安粮期货商品研究报告

豆粕期货月报



期货研究报告
投资咨询业务资格
皖证监函【2017】203 号
研究所 农产品小组
研究员：朱书颖
从业资格号：F03120547
投资咨询号：Z0022992
初审：
张莎： 从业资格号：F03088817
投资咨询号：Z0019577
复审：
赵肖肖：从业资格号：F0303938
投资咨询号：Z0022015

安粮期货研究所

2026 年 11 月

豆粕：成本支撑趋弱，现货压力仍存

核心观点： 10 月 DCE 豆粕期价因成本松动和弱现实共振下，重心下移。外盘美豆丰产的现实兑现与出口需求阶段性托底的反复拉锯中重心下移。且南美播种顺利、中西部旱情尚存但未成威胁，远期宽松预期持续压制反弹空间。国内豆粕仍处于供强需弱格局，到港高峰以及高开机压榨背景下，叠加下游因豆粕价高以及养殖利润持续亏损而需求疲软，豆粕库存持续累库，但边际压力有望见顶。关注油厂豆粕库存去库拐点。

11 月豆粕市场依旧处于现货压力和成本支撑的博弈中。期价受制于高库存、弱需求及美豆收割压力，M2701 合约或 3100—3200 元/吨区间博弈。关注美豆销售进度以及南美播种、产区天气变化。

一、月度行情复盘

10 月豆粕在成本松动与弱现实共振下完成了一轮重心下移。连粕 M2701 自节后高点 3420 元/吨持续回落至 10 月 27 日的 3175 元/吨，月度跌幅 7.16%；现货同步走弱，华东一口价从 9 月末 3300 元/吨降至 3150 元/吨附近。驱动逻辑清晰：外盘丰产定价落地，USDA 10 月将美豆单产上调至 53.1 蒲/英亩的历史高位，进口成本锚下移。国内累库加速，节后油厂开机快速修复至 66%以上，豆粕库存从 109 万吨飙升至 129.54 万吨，单周增幅 18%，催提压力打破“累而不破”格局。需求端刚性犹在但弹性尽失，养殖深度亏损压制补库，成交呈现“现热远冷”的技术性特征。进入下旬，盘面在 3150—3200 区间遭遇成本底约束，行情由趋势下跌转入新一轮震荡博弈。

图一：CBOT 豆价



图二：大商所豆粕主力期价



数据来源：文华财经、安粮期货研究所整理

二、成本端：外盘利空压制，成本支撑趋弱

1、美豆：丰产与需求博弈，偏弱运行

10 月美豆在创纪录丰产的现实兑现与出口需求阶段性托底的反复拉锯中重心下移，开启下跌通道。10 月 USDA 报告将新季单产上调至 53.1 蒲/英亩历史新高，产量 45.62 亿蒲、期末库存 3.15 亿蒲均超预期，报告公布后盘面短暂下挫却迅速收回，显示利空已被部分计价。但收割压力接踵而至：中西部干燥天气推动收割率从 10 月 18 日的 64%跃升至 10 月 25 日的 79%，新作卖压集中释放。其间中国连续大额采购形成对冲，10 月 19-22 日美豆累计获 148.8 万吨大额订单，其中中国约 106.2 万吨；截至 10 月 22 日对华销售总量达 1507 万吨。然而月末巴西雷亚尔因大选意外一度贬值 12%，削弱美豆出口竞争力，叠加基金减仓与美元走强，11 月合约月末收于 1221.5 美分/蒲，月线下跌 4.54%。南美播种顺利、中西部旱情尚存但未成威胁，远期宽松预期持续压制反弹空间。全月核心定性：丰产利空从“预期”转为“现实”，出口韧性只能放缓、无法逆转季节性探底。

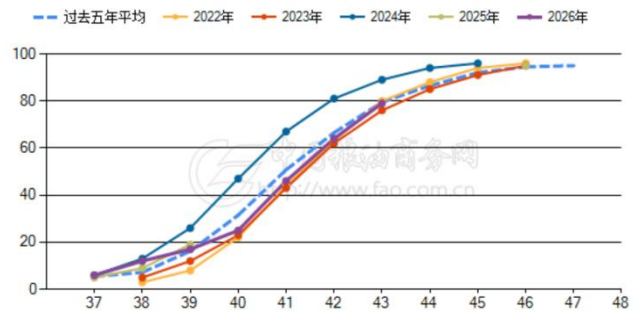
11 月美豆主导逻辑仍是丰产供应压力：收割收尾、创纪录产量集中兑现，11 月 USDA 报告存在单产进一步上修风险。但定价权逐步向出口兑现与南美播种天气转移，巴西播种进度 42.8%偏快、天气暂无极端威胁，出口韧性及种植成本限制深跌空间。11 月 10 日中美关税暂停期届满构成短期政策扰动。

