

蛋白粕方面，国际方面，8月巴西大豆的出口以及升贴水的走势处于关键性的节点。美国与中国、欧盟等国的贸易谈判则成为关键所在，如果谈判能够达成协议，那么巴西大豆出口则面临与美豆争夺出口份额，升贴水也将回落。如果贸易情况依然严峻，那么巴西大豆出口或继续高涨，升贴水高位运行延续。2025年8月美豆市场则面临更为复杂的市场环境。当前美豆优良率相对偏高，高单产的可能性较大，但部分地区仍处于高温低优良率局面下，8月美豆生长关键期仍有天气炒作的可能性。当下市场最为关注的是美豆出口的前景，8月历史同期都是新年度美豆出口销售高峰期，美国当前与各国的谈判，尤其是与中国的谈判结果至关重要。这将决定美豆新年度出口的调整空间。如果谈判乐观，出口担忧缓和，美豆或低位回升，如果谈判悲观，出口担忧加剧，美豆弱势震荡延续。8月国内豆粕供给相对充裕，市场需求也相对平稳。库存有见顶的可能。市场的变化体现在基差和价格方面。基差有望在8月底止跌，而连粕市场3000支撑明显，后期能否走高主要看中美谈判的结果而定。如果缓和，连粕或先抑后扬。如果持续紧张，连粕则震荡走高。

油脂方面，随着RINS价格的回升，美豆油生物柴油需求有望回升。目前市场等待EPA政策最后的确定、实施。在此之前，市场震荡偏强运行。8月马棕油市场供大于求或将凸显，产量回升而出口疲软的状态或将凸显，库存压力仍在。当前市场交易的重心在于印尼市场，高企的生物柴油需求与产量的低预期仍将对市场有所提振。市场等待印尼相关政策支撑。如果政策有限，那么马棕油高位或有修正，一旦政策释放，马棕油仍有走高的可能。内盘油脂或将跟随国际油脂而动。8月国内油脂供给充裕，需求处于季节性低位。豆油库存或冲高回落、棕榈油累库加快，菜油库存或有回落。

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：021-55007766-305160

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。

第一部分 行情回顾

7月CBOT大豆维持低位区间震荡，期价先抑后扬，价格重心略有回落。月初美豆种植面积报告低于市场预期，美国参议院大而美法案将禁止使用北美以外原料（如中国废弃食用油）生产的生物燃料申请45Z税收抵免，美豆低位回升。随后美国政府再度向多国加征关税，这让美豆出口的前景堪忧，基金抛售加剧。美豆优良率持续高位运行，良好天气意味着高单产的可能性。USDA报告上调新旧作物库存，高于市场预期。多因素共振美豆震荡回落，主力合约一度跌破千元关口。美国与印尼达成协议，印尼或将加大采购美国农产品力度提振美豆，美国与日本达成协议，8月初中美再度开启谈判，美豆对于未来出口担忧情绪缓和，期价止跌反弹，但仍未摆脱底部震荡区间。与之相比，国内连粕市场冲高回落。7月23日之前，连粕市场不断走高，空头持续减持推动价格。尽管国内豆粕现货累库加快，库存超过100万吨，各地基差纷纷回落。但巴西升贴水的持续走高以及市场对于四季度进口大豆供给不足的担忧提振连粕持续走高。7月23日，随着农业农村部召开推动生猪产业高质量发展座谈会的召开，豆粕远期需求或有下滑的可能，我国再度采购阿根廷豆粕，连粕高位回落。多头平仓打压市场。整体而言连粕价格重心已经抬升。

7月国际油脂震荡走高，美豆油、马棕油先后领涨市场。月初美国众议院、参议院先后通过包括45Z税收抵免在内的财政支出法案，为可再生柴油和生物燃料项目提供明确激励。美豆油需求前景乐观，价格高涨。中旬以后美豆粕大幅下挫，买油卖粕套利提振美豆油小幅上行。马棕油月初跟随美豆油小幅走高，尽管马棕油产量环比增加，出口环比下降，但周边市场的走高提振市场。随着印尼生物柴油消费利好消息不断，马棕油在下旬走势明显强于美豆油。马棕油高点不断刷新，主力合约在4400一线略显阻力。受此影响，国内油脂走势分化，连棕油表现最强，做多热情高涨，豆油次之，相对而言菜油走势相对疲软，澳洲菜籽的采购意味着菜籽采购多元化的形成，此外加菜籽的走低也给菜油市场带来压力。

表：2025年7月国内外主要油脂油料期价变化

品种 (指数)	2025/6/30	2025/7/24	涨跌	涨幅%	品种 (指数)	2025/6/30	2025/7/24	涨跌	涨幅%
美豆	1033.25	1031.25	-2	-0.19%	连豆二	3609	3696	87	2.41%
美豆粕	286.5	282.4	-4.1	-1.43%	连粕	2946	2993	47	1.60%
美豆油	52.71	56.28	3.57	6.77%	连豆油	7964	8126	162	2.03%
马棕油	3995	4309	314	7.86%	连棕油	8332	9084	752	9.03%
美原油	62.64	64.66	2.02	3.22%	郑菜粕	2487	2568	81	3.26%
生猪	13550	14275	725	5.35%	郑菜油	9406	9474	68	0.72%

数据来源：文华财经 国信期货

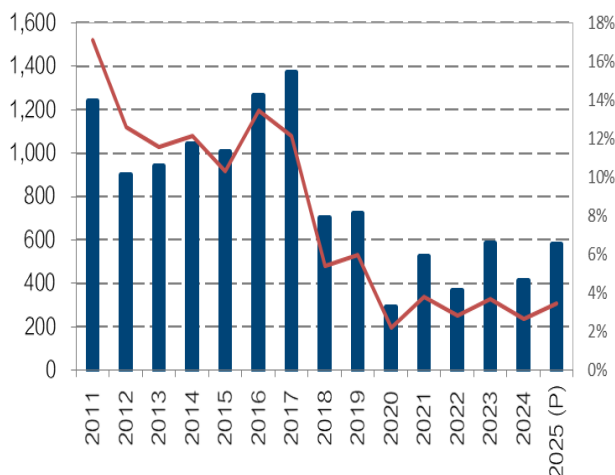
第二部分 蛋白粕

一、巴西大豆升贴水面临回落风险

25年巴西大豆丰产，尽管需求仍有增长，但供大于求导致25年巴西大豆库存消费比较上年有明显增加。但依然处于低位，目前巴西大豆库消比与2023年同期相当。随着6月份巴西大豆出口高峰过后，巴西大豆集中上市期已过。根据ABIOVE的数据显示，2025年1-7月巴西大豆累计出口7705万吨比上年同期7539万吨增加165.8万吨，完成该机构预估年度出口量的71.22%，低于上年同期的77.09%。按照ABIVE的出口预估来

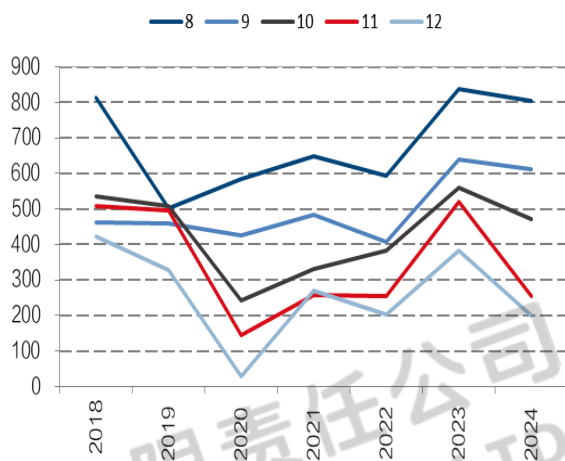
测算的话，2025年8-12月巴西可供出口大豆为3114万吨，比上年同期增加772.7万吨。按照中国采购的船期来看，8月、9月中国分别采购了725万吨、488万吨巴西大豆。目前中国采购巴西大豆占比75%左右，由此测算10-12月巴西可供出口大豆为1500万吨上下。这与2023年同期出口量大体相当。可见要想完成市场预期，10月以后巴西要与美国大豆争夺市场，目前中美谈判结果成为关键。如果四季度中国持续采购巴西大豆，那么巴西大豆则卖压减弱，如果中国采购美豆，则巴西大豆出口可能或低于市场预期。

图：巴西大豆库存消费比



数据来源：ABOIVE 国信期货

图：巴西大豆8月-12月出口量对比



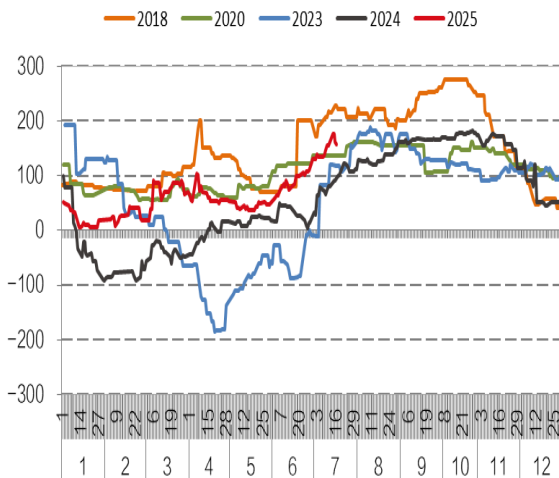
数据来源：ABOIVE 国信期货

目前9月船期以后美湾大豆升贴水已经远低于巴西大豆升贴水，主要是由于美国对外加征关税，这使得不少国家只能在巴西市场上采购。进入8月，美湾大豆升贴水走势明显弱于巴西大豆升贴水。按照粮油商务网数据显示，截至7月24日，10月船期巴西大豆升贴水为284美分/蒲式耳，而10月船期美湾大豆升贴水为244美分/蒲式耳。从历史巴西升贴水来看，8月一般是巴西大豆升贴水涨势的拐点，主要是美豆新年度出口开始增加。对于2025年而言，8月美豆新年度出口能否增加，主要看美国与其他国家关税政策能否回到正常水平。如果美国与中国等多国达成协议，美豆出口增加，巴西升贴水或将高位回落。（例如2020年同期），但是如果关税制度持续严峻，那么巴西升贴水或将保持高位运行。（2018年、2024年同期）

