

豆粕：新形势，新变化

国泰君安期货研究所·吴光静

投资咨询从业资格号：Z0011992

期货从业资格号：F3012393

目录 CONTENTS

01

供应：南美丰产，新季
美豆或减产

03

成本：贸易摩擦，进口
大豆成本上升

02

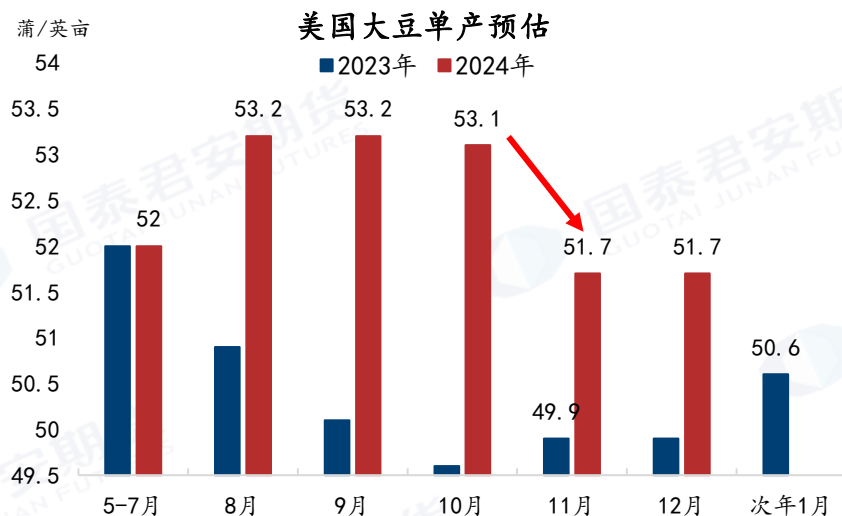
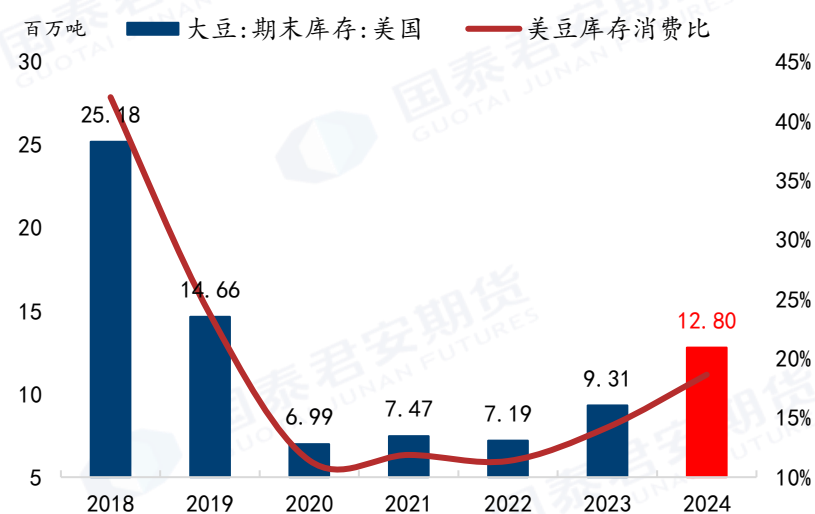
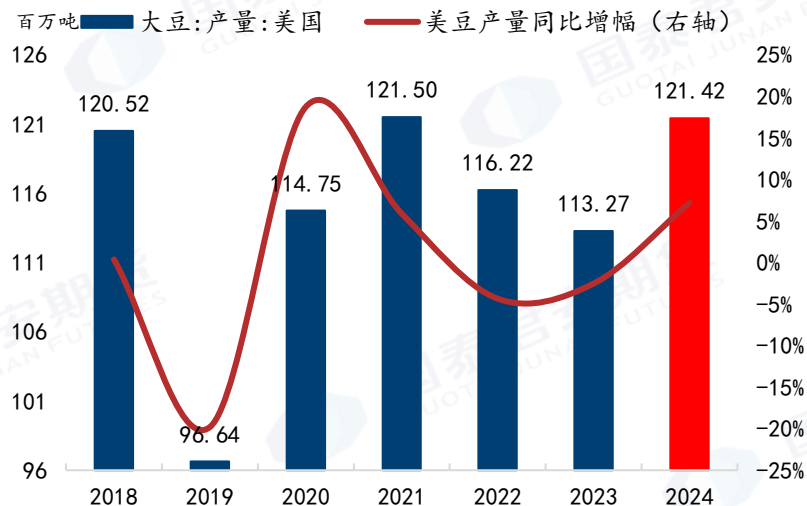
需求：稳中有增

