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 11 月投资策略

油粕高库存磨底，远月定价先行

市场回顾：

10 月粕弱油稳，连粕受美豆丰产、成本下移、油厂复产及高库存去化不畅压制，现货基差走弱、近月更弱；油脂抗跌分化，豆油累库制约、棕油产地与库存双高反弹受限。生柴预期与替代逻辑托底，呈近月承压、结构分化，资金偏向油脂内部相对强弱博弈。

核心观点：

油脂：豆油端，美豆创纪录丰产与国内大豆到港边际回落但绝对值仍高，油厂中高位开机下豆油产出充裕，商业库存处历史同期高位，去化斜率偏慢，现货基差受高库存压制；节后餐饮与食品厂仅刚需补库，豆棕价差低位削弱替代弹性，近月上行受供给宽松约束，但后续进口成本抬升与南美天气升水为远月提供成本锚。棕榈油端矛盾更尖锐：马棕 9 月库存创 351 万吨历史高位，11 月或冲高至 370—380 万吨才见拐点，国内棕油库存同比翻倍、到港集中，现货承压；但产地进入季节性减产窗口，印尼 B50 强制掺混持续分流毛棕出口货源、低库存格局稳固，厄尔尼诺滞后干旱效应开始向 2027 年单产预期传导。11 月油脂近月受高库存与需求平淡压制，震荡磨底，远月由棕榈减产+生柴强吸+南美天气定价主导，远月弹性棕油大于豆油，豆油以成本驱动型修复为主，棕榈油等产地库存拐点确认后蓄势走强。

豆粕：供给端压力短期难以化解，国内进口大豆到港量虽从前期峰值有所回落，但绝对规模依然可观，油厂维持中高负荷开机，豆粕产出源源不断，现货库存持续处于近年高位，去库进程缓慢。需求端则缺乏有效承接，下游养殖利润持续低迷，生猪存栏去化虽在进行但出栏惯性仍在，饲料企业采购心态谨慎，物理库存维持低位，多以随用随采为主；杂粕替代效应持续挤压豆粕添加比例，进一步削弱了表观消费增量。成本端，美豆创纪录丰产已基本计价，下方有低库消比与中国买盘托底，但上行受丰产事实压制；南美播种期天气升水开始注入远月合约，成为潜在的价格弹性来源。整体看，11 月连粕近月合约受高库存与弱基差压制，盘面以区间震荡磨底为主；市场转折需等待豆粕库存出现持续性去化拐点，或南美生长关键期天气炒作实质性发酵。

豆二：国内进口大豆到港虽较三季度峰值边际回落，但绝对量仍处高位，货源由南美旧作切至美湾/美西新作，港口与油厂大豆库存维持高位，油厂中高负荷开机延续，原料端压力未消，近月盘面与现货基差受此压制。成本端，美豆创纪录丰产与收割卖压限制上方空间，但低库消比、出口回暖及高压榨利润构成底部支撑；南美播种期超强厄尔尼诺带来“北旱南涝”分化，天气升水通过升贴水与远月船期向国内传导。豆二近月跟随国内去库节奏与榨利修复，远月跟随美豆成本与南美单产预期。预计豆二难走独立趋势，以跟随外盘震荡、近月磨底远月偏强为主。

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、东南亚棕榈油供需分析 10
四、国内油脂油料供需 13
五、总结与展望 19

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：美国大豆供需平衡表 6
图 5：美国大豆月度压榨量 6
图 6：美国大豆压榨利润 6
图 7：美豆当周出口 6
图 8：美豆周度出口至中国量 6
图 9：美国大豆出口累计 6
图 10：美国大豆出口中国累计 6
图 11：CBOT 大豆非商业净多持仓 7
图 12：CBOT 大豆非商业净多持仓季节性图 7
图 13：CBOT 豆油非商业净多持仓 7
图 14：CBOT 豆粕非商业净多持仓 7
图 15：NOII 指数和拉尼娜及厄尔尼诺气候现象跟踪 8
图 16：美国大豆产区干旱情况 8
图 17：北美未来 1-30 天降水及距平 8
图 18：北美未来 1-30 天降水异常(毫米) 8
图 19：美豆收割率 8
图 20：美豆优良率 8
图 21：巴西大豆供需平衡表 9
图 22：阿根廷大豆供需平衡表 9
图 23：巴西大豆月度出口累计 9
图 24：巴西大豆月度出口 9
图 25：巴西大豆出口累计至中国 9
图 26：出口至中国巴西大豆升贴水 9
图 27：巴西大豆播种率 10
图 28：阿根廷大豆播种率 10
图 29：南美未来 1-30 天降水及距平 10
图 30：南美未来 1-30 天降水异常(毫米) 10
图 31：全球棕榈油供需平衡表 11
图 32：印尼棕榈油供需平衡表 11
图 33：马来棕榈油供需平衡表 11
图 34：马来西亚棕油产量 11
图 35：马来西亚棕油库存 12
图 36：马来西亚棕油出口 12
图 37：马来棕油单产 12
图 38：马棕油出油率 12
图 39：印尼棕油月度产量 12
图 40：印尼棕油月度库存 12
图 41：印尼棕油月度出口量 12
图 42：印尼棕油月度消费量 12

图 43：中国进口马来和印尼棕油量 13
图 44：POGO 价差 13
图 45：印度植物油库存 13
图 46：印度初榨棕榈油进口 13
图 47：三大产区豆到岸完税价 14
图 48：进口大豆升贴水 14
图 49：豆二基差 14
图 50：进口大豆月度到港量预测值 14
图 51：中国大豆月度进口 14
图 52：周度大豆到港量 14
图 53：全国大豆港口库存 14
图 54：国内大豆压榨利润 14
图 55：主流油厂周度大豆压榨量 15
图 56：国内主要油厂月度压榨量 15
图 57：国内三大油脂库存 15
图 58：全国主要地区菜油库存 15
图 59：豆油商业库存 15
图 60：全国豆油成交 15
图 61：棕榈油港口库存 16
图 62：24 度棕榈油成交 16
图 63：棕榈油进口成本 16
图 64：期货豆棕价差 16
图 65：豆油-24 度棕榈油 FOB 差 16
图 66：棕榈油进口利润 16
图 67：豆油活跃合约基差 16
图 68：棕油活跃合约基差 16
图 69：全国主要油厂豆粕库 17
图 70：国内豆粕物理库存天数 17
图 71：国内豆粕周度产量 17
图 72：国内豆粕月度产量 17
图 73：国内豆粕基差 17
图 74：我国油厂豆粕提货量统计量 17
图 75：生猪存栏量 18
图 76：能繁母猪存栏量 18
图 77：生猪养殖利润 18
图 78：禽蛋养殖利润 18
图 79：父母代鸡养殖利润 18
图 80：全国蛋鸡存栏 18
图 81：国内豆粕表观需求量 19
图 82：1 月合约油粕比 19

一、行情回顾

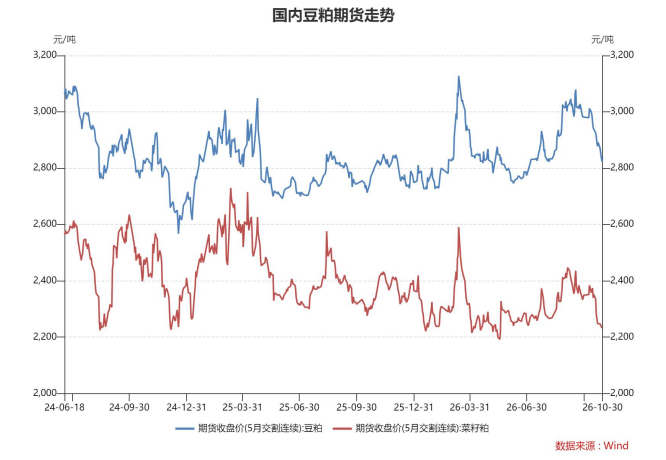
10 月国内豆粕整体表现偏弱，节后跟随美豆丰产预期和海外成本下移共振回落。供给端随着油厂开机恢复，压榨供应快速释放，而下游饲料企业采购偏谨慎，养殖端利润承压抑制补库意愿，渠道多以随用随采为主。高库存去化不畅成为压制盘面的核心矛盾，现货与基差同步走弱，市场缺乏实质性利多，连粕呈现震荡下探、近月更弱的格局。脂方面则相对抗跌，整体以区间震荡为主，品种间分化明显。豆油受美豆成本松动和商业库存偏高制约，上行动能不足；棕榈油受产地供需预期反复、国内库存高位及基差偏弱影响，反弹空间受限；菜油因库存偏低、供需结构相对偏紧，表现更为坚挺。三大油脂虽同受高库存压制，但生柴政策预期和品种替代逻辑提供底部支撑，整体未走出单边趋势。全月来看，板块呈现“粕弱油稳、近月承压、结构分化”的特征，资金更多在油脂内部寻找相对强弱机会，而非推动商品普涨。

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

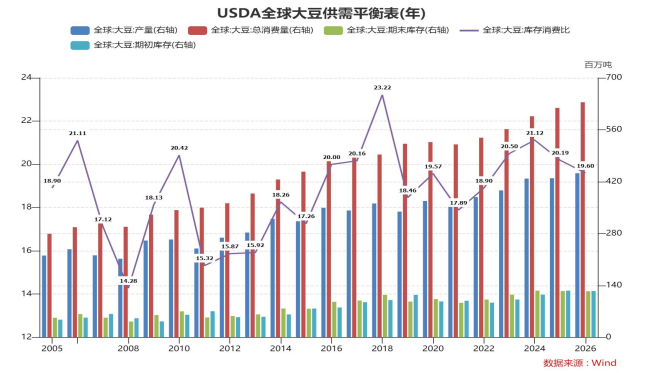
二、外盘大豆供需分析

1、美豆单产高位校准，需求兑现与南美天气主导

10 月 USDA 将 26/27 年度美豆单产上调 0.3 蒲至 53.1 蒲/英亩，历史最高，产量 45.62 亿蒲创纪录；期初库存因旧作下修调降，出口上调 1000 万蒲至 16.95 亿蒲，压榨维持 27.80 亿蒲，期末库存仅增 500 万蒲至 3.15 亿蒲，库消比 6.87%，仍低于上年 7.34%，呈“温和偏空、紧平衡未破”基调。全球产量 4.427 亿吨、压榨 3.857 亿吨、出口 1.92 亿吨同步小增，期末库存 1.2428 亿吨微升；巴西 1.86 亿吨、阿根廷 5000 万吨预估暂稳，南美无新增利空。

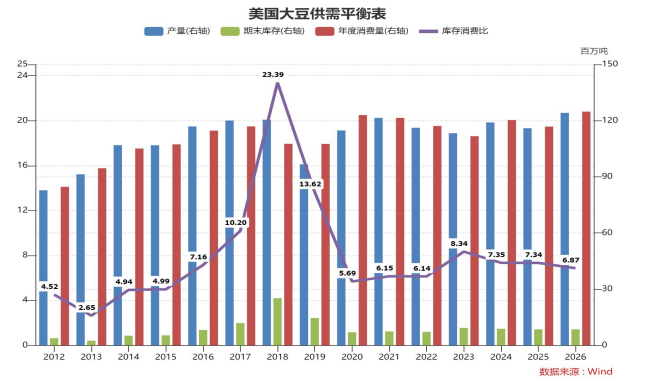
展望 11 月，美豆单产或将按收割实测做“高位校准”，若下修 0.1－0.3 蒲，产量仍处纪录区间，供给上限难逆转；核心变量转向需求兑现——中国采购虽同比大增但受额外关税约束，出口目标存不确定性，生柴掺混政策支撑高压榨，若出口跟不上则库存有上修压力。南美播种顺利但超强厄尔尼诺下生长季天气风险未出清，巴西北部偏干、南部偏多可能重塑产量预期。因此，11 月报告难现系统性累库，美豆下行受低库消比与买盘托底、上行受丰产与国内高库存压制，区间震荡为主；国内豆粕延续“成本锚定 vs 现实累库”博弈，近月看美豆定产与到港节奏，远月看南美天气升水。

