

## 估值、驱动与机遇

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

估值：即将进入深水区。驱动：下行力量仍有余威，关注 25/26 大豆产量动向。  
机遇：做空性价比减弱，做多有待新驱动。

### 农业研究团队

研究员：

王聪颖

从业资格号：F0254714

投资咨询号：Z0002180

### 摘要：

#### 估值：即将进入深水区

美豆 24/25 年度供需宽松。当前美豆上市。天气适宜，南美豆增产概率大。南北美升贴水下跌，反映增产压力。从当前库存消费比与价格关系图看，美豆合理估值在 836 美分/蒲，暗示当前接近 1000 美分盘面价格仍有下跌空间。而从美豆主力合约最高点 1784 算起，截止 2024 年 12 月 17 日收盘 970.5 美分/蒲，累计下跌 813.5 美分/蒲或 46%。按照本轮下行周期底部在【950-800】美分/蒲测算，预计本轮下行周期最大跌幅【47%-55%】，下行周期已经完成【83%-98%】。这意味着自 2022 年 6 月开始的本轮下行周期将进入深水区。

#### 驱动：下行力量仍有余威，关注 25/26 大豆产量动向

目前看，下行力量仍有余威，本轮下行周期或仍将延续。1) 供应压力持续，兑现，南北美大豆贴水下行。2) 养殖利润不佳，需求偏弱旺季不旺。

需要看到下行因素预期转向，或绝对低价吸引买盘，本轮下行周期才有望止跌回稳。1) 特朗普发起贸易战？我们认为情绪上可能提振豆粕价格，但实质影响预计不大。2) 美豆 2025/26 年度面积和产量下降？我们认为这可能是下跌结束的最大诱因。

#### 机遇：做空性价比减弱，做多有待新驱动

我们 2024 年 11 月 14 日发布 2025 年年报《反弹稍纵即逝，下跌周期延续》的观点：展望 2025 年，预计美豆价格低位运行，有待种植产能出清。预计美豆运行区间【850-1150】美分/蒲。豆粕跟随外盘延续下行周期。预计豆粕运行区间【2300-3300】元/吨。菜粕：库存有待去化，关注中加贸易关系变化。预计菜粕运行区间【2000-2700】元/吨。

**重要提示：**本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目前看，供需宽松的压力仍在主导价格承压下行。但由于整个下跌周期完成率超过 80%，做空性价比有所减弱。而在价格深水区做多仍有待新驱动，尤其产地产量下降。

风险提示：宏观、天气、政策、需求

## 目录

摘要: .....	1
一、估值: 即将进入深水区 .....	5
二、驱动: 下行力量仍有余威, 关注 25/26 大豆产量动向.....	5
三、机遇: 做空性价比减弱, 做多有待新驱动.....	7
免责声明 .....	8

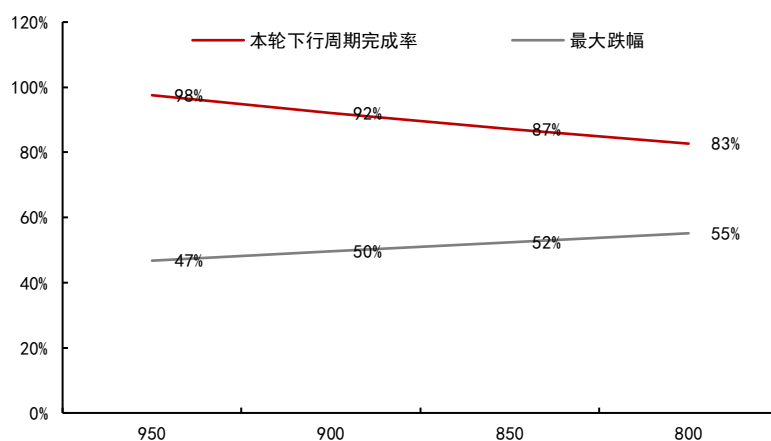
## 图表目录

图 1：本轮下跌周期完成率 .....	5
图 2：国际大豆贸易升贴水报价持续下跌.....	6
图 3：生猪养殖利润 .....	6
图 4：饲料企业豆粕物理库存天数.....	6
图 5：中国大豆进口来源以巴西大豆为主.....	7
图 6：美豆/玉米比价逼近 2.2 .....	7

