

2025年8月3日

国内豆粕估值交易逻辑下区间行情稳定

——油脂油料8月月度策略报告

分析师：

刘兵

从业资格证号：F03091165

投资咨询证号：Z0019876

联系电话：021-68757827

邮箱：liub@qh168.com.cn

投资要点：

- 7月间油厂预期的累库压力并没有那么大，进口大豆动态成本却稳中偏强，现货持续在2900一线震荡。此外，豆菜粕盘面价差显著低于正常区间，豆粕性价比下表现需求尚可。豆粕基差虽弱，但基差头寸未点价盘的“低估值”认知及逢低点价操作使得豆粕期货价格逆势偏强运行。9月豆粕国内现货或维持2900元/吨一线震荡，基差修复空间有限，低基差支撑下点价盘对M2509合约估值并不会太低。
- NOAA发布极端高温预警：8月美国中西部各州的大部分地区仅存在轻微风险（20-40%的几率），对此仍应该保持客观的谨慎态度对待。如果美豆作物优良率维持当前水平稳定，则美豆最终实现单产52.5蒲式耳/英亩属于保守预估。
- 8月USDA或维持全球大豆消费端目标不变，但阿根廷旧作出口目标有上调空间，相应的美豆出口预期目标或被下调，美豆期末库存预期对应上调，最终库需比改善，价格或有承压。
- 我们预计8月份CBOT市场11月大豆期价主流运行区间或在950-1030美分/蒲区间。由于巴西出口溢价对冲了大部分期价承压风险，且豆粕目前围绕成本逻辑交易趋势不变，因此，豆粕期价仍以大区间行情为主，具体看：M2509合约随着临近交割月，基差收缩，期货端承压或逐步增强，M09@3050或以上估值明显偏高；M2501合约主流供参考区间3000-3100元/吨，四季度虽无明显缺口风险，但供需收紧事实下或依然有逢低买盘，3000元/吨以下行情现阶段估值属于偏低水平。

风险因素：大豆产区天气；中美大豆贸易关系

结论：M2509-2501月差或偏弱，豆粕区间行情稳定，逢高M2509适合空，逢低补仓建议关注M2601合约上的操作机会。

正文目录

1. 1 月豆粕市场行情回顾	4
2. 2025/26 年美豆种植后期天气风险及单产评估.....	5
3. 美国农业部 8 月全球大豆供需预期调整分析	6
4. 国内豆粕供需形势及成本逻辑推导	7
5. 结论.....	9

图表目录

图 1 CBOT 大豆 SX 期货日 K 线.....	4
图 2 DEC 豆粕 M09 合约日 K 线.....	4
图 3 南通地区豆粕现货价格	4
图 4 广东地区豆菜粕现货价差.....	4
图 5 美豆作物优良率	5
图 6 美豆作物结荚率	5
图 7 Soybean Areas in Drought.....	5
图 8 Official NOAA CPC ENSO Probabilities	5
图 9 美豆作物优良率(左) VS 单产(蒲/英亩)	6
图 10 Risk of Rxtreme Heat	6
图 11 美豆作物年度内累计出口量	6
图 12 美国下一作物年度内大豆销售进度	6
图 13 全球及主要国家大豆出口量(千吨)	7
图 14 美豆农场价格 VS 库需比	7
图 15 中国进口大豆量	8
图 16 南通地区豆粕现货基差.....	8
图 17 巴西大豆 11 月船期 CIF 贴水报价	8
图 18 巴西大豆产量&结转库存(千吨)	8
图 19 国内进口美豆季节性分析	9
图 20 国内进口大豆来源分析.....	9