图 3： 全球大豆供需平衡表 单位：百万吨



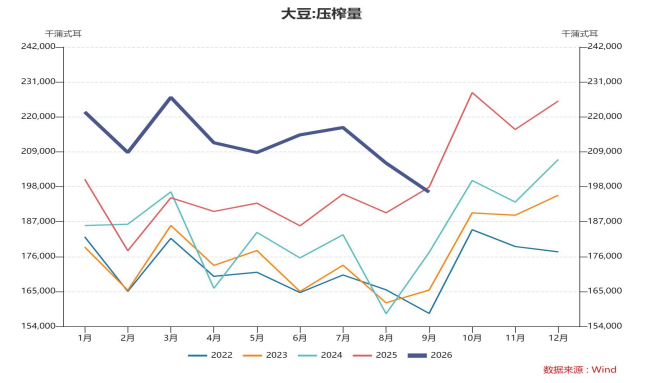
数据来源：USDA 新世纪期货

图 4： 美国大豆供需平衡表 单位：百万吨



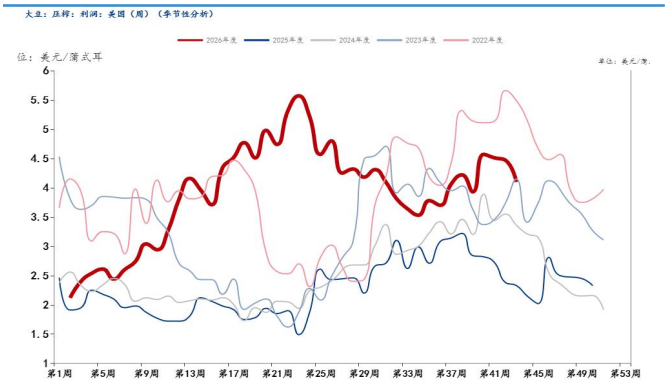
数据来源：USDA 新世纪期货

图 5： 美国大豆月度压榨量 单位：千蒲



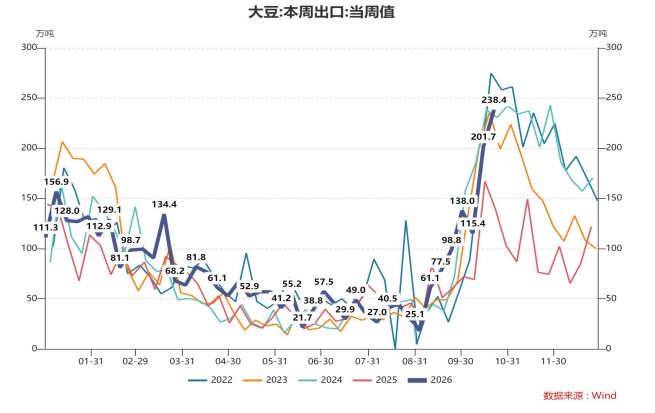
数据来源：USDA 新世纪期货

图 6： 美国内大豆压榨利润 单位：美元/蒲



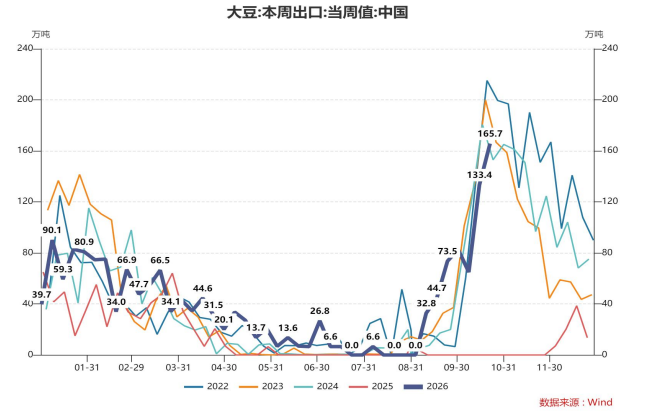
数据来源：USDA 新世纪期货

图 7： 美豆当周出口量 单位：万吨



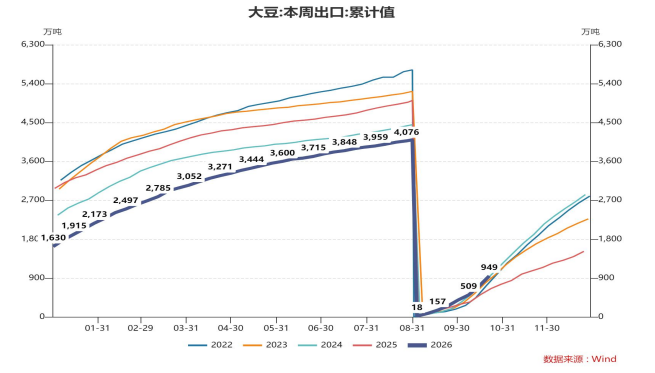
数据来源：wind 新世纪期货

图 8： 美豆周度出口至中国量 单位：万吨



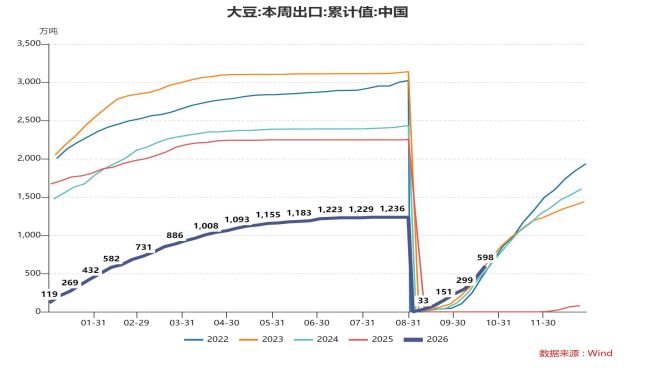
数据来源：wind 新世纪期货

图 9： 美国大豆出口累计 单位：吨



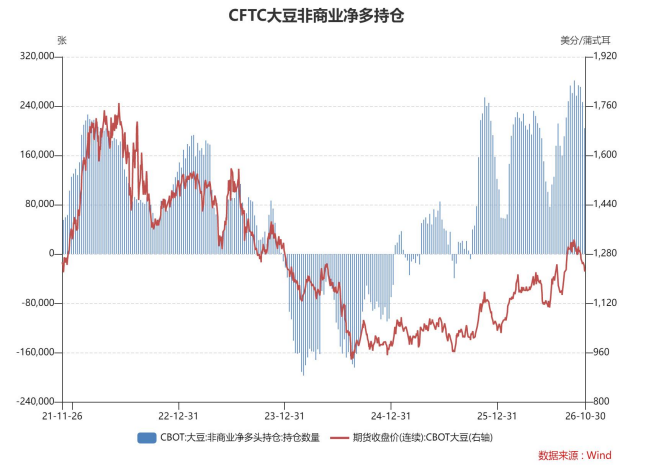
数据来源：wind 新世纪期货

图 10： 美国大豆出口中国累计 单位：公吨



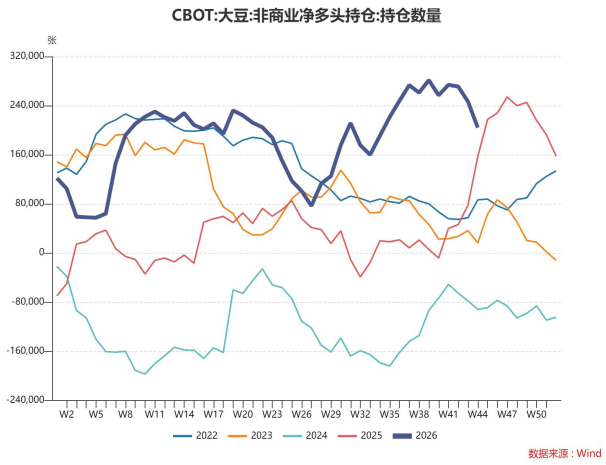
数据来源：Wind 新世纪期货

图 11：CBOT 大豆非商业净多持仓 单位：张



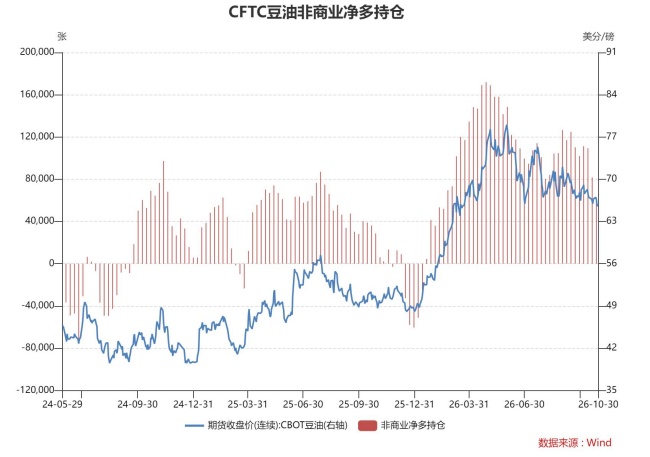
数据来源：Wind 新世纪期货

图 12：CBOT 大豆非商业净多持仓季节性图 单位：张



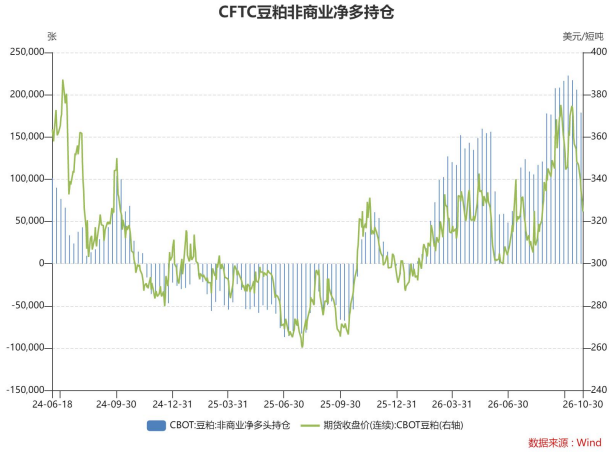
数据来源：Wind 新世纪期货

图 13：CBOT 豆油非商业净多持仓 单位：张



数据来源：Wind 新世纪期货

图 14：CBOT 豆粕非商业净多持仓 单位：张



数据来源：Wind 新世纪期货

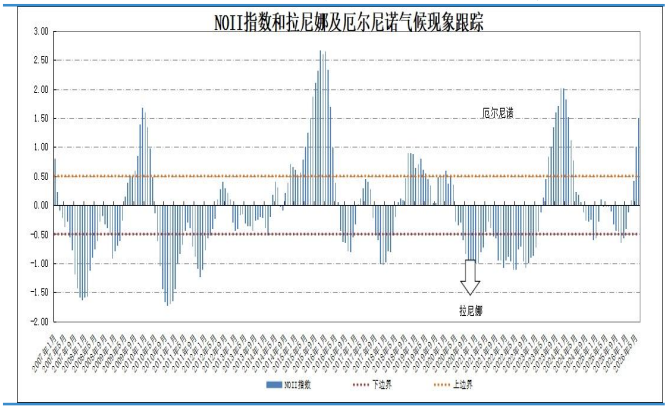
数据来源：Wind 新世纪期货

2、美豆卖压出清与需求续接，关注收割低点的确认

11 月美豆收割进入收尾，截至 10 月 25 日当周收割率 79%、已超五年均值，11 月上旬预计达 90%以上，集中卖压逐步出清；单产 53.1 蒲/英亩、产量 45.62 亿蒲创纪录基本锁定，11 月 WASDE 仅做微调。出口端是价格关键变量：截至 10 月 22 日当周出口检验 247.6 万吨，对华占 66.7%，累计销售同比快于常年，中国国企持续锁货但受关税与巴西雷亚尔竞争制约，出口目标 16.95 亿蒲兑现依赖周度净销售延续高位。11 月核心矛盾从"供给兑现"切到"需求续接"——若中国采购节奏受关税窗口影响放缓，现货贴水与 CBOT 将再测支撑；若国企继续锁 12—3 月船期，出口目标 16.95 亿蒲兑现无忧。

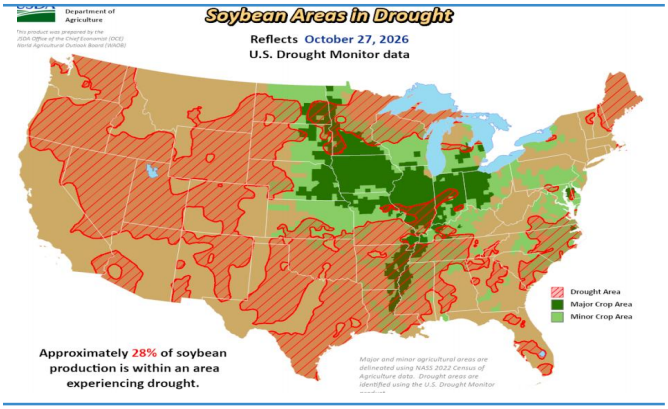
美豆收割低点并非日历节点，而是四重确认：①收割进度≥85%且周度推进放缓；②产区现货基差/升贴水止跌收窄（参考近月贴水从 60 美分回缩）；③周度出口检验连续高位（单周 200 万吨级）、中国实击销售持续；④CBOT 在 12.30—12.50 美分区间止跌、低点不再下移。当前已具备"卖压过峰+需求验证"的雏形，但创纪录产量与南美顺利播种限制反弹高度，收割低点更可能是季节性底部而非趋势反转，需要跟踪确认。

