

2025-10-21

产业服务总部

饲料养殖团队

### 核心观点

国庆节期间，由于市场预计 MPOB9 月报告影响利多、印尼 B50 完成非道路测试以及中美即将举行元首会面带来两国关系改善的预期，马棕油及美豆上涨带动节后国内油脂高开。但是节后 MPOB9 月报告影响意外利空，且中美贸易争端再次升级，对油脂接下来的走势蒙上阴影。本文将分析在宏观风险笼罩的大背景下，三大油脂的基本面及后续走势预期。

短期来看，川普总统确定中美元首仍计划在 10 月底的 APEC 会议上会面，宏观风险部分减弱但仍然存在，需等待会议结果。油脂自身基本面方面，目前三大油都处于多空交织状态，短期走势预计延续震荡运行。品种上，棕油因为马棕油 10 月出口数据维持强劲、印尼可能提高出口税并限制出口来保证国内棕油供应，豆油因为中美关系出现缓和迹象促使美豆上涨带来的成本端支撑，预计表现相对偏强。而菜油因为加拿大外交部长访华后两国关系有好转的迹象，预计表现相对偏弱。不过本次谈判没有突破性进展，菜油下跌空间有限。

中长期来看，从 11 月起东南亚进入传统减产季，叠加印尼 B50 继续发酵和国内 11 月后买船相对偏少，棕油有望在 11 月后呈现偏强走势且在三油中表现最强。豆油方面，中美争端/导致美豆弱势和国内四季度供应不缺持续压制，不过中美关系好转、美豆减产和南美天气炒作等利多点仍存，价格谨慎乐观对待。菜油方面，加菜籽反倾销政策仍是最大不确定性。如果反倾销政策不变，那么四季度国内菜系供需紧张持续，价格偏强震荡。但如果中加关系缓和加菜籽重新进口，那么国内菜油价格将重新转弱。

策略端，豆棕菜油 01 合约关注 8150–8400、9200–9600 和 9800–10000 区间表现，建议回调多思路。

### 公司资质

长江期货股份有限公司交易咨询业务资格：鄂证监期货字[2014]1 号

### 饲料养殖团队

#### 研究员

叶天

电话：(027) 65777093

从业证号：F03089203

投资咨询编号：Z0020750

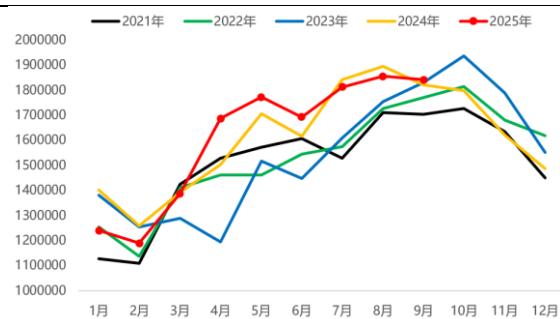
国庆节期间，由于市场预计MPOB9月报告影响利多、印尼B50完成非道路测试以及中美即将举行元首会面带来两国关系改善的预期，马棕油及美豆上涨带动节后国内油脂高开。但是之后MPOB9月报告影响意外利空，中美贸易争端再次升级，对油脂接下来的走势蒙上阴影。本文将分析在宏观风险笼罩的大背景下，三大油脂的基本面及后续走势预期。

### 棕榈油：累库期进入尾声，等待减产季做多机会

短期来看，MPOB9月报告意外利空且10月高频数据显示继续增产，同时10月下半月马棕油出口需求出现减弱迹象，共同促使当月库存继续升高。但是11月东南亚就减产季，累库时间所剩不多。更重要的是印尼产量存在不确定性，该国B50测试进度又超预期，都提供利多支撑。在马来累库期即将结束，印尼减产风险和B50利多发酵的支撑下，预计10月棕油走势震荡有限，且越临近增产季末期价格表现越强。

马来方面，MPOB9月报告显示由于产量去化不及预期而国内消费大幅下降，当月库存增至近五年最高的236万吨，影响偏空。且SPPOMA数据显示10月1-15日产量环比增加6.86%，如果在剩下的日子里能维持该趋势的话，当月产量将继续上升至年内最高水平。另一方面，ITS数据显示马棕油1-20日出口环比仅增长3.4%，低于1-15日的16.2%，10月下半月出口需求出现下滑迹象。供强需弱，10月马棕油库存预计继续上涨。不过从11月起东南亚将进入传统减产季，今年拉尼娜造成的大雨可能更进一步加剧减产幅度，留给马来继续累库的时间不多了。

