

供强需弱预期强化，豆菜粕易跌难涨

【策略观点】

【单边】我们认为 2026 年三季度豆粕整体维持宽松承压、宽幅弱势震荡，四季度供需边际收紧、价格重心小幅抬升。供应端，7-8 月南美旧作大豆持续集中到港，豆粕延续累库，现货基差持续走弱压制盘面；9 月后巴西出口逐步进入季节性淡季，国内大豆原料供给压力阶段性缓解，豆粕库存进入去库通道。需求端，三季度能繁母猪缓慢去化，猪饲料需求缺乏增量，四季度临近春节备货，畜禽养殖集中补栏，叠加生猪出栏收缩带动饲料需求环比回暖，豆粕提货量提升，供需矛盾缓和。整体下半年豆粕呈三季度累库偏弱、四季度去库走强的季节性节奏，全球大豆丰产大格局难以扭转，行情波动主要依赖美豆天气、进口到港节奏与养殖需求边际变化，缺乏趋势性大涨行情的基本面支撑。

2026 年三季度菜粕供应持续宽松、行情偏弱震荡，四季度供需小幅收紧，价格存在修复空间，但整体涨幅弱于豆粕。供应端，中加菜籽反倾销终裁落地后贸易常态化，7-9 月加拿大菜籽持续到港，叠加国内长江流域新菜籽集中上市，油厂菜籽原料库存稳步抬升，菜粕产量持续释放。10 月后加拿大旧作菜籽出口收尾，新作菜籽上市前进口到港阶段性下滑，国内菜籽供给收缩，菜粕产出减少，库存逐步去化。需求端，三季度 7-9 月为水产养殖全年投料高峰，水产饲料刚需对菜粕形成底部支撑。四季度水产养殖逐步收尾，菜系需求转淡。全年菜系宽松基调未改，中加菜籽稳定进口持续压制中长期价格，行情存在季节性波段机会，独立多头趋势行情出现概率较低。

下半年豆粕、菜粕核心关注热点集中于海外种植天气、进出口贸易、国内供需、养殖四大维度，同时多重风险扰动行情波动。核心跟踪热点：美豆灌浆期天气、中美农产品采购框架履约进度、加拿大菜籽新作种植产量、生猪能繁母猪去化速度、水产养殖投料数据。

【套利】

- (1) 油粕比：（详见套利周报）。
- (2) 豆菜粕差：（详见套利周报）。

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 3

二、全球大豆基本面分析 4

 2.1 全球大豆供应——美豆新作供应预期偏宽松 4

 2.2 全球大豆需求——生柴政策推动美豆内需强劲，贸易不确定性仍限制出口预期 7

三、国内大豆及豆粕基本面分析 10

 3.1 国内豆粕供应——三季度维持宽松预期 10

 3.2 国内豆粕需求——生猪产能去化，养殖端支撑减弱 13

四、国内外菜籽菜粕供需情况 15

 4.1 全球菜籽供需——供需相对平衡，天气问题或干扰部分产地 15

 4.2 中国菜籽菜粕供需——供应预期宽松，水产旺季提振需求 15

五、行情展望 17

 5.1 单边走势提示 17

 5.2 套利机会提示 18

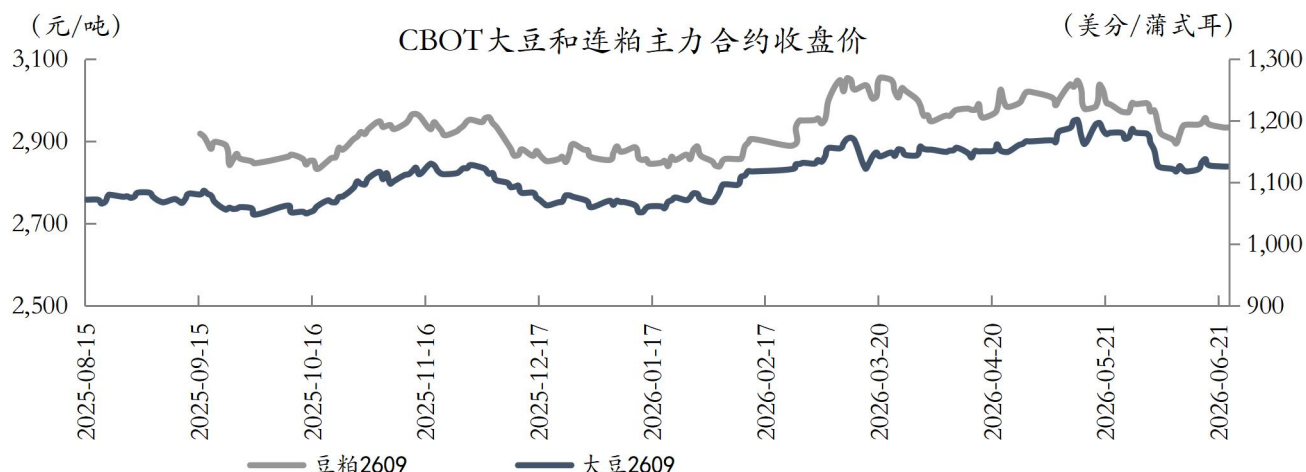
一、行情回顾

2026年上半年CBOT大豆整体呈现“一季度低位震荡、5月冲高、6月加速回落”，核心由南美流通、中美会晤、USDA5月供需报告、美豆新作播种四大主线驱动。一季度巴西大豆丰产1.8亿吨，但港口发运受阻，叠加中方阶段性补库，美豆依托近月需求维持区间底部；4月末市场提前交易中美高层会晤回暖预期，盘面逐步抬升。5月中旬中美会晤落地，市场一度大幅炒作对华采购增量，期价冲高至半年高点，紧随其后的USDA5月报告首次给出2026/27年度平衡表，预估美豆种植面积8470万英亩、产量44.35亿蒲，单产53蒲/英亩，压榨上调至27.5亿蒲，期末库存下调至3.1亿蒲，库消比偏低短期形成利多支撑，但市场提前消化利好后资金离场。美豆产量预期同步落地，全国播种进度显著快于五年均值，中西部墒情改善、干旱面积收窄，丰产预期逐步计价压制上行空间。6月中美贸易利好兑现后无新增大额采购订单，美方实体清单加码加剧市场观望情绪，叠加南美豆持续低价分流中国进口，CBOT转入震荡下行通道。成本端生物柴油需求托底压榨，但出口持续不及预期，上半年美豆整体形成“政策情绪脉冲、供需现实压制”的今年上半年格局。

2026年上半年国内豆粕呈现先强后弱、宽幅区间震荡，核心矛盾集中在进口大豆通关、到港压力与下游养殖需求错配。一季度巴西大豆发运不畅、港口通关周期偏长，隐性库存难以转化，油厂压榨偏低，豆粕库存维持低位，叠加美豆成本上行，盘面冲高至年内高点。5月中美会晤后贸易流程优化，国内海关进口大豆通关检验周期由25天缩短，港口隐性库存快速释放，5、6月大豆月到港量突破月均1000万吨，油厂开机率稳定65%-70%高位，豆粕进入持续性累库周期，6月周度库创五年同期高位，现货基差持续走弱拖累盘面重心下移。USDA5月美豆丰产预期落地后，外盘成本支撑边际弱化，国内需求端持续疲软成为核心压制：生猪行业深度亏损，能繁母猪持续去化，猪饲料需求缺乏增量；禽料刚需平稳，水产料增量有限，养殖企业主动补库意愿低迷，仅维持随用随采节奏。供应宽松、需求偏弱共振下，二季度豆粕反弹高度受限。

2026年上半年菜粕走出一季度紧供给走强、二季度菜籽到港放量承压行情，行情跟随中加贸易政策、菜籽进口量与菜粕库存周期切换。年初受此前加菜籽高额保证金政策限制，进口渠道近乎停滞，国内菜籽库存持续走低，现货坚挺带动期货一季度震荡上行。3月初商务部公布加菜籽反倾销终裁，综合税率由84.8%降至14.9%，中加菜籽贸易通道正式恢复，市场提前交易远期供应增量，盘面自高位逐步回落。二季度加拿大春播进度平稳，4-6月菜籽到港量逐月抬升，叠加长江流域国产新菜籽集中上市，进口与国产双重供给释放，菜粕产量环比大幅增加，库存自低位开启累库通道，6月沿海油厂菜粕库存环比回升，现货抗跌性逐步减弱。需求端5-6月水产养殖进入传统旺季，水产饲料投料环比改善，对菜粕形成阶段性底部支撑，但豆菜粕价差持续收窄，豆粕替代效应削弱菜粕需求弹性，难以推动趋势性上涨。

图表 1 2026 年 1-6 月 CBOT 大豆&豆粕主力合约走势



数据来源：Wind、国元期货

图表 2 2026 年 1-6 月菜粕主力合约走势



数据来源：Wind、国元期货

二、全球大豆基本面分析

2.1 全球大豆供应——美豆新作供应预期偏宽松

1) USDA6 月报告中性偏空

2026 年 6 月 USDA 供需报告整体呈中性偏空格局，2026/27 新季美豆全套供需数据完全延续 5 月预估未做调整，未给盘面带来趋势性利多驱动。供应端维持种植面积 8470 万英亩、收获面积 8370 万英亩、单产 53 蒲/英亩，对应总产量 44.35 亿蒲，较上年度增产 1.73 亿蒲，奠定新作供应宽松基础。需求端同步维稳，国内压榨预估 27.5 亿蒲，依托美国生物柴油扩张、豆粕内外需求走高同比提升；出口 16.3 亿蒲，依托中美农产品采购框架较旧作上调，但巴西、阿根廷丰产持续分流中国进口，美豆出口增量兑现节奏存疑。库存端新作期末库存 3.1 亿蒲，库消比 6.9%，较上一年 7.96% 明显回落，库存绝对水平偏低形成底部支撑，但增产带来的供应增量对冲低库支撑力度有限。旧作 25/26 年度仅

