

供应扰动，否极泰来

---2025 年豆粕期货行情展望

吴光静 投资咨询从业资格号:Z0011992 wuguangjing015010@gtjas.com

报告导读:

我们的观点: 2025 年豆粕期价下方有限、低位抬升。

我们的逻辑: 1) 原料大豆供应，美豆减少、巴西宽松。基于美豆低价和贸易忧虑，2025 年美豆缩减种植面积概率大。如果减种幅度大、且遇不利天气，那么美豆供应预计下降。若供应降幅大于需求降幅、则美豆平衡表收紧，有助于豆价低位抬升。巴西大豆虽然供应宽松，但考虑到美豆供应减少，巴西大豆价格可能不会过低。国内豆粕供应凸显季节性：1 季度及 4 季度偏少（美豆供应季）、2~3 季度宽松（巴西大豆旺季）。2) 需求端，国内豆粕需求好转。2024 年生猪养殖利润好转、产能逐步恢复，按照繁育周期推算，预计 2025 年生猪养殖规模恢复，饲料产量同步恢复。假设豆粕添加比例平稳，豆粕需求预计稳中有增。3) 成本端，中美贸易摩擦扰动，进口大豆成本上升、抬升豆粕成本。总体而言，国内豆粕需求稳定、但供应端存在扰动，若供应收缩、豆粕价格上升。

目录

1. 2024 年 DCE 豆粕期价回顾.....	3
2. 2025 年豆粕期价主要影响因素分析.....	4
2.1 供应端：2024/25 年度美豆和南美均宽松、2025/26 年度美豆可能收紧.....	4
2.1.1 美豆平衡表：2024/25 年度宽松，2025/26 年度可能收紧.....	4
2.1.2 南美大豆平衡表：2024/25 年度宽松，天气市可能修正宽松预期.....	9
2.1.3 豆粕供应：美豆减少、巴西大豆宽松.....	11
2.2 需求端：2025 年国内豆粕需求预计好转.....	13
2.3 成本端：中美贸易摩擦，大豆进口成本上升、抬升豆粕成本.....	16
3. 结论和投资展望.....	18

(正文)

1. 2024 年 DCE 豆粕期价回顾

2024 年 1 月~12 月 17 日 (截至收稿时止), DCE 豆粕期货主力合约价格走势呈现“下跌-上涨-下跌”格局, 具体而言:

第一阶段: 1 月 2 日~1 月 30 日, 豆粕期价下跌。1) 南美供应压力前置。2024 年 1 月初巴西旱区降雨、1 月上旬巴西大豆现货基差急跌、马托格罗索州大豆提前收获, 产量改善预期与现货上市压力并存, 巴西大豆供应压力前置。阿根廷种植季天气正常、USDA 上调产量预估, 丰产预期强化。市场提前交易南美供应压力。

2) 国内豆粕弱需求矛盾突出, 市场情绪弱化。一方面, 养殖行业不景气, 加深豆粕弱需求预期: 畜禽养殖效益持续亏损、生猪存栏同比下降、饲料产量持续下滑, 市场情绪弱化: 采购谨慎、信心不足。另一方面, 豆粕供需双弱, 弱需求矛盾更突出, 豆粕被动累库, 现货疲弱。

第二阶段: 1 月 31 日~5 月 23 日, 豆粕期价上涨。1) 巴西基差上涨、国内情绪好转。2 月以来巴西大豆基差逐步上涨、春节后国内市场情绪好转、现货市场补货、3 月 8 日部分工厂上调现货基差报价 (压榨减少)、养殖市场略有回暖。3 月 21 日豆粕期价出现第一次阶段性高点。2) 阶段性利空出尽、中东局势担忧。3 月底 USDA 种植面积意向报告对美豆种植面积预估符合预期, 靴子落地, 阶段性利空出尽。商品市场氛围偏多、中东局势担忧, 4 月 16 日豆粕期价出现第二次阶段性高点。3) 偏多因素支撑、直接利多驱动价格上涨。4 月中下旬, 美豆春播潮湿天气、欧洲菜籽霜冻事件 (4 月 23 日)、阿根廷罢工事件 (4 月底) 等偏多因素支撑价格。5 月初, 巴西南部产区意外洪灾, 提振豆粕期价跳涨; 美豆产区潮湿天气影响播种进度, 豆粕期价于 5 月 23 日夜盘创下阶段性高点。

第三阶段: 5 月 24 日~12 月 17 日, 豆粕期价总体下跌、同时也有阶段性反弹, 可分为三个波段:

第一波段: 5 月 24 日~8 月 14 日, 豆粕期价下跌。1) 美豆产区天气好转、市场交易丰产预期。5 月中下旬美豆产区天气好转, 播种进度加快。7 月初飓风“贝丽尔 (Beryl)”过境, 美豆中东部产区迎来大量降水, 偏干状况全面改善, 市场交易转向天气改善及美豆丰产预期。美豆优良率处于 67%~68% 偏高水平、短暂天气瑕疵影响有限, 市场持续交易美豆丰产预期利空影响。8 月 USDA 报告同时上调美豆单产及种植面积、丰产压力增加, 豆价创下新低。2) 特朗普交易: 美豆下跌、连豆粕跟跌。美豆市场提前交易关税忧虑, 主要事件驱动: 6 月 27 日美国总统大选首场候选人电视辩论、7 月 13 日特朗普遇袭, 特朗普交易升温, 美豆期价下跌。但连豆粕没有独立的特朗普交易, 跟随美豆下跌 (成本端逻辑)。

第二波段: 8 月 15 日~11 月 12 日, 豆粕期价反弹。1) 8 月中下旬美联储释放降息预期、美元走弱提升美豆出口前景。2) 8 月中下旬以来, 美豆销售显著好转, 因低价吸引采购、季节性优势提升竞争力。3) 9 月初中加贸易摩擦担忧。9 月 3 日我国商务部新闻发言人称: 中方将根据国内相关法律法规, 按照世贸组织规则, 依法对自加拿大进口油菜籽发起反倾销调查¹。市场对于中加菜籽贸易、菜粕购销担忧其不确定、观望情绪增加, 间接利多豆粕。4) 9 月中旬中美贸易摩擦担忧。9 月 14 日我国商务部新闻发言人称²: 美国时间 9 月 13 日, 美国贸易代表办公室就对华 301 关税最终措施发布公告, 宣布将提高部分中国商品的 301 关税。中方对此强烈不满, 坚决反对。9 月 18 日连豆粕期货价格上涨 (主力 m2501 合约涨幅约 2%), 后续该事件未升温、连豆粕对此事件交易结束。5) 9 月~10 月上旬, 巴西大豆产区偏干、早期种植缓慢。5) 11 月 USDA 报告大幅下调美豆单产, 总产量、期末库存等同步下调, 报告利多。6) 特朗普胜选, 连豆粕短线交易利多影响。美豆盘面短线反弹、汇率波动 (美元走强、人民币跌价) 等促使进口大豆成本上升, 从成本端利多豆粕。

¹ 新闻来源: https://www.mofcom.gov.cn/xwfb/xwfyth/art/2024/art_938fd8eb4b94452cbd62f59b27fa3821.html

² 新闻来源: https://www.mofcom.gov.cn/xwfb/xwfyth/art/2024/art_9083ec7975b04660be5e8088573c84fc.html

第三波段：11月13日~12月17日，豆粕期价下跌。1) 特朗普交易。美豆以偏空交易为主，关税担忧及美元走强均偏空美豆，连豆粕跟随美豆。2) 中加贸易摩擦缓和预期。11月21日商务部例行新闻发布会发言人称：中方高度重视加入CPTPP³工作。市场预期中加贸易摩擦缓和，菜粕走弱、间接利空豆粕。3) 南美丰产预期。10月中旬~12月中旬，巴西天气改善、种植提速，阿根廷天气及种植正常，市场重新交易南美丰产预期。11月底~12月中旬，部分市场机构上调巴西大豆产量预期、巴西大豆远月基差报价下跌，市场提前交易南美丰收，连豆粕急跌、创下年内新低。

图1：2024年1月~12月17日，DCE豆粕期货主力合约价格走势：下跌-上涨-下跌



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2. 2025 年豆粕期价主要影响因素分析

2.1 供应端：2024/25 年度美豆和南美均宽松、2025/26 年度美豆可能收紧

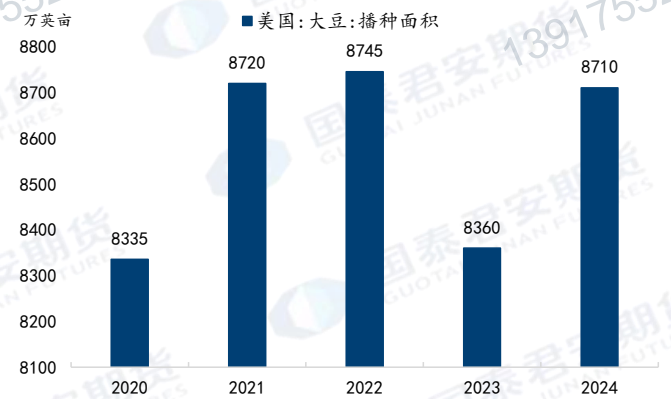
2.1.1 美豆平衡表：2024/25 年度宽松，2025/26 年度可能收紧

2024/25 年度美豆供需平衡表宽松，CBOT 豆价跌破种植成本。1) 供应端：扩种增产、总供应升至历史高位。据 USDA 预估，2024 年美国大豆种植面积 8710 万英亩、同比增幅约 4%，处于近几年来偏高水平。单产 51.7 蒲/英亩，处于历史第二高位水平。该季美豆总产量 1.2142 亿吨、同比增幅约 7%，接近历史最高水平（2021/22 年度美豆产量历史最高 1.215 亿吨）。该季美豆总供应 1.3113 亿吨、同比增幅约 8.3%，处于近六年来最高位、历史第二高位（2018/19 年度总供应历史最高 1.3282 亿吨）。2) 需求端：稳步上升。该季美豆总需求（国内消费及出口）1.1834 亿吨、同比增幅约 5.9%，其中：国内消费同比增幅约 4.7%、出口增幅约 7.7%，美豆需求稳步上升、但增幅低于供应增幅。3) 库存端：期末库存升至近五年高位，平衡表宽松。该季美豆期末库存 1280 万吨、同比增幅约 37%，升至近五年最高位。库存消费比 18.64%（期末库存/国内消费量），亦处于近五年最高位。2024/25 年度美豆供需平衡表处于宽松格局，而前期预估平衡表更加宽松：8 月平衡表曾预估美豆单产 53.2 蒲/英亩、总产量 1.249 亿吨、国内消费量 6910 万吨、期末库存 1525 万吨，库存

