

研究员：陈浩

投资咨询证号：Z0002750

期货从业证号：F0265695

地址：浙江省杭州市拱墅区滨绿

大厦 2 幢 1104 室、1201-1206 室

网址：<http://www.zjncf.com.cn>

油脂油料 2026 年中期投资策略

天气·生柴·政策三重变数下，油粕路在何方？

市场回顾：

油脂上半年先扬后抑。年初生柴利好+地缘推涨原油，工业需求预期带动豆棕上行；随后逻辑切回弱现实，南美丰产到港、马棕复产累库，叠加 EPA/印尼 B50 不及预期、原油回落拖累，价格承压回吐。豆粕先强后弱再震荡。Q1 巴西发运迟+通关卡压榨，跟随美豆冲高；Q2 海关放行后南美洪峰到港，油厂开机拉满，累库至五年高位，基差由大幅升水砸至深度贴水，生猪持续亏损去产能、饲企随用随采，供强需弱压制豆粕。

核心观点：

油脂：全球植物油库销比降至近十年最低，印尼 B50 强制落地+Agrinas 接管减产风险+9 月 DSI 统销压缩棕榈贸易流弹性，马来树龄老化叠加厄尔尼诺滞后减产预期，生柴政策（印尼 B50/马来 B15/美 RVO 上调）托底工业消费，POGO 转正但可控。节奏上 Q3 受马棕增产季、印度淡销及国内豆棕倒挂压制，近月偏弱；因天气减产预期、印度排灯节及国内备货、季节性减产周期与 B50 全面切换共振，远月估值抬升，棕榈引领板块，豆油跟涨、菜油看加籽天气溢价。近月观望、远月偏多，核心盯印尼 BPDPKS 余额与厄尔尼诺降水兑现。

豆粕：Q3 南美旧作千万吨级到港+油厂高压榨致豆粕累库至同期偏高，基差深贴水难破；下游生猪亏损、能繁缓去化、添比降至 12%—13%且菜葵替代挤占，承接乏力。变盘锚在 7—8 月美豆结荚期 EP 型厄尔尼诺不对称影响——中南部湿凉稳单产、北部偏干构成尾部风险，单产若下修至 50—51 蒲则新作库存与定价重估、连粕向上驱动；反之延续近月松、远月受压。Q4 巴西出口回落、到港下移，春节备货+畜禽补栏带来环比改善，基差有望从深贴水修复至平水略升水，但美豆新作丰产+巴西远月 1.86 亿吨预期压制。

豆二：Q3 南美卖压，旧作创纪录产量分流、巴西 FOB 压至低位、国内千万吨级到港累库，虽出现美湾 FOB 低于巴西帕拉纳瓜打破长年升水但短期难大规模切回美豆。Q4 定价权切回美豆新作，26/27 产量偏高但库销比偏紧，7—8 月单产为核心验证窗，EP 型厄尔尼诺稳中南部单产、抬升北部偏干风险，增产底色不变但幅度打折，北部是最大波动源；2500 万吨采购承诺兑现约六成，若 Q4 提速可打开美豆出口上调与库存下修空间，后看美豆定产+巴西播种降水+中国采购三重博弈，任一侧不及预期则偏紧侧接棒、盘面重估。

风险点：

- 1、美豆产区天气。
- 2、东南亚天气及棕油产销。
- 3、美生柴、印尼 B50 执行情况。
- 4、大豆到港节奏。
- 5、中东地缘政治导致国际原油变化。

目录

一、行情回顾 5

二、外盘大豆供需分析 5

三、全球油脂松切换至紧平衡 9

四、棕榈油供需分析 10

五、国内油脂油料供需 15

六、总结与展望 21

图目录

图 1: 国内油脂期货走势	5
图 2: 国内粕类期货走势	5
图 3: 全球大豆供需平衡表	6
图 4: 全球大豆供需平衡表	6
图 5: 巴西大豆供需平衡表	6
图 6: 阿根廷大豆供需平衡表	6
图 7: 巴西大豆月度出口累计	7
图 8: 巴西大豆月度出口	7
图 9: 巴西大豆出口累计至中国	7
图 10: 出口至中国巴西大豆升贴水	7
图 11: 美国大豆供需平衡表	7
图 12: 美豆优良率	7
图 13: 美豆开花率	8
图 14: 美豆单产 (月)	8
图 15: 美豆出口累计值	8
图 16: 美豆出口中国累计值	8
图 17: 美国大豆月度压榨量	8
图 18: 美国国内大豆压榨利润	8
图 19: NOII 指数和拉尼娜及厄尔尼诺气候现象跟踪	9
图 20: 美国大豆产区干旱情况	9
图 21: 全球植物油供需平衡表	10
图 22: 全球植物油生物燃料使用量	10
图 23: 全球棕榈油供需平衡表	12
图 24: 印尼棕榈油供需平衡表	12
图 25: 马来棕榈油供需平衡表	12
图 26: 马来棕榈油产量	12
图 27: 马来西亚棕油库存	12
图 28: 马来西亚棕油出口量	12
图 29: 马来棕油单产	13
图 30: 马棕油出油率	13
图 31: 印尼棕油月度产量	13
图 32: 印尼棕油月度库存	13
图 33: 印尼棕油月度出口量	13
图 34: 印尼棕油月度消费量	13
图 35: 印度中国欧盟棕榈油食用消费	13
图 36: 印度中国欧盟棕榈油工业消费	13
图 37: 印尼、马来棕榈油食用消费	14
图 38: 印尼、马来棕榈油工业消费	14
图 39: 中国进口马来和印尼棕油量	14
图 40: POGO 价差	14
图 41: 印度植物油库存	14
图 42: 印度初榨棕榈油进口	14

图 43: 三大产区豆到岸完税价	15
图 44: 进口大豆升贴水	15
图 45: 豆二基差	16
图 46: 进口大豆月度到港量预测值	16
图 47: 中国大豆月度进口	16
图 48: 全国大豆港口库存	16
图 49: 进口大豆累计量	16
图 50: 美豆出口累计量	16
图 51: 美豆出口至中国当周值	16
图 52: 美豆出口至中国累计量	16
图 53: 主流油厂周度大豆压榨量	17
图 54: 国内主要油厂月度压榨量	17
图 55: 国内三大油脂库存	17
图 56: 全国主要地区菜油库存	17
图 57: 豆油库存	17
图 58: 全国豆油成交	17
图 59: 棕榈油库存	18
图 60: 24 度棕榈油成交	18
图 61: 棕榈油进口成本	18
图 62: 期货豆棕价差	18
图 63: 豆油-24 度棕榈油 FOB 差	18
图 64: 棕榈油进口利润	18
图 65: 豆油基差	18
图 66: 棕榈油基差	18
图 67: 全国主要油厂豆粕库存	19
图 68: 国内豆粕物理库存天数	19
图 69: 国内豆粕周度产量	19
图 70: 国内豆粕月度产量	19
图 71: 国内豆粕基差	20
图 72: 我国油厂豆粕提货量统计量	20
图 73: 生猪存栏量	20
图 74: 能繁母猪存栏量	20
图 75: 生猪养殖利润	20
图 76: 禽蛋养殖利润	20
图 77: 父母代鸡养殖利润	20
图 78: 全国蛋鸡存栏	20
图 79: 1 月合约油粕比	21
图 80: 9 月合约油粕比	21
图 81: 5 月合约油粕比	21
图 82: 国内豆粕表观需求量	21

一、行情回顾

油脂方面。年初，全球主要经济体生柴掺混政策释放积极信号，叠加美伊冲突原油价格阶段性走强，共同提振工业需求预期，推动豆油、棕油价格震荡上行。之后，市场逻辑逐渐转向弱现实主导。一方面，南美大豆丰产到港、马棕油产量恢复，导致全球油脂供应转向宽松，库存压力显现；另一方面，美国 EPA 年度目标、印尼 B50 计划落地进度不及预期，且国际原油价格显著回落，削弱油脂能源属性和估值支撑。2026 年上半年油脂整体呈现先扬后抑走势。

豆粕方面。一季度巴西发运偏慢、国内通关周期拉长，油厂压榨起不来，豆粕隐性库存难转化，盘面跟着美豆成本冲到上半年高点。二季度中美会晤后海关流程优化，通关周期砍半，南美丰产大豆集中到港，油厂开机拉满，豆粕周度累库冲到五年同期高位，现货基差从大幅正基差一路砸成深度贴水。需求端猪价持续亏损、能繁去化，饲料刚需都撑不住补库，下游随用随采，供强需弱把盘面重心压回区间下沿。豆粕整体呈现先强后弱、再反弹震荡格局。

图 1：国内油脂期货走势

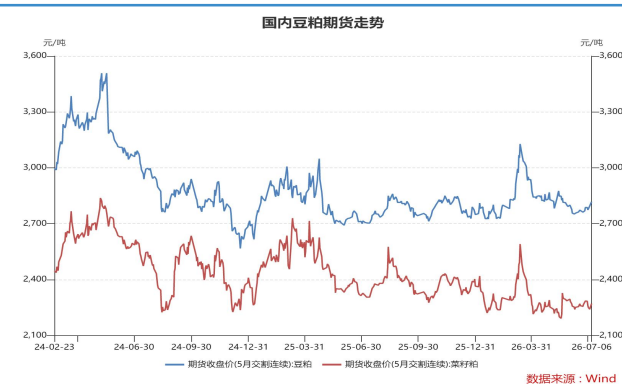
单位：元/吨



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、外盘大豆供需分析

1、外盘大豆供需分析

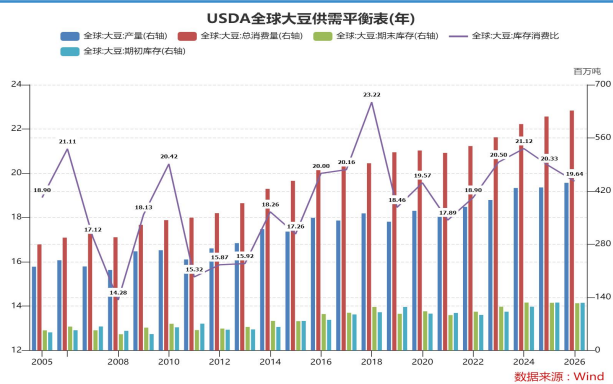
2026 年下半年全球大豆供应整体定性为“由宽松向偏紧切换的过渡期，结构呈南美松、美豆微偏紧格局”，单一“松/紧”判定均失真。7 月 WASDE 26/27 数据显示，全球期末库存 1.2417 亿吨，较 6 月再下修 71 万吨（6 月已较 5 月-64 万，两月累计-135 万），绝对量仍处近五年高位；但官方口径库销比 19.64%，已跌破 20% 偏紧临界，较 23/24 的 29.89%、25/26 的 20.42% 三连降，安全垫持续变薄，对应 CBOT 定价侧已进入偏紧区间。美豆新作 26/27 面积用 6 月 30 日报告 8440 万英亩（收获+70）、单产 53 蒲特，产量 1.218 亿吨（44.75 亿蒲）（6 月 1.207 亿/44.35 亿蒲），出口同步上调至 16.6 亿蒲（+0.3），产量增量被期初下调+出口增量对冲，期末 3.1 亿蒲持平原预期、但低于市场 3.33 亿蒲预估，库销比 6.86%（6 月 6.91% 微降）；7 月报告发布日 CBOT 美豆冲高回落，面积+70 万英亩的利空被期初下修+出口+0.3 对冲，3.1 亿蒲低于市场预期的“偏多惊喜”又被南美 1.86 亿基线+阿根廷 4900 万分歧未决盖住，盘面陷多空僵持未走出单边——这也解释了为何库销比已破 19.7% 但 CBOT 未放量上行。7-8 月结荚期 53 蒲/英亩趋势单产若下修，全球比率有进一步破 19.6% 甚至切入 19% 下方的风险。另一方面，国内消费非标口径（剔出口）库销比约 28.1%（6 月 28.33%），大豆供应宽松格局未改，支撑来自南美旧作 25/26 巴西 Conab 1.8025 亿吨/USDA 1.80 亿、阿根廷 5000 万吨，合计 2.3 亿吨持续分流美豆份额；国内 7-8 月到港千万吨级、油厂累库，现货升贴水与豆粕

基差 Q3 仍被南美卖压压制——7 月全球库存再下修 71 万且减量几乎全来自巴西库存（-50 万至 3689 万），印证"紧张主要体现在贸易流通环节"的判断。总库销比 19.64% 处于偏紧区间，而细分国内消费后的宽松度 28.1%，劈叉格局未变。

节奏上，Q3 以供应宽松口径主导，现货/基差侧偏松，陈豆 25/26 美豆期末 6 月已下修 3.4→3.3 亿蒲，对 Q3 旧作升贴水有支撑但不改南美卖压主逻辑；Q4 定价权切回美豆定产+南美新作，巴西 26/27 USDA 7 月已定 1.86 亿吨基线，博弈点转至阿根廷（FAS 驻地 7 月给 26/27=4900 万 vs USDA 5000 万，厄尔尼诺+单产回归分歧）——若任一侧兑现不及预期，全球库销比 19.64% 将加速下探，偏紧侧接棒。全年看，全球已从 23-25 年 28%+ 宽松区间切入 20% 以下偏紧门槛，"松"是南美余波、"紧"是美豆新作与全球比率方向，下半年处于宽松向偏紧过渡期，Q3 南美卖压带来的阶段性宽松窗口仍需注意；观测锚：面积修正、结荚期天气、巴西 10-12 月播种降水，及阿根廷厄尔尼诺兑现度。