做内部结构再平衡，压榨上调 2000 万蒲、出口同步下调 2000 万蒲，期末库存维持 3.4 亿蒲不变，反映南美低价豆持续挤压美豆出口份额。

2) 美豆新作面积扩，单产存在调整空间

截至 6 月 23 日，美国 18 大豆主产州种植进度接近收尾，整体播种完成 95%，出苗率升至 88%，双双高于五年均值与去年同期，早播节奏利于作物充分生长期、抬升单产潜在上限。作物优良率稳定 66%，小幅低于去年同期 68%。气象预报显示 6 月末主产区降水充足，但 7-8 月灌浆关键期存在高温干旱风险，厄尔尼诺气候下生长期高温将直接冲击单产预期。

当前市场新作供应预期贴合 USDA6 月 44.35 亿蒲产量预估，早播叠加前期适宜降水支撑 53 蒲/英亩基准单产，但若 7、8 月持续高温干旱，单产存在下调空间，产量同步下修。短期充足墒情令丰产预期占据主导，压制美豆上行空间，中长期天气变数成为盘面波动核心抓手；叠加南美全年供应充足，新作美豆整体供应宽松格局难改，仅极端干旱持续发酵才会扭转增产预期，现阶段交易主线围绕天气边际变化反复博弈。

3) 南美大豆供应维持宽松

根据 USDA6 月全球供需报告与巴西 CONAB、阿根廷罗萨里奥交易所截至 6 月下旬最新田间及贸易数据，2025/26 年度南美大豆整体呈现巴西丰产放量、阿根廷增产但出口收缩的分化供应格局，合计供应宽松持续挤压美豆出口空间，全年奠定全球大豆高供给基调。

USDA6 月维持巴西 2025/26 年度产量 1.8 亿吨不变，CONAB 最新收割数据确认全年产量 1.8025 亿吨，同比增产 750 万吨，截至 6 月中旬全国收获 100%，雷亚尔贬值强化出口性价比，报告上调巴西全年出口至 1.15 亿吨，国内压榨同步升至 6150 万吨，生物柴油与饲料需求持续消耗本土货源，期末库存稳定 3769 万吨，港口发运节奏持续高位，6 月单月出口预估 1531 万吨，对华货源凭借关税与离岸价差优势占据国内进口主流，上半年持续分流美豆采购订单。

阿根廷是本次报告核心上调项，产量自 5 月 4800 万吨上调至 5000 万吨。南美两国合计产量 2.3 亿吨，占全球大豆总产量超五成，充裕供给持续压制国际大豆离岸基差，即便中美会晤达成美豆采购框架，低价南美豆仍持续抢占中国进口份额。

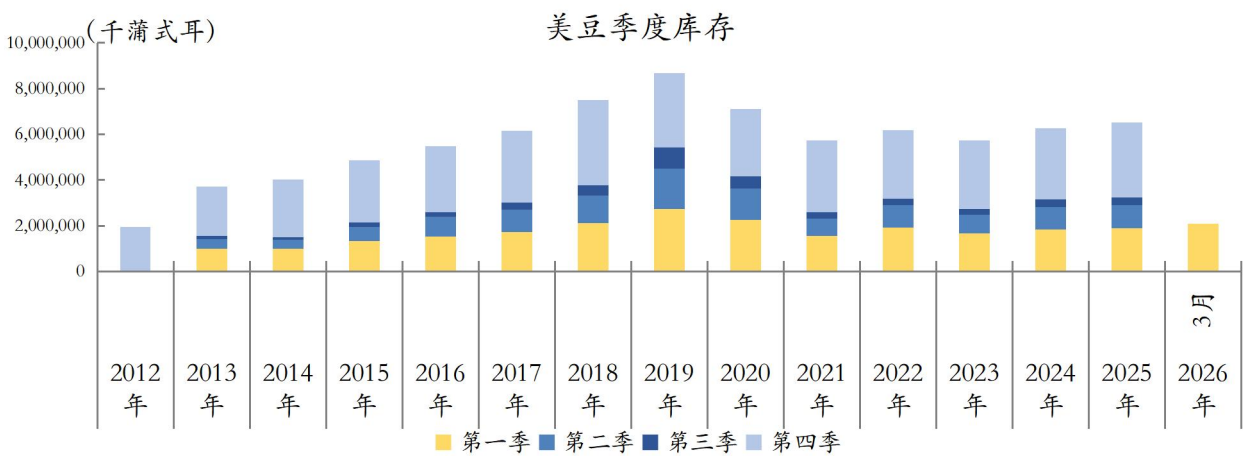
整体来看，25/26 年度南美大豆供给总量充足，巴西为全球核心增量供给端，阿根廷转向内需消耗弱化出口增量，全年宽松的南美货源将持续约束 CBOT 大豆上方空间，仅巴西港口拥堵、阿根廷政策限制出口等短期扰动能带来阶段性利多脉冲，中长期丰产大格局难以扭转。

图表 3 USDA 报告整理——2026/27 年度美豆供需平衡表

2026/2027年度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
全球	6月	125.52	441.34	188.02	383.09	440.78	189.22	124.88	19.82%
	5月	125.13	441.54	188.02	383.14	440.69	189.22	124.78	19.81%
	较5月变动	0.39	-0.2	0	-0.05	0.09	0	0.1	0.01%
	2025/26年度	126	429.2	185.01	371.11	427.95	186.75	125.52	20.42%
	较上一年度变动	-0.48	12.14	3.01	11.98	12.83	2.47	-0.64	-0.60%
美国	6月	9.25	120.7	0.68	74.84	77.83	44.36	8.44	6.91%
	5月	9.25	120.7	0.68	74.84	77.83	44.36	8.44	6.91%
	较5月变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
	2025/26年度	8.84	115.99	0.68	72.12	75.16	41.1	9.25	7.96%
	较上一年度变动	0.41	4.71	0	2.72	2.67	3.26	-0.81	-1.05%
巴西	6月	37.69	186	0.8	65	69.6	117.5	37.39	19.98%
	5月	37.69	186	0.8	65	69.6	117.5	37.39	19.98%
	较5月变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
	2025/26年度	37.69	180	0.9	61.5	65.9	115	37.69	20.83%
	较上一年度变动	0	6	-0.1	3.5	3.7	2.5	-0.3	-0.85%
阿根廷	6月	23.82	50	6.5	43	49.9	6.2	24.22	43.17%
	5月	23.32	50	6.5	43	49.9	6	23.92	42.79%
	较5月变动	0.5	0	0	0	0	0.2	0.3	0.38%
	2025/26年度	24.67	50	7.05	42	48.9	9	23.82	41.14%
	较上一年度变动	-0.85	0	-0.55	1	1	-2.8	0.4	2.03%
中国	6月	44.37	21	114	110	135	0.1	44.27	32.77%
	5月	44.37	21	114	110	135	0.1	44.27	32.77%
	较5月变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
	2025/26年度	44.49	20.9	112	108	132.9	0.12	44.37	33.36%
	较上一年度变动	-0.12	0.1	2	2	2.1	-0.02	-0.1	-0.59%

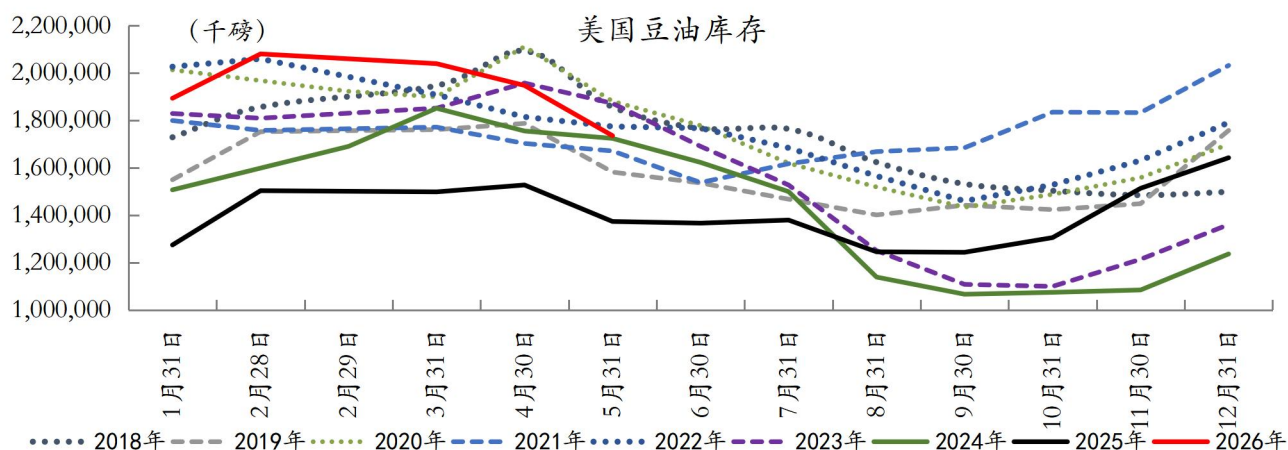
数据来源：USDA、国元期货

图表 4 美豆季末库存情况



数据来源：USDA、国元期货

图表 5 美豆油库存情况



数据来源：USDA、国元期货

2.2 全球大豆需求——生柴政策推动美豆内需强劲，贸易不确定性仍限制出口预期

1) 美豆压榨维持高位、内需持续走强

结合 6 月 NOPA 压榨月报、USDA6 月油脂供需数据与 EPA 落地的 2026—2027 生物柴油掺混终版规则，2026 年上半年美豆压榨与内需呈现政策强托底、月度季节性走弱、内需对冲出口下滑的特征，整体内需创同期历史高位。