2、进口成本

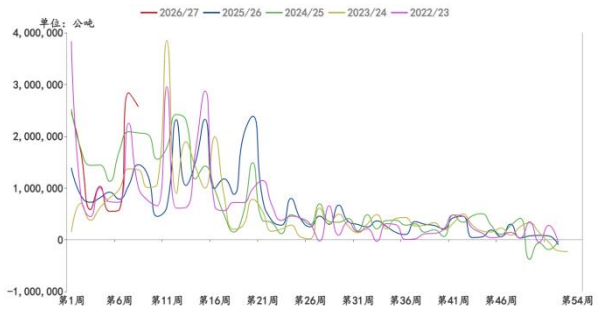
10 月进口大豆成本整体下移，但内外市场与压榨环节的分化贯穿全月。巴西大豆是成本定价的基准：10 月 30 日，11/12 月船期巴西 CNF 报价 557-558 美元/吨，到港完税成本广州港报价 4271 元/吨，月内下降 289 元/吨。美豆则因 13%关税形成显著溢价，12 月船期完税成本 4783 元/吨，较巴西高出 512 元/吨，美湾大豆的商业采购竞争力被关税显著削弱。汇率端，人民币在 6.71-6.72 区间运行，升值对美元计价成本形成一定缓冲，但幅度有限。传导至压榨环节，成本回落并未带来利润修复：油厂现货榨利持续亏损 100—200 元/吨，而美豆压榨利润

仍高达 4.64 美元/蒲式耳，内外利润严重倒挂。这一格局意味着，进口成本下移虽然打开了豆粕估值下修的空间，但油厂亏损状态下的挺价意愿又构成了现货价格的刚性底部，豆粕因此处于“成本趋弱，榨利支撑”的博弈。

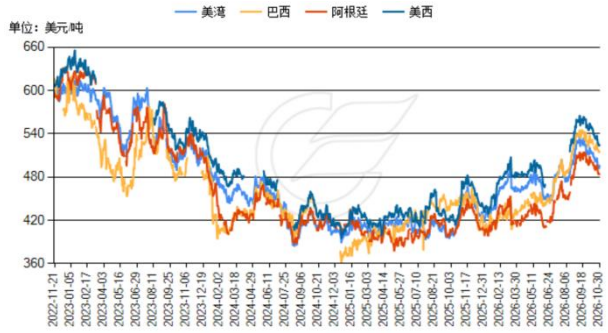
图三：美豆收割进度



图四：美豆销售



图五：FOB 报价



图六：进口成本

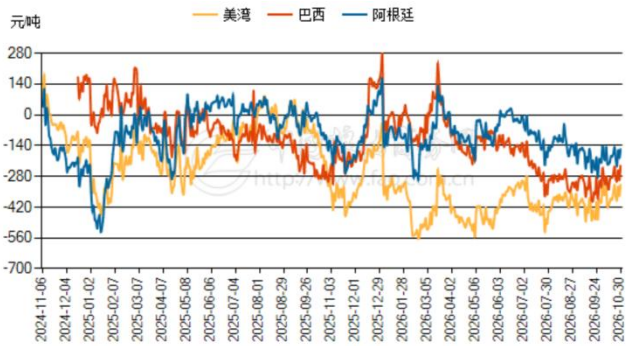


数据来源：钢联、粮油商务网、安粮期货研究所

三、利润：榨利亏损强化油厂挺价

10 月压榨利润的核心特征是内外严重分化、国内全月深度亏损。美豆压榨利润高位运行，10 月 9 日当周为 4.64 美元/蒲式耳，环比增 6.9%，远高于 2025 年均值 2.46 美元；而国内油厂榨利持续为负，巴西近月盘面榨利一度降至-62 元/吨，美湾近月盘面榨利高达-379 元/吨，商业进口窗口基本关闭。现货端油厂亏损普遍在 100-300 元/吨，主动降价意愿被明显压缩。月末随豆油走弱，盘面压榨毛利进一步恶化至-430 元/吨，亏损扩大反而强化了油厂减产与挺价预期，构成豆粕下方的重要成本支撑。

