



油脂：油脂基本面依然宽松，关注预期转变的回旋镖

主要内容：

11月份三大油脂走势分化，其中棕榈油大幅下挫，豆油宽幅震荡，菜油重心有所上移。棕榈油方面，11月份马棕产量意外反季节性大幅增加，而11月份马棕出口疲弱，11月份马来棕榈油库存或进一步增至270万吨以上，同时，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，11月份中国重启美豆采购，加之11月12日美政府结束停摆，美国能源署（EPA）或于近期公布RVO最终方案，对豆油形成支撑。但是，美国能源部重组以及美国总统特朗普政府考虑推迟削减进口生物燃料激励措施一到两年，引发政策转向预期，再度对豆油形成打压。美豆压榨维持高位，后期美生物燃料政策能否给予美豆油消费有利支撑，以应对高压榨预期有待观察。

国内方面，11月份三大油脂去库节奏缓慢，总体库存维持高位，整体供应依然宽松，但三大油脂表现分化，豆油和棕榈油供应偏高的同时，菜油库存快速下降。

综合来看，11月份马来棕榈油累库预期增强，宽松局面对棕榈油形成抑制。往年年末通常是各国油脂政策面发力的重要时间点，但近期美豆油在生物燃料领域政策反复，同时马来9、10月份国内消费明显放缓，且印尼棕榈油B50政策愈发受到市场怀疑，使得油脂板块承压。策略方面，当前油脂板块宽松的供需基本面以及政策面出现松动抑制了油脂上涨空间，但是，目前RVO方案仍未落地，后期美豆油仍有政策利多可能，此外马来棕榈油11月份异常偏高产量预期一旦调整，也将带来行情的修复，经过前期价格的大幅回调，短期油脂震荡风险也在加大。

风险点：

(1) sppoma所给出的11月份马棕产量异常偏高，需关注实际产量落地情况。

(2) 美国能源署（EPA）或于近期公布RVO最终方案，将为美豆油消费提供进一步指引。

2025年11月28日

上海中期交易咨询业务资格：
证监许可【2011】1462号

上海中期期货研究所
农产品研发团队

分析师：雍恒
从业资格号：F0270121
投资咨询号：Z0011282

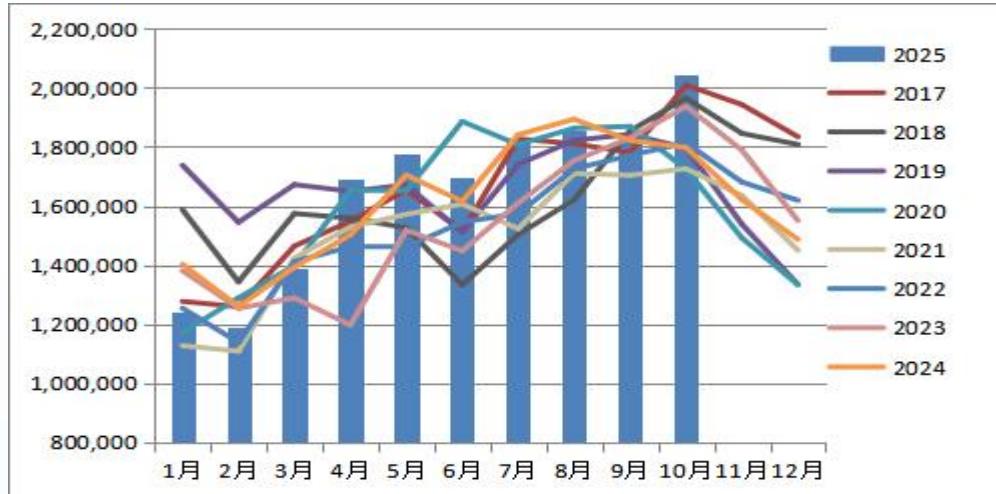
独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