NOPA 数据显示，上半年前五个月美豆压榨总量同比大幅提升，1-3 月加工厂连续高负荷运转，3 月压榨量 2.26161 亿蒲创阶段峰值，4 月回落至 2.11856 亿蒲、5 月进一步降至 2.08785 亿蒲。即便 5 月环比下滑，当月压榨仍同比增长 8.3%，USDA6 月同步上调 2025/26 年度全年压榨预估 2000 万蒲至 26.5 亿蒲，直接印证上半年内需超预期。

需求核心驱动来自 EPA 生物能源硬性掺混目标，新规确定 2026 年生物质柴油掺混义务 54 亿加仑，较 2025 年 33.5 亿加仑增幅超 60%，原油高位抬升生柴生产利润，豆油工业需求占比超越食用消费，倒逼油厂维持高采购、高压榨节奏。分产品内需结构分化，豆油工业需求持续放量，5 月底豆油库存 17.35 亿磅环比大幅去库，验证生物燃料持续消耗。

整体来看，上半年美豆内需扩张的底层逻辑在于 EPA 刚性掺混目标，NOPA 月度数据的季节性波动为短期扰动，地缘政治冲突下原油价格走高带来的生物能源内需增量，成为上半年 CBOT 大豆的核心多头支撑之一。

2) 中美大豆贸易仍存多重不确定性

2026 年上半年美豆全球出口整体呈现总量平稳、对华大幅萎缩的分化格局。中美层面，中美会晤前后，市场一度炒作对华采购增量，但现实兑现远不及预期；上半年国内海关一季度自美进口大豆仅 341 万吨，同比降幅超 70%，截至 6 月上旬 2025/26 年度美豆对华累计销售 1196 万吨，较去年同期腰斩，仅少量国企少量采购，民营油厂几乎缺席，新作 2026/27 年度对华预售开局创近十年历史低位，采购观望情绪浓厚。当前贸易端多重不确定性持续压制出口修复空间。重点来看，关税成本障碍仍存，而且美方贸易政策反复，扰动采购信心，采购协议履约节奏存在延后风险。此外南美供给持续充裕，

巴西全年出口预估创近年记录，港口发运稳定放量，全年持续分流中国买盘。与此同时，国内养殖需求偏弱，国内港口大豆到港持续高位、豆粕累库，油厂主动补库意愿不足。此外美豆新作丰产预期落地，若后期天气无极端扰动，全球大豆宽松格局延续，美豆出口修复节奏将长期受制于中美贸易博弈、南北美价差与国内饲料需求等底层驱动。

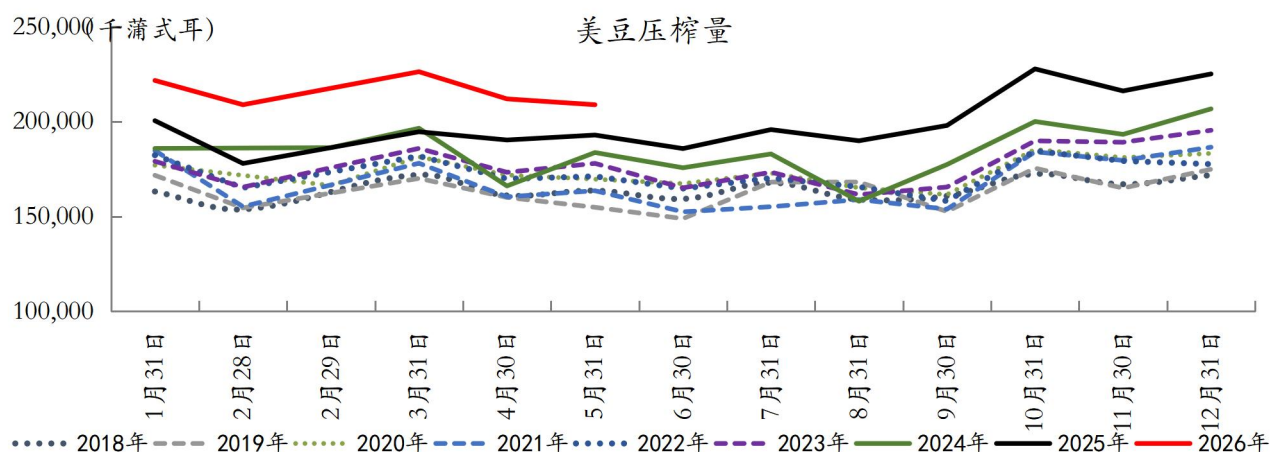
3) 巴西高位放量、阿根廷有所收缩

2026 年上半年南美大豆出口呈现巴西放量冲量、阿根廷出口收缩的显著分化格局，整体充裕货源持续挤占美豆全球出口份额。巴西依托 1.8025 亿吨创纪录丰产，全年收获 6 月中旬全部收尾，SECEX 与 ANEC 数据显示上半年 1-6 月大豆出口预估 7382 万吨，同比提升 8.5%，4 月 1675 万吨创下单月装运历史峰值，雷亚尔贬值放大离岸价格优势，叠加港口物流通畅，月度出口持续维持千万吨级高位，中国稳居第一目的地，1-5 月对华采购占巴西总出口七成，关税价差优势持续吸引国内油厂集中采购，成为上半年中国大豆进口绝对主力。

阿根廷 2025/26 年度产量上调至 5000 万吨，但本国优先保障本土压榨，全年原豆出口预估仅 740 万吨，上半年原料内耗为主、外销增量有限，对华出口规模远不及巴西，大量产能转向豆油、豆粕成品外销，原豆出口弹性大幅弱化。

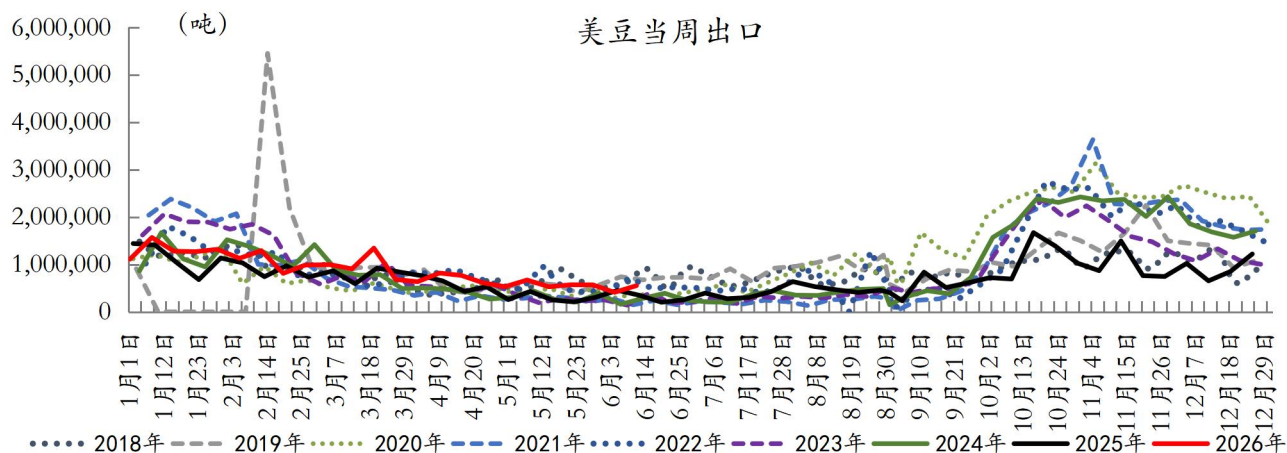
USDA6 月报告确认南美两国合计出口规模同比抬升，不过南美出口端仍存扰动风险，巴西国内生物柴油扩张抬升本土压榨需求，后期或分流出出口货源。阿根廷汇率波动、出口管制政策存在调整可能；同时中国养殖需求偏弱、港口大豆持续累库，远期采购节奏放缓，将阶段性约束南美后续装船空间，上半年南美出口高景气主要依靠丰产红利与对华刚需支撑，下半年装运增速大概率边际回落。

