

2025-12-08

产业服务总部

饲料养殖中心

油脂年报：宽幅震荡，关注生柴及天气利多兑现情况

观点总结

全球植物油：供应端，USDA11月预估25/26年度全球植物油增产放慢，其中菜油增产幅度最大而棕油增产最小。需求端，各国生物柴油政策发力，在增强油脂国内消费的同时收紧了油脂出口，不过总需求依然同比增长。需求增幅大于供应增幅，25/26年度全球植物油期末库存及库销比均同比下降，供需继续收紧，对植物油价格有支撑。后续全球油脂市场的不确定性将主要集中于南美大豆/印尼棕油产量和各国生物柴油政策上，可能造成价格剧烈波动：一是25/26年度美豆及南美豆因为天气炒作，印尼棕油因为种植园强征等原因导致产量下降，收紧供应。二是美国和印尼利多植物油生柴需求的生柴政策能否成功落地。

棕油：供应端，目前市场对2026年东南亚棕油产量预估较为乐观，印尼两国均同比增产。需求端，印度人口增长带来的刚性需求与印尼B40计划支撑，2025年产地棕油出口及国内消费有望维持强劲。供需双强下，25/26年度印马库存预计都同比下滑，马来库存历史中位，印尼库存则是更紧张的历史低位。但是因为拉尼娜、树龄老化和种植园强征问题，印尼和马来，尤其是印尼的产量可能低于当前预估，加剧全球棕油供需紧张。另一方面，印尼B50政策能否顺利执行还是未知数，存在实际执行不及预期导致产地棕油供需边际转宽松的可能。

豆油：供应端25/26年度阿根廷及美豆减产导致全球大豆产量同比下滑。需求端，市场维持对生柴政策以及大豆出口需求的乐观预估，总需求同比上涨。供弱需强下25/26年度全球大豆供需小幅下滑，处于历年中位。后续全球大豆的不确定性主要集中于美国及南美大豆产量、美国生柴政策以及中国采购需求：如果25/26年度南北美大豆产量因天气炒作下调，那么全球大豆供应将减少，并令供需收紧。二是如果利多美豆生柴需求的美国生物燃料法案落地，或者中国根据协议完成1200万吨美豆的采购，将有助于25/26年度美豆供需平衡表向偏紧调整。

菜油：国外方面，25/26年度除乌克兰外的主产国都同比增产，国际菜籽供应量大幅增加。另一方面，虽然菜籽国内消费继续同比增长，不过中国对加菜籽实施反倾销调查打击出口需求，总需求同比仅小幅增长。供强需弱令国际菜籽供需大幅宽松。但是中国因为反倾销调查使得大量加菜籽无法进口，供应端缩量明显导致国内供需比国外明显收紧。未来重点关注中国对加拿大及澳大利亚菜籽的进口态度：如果2026年3月的加菜籽反倾销终审确认倾销不成立，或者国内放松对澳菜籽的进口管制，那么国内菜籽供需将明显放宽松，反之菜系供需会继续保持收紧状态。

总结：25/26全球植物油供需预计同比收紧，将支撑国内油脂价格运行区间上移。不过包括天气和政策在内的各种因素对油脂基本面影响较大，可能会导致油脂价格波动加剧。棕油方面，拉尼娜导致产地季节性减产和去库加速有望给出棕油阶段性上行的机会，而印尼马来棕油产量的不确定性和印尼B45/50计划如果落地都有望提供中长期的上涨动能。豆油方面，如果25/26年度南北美大豆产量因天气炒作原因下滑、中国继续大量采购美豆以及利多美豆油的美国生柴政策落地，全球大豆供需收紧将有助于国内豆油价格偏强运行。但如果以上利多未能兑现，则国内豆油将表现承压。菜油方面，重点关注加菜籽反倾销终审结果和中国是否会放松对澳菜籽的进口管制，从而改善当前国内菜系供需偏紧的格局并利空菜油价格。

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

研究员

叶天

咨询电话：027-65777093

从业编号：F03089203

投资咨询编号：Z0020750

目录

一、行情回顾.....	3
二、基本面分析.....	4
(一) 产地油脂供需.....	4
1、25/26 年度全球植物油供需预计连续 4 年收紧.....	4
2、25/26 年度全球棕油供需紧张边际改善有限，关注产地产量与印尼生柴政策	4
3、25/26 年度全球大豆供需历年中位水平，关注美豆需求及南北美产量调整	8
4、25/26 年度全球菜籽供需宽松，但加菜籽进口受阻导致中国供需偏紧	12
(二) 国内油脂供需.....	15
三、行情展望及策略.....	17
风险提示.....	18
免责声明.....	18

一、行情回顾

2025 年国内油脂价格和 2024 年类似，也呈现大幅波动+运行区间提高的特点，且豆油强于菜油强于棕油。截至 2025 年 12 月 5 日当周，国内棕油主力合约较 1 月 1 日涨 288 元/吨（3.40%）至 8762 元/吨，豆油主力合约较 1 月 1 日涨 542 元/吨（7.02%）至 8266 元/吨，菜油主力合约较 1 月 1 日涨 480 元/吨（5.38%）至 9407 元/吨。

一季度国内三大油脂处于行情博弈阶段，强度表现为菜大于棕大于豆。其中棕油受到印尼推迟 B40 政策实施导致政策端影响利空以及马棕油一季度产量恢复的压制，但国内库存偏低提供支撑，走势呈现先涨后盘整。豆油受到 24/25 年度南美大豆丰产预期以及美豆出口数据较差的拖累，表现最弱。菜油虽然国内库存较高，但是市场担心加菜籽反倾销调查导致未来供应收紧，价格震荡上涨表现最强。**二季度国内三大油脂走势进一步分化，其中豆菜油保持震荡走势，而棕油出现大幅下跌。**棕油方面，马来及印尼棕油产量在二季度期间强势回复，产地库存也顺畅回升，供应压力冲击下国内棕油价格加速筑底。另一方面，豆油因为国内大豆供应紧张逐步缓解和 24/25 年度南美豆丰产预期落地，菜油因为国内高库存与中加谈判多空相博弈，基本面矛盾并不突出，走势震。

三季度国内三大油脂集体上涨，其中菜油涨幅最为居前，而豆棕油在大涨之后高位震荡。其中菜油大幅上涨是因为 8 月 14 日加菜籽反倾销调查初审落地并要求对进口的加菜籽征收保证金，市场担心三四季度国内菜籽进口量大减导致菜油供应紧张。豆菜油方面，7 月初-8 月下旬两大油脂同步上涨，主要因为美国环保署颁布的 2026-27 生物燃料政策草案以及印尼提出 B50 生柴政策均利多食用油的生柴需求。但是 8 月下旬起 25/26 年度美豆丰产预估逐步落地，马来棕油顺畅累库，中美/中加举行谈判和国内油脂库存高位的压制下，豆棕油涨势减弱。**四季度国内菜棕油在大幅下跌后震荡筑底，而豆油维持震荡走势。**其中棕油因为 9-11 月马来累库幅度超市场预期和印尼 B50 生柴政策存在不确定性，菜油因为国内允许菜籽进口和中加谈判持续进行中，走势承压最为明显。豆油方面，虽然国内供应宽松但中国重新进口美豆提振美豆表现，成本端支撑增强，限制了其跌幅。

图 1：2025 年国内棕油期现货价格及基差（元/吨）



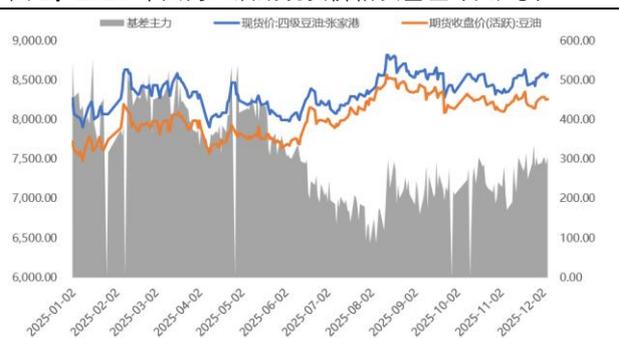
数据来源：同花顺 长江期货

图 3：2025 年国内菜油期现货价格及基差（元/吨）



数据来源：同花顺 长江期货

图 2：2025 年国内豆油期现货价格及基差（元/吨）



数据来源：同花顺 长江期货

图 4：2025 年豆棕菜油主力合约期货走势（元/吨）



数据来源：同花顺 长江期货

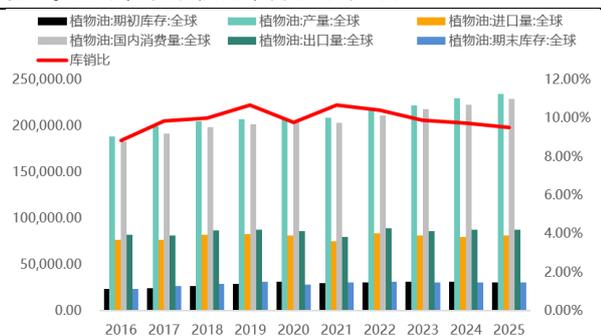
二、基本面分析

(一) 产地油脂供需

1、25/26 年度全球植物油供需预计连续 4 年收紧

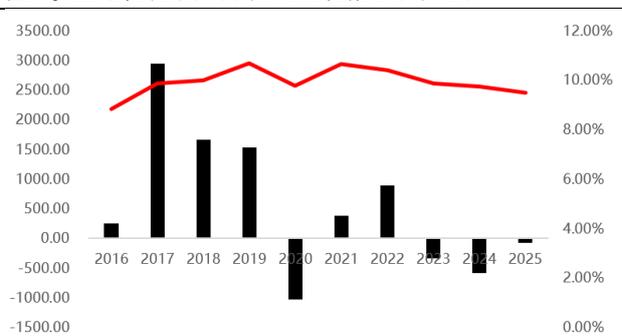
25/26 年度全球植物油供需预计延续自 22/23 年度以来的连续 4 年收紧趋势。供应端，USDA11 月预估 25/26 年度全球植物油产量 2.34395 亿吨（同比+1.96%），产量增速为近五年来第二低。各品种上，菜油产量 3500.9 万吨（同比+2.56%）为三大油脂中增幅最多，主要因为除乌克兰以外的大部分主产国都同比增产。其次是棕榈油 8018.6 万吨（+2.42%）。而豆油因为美国及阿根廷预计同比减产的拖累，产量 7056.7 万吨，同比增幅最小（+1.10%）。需求端，各国生物柴油政策发力，在增强油脂国内消费（2.28811 亿吨，同比+2.86%）的同时缩紧了油脂出口（8697.9 万吨，同比-0.44%）。由于需求增幅大于供应增幅，25/26 年度全球植物油期末库存及库销比均同比下降，库销比 9.48% 为近五年最低，供需继续收紧。后续来看，全球油脂供需不确定性将主要集中于南美大豆和印尼棕油产，以及各国生物柴油政策上。

