



油脂策略推荐：油脂库存持续偏高，生柴政策存在不确定性

趋势观点：

10 月份三大油脂大幅下挫，棕榈油方面，9 月份马棕库存超预期，10 月份马棕产量增幅偏大，且出口出现下滑，马来库存或进一步增至 250 万吨以上，使得短期棕榈油处于宽松供应格局。同时，印尼棕榈油 2025 年产增达到 10%，且市场对 2026 年印尼 B50 能否顺利实施存在质疑，生柴因素支撑有所减弱。

豆油方面，阿根廷 9 月关税豁免期间豆油销售增加，12 月前阿根廷豆油出口维持高位，短期豆油供应增加，但 10-12 月阿根廷大豆出口及压榨高峰后，2026 年初豆油供应将明显收紧。10 月份以来美政府停摆，或导 SRE 豁免提案最终方案的发布进一步延期，美生物燃料因缺乏政策指引致产量受限。

国内方面，10 月份三大油脂总库存维持高位，国内油脂供应整体宽松，其中：棕榈油维持供需双弱，10 月份库存相较往年仍处偏高水平；四季度大豆整体供应较为宽松，豆油供应压力偏高，此外，中国重启美豆采购，2026 年初大豆供应压力上升，令豆油承压；7 月份以来菜油库存缓降，9 月份之后加菜籽无新增买船，但澳大利亚菜籽预期在 11-12 月份逐步到港，增加菜籽市场供应，此外，中加关系存在缓和预期，需关注中加关系改善预期对菜籽贸易的影响。

综合来看，10 月份马来棕榈油供强需弱，马棕预期继续累库至高位水平，且中、印主要消费国油脂库存水平偏高，叠加印尼 B50 政策不确定性上升、美豆油 SRE 政策悬而未决等因素，使得油脂板块承压回落。当前油脂供应压力仍有待消化，但随着 10 月份棕榈油价格大幅下挫，近期进口国采购情绪有所好转，且 11 月份之后棕榈油将进入减产周期，也给油脂带来一定支撑。策略方面，油脂短期压力释放后，继续回调空间预期较小，但做多仍需等待供需面出现明确好转信号，关注 11 月份棕榈油产量及出口高频数据验证情况。

风险点：

- (1) 印尼 B50 政策存在较大不确定性，需关注政策调整变化预期。
- (2) 中加关系存在缓和预期，需关注中国是否能恢复加拿大菜籽及菜油进口。

2025 年 10 月 31 日

上海中期期货研究所
农产品研发团队

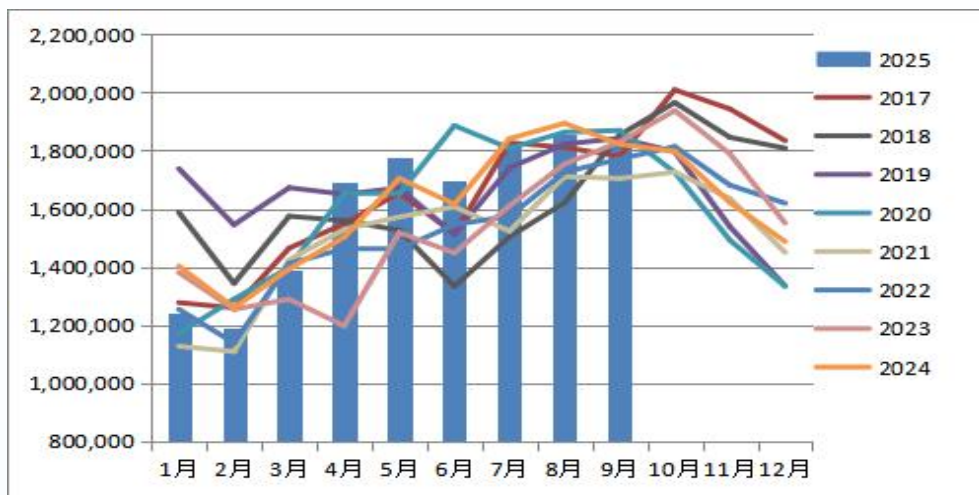
王舟懿
Z0000394

雍恒
Z0011282

影响因素分析

一、10 月份棕榈油供强需弱，马棕高库存预期升至高位

图 1：马来西亚棕榈油月度产量（单位：吨）



数据来源：MPOB，上海中期

图 2：印尼棕榈油月度产量（单位：万吨）



数据来源：GAPKI，上海中期

马棕产量来看，7-10 月为棕榈油年度产量高峰期，但 9 月受马来降水增加影响，产量小幅回落。MPOB 报告显示，9 月马棕产量 184.12 万吨，环比微降 0.73%，同比小幅上升 1.06%。10 月产量止跌回升，市场此前对 8 月产量提前见顶的预期落空，且 MPOA 预计 10 月环比增幅显著，进一步抬升供应压力，SPPOMA/MPOA 数据显示，10 月 1-20 日马棕产量较上月同期分别增加 2.71%、10.77%。2025 年 1-9 月马

