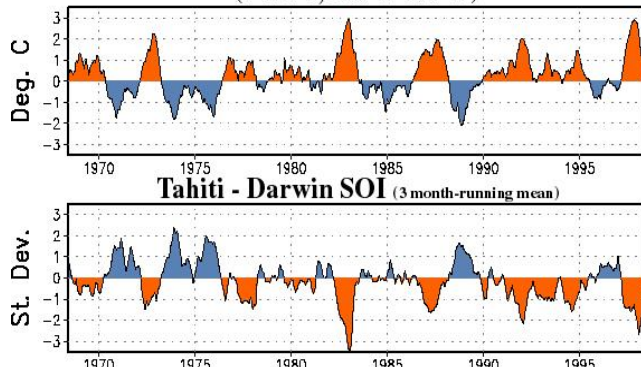
巴西农业部: 大豆: 种子: 播种率: 巴西 (日)



数据来源: mysteel 新世纪期货

图 18: 南方涛动指数

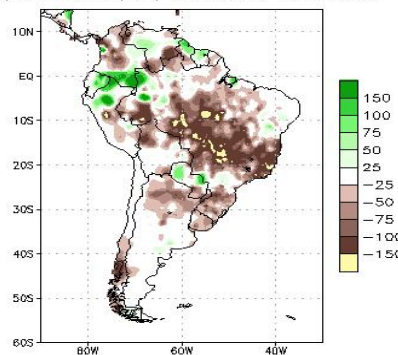
Ocean Temperature Departures (°C) for Niño 3.4 (5°N-5°S, 170°W-120°W)



数据来源: wind 新世纪期货

图 20: 南美未来 1-30 天降水异常(毫米)

Prcp Anomalies (mm) 31OCT2025-29NOV2025

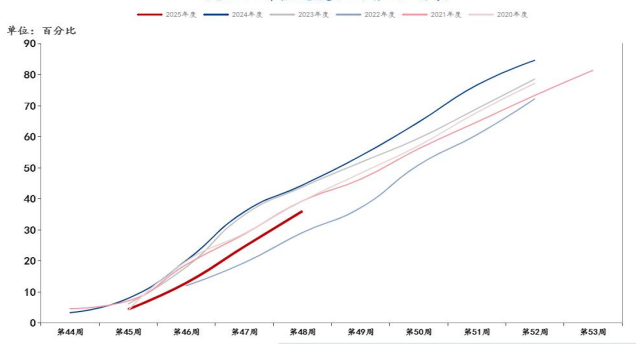


Data Source: CPC Unified (gauge-based & 0.5x0.5 deg resolution) Precipitation Analysis Climatology (1991-2020)

数据来源: NOAA 新世纪期货

图 22: 阿根廷大豆播种进度

大豆: 种植进度: 阿根廷 (周)



数据来源: mysteel 新世纪期货

4、马棕油减产季与高库存博弈

10 月马棕油报告呈现高产高销，但供大于求格局。MPOB10 月份产销数据显示，马棕油产量达到 204.3 万吨，环比大增 11.02%，创下 2015 年 8 月以来最高水平，显著高于市场预期的 194-195 万吨。与此同时，出口表现强劲，环比增长 18.58%至 169.2 万吨，远超市场预期，显示价格下跌带来的豆棕价差扩大有效刺激了需求。然而，国内消费环比下降 15.41%至 28.2 万吨，处于预期下限，进口量也大幅减少 53.73%。尽管出口增长明显，但供应增量远超过需求增长，导致期末库存攀升至 246 万吨，环比增加 4.44%，创下 2019 年 4 月以来最高水平。

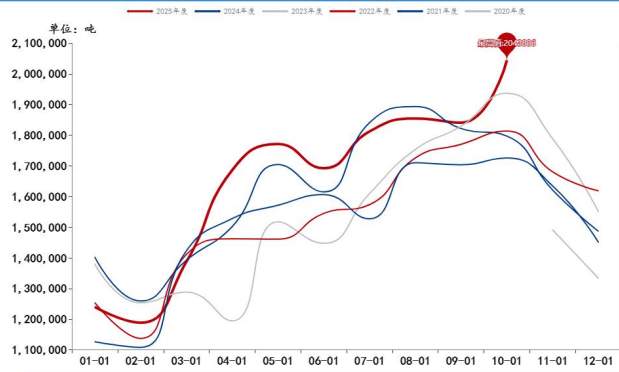
12 月棕榈油市场将进入关键转折期，马棕油面临减产季与高库存博弈。一方面，主产区开始进入传统的减产周期，历史数据显示每年 11 月至次年 2 月，受雨季影响，马来和印尼的棕榈油产量将逐步下降，减产幅度将直接影响库存压力能否缓解。如果马棕油产量能够环比下降 10%-12%，符合季节性规律，库存压力可能得到边际缓解；另一方面，库存压力依然显著，马来西亚 10 月底库存创下 2019 年 4 月以来新高，这种高库存遭遇减产季的独特格局，使得 12 月市场价格走势充满不确定性。需求端面临季节性转换，船运机构数据显示，11 月马棕榈油出口量环比下降 15.89-19.68%，印度在排灯节后采购明显放缓。12 月，中国作为主要进口国，冬季棕油食用需求进入季节性淡季，进一步加大了需求端的压力，而国际原油价格疲软降低了生物柴油的经济性，对棕榈油工业需求形成压制。同时豆油等其他植物油的价格竞争，特别是阿根廷豆油的价格优势，继续分流棕油传统需求市场。

5、印尼库存偏低，生物柴油需求存在不确定性

9 月份印尼棕油产量和出口量环比大幅下滑，主要受季节性降雨和出口节奏波动的影响，消费量微降，主要因生物柴油和食品行业需求小幅减少，但库存仍环比略有增加。GAPKI 数据显示，9 月印尼棕油产量为 393.2 万吨，环比下降 22.3%；出口量为 220 万吨，环比大幅减少 36.7%。不过，今年 1-9 月累计产量达到 4333.5 万吨，同比增长 11.3%，显示整体生产态势依然稳健。国内消费量微降 2.2%至 205.3 万吨，月末库存小幅上升至 259.2 万吨。展望未来，GAPKI 维持乐观预期，预计 2025 年全年产量将增长约 10%，达到 5600-5700 万吨，出口量有望增至 3000-3100 万吨，主要得益于印尼 B40 生物柴油政策的持续推进，为国内工业消费提供稳定支撑，而 B50 的预期则是提振全球油脂重要支撑力量。不过国内有反对生物柴油政策的声音，但印尼政府仍坚持推进 B50 计划，能源部长强调，这是国家能源主权战略一部分，旨在减少柴油进口依赖，将会分阶段实施。因此 B50 计划仍面临多重挑战。一是产能缺口。B50 计划需要新增 300 万千升生物柴油产能，但目前仅有两座新建工厂在建，无法满足需求。二是，随着掺混比例提高，所需的补贴额度将急剧增加。

