

美豆库存预期下调，国内高库存限制反弹

基本面分析

价格：豆二回落，港口现货小幅提价。截至9月11日，豆二主力周跌75元/吨至4,123元/吨，青岛港分销价上涨20元/吨至4,320元/吨，期现价差扩大至197元/吨。现货未随期货下跌，进口成本也未回落，豆二继续下跌或受进口成本高位约束。

供给：9月USDA报告下调美豆期末库存预测，出口预期增强。美国2026/27年度出口较8月预测上调68万吨，产量上调43万吨，期末库存下调28万吨至843万吨。全球大豆期末库存下调至124.02百万吨，库销比为28.03%；本次调整对美豆价格偏有利。

需求：油厂压榨回升，油粕产出增加。截至9月11日当周，全国全样本油厂大豆压榨量为227.40万吨，较前周增加5.96万吨，开机率升至61.72%。钢联预计9月12日至18日压榨量为231.75万吨。油粕供应压力或进一步增加。

库存：截至9月4日当周，原料与豆粕去库，豆油累库。港口和油厂大豆库存分别下降30.50万吨和25.87万吨，豆粕库存减少3.12万吨，豆油库存增加3.01万吨。原料库存仍处近三年高位，局部去库尚不足以支持港口现货持续大幅提价。

成本利润：巴西进口成本维持高位，盘面压榨亏损有所收窄。完税成本周升18元/吨至4,520元/吨，CNF升贴水回落至312美分/蒲式耳；盘面压榨利润代理亏损130元/吨，较前周收窄22元/吨。进口成本没有随国内期货回落，豆二下跌空间或受约束。

策略建议

豆二短期或以震荡为主，下跌空间受进口成本高位约束，反弹幅度仍受国内高库存限制。

风险提示

1. 美豆出口销售或装运不及预期、收获单产高于预期，外盘价格可能回落。
2. 到港延迟、美国收获受阻或油粕提货明显加快，豆二涨幅可能超预期。
3. 人民币明显升值、海外报价快速下降，进口成本可能下移。

价格：期货回落、现货提价，豆二走势弱于进口成本。

豆二主力本周回落，港口现货价格小幅上调。截至9月11日，豆二主力收于4,123元/吨，较前周下跌75元/吨；青岛港分销价上涨20元/吨至4,320元/吨。两者价差由102元/吨扩大至197元/吨。现货报价保持坚挺，本轮回落并未伴随港口大豆降价。

巴西进口完税成本同期上涨18元/吨，国内期货走势弱于新采购原料报价。港口和油厂原料库存仍高，现货涨价幅度暂时有限。豆一主力周涨43元/吨至5,046元/吨，与豆二主力价差扩大至923元/吨，国产豆与进口压榨豆价格走势不同。

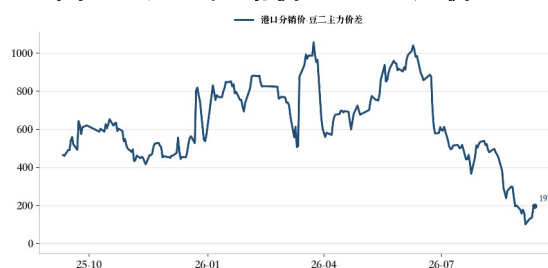
9月USDA报告在北京时间9月12日凌晨发布。美豆库存预测下调与进口成本高位有利于减轻豆二下跌压力，国内高库存则继续限制反弹幅度。