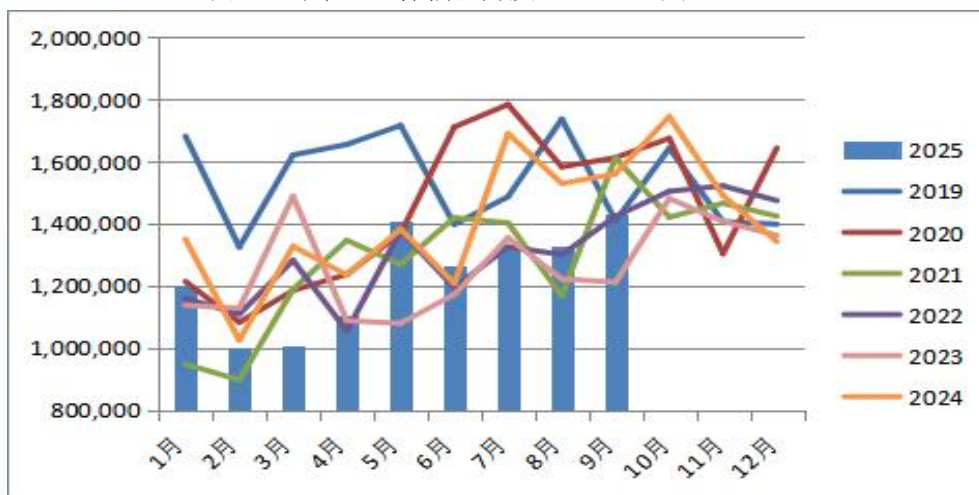
风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告仅供，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

棕产量累积达 1447.37 万吨，较上年同期增加 4.09 万吨，但 11 月起棕榈油将进入减产周期，供应压力预计缓解，后续需重点跟踪减产期产量下滑幅度。

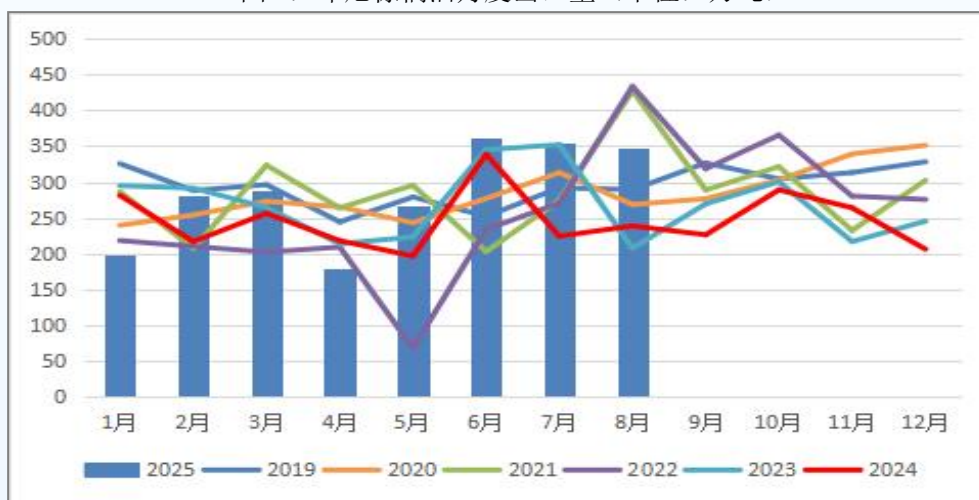
印尼方面，印尼棕榈油 2025 年增产态势明确，对全球供应形成支撑。GAPKI 数据显示，8 月印尼棕榈油产量 554.2 万吨，环比下降 1.14%，同比大幅上升 26.65%，仍显著高于往年同期。1-8 月印尼棕榈油累计产量达 3904 万吨，较上年同期增加 451 万吨，印尼棕榈油协会（GAPKI）预计全年产量将增长 10%，整体供应偏宽松，对棕榈油价格形成抑制。不过，8 月后印尼持续推进非法种植园整治工作，后期产量是否收紧仍需密切关注。