04

结论：下方有限

01. 供应：南美丰产， 新季美豆或减产

2024年美豆丰产、供需宽松：CBOT豆价下跌

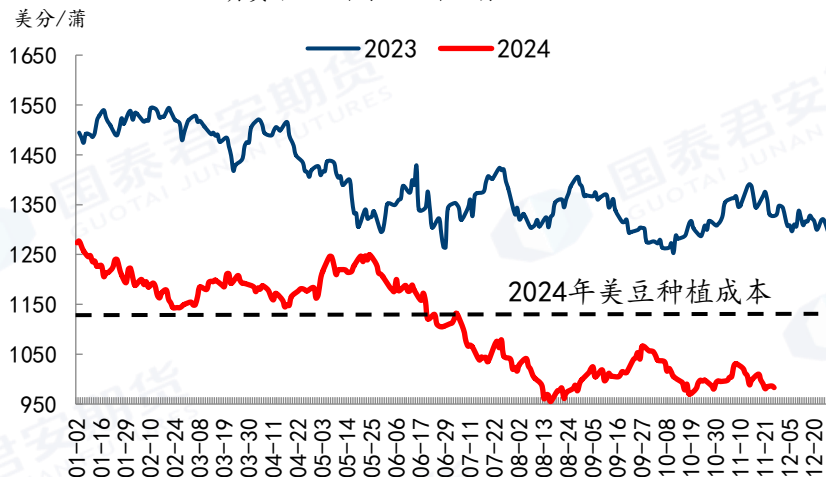


资料来源: Wind, USDA, 国泰君安期货研究

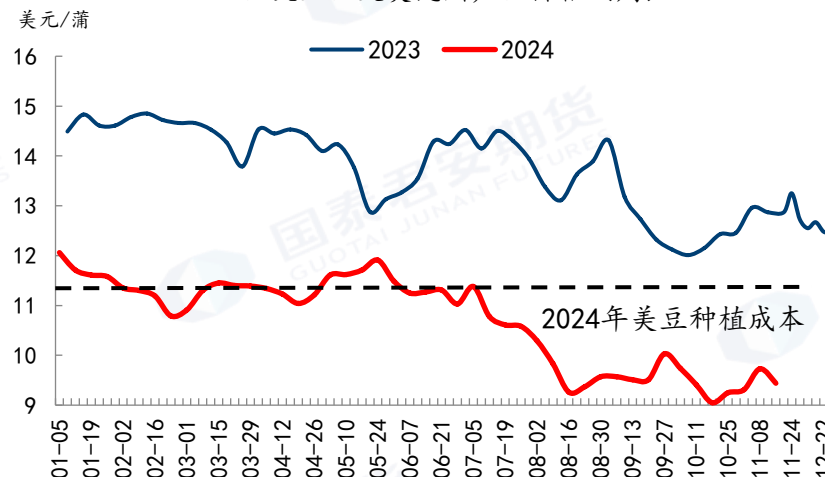
美豆价格：跌破种植成本

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

期货收盘价(活跃合约):CBOT大豆



USDA: 大豆: 艾奥瓦州产: 价格(周)



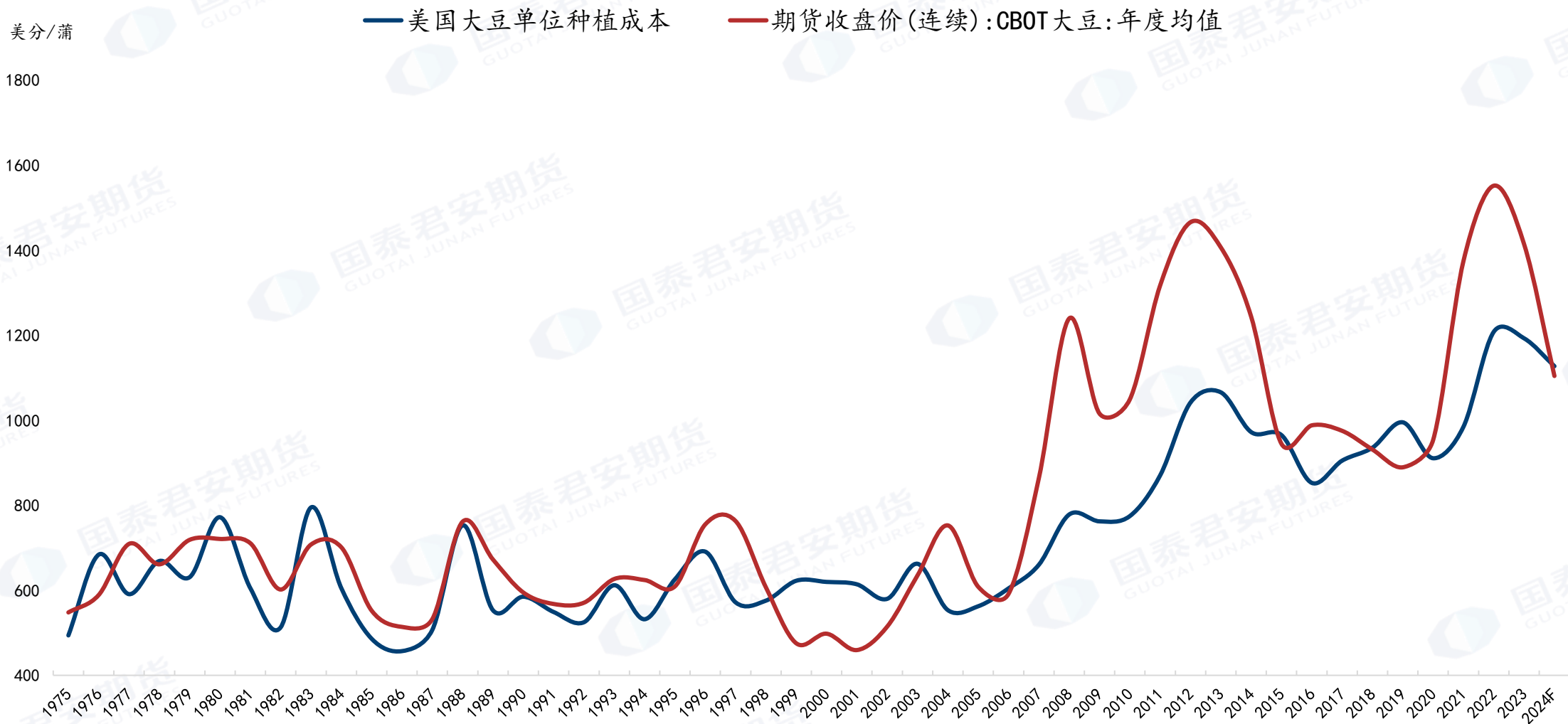
资料来源: Wind, USDA, ERS, 钢联, 国泰君安期货研究

美豆种植成本：经营成本+分摊成本

Item	Soybeans	
	2024F	2025F
	Dollars per planted acre	
Operating costs (经营成本)		
Seed (种子)	70.32	70.74
Fertilizer (肥料)	46.87	46.87
Chemicals (农药)	45.11	45.41
Custom operations (外包作业)	15.71	15.95
Fuel, lube, and electricity (燃料、润滑油和电力)	19.66	19.49
Repairs (修理费)	36.45	36.85
Other variable expenses (排灌费)	0.02	0.02
Interest on operating capital (经营费用利息)	5.69	4.51
Total, operating costs (总经营成本)	239.83	239.85
Allocated overhead (分摊成本)		
Hired labor (雇工费)	6.36	6.41
Opportunity cost of unpaid labor (非付酬劳动的机会成本)	22.09	22.27
Capital recovery of machinery and equipment (农机具折旧费)	137.88	140.02
Opportunity cost of land (rental rate) (土地机会成本 (地租))	174.15	174.59
Taxes and insurance (税和保险)	16.46	16.81
General farm overhead (农场共同分摊费)	23.27	23.52
Total, allocated costs (总分摊成本)	380.19	383.62
Total, costs listed (总成本)	620.03	623.48