图表 6 美豆压榨情况



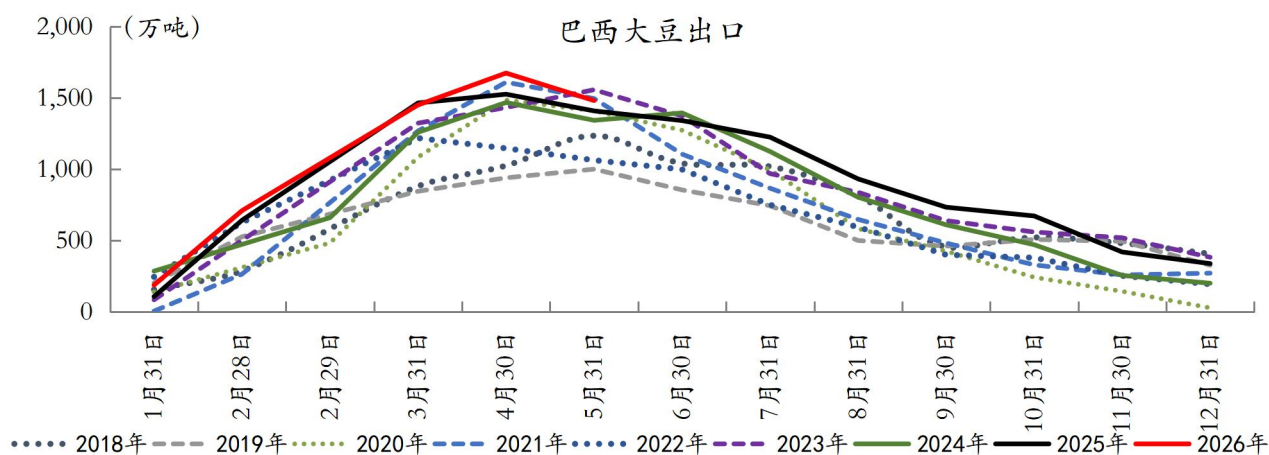
数据来源：USDA、国元期货

图表 7 美豆检验及出口情况



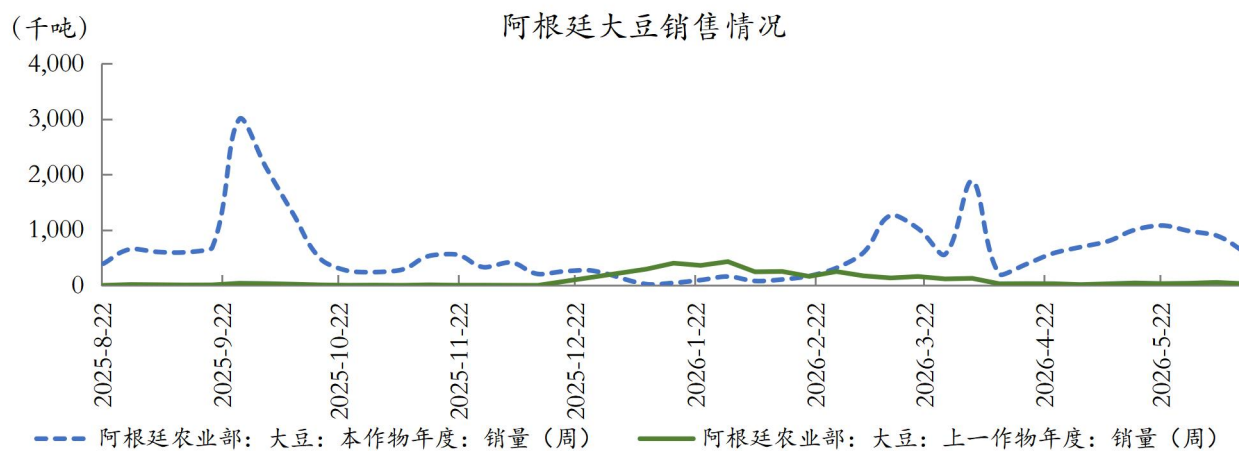
数据来源：USDA、国元期货

图表 8 巴西大豆出口情况



数据来源：Abiove、国元期货

图表 9 阿根廷大豆销售情况



数据来源：阿根廷农业部、国元期货

三、国内大豆及豆粕基本面分析

3.1 国内豆粕供应——三季度维持宽松预期

1) 二季度以来进口大豆到港宽松

依据海关总署公开统计，2026 年 1-5 月国内累计进口大豆 3694.2 万吨，同比微降，总量基本持平往年同期但进口来源结构显著分化，一季度受巴西收割滞后、海关通关周期拉长至 25 天拖累到港偏低，二季度通关效率优化，前期滞留货船集中放行，5 月单月进口 1179.11 万吨创同期次高，其中巴西货源占比超六成，美豆仅占两成，南美丰产豆凭借离岸价差持续占据进口主流。

中美大豆采购层面，2025 年末敲定的 1200 万吨短期美豆采购订单上半年集中履约，对应船货多在 5-6 月到港；5 月中美会晤，贸易缓和，但上半年企业商业自主采购保持谨慎，美豆完税成本偏高、压榨持续亏损制约大规模采购落地，新作预售进度远低于历史同期，采购兑现节奏存在明显延后风险。

到港方面，根据钢联数据统计，一季度进口大豆到港量整体偏低，1 月实际到港约 874 万吨，2 月受春节假期及巴西大豆收割进度偏慢影响骤降至 460 万吨，3 月因海关加强检疫通关延长仅恢复至 655 万吨，一季度累计到港约 1989 万吨，处于近年同期偏低水平；进入二季度后，南美大豆集中到港，4 月到港量回升至 793 万吨，5 月进一步增至 965 万吨，6 月达到上半年峰值 1100 万吨，二季度累计到港约 2858 万吨，环比一季度大幅增长 43.7%，上半年合计到港约 4847 万吨。

后续来看，巴西旧作剩余货源持续发运，港口大豆库存同比抬升，油厂压榨原料供给十分充裕；9 月后巴西出口季节性回落，国内进口货源将逐步切换至美豆新作，但上半年南美集中到港形成的高库存会持续消化至三季度末，短期进口宽松格局难以扭转，全年进口总量仍维持高位区间。

2) 大豆压榨原料充足、开机回升、压榨量高位

2026 年一季度国内整体维持原料紧缺低开机，二季度巨量到港持续高压榨，整体压榨总量稳于同期中等水平，核心驱动来自大豆到港节奏与海关通关效率变化。一季度巴西大豆发运受阻叠加进口检验周期拉长，港口大豆库存持续走低，油厂集中安排设备检修，全国平均开机率维持 45%-55% 区间，1-3 月累计压榨量同比小幅回落，豆粕库存低位支撑现货偏强。4 月起海关通关流程优化，滞港货船集中放行，南美丰产大豆批量抵港，油厂原料库存快速回升至五年同期高位，检修结束后开机率持续爬坡，5 月主流油厂开机升至 65%-70%，6 月预估到港 1073 万吨，周度压榨稳定 240-250 万吨高位。压榨利润端持续偏弱，巴西大豆完税成本偏高，多数沿海油厂现货压榨处于小幅亏损状态，油厂多依托期货套保锁定远期收益维持加工意愿。

3) 豆粕库存维持高位，预计拐点出现在三季度末

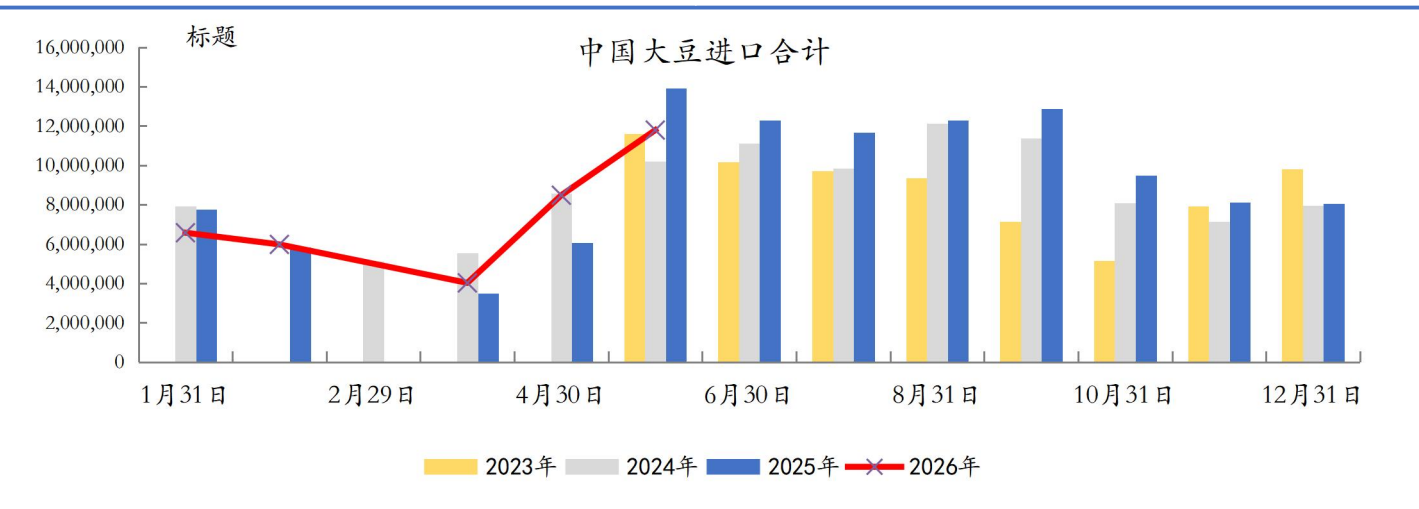
2026 年上半年国内进口大豆及豆粕市场呈现前紧后松的典型季节性节奏切换。受进口大豆到港节奏周期性变化带动，港口大豆库存呈现 V 型走势，随着一季度到港缩量叠加油厂持续压榨消耗，库存持续去化，根据钢联数据统计，3 月底降至约 483 万吨的上半年低点；4 月起随着南美大豆批量到港通关，港口库存止跌回升，5 月底恢复至 788 万吨，6 月中旬进一步攀升至 879 万吨，已接近年初水

平。

豆粕库存走势更为极端，呈现深度去化后低位回补的特征，根据钢联数据统计，年初全国全样本油厂豆粕库存约 117 万吨，1-3 月在到港偏紧、开机率受限的背景下持续去化，至 3 月底仅 67.7 万吨；4-5 月虽大豆到港增加，但下游饲用需求同步恢复，豆粕库存加速下行，5 月中旬一度降至 29.1 万吨的历史同期极低水平；直至 6 月，随着进口大豆集中到港、通关提速、油厂压榨开工率显著提升，豆粕产量快速放量至 782 万吨，库存才从低位快速回补，6 月底升至 72.1 万吨，但仍处于历史同期中等偏低水平。