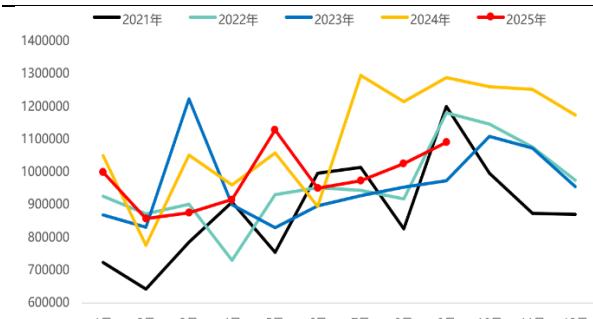
图1：马来棕油月度产量（吨）



数据来源：MPOB 长江期货

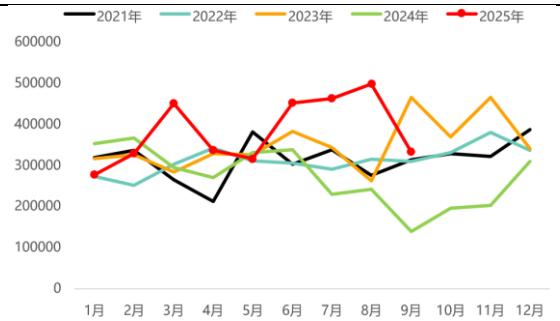
图2：马来棕油月度出口量（吨）

图2：马来棕油月度出口量（吨）



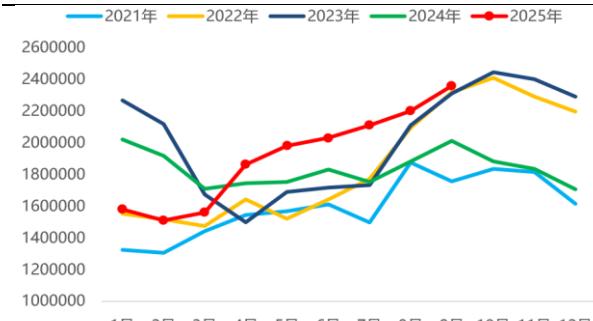
数据来源：MPOB 长江期货

图3：马来棕油月度国内消费量（吨）



数据来源：MPOB 长江期货

图4：马来棕油月度库存



数据来源：MPOB 长江期货

图5：马来棕油高频产量和出口数据

马来高频出口数据

航运机构马来棕榈油出口数据 (吨)

SPPOMA马来棕榈油产量数据

马来高频产量数据

MPOA马来棕榈油产量数据

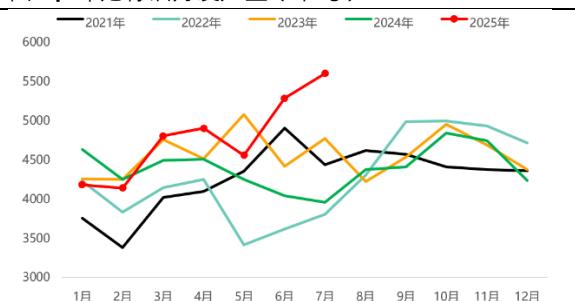
全国 马来半岛 东马来西亚 沙捞越 沙巴

年份	月份	类型	马来高频出口数据				马来高频产量数据			
			ITS	较上月同期环比	SGS	较上月同期环比	AmSpec	较上月同期环比	鲜果串单产	出油率
2025	10	1-20	1044784	3.40%			781006	12.30%	5.76%	0.21%
		1-15	862724	16.20%	606292	49.80%			6.02%	6.86%
		1-10	523602	9.86%	377490	54.10%	495415	9.37%	0.11%	6.59%
2025	9	1-30	1558247	9.62%	1013140	-13.41%	1439845	7.30%	-1.90%	-0.10%
		1-25	1288462	12.90%	795,947	-14.73%	1185422	11.30%	-3.19%	-0.18%
		1-20	1,010,034	8.70%	559,829	-16.10%	892017	6.83%	-6.57%	-0.25%
	8	1-15	742,648	2.55%	404,688	-24.70%	695716	-0.10%	-6.94%	-0.21%
		1-10	476,610	-1.20%	244,940	-27.80%	415,030	-8.43%	-2.70%	-0.09%
		1-5						-5.70%	-0.11%	-6.28%