图：大豆主产国升贴水对比

图：巴西升贴水走势对比

2023-2025年大豆FOB报价走势图



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

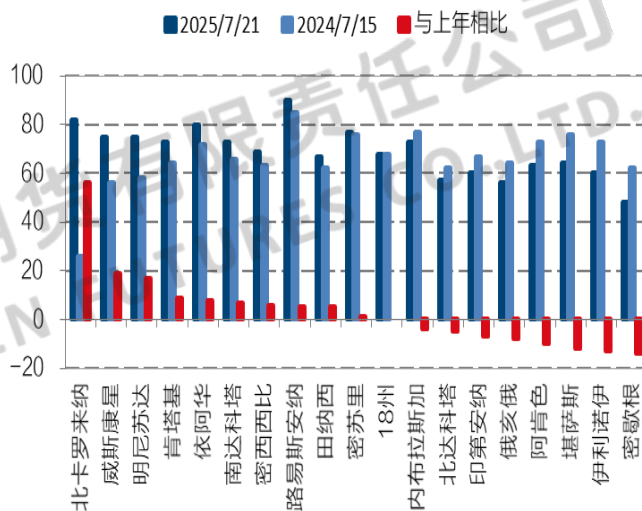
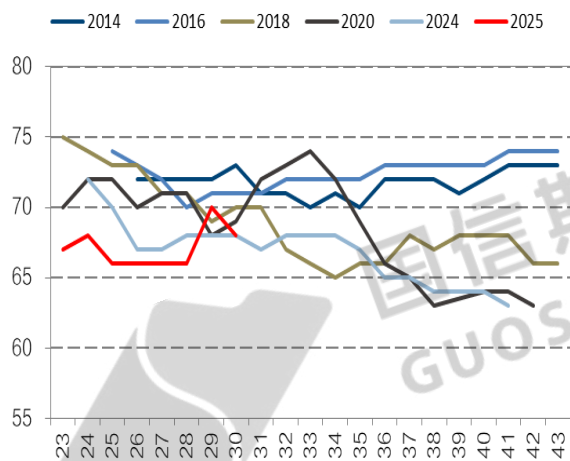
8月巴西大豆的出口以及升贴水的走势处于关键性的节点。美国与中国、欧盟等国的贸易谈判则成为关键所在，如果谈判能够达成协议，那么巴西大豆出口则面临与美豆争夺出口份额，升贴水也将回落。如果贸易情况依然严峻，那么巴西大豆出口或继续高涨，升贴水高位运行延续。

二、天气与政策影响共振 美豆不确定加剧

美豆自播种以来，天气条件有利于作物生长，美豆优良率保持高位。截至2025年7月20日当周，美国大豆优良率为68%，上年同期为68%。当周美国大豆扬花率为62%，上周47%，去年同期63%，历史均值63%。美豆结荚率为26%，上周15%，去年同期27%，历史均值26%。从美豆优良率来看，低于去年同期的主产州有伊利诺伊州、堪萨斯州、俄亥俄州、印第安纳州、北达科塔州、内布拉斯加州，低于去年同期的地区占大豆种植面积的50.23%。

图：美豆优良率

图：美豆各州优良率对比



数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

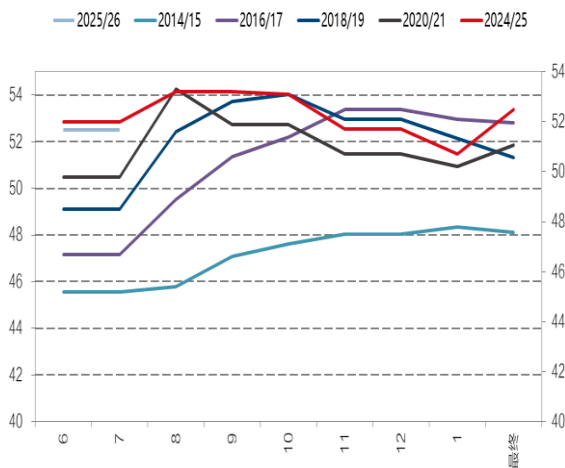
从结荚率的情况来看，也是有50%的地区低于去年同期。低于去年同期的有内布拉斯加州，结荚率同比减少21%，俄亥俄州同比减少10%、伊利诺伊州同比减少10%。第30周优良率在68%附近的年度有2014/15年度、2016/17年度、2018/19年度、2020/21年度、2024/25年度。这些年度的美豆的单产均呈现一个冲高回落的过程。当前美豆优良率在52.5美分/蒲式耳。一般而言8月USDA会对美豆单产进行调整。这几个年份上调的概率明显。

图：美豆各州结荚率

图：历史同期单产调整进程

州名	2024 July 20,	2025 July 20,	同比	五年平均	与五年同 期比较	上周同期	环比
阿肯色	77	73	-4	62	11	63	10
伊利诺伊	40	30	-10	26	4	12	18
印第安纳	33	25	-8	23	2	11	14
依阿华	23	33	10	28	5	18	15
堪萨斯	15	17	2	15	2	6	11
肯塔基	30	30	0	26	4	21	9
路易斯安纳	68	87	19	78	9	82	5
密歇根	20	20	0	19	1	9	11
明尼苏达	18	22	4	27	5	13	9
密西西比	78	74	-4	65	9	64	10
密苏里	25	24	-1	19	5	14	10
内布拉斯加	37	16	-21	31	-15	9	7
北卡罗来纳	31	38	7	28	10	22	16
北达科塔	6	8	2	14	6	1	7
俄亥俄	24	14	-10	19	5	5	9
南达科塔	3	5	2	15	10	-	#VALUE!
田纳西	40	32	-8	31	1	21	11
威斯康星	13	17	4	21	4	5	12
18州	27	26	-1	26	0	15	11

数据来源: USDA 国信期货

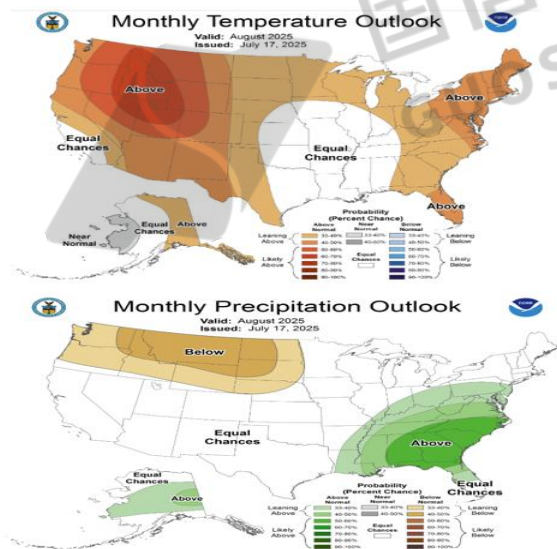


数据来源: USDA 国信期货

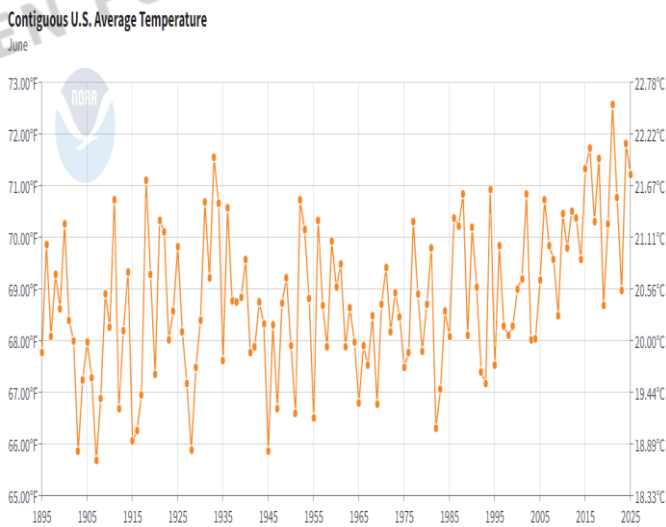
从天气来看,美国正在经历气温历史同期偏高的天气。机构预估7月底美国中部平原、中西部和大西洋中部部分地区将出现高温穹顶天气。专业人士指出要特别关注伊利诺伊州、印第安纳州和密歇根州的干旱情况。他指出,这三个州的土壤湿度仅为正常水平的25%-50%,急需降雨补充水分。从天气预报来看,伊利诺伊州、印第安纳州的北部地区高温依然延续,目前看降雨也相对有限。因此8月份美豆产区有炒作的题材。由于美豆种植面积的下滑,需求的高涨,因此给予美豆单产容错的空间有限。天气则变得更为敏感。

图:美豆产区天气情况

图:美国历史气温对比



数据来源: NOAA 国信期货



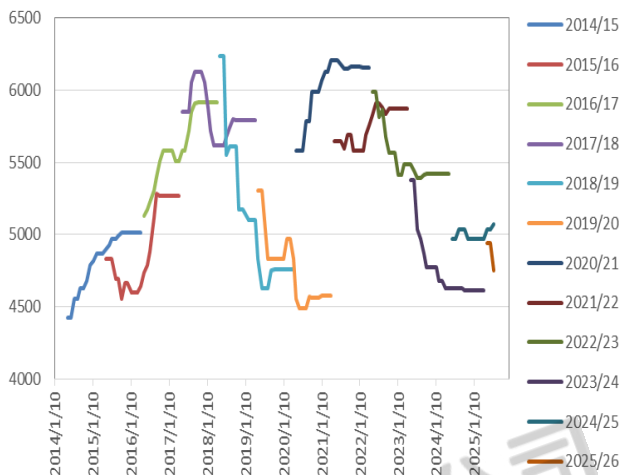
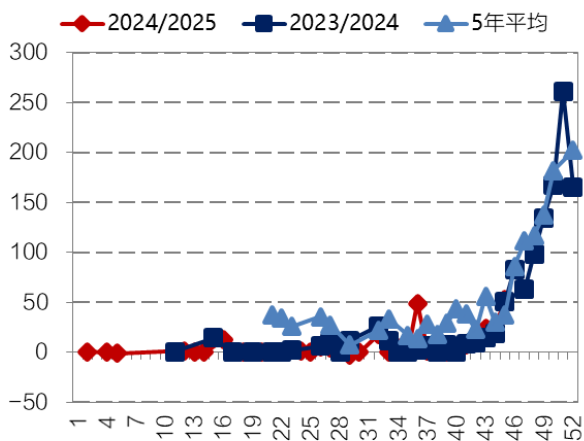
数据来源: NOAA 国信期货

除了天气对于美豆影响较大外,8月市场更为关注美豆的出口情况。一般而言,进入8月美豆新年度出口销售开始加快。对于2025年的8月,美豆出口充满着未知。截至7月10日,24/25年度美豆下年度未装船数量仅为236万吨,略高于去年同期的207万吨,但远低于2018/19年度同期的280万吨水平。从USDA7月报告的调整来看,USDA上调了24/25年度美豆出口至5075万吨,而将25/26年度出口从4940万吨下调至4750万吨。特朗普第一任期内2018/19年度美豆出口为4757万吨,当年中国采购量为1300万吨。如果中国25/26年

度不采购美豆，那么对于美豆的影响是非常明显的。因此对于8月份中美的谈判则非常重要，这也决定了中国对于25/26年度美豆采购的情况。如果达成协议，这有利于美豆农产品的出口，如果依然维持当前高关税，那么美豆出口将继续处于更为低迷的境地。

