

美豆减产指引，豆油继续看多

要点

三个品种的叙事逻辑是有其各自重大事件的：对豆油来说：USDA 8月供需报告意外调减播种面积、产量和期末库存，美豆叙事逻辑发生变化，还有EPA针对2016-2024年间的小型炼油厂豁免申请作出裁决事件；对菜油来说：商务部发布针对加菜籽的反倾销调查初步裁决事件；对棕榈油来说：马棕8月产销数据、印尼B50政策消息和没收非法油棕种植园事件。

研究发展部

分析师：程杰

期货交易咨询资格：

Z0014943

联系方式：

chengjie@btqh.com

摘要

● 美豆减产和贸易结构主导全球定价

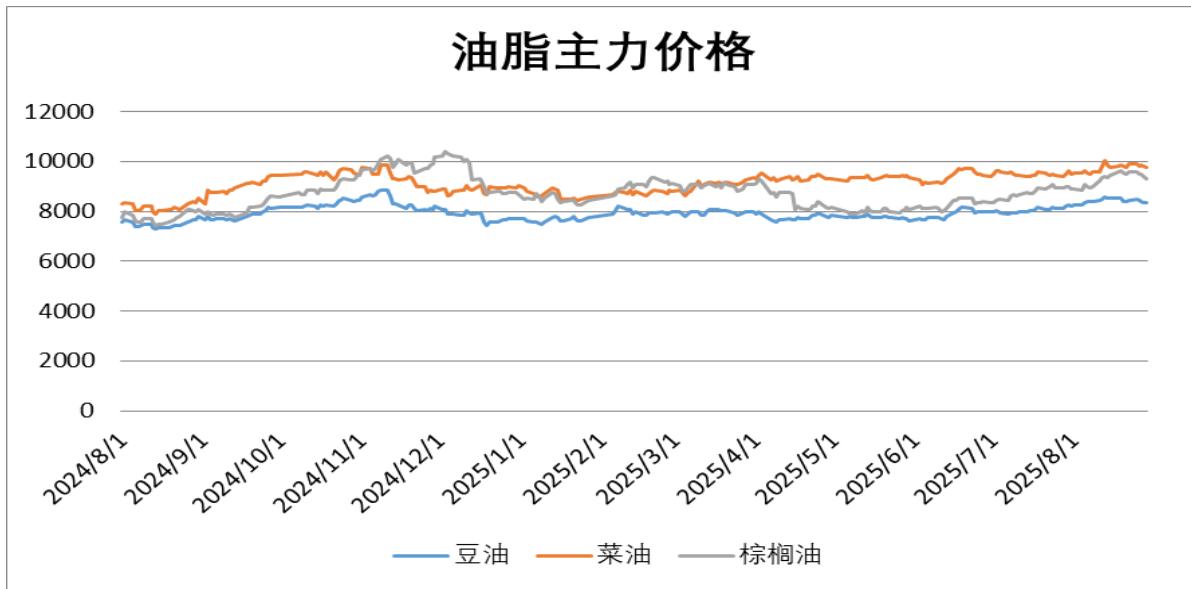
豆油的定价核心在于上游大豆，大豆的主要关注因素集中在美豆减产情况和中国采购巴西大豆即将进入下行阶段以及中国采购美豆受关税政策影响较大的贸易结构衔接情况，因此我们认为，虽然当前国内大豆供应是充足的，但进口结构问题将逐步显现。

● 全球菜籽菜油供应充足

菜油的定价核心在于进口菜油和进口菜籽的对冲情况，虽然中加关系以及商务部针对加菜籽的反倾销初裁将显著影响加菜籽进口，但菜油进口可以对其进行对冲，且当前菜油库存处于较高位置，因此我们对菜油持震荡观点，后续出现明确的驱动指引后，可能以波段式行情为主。

一、油脂价格回顾分析

图 1：油脂主力价格图



(资料来源：wind、交子期货)

油脂系列在 6 月底阶段低点后，开始震荡上升，在 8 月经历换月后，分别达到阶段高点，然后有所回落。

统计来看，上涨阶段，豆油上涨 13.98%，菜油上涨 13.84%，棕榈油上涨 22.34%，说明主要由棕榈油带领上涨；回落阶段，豆油下跌 3.67%，菜油下跌 5.26%，棕榈油下跌 4.31%。

截至 2025 年 8 月 29 日，豆油同比上涨 9.23%，菜油同比上涨 16.74%，棕榈油同比上涨 16.25%。

分品种来看，三个品种的叙事逻辑是有其各自重大事件的：

对豆油来说：USDA 8 月供需报告意外调减播种面积、产量和期末库存，美豆叙事逻辑发生变化，还有 EPA 针对 2016-2024 年间的小型炼油

厂豁免申请作出裁决事件；

对菜油来说：商务部发布针对加菜籽的反倾销调查初步裁决事件；

对棕榈油来说：马棕 8 月产销数据、印尼 B50 政策消息和没收非法油棕种植园事件。

二、美豆减产和贸易结构主导全球定价

(一) 美豆大概率走减产路线

图 2：美国大豆产量

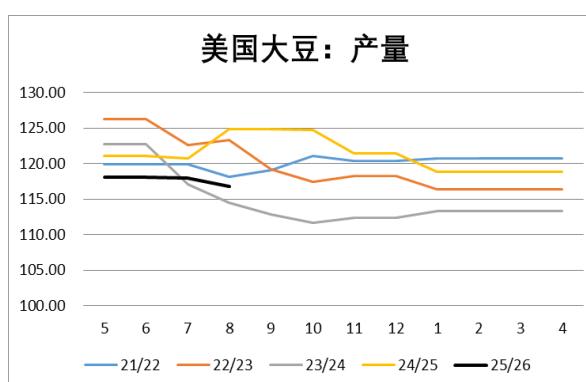


图 3：美国大豆国内消费

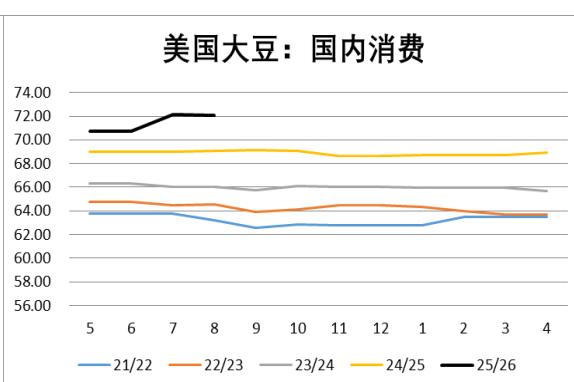


图 4：美国大豆出口

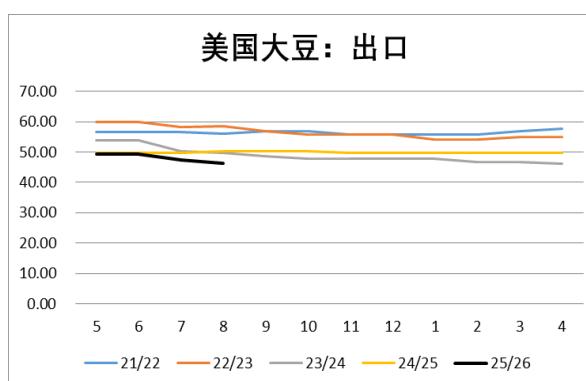
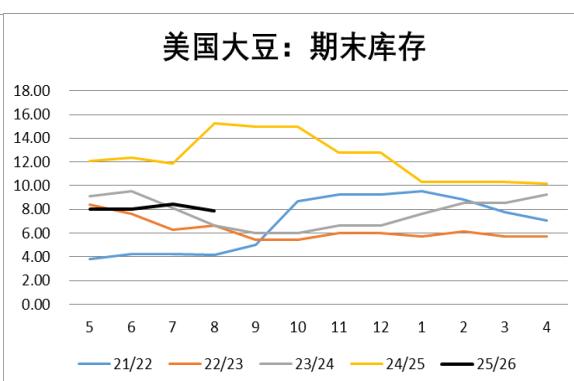


图 5：美国大豆期末库存



(资料来源：USDA、交子期货)

据 USDA 最新的 8 月供需报告,25/26 预测年度,美豆产量环比-0.98%,上月-0.12%,同比-6.47%,上月-2.25%;国内消费量环比-0.1%,上月+1.92%,



同比+4.27%，上月+4.54%；

出口环比-2.3%，上月-3.87%，同比-7.85%，上月-4.39%；期末库存环比-6.52%，上月+5.11%，同比-48.26%，上月-28.78%。

结合最近四个年度的走势来看，本季美豆产量处于近年来的低位附近，美豆从供给角度看确实出现了收缩，收缩的方式我们将从后续的种植面积和单产角度进行分析。

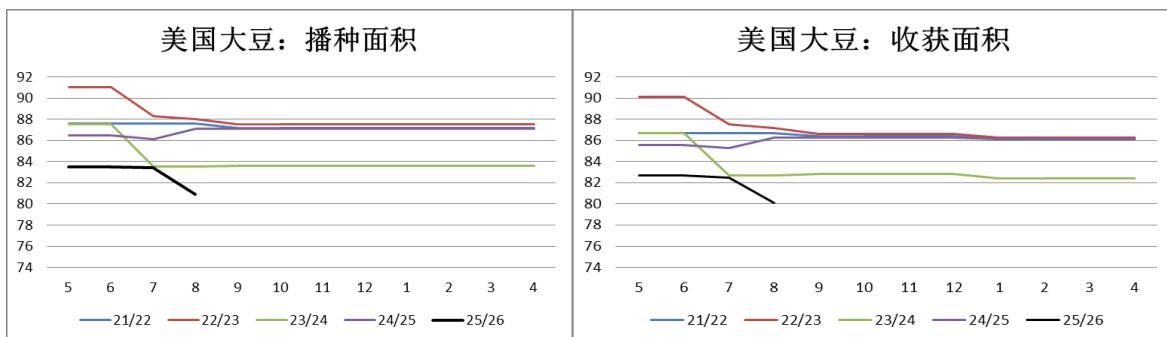
本季美豆国内消费处于近年来的高位，最重要的是呈现出年年递增的现象，我们对比 21/22 年度至 25/26 年度的 8 月的国内消费与产量的比值，分别是：53.56%、54.65%、55.9%、58.52%、61.02%。其国内消费占比呈现连续递增，且已经突破 60% 比例。

新季美豆出口量来到近年低位，近几年出口与产量的占比分别为：47.37%、49.67%、42.06%、42.64%、39.3%。23/24、24/25、25/26 年度明显低于 21/22、22/23 年度，美豆出口呈现出弱势现象。

观察新季美豆期末库存，我们发现，其库存水平明显同比 24/25 年度大幅下降，相对其他年度仍呈现一定的偏高程度。

图 6：美国大豆播种面积

图 7：美国大豆收获面积



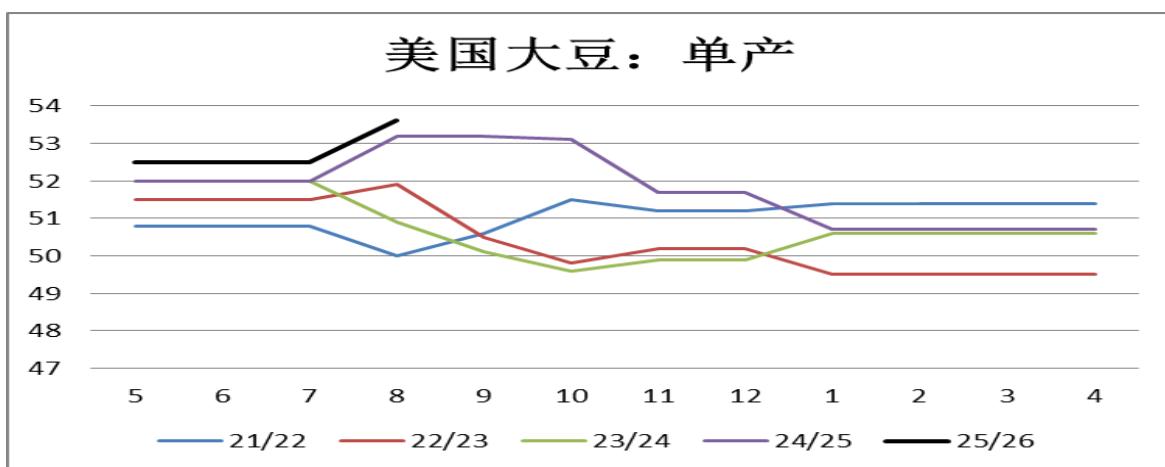
(资料来源：USDA、交子期货)

据 USDA 最新的 8 月供需报告, 25/26 预测年度, 美豆播种面积环比 -3%, 上月 -0.12%, 同比 -7.12%, 上月 -3.14%; 收获面积环比 -2.91%, 上月 -0.24%, 同比 -7.18%, 上月 -3.28%。

新季美豆种植面积在初始就较低的情况下, 8 月再度下调后来到近年来的最低位, 观察最近几年的种植面积调整情况来看, 7 月、8 月和 9 月都存在调整情况, 但 9 月调整幅度一般都不大, 因此新季美豆种植面积下调至近年来最低点这个情况将成为后续的一个重要基本面核心因素。

新季美豆收获面积则是基本保持和种植面积一样的调整情况。

图 8: 美国大豆单产



(资料来源: USDA、交子期货)

据 USDA 最新的 8 月供需报告, 25/26 预测年度, 美豆单产环比 +2.1%, 上月 0%, 同比 +0.75%, 上月 0.96%。

截至 2025 年 8 月 25 日当周, 美豆结荚率 89%, 上周 82%, 5 年平均 89%; 落叶率 4%, 上周 0%, 5 年平均 4%; 优良率 69%, 上周 68%, 去年同期 67%。

图 9: 美国大豆结荚率

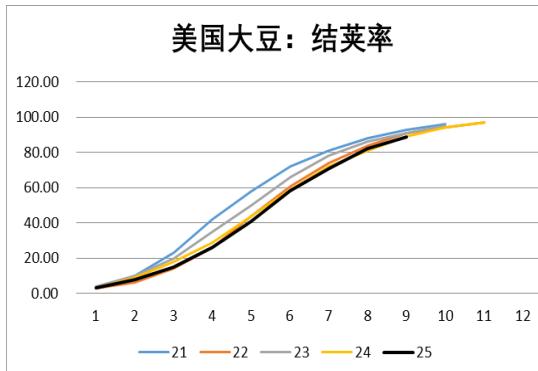


图 10: 美国大豆落叶率

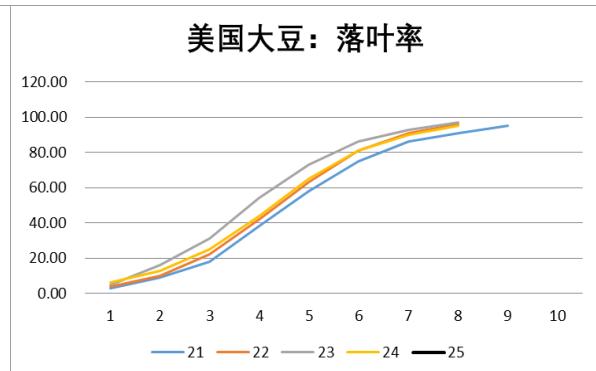
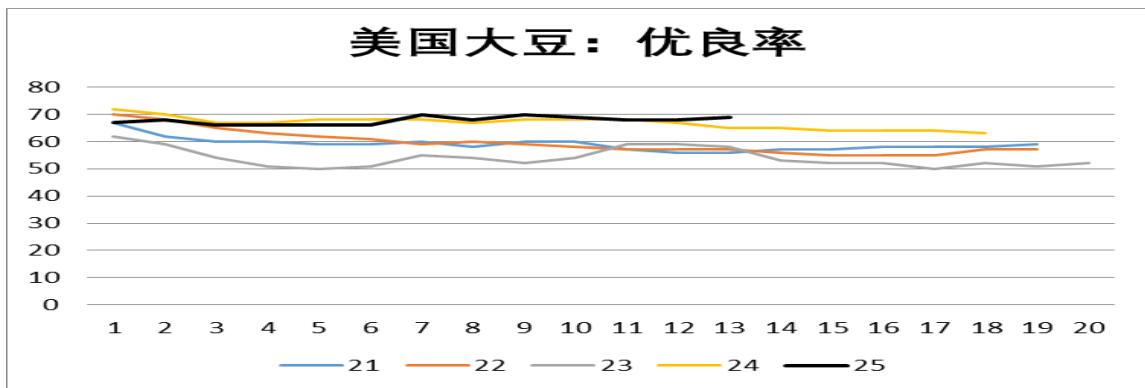


图 11: 美国大豆优良率



(资料来源: USDA、交子期货)

新季美豆单产处于近几年最高的位置, 比去年同期还高, 结合优良率来看, 新季以来的优良率确实也处于近几年的高位, 因此当前的单产是具备可信度的。但是我们纵观近几年的美豆单产走势可以发现, 当开始进入收获季节以后, 单产和优良率都面临着下调风险, 即美国当前的种植技术和生产环境, 无法支撑美豆达到 53 以上的单产, 因此我们认为后续优良率可能率先出现下调, 单产的调整可能要更加迟滞一些。

截至 2025 年 8 月 14 日当周, 美豆累计出口同比 +549.07 万吨, +12.65%; 累计出口中国同比 -154.96 万吨, -6.45%。

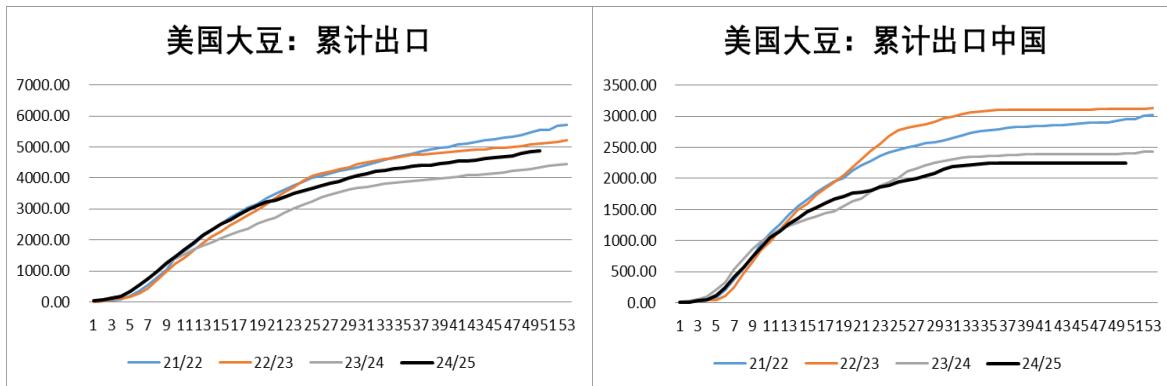


按照 24/25 年度的预售目标 5103 万吨来看，已经完成进度 95.8%，同比 +2.01。

24/25 年度，美豆出口中国占美豆出口的比率为 45.98%，去年 54.61%。

图 12：美国大豆累计出口

图 13：美国大豆累计出口中国



（资料来源：USDA、交子期货）

对比最近几年的出口走势来看，美豆出口情况是正常的，而美豆出口中国已经降至近几年低位，这也是符合当前中美经济关系的。

我们需要重点关注的问题是：

1、24/25 年度初期，中国采购美豆是积极的，也是符合常规的，但是到了 25 年 4 月中旬以后我们的采购进度基本停滞了，因此 25/26 年度的新季采购节奏是我们的重点关注对象；

2、在中国采购进度停滞以后，美国出口仍在继续，说明特朗普政府的新关税政策确实对美豆出口有一定提振，美豆的出口结构确实有了一定的优化，但这个量能否持续支撑美豆出口，是我们后续关注的另一个对象。

综合来看，美豆出现了比较重要的供需变化较大的现象：

1、美豆产量大概率要走减产路线，种植面积和收获面积基本确定减



少至近几年低位，虽然 8 月单产数据上调对冲了一部分来自于面积下降导致的产量减少冲击，但我们认为这么高的单产是无法实现的，后续将面临下调压力，一旦单产数据下调，美豆来自产量端的减产威力将进一步得到释放；

2、美豆的需求结构方面出现根本性变化：国内消费比率持续提升，出口比率不断下降。国内消费提振，尤其是生物柴油政策的积极拉动，对美豆价格提供了较好的支撑，对冲了出口遭遇下滑的风险。但美豆的出口依旧占据 40%左右的份额，而中国出口则占据整个出口的 45%-55%，相当于占整体产量的 18%-22%，因此中国进口美豆如果出现较大变动，这个幅度仅靠消费拉动是无法对冲的。

同样，我们从 2022 年-2025 年累计进口美豆依次为 3021 万吨、3138 万吨、2430 万吨、2247 万吨，这对于我们常年进口保持在 9000-10000 万吨的体量中，依旧占据 20%-35%左右的比重，因此中美之间的美豆进出口政策对中美大豆市场都具备重要的影响。

当前美豆出口中国处于停滞阶段，后续的中美关税政策以及新季美豆中来自于中国的订单情况将成为我们的重点关注对象。

（二）巴西大豆产量连年递增

据 USDA 最新的 8 月供需报告，25/26 估计年度，巴西大豆产量环比 0%，上月 0%，同比+10.46%，上月+10.46%；国内消费量环比 0%，上月 0%，同比+5.62%，上月+5.62%；出口环比 0%，上月-2.3%，同比-2.76%，上月-0.87%；期末库存环比 0%，上月+7.98%，同比+29.8%，上月+21.5%。

结合近几年走势图来看，巴西大豆产量连年递增，不断创出历史新高，

出口数量也相应来到高位，而期末库存经历去年持续偏低后回到较高水平。

图 14：巴西大豆产量

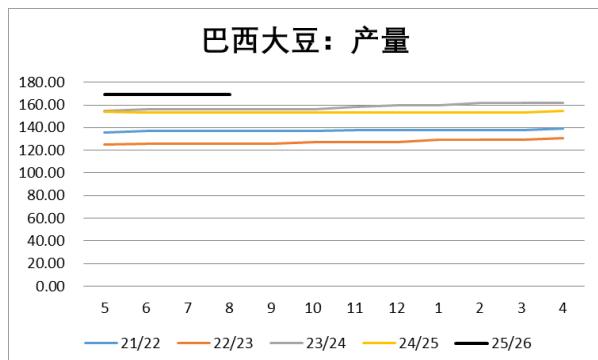


图 15：巴西大豆国内消费

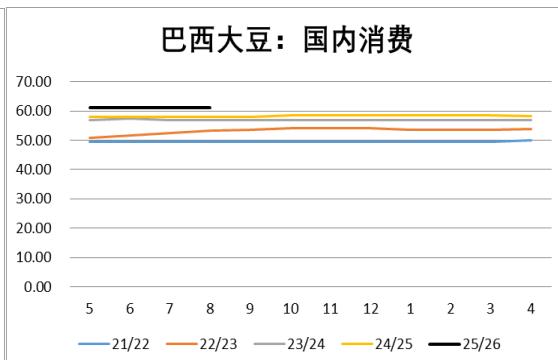


图 16：巴西大豆出口

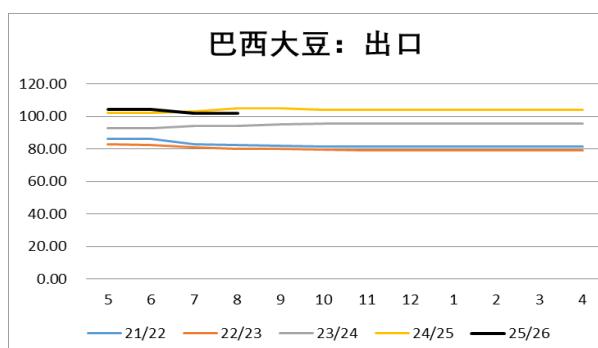


图 17：巴西大豆期末库存

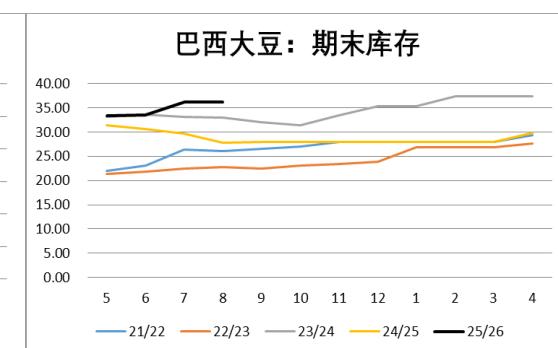


图 18：巴西大豆发船中国

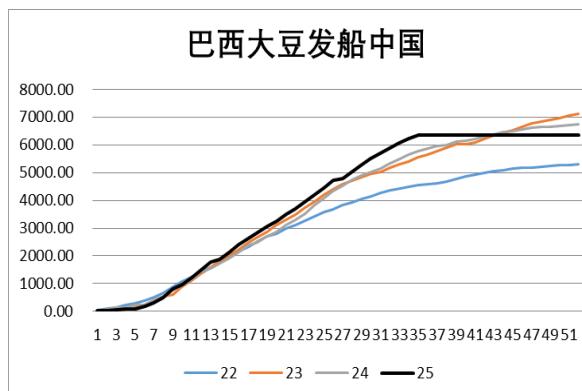
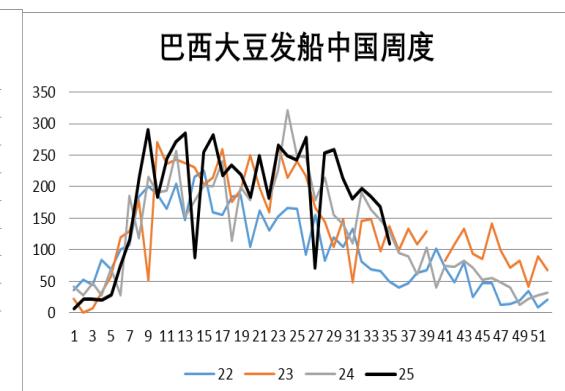


图 19：巴西大豆发船中国周度



(资料来源：上海钢联、交子期货)

据钢联数据，截至 2025 年 8 月 29 日当周，巴西大豆发往中国累计 6358.09 万吨，同比去年的 5767.52 万吨，+590.57 万吨，+10.24%。

结合近几年走势图来看，2025 年以来，巴西大豆发往中国的数量是近年来最高的，在二季度以后更加明显，这也和我们积极采购南美大豆，暂停采购美豆的情况是相符合的。

我们需要注意的是，巴西大豆发往中国的数量即将进入下行以及低谷阶段，并且将持续至明年 2 月左右才会重新上涨，这对后续我们关注国内大豆供应具有重要影响。

图 20：阿根廷大豆产量

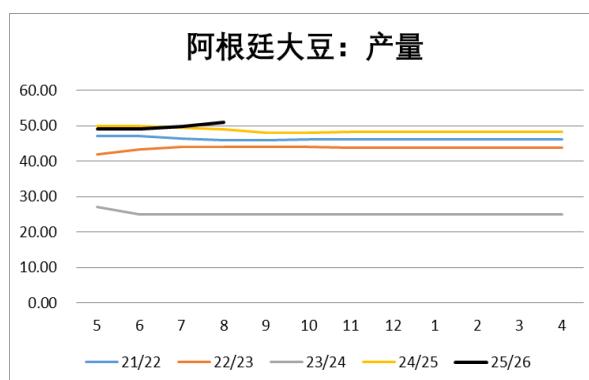


图 21：阿根廷大豆国内消费

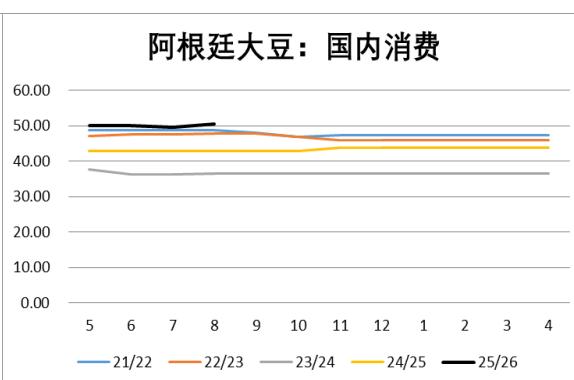


图 22：阿根廷大豆出口

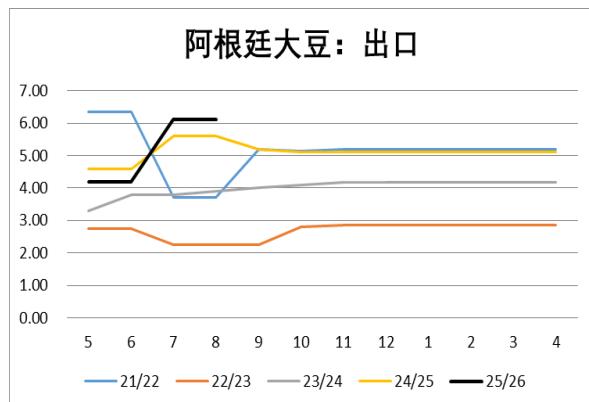
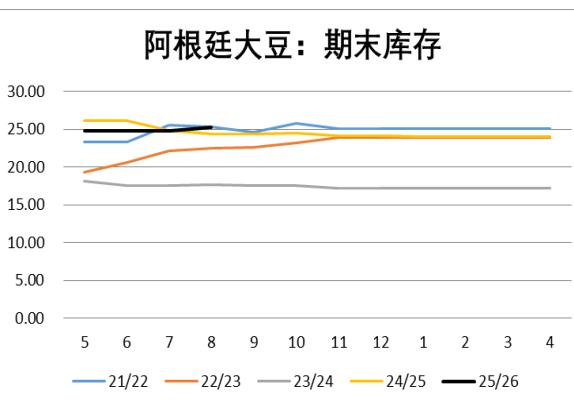


图 23：阿根廷大豆期末库存

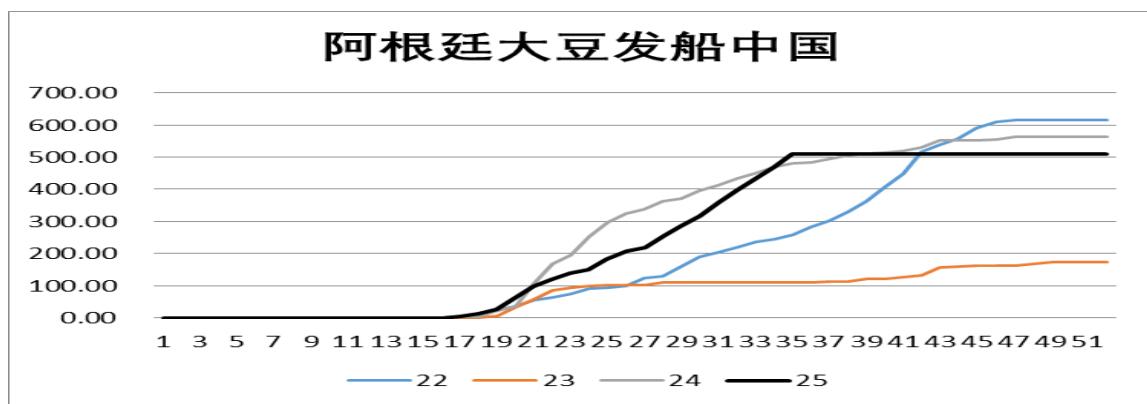


(资料来源：USDA、交子期货)

据 USDA 最新的 8 月供需报告, 25/26 估计年度, 阿根廷大豆产量环比 +2%, 上月 +1.84%, 同比 +3.88%, 上月 +0.81%; 国内消费量环比 +1.61%, 上月 -1%, 同比 +17.89%, 上月 +16.02%; 出口环比 0%, 上月 +45.24%, 同比 +8.93%, 上月 +8.93%; 期末库存环比 +2.02%, 上月 +0%, 同比 +3.7%, 上月 -0.4%。

从近几年的供需平衡走势图来看, 阿根廷产量和国内消费保持在稳定的水平; 出口波动较大, 但因其绝对数值较低, 因此对全球贸易结构影响不大; 其期末库存也保持在合理的水平上。

图 24: 阿根廷大豆发船中国



(资料来源: 上海钢联、交子期货)

据钢联数据, 截至 2025 年 8 月 29 日当周, 阿根廷大豆发往中国累计 510.38 万吨, 同比去年的 481.41 万吨, +28.97 万吨, +6.02%。

结合近几年走势图来看, 2025 年以来, 阿根廷大豆发往中国的数量是近年来最高的, 在二季度以后增加明显, 这也和我们积极采购南美大豆, 暂停采购美豆的情况是相符合的。但阿根廷的绝对增量有限, 对我们进口结构影响不是很大。

(三)、当前中国进口大豆充足

图 25：中国进口大豆当月

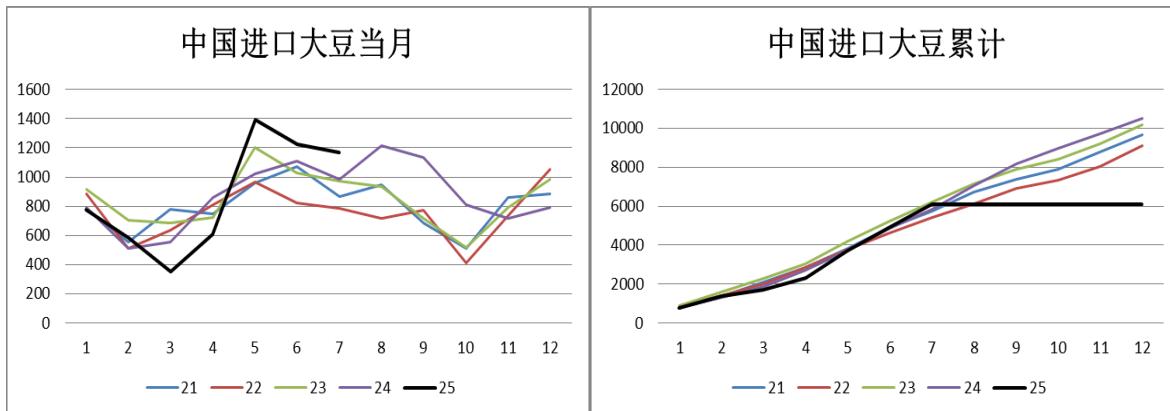


图 26：中国进口大豆累计

(资料来源：海关总署、wind、交子期货)

截至 2025 年 7 月，2025 年度中国进口大豆 6104 万吨，同比去年 5833 万吨，+271 万吨，+4.65%。

图 27：中国大豆港口库存

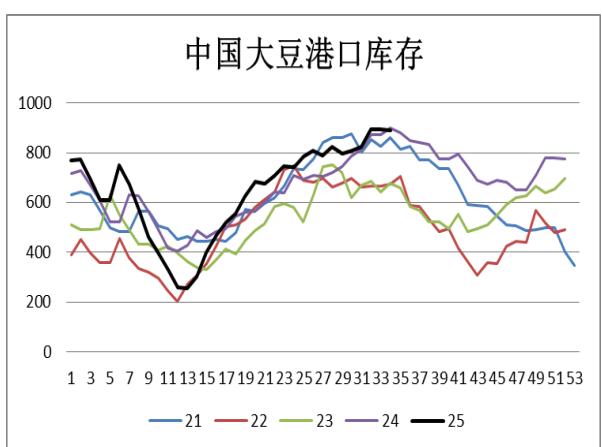
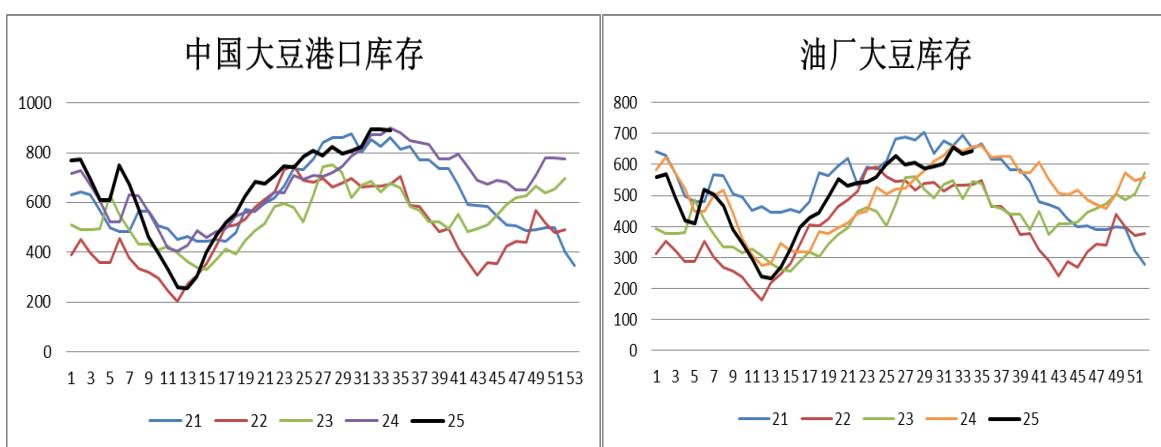


图 28：中国油厂大豆库存



(资料来源：上海钢联、交子期货)

据钢联数据，截至 2025 年 8 月 22 日当周，中国大豆港口库存为 889.8 万吨，同比去年的 900.53 万吨，-10.73 万吨，-1.19%；111 家油厂大豆库存为 644.03 万吨，同比去年的 658.73 万吨，-14.7 万吨，-2.23%。

2025年度，中国进口大豆的数量整体呈现稳中略增的局面，采购节奏来看一季度较为保守，二季度和三季度明显提升了采购进度，因此国内的港口库存保持在近年来的较高位置。所有我们认为当前的大豆是充足的，甚至是宽松的，但结合美豆采购停滞，以及巴西大豆采购即将进入下行阶段的情况来看，未来1-2个月进口大豆依然充足，但港口库存将开始下行，四季度后期的大豆供应充足与否，我们需要重点关注美豆的采购情况以及南美后续的到港情况。

（四）国内豆油供应充足

图 29：豆油产量

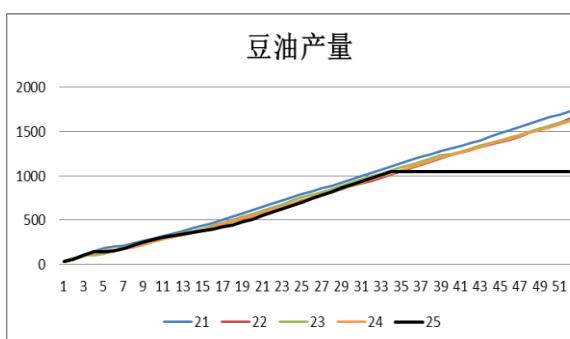
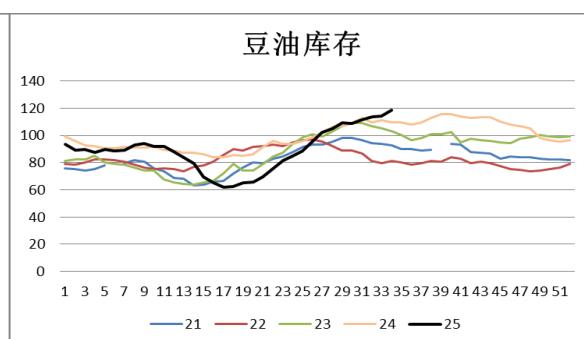


图 30：豆油库存



（资料来源：上海钢联、交子期货）

据钢联数据，截至2025年8月22日当周，2025年度豆油产量为1049万吨，同比去年的1026万吨，+23万吨，+2.23%。豆油库存为118.6万吨，同比去年的109.59万吨，+9.01万吨，+8.22%。

结合走势图来看，2025年度的豆油产量是稳定的，居于近五年中间水平，绝对差值不大，而豆油库存相对较高一些，但仍保持在正常范围之类，因此豆油供应是充足的，消费是较为正常的，豆油本身并没有太大的供需矛盾，豆油的定价矛盾主要集中在上游大豆环节。

三、全球菜籽菜油供应充足

(一) 全球菜籽供应充足

据 USDA, 25/26 预测年度, 截至 8 月, 全球菜籽产量为 690.11 万吨, 同比去年的 690.54 万吨, -0.43 万吨, -0.06%; 全球菜籽库存为 144.37 万吨, 同比去年的 150.63 万吨, -6.26 万吨, -4.16%。

对比近几年的走势图来看, 全球菜籽整体呈现连续增产, 25/26 年度保持高位; 从库存来看, 库存处于第二高位, 全球菜籽整体供应是充足的。

图 31: 全球菜籽产量

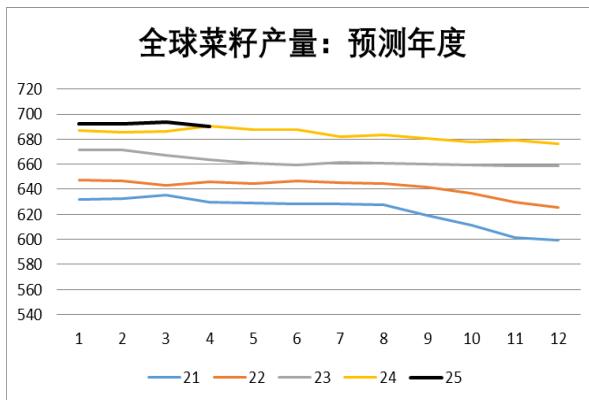
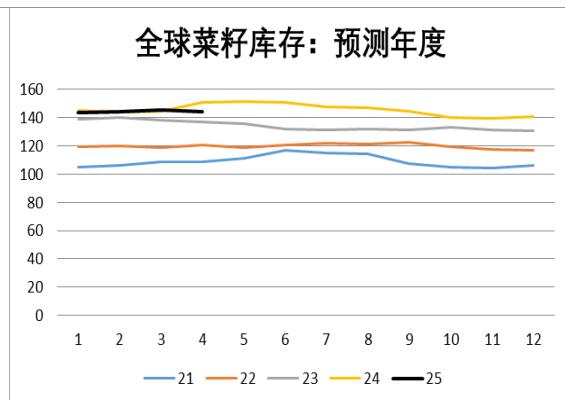


图 32: 全球菜籽库存



(资料来源: USDA、交子期货)

(二) 加拿大期末库存压力不大

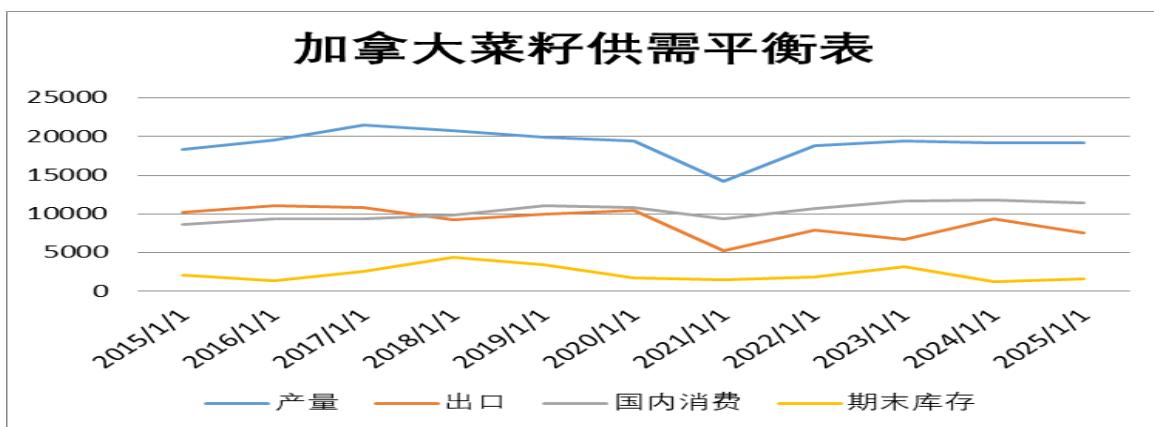
据 USDA, 25/26 年度, 加拿大菜籽产量同比+6.5 万吨, +0.34%; 出口数量-180 万吨, -19.15%; 国内消费-35 万吨, -2.95%; 期末库存+30 万吨, +22.8%。

从供需平衡图来看, 加拿大菜籽除了 21/22 年度遭遇较大减产, 其余年份产量保持较为稳定, 出口量波动较大, 除了天气因素外, 中加关系, 以及美加关系都对出口有较大影响; 国内消费呈现稳中小幅波动局面; 期

末库存连续两年保持低位，说明其在面临中加关系和美加关系的复杂情况下，其出口依然保持较好的韧性。

8月12日，商务部发布针对加菜籽的反倾销调查初步裁决，决定自8月14日起对加菜籽加征75.8%的反倾销保证金，引发国内菜籽供应进一步收紧的预期。

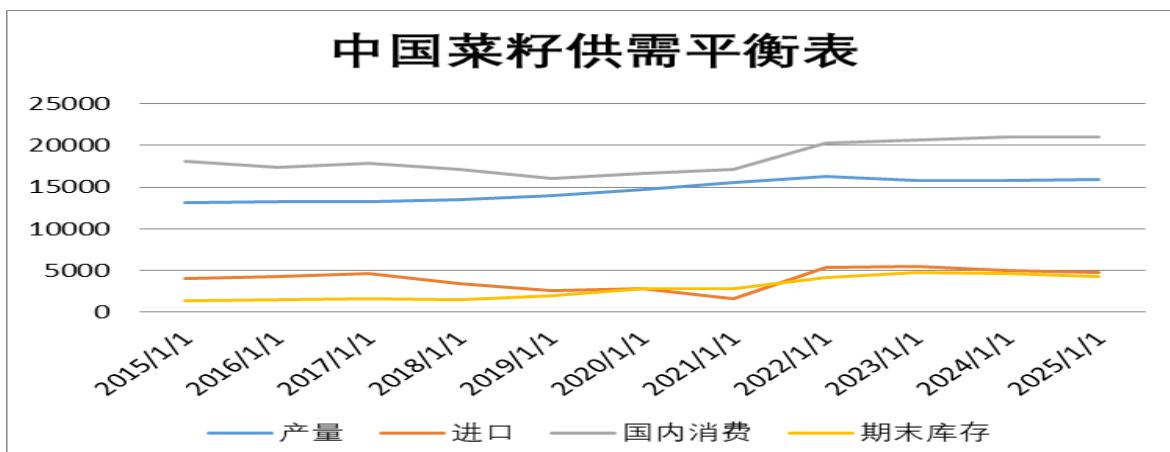
图 33：加拿大菜籽供需平衡表



(资料来源：USDA、交子期货)

(三) 中国菜籽进口偏低库存处于低位

图 34：中国菜籽供需平衡表



(资料来源：USDA、交子期货)



据 USDA, 25/26 年度, 中国菜籽产量 1590 万吨, 同比 +10 万吨, +0.06%; 进口 480 万吨, 同比 -20 万吨, -0.4%; 国内消费 2097.5 万吨, 同比不变; 期末库存 433.4 万吨, 同比 -27.5 万吨, -0.6%。

图 35: 中国菜籽进口

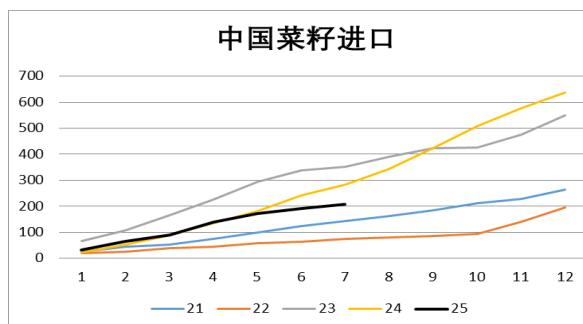
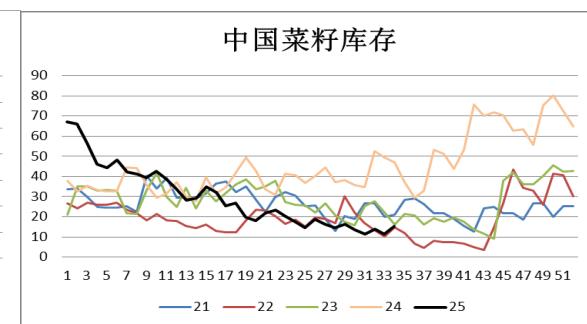


图 36: 中国菜籽库存



(资料来源: 海关总署、上海钢联、交子期货)

据海关数据, 截至 2025 年 7 月, 我国累计进口菜籽 208.41 万吨, 同比去年的 282.98 万吨, -74.57 万吨, -26.35%。

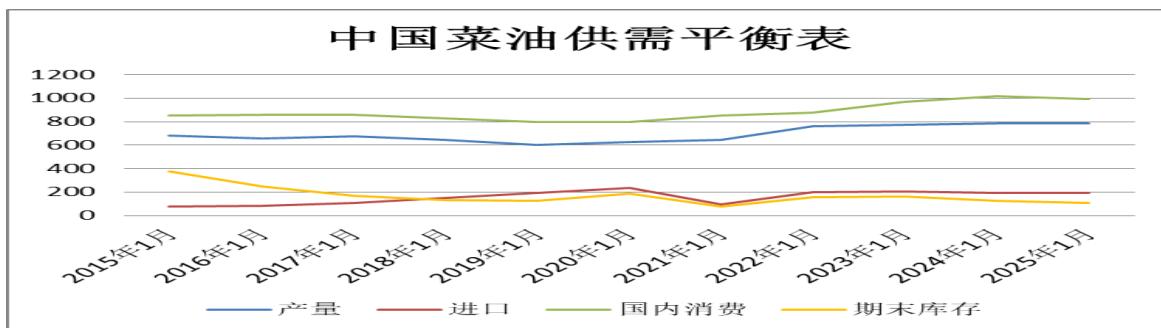
据钢联数据, 截至 2025 年 8 月 22 日当周, 菜籽库存为 15.3 万吨, 同比去年的 46.85 万吨, -31.55 万吨, -67.34%。

结合近几年走势图来看, 2025 年我国菜籽产量稳中微增, 进口菜籽在二季度末以后采购节奏非常缓慢, 这里面主要是受中加关系影响加拿大菜籽进口所致。因为菜籽进口减少较多, 导致菜籽库存处于低位, 菜籽整体供应偏紧。

(四) 进口菜油和进口菜籽共同主导菜油定价

据 USDA, 25/26 年度, 中国菜油产量 783.9 万吨, 同比不变; 进口 195 万吨, 同比不变; 国内消费 995 万吨, 同比 -20 万吨, -1.97%; 期末库存 107.8 万吨, 同比 -17.1 万吨, -13.69%。

图 37：中国菜油供需平衡表



(资料来源：USDA、交子期货)

图 38：菜油产量

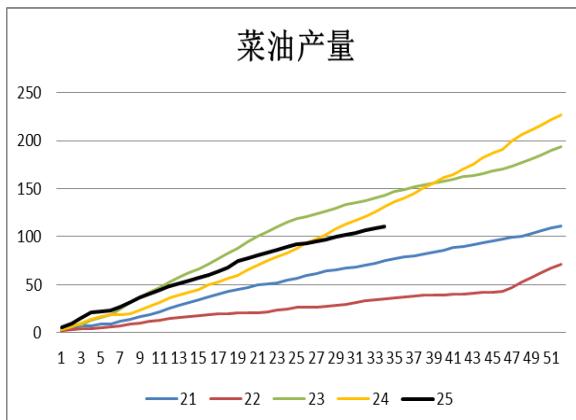
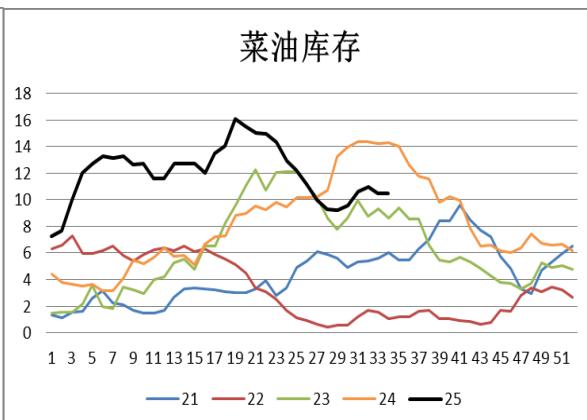
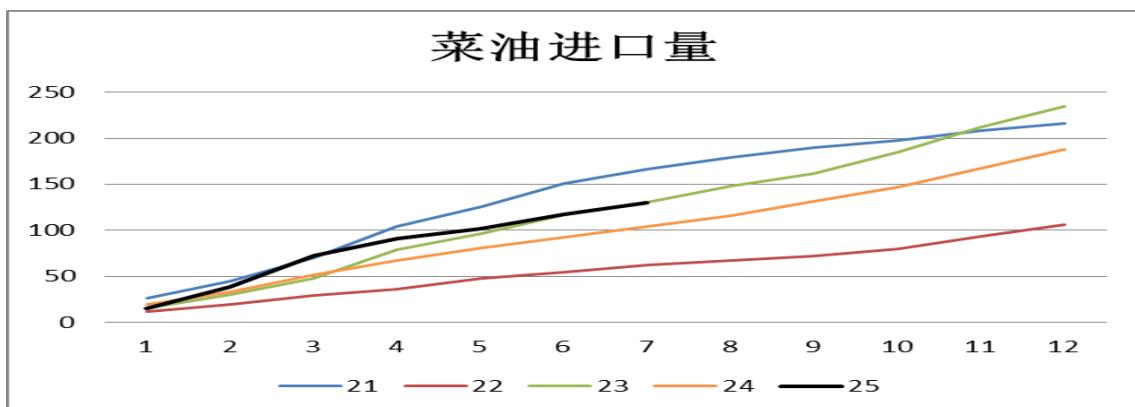


图 39：菜油库存



(资料来源：上海钢联、交子期货)

图 40：菜油进口量



(资料来源：海关总署、交子期货)



据钢联数据，截至 2025 年 8 月 22 日当周，沿海油厂菜油累计产量 110.6 万吨，同比去年的 131.37 万吨，-20.77 万吨，-15.81%；沿海油厂菜油库存为 10.5 万吨，同比去年的 14.3 万吨，-3.8 万吨，-26.57%。

据海关总署数据，截至 2025 年 7 月，累计进口菜籽油和芥子油 130 万吨，同比去年的 104 万吨，+26 万吨，+25%。

综合来看，由于进口菜籽进度减慢，2025 年沿海油厂菜油产量同比较少 20.77 万吨，菜油进口增加 26 万吨，菜油整体供应同比变化不大。因此后续菜油的两个重要因素就是菜油进口和菜籽进口，菜籽进口缓慢现象仍在持续，当前菜籽库存已经处于低位，因此后续的沿海压榨供应存在较大的风险，而菜油进口可以有效对冲菜籽进口不足的问题，所以菜系进口情况需要我们重点关注。

四、结论

1、美豆产量大概率要走减产路线，种植面积和收获面积基本确定减少至近几年低位，虽然 8 月单产数据上调对冲了一部分来自于面积下降导致的产量减少冲击，但我们认为这么高的单产是无法实现的，后续将面临下调压力，一旦单产数据下调，美豆来自产量端的减产威力将进一步得到释放；

2、当前美豆出口中国处于停滞阶段，后续的中美关税政策以及新季美豆中来自于中国的订单情况将成为我们的重点关注对象。

3、巴西大豆发船中国的数量即将进入下行以及低谷阶段，并且将持续至明年 2 月左右才会重新上涨，这对后续我们关注国内大豆供应具有重要影响。而阿根廷的绝对增量有限，对我们进口结构影响不是很大。

4、当前国内的大豆供应是充足的，甚至是宽松的，但结合美豆采购停滞，以及巴西大豆采购即将进入下行阶段的情况来看，未来1-2个月进口大豆依然充足，但港口库存将开始下行，四季度后期的大豆供应充足与否，我们需要重点关注美豆的采购情况以及南美后续的到港情况。

5、全球菜籽整体呈现连续增产，25/26年度保持高位；从库存来看，库存处于第二高位，全球菜籽整体供应是充足的。

6、加拿大菜籽产量保持稳定，但出口量波动较大，除了天气因素外，中加关系，以及美加关系都对出口有较大影响。商务部发布针对加菜籽的反倾销调查初步裁决事件，引发国内菜籽供应进一步收紧的预期。

7、2025年我国菜籽产量稳中微增，进口菜籽在二季度末以后采购节奏非常缓慢，这里面主要是受中加关系影响加拿大菜籽进口所致。因为菜籽进口减少较多，导致菜籽库存处于低位，菜籽整体供应偏紧。

8、后续菜油的两个重要因素就是菜油进口和菜籽进口，菜籽进口缓慢现象仍在持续，当前菜籽库存已经处于低位，因此后续的沿海压榨供应存在较大的风险，而菜油进口可以有效对冲菜籽进口不足的问题，所以菜系进口情况需要我们重点关注。

9、综合来看：

豆油的定价核心在于上游大豆，大豆的主要关注因素集中在美豆减产情况和中国采购巴西大豆即将进入下行阶段以及中国采购美豆受关税政策影响较大的贸易结构衔接情况，因此我们认为，虽然当前国内大豆供应是充足的，但进口结构问题将逐步显现，我们保持豆油的看多方向，支撑位放在8150一线；

菜油的定价核心在于进口菜油和进口菜籽的对冲情况，虽然中加关系以及商务部针对加菜籽的反倾销初裁将显著影响加菜籽进口，但菜油进口可以对其进行对冲，且当前菜油库存处于较高位置，因此我们对菜油持震荡观点，后续出现明确的驱动指引后，可能以波段式行情为主。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，交子期货研发部门力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

此报告所载内容仅作参考之用，且成都交子期货有限公司不会因接受人收到此报告而将其视为本公司客户。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

任何引用、转载以及向第三方传播的行为，需经交子期货研发部门授权许可；若有转载，需要整体转载，若截取主要观点，请注明出处，以免引起对原文的误解；任何断章取义，随意转载，均可能承担法律责任。

欢迎扫码二维码

交子期货APP



官方微信



官方微博



成都交子期货有限公司

| | |
|------|--|
| 总部地址 | 成都市锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406 |
| 客服热线 | 400-8844-998 |
| 传真号码 | 028-86269093 |
| 邮政编码 | 610041 |
| 官方网址 | www.btqh.com |