

生柴&天气变数仍存，油脂近弱远强

【策略观点】

【单边】

豆油：三季度豆油以偏弱震荡为主，行情波动弱于棕油、菜油。供给端三季度南美大豆集中到港，港口高库存难以快速去化，叠加美豆新作丰产预期，持续压制价格上行。需求端节假日仅小幅提振刚需，四季度终端备货偏温和，需求弹性不足。风险主要来自美豆极端天气、大豆到港变数的利多扰动，以及中美贸易不确定性、宏观走弱的利空压力。

棕榈油：三季度棕榈油呈近月震荡修复、远月稳步走强格局。产地生柴政策落地预期，收缩全球流通货源。不过三季度产地仍有累库压力，行情以震荡筑底为主；四季度东南亚步入季节性减产周期，叠加厄尔尼诺发酵，减产预期持续支撑价格。国内豆棕价差修复带动替代需求回升，港口库存存在去化预期。主要风险为原油大跌、B50 落地不及预期、厄尔尼诺减产预期证伪等。

菜籽油：2026 年三季度至下半年菜油维持宽幅震荡，预计走势先抑后扬。三季度加拿大菜籽持续到港，油厂高开机压榨带动菜油库存缓增，供应边际宽松压制近月行情，叠加低价油脂替代，旺季提振效果有限。四季度加菜籽进入收割季，厄尔尼诺引发减产预期，全球菜籽供给收紧抬升菜油估值。风险集中在加菜籽新作丰产、进口放量利空，以及产区干旱、原油上涨的利多扰动，需关注宏观走弱则的阶段性回调。

【套利】

（1）油粕比

具体策略关注油脂油料套利周报。

（2）油脂间价差

具体策略关注油脂油料套利周报。

投资咨询业务资格：
京证监许可【2012】76号

刘金鹭

电话：010-84555100

邮箱

yjzx@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F03086822

投资咨询资格号

Z0019372

【目 录】

一、行情回顾	1
二、豆油市场供需情况	1
2.1 全球大豆供需——美豆供应预期宽松，需求驱动仍在中国采购	1
2.2 国内大豆供需——三季度维持供强需弱	1
2.3 国内豆油供需——先降后升、消费刚性支撑、库存 V 型反转	1
三、棕榈油市场供需情况	1
3.1 马来西亚棕油供需——近月增产周期累库与远月厄尔尼诺减产的博弈	1
3.2 印尼棕榈油供需——供应前紧后松、库存持续高企、生柴变数仍存	1
3.3 印度棕榈油供需——棕榈油同比大增、豆油葵油分化、总进口量价齐升	1
3.4 中国棕榈油供需——进口低位波动、利润持续倒挂、库存高位震荡、需求疲软承压	1
四、菜油市场供需情况	1
4.1 全球菜籽供需——供需相对平衡，天气问题或干扰部分产地	1
4.2 中国菜籽菜油供需——下半年供强需弱格局将延续	1
五、行情展望	1
5.1 单边走势提示	1
5.2 套利机会提示	1

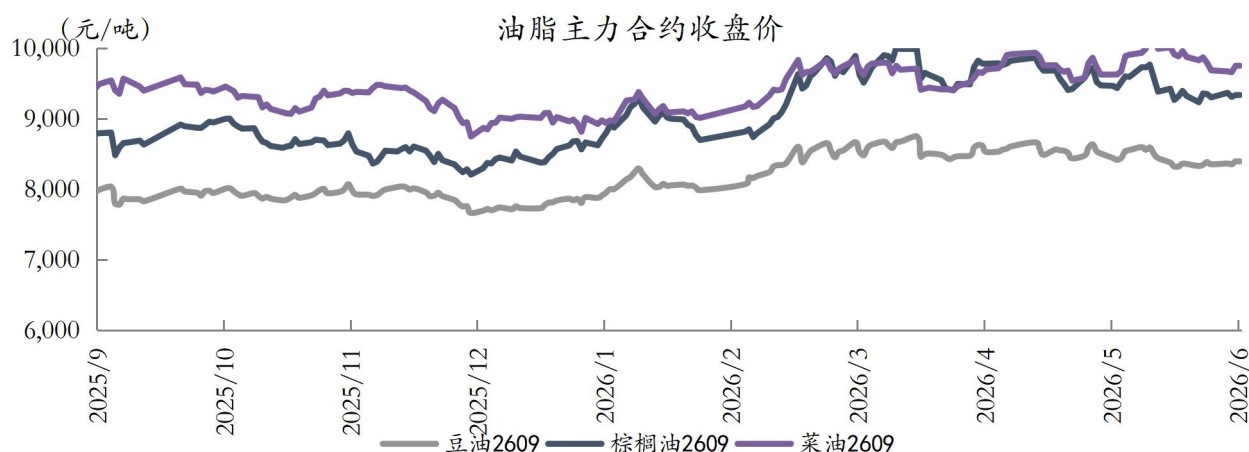
一、行情回顾

2026 年上半年国内豆油整体呈宽幅震荡、近弱远强走势，一季度受美生柴政策、中东地缘冲突支撑高位运行，二季度南美大豆集中到港、国内持续累库，现货承压走弱，盘面跟随现货重心下移，远月依靠美豆天气与生柴预期维持支撑。全球核心基本面集中于美豆与生柴政策，3 月末美国 EPA 落地 2026-2027 年 RFS 新规，生物柴油掺混义务大幅上调 65%，美豆油工业需求增量超 160 万吨，但上半年美豆播种进度顺利，新作丰产预期阶段性压制外盘豆油。中国年度美豆采购承诺落地，但附加关税未取消，国内大豆进口以巴西货源为主，上半年巴西大豆集中到港，油厂压榨开工率维持高位，豆油产量持续释放。整体豆油上半年核心矛盾为国内宽松现货与美国刚性生柴远期需求多空博弈，全年价格中枢由美生物柴油政策决定，短期供应宽松压制上涨空间。

2026 年上半年棕榈油走出弱现实、强预期分化行情，马来进入季节性增产周期，产地库存持续累积，出口阶段性走弱，国内棕榈油到港增加、港口库存高企，现货持续承压；远月合约依托印尼 B50 生柴政策、厄尔尼诺减产预期持续走强，期现价差持续拉大。印尼政策成为全年核心驱动，4 月官宣 7 月 1 日强制推行 B50 生物柴油，掺混比例由 40%提升至 50%，全年新增棕榈油刚性需求约 400 万吨，大幅挤占出口货源。气象端 NOAA 确认 5 月正式形成厄尔尼诺，持续至 2027 年初概率超 95%，棕榈油减产存在 9-12 个月滞后效应，市场交易远期 2027 年产量下滑预期，持续支撑远月价格，上半年东南亚降雨充足，暂无即时减产冲击。国内端，上半年棕榈油进口利润阶段性倒挂，贸易商采购谨慎，但前期船货集中到港，港口棕榈油库存维持高位。整体上半年棕榈油近月受产地增产、国内高库存压制，远月由印尼生柴政策与厄尔尼诺双利多主导，全年走势呈现明显近弱远强结构。

2026 年上半年菜籽油波动率显著高于豆油、棕榈油，一季度受中加菜籽贸易阻断、国内原料紧缺驱动价格强势上行，二季度加菜籽进口重启、油厂压榨回升，库存缓慢修复，盘面震荡回落，整体呈现前高后低走势。核心变量为中加贸易关系与菜籽进口，2025 年 8 月加菜籽初裁高额保证金导致进口近乎归零，2026 年 2 月底商务部终裁落地，反倾销税率降至 5.9%，综合进口税率大幅回落，中加菜籽贸易通道全面恢复，3-6 月加拿大菜籽集中到港，6-8 月预报到港量持续走高，油厂压榨利润转正，开机率持续回升，菜油供给逐步宽松。全球菜籽端，加拿大新作播种遭遇多雨延迟，欧盟、澳大利亚产区干旱下调产量预期，远期全球菜籽偏紧预期提供底部支撑，但上半年海外菜籽流通充足，难以形成持续性利多。整体菜油上半年行情由原料端供需主导，一季度贸易摩擦带来供给收缩推涨价格，二季度进口恢复后宽松预期主导回调，全年价格波动核心跟随加拿大菜籽到港与全球菜籽产区天气变化。

图表 1 2026 年 1-6 月油脂主力走势



数据来源：Wind、国元期货

二、豆油市场供需情况

2.1 全球大豆供需——美豆供应预期宽松，需求驱动仍在中国采购

1) USDA6 月报告中性偏空

2026 年 6 月 USDA 供需报告整体呈中性偏空格局，2026/27 新季美豆全套供需数据完全延续 5 月预估未做调整，未给盘面带来趋势性利多驱动。供应端维持种植面积 8470 万英亩、收获面积 8370 万英亩、单产 53 蒲/英亩，对应总产量 44.35 亿蒲，较上年度增产 1.73 亿蒲，奠定新作供应宽松基础。需求端同步维稳，国内压榨预估 27.5 亿蒲，依托美国生物柴油扩张、豆粕内外需求走高同比提升；出口 16.3 亿蒲，依托中美农产品采购框架较旧作上调，但巴西、阿根廷丰产持续分流中国进口，美豆出口增量兑现节奏存疑。库存端新作期末库存 3.1 亿蒲，库消比 6.9%，较上一年 7.96% 明显回落，库存绝对水平偏低形成底部支撑，但增产带来的供应增量对冲低库支撑力度有限。旧作 25/26 年度仅做内部结构再平衡，压榨上调 2000 万蒲、出口同步下调 2000 万蒲，期末库存维持 3.4 亿蒲不变，反映南美低价豆持续挤压美豆出口份额。

2) 美豆新作面积扩，单产存在调整空间

截至 6 月 23 日，美国 18 大豆主产州种植进度接近收尾，整体播种完成 95%，出苗率升至 88%，双双高于五年均值与去年同期，早播节奏利于作物充分生长期、抬升单产潜在上限。作物优良率稳定 66%，小幅低于去年同期 68%。气象预报显示 6 月末主产区降水充足，但 7-8 月灌浆关键期存在高温干旱风险，厄尔尼诺气候下生长期高温将直接冲击单产预期。

当前市场新作供应预期贴合 USDA6 月 44.35 亿蒲产量预估，早播叠加前期适宜降水支撑 53 蒲/英亩基准单产，但若 7、8 月持续高温干旱，单产存在下调空间，产量同步下修。短期充足墒情令丰产预期占据主导，压制美豆上行空间，中长期天气变数成为盘面波动核心抓手；叠加南美全年供

应充足，新作美豆整体供应宽松格局难改，仅极端干旱持续发酵才会扭转增产预期，现阶段交易主线围绕天气边际变化反复博弈。

3) 美豆压榨维持高位、内需持续走强

结合 6 月 NOPA 压榨月报、USDA6 月油脂供需数据与 EPA 落地的 2026—2027 生物柴油掺混终版规则，2026 年上半年美豆压榨与内需呈现政策强托底、月度季节性走弱、内需对冲出口下滑的特征，整体内需创同期历史高位。