图：美豆下年度出口销售

图：美豆出口年度调整情况



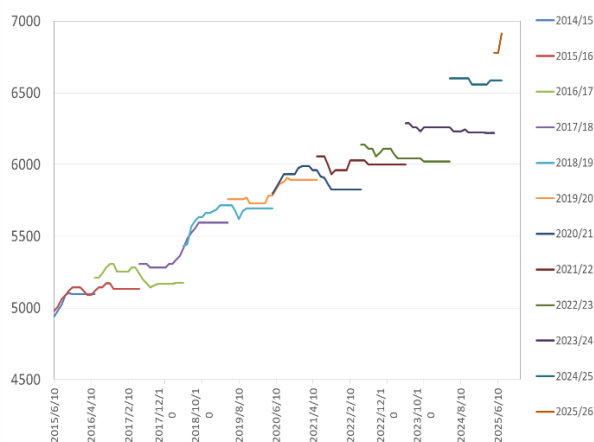
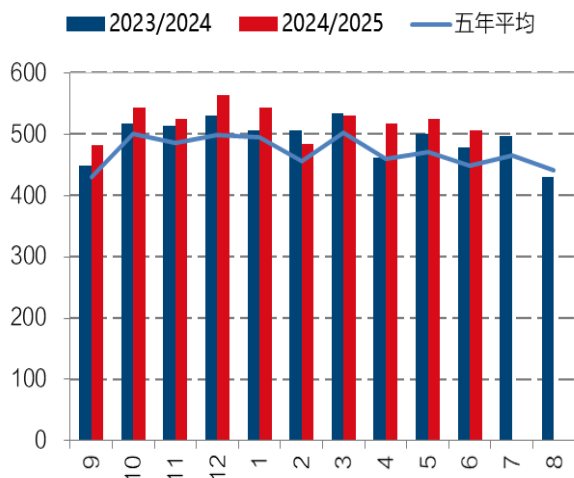
数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

从压榨来看，NOPA最新公布数据显示，6月份NOPA会员企业的大豆压榨量为505.92万吨，环比减少19.04%，同比增加5.68%。6月美豆压榨量创近年来同期最高水平。NOPA数据显示24/25年度至今（9月-6月）美豆压榨累计量为5219万吨，上年同期为4995万吨，同比增加224万吨，USDA预估24/25年度压榨量为6586万吨，比上年同期增加368万吨。USDA发布的压榨周报显示，截至2025年7月18日当周，美国大豆压榨利润为每蒲2.58美元，上年同期为2.74美元，但已远高于年内低点。美国压榨需求持续强劲，这让USDA继续上调美豆压榨量，7月USDA预估25/26年度美豆压榨量从6776万吨上调至6912万吨，同比增加326万吨，环比增加136万吨。主要因生物柴油政策利好，美豆油未来需求增加。美豆需求中压榨需求未来或将占据更大的份额。

图：美豆压榨对比

图：美豆压榨对比



数据来源：WIND 国信期货

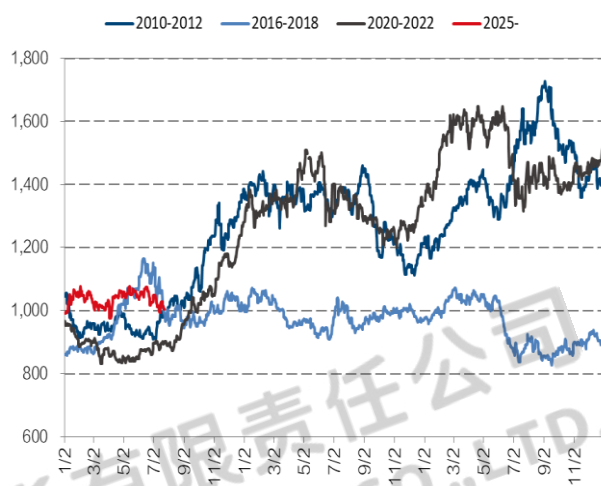
数据来源：NOPA 国信期货

对于25/26年度美豆供求平衡表，最大的变数在于单产和出口。此外种植面积也有下调的可能。由于6月底种植面积报告公布时，美豆仍有1100万英亩未播种完，当时这部分地区土壤水分过湿，最终种植面积仍有小幅下调的可能，即便单产和需求均不发生变化，美豆库存消费比降至7%以下。如果美国关税政策持续发酵，美豆出口仍有下调空间，这可能缓解一下偏紧的库存。如果单产出现回落，那么即便需求略微调整，那么库存也是相对偏紧的局面。可见美豆单产以及出口需求成为美豆新年度是否偏紧的关键所在。美豆供给端容错空间有限。需求端出口是最大的变量。

表：美豆供求平衡表预估

图：美豆季节性走势对比

项目	2024/25 Est.	2025/26 Proj.			
	Jul	Jul	预测1	预测2	预测3
种植面积	87.1	83.4	83.0	83.4	83.4
收获面积	86.1	82.5	82.2	82.5	82.5
单产	50.7	52.5	52.5	52.5	51.0
期初库存	931	953	953	953	953
产量	11882	11798	11741	11798	11451
进口	68	54	54	54	54
总供给	12884	12805	12748	12805	12458
压榨	6586	6913	6913	6913	6777
出口	5076	4749	4749	4627	4627
种用	196	199	199	199	199
残差	73	101	101	101	101
总需求	11931	11961	11961	11839	11730
期末库存	953	844	786	966	728
库消比	7.98%	7.05%	6.57%	8.16%	6.21%



数据来源：USDA 国信期货

数据来源：WIND 国信期货

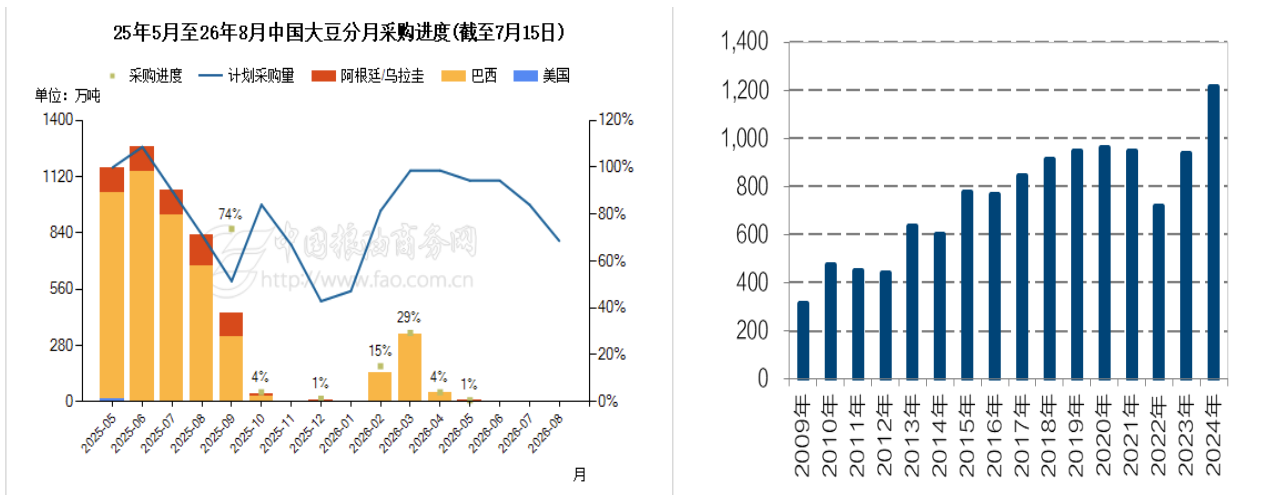
总的来看，2025年8月美豆市场则面临更为复杂的市场环境。当前美豆优良率相对偏高，高单产的可能性较大，但部分地区仍处于高温低优良率局面下，8月美豆生长关键期仍有天气炒作的可能性。当下市场最为关注的是美豆出口的前景，8月历史同期都是新年度出口销售高峰期，美国当前与各国的谈判，尤其是与中国的谈判结果至关重要。这将决定美豆新年度出口的调整空间。如果谈判乐观，出口担忧缓和，美豆或低位回升，如果谈判悲观，出口担忧加剧，美豆弱势震荡延续。

三、弱现实与强预期对垒 等待中美会谈结果

根据粮油商务网监测数据显示，截至7月22日，8月船期累计采购了884.1万吨，采购进度为100%。9月船期累计采购了619.5万吨，采购进度为88.5%。10月船期累计采购了105.6万吨，采购进度为11.35%。11月船期累计采购了19.8万吨，采购进度为2.54%。12月船期累计采购了6.6万吨，采购进度为1.32%。2026年2月船期累计采购了144.8万吨，采购进度为15.24%。2026年3月船期累计采购了363万吨，采购进度为30.76%。从监测来看，10月-1月我国国内进口大豆采购相对偏低。而8-9月进口量激增。2018年以来，我国8月份进口大豆到港量在900万-1220万吨之间（除2022年717万吨外）。目前市场预估2025年8月进口大豆到港量为1000万吨上下。可见国内大豆供给呈现三季度供给宽松，四季度供给偏紧的局面。

图：大豆进口量

图：历年8月进口大豆量对比



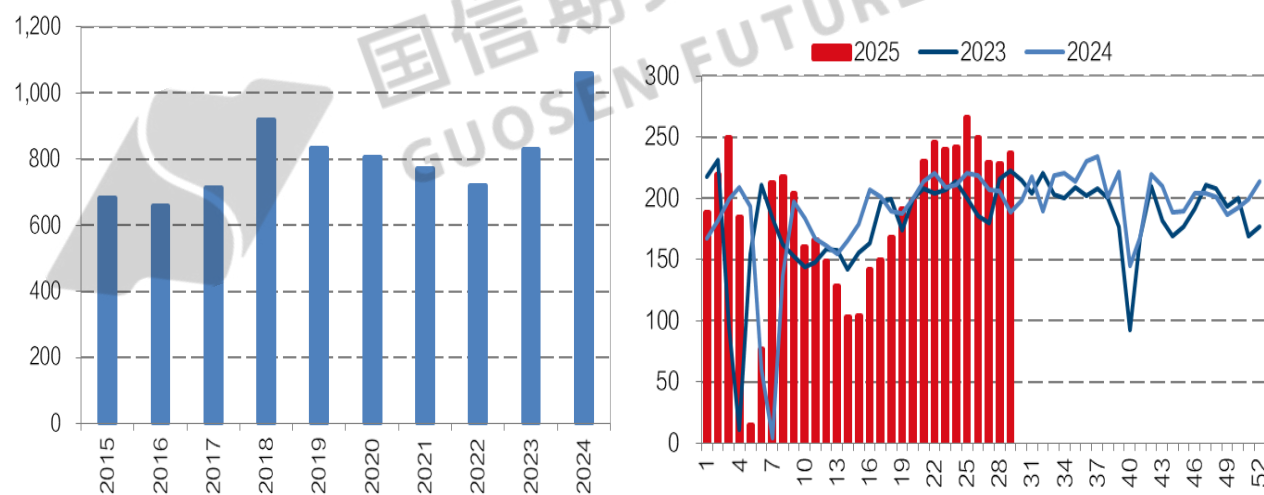
数据来源: 粮油商务网 国信期货

数据来源: WIND 国信期货

四季度进口大豆能够修复, 主要看中美谈判的结果, 如果不考虑加征关税, 美豆进口成本要低于巴西大豆成本。巴西大豆进口盘面榨利是处于微亏的局面。这也是国内贸易商迟迟未入场采购的原因。随着阿根廷5万吨豆粕进口的采购后, 7月下旬中国与阿根廷再度签署3万吨采购协议。这些豆粕预期9月底到达中国, 有效补充四季度豆粕供给不足的局面。此次交易凸显中国饲料生产商正加速扩大南美蛋白原料进口, 以实现供应来源多元化。