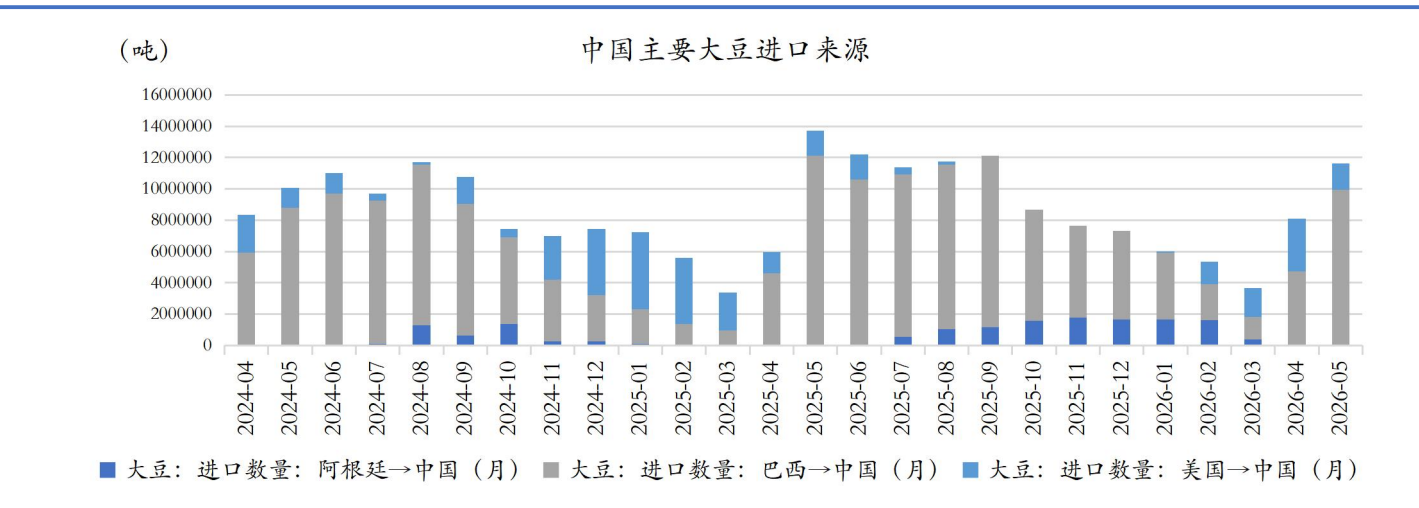
整体来看，上半年市场经历了从“原料紧缺-供应紧张-集中到港-供需再平衡”的完整周期，6 月末大豆及豆粕库存的同步修复标志着前期偏紧格局基本扭转，三季度随着到港量维持高位，供应宽松格局有望进一步巩固。