图 1：青岛港进口大豆与豆二主力



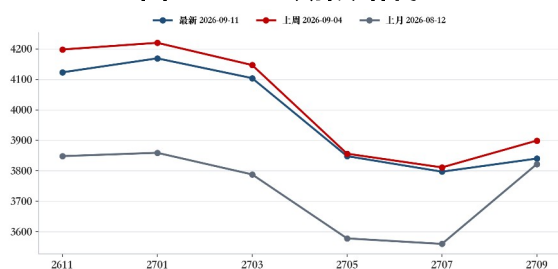
数据来源：DCE、Mysteel、华金期货研究院

图 2：港口分销价-豆二主力价差



数据来源：DCE、Mysteel、华金期货研究院

图 3：豆二期限结构



数据来源：DCE、华金期货研究院

图 4：豆二 09-01 月差



数据来源：DCE、华金期货研究院

图 5：豆一-豆二主力价差



数据来源：DCE、华金期货研究院

图 6：美豆价格观察



数据来源：USDA、华金期货研究院

供给：美豆出口预测上调，期末库存预期小幅收紧。

9月USDA报告上调美豆出口预测，库存预期小幅收紧。美国2026/27年度大豆产量较8月预测增加43万吨至123.42百万吨，出口增加68万吨至45.86百万吨，期末库存减少28万吨至8.43百万吨。出口预期增量大于产量增量，本次调整对美豆价格偏有利，但库存下调幅度有限。

美国单产预测由52.7上调至52.8蒲式耳/英亩。截至9月11日，大豆中度干旱率由前周30%降至27%，重度干旱率维持12%。干旱覆盖有所缩小，USDA同时上调单产预测，美豆减产风险有所缓和。

全球期末库存预测较8月下调19万吨至124.02百万吨，库销比由28.10%降至28.03%。巴西、阿根廷2026/27年度产量预测分别维持186.00百万吨和50.00百万吨，巴西出口预测维持118.00百万吨。南美两国上一季收获已结束。美豆出口预测上调，但装运能否跟进仍有不确定性。

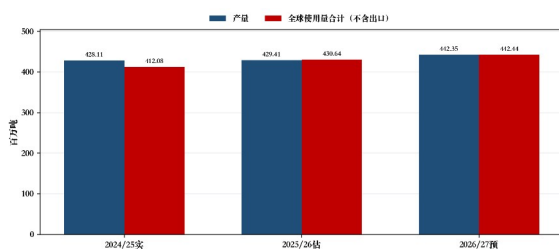
图7：全球大豆供需平衡表

市场年度	产量	压榨	全球使用量合计 (不含出口)	出口	期末库存	库销比
2024/25	428.11	359.16	412.08	184.33	125.95	30.6%
2025/26估	429.41	374.31	430.64	187.23	125.27	29.1%
2026/27预	442.35	385.22	442.44	191.58	124.02	28.0%