NOPA 数据显示，上半年前五个月美豆压榨总量同比大幅提升，1-3 月加工厂连续高负荷运转，3 月压榨量 2.26161 亿蒲创阶段峰值，4 月回落至 2.11856 亿蒲、5 月进一步降至 2.08785 亿蒲。即便 5 月环比下滑，当月压榨仍同比增长 8.3%，USDA6 月同步上调 2025/26 年度全年压榨预估 2000 万蒲至 26.5 亿蒲，直接印证上半年内需超预期。

需求核心驱动来自 EPA 生物能源硬性掺混目标，新规确定 2026 年生物质柴油掺混义务 54 亿加仑，较 2025 年 33.5 亿加仑增幅超 60%，原油高位抬升生柴生产利润，豆油工业需求占比超越食用消费，倒逼油厂维持高采购、高压榨节奏。分产品内需结构分化，豆油工业需求持续放量，5 月底豆油库存 17.35 亿磅环比大幅去库，验证生物燃料持续消耗。

整体来看，上半年美豆内需扩张的底层逻辑在于 EPA 刚性掺混目标，NOPA 月度数据的季节性波动为短期扰动，地缘政治冲突下原油价格走高带来的生物能源内需增量，成为上半年 CBOT 大豆的核心多头支撑之一。

4) 中美大豆贸易仍存多重不确定性

2026 年上半年美豆全球出口整体呈现总量平稳、对华大幅萎缩的分化格局。中美层面，中美会晤前后，市场一度炒作对华采购增量，但现实兑现远不及预期；上半年国内海关一季度自美进口大豆仅 341 万吨，同比降幅超 70%，截至 6 月上旬 2025/26 年度美豆对华累计销售 1196 万吨，较去年同期腰斩，仅少量国企少量采购，民营油厂几乎缺席，新作 2026/27 年度对华预售开局创近十年历史低位，采购观望情绪浓厚。当前贸易端多重不确定性持续压制出口修复空间。重点来看，关税成本障碍仍存，而且美方贸易政策反复，扰动采购信心，采购协议履约节奏存在延后风险。此外南美供给持续充裕，巴西全年出口预估创近年记录，港口发运稳定放量，全年持续分流中国买盘。与此同时，国内养殖需求偏弱，国内港口大豆到港持续高位、豆粕累库，油厂主动补库意愿不足。此外美豆新作丰产预期落地，若后期天气无极端扰动，全球大豆宽松格局延续，美豆出口修复节奏将长期受制于中美贸易博弈、南北美价差与国内饲料需求等底层驱动。

5) 南美大豆供应维持宽松

根据 USDA6 月全球供需报告与巴西 CONAB、阿根廷罗萨里奥交易所截至 6 月下旬最新田间及贸易数据，2025/26 年度南美大豆整体呈现巴西丰产放量、阿根廷增产但出口收缩的分化供应格局，合计供应宽松持续挤压美豆出口空间，全年奠定全球大豆高供给基调。

USDA6 月维持巴西 2025/26 年度产量 1.8 亿吨不变，CONAB 最新收割数据确认全年产量 1.8025

亿吨，同比增产 750 万吨，截至 6 月中旬全国收获 100%，雷亚尔贬值强化出口性价比，报告上调巴西全年出口至 1.15 亿吨，国内压榨同步升至 6150 万吨，生物柴油与饲料需求持续消耗本土货源，期末库存稳定 3769 万吨，港口发运节奏持续高位，6 月单月出口预估 1531 万吨，对华货源凭借关税与离岸价差优势占据国内进口主流，上半年持续分流美豆采购订单。

阿根廷是本次报告核心上调项，产量自 5 月 4800 万吨上调至 5000 万吨。南美两国合计产量 2.3 亿吨，占全球大豆总产量超五成，充裕供给持续压制国际大豆离岸基差，即便中美会晤达成美豆采购框架，低价南美豆仍持续抢占中国进口份额。

整体来看，25/26 年度南美大豆供给总量充足，巴西为全球核心增量供给端，阿根廷转向内需消耗弱化出口增量，全年宽松的南美货源将持续约束 CBOT 大豆上方空间，仅巴西港口拥堵、阿根廷政策限制出口等短期扰动能带来阶段性利多脉冲，中长期丰产大格局难以扭转。

6) 巴西高位放量、阿根廷有所收缩

2026 年上半年南美大豆出口呈现巴西放量冲量、阿根廷出口收缩的显著分化格局，整体充裕货源持续挤占美豆全球出口份额。巴西依托 1.8025 亿吨创纪录丰产，全年收获 6 月中旬全部收尾，SECEX 与 ANEC 数据显示上半年 1-6 月大豆出口预估 7382 万吨，同比提升 8.5%，4 月 1675 万吨创下单月装运历史峰值，雷亚尔贬值放大离岸价格优势，叠加港口物流通畅，月度出口持续维持千万吨级高位，中国稳居第一目的地，1-5 月对华采购占巴西总出口七成，关税价差优势持续吸引国内油厂集中采购，成为上半年中国大豆进口绝对主力。

阿根廷 2025/26 年度产量上调至 5000 万吨，但本国优先保障本土压榨，全年原豆出口预估仅 740 万吨，上半年原料内耗为主、外销增量有限，对华出口规模远不及巴西，大量产能转向豆油、豆粕成品外销，原豆出口弹性大幅弱化。

USDA6 月报告确认南美两国合计出口规模同比抬升，不过南美出口端仍存扰动风险，巴西国内生物柴油扩张抬升本土压榨需求，后期或分流出口货源。阿根廷汇率波动、出口管制政策存在调整可能；同时中国养殖需求偏弱、港口大豆持续累库，远期采购节奏放缓，将阶段性约约束南美后续装船空间，上半年南美出口高景气主要依靠丰产红利与对华刚需支撑，下半年装运增速大概率边际回落。

2.2 国内大豆供需——三季度维持供强需弱

1) 二季度以来进口大豆到港宽松

依据海关总署公开统计，2026 年 1-5 月国内累计进口大豆 3694.2 万吨，同比微降，总量基本持平往年同期但进口来源结构显著分化，一季度受巴西收割滞后、海关通关周期拉长至 25 天拖累到港偏低，二季度通关效率优化，前期滞留货船集中放行，5 月单月进口 1179.11 万吨创同期次高，其中巴西货源占比超六成，美豆仅占两成，南美丰产豆凭借离岸价差持续占据进口主流。

中美大豆采购层面，2025 年末敲定的 1200 万吨短期美豆采购订单上半年集中履约，对应船货多在 5-6 月到港；5 月中美会晤，贸易缓和，但上半年企业商业自主采购保持谨慎，美豆完税成本偏高、压榨持续亏损制约大规模采购落地，新作预售进度远低于历史同期，采购兑现节奏存在明显

延后风险。

到港方面，根据钢联数据统计，一季度进口大豆到港量整体偏低，1月实际到港约874万吨，2月受春节假期及巴西大豆收割进度偏慢影响骤降至460万吨，3月因海关加强检疫通关延长仅恢复至655万吨，一季度累计到港约1989万吨，处于近年同期偏低水平；进入二季度后，南美大豆集中到港，4月到港量回升至793万吨，5月进一步增至965万吨，6月达到上半年峰值1100万吨，二季度累计到港约2858万吨，环比一季度大幅增长43.7%，上半年合计到港约4847万吨。

后续来看，巴西旧作剩余货源持续发运，港口大豆库存同比抬升，油厂压榨原料供给十分充裕；9月后巴西出口季节性回落，国内进口货源将逐步切换至美豆新作，但上半年南美集中到港形成的高库存会持续消化至三季度末，短期进口宽松格局难以扭转，全年进口总量仍维持高位区间。

2) 进口大豆供应充足，压榨量高企

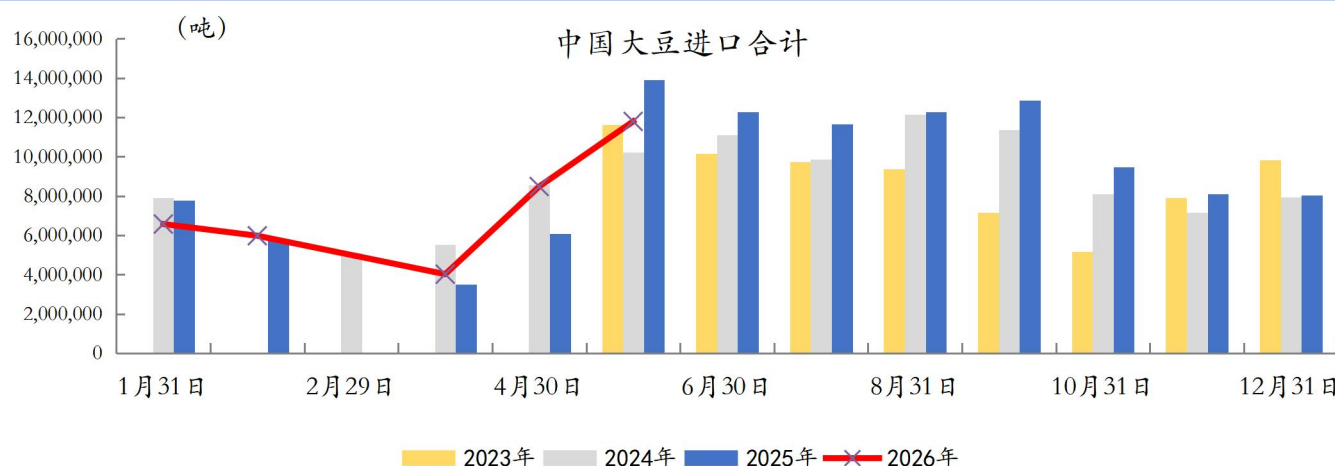
2026年一季度国内整体维持原料紧缺低开机，二季度巨量到港持续高压榨，整体压榨总量稳于同期中等水平，核心驱动来自大豆到港节奏与海关通关效率变化。一季度巴西大豆发运受阻叠加进口检验周期拉长，港口大豆库存持续走低，油厂集中安排设备检修，全国平均开机率维持45%-55%区间，1-3月累计压榨量同比小幅回落，豆粕库存低位支撑现货偏强。4月起海关通关流程优化，滞港货船集中放行，南美丰产大豆批量抵港，油厂原料库存快速回升至五年同期高位，检修结束后开机率持续爬坡，5月主流油厂开机升至65%-70%，6月预估到港1073万吨，周度压榨稳定240-250万吨高位。压榨利润端持续偏弱，巴西大豆完税成本偏高，多数沿海油厂现货压榨处于小幅亏损状态，油厂多依托期货套保锁定远期收益维持加工意愿。