1. 1 月豆粕市场行情回顾

图1 CBOT 大豆 SX 期货日 K 线



资料来源：文华财经

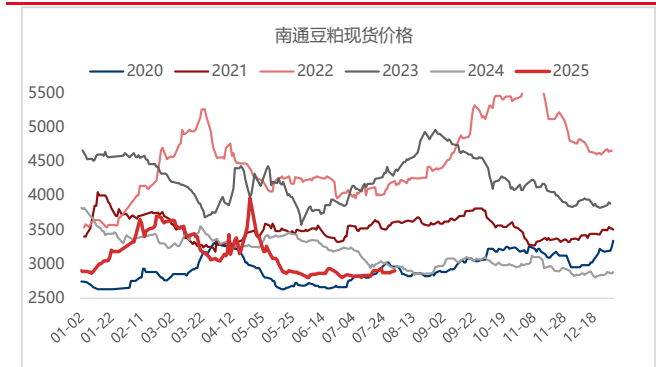
图2 DEC 豆粕 M09 合约日 K 线



资料来源：文华财经

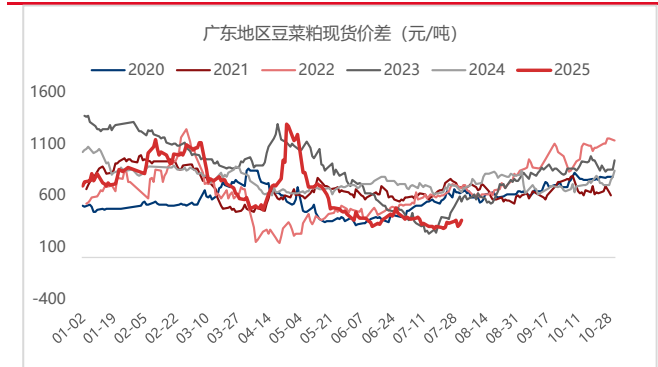
自 6 月下旬，美豆在中美贸易关系缓和预期及生物燃料政策双重刺激下的利多行情开始回调，月底美豆种植面积略低于预期，但季度结转库存高也对冲了大部分超预期的多头行情。7 月至今，美豆产区气象条件稳定、生长状况好。此外，在 7 月 USDA 供需报告中，USDA 考虑了拟议的生燃料标准量的拟议规则，以及其他政策激励措施（如 45Z 清洁燃料生产税收抵免以及当前的州级指令），最终将用于 2025/26 年生物燃料的大豆油量被上调了 16 亿磅，达到 155 亿磅，较之前的三年均值增长了 23%。由此，我们判定美豆油受生柴政策相关的阶段性利多行情结束，对美豆行情提振自此也有明显减弱。尽管 7 月市场一度围绕中美关系发展及贸易不确定因素而几波计价，但 CBOT 大豆价格重心却逐步下移。

图3 南通地区豆粕现货价格



资料来源：iFIND 东海期货整理

图4 广东地区豆菜粕现货价差



资料来源：iFIND 东海期货整理

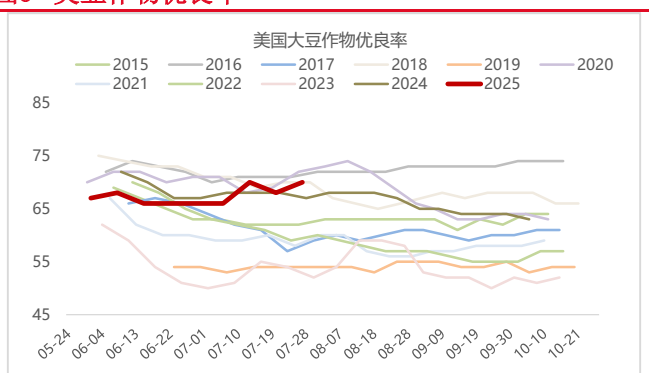
7 月国内豆粕市场弱基差行情延续至今，贸易端对 8 月提货豆粕基差计价跌破 M2509-100，相比盘面 M2508-2509 价差行情，明显超跌。自 6 月下旬，随着油厂大豆集中到港，油厂高开机稳定，大豆和豆粕库存快速。根据海关数据统计，国内 5-6 月月均进口大豆 1309 万吨，同比增加 23%，7 月预计到港量 1100 万。根据 Mysteel 样本统计，5-7 月累计压榨量 2973 万吨，同比增加 13%；7 月间油厂大豆库存基本稳定在 650 万吨，而豆粕累库也仅 30 万吨左右，预期的累库压力并没有那么大。此外，一方面巴西近月对国内出口基差报价月内上涨近 60 美分/蒲，尽管 CBOT 大豆大幅下跌，但折近月进口大豆动态成本却稳中偏强。尤其是 7 月底，人民币汇率快速贬值，进一步驱动进口成本预期上涨。另一方面，豆菜粕盘面价

