

蛋白粕: 2025年已经过半, 全球大豆供给宽松的格局导致CBOT大豆低位运行, CBOT大豆指数整体运行在950-1100美分/蒲式耳的区间内。连粕走势更多跟随美豆而动, 主力合约在2850-3200之间波动, 价格有区间上限波动的可能, 市场上行的高度, 取决于中美经贸关系的进展以及中国四季度大豆采购的情况而动。操作上保持低位买入, 或者双卖的期权的策略。

油脂: 2025年下半年东南亚棕榈油产量呈现先增后降的局面, 市场交易重点在于东南亚棕榈油出口与印尼生物柴油政策的实施情况。2025年下半年, 美豆油生物柴油政策最终方案的落地是影响美豆油未来需求前景的关键所在。国内油脂市场下半年需求或难有起色, 供给端或先增后降。豆油需求最佳, 供给先增后降。棕榈油以远期进口增加而累库明显。菜油进口量下半年或有下滑, 去库概率明显。国内油脂价格或将跟随国际油脂而动。9月以后美豆油、马棕油或因有利好政策出台而获得提振。等待市场做多机会。操作上采取回调买入的操作策略, 三季度末季节性买油卖粕套利机会或现。

国信期货交易咨询业务资格:

证监许可【2012】116号

分析师: 曹彦辉

从业资格号: F0247183

投资咨询号: Z0000597

电话: 021-55007766-6617

邮箱: 15037@guosen.com.cn

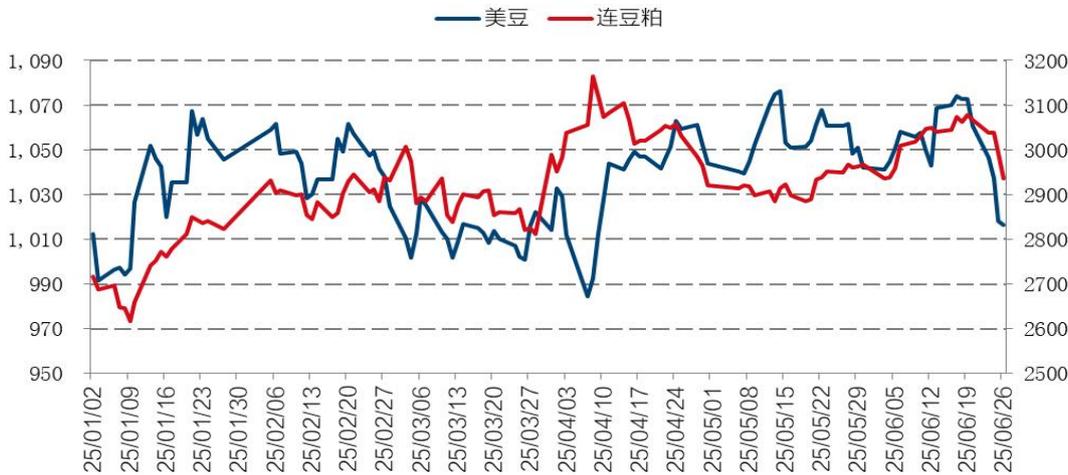
#### 独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 一、2025年上半年油脂油料市场行情回顾

### 1.1 豆粕市场行情回顾

图：DCE豆粕与美豆走势比较



数据来源：文华财经 国信期货

纵观2025年上半年国内豆粕走势，市场呈现震荡走高的局面。市场围绕南美大豆增产、中美贸易战、巴西升贴水、人民币汇率等多重因素展开。整体来看，上半年蛋白粕期价波动大体分为：

**1月2日-3月3日：**连粕跟随美豆震荡走高。阿根廷旱情显露，USDA报告下调美豆单产和收割面积，美豆库存回落。美元指数下挫。美国对墨西哥、加拿大征税暂缓一个月，中国对美国产品加征关税未涉及农产品，让美豆创下年内新高。国内方面，春节长假受物流运输收紧、海关对部分批次巴西豆加强检疫、国内油厂停机影响，豆粕现货、基差维持坚挺态势。连粕在美豆、巴西升贴水、人民币汇率博弈中震荡反复。

**3月4日-3月28日：**连粕震荡回落。CBOT大豆震荡阴跌。美国对从墨西哥和加拿大进口的商品征收25%的关税，并将中国商品的关税翻倍至20%，加拿大和中国迅速反击。南美大豆供给压力增加，CBOT大豆主力合约价格重心不断下移。国内油厂停工明显不及预期，现货、基差高位回落。连粕市场高位回落。

**3月29日-4月9日：**连粕触底反弹，美豆继续回落，内强外弱凸显。美国向多个国家加征关税，尤其是不断对中国加征关税，美豆大幅下挫，市场对于未来出口担忧加剧，主力合约跌至前低附近。随着美国对中国不断加征关税，我国对美国进口大豆也不断加征关税。尽管我国已经减少对美豆进口，但巴西升贴水因此一度高涨，连粕跟随进口成本跳涨。

**4月10日-5月13日：**连粕高位回落，美豆震荡走高，内弱外强凸显。中美展开会谈并取得实质性进展，中美达成未来90天大幅削减关税的协议，美豆出口前景转好。美国中西部遭遇暴雨，春播可能受阻，美豆震荡走高。4月下旬国内部分地区进口大豆不足，油厂开工下降，豆粕现货、基差大幅走高。进入5月随着进口大豆到港增加，豆粕现货、基差高位回落。巴西升贴水因汇率以及集中销售等因素高位回落，抵消了美豆的反弹，连粕高位回落。我国进口大量印度菜粕，菜粕走低拖累连粕进一步下滑。

**5月14日-6月19日：**连粕震荡走高，美豆高位震荡。美豆因美国生物柴油政策反复及国际原油价格冲高回落，美国天气良好，春播进度超前。阿根廷过量降雨缓和收割有序进行。国内豆粕供给逐步增加，现货、基差继续回落。相对而言连粕因巴西升贴水止跌反弹、买粕卖油套利震荡走高。

**6月20日-至今：**连粕跟随美豆高位回落。随着中东局势的缓和，原油高位回落，美豆生长期天气良好，美豆大幅下挫。油厂开工继续提高，连粕跟随美豆震荡回落。

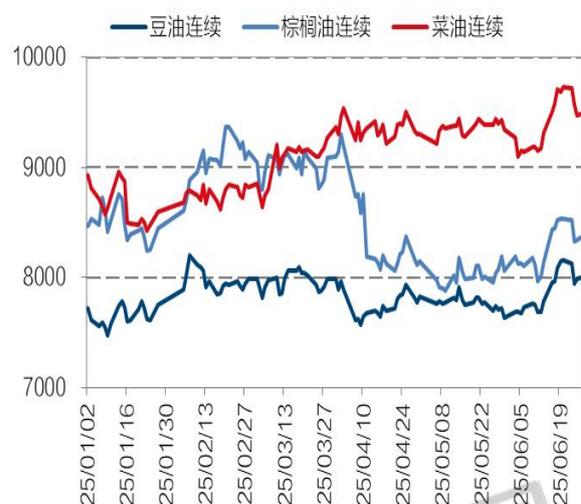
## 1.2 油脂行情回顾

图：国际油脂期货指数走势



数据来源：文华财经 国信期货

图：国内油脂期货指数走势



数据来源：文华财经 国信期货

纵观2025年上半年国内外油脂市场，品种差异化凸显，美豆油震荡走高，马棕油冲高回落。国内菜油震荡走高，棕榈油先扬后抑，豆油区间震荡。整体来看，上半年油脂期价波动大体分为：

**1月2日-3月31日：国内油脂震荡走高。**国际方面，美豆油先扬后抑。美国生物柴油政策利好，买油卖粕助推美豆油上行。国际原油以及美豆走低，油粕套利平仓。USDA下调美豆油24/25年度生物柴油需求，美豆油高位回落。马棕油区间震荡。出口数据疲软，印尼B40计划仍在等待，马来西亚降雨影响油棕生产，印尼棕榈油出口限制，印度上调植物油关税等因素共振。印度出现洗船的局面，这让斋月需求堪忧。国内油脂走势强于外盘，连棕油领涨油脂。连豆油冲高后区间宽幅震荡，加菜籽走高与关税政策郑菜油走高。

**4月1日-4月16日：国内油脂震荡回落。**国际方面，美国向多个国家加征关税，尤其是不断对中国加征关税，市场担心全球贸易战可能导致经济增长放慢甚至衰退，需求疲软加重市场看空情绪。马棕油因产量逐步恢复而承压回落。与之相比，美豆油因市场预期美国或上调RVO而震荡走高。受此影响，国内油脂大幅回落，连棕油领跌油脂，连豆油跟随美豆走低后低位震荡，郑菜油则因中加政策因素高位震荡。

**4月17日-6月13日：国内油脂区间震荡。**国际方面，美豆油冲高回落。美国生物柴油利好与利空消息交替传出。此后国际原油及美豆震荡回落给市场带来压力。马棕油创新低后低位震荡。马棕油产量、库存增幅超预期，出口疲软拖累马棕油走低。5月马棕油出口环比略有增加，马棕油低位震荡。连棕油区间震荡偏弱，郑菜油则区间震荡偏强。连豆油、郑菜油则因政策等因素区间震荡反复。

**6月14日-6月20日：国内油脂震荡走高。**国际方面，美豆油创出20个月来的新高，连续两个涨停板。因为美国环保署（EPA）上周五公布的2026年与2027年生物燃料掺混新提案超出预期。令市场期待未来美国豆油需求可能激增。此外中东地缘政治加剧，伊朗与以色列冲突加剧，国际原油价格高涨。马棕油出口数据环比增加，价格震荡走高。国内油脂跟随国际油脂而动，连棕油领涨油脂。

**6月21日-至今：国内油脂高位回落。**中东局势缓和，国际原油高位回落，美豆油回吐前期涨幅。马棕油及国内油脂跟随国际原油高位回落。

## 二、2025年下半年蛋白粕热点分析

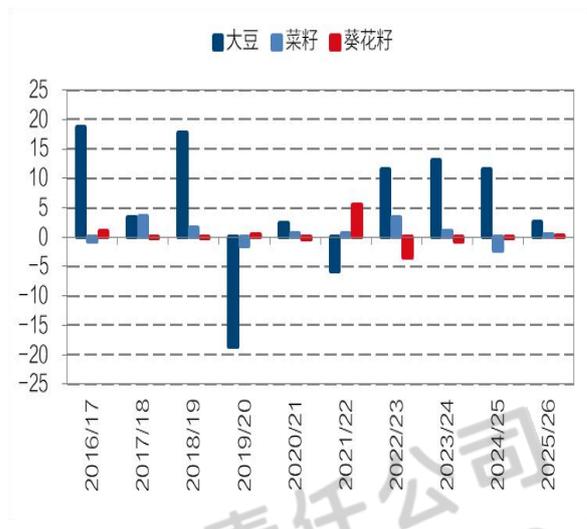
### 2.1 全球油籽供给宽松格局延续

图：全球油籽供需结构对比（单位：百万吨、%）



数据来源：USDA 国信期货

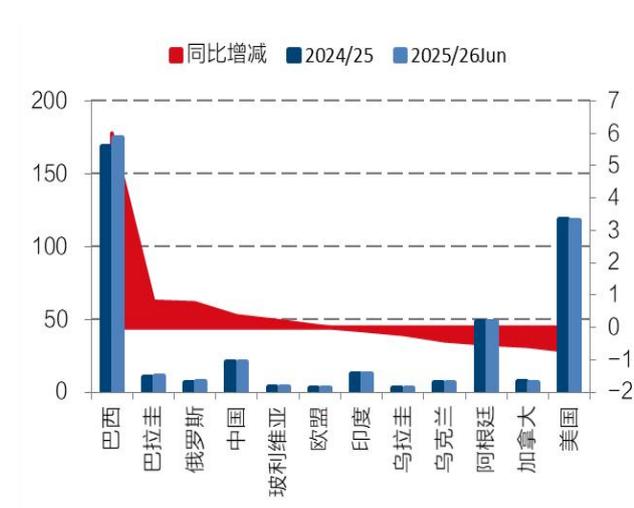
图：全球油籽各品种间产需缺口变化（单位：百万吨）



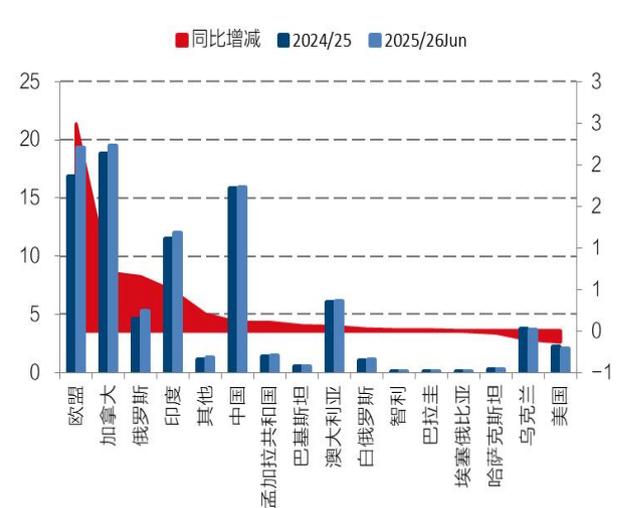
数据来源：USDA 国信期货

25/26年度，全球油籽连续六年产大于需，供给宽松格局仍将延续，这意味着全球油籽市场熊市格局仍未改变。6月USDA预估2025/26全球油籽产量为6.92亿吨，同比增加1498万吨。消费量为6.87亿吨，同比增加2014万吨，库存从去年的1.42亿吨增加至1.44亿吨。由于油籽需求增幅达到3.02%，超过产量增幅的2.21%，库存消费比较上年有所回落至15.96%。分品种分国家来看，25/26年度全球大豆产量增加604万吨至4.26亿吨。其中巴西大豆25/26年度增加600万吨，巴拉圭、俄罗斯大豆产量同比增加80万吨、75万吨。而美国、阿根廷大豆产量则同比减少72万吨、50万吨。25/26年度全球菜籽产量增加451万吨至8977万吨。其中欧盟菜籽25/26年度产量增加249万吨，加拿大菜籽产量增加70万吨，俄罗斯菜籽产量增加65万吨。25/26年度全球葵花籽产量增加414万吨至5619万吨。25/26年度油籽市场供给相对充裕，库存稳中有增。市场呈现供给边际回升的局面。