图 15： NOII 指数和拉尼娜及厄尔尼诺气候现象跟踪



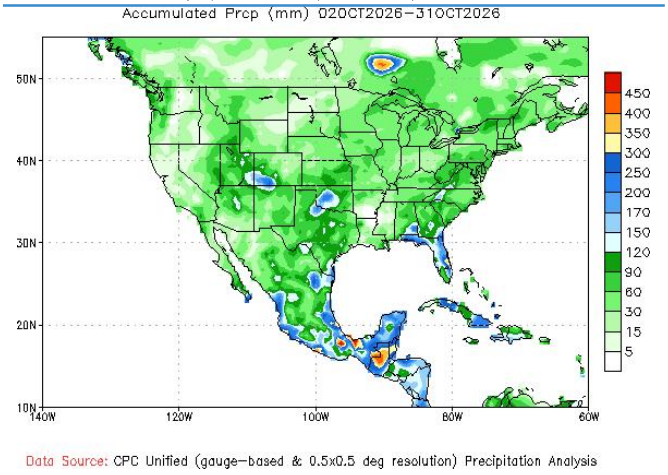
数据来源：USDA 新世纪期货

图 16： 美豆产区干旱情况



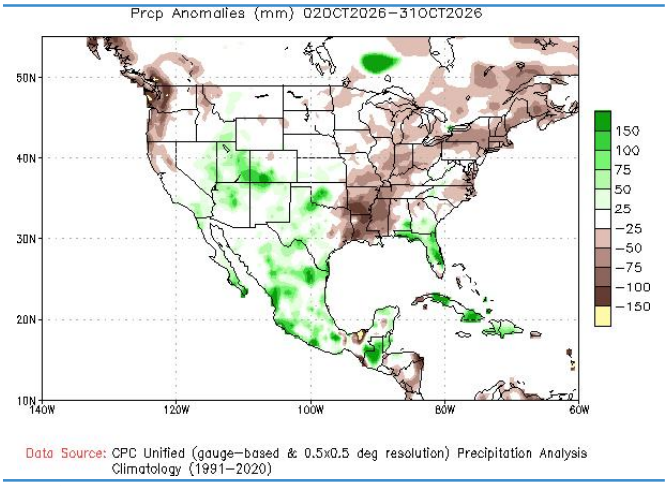
数据来源：USDA 新世纪期货

图 17： 北美未来 1-30 天降水及距平



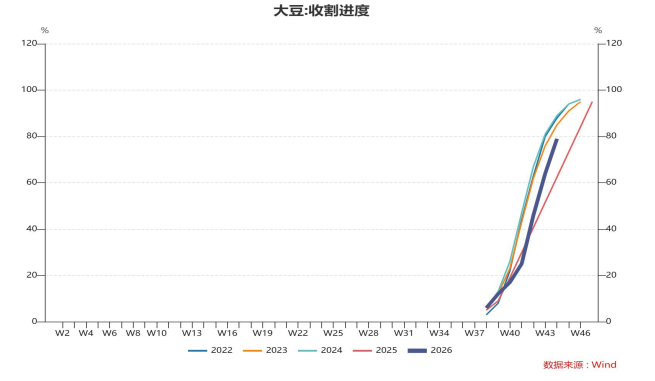
数据来源：USDA 新世纪期货

图 18： 北美未来 1-30 天降水异常(毫米)



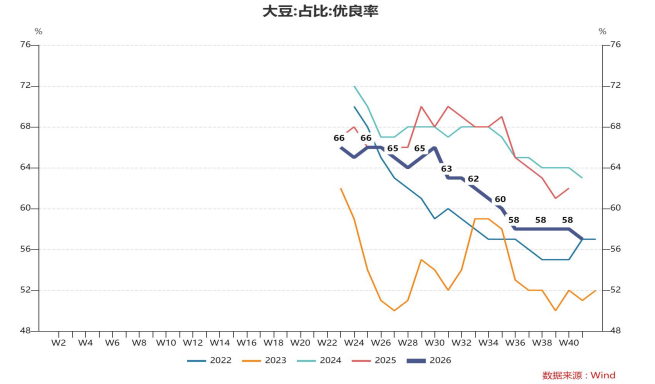
数据来源：USDA 新世纪期货

图 19： 美豆收割率



数据来源：USDA 新世纪期货

图 20： 美豆优良率



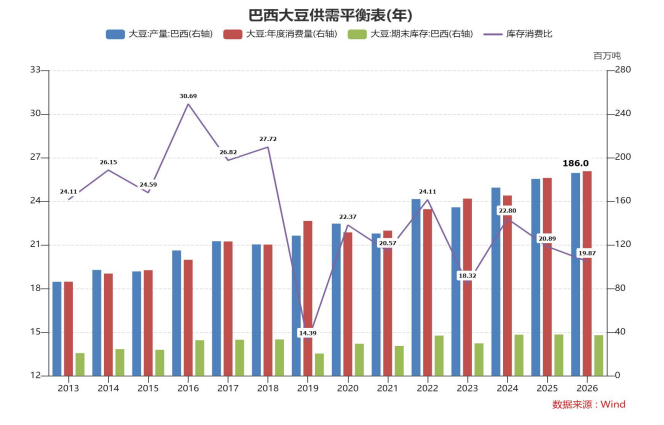
数据来源：USDA 新世纪期货

3、播种收尾与生长定价切换，厄尔尼诺分化下天气升水空间打开

11 月南美大豆进入“播种收尾+生长定价”切换期，基准仍偏丰产但天气升水空间打开。巴西端，CONAB 10 月预估新作面积 4930 万公顷（+1.4%）、产量 1.816 亿吨（+0.7%）创纪录；截至 10 月 23 日全国播种 42.8%（去年同期 34.8%、五年均值 40.2%），马托格罗索 75.8%、南马托格罗索 60%、圣保罗 60%，已播地块 39.7%出苗、60.3%营养生长，尚未进入开花结荚。核心矛盾是极强厄尔尼诺下的区域分化：中西部与马托皮巴 11—12 月面临高温+降水偏少（仅常年 20%—80%），早播苗期有重播风险，Imea 已因气候风险下调马托单产 2%至 64.82 袋/公顷；巴西南部降水偏多 125%—200%，渍害、烂种、病害与农事延误并存。

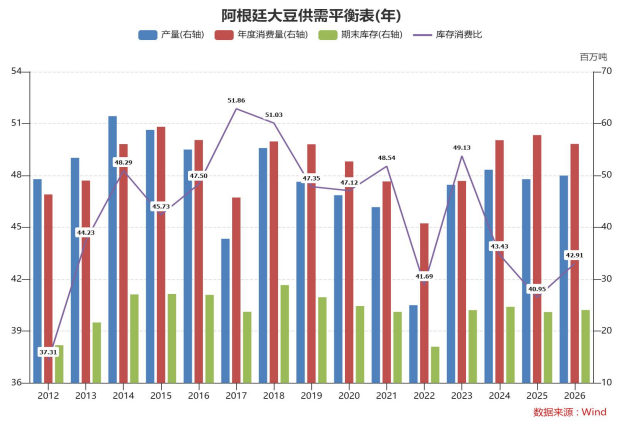
阿根廷 10 月底开播、11 月进主窗口，USDA 估 5000 万吨、布交所 5360 万吨，底墒充足但冷湿拖慢出苗，潘帕斯偏涝与西北部偏干并存，面积小幅扩至 1700 万公顷左右，厄尔尼诺整体利多单产但需防内涝。基本面层面，巴西新作出口预估 1.13—1.18 亿吨、国内压榨上修至 6600 万吨，需求扩张快于供应，平衡表实质收紧；中国买盘已从“补近月”切到“锁远月”，26/27 预售约 32%、升贴水短期抗跌。因此，11 月南美定产逻辑由“面积故事”转向“单产天气验证”，若中西部持续缺雨，美豆与连粕远月将注入天气升水；若降雨回归、南美丰产落地，则成本端压制重新主导，区间震荡中远月弹性大于近月。