影响因素分析

一、11月份棕榈油供强需弱，马棕高库存预期持续累积

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

从马棕产量来看，10月马棕产量显著回升，并创历史同期新高，此前对8月产量见顶的预期落空，MPOB报告显示，10月马棕产量204.39万吨，环比上升11.02%，同比上升13.72%。2025年马棕产量小幅增长，1-10月马棕产量累积达1651.7万吨，较上年同期增加28.7万吨。尽管11月后棕榈油已进入传统减产周期，但11月马棕产量呈现反季节性增长，同时，11月份马棕产量高频数据的大幅波动对盘

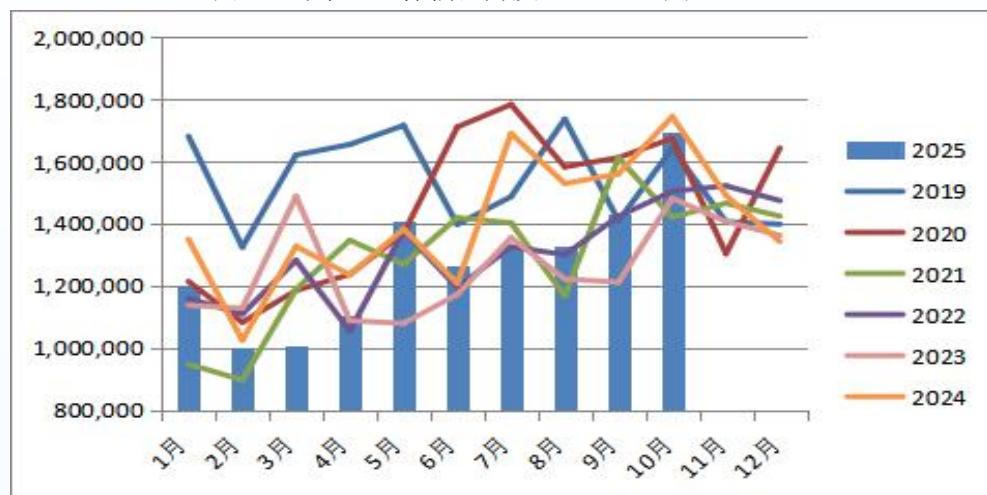
风险提示：市场有风险，投资需谨慎

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。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。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。

面带来显著影响，SPPOMA 数据显示，11月1-20日马棕产量较上月同期增加 10.32%，大幅超出市场预期，但 11月1-25日马棕产量较上月同期增幅收窄至 5.49%，市场担忧有所下降，后续需重点跟踪 11月马棕产量实际情况。

印尼方面，印尼棕榈油 2025 年呈现增产态势，尤其是 6-8 月印尼棕榈油产量显著高出往年同期，1-9 月印尼棕榈油累计产量达 4333.6 万吨，较上年同期增加 439.4 万吨，但是，8 月后印尼持续推进非法种植园整治工作，9 月份印尼棕榈油产量快速回落，GAPKI 数据显示，9 月印尼棕榈油产量 429.8 万吨，环比下降 22.45%，同比下降 2.65%，后期产量是否继续收紧仍需密切关注。

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

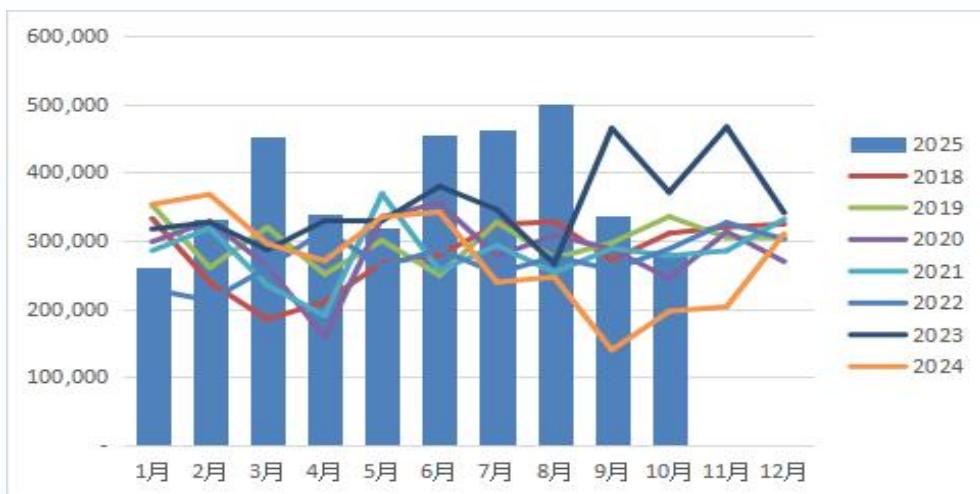
风险提示：市场有风险，投资需谨慎

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。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。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。

