

## 柳暗花明势可期

### 【摘要】

对于 2026 年上半年蛋白粕单边行情，我们预期相对乐观，若中美贸易维持现状，豆粕后市预计走出先抑后扬、整体处于区间震荡的行情，菜粕相对变数较大，走势波动预计大于豆粕，走势预期同样为先抑后扬，国内库存偏低现状下预计相对强于豆粕，后市重点在于中加反倾销调查终裁结果的影响。

豆粕期货方面，整体呈“近弱远强、区间波动”特征。供应端支撑来自南美种植周期中拉尼娜天气的扰动情况，以及中美贸易现状之下，国内明年 2-3 月份大豆供应是否充足，在南美大豆供应空窗期，国内油厂是否能维持正常开机。另外，需求端在生猪“反内卷”政策下能繁母猪存栏缓慢去化，二季度后豆粕消费或受压制，虽水产养殖旺季能提供阶段性支撑，但豆粕减量替代政策持续深化，需求增长弹性受限。预计一季度受供应压力震荡偏弱，二季度随天气炒作与需求回升逐步走强，基差维持偏弱态势。

菜粕期货将表现“强于豆粕、宽幅震荡”。供应端矛盾仍存，中加 100% 关税政策延续，加拿大菜粕进口近乎停滞，虽印度、俄罗斯等替代来源持续放量，但进口菜籽压榨量不足制约菜粕产出，且可交割品供应紧张格局未改。需求端是核心支撑，二季度水产养殖进入投苗旺季，备货需求推动库存去化，而豆粕价格高位时的替代效应将进一步放大菜粕需求弹性。此外，国内菜籽库存同比偏高但港口库存去化预期强烈，供需紧平衡支撑价格韧性。菜粕期货整体震荡偏强，波动区间较豆粕更宽，需重点关注进口补充节奏与水产需求成色。

对于 2026 年上半年，我们认为需要重点关注的风险点有：南美大豆产区天气情况、中美贸易关系波动、中加反倾销调查终裁结果、国内大豆到港效率等等。

投资咨询业务资格：  
京证监许可【2012】76号

刘金鹭

电话：010-84555100

邮箱

yjzx@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F03086822

投资咨询资格号

Z0019372

## 【目 录】

一、行情回顾	1
二、全球大豆基本面分析	1
2.1 全球大豆基本面概览——供应宽松格局未变，拉尼娜加大南美产量忧虑	1
2.2 美豆基本面分析	1
2.2.1 美豆供应情况——面积缩减叠加单产微调、总量略降但仍处高位	1
2.2.2 美豆需求情况——内需政策托底稳增，出口前期受限、年末破冰	1
2.3 巴西大豆基本面分析——产量创纪录、出口稳增但价格波动、供需紧平衡	1
2.4 阿根廷基本面分析——天气危机与出口政策加大扰动	1
三、国内大豆及豆粕基本面分析	1
3.1 中国大豆供需平衡表——国产供给稳增、进口收缩，需求结构分化	1
3.2 国内大豆进口情况——南美主导、美豆阶段性恢复	1
3.3 中国豆粕供需平衡表——产量随大豆压榨节奏波动	1
3.3.1 国内豆粕供应情况——大豆进口向南美深度倾斜，月度供应波动剧烈	1
3.3.2 国内豆粕需求情况——总量微降、结构分化	1
3.3.3 国内豆粕库存情况——去库周期与往年节奏有差异	1
四、全球菜籽基本面分析	1
4.1 全球菜籽供需——供应小幅收缩，需求温和回落，库存累积趋宽松	1
4.2 加拿大菜籽供应情况——产量微降，出口稳中有调，库存边际收紧	1
五、国内菜籽菜粕基本面分析	2
5.1 中国菜籽供需平衡表——进口回落，中加关系扰动仍在	2
5.2 国内菜粕供需平衡表	2
5.2.1 国内菜粕供应情况——总量收缩、结构剧变	2
5.2.2 国内菜粕需求情况——总量稳健增长、季节性波动显著	2
5.2.3 国内菜粕库存情况——库存持续回落至近年历史低位	2
六、行情展望	2
6.1 单边行情展望及投资策略	2
6.2 套利机会提示	2

## 一、行情回顾

2025 年国内蛋白粕走势跌宕起伏，在接连交易南美大豆、美国大豆种植周期供应预期，以及加拿大和国内菜籽供需预期的基本面背景下，也受到中美贸易战、中加反倾销调查结果扰动等因素影响，整体来看，盘面走势呈现周期性变化，运行经历九个阶段：

**第一阶段：**1-3 月初，国内豆粕期货呈现震荡反弹态势，主力合约价格一度回升至 3000 元/吨以上，核心支撑来自春节前饲料企业备货需求释放，以及南美大豆物流干扰导致的进口到港延迟预期。期间 USDA 报告预测 2024/25 年度全球大豆增产 8.21%，丰产预期提前压制价格上涨空间。

**第二阶段：**3 月-4 月，中美贸易摩擦激化成为关键转折点。3 月 4 日中国宣布对美大豆加征 10% 关税，美豆进口成本增加约 320 元/吨。3 月 20 日：中国进一步对加拿大菜粕加征 100% 关税，菜粕期货受供应缺口预期提振走强。国内连粕市场受季节性以及海关政策变动预期影响，国内进口大豆补充减少，油厂面临短豆缺豆的现实，豆粕基本面边际向紧，天然支撑价格反弹。而菜系来看，全球菜籽供应收紧预期基本落地，国内 2 月进口菜籽有所减少，市场再度开始忧虑中加贸易关系变数，菜粕呈现库存去化现实，一定程度上支撑价格反弹。叠加国内豆粕减量替代政策持续推进，3 月后市场需求转趋谨慎，价格逐步回落至震荡区间下沿。

**第三阶段：**4 月-5 月上旬，中美贸易冲突升级成为导致 CBOT 大豆、内盘豆粕、菜粕分化加剧。4 月初中美贸易冲突急剧升级，成为行情最大转折点。4 月 4 日中国宣布自 4 月 10 日起对美所有商品加征 34% 关税，美豆进口成本飙升，导致中国从美国进口大豆数量预期下降，总体供应收缩，同时推动巴西大豆价格上涨，国内豆系商品进口成本上升。此后双方多番加码，不过尽管 4 月贸易战升级虽推高短期价格，但市场迅速意识到近端实质影响有限（5-9 月以巴西豆为主），反而加速了冲高回落进程。另外，随着美豆进入新作种植周期，此前种植意向报告超预期调低美豆新作种植面积，使得美豆新作的天气容错率被压缩，市场对产区天气情况高度关注。国内来看，海关检验标准全面收紧，新增种衣剂残留、熏蒸证明等筛查项，港口通关时间从 5 天延长至 20-30 天，不过市场对二季度大豆到港仍保持相当乐观预期，4 月国内豆粕库存呈现“紧现实、松预期”格局，盘面在消化关税问题后开始逐步布局二季度后续大豆巨量到港的预期。豆粕价格中枢逐步回落。

**第四阶段：**5 月-6 月中旬，CBOT 大豆及内盘豆粕整体以交易基本面现实为主，维持震荡偏强走势。5 月中旬，中美贸易休战协议，双方同意暂时下调彼此的高额关税，为美国大豆出口恢复创造了有利条件，一定程度上提振美豆出口需求预期，带动 CBOT 大豆价格维持高位震荡。同时月中因美国农业部（USDA）5 月供需报告首次公布 2025/26 年度新作产量预期，报告预计新作产量同比小幅下调，利多市场。国内来看，随着海关通关速度加快叠加二季度国内进口大豆巨量到港，以及南美大豆存放时间相对偏短，倒逼油厂加快压榨速度，豆粕供应逐渐增加，产量增幅超过出库需求，库存开始迅速累积，供强需弱背景之下，豆粕期现价格仍以承压运行为主。菜系来看，5 月中加贸易关系维持相对稳定，菜粕整体以跟随豆粕运行为主，缺乏单边独立运行驱动。

**第五阶段：**6 月中旬-6 月下旬，EPA 发布最新的生物能源掺混目标，提振美豆油需求，带动 CBOT 大豆强势走高，但预期很快被市场交易，市场开始回归美豆新作种植周期中的产量预期为主的逻辑中，CBOT 大豆价格随之回落，内盘豆粕、菜粕跟跌。

**第六阶段：**7 月-8 月中旬，CBOT 大豆期货价格整体呈现偏弱震荡走势，主要压力来自中国买家持续缺席美国新季大豆市场。内盘豆粕呈现震荡上行走势，中美贸易谈判成为关键变量，但三季

度多次会谈未取得实质性进展，中国对美豆采购意向降至冰点（登记量为零），导致美国大豆出口销售同比减少，农民面临亏损压力。与此同时，中加贸易关系呈现微妙变化，中国对加拿大油菜籽进口仍受保证金措施限制，未出现实质性解禁；中国转而增加从阿联酋、澳大利亚等地的菜籽类产品采购。国内豆粕市场在三季度面临供应宽松但远月偏紧的格局。菜粕方面则呈现供需双弱但库存去化态势。

第七阶段：8月下旬-10月下旬，CBOT大豆期货先抑后扬走势，8-9月因单产预期向好、对华出口近乎归零（9月中国自美大豆进口为零）导致库存积压，价格承压下行至五年低点，而10月中旬后受中美贸易关系改善、中国承诺恢复美豆采购的预期提振，价格连续上涨并创下15个月新高；国内豆粕期货则全程呈震荡下行态势，主力合约从3100元/吨左右跌至2852元/吨的阶段性低点后小幅企稳，核心原因是国内大豆进口持续超量（主要集中于巴西，1-9月累计进口8618万吨）、油厂开机率维持高位导致供应宽松，叠加生猪养殖持续亏损、低蛋白饲料技术推广带来的豆粕减量替代，需求端持续疲软，虽后期受美豆价格反弹及贸易预期传导止跌，但高库存压力仍限制反弹空间。

第八阶段：10月中旬-11月中旬，CBOT大豆期货呈强劲上涨态势，一度创下17个月新高，核心驱动力来自中美贸易关系改善后中国采购预期的落地。中国承诺2026年1月前采购1200万吨美豆且未来三年每年采购不低于2500万吨，11月17日中国买家完成79.2万吨美豆采购的大额订单，有效缓解了美豆此前的库存与销售压力，叠加USDA下调单产预测，进一步助推价格走强；国内豆粕期货则呈现震荡上行态势但涨幅不及美豆，一方面受美豆价格上涨带动的成本端支撑，且11月后大豆到港预期收紧、油厂豆粕库存有所下降，另一方面仍受国内港口大豆库存处于高位、油厂开机率维持较高水平导致的供应宽松制约，同时13%的美豆进口关税使美豆到港成本显著高于巴西大豆，商业采购受限，叠加下游养殖需求疲软，共同限制了价格反弹空间。

第九阶段：11月下旬至今，美国大豆期货呈现高位震荡态势，前期因USDA 11月报告下调单产、库存的幅度不及市场预期，利多兑现后出现获利了结式下跌，后续则受中国密集采购、巴西大豆播种进度落后去年同期及阿根廷墒情对产量的潜在影响提振。国内豆粕期货则呈外强内弱的震荡格局，四季度供应宽松，以及下游生猪养殖持续亏损、肉鸡养殖盈利微薄导致采购以刚需为主的制约，叠加10%的美豆进口关税限制商业采购性价比，盘面开始回调走势。

## 二、全球大豆基本面分析

### 2.1 全球大豆基本面概览——供应宽松格局未变，拉尼娜加大南美产量忧虑

美国、巴西、阿根廷是全球主要三大大豆主产国。结合全球大豆主产国种植产情与供需平衡表数据，2025年全球大豆供需呈现“供应由松转紧、需求稳步增长、区域分化加剧”的格局。