图 3： 全球大豆供需平衡表

单位：百万吨



数据来源：USDA 新世纪期货

图 4： 全球大豆供需平衡表

单位：百万吨

2026/27 Proj.	期初库存	生产量	进口量	国内压榨	国内总使用量	出口量	期末库存
全球	6月 125.52	441.34	188.02	383.09	440.78	189.22	124.88
	7月 125.33	441.7	189.27	384.17	441.72	190.41	124.17
全球除中国外	6月 81.15	420.34	74.02	273.09	305.78	189.12	80.61
	7月 80.96	420.7	74.27	273.17	305.72	190.31	79.9
美国	6月 9.25	120.7	0.68	74.84	77.83	44.36	8.44
	7月 8.98	121.79	0.68	74.84	77.84	45.18	8.44
其他国家合计	6月 116.27	320.64	187.34	308.24	362.95	144.86	116.44
	7月 116.35	319.91	188.59	309.33	363.88	145.23	115.74
主要出口国	6月 62.32	250.2	7.33	111.75	123.53	133.95	62.37
	7月 62.32	250.2	7.33	111.75	123.53	134.45	61.87
阿根廷	6月 23.82	50	6.5	43	49.9	6.2	24.22
	7月 23.82	50	6.5	43	49.9	6.2	24.22
巴西	6月 37.69	186	0.8	65	69.6	117.5	37.39
	7月 37.69	186	0.8	65	69.6	118	36.89
巴拉圭	6月 0.48	11.1	0.02	3.6	3.73	7.35	0.52
	7月 0.48	11.1	0.02	3.6	3.73	7.35	0.52
主要进口国	6月 47.97	24.94	148.66	140.14	173.29	0.38	47.9
	7月 47.96	24.92	149.66	141.12	174.28	0.38	47.88
中国	6月 44.37	21	114	110	135	0.1	44.27
	7月 44.37	21	115	111	136	0.1	44.27
欧盟	6月 1.55	3	13.2	14.5	16.02	0.25	1.48
	7月 1.55	2.98	13.2	14.5	16.02	0.25	1.46
东南亚	6月 1.25	0.38	11.56	6.29	11.84	0.02	1.34
	7月 1.24	0.38	11.56	6.27	11.82	0.02	1.34
墨西哥	6月 0.64	0.32	6.75	6.95	7.05	0.01	0.65
	7月 0.64	0.32	6.75	6.95	7.05	0.01	0.65

数据来源：USDA 新世纪期货

南美是下半年乃至新作最核心的利空，但节奏上已过出口峰值，利空已减弱。巴西 25/26 产量 USDA 定 1.80 亿吨、Conab 调至 1.8025 亿吨再创历史，阿根廷 25/26 USDA 5000 万吨持平 6 月，收割尾声产量基本坐实，出口 900 万吨持平 6 月；26/27 巴西远月 USDA 已定 1.86 亿吨基线、阿根廷 26/27 5000 万吨（FAS 驻地给 4900 万，厄尔尼诺+单产回归分歧），CNFC 远月 1.86 亿预期已将巴西 FOB 压至历年低位，是国内 Q3 大豆到港延续千万吨级高压、连粕偏弱根源。节奏上，下半年南美处旧作出口尾巴（7-8 月仍有最后一波发运高峰）+ 新作 10 月后才播种的空窗，但 7 月 USDA 巴西 25/26 期末从 3739 下修至 3689 万吨（-50 万），是全球库存-71 万的主要来源，印证旧作库销比预期紧——需要盯的是巴西旧作卖货进度是否出现"卖完"的阶段性收敛，目前看农民卖货节奏正常，卖压主逻辑未破。

图 5： 巴西大豆供需平衡表

单位：百万吨

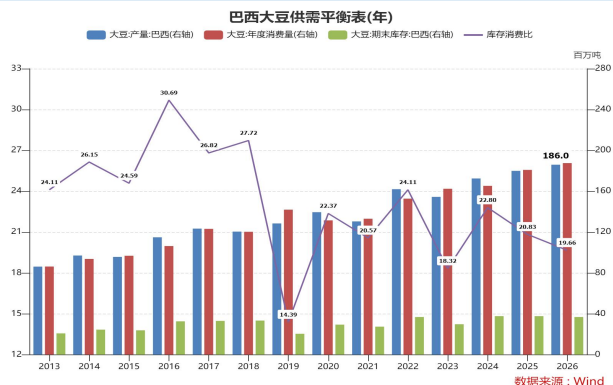
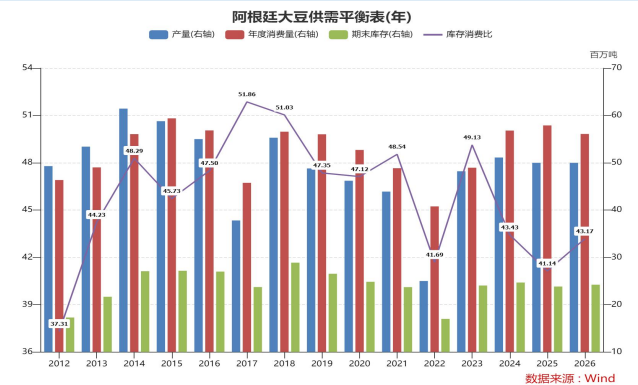


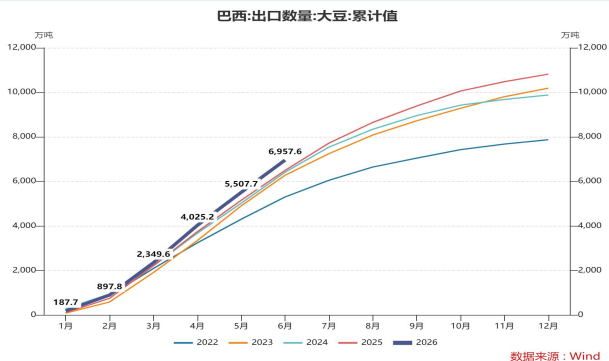
图 6： 阿根廷大豆供需平衡表

单位：百万吨



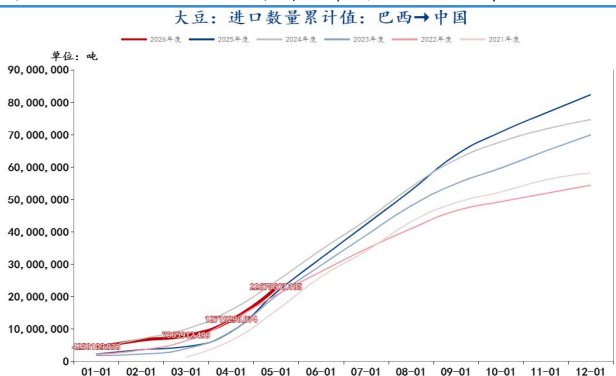
数据来源: USDA 新世纪期货

图 7: 巴西大豆月度出口累计 单位: 千克



数据来源: USDA 新世纪期货

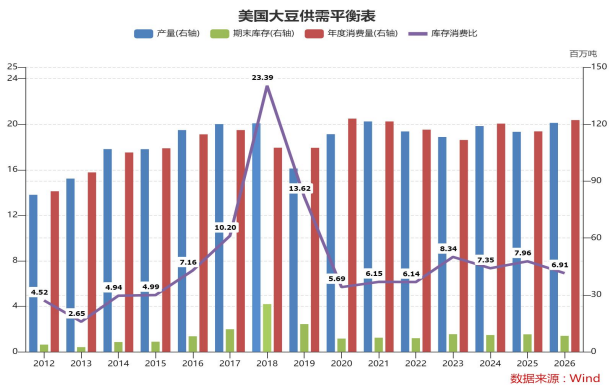
图 9: 巴西大豆出口累计至中国 单位: 吨



数据来源: USDA 新世纪期货

北美是下半年最大变盘点。7月 WASDE 据此采用收获面积 8440 万英亩（+70 万）、单产 53 持，新作产量 44.75 亿蒲/1.218 亿吨（6 月假设备忘录 44.35 亿/1.207 亿）；旧作 25/26 期末 6 月已下修 3.4→3.3 亿蒲，季度库存 10.61 亿蒲为 2020 年来同期最高——扩种+旧作高库存理论上巩固增产基础，但扩种预期已在前期价格中充分消化，6/30 报告发布后反而利空出尽。内需侧，3-5 月美豆压榨 10.44 亿蒲创同期新高，显示压榨韧超预期；EPA RVO 最终 54 亿加仑（初案较旧约上调超 60%且回溯 23-25 豁免 70%），强化远期压榨需求预期；中国 2500 万吨采购承诺截至 7 月实购约 1500 万吨（兑现约六成），仍为出口端提供潜在上行弹性。四重因素（面积已定价+压榨韧+EPA RVO+中国采购弹性）共同构成美豆基本面支撑，7 月报告日 CBOT 冲高回落陷多空僵持也印证此结构——利空出尽但无新驱动，打破锚在 7-8 月结荚期天气。