图: 历年8月国内大豆压榨量

图: 大豆单周压榨量



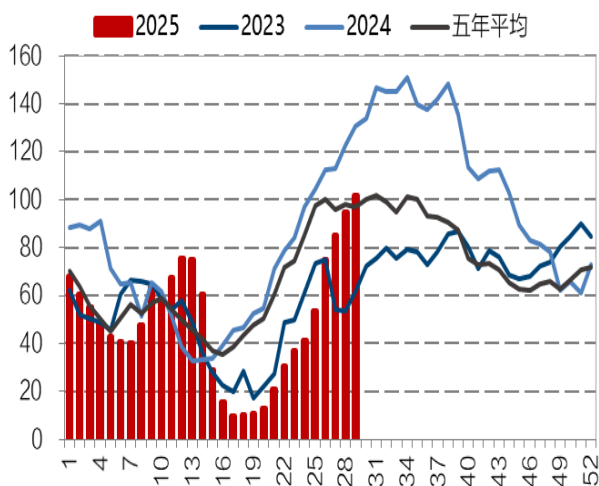
数据来源: 粮油商务网 国信期货

数据来源: 粮油商务网 国信期货

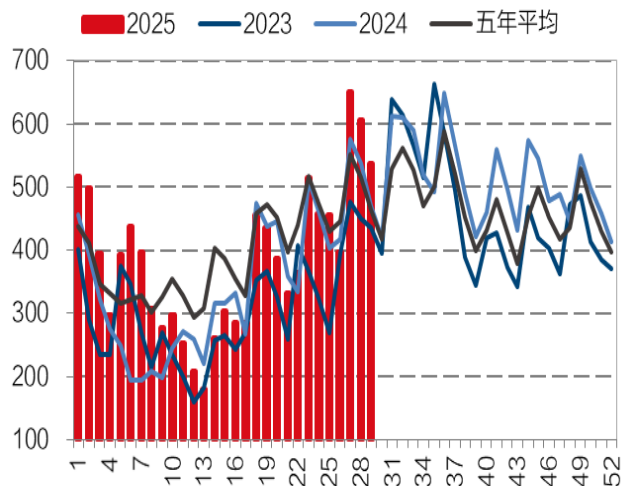
从历年8月压榨量来看, 8月压榨量大体与单月进口量的高低有关, 一般8月进口多以巴西大豆为主, 这意味着在高温下要及早进行压榨。可见2025年8月国内大豆压榨量也将高位运行。周均在200万吨上下。月底随着天气转凉, 油厂季节性停机检修, 开工或将减弱。豆粕供给或将在8月底有所下滑。

图: 豆粕库存

图: 豆粕未执行合同



数据来源：粮油商务网 国信期货

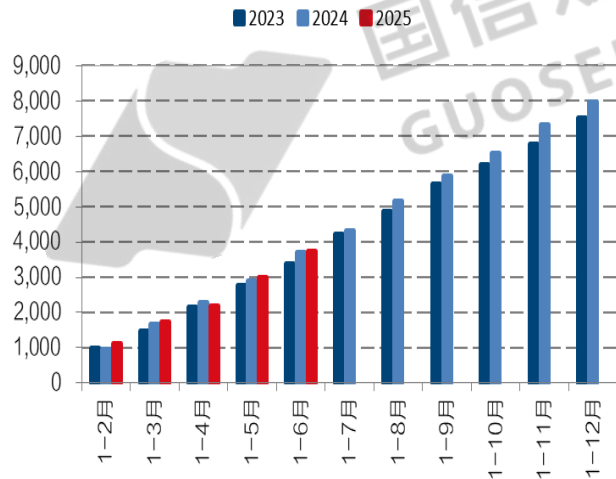


数据来源：粮油商务网 国信期货

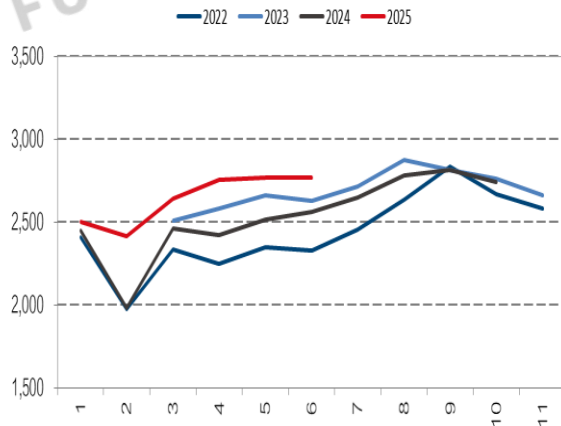
7月随着油厂开工的高企，下游提货平稳，国内豆粕库存大幅攀升。截至7月20日，国内豆粕库存已经增加至102万吨。部分地区油厂面临胀库局面。远期基差采购也同比有明显增加，下游多以执行合同为主，可能提前预支了后期的采购空间。2025年以来国内豆粕消费量明显好于上年同期。2025年1-6月国内豆粕消费量累计为3757.6万吨，比上年同期增加44万吨。从国内饲料产量来看，2025年6月，全国工业饲料产量2767万吨，环比下降0.1%，同比增长6.6%。

图：豆粕累计消费量

图：饲料产量走势



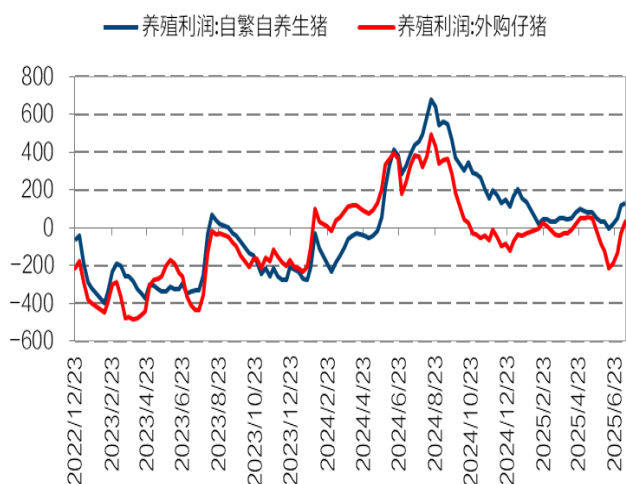
数据来源：WIND 国信期货



数据来源：WIND 国信期货

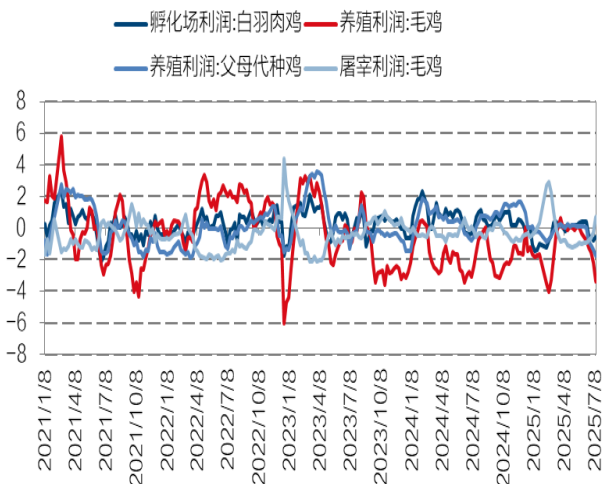
根据统计局数据显示，截至2025年6月末，我国能繁母猪存栏量为4043万头，高于规定的基准，目前产能去化进程低于预期。汇易网咨询显示从新生仔猪看，2024年12月至2025年5月全国新生仔猪数量比上年同期增长9.9%，按6个月育肥周期计算，今年6-11月份生猪出栏将逐渐增多。目前国内生猪养殖效益区间为0~300元/头，头均效益盈利60元/头。这对豆粕消费有一定的支撑作用。7月23日，农业农村部召开推动生猪产业高质量发展座谈会。会议指出要严格落实产能调控举措，合理淘汰能繁母猪，适当调减能繁母猪存栏，减少二次育肥，控制肥猪出栏体重，严控新增产能。可见短期豆粕需求或有支撑，但远期豆粕需求或有下滑的可能。需求端豆粕仍有远虑。

图：生猪养殖利润



数据来源：WIND 国信期货

图：禽类养殖利润

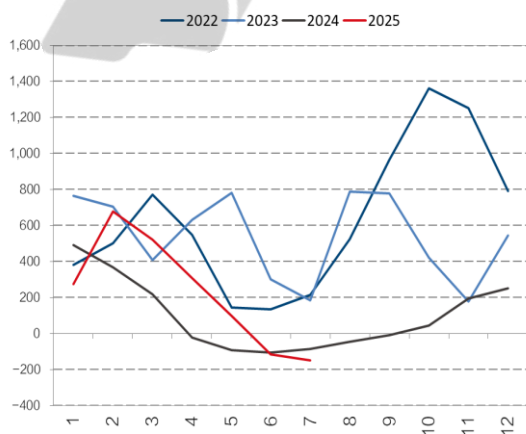


数据来源：WIND 国信期货

从历史来看，国内豆粕库存一般在8月中下旬见顶回落。今年国内豆粕库存也可能呈现季节性特征。8月末国内豆粕库存有望见顶，这将意味着8月底之前豆粕基差短期或难有好转，整体处于-100~-200元/吨不等。随着8月底，油厂开工的下滑，豆粕库存有望冲高回落，基差有望止跌反弹。

目前国内豆粕整体市场依然处于偏强的局面中，主要由于进口成本驱动。8月依然是南美大豆定价的进口大豆成本，因此按照巴西大豆升贴水及汇率等因素来测算，CBOT大豆在1000-1100美分/蒲式耳之间，国内豆粕期货成本价在3000元/吨左右。M2509以后合约的价格将根据中美谈判的结果而定。如果中国未来采购美豆，巴西升贴水降，美豆、美豆升贴水升。连粕或将先抑后扬。如果中国持续采购巴西大豆而不采购美豆，巴西升贴水升，美豆低位运行。连粕则震荡走高。