图：全球大豆主产国产量同比增减（单位：百万吨）



图：全球菜籽主产国产量同比增减（单位：百万吨）



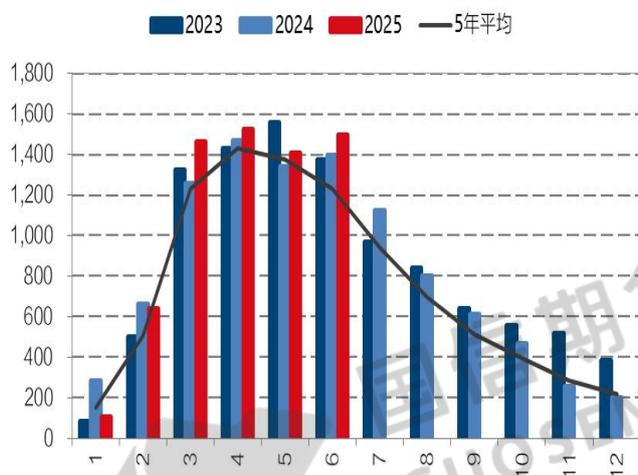
数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

2025年已经过半，全球大豆供给宽松的格局导致CBOT大豆低位运行，CBOT大豆指数整体运行在950-1100美分/蒲式耳的区间内。24/25年度巴西、阿根廷大豆丰产已成定局，丰产对于市场的压力也逐步在盘面上有所体现。5月份25/26年度大豆供求平衡表首度公布，USDA预估25/26年度美豆单产为52.5蒲式耳/英亩。由于美豆种植面积的下滑，美豆平衡表处于偏紧的格局中。2025年下半年，CBOT大豆市场则面临更为复杂的市场环境，宏观上中美贸易格局的走向直接影响下半年美豆的出口格局，地缘政治以及美国生物柴油政策则影响美国大豆压榨市场的供求。天气也将成为影响美豆供给的主要因素。此外巴西大豆与美豆出口竞争或将继续加剧。在全球大豆供给宽松的背景下，美豆偏紧的供求结构能否发生实质性的改变则成为CBOT大豆能否摆脱盘局的关键。

## 2.2 巴西还有多少可供出口大豆

图：巴西大豆出口情况



数据来源：abive 国信期货

图：7-12月巴西可供出口的大豆数量

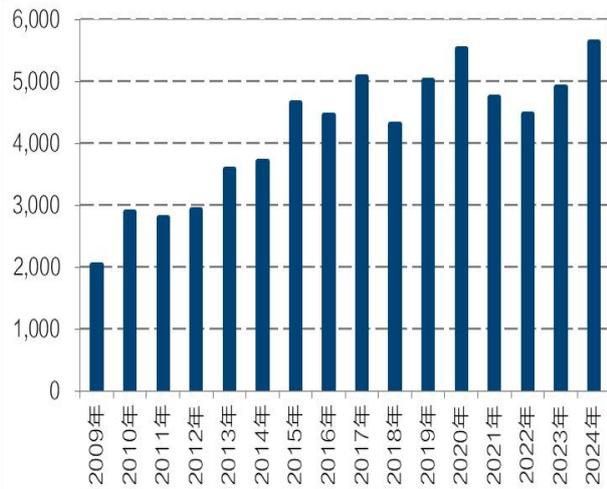


数据来源：abive 国信期货

24/25年度巴西大豆产量迎来丰产，USDA与CONAB预估产量在1.69亿吨，可见巴西大豆产量继续刷新纪录。随着巴西大豆收割的接近尾声，巴西大豆出口如火如荼进行中。受到中美贸易的影响，中国近期均以采购巴西大豆为主。2025年1-6月巴西大豆累计出口6651万吨，较上年同期6414万吨增加237万吨。按照Aboive机构预估，2025年1-4月巴西大豆压榨量为1640万吨，上年同期为1761万吨。由于未来巴西豆油消费量或有增加，压榨可能有所提振，2025年后期巴西大豆压榨量可能与2024年同期持平或略有增加。按照Aboive预估2025年底巴西大豆库存为580万吨，如此计算，由于巴西大豆产量的增加，这使得2025年下半年巴西可供出口大豆在4400万吨左右，较上年同期3365万吨增加1035万吨。

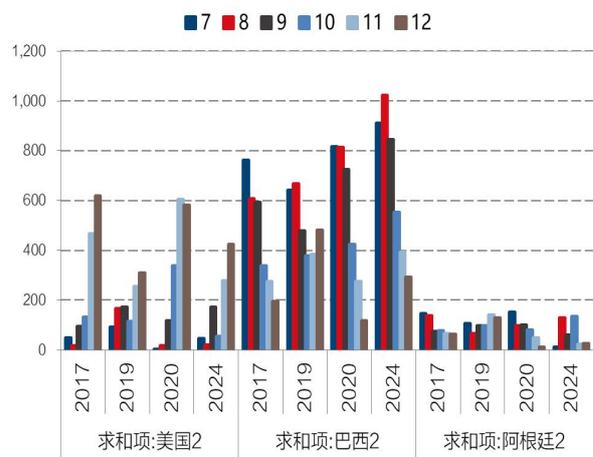
一般而言，中国在下半年大豆采购平均数量4000万-5000万吨上下。其中超过5000万吨的年份有2017年、2019年、2020年、2024年，分别进口5073万吨、2032万吨、5528万吨、5653万吨。按照海关总署统计2025年1-5月我国进口大豆累计为3711万吨，6月预估在1000万吨上下，市场预期2025年我国进口大豆总量在1亿吨上下，可见下半年我国大豆进口量或超过5000万吨。在超过5000万吨的年份中，巴西大豆进口量占比在50%以上。2024年同期进口量高达4021万吨。阿根廷大豆进口量在500万-600万吨上下。而美国进口量则1000万-1650万吨不等。2020年下半年进口美豆累计达1665万吨，而2024年同期累计进口仅为997万吨。可见如果2025年下半年中美贸易关税不能回落的话，全球大豆贸易流向或发生实质性转变，南美大豆供给中国，而美国大豆供给非中国地区。但从数量上来看，仍有小部分缺口。

图：中国大豆7-12月总进口量



数据来源：CHOICE 国信期货

图：下半年中国进口国进口大豆对比



数据来源：CHOICE 国信期货

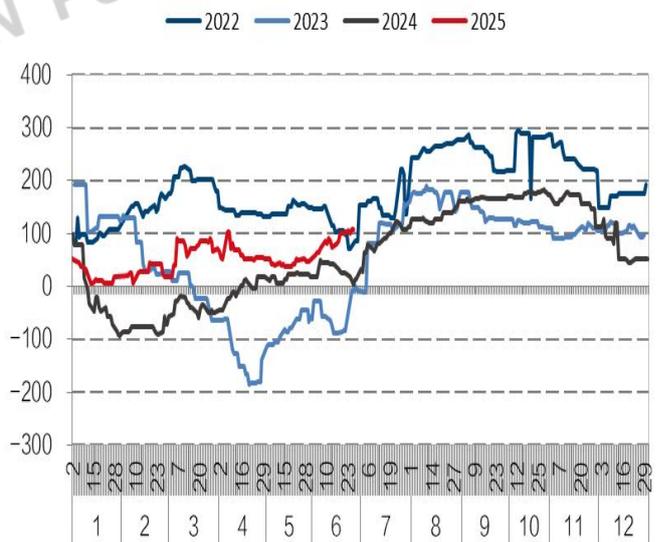
随着南美大豆产量定产后，南美大豆市场对于全球大豆的冲击除了供给的影响外，更多来自升贴水的影响。目前8月、9月船期的美湾大豆升贴水已经明显低于巴西大豆升贴水。这与美国当下出口减弱有关。如果中美贸易关系不能缓解，那么巴西大豆升贴水高于美湾大豆升贴水的局面或将延续。从季节性来看，随着6月份巴西大豆出口高峰过后，巴西大豆升贴水开始稳中有增，直至在四季度出现年内高点。

图：美豆与南美大豆升贴水对比（单位：万吨）



数据来源：CHOICE 国信期货

图：巴西升贴水对比



数据来源：CHOICE 国信期货

总的来看，下半年中美贸易关系将成为全球大豆走势关键，如果关系依然偏紧，那么巴西大豆尽管可供出口量尽管同比大幅增加，但依然无法满足中国进口大豆的全部需求，而随着出口数量的下滑，巴西升贴水也面临上涨的可能。如果中美关系缓和，美国大豆出口下半年或将增加，或将缓和中国进口大豆总量缺口的问题，巴西升贴水的上涨幅度可能也会得到遏制。

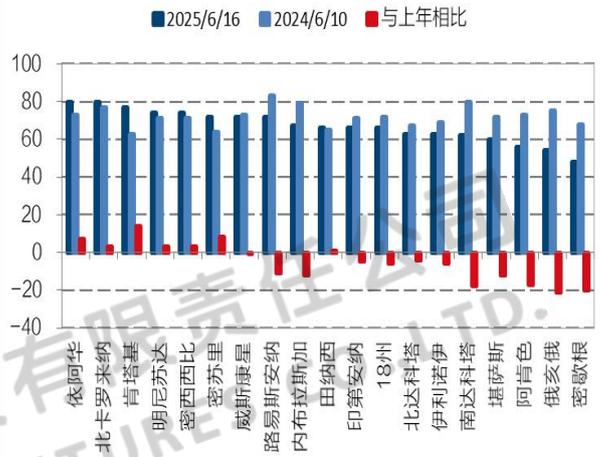
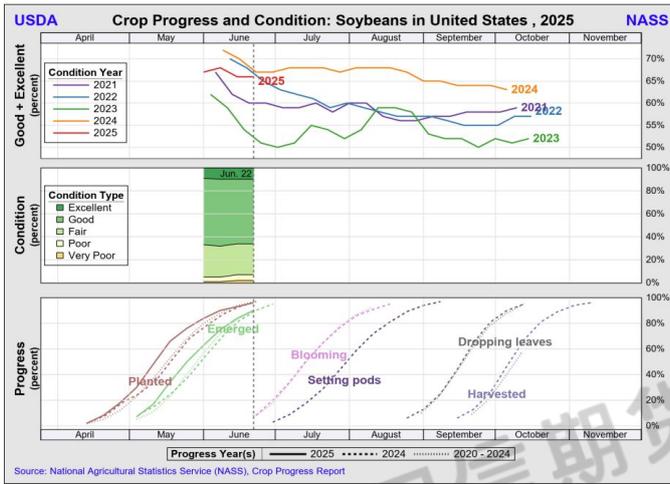


### 2.3 政策扰动加剧 美豆供求平衡表偏紧难改

2025年美豆新季大豆播种以来，良好的天气加快了美豆播种进度和作物生长情况。最新报告显示，截至2025年6月22日当周，美国大豆播种工作完成96%，上年同期96%，五年均值97%。出苗率为90%，上年同期为89%，五年均值为90%；开花率为8%，上年同期为7%，五年均值为7%。可见目前美豆整体生长情况良好，大体接近或略好于去年同期水平。最新数据显示美豆优良率为66%，上年同期为67%，市场预期为67%。从各州美豆优良率来看，最高的是衣阿华州，最差的是密歇根州。与上年同期相比，6个州优良率同比有所增加，这些州种植面积占比33.62%，而12个州的优良率同比有所下滑，这些州种植面积占比61.99%。可见美豆大部分产区的优良率略逊色于去年同期。

图：美豆生长情况

图：美豆产区各州优良率对比



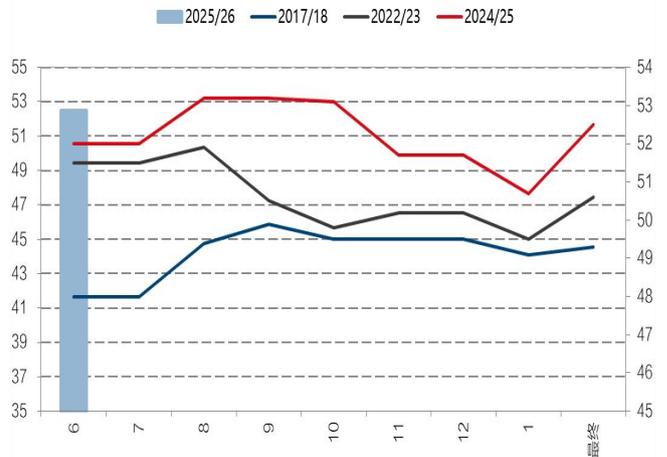
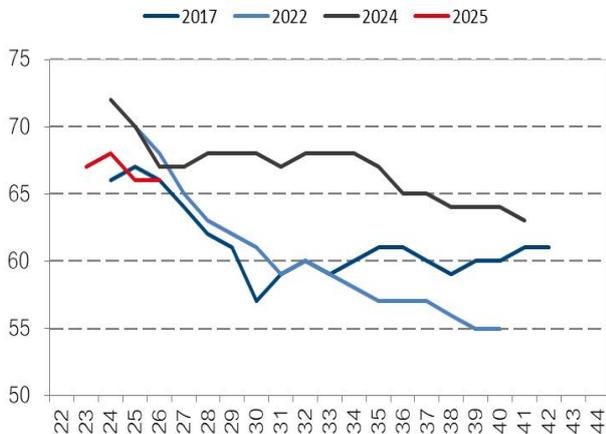
数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