图 5：全球植物油供需平衡表（千吨）



数据来源：USDA 长江期货

图 6：全球植物油产需缺口及库销比（千吨）



数据来源：USDA 长江期货

表 1：全球植物油供需平衡表（千吨）

年份	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
期初库存	30125	30720	31165	30124	29926	28036	26330	23331	22839	26677
产量	234395	229889	221690	217288	206471	207250	203797	198620	188495	176289
进口量	81314	79317	81465	83610	81853	83043	82703	76826	76951	71019
国内消费量	228811	222439	217506	211084	204541	201123	197679	191373	182851	177230
出口量	86979	87360	85986	88931	85397	87280	87115	81074	82103	73903
期末库存	29946	30125	29935	31165	28312	29926	28036	26330	23331	22852
库销比	9.48%	9.72%	9.86%	10.39%	9.76%	10.38%	9.84%	9.66%	8.81%	9.10%

数据来源：USDA 长江期货

2、25/26 年度全球棕油供需紧张边际改善有限，关注产地产量与印尼生柴政策

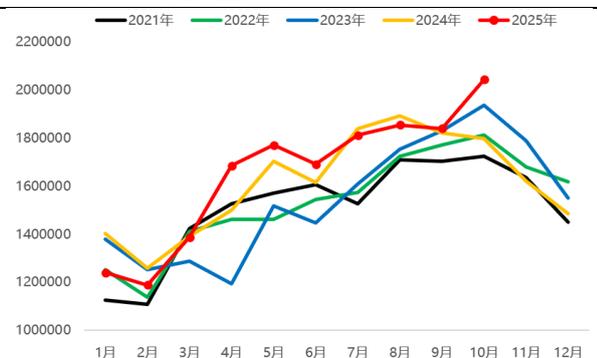
供应端，USDA11 月预估 25/26 年度全球棕油产量 8081.6 万吨（同比+2.42%），其中印尼 4750 万吨（同比+3.26%），马来 1950 万吨（同比+0.62%）。但是由于树龄老化、2026 年厄尔尼诺以及印尼将种植园收归国有等一系列因素，东南亚中长期棕油产量的不确定性非常大，增产可能低于预期。

马来方面，该国 2025 年 1-10 月产量 1652 万吨为近五年来最高（同比+1.77%），MPOB 预计全年产量可能超过之前的 1950 万吨预估，至 2000 万吨级。该国 2025 年产量表现强劲的可能原因包括 2024 年降水良好的滞后利好作用、外籍劳工入境数量增加，以及肥料和维护量投入加大等等。但是马来油棕仍然面临老龄化问题（2024 年成熟油棕占比仍然高达 90%），2026 年又有可能因厄尔尼诺导致长期干旱，因此我们认为马来 2026 年棕油产量同比增幅预计有限，暂维持 1950 万吨级。节奏上，马来在 11 月下旬才进入雨季，导致该国 11 月产量可能仍保持接近 10 月的高水平。不过 12 月后雨季正式来临加上拉尼

娜带来的降雨增加预期，有望加剧 2025 年 12 月-2026 年 2 月期间马棕油的减产幅度。之后根据 2025 年 6-7 月马来降雨减少往后推 10 个月计算，2026 年 4-5 月的增产季开始初期该国的产量回复速度可能偏慢。

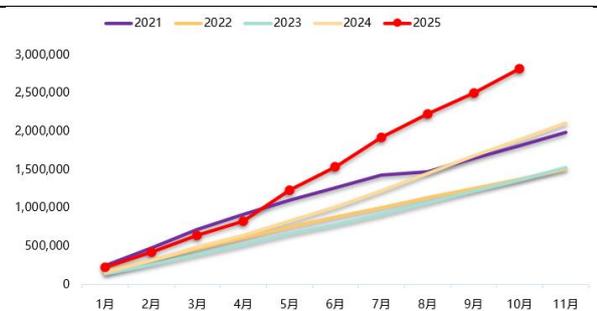
印尼方面，该国 2025 年 1-9 月产量也是近五年来最高的 4333.6 万吨（同比 11.30%）。GAPKI 最新预估该国全年产量同比增长达 10%（+528 万吨至 5800 万吨。但已有数据显示该国 1-9 月已经增产了 440 万吨。这意味着：1、10-12 月产量出现显著下滑。2、6-8 月产量数据严重注水。3、GAPKI 未来继续上修产量预估。总之，虽然目前市场继续维持 2025 年印尼棕油同比增的预估，但接下来数据出现大幅修正，扰乱交易的可能性较高。至于 2026 年，目前 GAPKI 预估产量同比增速仅 3-4%，比 2025 年的 10% 已经明显放缓。更重要的是 2025 年印尼大规模打击非法种植园并将其移交给国有企业管理。但是后者的经营管理和油棕重植能力广遭质疑，再加上树龄老化和种植园投入维护和肥料的资金减少等一系列问题，印尼棕油的中长期产量前景恐怕并不乐观，按照 4% 增长推算的 6000 万吨预估面临较大下调风险。节奏上印尼和马来类似，预计也是在 2025 年 11 月-2026 年 2 月减产，然后在进入季节性增产季后再度增产。

图 7：马棕油月度产量（吨）



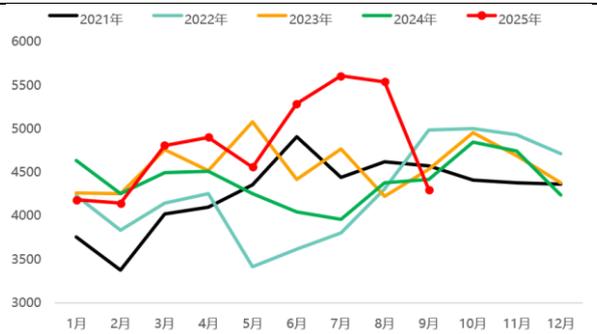
数据来源：MPOB 长江期货

图 9：马来外籍劳工签证数量



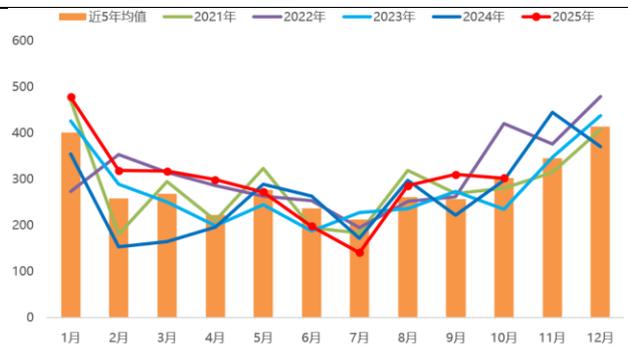
数据来源：马来海关 长江期货

图 11：印尼棕油月度产量（千吨）



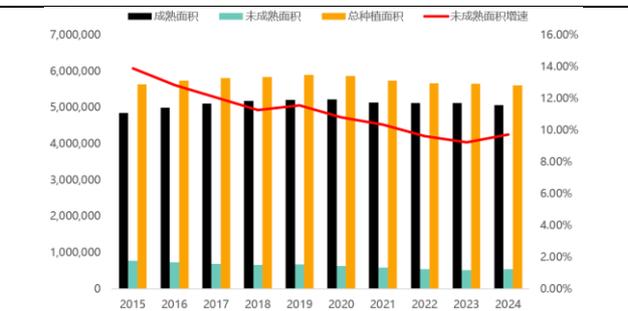
数据来源：GAPKI 长江期货

图 8：马来全国月度降水量



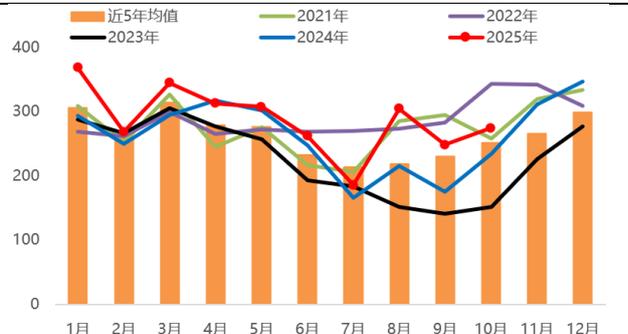
数据来源：NOAA 长江期货

图 10：马来油棕树龄占比（%）



数据来源：MPOB 长江期货

图 12：印尼全国月度降水量



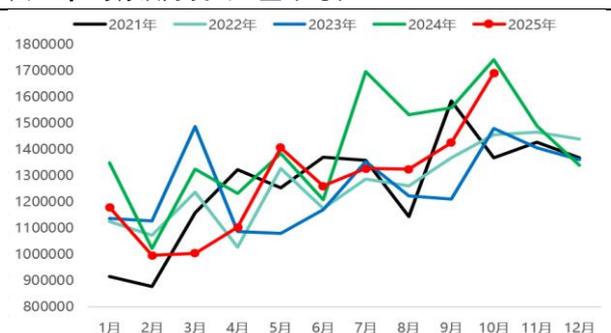
数据来源：NOAA 长江期货

需求端，USDA11 月预估 25/26 年度全球棕油国内消费量 7786.2 万吨（同比+3.49%），出口 4570.8

万吨（同比+1.74%），总需求 1.2357 亿吨（同比+2.83%）。先分析产地的国内消费：2025 年 1-10 月马来棕油国内消费 374 万吨（同比+35%），尤其是 6-8 月国内消费远高于正常水平，可能是因为走私行为被算作国内消费，不过自 9 月该国国内消费已经回归正常水平。2025 年 1-9 月印尼棕油国内消费 1845.9 万吨（同比+5.13%），主要因为自 2025 年 3 月起实施的 B40 生物柴油掺混政策大幅利好印尼国内棕油的生柴需求：2025 年 1-9 月该国棕油生柴用量同比猛增 13% 至 941.3 万吨。印尼能源部报告截至 11 月 10 日该国生物柴油消费量为 1225 万千升，达成目标 1560 万千升的 79%。进入 2026 年后，印尼 B50 生柴政策将成为两国棕油国内消费的最大扰动因素。目前印尼政府执行 B50 生柴掺混的决心非常强烈，该国能源部预估全年 B50 需要 2010 万千升 s 生物柴油，较 B40 的 1560 万千升增加 450 万千升，相当于增加约 300 万吨原料需求。虽然因为行业反对和原料、产能、补贴等方面的困难该国可能先执行 B45 进行过渡，对生柴用量的提振差于 B50，但 2026 年该国棕油的生柴用量增长大趋势不会改变。印尼执行 B45/B50 生柴政策将导致：1、该国棕油国内消费量增加，挤占出口。2、马来抢夺印尼出口市场，该国国内消费量下降。USDA 预估 25/26 年度印尼棕油国内消费 2340 万吨（同比+3.88%），马来棕油国内消费 402 万吨（同比-3.27%）也符合以上预期。