根据USDA 11月供需平衡表来看，供应端，2024/25年度全球大豆产量达4.27亿吨，较9月预估增加294万吨，巴西新季大豆丰产、美国单产表现稳健是核心支撑，期初库存1.15亿吨也为供应奠定基础，期末库存1.23亿吨、库销比20.62%，整体处于宽松区间。但进入2025/26年度，产量预计回落至4.21亿吨，较9月减少412万吨，主因阿根廷墒情不佳、巴西播种进度阶段性滞后，叠加美国种植面积或因收益预期调整出现小幅收缩，供应增长动能减弱。

需求端则持续释放韧性，2024/25 年度全球大豆压榨量 3.57 亿吨，国内消费 4.13 亿吨，出口 1.85 亿吨，均较 9 月有所增长，反映饲料需求（生猪、家禽存栏回升）、生物柴油政策（美国、巴西柴油消费增长）对压榨的拉动。2025/26 年度，压榨量进一步升至 3.64 亿吨，国内消费 4.21 亿吨，出口 1.87 亿吨，需求增长趋势明确，其中新兴市场蛋白需求、生物柴油产能扩张是关键驱动力。

库存维度上，2024/25 年度期末库存 1.23 亿吨，虽较上一年度略增，但 2025/26 年度期末库存回落至 1.21 亿吨，库销比降至 20.01%，供需紧平衡特征凸显。主产国方面，巴西凭借港口物流优化和种植技术提升，出口份额持续提升；美国则依托生物柴油产业，压榨需求成为支撑价格的重要支点；阿根廷因天气和政策不确定性，产量波动对全球供应的扰动增强。

整体来看，2025 年全球大豆供需在产量阶段性调整、需求结构性增长的博弈中，从宽松逐步转向紧平衡，主产国天气、生物柴油政策、贸易流向将成为全年供需格局演变的核心变量。

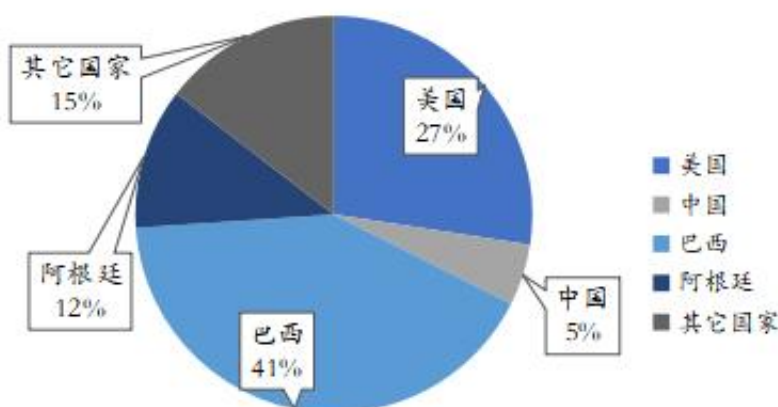
图表 1 全球大豆供需平衡表

全球大豆供需平衡表									
单位：百万吨		期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费	出口	期末库存	库销比
2024/25 年	11月	115.12	427.14	179.14	357.79	413.04	185.02	123.34	20.62%
	9月	115.14	424.2	178.17	354.51	410.45	183.47	123.58	20.81%
	较9月变动	-0.02	2.94	0.97	3.28	2.59	1.55	-0.24	-0.18%
	2023/2024年度	101.86	396.36	178.28	331.19	383.55	177.83	115.12	20.51%
	较上一年度变动	13.26	30.78	0.86	26.6	29.49	7.19	8.22	0.12%
2025/26 年	11月	123.34	421.75	186.41	364.98	421.54	187.97	121.99	20.01%
	9月	123.58	425.87	186.21	366.63	423.89	187.78	123.99	20.27%
	较9月变动	-0.24	-4.12	0.2	-1.65	-2.35	0.19	-2	-0.26%
	2024/2025年度	115.12	427.14	179.14	357.79	413.04	185.02	123.34	20.62%
	较上一年度变动	8.22	-5.39	7.27	7.19	8.5	2.95	-1.35	-0.61%

数据来源：USDA、国元期货

图表 2 全球大豆产量国别占比

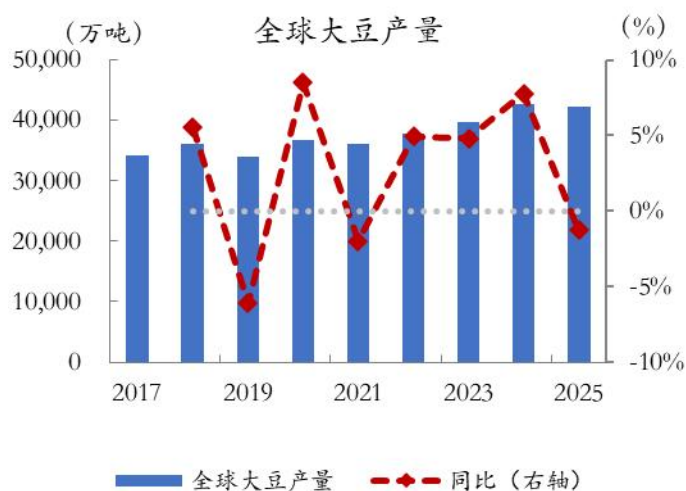
2025年全球大豆产量占比



数据来源：USDA、国元期货

图表 3 全球大豆产量

图表 4 全球大豆国内消费



数据来源: USDA、国元期货

图表 5 全球大豆出口



数据来源: USDA、国元期货

图表 6 全球大豆期末库存



数据来源: USDA、国元期货



数据来源: USDA、国元期货

## 2.2 美豆基本面分析

### 2.2.1 美豆供应情况——面积缩减叠加单产微调、总量略降但仍处高位

相较 2023/24 年度美豆新作种植期故事的跌宕起伏,以及 2024/25 年度美豆种植期故事的单调,2025/26 年度美豆种植整体处于预期供应收窄,但生长过程表现良好的主线。

根据 USDA11 月供需报告及 2025 年美豆种植周期数据,2025 年美豆供应呈现“面积缩减叠加单产微调、总量略降但仍处高位”的格局,种植期故事围绕政策导向、气候波动与市场预期的三重博弈展开。报告显示,2025/26 年度美豆种植面积锁定 8110 万英亩,较 2024 年减少 600 万英亩(降幅 6.9%),核心驱动是玉米价格优势下农户种植结构调整,叠加环保政策推动边际土地休耕。生长期的气候挑战成为单产调整的关键变量:7 月中西部遭遇阶段性干旱(8%种植区受影响,较去年

翻倍)，叠加 35℃ 以上高温导致内布拉斯加州大豆开花结荚受阻，同期伊利诺伊州南部出现洪涝致根系缺氧，推动大豆优良率从 7 月初 70% 的高点震荡回落，8 月中旬低至 66%。受此影响，USDA11 月报告将单产从 9 月的 53.5 蒲式耳/英亩下调 0.5 蒲式耳，总产量相应降至 42.53 亿蒲式耳，较去年的 43.74 亿蒲式耳小幅回落，但仍高于历史均值。

图表 7 美豆供需平衡表

美豆供需平衡表									
单位：百万吨		期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费	出口	期末库存	库销比
2024/25年	11月	9.32	119.05	0.74	66.54	69.46	51.03	8.61	7.15%
	9月	9.32	118.84	0.74	66.13	68.88	51.03	8.98	7.49%
	较9月变动	0	0.21	0	0.41	0.58	0	-0.37	-0.34%
	2023/2024年度	9.32	119.05	0.74	66.54	69.46	51.03	8.61	7.15%
	较上一年度变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
2025/26年	11月	8.61	115.75	0.54	69.54	72.53	44.5	7.89	6.74%
	9月	8.98	117.05	0.54	69.54	72.54	45.86	8.17	6.90%
	较9月变动	-0.37	-1.3	0	0	-0.01	-1.36	-0.28	-0.16%
	2024/2025年度	9.32	119.05	0.74	66.54	69.46	51.03	8.61	7.15%
	较上一年度变动	-0.71	-3.3	-0.2	3	3.07	-6.53	-0.72	-0.40%

数据来源：USDA、国元期货

图表 8 美国大豆产量



数据来源：USDA、国元期货

图表 9 美国大豆国内消费情况



数据来源：USDA、国元期货

### 2.2.2 美豆需求情况——内需政策托底稳增，出口前期受限、年末破冰

基于 USDA2025 年 11 月供需报告及最新政策、贸易动态，2025 年美豆需求端呈现新特征，整体表现为内需政策托底稳增，出口前期受限、年末破冰的转折。

内需端，根据 USDA11 月报告显示报告锁定 2025/26 年度美豆压榨量维持 25.55 亿蒲式耳的高位水平，核心支撑来自 EPA 生物柴油政策的持续加码。根据美国 EPA 于 6 月 13 日公布的最新生柴政策提案，EPA 提议 2026 年生物质柴油 (BBD) 强制掺混量达 56.1 亿加仑，2027 年达 58.6 亿加仑，较 2025 年的 33.5 亿加仑分别增长 67% 和 75%，远超市场预期的 46.5-52.5 亿加仑。根据提案的义务量增长，全球植物油总需求将显著增加。以 2026 年目标 56.1 亿加仑计算，较 2025 年增加 22.6

亿加仑（约合 466.5 万吨生物柴油），需消耗植物油原料约 420 万-500 万吨（按生物柴油出油率 85%-90%折算）。这一调整直接拉动大豆油需求，进而支撑美豆压榨需求保持刚性，叠加国内饲料蛋白消费平稳，推动美豆国内总消费量稳定在 38.7 亿蒲式耳左右，较 2024 年小幅增长 1.2%。

出口端则呈现先抑后扬轨迹，中美贸易战的后续影响与阶段性破冰构成核心叙事。报告将 2025/26 年度美豆出口预估从 16.85 亿蒲式耳下调 5000 万蒲至 16.35 亿蒲式耳，反映年初以来的出口困境：2025 年前 8 月美豆对华出口仅 593 万吨，较 2024 年同期的 2680 万吨暴跌 77.9%，9 月更是出现 2018 年 11 月以来首次对华出口归零的断层现象，主要源于此前 34% 的高额关税导致美豆失去价格竞争力，被巴西大豆挤占市场份额（2025 年 1-9 月中国进口巴西大豆 6370 万吨，占比 73.9%）。但 11 月出现关键转机，中美元首会晤后中方取消部分美国农产品最高 15% 的额外关税，承诺 2025 年末前采购 1200 万吨美豆，未来三年每年采购量不低于 2500 万吨，中粮集团已率先完成 18 万吨首单采购。不过当前美豆仍面临价格制约，11 月美湾大豆贴水达 235 美分/蒲，高于美西的 225 美分/蒲，较巴西大豆缺乏榨利优势，国内商业采购积极性仍显不足，叠加阿根廷下调出口税分流订单，导致报告出口预估未因贸易破冰大幅上调。

整体来看，2025 年美豆内需依托生物柴油政策实现稳中有增，出口则在贸易摩擦与政策缓和的博弈中完成从停滞到复苏的转折，USDA 报告的出口下调与年末贸易破冰形成的预期差，叠加 EPA 政策对内需的刚性支撑，使得美豆供需格局呈现“内需托底、出口边际改善”的特征，期末库存相应收缩至 2.9 亿蒲式耳，支撑市场在波动中寻找新平衡。

基于 USDA 2025 年 11 月供需报告，美豆库存结构呈现“期初结转收缩、期末库存持续下行、库销比创近年低位”的核心变化，其调整逻辑深度绑定供应收缩、内需刚性与出口博弈的三重影响，具体数据与结构特征如下：