与2025年26周优良率在66%相似的年份有2017年、2022年、2024年，当期优良率分别为66%、68%、67%。这些年份的优良率公布初期均呈现高开低走的局面。26周以后优良率则出现了差异性。2017年、2022年后美豆优良率大幅回落，而2024年后优良率则相对平稳，在生长末端才略有下滑。从这些年份美豆单产的调整情况来看。这些年份的优良率均出现了先增后降的局面。2017年最终单产则高于6月USDA预估的情况。

图：与当前优良率相似的年份对比

图：与2025年优良率相似年份美豆单产调整对比



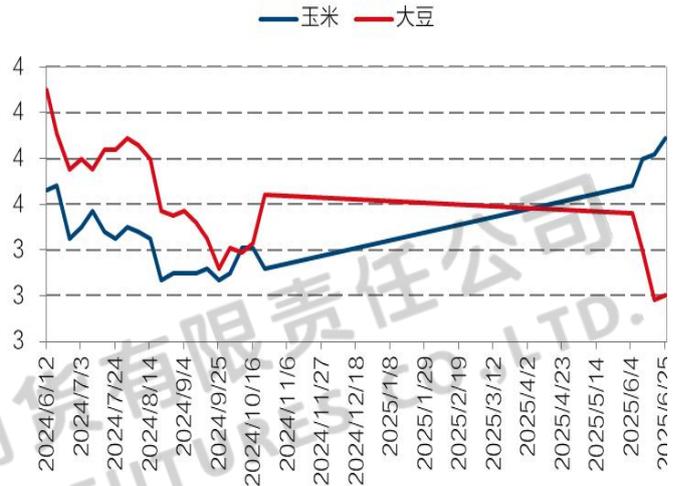
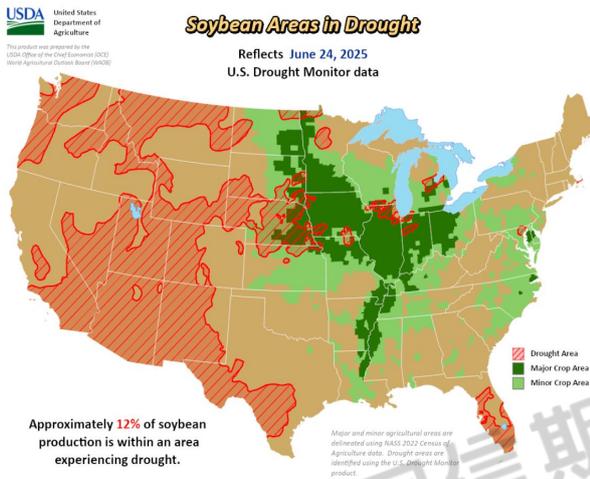
数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

截至2025年6月24日美豆产区受旱面积为12%，较前一周13%略有下滑。当前产区中受旱面积最大的地区为内布拉斯加州，80%面积受旱。其次是南达科他州，31%面积受旱。其他地区旱情并不明显。从美国中西部地区田间观察打分情况来看，11块豆田的平均状况评分为3.20分，高于一周前的3.18分，但是仍然低于去年同期的3.75%，创下历史同期最差评分。俄亥俄州大豆状况大幅回升，南达科他州和伊利诺伊州东南部的大豆状况小幅回升。从目前来看，整体美国大豆产区并未出现极端异常天气，这使得从春播到现在并没有出现天气溢价的炒作。

图：美豆产区旱情情况介绍

图：美国中西部作物观察田间评分（5分制）



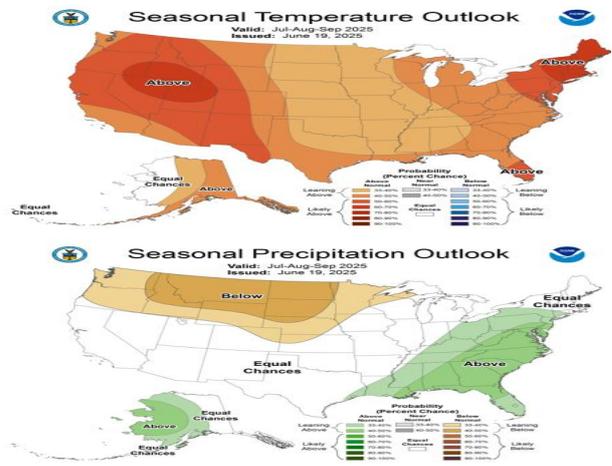
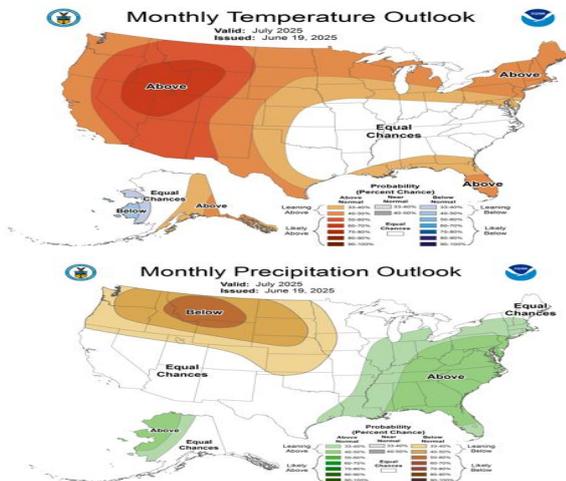
数据来源：NOAA 国信期货

数据来源：JCI 国信期货

从天气预报来看，NOAA显示7月份美国东部降雨超过正常水平，而中西部北部地区则降雨低于正常水平。南北达科他州，以及内布拉斯加州、堪萨斯州降雨不足，而气温偏高。未来三个月天气预报显示，美国将面临高温天气，大豆产区气温均超过正常水平。而降雨依然呈现东多西少的局面。天气仍有炒作的可能性，但大部分地区天气良好，只有少数地区或有状况，天气溢价的空间可能打折扣。

图：未来一个月美豆产区情况

图：未来三个月美豆产区降雨情况



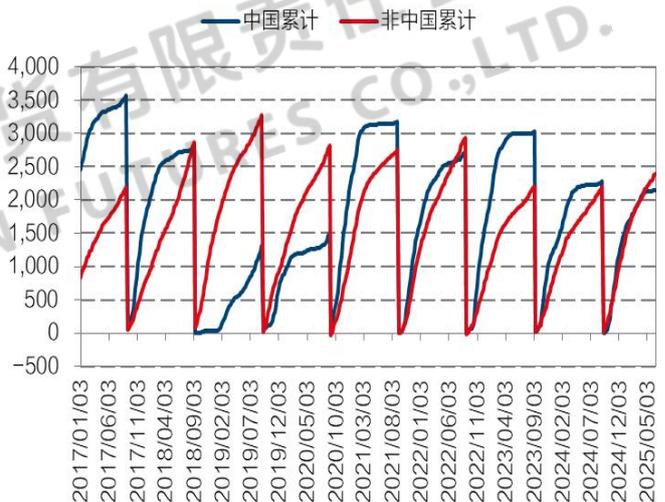
数据来源：NOAA 国信期货

数据来源：NOAA 国信期货

2025年下半年，除了天气的影响外，最大的问题在于美豆的出口如何变局。从2025年二季度美国的各项政策来看，美国政府有意向将美豆消费结构进行改革，一方面增加非中国地区的出口数量，另一方面美豆出口转内销数量提升。由于6月份以来，随着巴西升贴水的回升，美豆价格优势有所体现，尽管中国买家身影缺失，但美豆出口格局仍未得到较大冲击，截至6月19日，美豆24/25年度累计出口销售4947万吨，同比上年增加497万吨。其中中国采购2138万吨，上年同期为2209万吨，而非中国采购累计为2251万吨，上年同期为1744万吨。可见非中国地区的美豆采购已经超过中国的采购量。市场猜测可能非中国地区大豆采购可能从巴西分流一些在美国市场。国际大豆出口格局出现的变化。从美豆24/25年度下年度未装船数量来看，截至6月19日仅为134万吨，略高于上年同期的122万吨，但低于2019年同期出口量。可见随着中美关系的反复，中国大豆采购与美国大豆出口出现了明显的错配。对于25/26年度，中国近乎2000万吨的美豆采购量将何去何从成为市场关注的焦点。从历史来看，非中国地区年度采购量峰值为2019年8月3200万吨，同期中国采购量为1200万吨。如果未来中国采购持续缺席，这1200万吨如何消化，似乎全部转换成压榨从压榨产能上来看也短期无法消化。可见美豆未来的出口仍需关注中国采购量，如果中国采购迟迟未能增加，美豆出口则面临下调的可能。如果在8月中美关税暂停期结束前，美豆进口关税能将至正常水平，那么美豆出口或有完成USDA预估的可能。关注8月中美经贸关系的进展情况。

图：美豆下年度未装船数量

图：美豆出口中国与非中国的数量对比



数据来源：USDA 国信期货

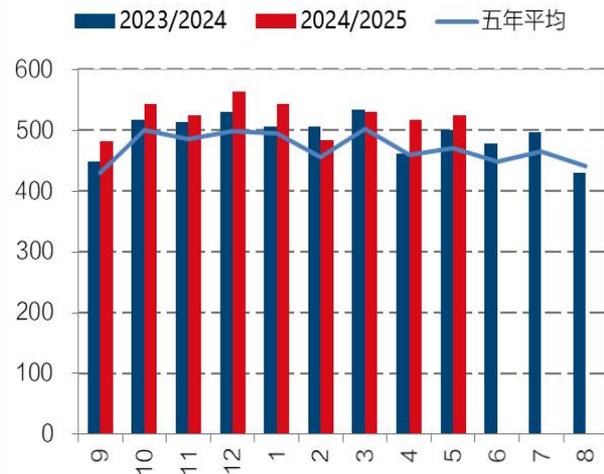
数据来源：USDA 国信期货

2024年以来美豆需求基本上是依赖于压榨需求提振。尽管2025年以来压榨需求低于市场预期，但仍是历史同期高位。从NOPA月度压榨数据来看，截至5月，美豆95%的压榨商累计压榨4713万吨，同比增加197万吨，而USDA预估美豆压榨24/25年度同比增加367万吨，在随后的三个月月均压榨在510万吨就可以完成USDA预估的数量。而五年平均6-8月份月均压榨量在451万吨，而去年同期月均压榨量在470万吨。由于2025年美豆月压榨量同比均有提升，因此美豆24/25年度压榨量完成USDA预估概率很大。

可见由于24/25年度美豆出口、压榨调整空间有限，因此24/25年度美豆库存调整的空间有限。当前CBOT大豆价格已经长期处于低位，并持续在成本线以下，这让美豆下跌空间受到限制，950美分的支撑依然明显。

图：美豆月度压榨量 (单位：万吨)

图：美豆库存与库存消费比走势对比



数据来源: USDA 国信期货



数据来源: USDA 国信期货

对于25/26年度美豆供求平衡表的走向,从历史来看,近几年美豆最终种植面积均低于3月报告,由于美玉米播种期间美豆与美玉米比较依然偏低,这刺激农户改种大豆提振有限,此外播种期天气良好,玉米转种大豆的可能性大大下降。美豆种植面积在3月基础上调整的幅度不大。单产情况仍需关注天气的情况,从目前预报来看,7月份天气整体良好,中西部的北部地区值得关注,可能会出现阶段性的天气炒作的可能。

从需求来看,25/26年度出口需看中美贸易关系的紧张,如果缓和,出口修复。如果紧张出口或有调整的可能,8月关税暂停期限前是关键时点。压榨方面,美豆油生物柴油政策带来预期的提振,美豆压榨长期向好,但产能增长仍需时间,短期调整幅度有限,市场最大的变量在于单产和出口。天气和中美经贸关系成为美豆下半年的重中之重。

表: 美豆供需平衡表猜想

项目	2024/25 Est.	2025/26 Proj.			
	Jun	Jun	预测1	预测2	预测3
种植面积	87	83.5	83.5	83.5	83.5
收获面积	86	82.7	82.7	82.7	82.7
单产	51	52.5	50.0	52.5	51.0
期初库存	342	350	350	350	350
产量	4366	4340	4135	4342	4218
进口	25	20	20	20	20
总供给	4734	4710	4505	4712	4588
压榨	2420	2490	2490	2490	2490
出口	1850	1815	1815	1682	1780
种用	72	73	73	73	73
残差	42	37	37	37	37
总需求	4384	4415	4415	4282	4340
期末库存	350	295	90	430	248
库消比	7.98%	6.68%	2.04%	10.04%	5.71%

数据来源: USDA 国信期货

图: 美豆季节性对比



数据来源: 文华财经 国信期货

总的来看,7月以后, CBOT大豆弱势震荡延续,天气及出口成为市场关注的焦点。天气整体良好,但局部地区仍有炒作的空间,8月高温天气可能出现溢价行情。8月中美关税暂停期限前是美豆出口能否修复的