图 3：马来西亚棕榈油月度出口量（单位：吨）



数据来源：MPOB，上海中期

图 4：印尼棕榈油月度出口量（单位：万吨）

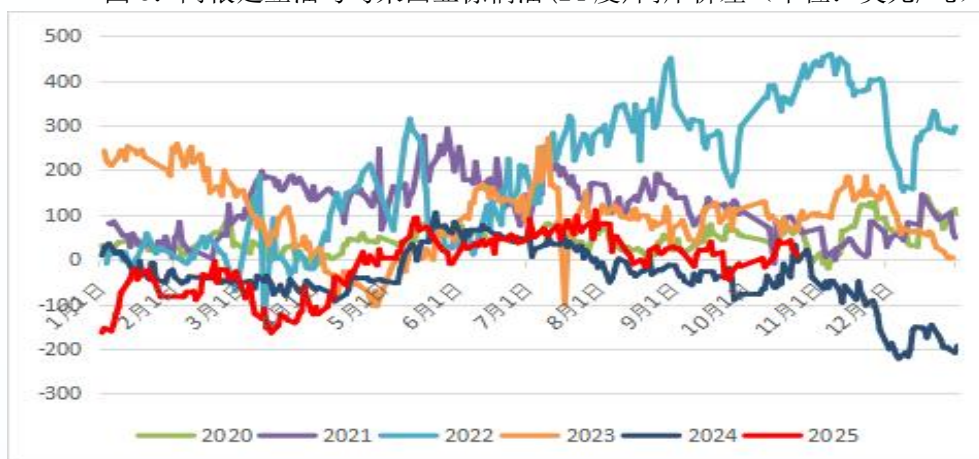


数据来源：GAPKI，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告仅供，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 5：阿根廷豆油与马来西亚棕榈油(24 度)离岸价差（单位：美元/吨）

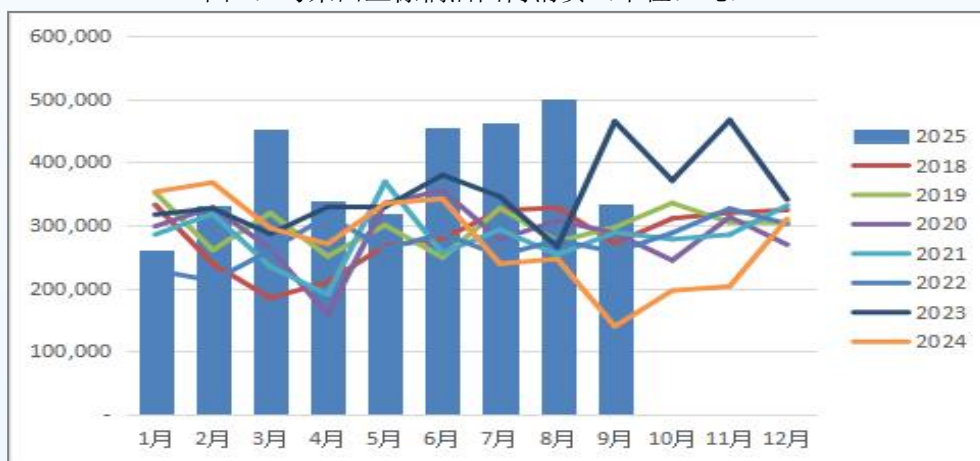


数据来源：我的农产品网，上海中期

出口方面，9 月印尼毛棕油出口税从 8 月的 74 美元/吨上调至 124 美元/吨，马棕出口价格竞争力提升，出口表现改善。MPOB 报告显示，9 月马棕出口量 142.76 万吨，环比上升 7.69%，但同比仍下降 8.48%。不过，随着印尼排灯节备货结束，10 月下半月马棕出口快速转弱，ITS/Amspec 数据显示，10 月 1-25 日马棕出口较上月同期分别减少 0.36%、0.27%，与 10 月 1-15 日 16.17%/12.26%的增幅形成鲜明对比，出口疲弱对棕榈油市场构成拖累。2025 年以来，受印尼出口放量、国际豆棕价差低位双重挤压，马棕出口持续偏弱，1-9 月马来棕榈油累计出口 1105.33 万吨，较上年同期减少 124.99 万吨。随着 10 月份棕榈油价格大幅下挫，近期进口国采购情绪有所好转，需关注出口端恢复情况。