图 23: 马棕油月度产量

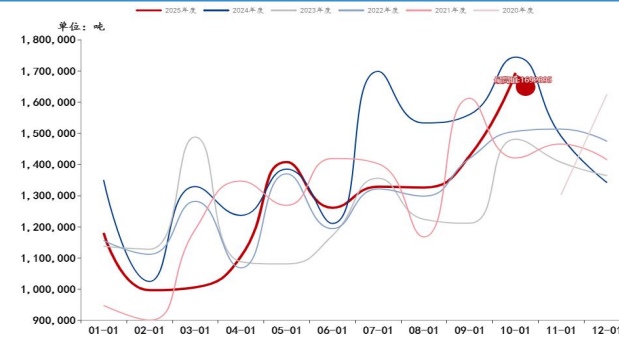
单位: 吨



数据来源: MPOB 新世纪期货

图 25: 马棕油月度出口

单位: 吨



数据来源: MPOB 新世纪期货

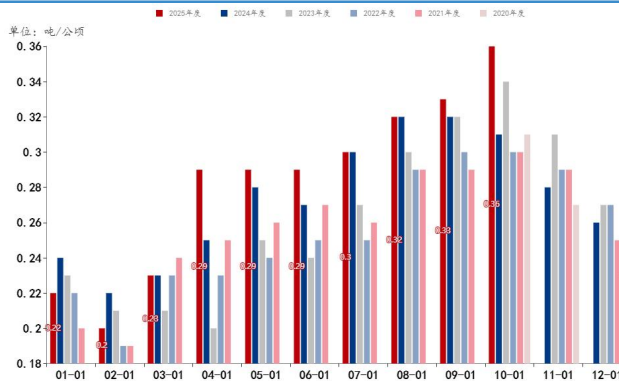
图 27: 马来棕油产量

日期	油棕鲜果串单产	出油率	棕榈油产量
2025年10月	1-10日 +6.02%	+0.11%	+6.59%
	1-15日 +5.76%	+0.21%	+6.86%
	1-20日 +1.45%	+0.24%	+2.71%
	1-25日 +1.63%	+0.22%	+2.78%
	1-31日 +4.50%	+0.20%	+5.55%
2025年11月	1-10日 -4.14%	-0.40%	-2.16%
	1-15日 +1.82%	+0.43%	+4.09%
	1-20日 +7.96%	+0.45%	+10.32%
	1-25日 +3.34%	+0.41%	+5.49%
	1-30日 -2.09%	+0.36%	-0.20%

数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 29: 马来棕油单产

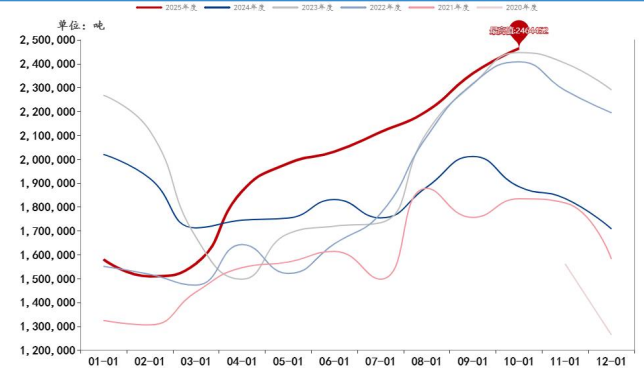
单位: 吨/公顷



数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 24: 马棕油月度库存

单位: 吨



数据来源: MPOB 新世纪期货

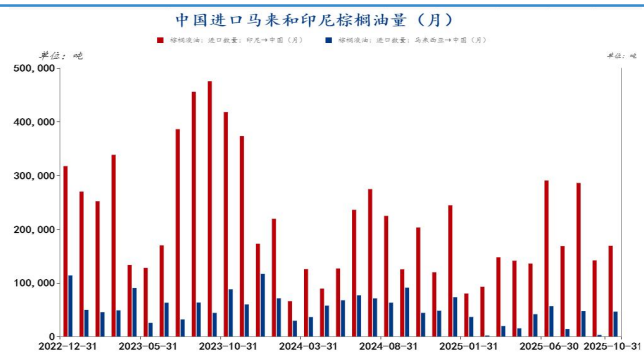
图 26: 马棕油出口船运机构数据

单位: 吨

日期	ASA	环比上月同期	ITS	环比上月同期	SGS	环比上月同期
2025年10月	1-10日 495415	+19.37%	523602	+9.86%	377490	+54.12%
	1-15日 781006	+12.26%	862724	+16.17%	606292	+49.82%
	1-20日 965066	+2.45%	1044784	+3.44%	793571	+41.75%
	1-25日 1182216	-0.27%	1283814	-0.36%	985301	+23.79%
	1-31日 1501945	+4.31%	1639089	+5.19%	1282036	+26.54%
2025年11月	1-10日 448328	-9.50%	459320	-12.28%	190533	-49.53%
	1-15日 702692	-10.03%	728995	-15.50%	334295	-44.86%
	1-20日 828680	-14.13%	831005	-20.46%	471222	-40.62%
	1-25日 987978	-16.43%	1041935	-18.84%	583574	-40.77%
	1-30日 1263298	-15.89%	1316455	-19.68%		

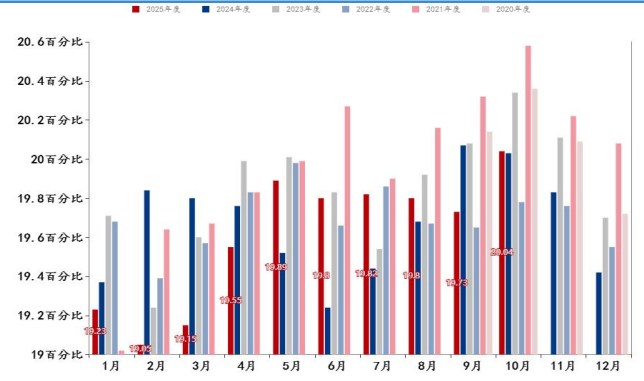
数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 28: 中国进口马来和印尼棕油量