³ 新闻来源：<https://www.mofcom.gov.cn/xwfbzt/2024/swbzk/xwfbh2024n11y21r/index.html>。CPTPP：全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership，简称 CPTPP）。

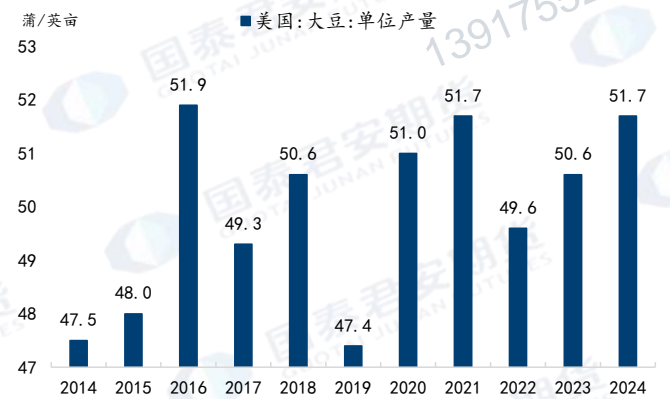
消费比约 22%，8 月中旬豆价创下新低。4) 美豆期货价格低于种植成本。据 ERS⁴预估，2024 年美豆总种植成本 620.03 美元/英亩⁵，假设单产为 55 蒲/英亩，则美豆单位种植成本约 1127 美分/蒲。2025 年美豆总种植成本 623.48 美元/英亩，假设单产持平 2024 年，则美豆单位种植成本约 1134 美分/蒲。从美豆期货各合约价格来看，2024 年 7 月 8 日~至今，美豆期价均低于上述种植成本预估值。

图 2：2024 年美豆种植面积上升至近几年偏高水平



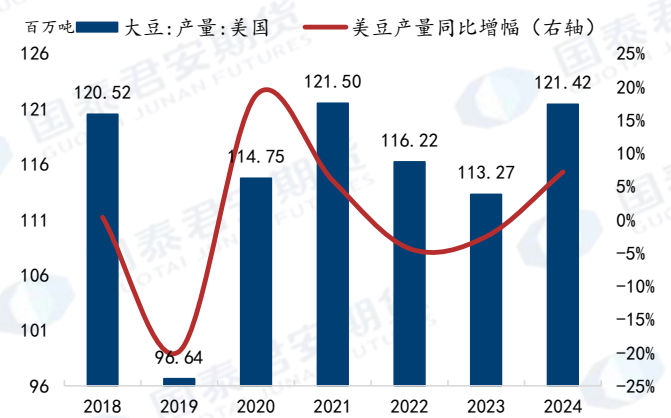
资料来源：Wind, USDA, 国泰君安期货研究

图 3：2024 年美豆单产处于历史第二高位



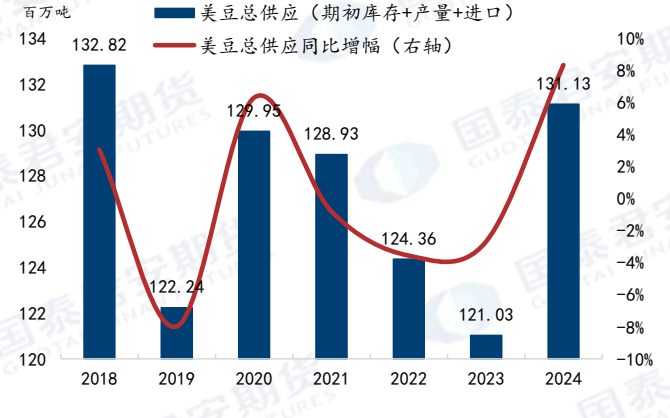
资料来源：Wind, USDA, 国泰君安期货研究

图 4：2024 年美豆产量处于历史第二高位



资料来源：Wind, USDA, 国泰君安期货研究

图 5：2024 年美豆总供应同比增幅约 8%，历史高位

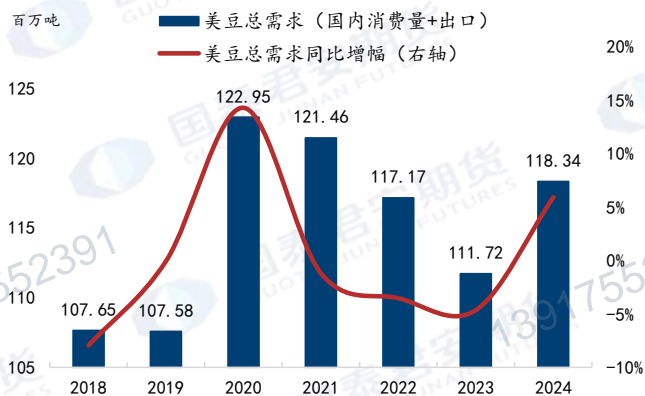


资料来源：Wind, USDA, 国泰君安期货研究

⁴ ERS: 美国农业部经济研究局, Economic Research Service U.S. DEPARTMENT AGRICULTURE.

⁵ 总种植成本: 经营成本 (种子、肥料、农药、外包作业、燃料/润滑油和电力、修理费、排灌费、经营费用利息)、分摊成本 (雇工费、非付酬劳动的机会成本、农机具折旧费、土地机会成本 (地租)、税和保险、农场共同分摊费)。

图 6: 2024/25 年美豆总需求同比增幅约 6%，偏高水平



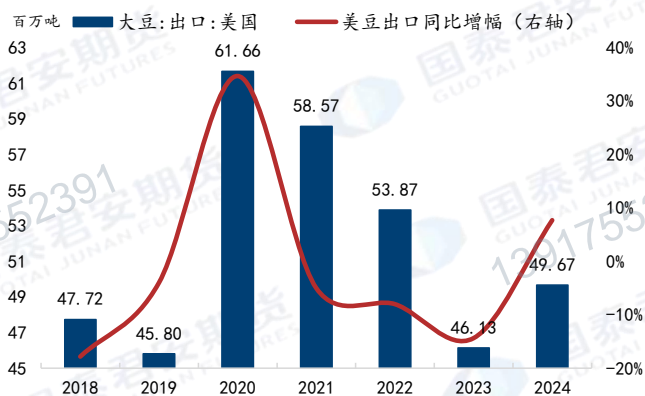
资料来源: Wind, USDA, 国泰君安期货研究

图 7: 2024/25 年美豆国内消费同比增幅 4.7%



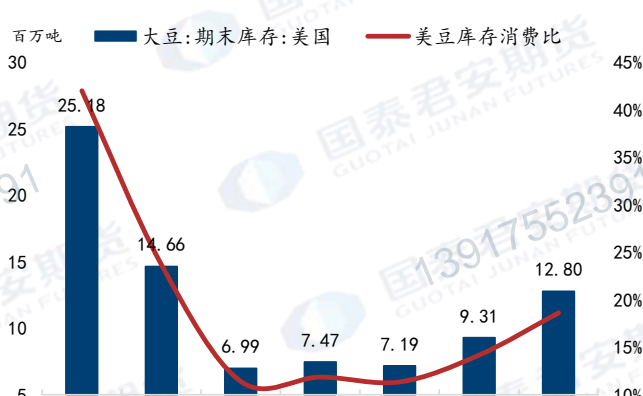
资料来源: Wind, USDA, 国泰君安期货研究

图 8: 2024/25 年美豆出口增幅约 7.7%，增幅较快



资料来源: Wind, USDA, 国泰君安期货研究

图 9: 2024/25 年美豆期末库存上升至近五年最高位



资料来源: Wind, USDA, 国泰君安期货研究

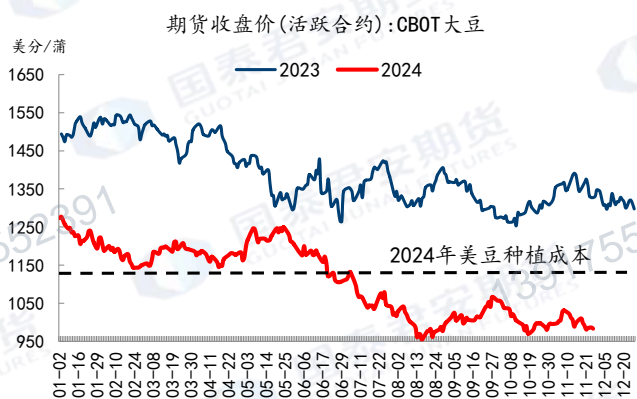
表 1: 美国大豆单位种植成本估算: 2024 年和 2025 年美豆种植成本预估为 1127 美分/蒲和 1134 美分/蒲⁶