差显著低于正常区间，豆粕性价比下表现需求尚可。华东豆粕现货自 6 月底 2820 元/吨探底，也是逐步反弹至今至 2900 一线震荡。豆粕基差虽弱，但基差头寸未点价盘的“低估值”认知及逢低点价操作，使得豆粕期货价格逆势偏强运行。

2. 2025/26 年美豆种植后期天气风险及单产评估

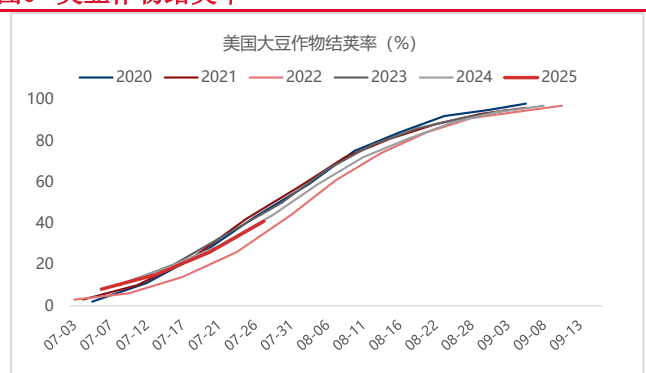
根据美国农业部(USDA)作物生长报告数据显示，截至 2025 年 7 月 27 日当周，美国大豆优良率为 70%，市场预估为 67%，之前一周为 68%，上年同期为 67%；大豆开花率为 76%，之前一周为 62%，去年同期为 75%。五年均值为 76%；大豆结荚率为 41%，之前一周为 26%，上年同期为 42%，五年均值为 42%。目前美豆气象条件依然好、作物生长稳定。

图5 美豆作物优良率



资料来源：USDA 东海期货整理

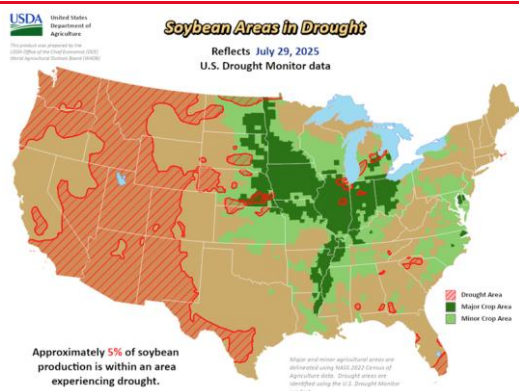
图6 美豆作物结荚率



资料来源：USDA 东海期货整理

美豆在 8 月处于结荚期至鼓粒期，这是产量形成的核心阶段。根据美国农业部发布的《农业干旱报告》显示，截至 7 月底旬，美国受干旱影响的大豆种植区比例 5%，主产区大面积旱情的概率极低。美国国家海洋和大气管理局（NOAA）指出，尽管三季度初始干旱状况持续存在中西部和高平原北部地区，但恶化的概率也小于 55%。2025 年 8 月至 10 月，ENSO 中性发生的机率为 56%，值得注意的是，拉尼娜现象发生的可能性在 2025-26 年秋冬季有所增加，发生几率近 50%。