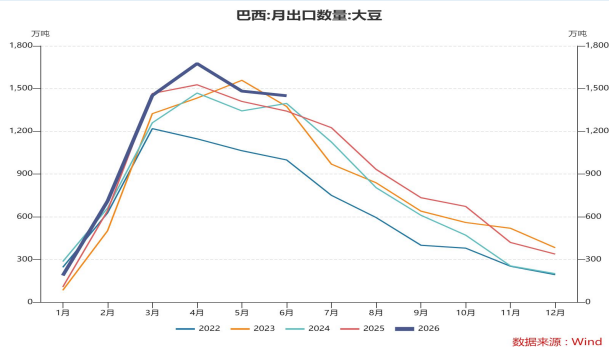
图 11: 美国大豆供需平衡表 单位: 百万吨



数据来源: USDA 新世纪期货

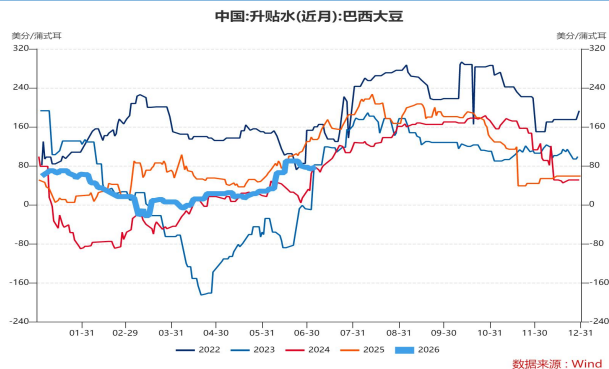
数据来源: USDA 新世纪期货

图 8: 巴西大豆月度出口 单位: 万吨



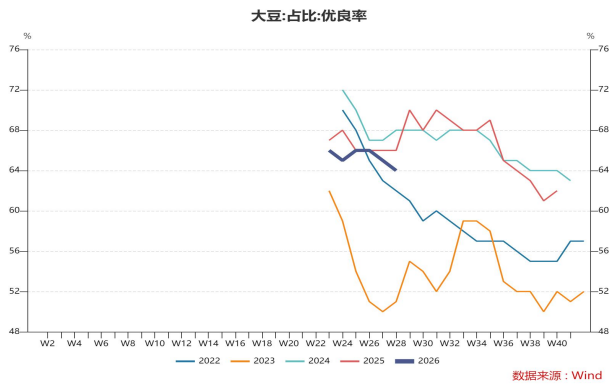
数据来源: USDA 新世纪期货

图 10: 出口至中国巴西大豆升贴水 单位: 蒲/美分



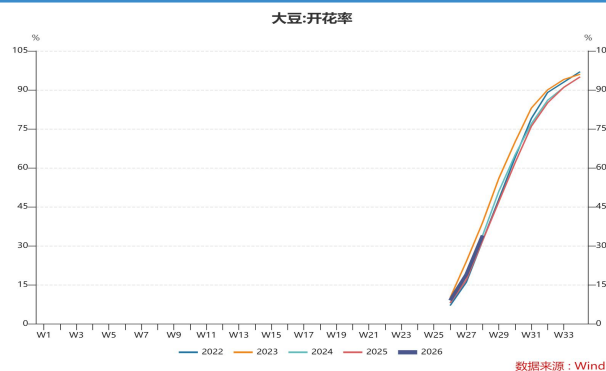
数据来源: wind 新世纪期货

图 12: 美豆优良率



数据来源: USDA 新世纪期货

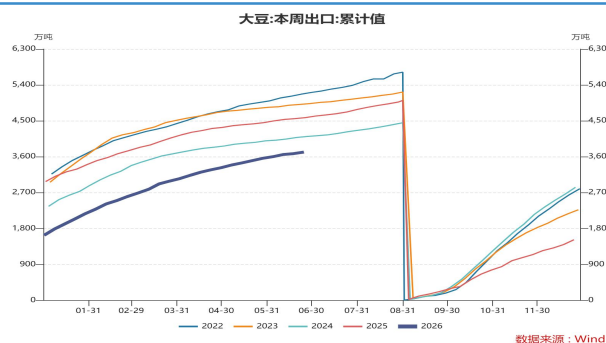
图 13: 美豆开花率



数据来源：USDA 新世纪期货

图 15: 美豆出口累计值

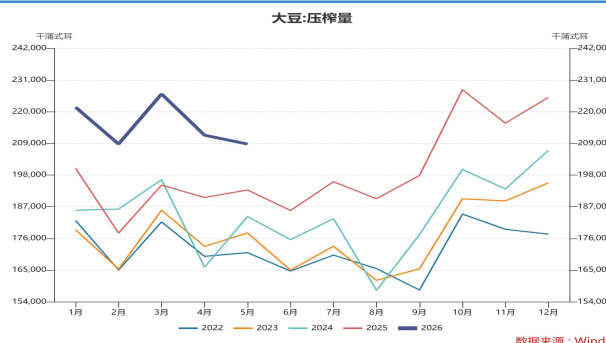
单位：万吨



数据来源：USDA 新世纪期货

图 17: 美国大豆月度压榨量

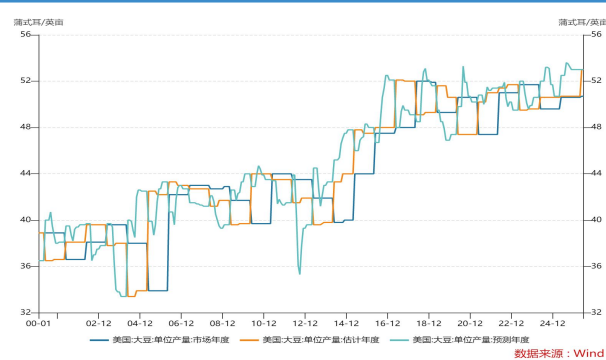
单位：千蒲



数据来源：USDA 新世纪期货

图 14: 美豆单产（月）

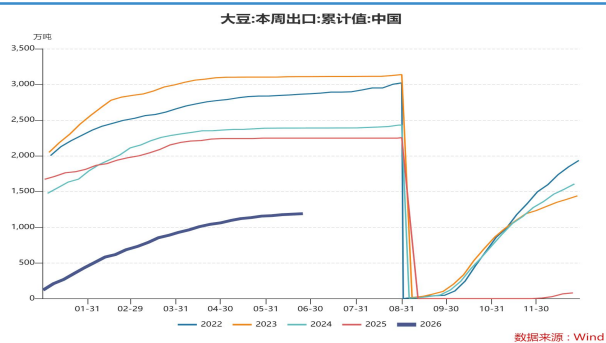
单位：蒲/英亩



数据来源：USDA 新世纪期货

图 16: 美豆出口中国累计值

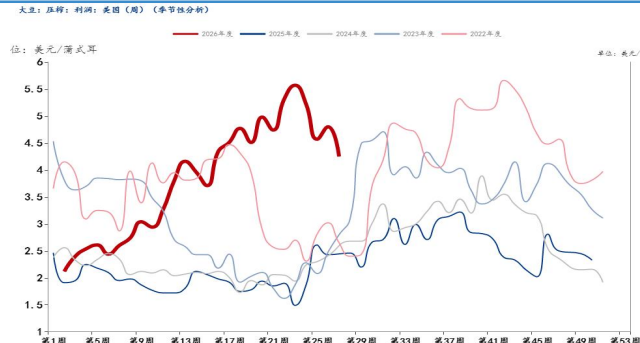
单位：万吨



数据来源：USDA 新世纪期货

图 18: 美国内大豆压榨利润

单位：美元/蒲



数据来源：USDA 新世纪期货

下半年要紧盯两条线。一是7-8月关键花期天气，目前优良率正常但产区间歇性高温是尾部风险，单产53若不动则新作44.75亿蒲+库存3.1亿蒲的宽松底色不变，若天气或中国采购任一侧动就有预期差；二是中国2500万吨采购约定目前实际兑现仅六成，若后续提速到800-1000万吨/月级别，美豆出口从16.3亿蒲上调的空间打开，3.1亿蒲库存有下修可能。国内连粕新驱动没出来前，供应宽松+养殖利润没修复还是压制盘面，但北美天气市一旦启动，油厂榨利和基差会先反应。

近期美湾大豆报价456美元/吨，较巴西帕拉纳瓜港口低2美元，打破长达数年的美豆升水结构。该价差逆转在全球大豆贸易定价体系中具有强信号意义，理论上将引导国际采购需求向美豆回流，对美豆出口前景构成结构性利好。但实际执行受制于物流、船期及客户关系等变量，短期难以实现大规模转向。

2、厄尔尼诺对美豆的影响

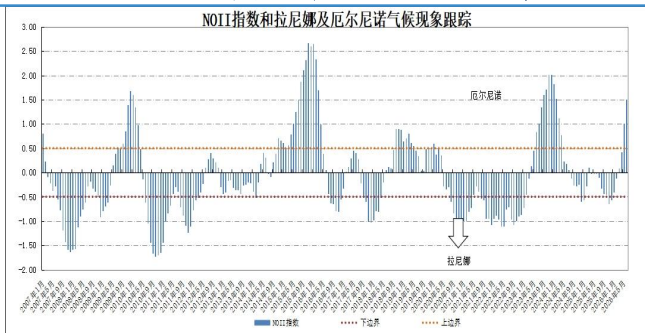
7月最新监测看，这次厄尔尼诺是东太平洋型（EP型），NOAA给的NDJ 2026-27"非常强事件"概率

63%，世界气象组织也确认 7-9 月发展为强事件，峰值在 11 月前后，至少持续到 2027 年初。落到美豆生长上，传统厄年逻辑是"中西部 7-8 月降温多雨、单产礼包"。历史统计显示厄尔尼诺年份美豆核心带（伊利诺伊、印第安纳、爱荷华）多呈偏湿偏凉，有利于缓解高温干旱胁迫、支撑单产倾向调增（增产概率约三分之二），2000 年以来 9 个厄尔尼诺年单季有 6 个增产，概率是 66.7%，1997/98、2015/16 两个超强年单产分别+2%、+12%，但这次对美豆 2026/27 年度生长关键期（7—8 月开花结荚）影响整体偏正向但不均衡。

普通厄尔尼诺对美豆是"中南部（爱荷华州/伊利诺伊州/印第安纳州）凉爽多雨+北部（明尼苏达/北达科他/南达科他）偏干偏暖"，因为中南部占产量七成，北部只占 15-18%，所以权重上利好>风险，整体偏增产。但 EP 型（东部型/Canonical）走的是"暖水集中在东太赤道中东太平洋"的极端版本，印尼这次厄尔尼诺对美豆并非简单"增产剧本"，而是把普通厄尔尼诺的"中南部湿凉利单产+北部偏干偏暖"结构两端同时推极端——中南部（IA/IL/IN）受益更厚，53 蒲单产的核心支撑更稳；北部（ND/SD/MN）偏干偏暖概率与幅度均抬升，占产量 15-18%，但单产弹性大，构成"对冲主产区利好"的尾部风险。权重上仍是利好>风险，偏增产底色不变，但增产幅度打折、北部预期差更尖，8 月早霜小概率附加。

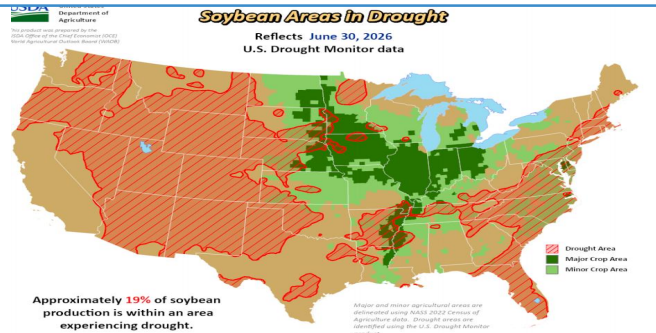
下半年 7-8 月开花结荚期是单产 53 蒲/英亩能不能保住的唯一验证窗：若 EP 型把降水正常送到伊利诺伊/印第安纳/爱荷华核心带，丰产预期会重新压回 CBOT；若北部干+南部热持续，单产下修到 50-51 区间、新作产量从 44.35 亿蒲砍到 42-42.7 亿蒲这条线下，3.1 亿蒲库存和 11.4 美元定价全要重估。当前盘面走的是"面积利空出尽+天气升水刚起步"，厄尔尼诺既是增产牌也是波动放大器，EP 型的不对称性是三季度要盯的最大的预期差。

图 19：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 20：美国大豆产区干旱情况



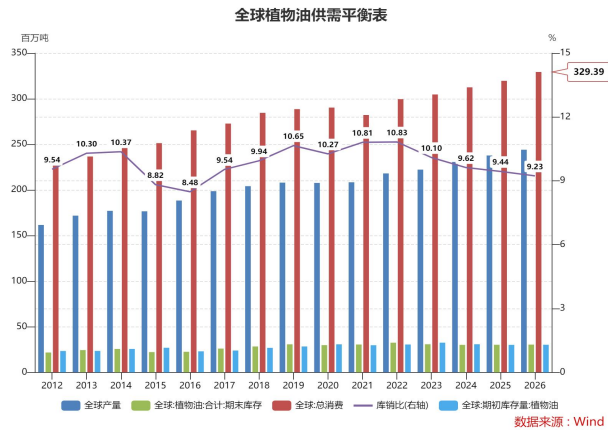
数据来源：Wind 新世纪期货

三、全球油脂松切换至紧平衡

2026 年下半年全球植物油市场由三年宽松逐步切换至紧平衡，连续低价周期最直接的反噬是农户种植收益被压至盈亏线附近。USDA 7 月平衡表显示，2026/27 年度全球油脂总产同比+2.7%至约 2.44 亿吨、总消费+2.7%，供需双增但结构分化尖锐——食用消费仅+2.1%，而生柴等工业消费增速约 9.7%（AGS 估算生柴原料增量约 600 万吨），需求端由生柴政策实托底；对应全球油脂总库销比自 9.5%回落至 9.3%，为近十年最低。品种间，豆油增量最大（+290 万，南美丰产传导+美生柴压榨）、葵油次之（+257 万，黑海压榨恢复）、菜油第三（+120~270 万，加籽/欧菜恢复有限）、棕榈增幅最小（+8~9 万）——棕榈作为全球第一大油脂品种，低增长直接把全球供给弹性收死。需求端没跟着慢：印尼 B50 于 7/1 强制、美国 RVO 最终 54 亿加仑（初案上调超 60%且回溯豁免量 70%）、巴西 B15→B16 逐年递进，产量增幅跑不赢需求增幅，全球库销比跌至近十年最低 9.3%。细节上库存绝对量因豆油/葵油累库而同比微升，但相对需求盘子供需已不宽裕——成本线+生柴刚需+厄尔尼诺远期减产三重托底，单边深跌空间有限；上方弹性看原油，若原油重心下移则压制溢价高度。

图 21: 全球植物油供需平衡表

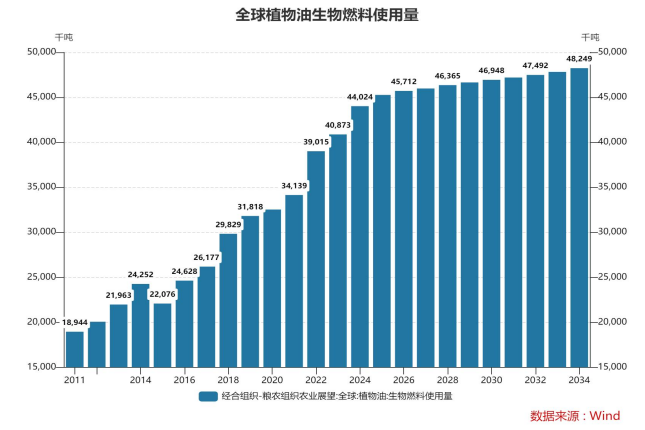
单位: 百万吨



数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: 全球植物油生物燃料使用量

单位: 千吨



数据来源: Wind 新世纪期货

四、棕榈油供需分析

据 USDA 7 月报告, 2026/27 全球棕油产量 8144 万吨 (环比 6 月+8, 基本持平), 印尼 4750, 马来 1970 (较 25/26 2000 减 30), 双寡头格局稳固; 国内消费受印尼 B50 (7/1 已启) + 马来 B15 (6/1 分阶段) 生柴政策+印度中东刚需托举, 同比+1.53%至 7967 万吨; 期末库存 1505 万吨 (环比 6 月预估+12, 但同比 25/26 的 1555 减 50), 库销比 19.8%下探至 18.9%, 呈收紧; 节奏上 Q3 马来增产累库 (MPOB 6 月库存 254 万, 环比+4.78%) 压制近月, Q4 厄尔尼诺滞后+印马生柴消纳+B50 国企统销深化, 远月进一步收紧, 相对豆油 (全球油总产上调、植物油总库存走高) 交易价值更优。

上半年市场在交易的"B50 延期风险"随 7 月 1 日强制实施已基本解除, 下半年全球棕油市场的交易主线已完成切换: 印尼非法种植园收归国有后的实物减产斜率, 以及 BDPKPS (棕榈油出口税补贴基金) 在 POGO 转正背景下的财政缺口是否会再次触发 B50 执行打折, 以及 9 月 1 日 DSI 出口统销全面切换后对 FOB 定价权与贸易流畅度的重构。叠加马来树龄老化+厄尔尼诺滞后减产预期、印度脉冲式补库、中国刚需羸弱, 整体呈"近端累库压制、远端供给收缩+政策驱动"的背离修复格局, 交易重心将从二季度东南亚增产季的短期累库现实, 逐步切向四季度产区天气扰动、B50 全面切换与出口管制四重共振带来的强预期行情。

1、供给端: 印尼"收归+B50+DIS 统销"三段收口, 马来"树龄+外劳+B15"约束

印尼方面种植→消费→出口全链国有化。自 2025 年 2 月森林整治特遣队启动以来, 截至 2026 年 4 月已收回非法/违规油棕种植园 588.8 万公顷, 其中约 170 万公顷成熟种植园由普拉博沃嫡系主权基金 Danantara 旗下新成立的 PT Agrinas Palma Nusantara 接管——这家 2025 年 2 月才设立、无棕榈运营履历的"影子国企", 九个月内强行接管 232 个私营运营商种植园, 2029 年目标控制 300 万公顷、跃升全球最大棕榈集团。代价正在兑现: Agrinas 缺乏精细化管护能力, 接管区域已出现小农 FFB 收购款积压超 30 天、中加里曼丹部分合作社月产从 80-100 吨崩至 23 吨等现象, 行业机构估算 2026 年印尼实物减产 200-500 万吨, 恰好吃掉 B50 本要消化的那部分增量。