单位：百万吨；库销比=期末库存/全球使用量合计（不含出口）；估=估计，预=预测

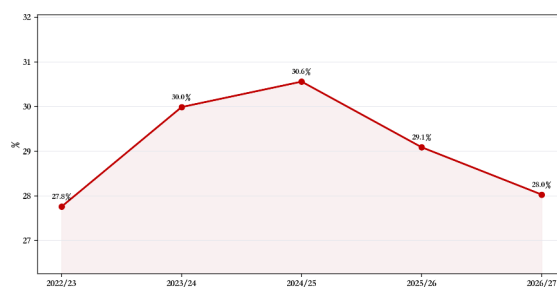
数据来源：USDA、华金期货研究院

图8：全球大豆产量与消费



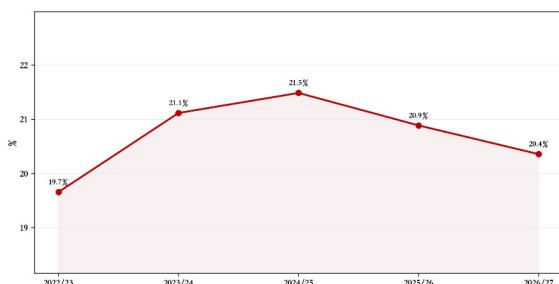
数据来源：USDA、华金期货研究院

图9：全球大豆库销比



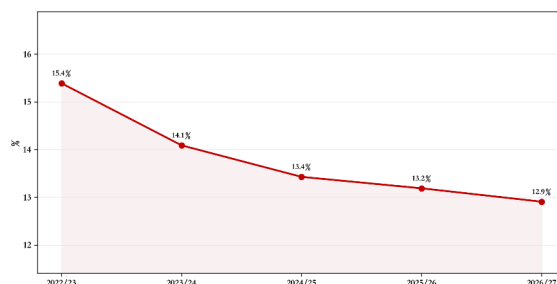
数据来源：USDA、华金期货研究院

图10：全球主要油籽综合库销比



数据来源：USDA、华金期货研究院

图11：全球主要植物油综合库销比



数据来源：USDA、华金期货研究院

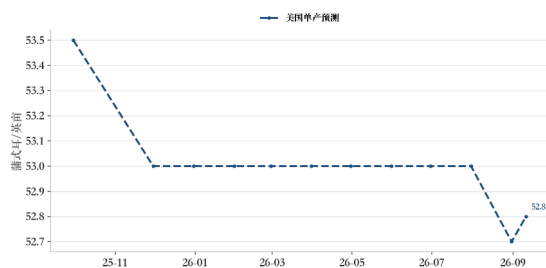
图 12：棕榈油、菜籽油与葵花籽油供需对比表

油脂	市场年度	产量	国内总消费	期末库存
棕榈油	2025/26估	81.44	77.23	14.95
棕榈油	2026/27预	81.12	79.27	14.47
菜籽油	2025/26估	36.61	36.01	3.66
菜籽油	2026/27预	38.02	37.69	3.67
葵花籽油	2025/26估	21.08	19.36	2.41
葵花籽油	2026/27预	23.89	21.87	2.91

单位：百万吨；估=估计，预=预测；三种油脂采用同一USDA市场年度口径

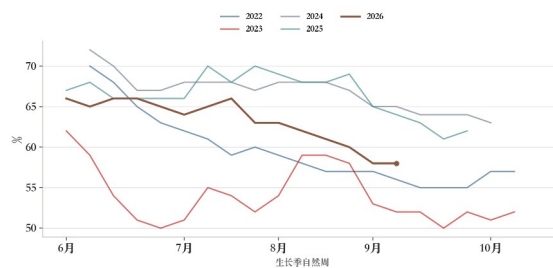
数据来源：USDA、华金期货研究院

图 13：美豆单产预测



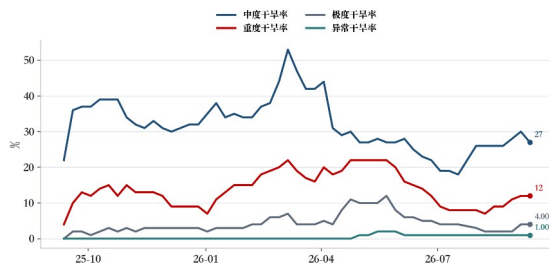
数据来源：USDA、华金期货研究院

图 14：美豆优良率



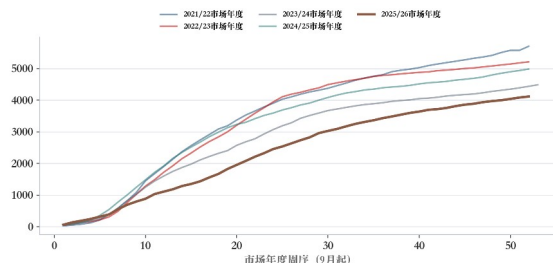
数据来源：USDA、华金期货研究院

图 15：美国大豆产区干旱率



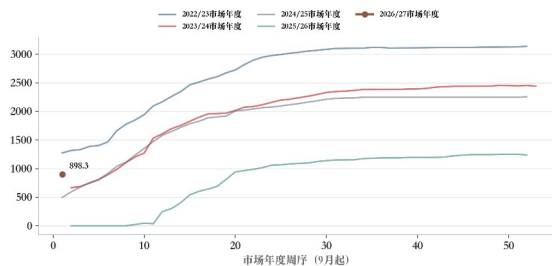
数据来源：USDA、华金期货研究院

图 16：美国大豆出口



数据来源：USDA、华金期货研究院

图 17：中国采购美国大豆



数据来源：USDA、华金期货研究院

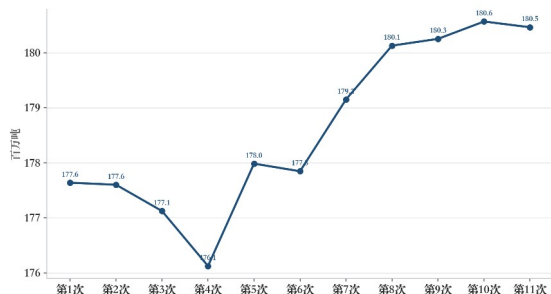
图 18：巴西与阿根廷大豆供需平衡表

国家	市场年度	产量	国内总消费	出口	期末库存
巴西	2024/25	172.50	62.16	103.14	37.69
巴西	2025/26 估	180.50	66.40	115.00	37.69
巴西	2026/27 预	186.00	69.60	118.00	36.89
阿根廷	2024/25	51.11	48.94	7.87	24.67
阿根廷	2025/26 估	49.50	48.40	9.00	24.07
阿根廷	2026/27 预	50.00	49.65	6.45	24.47