图7 Soybean Areas in Drought



资料来源：USDA

图8 Official NOAA CPC ENSO Probabilities

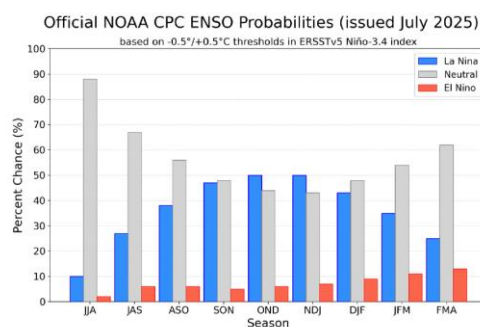
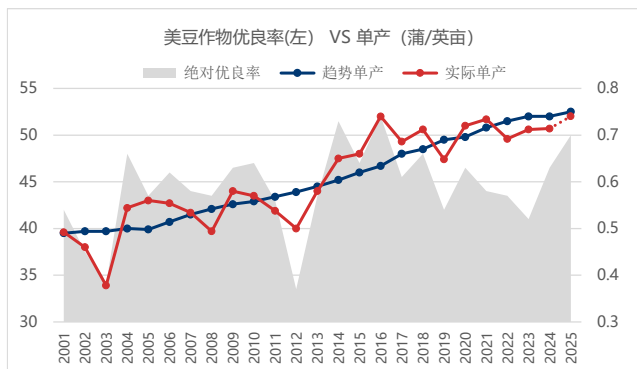


Figure 7. Official ENSO probabilities for the Niño 3.4 sea surface temperature index (5°N-5°S, 120°W-170°W). Figure updated 10 July 2025.

资料来源：NOAA

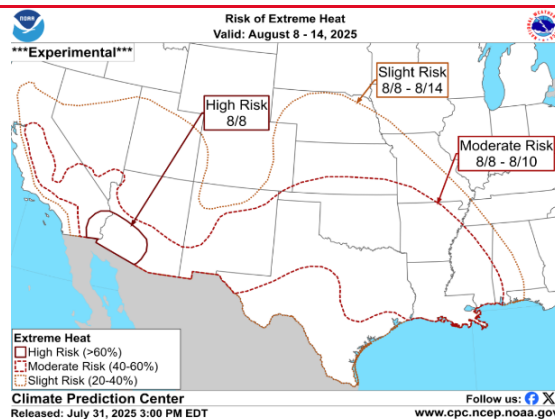
Pro Farmer 在去年 8 月的巡查中预测单产介于 53.8 至 56.0 蒲式耳/英亩之间，高于 USDA 数据。2024/25 作物年度美豆单产预期 8 月、9 月 USDA 也未作调整。也就从 9 月开始，美国中西部大豆主产区天气情况急剧恶化，遭遇了历史性干旱与高温的双重胁迫。USDA 单自 10 月至次年 1 月定产，单产预期不断下修至每英亩 50.7 蒲式耳，最终较趋势单产低 1.3 蒲式耳/英亩。这种调整情况少见，也拉长市场围绕天气交易的周期。

图9 美豆作物优良率(左) VS 单产(蒲/英亩)