出口方面，10月份以来随着国际豆棕价差走扩，加之中国季节性补库和印度排灯节前备货，带动10月份马棕出口表现较好。MPOB报告显示，10月马棕出口量为169.29万吨，环比上升18.58%，同比下降2.95%。但11月份印尼较马来FOB价差持续走弱，马棕出口大幅回落，ITS/Amspec数据分别显示，11月1-25日马棕出口较上月同期减少18.84%/16.4%。

从印尼角度来看，9月印尼棕榈油产量回落对出口形成抑制，GAPKI数据显示，9月印尼棕榈油及精炼产品出口量220万吨，环比下降36.65%，同比下降2.65%。由于10月下旬以来棕榈油价格出现大幅回调，市场预期参考价下调将触发印尼12月印尼毛棕油出口税由目前的124美元/吨调降约50美元/吨，出口税费的下调将使得棕榈油进口成本下降，对国内棕榈油形成拖累，同时也将对马来棕榈油出口带来冲击。

图5：马来西亚棕榈油国内消费（单位：吨）



数据来源：MPOB，上海中期

图6：印尼棕榈油国内消费（单位：吨）



数据来源：GAPKI，上海中期

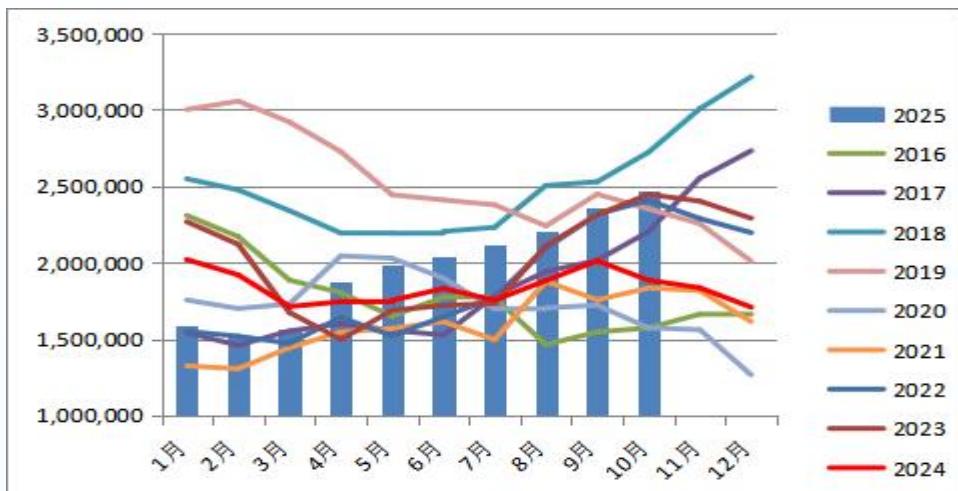
风险提示：市场有风险，投资需谨慎

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。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。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。

马来消费方面，9、10月马棕国内消费从高位大幅回落，MPOB报告显示，10月马棕表观消费量28.24万吨，环比下降15.61%，同比上升44.07%；1-10月马棕累计国内消费372.4万吨，较上年同期增加94.2万吨。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、10月则回落至30万吨左右的常规水平，若后续消费高速增长态势未能持续，将对棕榈油市场形成拖累。