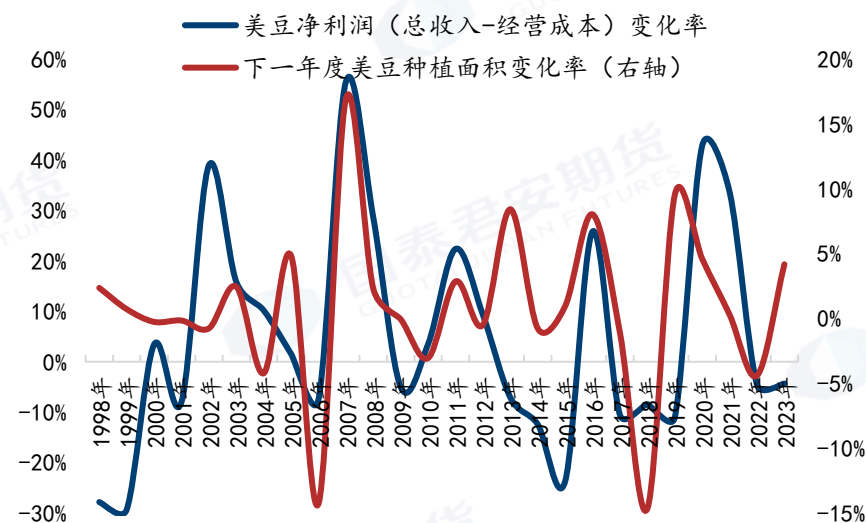
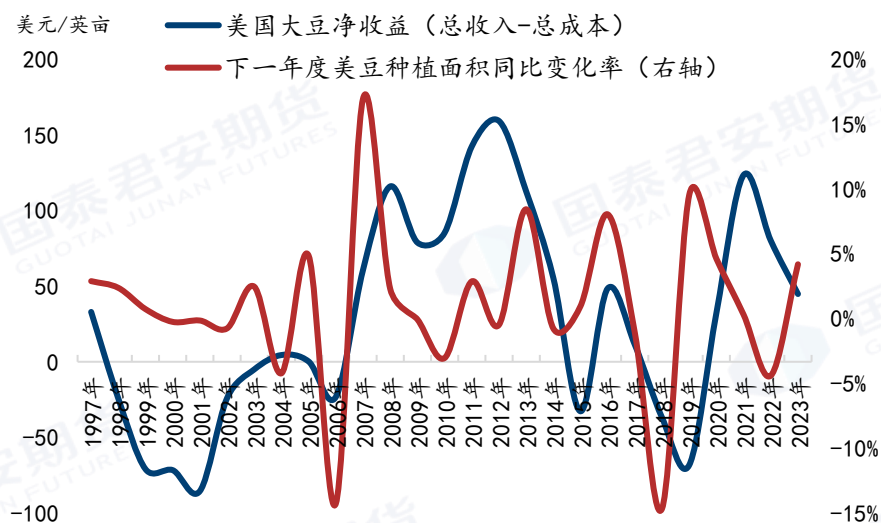
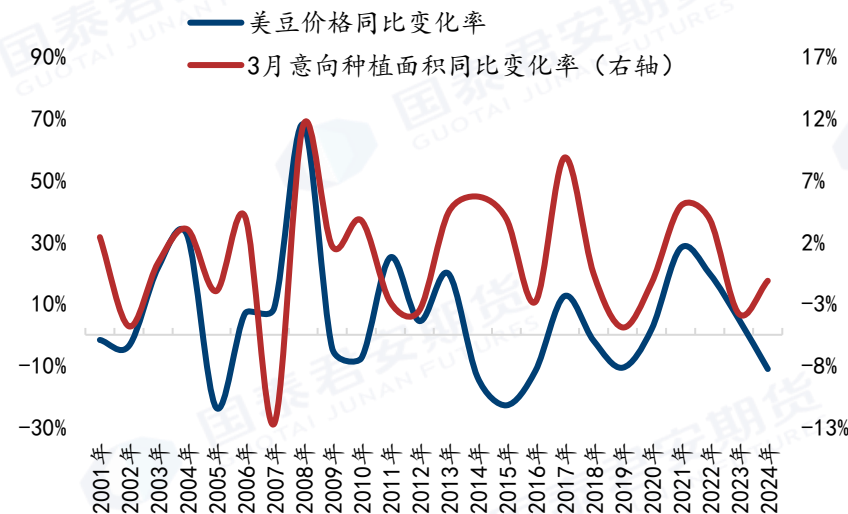
资料来源：USDA，ERS，国泰君安期货研究