资料来源：USDA 东海期货整理

图10 Risk of Xtreme Heat

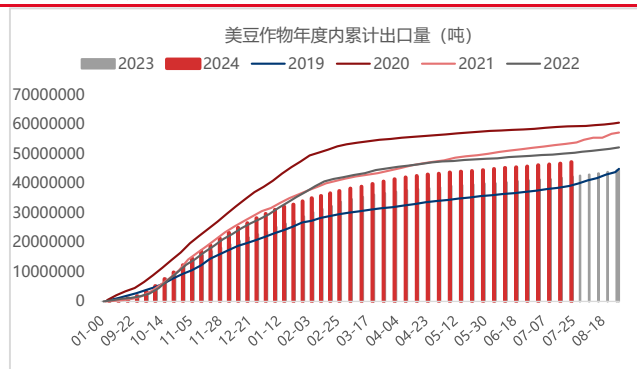


资料来源：NOAA

未来一个月，美豆产区整体有 60% 概率气温高于正常，降雨正常或偏多。根据月底 NOAA 再次发布极端高温预警情况看，8 月 8 日至 10 日，从西南部到密西西比河谷下游的南部地区存在中等风险（40-60% 的机会），那里的高温指数或温度可能超过 110 华氏度。到 8 月中旬，中西部各州的大部分地区仅存在轻微风险（20-40% 的几率）。高温对处于结荚期的大豆影响显著，通过抑制授粉、阻碍荚果发育、干扰代谢、加重胁迫等多重作用，会显著降低大豆的结荚率、籽粒饱满度和品质。至 8 月中旬，预计尚有 20-30% 大豆尚未结荚，尽管极端高温冲击影响较小，但对此仍应该保持客观的谨慎态度对待。如果美豆作物优良率维持当前水平稳定，则美豆最终实现单产 52.5 蒲式耳/英亩属于保守预估。

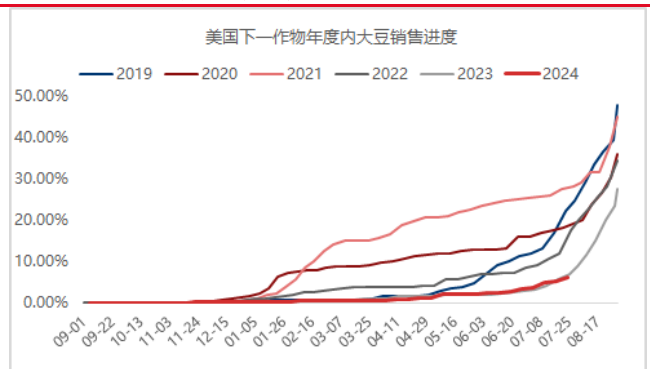
3. 美国农业部 8 月全球大豆供需预期调整分析

图11 美豆作物年度内累计出口量



资料来源：CONAB

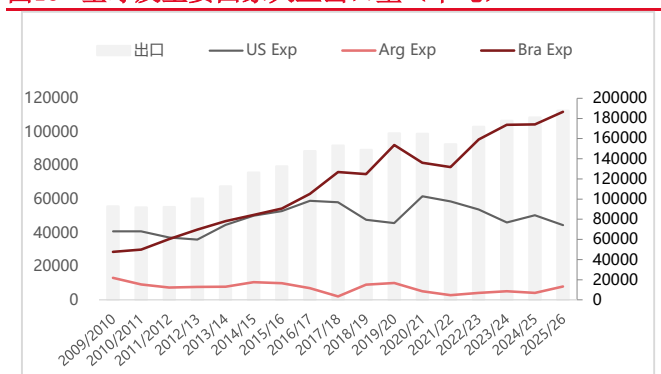
图12 美国下一作物年度内大豆销售进度



资料来源：CONAB

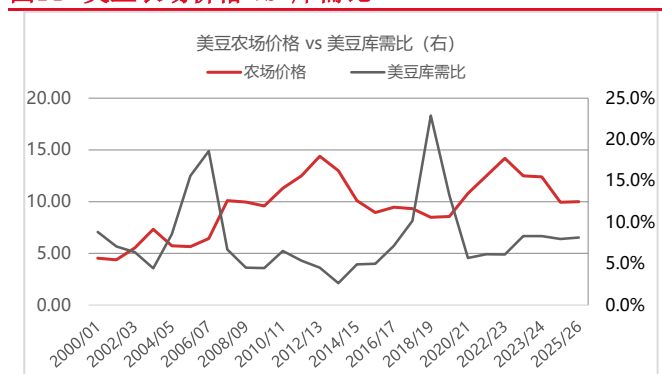
美国农业部（USDA）公布的出口数据显示，美国当前市场年度大豆近四周平均装船量 35 万吨左右。截止 7 月 24 日，本作物年度美豆已累计出口 4727 万吨，预计到 8 月底的出口装运量与 7 月 USDA 预期预估的出口目标 5076 万吨大体相当。2025/26 作物年度美豆出口销售量 303 万吨，同比减少 14%。2024/25 年美国仍有 44% 的大豆出口中国，美豆无法完全脱离中国市场。即便 USDA 根据最新的生物柴油政策及其原料供应情况，将国内大豆压榨增加 400-500 万，后要去依然有较大的出口压力。7 月份 USDA 将 2025/26 年的出口目标设定在 4749 万吨，同比减少 9.4%，基本确定是立足“中国依然会采购美豆”的假设条件。7 月底中美第三次会谈立足将此前美国“对等关税”暂停期延续，无进一步缓和信号释放。现阶段，我们维持 USDA 调整大逻辑不变，目较前新作较慢的出口现实，保守估计近月会将目标下调 300-400 万吨。