图：豆粕基差走势



数据来源：WIND 国信期货

图：豆粕价格预估

国家	月份	CNF升贴水	CBOT大豆期货价 (美分/蒲式耳)	到岸完税成本 (关税3% 元/吨)	折算豆粕成本 (按3%关税进口大豆成本计算, 元/吨)	汇率 (美元)	运费	到岸完税价格 (RMB元/吨)	按照港口豆油折算的豆粕成本 (RMB元/吨)
美国	8月	1024.25	495.48	4120.95	3231.51	7.2283	53	4901.71	4226.12
	9月	1024.25	473.86	3943.3	2983.42	7.2241	38		
	10月	1024.25	476.64	3962.82	3008.18	7.2185	36		
巴西	11月	1024.25	480.42	3988.6	3040.9	7.2095	35		
	2月	1057	441.68	3646.87	2713.65	7.1526	32		
阿根廷	9月	1024.25	455.51	3794.45	3044.99	7.2241	45		
	10月	1024.25	457.08	3804.32	3058.15	7.2185	44		

数据来源：WIND 国信期货

总的来看，8月国内豆粕供给相对充裕，市场需求也相对平稳。库存有见顶的可能。市场的变化体现在基差和价格方面。基差有望在8月底止跌，而连粕市场3000支撑明显，后期能否走高主要看中美谈判的

结果而定。

第三部分油脂

一、美豆油生柴需求近弱远强 市场支撑凸显

按照USDA7月供需报告显示，2025/26年度，全球油脂工业消费增幅在2.66%。其中豆油、菜油的工业需求增幅超过油脂工业消费增速。棕榈油工业消费增速偏低。2025/26年度，豆油工业消费增速的高企主要体现在美国、巴西。随着巴西、美国豆油工业消费的增加，豆油可供贸易量在下滑，棕榈油和菜油的贸易量或有提振。

图：全球油脂工业需求分品种对比（百万吨）

	2023/24	2024/25	2025/26	同比增减	同比增速	占比
椰子油	168.3	169.1	173.6	4.5	2.66%	2.68%
棉油	58	62	62.5	0.5	0.81%	0.96%
橄榄油	1.6	2.1	2	-0.1	-4.76%	0.03%
棕榈油	2620.3	2817.3	2818.8	1.5	0.05%	43.52%
棕榈油仁油	627.4	662	689.3	27.3	4.12%	10.64%
花生油	1.1	1.1	1.1	0	0.00%	0.02%
菜籽油	1002.7	924.2	960.1	35.9	3.88%	14.82%
豆油	1526.2	1512.7	1668.1	155.4	10.27%	25.76%
葵花油	108.7	103.7	101.2	-2.5	-2.41%	1.56%
合计	6114.3	6254.2	6476.7	222.5	3.56%	100.00%

数据来源：USDA 国信期货

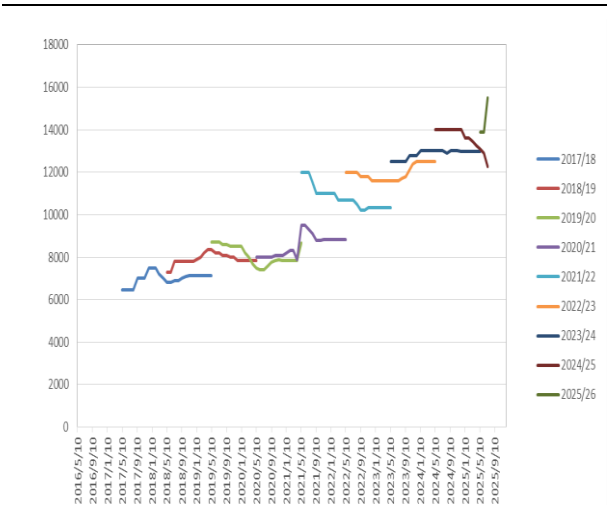
图：全球豆油分国别工业消费对比（万吨）

国家	2023/24	2024/25	2025/26	同比增减	同比增幅	占比
阿根廷	120	140	140	0	0.00%	8.39%
巴西	620	610	640	30	4.92%	38.37%
美国	589.2	555.7	703.1	147.4	26.53%	42.15%
欧盟	115	120	125	5	4.17%	7.49%
合计	1444.2	1425.7	1608.1	182.4	12.79%	96.40%
全球	1526.2	1512.7	1668.1	155.4	10.27%	100.00%

数据来源：USDA 国信期货

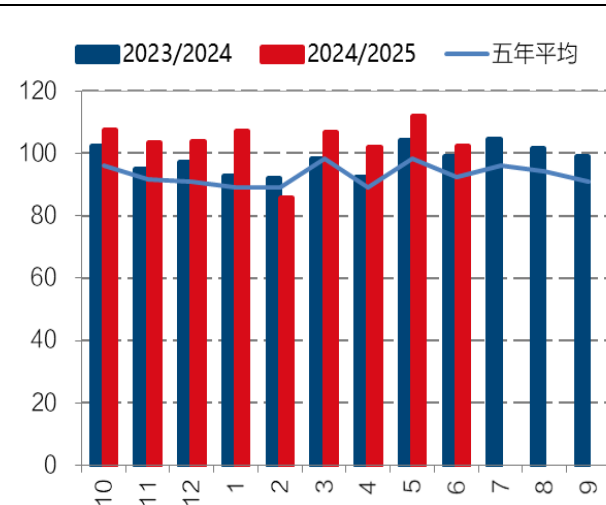
7月USDA对美豆油供求平衡表做了较大的调整，尤其体现在生物柴油消费上。预估2024/25年，美豆油用于生物质燃料的生产量从129亿英镑降至122.5亿磅，而大幅上调25/26年度用于生物质燃料的生产量至155亿磅。主要是由于年初美国新一届政府迟迟未公开新年度美国生物柴油政策，这让生产商降低生产。6月随着EPA新年度生物柴油政策规则的提出，这让市场对于美豆油未来前景从悲观转向乐观，美豆油工业消费量大幅提升。

图：USDA对美豆油工业需求的调整



数据来源：USDA 国信期货

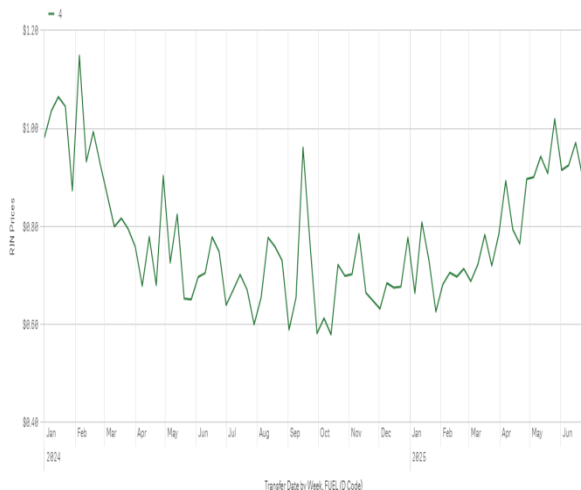
图：美国豆油国内消费月度对比（万吨）



数据来源：USDA 国信期货

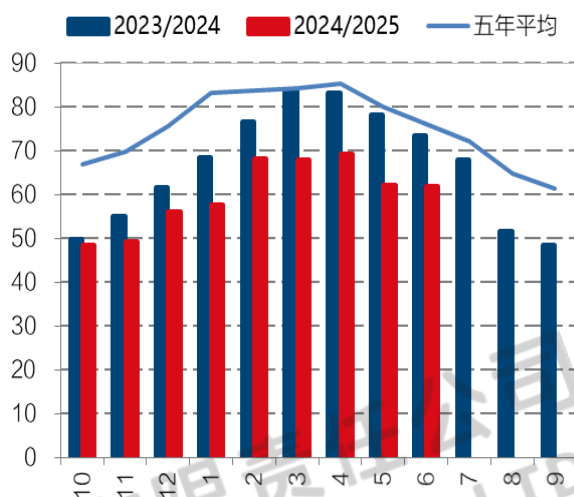
从短期来看，美豆油月度消费在6月份有所回落，NOPA6月报告显示，美豆油消费量为102万吨，上年同期为98.88万吨，上月为111万吨。2024年10月以来，美豆油消费月均消费量在103万吨左右，同比增加7%。随着美国生物柴油政策利好消息不断传来，RINS价格也在2月见底后逐步回升。美国生物柴油的需求也开始有所好转。NOPA报告显示，6月美豆油库存为61.96万吨，上年同期为73.5万吨。美豆油库存比上年同期以及五年同期均有明显回落。

图：RINS价格走势



数据来源：EPA 国信期货

图：美豆油库存



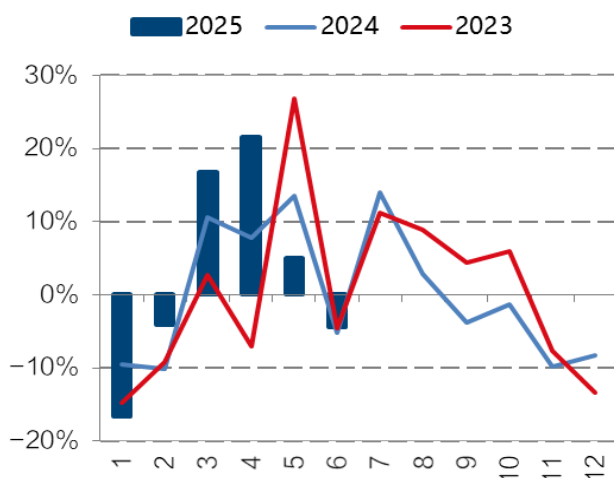
数据来源：NOPA 国信期货

对于美豆油而言，随着RINS价格的回升，美豆油用于制生物柴油的需求有望回升。目前市场正在等待EPA政策的通过以及实施。在此之前，市场震荡偏强运行。

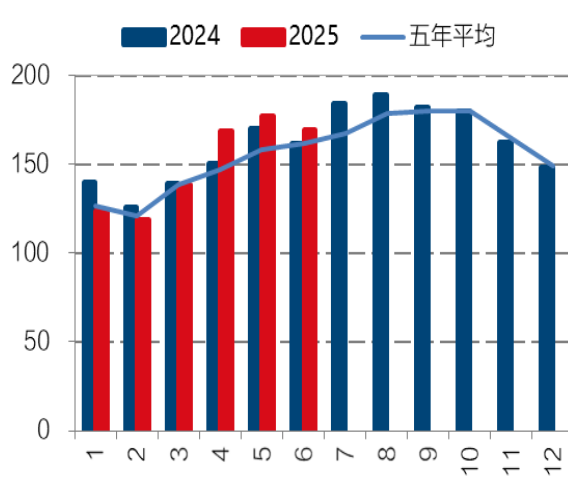
二、马棕油供给增加 印尼低库存支撑市场

7月以来，马棕油产量出现了明显的修复，从各家机构预估来看，7月前20日马棕油产量环比增加在6.19%-11.24%不等。7月五年平均产量环比增幅在3.59%，那么7月马棕油产量增幅在5%-10%之间。按照正常季节性规律，8月马棕油仍处于增产周期下，五年平均环比增幅在7.31%。