图 21：巴西大豆供需平衡表　　单位：百万吨



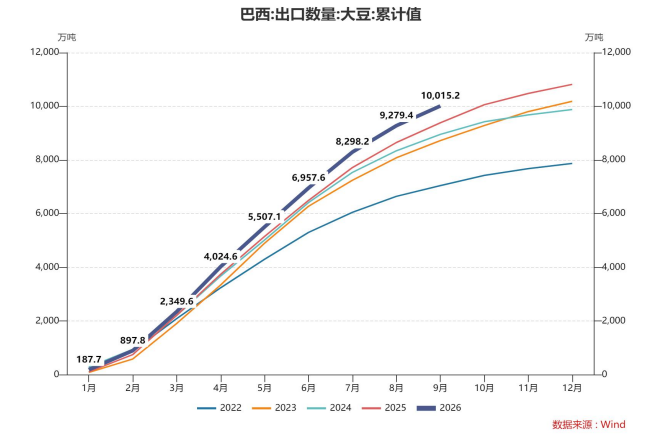
数据来源：USDA 新世纪期货

图 22：阿根廷大豆供需平衡表　　单位：百万吨



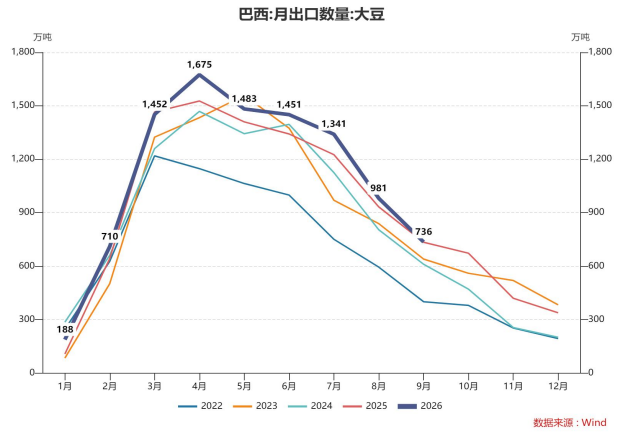
数据来源：USDA 新世纪期货

图 23：巴西大豆月度出口累计　　单位：千克



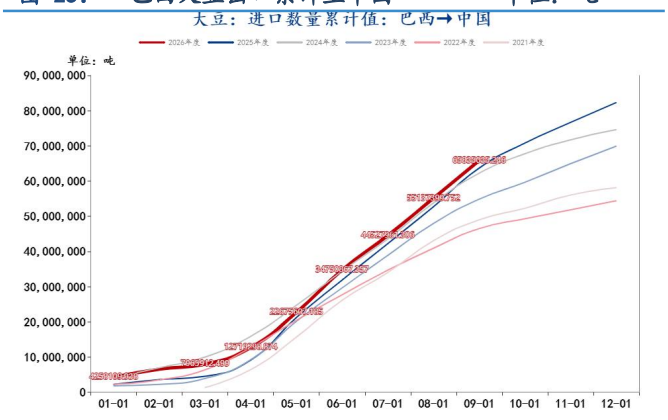
数据来源：USDA 新世纪期货

图 24：巴西大豆月度出口　　单位：万吨



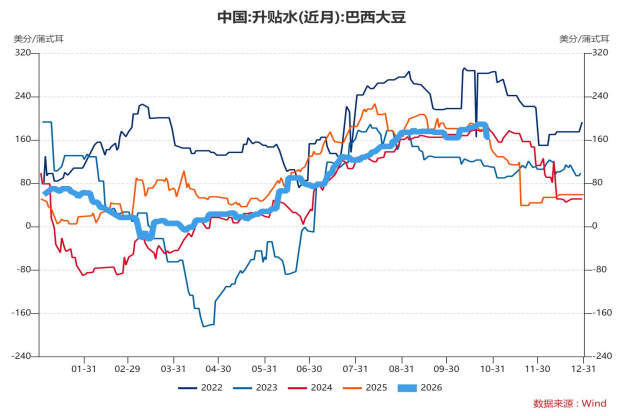
数据来源：USDA 新世纪期货

图 25：巴西大豆出口累计至中国　　单位：吨



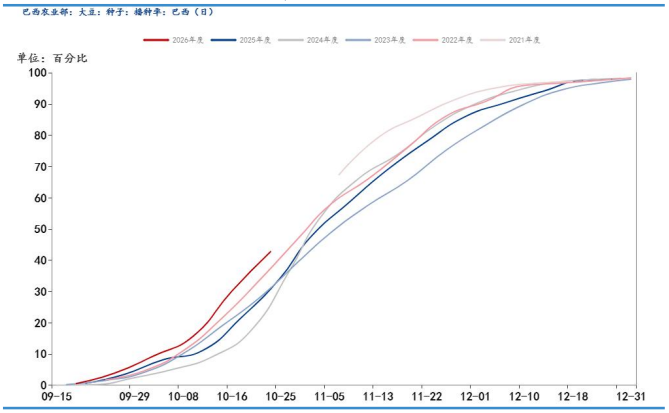
数据来源：USDA 新世纪期货

图 26：出口至中国巴西大豆升贴水　　单位：蒲/美分



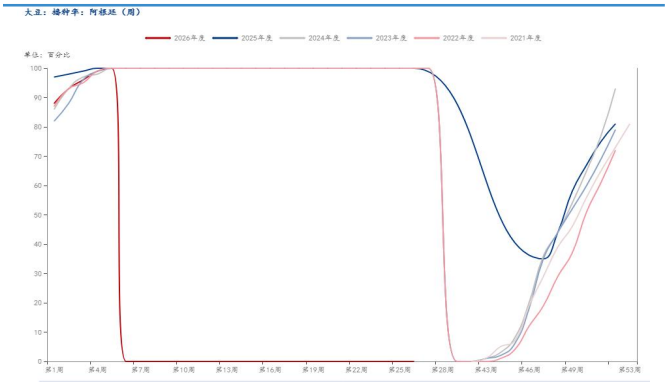
数据来源：wind 新世纪期货

图 27： 巴西大豆播种率



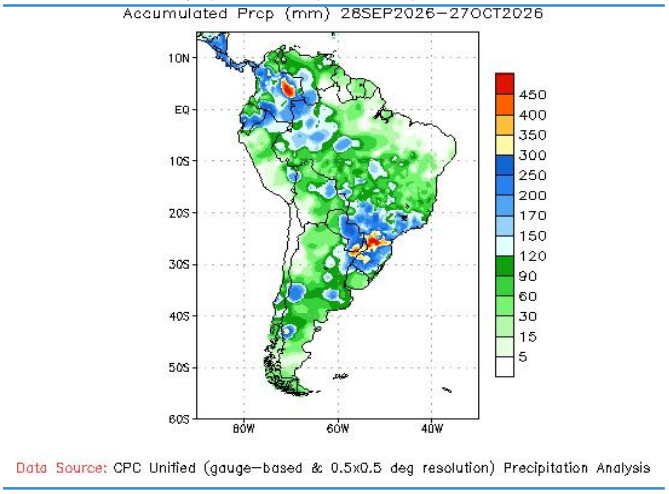
数据来源：USDA 新世纪期货

图 28： 阿根廷大豆播种率



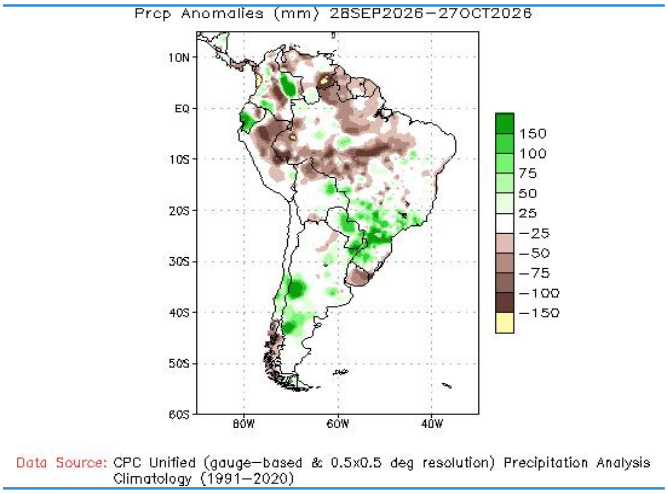
数据来源：USDA 新世纪期货

图 29： 南美未来 1-30 天降水及距平



数据来源：USDA 新世纪期货

图 30： 南美未来 1-30 天降水异常(毫米)



数据来源：USDA 新世纪期货

4、政策窗口博弈，采购“择机择价”与南美优先

11 月中美大豆贸易进入“政策窗口+采购兑现”双重观察期：吉隆坡经贸安排中部分关税与反制暂停至 11 月 10 日，若未顺利延期，美豆仍面临 10%额外关税与政策不确定性，商业买家难放开手脚。采购端并非“不买”，而是“择机、择价、择主体”——10 月中国已连续大单入市，周度分别采购 135.8 万、106.2 万吨，国企主导 12 月至次年 3 月船期锁货，民企因关税成本跟进偏慢。USSEC 预期 26/27 年度中国采购美豆至少 2500 万吨，但节奏由中方掌控：低价区集中建仓、巴西供应充裕时转单南美、美豆仅作刚需与战略补充。展望 11 月，美豆出口目标兑现依赖中国持续买盘，若关税僵持则升贴水承压、CBOT 上行受限；若经贸安排延期，采购窗口顺延至南美播种定产前。整体呈“国企托底、市场观望、南美优先”格局，中国买方主动权显著强化，美豆出口天花板受贸易政治而非单纯供需决定。

三、东南亚棕榈油供需分析

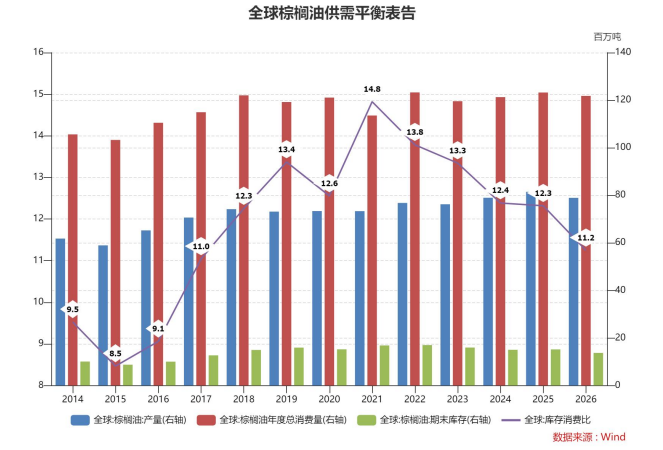
11 月东南亚棕榈油呈“近端承压、远端偏紧”格局。马来库存创纪录但产量见顶、出口脉冲，步入累库尾声；印尼受厄尔尼诺滞后干旱与 B50 生柴驱动，产量季节性回落、内需强吸致出口收缩，平衡表更紧。

马棕弱现实强预期。MPOB 9 月产量 211.70 万吨（环比+16.48%）、出口 112.04 万吨（环比-12.13%）、库存 351.09 万吨（环比+24.54%），创历史高位。10 月高频数据出现分化：SPPOMA 1-25 日产量环比-3.5%，但 AmSpec 出口环比+67.7%，ITS 1-20 日出口环比+58.5%，说明卖压峰值已过、出口脉冲启动。11 月核心看

两点：一是产量季节性下滑确认——MPOC 判断 9 月已见顶，后续五个月逐月减产；二是出口能否持续消化库存。印度毛棕进口税由 10%降至 5%，排灯节后补库需求叠加黑海葵油物流受限、南美豆油偏紧，马棕性价比修复。但库存拐点未必 11 月立刻出现，部分机构预计 11 月 MPOB 库存先冲高至 370-380 万吨再拐头。政策端，马来正评估免征原棕出口税以抢回份额，若落地将加速去库。整体，11 月是累库尾声向去库前夜过渡月，下行有减产与出口托底，上行受高库存与能源回落压制。

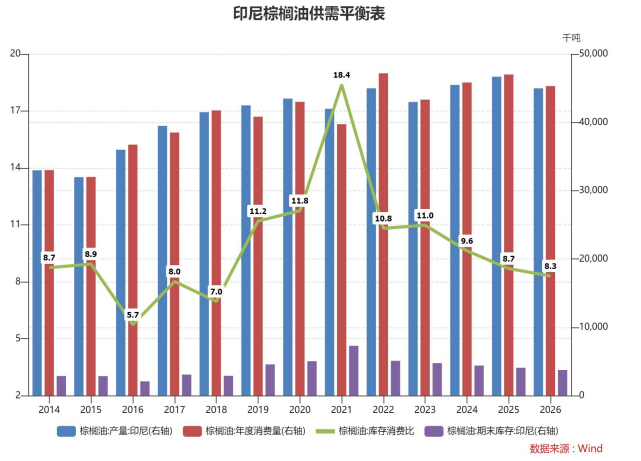
印尼端主线是"产量季节性回落+生柴强吸+出口可售量收缩"。GAPKI 口径下，8 月 CPO+PKO 产量约 534 万吨，库存降至 221 万吨（环比-19.7%），7 月生柴消费 128.5 万吨，内需对供应的吸纳持续走强。9-11 月产量模型预估逐月下滑（504→496→472 万吨），主因厄尔尼诺滞后效应与雨季推迟——气象机构预计 61%陆地将经历雨季延迟，加里曼丹中南部前期干旱、河流干涸致采摘与驳船运输受阻，西加里曼丹产量占比约 10%的区域物流受限，四季度加里曼丹产出或降 12%-15%。需求侧，10 月 1 日起 B50 强制掺混全面执行，GAPKI 预估 2026 年国内消费约 2710 万吨、生柴用棕约 1400-1550 万吨，2027 年出口可售量将再压缩近 500 万吨。11 月出口端受高价与 levy 结构影响，印度采购增量受限，但全球豆油、葵油偏紧背景下棕榈替代需求仍在。因此，印尼平衡表比马来更紧，产地报价抗跌，远期升水结构稳固；11 月核心跟踪雨季实际降雨、加里曼丹物流恢复节奏与 B50 真实掺混率，而当前实际掺混约 43%，低于政策名义。若干旱持续兑现，2027 年二三季度减产预期将提前计价，远月合约弹性大于近月。