从印尼角度来看，8 月印尼棕榈油产量下滑对出口形成一定抑制，出口量略有回落。GAPKI 数据显示，8 月印尼棕榈油及精炼产品出口量 347.3 万吨，环比下降 1.81%，但同比仍大幅上升 45.68%。值得注意的是，6 月以来印尼棕榈油出口持续处于往年偏高水平，1-8 月累计出口 2270 万吨，较上年同期大幅增加 301 万吨，出口端保持强劲增势。

图 6：马来西亚棕榈油国内消费（单位：吨）

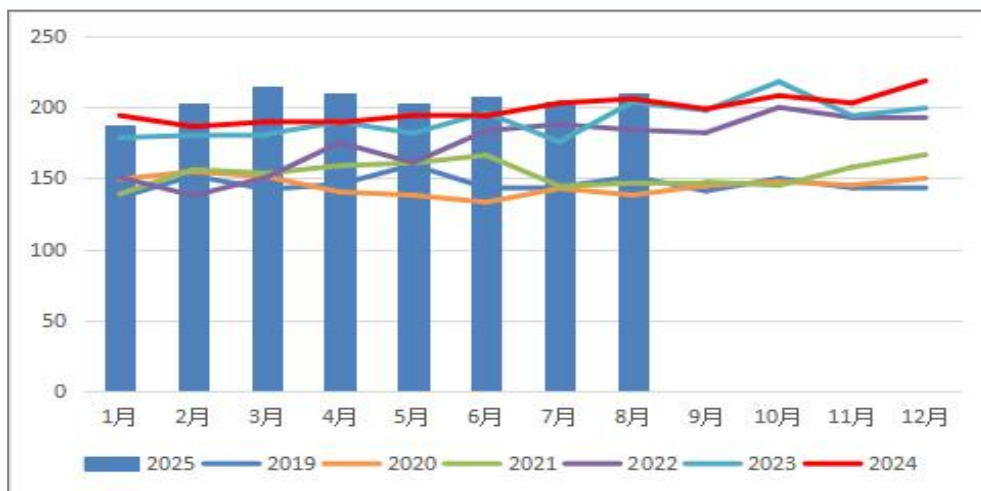


数据来源：MPOB，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告仅供，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 7：印尼棕榈油国内消费（单位：吨）

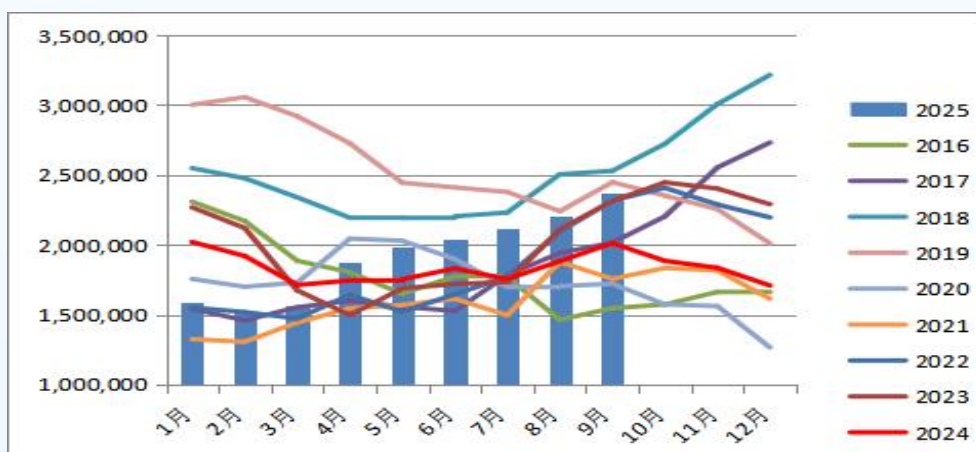


数据来源：GAPKI，上海中期

马来消费方面，9 月马棕国内消费从高位大幅回落至正常区间。MPOB 报告显示，9 月马棕表观消费量 33.34 万吨，环比大幅下降 33.22%，同比则显著上升 139.66%；1-9 月累计国内消费 379 万吨，较上年同期增加 101 万吨。此前 6-8 月马棕国内消费量均维持在 45 万吨以上的高位，9 月回落至 33 万吨的常规水平，若后续消费高速增长态势未能持续，将进一步对棕榈油市场形成拖累。