单位：百万吨；估=估计，预=预测；两国采用同一USDA市场年度口径

数据来源：USDA、华金期货研究院

图 19：CONAB 巴西大豆产量预估调整



数据来源：CONAB、华金期货研究院

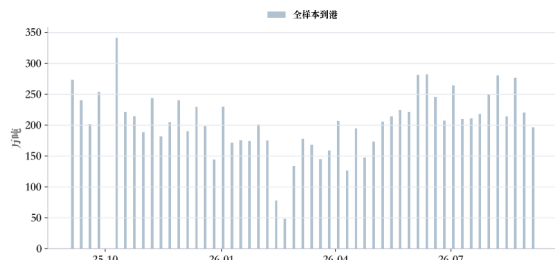
需求：压榨回升，豆粕产出增加，成品销售压力不一。

本周压榨回升，豆粕供应重新增加。截至9月11日当周，全国全样本油厂大豆压榨量为227.40万吨，较前周增加5.96万吨，开机率升至61.72%。豆粕、豆油产量分别增至179.65万吨和43.21万吨。钢联预计9月12日至18日压榨量为231.75万吨。

截至9月4日，豆粕表观消费较前周小幅增加，油厂豆粕库存下降，豆粕销售较此前有所改善。截至9月11日，饲料企业豆粕库存天数降至8.15天。压榨量继续增加的预期下，豆粕销售价格仍面临压力。

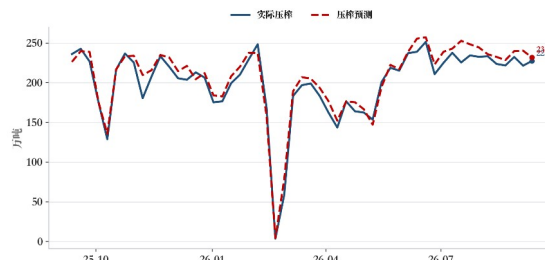
截至9月4日当周，豆粕去库、豆油累库。油厂豆油库存增加3.01万吨；截至9月11日，豆油较棕榈油折价582元/吨，折价较前周收窄20元/吨。豆油对棕榈油的价格优势有所减弱。若下一周压榨量如期增加，豆油提价或更加困难。