图 31： 全球棕榈油供需平衡表 单位：百万吨



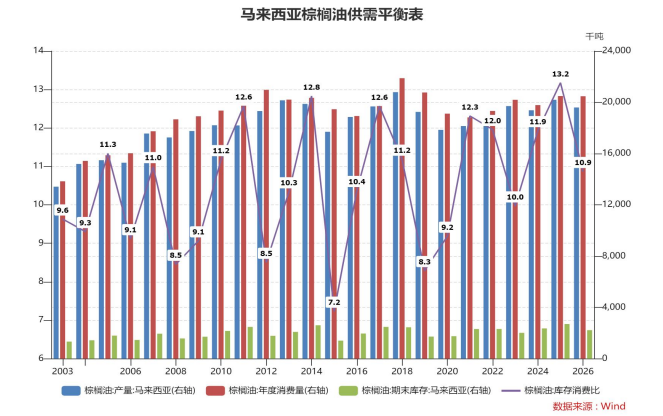
数据来源：USDA 新世纪期货

图 32： 印尼棕榈油供需平衡表 单位：千吨



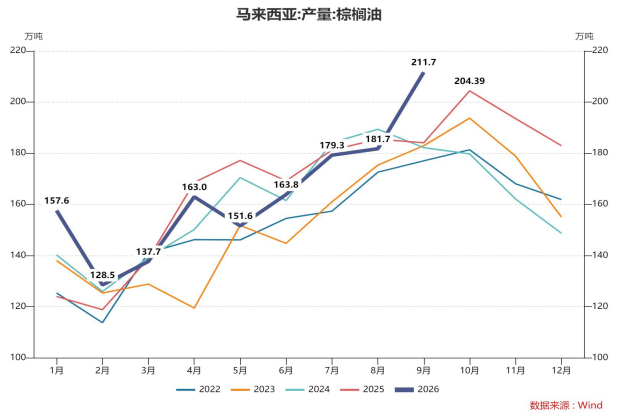
数据来源：USDA 新世纪期货

图 33： 马来棕榈油供需平衡表 单位：千吨



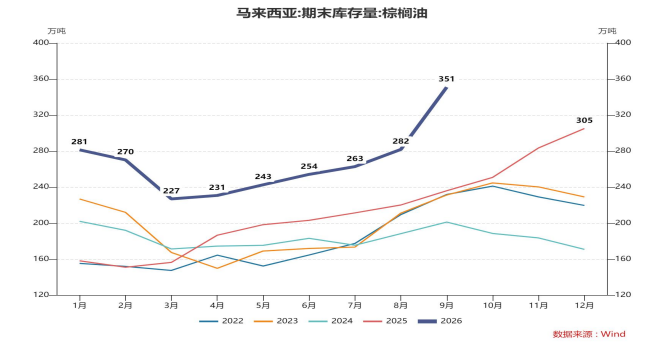
数据来源：USDA 新世纪期货

图 34： 马来棕榈油产量 单位：万吨



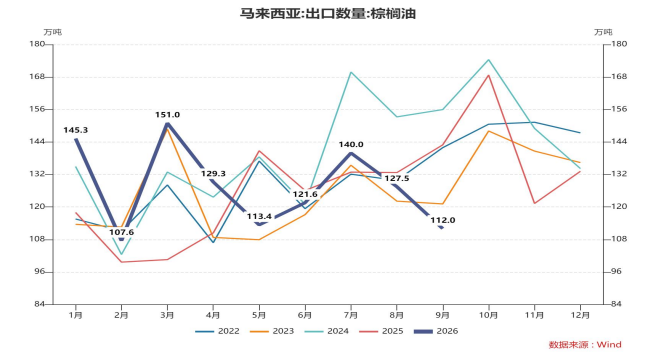
数据来源：MPOB 新世纪期货

图 35： 马来西亚棕油库存 单位：万吨



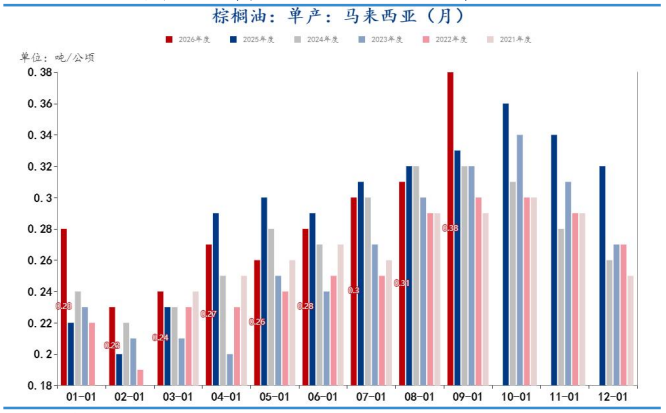
数据来源：MPOB 新世纪期货

图 36： 马来西亚棕油出口量 单位：万吨



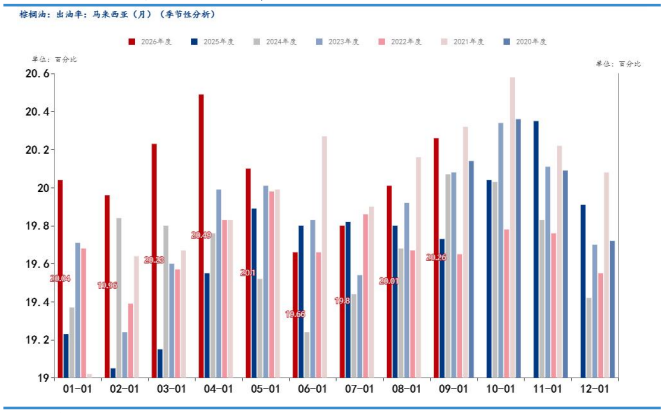
数据来源：MPOB 新世纪期货

图 37： 马来棕油单产 单位：吨/公顷



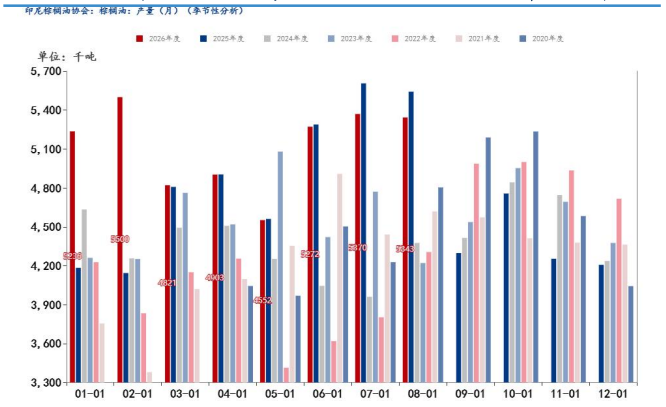
数据来源：Mysteel 新世纪期货

图 38： 马棕油出油率



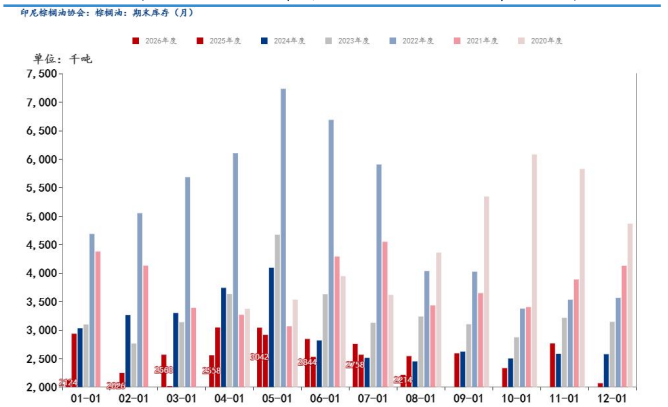
数据来源：Mysteel 新世纪期货

图 39： 印尼棕油月度产量 单位：千吨



数据来源：Mysteel 新世纪期货

图 40： 印尼棕油月度库存 单位：千吨



数据来源：Mysteel 新世纪期货

图 41： 印尼棕油月度出口量 单位：千吨

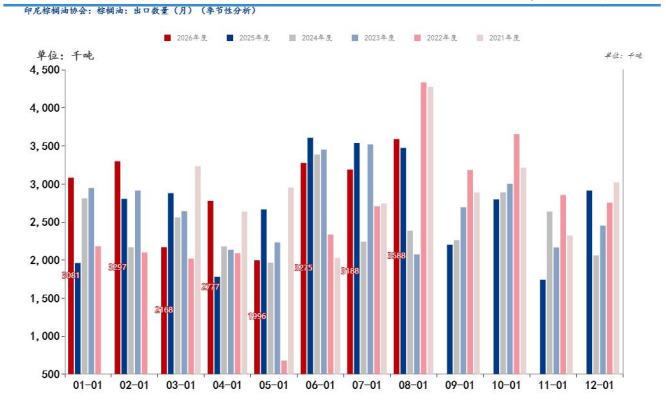
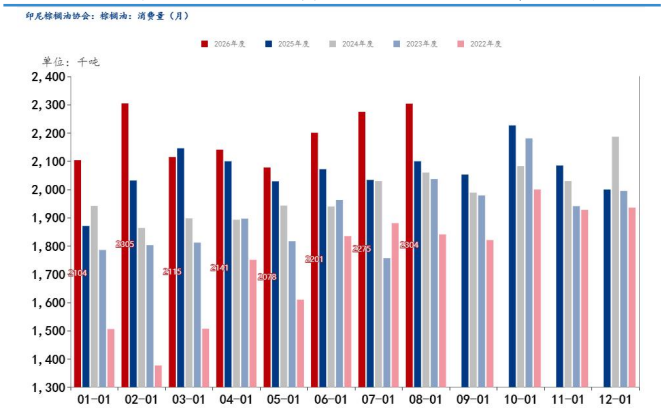
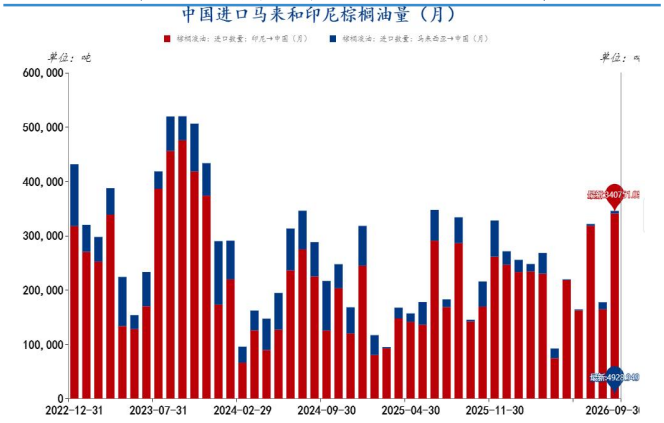


图 42： 印尼棕油月度消费量 单位：千吨



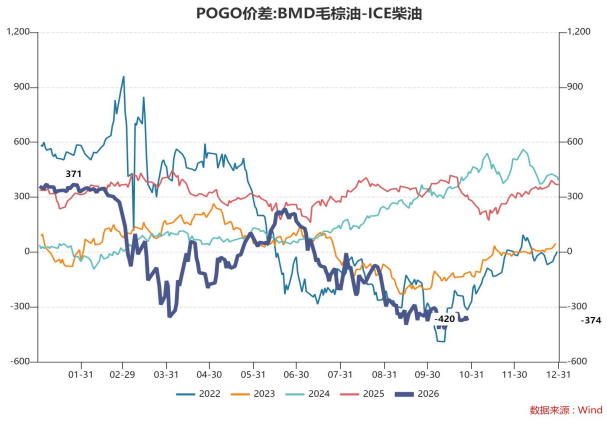
数据来源：Mysteel 新世纪期货

图 43： 中国进口马来和印尼棕油量 单位：吨



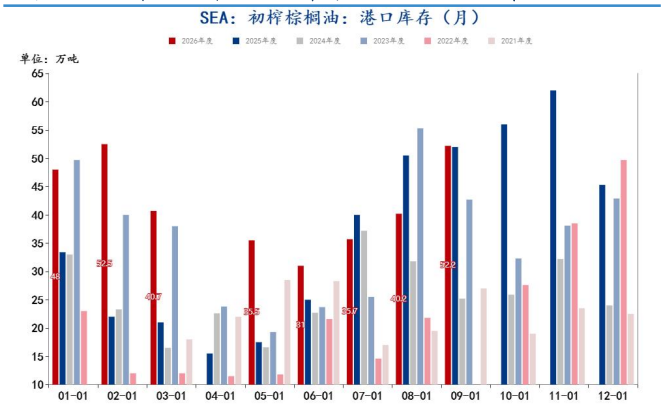
数据来源：Mysteel 新世纪期货

图 44： POGO 价差 单位：美元/吨



数据来源：Mysteel 新世纪期货

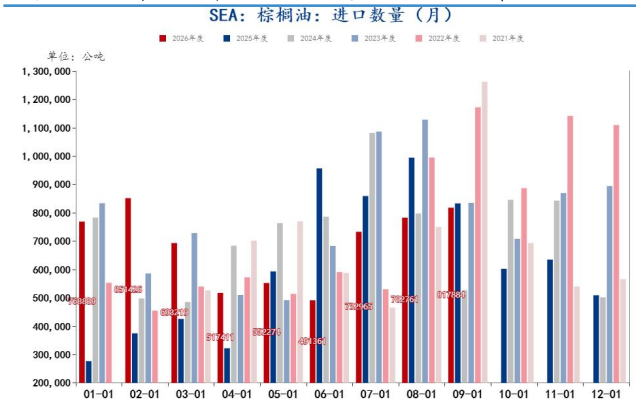
图 45： 印度初榨棕榈油库存 单位：吨



数据来源：Mysteel 新世纪期货

数据来源：Wind 新世纪期货

图 46： 印度初榨棕榈油进口量 单位：公吨



数据来源：Mysteel 新世纪期货

四、国内油脂油料供需

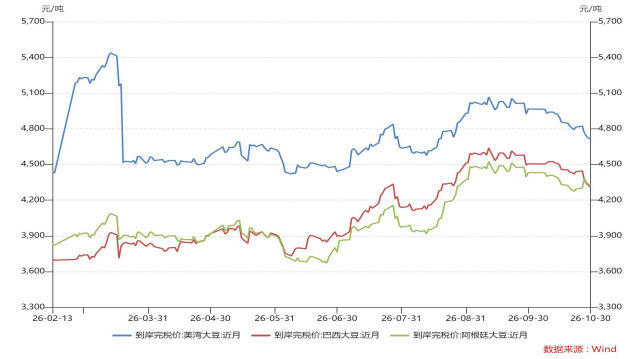
1、大豆到港边际收紧，库存高位缓降，开机维持高负荷

11 月国内大豆呈“到港小幅回补、库存高位去化偏慢、开机维持偏强但边际受限”格局。到港方面，Mysteel 预估 11 月全样本油厂进口大豆到港约 870 万吨，较 10 月 854.1 万吨小幅回升、但显著低于 9 月 1018.55 万吨峰值，货源由南美旧作切至美豆新作，到港成本受巴西升贴水坚挺支撑 。

库存端，10 月 30 日，油厂大豆库存约 777.58 万吨，较上周减少 35.74 万吨，减幅 4.39%，同比去年增加 66.79 万吨，增幅 9.40%，港口库存 838 万吨，同比去年减少 195.20 万吨；11 月随着到港节奏略缓、压榨维持高位，大豆库存有望继续去化，但难快速降至中性以下 。