产地出口方面，2025 年 1-10 月马来棕油出口 1273 万吨（同比-9.50%），2025 年 1-9 月印尼棕油出口 2490 万吨（同比+13.44%）。今年印尼出口数据表现好于马来，主要因为前者在 2-7 月连续降税，对卖家吸引力更强。后续两国的出口需求主要看中国和印度：印度 2025 年食用油进口量同比下降（1-10 月 1317 万吨，同比-2.51%），主要因为葵油和豆油的进口增长无法抵消棕榈油的进口减少（1-10 月棕榈进口 616 万吨，同比-27.44%）。但是印度油脂的国内消费需求保持稳定高位，因此 2025 年该国油脂库存一直低位震荡（截至 11 月 1 日只有 173.1 万吨）。油脂低库存叠加 2026 年 2-3 月斋月前备货需求，预计 2026 年的印度油脂进口需求将较 2025 年有所增长。和印度类似，中国 2025 年棕油进口量也大幅下滑，1-10 月仅进口了 197 万吨（同比-15.09%），同样是因为性价比比较差抑制采买。虽然 USDA 11 月预估 25/26 年度印度及中国的棕油进口量分别增长至 920 万吨（同比+17.95%）和 440 万吨（+37.37%），11 月国际棕油价格大幅下滑后其性价比也得到了明显的改善。但是根据之前预估中长期印马棕榈油产量存在停滞不前的风险，印尼又可能实施 B50 政策减少出口，2026 年豆棕价差能否继续回归还是未知数。因此目前 USDA 预估的出口数据可能下调。

图 13：马棕油月度出口量（吨）



数据来源：MPOB 长江期货

图 15：印尼棕油月度出口量（千吨）

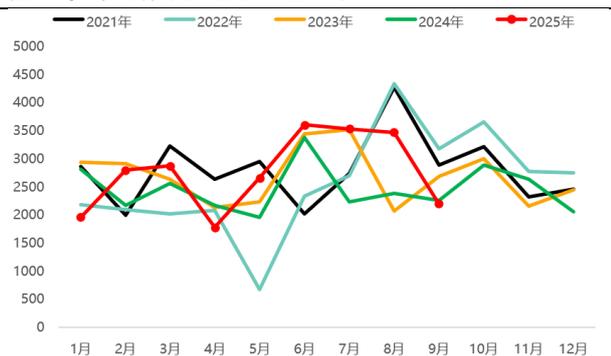
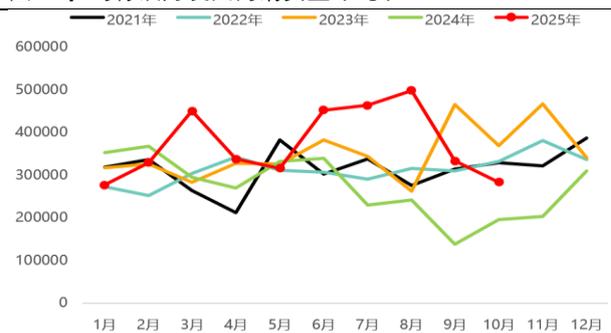
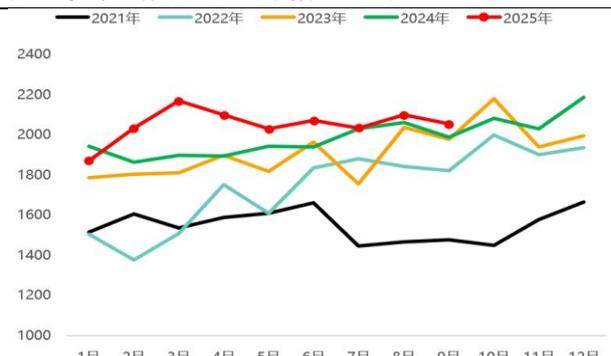


图 14：马棕油月度国内消费量（吨）



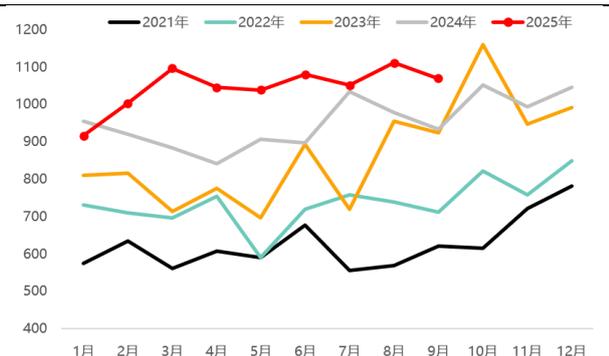
数据来源：MPOB

图 16：印尼棕油月度国内消费量（千吨）



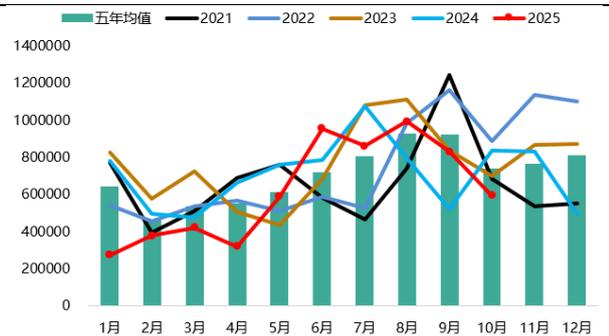
数据来源：GAPKI 长江期货

图 17：印尼棕油生柴月度消耗量（千吨）



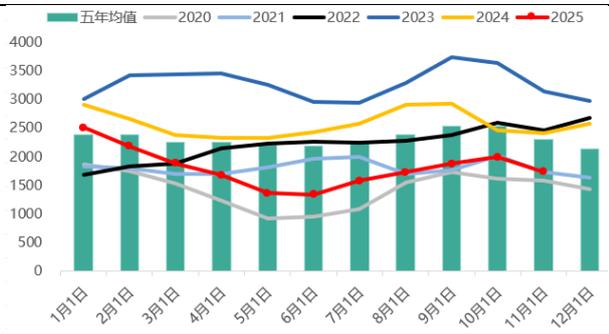
数据来源：GAPKI 长江期货

图 19：印度棕油月度进口量（吨）



数据来源：SEA 长江期货

图 21：印度植物油库存（千吨）



数据来源：SEA 长江期货

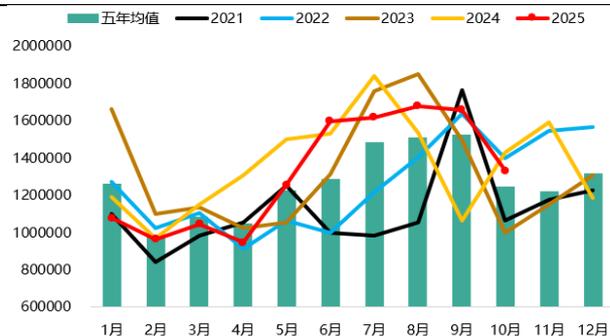
数据来源：GAPKI 长江期货

图 18：印尼生物柴油年度产销数据（千千升）



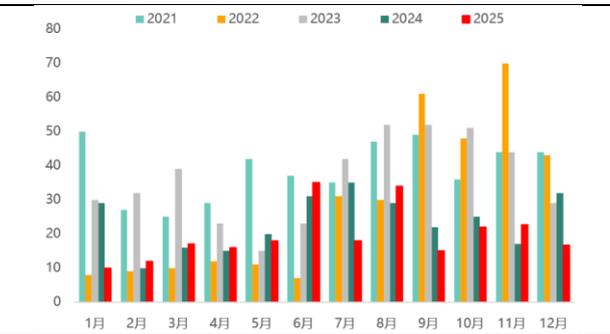
数据来源：APROBI 长江期货

图 20：印度植物油月度总进口量（吨）



数据来源：SEA 长江期货

图 22：中国棕油月度进口量及预估（万吨）

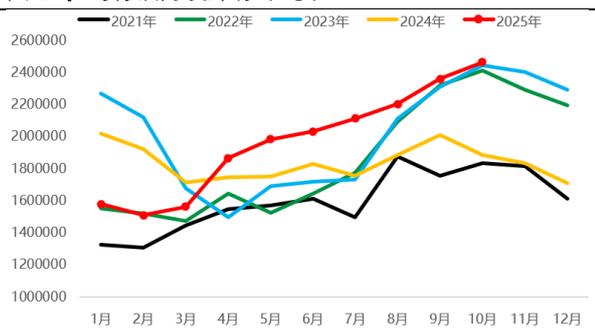


数据来源：海关 我的农产品网 长江期货

产地库存上，马来和印尼两国出现劈叉现象：前者在 2025 年第三季度的快速累库导致 10 月库存增至近五年来最高的 246 万吨，短期供需非常宽松。后者在 2025 年内一直保持极低库存，9 月库存小幅上升至 259 万吨但仍是近五年来低位，供需一直紧张。短期来看，马来 11 月减产有限而出口数据较差，市场预估当月库存可能升至 270 万吨超高水平。不过马来雨季正式开始，加上拉尼娜有望增大东南亚地区的降雨量并加剧减产，预计 12 月-2026 年 2 月该国库存将稳步下。另一方面，印尼产量四季度季节性下降而需求强劲，2025 年剩下的时间里该国库存将继续维持低位。

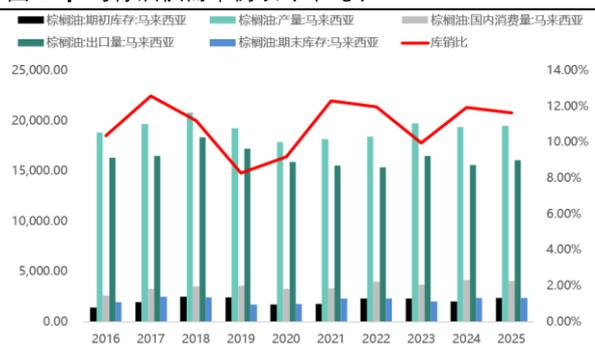
中长期来看，USDA11 月预估 25/26 年度马来和印尼均呈现供需双增状态，但需求增幅大于产量增幅导致两国均小幅去库。其中马来棕油库销比 11.64%（同比-0.31%），处于近五年中位水平。而印尼库销比 10.26%（同比-0.1%），是近五年最低，印尼比马来更紧张。进入 2026 年，考虑到印尼棕油产量可能因为种植园收归国有等一系列原因出现下滑，需求端则受到 B45/B50 落地而收到提振，该国供需存在进一步收紧的可能，并强势支撑印尼棕油价格。

图 23: 马棕油月度库存 (吨)



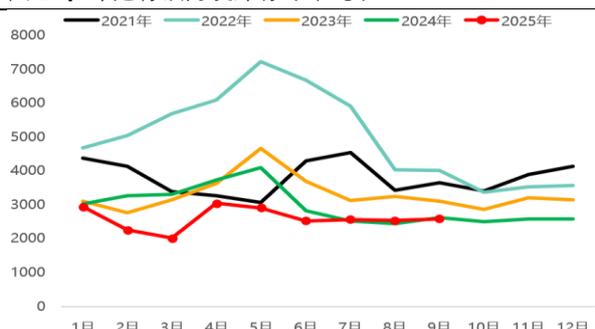
数据来源: MPOB 长江期货

图 25: 马棕油供需平衡表 (千吨)