时间	美国大豆总成本 (美元/英亩)	ERS 预估美国大豆单产 (蒲/英亩)	美国大豆种植成本 (美分/蒲)	USDA 供需报告 (WAOB) 预估美国大豆单产 (蒲/英亩)	ERS 高出 WAOB 预估数量 (蒲/英亩)
2020 年	491.82	54	910.78	51	3
2021 年	531.77	55	966.85	51.7	3.3
2022 年	628.28	52	1208.23	49.6	2.4
2023 年	632.22	53	1192.87	50.6	2.4
2024F	620.03	55	1127.00	51.7	3.3 (假设取上述最高值)
2025F	623.48	55	1134.00	na	na

资料来源: USDA, ERS, 国泰君安期货研究

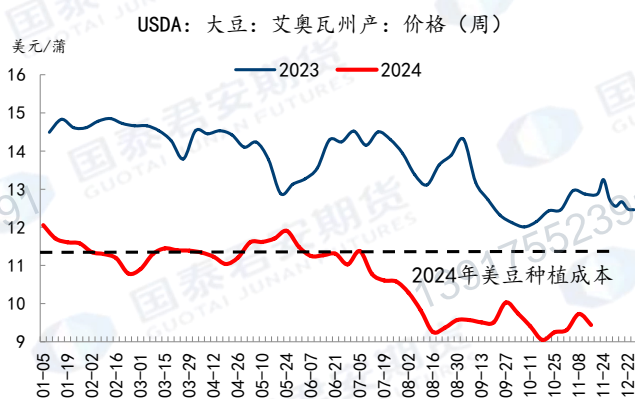
⁶ 美豆单位种植成本 = 总种植成本/单产。美豆总成本为 ERS 预估数据，单产估算：由于 ERS 口径高于 USDA 供需报告（发布机构：世界农业展望委员会 WAOB），2020~2023 年 ERS 高出 WAOB 约 2.4~3.3 蒲/英亩，我们取最高值 3.3 蒲/英亩。2024 年 12 月 USDA 供需报告预估美豆单产 51.7 蒲/英亩，2024 年美豆单产匡算为：51.7 + 3.3 = 55（蒲/英亩）。由此，2024 年美豆单位种植成本为：总成本 620.03（美元/英亩）/ 单产 55（蒲/英亩）≈ 1127（美分/蒲）。2025 年美豆种植成本估算方法同上：总成本采用 ERS 预估数据，单产假设持平 2024 年，单位种植成本为：623.48（美元/英亩）/ 55（蒲/英亩）≈ 1134（美分/蒲）。

图 10：2024 年 7 月中旬以来，CBOT 大豆期货价格低于种植成本



资料来源：Wind，USDA，ERS，国泰君安期货研究

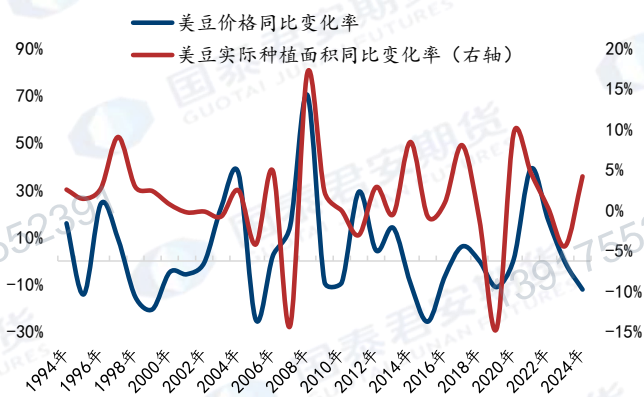
图 11：2024 年 7 月以来，美豆主产区（艾奥瓦州）大豆价格低于种植成本



资料来源：钢联，USDA，ERS，国泰君安期货研究

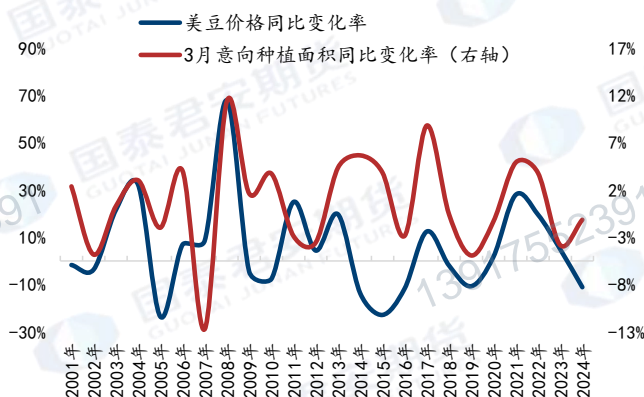
2025/26 年度美豆或供需双缩、平衡表可能收紧。1）2025 年美豆种植面积缩减概率大。基于理性经济行为假设，农户种植意愿主要取决于种植利润或产品价格（产品价格波动对利润贡献度较大），从美豆价格、利润与种植面积同比变化率来看，价格、利润与种植面积（或种植意愿）具有一定吻合性：价格（利润）上升激励种植，价格（利润）下降减少种植。从目前情况看，2024 年美豆价格同比下降、且较长时间低于种植成本，不利于下一年度农户种植意愿。从需求角度看，特朗普胜选、美国大豆出口前景具有不确定性。2018 年中美贸易摩擦影响，2018/19 年度美豆出口总降幅约 18%、对中国出口降幅约 70%，2019 年美豆种植面积 7610 万英亩，同比降幅约 15%。基于成本收益和贸易忧虑，2025 年美豆种植面积缩减概率较大。**2）2025/26 年度美豆供应端收缩。美豆产量方面**，种植面积我们假设多种情景：7400 万英亩（参考 2019 年降幅：同比降幅 15%）~8600 万英亩（假设微降：同比降幅 1%），单产预估基于天气中性假设：50.5~53.5 蒲/英亩，由此可以得出不同情景下美豆总产量预估。我们选取预估区域中间值：种植面积 8000~8300 万英亩、单产 51.5~52.5 蒲/英亩、总产量预估 1.11~1.174 亿吨，取均值为 1.142 亿吨。再加上期初库存和进口，美豆总供应匡算为 1.2741 亿吨，同比降幅约 2.8%（期初库存 1280 万吨、进口假设同比持平为 41 万吨）。**3）2025/26 年度美豆需求端收缩，主要因出口需求下降。**假设国内消费稳步增长（按照最近三年同比增幅均值 3%预估），出口需求下降（假设中美贸易摩擦忧虑扰动，降幅预估 10%），美豆总需求匡算为 1.1543 亿吨（国内消费 7073 万吨+出口 4470 万吨），同比降幅约 2.5%。**4）2025/26 年度美豆期末库存及库存消费比下降，供需平衡表收紧。**按照上述预估，2025/26 年度美豆期末库存为 1198 万吨（总供应 1.2741 亿吨-总需求 1.1543 亿吨），同比降幅约 6%；库存消费比 16.93%（期末库存/国内消费量），同比下降 1.71%，此时供需平衡表收紧。需要说明，该平衡表数据匡算仅为假设，具体情况要看供需变化幅度：如果供应小幅下降、但需求大幅下降，供需平衡表仍有可能维持宽松格局。供应端弹性最大的变量是产量，在天气不确定性情况下、种植面积变化尤为关键。需求端弹性最大的变量则是出口（中美贸易忧虑扰动），所以归根到底还是看种植意愿与出口忧虑之间的博弈。

图 12: 美豆价格可能影响种植面积: 美豆价格变化与种植面积变化具有部分趋同性⁷



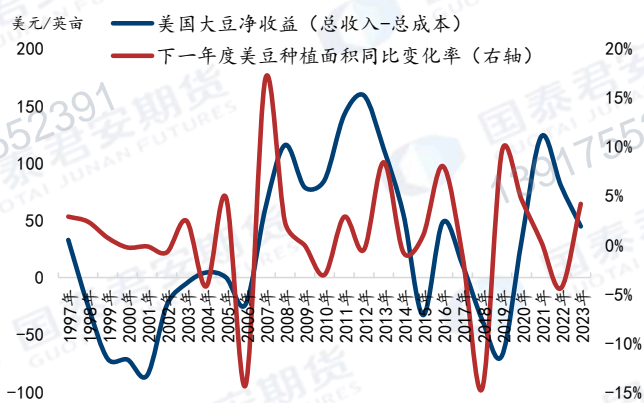
资料来源: Wind, USDA, 国泰君安期货研究

图 13: 美豆价格可能影响种植意愿: 美豆价格变化与美豆种植意愿具有一定趋同性⁸



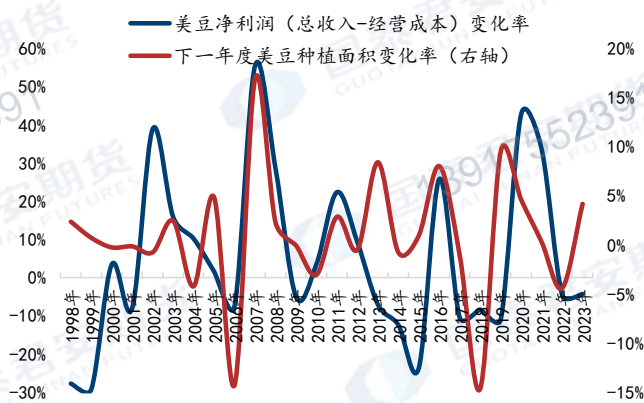
资料来源: Wind, USDA, 国泰君安期货研究

图 14: 美豆种植收益可能影响下一年度种植面积: t-1 期美豆利润与 t 期种植面积变化具有部分趋同性



资料来源: USDA, ERS, 国泰君安期货研究

图 15: 美豆种植收益可能影响下一年度种植面积: t-1 期美豆利润变化与 t 期种植面积变化具有部分趋同性



资料来源: USDA, ERS, 国泰君安期货研究

表 2: 不同情景下 (种植面积 7400~8600 万英亩、单产 50.5~53.5 蒲/英亩), 2025 年美豆产量预估情况

美豆种植面积预估 (单位: 万英亩)	收获面积 (单位: 万英亩)	总产量1 (单位: 亿吨) (单产 50.5 蒲/英亩)	总产量2 (单位: 亿吨) (单产 51.5 蒲/英亩)	总产量3 (单位: 亿吨) (单产 52.5 蒲/英亩)	总产量4 (单位: 亿吨) (单产 53.5 蒲/英亩)
7400	7326	1.007	1.027	1.047	1.067
7700	7623	1.048	1.068	1.089	1.110
8000	7920	1.089	1.110	1.132	1.153
8300	8217	1.129	1.152	1.174	1.196
8500	8415	1.157	1.179	1.202	1.225
8600	8514	1.170	1.193	1.217	1.240