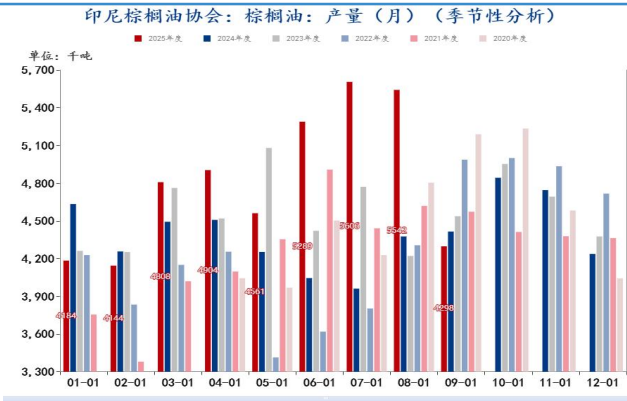
数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 30: 马棕油出油率



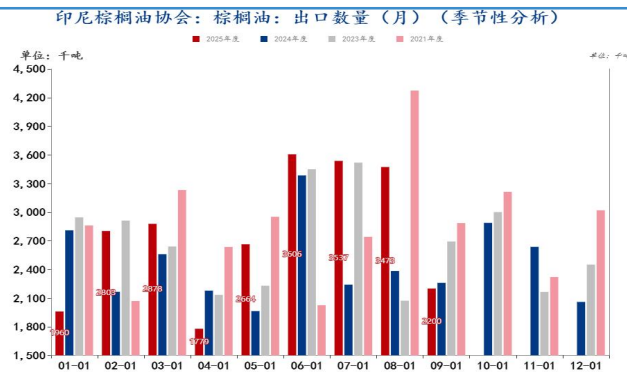
数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 31: 印尼棕油月度产量 单位: 千吨



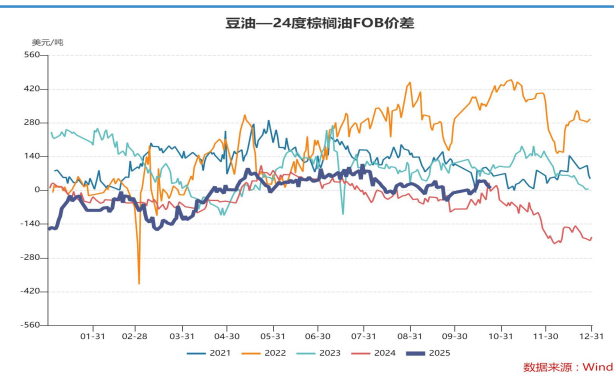
数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 33: 印尼棕油月度出口量 单位: 千吨



数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 35: 豆油-24度棕榈油 FOB 差 单位: 美元/吨



数据来源: Wind 新世纪期货

图 37: 印度植物油库存

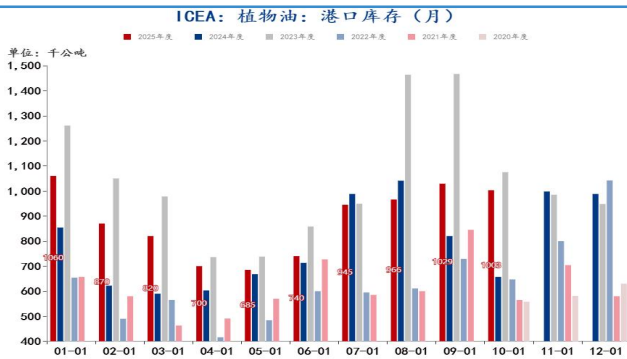
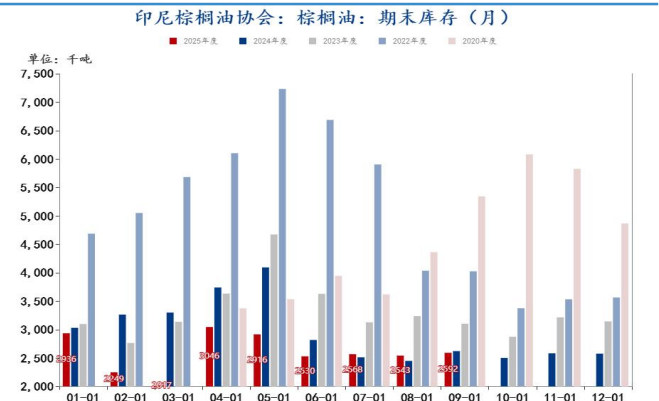
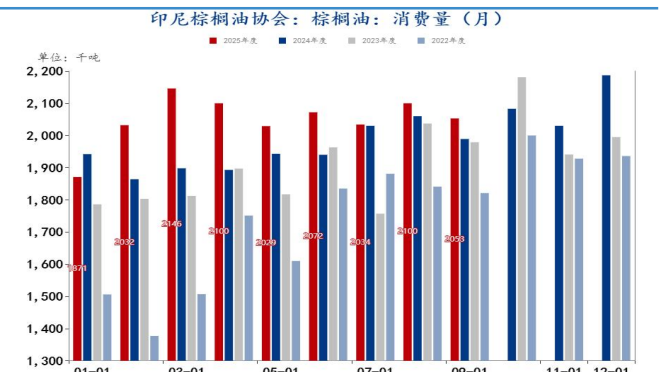


图 32: 印尼棕油月度库存 单位: 千吨



数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 34: 印尼棕油月度消费 单位: 千吨



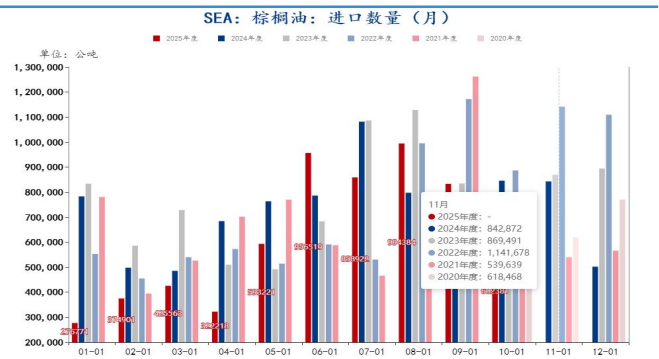
数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 36: POGO 价差 单位: 美元/吨