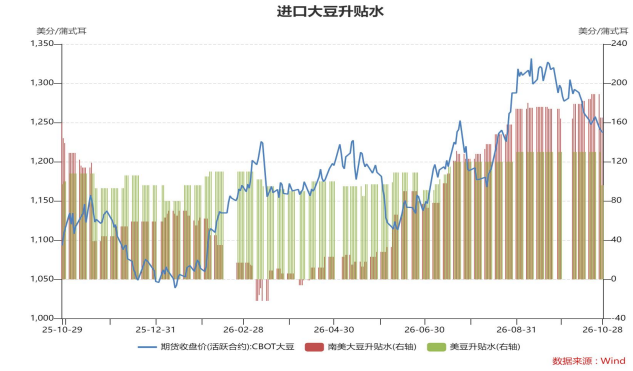
开机端，10 月节后开机率已从假期 30%低位修复至 66%附近，11 月在无极端停机前提下，周度开机率预计围绕 63%—67%波动：北方（华北、山东）因前期延后卸船集中进厂，月初开机抬升明显；华南、华东随合同交付节奏动态调整。整体呈“到港边际收紧、库存高位缓降、开机中高位运行”格局，豆粕豆油产出供给充足但继续累库斜率放缓；变量在美豆装船到港兑现率与榨利倒挂下油厂是否主动控开机。

图 47： 三大产区豆到岸完税价 单位：元/吨



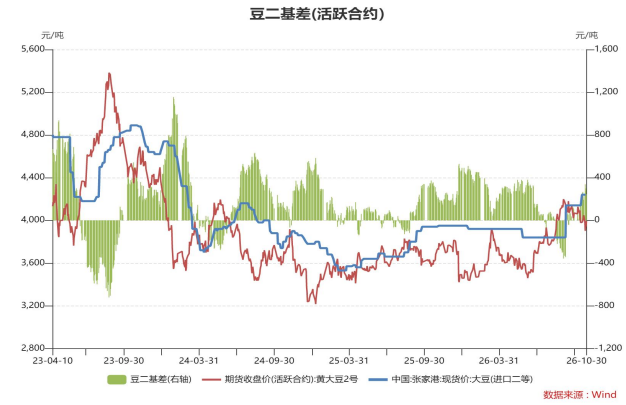
数据来源：Wind 新世纪期货

图 48： 进口大豆升贴水 单位：美分/蒲



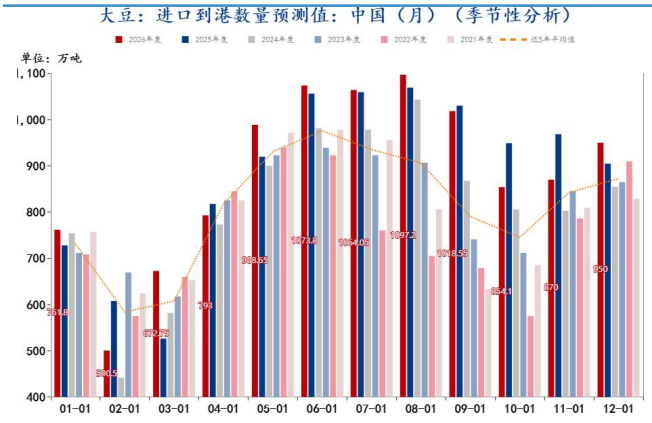
数据来源：Wind 新世纪期货

图 49： 豆二基差 单位：元/吨



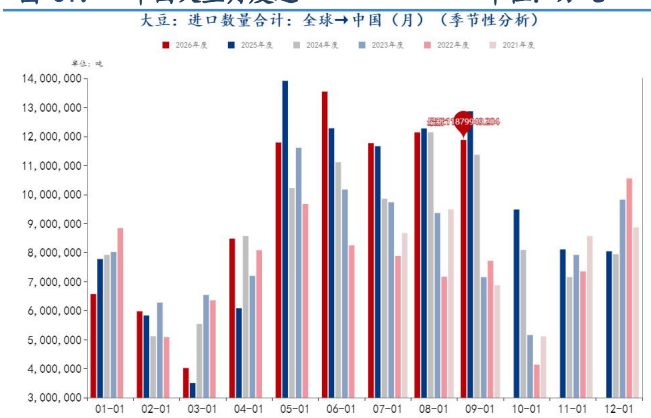
数据来源：Mysteel 新世纪期货

图 50： 进口大豆月度到港量预测值 单位：万吨



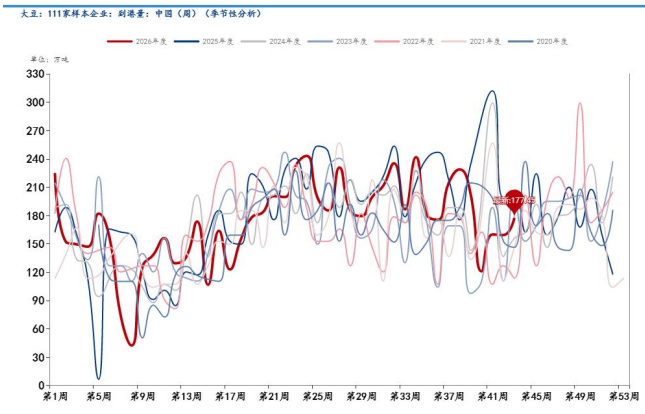
数据来源：Mysteel 新世纪期货

图 51： 中国大豆月度进口 单位：万吨



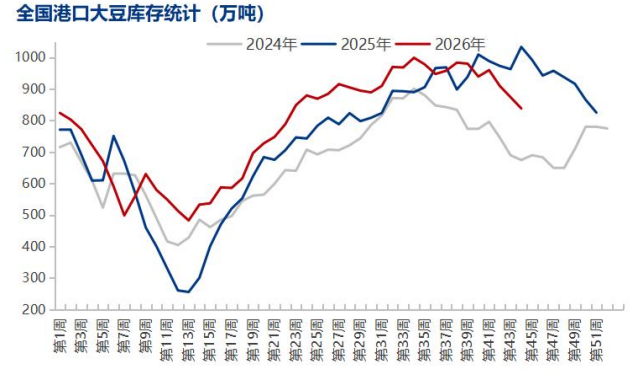
数据来源：Mysteel 新世纪期货

图 52： 周度大豆到港量 单位：万吨



数据来源：Mysteel 新世纪期货

图 53： 全国大豆港口库存 单位：万吨



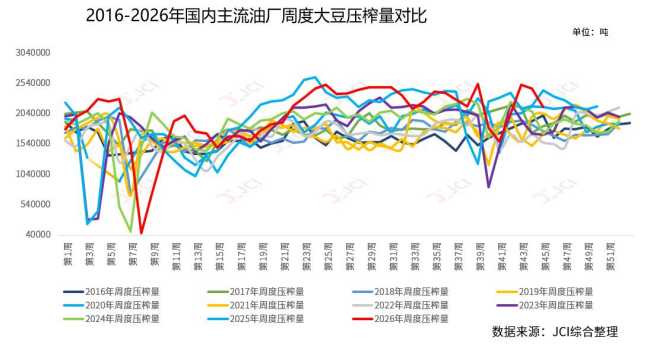
数据来源：Mysteel 新世纪期货

图 54： 国内大豆压榨利润 单位：元/吨



数据来源：Mysteel 新世纪期货

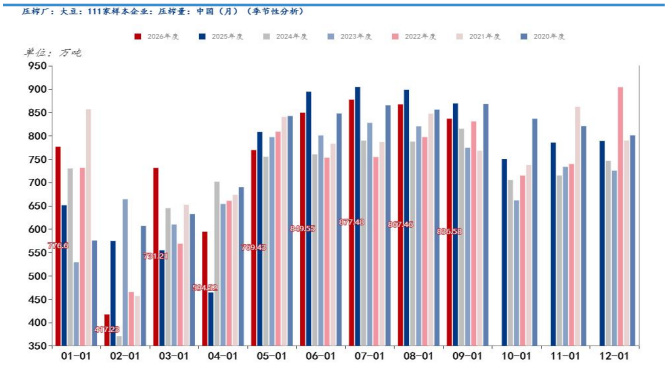
图 55：　主流油厂周度大豆压榨量　　单位：万吨



数据来源：JCI 新世纪期货

数据来源：Wind 新世纪期货

图 56：　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

2、油脂近端高库存承压，远端减产预期托底

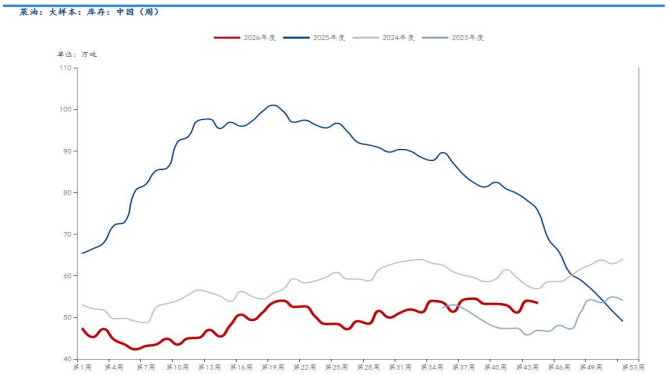
11 月油脂整体呈现“近端高库存压制、远端预期托底”供需博弈格局。国内供应端，据 Mysteel 截至 10 月 30 日数据，豆油商业库存 149.7 万吨（环比+0.96%、同比+4.31%），棕榈油商业库存 119.74 万吨（环比-1.66%、但同比+101.99%），双高库存仍是压制近月的核心矛盾；11 月大豆到港预估约 870 万吨，油厂开机仍偏高，豆油累库压力未消，棕榈油进口买船活跃、性价比偏弱，去库拐点尚待确认。需求端，国内双节备货结束、餐饮与饲料刚需平淡，豆棕价差修复后棕榈替代优势减弱，现货基差偏弱，其中棕油 01 贴水、豆油小幅升水，成交以刚需滚动为主。综合看，11 月豆棕缺乏单边趋势驱动：上行动力依赖马棕去库兑现、南美天气升水及原油偏强支撑生柴经济性；下行空间受进口成本、压榨利润倒挂及减产预期约束。整体节奏预计上旬震荡探底、中下旬重心温和抬升，品种上棕榈远月弹性强于豆油，豆油跟随外盘成本与国内去库节奏修复。