数据来源：ITS SGS AmSpec MPOA SPPOMA MPOA

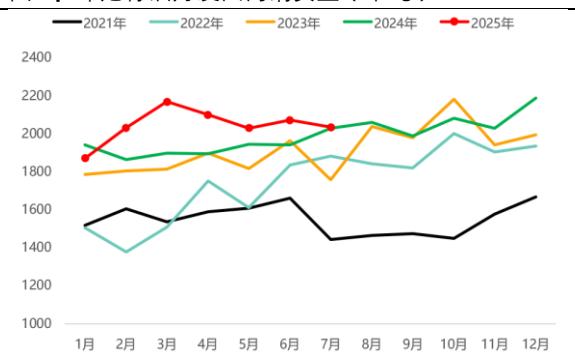
比起累库受限但本身库存高度偏高的马来，印尼的问题更为严重：7月该国库存仍处于历年偏低的257万吨，主要因为旺盛的国内消费和出口需求抵消了产量增长的影响。虽然该国7月产量升至历史最高的561万吨，但是今年印尼将大量非法种植园收归国有，市场怀疑国有公司管理能力有限，可能拖累油棕收割加工流程并导致后续的减产。而且印尼B50生物柴油也已经完成非道路测试，进度快于市场预期。根据印尼商贸部预估，全年实施B50计划需要约2010万千升生柴掺混需求，高于B40的1560万千升，预计带来300-400万吨棕油需求增长量。虽然B50预计在2026年下半年才会实施，但是相关消息会持续放出。若接下来印尼如果无法大规模扩种油棕，也可能通过减少棕油出口、增加DMO配额等方式来保证国内供应，都利好棕油价格上涨。产量有可能下滑而需求强劲，2025年全年印尼库存预计维持紧平衡。

图6：印尼棕油月度产量（千吨）



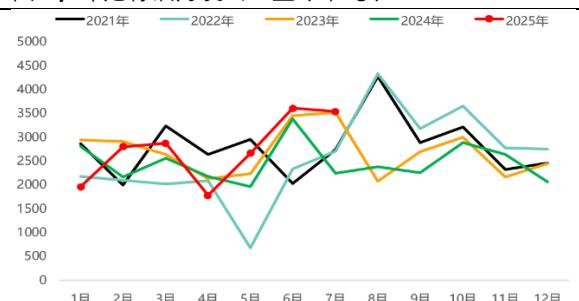
数据来源：GAPKI 长江期货

图8：印尼棕油月度国内消费量（千吨）



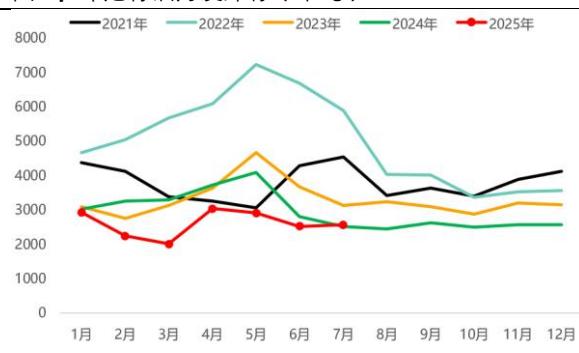
数据来源：GAPKI 长江期货

图7：印尼棕油月度出口量（千吨）



数据来源：GAPKI 长江期货

图9：印尼棕油月度库存（千吨）



数据来源：GAPKI 长江期货

国内方面，因为十一节前备货的影响棕油在9月期间小幅去库。不过10-11月棕油到港量预估分别为23和19万吨，和2024年水平类似，而豆棕价差极低位压缩棕油消费，因此国庆备货结束后棕油库存重新回升。截至10月17日当周棕油库存57.57万吨，短期去库的幅度预计有限。

图10：国内棕油月度到港量及预估（万吨）

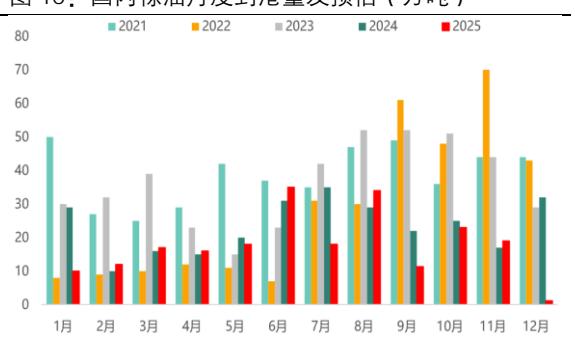
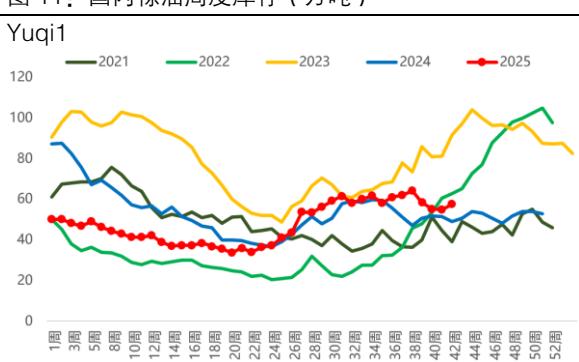