B50 已于 7 月 1 日启动、设 3 个月过渡期、10 月 1 日全面强制, 较 B40 年新增 CPO 内需约 250-300 万吨; 叠加 9 月起毛棕油由指定国企统一出口销售, 外销货源被实质性挤占, 全球棕榈油贸易流通量预计收缩 145 万吨至 5525 万吨。GAPKI 已明牌警告: "B50 越成功→出口越少→Levy 税基越薄→补贴缺口越大"的结构性反噬正在形成。

DSI 出口统销是印尼"全产业链收口"的贸易端落子：5 月 20 日普拉博沃以"34 年低报流失 9080 亿美元"定性，成立 DSI 作为棕榈/煤炭/铁合金唯一出口国企，分两阶段推进——6-8 月过渡期私企仍可直签但需向 DSI 申报（存量未核许可 1124 万吨可撑 5-6 个月出口），9 月 1 日起统销私企退场，2027 年 1 月 1 日 DSI 进一步转"买断贸易商"自持货外销。Q3 靠 1124 万吨存量许可托底，出口量不致崩但 DSI 报价已先行偏硬，FOB 地板提前抬升；Q4 统销首季+DMO 移交磨合，发货节奏若卡顿会放大贸易流紊乱，国际买方议价权被削、"印尼溢价"固化，马来跟涨弹性进一步增强，印马 FOB 价差结构重构。

马来方面产量弹性受限，边际定价权反而上升。印尼自留比例提升后，国际市场上"可买的棕油"马来占比（出口占全球 35%）高于产量占比（24%），下半年印尼把货源"锁"在国内（生物柴油+出口限制），马来作为全球第二大产国顺势"接溢"，马来溢价源自贸易流承接而非增产（2026 年产量仅约 1950 - 2000 万吨受树龄及外劳约束）：一是出口份额溢，印尼 B50/B40 强制国内消纳压缩出口池，印度及中东买家转购马来棕榈油，出口环比改善推升份额；二是库存定价溢，Q3 增产累库短暂压制近月，Q4 减产叠加厄尔尼诺滞后影响催生去库预期，BMD 毛棕油远月获估值支撑；三是精炼利润溢，印尼 RBD FOB 跟涨拉大印马价差，马来精炼厂 RBD-CPO 加工利润阶段性修复并传导至连盘跟涨。因此整体马来自身产量增幅有限，"溢"源于印尼让渡的贸易流与定价权，需警惕印尼政策松动引发溢价回吐。

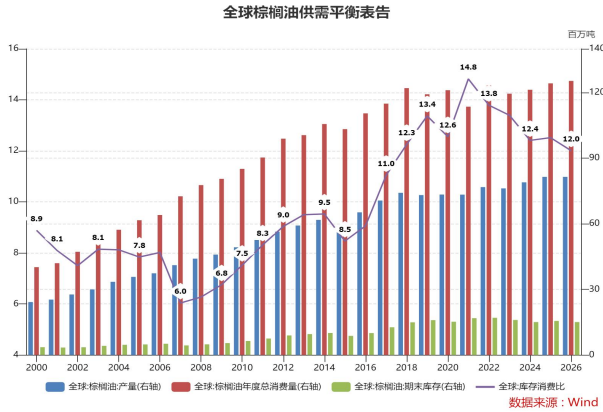
2、需求端：生柴强韧、食用分化，印度是边际定价锚

工业消费方面：印尼 B50、马来 B15、原油高位（世行 2026 Brent 均价 86 美元/桶，显著高于 2025 年 69 美元）共同托底，POGO 虽已转正但仍处于可控区间，生柴掺混刚性较强。但是后期要看生柴油政策的执行力度。B50 执行力度看两锚，其中 BPDPKS 财政死循环是命门。B50 7 月 1 日落地后，"执不执行"已无悬念，"能打多满、补贴够不够"才是市场分歧：一是要看掺混完成率：Pertamina（国有油企）计划 2 个月清完 B40 库存、中小零售商 3 个月，10 月 1 日全面切 B50 是硬时间表；Pertamina 已在铁路、重卡、海运、发电多领域测完 B50，推广目标为完全替代 CN48 低等级柴油进口，普拉博沃口径 B50 每年省 157 万亿印尼盾外汇、3-4 年能源自给——这一层政治意志够、执行有抓手，完成率大概率打满。二是要看补贴够不够：BPDPKS 商业模式即"出口 Levy 养 B50 补贴"，但 B50 越成功→出口越少→Levy 税基越薄→缺口越大，是结构性反噬。年初 1 月印尼曾因 BPDPKS 缺口宣布 B50 推迟至 2027，3 月霍尔木兹冲突柴油飙、POGO 砸至 -470 美元/吨、生柴厂自盈利无需补贴，3 月底 B50 才被拉回 2026 年 7 月落地。"原油→POGO→BPDPKS→B50 打折"这条负反馈链路在 B50 时代比 B40 更频繁触发。当前（7 月初）Brent 70 出头、POGO 已转正，处基准→逆风临界区，Q3 盯 10 月全面切换后的掺混完成率+BPDPKS 季报余额，比盯 MPOB 库存更领先。

食用消费分国别重点关注印度和中国。印度——全球第一大棕油进口国（占印马出口约 30%），H1 受精炼利润转负+CPO 追能源+新季菜籽上市挤压，3-4 月进口从 84.8 万吨砸至 51-68.9 万吨，实为"迟采"非"消失"。油世界口径 2025/26 下半（4-9 月）印度植物油进口 905 万吨含棕 463 万吨；10 月排灯节备货启动后叠加 B50 溢价向 FOB 传导，印度作为印尼出口被挤 150-200 万吨的第一承接方，竞价权被动上升。但印度属价格敏感型刚需，4 月已出现豆棕 CIF 基本平水、葵油进口环比+36%替代信号；USDA 系 2026/27 印度棕油消费恢复至约 9.3 MMT（+3%）、进口约 9.0 MMT，H2 节奏呈"价跌补、价涨停"的脉冲特征，是国际市场刚需脉冲与溢价回吐拉锯的主要来源。中国——持续偏弱，豆棕期货倒挂-904 元/吨（历史均值 710 元/吨），港口库存同比+84%至 67 万吨，食品厂多用豆油替代，月均消费压至 15-20 万吨，仅剩方便面、膨化及油脂化工刚需。

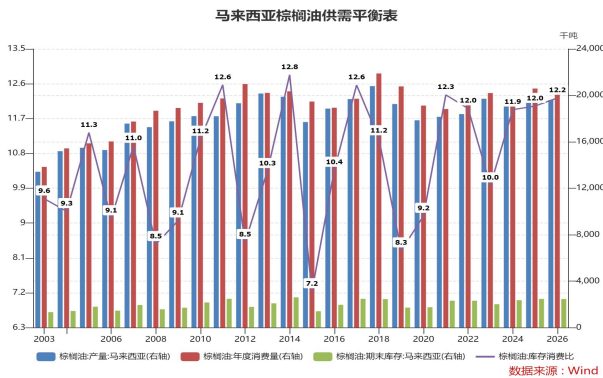
6-8月处于增产季+淡季+高库存，继续交易累库。9月后进入关键验证窗：Agrinas管护能否止住减产斜率、B50全面切后掺混完成率、BPDPKS余额+POGO、印度SEP-DEC采购脉冲、中国豆棕价差修复——五条线同步展开，若厄尔尼诺滞后减产超预期或原油上行，为国际毛棕存上冲提供弹性空间。2026下半年棕油已切换到"B50可持续性+印尼供给弹性"，政策（B50+收归）+气候（厄尔尼诺+IOD）+贸易流（印马角色重构）三因子纠缠下，近端震荡、远端看多。

图 23： 全球棕榈油供需平衡表 单位：百万吨



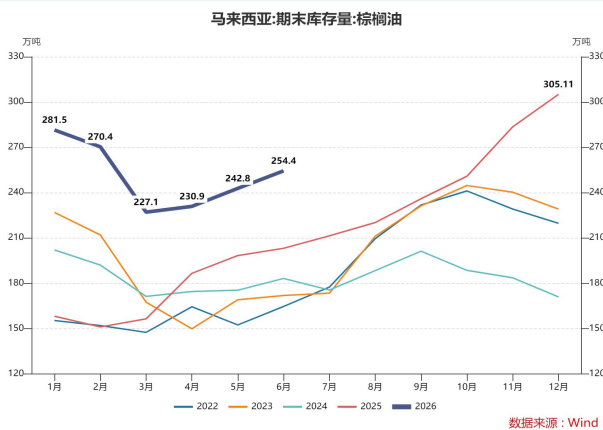
数据来源：USDA 新世纪期货

图 25： 马来棕榈油供需平衡表 单位：千吨



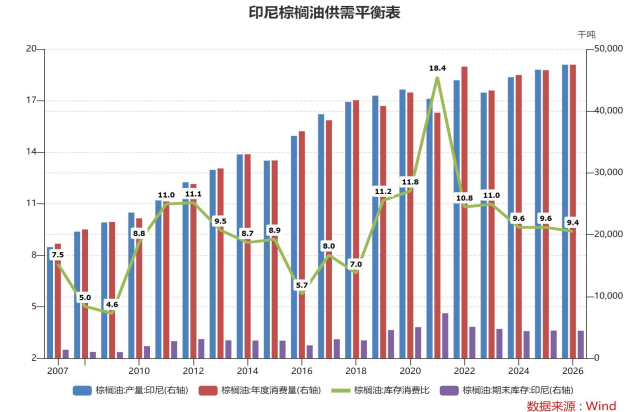
数据来源：USDA 新世纪期货

图 27： 马来西亚棕榈库存 单位：万吨



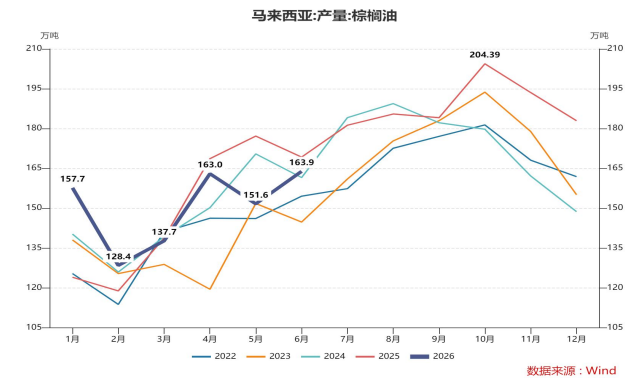
数据来源：MPOB 新世纪期货

图 24： 印尼棕榈油供需平衡表 单位：千吨



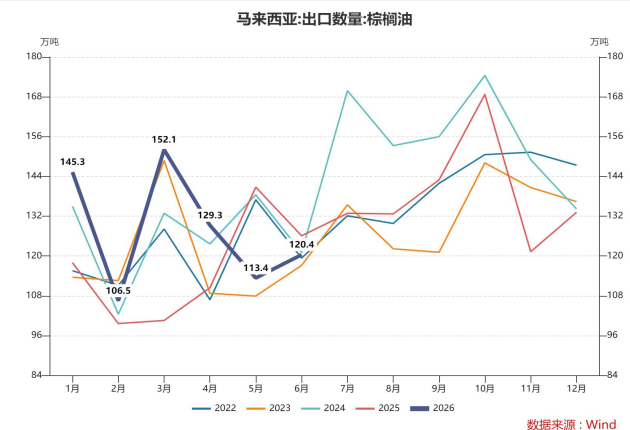
数据来源：USDA 新世纪期货

图 26： 马来棕榈油产量 单位：万吨



数据来源：MPOB 新世纪期货

图 28： 马来西亚棕榈油出口量 单位：万吨



数据来源：MPOB 新世纪期货

图 29: 马来棕油单产 单位: 吨/公顷

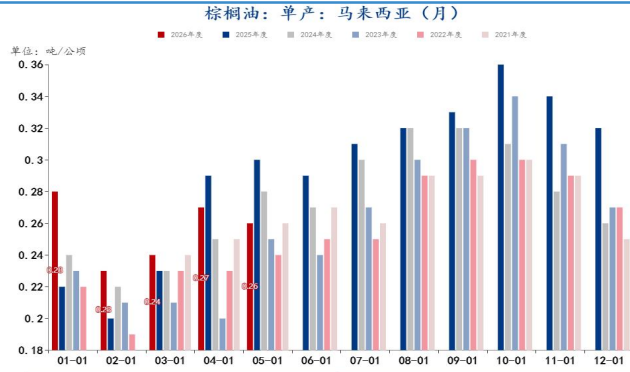
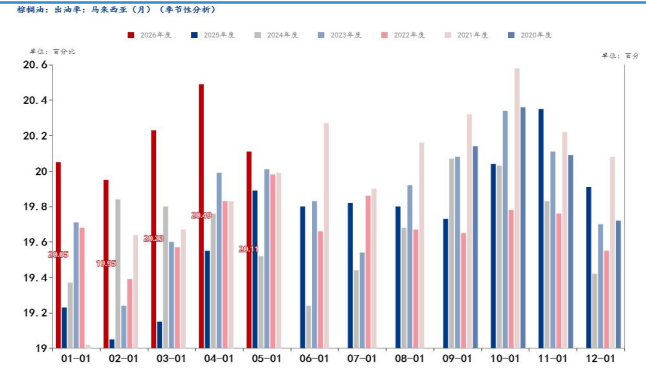