图：马来西亚棕榈油产量环比变化对比



图：马棕油8月产量预估对比



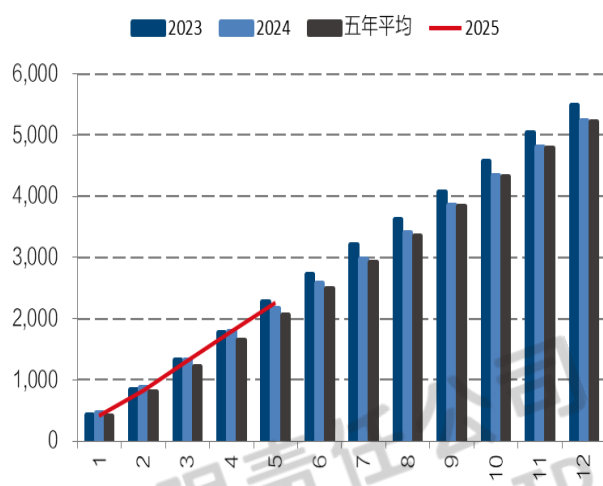
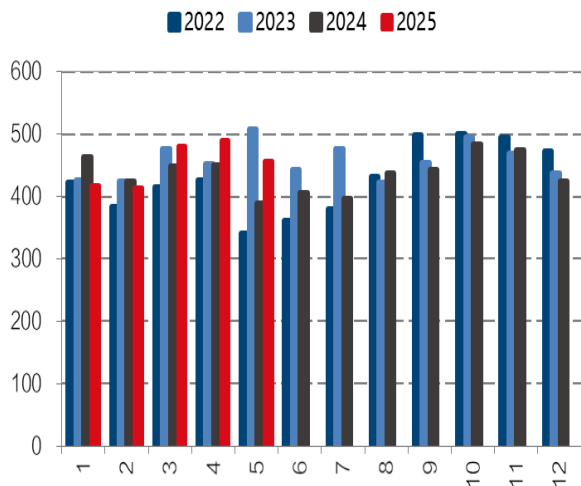
数据来源: MPOB 国信期货

数据来源: MPOB 国信期货

目前市场争议最大的来自印尼的产量, 由于田间管理以及2024年旱情的影响, 5-7月份印尼产量可能处于低位, 并没有出现明显的增长。5月印尼毛棕榈油产量为417万吨, 低于4月的448万吨, 但同比增长7.2%。2025年1-5月印尼毛棕榈油产量为2259万吨, 同比上年增加82.5万吨, 但低于2023年同期水平。

图: 印尼产量单月走势

图: 印尼累计产量走势对比



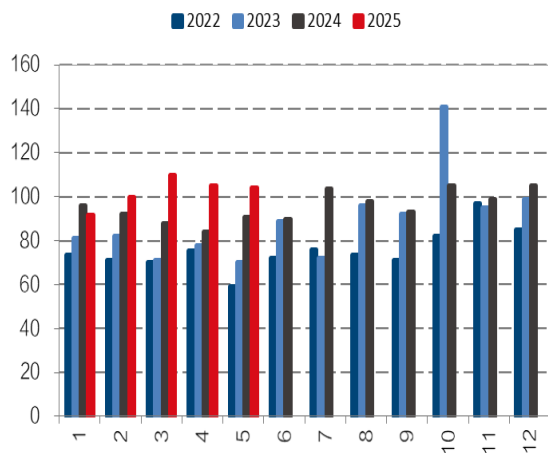
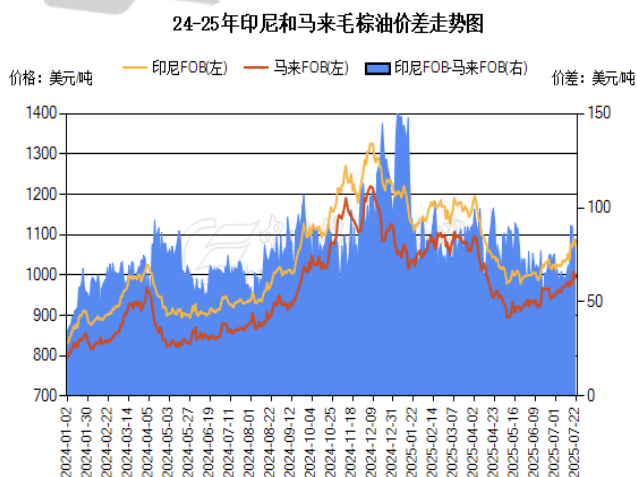
数据来源: WIND 国信期货

数据来源: WIND 国信期货

由于印尼供需数据相对滞后, 但从印尼毛棕榈油价格的走势来看, 依然相对坚挺, 这表明印尼国内的供给并没有出现非常宽松的局面。目前印尼与马来棕榈油价差仍处于相对高位。这表明印尼国内供给比市场预期要紧张一些。从印尼国内生物柴油消费情况来看, 1-5月印尼棕榈油制生物柴油消费量为510.5万吨, 上年同期仅为450.7万吨, 增加近60万吨。这相当于B37左右的水平。一般下半年生柴消费量好于上半年, 印尼下半年生柴消费量增幅或更为明显。

图: 马来西亚棕榈油与印尼棕榈油价差

图: 印尼生物柴油消费量



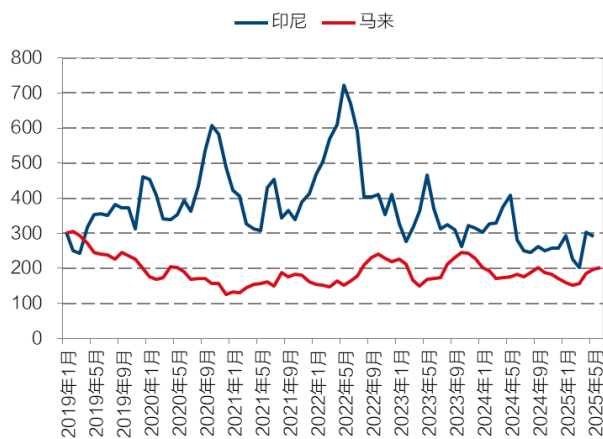
数据来源: 粮油商务网 国信期货

数据来源: MPOB 国信期货

出口来看，7月毛棕油出口环比略有下滑。分国家来看，印度、中国棕榈油采购量有所增加。欧盟采购量锐减。进入8月，随着印度节日采购的结束，马棕油8月五年平均出口环比下降9.84%，出口量在140万吨以上或对盘面有所提振，如果低于140万吨则对市场有所拖累。8月马棕油出口不容乐观。但由于产量的增加，库存仍有继续回升的可能。对于当前东南亚棕榈油市场，利多的来源更多来自印尼市场，生物柴油需求的增长以及产量的增长幅度或将成为市场交易的重点。印尼棕榈油偏低的库存依然对东南亚棕榈油有所支撑。马棕油主力合约在4400一线或有阻力。如果印尼没有新的政策出台，马棕油或有调整的可能。一旦印尼政策出台，那么马棕油或继续高涨。

图：马来、印尼棕榈油库存走势对比

图：马棕油季节性走势分析



数据来源：WIND 国信期货



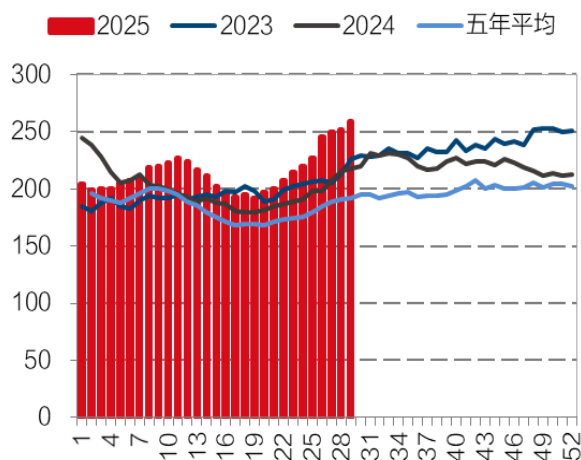
数据来源：WIND 国信期货

总的来看，8月马棕油市场供大于求或将凸显，产量回升而出口疲软的状态或将凸显，库存压力仍在。当前市场交易的重心在于印尼市场，高企的生物柴油需求与产量的预期仍将对市场有所提振。市场等待印尼相关政策支撑。如果政策有限，那么马棕油高位或有修正，一旦政策释放，马棕油仍有走高的可能。

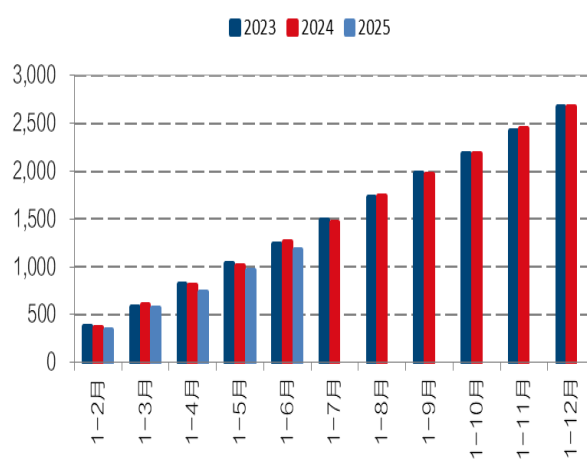
三、国内油脂需求下滑 供给无近忧有远虑

图：油脂库存走势

图：油脂累计消费量对比



数据来源：粮油商务网 国信期货

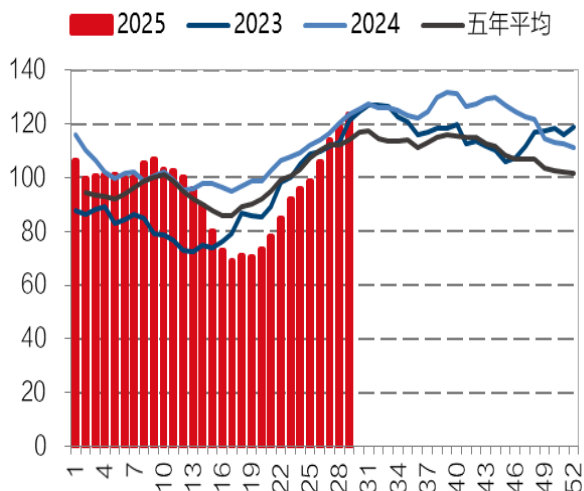


数据来源：WIND 国信期货

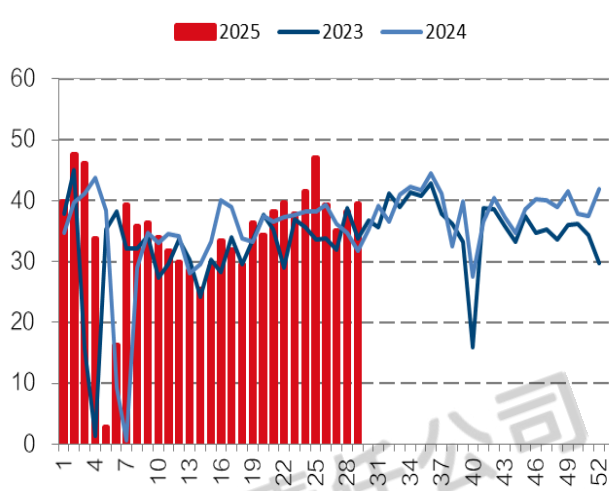
6月以来，国内油脂库存持续走高，7月库存增幅扩大。截至7月20日，国内三大植物油库存达到259.2万吨，去年同期217.4万吨。目前国内油脂库存创五年来新高。油脂现货供给压力凸显。从需求来看，2025年1-6月国内三大植物油消费量1176.79万吨，同比减少91.45万吨。这与国内餐饮消费指数持续低迷相一致。尤其是进入8月，市场进入季节性消费淡季，油脂8月需求难有大的增加。