## 一、估值：即将进入深水区

美豆 24/25 年度供需宽松。当前美豆上市。天气适宜，南美豆增产概率大。南北美升贴水下，反映增产压力。从当前库存消费比与价格关系图看，美豆合理估值在 836 美分/蒲，暗示当前接近 1000 美分盘面价格仍有下跌空间。而从美豆主力合约最高点 1784 算起，截止 2024 年 12 月 17 日收盘 970.5 美分/蒲，累计下跌 813.5 美分/蒲或 46%。按照本轮下行周期底部在【950-800】美分/蒲测算，预计本轮下行周期最大跌幅【47%-55%】，下行周期已经完成【83%-98%】。这意味着自 2022 年 6 月开始的本轮下行周期将进入深水区。

图 1：本轮下跌周期完成率



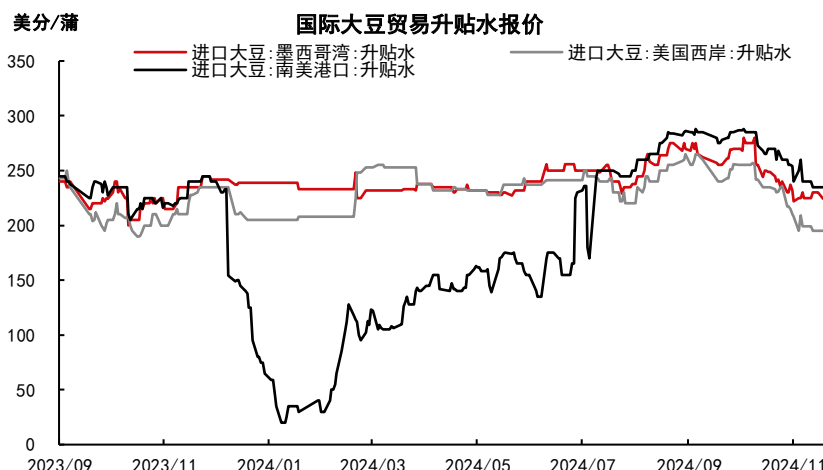
数据来源：中信期货研究所

## 二、驱动：下行力量仍有余威，关注 25/26 大豆产量动向

目前看，下行力量仍有余威，本轮下行周期或仍将延续。

- 1) **供应压力持续兑现，南北美大豆贴水下行。**北美豆上市，南美豆进入生长关键期。考虑拉尼娜强度和持续时间均减弱，预计南美大豆丰产概率较大，我们维持巴西 1.7 亿吨，阿根廷 5200 万吨产量的预估。巴西阿根廷大豆 24/25 年度增产合计 2000 万吨。尽管巴西仓容压力减弱，但市场预期悲观下，南北美豆贴水持续下行。

图 2：国际大豆贸易升贴水报价持续下跌



数据来源：中信期货研究所

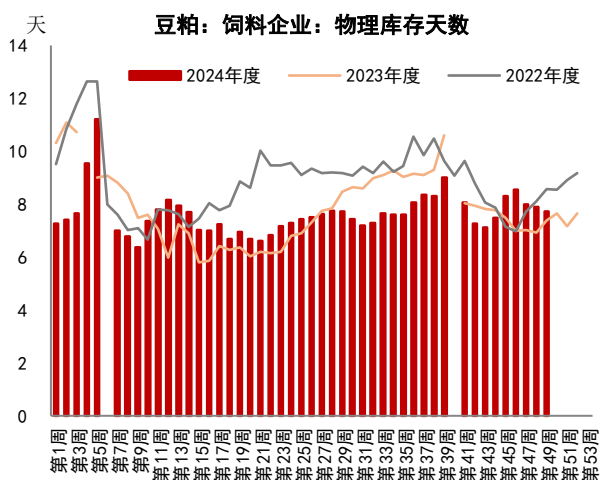
- 2) 养殖利润不佳，需求偏弱旺季不旺。10 月底以来生猪自繁自养利润持续回落，外购仔猪养殖利润甚至重新回到小幅亏损。下游保持低库存，备货意愿依然不强，需求表现旺季不旺。