资料来源: 国泰君安期货研究

⁷ 美豆价格: 采用前一年 7 月 (上一季美豆种植完成) 至当年 6 月底 (该季美豆种植基本完成、接近实际面积), 美豆期货主力合约收盘价均值。

⁸ 美豆价格: 采用前一年 7 月 (上一季美豆种植完成) 至当年 3 月底 (USDA 出具 3 月种植面积意向报告, 此时主要体现农户种植意向, 与实际种植面积存在差距), 美豆期货主力合约收盘价均值。

表 3：2024/25 年与 2025/26 年（预估）美国大豆供需平衡表对比：2025/26 年度平衡表可能收紧⁹

时间	大豆:期初库存:美国 (单位:百万吨)	大豆:产量:美国 (单位:百万吨)	大豆:进口:美国 (单位:百万吨)	大豆:国内消费总计:美国 (单位:百万吨)	大豆:出口:美国 (单位:百万吨)	大豆:期末库存:美国 (单位:百万吨)	库存消费比 (期末库存/国内消费量)
2024/25年	9.31	121.42	0.41	68.67	49.67	12.8	18.64%
2025/26年	12.8	114.2	0.41	70.73	44.70	11.98	16.94%

资料来源：USDA，国泰君安期货研究

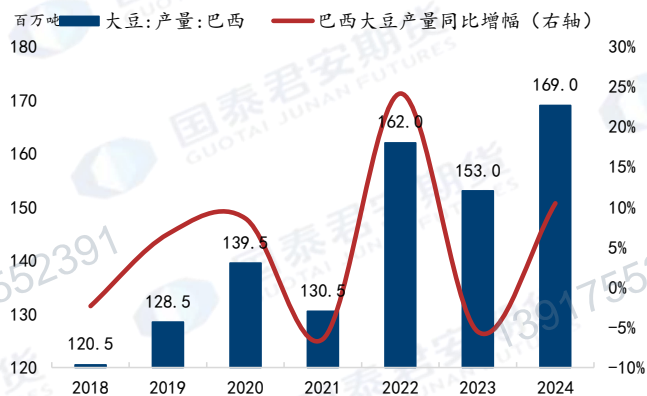
2.1.2 南美大豆平衡表：2024/25 年度宽松，天气市可能修正宽松预期

2024/25 年度南美大豆平衡表宽松、巴西大豆出口充裕，市场提前交易。1) 巴西大豆产量、出口均创历史新高，供应充足。据 USDA 预估，2024/25 年度巴西大豆产量 1.69 亿吨，同比增产 1600 万吨（增幅约 10.5%）；出口量 1.055 亿吨，同比增加 133 万吨（增幅约 1%），两者均为历史最高水平。期末库存 3352 万吨（历史第二高位），库存消费比约 58%，处于近几年来偏高水平，巴西大豆供需宽松。2) 阿根廷大豆产量较高，主要用于国内压榨、出口较少。据 USDA 预估，2024/25 年度阿根廷大豆产量 5200 万吨（同比增幅约 8%），处于 2019 年以来最高水平。阿根廷大豆主要用于压榨（预估 4100 万吨、同比增幅约 12%，压榨在总供应中占比约 50%），出口较少（预估 450 万吨、同比降幅约 12%）。期末库存 2898 万吨、库存消费比约 60%，均处于历史最高水平。由此，南美两大主产国大豆生产充足、供需宽松。从对外出口来讲，巴西大豆位居首位、提供充足供应。3) 市场提前交易南美丰收。一般而言，巴西大豆前期种植生长阶段市场交易产量预期，后期收获阶段市场交易现实：丰收预期转为现实、现货销售压力凸显，豆价承压。巴西大豆收获期集中于 2~3 月，现货上市压力主要看收割进度：如果提前收割、现货压力可能提前交易，如 2024 年 1 月中旬巴西大豆现货基差急速下跌，因为主产区马托格罗索州大豆提前收获，该因素也引发豆粕期价快速下跌。反之，如果收割缓慢，现货压力可能延后。目前市场提前交易 2025 年南美大豆丰收：2024 年 11 月底~12 月初，市场预期新赛季巴西大豆丰收、巴西大豆远月合约现货基差报价下跌，市场提前交易丰收、引发豆粕期价快速下跌、创下年内新低。

天气市可能会带来南美大豆平衡表调整：若有异常天气，宽松预期将修正。1) 拉尼娜天气持续至 2025 年 1 季度。据 2024 年 12 月 12 日美国气候预测中心（CPC）预报，2024 年 11 月~2025 年 1 月处于拉尼娜天气（可能性为 59%），预计将持续至 2025 年 2~4 月。该天气事件发生时，巴西南部产区和阿根廷产区往往偏干（经验总结、非客观规律），南美产区天气存在不确定性。2) 天气市可能会带来平衡表调整：若有异常天气引发作物生长担忧、产量低于预期，宽松预期将修正。目前本季南美大豆处于种植期及生长期（2024 年 12 月中旬，巴西大豆种植基本完成、阿根廷大豆种植进度约 77%），后期作物生长还将经历关键生长期、收获期，产区天气对作物影响仍在，且“天气市”交易最晚可至收获季节。如：2024 年 5 月初巴西大豆收获晚期遭遇洪水、引发豆粕价格偏强运行；2016 年 2 季度阿根廷大豆收获季节遭遇洪灾，引发豆粕价格大幅上涨。由此，虽然 2024 年 12 月市场提前交易南美丰收，但 2025 年 1~2 季度南美产区天气仍有不确定性、可能引发盘面变化。

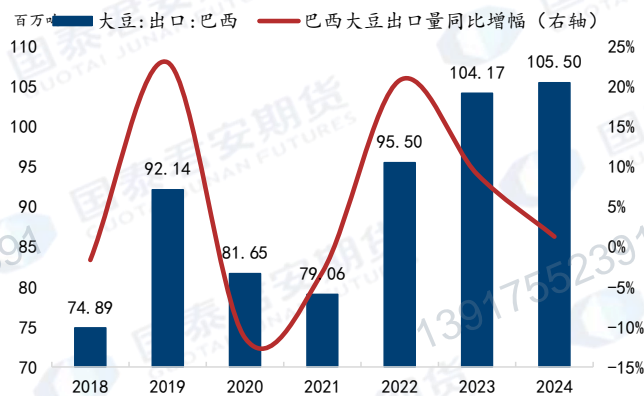
⁹ 数据说明：2024/25 年度为 2024 年 11 月美国农业部月度供需报告数据，2025/26 年度为我们估算数据：① 期初库存：2025/26 年度期初库存为上一年度的期末库存。② 产量：假设种植面积 8000~8300 万英亩（收获面积按照种植面积 99%比例估算）、单产 51.5~52.5 蒲/英亩、总产量预估 1.11~1.174 亿吨，再取均值为 1.142 亿吨。③ 进口量：假设持平上一年度。④ 国内消费量：按照前三年消费同比增幅均值 3%预估：68.67 * 1.03 ≈ 70.73。⑤ 出口：2018 年中美贸易摩擦影响，2018/19 年度美豆出口下降约 18%。目前市场存在贸易担忧预期，我们匡算美豆出口降幅 10%（为前期贸易摩擦降幅的 55%）。该降幅数据仅为可能性、非真实情况，由此出口预估为 49.67 * 0.9 ≈ 44.70。⑥ 期末库存：总供应（期初库存+产量+进口量）-总需求（国内消费量+出口量）= (12.8+114.2+0.41) - (70.73+44.7) = 11.98。⑦ 库存消费比：期末库存/国内消费量= 11.98/70.73 = 16.94%。

图 16：2024/25 年度巴西大豆产量预估创历史新高



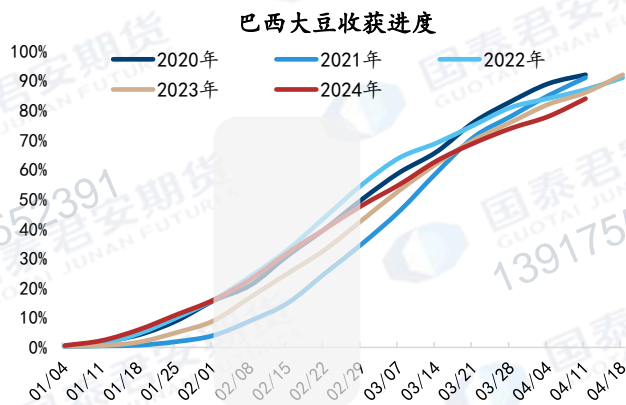
资料来源：Wind，USDA，国泰君安期货研究

图 17：2024/25 年度巴西大豆出口量预估创历史新高



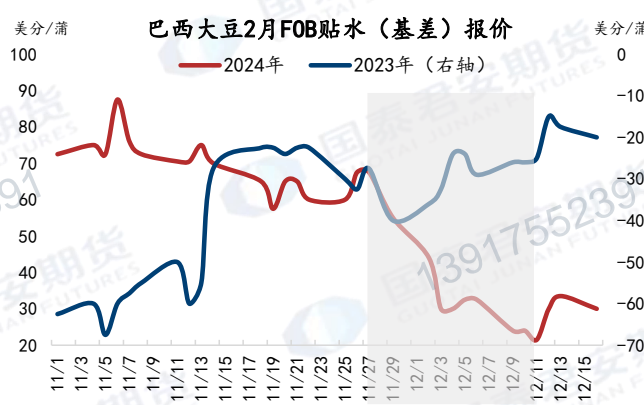
资料来源：Wind，USDA，国泰君安期货研究

图 18：巴西大豆收获季节：2 月开始集中收获



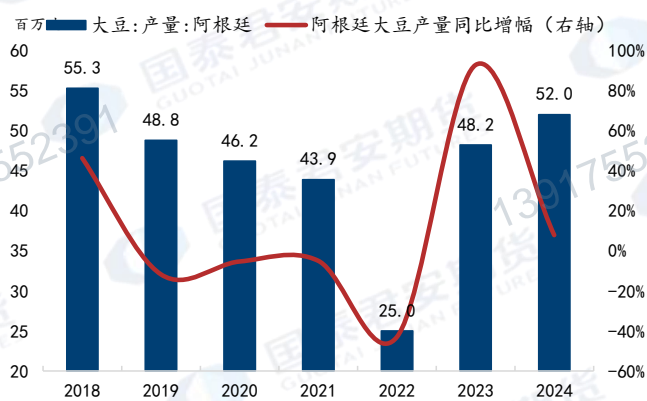
资料来源：AgRural，根据新闻整理，国泰君安期货研究

图 19：2024 年 12 月上旬，巴西大豆远月基差报价下跌



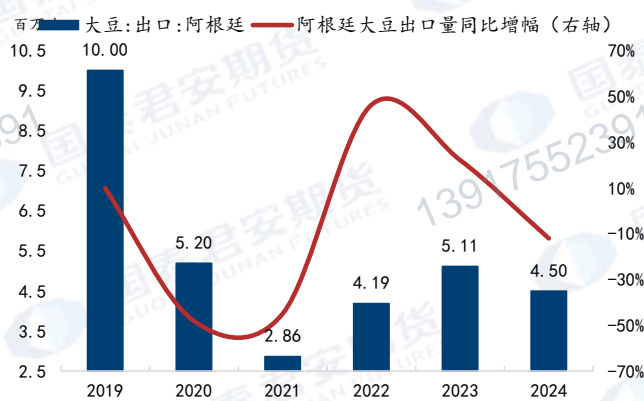
资料来源：路透，国泰君安期货研究

图 20：2024/25 年阿根廷大豆产量预估创近六年新高



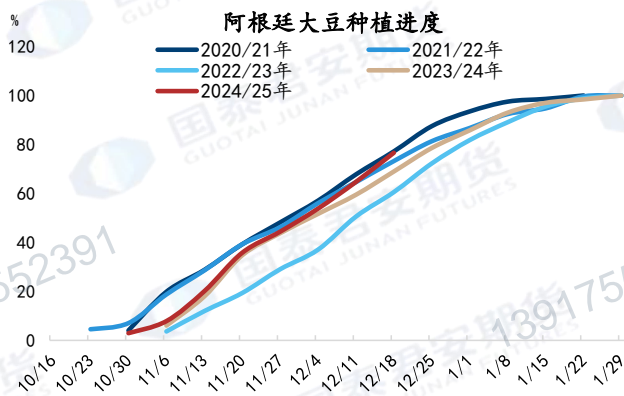
资料来源：Wind，USDA，国泰君安期货研究

图 21：2024/25 年阿根廷大豆出口预估同比下降



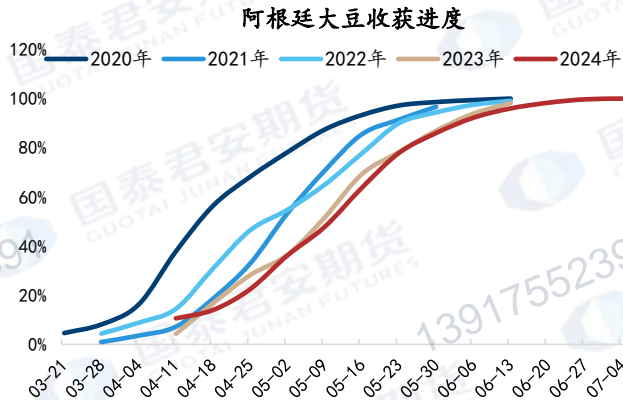
资料来源：Wind，USDA，国泰君安期货研究

图 22：截至 2024 年 12 月中旬，阿根廷大豆种植约 77%



资料来源：布利诺斯艾利斯交易所，根据新闻整理，国泰君安期货研究

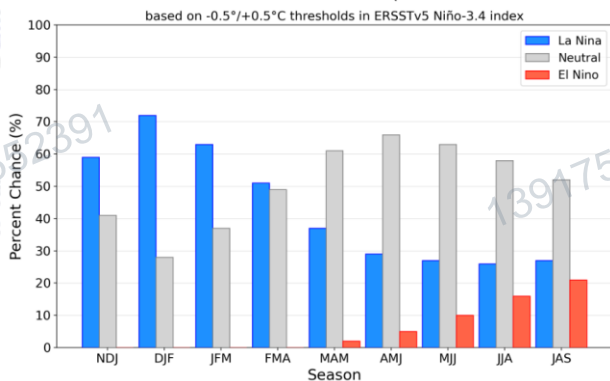
图 23：阿根廷大豆收获季节，关注收获进度



资料来源：布利诺斯艾利斯交易所，根据新闻整理，国泰君安期货研究

图 24：拉尼娜天气预报：2024 年 11 月~2025 年 1 月处于拉尼娜天气，预计将持续至 2025 年 2~4 月

Official NOAA CPC ENSO Probabilities (issued December 2024)



资料来源：CPC，国泰君安期货研究

图 25：2016 年天气市：阿根廷大豆收获期遭遇洪灾，引发连豆粕期货价格大幅上涨(4 月中下旬~7 月 1 日)



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2.1.3 豆粕供应：美豆减少、巴西大豆宽松

基于中美贸易摩擦忧虑，2025 年豆粕供应或更多体现季节性差异：1 季度及 4 季度减少（美豆供应季）、2~3 季度宽松（巴西大豆供应季）。1）我国进口大豆主要来自巴西和美国。据海关数据测算，2020 年~2023 年我国进口巴西大豆占比约 63%、进口美豆占比约 29%，巴西和美国是我国进口大豆主要来源地。2）巴西和美国大豆进口具有季节性差异。我国进口巴西大豆集中于 4~10 月，进口美豆集中于 11 月~次年 3 月，因两国地理位置不同带来大豆生长及销售季节差异。据海关数据测算，2020 年~2024 年 4-10 月期间，我国进口巴西大豆占比分别约 81%~92%，进口美豆占比约 6%~13%，巴西大豆占据绝大多数。2020 年~2023 年 11 月~次年 3 月期间，我国进口巴西大豆占比分别约 14%~32%，进口美豆占比约 81%~58%，美豆进口比例占据主要份额。最近一期（2023 年 11 月~2024 年 3 月），巴西大豆进口占比上升至 56%、美豆下降至 37%，虽是美豆进口旺季、但巴西大豆首次超越美豆。3）2025 年豆粕供应或更多体现季节性差异：1 季度及 4 季度减少（美豆供应季）、2~3 季度宽松（巴西大豆供应季）。基于 2025 年巴西大豆丰产预期和季节性规律，2025 年 4~10 月巴西大豆进口旺季，预计豆粕原料供应充足。基于 2025 年美豆供应减少预期和季节性规律，2025 年 11 月~2026 年 3 月巴西大豆进口淡季、美豆供应减少，豆粕原料进口减少。至于 2025 年 1 季度，据第三方机构（钢联及汇易）预估数据：2025 年 1~2 月进口大豆到港预估约 1130~1200 万吨、同比降幅约 13%~8%。考

考虑到前期采购比例较高、且储备大豆可增加供应，目前市场对该时期豆粕供应担忧不大。

表 4：2020 年～2024 年 1-10 月，我国进口大豆来源地主要为：巴西和美国，阿根廷及其他国家¹⁰ 进口较少

时间	我国大豆总进口量 (万吨)	巴西		美国		阿根廷		其他国家	
		数量 (万吨)	占比	数量 (万吨)	占比	数量 (万吨)	占比	数量 (万吨)	占比
2020 年	10032	6428	64%	2587	26%	746	7%	271	3%
2021 年	9654	5815	60%	3227	33%	373	4%	239	2%
2022 年	9110	5439	60%	2953	32%	365	4%	353	4%
2023 年	10171	6995	69%	2417	24%	199	2%	560	6%
2024 年 1-10 月	8994	6777	75%	1509	17%	360	4%	348	4%

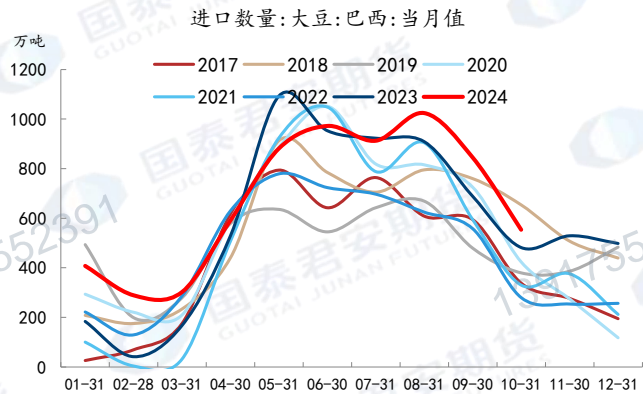
资料来源：Wind，海关总署，国泰君安期货研究

表 5：我国进口巴西大豆集中于 4 月～10 月，进口美豆集中于 11 月～次年 3 月

时间	我国大豆总进口量 (万吨)	巴西		美国	
		数量 (万吨)	占比	数量 (万吨)	占比
2020 年 04 月-2020 年 10 月	6542	5312	81%	619	9%
2020 年 11 月-2021 年 03 月	3828	527	14%	3099	81%
2021 年 04 月-2021 年 10 月	5793	5093	88%	346	6%
2022 年 11 月-2022 年 03 月	3773	1224	32%	2310	61%
2022 年 04 月-2022 年 10 月	5291	4292	81%	674	13%
2022 年 11 月-2023 年 03 月	4092	901	22%	2375	58%
2023 年 04 月-2023 年 10 月	6095	5577	92%	368	6%
2023 年 11 月-2024 年 03 月	3632	2026	56%	1328	37%

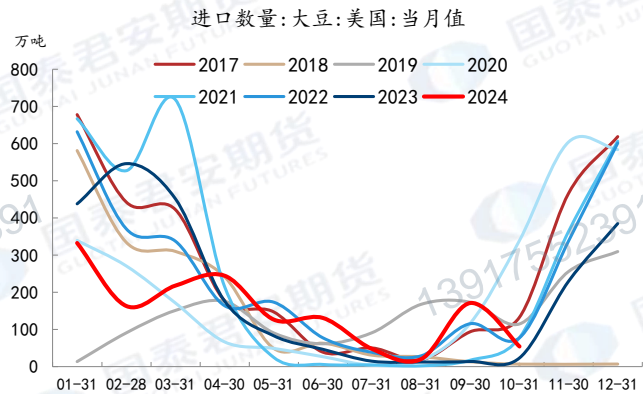
资料来源：Wind，海关总署，国泰君安期货研究

图 26：我国进口巴西大豆集中于 4～10 月



资料来源：Wind，海关总署，国泰君安期货研究

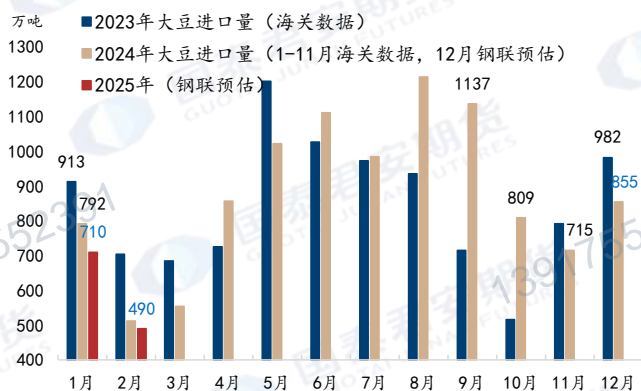
图 27：我国进口美豆集中于 11 月～次年 3 月



资料来源：Wind，海关总署，国泰君安期货研究

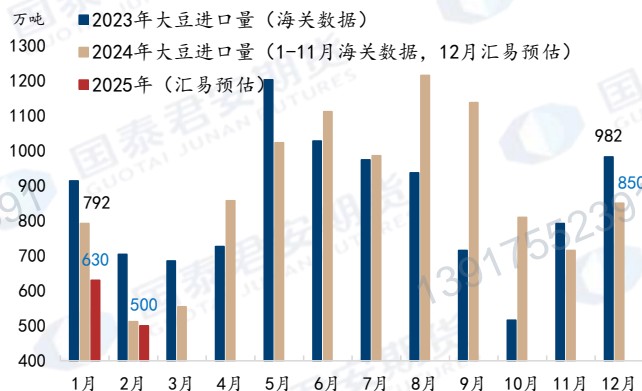
¹⁰ 其他国家：乌拉圭、俄罗斯、乌克兰、加拿大、埃塞俄比亚。

图 28：第三方机构（钢联）大豆到港预估：2024 年 12 月～2025 年 2 月同比均下降



资料来源：Wind，海关总署，钢联，国泰君安期货研究

图 29：第三方机构（汇易）大豆到港预估：2024 年 12 月～2025 年 2 月同比均下降



资料来源：Wind，海关总署，汇易，国泰君安期货研究

2.2 需求端：2025 年国内豆粕需求预计好转

2025 年豆粕需求预计好转。1) **2024 年生猪养殖利润上涨。**2024 年仔猪价格、生猪价格、养殖利润先后上涨，均创下近两年新高。据 Wind 数据，外购仔猪养殖利润从 2 月转正、并持续至 10 月中旬：利润均值约 210 元/头，自繁自养生猪养殖利润从 5 月下旬转正、持续至 12 月中旬（截至收稿时止）：利润均值约 363 元/头。从 2024 年全年角度看，外购仔猪和自繁自养生猪养殖利润均值分别约 134 元/头和 172 元/头（截至 12 月中旬数据），去年同期两者利润分别约 -264 元/头和 -233 元/头。由此可见，2024 年我国生猪养殖利润同比大幅好转。2) **2025 年生猪养殖规模恢复。**2024 年以来小猪存栏、能繁母猪存栏、生猪存栏环比上升，逐步恢复。据 2024 年 10 月 25 日国新办新闻发布会介绍¹¹：从新生仔猪数量看，3 月份开始持续增加，按照 6 个月育肥周期计算，对应秋冬消费旺季，市场供需匹配度比较好。从中大猪存栏看，9 月份全国 5 月龄以上中大猪存栏同比下降 4.6%，环比增长 1.5%，已连续 4 个月增长，预示着未来 2~3 个月肥猪上市量将较之前月份增多。此外，由于母猪生产效率持续提升，近几个月新生仔猪数量增长较快，按照 6 个月育肥周期，这些仔猪将在明年春节后的消费淡季育肥上市。从小猪存栏量来看，根据第三方机构（涌益）调研数据，2024 年 2~11 月环比上升。按照 6 个月育肥周期推算，2024 年 8 月~2025 年 5 月，生猪存栏量增加。从能繁母猪存栏量来看，根据农业部及统计局数据，2024 年 5 月出现上升拐点。截至 10 月，能繁母猪存栏 4073 万头、环比保持增长，基础产能继续小幅调增。按照 10 个月繁育周期推算，预计 2025 年 2~3 季度生猪供应量增加。从生猪存栏量来看，根据统计局数据，2024 年 2~3 季度，我国生猪存栏量环比上升、同比降幅缩窄。截至三季度末，全国生猪存栏 42694 万头，环比增加 1160 万头、增长 2.8%。3) **2025 年饲料产量恢复。**根据统计局数据，2024 年 5~9 月我国饲料产量环比总体上升（7 月和 10 月环比下降），截至 10 月累计同比为负数。由于生猪存栏变化与饲料产量同比变化趋势相同，若 2025 年生猪养殖规模恢复、预计饲料产量将同步恢复。4) **2025 年豆粕添加比例平稳。**根据饲料工业协会数据，2024 年 1~10 月，配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比为 12.4%~13.9%（5 月最高、7 月最低）。从市场情况来看，豆粕添加比例变化与豆粕价格、生猪价格、替代产品价格及季节性等因素有关。其中：① 豆粕添加比例与豆粕价格一般呈现反向关系：价格偏高、添加比例下降；反之，价格偏低、添加比例上升。② 豆粕添加比例与生猪价格有一定正向关系：生猪价格偏高时，有可能增加豆粕添加比例；反之，则减少豆粕添加比例。如果 2025 年豆粕价格、生猪价格或替代产品价格没有持续性极端高价行情（上述品种可能会有阶段性上涨，但长期持续且极端高价行情概率偏小），那么预计豆粕添加比例总体平稳。5) **2025 年豆粕消费好转。**基于生猪养殖规模、饲料产量恢复，假设豆粕添加比例平稳，豆粕需求稳中

¹¹ 新闻网址：<http://www.scio.gov.cn/live/2024/35055/tw/>

有增概率增加。

图 30：2023 年 11 月～2024 年 6 月中旬，国内仔猪价格进入上涨趋势



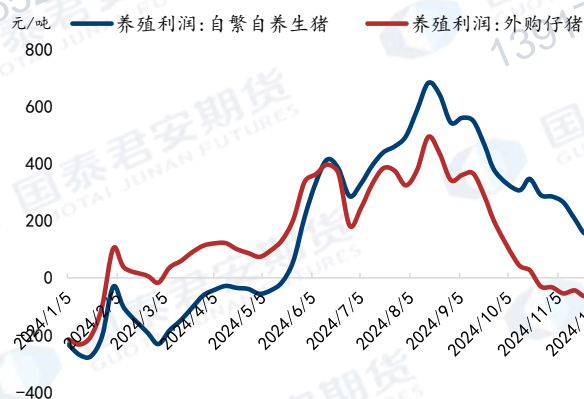
资料来源：涌益，国泰君安期货研究

图 31：2024 年 3～8 月，国内生猪价格处于上涨趋势：8 月中旬创下近两年新高



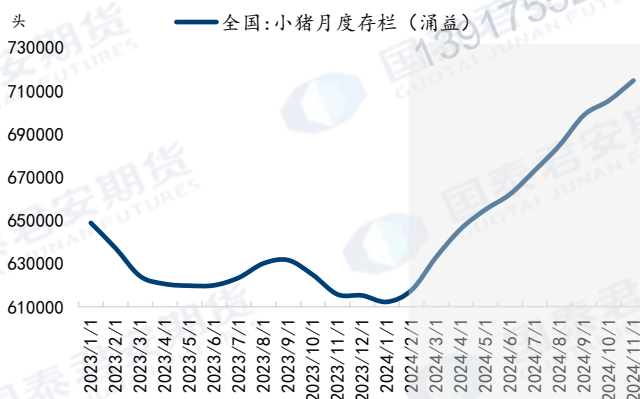
资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