印尼方面，国内生物柴油消费需求持续上升，出口与消费的相互制约效应逐步凸显。GAPKI 数据显示，1-8 月印尼棕榈油国内消费量累计 1638 万吨，较上年同期增加 81 万吨。印尼原计划 2026 年推行 B50 生物柴油强制掺混政策，但预计 2026 年印尼棕榈油增产将放缓至 100 万吨以内，若政府为保障国内供应限制出口，或导致全年出口减少 80-100 万吨，当前 B50 政策引发的供应紧缺讨论日益增多。印尼棕榈油协会（GAPKI）负责人明确表示，提高掺混比例将压缩出口供应，呼吁政府重新考量 2026 年 B50 落地计划，此外，印尼能源部长提及，可能在 B50 前先行实施 B45 政策，政策执行力度存在不确定性，若 B50 推迟落地，将削弱棕榈油需求端支撑力度。

图 8：马来西亚棕榈油月末库存（单位：吨）

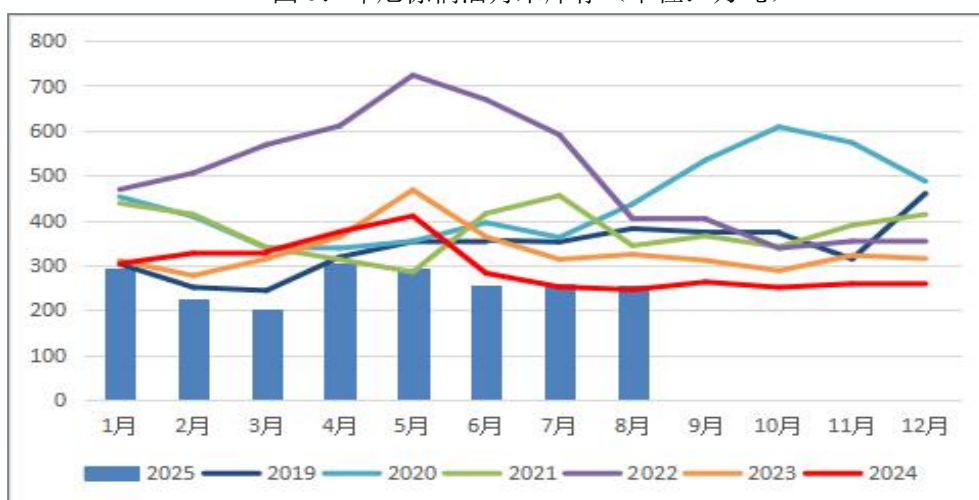


数据来源：MPOB，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告仅供，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 9：印尼棕榈油月末库存（单位：万吨）



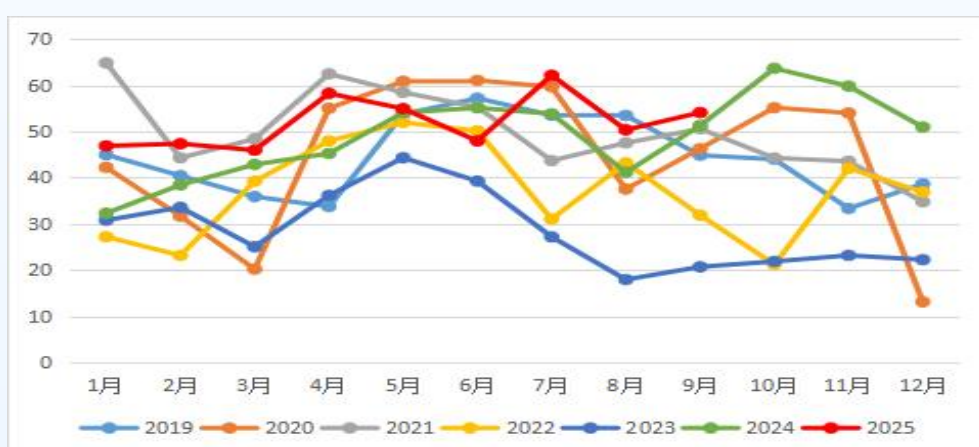
数据来源：MPOB，上海中期

马来库存方面，9 月马棕库存延续回升态势，供应宽松压力逐步凸显。MPOB 报告显示，9 月末马棕库存达 236.10 万吨，环比上升 7.20%，同比上升 17.36%。10 月马来棕榈油呈现“供强需弱”格局，产量回升而出口转弱，叠加马棕国内消费从高位回落，预计 10 月末马棕库存将进一步攀升至 250 万吨以上，短期市场供应宽松格局将持续。