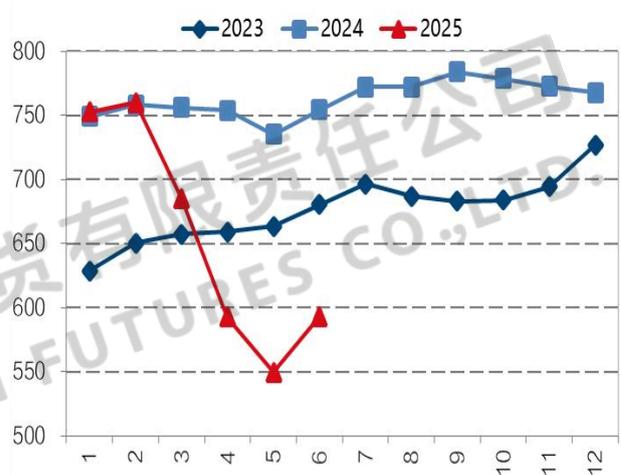
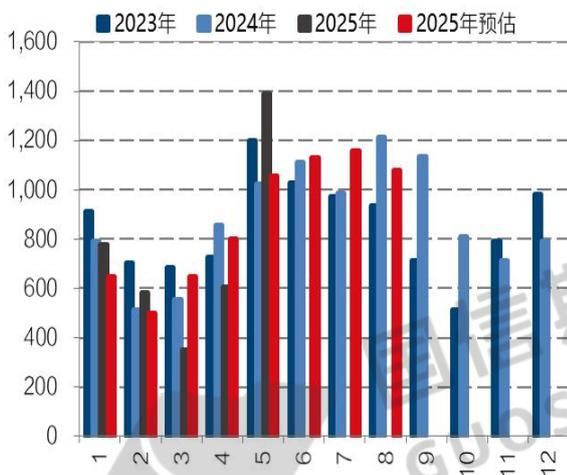
关键节点。如果关系缓和美豆出口回升，市场需求获得提振，美豆或稳中有升。由于全球大豆整体供给宽松，美豆阶段性供给偏紧，美豆短期难以走出区间波动的行情，市场底部区间震荡，价格重心有抬升的可能。

## 2.4 豆粕四季度供给存疑 成本仍有上行驱动

根据粮油商务网监测数据显示，截至6月24日，6月船期累计采购了1179.4万吨，采购进度为100%。7月船期累计采购了1010万吨，采购进度为100%。8月船期累计采购了672.9万吨，采购进度为84.11%。9月船期累计采购了198万吨，采购进度为33%。2026年2月船期累计采购了118.8万吨，采购进度为12.51%。2026年3月船期累计采购了224.4万吨，周度增加13.2万吨，采购进度为19.51%。2026年4月船期累计采购了85.8万吨，周度增加6.6万吨，采购进度为7.46%。2025年10月-2026年1月国内采购量相对偏少。与之相对应，国内港口大豆库存为历史同期相对低位，6月港口大豆库存仅为590万吨左右，远低于上年同期780万吨的水平。国内四季度进口大豆供给存在较大的缺口，如何补充成为市场关注的焦点。

图：进口大豆数量（单位：万吨）

图：港口库存（单位：万吨）



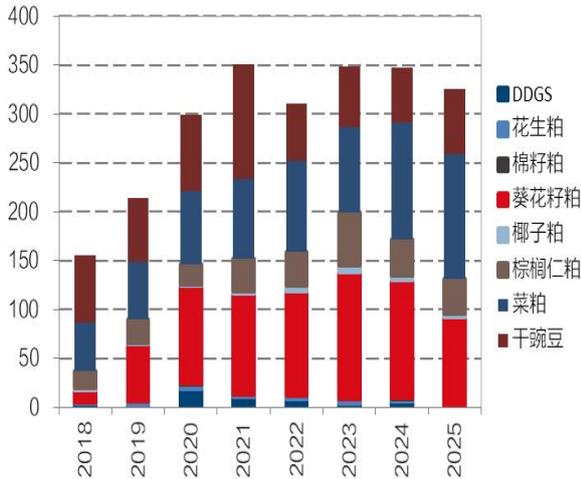
数据来源：粮油商务网 国信期货

数据来源：粮油商务网 国信期货

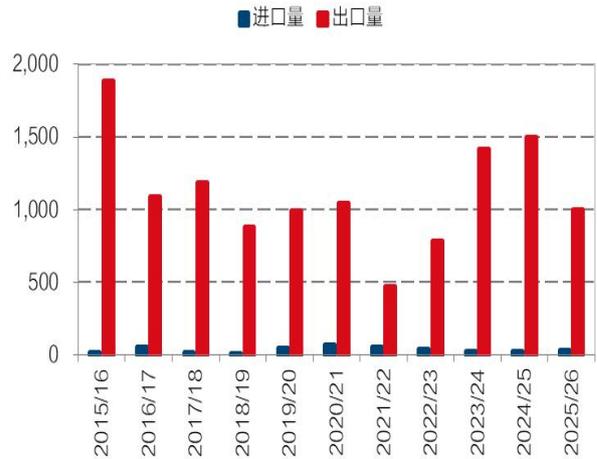
从杂粕进口量来看，2025年1-5月国内进口杂粕数量343万吨，同比减少26万吨，其中葵花籽粕、DDGS进口出现下滑。对于下半年，葵花籽粕的进口或有增加的可能，但整体杂粕进口量难有大的增长。最新动向显示，中国正积极“试水”阿根廷豆粕进口。有消息人士证实，有几家中国饲料生产商已联合签约订购3万吨阿根廷豆粕，CNF价格为每吨360美元，7月装运，预计9月份运抵广东。如能顺利通过海关检疫，预计还会有更多交易。阿根廷豆粕如能顺利进口通关，或将部分弥补9月以后豆粕供给或不足的缺口。中国在2019年向阿根廷豆粕开放了市场。这一决定受到美国总统特朗普第一届任期内发动中美贸易战的影响。尽管获得批准，但根据中国海关数据，并未有阿根廷豆粕采购的相关记录。近年来，中国年度进口豆粕总量在3万吨上下。由此可见，2025年国内豆粕进口量或将创造历史，尽管从数量上来看，进口体量与国内豆粕需求仍有较大差距，但可以阶段性弥补部分地区的供给不足。可见我国在蛋白粕供给上又增加了一个渠道。

图：1-5月份杂粕进口量对比

图：豆粕进出口对比



数据来源: CHOICE 国信期货

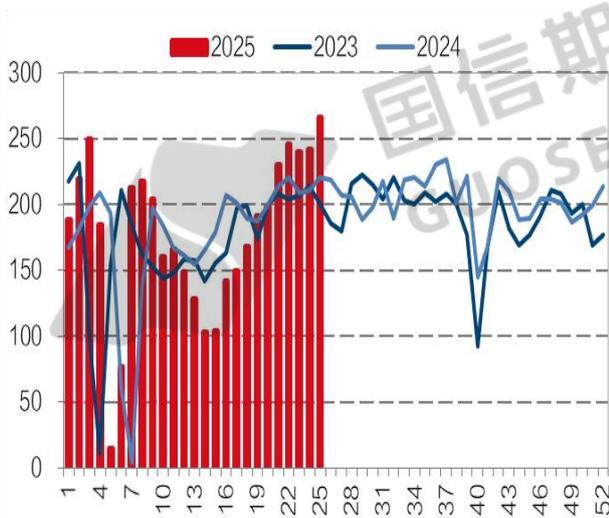


数据来源: 国家粮油信息中心 国信期货

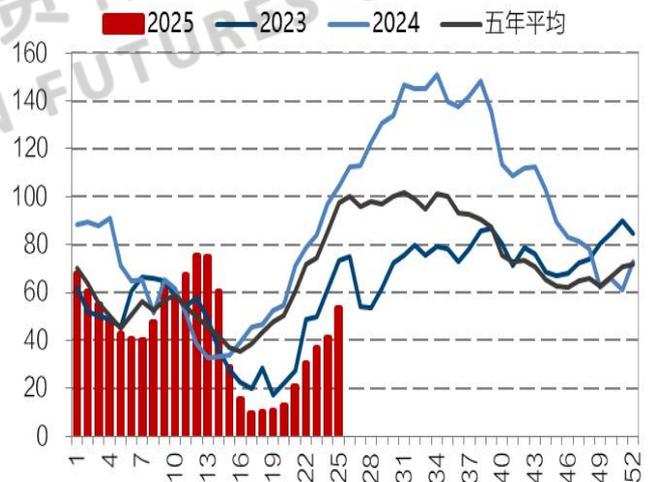
随着大豆到港量的增加,国内油厂在5月底单周压榨量在200万吨以上。油厂开工率已经超过70%。进入6月下旬、华北、山东、华东各地催提现象开始显现。由于7、8月份油厂进口大豆到港量偏高,8月传统油厂停工检修期,油厂开工在8月以后可能会有所下滑。考虑到10月以后进口大豆供给量的不确定性,8月以后油厂可能也会有意识下降油厂开工率。单周压榨量或在180万-200万吨左右。

图: 油厂大豆压榨量 (单位: 万吨)

图: 国内豆粕库存 (单位: 万吨)



数据来源: 粮油商务网 国信期货



数据来源: 粮油商务网 国信期货

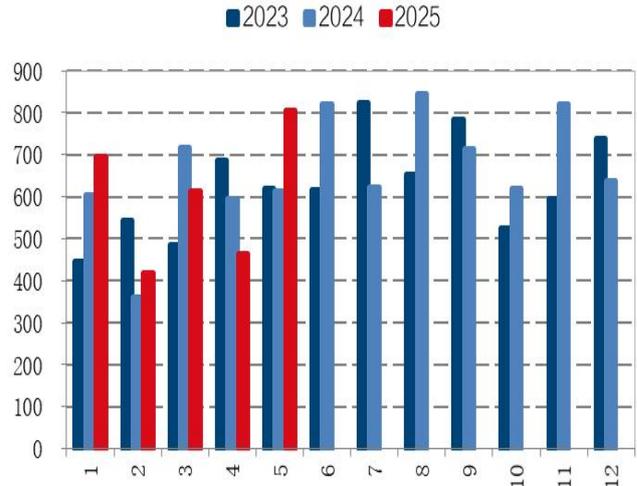
从消费来看,一般来看,能繁母猪正常情况下影响10—12个月的商品猪存栏量。据官媒报道,截止至2025年5月末,全国能繁母猪存栏量4042万头,环比上月增加0.1%,同比增幅1.15%,但较去年年末高点减少了38万头,较去化目标3950万吨过剩约100万头,较存栏基准3900万头过剩约3.6%。下半年生猪存栏或保持高位运行,下降的空间或有限。因此2025年下半年而言,豆粕需求或保持平稳,增长的幅度不大。从季节性来看,三季度豆粕需求是一年中的高峰,因此三季度豆粕需求有望较上半年小幅增加,同比持平或略增。

图: 能繁母猪存栏对未来生猪存栏的趋势性影响

图: 豆粕消费量走势对比



数据来源: CHOICE 国信期货

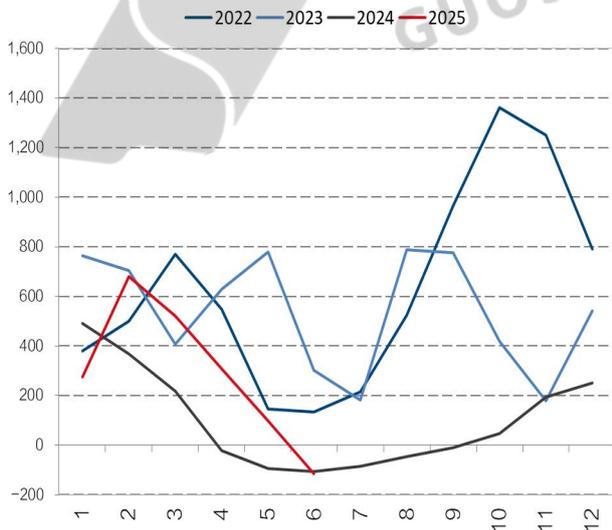


数据来源: CHOICE 国信期货

由于2025年上半年,国内养殖利润尚可,国内豆粕价格优势明显,这使得豆粕在饲料配方中的占比回升,豆粕上半年需求较好,2025年1-5月国内豆粕累计消费量达到3002万吨,同比增加111万吨。从库存来看,前期豆粕库存累库速度迟缓,目前国内豆粕库存仅回升到50万吨附近,为历史同期低位,7月以后国内油厂豆粕库存或回升明显。8月随着油厂压榨数量的下滑,国内豆粕库存或见顶回落。从基差走势来看,6月份国内基差达到年内低点,7、8月份由于整体供给端压力明显,豆粕基差或低位运行,与前两年相比,2025年豆粕基差整体水平可能与2024年同期相似。8月下旬以后国内豆粕基差逐步回升的概率加大。基差的回归大多以现货走高强于期货而实现。

图: 豆粕基差变化

图: 豆粕未来供需变化



数据来源: 粮油商务网 国信期货



数据来源: CHOICE 国信期货

总的来看,下半年豆粕库存或呈现先扬后抑的走势。8月中旬之前国内油厂开工或持续保持高位,豆粕供给充裕,8月中旬以后,由于进口大豆到港的不确定性加剧,这让油厂开工或将逐步下滑。需求方面,国内生猪存栏高位运行,豆粕需求或保持平稳。国内豆粕库存或在8月见顶回落,基差四季度有望回升。相对而言,连粕走势更多跟随美豆而动,主力合约在2850-3200之间波动,价格有区间上限波动的可能,市