图 20：国内大豆到港量



数据来源：Mysteel、华金期货研究院

图 21：大豆压榨量：实际与预测



数据来源：Mysteel、华金期货研究院

图 22：压榨厂开机率



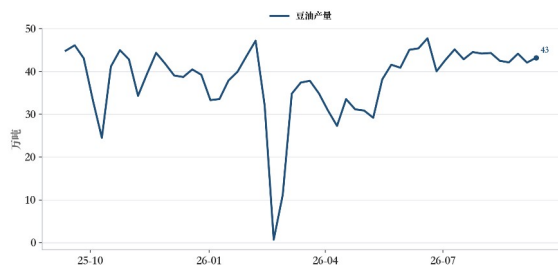
数据来源：Mysteel、华金期货研究院

图 23：豆粕产量



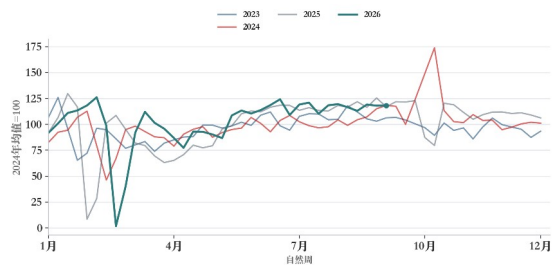
数据来源：Mysteel、华金期货研究院

图 24：豆油产量



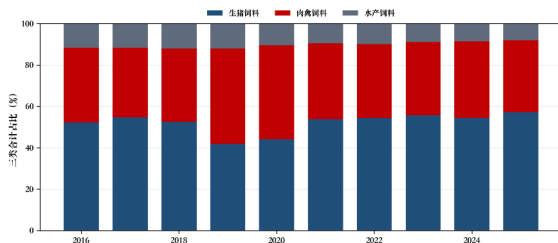
数据来源：Mysteel、华金期货研究院

图 25：豆粕表观消费指数



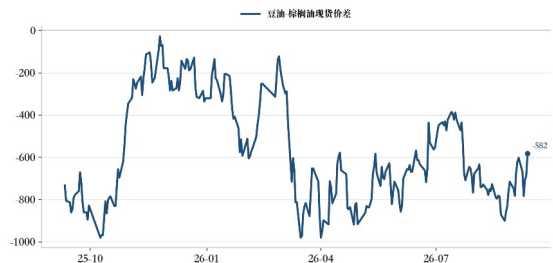
数据来源：Mysteel、华金期货研究院

图 26：生猪、肉禽和水产饲料产量结构



数据来源：中国饲料工业年鉴、华金期货研究院

图 27：豆油-棕榈油现货价差



数据来源：Mysteel、华金期货研究院

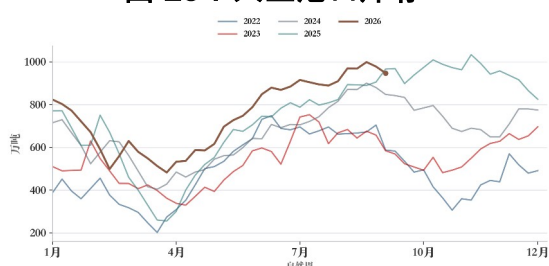
库存：9月初原料库存回落但仍偏高，豆油累库。

原料库存下降，国内大豆供应仍较充足。截至9月4日，港口库存减少30.50万吨至947.50万吨，油厂大豆库存减少25.87万吨至802.10万吨。同周全样本到港降至196.30万吨，较前周减少24.05万吨。港口和油厂库存仍分别处于近三年91.5%和98.7%分位。

油厂成品库存变化不一。同周豆粕库存减少3.12万吨至113.61万吨，豆油库存增加3.01万吨至145.95万吨。豆粕库存下降减轻了部分销售压力，豆油却继续累库，油粕尚未形成同步去库。

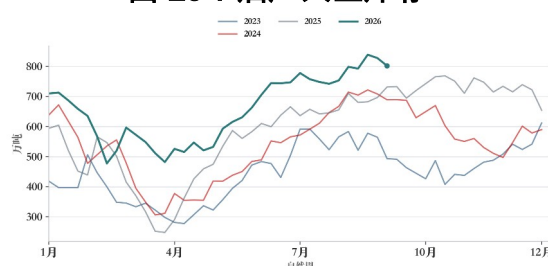
截至9月11日当周，压榨量已回升，油粕产量同步增加。若提货不足，油厂成品库存仍有回升风险。原料库存从高位下降后依然充足，港口现货持续提价或有阻力。