库存来看，期初库存层面，2025/26 年度美豆期初结转库存由上一年度的 3.3 亿蒲式耳下调至 3.16 亿蒲式耳，核心原因是 2024/25 年度期末库存消耗超预期。库存结构变化的核心驱动来自供需两端的动态博弈。供应端，美豆新作总产量降至 42.53 亿蒲式耳（同比减少 2.76%），直接限制了库存补充的源头。内需端，EPA 生物柴油强制掺混政策托底压榨需求，2025/26 年度美豆压榨量维持 25.55 亿蒲式耳的高位（同比增长 4.5%），刚性消耗持续侵蚀库存；出口端，尽管中美贸易摩擦导致报告将出口预估从 16.85 亿蒲式耳下调至 16.35 亿蒲式耳（同比减少 12.8%），但年末贸易破冰后中方承诺的采购计划尚未完全反映在报告数据中，短期库存去化压力虽有缓解，但未改变库存收缩的整体趋势。整体来看，2025/26 年度美豆库存结构的核心变化是“总量收缩+边际收紧”，期初结转库存的下调与期末库存的持续下修，叠加库销比的稳步回落，反映美豆供需格局从“充裕”向“紧平衡”过渡。

图表 10 美国大豆出口

图表 11 美国大豆期末库存情况

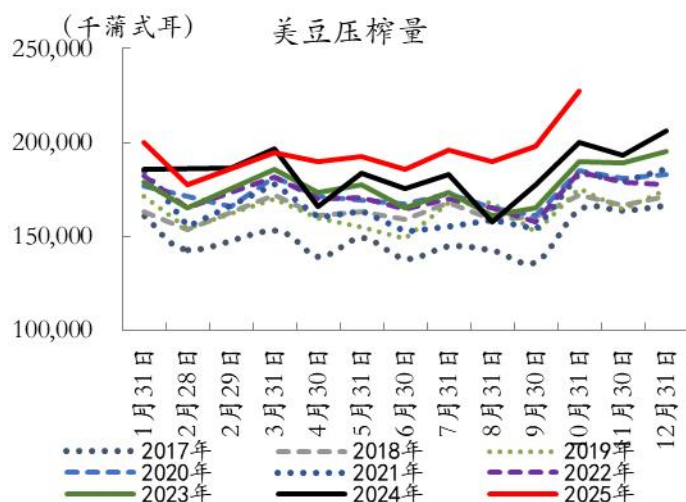


数据来源：USDA、国元期货



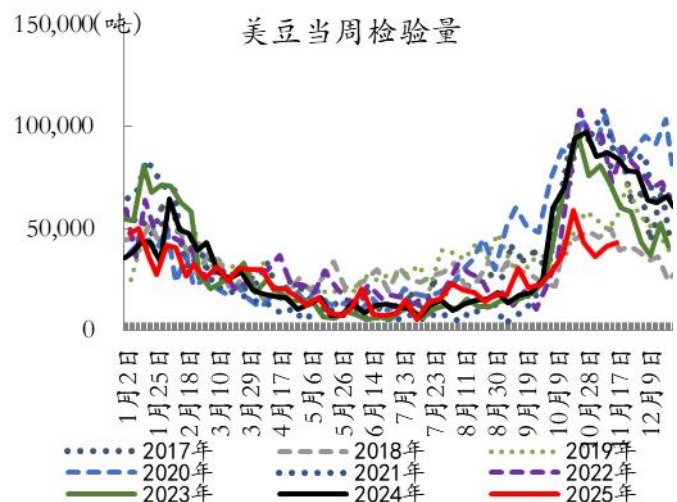
数据来源：USDA、国元期货

图表 12 美国月度压榨量



数据来源：USDA、国元期货

图表 13 美国出口检验量



数据来源：USDA、国元期货

### 2.3 巴西大豆基本面分析——产量创纪录、出口稳增但价格波动、供需紧平衡

2024/25 年度巴西大豆产量创纪录。当前南美大豆进入种植期，市场对巴西大豆产量预期乐观，不过拉尼娜卷土重来预期之下，巴西大豆新作产量能否再度创纪录仍有待观察。

根据巴西国家商品供应公司 (CONAB) 11 月报告，2025 年巴西大豆呈现产量创纪录、出口稳增但价格波动、供需紧平衡的格局。产量端，CONAB 预估 2025/26 年度巴西大豆产量达 1.776 亿吨，同比增加 3.6%，创下历史新高，核心支撑是种植面积扩至 4906 万公顷，同比增加 3.6%，主产区马托格罗索州、戈亚斯州虽遭遇阶段性降雨不均，但未显著冲击总产量。USDA11 月报告同样维持巴西产量预估在 1.75 亿吨。

出口层面，CONAB 预测年度出口量预计达 1.121 亿吨，同比增加 5.1%，美国农业部 (USDA) 11

月供需报告也提供了相近数据，预测巴西 2025/26 年度大豆出口量为 1.125 亿吨，比 9 月预估上调 50 万吨。中国仍是核心市场，2025 年对华进口量占中国总进口量的 37.5%，但价格波动引发订单分流风险。

此前气象机构预测，弱拉尼娜现象之下，南美大豆产区受干旱影响概率加大。巴西来看，10 月干旱导致马托格罗索州部分地区大豆出苗率低，农户被迫重播。11 月中旬南部地区，如南里奥格兰德州和帕拉纳州面临干旱风险，可能影响已播大豆生长。截至 11 月 15 日，巴西全国播种率仍低于去年同期，阿根廷大豆播种起步较晚且同样受干旱天气影响进度落后。

整体来看，巴西大豆凭借种植面积扩张实现产量突破，尽管部分产区存在干旱风险，但南美大豆整体丰产预期仍较为稳固，巴西产量有望创纪录，阿根廷产量虽有下调但仍处高位。这将继续强化全球大豆供应宽松格局，对国际大豆价格形成潜在压制。巴西出口依托中国等核心市场保持增长，但区域出口税政策、价格过度溢价引发的订单分流，以及主产区天气不确定性，构成供需格局的核心变量，最终形成产量充裕但边际紧平衡的特征。

图表 14 巴西大豆供需平衡表

巴西大豆供需平衡表									
单位：百万吨		期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费	出口	期末库存	库销比
2024/25年	11月	29.72	171.5	0.73	58	62	103.14	36.81	22.29%
	9月	29.76	169	0.65	57	61.1	102.1	36.21	22.19%
	较9月变动	-0.04	2.5	0.08	1	0.9	1.04	0.6	0.10%
	2023/2024年度	29.72	171.5	0.73	58	62	103.14	36.81	22.29%
	较上一年度变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
2025/26年	11月	36.81	175	0.35	59	63.3	112.5	36.36	20.68%
	9月	36.21	175	0.35	58	62.3	112	37.26	21.38%
	较9月变动	0.6	0	0	1	1	0.5	-0.9	-0.69%
	2024/2025年度	29.72	171.5	0.73	58	62	103.14	36.81	22.29%
	较上一年度变动	7.09	3.5	-0.38	1	1.3	9.36	-0.45	-1.61%

数据来源：USDA、国元期货

图表 15 巴西大豆产量



图表 16 巴西大豆国内消费情况

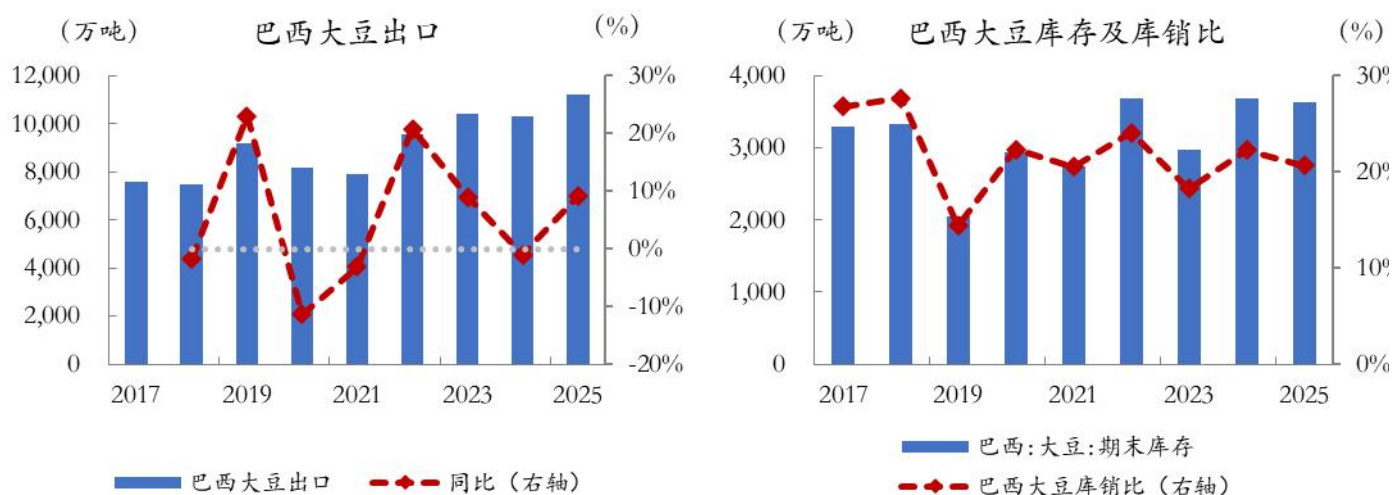


数据来源：USDA、国元期货

数据来源：USDA、国元期货

图表 17 巴西大豆出口

图表 18 巴西大豆期末库存情况



数据来源：USDA、国元期货

数据来源：USDA、国元期货

## 2.4 阿根廷基本面分析——天气危机与出口政策加大扰动

2025年阿根廷大豆呈现产量同比下滑、出口短期激增但可持续性受限的格局，气候灾害与出口税政策调整成为核心影响变量。产量端，本土两大权威机构与USDA形成小幅分歧：布宜诺斯艾利斯谷物交易所（BAGE）预估2025/26年度产量4850万吨，罗萨里奥谷物交易所（BCR）维持4700万吨预估，均低于2024/25年度实际产量（BAGE统计5030万吨、BCR统计4950万吨），USDA 11月报告则持平9月预估，锁定4850万吨，同比降5.1%。产量下滑的核心诱因是极端气候冲击：2025年种植季累计降雨达1800毫米（为常年两倍），导致70%农地过湿或被淹，截至11月中旬播种进度仅12.9%，落后五年均值3.3个百分点，约150万公顷农地面临无法播种或严重减产风险，尽管USDA暂未下修产量，但后续若洪涝持续仍存下修空间。

出口端的核心转折是临时出口税取消政策。阿根廷政府于2025年9月22日宣布，至10月31日或出口总额达70亿美元前，大豆出口税从26%降至零，旨在快速回笼外汇缓解财政危机。这一政策直接推动出口预期大幅上调，USDA将2025/26年度出口预估从9月的600万吨上调至825万吨，同比增长4.8%，较2024/25年度最终预估787万吨显著提升。短期市场反应强烈，政策落地后中国进口商迅速订购30船约200万吨大豆，罗萨里奥港库存周转速度当日提升10%，零关税使每吨大豆利润跃升，极大激发农户出口意愿。但后续出口存在双重约束：一是政策临时性，70亿美元目标预计44天即可完成；二是物流瓶颈，港口与公路运输能力有限，可能导致部分订单发运延迟。后续来看，阿根廷零关税政策虽然持续时间较短，但给予中国足够的采购窗口期来应对四季度大豆供应忧虑，以及给予印度以低价采购豆油的窗口。长期来看，阿根廷大豆出口仍受产量基数制约，2024/25年度剩余可供出口量约370万吨，叠加新季产量下滑，全年出口难以持续激增，且其全球大豆出口占比仅3.2%，核心竞争力仍集中在豆油、豆粕。

整体来看，2025年阿根廷大豆气候灾害奠定产量下行基调，临时零关税政策则成为出口短期提振的关键推手。USDA与本土机构的产量预估差异反映了气候不确定性，而出口端在政策红利释放后，将逐步回归产量、物流与全球市场竞争的基本面，短期对美豆、巴西大豆出口形成分流，但