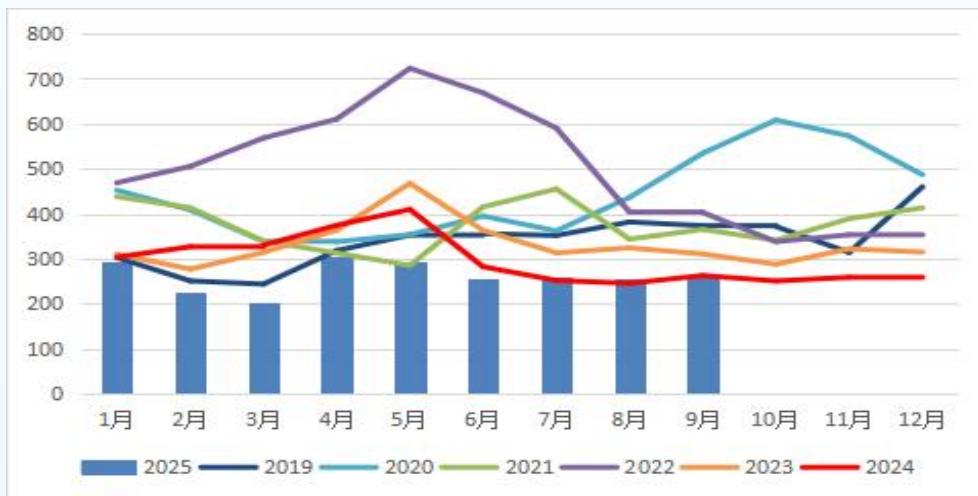
印尼方面，国内生物柴油消费需求持续上升，出口与消费的相互制约效应逐步凸显。GAPKI数据显示，1-9月印尼棕榈油国内消费量累计1844万吨，较上年同期增加88万吨。印尼于12月启动B50生物柴油道路测试，但市场普遍预期B50政策在2026年下半年才会实施，加之此前印尼能源部长提及，可能在B50前先行实施B45政策，若B50推迟落地或实施力度不及预期，将削弱棕榈油需求端支撑力度。

图7：马来西亚棕榈油月末库存（单位：吨）



数据来源: MPOB, 上海中期

图8：印尼棕榈油月末库存（单位：万吨）



数据来源: MPOB, 上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

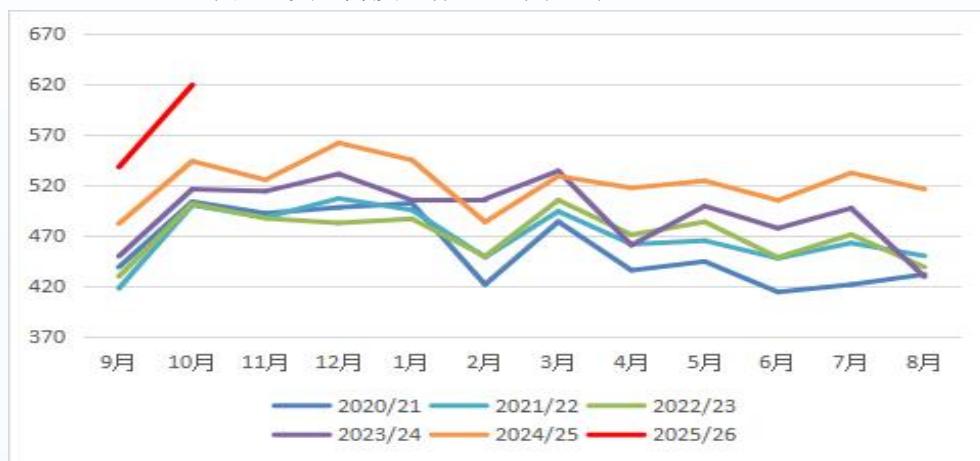
免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告仅供，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

马来库存方面，10月马棕库存延续回升，市场供应宽松格局持续，MPOB报告显示，10月末马棕库存为246.45万吨，环比上升4.44%，同比上升30.73%。11月马来棕榈油产量意外大幅增长，同时出口表现大幅下滑，呈现“供强需弱”格局，叠加马棕国内消费偏弱，11月末马棕库存或将进一步攀升至270万吨以上。马来库存的持续累积至高位，体现出棕榈油市场供应压力。