图 28：大豆港口库存



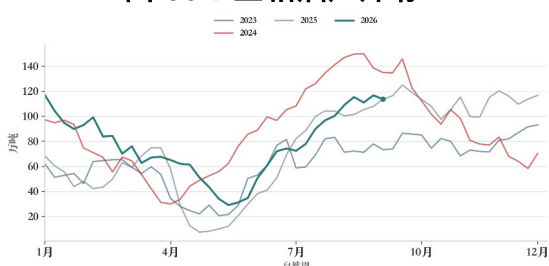
数据来源：Mysteel、华金期货研究院

图 29：油厂大豆库存



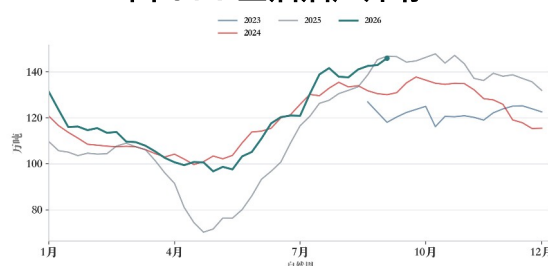
数据来源：Mysteel、华金期货研究院

图 30：豆粕油厂库存



数据来源：Mysteel、华金期货研究院

图 31：豆油油厂库存



数据来源：Mysteel、华金期货研究院

图 32：饲料企业豆粕物理库存天数



数据来源：Mysteel、华金期货研究院

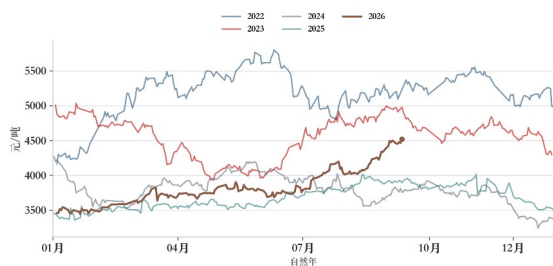
成本利润：进口成本仍高，盘面压榨利润代理亏损收窄。

巴西进口完税成本小幅上升，豆二下跌并未伴随进口原料降价。截至9月11日，巴西完税成本为4,520元/吨，较前周上涨18元/吨，较8月12日上涨464元/吨。CNF升贴水周降8美分/蒲式耳至312美分/蒲式耳，升贴水回落尚未带动完税报价下降，采购成本仍高。

巴西盘面压榨利润代理亏损130元/吨，较前周收窄22元/吨。进口大豆净粮价为4,320元/吨，周涨20元/吨。

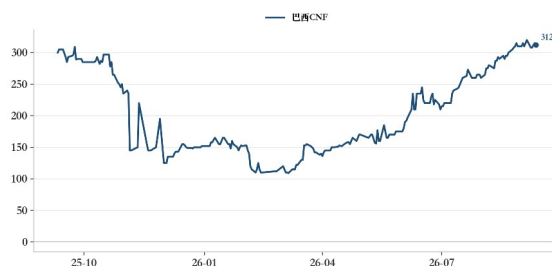
全球油脂供应预期未明显收紧。9月USDA预计主要植物油库销比为12.91%，较8月的12.89%略升；棕榈油期末库存预测下调，菜籽油和葵花籽油库存预测上调。豆油难以仅依靠全球油脂库存变化持续提价，截至9月4日已积累的豆油库存，仍是油厂提价的阻力。

图 33：巴西到岸完税成本



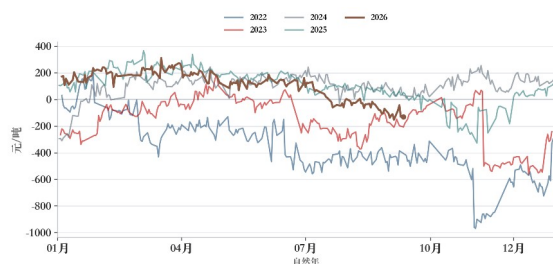
数据来源：Mysteel、华金期货研究院

图 34：巴西 CNF 升贴水



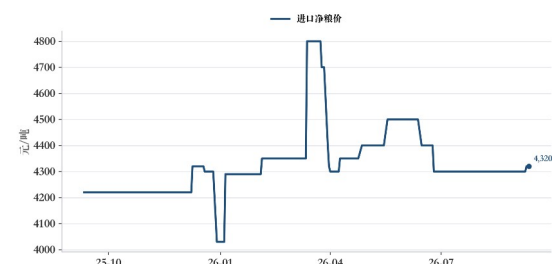
数据来源：Mysteel、华金期货研究院

图 35：巴西盘面毛利



数据来源：Mysteel、华金期货研究院

图 36：进口大豆净粮价



数据来源：Mysteel、华金期货研究院

**韩旭**

从业资格号：F03155035

投资咨询号：Z0024358

免责声明

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格（核准文号：津证监许可[2019]2号）。

本报告的观点信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。投资者应独立评估报告内容并自主做出投资决策，自行承担投资风险。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告由华金期货有限公司编制，仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告中的信息来源于公开的资料或实地调研，但本公司对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。报告中的观点仅代表发布当时的判断，在不同时期本公司可能发出与本报告观点不一致的研究成果，且不承担更新或通知义务。

本报告版权归本公司所有，未经书面许可不得以任何形式复制、转载或引用。如经授权引用，须注明出处为“华金期货有限公司”，且不得断章取义或有悖原意。