图11：国内棕油周度库存（万吨）



数据来源：我的农产品网 长江期货

数据来源：我的农产品网 长江期货

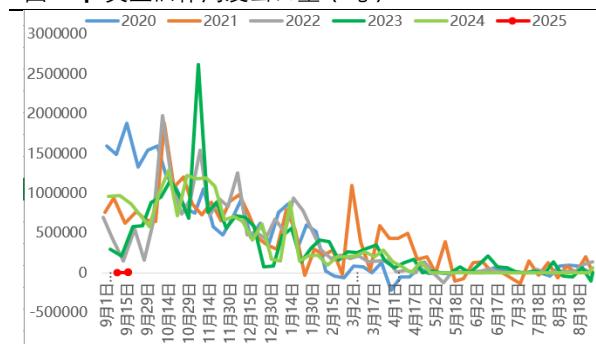
中长期来看，11月后东南亚进入传统减产季节，而且今年拉尼娜已经形成，带来的降水增加虽然利好10个月后（2026年8月后）的棕油增产，但是短期内可能加剧自11月起的产地棕油减产幅度。印尼政府对推行B50的决心充足，虽然直到2026年下半年预计才会正式实施，但是相关的利多消息将持续放出。印尼本身也可能为了保障国内供应而限制出口，或增加DMO配额。国内目前11月后棕油买船还是偏少，后续仍然需要增加买船，又恰逢油脂旺季，去库动力有所增加。由此可见，产地减产季，B50相关消息以及国内去库预期都有助于四季度棕油价格重新走强。

### 豆油：中美争端叠加基本面偏空，期价低位震荡

短期来看，由于川普总统确认将在10月底韩国APEC会议上同中国领导人会晤，美国农业部长表示正在同南美国家沟通进口美豆压榨，市场对后续美豆出口需求好转的希望重燃。和9月美豆压榨需求强劲共同刺激美豆期价短期强势反弹。但是现在就断定中美贸易关系争端已解决为时尚早，南美国家采购美豆压榨也没有进一步信息流出。基本面上看，当前美豆出口需求仍然不振而收割压力累积，南美天气炒作也暂未启动，同样缺乏除美国国内需求强势外的利多点。因此我们认为美豆01合约短期反弹受限。国内二三季度连续高到港+高开机率导致国内豆油同样供需宽松。上方压力仍存的情况下，预计短期豆油反弹受限，走势偏震荡。

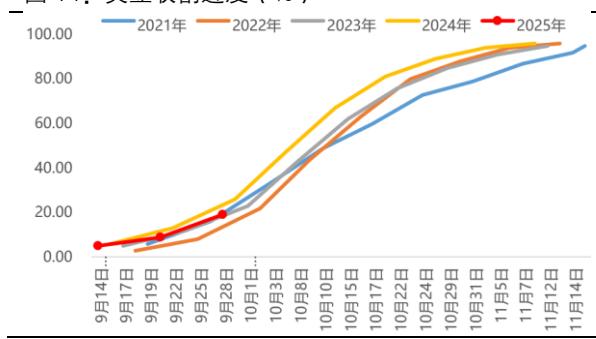
美豆方面，产量端，因为联邦政府关门导致10月供需报告无法发布。但市场普遍认为8月底开始的主产区干旱对美豆生长不利，后续单产下调的概率较大。需求端，NOPA报告显示9月美豆压榨量1.98亿蒲，继续创下历史新高，显示国内需求强劲。但是25/26年度美豆出口进度大幅落后，主要因为缺乏中国需求所致。虽然中美关系出现缓和迹象，美豆有可能打开南美压榨市场，但中美关系要看10月底APEC会议结果，美国和南美也还在谈判中，短期难以立刻见效。而且25/26年度美豆预计在11月初完成收割作业，届时如果出口仍然不振，那么美豆面临的供应压力将非常庞大。综上所述，虽然美豆新作单产有下调预期和国内消费较强支撑，但出口端不确定性仍存且收割压力大，预计美豆短期反弹受限，01合约上方暂看1050-1070压力位表现。