图 32：2024 年 5 月下旬～12 月中旬，自繁自养生猪利润为正；3 月～10 月中旬，外购仔猪利润为正



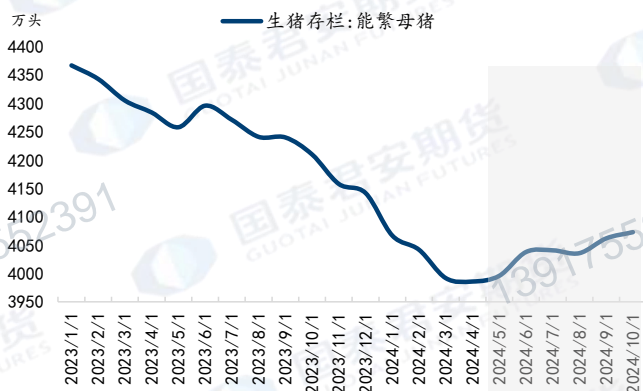
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 33：第三方机构调研样本显示：2024 年 2 月小猪存栏量出现上升拐点，11 月环比仍上升



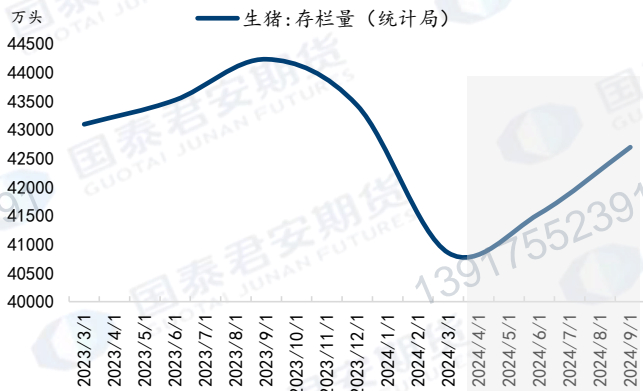
资料来源：涌益，国泰君安期货研究

图 34：2024 年 5 月能繁母猪存栏量出现上升拐点，10 月环比仍上升



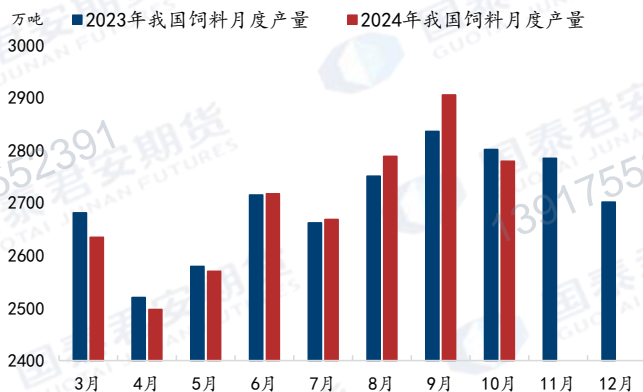
资料来源：Wind，农业农村部，统计局，国泰君安期货研究

图 35：2024 年 2~3 季度，我国生猪存栏量环比上升



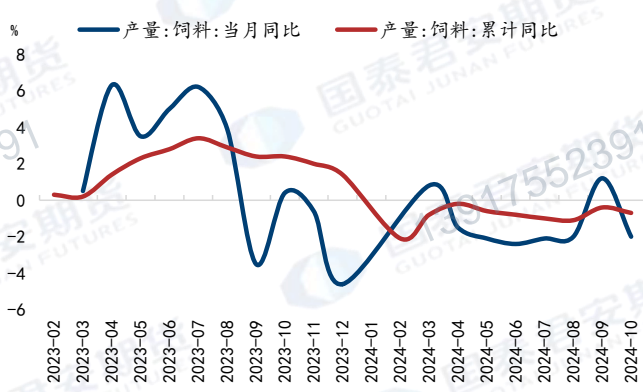
资料来源：同花顺，统计局，国泰君安期货研究

图 36：2024 年 5~9 月，我国饲料产量环比上升



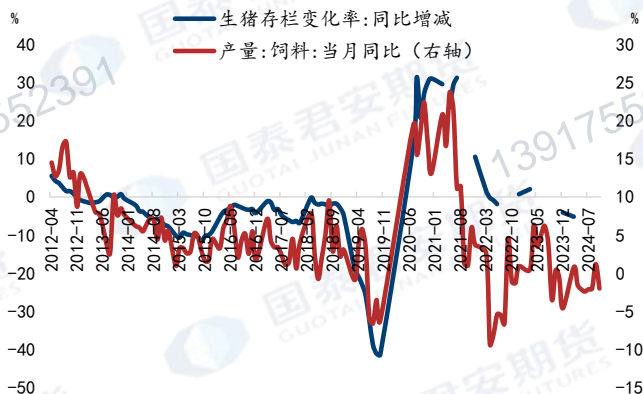
资料来源：Wind，统计局，国泰君安期货研究

图 37：截至 2024 年 10 月，我国饲料产量同比下降



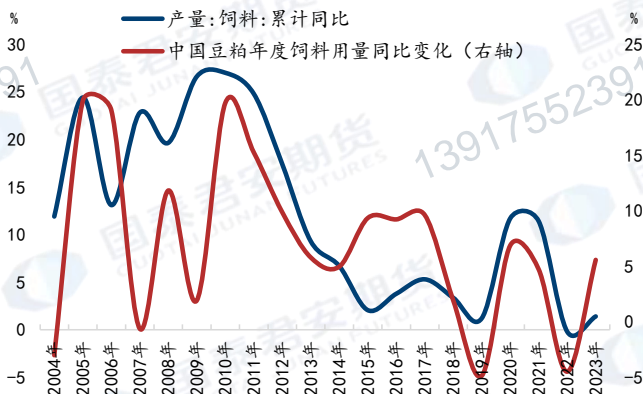
资料来源：Wind，统计局，国泰君安期货研究

图 38：生猪存栏变化与饲料产量同比变化趋势相同



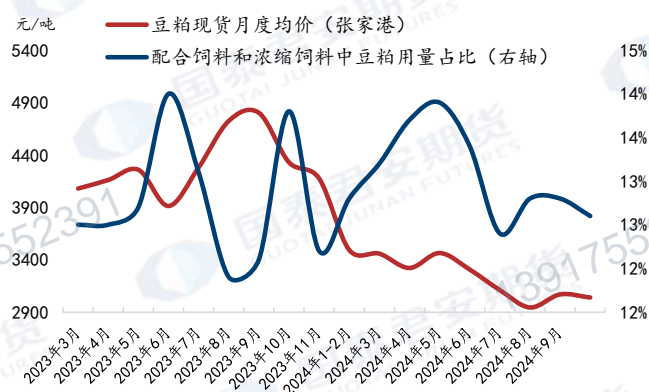
资料来源：Wind，国家统计局，农业农村部，国泰君安期货研究

图 39：饲料产量与豆粕饲用量同比变化趋势基本相同



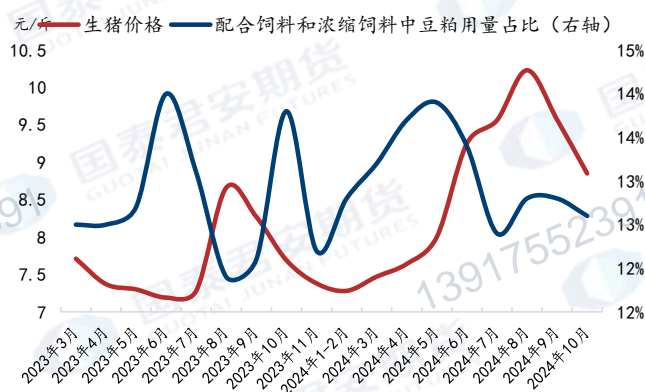
资料来源：Wind，国家统计局，USDA，国泰君安期货研究

图 40：豆粕价格可能影响添加比例：豆粕价格高、添加比例下降；反之，豆粕价格下降、添加比例上升



资料来源：Wind，饲料工业协会，国泰君安期货研究

图 41：生猪价格可能影响豆粕添加比例：生猪价格偏高，有利于激励豆粕添加比例上升



资料来源：同花顺，饲料工业协会，国泰君安期货研究

2.3 成本端：中美贸易摩擦，大豆进口成本上升、抬升豆粕成本

若 2025 年中美大豆贸易再现关税忧虑，大豆进口成本上升、抬升豆粕成本。1) 2018 年中美贸易摩擦（加征关税），大豆进口成本上升。我们根据大豆进口成本公式分析：进口大豆到港成本 = (CBOT 大豆价格 + 升贴水 + 海运费) * 汇率 * (1 + 进口关税) * (1 + 进口增值税) + 港杂费。参考 2018 年贸易摩擦情况：① CBOT 大豆价格下跌，因美豆出口需求缩减、供需宽松；② CNF 升贴水（含海运费）：美豆下降、巴西大豆上升，因美豆贸易减少、巴西供应紧俏；③ 汇率：美元兑人民币上涨、人民币汇率下跌，因担忧中美贸易摩擦影响国内经济；④ 关税：美豆上升（2018 年 7 月 6 日关税提高 25% 至 28%）、巴西不变（维持 3%）；⑤ 增值税：下降（2018 年 5 月 1 日进口增值税从前期 11% 下降至 10%）。上述因素综合变化下，我国进口美豆和巴西大豆到港成本均上涨，美豆上涨主要因为关税上升，巴西大豆则因为升贴水价格上涨及汇率因素。2) 2024 年特朗普普胜选后，进口大豆成本上升。2024 年 11 月 6 日（北京时间）美国总统候选人特朗普胜选，随后几个交易日进口大豆成本小幅上涨：CBOT 大豆价格小幅上涨（前期美豆市场提前进行特朗普交易而下跌，特朗普胜选日出现获利了结；此外，新总统就职时间为 2025 年 1 月 20 日，美豆出口需求暂无近忧）、美元兑人民币上涨、巴西大豆 CNF 升贴水小幅上涨，由此进口大豆成本小幅上升。若 2025 年中美大豆贸易再现关税忧虑，进口大豆成本可能上升、从而抬升豆粕成本。