图 30: 马棕油出油率



数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 31: 印尼棕油月度产量 单位: 千吨

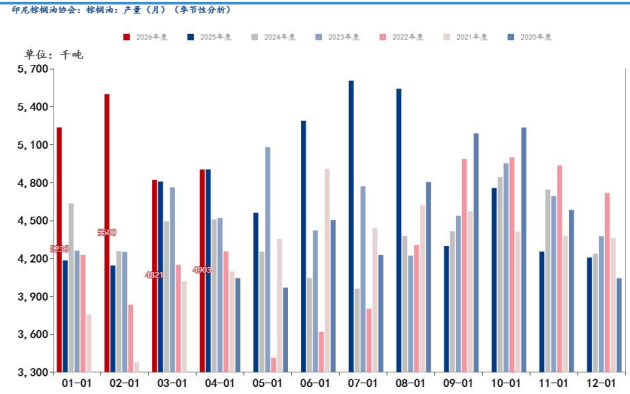
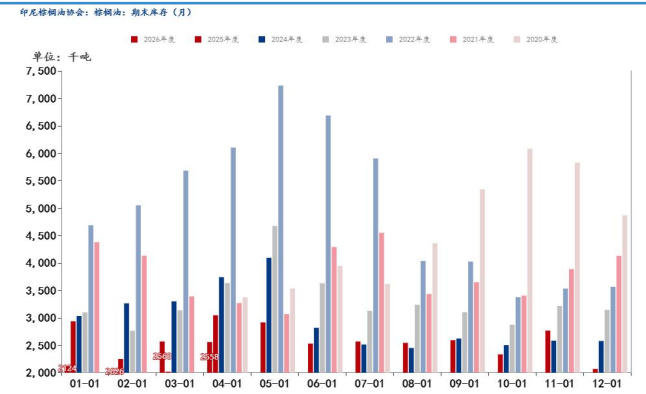


图 32: 印尼棕油月度库存 单位: 千吨



数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 33: 印尼棕油月度出口量 单位: 千吨

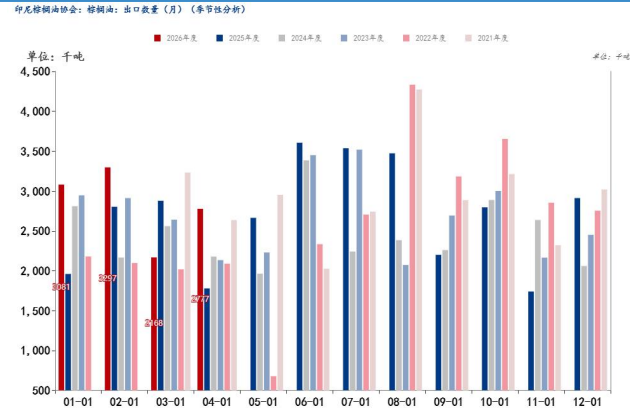
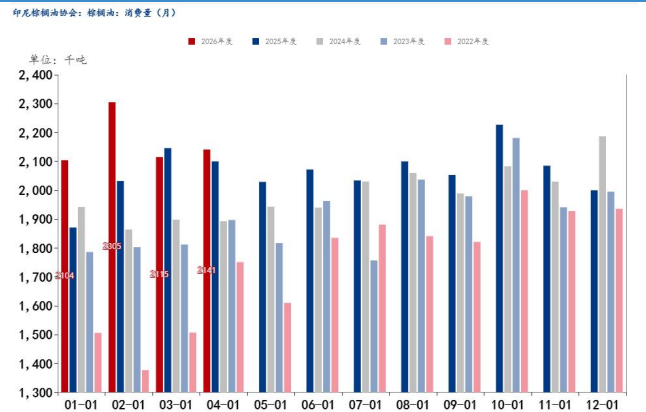
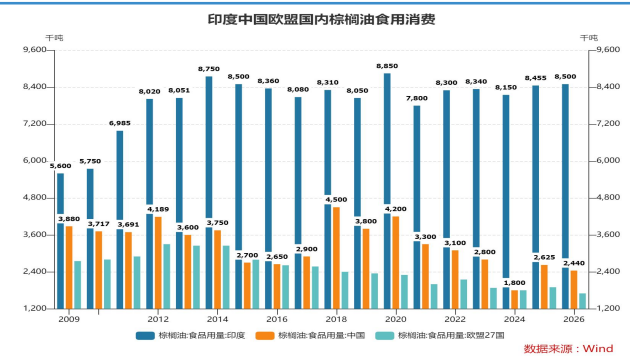


图 34: 印尼棕油月度消费量 单位: 千吨



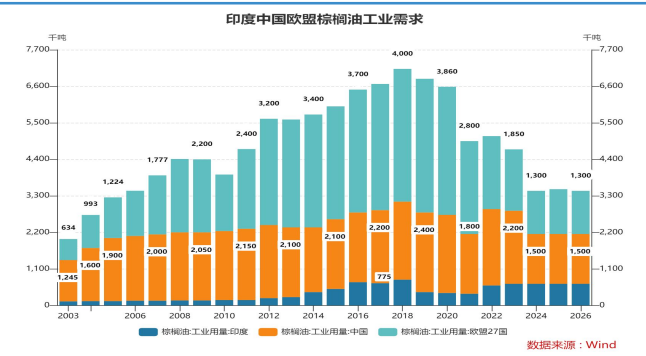
数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 35: 印度中国欧盟棕榈油食用消费 单位: 千吨



数据来源: Wind 新世纪期货

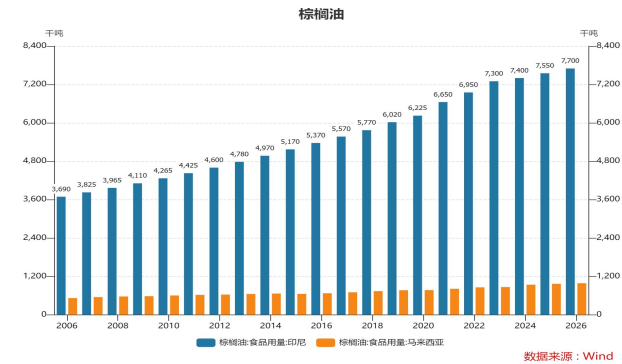
图 36: 印度中国欧盟棕榈油工业消费 单位: 千吨



数据来源: Wind 新世纪期货

图 37: 印尼、马来棕榈油食用消费

单位: 千吨

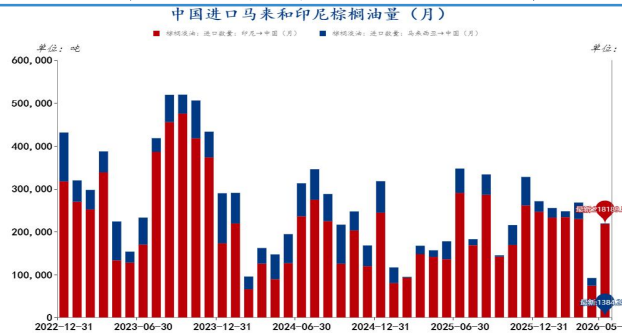


数据来源: Wind

数据来源: Wind 新世纪期货

图 39: 中国进口马来和印尼棕榈油

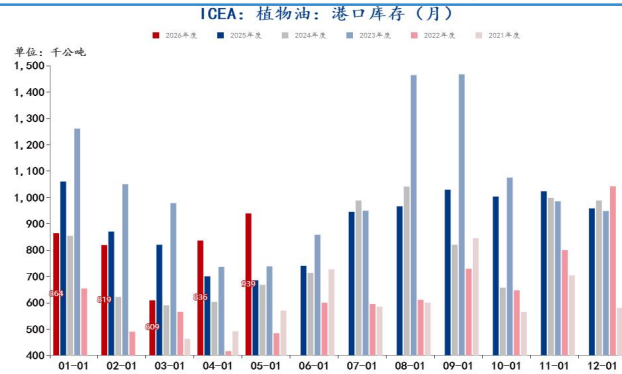
单位: 吨



数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 41: 印度植物油库存

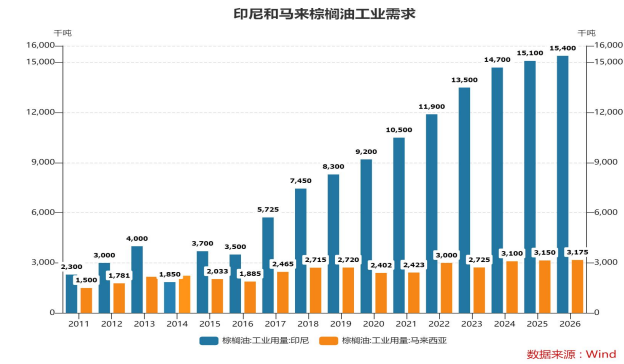
单位: 千公吨



数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 38: 印尼、马来棕榈油工业消费

单位: 千吨

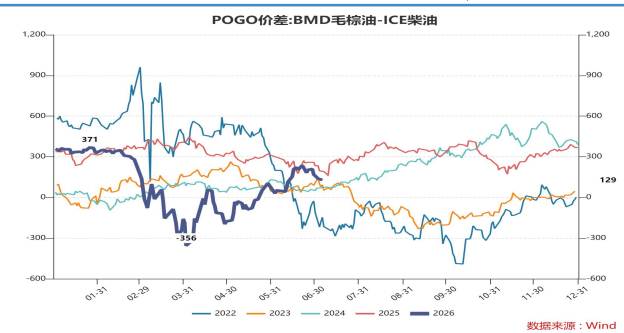


数据来源: Wind

数据来源: Wind 新世纪期货

图 40: POGO 价差

单位: 美元/吨

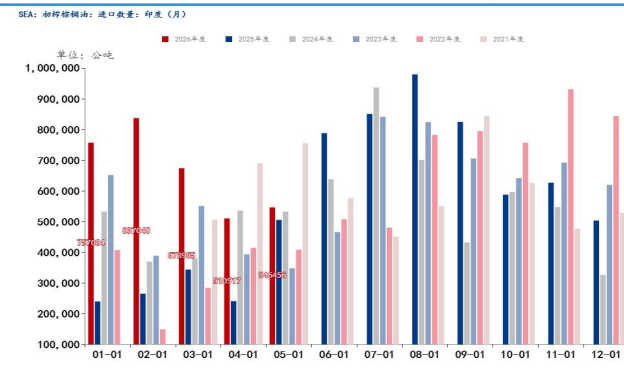


数据来源: Wind

数据来源: Wind 新世纪期货

图 42: 印度初榨棕榈油进口量

单位: 公吨



数据来源: Mysteel 新世纪期货

3、厄尔尼诺减产预期先行于现实

今年天气是东部型厄尔尼诺+正IOD 双下沉支共振，双共振才是1997/2015/2023三波棕榈大行情主要因素。NOAA 确认 Niño-3.4 达+0.7℃（超+0.5 阈值），11月至2027年1月发展为"超强"概率为63%，RONI 峰值或破+2.4℃，可与1997/98、2015/16比肩；同步叠加中等偏强正IOD（DMI 峰值1.4，接近1997/2023），双下沉支共振6个月、长于2023年——西太平洋暖水偏东+东印度洋印尼侧冷，双重下沉支压"海洋大陆"，降水降幅预估20%-30%，印尼5月降雨已创7年新低，加里曼丹中西部7月干旱扩大。

机理上油棕年需降水2000-2500mm，连续2-3月<150mm即触发干旱胁迫，但干旱→花序败育/果串减数/含油率降滞后9-12个月，滞后10月马来降水-单产相关性历史已验（1997/2015强厄次年马来单产-16%/-14%，马经长6月中保守估本次-8~10%）。国别分化：印尼旱情更前置，叠加 Agrinas 接管区管护失灵，GAPKI 口径2026因厄尔尼诺+化肥高企最多减200万吨；马来树龄19年+占比超30%、重播率难维持，历史强厄单产冲击10%-30%敏感度更高。

国别分化上，印尼旱情更前置、马来敏感度更高：印尼5月降雨已创7年新低，南华土壤湿度显示卡里曼丹中西部7月干旱扩大、8月继续恶化，恰叠加 Agrinas 接管区管护失灵（前文已述），GAPKI 口径 2026 年印尼产量因厄尔尼诺+化肥高企最多减 200 万吨；马来侧树龄 19 年+占比超 30%、外劳虽恢复但重播率难维持，且"超强"事件对马来单产的历史冲击幅度（10%-30%）高于印尼，CGS International 提示干旱最早 7 月来袭。

本轮厄尔尼诺+正 IOD 是 1997/2015/2023 级共振，对下半年棕油的意义在"预期定价"而非"现实减产"，近月受制于旺产累库，远月通过 2027Q2 产量冲击叙事获得升水，关注重心应放在近远月价差结构与 MPOB 月报对旱季降水-单产的领先跟踪上；2027 上半年才是厄尔尼诺+ Agrinas 管护失灵+马来树龄三重减产现实验证窗。