图表 2 美国大豆供需平衡表

2026/2027年度全球大豆供需平衡表									
单位：百万吨		期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费	出口	期末库存	库销比
全球	6月	125.52	441.34	188.02	383.09	440.78	189.22	124.88	19.82%
	5月	125.13	441.54	188.02	383.14	440.69	189.22	124.78	19.81%
	较5月变动	0.39	-0.2	0	-0.05	0.09	0	0.1	0.01%
	2025/26年度	126	429.2	185.01	371.11	427.95	186.75	125.52	20.42%
	较上一年度变动	-0.48	12.14	3.01	11.98	12.83	2.47	-0.64	-0.60%
美国	6月	9.25	120.7	0.68	74.84	77.83	44.36	8.44	6.91%
	5月	9.25	120.7	0.68	74.84	77.83	44.36	8.44	6.91%
	较5月变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
	2025/26年度	8.84	115.99	0.68	72.12	75.16	41.1	9.25	7.96%
	较上一年度变动	0.41	4.71	0	2.72	2.67	3.26	-0.81	-1.05%
巴西	6月	37.69	186	0.8	65	69.6	117.5	37.39	19.98%
	5月	37.69	186	0.8	65	69.6	117.5	37.39	19.98%
	较5月变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
	2025/26年度	37.69	180	0.9	61.5	65.9	115	37.69	20.83%
	较上一年度变动	0	6	-0.1	3.5	3.7	2.5	-0.3	-0.85%
阿根廷	6月	23.82	50	6.5	43	49.9	6.2	24.22	43.17%
	5月	23.32	50	6.5	43	49.9	6	23.92	42.79%
	较5月变动	0.5	0	0	0	0	0.2	0.3	0.38%
	2025/26年度	24.67	50	7.05	42	48.9	9	23.82	41.14%
	较上一年度变动	-0.85	0	-0.55	1	1	-2.8	0.4	2.03%
中国	6月	44.37	21	114	110	135	0.1	44.27	32.77%
	5月	44.37	21	114	110	135	0.1	44.27	32.77%
	较5月变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
	2025/26年度	44.49	20.9	112	108	132.9	0.12	44.37	33.36%
	较上一年度变动	-0.12	0.1	2	2	2.1	-0.02	-0.1	-0.59%

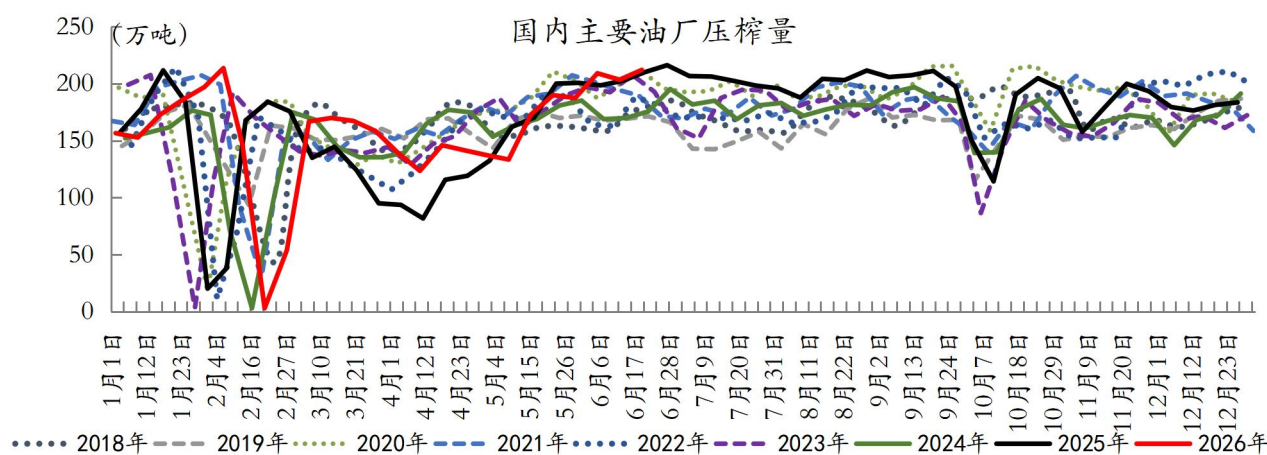
数据来源：USDA、国元期货

图表 3 国内进口大豆月度走势



数据来源：中国海关、国元期货

图表 4 国内主要油厂开机及压榨情况



数据来源：我的农产品网、国元期货

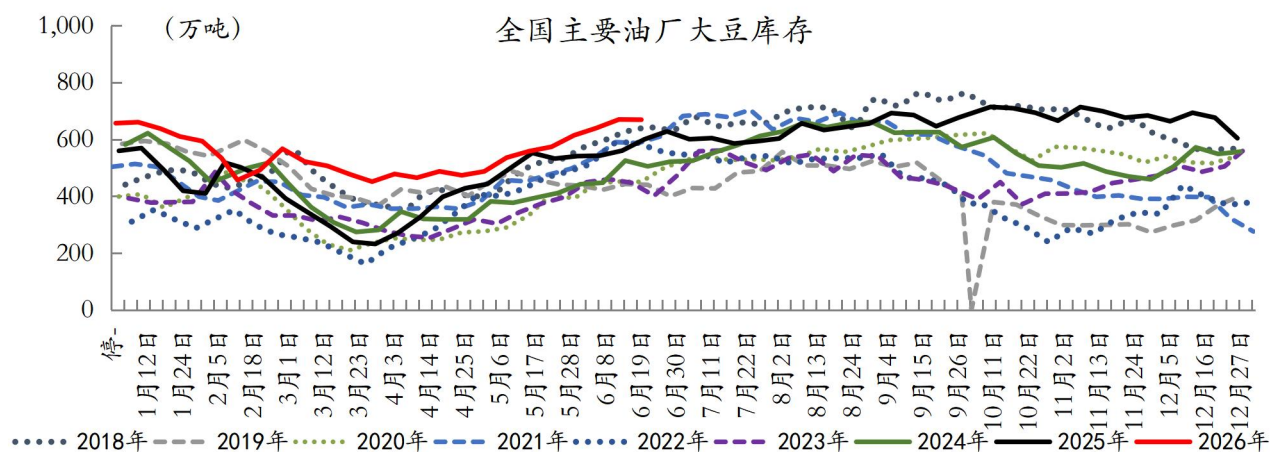
2.3 国内豆油供需——先降后升、消费刚性支撑、库存V型反转

2026年上半年国内豆油供需格局呈现供应先降后升、消费刚性支撑、库存V型反转的运行特征。供应端，受大豆到港节奏影响，国内大豆压榨量呈明显的季节性波动，呈现先紧后松特征，据Mysteel全样本数据，1-5月累计压榨量约3754万吨。进口端，据海关数据，1-5月豆油进口量合计仅约3.48万吨，延续极低水平，国内豆油自给率超过98%，进口仅作品种补充，6月预估进口量大幅回升至6万吨。消费端整体刚性稳健，Mysteel供需平衡表显示1-5月豆油食用消费分别为175.5、80.5、135、158、157万吨，上半年总需求约806万吨，餐饮与食品工业需求稳步恢复，但增速温和。库存方面，根据Mysteel样本企业调研显示，全样本口径从年初131.25万吨降至4月底点99.41万吨后反弹至120.3万吨。

上半年供需核心矛盾为南美丰产带来的大豆集中到港、高压榨产出与淡季弱需求错配，持续走高的库存成为压制豆油现货与近月盘面的核心基本面，仅美生物柴油政策、美豆种植天气带来远月

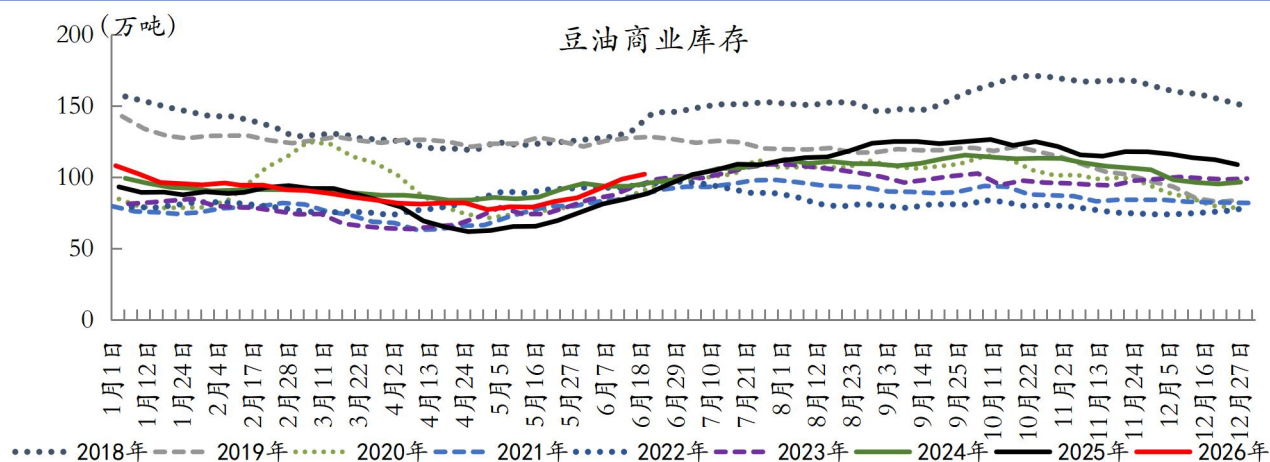
阶段性利多，短期宽松库存格局未发生实质性扭转。

图表 5 国内主要油厂大豆库存情况



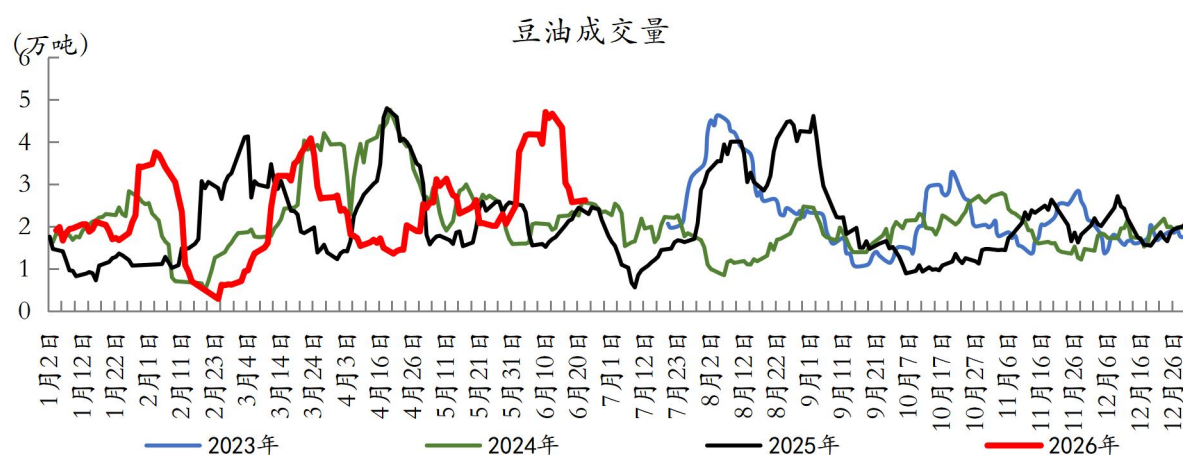
数据来源：我的农产品网、国元期货

图表 6 国内主要油厂豆油库存情况



数据来源：我的农产品网、国元期货

图表 7 国内主要油厂豆油成交情况



数据来源：我的农产品网、国元期货

三、棕榈油市场供需情况

3.1 马来西亚棕油供需——近月增产周期累库与远月厄尔尼诺减产的博弈

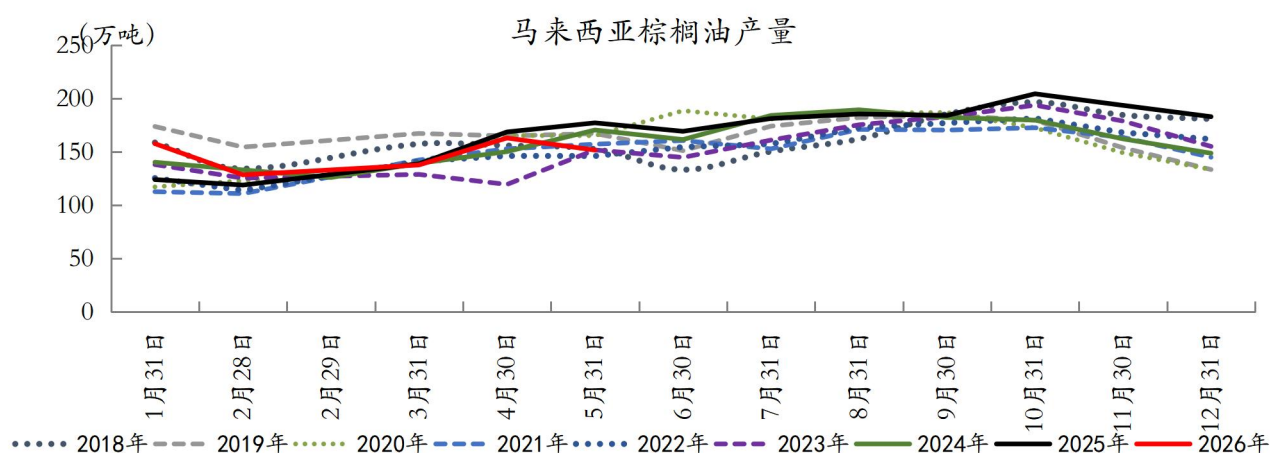
结合 MPOB 月度官方报告与船运高频数据，2026 年上半年马来西亚棕榈油呈现增产周期兑现、出口持续走弱、库存大幅累积的宽松供需格局，叠加 B15 生柴新政落地、厄尔尼诺远期减产预期形成近弱远强分化。

马来西亚棕榈油产量延续季节性波动，1 月产量 157.75 万吨，2 月降至 128.47 万吨的年内低点，3 月小幅回升至 137.68 万吨，4 月进入增产季放量至 162.98 万吨，5 月回落至 151.63 万吨，1-5 月累计产量约 738.5 万吨，整体进入季节性增产周期。需求端，出口呈现强弱分化格局，1 月出口 145.3 万吨，2 月受春节及斋月影响骤降至 106.5 万吨，3 月回升至 152.1 万吨，4 月回落至 129.3 万吨，5 月进一步降至 110.6 万吨，1-5 月累计出口约 644 万吨，主要受印度、欧盟需求疲软及南美油脂竞争加剧拖累。库存方面，期末库存从年初 281.5 万吨持续去化至 3 月低点 227.1 万吨，累计降库 54.4 万吨，随后伴随增产季来临及出口放缓，4 月库存止跌回升至 230.9 万吨，5 月进一步累库至 242.8 万吨，库存呈现触底反弹的 V 型反转走势。

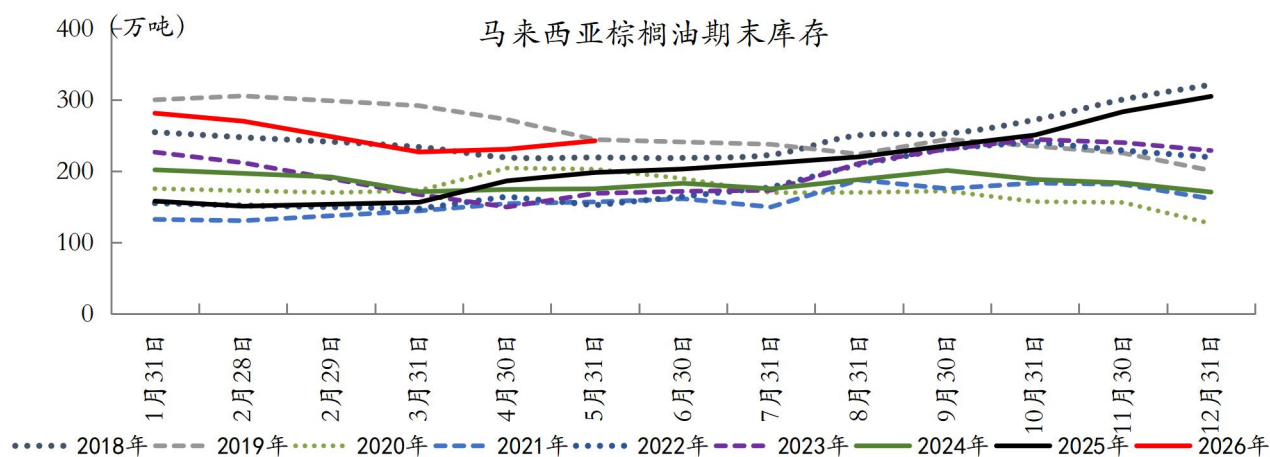
政策层面，马来西亚 6 月 1 日正式落地 B15 生物柴油强制掺混标准，由原有 B10 升级，全年国内棕榈油生柴消费量由 53.4 万吨提升至 80.1 万吨，年新增需求约 27 万吨，短期增量体量偏小，难以快速消化两百余万吨高库存，仅缓慢托底国内消费，长期为 2030 年 B30 目标铺垫；对比印尼激进 B50 政策，马来生柴政策力度偏弱，对全球流通货源收缩作用有限。

气象端 NOAA 确认 5 月正式形成厄尔尼诺，下半年大概率发展为中等至强等级，干旱将持续至 2027 年初，但棕榈油减产存在 9-12 个月滞后效应，上半年马来产区降雨整体平稳，鲜果串、出油率未出现实质性下滑，仅远期合约持续交易 2027 年产量收缩预期，阶段性推升远月升水，对上半年现货、近月盘面无实质利多支撑。整体上半年马棕核心矛盾为季节性增产与外需疲软带来的高库存现实，B15 政策仅小幅改善内需，厄尔尼诺仅带来远期炒作逻辑，短期宽松供需格局难以扭转，行情呈现近月承压、远月依靠政策与天气预期震荡走强的特征。

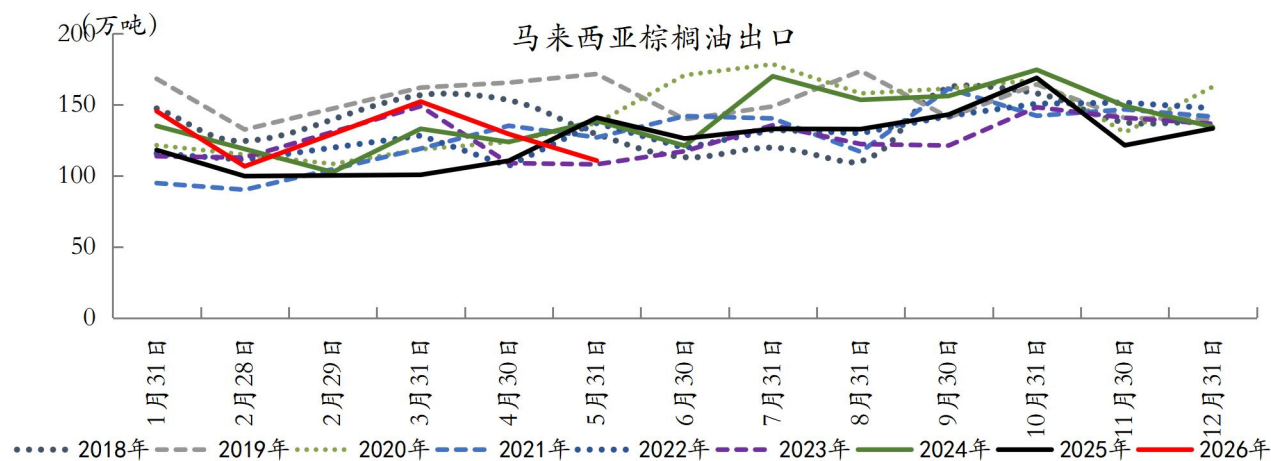
图表 8 MPOB 供需报告



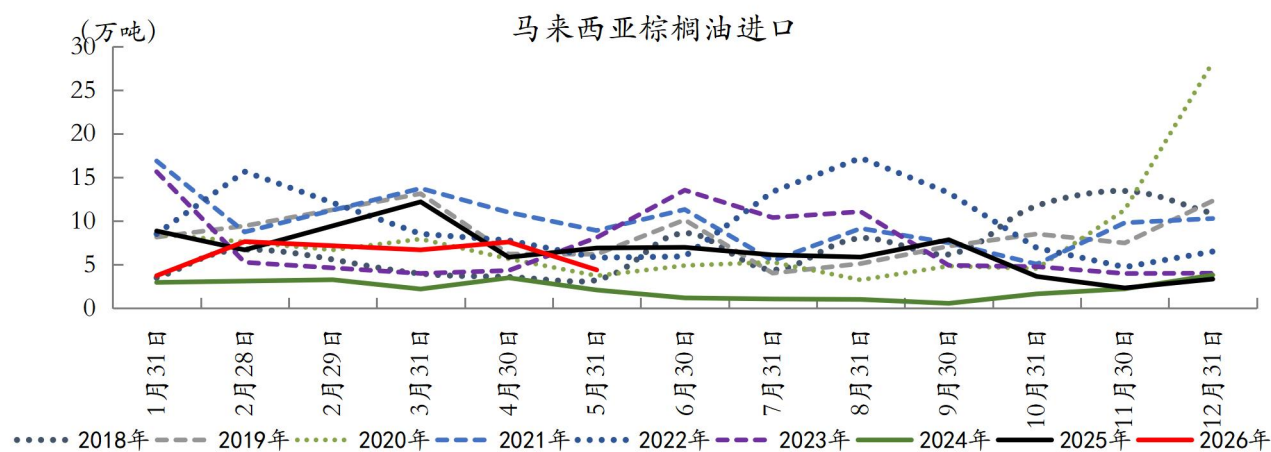
数据来源：MPOB、国元期货



数据来源：MPOB、国元期货



数据来源：MPOB、国元期货



数据来源：MPOB、国元期货

3.2 印尼棕榈油供需——供应前紧后松、库存持续高企、生柴变数仍存

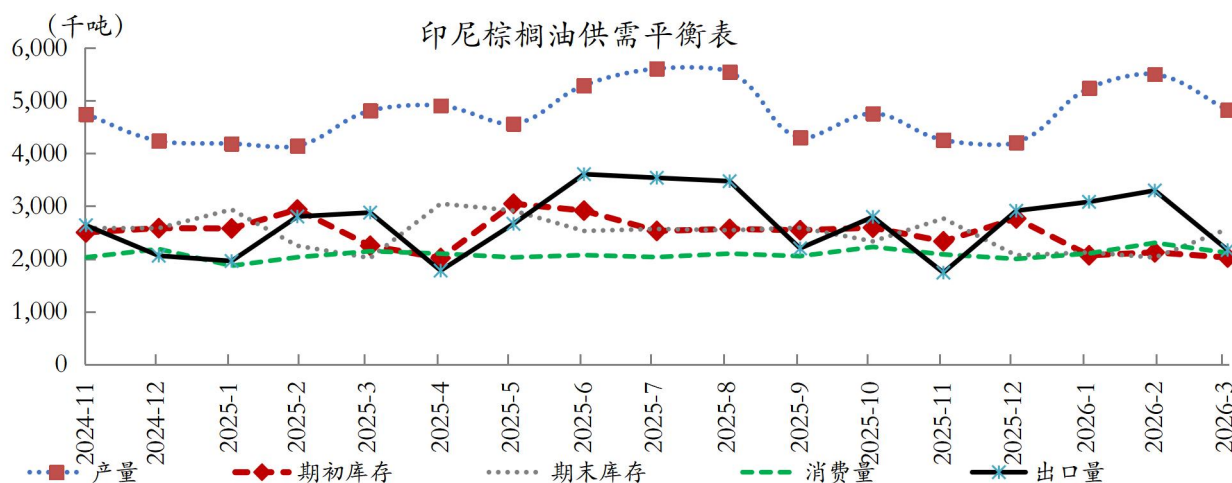
结合 GAKPI 官方供需平衡表数据，2026 年上半年印尼棕榈油呈现前紧后松、库存持续高企的供需格局，叠加出口税费上调、7 月 B50 强制掺混落地、DSI 国企统一出口新政预期三重政策扰动，形成短期供应宽松、远期货源收紧的价格分化逻辑。

供应端，据 GAKPI 数据，印尼棕榈油 1 月产量 523.6 万吨，2 月升至 550 万吨的阶段性高点，3 月回落至 482.1 万吨，一季度累计产量约 1555.8 万吨，延续季节性波动规律；GAPKI 年初预估 2026 年全年毛棕榈油产量同比增长 2%-3%，但厄尔尼诺气候扰动存在 9-12 个月滞后减产效应，印尼棕榈油协会预警或致全年减产 200 万吨，供给增长弹性受限。

需求端呈现内强外弱的结构性分化：国内消费方面，1-3 月棕榈油总消费分别为 210.4、230.5、211.5 万吨，一季度累计约 652.4 万吨，其中生物柴油消费分别为 106.8、114.4、105.6 万吨，一季度累计约 326.9 万吨，在 B40 掺混政策稳定执行下工业需求持续扩张；出口方面，1 月出口 308.1 万吨，2 月维持 329.7 万吨高位，3 月骤降至 216.8 万吨，同比下降 24.6%，一季度累计出口约 854.6 万吨，GAPKI 预计全年出口将降至约 3000 万吨，较 2025 年的 3211 万吨明显回落，核心原因并非供给收缩，而是国内生物柴油需求快速扩张对出口的挤占。库存方面，期末库存从年初 206.8 万吨降至 2 月的 202.6 万吨后，3 月大幅反弹至 256.8 万吨，反映增产季初期出口放缓与国内消费尚未完全消化的阶段性宽松。

政策层面，上半年印尼棕榈油价格扰动政策主要有出口专项税调整、B50 计划搁置再重启、出口政策调整。首先，印尼 3 月 1 日起将毛棕榈油出口专项税从 10%上调至 12.5%，精炼产品税率区间 7.25%-12%，旨在为生物柴油政策提供资金支持，短期边际收紧全球供给并抬升出口成本。另外，B50 政策经历搁置和重启的反复博弈，1 月印尼官方一度确认暂不实施 B50、维持 B40，但 3 月 31 日经济统筹部长宣布 2026 年 7 月 1 日起强制实施 50%掺混标准，预计年增棕榈油需求约 300 万吨。此外，5 月 20 日印尼宣布 DHESDA 新政（6 月 1 日生效），要求所有自然资源出口外汇 100%存入国有银行并最低留存 12 个月。综合来看，印尼棕榈油短期出口管制新政引发供给收缩预期并推升价格脉冲式上涨，中长期 B50 政策落地的不确定性仍扰动盘面变化。

图表 9 印尼棕榈油供需平衡表



数据来源：印尼棕榈油协会 国元期货

3.3 印度棕榈油供需——棕榈油同比大增、豆油葵油分化、总进口量价齐升

2026年上半年印度油脂进口呈现棕榈油同比大增、豆油葵油分化、总进口量价齐升的运行特征，进口结构持续向棕榈油倾斜。依托印度溶剂萃取商协会（SEA）2026年上半年月度进口统计，作为全球第一大棕榈油消费国，印度油脂进口呈现豆油分流、棕榈油先降后修复的特征，上半年棕榈油采购整体弱于往年同期，库存高企约束短期采购节奏。

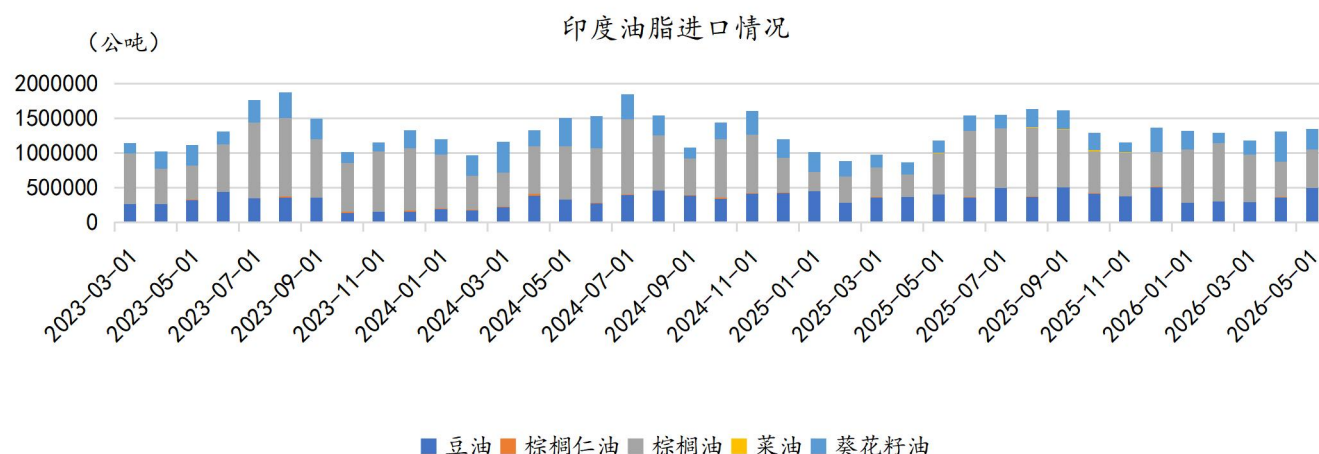
据SEA数据，1月印度棕榈油进口76.64万吨，环比大增51.10%，同比激增176.90%，为上半年峰值；2月延续增势至84.77万吨，环比增10.61%，同比增126.11%；3月进口68.95万吨，环比回落18.6%；4月进一步降至51.34万吨，环比减25.54%，但同比仍增59.33%。1-4月棕榈油累计进口约281.7万吨，同比增幅显著。

豆油进口呈现先降后升，1月27.89万吨，2月29.90万吨，3月28.72万吨，4月反弹至36.04万吨，环比增25.46%；葵花籽油进口波动剧烈，1月26.66万吨，2月骤降至14.53万吨，3月仅19.65万吨，4月大幅反弹至43.42万吨，环比暴增121%。1-4月印度植物油总进口分别为133.94、131.65、118.66、131.02万吨，累计约515.3万吨，同比增约34%。

需求预期方面，SEA预估2025/26年度（10月-次年9月）印度食用油总进口量约1670万吨，其中棕榈油800-850万吨、豆油500-550万吨、葵花籽油280-300万吨，棕榈油进口量已从2021-22年度的超1000万吨降至800万吨左右，但2026年上半年同比大幅反弹，核心驱动在于豆棕价差优势。后续需求展望，三季度传统节日备货季（排灯节、开斋节）将提振食用消费，但压榨利润偏低抑制加工积极性。

中长期看，印度国内菜籽、大豆产量增长缓慢，国内油脂自给率不足三成，进口依赖格局难以改变，叠加厄尔尼诺或压制东南亚棕榈油远期供给，下半年棕榈油采购需求存在持续回暖预期，需关注卢比贬值抬高进口成本、主产国出口政策变动带来的采购节奏扰动，豆油及葵花籽油进口则受巴西大豆到港节奏及黑海出口政策影响呈现阶段性波动，整体油脂进口维持棕榈油主导、品种间灵活切换的弹性结构。

图表 10 印度油脂进口情况



数据来源：印度溶剂萃取商协会 国元期货

3.4 中国棕榈油供需——进口低位波动、利润持续倒挂、库存高位震荡、需求疲软承压

2026 年上半年国内棕榈油市场呈现进口低位波动、利润持续倒挂、库存高位震荡、需求疲软承压的运行格局。供应端，据海关数据，1-5 月棕榈油进口量分别为 26、26、27、10、22 万吨，累计约 111 万吨，整体处于历史偏低水平，4 月进口仅 10 万吨为年内低点，反映进口利润持续倒挂对买船积极性的压制。利润方面，国内棕榈油进口利润上半年绝大部分时间处于倒挂状态，1 月下旬随外盘回落一度修复，但 2 月中旬倒挂加深，3 月受印尼上调出口专项税及产地报价走强影响，进口成本拉升，倒挂进一步加剧，4-5 月进口成本回落但仍高于国内现货价格，6 月进口成本下降，倒挂幅度收窄至，进口窗口长期关闭导致贸易商买船谨慎，洗船现象时有发生。

库存方面，根据 Mysteel 调研数据显示，国内棕榈油商业库存从年初 70 万吨附近持续累库至 3 月中旬超 80 万吨的阶段高点，随后进入缓慢去库通道，5 月初降至年内低点，但伴随远月买船增加及到港节奏加快，5 月下旬库存反弹，6 月中旬再度回落，截至 2026 年 6 月 19 日，全国重点地区棕榈油商业库存 66.91 万吨，同比去年 43.49 万吨增加 23.42 万吨，增幅 53.85%。整体呈现先累后去、高位宽幅震荡的走势，绝对量较去年同期增幅显著，供应端压力未实质性缓解。

需求端表现疲软，豆棕价差持续倒挂是核心压制因素，棕榈油对豆油的性价比优势延续偏弱，食用替代需求被严重抑制，食品及工业需求均以刚需采购为主，成交清淡，理论提货量偏低。后续展望，三季度为传统消费旺季，中秋及国庆备货有望提振食用需求，但豆棕价差深度倒挂格局短期难改，棕榈油替代弹性受限，同时印尼 DHE SDA 新政及国有出口机构推进将抬升进口成本中枢，进口利润修复空间有限，需重点关注国内豆棕价差修复、马来产地增产节奏、印尼政策落地进度及原油价格波动对能源属性的传导效应。

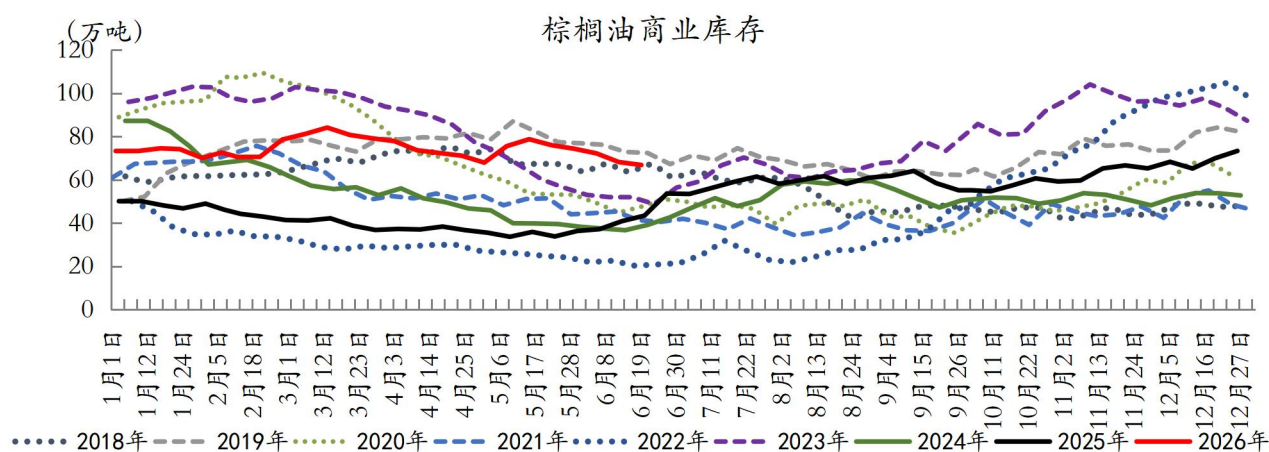
若 7 月印尼 B50 强制掺混落地收缩全球可流通棕榈油，产地远期供应收紧抬升进口成本，国内贸易商提前补库意愿有望回暖，同时厄尔尼诺远期减产预期持续支撑远月盘面，下半年库存有望进入持续去库通道，整体上半年高库存、负进口利润压制行情，三季度供需边际改善将带动需求逐步修复。

图表 11 棕榈油进口利润



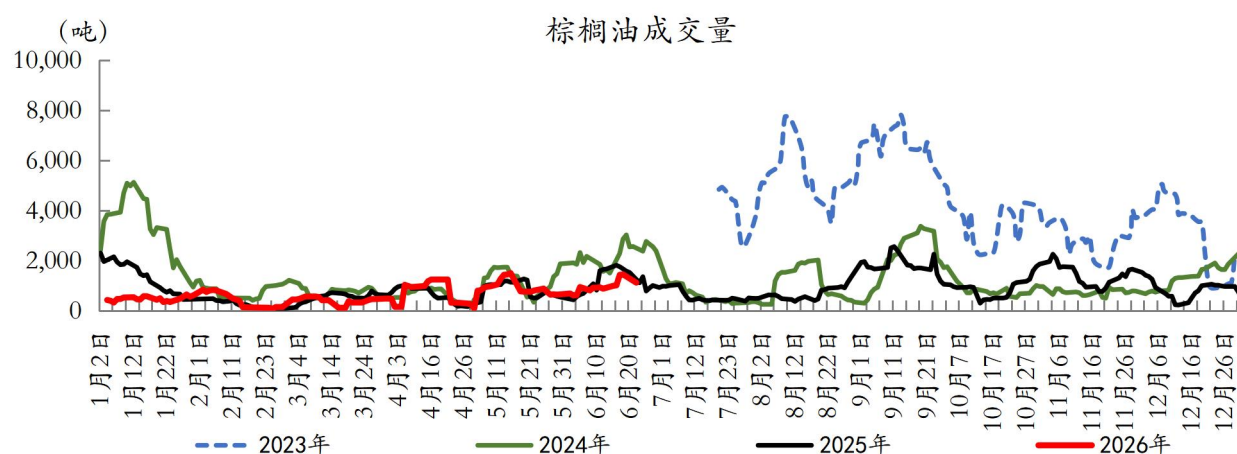
数据来源：Wind、国元期货

图表 12 国内棕榈油商业库存



数据来源：我的农产品网、国元期货

图表 13 国内棕榈油成交量



数据来源：我的农产品网、国元期货

四、菜油市场供需情况

4.1 全球菜籽供需——供需相对平衡，天气问题或干扰部分产地

根据 USDA2026 年 6 月供需报告，2025/26 年度全球油菜籽供需格局整体维持相对平衡，全球菜籽油产量预计达 3720 万吨，同比增加约 120 万吨，增量主要来自加拿大、欧盟、中国、俄罗斯及乌克兰。USDA 预估加拿大 2025/26 年度菜籽产量 2200 万吨，收获面积 870 万公顷，单产 2.53 吨/公顷；期初库存 147.6 万吨，总供应量 2362.6 万吨；出口 760 万吨，国内压榨量 1230 万吨，国内总消费 1300 万吨，期末库存 302.6 万吨，期末库消比约 23.3%，处于中性偏宽松水平。

从实际执行节奏看，据加拿大谷物委员会数据，截至 6 月 14 日，2025/26 年度（8 月起）加拿大菜籽累计出口 773.3 万吨，商业库存降至 98.45 万吨，较 3 月底的 137.34 万吨持续去化，出口节奏整体偏快，反映国际市场采购需求旺盛。中国方面，USDA 预估 2025/26 年度菜籽产量 1600 万吨，进口 380 万吨，期初库存 425.9 万吨，压榨量 1960 万吨，期末库存 363.4 万吨，进口量较上年度有所回落，主要受上半年中加贸易摩擦余波影响。

4.2 中国菜籽菜油供需——下半年供强需弱格局将延续

1) 中加反倾销结果推进国内菜籽供应增加

中加反倾销贸易调查方面，2024 年 9 月商务部立案调查，2025 年 8 月初裁征收 75.8% 保证金，2026 年 1 月中加领导人就经贸问题达成初步联合安排，加拿大取消对中国电动汽车 100% 关税，2 月 27 日中方宣布取消对加拿大菜粕 100% 反歧视关税，2 月 28 日终裁落地，对加拿大油菜籽征收 5.9% 的反倾销税，实施期限 5 年，自 3 月 1 日起正式执行。终裁税率 5.9% 远低于初裁 75.8% 的保证金水平，显著好于市场此前担忧的综合税率 85% 极端情景，中加反倾销调查靴子落地，忧虑情绪缓解。

终裁后进口榨利快速修复，加籽买船重新启动，首船已于 2-3 月间完成装运，3 月起中国对加拿大菜籽进口通道实质性恢复畅通，菜粕进口同步放开通路重启。

展望下半年，随着 5.9% 反倾销税落地形成新的贸易成本中枢，加拿大菜籽对华出口将回归常态化，但 5.9% 的额外税负仍使进口成本较贸易摩擦前抬升，叠加澳大利亚、俄罗斯等替代供应源的竞争分流，中国进口结构或更趋多元化。

2) 二季度以来国内菜籽供应转宽松

2026 年上半年国内进口菜籽供应呈现前低后高、节奏分化的特征。据 Mysteel 到港跟踪数据，1-3 月沿海油厂进口菜籽到港量整体偏低，周度入库量多为 6-6.5 万吨/船，单月到港量仅在 6-18 万吨之间波动，合计约 47 万吨，主要因中加贸易摩擦悬而未决导致加拿大菜籽进口通道受阻，市场主要依赖澳大利亚及俄罗斯、哈萨克斯坦等替代货源维持基本运转。进入 4 月后，随着 1 月中加领导人就经贸问题达成初步联合安排、买船陆续落地，进口节奏明显加快，4 月到港约 51 万吨（8

船），5月进一步攀升至70.5万吨（11船），为上半年单月到港峰值。

从海关分国别数据来看，5月单月进口菜籽中加拿大来源高达52.1万吨，占当月进口总量的97.5%以上，而澳大利亚5月为零到港（1-5月累计36.1万吨），哈萨克斯坦5月到港0.5万吨，俄罗斯0.8万吨，加拿大已重新确立对华菜籽出口的绝对主导地位。压榨端同步跟进，全国菜籽周度压榨量从1-2月的近乎停滞状态，快速攀升至4月的5-5.4万吨/周，5月中旬进一步跃升至12-13.5万吨/周，油厂集中开机态势明确。展望6-7月，到港预估分别为44.5万吨和44.5万吨，虽较5月峰值有所回落，但仍维持在正常偏高水平，上半年进口菜籽供应整体完成了从断供到恢复的转折。

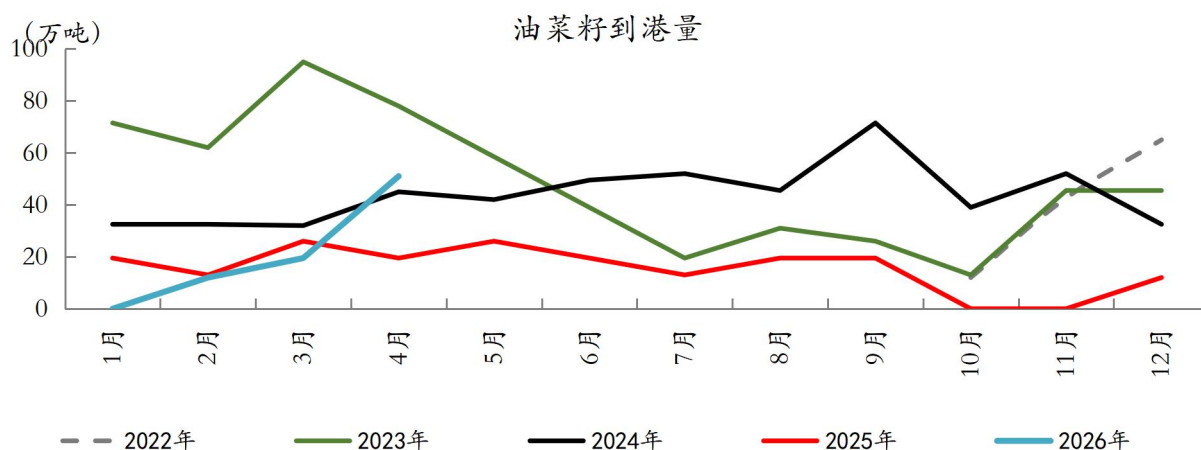
3) 菜油进口主导供应、压榨逐步恢复、库存先稳后累、消费淡季承压

2026年上半年国内菜油市场呈现进口主导供应、压榨逐步恢复、库存先稳后累、消费淡季承压的运行格局。供应端，据海关数据，1-5月菜籽油进口量分别为25、20、19、22、12万吨，累计约98万吨，其中1-3月主要依赖澳大利亚及俄罗斯替代货源，4月起加拿大油菜籽到港恢复主导，进口节奏明显放缓；国产菜油产量随压榨恢复逐步回升，根据Mysteel数据显示，1月仅0.08万吨，2月1.31万吨，3月4.75万吨，4月7.27万吨，5月大幅增至18.46万吨，1-5月累计约31.87万吨，油菜籽周度压榨量从1月近乎停滞（0-0.2万吨）逐步恢复至5月中旬的12-13.5万吨，反映中加反倾销终裁后加籽贸易流实质性重启，2-4月签约约65万吨加籽集中到港推动压榨产能释放。

库存方面，Mysteel大样本商业库存从年初47.4万吨小幅去化至2月低点42.3万吨，随后伴随供应恢复进入累库通道，3月回升至47万吨，4月突破50万吨，5月中旬达到54万吨的年内高点，6月小幅回落至48.4万吨，整体呈现先降后升的走势。

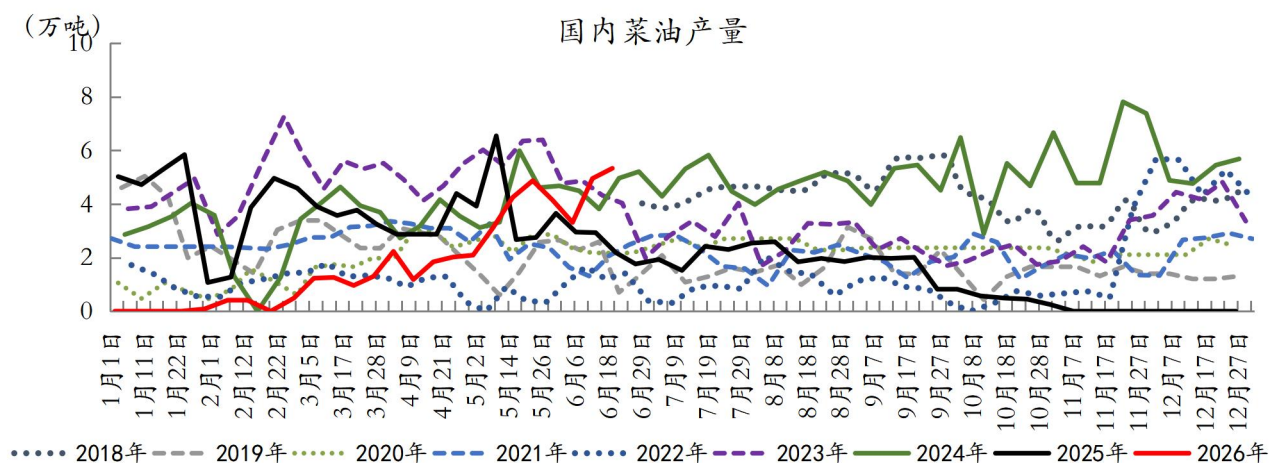
需求端表现平淡，Mysteel月度供需数据显示1-4月菜油食用消费分别为26.4、23.82、27.72、24.98万吨，一季度累计约75万吨，上半年处于传统消费淡季，且菜油相对豆油、棕榈油仍存在一定价差劣势，需求增量难以匹配供给恢复速度。综合来看，国内菜油供需格局正从供应偏紧、库存去化向供应恢复、累库压力显现转变，后续需重点关注加籽到港持续性、国产新季菜籽上市节奏及终端消费恢复力度对库存重建速度的影响。

图表 14 油菜籽到港量

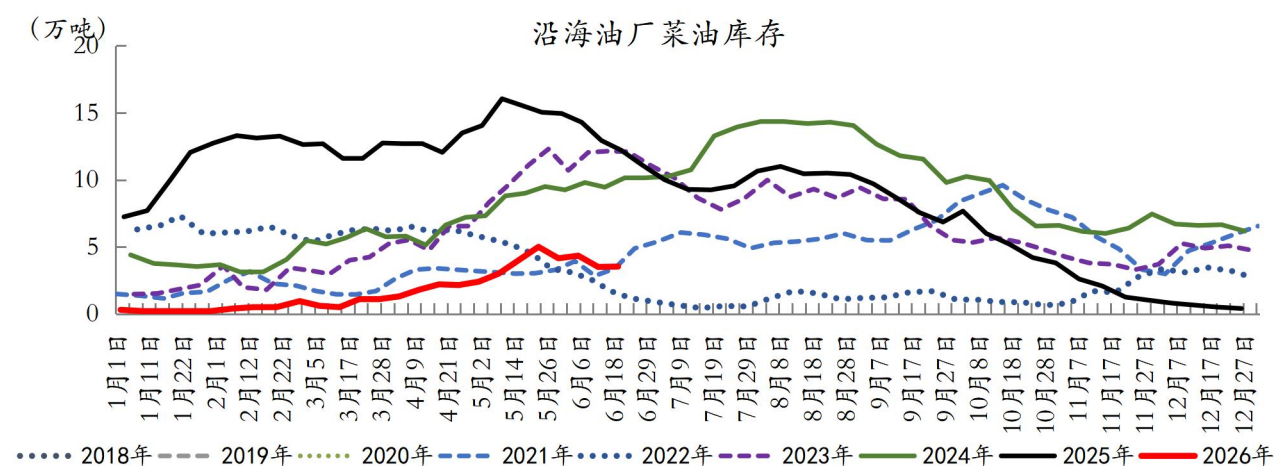


数据来源：我的农产品网、国元期货

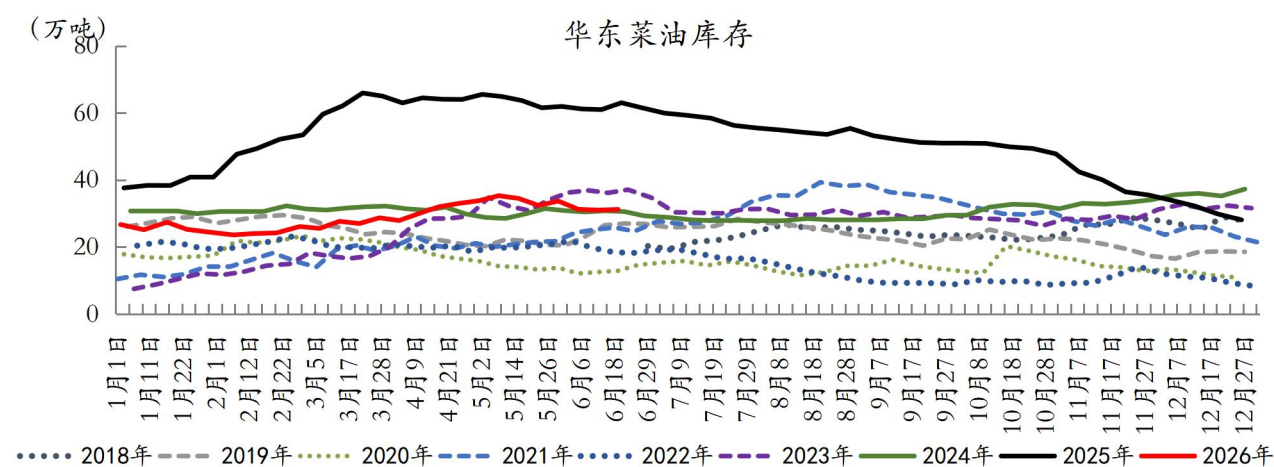
图表 15 国内菜油产量及库存



数据来源：我的农产品网、国元期货



数据来源：我的农产品网、国元期货



数据来源：我的农产品网、国元期货

五、行情展望

5.1 单边走势提示

我们认为 2026 年三季度至下半年国内豆油整体维持区间偏弱震荡，难走出趋势性上涨行情，波动情况弱于棕榈油、菜油。供给端三季度南美大豆到港量仍处高位，油厂压榨维持偏高开工，豆油产出持续释放，港口高库存难以快速去化，美豆进入关键生长期，新作丰产预期持续约束上行空间。需求端三季度中秋、国庆带动食品加工需求小幅回暖，不过豆棕价差低位运行，棕榈油持续分流豆油替代需求，四季度终端备货力度温和，整体需求弹性不足。行情节奏呈现近月受高库存压制偏弱，远月依托美豆天气与生柴政策震荡抬升，全年重心震荡下移。**核心风险**需重点跟踪：美豆生长期极端干旱炒作超预期拉动外盘大涨带来的利多扰动，巴西、美豆到港不及预期快速收紧国内原料的不确定性利多扰动，中美贸易采购节奏、宏观走弱压制大宗商品价格带来阶段性利空扰动。

2026 年三季度至下半年棕榈油呈现近月震荡偏空修复、远月稳步走强格局。7 月印尼 B50 强制落地将大幅增加国内棕榈油消耗，直接削减全球可流通出口货源，叠加马来 B15 同步执行，产地内需持续放量。三季度产地累库现实仍存在交易空间，但四季度后逐步转入季节性减产周期，叠加厄尔尼诺持续发酵，干旱对棕榈油产量的滞后利空逐步计价，支撑价格底部。国内端三季度餐饮、油炸食品旺季启动，豆棕价差修复带动棕榈油替代需求回升，进口利润由亏转盈后贸易商补船意愿回暖，港口高库存逐步消化。行情三季度震荡筑底，四季度受产地供需收紧、天气预期共振推动价格重心上移。**核心风险**：一是原油大幅下跌削弱生柴经济性，印尼暂缓落实全额 B50 掺混，出口放开、出口税下调冲击多头逻辑；二是厄尔尼诺强度不及预期，东南亚持续降雨，减产预期证伪；三是印度油脂高库存持续抑制采购，国内豆油持续低价分流棕榈油需求；此外马来产量超预期、美元走强打压大宗商品、地缘缓和原油走弱均会压制盘面反弹空间。

2026 年三季度至下半年菜油维持偏强震荡，波动率高于豆油，整体走势介于豆油与棕榈油之间。供给端三季度加拿大菜籽持续到港，油厂压榨维持高位，菜油库存缓慢累积，短期供应边际宽松压制近月涨幅；四季度加拿大新季菜籽进入收割期，产区厄尔尼诺引发干旱减产预期升温，全球菜籽供给收紧预期支撑菜油估值。需求端三季度节日备货带动菜油刚需小幅回暖，但低价豆油、棕榈油持续挤占替代需求，仅四季度菜籽供给收紧带来的成本端支撑拉动买盘。行情呈现前低后高，三季度震荡承压，四季度随海外菜籽减产预期走强重心抬升，低库存提供坚实底部支撑。**核心风险**：加拿大新季产区菜籽丰产预期打破利多逻辑，中加菜籽贸易政策再度调整，进口量大幅增加持续宽松国内原料，加菜籽收割期遭遇持续干旱、澳籽减产加剧全球菜籽缺口，同时原油上涨带动菜油工业需求增量，另外国内油脂消费复苏不及预期、宏观大宗商品集体走弱也会带来阶段性回调压力。

5.2 套利机会提示

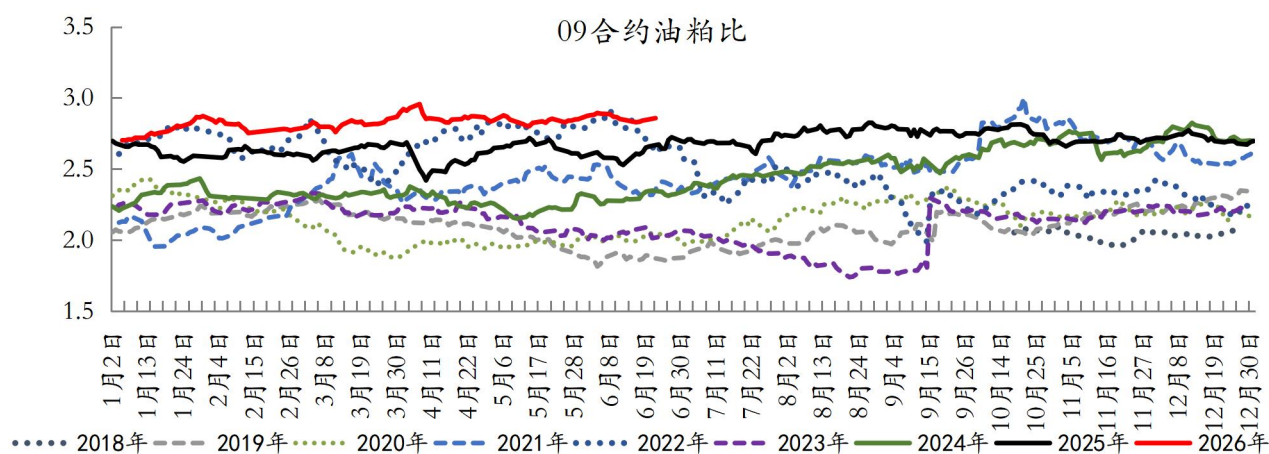
(1) 油粕比

具体策略关注油脂油料套利周报。

(2) 油脂间价差

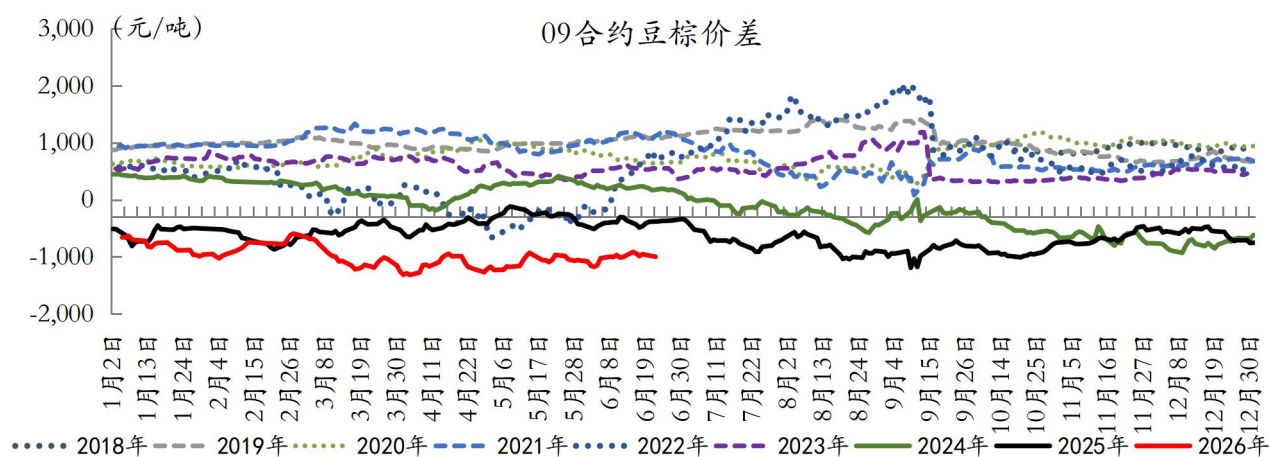
具体策略关注油脂油料套利周报。

图表 16 豆系主力合约油粕比



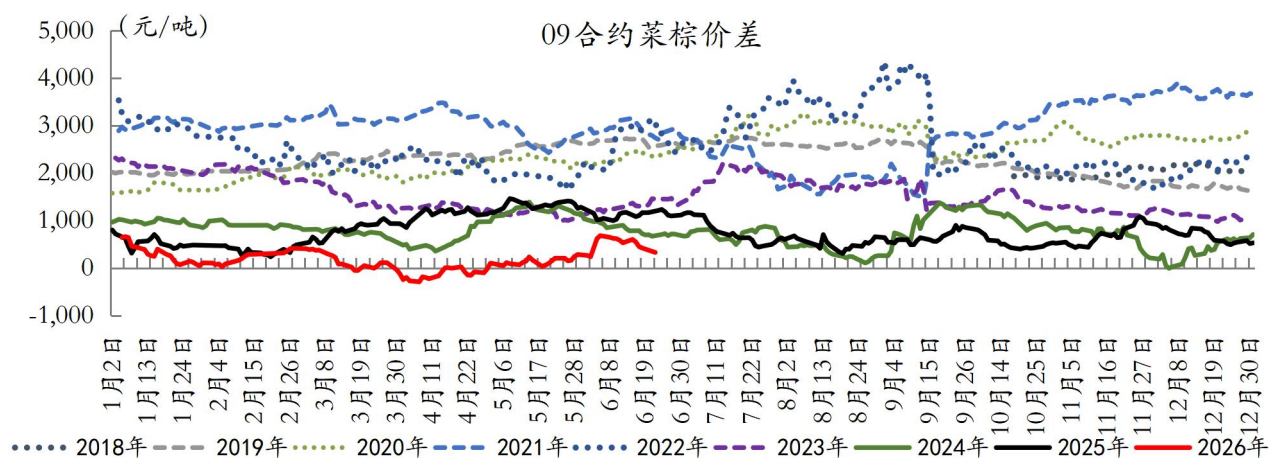
数据来源：Wind、国元期货

图表 17 主力合约豆棕价差



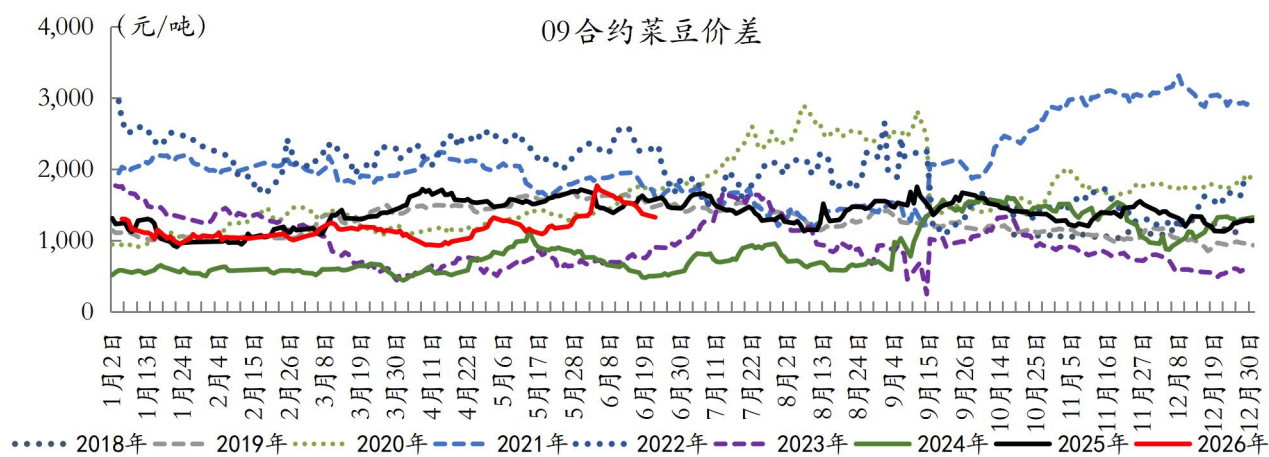
数据来源：Wind、国元期货

图表 18 主力合约菜棕价差



数据来源：Wind、国元期货

图表 19 主力合约豆菜油价差



数据来源：Wind、国元期货

重要声明

本报告非期货交易咨询业务项下服务，内容仅供参考，不构成任何投资建议且不代表国元期货立场。请交易者务必独立进行投资决策，交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，国元期货不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户。

本报告基于公开或调研资料，我们力求分析内容及观点的客观公正，但对于本报告所载内容及观点的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货，未经国元期货书面许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载或引用本报告内容，违者将被追究法律责任。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，9 层 906、908B

电话：010-84555000

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 1304 室之 02-03 室（即磐基商务楼 1502-1503 室）

电话：0592-5312522

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。

电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室

电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国(上海)自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层(实际楼层 13 层)04 室

电话：021-50872756

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A 单元

电话：020-89816681

北京分公司

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 22 层 2208B 室

电话：010-84555050

安徽分公司

地址：安徽省合肥市金寨路 91 号立基大厦 6 层

电话：0551-68115888/65170177

河南分公司

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号海韵东方 1103 户

电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008

号中国凤凰大厦 1 号楼 10B

电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室

电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区西门街道龙兴紫云公馆 9#楼 1-101-2 室

电话：0475-6380818

上海中山北路营业部

地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室

电话：021-52650802、021-52650801

全资子公司：

国元投资管理(上海)有限公司

注册地址：上海市虹口区东大名路 501 号 504A 单元

办公地址：（北京地区）北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 906

（上海地区）上海市浦东新区潍坊新村街道源深路 1088 号平安财富大厦 1603B

电话：010-84555221