图 57：　国内三大油脂库存　　单位：万吨



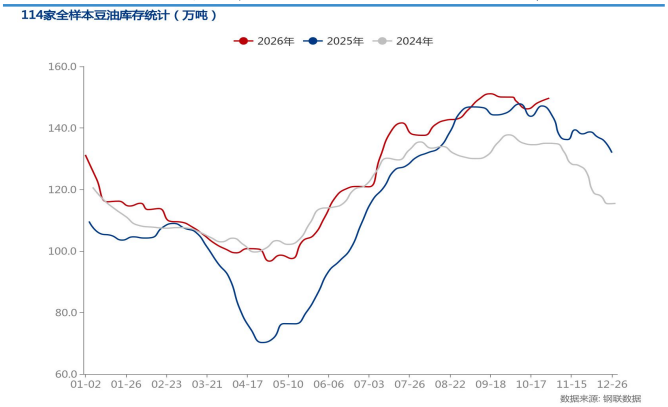
数据来源：Mysteel 新世纪期货

图 58：　全国主要地区菜油库存　　单位：万吨



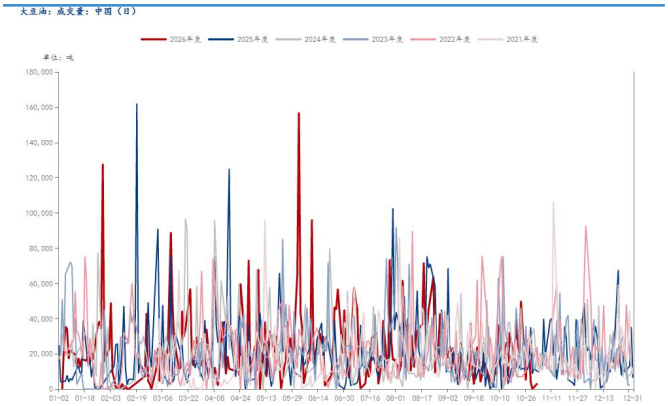
数据来源：Mysteel 新世纪期货

图 59：　豆油商业库存　　单位：万吨



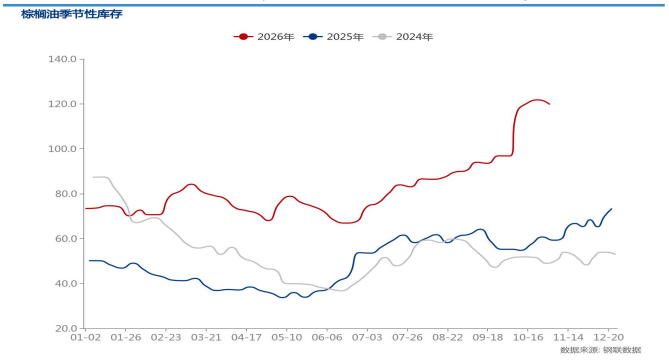
数据来源：Mysteel 新世纪期货

图 60：　全国豆油成交　　单位：吨



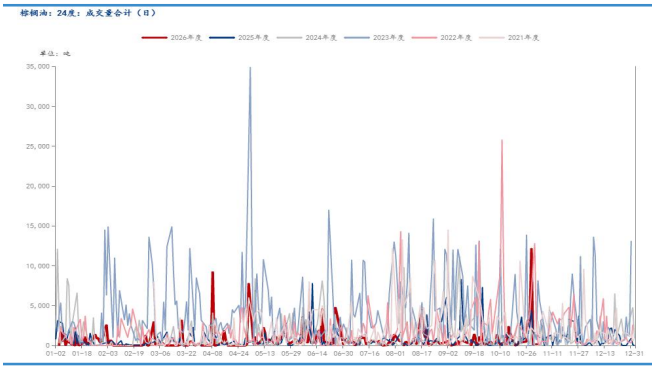
数据来源：Mysteel 新世纪期货

图 61： 棕榈油港口库存 单位：万吨



数据来源：Mysteel 新世纪期货

图 62： 24 度棕榈油成交 单位：吨



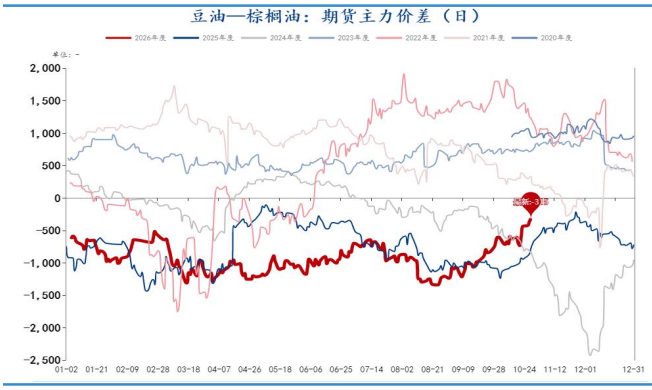
数据来源：Mysteel 新世纪期货

图 63： 棕榈油进口成本 单位：元/吨



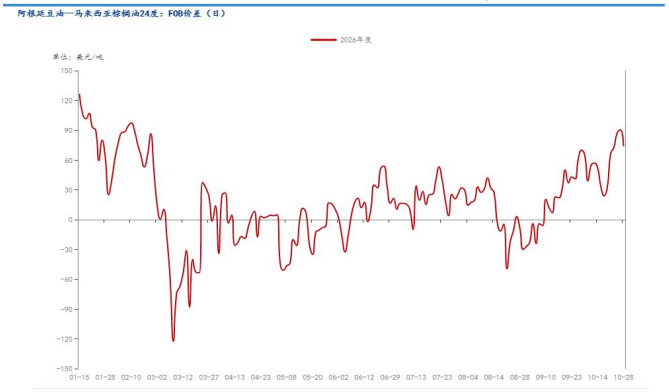
数据来源：Mysteel 新世纪期货

图 64： 期货豆棕价差



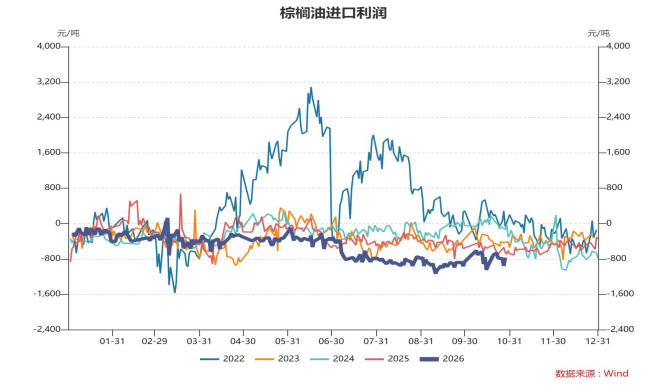
数据来源：Mysteel 新世纪期货

图 65： 豆油-24 度棕榈油 FOB 差 单位：美元/吨



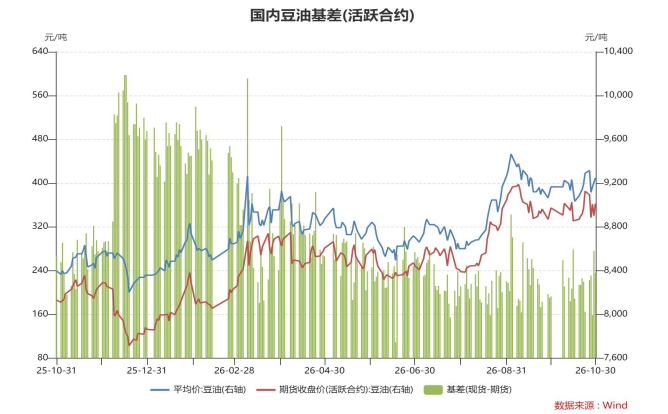
数据来源：Mysteel 新世纪期货

图 66： 棕榈油进口利润 单位：元/吨



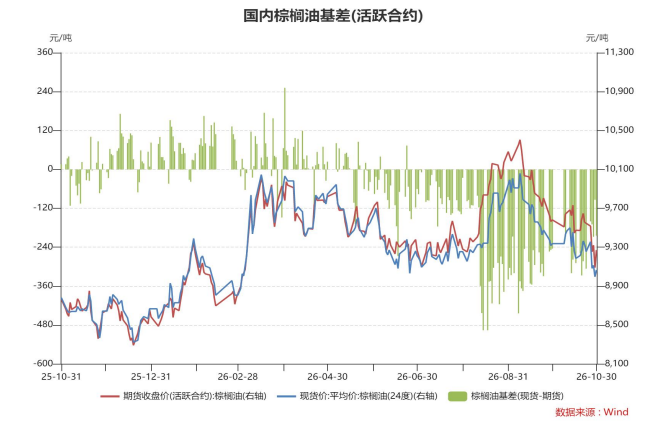
数据来源：Wind 新世纪期货

图 67： 豆油活跃合约基差 单位：元/吨



数据来源：Wind 新世纪期货

图 68： 棕油活跃合约基差 单位：元/吨

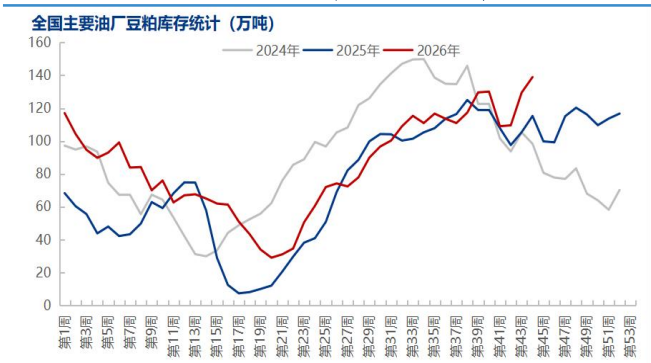


数据来源：Wind 新世纪期货

3、豆粕高库存等待去库拐点

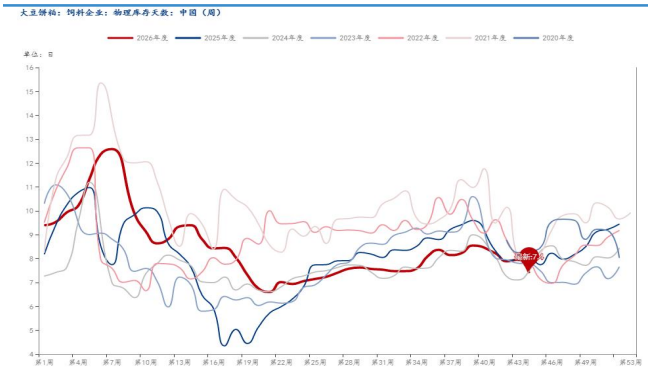
11月豆粕供应整体延续“高到港、高开机、高库存”宽松格局，压力后移但未消散。据Mysteel最新船期，11月国内全样本油厂进口大豆到港146.1船、约949.65万吨，处于同期高位；原料端大豆库存777.58万吨，同比仍增9.4%，油厂原料无虞。压榨端开机高位，国家粮食和物资储备数据中心预计11月全月压榨量回升至900万吨左右，供应产出充足。产出释放而下游提货偏慢，豆粕库存已冲至138.94万吨、周增7.26%、同比高20.5%，创年度新高，部分油厂催提、胀库停机。需警惕巴西11月船期盘面榨利倒挂（约-430元/吨），油厂被动降负荷会边际放缓累库，但难改月度供应宽松基调；去库拐点预计需等到12月后到港回落与备货共振才可能出现。