数据来源: Wind 新世纪期货

图 38: 印度初榨棕榈油进出口量



数据来源: mysteel 新世纪期货

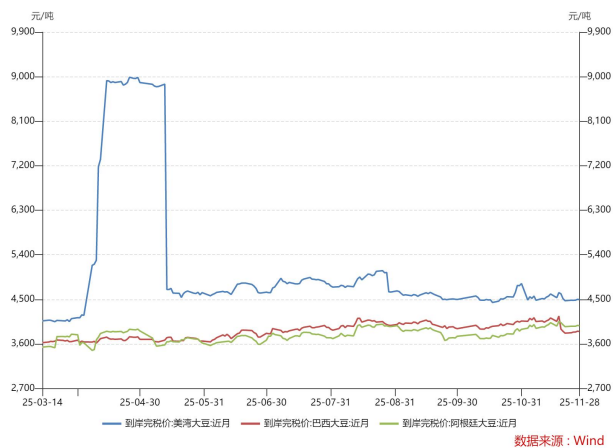
数据来源: mysteel 新世纪期货

三、国内油脂油料供需

1、大豆供应宽松格局延续

中国近月船期进口大豆采购进度进一步加快, 巴西仍是主要供应国, 中美元首通话后, 中国对美豆采购加快, 10 月底以来, USDA 确认对华大豆销售量达到了 225.4 万吨, 私营机构预测中国采购量位于 350-400 万吨, 但目前美国大豆价格高企, 相对巴西供应缺乏竞争力, 商业采购积极性受限。11 月到港预估 900-920 万吨, 12 月 800-820 万吨, 由于前期累计到港充裕, 四季度国内大豆供应整体仍将维持宽松格局。明年 1 月份到港预计在 600-630 万吨, 11 月起国内大豆到港量进入高位回落通道, 预计供应压力将逐步缓解。贸易商数据显示, 截至 11 月中旬, 11 月大豆船期采购目标已完成, 12 月采购进度跳增至逾 90%, 明年 1 月船期采购进度也迅速增至 46%, 明年 2-3 月船期采购推进速度依然缓慢。短期内, 高到港量和高库存将继续压制大豆及豆粕价格, 市场需密切关注南美产量前景和国内需求变化。

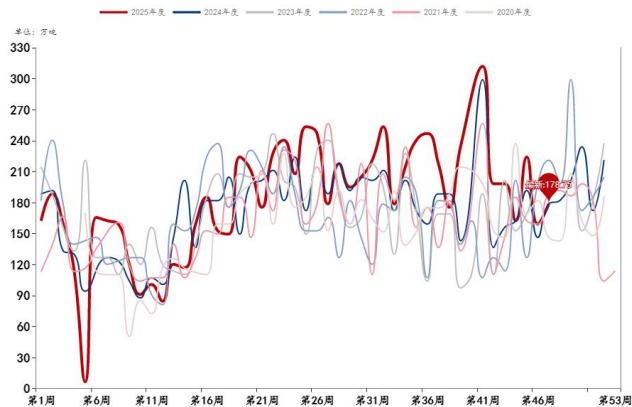
图 39: 三大产区豆到岸完税价 单位: 元/吨



数据来源: Wind 新世纪期货

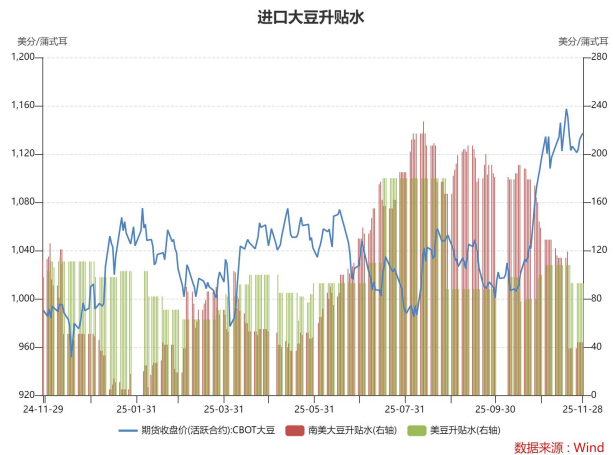
图 41: 周度大豆到港量 单位: 万吨

大豆: 111 家样本企业: 到港量: 中国 (周) (季节性分析)