印尼库存方面，尽管 2025 年印尼棕榈油产量大幅增加，但出口端及国内消费的强劲表现消化了供应增量，印尼棕榈油库存持续维持低位。GAPKI 数据显示，8 月末印尼棕榈油库存 254 万吨，环比微降 0.97%，同比小幅上升 3.80%。总体来看，印尼棕榈油出口竞争优势对马棕出口形成持续挤压，市场供应压力主要集中在马来库存的持续累积，而印尼库存仍保持相对紧张的平衡状态。

二、阿根廷近期豆油出口增加，美国小型炼油厂豁免政策仍不确定

图 10：阿根廷豆油月度出口（单位：万吨）



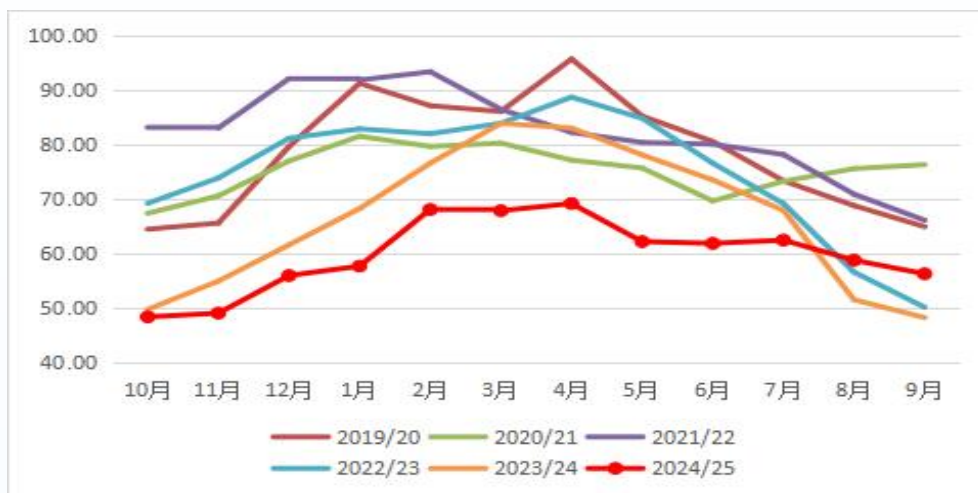
数据来源：阿根廷农业部，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告仅供，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

由于阿根廷在 9 月 22-24 日关税豁免期间出售约 150 万吨豆油，在出口订单需求支撑之下，阿根廷豆油出口预期在 12 月份之前将处于相对高位，短期豆油供应有所增加，但在 10-12 月份阿根廷大豆出口及压榨高峰过后，随着大豆库存的下降，2026 年年初阿根廷大豆压榨将明显降低。

图 11: 美豆油月度库存（单位：万吨）

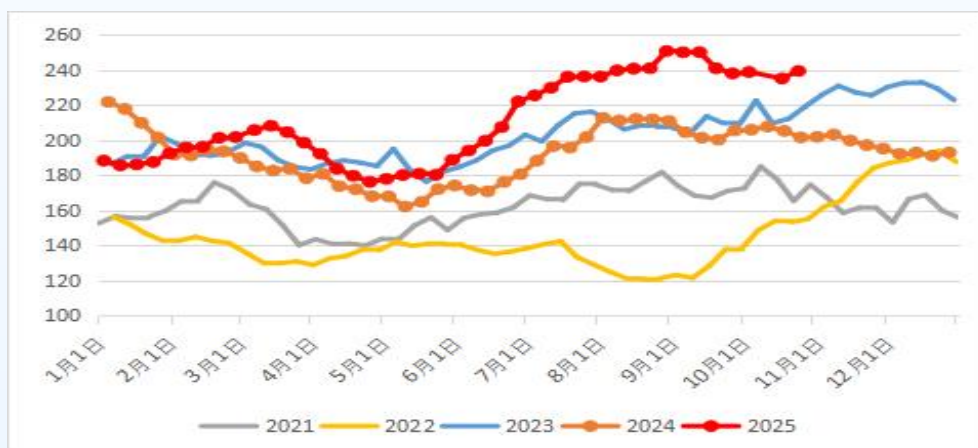


数据来源：NOPA，上海中期

美豆油市场方面，美国环境保护署（EPA）曾于 9 月 17 日提出 SRE 豁免政策分配提案，原定 10 月 31 日前征求公众意见。但自 10 月 1 日起美国政府陷入停摆，且停摆状态延续至 11 月，市场预期原本有望在 11 月底至 12 月敲定的最终方案或将进一步延期。短期来看，生物燃料市场因缺乏明确政策指引，产量将受到限制。同时，政府停摆期间美国农业部（USDA）暂停发布豆油出口相关报告，也加剧了市场对近期美豆油出口供应增加的担忧。