美豆价格与种植成本对比



资料来源: USDA, ERS, 国泰君安期货研究

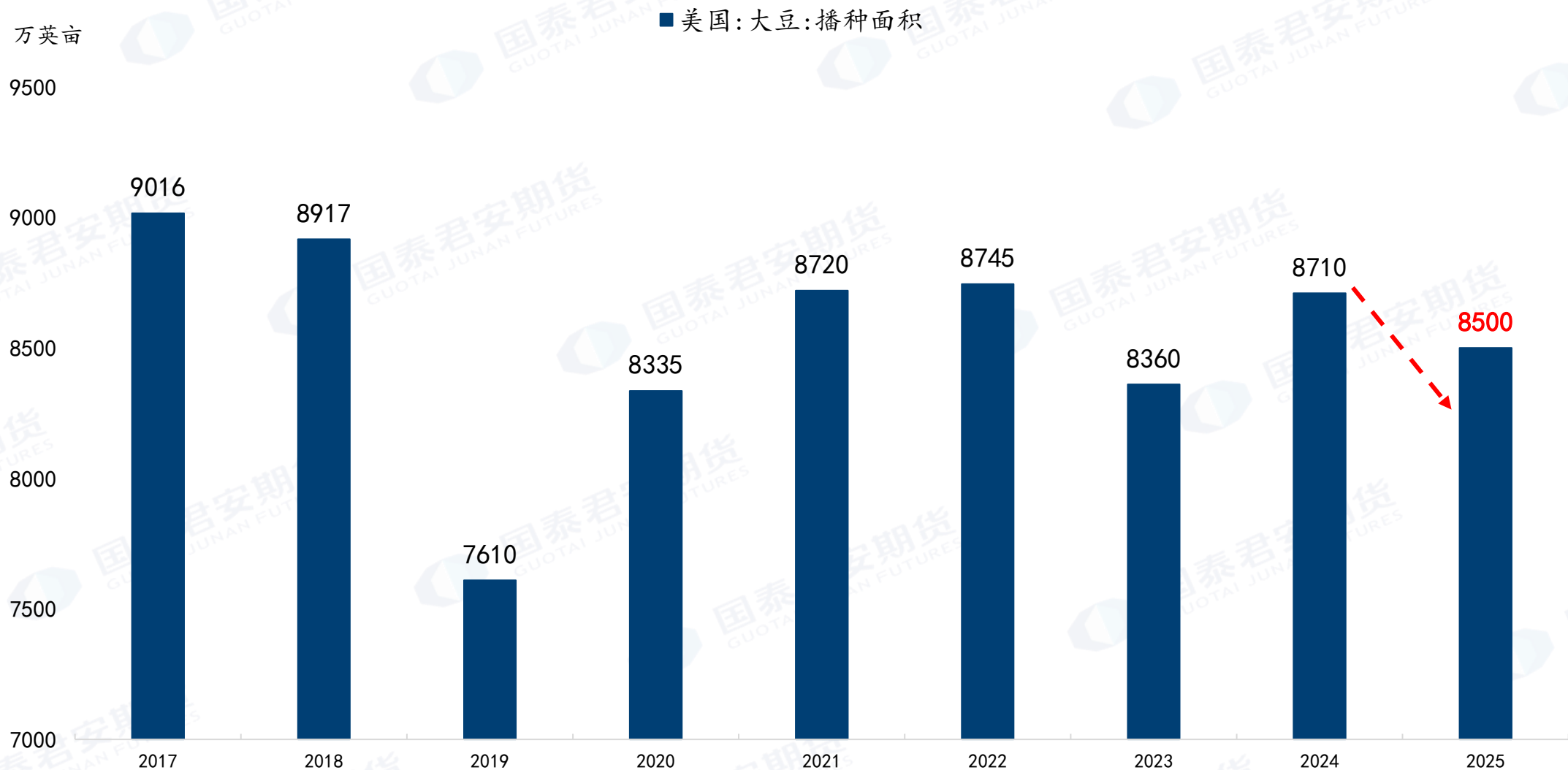
2025年美豆种植面积预计缩减：低价驱动减种



资料来源：Wind，USDA，国泰君安期货研究

2025年美豆种植面积预计缩减：USDA面积报告

万英亩



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

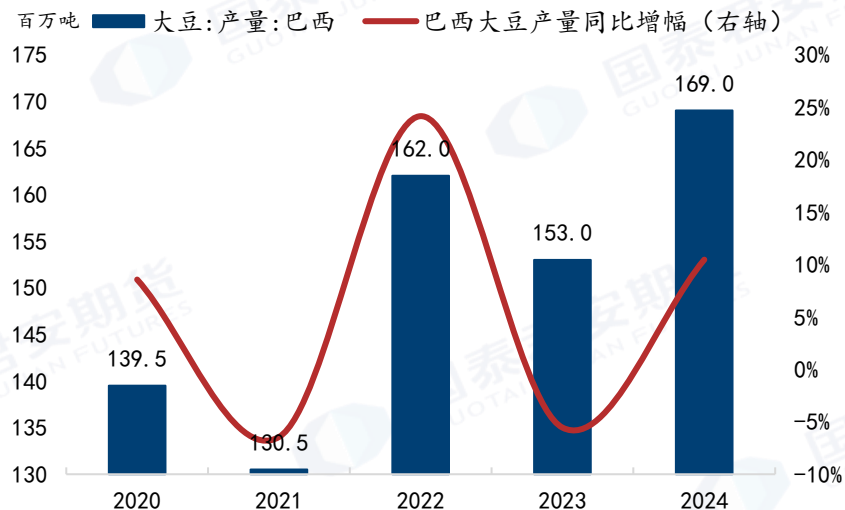
2025/26年度美豆平衡表可能收缩

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

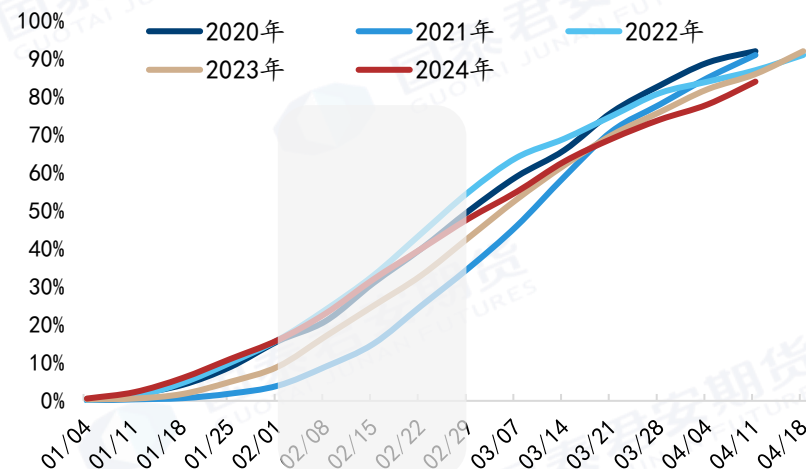
时间	期初库存 (单位: 百万吨)	产量 (单位: 百万吨)	进口 (单位: 百万吨)	国内消费总计 (单位: 百万吨)	出口 (单位: 百万吨)	期末库存 (单位: 百万吨)	库存消费比 (期末库存/国内消费量)
2024/25	9.31	121.42	0.41	68.67	49.67	12.8	18.64%
2025/26	12.8	114.2	0.41	70.73	44.70	11.98	16.94%

资料来源: Wind, USDA, 国泰君安期货研究

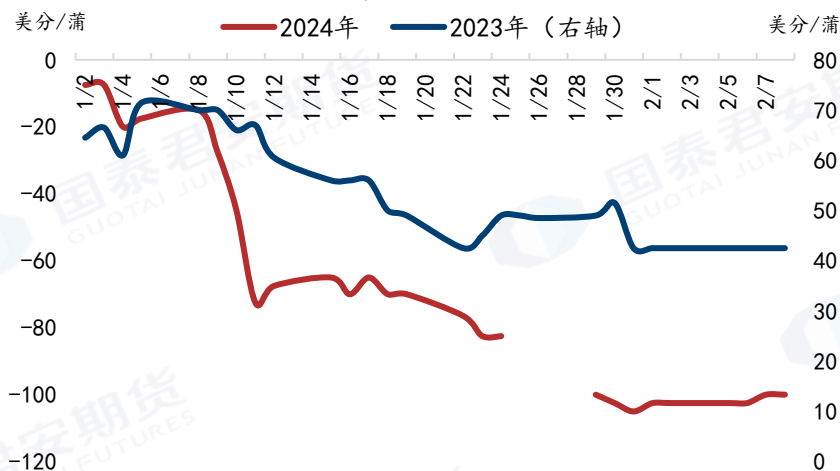
2024/25年巴西丰产：预期-修正



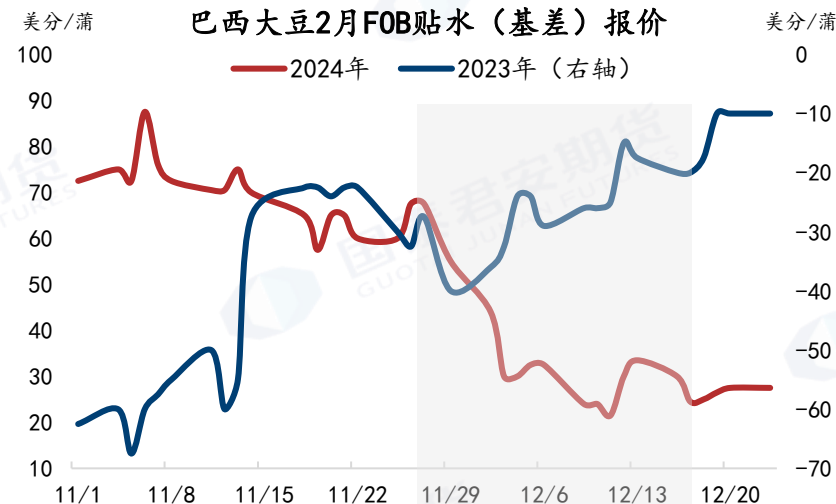
巴西大豆收获进度



巴西大豆2月FOB贴水(基差)报价

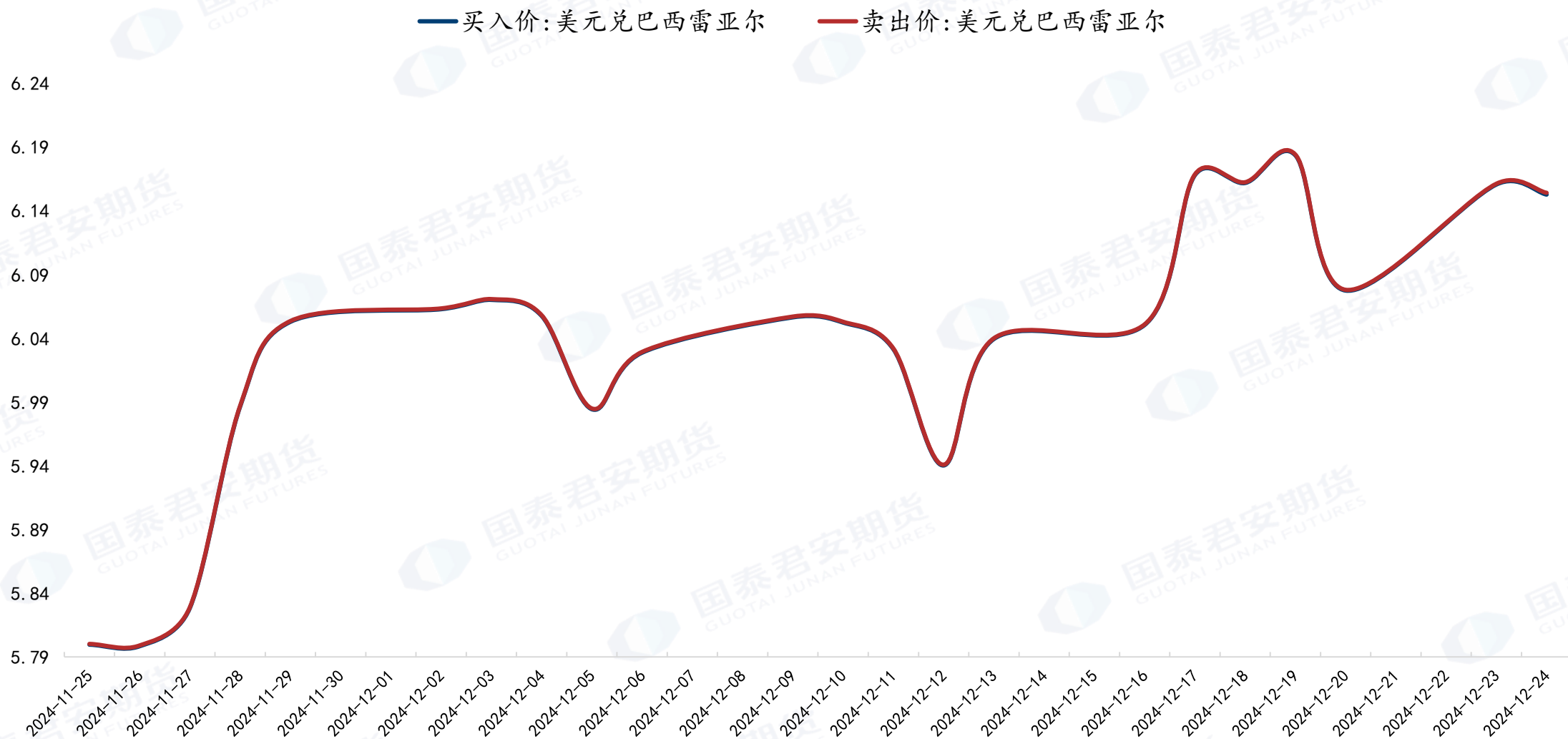


巴西大豆2月FOB贴水(基差)报价



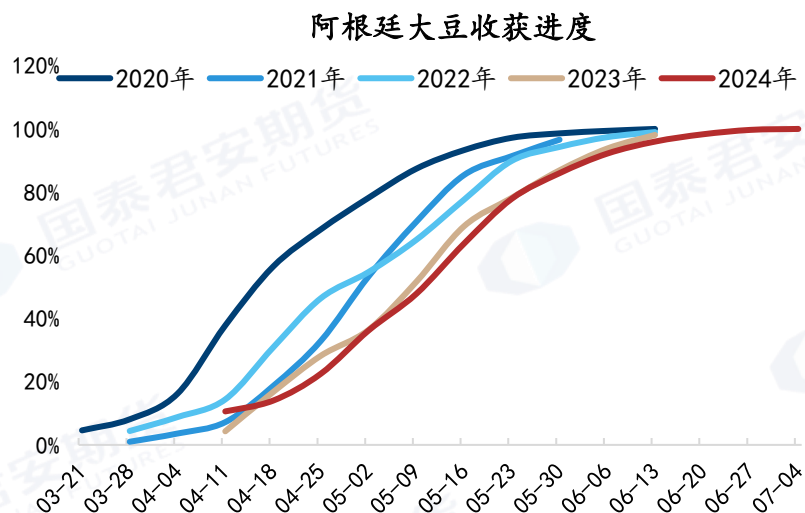
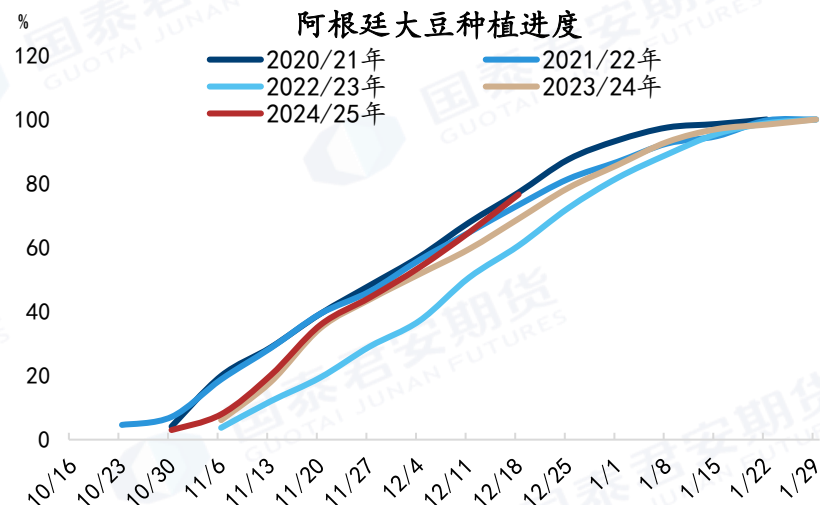
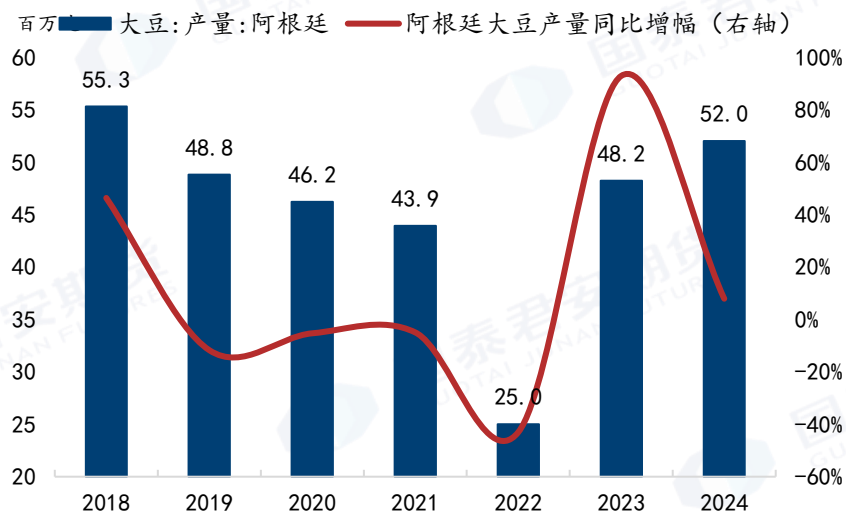
资料来源: Wind, USDA, 路透, 国泰君安期货研究

近期巴西大豆升贴水下跌宕归因之一：雷亚尔贬值



资料来源：Wind，巴西央行，国泰君安期货研究

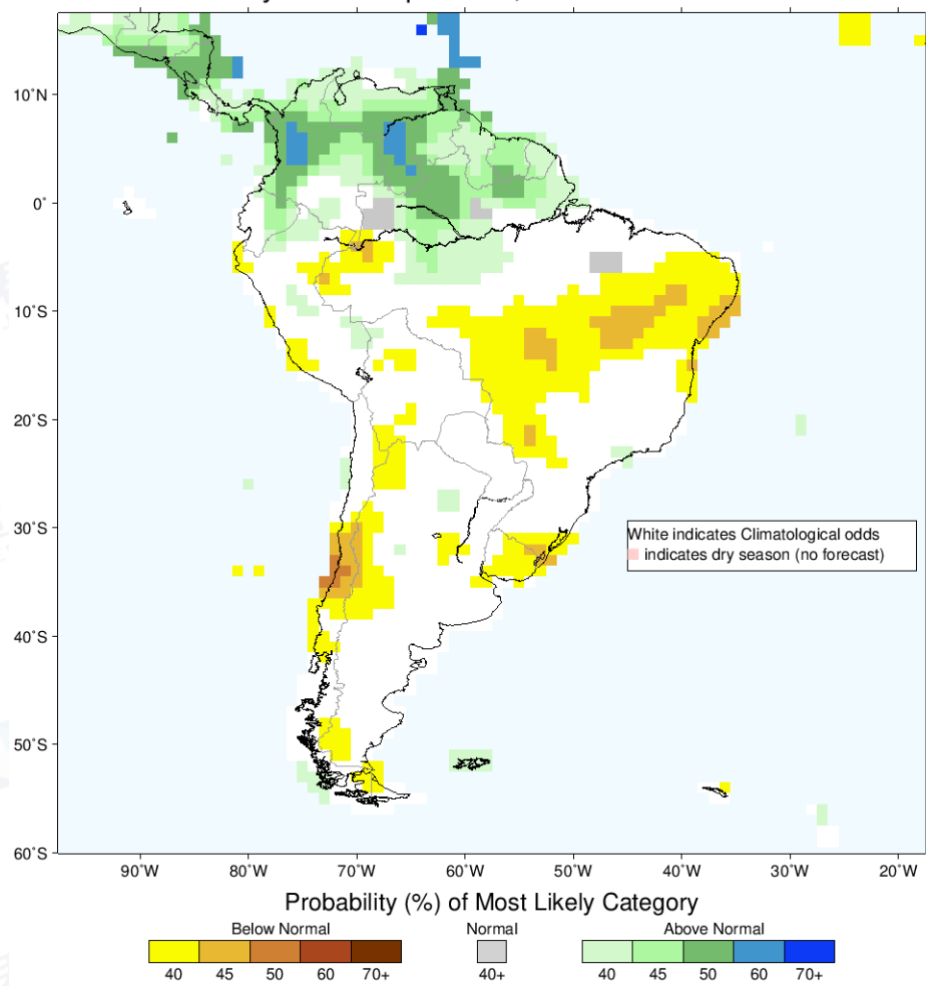
2024/25年度阿根廷丰产：预期-修正



资料来源: Wind, USDA, 国泰君安期货研究

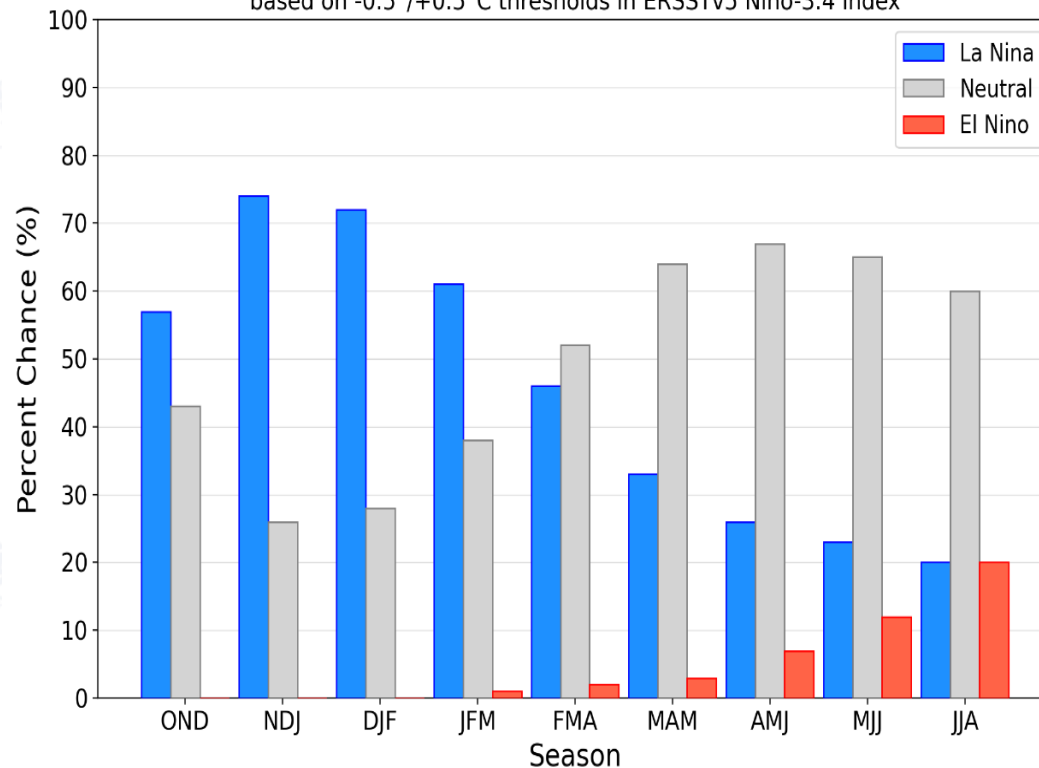
南美天气市：关注产区降水等、拉尼娜天气

IRI Multi-Model Probability Forecast for Precipitation for February–March–April 2025, Issued December 2024