数据来源: mysteel 新世纪期货

图 40: 进口大豆升贴水 单位: 美分/蒲



数据来源: Wind 新世纪期货

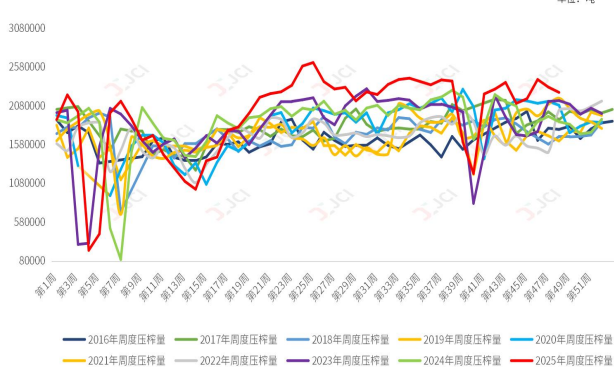
图 42: 国内大豆压榨利润 单位: 元/吨



数据来源: Wind 新世纪期货

图 43： 全国主要油厂大豆周压榨量

单位：吨

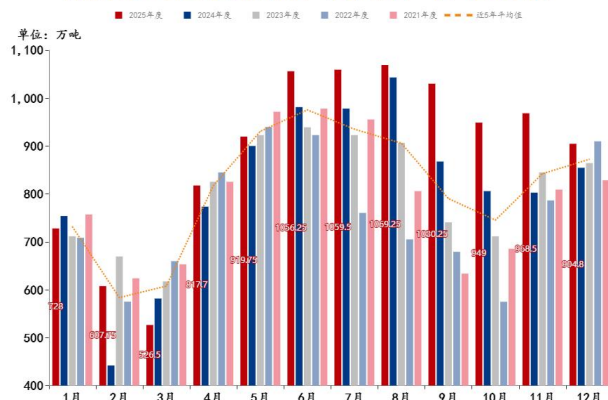


数据来源：JCI 新世纪期货

图 45： 进口大豆到港预测值

单位：万吨

大豆：进口到港数量预测值：中国（月）（季节性分析）



数据来源：Mysteel 新世纪期货

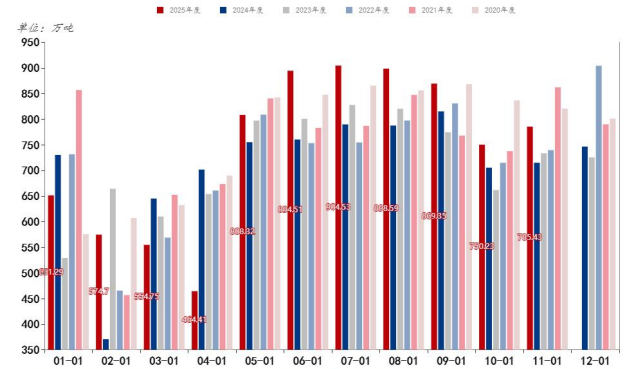
2、油脂库存同比偏高需求分化

国内三大油脂商业库存总体小幅下降，持续去库存，但同比仍处于相对高位，供应面依旧宽松。豆油供给保持高位，全国大豆原料库存充足支撑供应，油厂开机率高位，同时 12 月豆油进口量约 15 万吨，主要来自南美市场，尽管国内外价差倒挂，但贸易商低价采购推动进口补充，供给压力持续。需求端则表现疲软，受经济复苏缓慢影响餐饮用油需求同比下滑，家庭消费以刚需为主，终端随用随采，不过，随着 12 月下旬“双节”备货带动成交量环比增加，需求或逐步回暖，叠加国内部分油厂因胀库限产，豆油或持续去库存，但美国特朗普政府推迟生物燃料补贴政策削弱生柴需求预期及国内高库存压制价格反弹空间。棕油市场则面临产地减产，供应充裕与国内累库的双重压力。供给端，12 月进口量约达 32 万吨，主因前期低价采购订单集中到港，港口库存同步攀升至中高位。需求上，冬季气温下降导致棕油勾兑需求减少，但包装油春节前备货支撑部分采购。不过豆棕价差缩窄至-500 元/吨左右，豆油性价比提升挤占其市场份额。Mysteel 调研显示，截至 11 月 28 日，全国重点地区豆油商业库存 117.88 万吨，同比增加 12.58 万吨（+11.95%）；棕油商业库存 65.35 万吨，同比增加 17.08 万吨（+35.38%）。

图 44： 国内大豆月度压榨量

单位：百万吨

压榨厂：大豆：111家样本企业：压榨量：中国（月）（季节性分析）

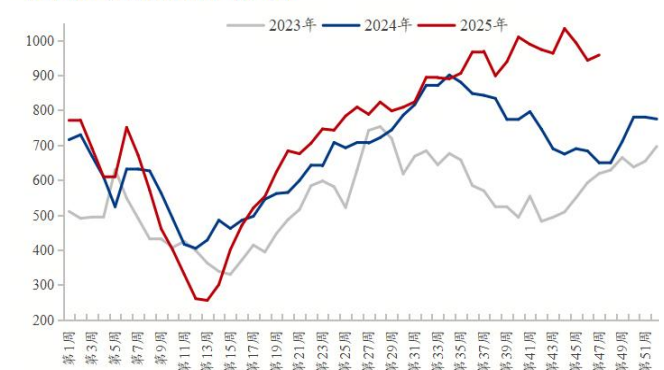


数据来源：mysteel 新世纪期货

图 46： 全国港口大豆库存

单位：万吨

全国港口大豆库存统计（万吨）

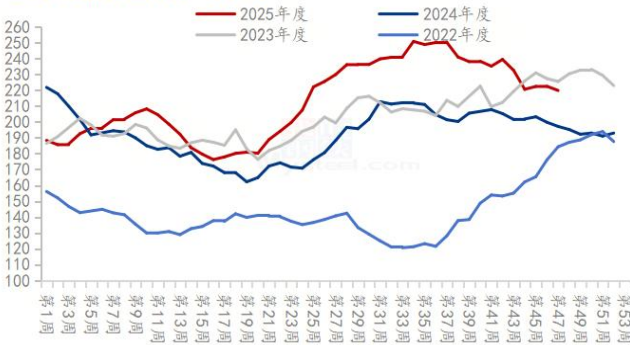


数据来源：mysteel 新世纪期货

图 47: 三大油脂库存

单位: 万吨

三大油脂商业库存 (万吨)

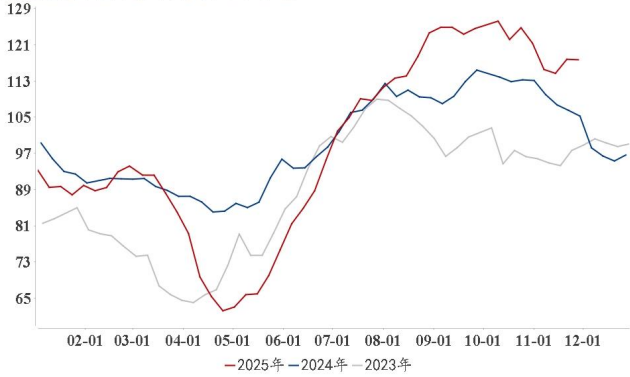


数据来源: mysteel 新世纪期货

图 49: 油厂豆油库存

单位: 万吨

全国重点地区豆油商业库存 (单位: 万吨)

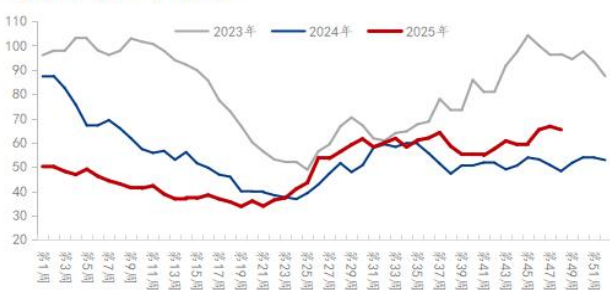


数据来源: mysteel 新世纪期货

图 51: 棕榈油库存

单位: 万吨

棕榈油季节性库存 (万吨)



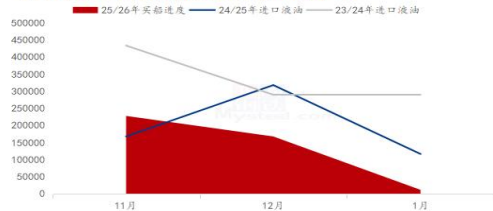
数据来源: mysteel 新世纪期货

图 53: 我国棕榈油月度进口预估

单位: 吨

截至11月28日中国棕榈油月度买船进度统计 (单位: 吨)			
船期	25/26年买船进度	24/25年进口液油	23/24年进口液油
11月	228000	168140.36	433615.01
12月	168000	318062.79	289999.98
1月	12000	116862.64	290839.98

截至11月28日中国棕榈油月度买船进度统计 (单位: 吨)

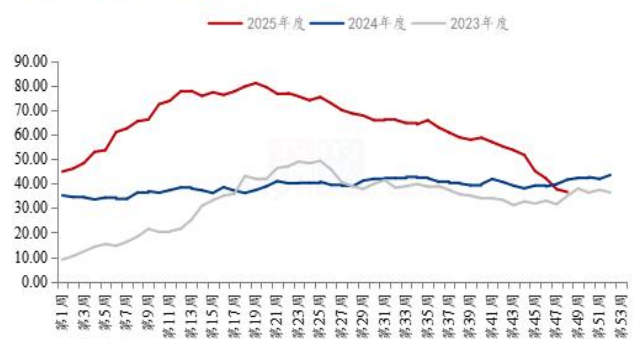


数据来源: Wind 新世纪期货

图 48: 全国菜油库存

单位: 万吨

全国菜油库存统计 (万吨)