图表 10 国内进口大豆月度走势



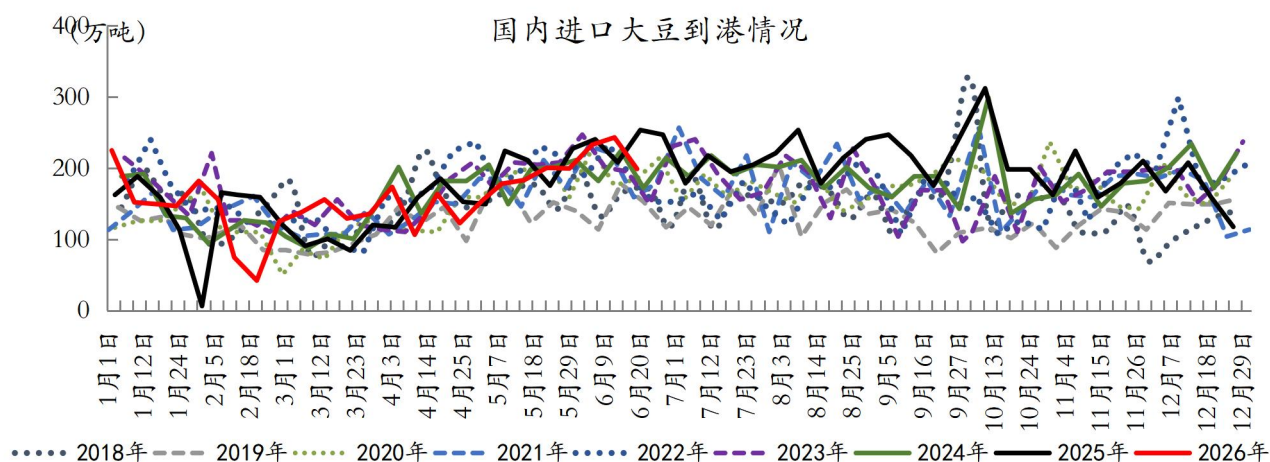
数据来源：中国海关、国元期货

图表 11 国内大豆进口主要来源



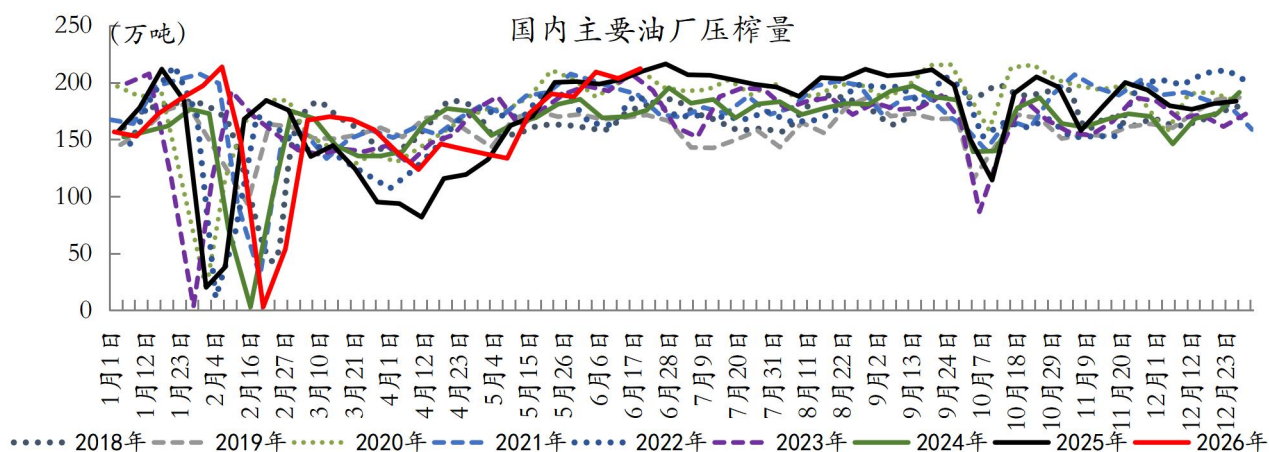
数据来源：中国海关、国元期货

图表 12 国内进口大豆到港情况



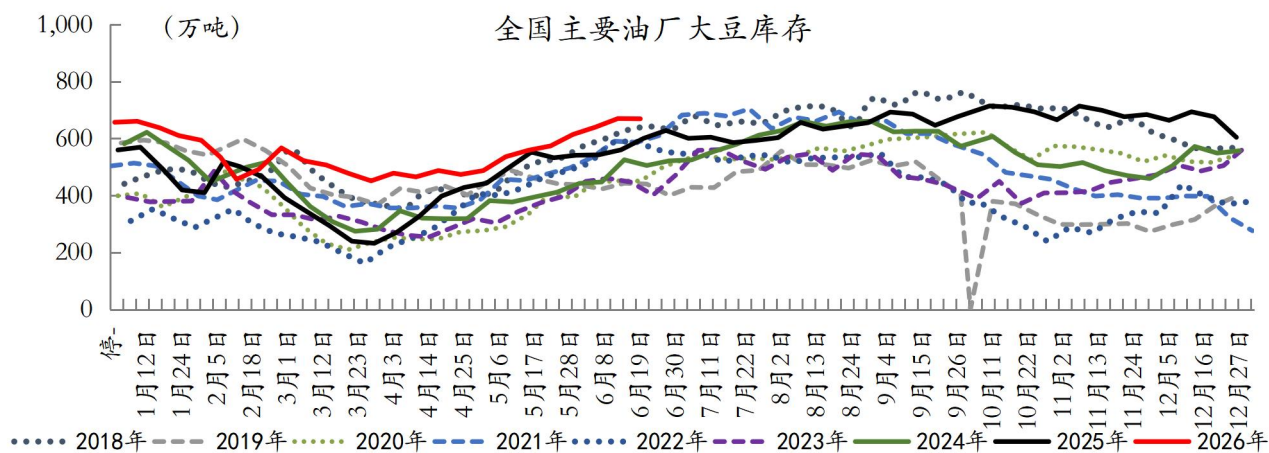
数据来源：我的农产品网、国元期货

图表 13 国内主要油厂开机及压榨情况



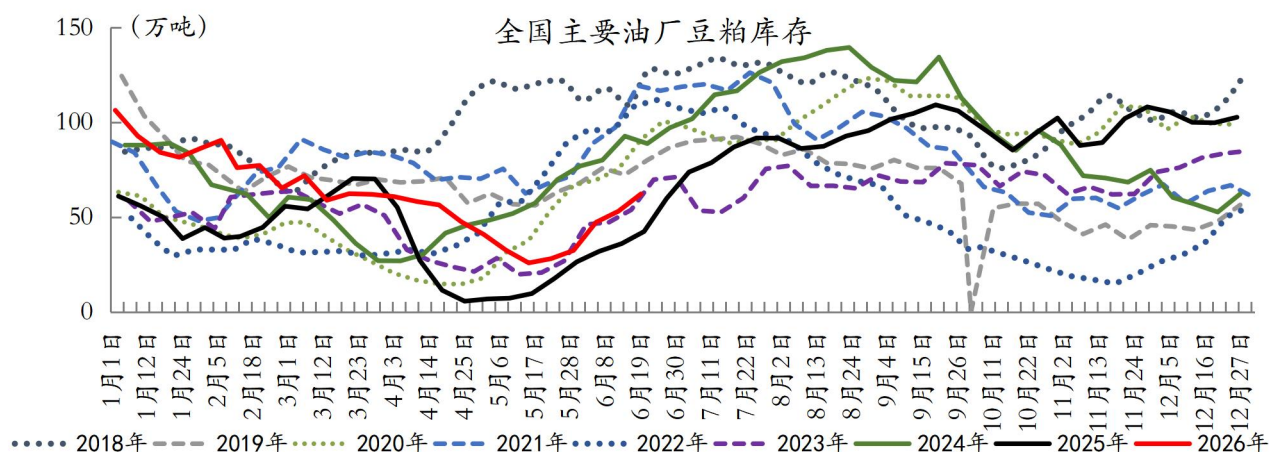
数据来源：我的农产品网、国元期货

图表 14 国内主要油厂大豆库存情况



数据来源：我的农产品网、国元期货

图表 15 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

3.2 国内豆粕需求——生猪产能去化，养殖端支撑减弱

2026年上半年国内豆粕需求呈现刚性支撑犹在、弹性明显受限的特征。从饲料产量来看，据隆众资讯数据，一季度饲料产量表现分化，3月受节后集中补栏及禽料旺季带动，月产量达3063万吨，同比增长10.1%，为上半年峰值；进入二季度后增速快速收窄，4月产量2743万吨，同比仅增2.6%，5月进一步降至2767万吨，同比转跌0.1%，饲料产量增速的边际放缓直接映射下游养殖利润恶化对投苗积极性的抑制。

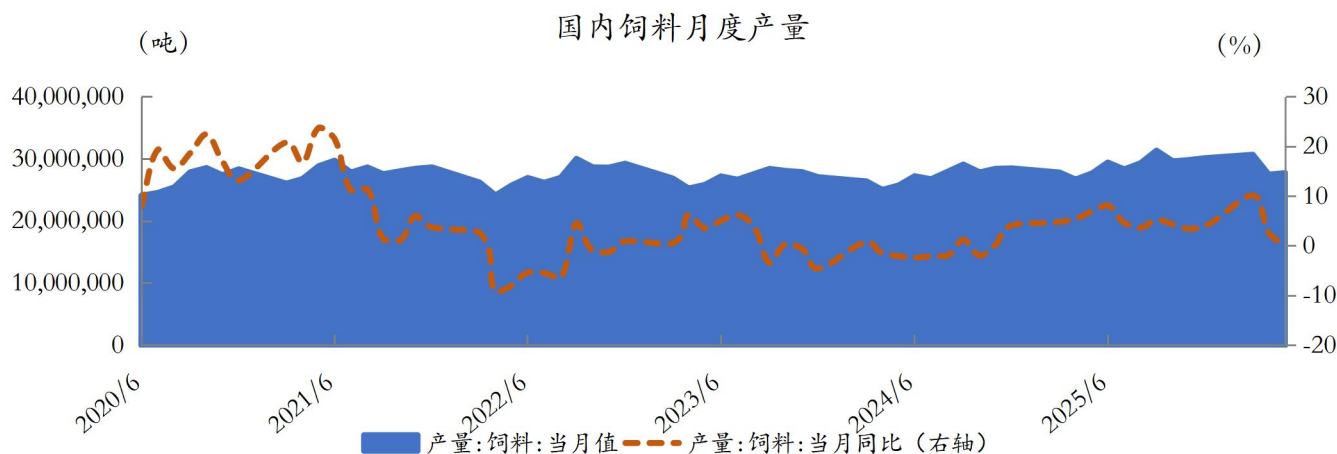
从豆粕提货表现来看，上半年呈现明显的阶梯式回升节奏：1月日均提货量维持在17-20万吨的常规水平，2月受春节假期影响骤降至4-8万吨的年内低谷，3月恢复至15-17万吨，4月维持在15-17万吨的偏低区间，直至5-6月随着大豆集中到港、油厂开机率提升，提货量才明显回升至19-21万吨，但整体提货节奏仍偏谨慎，饲料企业豆粕物理库存仅维持6.75天，远低于正常15-20天水平，随用随买、低库存运行成为主流策略。

终端养殖需求方面，上半年生猪养殖持续处于深度亏损格局，一季度自繁自养头均亏损超400元，二季度虽略有收窄但仍超200元/头，白羽鸡、黄羽鸡养殖同样亏损，养殖端持续亏损倒逼产能去化加速。据农业农村部数据，能繁母猪存栏从2025年6月的4043万头逐步降至2026年3月的3904万头，累计去化139万头，累计降幅3.44%，但仍高出新修订调控方案设定的3750万头目标154万头，产能去化进度不及预期。

展望三季度及下半年，需求端面临短期刚性支撑、中期下行压力加大的双重格局。三季度因存栏绝对量仍处高位，猪料刚需对豆粕消费仍有一定托底，但养殖亏损持续、产能去化政策加码、芽麦等新季小麦流入饲料领域形成替代压制，豆粕需求弹性将受到显著制约。

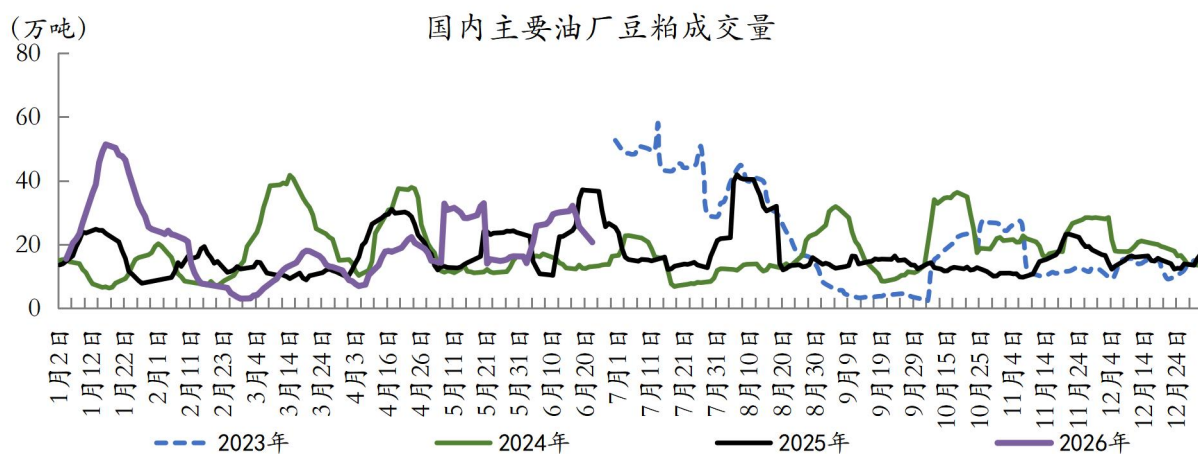
进入四季度至2027年初，当前能繁母猪去化效果将逐步向商品猪出栏端传导，猪料总量面临收缩压力，叠加饲料企业低库存策略下采购意愿偏弱，豆粕需求增速大概率转负，供需宽松格局或进一步加剧。

图表 16 国内月度饲料总产量变化



数据来源: Wind、国元期货

图表 17 国内主要油厂豆粕成交情况



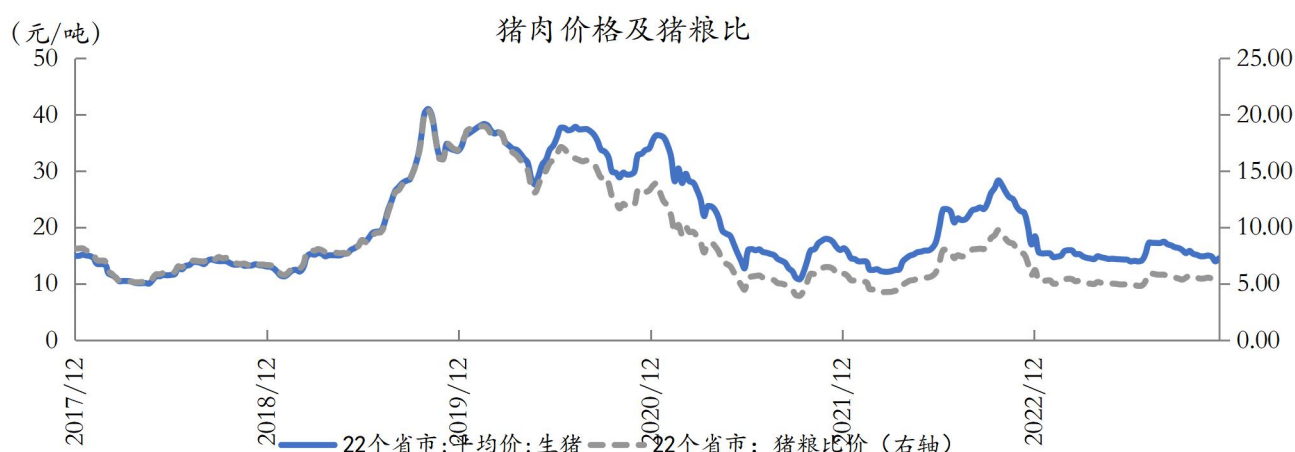
数据来源: Wind、国元期货

图表 18 全国生猪养殖利润



数据来源: Wind、国元期货

图表 19 生猪价格与猪粮比



数据来源: Wind、国元期货

四、国内外菜籽菜粕供需情况

4.1 全球菜籽供需——供需相对平衡，天气问题或干扰部分产地

根据 USDA2026 年 6 月供需报告，2025/26 年度全球油菜籽供需格局整体维持相对平衡，全球菜籽油产量预计达 3720 万吨，同比增加约 120 万吨，增量主要来自加拿大、欧盟、中国、俄罗斯及乌克兰。USDA 预估加拿大 2025/26 年度菜籽产量 2200 万吨，收获面积 870 万公顷，单产 2.53 吨/公顷；期初库存 147.6 万吨，总供应量 2362.6 万吨；出口 760 万吨，国内压榨量 1230 万吨，国内总消费 1300 万吨，期末库存 302.6 万吨，期末库消比约 23.3%，处于中性偏宽松水平。