印尼库存方面，印尼棕榈油库存连续4个月维持在250-260万吨区间，低位库存成为常态，GAPKI数据显示，9月末印尼棕榈油库存259万吨，环比上升1.93%，同比下降1.14%。总体来看，在棕榈油供应宽松压力之下，印尼与马来棕榈油出口竞争也将进一步加强，同时，棕榈油通过与竞争油脂贴水扩大来争夺出口空间，棕榈油在三大油脂中表现偏弱。

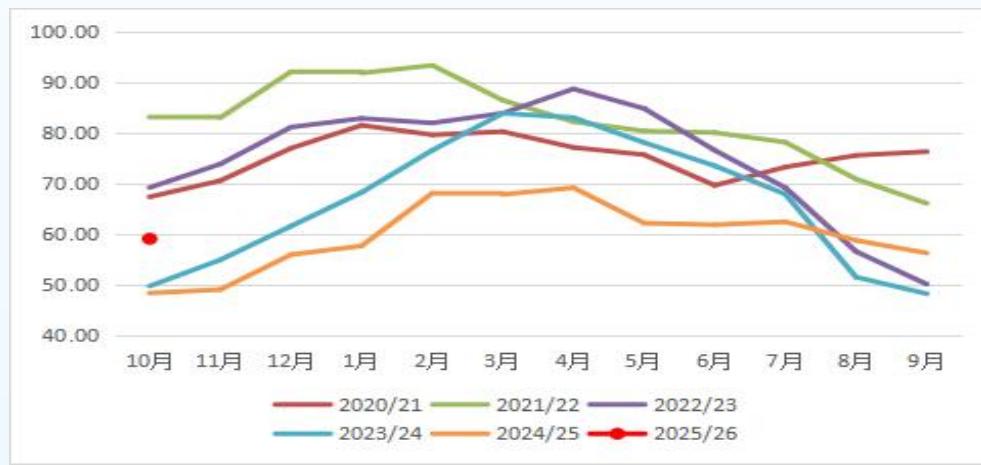
二、EPA 或将公布 RVO 最终方案存支撑，美生物燃料政策转向显担忧

图 9：美豆月度压榨量（单位：万吨）



数据来源：NOPA，上海中期

图 10：美豆油月度库存（单位：万吨）



数据来源：NOPA，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

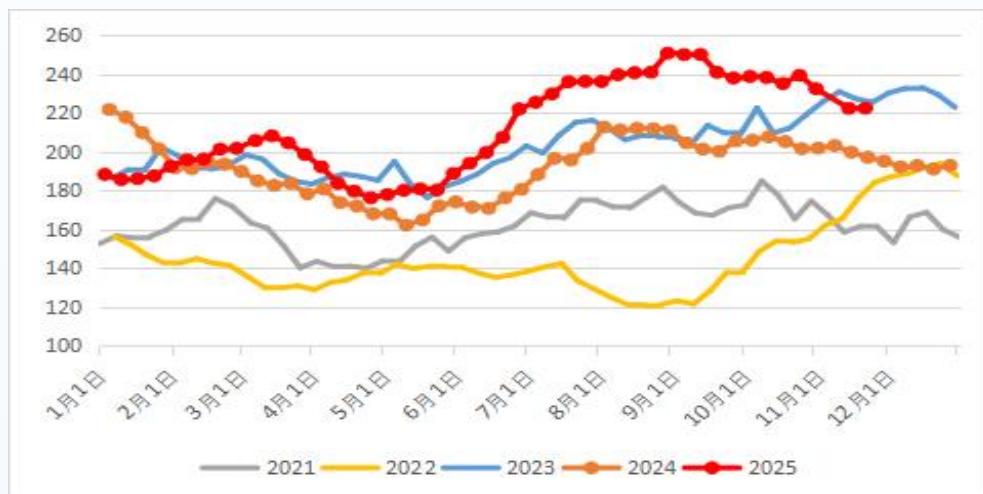
免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告仅供，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