五、国内油脂油料供需

1、三季度南美大豆洪峰高压榨高累库，但四季度全球丰产压制

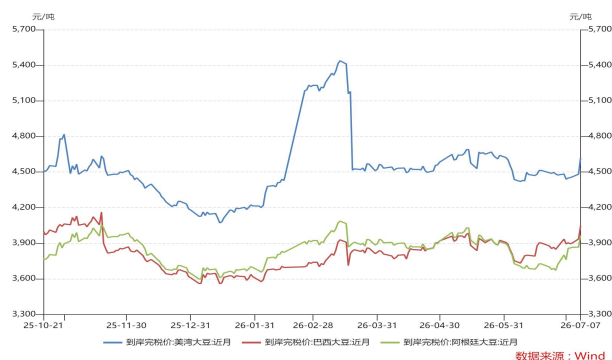
2026 年下半年大豆进口及压榨整体呈现"Q3 南美洪峰高压榨高累库，Q4 美豆新作边际缓和但全球丰产压制"两阶段格局，主线将会围绕到港节奏、压榨开机、榨利、下游承接四条线展开。

进口节奏前高后低，Q3 南美旧作洪峰集中兑现。上半年累计到港约 4847 万吨，二季度南美洪峰落地合计 2858 万吨，环比一季度大增 43.7%。进入下半年，钢联口径 7 月预估到港 1064 万吨、8 月 1050 万吨，南美旧作发运余量仍在释放；9 月起巴西出口季节性回落，货源逐步切换至美豆新作，Q4 旧作尾货退潮，到港节奏回落，月均到港回落至 750-900 万吨区间。但上半年累积的港口高库存将持续消化至 Q3 末，全年进口总量仍处历史高位区间。

压榨端 Q3 维持高压，库存累积与基差贴水结构难破。Q2 通关优化叠加南美集中抵港，油厂原料库存回升至五年同期高位，检修结束后开机率爬至 65%-70%，6 月周度压榨维持在 240-250 万吨高位。钢联口径 7 月压榨量进一步升至 1024 万吨，港口进口大豆库存 760 万吨（环比+1.3%、同比显著走高），豆粕库存累至 74 万吨附近，华东现货最低触及 2760 元/吨，M09 基差长期锁定在-150 至-180 元/吨贴水区间。这一"高压榨+高累库+基差贴水"的供给过剩结构在 Q3 难以打破。巴西大豆完税成本偏高，沿海现货榨利多数微亏，油厂靠期货套保锁远期收益维持开工。Q4 到港节奏回落，压榨边际放缓，但美豆新作 44.35 亿蒲+巴西 26/17 首估 1.86 亿吨丰产底数仍在，巴西新作预售（当前仅 8.2%）Q4 启动定价，远月 FOB 升贴水压制连盘，呈"近月松退、远月受压"格局。

图 43： 三大产区豆到岸完税价

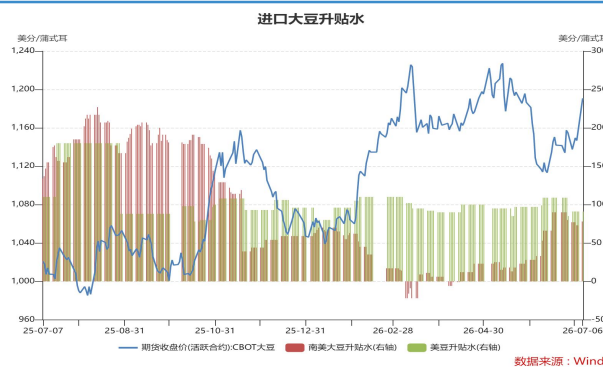
单位：元/吨



数据来源：Wind 新世纪期货

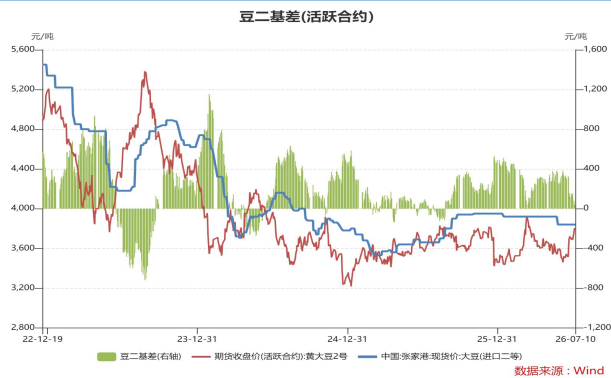
图 44： 进口大豆升贴水

单位：美分/蒲



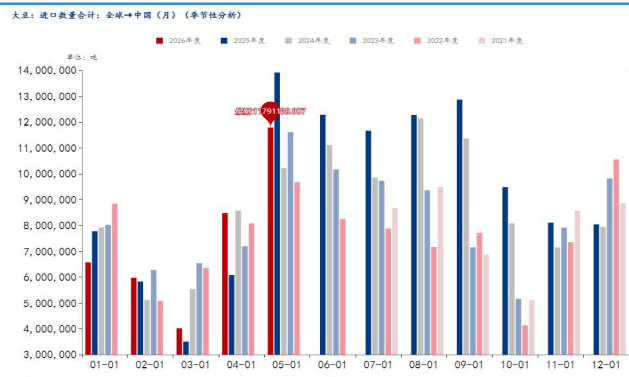
数据来源：Wind 新世纪期货

图 45: 豆二基差 单位: 元/吨



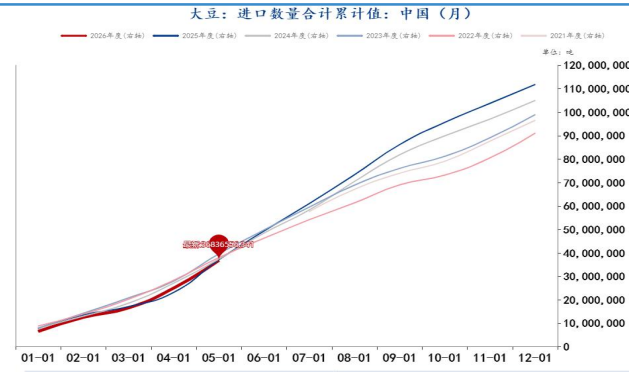
数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 47: 中国大豆月度进口 单位: 万吨



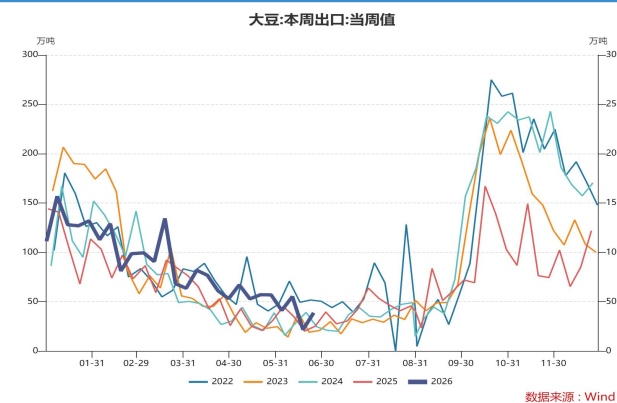
数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 49: 进口大豆累计量 单位: 吨



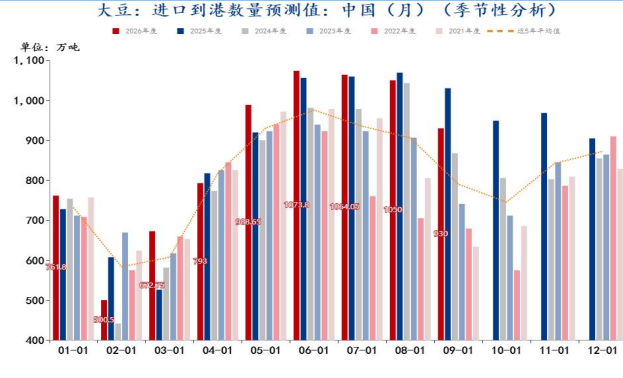
数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 51: 美豆出口至中国当周值 单位: 万吨



数据来源: Wind 新世纪期货

图 46: 进口大豆月度到港量预测值 单位: 万吨



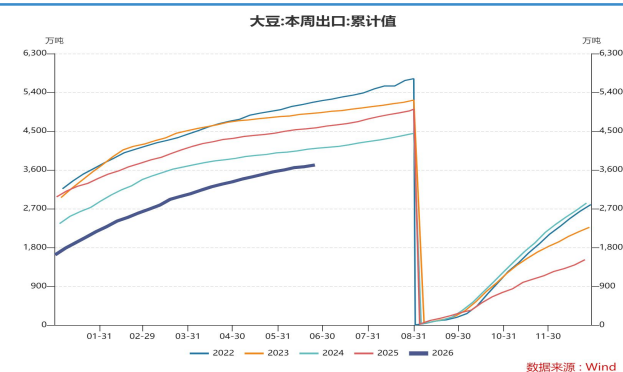
数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 48: 全国大豆港口库存 单位: 万吨



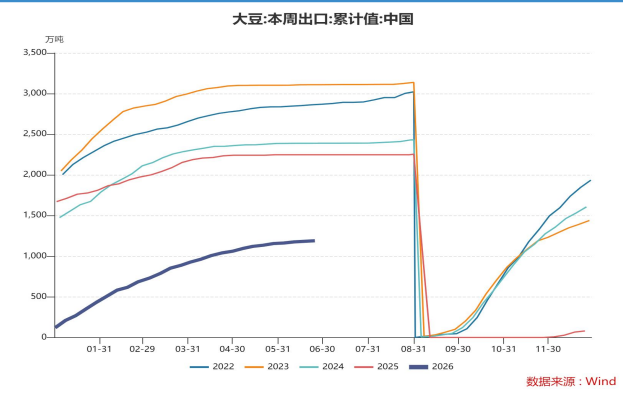
数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 50: 美豆出口累计量 单位: 万吨



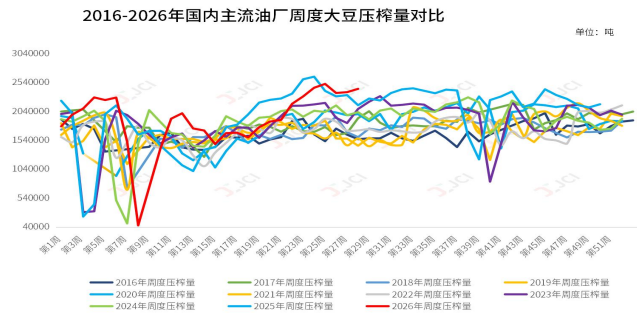
数据来源: Wind 新世纪期货

图 52: 美豆出口至中国累计量 单位: 万吨



数据来源: Wind 新世纪期货

图 53: 主流油厂周度大豆压榨量 单位: 万吨



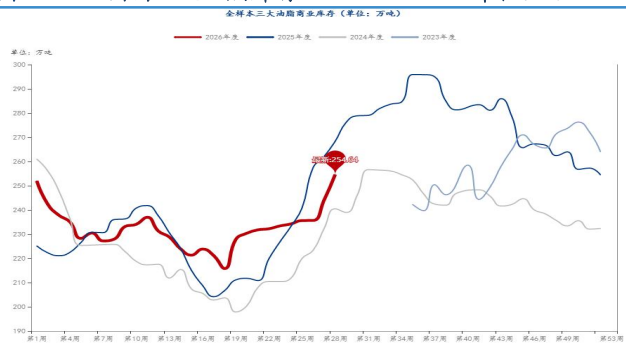
数据来源: JCI 新世纪期货

2、油脂目前消费淡季, 但后期待备货与产地减产提振

国内油脂呈三季度供强需弱、库存结构性分化, 后期中秋备货叠加产地或减产。供应端来看, 豆油跟随大豆压榨高位运行持续累库。Mysteel 数据显示, 截至 7 月 3 日第 27 周, 油厂实际压榨 224.94 万吨, 开机率 61.94%, 第 28 周预估压榨量进一步提升至 242.97 万吨, 开机率 66.9%。南美大豆到港洪峰余量持续释放, 豆油“高压榨、高累库”格局贯穿整个三季度。棕油方面, 港口库存 74.14 万吨处于近年同期高位, 同比增幅高达 38.55%, 显示进口投放力度充足, 但月均消费受豆棕期货价差持续倒挂至 -904 元/吨压制, 被压缩至 15-20 万吨的刚需水平, 仅保留方便面、膨化食品及油脂化工等必要消费, 库存去化需等待四季度豆棕价差回归常态。菜油方面, 加拿大统计局 6 月公布的油菜籽播种面积达到 2340 万英亩, 创历史新高, ICE 菜籽承压运行, 国内油厂开机回升后菜油供需趋于宽松, 7 月 2 日口径显示菜油库存 39.35 万吨, 环比下降 5.97%但仍处于修复通道。

需求端呈“淡一备一旺”三阶段节奏。6-8 月餐饮淡季+高校放假+生猪亏损拖累饲料油消费, 仅靠禽料、水产、油脂化工刚需托底; 9 月中秋国庆备货启动, 包装油小包装订单环比改善; Q4 春节备货+畜禽补栏+豆棕价差若回归常态后棕榈替代弹性释放, 叠加印尼 B50/DSI 推升国际 FOB、马来减产季来临, 国内油脂板块有望从“三油齐累”切向“棕榈带头去库、豆油跟涨、菜油天气溢价”的结构。