图13 全球及主要国家大豆出口量（千吨）



资料来源：USDA 东海期货整理

图14 美豆农场价格 VS 库需比

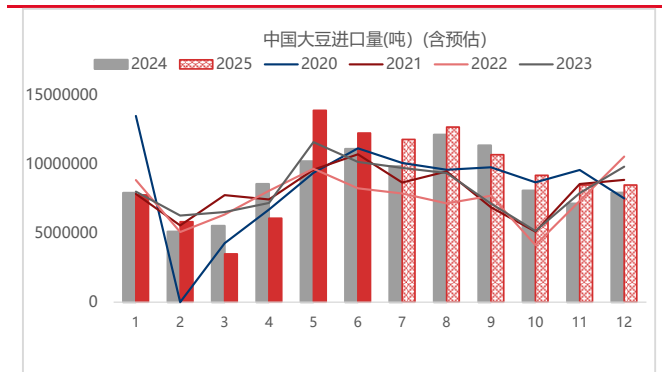


资料来源：USDA 东海期货整理

此外，值得注意的是，根据阿根廷农牧渔业国秘处公布的数据显示，截至 7 月 23 日当周，阿根廷农户已累计销量达到 2743.16 万吨 24-25 年度大豆，卖货进度 87.7%，其中出口登记数量为 803.7 万吨。阿根廷农民 24 年阿根廷旧作大豆卖货进度 87.7%。7 月 USDA 预计 2024/25 年阿根廷大豆出口目标仅为 610 万吨，预计低于最终完成出口量 200-300 万吨。中国的大量采购及阿根廷大豆出口关税降低为其提供了支撑。由此看，2025/26 年中国进口需求或有透支。综合看，8 月 USDA 对全球大豆消费端目标大体或维持不变，阿根廷旧作出口目标上调，美豆出口预期目标或下调，美豆期末库存预期上调、库需比改善，价格或有承压。