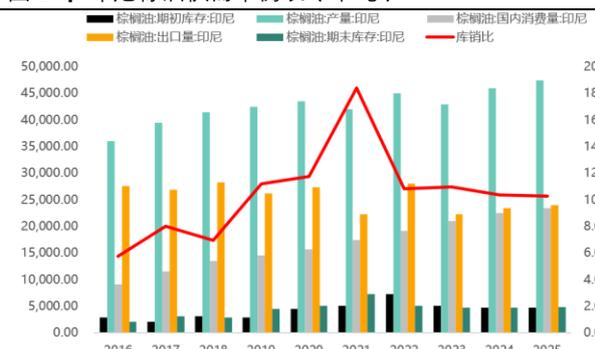
数据来源: USDA 长江期货

图 24: 印尼棕油月度库存 (千吨)



数据来源: GAPKI 长江期货

图 26: 印尼棕油供需平衡表 (千吨)



数据来源: USDA 长江期货

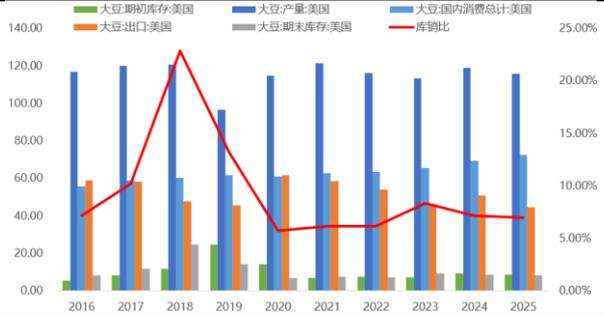
3、25/26 年度全球大豆供需历年中位水平, 关注美豆需求及南北美产量调整

供应端, USDA11 月报告略微下调 25/26 年度美豆产量至 42.53 亿蒲 (1.15775 亿吨)。另一方面, 25/26 年度巴西产量预估 1.75 亿吨 (同比+2.04%), 阿根廷产量预估 4850 万吨 (同比-5.11%)。受美国及阿根廷减产拖累, 全球 25/26 年度大豆产量 4.2175 亿吨 (同比-1.26%), 但仍是近五年第二高水平。不过美豆单产仍存调整空间, 南美面临拉尼娜干扰, 产量下调风险仍存。

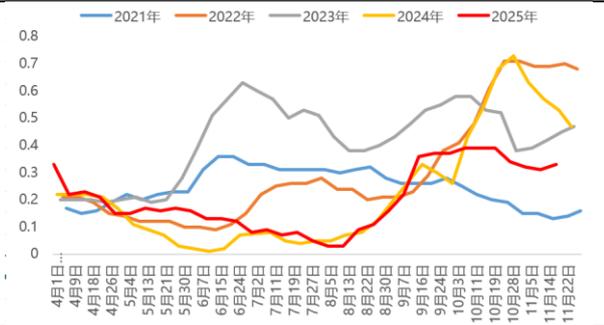
先分析三大主产国供应能力: 美豆产量方面, 今年美豆主产区和 2024 年高度类似, 都是 5-8 月中旬降水良好, 但是 8 月中旬后受干旱影响面积快速增加, 这两年的优良率也都呈现出“5-8 月维持高位, 但自 8 月底起高位回落”的特点。即使干旱在大豆关键生长季的后期才出现, 它仍然对大豆生长不利。24/25 年度美豆单产从 2024 年 11 月预估的 51.7 蒲降至 2025 年定产时的 50.9 蒲, 生长环境类似的 2025 年美豆单产可能也遵循类似轨迹。此外 USDA11 月报告的 53 蒲单产依然高于近五年均值 50.7 蒲及历史最高值 51.9 蒲。因此该单产未来仍存在下调空间, 可能向 52-51 蒲靠近。

南美豆产量方面, 目前巴西及阿根廷大豆都已经开始播种: 截至 11 月 29 日当周, 25/26 年度巴西豆已播种 86%, 慢于去年同期 90%但快于五年均值 84.4%。马托格罗索、南马托格罗索、南里奥格兰德和帕拉纳等大州播种进度正常, 不过戈亚斯和米纳斯吉纳斯州进度偏慢。阿根廷方面, 截至 11 月 27 日当周阿根廷大豆播种 39%, 慢于去年同期 47%, 主要因为部分地区降雨过剩阻碍了田间作业的进行。

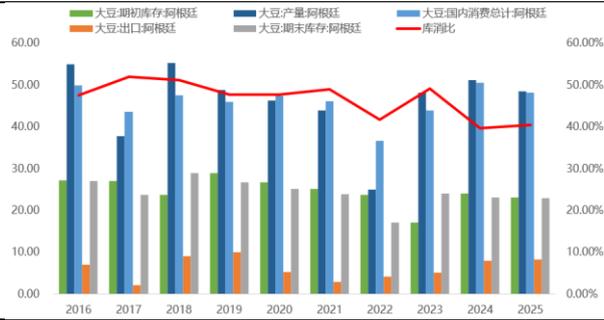
虽然目前南美产区暂时没有明显的天气问题, 但是 NOAA 报告拉尼娜现象已经形成, 为预计持续到 2026 年春季的弱拉尼娜现象。在拉尼娜现象期间巴西北部降水增加, 而巴西南部 and 阿根廷降水减少, 威胁后者区域内的作物生长。长期天气预报已经显示 2025 年 12 月-2026 年 2 月巴西最南端的南里奥格兰德州以及阿根廷东部有降水减少风险。天气炒作风险仍存, 当前 25/26 年度巴西 1.75-1.78 亿吨及阿根廷 4850 万吨的产量预估都可能调降。

图 27: 美豆供需平衡表 (百万吨)


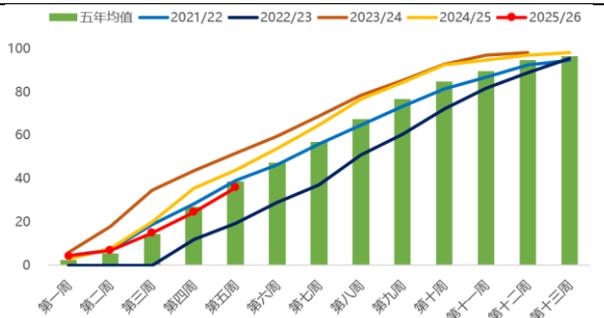
数据来源: USDA 长江期货

图 29: 受干旱影响的美豆面积占比 (%)


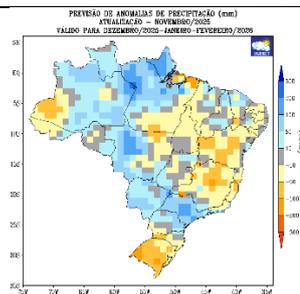
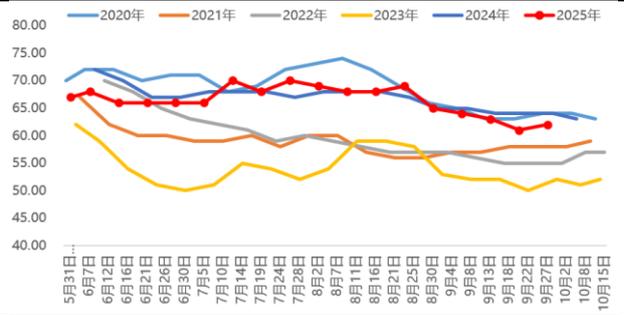
数据来源: USDA 长江期货

图 31: 阿根廷大豆供需平衡表 (百万吨)


数据来源: USDA 长江期货

图 33: 阿根廷大豆播种进度 (%)


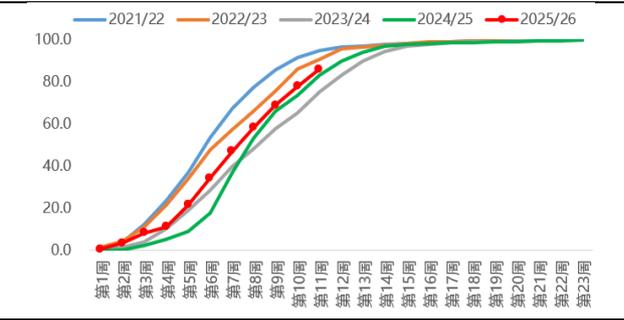
数据来源: 布交所 长江期货

图 35: 2025 年 12 月-2026 年 2 月巴西降水预估

图 28: 美豆优良率 (%)


数据来源: USDA 长江期货

图 30: 巴西大豆供需平衡表 (百万吨)

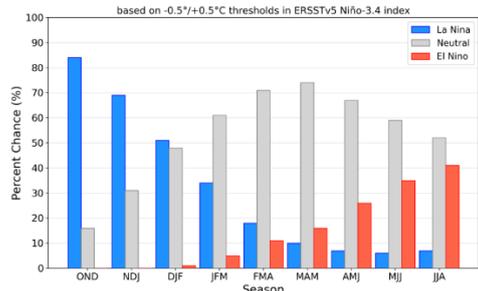

数据来源: USDA 长江期货

图 32: 巴西大豆播种进度 (%)


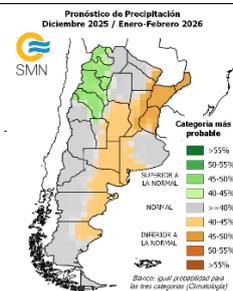
数据来源: Conab 长江期货

图 34: 拉尼娜预估

Official NOAA CPC ENSO Probabilities (issued November 2025)



数据来源: NOAA

图 36: 2025 年 12 月-2026 年 2 月阿根廷降水预估


数据来源：巴西气象局

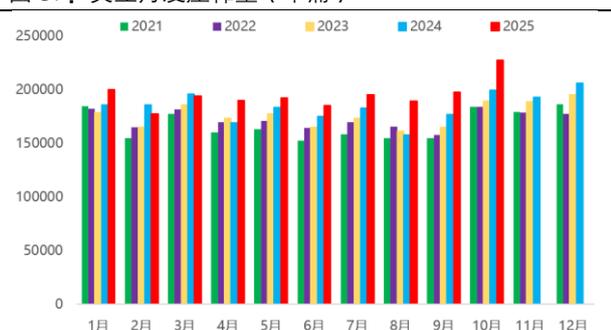
数据来源：阿根廷气象局

需求端，USDA11月预估25/26年度全球大豆总需求6.0951亿吨(+1.91%)，其中国内消费4.2154亿吨(同比+2.06%)，出口1.8797亿吨(同比+1.59%)。市场对新年度全球大豆需求增长维持乐观态度，不过美国生柴政策以及中国对美豆出口存在不确定性，警惕以上需求出现调降导致全球大豆需求下滑。