美豆油市场方面，11月12日美政府结束停摆，生物燃料政策或将得到指引，一方面，美国小型炼油厂生物燃料豁免方案（SRE）及重新分配问题仍是美豆油市场关注焦点，市场传言美国能源署（EPA）准备提交RVO最终方案至白宫，SRE在重新分配后，EPA最终方案的RVO数量将比6月的拟定方案上调，关注EPA能否在11月底至12月敲定的最终方案。另一方面，美国总统特朗普政府考虑推迟削减进口生物燃料激励措施一到两年，11月20日美国能源部宣布组织重组，将能源效率与可再生能源办公室（EERE）、清洁能源示范办公室（OCED）及其他多个部门并入新成立的关键矿产与能源创新办公室（CMEI），显示美国将放缓对生物燃料政策支持，转向保障传统化石能源的优先地位，政策转向预期对豆油形成打压。

从美豆油当前供需来看，2025年以来美豆压榨持续维持高位，NOPA数据显示10月份美豆压榨达到619.5万吨，环比上升15.1%，同比上升13.8%，创月度纪录新高，同时，美豆油5月份以来库存下降速度偏慢，美豆油即将进入季节性累库阶段，10月份美豆油库存小幅回升至59.19万吨，环比上升5.0%，同比上升22.1%。后期美生物燃料政策能否给予美豆油消费有利支撑，以应对高压榨预期有待观察。

三、国内油脂库存仍处高位，三大油脂表现分化

图11：国内三大油脂总库存（单位：万吨）

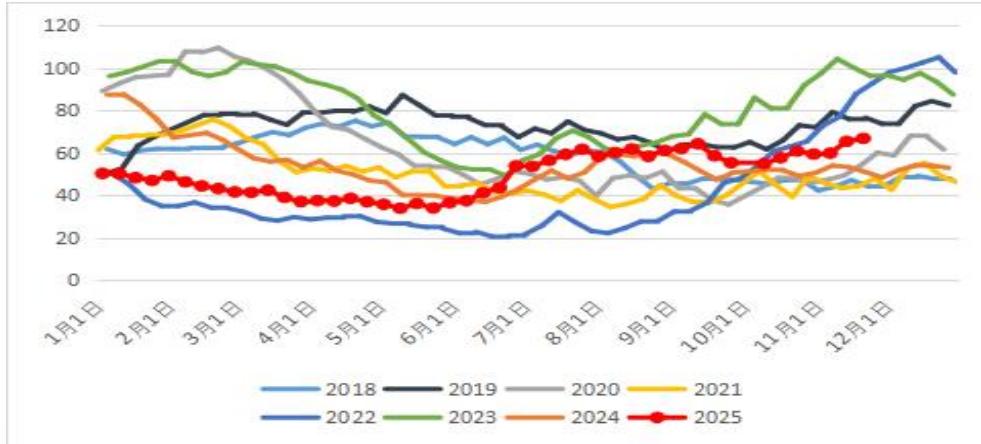


数据来源：我的农产品网，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

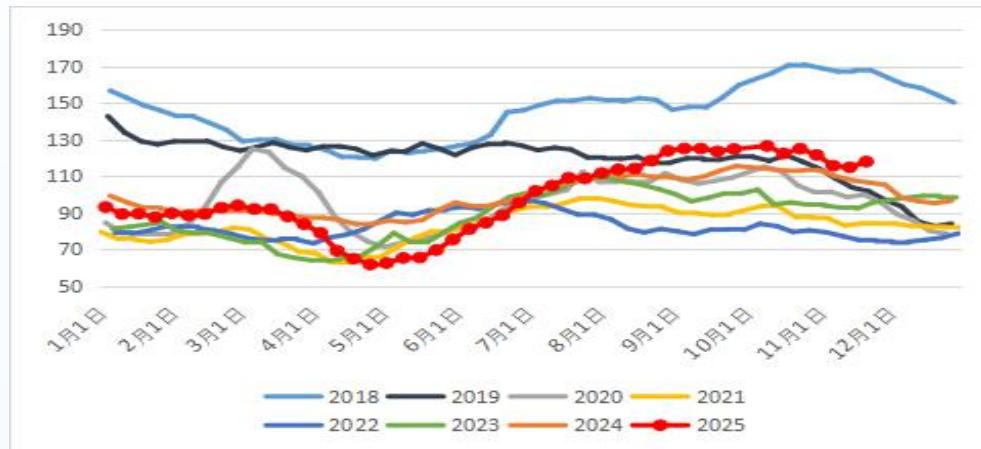
免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告仅供，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 12：国内棕榈油周度库存（单位：万吨）