图七：盘面榨利



图八：现货榨利



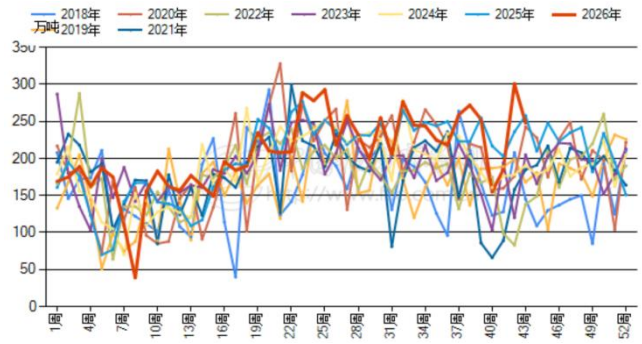
数据来源：粮油商务网、安粮期货研究所

四、供给端：供应宽松格局短期难改，等待去库拐点出现

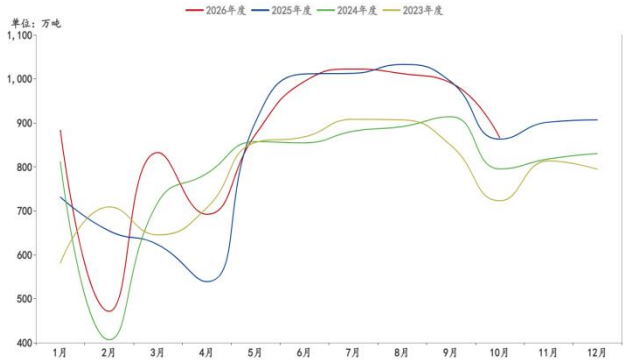
10 月豆粕供给端依旧保持宽松格局。10 月大豆到港约 854 万吨，港口库存仍维持高位，原料供应充裕。国庆假期油厂开机率一度降至 32.82%，节后迅速修复，周度压榨量攀升至 200 万吨以上偏高水平，全月压榨量约 866 万吨，同比偏高。压榨放量叠加下游刚需采购，豆粕库存从节后低点 109 万吨快速回升至月底 130-135 万吨，同比增加约 20 万吨，处于历史同期高位。供给宽松格局贯穿全月，构成豆粕现货持续承压的核心现实因素。

11 月豆粕供给端供给宽松格局难改，但边际压力接近见顶。11 月大豆到港预估 870 万吨，部分机构看至 980 万吨，原料供应维持充裕。10 月底豆粕油厂库存已回升至 118-130 万吨，同比偏高约两成，催提压力尚未消退。但核心变化在于负榨利对开机率的逆向约束：巴西近月榨利仍处亏损区间，若持续会促使油厂被动下调开机。11 月中下旬累库斜率放缓，库存拐点有望在 11 月前后出现。整体看，供给宽松的现实尚未逆转，但最陡峭的累库阶段正在过去。