图：国内豆油库存

图：豆油表观消费量



数据来源：粮油商务网 国信期货



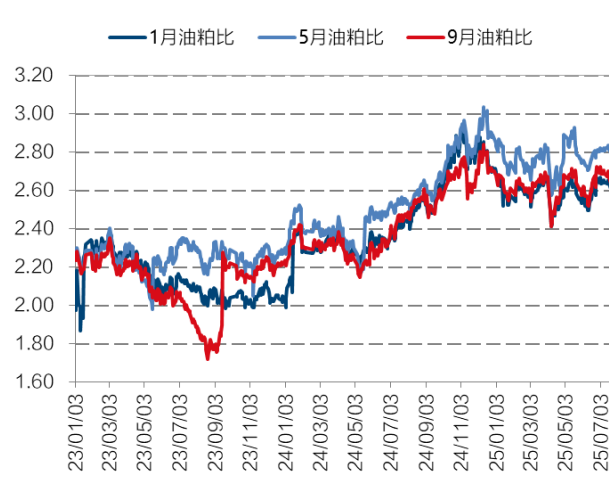
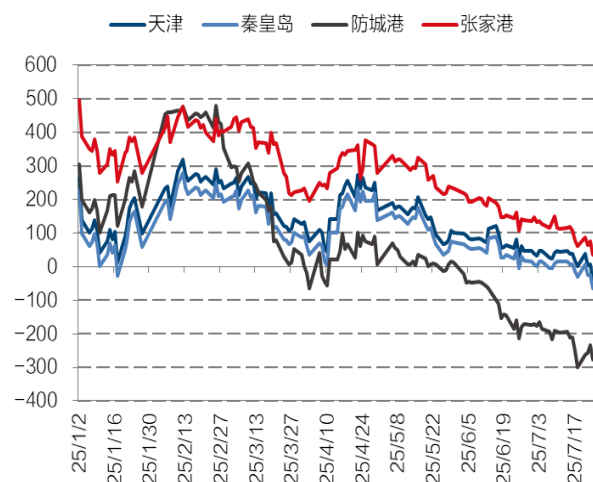
数据来源：粮油商务网 国信期货

豆油方面，7月国内豆油库存加速回升。截至7月20日，豆油库存为123.7万吨，上月同期106.1万吨，上年同期123.8万吨。进入8月，由于国内油厂开工率或保持高位运行，月底或有下滑，因此国内豆油整体供给相对充裕。从需求来看，由于豆棕价差持续倒挂，豆油消费仍是植物油市场中消费最好的油脂，周度消费量在40万吨左右。8月豆油月均消费量或维持在160万吨上下。由此可见，8月国内豆油库存或高位回落。

从豆油基差来看，国内地区豆油基差在-280~50元/吨左右，其中华南地区基差最低，华东地区基差最高。随着库存的回落，基差有望止跌反弹。从供求结构来看，尽管豆粕、豆油均处于降库存局面，但由于豆粕库存压力强于豆油，因此市场可能出现油强粕弱的局面。

图：国内豆油基差

图：油粕比走势



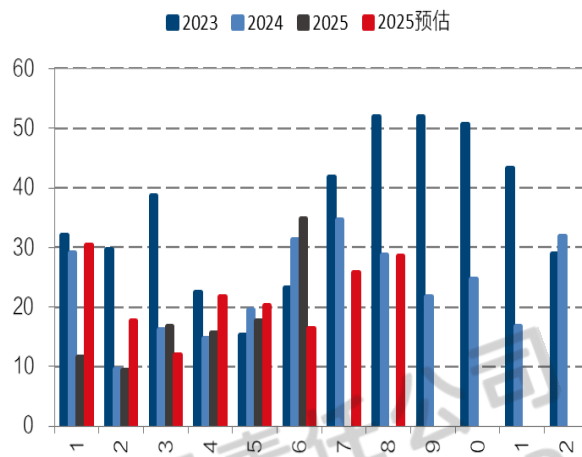
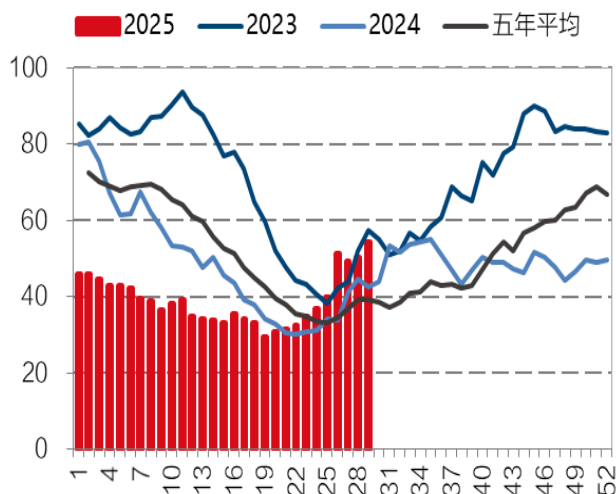
数据来源: WIND 国信期货

数据来源: WIND 国信期货

相对而言,7月份国内棕榈油库存明显回升,截至7月20日,国内棕榈油库存回升至54.3万吨,上月同期为51.2万吨,上年同期为42.6万吨。由于6月份进口棕榈油利润窗口一度打开,7、8月船期棕榈油采购增加。根据粮油商务网预估,8月棕榈油到港量在34.5万吨,9月到港量38万吨。

图: 棕榈油库存量

图: 棕榈油进口量



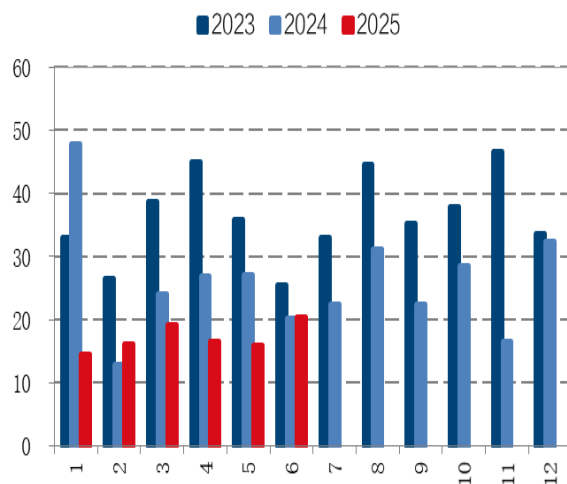
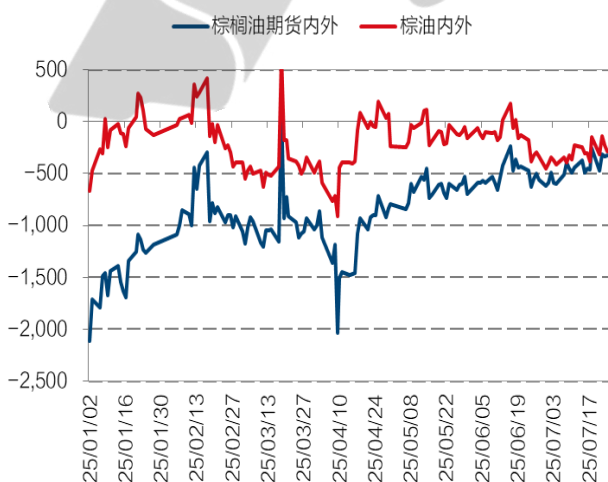
数据来源: 粮油商务网 国信期货

数据来源: 粮油商务网 国信期货

从消费来看,由于长期的国内豆棕价差倒挂,棕榈油国内消费已经脱离食用消费的领域,其更多应用于工业领域,月均消费量在15万-20万吨上下,这意味着7月以后国内棕榈油累库或将加快。

图: 棕榈油进口利润

图: 棕榈油表观消费量



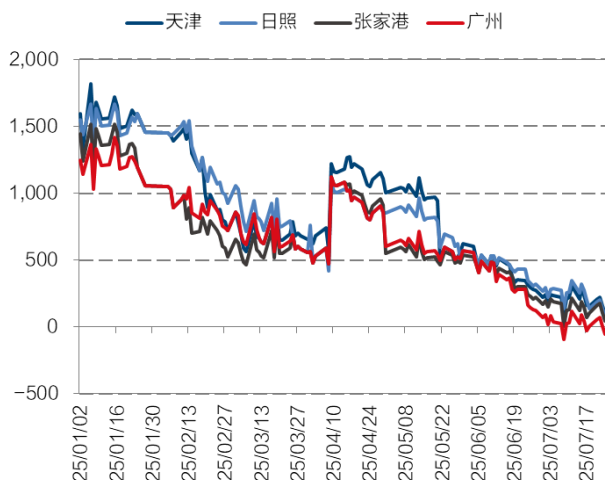
数据来源: 粮油商务网 国信期货

数据来源: 粮油商务网 国信期货

随着国内棕榈油库存的回升,棕榈油的基差持续走低,目前维持在-50~100元/吨之间,华南地区基差最低。由于8月棕榈油预期累库可能性较大,棕榈油基差偏低运行仍将持续。从豆棕价差关系来看,目前豆棕基差仍处于倒挂局面中,由于豆油与棕榈油基本面逻辑各异,豆油与棕榈油目前难以走出趋势性回归