长期难以改变全球大豆出口格局。

图表 19 阿根廷大豆供需平衡表

阿根廷大豆供需平衡表									
单位：百万吨		期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费	出口	期末库存	库销比
2024/25年	11月	24.05	51.11	6.32	43.21	50.51	7.87	23.1	39.57%
	9月	24.05	50.9	6.8	42.6	50.4	7.3	24.05	41.68%
	较9月变动	0	0.21	-0.48	0.61	0.11	0.57	-0.95	-2.11%
	2023/2024年度	24.05	51.11	6.32	43.21	50.51	7.87	23.1	39.57%
	较上一年度变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
2025/26年	11月	23.1	48.5	7.7	41	48.2	8.25	22.85	40.48%
	9月	24.05	48.5	7.2	42.4	49.9	6	23.85	42.67%
	较9月变动	-0.95	0	0.5	-1.4	-1.7	2.25	-1	-2.19%
	2024/2025年度	24.05	51.11	6.32	43.21	50.51	7.87	23.1	39.57%
	较上一年度变动	-0.95	-2.61	1.38	-2.21	-2.31	0.38	-0.25	0.91%

数据来源：USDA、国元期货

图表 20 阿根廷大豆产量



图表 21 阿根廷大豆国内消费情况



数据来源：USDA、国元期货

数据来源：USDA、国元期货

图表 22 阿根廷大豆出口



图表 23 阿根廷大豆期末库存情况



数据来源：USDA、国元期货

数据来源：USDA、国元期货

### 三、国内大豆及豆粕基本面分析

#### 3.1 中国大豆供需平衡表——国产供给稳增、进口收缩，需求结构分化

2025/26 年度中国大豆供需呈现国产供给稳增、进口收缩，需求结构分化，库存紧平衡加剧的格局，叠加季节性波动与中美贸易战后续影响更趋复杂。

根据农业农村部数据显示，供给端来看，国产大豆自给能力持续增强，播种/收获面积 1042.4 万公顷，同比增 0.96%，单产 2023 公斤/公顷，同比增 1.15%，产量 2109 万吨，同比增 2.13%。进口端明显收缩至 9580 万吨，同比降 8.20%。国产大豆产量增幅主要来自国内政策支持，如种植补贴、技术推广等，与农户种植积极性提升的直接体现。进口端则呈收缩态势，一方面受国际大豆价格波动及国内需求调整影响，另一方面是中美贸易战后进口渠道多元化的延续，对巴西大豆进口依赖度提升，同时逐步降低对美豆的单一依赖，供应链韧性增强。

需求端结构分化显著，豆粕需求核心来源的压榨消费 9420 万吨，同比降 4.75%，反映豆粕需求随养殖周期，尤其是生猪存栏周期调整而阶段性减弱，食用消费 1585 万吨，同比增 1.60%，保持刚性，出口 15 万吨，同比降 16.67%，对整体影响有限。出口 15 万吨，同比降 16.67%，因国内自身需求充足，出口规模对整体供需影响有限。种子用量与损耗基本稳定，凸显需求结构的成熟度。

库存层面，结余变化降至 259 万吨，同比降 58.69%，紧平衡态势加剧。价格方面，国产大豆销区批发价维持 4600-5000 元/吨区间，进口大豆到岸税后均价 3700-4000 元/吨，两者价差既反映国产豆的品质溢价，也受国际海运成本、关税政策及国内市场情绪影响。

国际市场上，巴西大豆产量与出口增长、阿根廷出口税调整带来的短期供应扰动，均通过进口渠道间接影响国内供需；国内政策层面，“扩面积、提单产”的国产大豆发展战略持续落地，同时进口政策的灵活性（如关税调节、配额管理）为供需平衡提供缓冲。整体而言，2025 年国内大豆供需在国产增量、进口结构优化、需求分化的共同作用下，紧平衡特征凸显，季节性波动、国际贸易格局演变及政策导向将是影响其走势的关键变量。

图表 24 中国大豆供需平衡表

中国大豆供需平衡表						
	2023/24 (10月估计)	2024/25 (10月估计)	2025/26 (9月预测)	2025/26 (10月预测)	环比	同比
播种面积 (千公顷)	10474	10325	10424	10424	0.00%	0.96%
收获面积 (千公顷)	10474	10325	10424	10424	0.00%	0.96%
单产 (公斤/公顷)	1990	2000	2023	2023	0.00%	1.15%
产量 (万吨)	2084	2065	2109	2109	0.00%	2.13%
进口 (万吨)	10475	10436	9580	9580	0.00%	-8.20%
消费 (万吨)	11694	11856	11415	11415	0.00%	-3.72%
压榨消费 (万吨)	9750	9890	9420	9420	0.00%	-4.75%
食用消费 (万吨)	1535	1560	1585	1585	0.00%	1.60%
种子用量 (万吨)	89	88	89	89	0.00%	1.14%
损耗及其他 (万吨)	320	318	321	321	0.00%	0.94%
出口 (万吨)	7	18	15	15	0.00%	-16.67%
结余变化 (万吨)	858	627	259	259	0.00%	-58.69%
国产大豆销区批发均价 (元/吨)	5004	4475	4600-5000	4600-5000	--	--
进口大豆到岸税后均价 (元/吨)	4084	3781	3700-4000	3700-4000	--	--

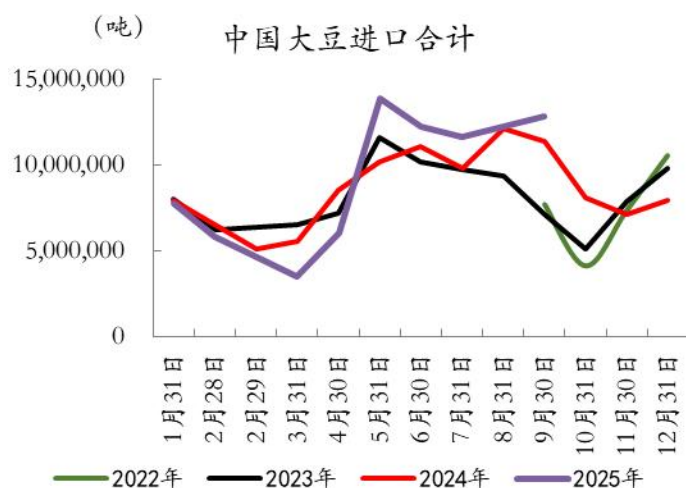
数据来源：农业农村部、国元期货

#### 3.2 国内大豆进口情况——南美主导、美豆阶段性恢复

2025 年以来国内大豆进口呈现南美主导、美豆阶段性恢复的进程特征。2025 年二季度以来，受中美贸易冲突影响，国内深化多元化大豆进口进程，二三季度加大对南美大豆采购的进程。据海关数据，1-10 月大豆进口量累计约 7820 万吨（同比降 8.5%），进口结构向南美深度倾斜：巴西大豆进口占比提升至 65%（约 5083 万吨），3-5 月南美豆集中到港期单月到港量多次突破 800 万吨，有力补充国内库存。阿根廷则凭借 9-10 月零关税窗口期，吸引国内企业紧急采购 200 万吨大豆，创单月采购量历史新高，货源于 10-11 月集中到港，短期缓解压榨原料压力。中美贸易关系缓和后，中方以“分批可持续”节奏恢复美豆采购：11 月中美元首会晤后，中粮集团完成 18 万吨首单采购，后续计划 2025 年末前完成 1200 万吨采购目标，以每月约 100 万吨的规模稳步推进；虽美豆价格竞争力（如美湾贴水较高）限制采购节奏，但此举逐步修复中美大豆贸易渠道，整体进口仍延续“南美为主、北美为辅”的格局。

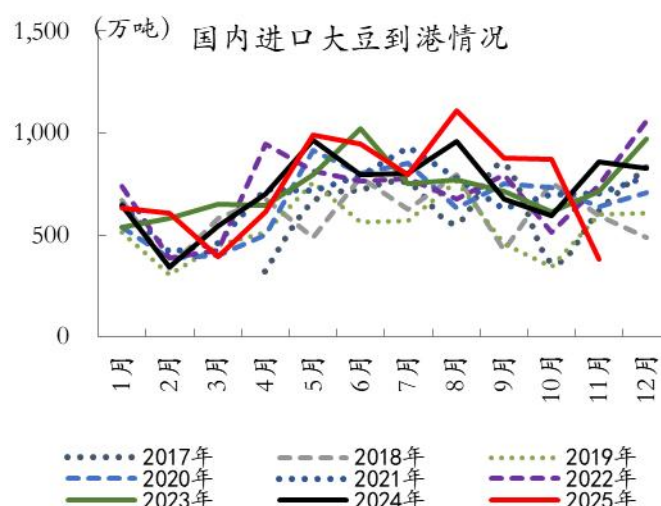
根据钢联调研统计 2025 年 11 月份国内全样本油厂大豆到港预估 149 船，共计约 968.5 万吨（本月船重按 6.5 万吨计），预计 2025 年 12 月 700 万吨，1 月 500 万吨。

图表 25 中国大豆进口合计



数据来源：海关总署、国元期货

图表 26 中国进口大豆到港情况



数据来源：我的农产品网、国元期货

### 3.3 中国豆粕供需平衡表——产量随大豆压榨节奏波动

2025 年国内豆粕供需呈现产量随大豆压榨节奏波动、进口补充有限，消费与养殖需求强关联，库存季节性紧张后逐步修复的格局。从供需平衡表看，全年豆粕产量合计 8074 万吨，供应高度依赖国内大豆压榨，其中直接进口豆粕仅 14.08 万吨，对供需影响甚微，出口 95.09 万吨形成一定分流；消费总量 7984 万吨，与产量基本匹配。供应端，产量月度波动显著，7-8 月因南美大豆集中到港后压榨放量，单月产量超 800 万吨；需求端，豆粕消费深度绑定养殖周期，生猪、家禽养殖旺季推动消费阶段性走高，如 4 月豆粕消费 487 万吨，叠加当月产量 425 万吨、进口不足，导致库消比骤降至 1.54%，库存极度紧张。后续随着大豆到港节奏恢复、压榨量提升，5-9 月单月产量多在 700 万吨以上，库存逐步累积，9 月库消比升至 15.46%，年末受消费平稳及产量小幅回落影响，库存有所回落。

图表 27 2025 年国内豆粕市场供需平衡表

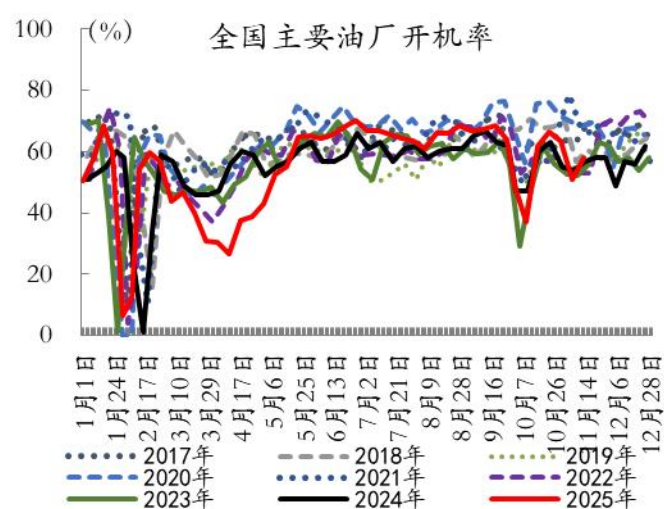
中国豆粕供需平衡表							
万吨	豆粕产量	期初库存	进口	出口	消费	期末库存	库消比
2025年1月	578	70	0.37	9.29	595	44	7.39%
2025年2月	517	44	0.21	7.37	491	63	12.82%
2025年3月	492	63	0.59	6.14	475	75	15.76%
2025年4月	425	75	0.33	6.02	487	7	1.54%
2025年5月	713	7	0.35	12.96	677	30	4.40%
2025年6月	799	30	0.35	13.66	746	69	9.27%
2025年7月	800	69	0.48	8.32	751	110	14.64%
2025年8月	815	110	0.34	3.66	815	107	13.13%
2025年9月	784	107	0.56	3.67	769	119	15.46%
2025年10月	682	119	3.5	8	687	109	15.86%
2025年11月	758	105	3.5	8	769	90	11.71%
2025年12月	711	90	3.5	8	722	75	10.40%
合计	8074		14.08	95.09	7984		
2026年1月	632	75	0.5	8	645	55	8.53%