图 69：　全国主要油厂豆粕库存　　单位：万吨



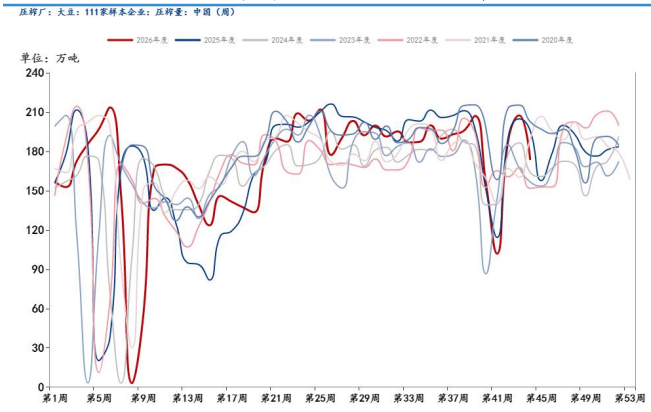
数据来源：mysteel 新世纪期货

图 70：　国内豆粕物理库存天数　　单位：日



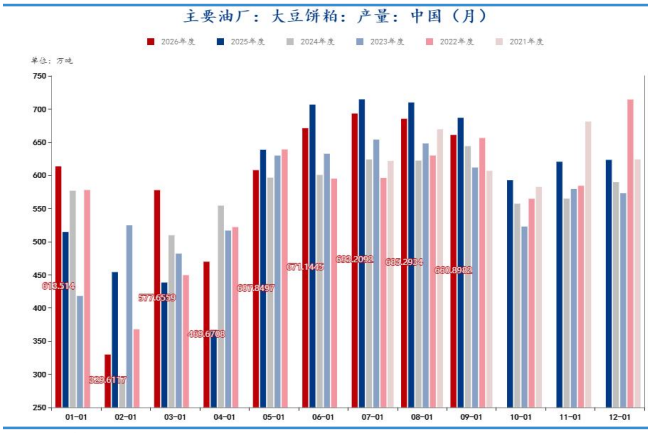
数据来源：mysteel 新世纪期货

图 71：　国内豆粕周度产量　　单位：万吨



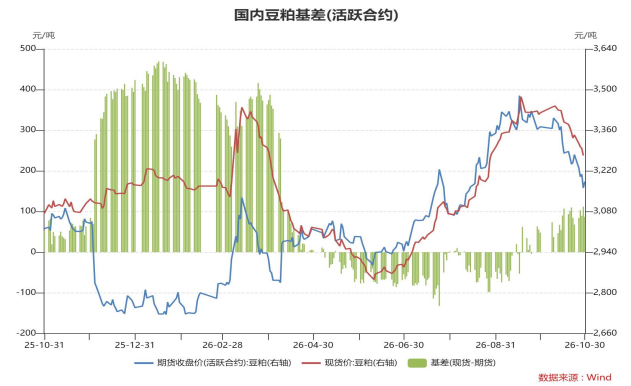
数据来源：mysteel 新世纪期货

图 72：　国内豆粕月度产量　　单位：万吨



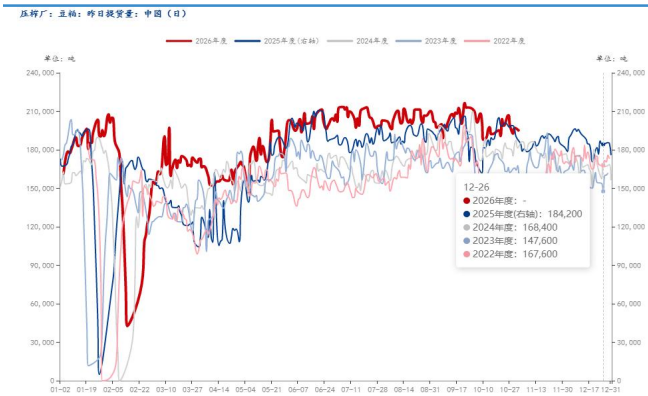
数据来源：mysteel 新世纪期货

图 73：　国内豆粕基差　　单位：元/吨



数据来源：Wind 新世纪期货

图 74：　我国油厂豆粕提货量统计量　　单位：吨/日

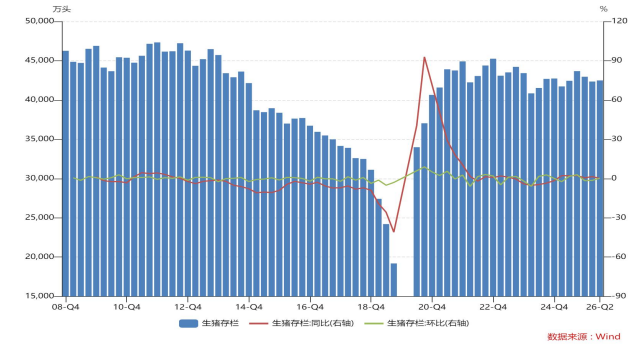


数据来源：mysteel 新世纪期货

4、豆粕刚需疲弱、补库谨慎，需求弱复苏待启

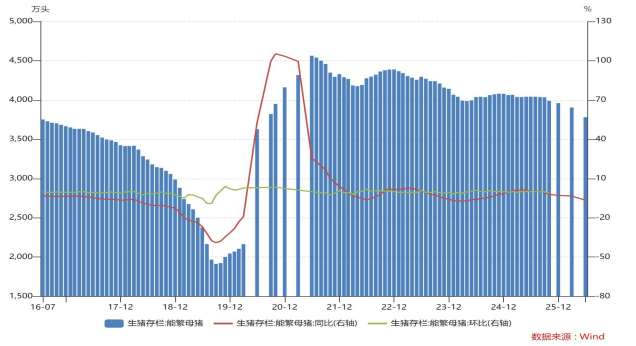
11 月豆粕需求端整体呈“刚需尚在、主动补库缺失、提货偏弱”的弱复苏格局。据 Mysteel 第 44 周数据，豆粕表观消费量 158.99 万吨，环比降 8.37%、同比降 6%，未执行合同 355.30 万吨环比降 4.15%，呈现“成交尚可、提货放缓”的背离 。养殖端，生猪自繁自养头均亏损约 300 元，猪价磨底、能繁母猪持续去化，猪料增量受限；水产进入季节性淡季，肉禽偏弱、仅蛋禽略有支撑 。配方端豆粕添加比例继续下压，行业均值约 13.2%，杂粕替代经济性凸显，进一步分流刚需 。饲料企业物理库存仅 7—8 天，维持滚动采购，不愿建库 。预计 11 月上中旬需求难有明显起色，去库依赖油厂降开机与提货改善；下旬若南美天气扰动叠加腌腊及年前备货启动，终端采购或边际回暖，但整体仍是“低库存、慢补库、弱刚需”基调，难对高库存形成快速消化。

图 75： 生猪存栏量 单位：万头



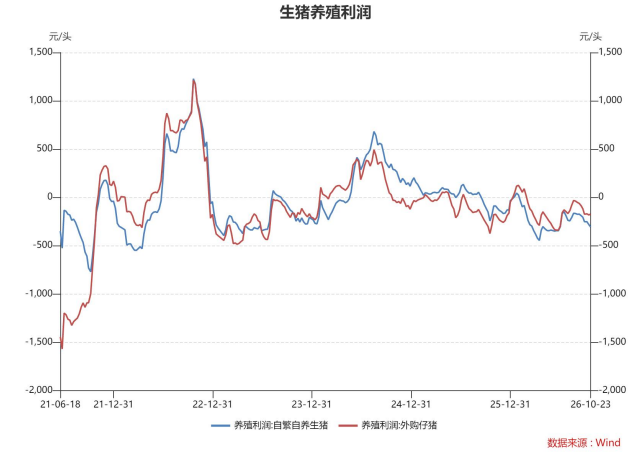
数据来源：Wind 新世纪期货

图 76： 能繁母猪存栏量 单位：万头



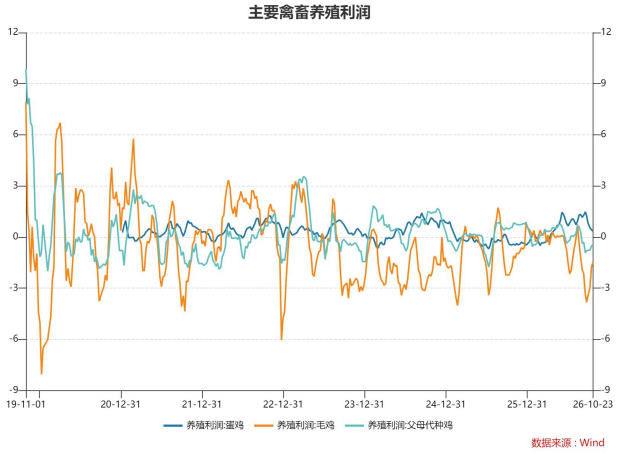
数据来源：Wind 新世纪期货

图 77： 生猪养殖利润 单位：元/头



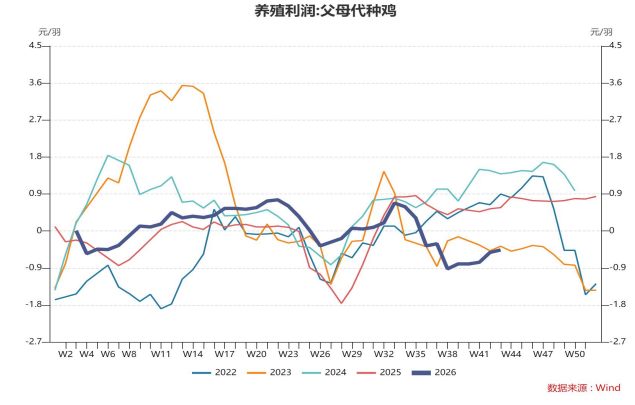
数据来源：Wind 新世纪期货

图 78： 禽蛋养殖利润 单位：元/羽



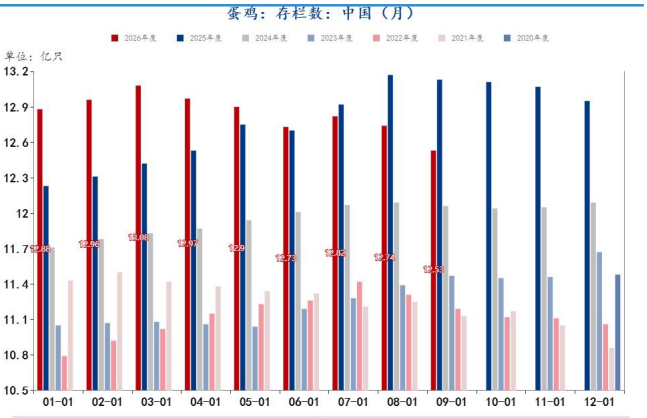
数据来源：Wind 新世纪期货

图 79： 父母代鸡养殖利润 元/羽



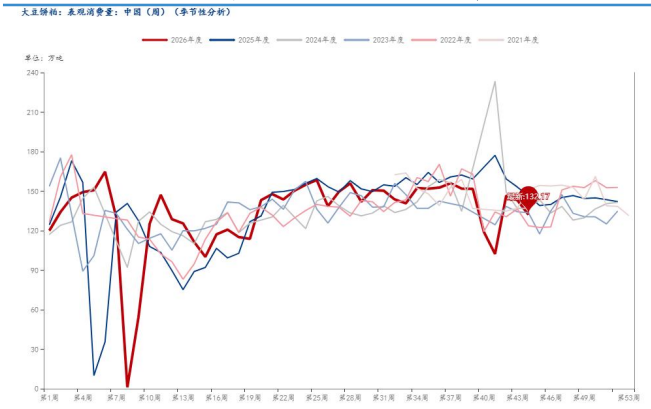
数据来源：Wind 新世纪期货

图 80： 全国蛋鸡存栏 单位：亿只



数据来源：Wind 新世纪期货

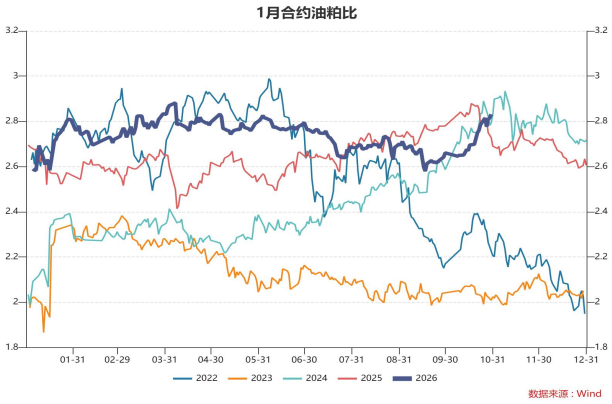
图 81：　国内豆粕表观需求量　　单位：万吨



数据来源：mysteel 新世纪期货

数据来源：mysteel 新世纪期货

图 82：　1 月合约油粕比



数据来源：Wind 新世纪期货

六、总结与展望

油脂：豆油端，美豆创纪录丰产与国内大豆到港边际回落但绝对值仍高，油厂中高位开机下豆油产出充裕，商业库存处历史同期高位，去化斜率偏慢，现货基差受高库存压制；节后餐饮与食品厂仅刚需补库，豆棕价差低位削弱替代弹性，近月上行受供给宽松约束，但后续进口成本抬升与南美天气升水为远月提供成本锚。棕榈油端矛盾更尖锐：马棕 9 月库存创 351 万吨历史高位，11 月或冲高至 370—380 万吨才见拐点，国内棕油库存同比翻倍、到港集中，现货承压；但产地进入季节性减产窗口，印尼 B50 强制掺混持续分流毛棕出口货源、低库存格局稳固，厄尔尼诺滞后干旱效应开始向 2027 年单产预期传导。整体看，11 月油脂近月受高库存与需求平淡压制、区间震荡磨底，远月由棕榈减产+生柴强吸+南美天气定价主导，品种间远月弹性棕榈油大于豆油，豆油以成本驱动型修复为主，棕榈油等产地库存拐点确认后蓄势走强。

豆粕：供给端压力短期难以化解，国内进口大豆到港量虽从前期峰值有所回落，但绝对规模依然可观，油厂维持中高负荷开机，豆粕产出源源不断，现货库存持续处于近年高位，去库进程缓慢。需求端则缺乏有效承接，下游养殖利润持续低迷，生猪存栏去化虽在进行但出栏惯性仍在，饲料企业采购心态谨慎，物理库存维持低位，多以随用随采为主；同时豆菜粕价差维持高位，杂粕替代效应持续挤压豆粕添加比例，进一步削弱了表观消费增量。成本端，美豆创纪录丰产已基本计价，下方有低库消比与中国买盘托底，但上行受丰产事实压制；南美播种期天气升水开始注入远月合约，成为潜在的价格弹性来源。整体来看，11 月连粕近月合约受高库存与弱基差压制，盘面以区间震荡磨底为主；远月合约则提前交易南美天气风险与后续买船缺口，呈现近弱远强格局。市场转折需等待豆粕库存出现持续性去化拐点，或南美生长关键期天气炒作实质性发酵。

豆二：国内进口大豆到港虽较三季度峰值边际回落，但绝对量仍处高位，货源由南美旧作切至美湾/美西新作，港口与油厂大豆库存维持高位，油厂中高负荷开机延续，原料端“高库存+稳定产出”的现实压力未消，近月盘面与现货基差受此压制。成本端，美豆创纪录丰产与收割卖压限制上方空间，但低库消比、出口回暖及高压榨利润构成底部支撑，CBOT 区间运行；南美播种期超强厄尔尼诺带来“北旱南涝”分化，天气升水通过升贴水与远月船期向国内传导。豆二近月跟随国内去库节奏与榨利修复，远月跟随美豆成本与南美单产预期。11 月破局看港口大豆库存是否出现持续去化、油厂因榨利倒挂主动控开机、南美核心产区干旱从预期走向实损。拐点前豆二难走独立趋势，以跟随外盘震荡、近月磨底远月偏强为主。

风险点：1、南美豆产区天气。2、棕油产销及天气。3、美生柴、印尼 B50 执行情况。4、大豆到港节奏。5、中东地缘政治引起的国际原油波动。

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