从实际执行节奏看，据加拿大谷物委员会数据，截至 6 月 14 日，2025/26 年度（8 月起）加拿大菜籽累计出口 773.3 万吨，商业库存降至 98.45 万吨，较 3 月底的 137.34 万吨持续去化，出口节奏整体偏快，反映国际市场采购需求旺盛。中国方面，USDA 预估 2025/26 年度菜籽产量 1600 万吨，进口 380 万吨，期初库存 425.9 万吨，压榨量 1960 万吨，期末库存 363.4 万吨，进口量较上年度有所回落，主要受上半年中加贸易摩擦余波影响。

4.2 中国菜籽菜粕供需——供应预期宽松，水产旺季提振需求

1) 中加反倾销结果推进国内菜籽供应增加

中加反倾销贸易调查方面，2024 年 9 月商务部立案调查，2025 年 8 月初裁征收 75.8% 保证金，2026 年 1 月中加领导人就经贸问题达成初步联合安排，加拿大取消对中国电动汽车 100% 关税，2 月 27 日中方宣布取消对加拿大菜粕 100% 反歧视关税，2 月 28 日终裁落定，对加拿大油菜籽征收 5.9% 的反倾销税，实施期限 5 年，自 3 月 1 日起正式执行。终裁税率 5.9% 远低于初裁 75.8% 的保证金水平，显著好于市场此前担忧的综合税率 85% 极端情景，中加反倾销调查靴子落地，忧虑情绪缓解。

终裁后进口榨利快速修复，加籽买船重新启动，首船已于 2-3 月间完成装运，3 月起中国对加拿大菜籽进口通道实质性恢复畅通，菜粕进口同步放开通路重启。

展望下半年，随着 5.9% 反倾销税落地形成新的贸易成本中枢，加拿大菜籽对华出口将回归常态化，但 5.9% 的额外税负仍使进口成本较贸易摩擦前抬升，叠加澳大利亚、俄罗斯等替代供应源的竞争分流，中国进口结构或更趋多元化。

2) 二季度以来国内菜籽供应转宽松

2026 年上半年国内进口菜籽供应呈现前低后高、节奏分化的特征。据 Mysteel 到港跟踪数据,1-3 月沿海油厂进口菜籽到港量整体偏低,周度入库量多为 6-6.5 万吨/船,单月到港量仅在 6-18 万吨之间波动,合计约 47 万吨,主要因中加贸易摩擦悬而未决导致加拿大菜籽进口通道受阻,市场主要依赖澳大利亚及俄罗斯、哈萨克斯坦等替代货源维持基本运转。进入 4 月后,随着 1 月中加领导人就经贸问题达成初步联合安排、买船陆续落地,进口节奏明显加快,4 月到港约 51 万吨(8 船),5 月进一步攀升至 70.5 万吨(11 船),为上半年单月到港峰值。

从海关分国别数据来看,5 月单月进口菜籽中加拿大来源高达 52.1 万吨,占当月进口总量的 97.5% 以上,而澳大利亚 5 月为零到港(1-5 月累计 36.1 万吨),哈萨克斯坦 5 月到港 0.5 万吨,俄罗斯 0.8 万吨,加拿大已重新确立对华菜籽出口的绝对主导地位。压榨端同步跟进,全国菜籽周度压榨量从 1-2 月的近乎停滞状态,快速攀升至 4 月的 5-5.4 万吨/周,5 月中旬进一步跃升至 12-13.5 万吨/周,油厂集中开机态势明确。展望 6-7 月,到港预估分别为 44.5 万吨和 44.5 万吨,虽较 5 月峰值有所回落,但仍维持在正常偏高水平,上半年进口菜籽供应整体完成了从断供到恢复的转折。

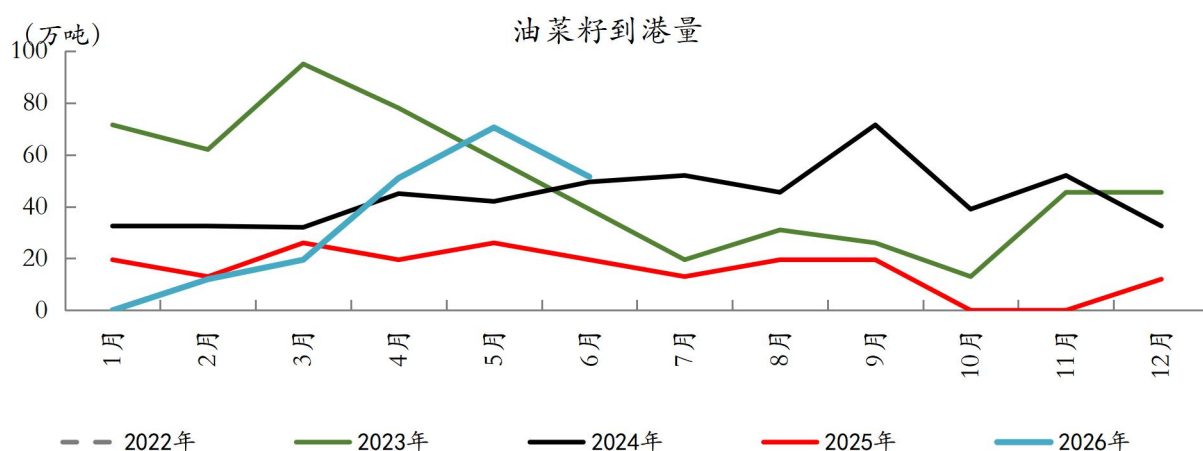
3) 压榨回升,菜粕产量激增、开始累库

2026 年上半年国内菜粕供应呈现一季度近乎断供、二季度快速修复的极端节奏。从压榨端来看,1-2 月因进口菜籽到港几近停滞,全国菜籽周度压榨量基本为零或仅 1 万吨左右,菜粕产出几乎断档;3 月随着少量澳籽到港,压榨量小幅恢复至 2.3-3.1 万吨/周;4 月加籽买船恢复后,压榨量回升至 2.8-5.4 万吨/周;5 月迎来上半年压榨高峰,周度压榨量从月初 5 万吨快速攀升至 5 月 22 日的 13.5 万吨,月内增幅超 170%;6 月维持在 10-12.7 万吨/周的较高水平。

从库存表现来看,据 Mysteel 调研数据显示,沿海油厂菜粕库存从 1-2 月的零库存起步,3 月缓慢积累至 1.5-2.4 万吨,4 月回升至 0.9-2.2 万吨后再度回落,5 月从 0.43 万吨低位快速回补至 3 万吨。全国来看,截至 2026 年 6 月 16 日,沿海油厂菜粕库存为 1.65 万吨,华东地区菜粕库存 6.98 万吨,华南地区菜粕库存为 7.5 万吨,华北地区菜粕库存为 7.86 万吨,全国主要地区菜粕库存总计 23.99 万吨。

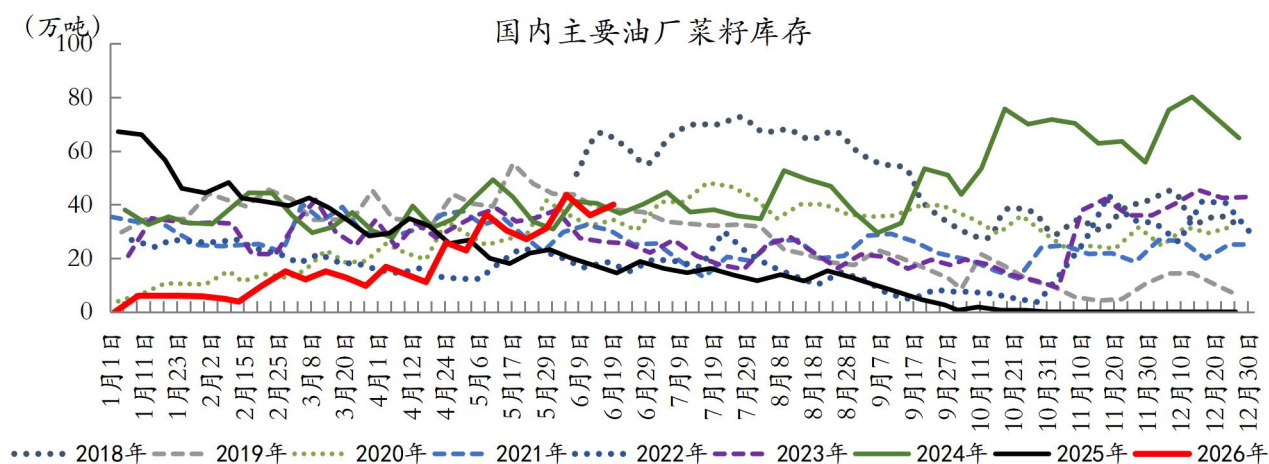
从替代性价比来看,上半年豆菜粕价差在 400-600 元/吨区间震荡,菜粕蛋白单价较豆粕仍有约 6 元/吨的优势,水产饲料中菜粕添加比例维持在 15%-25% 区间,配方未出现大幅调整。整体来看,上半年菜粕供应端经历了从极度偏紧到阶段性宽松的转变,但绝对库存水平仍偏低,三季度需关注加籽到港持续性 & 水产旺季需求对库存的消化力度。