图 3：生猪养殖利润



数据来源：Wind 中信期货研究所

图 4：饲料企业豆粕物理库存天数



数据来源：Wind 中信期货研究所

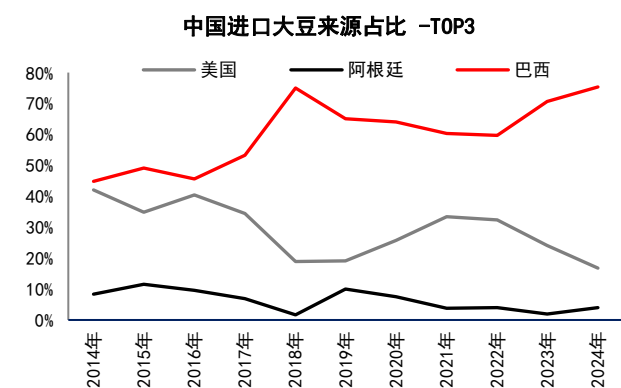
需要看到下行因素预期转向，或绝对低价吸引买盘，本轮下行周期才有望止跌回稳。

- 1) 特朗普发起贸易战？通常，中国反制对美豆加税，这会导致内强外弱，价格分化。但我们认为情绪上可能提振豆粕价格，但实质影响预计不大。中国进口大豆对美依赖度降低，从 2016 年的 40% 下降到 2024 年 1-11 月的 17% 多，对巴西依赖度上升，从 2016 年的 45% 上升到 2024 年近 75.8%。

中国国储大豆储备量也明显高于 2018 年中美贸易战前水平，阶段性调控能力大大加强。

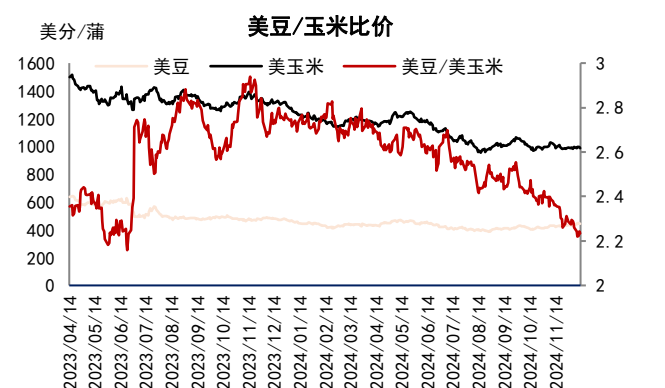
- 2) **美豆 2025/26 年度面积和产量下降？** 我们认为是下跌结束的最大诱因。尽管我们计算显示，大豆依然是亏损均值最小的品种，暗示 2025 年美农不会减少大豆面积。但对中美贸易担忧，以及过低的美豆/玉米比价，似乎又暗示 2025 年美豆面积会显著下降，这可能会成为美豆止跌的最大力量。同时需要指出的是，美豆 24/25 年度期末库存高达 4.7 亿蒲，即 25/26 年度需要大幅减产才能对冲结转库存的压力。

图 5：中国大豆进口来源以巴西大豆为主



数据来源：Wind 中信期货研究所

图 6：美豆/玉米比价逼近 2.2



数据来源：Wind 中信期货研究所

### 三、机遇：做空性价比减弱，做多有待新驱动

我们 2024 年 11 月 14 日发布 2025 年年报《反弹稍纵即逝，下跌周期延续》的观点：展望 2025 年，预计美豆价格低位运行，有待种植产能出清。预计美豆运行区间【850-1150】美分/蒲。豆粕跟随外盘延续下行周期。预计豆粕运行区间【2300-3300】元/吨。菜粕：库存有待去化，关注中加贸易关系变化。预计菜粕运行区间【2000-2700】元/吨。

目前看，供需宽松的压力仍在主导价格承压下行。但由于整个下跌周期完成率超过 80%，做空性价比有所减弱。而在价格深水区做多仍有待新驱动，尤其产地产量下降。

风险提示：宏观、天气、政策、需求

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>