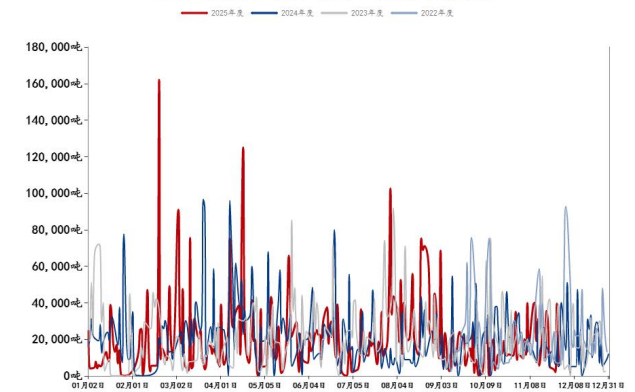


数据来源: mysteel 新世纪期货

图 50: 豆油成交

单位: 吨

豆油: 成交量: 中国 (日) (季节性分析)

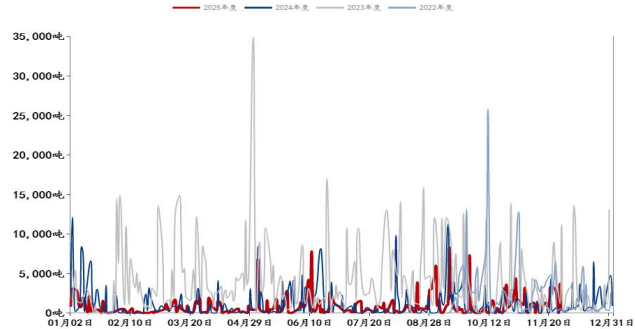


数据来源: mysteel 新世纪期货

图 52: 24度棕榈油成交

单位: 吨

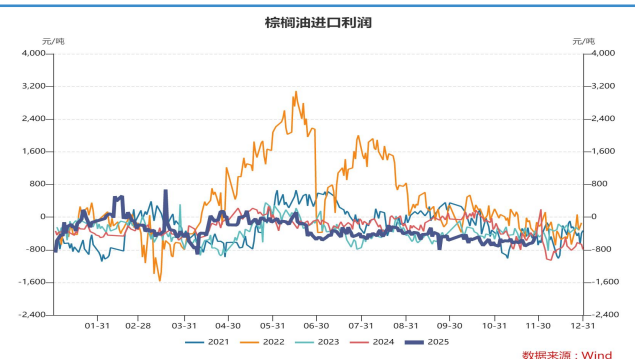
棕榈油: 24度: 成交量合计 (日) (季节性分析)