场上行的高度，取决于中美经贸关系的进展以及中国四季度大豆采购的情况而定。

### 三、2025年下半年油脂市场热点分析

#### 3.1 全球油脂边际需求回升 库存略有回落

图：全球植物油供需对比（单位：百万吨）



图：全球油脂分品种供求结构变化（单位：百万吨）



数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

从USDA最新报告来看，USDA最新预估25/26年度全球油脂产量增加649万吨至2.35亿吨，主要豆油产量增加240万吨，棕榈油产量增加179万吨，菜籽油产量增加59万吨，葵花籽油产量增加179万吨。全球油脂消费增加536万吨至2.34亿吨，豆油、葵花籽油需求增幅明显。全球油脂库存在25/26年度增加14万吨至2997万吨。由于需求增幅显著，库存消费比回落至12.76%，全球油脂库存消费比已经连续三年下滑。可见全球油脂市场呈现出需求边际回升的局面。从品种来看，25/26年度豆油库存回升明显，而菜油、葵花籽油库存均有不同程度的下降。

#### 3.2 东南亚棕榈油聚焦印尼生柴政策

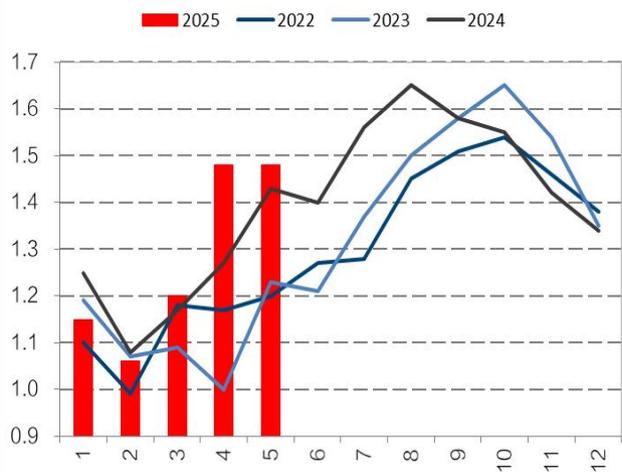
2025年以来，马棕油产量增产明显，马棕油果单产明显高于正常水平，4月以后马棕油产量超过五年同期水平。对于2025年下半年，东南亚棕榈油市场供给呈现先增后降的趋势。按照季节性规律，7月以后马来和印尼棕榈油产量加速增长周期，8-10月份的产量是一年内产量高峰期。11月以后东南亚产量则从增产周期转向减产周期。

图：马棕油产量走势对比（单位：万吨）

图：马棕油果单产走势对比



数据来源: MPOB 国信期货

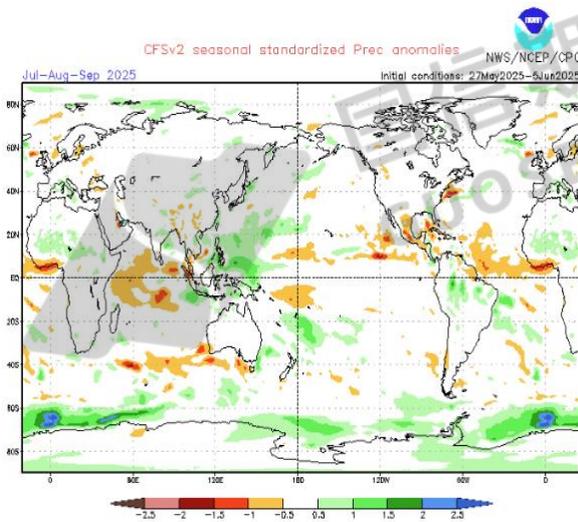


数据来源: MPOB 国信期货

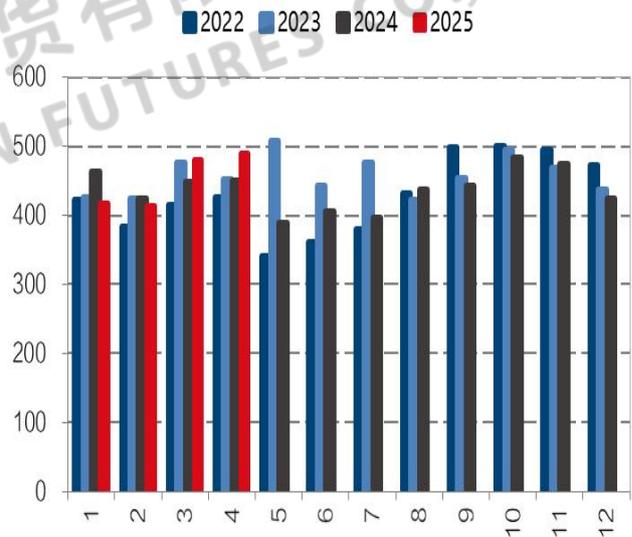
从天气情况来看, 由于2024年东南亚降雨高于正常年份, 这意味2025年东南亚棕榈油的产量或增加明显。2025年三季度的天气预报显示, 未来三个月东南亚降雨处于正常范围内, 这使得无论是马来还是印尼的棕榈油产量因降雨出现减产的概率不大。

图: 东南亚降雨未来三个月预估

图: 印尼棕榈油产量预估



数据来源: NOAA 国信期货



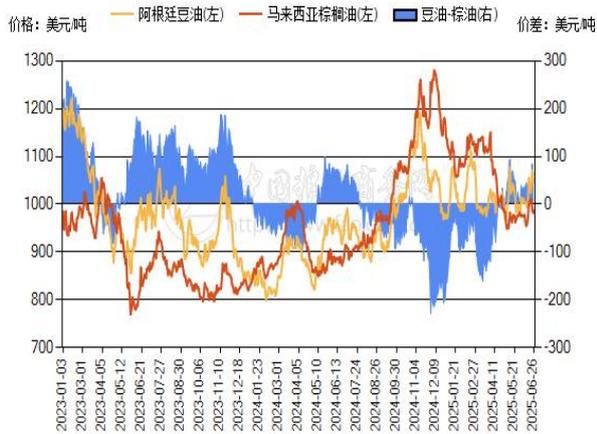
数据来源: CHOICE 国信期货

出口方面, 2025年5月以后, 随着国际豆棕价差的回归, 马棕油的出口有所修复。从当前国际油脂价格的对比来看, 国际棕榈油再度成为最便宜的油脂, 市场期待东南亚棕榈油出口在下半年能有明显好转。从历年马棕油与印尼棕榈油出口合计来看, 五年平均在450万吨上下, 而2024年同期仅为400万吨左右。其中马棕油单月出口在150万-170万吨上下, 印尼单月出口在200万-300万吨, 印尼棕榈油在2023年以后出口锐减。由于印尼供求数据滞后, 马来出口则成为市场关注的焦点, 5月出口量为138万吨。下半年, 马来棕榈油较5月出口增加超过10%, 才有望恢复到正常水平。

图: 国际豆棕价差

图: 马来与印尼出口合计走势

23-25年阿根廷豆油,马来西亚棕榈油现货FOB价差走势图



数据来源: 粮油商务网 国信期货

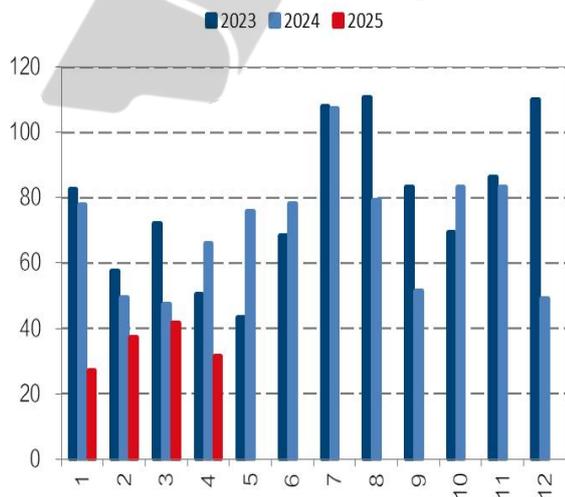


数据来源: 粮油商务网 国信期货

从进口国的采购来看, 由于中国进口利润出现时间较短, 倒挂局面长期存在, 而且中国国内豆棕现货仍处于倒挂中, 这使得中国进口棕榈油数量难以增加, 短期恢复到以前正常水平难度较大。马棕油出口更多依赖于印度的进口。印度炼油协会 (SEA) 最新发布2025年5月份印度植物油进口量为118.7万吨, 环比增长33.15%, 同比下降22.4%。棕榈油进口总量约为59.2万吨, 上月数据为32.1万吨, 去年同期为76.3万吨。豆油进口量同比增加, 棕榈油、葵花籽油进口同比下滑明显。截止至6月1日印度油脂库存133万吨, 较2023年9月份373万吨的历史高位下降约240万吨, 也远低于近年均值220万吨的均值水平。由于印度植物油库存水平相对偏低, 这使得市场预期下半年印度植物油采购量或有明显增加。由于价格优势, 棕榈油可能成为首选。近年来下半年印度棕榈油月度采购量在80万吨上下, 2025年前四个月印度棕榈油月均采购量不足40万吨。关注下半年印度棕榈油采购量的多寡。

图: 印度棕榈油 (精炼棕榈油+毛棕榈油) 进口量对比

图: POGO价格对比



数据来源: SEAI 国信期货

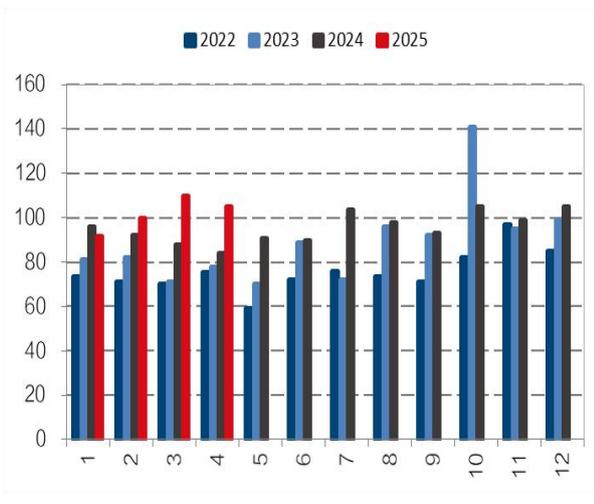


数据来源: CHOICE 国信期货

从工业需求来看, 2025年6月以来, 因地缘政治的因素, 国际原油剧烈波动, 这使得生物柴油的利润出现了反复。2025年初印尼政府宣布开启B40的政策, 印尼棕榈油生物柴油的消费量出现了明显的回升。从2023年印尼B35的实施节奏对比来看, 从宣布开启政策到全面执行需要半年左右的时间。印尼棕榈油

生物柴油需求下半年增加明显。随着印尼棕榈油出口的增加以及国际原油价格的抬升，下半年印尼有全面实施 B40 的可能，这将对印尼棕榈油生物柴油需求有进一步提升的空间。

图：印尼生物柴油消费量月度走势对比



数据来源：CHOICE 国信期货

图：马来西亚、印尼合计库存走势



数据来源：CHOICE 国信期货

尽管2025年5月马棕油库存的大幅回升，但印尼、马来库存仍处于五年同期水平。从季节性来看，下半年马棕油库存冲高回落，11月以后马棕油进入去库存模式。相对而言，印尼库存走势缺乏规律性。下半年如果生物柴油政策全面实施，东南亚棕榈油去库存或将提前。如果生物柴油政策不能实施，那么三季度东南亚棕榈油库存仍有一定的压力。从价格上看，一般而言，马棕油三季度季节性因库存回升而承压下挫至年内低点，此后价格触底反弹，四季度震荡走高。2025年马棕油走势需关注印尼生物柴油政策，如果三季度全面实施，那么价格或提前见底反弹。

图：马棕油季节性走势对比



数据来源：CHOICE 国信期货

图：马棕油长期趋势走势对比



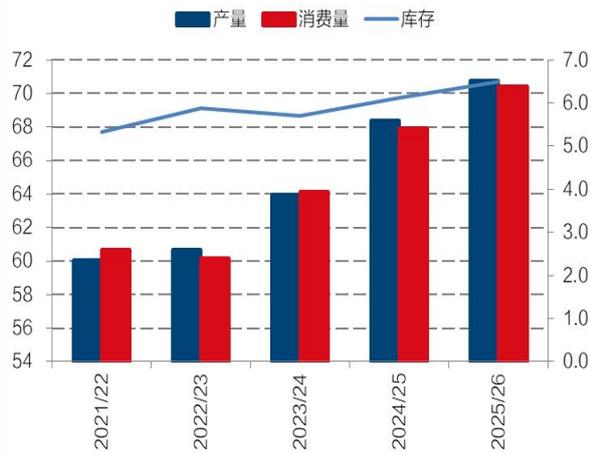
数据来源：CHOICE 国信期货

总的来看，2025年下半年东南亚棕榈油产量呈现先增后降的局面，市场交易重点在于东南亚棕榈油出

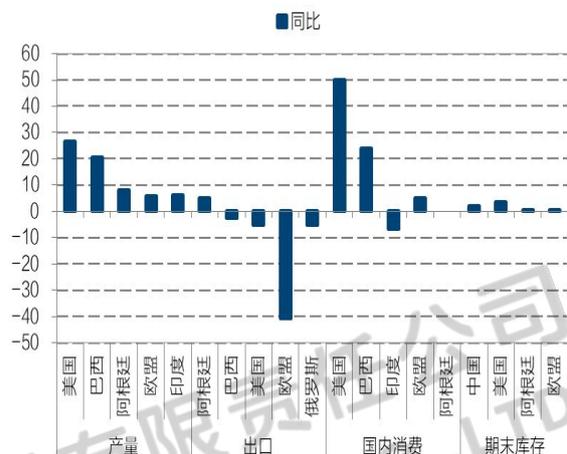
口与印尼生物柴油政策的实施情况。印度进口量将是决定马棕油出口能否修复的关键。印度进口量月均在80万吨左右，马棕油库存压力或减弱。印尼生物柴油政策也是影响东南亚棕榈油下半年走势的关键因素之一。如果印尼不宣布全面执行B40计划，那么三季度马棕油市场或继续承受库存压力。四季度市场或随着减产周期的到来而震荡走高。如果印尼B40政策三季度全面实施，那么马棕油或在三季度提前止跌反弹。