美豆需求方面，主要受到美国生物柴油政策以及中国对美豆的采买的影响。美豆压榨端，NOPA统计2025年1-10月美豆共压榨19.53亿蒲(同比+7.57%)，为近五年最高水平。由于川普第二任期期间生物燃料掺混草案没有落地，且小炼厂掺混豁免和进口原料补助等关键议题有待确定，2025年美豆油的生柴需求表现一般：2025年1-9月美豆油的生柴用量为370万吨(同比-16.1%)，仅仅是近五年中位水平。另一方面，大量美豆油进入出口渠道，截至10月23日当周，2025年美豆油共出口91万吨(同比+237%)。但如果EPA的生物燃料掺混草案顺利落地，那么未来美豆油的生柴需求将明显提升：205年6月中旬公布的再生燃料标准2草案设定2026-27年美国生物质柴油(BBD)的掺混要求为71.2和75亿Rins，远高于2025年的53.6亿Rins。此外若EPA削减进口原料(UCO等)可生成的Rins数量，也进一步利好美豆油的生柴需求。USDA11月预估25/26年度美豆油的生柴消费量为115亿磅(同比+30.25%)。不过生物燃料议题涉及多方利益，题材反复的可能性较高，警惕最终掺混要求增幅低于当前预估的风险。

美豆出口端，因为10月底之前中国需求的缺位，目前表现非常差。截至10月23日当周，25/26年度美豆累计出口销售1613万吨，为历史最低水平。虽然10月底中美APEC会议后中国加速采购美豆(USDA确认截至12月初对华销售224.5万吨，私营机构预估销售量350-400万吨)，但即使是最乐观的400万吨也较美财长贝森特的“2026年2月前对中国销售1200万吨”的口径差距巨大。美豆13%的关税和升贴水高于巴西豆，中国目前大豆库存高企，2026年3月后巴西新作大豆榨利良好三大因素共同抑制了中国对美豆的商业采购。除非政策强制或者美豆榨利明显改善，否则中国对美豆的采购预计仍仅限于储备轮换。如果后续中国需求不振，那么USDA11月预估的25/26年度美豆出口目标4450万吨(同比-12.80%)可能进一步下调。

图 37：美豆月度压榨量（千蒲）



数据来源：NOPA 长江期货

图 39：美国生物柴油+可再生柴油总产量（千桶）

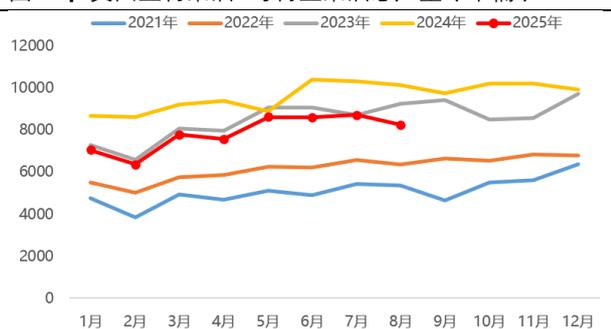
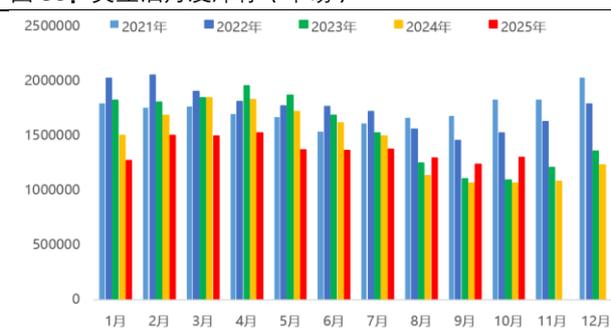
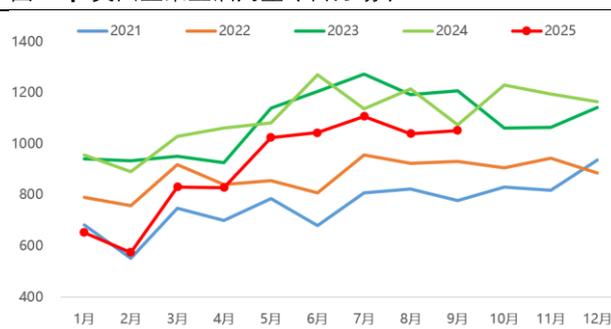


图 38：美豆油月度库存（千磅）



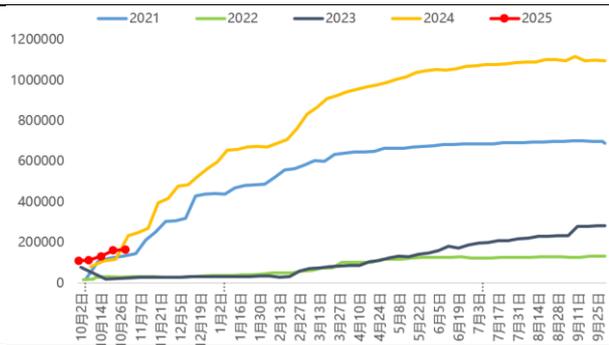
数据来源：NOPA 长江期货

图 40：美国生柴豆油用量（百万磅）



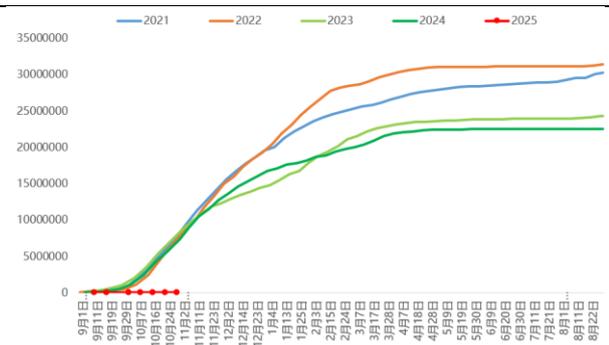
数据来源：EIA 长江期货

图 41：美豆旧作旧作累计出口销售量（吨）



数据来源：USDA 长江期货

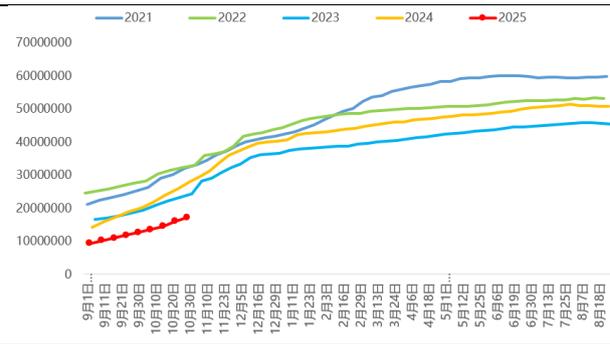
图 43：美豆旧作对中国累计出口销售量（吨）



数据来源：USDA 长江期货

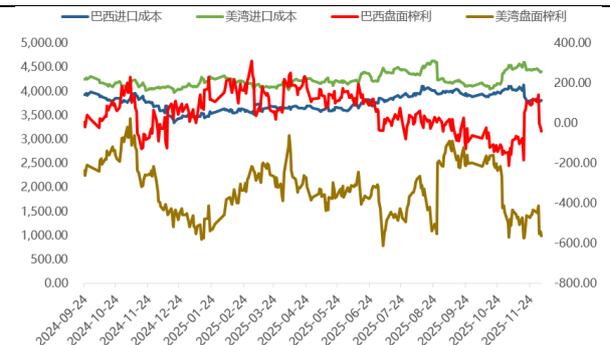
数据来源：EPA 长江期货

图 42：美豆旧作周度累计出口销售量（吨）



数据来源：USDA 长江期货

图 44：国内进口大豆压榨利润（元/吨）



数据来源：同花顺 长江期货

表 2：美国生物燃料掺混规则草案 set2

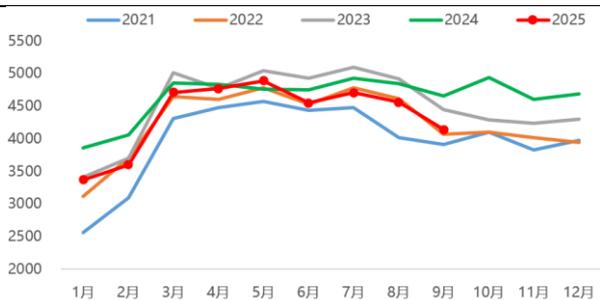
单位：十亿RINs		旧规则 (Set1)		新规则 (Set2)		
品种	品种	2023	2024	2025	2026	2027
Cellulosic biofuel	纤维素生物燃料	0.84	1.01	1.19	1.30	1.36
	同比变化	-	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
Biomass-based diesel	生物质柴油	4.51	4.86	5.36	7.12	7.50
	同比变化	-	7.76%	10.29%	32.84%	5.34%
Advanced biofuel	先进生物燃料	5.94	6.54	7.33	9.02	9.46
	同比变化	-	10.10%	12.08%	23.06%	4.88%
Conventional biofuel	传统生物燃料	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
Total renewable fuel	可再生燃料总量	20.94	21.54	22.33	24.02	24.46
	同比变化	-	2.87%	3.67%	7.57%	1.83%

数据来源：EPA 长江期货

南美需求方面，今年巴西豆的压榨需求表现中等，但是出口需求因为中国大量采购而非常亮眼：2025 年 1-9 月巴西豆压榨 3932.3 万吨（同比-5.42%），近五年中位水平；但 1-11 月出口是近五年最高的 1.06 亿吨（同比+10.441%）。另一方面，阿根廷的大豆出口和压榨需求都表现强劲：1-10 月阿根廷豆压榨 3600 万吨（同比+2.66%），1-9 月阿根廷大豆出口 761 万吨（同比+86.28%），豆油出口 518 万吨（同比+35.38%），都是近五年最高或第二高水平。展望未来，南美豆的需求将受到以下三大因素的扰动：1、美国利多豆油的生柴政策能否顺利落地。如果落地将提振美豆国内消费，减少美豆、美豆油的出口，从而利好南美豆系产品出口。2、中美长期协议规定的“未来三年每年采购 2500 万吨美豆”能否落实。若落实则南美豆系产品对中国出口需求会被美豆挤占，但可以抢占中国以外的其他市场。3、原定于 2026 年 3 月实施的巴西 B16 生柴计划面临延期，在利空该国大豆压榨需求的同时利好巴西豆出口。USDA11 月报告预估 25/26 年度巴西豆国内消费和出口都同比增加，总需求 1.758 亿吨（同比+6.46%）；阿根廷豆出口需求同比增加但国内消费需求同比下滑，总需求 5645 万吨（同比-3.31%）。后续关注美