数据来源: mysteel 新世纪期货

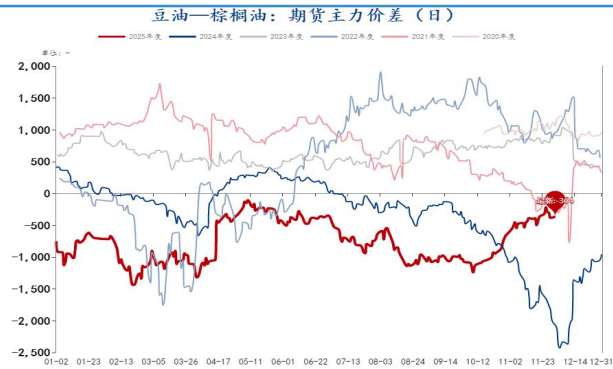
图 54: 棕榈油进口利润

单位: 元/吨



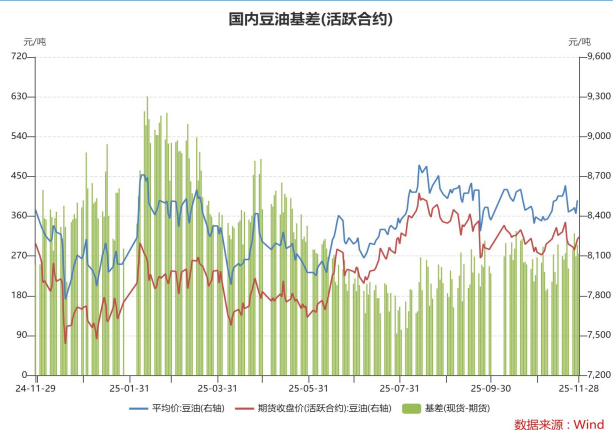
数据来源: Wind 新世纪期货

图 55: 期货豆棕价差 单位: 元/吨



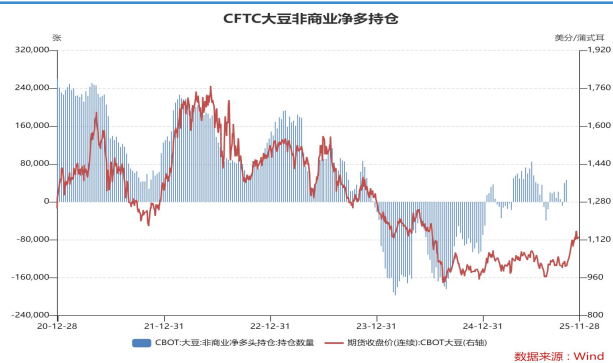
数据来源: mysteel 新世纪期货

图 57: 豆油活跃合约基差 单位: 元/吨



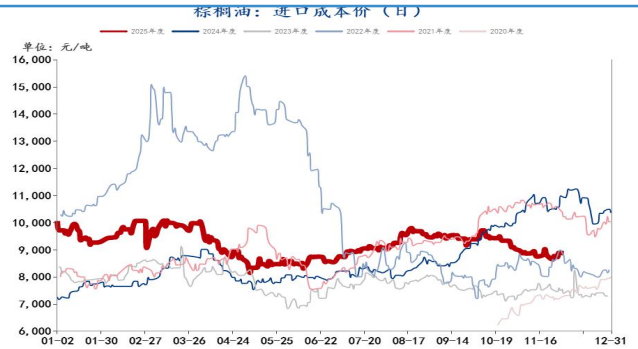
数据来源: Wind 新世纪期货

图 59: CBOT 大豆 CFTC 非商业净持仓 单位: 张



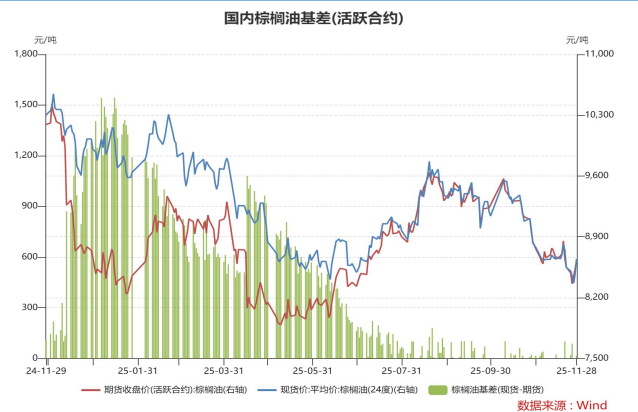
数据来源: Wind 新世纪期货

图 56: 棕榈油进口成本 单位: 元/吨



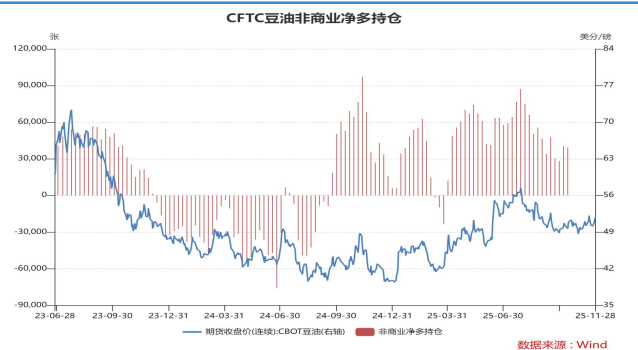
数据来源: mysteel 新世纪期货

图 58: 棕榈油活跃合约基差 单位: 元/吨



数据来源: Wind 新世纪期货

图 60: CBOT 豆油 CFTC 非商业净持仓 单位: 张



数据来源: Wind 新世纪期货

3、豆粕供给高位库存攀升，成本有支撑

大豆原料供应持续宽松，油厂压榨量高位运行，豆粕供应非常充裕。mysteel 数据显示，11 月全国大豆压榨量约 901.75 万吨，月增 38.65 万吨，增幅 4.48%；同比增 83.73 万吨，增幅 10.24%，豆粕库存攀升至 120.32 万吨，同比增加 44.18%，处于近五年同期峰值。随着大豆持续到港，开机率持续高位，大豆及豆粕供应充裕。而大豆进口成本与榨利变化倒逼油厂挺价，当前巴西大豆进口成本约 3900—4050 元/吨，美豆因 13%关税成本达 4500—4600 元/吨，压榨亏损 70—100 元/吨，油厂挺价意愿增强；同时美豆单产存在下调预期，叠加南美拉尼娜天气扰动，