三、国内油脂库存仍处高位，供应压力有待消化

图 12: 国内三大油脂总库存（单位：万吨）

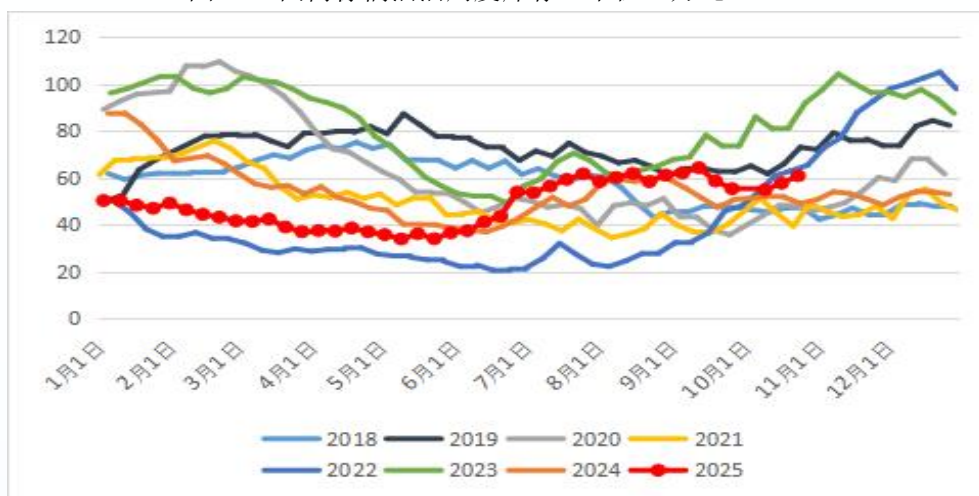


数据来源：我的农产品网，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告仅供，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

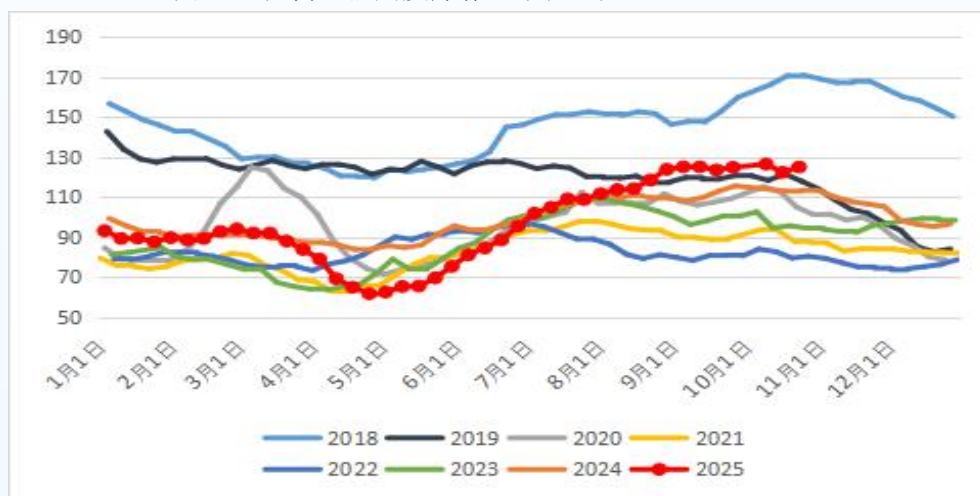
图 13：国内棕榈油周度库存（单位：万吨）



数据来源：我的农产品网，上海中期

国内方面，10 月份三大油脂总库存维持高位，国内油脂供应整体宽松，其中：（1）棕榈油维持供需双弱，6 月份以来库存维持平稳，由于 10 月份棕榈油到港量增加，国内棕榈油库存略有累积，截至 10 月 24 日当周，国内棕榈油库存为 60.71 万吨，环比增加 5.45%，同比增加 23.87%。目前国内棕榈油进口利润深度倒挂，随着 10 月份棕榈油价格大幅下挫，10 月份仍有部分洗船，棕榈油买船仍处低位。