图 12：美豆旧作周度出口量（吨）



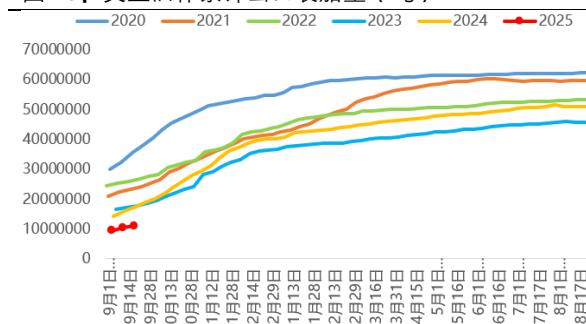
数据来源：USDA 长江期货

图 14：美豆收割进度（%）



请阅读最后一页重要声明

图 13：美豆旧作累计出口装船量（吨）



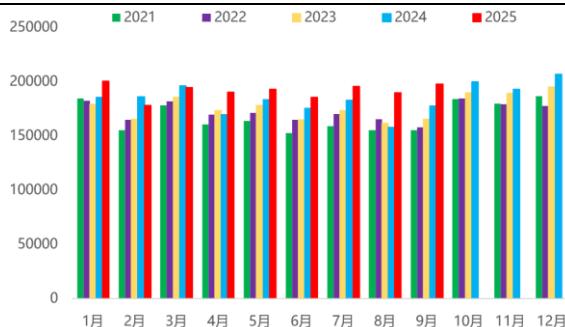
数据来源：USDA 长江期货

图 15：美豆连续合约价格走势



数据来源：USDA 长江期货

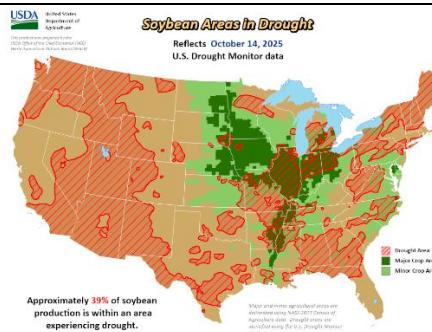
图 16: NOPA 美豆月度压榨量 (千蒲)



数据来源：NOPA 长江期货

数据来源：同花顺 长江期货

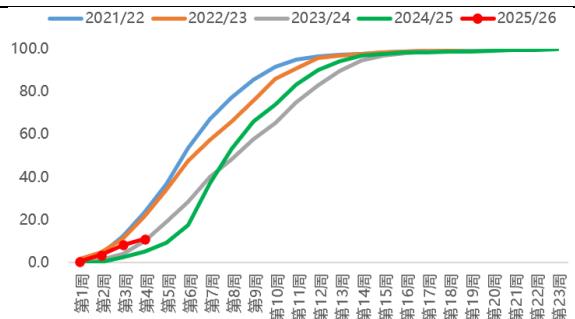
图 17: 美豆干旱面积占比



数据来源：USDA 长江期货

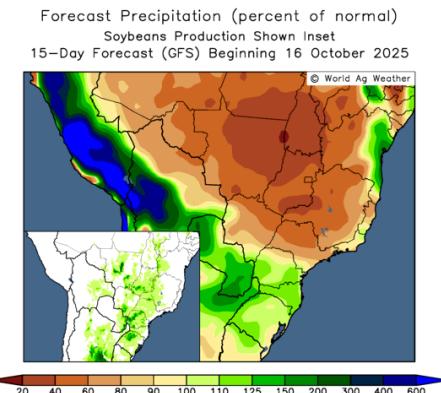
南美方面，目前 25/26 年度巴西豆已经开始播种，截至 10 月 11 日当周已播种 11.1% 为历史偏快水平。虽然拉尼娜现象已经形成，可能导致巴西南部和阿根廷降水减少并威胁当地作物生长。但是目前来看巴西主产区降水已经恢复正常，尤其是受拉尼娜影响最严重的南部降水充沛，短期暂无天气风险。