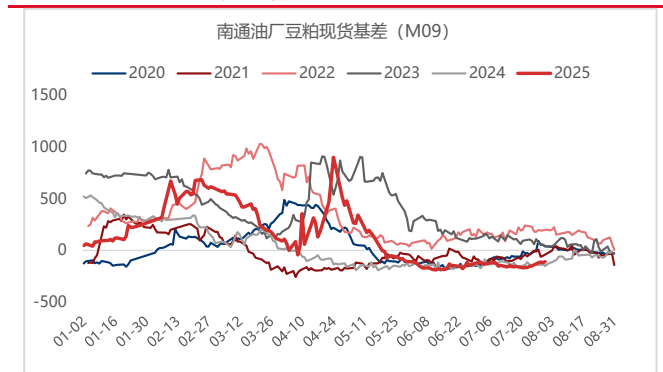
4. 国内豆粕供需形势及成本逻辑推导

图15 中国进口大豆量



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

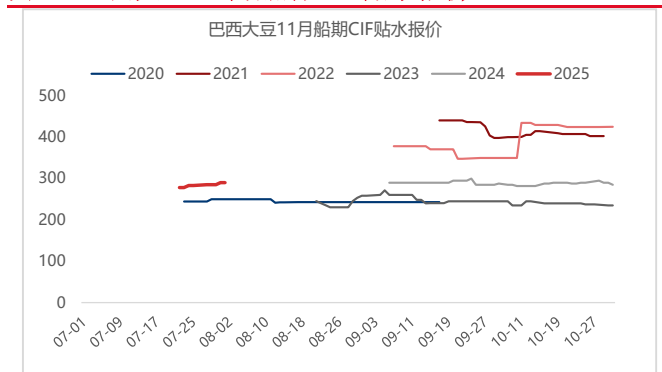
图16 南通地区豆粕现货基差



资料来源：iFIND 东海期货整理

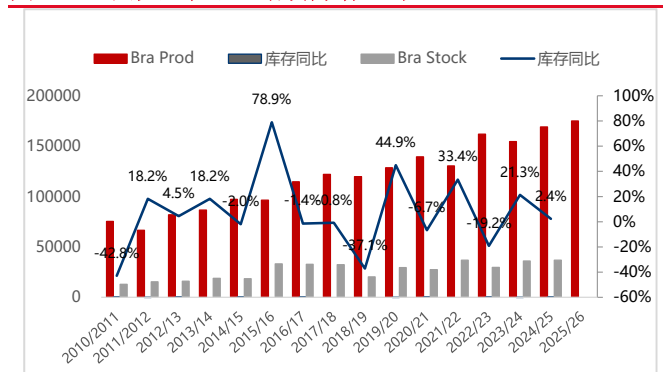
国内7月船期大豆主流采购成本150-170美分/蒲，结合近期CBOT大豆市场表现，我们预计豆粕09合约成本题材可计价的空间在2800-2900元/吨。参考国内6-7月买船及Mysteel预计到港统计数据推算，8月-9月进口大豆月均到港量1170万吨，同比或增加42%。由此看，09合约周期内预防式累库预期压力要比去年大很多，豆粕现货基差短期内很难有的修复。目前华东豆粕8月提货体察跌至M09-120，创下历史同期最低，再下跌空间或有限。此外，8月美豆丰产前景好，且新作销售压力预期或增加，随着预期逐步兑现，8月底前后围绕“丰产及集中上市”预期交易压力或持续存在，这一定程度上也将限制豆粕盘中的投机情绪。因此，结合豆粕成本估算，我们预计豆粕M2509合约上很难出现升水，且持续围绕成本交易的概率较高，参考逻辑压力区间在3000-3050元/吨。