### 3.3 美豆油生柴需求为关键

图：全球豆油产量及增幅（单位：百万吨）



图：全球豆油分国别供需同比对比（单位：万吨）



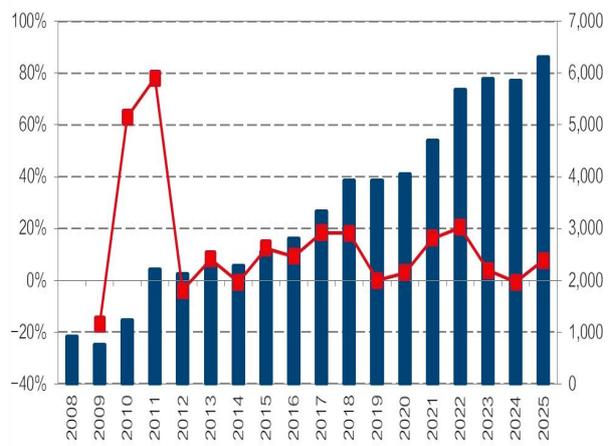
数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

25/26年全球豆油供给随着大豆产量的增加而增长。其中美国豆油产量增加26.4万吨，巴西豆油产量增加20.4万吨，阿根廷豆油产量增加8万吨。相对而言，需求方面，豆油出口和国内需求则出现了结构性的改变。25/26年度全球豆油出口量则出现锐减，美国出口下滑40万吨，巴西出口下滑5万吨。只有阿根廷豆油出口有所增加，但难以弥补美国和巴西豆油出口的降幅。与之相比，美国、巴西在25/26年度则增加了豆油的国内消费量。美国、巴西国内生物柴油政策预期向好，提振国内豆油的消费。由于内需增长超过了出口的降幅，全球豆油需求处于增长局面。由于供给增加超过需求增长。25/26年度全球豆油库存及库存消费比均有所回升，但各国库存消费比则差距明显。

图：巴西豆油生柴需求走势对比

图：美豆油生柴需求走势对比





数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

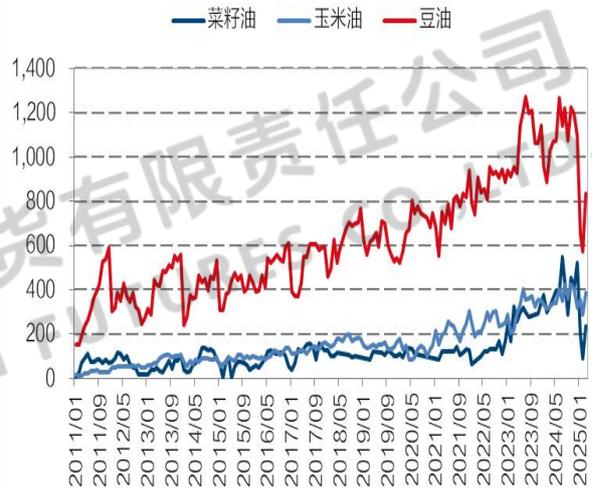
巴西豆油市场，近年来巴西政府意在提升巴西豆油制生物柴油的用量，加大国内豆油的消费量，而减少豆油的出口。USDA最新预估显示，25/26年度巴西豆油工业量为630万吨，同比增加20万吨。豆油出口量为140万吨，同比减少2.5万吨。巴西联邦政府确认，从2025年8月1日起，生物柴油与化石柴油的混合比例将提高至15%（B15），该政策将持续至2026年2月，此后混合比例将升至16%。这是巴西“未来燃料”计划的一部分，旨在扩大生物燃料使用，减少公路运输的温室气体排放。巴西植物油工业协会（Abiove）估计，混合比例提高将增加对豆油的需求，若B15全面实施，行业将年消耗较之前的14%混合比例增加约7500吨豆油。新比例下，巴西生物柴油总消费量预计将从目前的98亿升增至2025年的113亿升。这不仅对国家能源安全和农业及生物燃料产业链发展意义重大，也有助于巴西履行气候承诺。此外，混合比例提高还可能推动巴西农业发展新阶段，鼓励在第二季种植油料作物，提高土地利用效率，增加生物燃料原料供应，增强巴西农业生产可持续性。

图：EPA提案美国生物燃料RVO比例

单位：亿rins	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
D3:纤维素燃料	8.4	10.9	11.9	13	13.6
D4:生物质柴油	45.1	48.9	54.6	71.2	75
D5:先进生物燃料	59.4	65.4	73.3	90.2	94.6
D6:可再生燃料	209.4	215.4	221.4	240.2	244.6
D4燃料用量（亿加仑）	28.2	30.4	33.5	56.1	58.6
D4换算系数	1.6	1.61	1.63	1.27	1.28
油脂原料需求（万吨）					
豆油	1454	1716		1900	
菜油	591	600			
玉米油	153	218			
UCO	175	196			
牛油	309	335			
其他	190	325			
其他	35	41			
美国原料进口（万吨）					
菜油	300.5	341.8			
UCO	237	245			
牛油	78.5	87.9			

数据来源：USDA 国信期货

图：美豆油2025年生柴消费量同比下滑



数据来源：USDA 国信期货

随着特朗普上台后，美国新年度生物柴油政策迟迟未落地。这使得美国国内生物柴油生产积极性不高。在2025年前三个月美豆油制生物柴油用量明显下滑。3月份市场传言石油集团与可再生燃料团队组成联盟，要求EPA大幅提高生柴RVO。5月众议院减免法案提出将45z税收抵免延期四年，并且计划限制抵免申请资格为使用美、加、墨原料制作的生物燃料，并取消ILUC评估以作物基原料获得更多抵免额度。6月EPA发布了2026-2027生物燃料掺混规则。2026-2027年生物质柴油掺混义务分别被设定为71.2亿、75亿RINS，根据一定的前提假设，EPA估算将分别对应56.1亿、58.6亿加仑的掺混量，超过市场此前预期的46.5-52.5亿加仑。7月8-9日将举行公开听证会，10月31日公布最终方案。市场预期最终方案可能要低于EPA的预期。

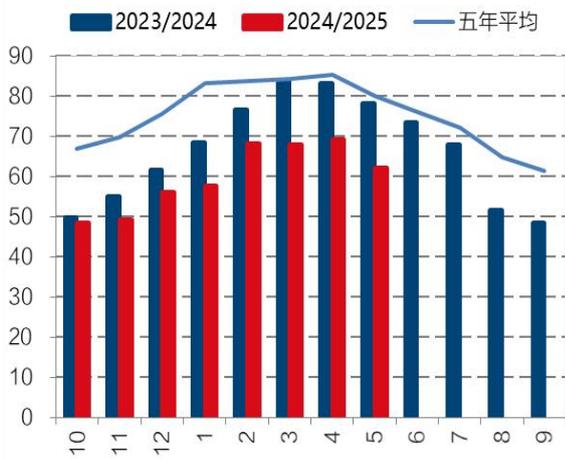
如果方案得到实施，则意味着进口原料UCO及牛油，菜籽油的量可能下滑，而增加美豆油制生物柴油的数量。如果极端情况下，美国柴油原料全部本土化，从RINS值折算对应的油脂投料需求最低，美豆油的用量则增加至780万-800万吨上下，这与2024年600万吨用量有明显提振。美豆油工业需求的增加可能会挤占美豆油出口及国内消费，因此这可能会增加东南亚棕榈油、南美豆油、加拿大菜油的进口量。同时也将增加美国大豆压榨的产能。

可见对于2025年下半年，美豆油生物柴油政策最终方案的落地是影响美豆油未来需求前景的关键所在，7月初以及10月底市场的关注度或将加剧。由于美豆出口短期仍未有所改观，未来出口转内销可能性加大。

因此美豆油生物柴油政策利好预期或呈现，但利好带来的需求增长空间则是关键所在。美豆油市场在弱现实与强预期中，不断交易强预期。预期如何兑现成为下半年影响价格走势的关键。

图：美豆油库存水平

图：美豆油周期走势对比



数据来源：USDA 国信期货

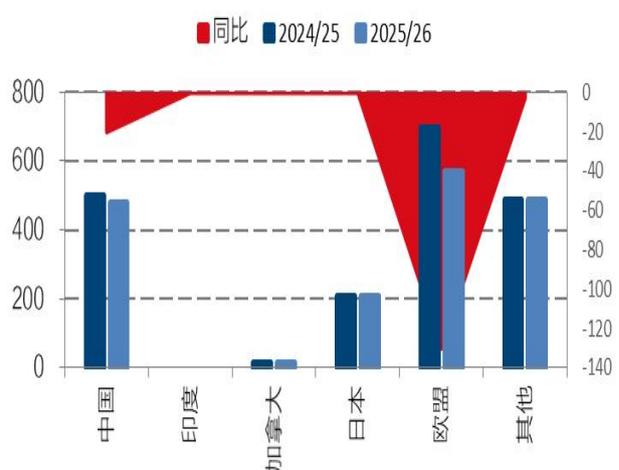
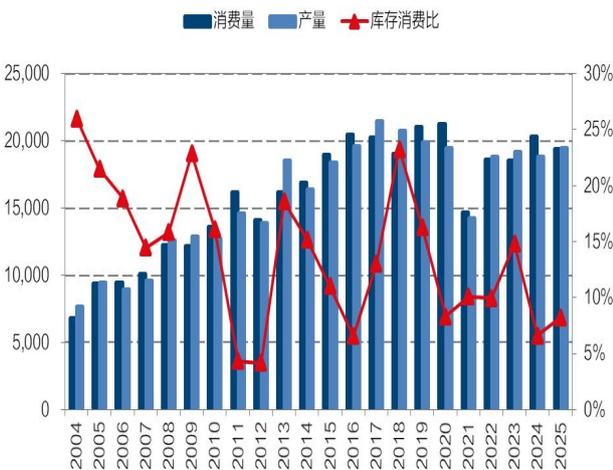
数据来源：CHOICE 国信期货

从库存来看，美豆油下半年进入去库存阶段。需求端则受到国际原油及美国生物柴油政策的影响，下半年美国生物柴油政策在10月底可能落地，这将对美豆油未来需求有明显的提振。成本端美豆区间震荡，重心或有抬升或对美豆油有所提振。由于美豆油生物柴油政策的变化，这使得全球豆油需求出现结构性的转变，阿根廷豆油则成为豆油出口的主要国家，豆油因美国、巴西工业需求增加，而溢价其他油脂。其他油脂的出口因此受益。可见下半年美豆油生物柴油政策多大程度利好落地则成为国际油脂出口结构性调整的关键。

### 3.4 加拿大菜籽库存低位回升 菜油库存高位回落

图：加拿大菜籽供求平衡表

图：菜籽进口国进口量增减 (单位：百万吨)



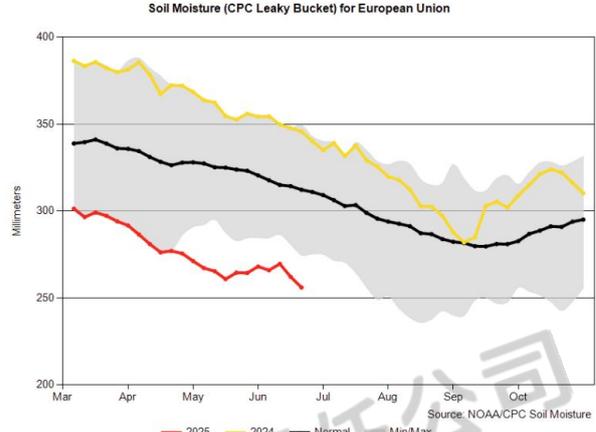
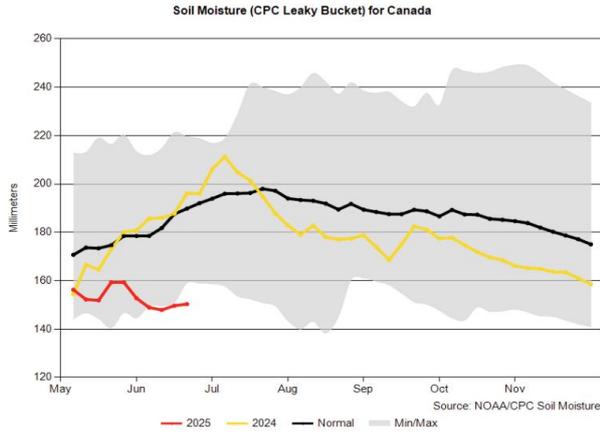
数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