数据来源：我的农产品网、国元期货

### 3.3.1 国内豆粕供应情况——大豆进口向南美深度倾斜，月度供应波动剧烈

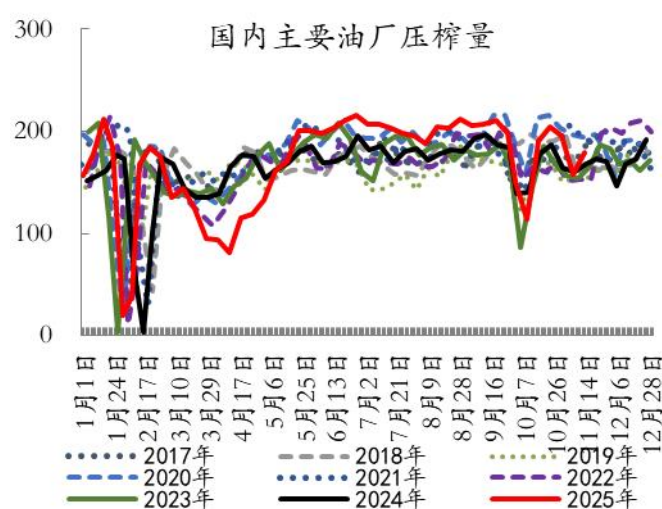
2025年国内豆粕产量完全由国内油厂压榨主导，核心变量是大豆进口到港节奏与压榨利润：2025年国内大豆进口向南美深度倾斜，月度供应波动剧烈，4月产量仅425万吨，源于前期大豆到港不足，叠加压榨利润阶段性收窄，油厂被动降开工。5月起随着南美豆大规模到港，压榨量快速反弹，5-9月单月产量均维持在700万吨以上，供应压力逐步缓解，库存从4月的7万吨持续累积至9月的119万吨，库消比升至15.46%。巴西大豆集中到港期及阿根廷零关税窗口期的原料补充，直接推动油厂开工率阶段性攀升，7-8月单月豆粕产量超800万吨，创年内高峰，年末（10-12月）产量小幅回落，主要在于国内部分油厂存在胀库问题，油厂开机有所回落。

图表 28 中国主要油厂开机情况



数据来源：海关总署、国元期货

图表 29 中国主要油厂压榨情况



数据来源：我的农产品网、国元期货

### 3.3.2 国内豆粕需求情况——总量微降、结构分化

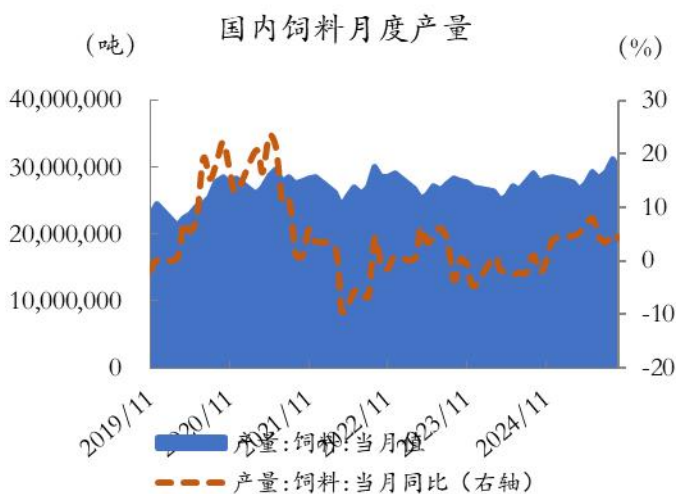
2025年国内豆粕需求呈现总量微降、结构分化特征，豆粕减量替代政策深化、饲料生产结构

调整及生猪存栏去产能进程共同塑造需求格局。从减量替代维度看，国内持续推进豆粕减量替代技术落地，通过增加棉粕、菜粕、发酵蛋白及合成氨基酸使用。

2025年10月，全国工业饲料产量2907万吨，环比减少4.2%，同比增长3.6%。其中，配合饲料、浓缩饲料同比分别增长3.5%、6.2%，添加剂预混合饲料同比下降1.7%。主要饲料产品出厂价格同比下降，畜禽配合饲料、浓缩饲料、添加剂预混合饲料出厂价格环比以降为主。饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比为38.0%，同比下降2.7个百分点；配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比为13.9%，环比下降0.4个百分点。

生猪存栏与去产能进程成为需求波动的核心变量。根据钢联数据统计，截至11月下旬，自繁自养与外购仔猪模式下的头均亏损已分别达到81.35元与164.92元。尽管近期气温骤降带动部分下游消费，使猪价得以暂时止跌企稳，但“供强需弱”的阶段性格局难以撼动，导致价格反弹动力不足。在猪价持续承压的背景下，养殖利润深陷亏损区间，由于市场缺乏强势反弹的坚实基础，预计短期利润仍将受到压制。整体而言，2025年豆粕需求受减量替代政策长期压制、生猪去产能阶段性冲击，全年消费预计同比下降3.2%至7984万吨，但需求结构的分化与阶段性修复，也使得豆粕需求在“弱预期”中仍存局部弹性。

图表 30 国内饲料产量



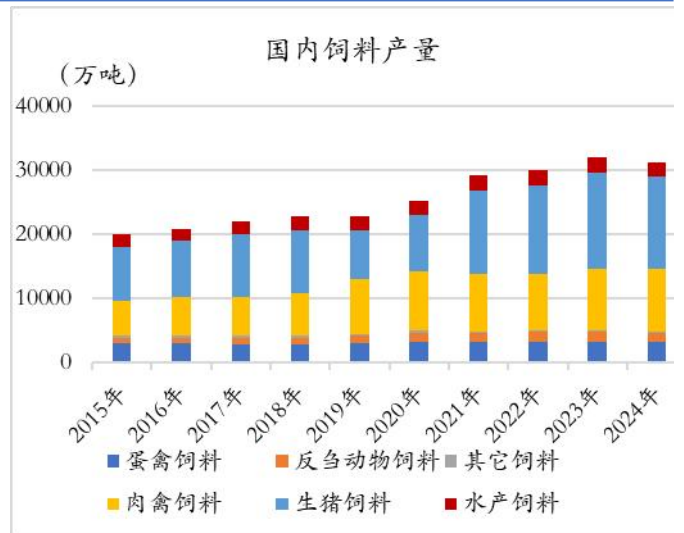
数据来源：Wind、国元期货

图表 32 生猪存栏情况



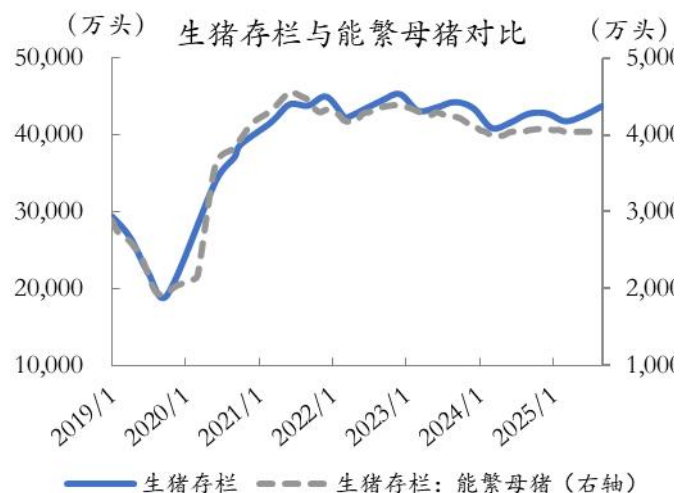
■ 猪：存栏数：中国（季）

图表 31 全国工业饲料生产情况



数据来源：Wind、国元期货

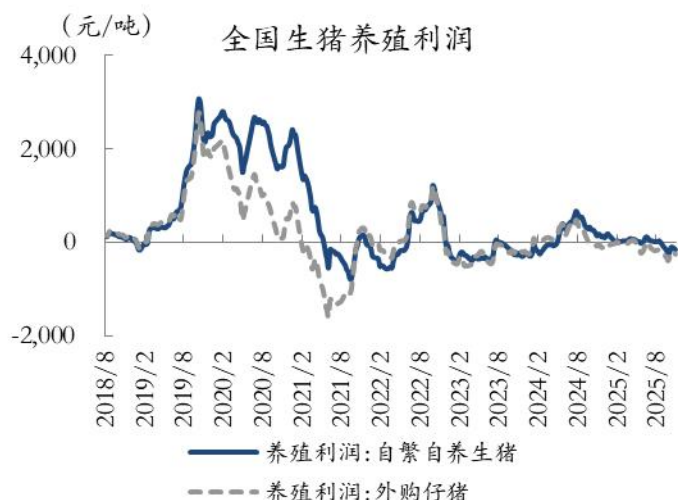
图表 33 生猪存栏与能繁母猪对比



—— 生猪存栏 —— 生猪存栏：能繁母猪（右轴）

数据来源：农业部、国元期货

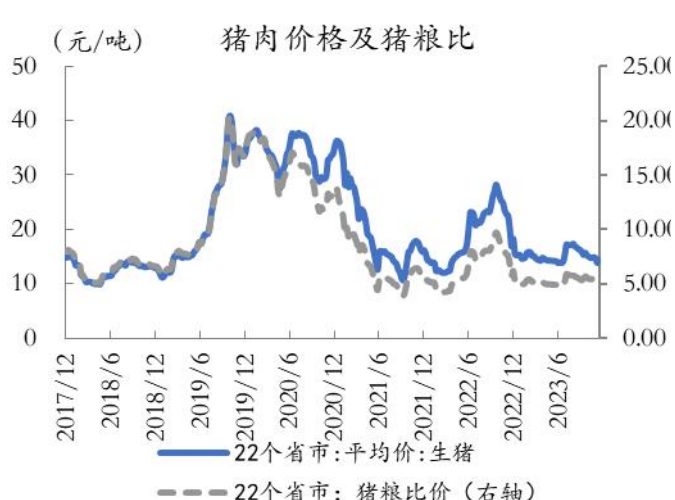
图表 34 生猪存养殖利润率



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

图表 35 猪肉价格及猪粮比



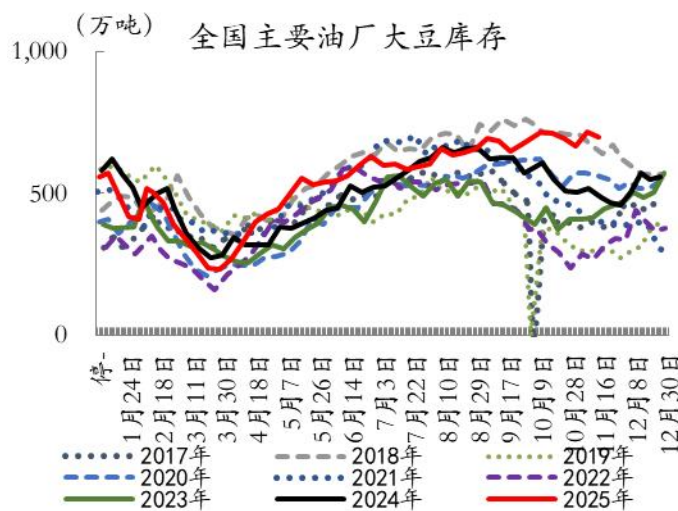
数据来源：Wind、国元期货

### 3.3.3 国内豆粕库存情况——去库周期与往年节奏有差异

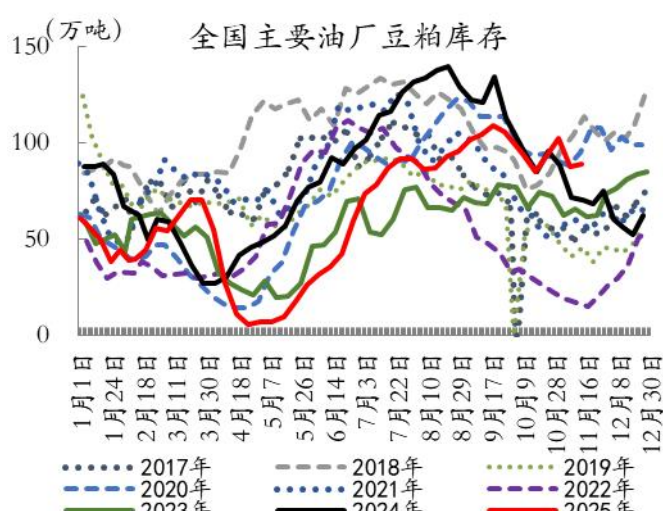
库存来看，四季度新作美豆收割结束，上市大豆逐步到港国内。据 Mysteel 农产品团队统计数据，截至 11 月下旬，全国油厂豆粕库存降至 99.29 万吨，同比去年增加 21.43 万吨，增幅 27.52%。下游普遍对于 11 月 USDA 月度供需报告比较看好，因此当周备货较为积极，集中提货。