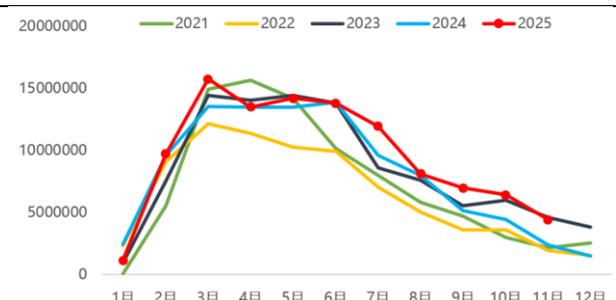
国及巴西生柴政策和中国履行美豆采购协议的情况，将决定南美豆的需求变化方向。

图 45：巴西豆月度压榨量（千吨）



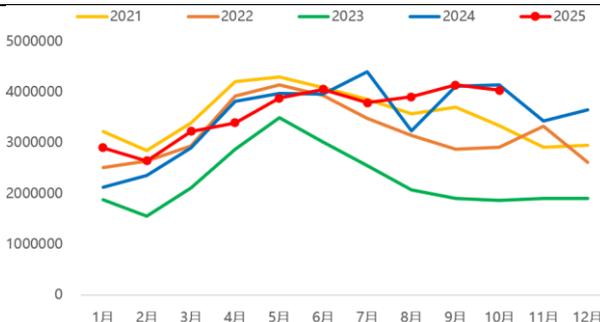
数据来源：Abiove 长江期货

图 46：巴西豆月度出口量（吨）



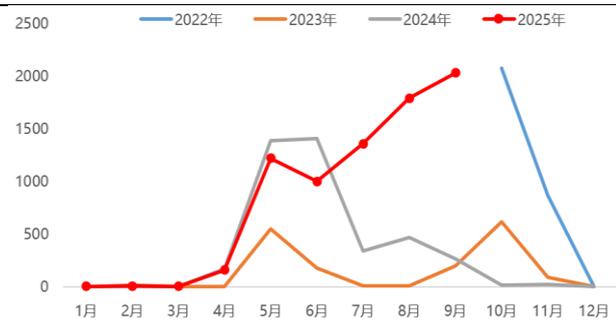
数据来源：NOPA 长江期货

图 47：阿根廷豆月度压榨量（吨）



数据来源：布交所 长江期货

图 48：阿根廷豆月度出口量（千吨）



数据来源：Trade Map 长江期货

总的来看，USDA11月预估25/26年度全球大豆产量同比下滑，而总需求同比继续上升，供弱需强下全球大豆期末库存及库销比同比小幅下滑，期末库存1.2199亿吨，库销比20.01%处于近五年中位水平。后续全球大豆的不确定点包括美国及南美大豆产量、美国生柴政策以及中国采购需求：一是如果25/26年度美豆单产如期下调，南美大豆也因为天气炒作出现减产，那么全球大豆供应减少将支撑价格。二是如果利多美豆油生柴需求的美国生物燃料法案落地，或者中国根据协议采购1200万吨美豆，将有助于25/26年度美豆供需平衡表向偏紧调整，否则将导致美豆供需转宽松与美豆盘面下调。

4、25/26 年度全球菜籽供需宽松，但加菜籽进口受阻导致中国供需偏紧

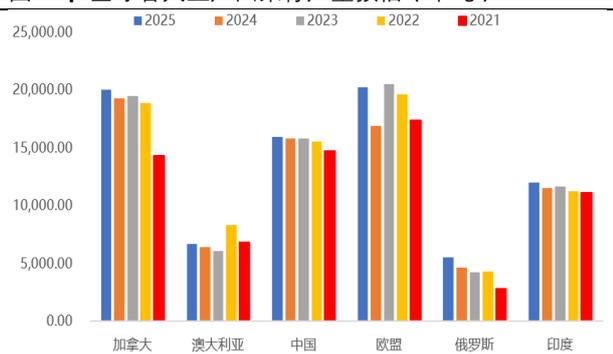
与加菜籽进口相关的各种政策严重影响了2025年国内菜籽的供应情况，形成了25/26年度菜籽供需国内紧国外宽的格局。先分析国际供需情况：供应端，USDA11月预估25/26年度全球菜籽产量9227.3万吨（同比+7.30%），主要得益于除乌克兰以外的主产国全部增产所致。其中25/26年度加菜籽产量有望达到2180万吨（同比+13.3%），不仅高于之前2000万吨预估，更是历史最高水平。25/26年度欧盟菜籽产量达2020.6万吨（同比17.41%），从上一年度干旱导致的严重减产中强势回复。25/26年度澳菜籽产量预估也有690万吨（+7.81%），虽然增幅不如加拿大和欧盟但仍是同比增产。除了以上三大主产国以外，俄罗斯（产量550万吨，同比+18.28%）、印度（产量1200万吨，同比+4.17%）、中国（1590万吨，同比+0.63%）等产区的产量也是同比增产。仅有乌克兰25/26年度菜籽产量同比下降5.26%至360万吨。

需求端，USDA11月报告预估25/26年度全球菜籽国内消费9049.7万吨（同比+2.88%），但是出口大幅下降至1749.7万吨（同比-12.01%）。受出口下滑的拖累，总需求仅仅略微上升至1.07994亿吨（同比+0.14%）。国内需求方面，加拿大、澳大利亚、欧盟、俄罗斯等国的菜籽国内消费量都同比增加，其中加拿大需要加大菜籽压榨量来缓解菜籽出口中国受阻导致的供应收紧问题，欧盟需要加大菜籽压榨量去补充中国UCO进口减少后的空缺，都利好菜籽的国内消费量增加。另一方面，25/26年度全球菜籽

出口需求大幅下滑，主要因为中国对加菜籽发起反倾销调查抑制对后者的进口所致。正常年度加菜籽对中国出口量占其总出口量的 60-70%左右，但是 2025 年 1-10 月期间，这个比例已经下滑到了 31.06%。截至 2025 年 11 月 30 日当周，25/26 年度加菜籽出口 208.75 万吨，同比下滑 46.31%，可见中国需求缺位导致加菜籽出口需求表现极差，拖累了全球菜籽的出口数据。

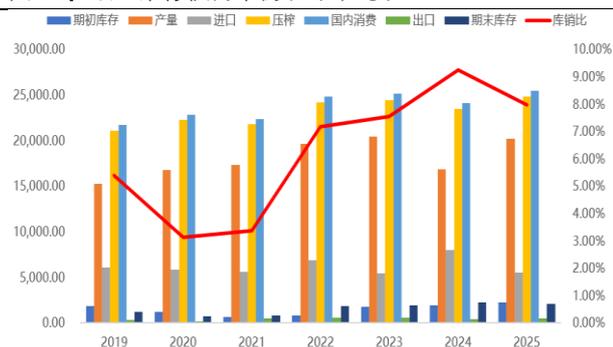
因为产量同比强势回复而总需求仅同比小幅增长，25/26 年度全球菜籽供需明显宽松：期末库存和库销比分别升至 1133.6 万与 10.50%，分别是近 10 年最高及第二高水平。各大主产国中，加拿大以 15.82% 的库销比成为供需最为宽松的主产国，其次为欧盟（7.96%）和澳大利亚（6.49%）。

图 49：全球各大主产国菜籽产量预估（千吨）



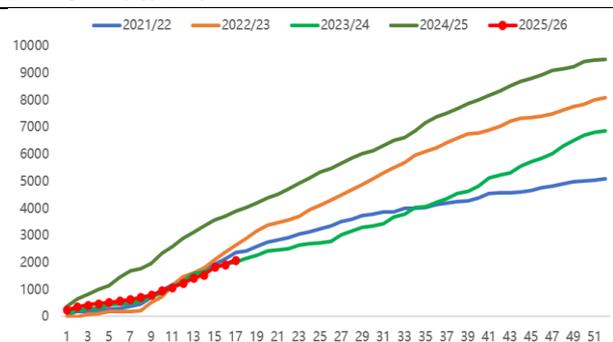
数据来源：USDA 长江期货

图 51：欧盟菜籽供需平衡表（千吨）



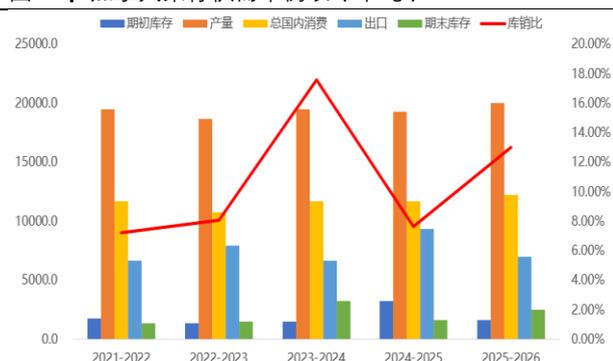
数据来源：USDA 长江期货

图 53：加菜籽累计出口量（吨）



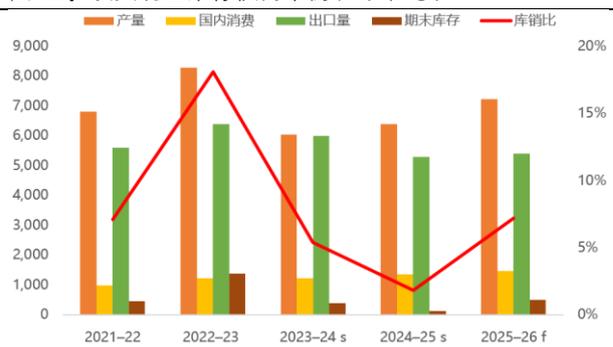
数据来源：CGC 长江期货

图 50：加拿大菜籽供需平衡表（千吨）



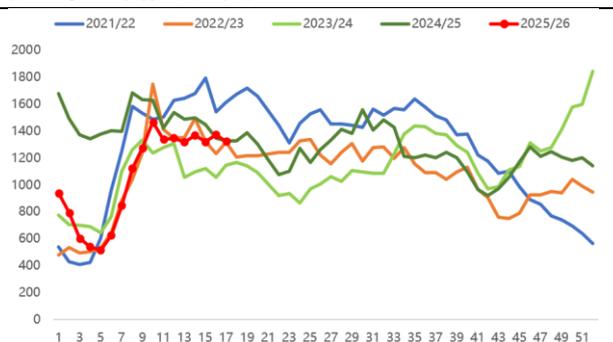
数据来源：AAFC 长江期货

图 52：澳大利亚菜籽供需平衡表（千吨）



数据来源：ABARES 长江期货

图 54：加菜籽周度库存（吨）



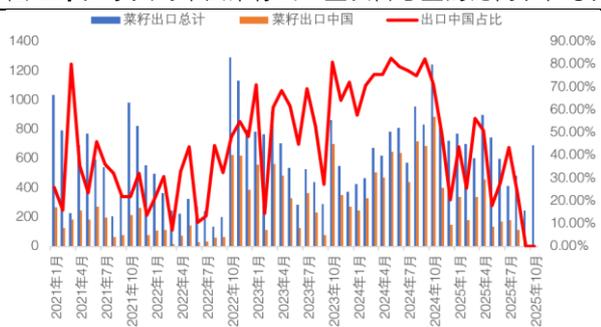
数据来源：CGC 长江期货

和表现整体宽松的国际菜籽供需不同，中国国内的菜系供需因为加菜籽反倾销政策而非常紧张。自 2025 年 3 月 20 日起，中国对加拿大菜油及菜粕加征 100% 的关税。2025 年 8 月 12 日商务部表示加菜籽构成对中国的倾销，自 8 月 14 日起进口商在进口加拿大菜籽的时候需要向海关缴纳 75% 的保证金，且反倾销调查将一直持续到 2026 年 3 月 9 日。在以上两大政策发布后，加拿大菜籽及菜系制品实质上已经无法进入中国。虽然菜油进口因为中国对加菜油进口依赖度偏低而影响不大，但是加菜籽一般占到中国菜