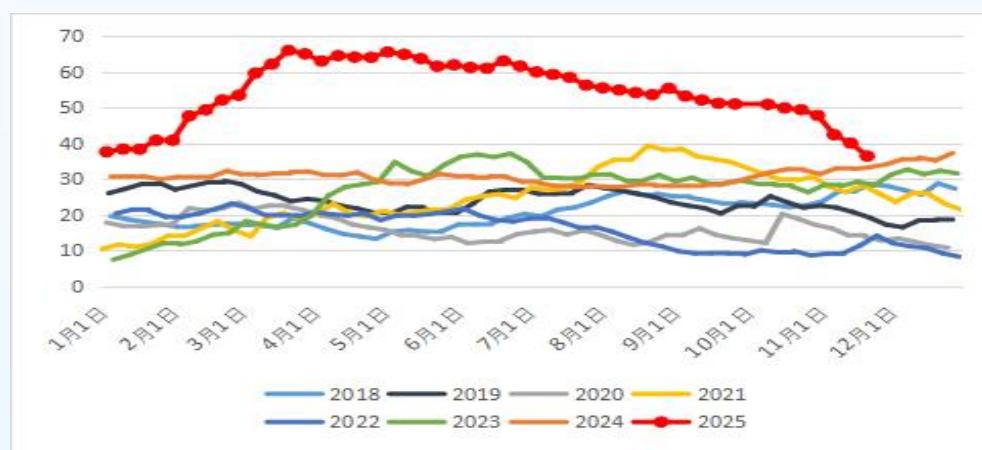
数据来源：我的农产品网，上海中期

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

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

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。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。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。

国内方面，11月份三大油脂去库节奏缓慢，总体库存维持高位，三大油脂表现分化，豆油和棕榈油供应宽松的同时，菜油库存快速下降，国内油脂供应整体宽松，其中：（1）国内棕榈油进入季节性累库阶段，11月棕榈油到港量较高，下游消费清淡，棕榈油库存持续累积，截至11月21日当周，国内棕榈油库存为66.71万吨，环比增加2.13%，同比增加31.34%。（2）11月份大豆油厂压榨维持高位，国内豆油库存去化缓慢，短期供应压力依然较高，截至11月21日当周，国内豆油库存为117.99万吨，环比增加2.73%，同比增加10.70%。（3）随着加拿大菜籽进口停滞，海关数据显示，10月份菜籽进口量降至0万吨，11月份以来国内油厂普遍停机，菜油库存下降有所加速，截至11月21日，华东主要油厂菜油库存为36.45万吨，环比减少8.99%，同比增加9.39%。目前中加未就农产品贸易展开协商，但11月份澳大利亚菜籽逐步到港，12月份澳菜籽进入压榨后，将部分缓解菜油供应偏紧局面。

四、观点及风险提示

短期来看，11月份马来棕榈油累库预期增强，宽松局面对棕榈油形成抑制。往年年末通常是各国油脂政策面发力的重要时间点，但近期美豆油在生物燃料领域政策反复，同时马来9、10月份国内消费明显放缓，且印尼棕榈油B50政策愈发受到市场怀疑，使得油脂板块承压。策略方面，当前油脂板块宽松的供需基本面以及政策面出现松动抑制了油脂上涨空间，但是，目前RVO方案仍未落地，后期美豆油仍有政策利多可能，此外马来棕榈油11月份异常偏高产量预期一旦调整，也将带来行情的修复，经过前期价格的大幅调整，短期油脂震荡风险也在加大。

风险点：

- (1) sppoma所给出的11月份马棕产量异常偏高，需关注实际产量落地情况。
- (2) 美国能源署(EPA)或于近期公布RVO最终方案，将为美豆油消费提供进一步指引。

(正文结束)

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。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。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。