图17 巴西大豆11月船期CIF贴水报价



资料来源：iFIND 东海期货整理

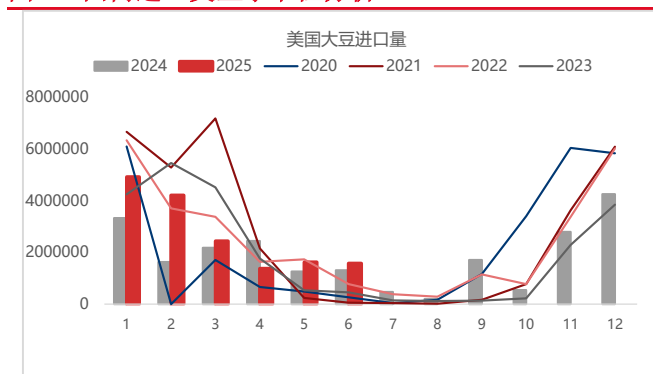
图18 巴西大豆产量&结转库存（千吨）



资料来源：USDA 东海期货整理

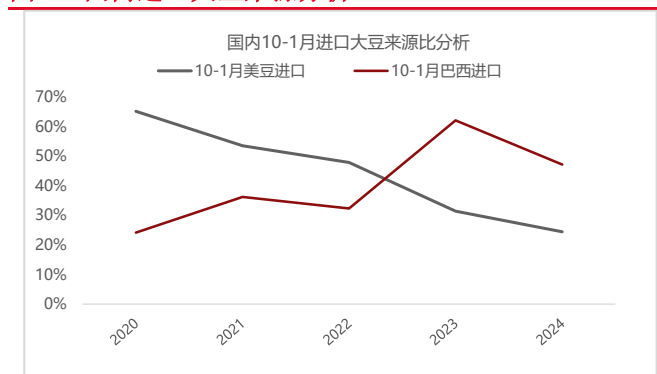
豆粕远期期货合约估值，除关注CBOT大豆期货市场外，还重点关注两方面，一是巴西出口市场供应延期，对国内出口溢价行情如何。二是国内四季度是否有实质性供应缺口而出现溢价。现阶段，CBOT大豆后期交易的重心在低估值及油脂市场支撑，天气无升水，贸易及美联储货币政策或是扰动盘面波动的主要因素。值得注意的是，南美大豆新季轻微干旱风险增加，四季度不排除有阶段性的天气行情，但当下市场仍维持2025/26年延续丰产，如咨询机构Datagro预计巴西2025/26年度大豆产量为1.829亿吨，高于其对2024/25年度的产量预期1.735亿吨。另外一家机构Safras & Mercado公司预计2025/26年度巴西大豆产量为1.7987亿吨。

图19 国内进口美豆季节性分析



资料来源：海关总署 东海期货整理

图20 国内进口大豆来源分析



资料来源：USDA 东海期货整理

巴西大豆出口窗口延期概率大，但 2024/25 年度巴西结转库存预计有 3611 万吨，同比增加 635 万吨或 21%。此外，国内三季度提前进口增多，尤其是从阿根廷补充进口增价约 400-500 万吨。去年 10 月至今年 1 月，国内进口美豆也仅 1250 万吨。由此看，如果美豆进口窗口持续关闭，四季度南美大豆进口将激增，但国内较大的缺口风险并不高。巴西结转增量也基本满足国内进口需求，同比出口溢价增幅空间或因此有限。参考去年巴西 11 月船期参考报价，预计 300 美分/蒲左右基本反应替代出口需求增加需求影响，同期美湾出口正常报价 200-250 美分/蒲。由此看，结合目前 CBOT 大豆及 DCE 豆油市场行情，以及 9 月现货对 M01 合约报价 M01-150，静态估算国内豆粕 M2601 合约@3000-3100 属于成本计价空间。

5. 结论

9 月豆粕国内现货或维持 2900 元/吨一线震荡，基差修复空间有限，低基差支撑下点价盘对 M2509 合约估值并不会太低。豆粕期货市场一方面受 CBOT 大豆偏弱行情影响市场交投情绪或持续偏差，另一方面油脂阶段性偏弱行情或提振豆粕成本支撑。8 月份，豆油决定油脂价格重心，受四季度供需收紧影响，现货交投情绪改善，远月风险买盘支撑强；棕榈油进入增产周期、丰产进展顺利，且外围原油受宏观通道下行及 OPEC+增产逻辑主导而偏弱，生柴政策在油脂高位行情下阶段性提振空间也相对有限。油脂区间偏弱行情，豆粕或跷跷板支撑逻辑需要关注。豆油主流运行供参考区间 8000-8500 元/吨。

除此之外，我们预计 8 月份 CBOT 市场 11 月大豆期价主流运行区间或在 950-1030 美分/蒲区间。由于巴西出口溢价对冲了大部分期价承压风险，且豆粕目前围绕成本逻辑交易趋势不变，因此，豆粕期价仍以大区间行情为主，具体看：M2509 合约随着临近交割月，基差收缩，期货端承压或逐步增强，M09@3050 或以上估值明显偏高；M2501 合约主流供参考区间 3000-3100 元/吨，四季度虽无明显缺口风险，但供需收紧事实或依然有逢低买盘支撑，3000 以下行情现阶段估值偏低。注意：8 月 12 月预计 USDA 供需报告会偏空调整，8 月底美豆丰产及集中上市预期压力或被交易，同时也需警惕 8 月中旬中西部核心产区约 30%概率可能出现的极端高温风险。

重要提示

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，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，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn