

研究通讯

全球供应链撕裂时刻：豆菜粕的"危"与"机"

广发期货研究所

电 话：020-88830760

E-Mail: zhaoliang@gf.com.cn

摘要：

当前全球贸易格局多变，2025 年中国自美国进口大豆及自加拿大进口菜籽数量骤降，美豆价格跌至 5 年低点，加拿大菜籽同样承压，国内粕类蛋白供应充满变数。本文旨在梳理当前内外市场所面临的供需格局及挑战，并通过情景假设进行分析，以对未来市场有更为清晰的把握。

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1292 号

联系信息

朱迪（投资咨询资格编号：Z0015979）

电话：020-88818008

邮箱：zhudi@gf.com.cn

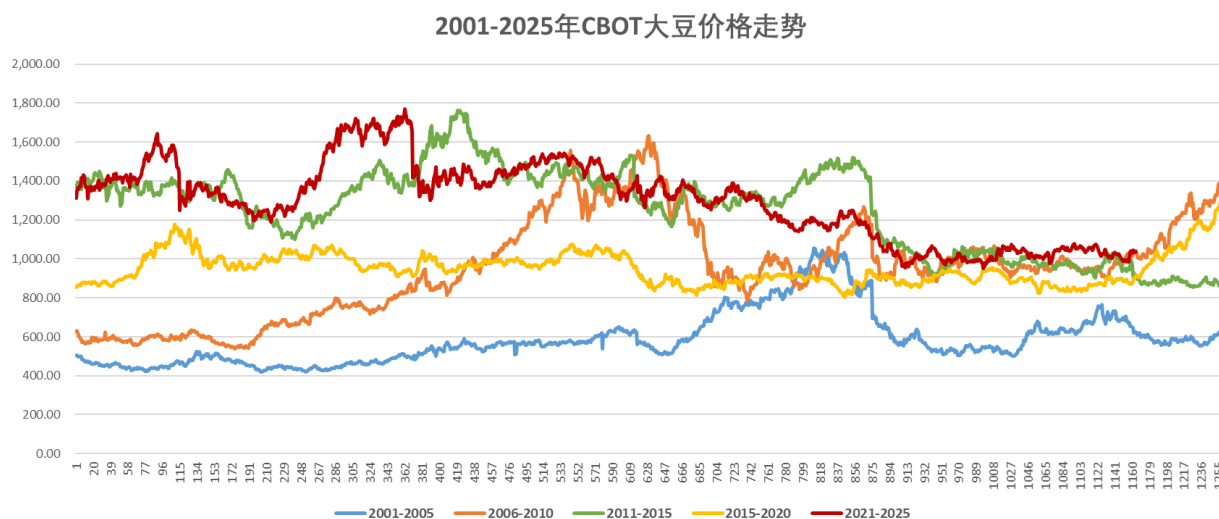
目录

1	CBOT 大豆的运行周期.....	1
2	贸易政策对美大豆及加菜籽的影响.....	1
3	供应矛盾如何影响国内粕类市场.....	3
	免责声明.....	5

1 CBOT大豆的运行周期

美豆有较强的周期性。从2001年到当下，大约每隔5年盘面会走出一轮完整的上涨、下跌及底部运行周期，如下图所示。归结其原因，一方面涉及美豆种植者的盈利亏损周期，另一方面与拉尼娜-厄尔尼诺循环周期息息相关。而美豆的周期底部也有显著特征，过去五轮无一例外至少有一年的磨底时间，用来消化亏损和过剩的产能，但也成为了期货交易的垃圾时间。2006年以来至今，底部震荡区间基本落在800-1000美分/蒲之间，并在通胀和成本上行压力下有持续上抬的迹象。从成本归因，此区间一般对应美豆当季种植成本亏损达到15%-20%的区间，该区间也成为投资者坚挺的心理底部价位。最近一年多，美豆一直维持底部震荡行情，按照周期及成本规律来看，当前美豆继续下跌空间已不大，在0-12个月内不排除会有新的上涨趋势产生。

图1：美豆行情走势



数据来源：Wind 广发期货研究所

纵观各个周期表现，2001-2015年三轮周期有较为相似的节奏，一般由3年上行周期和2年下行周期构成。但近10年来，受中美贸易摩擦及美国对外贸易政策多变影响，美豆上行周期有提前结束迹象，下行周期显著拉长，出口需求不佳对价格形成拖累。贸易摩擦虽不至于改变美豆运行周期，但会对周期内美豆波动率及运行节奏会产生难以预测的影响，造成节奏的多变及不确定性的增加。

2 贸易政策对美大豆及加菜籽的影响

本轮美国对华贸易策略，已显著影响了新作美豆的正常销售。根据USDA统计数据显示，截至2025年8月14日，美豆2025/26年度新作仅销售585万吨，远低于去年同期的754万吨，更大幅低于5年均值1427万吨。美国农业部8月供需报告已将2025/26年度的大豆出口预估下调至4640万吨，在过去10年中，仅19/20年度和23/24年度大豆出口量低于该值，前者受到2018-2020年中美贸易摩擦影响，后者来自当年巴西大豆丰产，升贴水大幅下挫的极端行情所带来的竞争和挤压。如今，巴西大豆维持高产低价，其核心及根基便是中美大豆贸易不确定性强，中国大豆供应存在潜在缺口。

2018、2019两年中国从美国进口的大豆分别为1664万吨和1694万吨，在此之前中国每年从美国进口大豆约3000万吨，下滑幅度超40%。2020年1月中国与美国签署了第一阶段贸易协议，大豆贸易是核心议题之一。中国承诺在2020-2021年度采购不低于366亿美元的美国农产品，其中大豆目标为每年约3000万吨。协议明确将大豆列为重点品类，占美国农产品出口额的约20%。2020、2021两年中国实际进口美豆约2590万吨和3230万吨，接近协议目标。但2023-2024年度进口量回落至约2200万吨，

低于预期。2025 年至今，中国自美国进口大豆约为 1657 万吨，但 6 月份以来，中国已停止美豆船期采购，国内进口大豆基本来自巴西及南美其他国家。

图 2：我国美豆进口量（万吨）

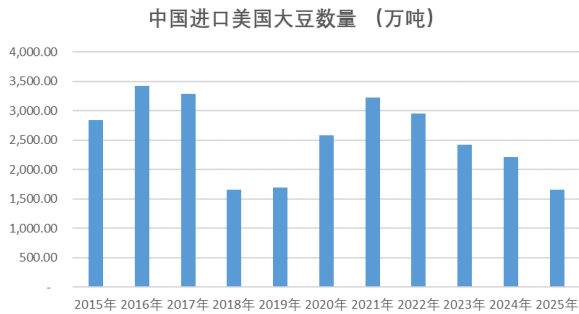
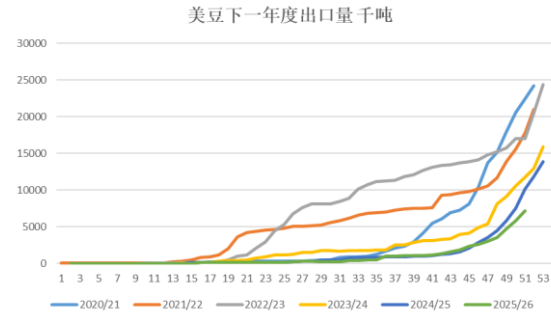


图 3：美豆新作出口情况



数据来源：海关总署 USDA 广发期货研究所

近期，中国重启美国大豆采购的传闻愈演愈烈，若参照 2020 年贸易协议内容，则美豆放开后，中国有望在当前基础上提高美豆进口份额，大幅改善美豆需求表现，CBOT 大豆盘面有望上行。上一轮美豆上涨自 2020 年 8 月开启，其中最大的上涨来自需求端的改善，2020/21 年度美豆年总需求量约为 45 亿蒲，同比增长 14%，虽盘面交易话题始终围绕减产，但需求端才是库销比下滑的主要因素。24/25 年度中国自美国采购大豆接近 2500 万吨，若 25/26 年度达成贸易协议，中国采购美豆有望在此水平上有所增加，若能达到 2500-3000 万吨区间，则美豆库销比在目前 6.66% 的水平下有望进一步下调，盘面中长期有望上涨至 1250 美分以上。反过来，若中美无法达成协议，2025/26 年度中国如 2018/19 年度进口美国大豆低于 1000 万吨，则库销比有可能重回 10% 以上，则美豆在 1000-1050 美分区间可能形成顶部压力。笔者假设了两种情况，分别将出口放在 18.75 亿蒲及 15 亿蒲，如下表所示，在仅考虑出口调整的情况下，库销比差异巨大。

表 1：美豆行情走势（红色为广发假设情景，非官方数据，不可作为交易参考）

	2016/	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	2023/2024	2024/2025	2025/2026	2025/2026	2025/2026	2025/2026
百万蒲									Aug	Jul	Aug	放开进口	不放开进口
播种面积	90.2	89.2	76.1	83.4	87.2	87.5	83.6	87.1	83.4	80.9	80.9	80.9	80.9
收获面积	89.5	87.6	74.9	82.6	86.3	86.2	82.3	86.1	82.5	80.1	80.1	80.1	80.1
收获面积比例	99%	98%	98%	99%	99%	98%	98%	99%	99%	99%	99%	99%	99%
单产	49.3	50.5	47.4	51.0	51.7	49.5	50.6	50.7	52.5	53.6	53.6	53.6	53.6
期初库存	302	438	925	538	257	274	264	342	330	330	330	330	330
产量	4411	4427	3550	4216	4464	4270	4161	4366	4335	4292	4292	4292	4292
进口	22	14	15	20	16	25	21	25	20	20	20	20	20
总供给	4734	4880	4491	4774	4737	4569	4446	4734	4705	4642	4642	4642	4642
压榨	2055	2092	2164	2140	2204	2212	2285	2430	2540	2540	2540	2540	2540
出口	2133	1753	1683	2265	2152	1979	1695	1875	1745	1705	1875	1875	1500
种用	104	88	96	101	102	75	75	70	73	73	73	73	73
残余	9	43	9	-4	6	39	49	29	37	34	34	34	34
总需求	4301	3976	3952	4503	4463	4305	4104	4404	4395	4352	4352	4352	4352
期末库存	438	925	538	257	274	264	342	330	310	290	320	320	320
农场均价	9.33	8.48	8.57	10.8	13.3	14.2	12.4	10	10.25	10.1			
农场均价													
库存消费比	10.18%	23.26%	13.63%	5.71%	6.15%	6.14%	8.34%	7.49%	7.05%	6.66%	2.65%	2.65%	11.94%

数据来源：USDA 广发期货研究所

菜籽目前面临的问题更为明了，商务部于 2025 年 8 月 12 日发布初裁公告，认定加拿大油菜籽存在 75.8% 的倾销幅度，自 8 月 14 日起对进口商征收等额保证金。保证金加征，极大提升了加拿大菜籽出口中国的难度，中国进口菜籽对加拿大依赖度超过 95%，因此国内也需增加新的进口来源。否则每年约 250 万吨的进口菜籽缺口将无法弥补。从当前市场走向来看，中国有较大可能会在未来增加澳洲菜籽的进口，但澳洲菜籽本身产量不大，年产量约为 600 万吨，其中可用来出口的也仅仅为 450 万吨，产量并不稳定。而这一紧缺格局，也确定了年内菜粕 价格底部将会有一定抬升。跟踪 CZE 菜粕盘面价格，2025 年菜粕主力运行区间为 2400-2700 元/吨，底部较 2024 年提升约 200 元/吨。

图 4：澳菜籽产量及出口量（万吨）

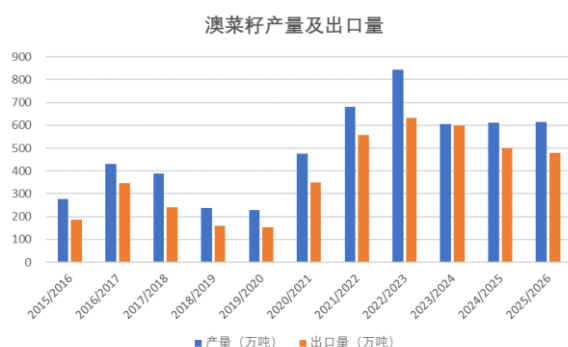


图 5：中国自加拿大进口油菜籽量（吨）



数据来源：USDA 海关总署 广发期货研究所

过往中美及中加关系缓和后，中国进口美豆及加拿大菜籽并非立刻执行，反而经历了一段时间的缓冲。2020 年 1 月中美签订第一阶段协议，但中国并未立刻增加美国大豆进口，因当时正处巴西大豆上市高峰期，国内进口仍集中在性价比较高的巴西豆上，一直等到 20 年 9 月份美新豆上市才正式加大美豆进口，造成 19/20 年度旧作大豆出口创下 10 年内低点。目前中美尚未有正式协议达成，所面临的问题也十分复杂，不排除年内无法达成协议的可能，则 25/26 作物季度美豆出口销售可面临大幅减少的风险。同样，2019 年中国以“质量安全问题”为由，暂停加拿大两家主要油菜籽出口企业（Richardson International、Viterra）的对华贸易资格，并对进口加拿大油菜籽实施严格检疫措施。中国于 2022 年 5 月取消对加拿大油菜籽的进口限制，恢复两家被禁企业的贸易资格，检疫流程回归常规标准。而此后直到 2022 年 10 月中国才大幅增加加拿大油菜籽进口，贸易复苏并非立刻显现，市场需要一定时间去消化和改变。

3 供应矛盾如何影响国内粕类市场

截止 2025 年 8 月底，官方尚未通报中国对美新作大豆采购。目前国内 9、10 月船期采购已接近完成，但 11、12、1 月船期还有较大缺口。分几种情况来讨论：①若中美在年内达成协议，目前美豆升贴水较巴西明显占优的前提下，不排除国内油厂将大幅增加美豆采购，从而驱动豆粕 1-5 价差走弱，目前 M1-5 价差走势来看，已交易部分该预期，M2601 单边压力亦有所显现。此情境下美豆必然大涨，对标当前巴西销售价格，预计美豆至少有 5%-10% 的上涨空间，但国内下游采购积极性下滑，压制基差，预计国内豆粕被动跟涨或持平。②若中美未能达成协议，但在谈判推进过程中，中国先采购部分美豆合同作为表示，若以此方式呈现，则对短期行情会有大波动，巴西贴水走弱而 CBOT 大豆走强，但国内供应偏紧格局不能完全缓解，继续支撑单边行情，预计 M2601 在 3000 附近有强支撑，上方 3250 附近有压力，豆粕维持震荡上行格局，上下游谨慎，基差更多落脚现实而非预期。③若中美完全未有窗口打开，截止当前，巴西农民尚有 3000~3500 万吨左右大豆未销售，可勉强满足中国 11、12、1 月三个月大豆需求，但伴随库存下滑，巴西升贴水预计加速上涨，而美豆在 1000 美分附近基本持稳，国内 M2601 合约在此情境下试探性跟涨，行情空间最大，M2601 有望触及 3250-3500 区间。

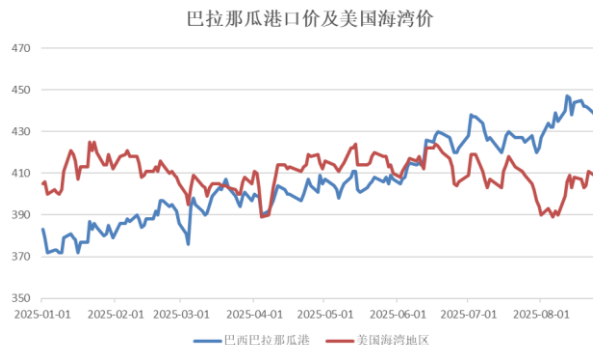
豆菜粕绝对价差通常处于 400-800 元/吨的区间。当价差 ≤ 400 元/吨，豆粕替代菜粕需求显著增强，价差 ≥ 800 元/吨，菜粕性价比提升，可能吸引豆粕消费转移，当价差跌至 200 元/吨以下（如 2025 年 3 月），豆粕替代效应加速，价差快速反弹。历史数据显示，价差低于 500 元/吨时，即进入豆粕替代的敏感区域，目前豆菜粕 01 价差在 550 附近，豆粕替代的敏感度也在提升。目前油厂菜粕库存下滑到中等偏低水平，但进口菜粕库存处在历史同期高位，导致国内菜粕总量依旧过剩，菜粕基差疲弱。因豆菜价差低位，近期月度菜粕表观消费量已下滑至 30 万吨左右，后续不排除下滑至 20 万吨。当前国内菜粕总库存略高于 60 万吨，9、10 月为水产旺季，但 10 月过后水产需求将大幅下滑，菜粕需求也将明显减

弱，菜粕预计在年底将进入供需双弱环节。但总体来说，菜粕供应近松远紧，在扩充菜粕、菜籽进口国的基础上，勉强维持供需平衡，当前豆菜价差处在均衡区间，且加拿大相关话题已基本被消化，菜粕进一步利多空间有限，水产旺季过后，不排除 01 豆菜价差有进一步走强的可能。

图 6：巴西大豆 CNF 升贴水



图 7：巴西与美国大豆 FOB 报价



数据来源：Wind Mysteel 广发期货研究所

图 8：进口菜粕库存

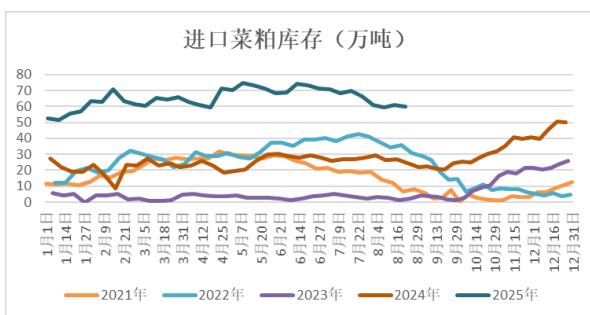
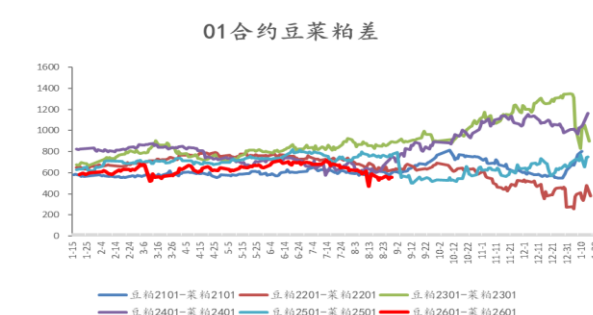


图 9：豆菜价差



数据来源：Wind Mysteel 广发期货研究所

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货研究所

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620