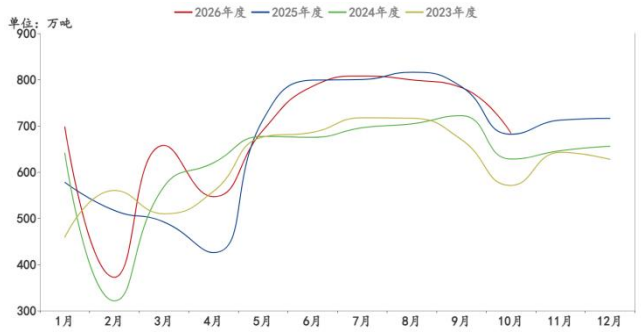
图九：到港确认



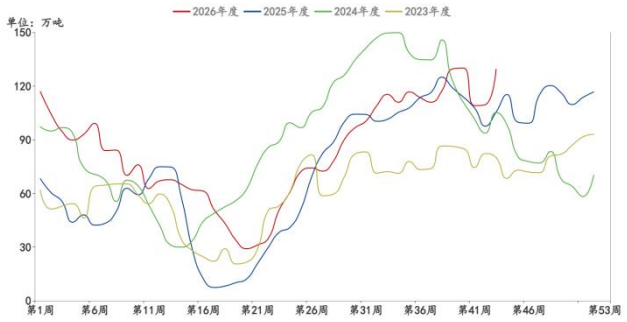
图十：大豆加工量



图十一：豆粕产量



图十二：油厂豆粕库存



数据来源：钢联、粮油商务网、安粮期货研究所

五、需求端：豆粕价高压制备货需求，需求端驱动有限

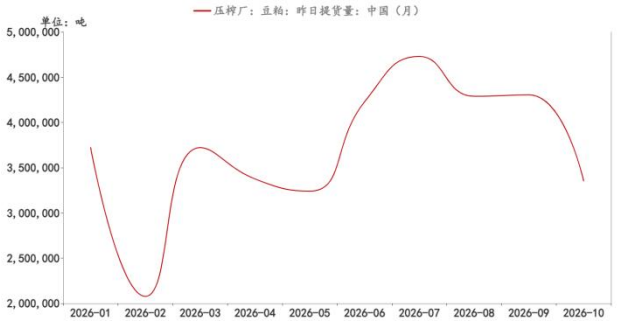
10 月豆粕需求端依旧是以刚需采购为主。生猪存栏基数仍高，三季度末全国生猪存栏 42533 万头，环比微增，压栏行为持续，构成豆粕刚需的底层支撑。但养殖端全面深度亏损，自繁自养头均亏损扩大至-281 至-307 元，迫使饲料配方持续压缩豆粕占比，9 月配合饲料中豆粕用量占比降至 12.9%，同比下降 1.4 个百分点，杂粕替代同步施压。10 月重点油厂豆粕日均提货量 19.61 万吨，环比减少 0.85 万吨。生猪、肉鸡亏损叠加水产季节性减量，饲料体量收缩，豆粕用量不同程度下滑。下游信心不足，饲料企业物理库存仅 6-8 天的历史低位，节后以随用随采为主，10 月 9 日单日放量后次日成交即骤降至零，补库持续性明显不足。远月基差成交为主，市场对于未来价格存在分歧，更倾向以基差成交而不是现货采购来管理风险。

四季度为生猪育肥与禽类补栏的传统旺季，饲料消费有望季节性回暖。但当前生猪深度亏损格局下产能去化缓慢，豆粕添加比例下降趋势难以逆转，杂粕替代持续抑制豆粕现货上涨动能。节后油厂开机逐步恢复，但下游多按需采购、随用随采，对涨价的接受度有限。需求端的主动拉升作用有限，豆粕价格更多依赖成本驱动而非需求驱动。

图十三：豆粕成交



图十四：豆粕提货



图十五：生猪自养利润



图十六：生猪外购利润



数据来源：钢联、安粮期货研究所

六、期现：基差持续贴水，现货驱动乏力

10 月豆粕期现结构呈现期货升水、近弱远强的格局。节后 M2701 从 3420 元/吨的高点持续回落至月底 3183 元/吨附近，累计跌幅约 7%；现货跌势更甚，华东 43%豆粕从 3300 元/吨上方降至 3130 元/吨，现货跌幅大于期货，推动基差深度贴水。10 月 23 日华东基差报 01-70 元/吨，张家港一度达-86 元/吨，月底虽小幅修复至 01-50 元/吨，全月贴水格局未改。这一结构直接源于高库存压制近月现货：豆粕库存从 109 万吨快速攀升至 130 万吨，催提压力下现货抛售意愿强烈，而盘面受成本底与远期买船偏慢的预期支撑，跌幅相对克制。

月差层面，1-5 价差存在套利空间，反映市场对近端宽松现实的定价已较为充分，而对远月供应收缩与南美天气升水保留了预期空间。整体而言，10 月期现结构是“弱现实定价充分、强预期尚未证伪”的典型映射，基差修复的驱动只能来自现货端的被动出清，而非期货端的主动上拉。

图十七：地区基差



图十八：豆粕 01-05 合约价差



数据来源：钢联、安粮期货研究所

免责声明

本报告基于安粮期货股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的公开信息和资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺任何有关变更的通知。本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。