籽进口总量的 90–95%，因此反倾销初审落地后中国菜籽进口量快速下降：据海关数据，2025 年 1–10 月中国进口菜籽 233 万吨（同比-51.86%），10 月菜籽进口量更是直接降至 0。在供应端减量的影响下，国内菜籽及菜油供需也明显收紧：截至 11 月 28 日国内沿海菜籽库存降至极低，全国菜油库存虽然仍是近五年偏高，但和历史数据的差距已经较 4 月供应最为宽松时明显收窄。

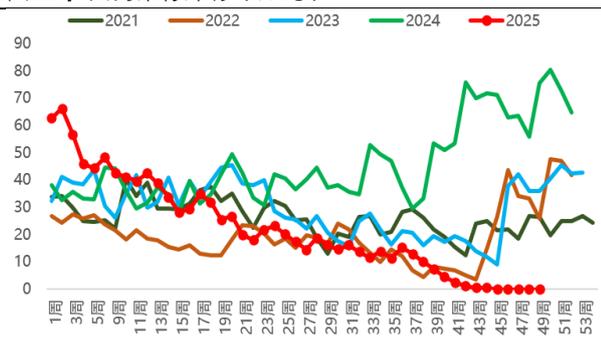
展望未来，加菜籽反倾销终审结果以及中国是否会放松对澳大利亚菜籽的进口将决定 2026 年中国菜系供需是紧张还是宽松。短期来看，自 2025 年 12 月后，前期尝试进口的 25/26 年度澳菜籽以及新上市的 25/26 年度俄菜油都将逐步进入中国。但是澳菜籽采购量预估仅有 50 多万吨，远低于过去加菜籽的进口规模，所以 2025 年 12 月–2026 年一季度国内菜系供需紧张仅仅是边际改善。中长期来看，如果 2026 年 3 月加菜籽反倾销调查终审结果依然认定加菜籽倾销成立，那么加菜籽依然无法进入中国，供需紧张格局延续。但若是加菜籽倾销不成立，那么在当前加菜籽进口利润非常良好的情况下前者将大量进入中国，供需大幅转宽松。考虑到加拿大目前面临着菜籽供应过剩导致价格偏低的问题，该国对华态度软化的可能性较高，2025 年下半年中加相关人员举行了多次谈判也验证了这一点。第二点是国内对澳菜籽进口的态度：目前中国仅仅是测试进口澳菜籽，因此进口量非常有限且仅限中粮压榨。未来澳菜籽进口量若要提升，首先需要国内放松对澳菜籽压榨的限制。不过即使限制放松，中国在国际市场上依然要面临欧盟和日本等传统进口商的竞争，澳菜籽进口量恐增量有限。

图 55：加拿大对中国菜籽出口量及占总量的比例（千吨）



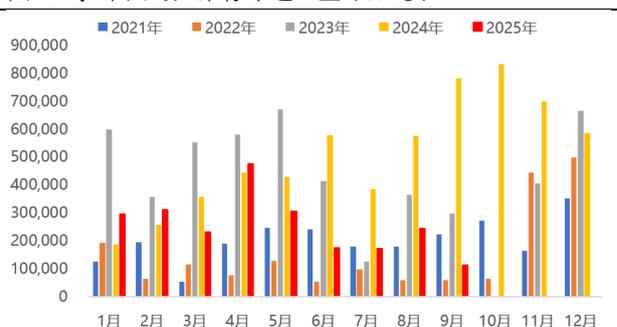
数据来源：CGC 长江期货

图 57：国内菜籽库存（万吨）



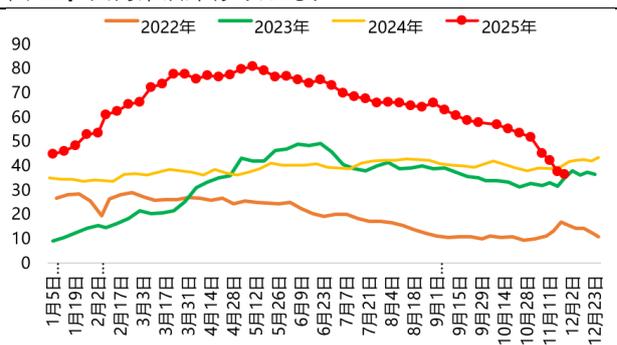
数据来源：我的农产品网 长江期货

图 56：中国对加菜籽年进口量（万吨）



数据来源：海关 长江期货

图 58：国内菜油库存（万吨）



数据来源：我的农产品网 长江期货

总的来看，USDA 11 月预估 25/26 年度全球菜籽供应量同比明显增加，而总需求受出口需求大幅下滑的拖累仅仅同比微增，供强需弱下全球菜籽期末库存及库销比大幅上升，期末库存 1133.6 万吨，库销比 10.50% 都是历史高位水平，供需非常宽松。但是中国国内因为加菜籽反倾销使得占优势地位的加菜籽无法进口，国内菜籽及菜油大幅去库，供需较国外以及以往年度大幅收紧。未来我们需要重点关注中国对加菜籽反倾销终审结果以及对澳菜籽进口的态度：如果 2026 年 3 月的加菜籽反倾销终审确认倾销不成立，或者国内放松对澳菜籽的进口管制，那么国内菜籽供需将明显放宽松。但如果终审判定加菜籽仍然构成倾销，或者澳菜籽进口量有限，那么 2026 年国内菜籽的供需将依然处于紧张状态。

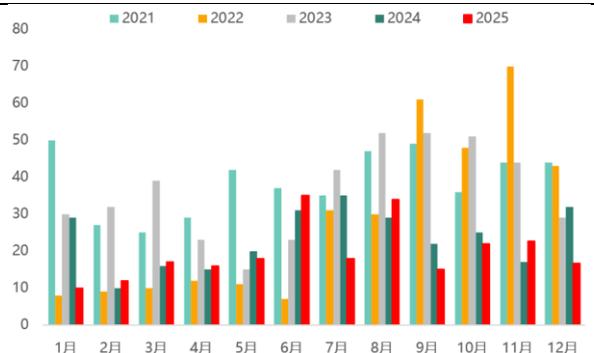
（二）国内油脂供需

国内供应方面，2025 年国内大豆和菜油进口量同比上升，而菜籽及棕油进口量同比下降：根据海关数据，2025 年 1-10 月国内共进口 9565.5 万吨大豆（同比+6.37%），197 万吨棕榈油（同比-15.09%），246 万吨菜籽（同比-51.48%）和 175 万吨菜油（+19.05%）。分品种看，2025 年国内因为担心中美贸易战导致供应短缺，在 5-10 月期间大量进口南美大豆，因此大豆进口量同比明显增加。另一方面，2025 年国际豆棕价差大部分时间处于历史低位，棕油进口利润很差；加菜籽反倾销政策则限制占中国菜籽总进口量 90%左右的加菜籽进入中国，导致菜籽以及棕油进口量同比大幅度下滑。不过菜油因为主要依赖俄罗斯提供，受加菜籽反倾销的影响较小，进口量反而同比增加。

国内需求方面，今年国内油脂整体需求疲软，且延续了上一年豆消费强于棕菜的品种分化格局：2025 年 1-11 月期间，国内棕油成交 20.59 万吨（同比-24.93%），豆油成交 474.465 万吨（同比-2.08%），菜油提货 126.51 万吨（同比-39%）。分品种看三大油脂的消费情况都同比下滑，不过豆油因为性价比占优势对菜油和棕油有明显替代，下滑幅度最小。而棕油和菜油因为性价比差+进口量有限的双重制约，两者的成交量都较上一年出现明显的下滑。

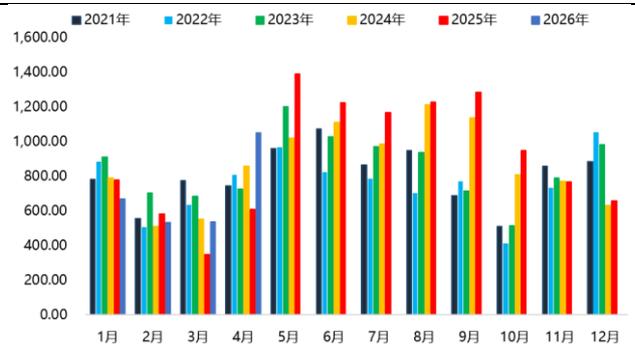
库存方面，截至 11 月底国内大豆/豆油供需最为宽松，其次为棕榈油，而菜籽/菜油的供需最为紧张。截至 11 月 28 日，国内大豆库存 733.96 万吨（同比+47.57%），豆油库存 117.88 万吨（同比+11.95%），都是近五年最高水平。国内棕油库存 66.35 万吨（同比+26.48%），为近五年中位水平。沿海菜籽库存 0 万吨（同比-100%），全国菜油库存 36.52 万吨（同比-8.06%）。虽然国内菜油库存仍是处于近五年高位，但是菜籽库存处于极低水平。

图 59：国内棕油月度进口量及预估（万吨）



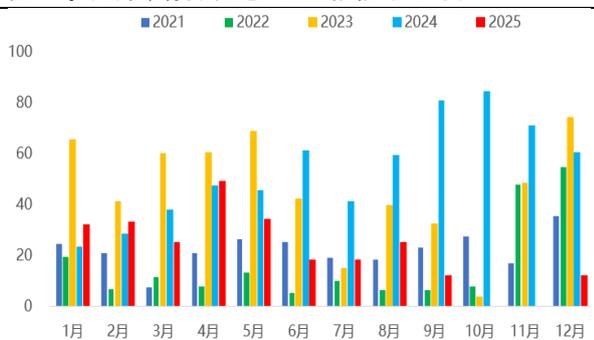
数据来源：海关 我的农产品网 长江期货

图 60：国内大豆月度进口量及预估（万吨）



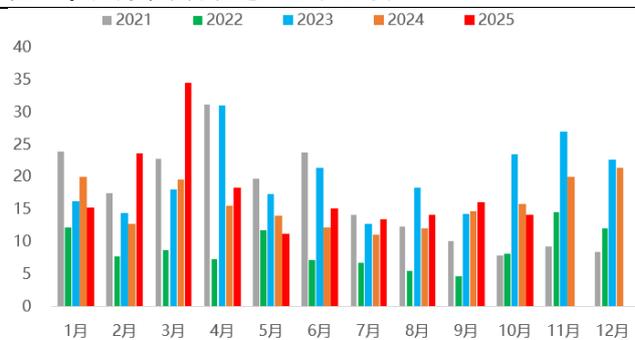
数据来源：海关 长江期货

图 61：国内菜籽月度进口量及预估（万吨）



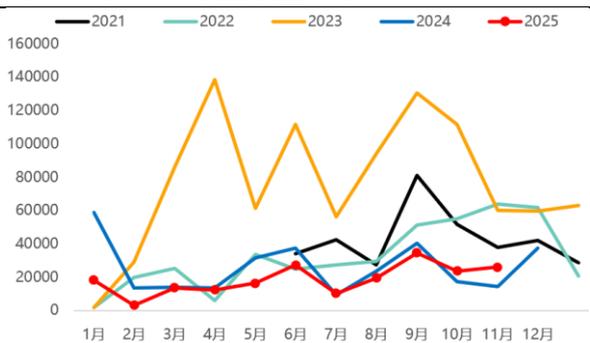
数据来源：海关 我的农产品网 长江期货

图 62：国内菜油月度进口量（万吨）



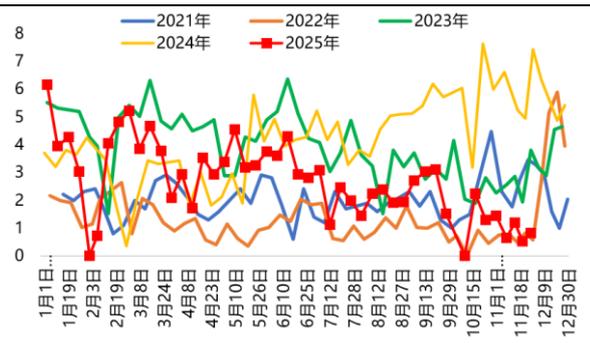
数据来源：海关 长江期货

图 63: 国内棕油月度成交量 (吨)