图 55: 国内三大油脂库存 单位: 万吨



数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 57: 豆油库存 单位: 万吨

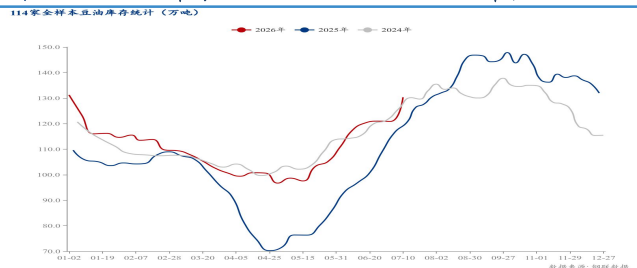
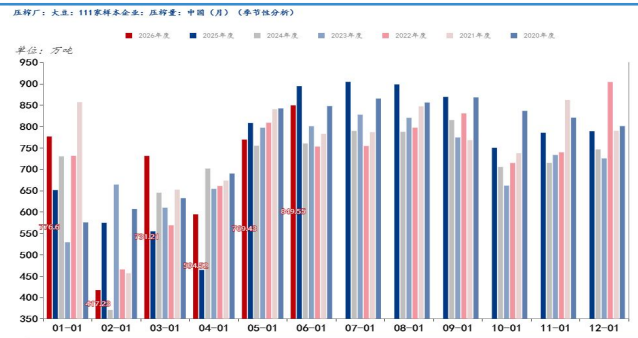
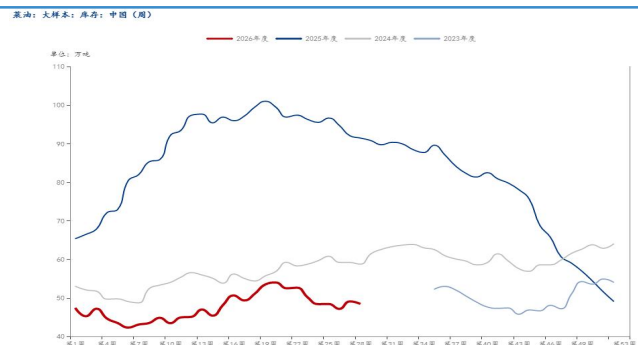


图 54: 国内主要油厂月度压榨量 单位: 万吨



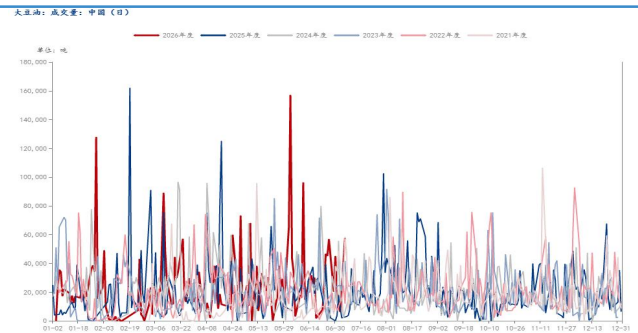
数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 56: 全国主要地区菜油库存 单位: 万吨



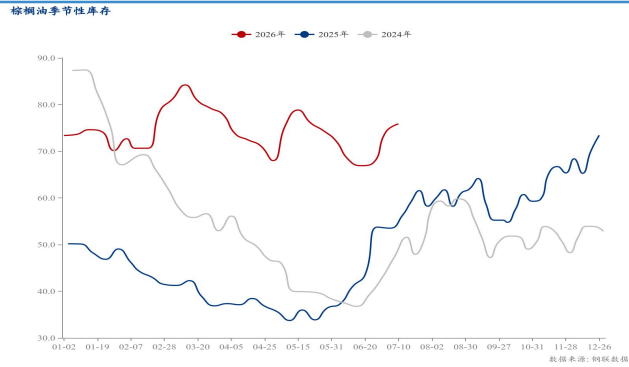
数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 58: 全国豆油成交 单位: 吨



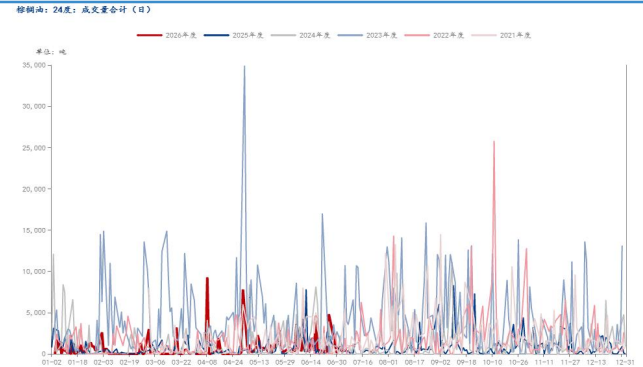
数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 59: 棕榈油库存 单位: 万吨



数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 60: 24 度棕榈油成交 单位: 吨



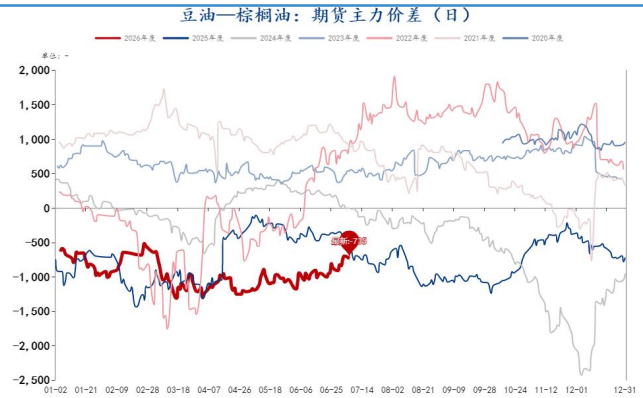
数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 61: 棕榈油进口成本 单位: 元/吨



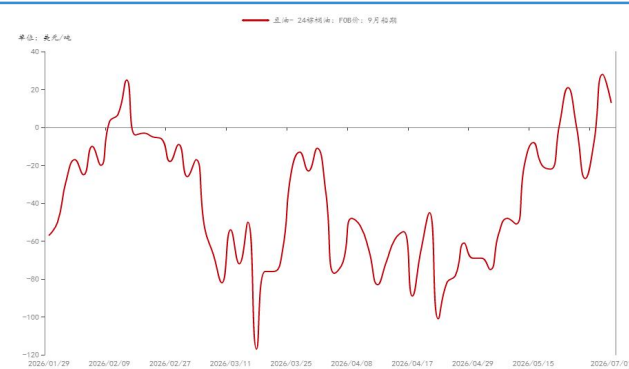
数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 62: 期货豆棕价差



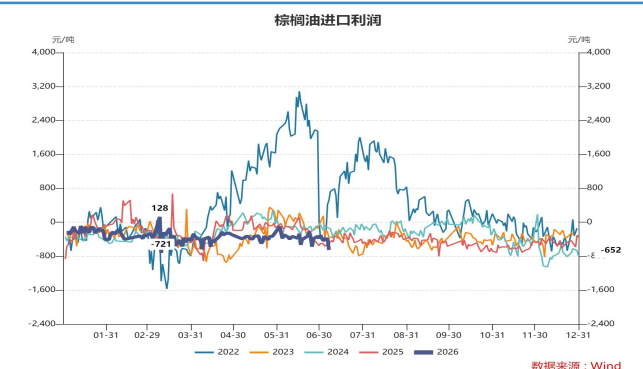
数据来源: Wind 新世纪期货

图 63: 豆油-24 度棕榈油 FOB 差 单位: 美元/吨



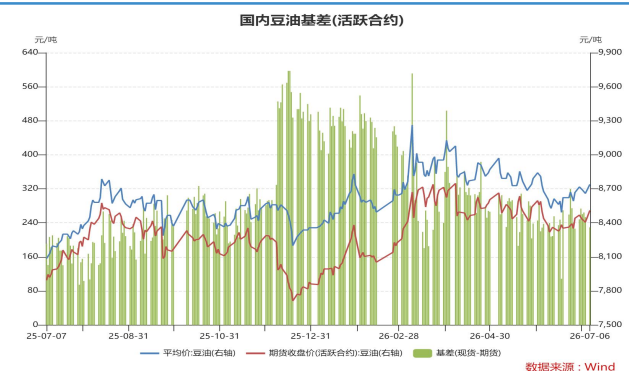
数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 64: 棕榈油进口利润 单位: 元/吨



数据来源: Mysteel 新世纪期货

图 65: 豆油基差 单位: 元/吨



数据来源: Wind 新世纪期货

图 66: 棕榈油基差 单位: 元/吨



数据来源: Wind 新世纪期货

数据来源: Wind 新世纪期货

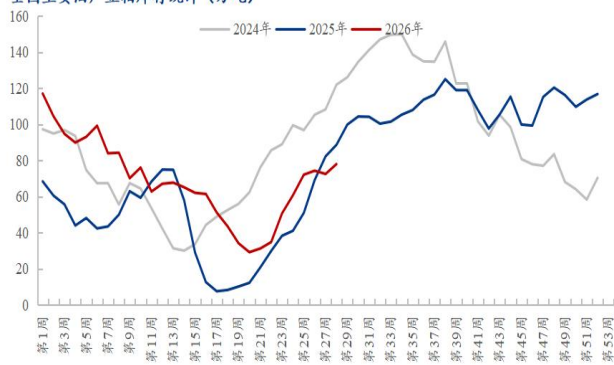
3、豆粕 Q3 南美洪峰压制 Q4 去库，依赖天气

下半年国内豆粕或呈现 Q3 南美洪峰高压榨高累库、基差深度贴水，Q4 切美豆新作边际缓和但全球丰产压制格局，核心波动依赖美豆天气、到港节奏与养殖去化速度。供应端：上半年大豆累计到港约 4847 万吨，二季度南美洪峰落地，7、8、9 月合计约 3000 万吨，南美旧作洪峰余量贯穿 Q3，油厂原料充裕下高压榨持续释放豆粕。产能侧，下半年国内将有 4 家新投产+2 家扩产，2027 年初压榨产能至 55.63 万吨/日（+3.7 万吨/日），长期供给天花板继续抬升。豆粕库存累至 74 万吨附近，华东现货最低 2760 元/吨，M09 基差长期锁定在-150 至-180 元/吨深度贴水区间，“高压榨+高累库+基差贴水”的供给过剩结构 Q3 难破。9 月起巴西出口季节性回落，货源切换至美豆新作，Q4 月均到港回落至 750-900 万吨，但港口大豆库存 760 万吨需持续消化至 Q3 末。

需求端：2026 年下游承接持续偏弱。生猪价格虽然反弹，但养殖持续亏损、能繁母猪缓慢去化，猪料豆粕添加比例普遍下调至 12%-13%（正常 15%），菜粕、葵粕替代同比增量进一步挤占份额；仅禽料与水产生出栏维持刚需托底，饲料厂采购随用随采、物理库存压至 7-10 天低位。Q4 为边际切换窗，春节备货+畜禽季节性补栏带来环比改善，但属季节性修复非趋势反转。巴西出口季节性回落、国内大豆到港减压，叠加春节备货+畜禽补栏+大豆新作天气（厄尔尼诺 11 月-1 月峰值）与升贴水重估，豆粕有望进入去库通道，基差或从 Q3 的-200~0 元/吨修复至 Q4 的 0~100 元/吨。全球丰产基调压制下，榨利难从微亏转正，油厂开工意愿 Q4 仍受抑。