图 20 国内油菜籽到港量



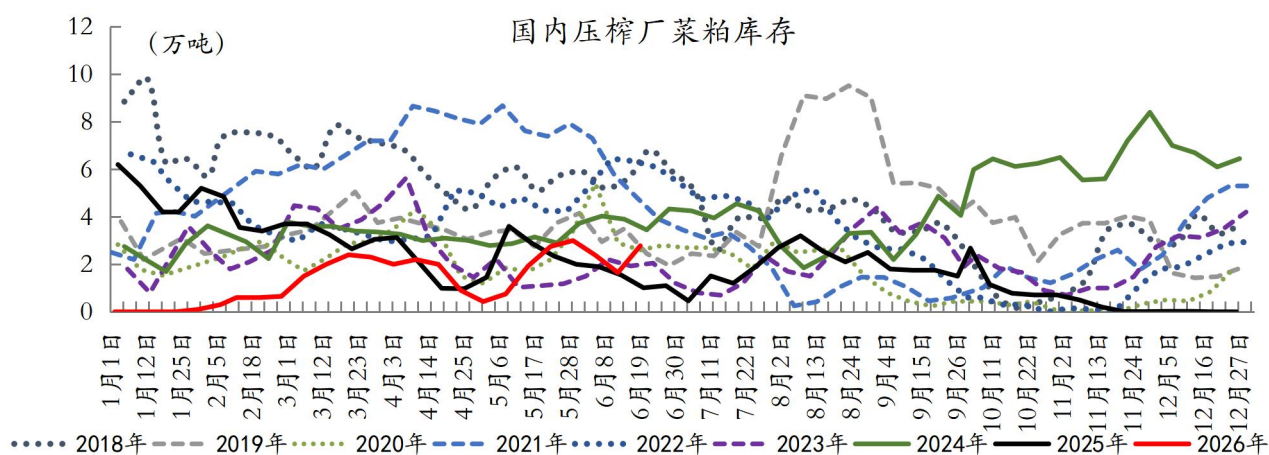
数据来源：我的农产品网、国元期货

图 21 国内主要油厂菜籽库存



数据来源：我的农产品网、国元期货

图 22 国内菜粕库存情况



数据来源：我的农产品网、国元期货

五、行情展望

5.1 单边走势提示

我们认为2026年三季度豆粕整体维持宽松承压、宽幅弱势震荡，四季度供需边际收紧、价格重心小幅抬升。供应端，7-8月南美旧作大豆持续集中到港，月度到港维持千万吨级别，油厂大豆库存高位叠加南美豆存放时间较短支撑压榨，豆粕延续累库，现货基差持续走弱压制盘面；9月后巴西出口逐步进入季节性淡季，到港量环比回落，10月起美豆新作逐步抵港，国内大豆原料供给压力阶段性缓解，豆粕库存进入去库通道。需求端，三季度生猪持续深度亏损，能繁母猪缓慢去化，猪饲料需求缺乏增量，仅禽料刚需托底；7-9月水产投料稳步释放但菜粕替代分流豆粕消费。四季度临近春节备货，畜禽养殖集中补栏，叠加生猪出栏收缩带动饲料需求环比回暖，豆粕提货量提升，供需矛盾缓和。整体下半年豆粕呈三季度累库偏弱、四季度去库走强的季节性节奏，全球大豆丰产大格局难以扭转，行情波动主要依赖美豆天气、进口到港节奏与养殖需求边际变化，缺乏趋势性大涨行情的基本面支撑。

2026年三季度菜粕供应持续宽松、行情偏弱震荡，四季度供需小幅收紧，价格存在修复空间，但整体涨幅弱于豆粕。供应端，中加菜籽反倾销终裁落地后贸易常态化，7-9月加拿大菜籽持续到港，

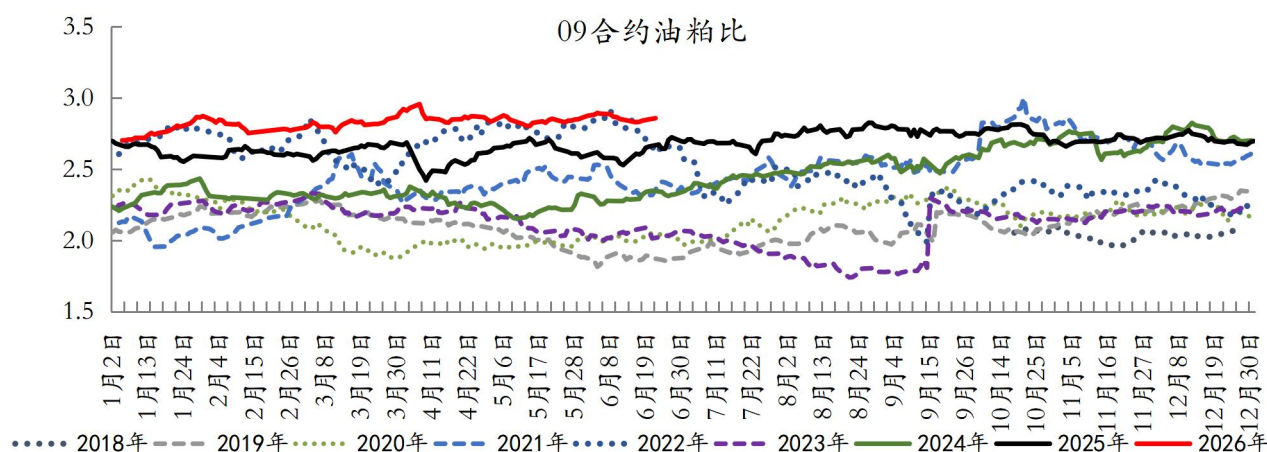
叠加国内长江流域新菜籽集中上市，油厂菜籽原料库存稳步抬升，菜粕产量持续释放。10 月后加拿大旧作菜籽出口收尾，新作菜籽上市前进口到港阶段性下滑，国内菜籽供给收缩，菜粕产出减少，库存逐步去化。需求端，三季度 7-9 月为水产养殖全年投料高峰，水产饲料刚需对菜粕形成底部支撑。四季度水产养殖逐步收尾，菜系需求转淡。全年菜系宽松基调未改，中加菜籽稳定进口持续压制中长期价格，行情存在季节性波段机会，独立多头趋势行情出现概率较低。

下半年豆粕、菜粕核心关注热点集中于海外种植天气、进出口贸易、国内供需、养殖四大维度，同时多重风险扰动行情波动。核心跟踪热点：美豆灌浆期天气、中美农产品采购框架履约进度、加拿大菜籽新作种植产量、生猪能繁母猪去化速度、水产养殖投料数据。

5.2 套利机会提示

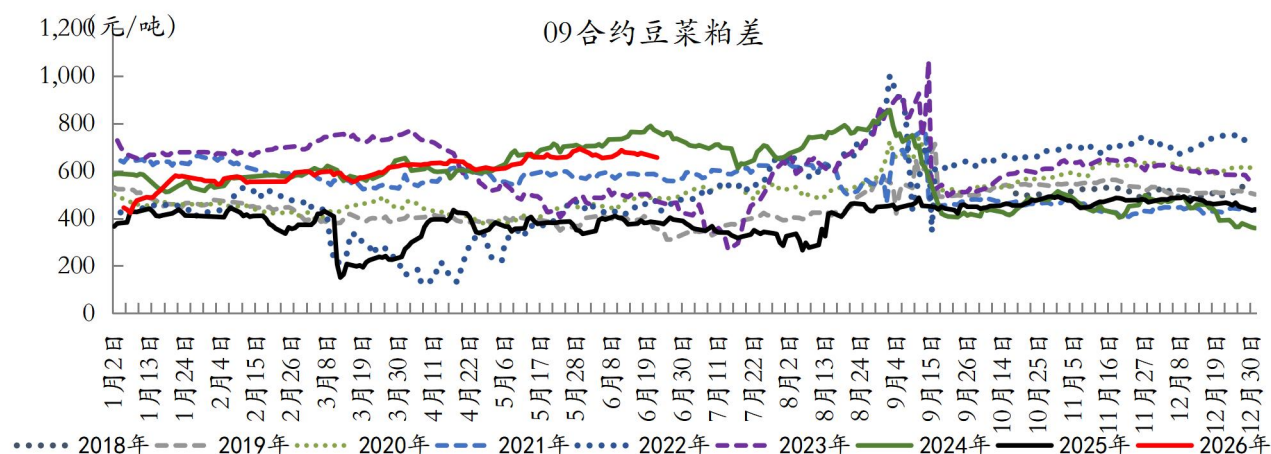
- (1) 油粕比：（详见套利周报）。
- (2) 豆菜粕差：（详见套利周报）。

图表 23 油粕比套利



数据来源：Wind、国元期货

图表 24 豆菜粕差套利



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