图 18: 巴西全国大豆播种进度



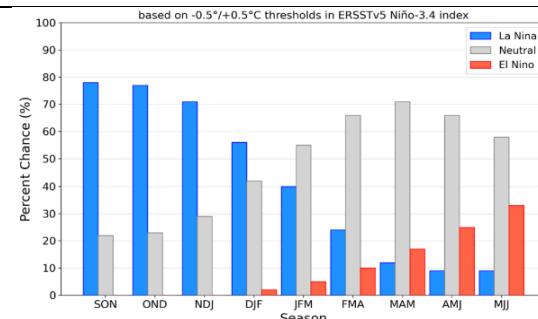
数据来源：Conab 长江期货

图 20: 巴西全国未来 1-2 周降雨预估



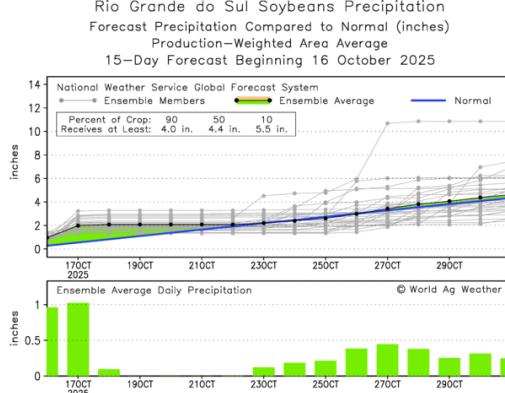
数据来源：World Ag Weather

图 19: 拉尼娜概率



数据来源：NOAA

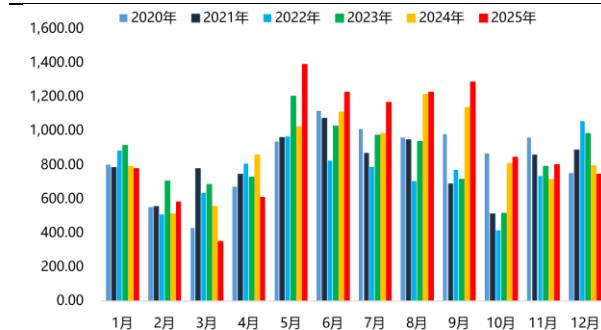
图 21: 南里奥格兰德州未来 1-2 周降雨预估



数据来源：World Ag Weather

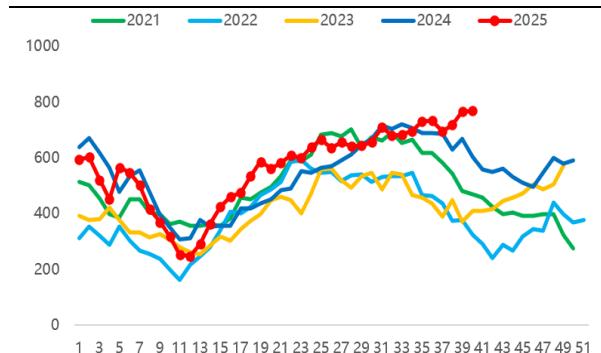
国内方面，自 5 月开始国内连续 5 个月的大豆到港量都在 1000 万吨以上，而且这五个月的到港量都处于近五年来的最高水平。为了处理高油大豆油厂也维持高开机率，5 月至今周压榨量大部分时间都在 200 万吨以上。原料端供应充足使得国内大豆和豆油库存长期维持高位，截至 10 月 17 日分别处于 769 万吨和 122 万吨历史最高水平，短期供应压力非常庞大。中长期，之前阿根廷取消大豆出口税时国内积极采买，补充美豆缺失造成的四季度供应缺口。预计 11-1 月大豆到港量为 800、746 和 581 万吨，1 月之前大豆到港量都是正常水平。叠加目前高位库存，四季度豆油供应不缺乏。

图 22：国内大豆月度到港量及预估（万吨）



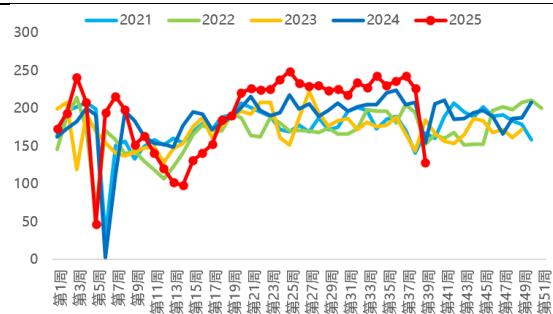
数据来源：我的农产品网 海关 长江期货

图 24：国内大豆周度库存（万吨）



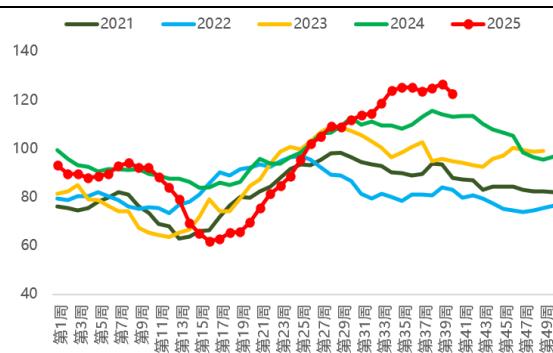
数据来源：我的农产品网 长江期货

图 23：国内大豆周度压榨量（万吨）



数据来源：我的农产品网 长江期货

图 25：国内豆油周度库存（万吨）



数据来源：我的农产品网 长江期货

虽然短期来看豆油走势陷入震荡，但是中长期来看仍然存在一些可能兑现的利多因素：1、中美/美国南美达成协议令美豆的出口需求好转、美国生物燃料政策落地大幅利好美豆油的生柴需求、25/26 年度美豆产量下调等改善美豆供应宽松问题。2、拉尼娜天气干扰 25/26 年度南美大豆生长，南美天气炒作正式启动。3、2026 年 1 月后美豆仍无法进口而南美旧作大豆消耗殆尽，国内 2026 年一季度大豆进口量加速下滑，供应缺口重新浮现。基于以上潜在利多点，我们对中长期豆油走势持谨慎看多态度，关注以上点兑现情况。