图表 36 国内主要油厂大豆库存情况

图表 37 国内主要油厂豆粕库存情况



数据来源：我的农产品网、国元期货



数据来源：我的农产品网、国元期货

## 四、全球菜籽基本面分析

### 4.1 全球菜籽供需——供应小幅收缩，需求温和回落，库存累积趋宽松

2025 年度全球菜籽供需呈现供应小幅收缩、需求温和回落、库存累积趋宽松的格局，且国别间分化显著。根据 USDA 11 月供需平衡表来看，全球菜籽期初库存 923 万吨，同比降 7.7%，产量 11933 万吨，同比降 1.4%，进口 1723 万吨，同比降 1.6%，国内消费 9050 万吨，同比降 2.0%，出口 5050 万吨，同比降 1.8%，期末库存 1130 万吨，同比增 15.3%，库存消费比 12.64%，同比提升 2.2 个百分点，供需从紧平衡向相对宽松过渡。

图表 38 全球菜籽供需平衡表

全球菜籽供需平衡表											
单位: 百万吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	同比
期初库存量	7.04	5.60	8.36	9.93	8.41	7.82	7.34	10.97	11.95	9.83	-17.74%
产量	69.49	75.28	73.38	70.33	75.44	76.65	89.86	89.97	86.00	92.27	7.29%
进口数量	15.79	15.72	14.64	15.82	16.67	13.89	20.02	18.26	19.73	17.23	-12.67%
总供应量	93.14	97.13	96.69	96.84	100.42	98.36	117.21	119.20	119.68	119.33	1.40%
国内消费量	71.04	72.20	72.00	72.56	74.81	76.01	86.43	88.56	87.96	90.50	2.89%
出口数量	16.13	16.53	14.68	16.00	17.78	15.00	19.82	18.69	19.89	17.50	-12.02%
期末库存量	5.19	8.14	9.77	7.56	7.93	7.34	10.97	11.95	9.83	11.34	15.36%
库销比	5.95%	9.17%	11.27%	8.54%	8.56%	8.07%	10.32%	11.14%	9.11%	10.50%	15.20%

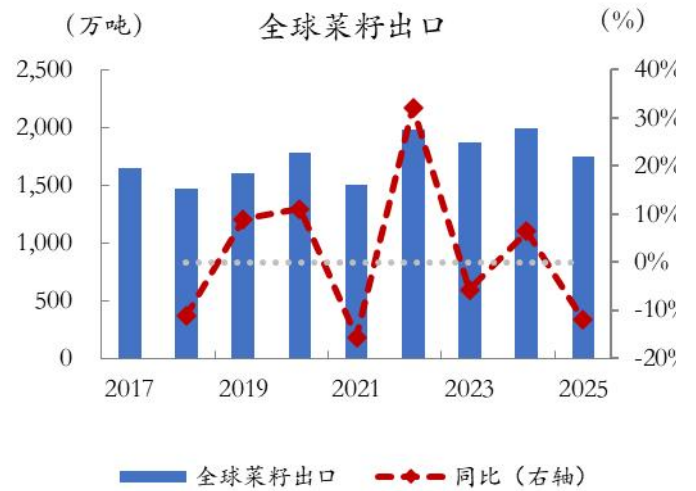
数据来源: USDA、国元期货

图表 39 全球菜籽产量



数据来源: USDA、国元期货

图表 40 全球菜籽出口量



数据来源: USDA、国元期货

图表 41 全球菜籽国内消费量



数据来源: USDA、国元期货

图表 42 全球菜籽库存量



数据来源: USDA、国元期货

4.2 加拿大菜籽供应情况——产量微降，出口稳中有调，库存边际收紧

结合加拿大农业部及USDA2025年11月供需报告，2025年度加拿大菜籽供需呈现产量微降、出口稳中有调、国内消费刚性增长、库存边际收紧的格局。根据USDA11月报告显示，2025年加拿大菜籽供需呈现“供应温和增长、出口大幅收缩、库存显著累积”的格局，供需结构从紧平衡转向宽松。供应端，产量达200万吨，同比增3.96%，种植面积调整与气候平稳支撑其增长，进口量15.5万吨，同比增14.50%。需求端，国内消费量126万吨，同比增2.1%，受中国采买降低以及澳大利亚菜籽成本优势及进口国渠道多元化影响，加拿大菜籽出口竞争力下降，2025年出口量仅67万吨，同比降28.20%。库存端，加拿大菜籽期末库存暴增至295.8万吨，同比增96.15%，库存消费比飙升至121.26%（同比增25.26%），供应增长与出口收缩的错配推动库存快速累积。整体而言，2025年加拿大菜籽供需核心逻辑为产量增长难抵出口锐减，库存从紧转松，出口市场竞争加剧与国内消费刚性重塑全球菜籽贸易与价格体系。

图表 43 加拿大菜籽耕作周期

分类	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月
加拿大油菜籽耕作时间分布					种植期		开花期			收获期		

数据来源：新闻整理、国元期货

图表 44 加拿大菜籽供需平衡表

加拿大菜籽供需平衡表											
单位：千吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	同比
期初库存量	2,091	1,342	2,636	4,435	3,435	1,776	1,484	1,866	3,231	1,508	-53.33%
产量	19,599	21,458	20,724	19,912	19,485	14,248	18,850	19,464	19,239	20,000	3.96%
进口数量	95	108	146	155	125	105	151	276	131	150	14.50%
总供应量	21,785	22,908	23,506	24,502	23,045	16,129	20,485	21,606	22,601	21,658	-4.17%
国内消费量	9,421	9,424	9,869	11,026	10,784	9,399	10,668	11,628	11,762	12,000	2.02%
出口数量	11,022	10,848	9,202	10,041	10,485	5,246	7,951	6,747	9,331	6,700	-28.20%
期末库存量	1,342	2,636	4,435	3,435	1,776	1,484	1,866	3,231	1,508	2,958	96.15%
库销比	6.56%	13.00%	23.26%	16.31%	8.35%	10.13%	10.02%	17.58%	7.15%	15.82%	121.26%

数据来源：USDA、国元期货

图表 45 加拿大菜籽产量



图表 46 加拿大菜籽出口量

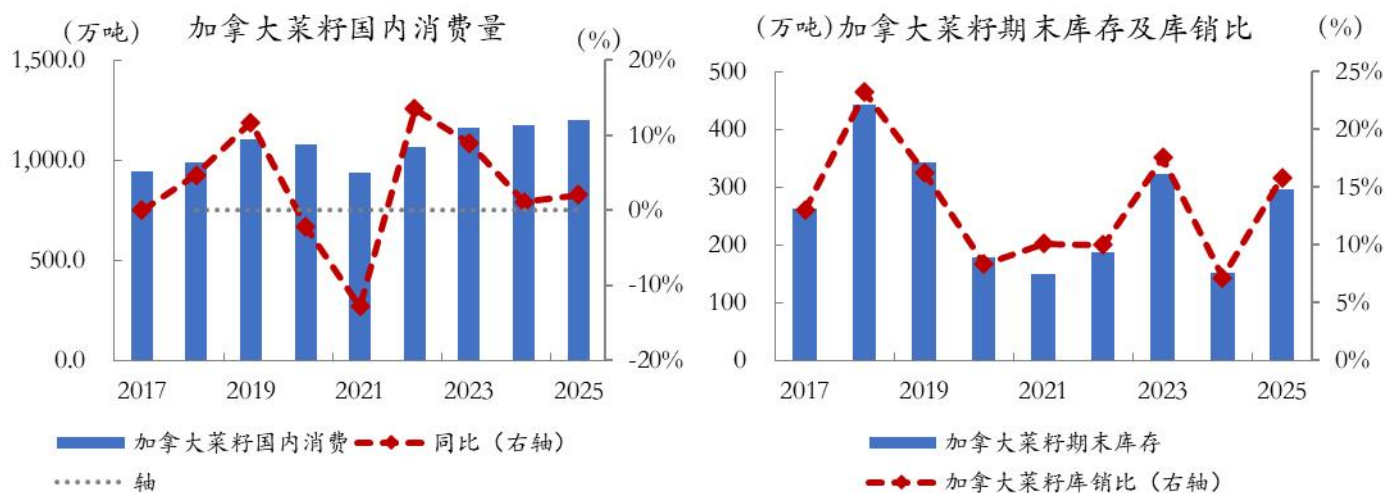


数据来源：USDA、国元期货

数据来源：USDA、国元期货

图表 47 加拿大菜籽国内消费量

图表 48 加拿大菜籽库存量



数据来源：USDA、国元期货

数据来源：USDA、国元期货

## 五、国内菜籽菜粕基本面分析

### 5.1 中国菜籽供需平衡表——进口回落，中加关系扰动仍在

2024年8月底，加拿大政府发布公告称，将对中国产电动汽车征收100%关税，以及对产自中国的钢铝产品征收25%的关税。2024年9月3日中国对加拿大油菜籽发起反倾销调查后，事件迅速升级：9月26日商务部再启反歧视调查，10月国内油厂抢船抢货，12月加拿大减产与欧洲航运事故叠加推高全球菜籽溢价；同年商务部对加拿大采取的相关限制措施发起“反歧视调查”。不过进入11月之后，随着加方不断释放软化信号，国内对菜系供应的忧虑逐渐降温。2025年2月底，中加举行反倾销调查意见陈述会，市场忧虑情绪再度升温。3月8日，中国宣布对自2025年3月20日起，对原产于加拿大的菜子油及油渣饼等加征100%关税。7月产业协会提交最终损害证据，8月12日商务部初裁倾销成立并征收75.8%保证金，标志中加农产品贸易争端进入关税对峙阶段。

从当前的进口品种占比来看，2018年之前，加拿大是中国菜籽、菜籽油、菜籽粕的主要进口来源国。2016年，加拿大菜籽油占中国菜籽油进口总量的92.42%。2018年，加拿大菜籽油在中国菜籽油进口中的占比约为70%-80%。2019-2023年期间，国内进口菜系品种结构出现调整。菜粕来看，2020年之前加拿大菜粕进口量占比高达90%以上，虽然近几年以来有所下滑，但进口量占比依然超过70%。

根据海关数据统计，2024年，中国进口菜籽总量为638.55万吨，其中从加拿大进口613万吨，占比达96%；进口菜粕总量为275万吨，其中从加拿大进口202万吨，占比74%；进口菜油总量为188万吨，其中从加拿大进口仅0.06万吨，占比仅为0.03%。

中长期来看，初步裁定落地促进中国积极寻求替代进口来源。但需要关注的是，中国自2018年以来积极探索从澳大利亚、俄罗斯、阿联酋以及中亚地区等国家和地区进口油菜籽及相关产品。不过，目前澳菜籽虽理论上可作为替代，但实际进口量尚未明显增加。而且，俄罗斯、乌克兰、澳大利亚等国产量有限，且运输周期长，短期难以弥补缺口。菜粕来看，印度、阿联酋等国的非转基因菜粕可部分替代，但品质和供应稳定性不及加拿大。菜油来看，俄罗斯已成为主要替代来源，但总量仍偏低。对于国内产业来说，近年减国家积极倡导在南方地区扩大冬油菜种植，多数地区也积极实行油菜籽种植扶持政策。通过推广高含油种子等方式，提高国产油菜籽的产量，以此降低对进口油菜籽的依赖度，增强国内油菜籽供应的自主性和稳定性。

10月中旬，中加高级官员就双边贸易争端进行了讨论，但未有突破性进展。加拿大外长表示，双方讨论了农业及农产品（包括菜籽油、海鲜、肉类）以及电动车等敏感议题，并一致认为保持定期、坦诚沟通对于建立信任、增强合作及解决各自关切至关重要。

整体来看，2025年中国菜籽供需受中加反倾销贸易调查初裁结果推动进口采购结构深度调整，

多元化布局成为供应链稳定核心支撑。

根据 USDA11 月供需报告显示，2025 年国内菜籽供需呈现“国产微增、进口收缩，需求略降，库存边际调整”的紧平衡格局。期初库存 425.9 万吨，同比降 10.97%，产量 1590 万吨，同比增 0.63%，进口量 440 万吨，同比降 4.35%，总供应量 2455.9 万吨同比降 2.48%；国内消费量 2037.5 万吨同比降 2.63%，出口为 0，期末库存 418.4 万吨同比降 1.76%，库存消费比 20.53%同比降 0.89%。整体来看，国产菜籽产量小幅增长支撑供应，进口收缩与国内消费略降形成对冲，库存虽边际下降但仍维持在合理区间，供需延续紧平衡态势。

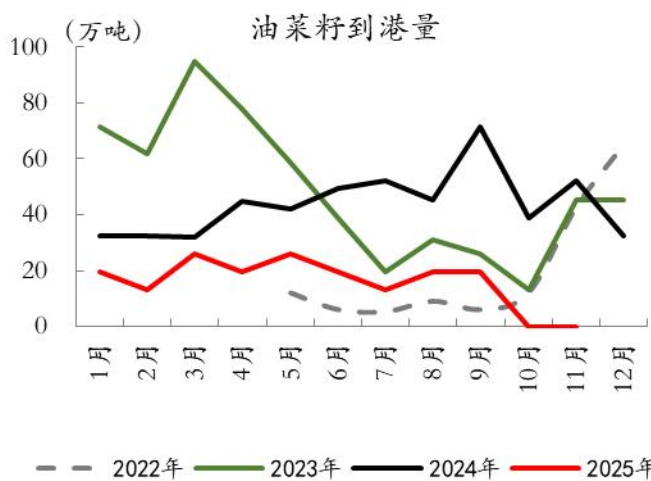
根据海关总署数据，2025 年国内菜籽进口呈现“总量锐减、结构调整”的特征。10 月单月进口量约 5 万吨，同比降幅超 90%，主要受中加反倾销政策及进口成本高企影响，加拿大菜籽进口近乎停滞，仅少量蒙古菜籽补充；1-10 月累计进口约 250 万吨，同比减少 41.5%，其中加拿大菜籽进口 238 万吨（同比降 40.5%），俄罗斯、蒙古等替代来源合计约 12 万吨，进口结构多元化进程加速但总量仍难补缺口。整体来看，进口收缩的核心驱动是中加贸易摩擦下的政策壁垒，叠加国内油厂菜籽库存见底、压榨线大面积停机，后续需关注澳大利亚菜籽试验性出口及国内国产菜籽增产的供应补充效果。

图表 49 中国菜籽供需平衡表

中国菜籽供需平衡表											
单位：千吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	同比
期初库存量	1,366	1,501	1,596	1,467	1,974	2,833	2,846	4,173	4,784	4,259	-10.97%
产量	13,274	13,281	13,485	14,049	14,714	15,531	16,317	15,800	15,800	15,900	0.63%
进口数量	4,261	4,714	3,486	2,558	2,795	1,657	5,335	5,486	4,600	4,400	-4.35%
总供应量	18,901	19,496	18,567	18,074	19,483	20,021	24,498	25,459	25,184	24,559	-2.48%
国内消费量	17,400	17,900	17,100	16,100	16,650	17,175	20,325	20,675	20,925	20,375	-2.63%
出口数量	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	--
期末库存量	1,501	1,596	1,467	1,974	2,833	2,846	4,173	4,784	4,259	4,184	-1.76%
库存比	8.63%	8.92%	8.58%	12.26%	17.02%	16.57%	20.53%	23.14%	20.35%	20.53%	0.89%

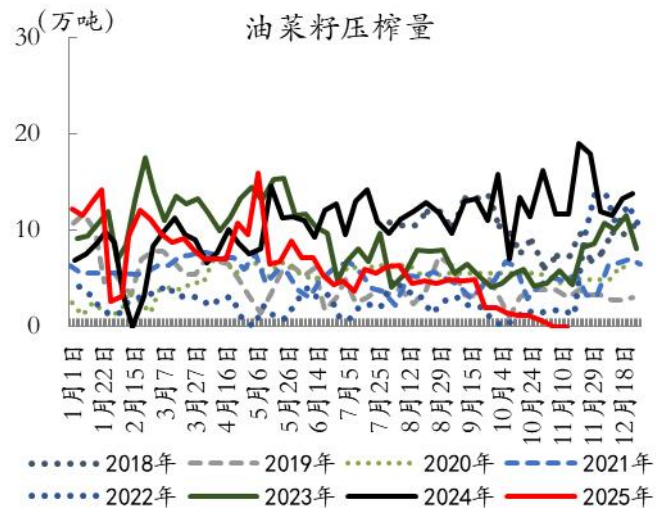
数据来源：USDA、国元期货

图表 50 国内油菜籽进口量



数据来源：我的农产品网、国元期货

图表 51 国内油厂压榨量



数据来源：我的农产品网、国元期货

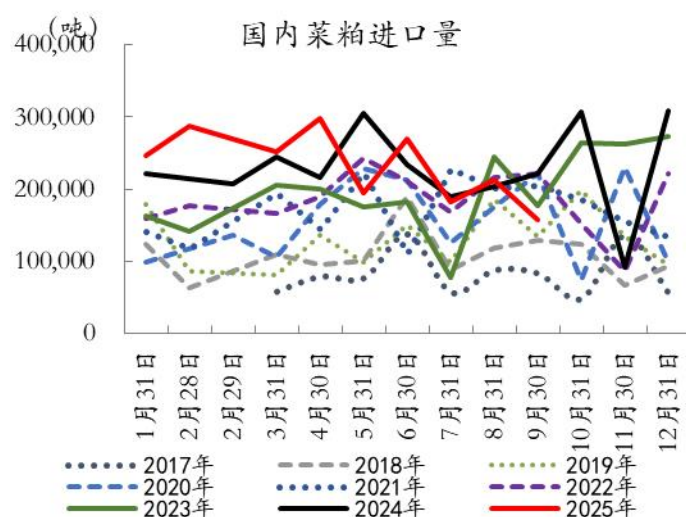
## 5.2 国内菜粕供需平衡表

### 5.2.1 国内菜粕供应情况——总量收缩、结构剧变

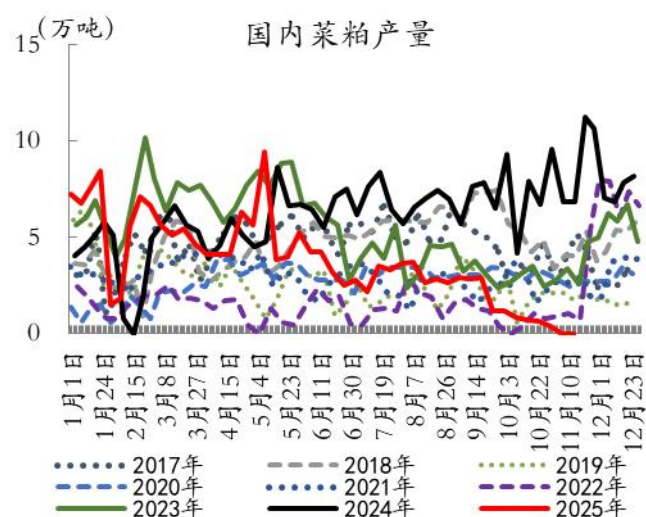
根据海关总署数据，2025 年国内菜粕进口呈现总量收缩、结构剧变特征，供应端受原料短缺影响陷入紧张格局。10 月单月菜粕进口 22 万吨，同比下降 28%、环比增长 22%，进口来源主要有印度，7.5 万吨，同比暴增 3025%，阿联酋 5.6 万吨，俄罗斯 4.5 万吨，同比增长 5 倍以上，加拿大因 100%关税影响进口近乎为零；1-10 月累计进口菜粕 217 万吨，同比减少 21%，进口结构大幅

调整，加拿大占比从2024年的73.5%暴跌至44%，进口95万吨，同比降35.5%，印度、俄罗斯等替代来源快速补位。供应端来看，受进口菜籽锐减影响，国内油厂开机率降至0%，压榨环节基本停机。

图表 52 国内菜粕进口量



图表 53 国内菜粕产量



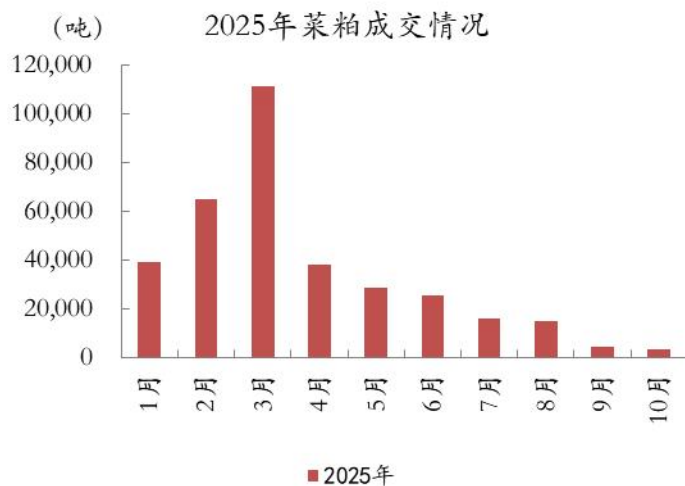
### 5.2.2 国内菜粕需求情况——总量稳健增长、季节性波动显著

2025年国内菜粕需求呈现总量稳健增长、季节性波动显著的特征。总量变化上，菜粕需求整体保持增长态势，核心驱动源于水产养殖行业的持续发展，其作为菜粕消费的主力领域，养殖规模扩张与集约化程度提升共同支撑需求刚性。同时，豆粕减量替代政策的推进为菜粕创造了一定替代空间，进一步巩固需求增长基础。

菜粕需求旺季主要集中在春末至秋末，其中3-5月为第一波需求高峰，源于气温回升后水产养殖投苗备货启动，叠加畜禽养殖旺季对饲料需求的同步提振，市场采购积极性显著上升；6-9月进入第二波更强劲的需求高峰，此时水产养殖进入快速生长期，对菜粕的刚需消费达到年内峰值，饲料企业补库节奏加快。而进入10月后，随着气温下降，水产养殖活动逐渐放缓，摄食需求减少，菜粕需求转入传统淡季，11月至次年2月需求以禽畜饲料的刚性消耗为主，整体消费活跃度大幅下降，市场采购以消化前期库存、执行长期合同为主，新增需求乏力。