图 67： 全国主要油厂豆粕库存 单位：万吨

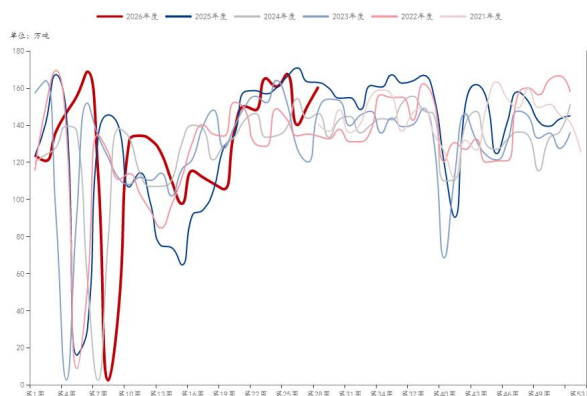
全国主要油厂豆粕库存统计（万吨）



数据来源：mysteel 新世纪期货

图 69： 国内豆粕周度产量 单位：万吨

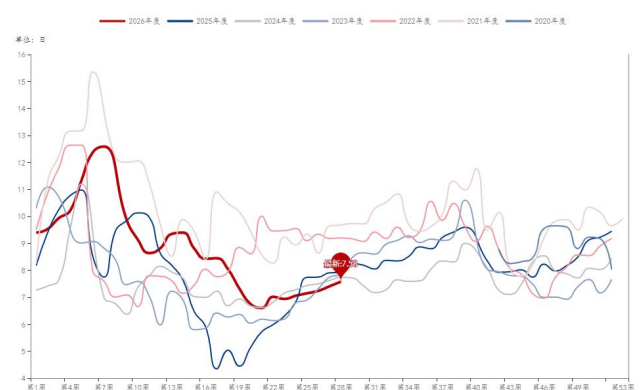
大豆压榨：产量：中国（周）



数据来源：mysteel 新世纪期货

图 68： 国内豆粕物理库存天数 单位：日

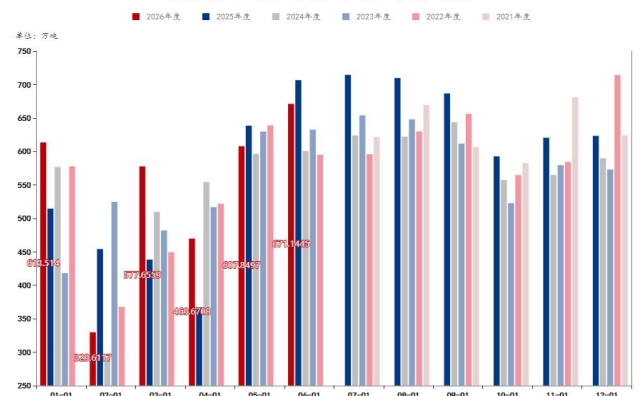
大豆压榨：饲料企业：物理库存天数：中国（周）



数据来源：mysteel 新世纪期货

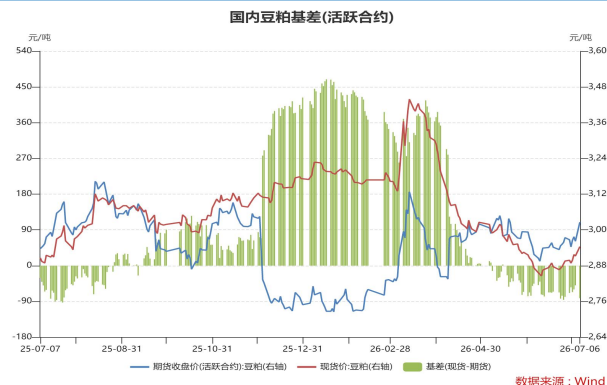
图 70： 国内豆粕月度产量 单位：万吨

主要油厂：大豆饼粕：产量：中国（月）



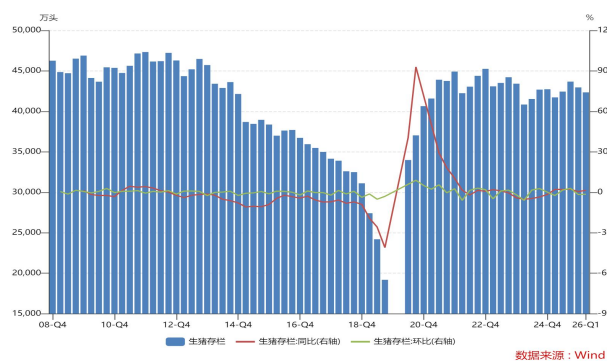
数据来源：mysteel 新世纪期货

图 71: 国内豆粕基差 单位: 元/吨



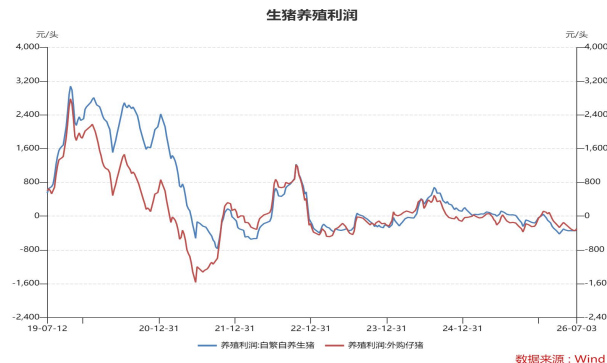
数据来源: Wind 新世纪期货

图 73: 生猪存栏量 单位: 万头



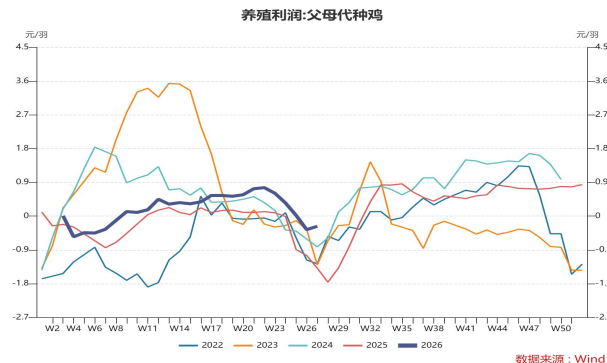
数据来源: Wind 新世纪期货

图 75: 生猪养殖利润 单位: 元/头



数据来源: Wind 新世纪期货

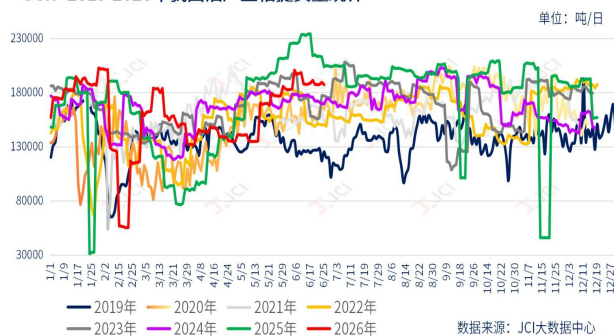
图 77: 父母代鸡养殖利润 单位: 元/羽



数据来源: Wind 新世纪期货

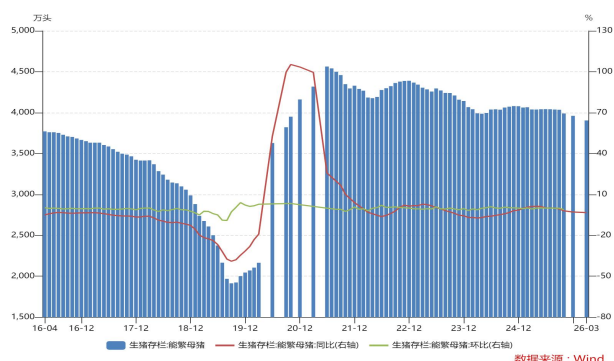
图 72: 我国油厂豆粕提货量统计量 单位: 吨/日

JCI: 2019-2026年我国油厂豆粕提货量统计



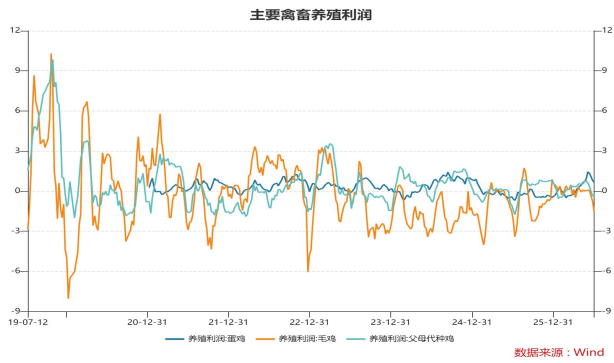
数据来源: JCI 新世纪期货

图 74: 能繁母猪存栏量 单位: 万头



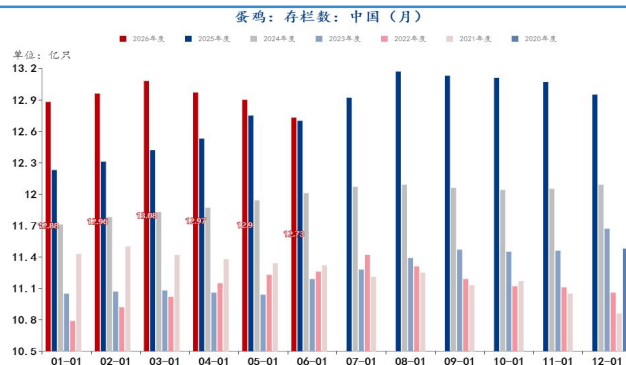
数据来源: Wind 新世纪期货

图 76: 禽蛋养殖利润 单位: 元/羽



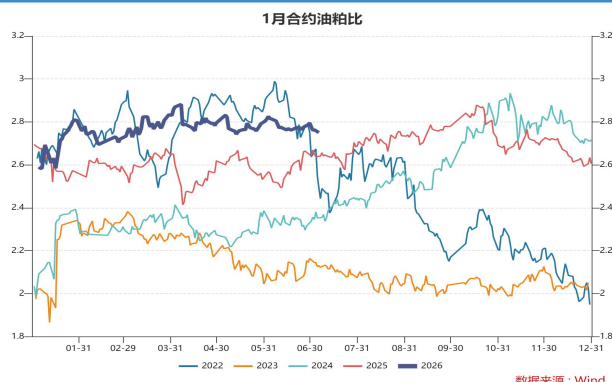
数据来源: Wind 新世纪期货

图 78: 全国蛋鸡存栏 单位: 亿只



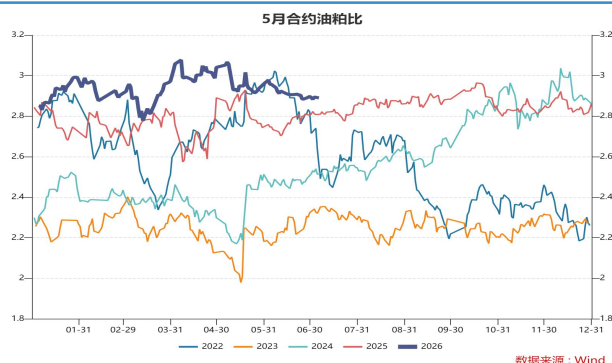
数据来源: mysteel 新世纪期货

图 79: 1 月合约油粕比



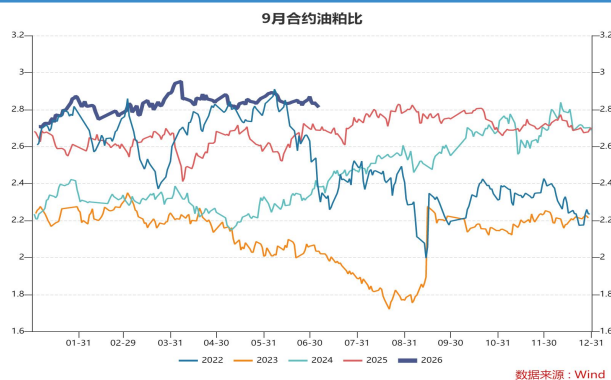
数据来源: Wind 新世纪期货

图 81: 5 月合约油粕比



数据来源: Wind 新世纪期货

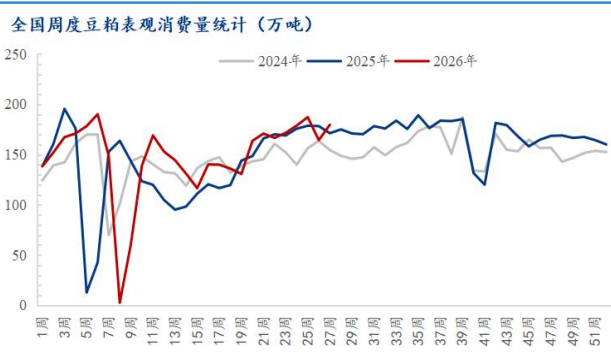
图 80: 9 月合约油粕比



数据来源: Wind 新世纪期货

图 82: 国内豆粕表观需求量

单位: 万吨



数据来源: mysteel 新世纪期货

六、总结与展望

油脂: 下半年国内油脂 Q3 三大油齐累库、Q4 棕榈带头去库的结构切换, 近端累库承压, 远端需求+政策+气候驱动。全球植物油库销比已跌至近十年低位, 印尼 B50 强制落地+非法园收归后 Agrinas 管护失灵+9 月 DSI 出口统销三段收口, 叠加马来树龄老化与厄尔尼诺滞后减产, 棕榈供给弹性被实质压缩; 生柴政策 (印尼 B50、马来 B15、美国 RVO 上调) 托底工业消费, 原油高位背景下 POGO 转正但仍可控。节奏上 Q3 受增产季+印度淡销+国内豆棕倒挂压制, 近月偏弱; Q4 后印尼减产斜率验证、印度排灯节备货国内需求旺季、马来减产季与 B50 全面切换四重共振, 远月估值抬升, 棕榈引领板块, 豆油跟涨、菜油看加籽天气溢价。策略上近月震荡对待, 远月偏多配置, 核心盯印尼 BPDPKS 余额与厄尔尼诺降水兑现。

豆粕: 下半年豆粕主线是"Q3 供给过剩加上美豆天气波动、Q4 边际缓和但难言反转"。7、8 月美豆处于关键生长期, 偏紧的美豆对天气非常敏感, 但历史上厄尔尼诺对美豆生长较为有利。Q3 南美旧作发运余量叠加千万吨级到港, 油厂开机率维持高位, 豆粕累库至同期偏高, 华东现货与 M09 基差深贴水结构难破; 下游生猪亏损+能繁缓去+添比下调至 12%-13%, 菜葵替代挤占, 物理库存压至低位, 承接乏力。Q4 巴西出口季节性回落、到港量下移, 货源切至美豆新作, 春节备货+畜禽补栏带来环比改善, 基差有望从深贴水修复至平水略升水; 但美豆新作丰产底色+巴西远月创纪录预期压制全球定价, 榨利难转正, 油厂开工意愿受抑。真正变盘锚在 7-8 月美豆结荚期 EP 型厄尔尼诺的不对称影响——中南部湿凉稳单产、北部偏干构成尾部风险, 单产若下修至 50-51 区间, 库存与定价重估将带动连粕向上重估, 否则延续近月松远月受压格局。

豆二：三季度南美旧作创纪录产量持续分流，巴西远月预期压制 FOB 至历年低位，国内到港千万吨级、油厂累库，美湾报价已出现低于巴西帕拉纳瓜、打破长年升水结构，理论上引导采购回流美豆但短期难规模切换。Q4 定价权切回美豆新作——26/27 产量处在高位、库销比偏低，7-8 月灌浆和结荚期单产是核心验证窗，EP 型厄尔尼诺把“中南部湿凉利单产+北部偏干”两端推极端，增产底色不变但幅度或打折，北部预期差是最大波动源；中国 2500 万吨采购承诺当前仅兑现六成，若 Q4 提速将打开美豆出口上调空间、库存下修。豆二节奏上，若无天气炒作，Q3 弱势震荡跟南美卖压，否则天气主导重心上移，Q4 看美豆定产+巴西播种降水+中国采购三重博弈，若任一侧不及预期，偏紧侧接棒、盘面向上重估。

风险点：1、美豆产区天气。2、东南亚天气及棕油产销。3、美生柴、印尼 B50 执行情况。4、大豆到港节奏。5、中东地缘政治导致国际原油变化。

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：浙江省杭州市拱墅区滨绿大厦 2 幢 1104 室、1201-1206 室

邮编：310003

电话：400-700-2828

网址：<http://www.zjncf.com.cn>