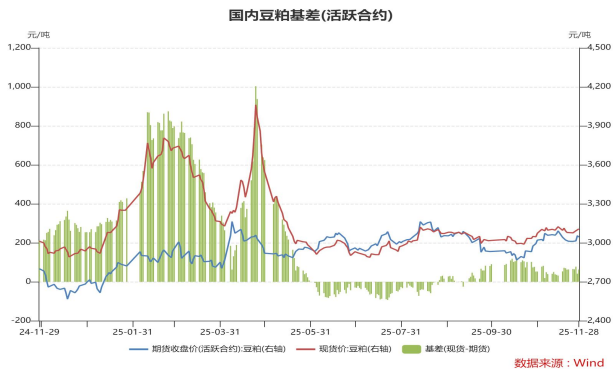
成本端对豆粕形成有力支撑。

图 61: 国内豆粕库存 单位: 万吨



数据来源: mysteel 新世纪期货

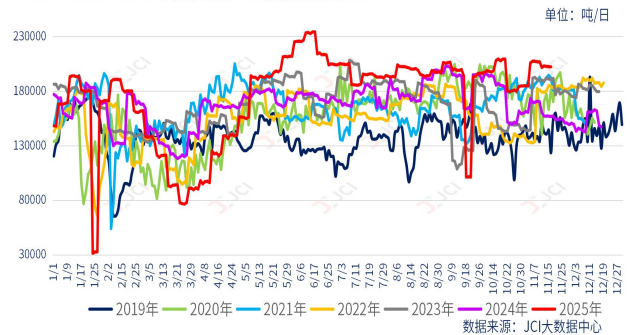
图 63: 国内豆粕活跃合约基差 单位: 元/吨



数据来源: wind 新世纪期货

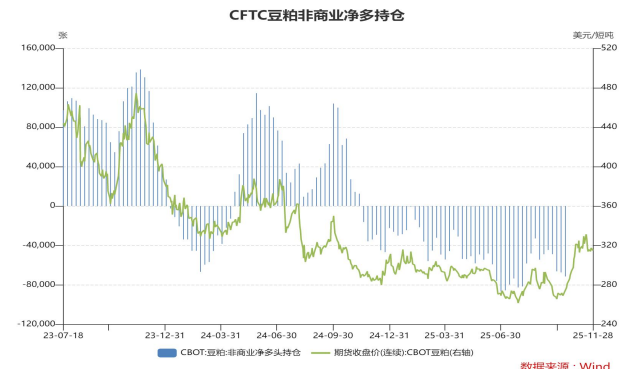
图 62: 我国油厂豆粕提货量统计 单位: 吨/日

JCI: 2019-2025年我国油厂豆粕提货量统计



数据来源: JCI 新世纪期货

图 64: CBOT 豆粕 CFTC 非商业净持仓 单位: 张

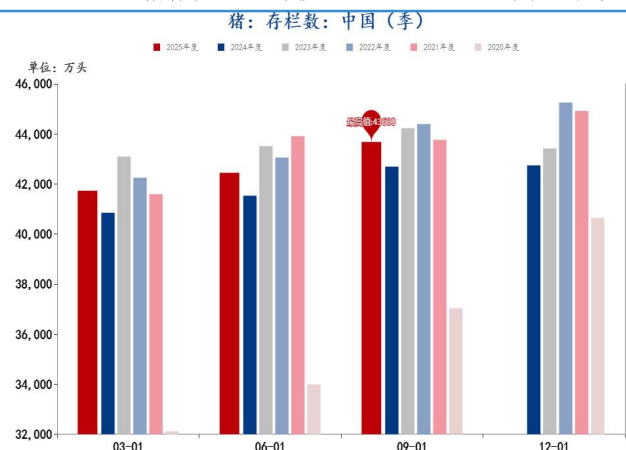


数据来源: wind 新世纪期货

4、高存栏奠定需求基础，谨慎采购制约消费增量

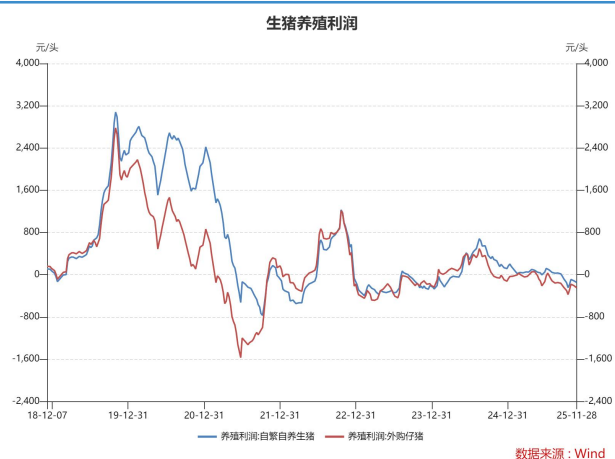
豆粕需求刚性基础稳固但短期增量有限。生猪存栏量维持 4.37 亿头高位，同比增加 2.3%；家禽养殖方面，蛋鸡存栏量处于近三年同期最高水平，禽料需求稳定为豆粕消费提供了稳定的需求支撑，较高的提货量也表明下游实际需求仍具备相当韧性。然而，受生猪及家禽养殖行业普遍亏损影响，下游饲料企业采购情绪趋于谨慎，多数企业仅维持安全库存水平的刚需补库。这种谨慎心态导致豆粕表观消费量环比增速明显低于产量增长，整体需求呈现增量乏力特征。随着冬季猪肉消费旺季来临，生猪出栏节奏可能加快，限制豆粕饲用消费增长空间。水产养殖进入传统淡季，水产饲料对豆粕的需求也显著收缩。此外，替代原料如菜粕、棉粕的性价比提升，进一步挤占了豆粕的市场份额，这均限制了需求增长空间。不过，远月基差合同成交开始回暖，显示部分下游企业开始布局远期需求，这可能为未来数月豆粕消费提供一定支撑。总体来看，12 月豆粕需求更多体现为存量支撑，缺乏显著增量驱动，价格上行空间受抑。市场后续关注点将集中于养殖利润修复情况以及春节前的备货节奏。

图 65: 生猪存栏量 (季度) 单位: 万头



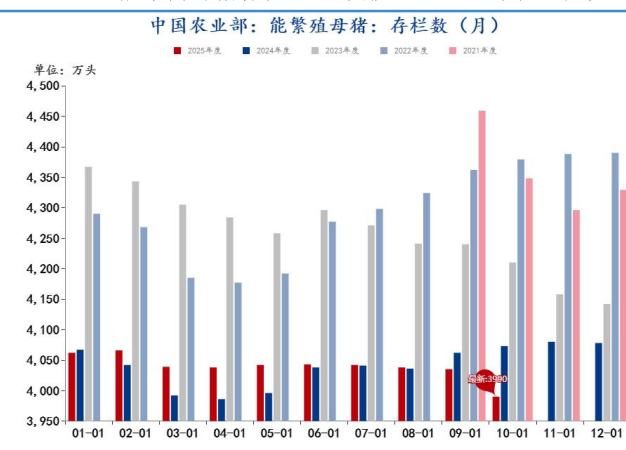
数据来源: mysteel 新世纪期货

图 67: 生猪养殖利润 单位: 元/头



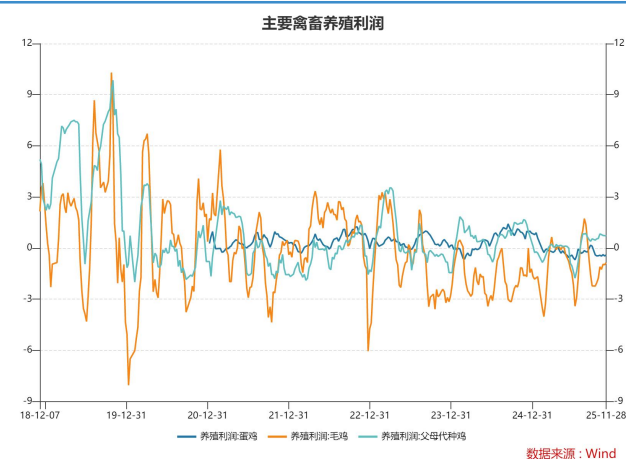
数据来源: Wind 新世纪期货

图 66: 能繁母猪存栏量 (月度) 单位: 万头



数据来源: mysteel 新世纪期货

图 68: 禽蛋养殖利润 单位: 元/羽



数据来源: Wind 新世纪期货

四、油脂油料小结与展望

油脂: 美豆压榨创下历史新高, 大豆原料需求旺盛, 不过美生物柴油政策有不确定性, 需求前景仍有不确定性。东南亚将进入季节性减产周期, 但船运机构数据显示出口疲软, 不过近期棕油受东南亚洪涝引发减产预期及欧盟政策推迟支撑。印尼 B50 生物柴油政策推进存不确定性, 若产能与补贴瓶颈难破, 工业消费支撑或不及预期, 反之需求有强劲支持。国内豆油受制于国内高库存, 餐饮需求复苏乏力, 生柴政策不确定性; 棕油则面临产地季节性减产周期, 马棕油高库但印尼库存偏低, 国内冬季食用需求走弱。但总体上, 国内油脂去库存, 后期双节备货或带动成交量环比增加, 需求或逐渐回暖, 油脂经过前期的大幅下跌后或震荡偏强运行, 同时关注南美天气异常或生物柴油政策超预期带来的阶段性波动。

豆粕: 美大豆产量、出口以及期末库存均有下调, 供应结构性偏紧, 但全球大豆仍较为宽松。随着中美经贸关系出现缓和迹象, 市场对美豆出口的预期改善, 不过美豆价格高于巴西, 没有出口优势, 再加上美生物柴油不确定性, 美豆需求前景仍不确定。巴西大豆产区天气有利,

丰产预期较强，阿根廷大豆播种偏慢且将出现整体干燥模式。随着国内进口大豆持续到港，油厂将维持高开机率，豆粕周度产量保持高位，豆粕库存已攀升至高位，在供应持续增加背景下，库存或将进一步累积。需求上则是刚性支撑与谨慎心态并存态势，虽然养殖存栏提供实际需求基础稳固，但下游养殖业利润情况不佳，可能抑制饲料端实际需求。预计豆粕市场将震荡为主，上行空间受限但下行成本支持，需要重点关注南美天气变化、中美贸易进展等外部因素。

豆二：中美经贸关系缓预期提振美豆出口前景，美豆走强抬升国内大豆到港成本，美对华大豆销售放缓仍是市场关注焦点，交易商仍在等待更大规模大豆采购，巴西大豆产区天气总体有利，但阿根廷播种偏慢且出现将整体干燥模式。国内主要港口大豆库存已攀升至近年高位，充足现货供应。此外，市场对远期大豆到港增加预期也限制了市场的看涨情绪，预计豆二震荡为主，重点关注 USDA 月度供需报告、南美大豆产区天气变化以及国内油厂实际采购节奏。

免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价，交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，请交易者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证，不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。

2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。

3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

浙江新世纪期货有限公司

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310003

电话：400-700-2828

网址：<http://www.zjncf.com.cn>