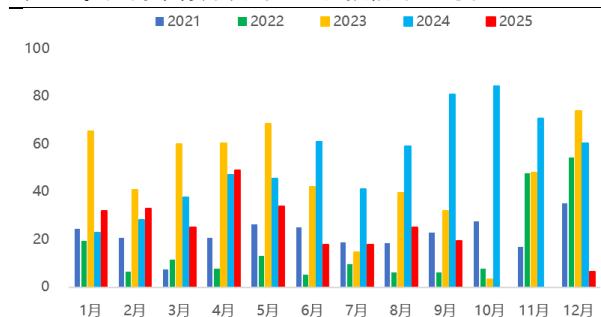
### 菜油：加菜籽反倾销影响持续，关注政策端扰动

目前加菜籽反倾销相关政策依然是影响国内菜油走势的最主要因素：8 月 12 日，中国商务部初步确定 2023–24 年加拿大菜籽对中国存在倾销，损害了国内菜籽产业，并要求自 8 月 14 日起进口经营者在进口加菜籽时需要向海关缴纳保证金。进一步的反倾销调查将持续至 2026 年 3 月，之后将给出终审结果。

因为保证金的存在，现在国内进口加菜籽的意愿极低，实际上已相当于无法进口。反倾销落地后才到港的加菜籽也只能在保税区内加工成菜油菜粕再直接出口，无法进入国内。由于一般年份里加菜籽占中国菜籽总进口量的比例高达 90%，因此 8 月后国内菜籽到港量明显萎缩：目前预估 10 月菜籽到港完全为 0，11–12 月到港量要看澳菜籽到港进度，预计两个月合计到港量才 2 船约 13 万吨。相比之下 2024 年 10–12 月菜籽一共进口了 215 万吨。虽然国内已经允许进口澳菜籽，根据贸易商消息称买了 60 万吨，但是当前只有中粮一家有购买加工许可，对澳菜籽的实际的采购和加工能力都有限。虽然 25/26 年度俄罗斯菜油可以通过增加进口补充供应，但是也要等到 11 月以后。因此从到港节奏上来看，11 月之前国内菜系进口下降造成的紧张局面目前无解。12 月之后随着新作俄菜油和澳菜籽到港，国内菜系供应紧张的问题将得到部分缓解。但是同一时间也是菜油消费高峰，所以供应增量能在多大程度上抵消需求增量暂未知。在政策不变的情况下，我们预计 11 月前国内菜油将加速去库，11 月后去库速度可能有所放缓，但是菜油的供需紧张趋势不变。

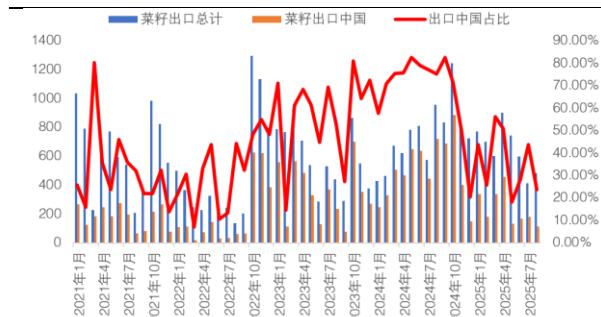
目前国内菜籽最大的风险还是加菜籽相关政策的变动。加拿大 25/26 年度菜籽产量同比增加 4.10% 至 2003 万吨高位，但出口因为中国采购需求缺失而大幅下降，导致期末库存从上一年度的 7.61% 猛增至 13%。供需宽松严重压制该国菜籽价格，损害了农民的利益，因此客观上存在政策软化的空间。10月 16-17 日加拿大外长访华，两国双方同意重启中加经贸联委会机制，推动尽早签署《中加绿色低碳技术合作谅解备忘录》，并探讨扩大加拿大油菜籽、牛肉等农产品对华出口的检验检疫便利化措施。但是本次谈判没有突破性进展，也没有改变加菜籽短期仍无法进入中国的问题，对菜油的压制力度有限。后续继续关注中加关系的变化以及中国是否会放宽油厂对澳菜籽的加工限制。