图表 54 国内菜粕成交量

图表 55 国内水产饲料产量



数据来源：我的农产品网、国元期货



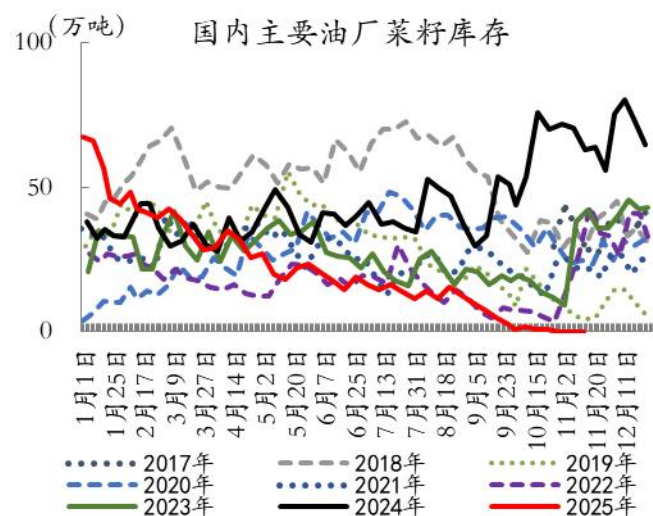
数据来源：我的农产品网、国元期货

### 5.2.3 国内菜粕库存情况——库存持续回落至近年历史低位

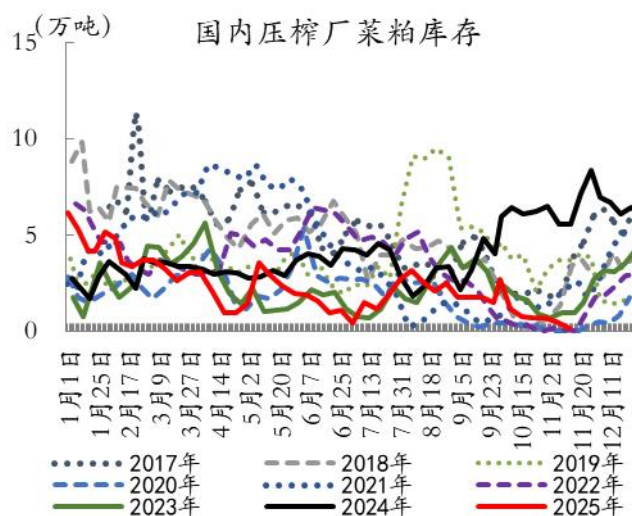
2025年国内菜粕库存迅速缩减。据Mysteel调研数据显示，截至2025年第46周，沿海油厂菜粕库存为0.2万吨，华东地区菜粕库存22.96万吨，华南地区菜粕库存为22.3万吨；华北地区菜粕库存为4.14万吨，全国主要地区菜粕库存总计49.60万吨。

图表 56 国内菜籽库存量

图表 57 国内菜粕库存量



数据来源：我的农产品网、国元期货



数据来源：我的农产品网、国元期货

## 六、行情展望

### 6.1 单边行情展望及投资策略

对于2026年上半年蛋白粕单边行情，我们预期相对乐观，若中美贸易维持现状，豆粕后市预计走出先抑后扬、整体处于区间震荡的行情，菜粕相对变数较大，走势波动预计大于豆粕，走势预期同样为先抑后扬，国内库存偏低现状下预计相对强于豆粕，后市重点在于中加反倾销调查终裁结果的影响。

豆粕期货方面，整体呈“近弱远强、区间波动”特征。供应端支撑来自南美种植周期中拉尼

娜天气的扰动情况，以及中美贸易现状之下，国内明年 2-3 月份大豆供应是否充足，在南美大豆供应空窗期，国内油厂是否能维持正常开机。另外，需求端在生猪“反内卷”政策下能繁母猪存栏缓慢去化，二季度后豆粕消费或受压制，虽水产养殖旺季能提供阶段性支撑，但豆粕减量替代政策持续深化，需求增长弹性受限。预计一季度受供应压力震荡偏弱，二季度随天气炒作与需求回升逐步走强，基差维持偏弱态势。

菜粕期货将表现“强于豆粕、宽幅震荡”。供应端矛盾仍存，中加 100% 关税政策延续，加拿大菜粕进口近乎停滞，虽印度、俄罗斯等替代来源持续放量，但进口菜籽压榨量不足制约菜粕产出，且可交割品供应紧张格局未改。需求端是核心支撑，二季度水产养殖进入投苗旺季，备货需求推动库存去化，而豆粕价格高位时的替代效应将进一步放大菜粕需求弹性。此外，国内菜籽库存同比偏高但港口库存去化预期强烈，供需紧平衡支撑价格韧性。菜粕期货整体震荡偏强，波动区间较豆粕更宽，需重点关注进口补充节奏与水产需求成色。

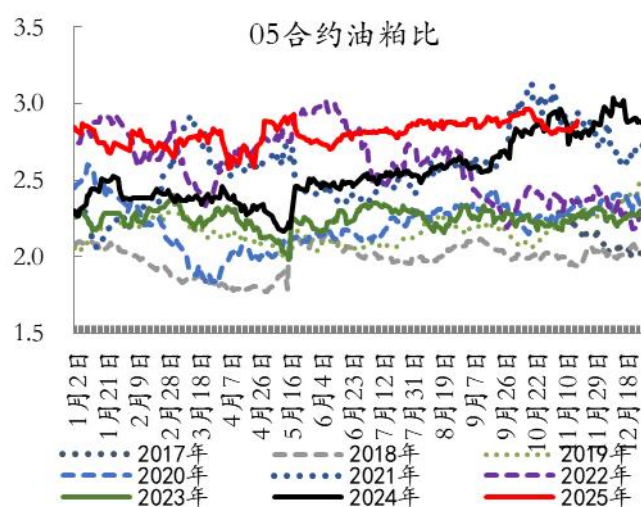
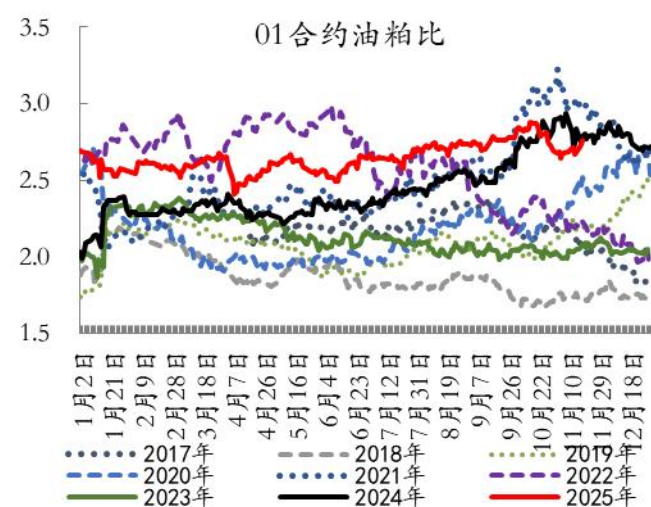
对于 2026 年上半年，我们认为需要重点关注的风险点有：南美大豆产区天气情况、中美贸易关系波动、中加反倾销调查终裁结果、国内大豆到港效率等等。

## 6.2 套利机会提示

### (1) 油粕比

图表 58 01 合约油粕比

图表 59 05 合约油粕比

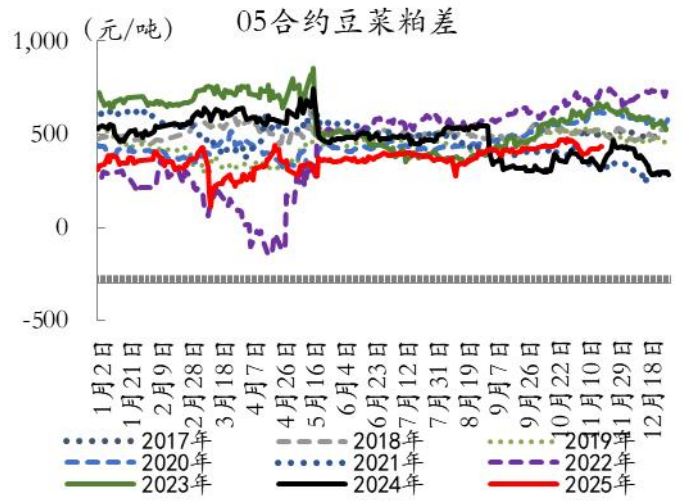
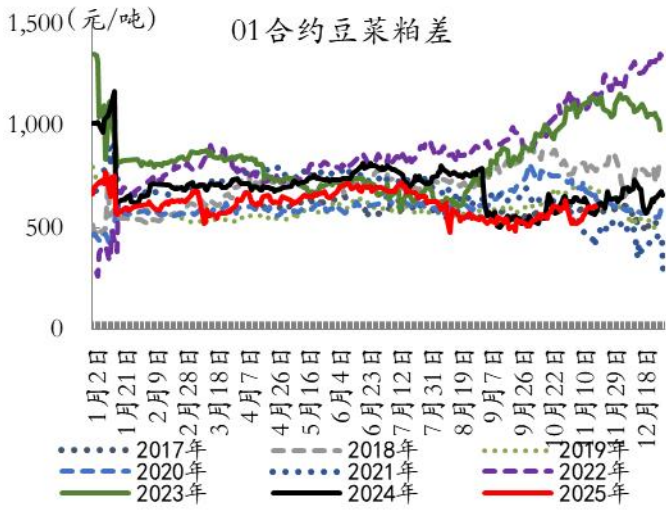


数据来源：Wind、国元期货

### (2) 豆菜粕差

图表 60 01 合约豆菜粕差

图表 61 05 合约豆菜粕差



数据来源: Wind、国元期货

## 重要声明

本报告非期货交易咨询业务项下服务，内容仅供参考，不构成任何投资建议且不代表国元期货立场。请交易者务必独立进行投资决策，交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，国元期货不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户。

本报告基于公开或调研资料，我们力求分析内容及观点的客观公正，但对于本报告所载内容及观点的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货，未经国元期货书面许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载或引用本报告内容，违者将被追究法律责任。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。

## 联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

### 国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街46号1号楼19层1901，9层906、908B

电话：010-84555000

### 福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路1号1304室之02-03室(即磐基商务楼1502-1503室)

电话：0592-5312522

### 大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路129号国际金融中心A座期货大厦2407、2406B。

电话：0411-84807840

### 西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段64号凯德广场西塔6层06室

电话：029-88604088

### 上海分公司

地址：中国(上海)自由贸易试验区浦电路577号16层(实际楼层13层)04室

电话：021-50872756

### 广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路28号4701房自编04A单元

电话：020-89816681

### 北京分公司

地址：北京市东城区东直门外大街46号1号楼22层2208B室

电话：010-84555050

### 安徽分公司

地址：安徽省合肥市金寨路91号立基大厦6层

电话：0551-68115888/65170177

### 河南分公司

地址：河南省郑州市金水区未来路69号未来大厦1410室

电话：0371-53386809

### 青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路15号海韵东方1103户

电话：0532-66728681

### 深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道2008

号中国凤凰大厦1号楼10B

电话：0755-82891269

### 杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路1785号网新双城大厦4幢2201-3室

电话：0571-87686300

### 通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区西门街道龙兴紫云公馆

9#楼1-101-2室

电话：0475-6380818

### 上海中山北路营业部

地址：上海市普陀区中山北路1958号3层西半部318室

电话：021-52650802、021-52650801

### 全资子公司：

国元投资管理(上海)有限公司

注册地址：上海市虹口区东大名路501号504A单元

办公地址：(北京地区)北京市东城区东直门外大街46号天恒大厦A座906

(上海地区)上海市浦东新区潍坊新村街道源深路1088号平安财富大厦1603B

电话：010-84555221