图 14：国内豆油周度库存（单位：万吨）



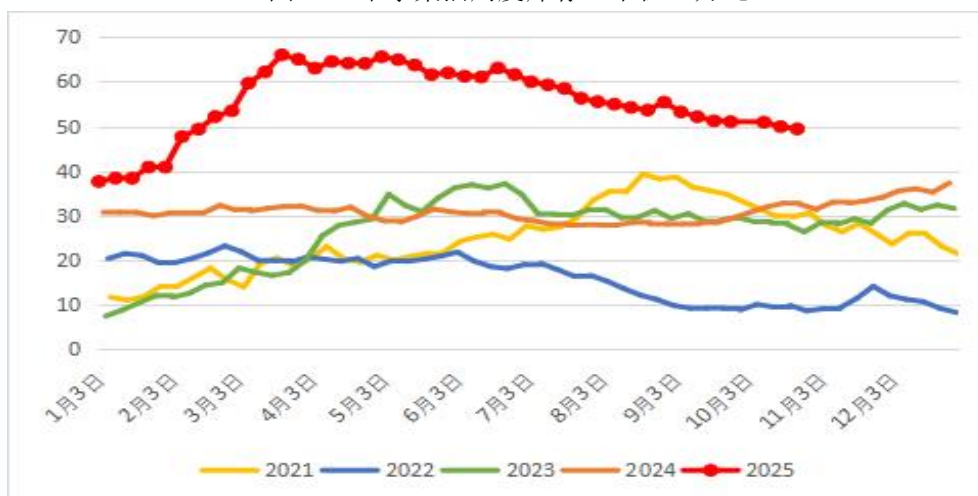
数据来源：我的农产品网，上海中期

（2）10 月份大豆油厂压榨维持高位，豆油库存持续偏高，截至 10 月 24 日当周，国内豆油库存为 125.03 万吨，环比增加 2.15%，同比增加 10.26%。四季度大豆整体供应较为宽松，豆油供应压力依然存在，此外，中美经贸谈判取得进展，预期 11-12 月份国内将开启美豆采购，2026 年初大豆供应压力上升，令豆油承压。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告仅供，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 15：华东菜油周度库存（单位：万吨）



数据来源：我的农产品网，上海中期

（3）自中国商务部 8 月 12 日初步裁定加拿大菜籽存在反倾销，并在 8 月 14 日提高加拿大公司担保金以来，加菜籽进口逐步停滞，9 月份加菜籽无新增买船。随着加拿大菜籽进口减少，6 月份以来菜油库存缓降，但较往年仍处高位水平，截至 10 月 24 日，华东主要油厂菜油库存为 49.4 万吨，环比减少 1.00%，同比增加 51.77%。10 月份以来澳大利亚菜籽买船增加，澳大利亚菜籽预期在 11-12 月份逐步到港，同时，在菜油供应偏紧的市场也在关注中加关系动向，加拿大总理马克·卡尼 10 月 27 日在马来西亚表示，预计将在 APEC 峰会期间，与中国国家主席举行会晤，近期加拿大农业部长希思·麦克唐纳也在中国就农产品贸易问题展开磋商，需关注中加关系改善预期对菜籽贸易的影响。

四、观点及风险提示

短期来看，10 月份马来供强需弱，马来西亚棕榈油预期继续累库至高位水平，且中、印主要消费国油脂库存水平偏高，叠加印尼 B50 政策不确定性上升、美豆油 SRE 政策悬而未决等因素，使得油脂板块承压回落。当前油脂供应压力仍有待消化，但随着 10 月份棕榈油价格大幅下挫，近期进口国采购情绪有所好转，且 11 月份之后棕榈油将进入减产周期，也给油脂带来一定支撑，关注底部支撑情况。策略方面，油脂短期压力释放后，继续回调空间预期较小，但做多仍需等待供需面出现明确好转信号，关注 11 月份棕榈油产量及出口高频数据验证情况。

风险点：

- （1）印尼 B50 政策存在较大不确定性，需关注政策调整变化预期。
- （2）中加关系存在缓和预期，需关注中国是否能恢复加拿大菜籽及菜油进口。

（执笔：雍恒）

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告仅供，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。