2025年以来，加拿大菜籽市场因出口和压榨需求激增，导致24/25年度加菜籽库存偏紧。尽管中国对加拿大菜粕、菜油采取反倾销调查，但并未改变加菜籽供求偏紧的局面。从USDA最新的报告来看，25/26年度加菜籽需求有明显下滑，主要是菜籽进口国采购量明显下滑，其中中国、欧盟菜籽进口量较24/25年度下滑明显。25/26年度加菜籽产量略有增加，但需求明显回落，加菜籽库存略有增加。

图：加拿大菜籽产区土壤墒情

图：欧盟菜籽产区天气情况



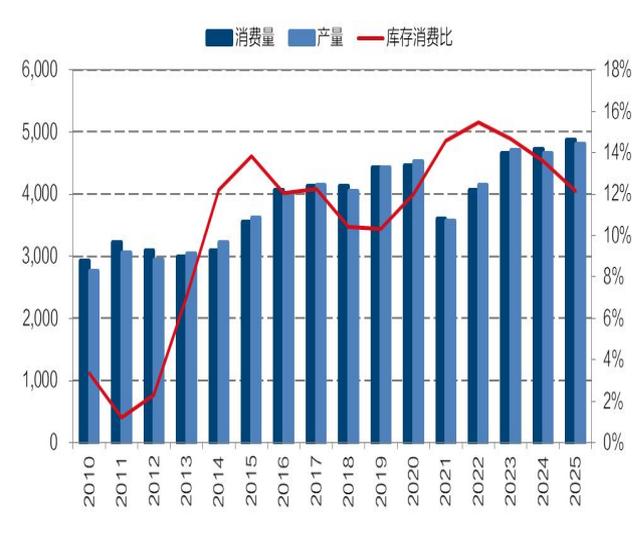
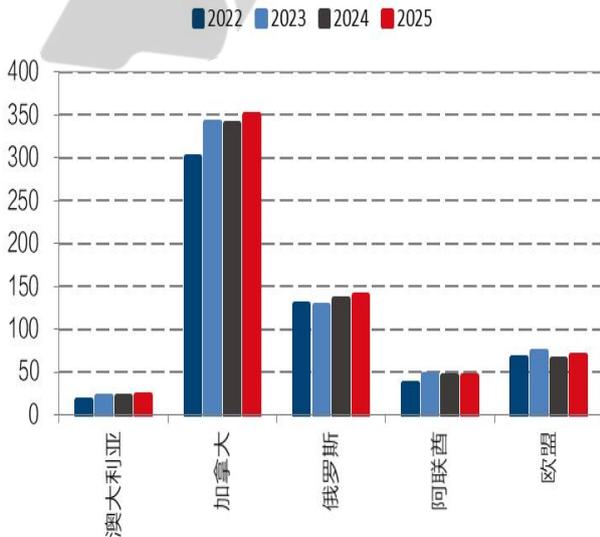
数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

从全球菜籽供给来看，主产国菜籽产量均有不同程度地增加。目前加拿大、欧盟菜籽正值生长季，天气仍在影响作物生长。从土壤墒情来看，欧盟整体土壤墒情偏低，市场预期欧盟产量可能低于USDA预估水平，相对而言，尽管加拿大菜籽产区土壤墒情维持低位，但由于近期主产区萨州降雨增加，部分缓解了旱情。7月需要关注加拿大及欧盟地区的降雨情况。

图：菜油出口国出口量对比

图：加拿大菜油供求平衡表



数据来源：USDA 国信期货

数据来源：粮油商务网 国信期货

从菜油市场来看，与加菜籽出口下滑相比，加菜油的出口在25/26年度有明显增加。25/26年度，加菜油需求连续第二年超过产量，库存及库存消费比继续回落。可见加拿大菜籽与菜油市场则分别处于边际供

给增加与边际需求增加的差异化市场中。与加拿大菜油出口增加相类似的，全球菜油主要出口国的菜油25/26年度均有不同程度的增加，澳大利亚、俄罗斯、阿联酋、欧盟等国出口量均有增加，这种局面的出现一方面是由于全球菜油生物柴油用量的增加，另一方面美豆油出口减少后，菜油出口替代预期的增长。由于菜籽系市场大多以加拿大市场报价为锚定，菜油市场明显比菜籽市场供求更为偏紧一些，菜油的价格可能也会好于菜籽市场情况。

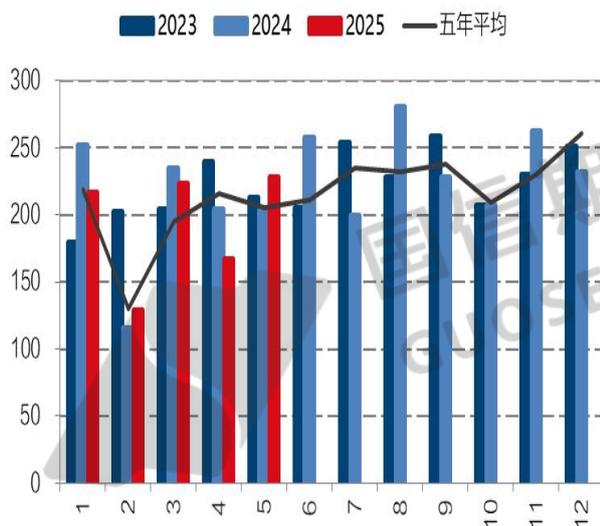
下半年，全球菜籽市场需要看加拿大与欧盟菜籽产区的天气情况，同时各国生物柴油政策的走向也将对菜油市场有较大的冲击。

### 3.5 国内油脂需求不佳 供给结构性差异凸显

2025年上半年我国油脂消费明显回落，截至5月，我国2025年1-5月三大植物油消费量为963万吨，去年同期为1010万吨，同比减少46万吨。中国烹饪协会数据显示，5月份餐饮业的表现指数49.42，下降0.26，仍低于中性水平。自2024年8月份以来餐饮行业整体延续近10个月的持续微收缩态势，行业正处于整体复苏与结构性调整的交互作用叠加影响期。这对国内油脂消费有明显的影响。

图：我国油脂消费量走势（单位：万吨）

图：中国餐饮业表现指数。



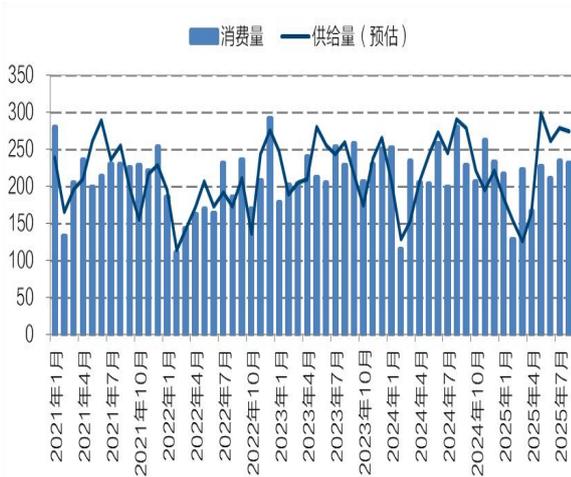
数据来源：粮油商务网 国信期货

数据来源：中国烹饪协会 国信期货

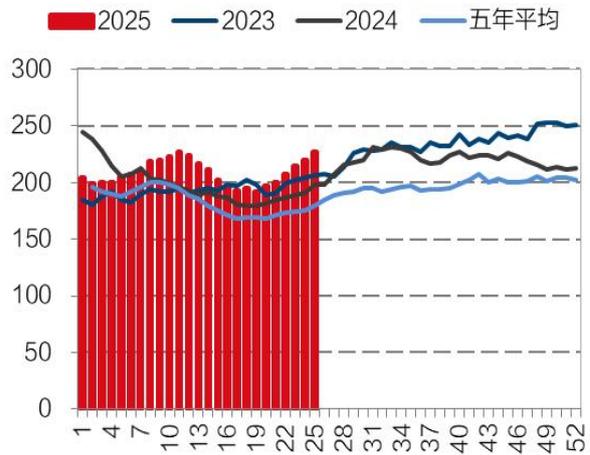
按照7月以后国内进口大豆、菜籽折油以及进口豆油、棕榈油、菜油预估来看，7月以后国内油脂供给量维持在270万-280万吨上下，尽管豆油的供给量增加明显，但菜油的供给量有所下滑，两项抵消总量或低于5月，这使得三季度国内油脂供给压力缓解。从季节性规律来看，一般而言三、四季度逢十一、中秋、元旦油脂需求均有增加。下半年油脂消费整体要好于上半年，国内油脂库存或冲高回落。

图：我国油脂供需预估（单位：万吨）

图：我国油脂库存走势对比（单位：万吨）



数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

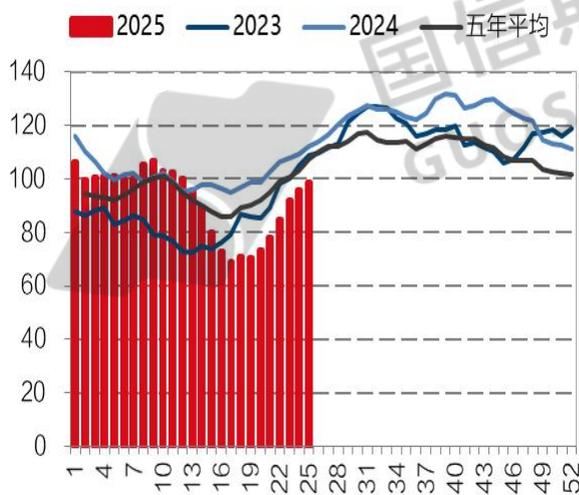


数据来源：粮油商务网 国信期货

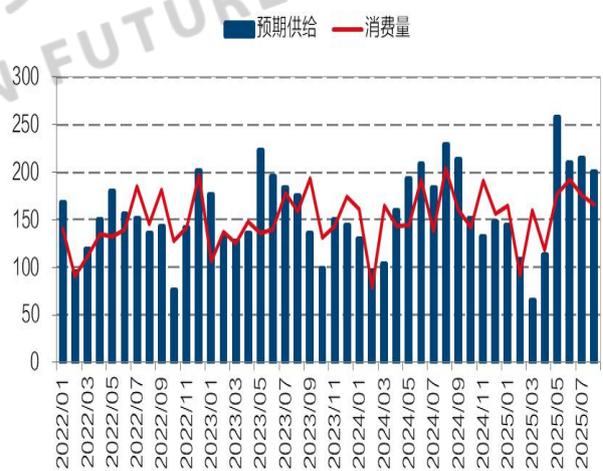
豆油方面,当前国内豆油库存为98.6万吨,低于上年同期水平。豆油目前在国内油脂库存中占比在43.5%,而上年同期在57%上下。由于目前国内豆油进口倒挂仍未得到改观,进口豆油量维持偏低水平。豆油供给更多来自进口大豆压榨。由于7-9月国内港口大豆充裕,8月之前油厂开工保持高位,豆油供给充裕,但8月之后,豆油供给或将减弱。

图：我国豆油库存走势（单位：万吨）

图：豆油预期供求对比



数据来源：粮油商务网 国信期货

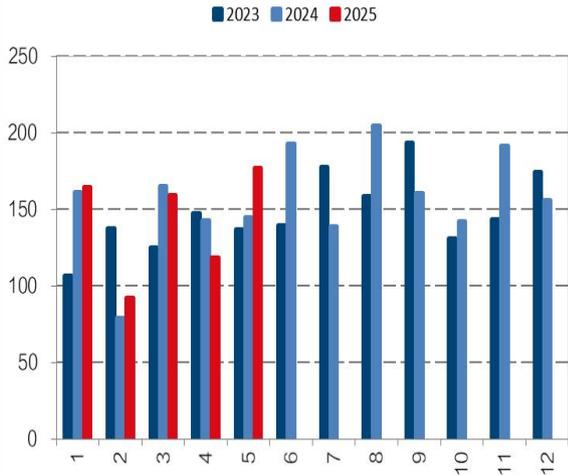


数据来源：粮油商务网 国信期货

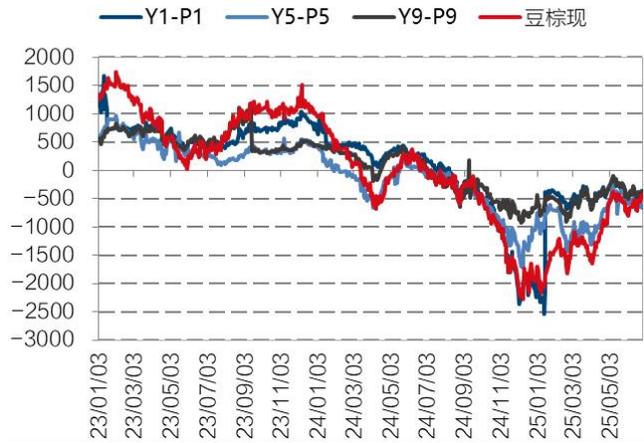
目前国内豆油单周表观消费量在40万吨上下。2025年以来国内豆棕现货价差持续倒挂,期货主力合约也处于极大的倒挂中,豆油或继续是国内最便宜的油脂,下半年国内豆油消费量继续保持高位。豆油单周表观消费量维持在40万-45万吨区间内。国内豆油的库存在8月以后因供给减少而回落。