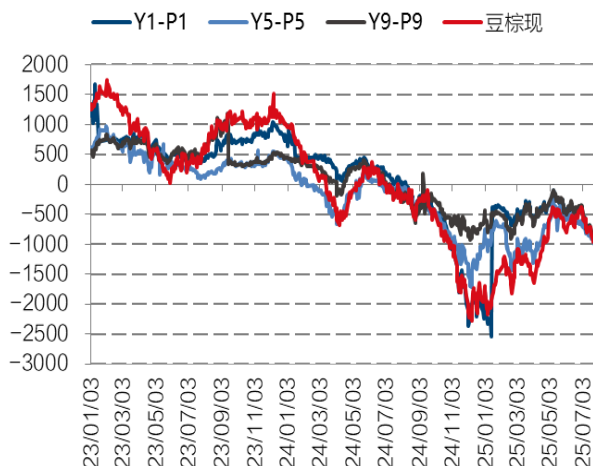
的行情，价差在-1000附近震荡反复，波动幅度在500点以内。

图：棕榈油基差



数据来源：WIND 国信期货

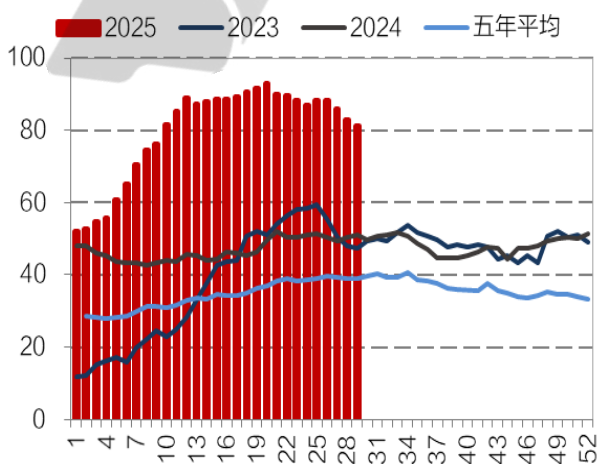
图：豆棕价差走势



数据来源：WIND 国信期货

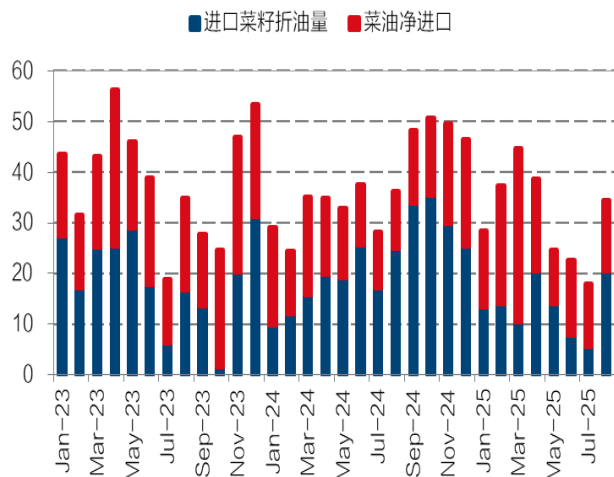
菜油方面，截至7月20日，国内菜油库存81.2万吨，上月同期88.4万吨，上年同期51万吨。2025年以来，国内菜油库存持续高涨，市场处于弱现实强预期的局面。由于中加关系迟迟未有新的进展，市场减少了菜籽的进口而增加了非加拿大菜油的进口。2025年1-6月，我国菜籽进口量为191万吨，同比减少52万吨。1-6月我国菜油进口量为117.55万吨，同比增加24万吨。菜油的进口大大弥补了菜籽进口的不足。按照粮油商务网预估，7月我国菜籽、菜油进口量均处于低位。8月以后国内菜籽进口量或有增加，但进口菜油维持在13万-15万吨低位，由于当前俄罗斯菜油也处于旧作物尾声，能够给予的数量有限。8月菜籽进口量的增加，可能与前期进口澳洲菜籽到港有关。可见至少在8月国内菜油供给仍保持宽松格局。

图：菜油库存



数据来源：粮油商务网 国信期货

图：进口菜籽折油+进口菜油供给对比

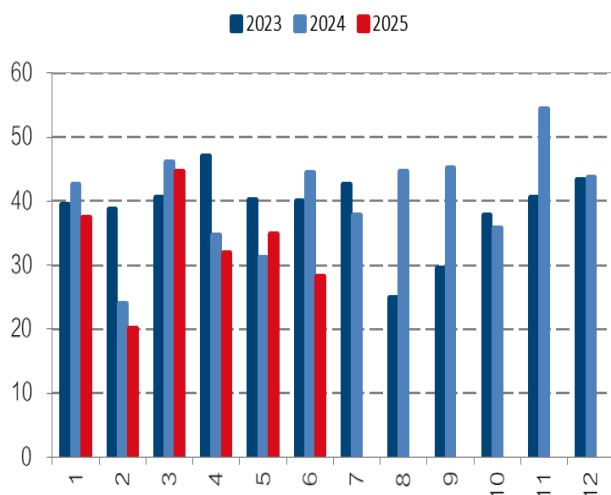


数据来源：粮油商务网 国信期货

受累于菜油价格的高企，国内菜油消费呈现稳中趋降的走势。6月国内菜油表现消费量达到28万吨，环比下降18.95%，同比下降36.32%。2025年1-6月菜油累计消费量为197万吨，同比减少25万吨。菜油需求

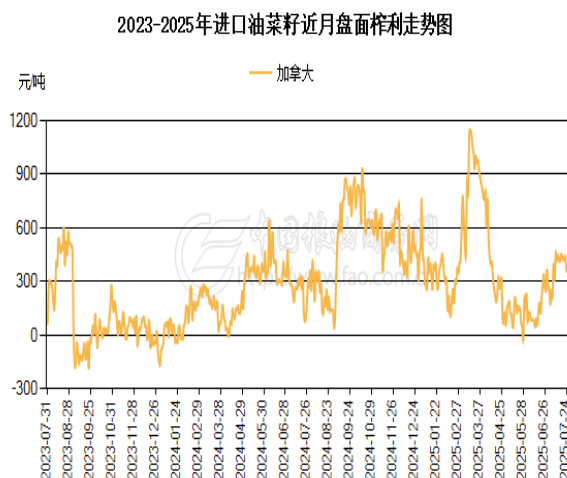
或难有大的改观，刚需依然是主要需求。

图：菜油表观消费量



数据来源：粮油商务网 国信期货

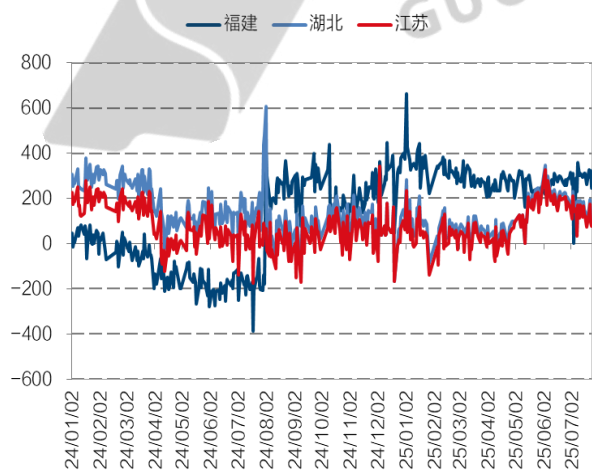
图：菜籽压榨利润



数据来源：粮油商务网 国信期货

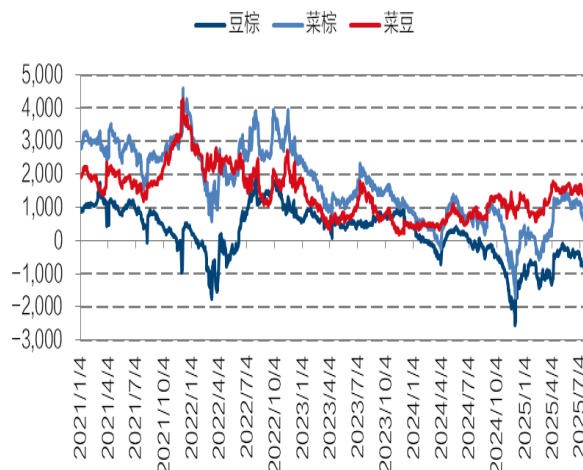
对于菜油市场而言，最大的问题在于9月以后供给。9月以后，加拿大、俄罗斯、欧洲等菜籽陆续上市，9月份时隔一年的反倾销调查是否有最终裁定，这些将直接影响未来菜籽的采购情况。当前加菜籽盘面仍有榨利，但政策不确定让市场采购积极性不高。菜油的问题主要集中在供给端，中加关系以及其他国家的采购将成为影响市场的关键所在。由于未来菜油供给的不确定性，国内菜油的基差相对于其他油脂持续走低而言窄幅震荡。这种局面或难有改观。

图：菜油基差



数据来源：WIND 国信期货

图：油脂间价差关系



数据来源：WIND 国信期货

总的来看，8月国内油脂供给充裕，需求处于季节性低位。豆油库存或冲高回落、棕榈油累库加快，菜油或有回落。三大植物油均面临不同的外部政策影响。国际油脂走势震荡偏强，内盘油脂或跟随而动，但强弱仍有差异。

第四部分 结论及操作建议

蛋白粕方面，国际方面，8月巴西大豆的出口以及升贴水的走势处于关键性的节点。美国与中国、欧盟等国的贸易谈判则成为关键所在，如果谈判能够达成协议，那么巴西大豆出口则面临与美豆争夺出口份额，升贴水也将回落。如果贸易情况依然严峻，那么巴西大豆出口或继续高涨，升贴水高位运行延续。2025年8月美豆市场则面临更为复杂的市场环境。当前美豆优良率相对偏高，高单产的可能性较大，但部分地区仍处于高温低优良率局面下，8月美豆生长关键期仍有天气炒作的可能性。当下市场最为关注的是美豆出口的前景，8月历史同期都是新年度出口销售高峰期，美国当前与各国的谈判，尤其是与中国的谈判结果至关重要。这将决定美豆新年度出口的调整空间。如果谈判乐观，出口担忧缓和，美豆或低位回升，如果谈判悲观，出口担忧加剧，美豆弱势震荡延续。8月国内豆粕供给相对充裕，市场需求也相对平稳。库存有见顶的可能。市场的变化体现在基差和价格方面。基差有望在8月底止跌，而连粕市场3000支撑明显，后期能否走高主要看中美谈判的结果而定。如果缓和，连粕或先抑后扬。如果持续紧张，连粕则震荡走高。

油脂方面，随着RINS价格的回升，美豆油生物柴油需求有望回升。目前市场等待EPA政策最后的通过以及实施。在此之前，市场震荡偏强运行。8月马棕油市场供大于求或将凸显，产量回升而出口疲软的状态或将凸显，库存压力仍在。当前市场交易的重心在于印尼市场，高企的生物柴油需求与产量的预期仍将对市场有所提振。市场等待印尼相关政策支撑。如果政策有限，那么马棕油高位或有修正，一旦政策释放，马棕油仍有走高的可能。内盘油脂或将跟随国际油脂而动。8月国内油脂供给充裕，需求处于季节性低位。豆油库存或冲高回落、棕榈油累库加快，菜油库存或有回落。

操作上，等待中美政策、中加政策、印尼生柴政策的进一步明朗。保持回调买入的策略，或者卖出看跌期权的策略。做多豆粕比机会依然存在。

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。