图 42: 2018 年中美贸易摩擦, CBOT 大豆价格下跌、重心下移



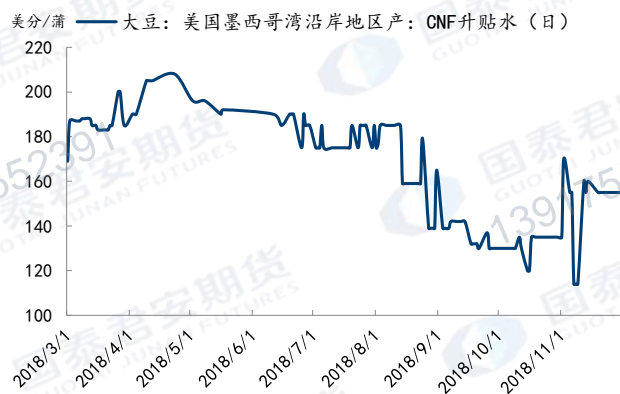
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 43: 2018 年中美贸易摩擦, 美元兑人民币偏强(人民币偏弱)



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 44: 2018 年中美贸易摩擦, 美湾大豆基差偏弱



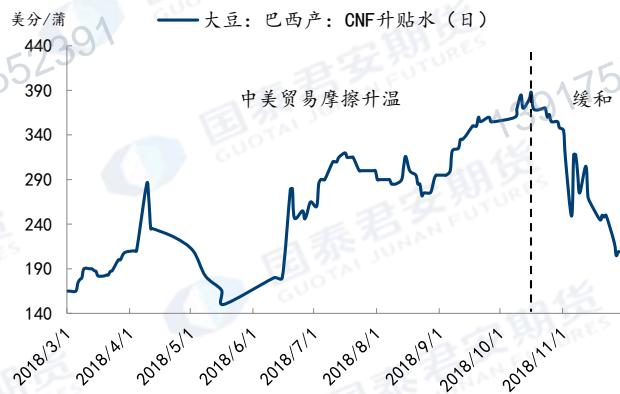
资料来源: 钢联, 国泰君安期货研究

图 45: 2018 年中美贸易摩擦, 美湾大豆到港成本上升



资料来源: 钢联, 国泰君安期货研究

图 46: 2018 年中美贸易摩擦升温, 巴西大豆 CNF 升贴水上升; 贸易摩擦缓和, 巴西大豆 CNF 升贴水下降



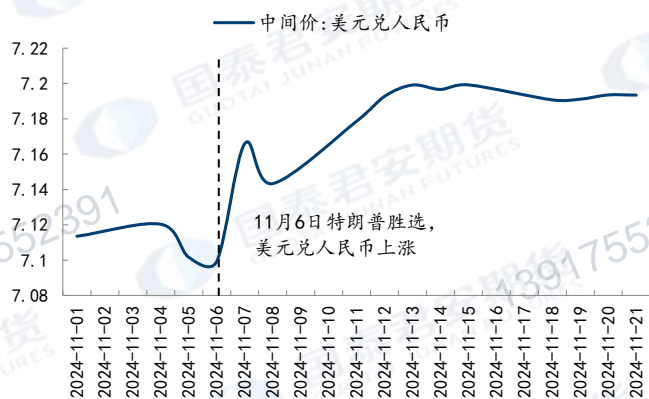
资料来源: 钢联, 国泰君安期货研究

图 47: 2018 年中美贸易摩擦升温, 巴西大豆到港成本上升; 贸易摩擦缓和, 巴西大豆到港成本下降



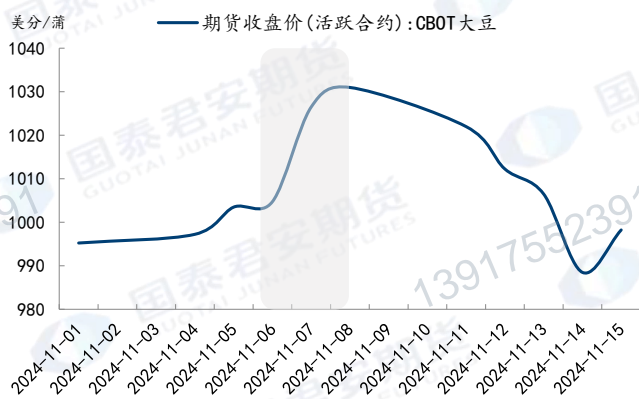
资料来源: 钢联, 国泰君安期货研究

图 48：2024 年 11 月 6 日特朗普胜选之后，美元兑人民币上涨



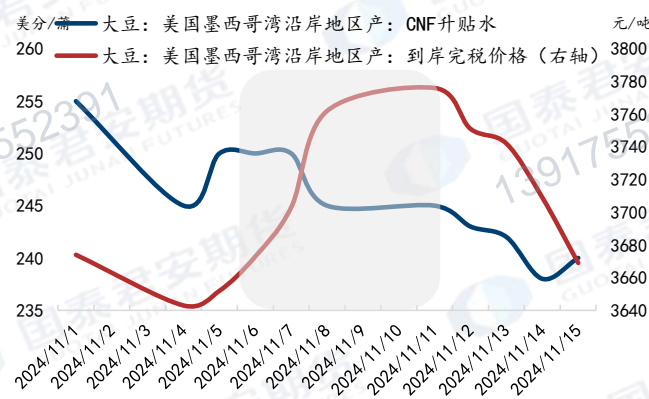
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 49：2024 年 11 月 6 日特朗普胜选，CBOT 大豆期价短暂上涨，随后回归偏弱运行（仍有关税担忧）



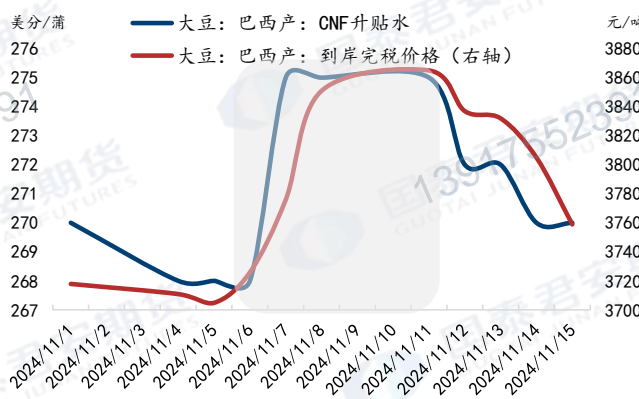
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 50：2024 年 11 月 6 日特朗普胜选，美湾大豆 CNF 升贴水偏弱，但到港成本上升（汇率波动影响）



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 51：2024 年 11 月 6 日特朗普胜选，巴西大豆 CNF 升贴水、到港成本均上升



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

3. 结论和投资展望

2025 年豆粕期价下方有限、低位抬升。1) 原料供应：美豆缩减、巴西宽松。2024/25 年度美豆供需宽松、CBOT 豆价跌破种植成本。基于美豆低价和贸易忧虑，2025 年美豆缩减种植面积概率大。如果减种幅度大、且遇不利天气，那么美豆供应预计下降。若供应降幅大于需求降幅、则美豆供需平衡表收紧。巴西大豆虽然供应宽松，但考虑到美豆供应减少，巴西大豆价格可能不会过低。国内豆粕供应凸显季节性：1 季度及 4 季度偏少（美豆供应季）、2~3 季度宽松（巴西大豆旺季）。2) 需求端，2025 年国内豆粕需求预计稳中有增。2024 年生猪养殖利润好转、产能逐步恢复，按照繁育周期推算，预计 2025 年生猪养殖规模恢复，饲料产量同步恢复。假设豆粕添加比例平稳，豆粕需求预计稳中有增。3) 成本端，中美贸易摩擦扰动，进口大豆成本上升、抬升豆粕成本。总体而言，国内豆粕需求稳定、但供应端存在扰动，若供应收缩、豆粕价格上升。

投资展望：关注“逢低多单”策略。若遇到供应端收缩事件（南美或美豆天气市、美豆种植面积下降、美豆到港下降等），关注“逢低多单”策略。此外需要注意，若市场交易中美贸易忧虑，可能以事件驱动交易为主、价格波动性上升、呈现脉冲特征，交易难度较大，注意规避风险。

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。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国君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，未经国君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。