图：豆油月均消费量走势对比（单位：万吨）

图：国内豆棕价差走势对比



数据来源：粮油商务网 国信期货



数据来源：粮油商务网 国信期货

目前国内棕榈油库存为39.8万吨，上年同期为34.1万吨。目前棕榈油库存处于历史低位。按照粮油商务网监测显示，6月30日，9月船期棕榈油CNF报价1022美元/吨，折合到港完税成本8797元/吨，比2509合约高421元/吨。2025年以来，我国进口棕榈油盘面利润严重倒挂，现货进口利润偶有窗口。由于豆棕价差倒挂明显，需求降至最低，贸易商采购不积极。6月进口棕榈油远期利润窗口一度打开，市场预期7月以后船期中国采购开始增多，预期7、8月棕榈油到港量分别在40万吨、45万吨。下半年国内棕榈油进口量有望逐步回升。

图：我国棕榈库存走势（单位：万吨）

图：棕榈油进口利润



数据来源：粮油商务网 国信期货

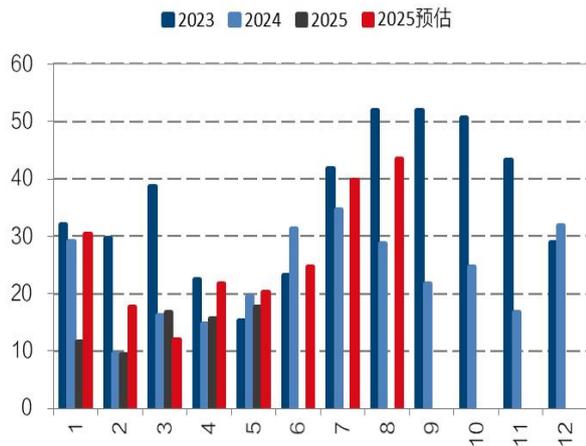


数据来源：粮油商务网 国信期货

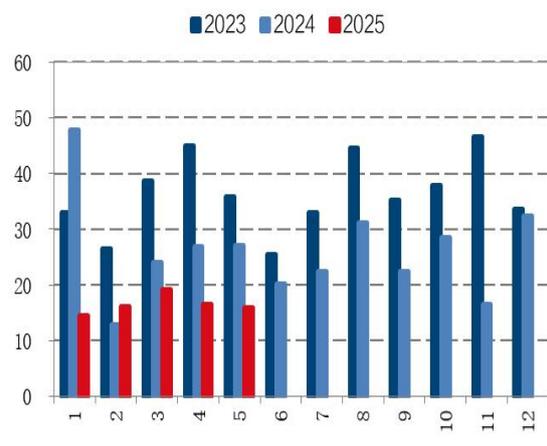
2025年以来，受到进口量偏低的影响，国内棕榈油月度表现消费量均值在15万吨上下的水平，较2024年同期下降10万吨左右，可见国内棕榈油需求因价格偏高而进一步下滑，当前已经刚需最低水平。一般而言，夏季是棕榈油消费高峰，7月以后，国内棕榈油进口量或大于需求，库存有望在7月以后逐步回升。

图：棕榈油进口量预估（单位：万吨）

图：棕榈油表现消费（单位：万吨）



数据来源：粮油商务网 国信期货

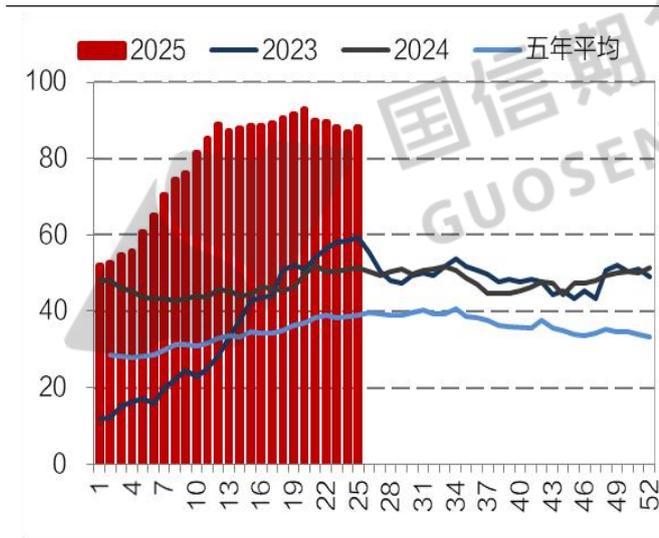


数据来源：粮油商务网 国信期货

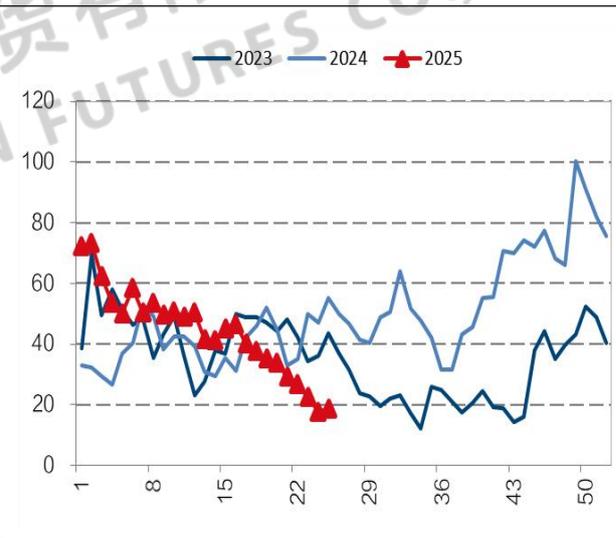
当前国内菜油库存88.4万吨，去年同期的51.4万吨，处于历史同期高位。主要因2025年上半年我国菜油进口远高于往年同期。而菜油需求较去年同期略有下滑。随着我国对加拿大菜粕、菜油反倾销调查政策出台，以及加菜籽大幅走高，国内菜籽进口量下滑，目前国内菜籽库存为18.6万吨，较年期初最高峰73.2万吨有较大幅度的下滑。

图：我国菜油库存走势（单位：万吨）

图：菜籽库存走势



数据来源：粮油商务网 国信期货

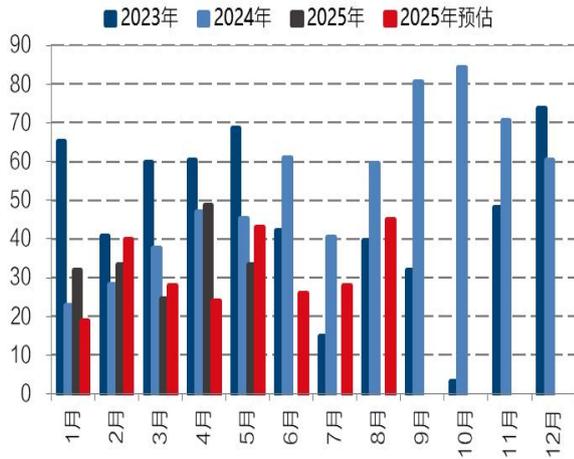


数据来源：CHOICE 国信期货

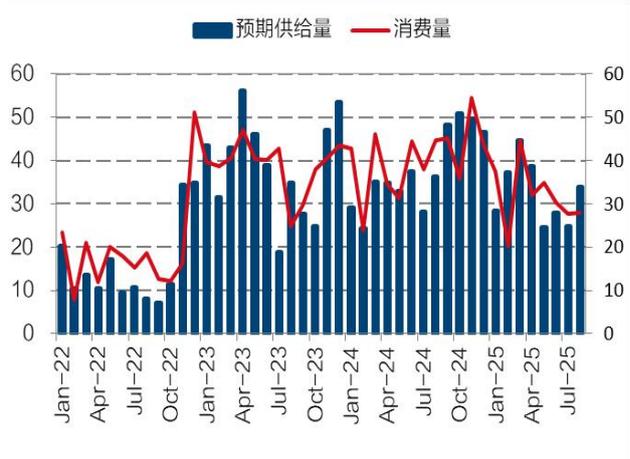
2025年以来，国内各家机构对于国内菜籽、菜油的进口量预估与最终海关数据出现较大的偏差。最终海关进口的菜籽及菜油数据明显高于市场预期。6月下旬，市场传言国内进口一定数量的远期菜籽。但尚未得到证实。从机构远期进口量船期预测来看，7月菜籽进口量为28万吨，8月份进口量为45万吨。尽管市场预期国内菜籽下半年进口低于去年同期，但减少的幅度可能低于预期。菜油进口量维持在12万-15万吨上下。消费方面，2024年下半年月均需求43万吨左右，五年平均下半年月均消费量在30万吨上下。可见国内菜油下半年产不足需，菜油库存持续去化。

图：菜籽进口量预估

图：国内菜油预期供求



数据来源：粮油商务网 国信期货

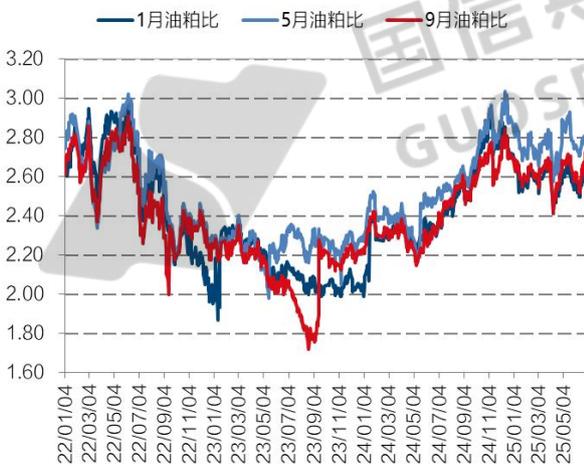


数据来源：CHOICE 国信期货

从品种间价差来看，2025年下半年机会或将出现在豆类的油粕比的波段趋势上。从豆粕和豆油的供求结构来看，豆粕的定价更多来自美豆，而豆油的定价除了要考虑美豆外，还要跟随全球油脂的而动，从外部市场来看，下半年美豆走势区间震荡偏强，美豆油10月以后政策影响加深，马棕油四季度迎来减产周期，因此三季度底四季度初市场或将油强粕弱。

图：油粕比走势分析

图：菜油与其他油脂间价差走势分析



数据来源：CHOICE 国信期货



数据来源：CHOICE 国信期货

总的来看，国内油脂市场下半年需求或难有起色，供给端或先增后降。豆油需求最佳，供给先增后降。棕榈油以远期进口增加而累库明显。菜油进口量下半年或有下滑，去库概率明显。

#### 四、2025年下半年油脂油料市场展望

蛋白粕：2025年已经过半，全球大豆供给宽松的格局导致CBOT大豆低位运行，CBOT大豆指数整体运行在950-1100美分/蒲式耳的区间内。2025年下半年，CBOT大豆市场则面临更为复杂的市场环境。按照机构



预估分析，巴西下半年或有4400万吨大豆可供出口，由于中国上半年进口大豆数量同比下滑，下半年进口量或超过5000万吨，仅依靠南美大豆仍有缺口。随着巴西大豆出口高峰过后，巴西升贴水或稳中走高，幅度取决于中美经贸关系的进展。7月以后，天气及出口成为市场关注的焦点。美国大豆产区气温均超过正常水平。而降雨依然呈现东多西少的局面。天气仍有炒作的可能性，但大部分地区天气良好，局部地区仍有炒作的空间，高温天气可能出现溢价行情。8月中美关税暂停期前是美豆出口能否修复的关键节点。如果关系缓和美豆出口回升，市场需求获得提振，美豆或稳中有升。由于全球大豆整体供给宽松，美豆阶段性供给偏紧。全球大豆供需与美豆供需形成错配。美豆短期难以走出区间波动的行情，市场底部区间震荡，因天气及贸易谈判因素，价格重心有抬升的可能。下半年豆粕库存或呈现先扬后抑的走势。8月中旬之前国内油厂开工或持续保持高位，豆粕供给充裕，8月中旬以后，由于进口大豆到港的不确定性加剧，这让油厂开工或将逐步下滑。需求方面，国内生猪存栏高位运行，豆粕需求或保持平稳。国内豆粕库存或在8月见顶回落，基差四季度有望回升。相对而言，连粕走势更多跟随美豆而动，主力合约在2850-3200之间波动，价格有区间上限波动的可能，市场上行的高度，取决于中美经贸关系的进展以及中国四季度大豆采购的情况而定。操作上保持低位买入，或者双卖的期权的策略。

油脂：2025年下半年东南亚棕榈油产量呈现先增后降的局面，市场交易重点在于东南亚棕榈油出口与印尼生物柴油政策的实施情况。印度进口量将是决定马棕油出口能否修复的关键。印度进口量月均在80万吨左右，马棕油库存压力或减弱。印尼生物柴油政策也是影响东南亚棕榈油下半年走势的关键因素之一。如果印尼不宣布全面执行B40计划，那么三季度马棕油市场或继续承受库存压力。四季度市场或随着减产周期的到来而震荡走高。如果印尼B40政策三季度全面实施，那么马棕油或在三季度提前止跌反弹。2025年下半年，美豆油生物柴油政策最终方案的落地是影响美豆油未来需求前景的关键所在，7月初以及10月底市场的关注度或将加剧。由于美豆出口短期仍未有所改观，未来出口转内销可能性加大。因此美豆油生物柴油政策利好预期或呈现，但利好带来的需求增长空间则是焦点。美豆油市场在弱现实与强预期中，不断交易强预期。预期如何兑现成为下半年影响价格走势的关键。国内油脂市场下半年需求或难有起色，供给端或先增后降。豆油需求最佳，供给先增后降。棕榈油以远期进口增加而累库明显。菜油进口量下半年或有下滑，去库概率明显。国内油脂价格或将跟随国际油脂而动。9月以后美豆油、马棕油或因有利好政策出台而获得提振。等待市场做多机会。操作上采取回调买入的操作策略，三季度末季节性买油卖粕套利机会或现。

#### 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。