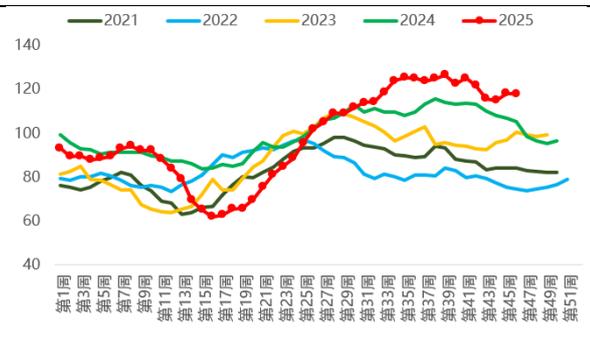
数据来源: 我的农产品网 长江期货

图 65: 国内菜油月度提货量 (万吨)



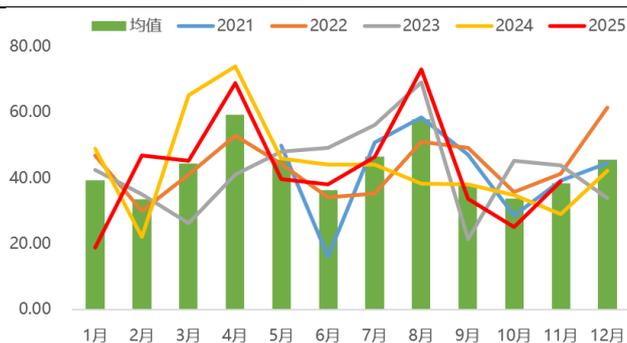
数据来源: 我的农产品网 长江期货

图 67: 国内豆油库存 (万吨)



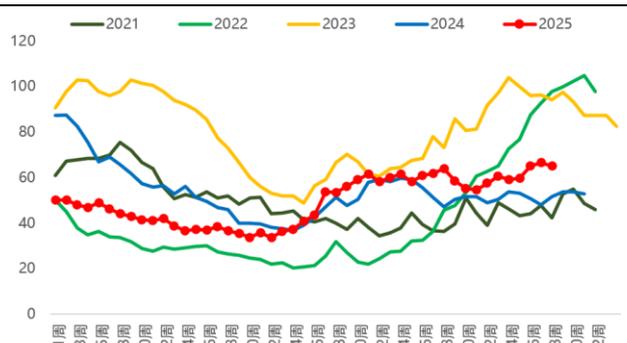
数据来源: 我的农产品网 长江期货

图 64: 国内豆油月度成交量 (万吨)



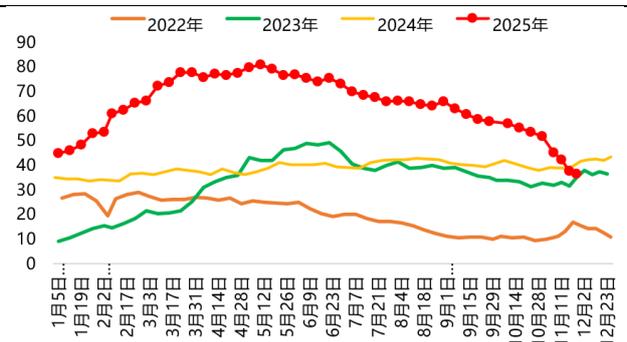
数据来源: 我的农产品网 长江期货

图 66: 国内棕油库存 (万吨)



数据来源: 我的农产品网 长江期货

图 68: 国内菜油库存 (万吨)



数据来源: 我的农产品网 长江期货

展望未来, 我们预计国内三大油脂都将进入去库阶段, 有助于当前处于高位的油脂释放库存压力。其中菜油去库速度预计相对最快, 而豆棕油相对较慢。

棕油方面, 随着东南亚进入季节性减产季, 两国的棕油出口能力预计都将出现季节性的下滑。加上国内对 2026 年 1-3 月船期棕油进口利润亏损 100-200 元/吨, 也没有大幅增加买船的动力。根据我的农产品测算 2025 年 11 月-2026 年 1 月棕油买船量分别为 22.8、16.8 和 1.2 万吨, 可见 2026 年一季度棕油到港量明显下滑。预计国内棕油虽然短期去库缓, 但是进入 2026 年后将加速去库。

豆油方面, 从进口利润上来看国内对 2025 年 12 月-2026 年 2 月船期大豆的进口利润较差, 但 2 月以后的 25/26 年度巴西豆进口利润较好, 反映到大豆到港上就是 2026 年一季度存在大豆供应缺口: 目前预估 2025 年 11 月-2026 年 5 月大豆到港量分别为 769、659、671、534、538 和 1052 万。因此短期虽然国内大豆和豆油的库存压力依然很庞大, 但随着大豆到港量的季节性下降, 豆油也将从 2025 年 12 月起逐步去库, 且 2026 年一季度会加速去库。但是需要关注的是如果中国开始大量进口美豆, 那么一季度大豆供应缺口将被填补, 拖慢去库速度。

菜油方面，虽然国内目前菜油库存还是历史高位，但菜籽库存已经是极低水平。在 12 月后虽然 25/26 年度俄菜油以及澳菜籽将逐步到港，但两者进口数量都有限。2026 年一季度菜油供需紧张仅仅是边际改善，去库大趋势不变，只是速度可能放缓。中长期则重点关注加菜籽反倾销终审结果以及澳菜籽进口情况，如果国内重新允许加菜籽进口，或扩大澳菜籽进口规模则菜系供需将明显转宽松。

三、行情展望及策略

全球植物油：供应端，USDA11 月预估 25/26 年度全球植物油增产放慢，其中菜油增产幅度最大而棕油增产最小。需求端，各国生物柴油政策发力，在增强油脂国内消费的同时缩紧了油脂出口，不过总需求依然同比增长。需求增幅大于供应增幅，25/26 年度全球植物油期末库存及库销比均同比下降，供需继续收紧，对植物油价格有支撑。后续全球油脂市场的不确定性将主要集中于南美大豆/印尼棕油产量和各国生物柴油政策上，可能造成价格剧烈波动：一是 25/26 年度美豆及南美豆因为天气炒作，印尼棕油因为种植园强征等原因导致产量下降，收紧供应。二是美国和印尼利多植物油生柴需求的生柴政策能否成功落地。

棕油：供应端，目前市场对 2026 年东南亚棕油产量预估较为乐观，其中马来产量 1950–2000 万吨，乐观的印尼产量预估更有可能高达 5800 万吨以上。需求端，印度人口增长带来的刚性需求与印尼 B40 计划支撑，2025 年产地棕油出口及国内消费有望维持强劲。供需双强下，25/26 年度印马库存预计都同比下滑，马来库存历史中位，印尼库存则是更紧张的历史低位。但是因为拉尼娜、树龄老化和种植园强征问题，印尼和马来，尤其是印尼的产量可能低于当前预估，加剧全球棕油供需紧张。另一方面，印尼 B50 政策能否顺利执行还是未知数，存在实际执行不及预期导致产地棕油供需边际转宽松的可能。

豆油：供应端 25/26 年度阿根廷及美豆减产导致全球大豆产量同比下滑。需求端，市场维持对生柴政策以及大豆出口需求的乐观预估，总需求同比上涨。供弱需强下 25/26 年度全球大豆供需小幅下滑，处于历年中位。后续全球大豆的不确定性主要集中于美国及南美大豆产量、美国生柴政策以及中国采购需求：如果 25/26 年度南北美大豆产量因天气炒作下调，那么全球大豆供应将减少，并令供需收紧。二是如果利多美豆油生柴需求的美国生物燃料法案落地，或者中国根据协议完成 1200 万吨美豆的采购，将有助于 25/26 年度美豆供需平衡表向偏紧调整。

菜油：加菜籽反倾销政策导致国内外菜系供需出现劈叉。国外方面，25/26 年度除乌克兰外的主产国都同比增产，国际菜籽供应量大幅增加。另一方面，虽然菜籽国内消费继续同比增长，不过中国对加菜籽实施反倾销调查抑制出口需求，总需求同比仅小幅增长。供强需弱令国际菜籽供需大幅宽松。但是中国因为反倾销调查使得占进口菜籽总量大部分的加菜籽无法进口，供应端缩量明显导致国内供需比国外明显收紧。未来重点关注中国对加拿大及澳大利亚菜籽的进口态度：如果 2026 年 3 月的加菜籽反倾销终审确认倾销不成立，或者国内放松对澳菜籽的进口管制，那么国内菜籽供需将明显放宽松，反之菜系供需会继续保持收紧状态。

总结：25/26 全球植物油供需预计同比收紧，将支撑国内油脂价格运行区间上移。不过包括天气和政策在内的各种因素对油脂基本面影响较大，可能会导致油脂价格波动加剧。棕油方面，拉尼娜导致产地季节性减产和去库加速有望给出棕油阶段性上行的机会，而印尼马来棕油产量的不确定性和印尼 B45/50 计划如果落地都有望提供中长期的上涨动能。豆油方面，如果 25/26 年度南北美大豆产量因天气炒作原因下滑、中国继续大量采购美豆以及利多美豆油的美国生柴政策落地，全球大豆供需收紧将有助于国内豆油价格偏强运行。但如果以上利多未能兑现，则国内豆油将表现承压。菜油方面，重点关注加菜籽反倾销终审结果和中国是否会放松对澳菜籽的进口管制，从而改善当前国内菜系供需偏紧的格局并利空菜油价格。

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，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。