图 26：国内菜籽月度到港量及预估（万吨）



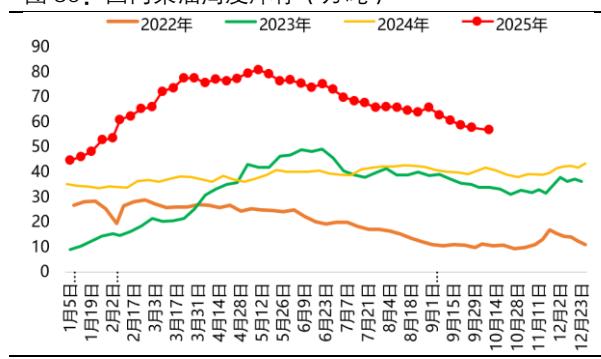
数据来源：我的农产品网 海关 长江期货

图 28：加拿大月度对中国菜籽出口量及占比（千吨）



数据来源：CGC 长江期货

图 30：国内菜油周度库存（万吨）

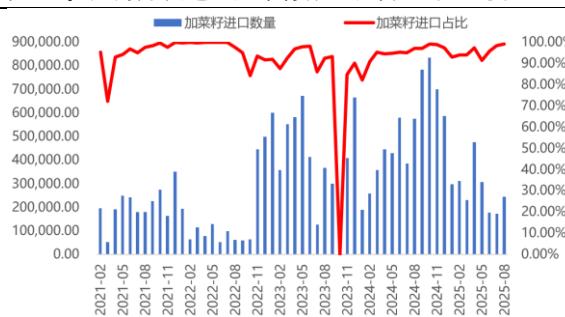


数据来源：我的农产品网 长江期货

## 总结：油脂短期震荡走势，中长期偏多对待，关注棕油做多机会

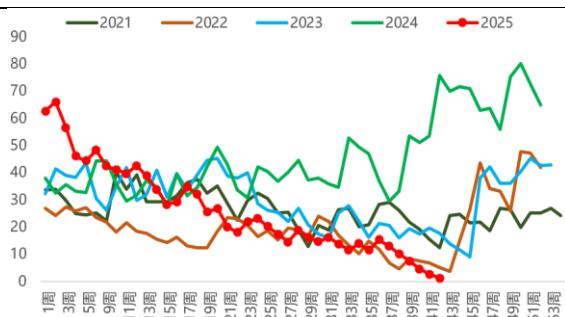
短期来看，川普总统确定中美两国元首仍计划在 10 月底的 APEC 会议上会面，宏观风险部分减弱。油脂自身基本面方面，目前三大油都处于多空交织状态，短期走势预计延续震荡运行。品种上，棕油因为马棕油 10 月出口数据维持强劲、印尼可能提高出口税并限制出口来保证国内棕油供应，豆油因为中美关系出现缓和迹象促使美豆上涨带来的成本端支撑，预计表现相对偏强。而菜油因为加拿大外交部长访华后两国关系有好转的迹象，预计表现相对偏弱。不过本次谈判没有突破性进展，菜油下跌有限。

图 27：国内月度进口加菜籽数量及占比（万吨）



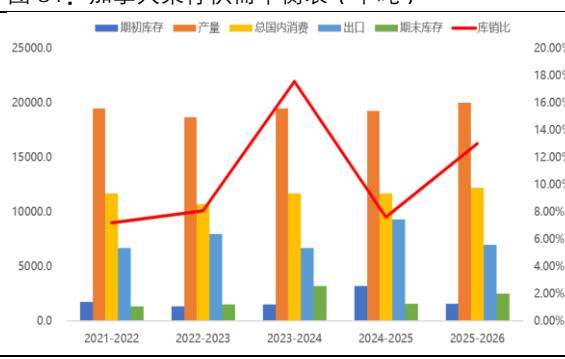
数据来源：海关 长江期货

图 29：国内菜籽周度库存（万吨）



数据来源：我的农产品网 长江期货

图 31：加拿大菜籽供需平衡表（千吨）



数据来源：AAFC 长江期货

中长期来看，从11月起东南亚进入传统减产季，叠加印尼B50继续发酵和国内11月后买船相对偏少，棕油有望在11月后转为偏强走势，且在三油中表现最强。豆油方面，受到中美贸易争端、南美新作增产预期和国内四季度供应不缺的压制。不过中美关系好转、美豆减产和南美天气炒作等利多点仍存，价格谨慎乐观对待。菜油方面，加菜籽反倾销政策仍是最大不确定性。如果反倾销政策不变，那么四季度国内菜系供需紧张持续，价格偏强震荡。但如果中加关系缓和加菜籽重新进口，那么国内菜油价格将重新转弱。

策略端，豆棕菜油01合约关注8150-8200、9200-9600和9800-10000区间表现，建议回调多思路。

## 风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 免责声明

长江期货股份有限公司拥有期货交易咨询资格。长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和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。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司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，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的 交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

## 武汉总部

地址：武汉市江汉区淮海路 88 号 13、14 层

邮编：430000

电话：( 027 ) 65777137

网址：<http://www.cjfco.com.cn>