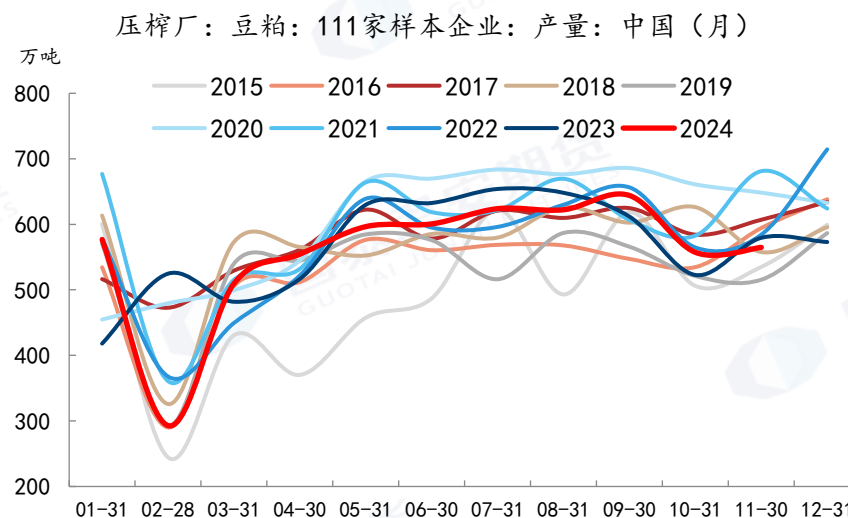
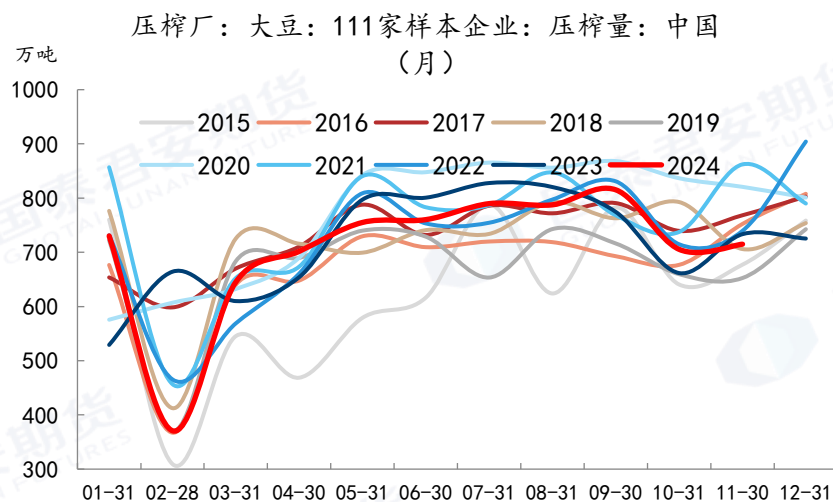
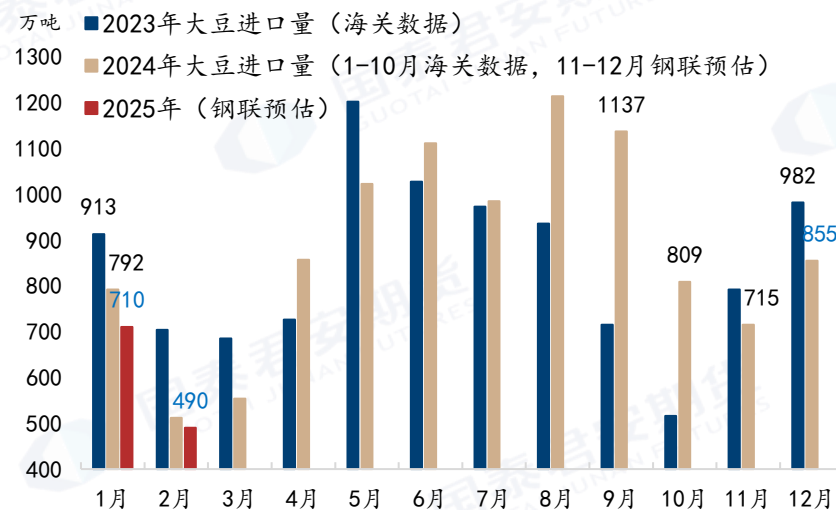
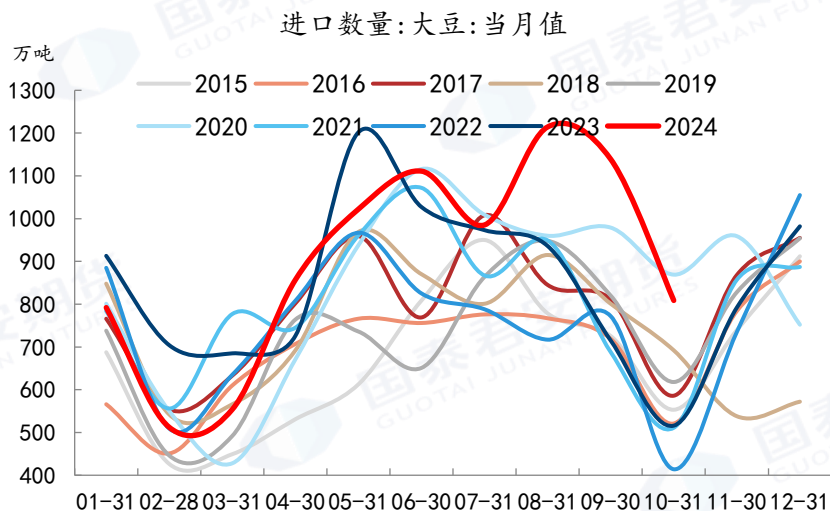
Official NOAA CPC ENSO Probabilities (issued November 2024)

based on $-0.5^{\circ}/+0.5^{\circ}\text{C}$ thresholds in ERSSTv5 Niño-3.4 index



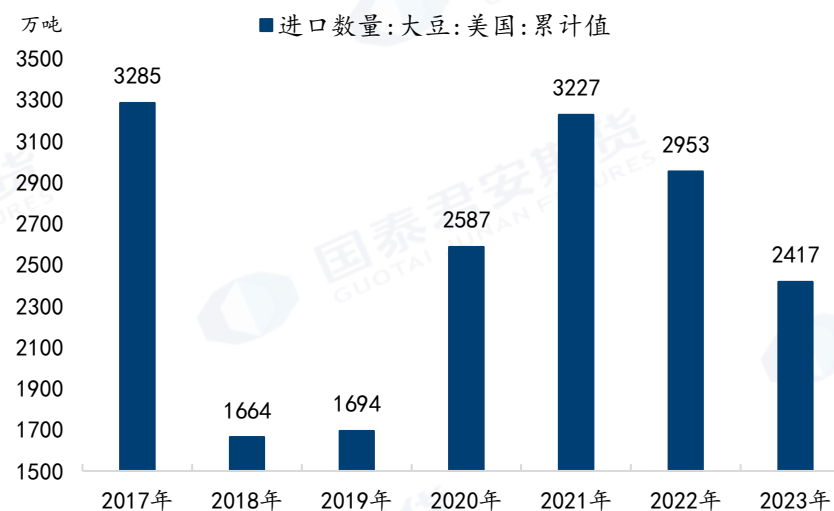
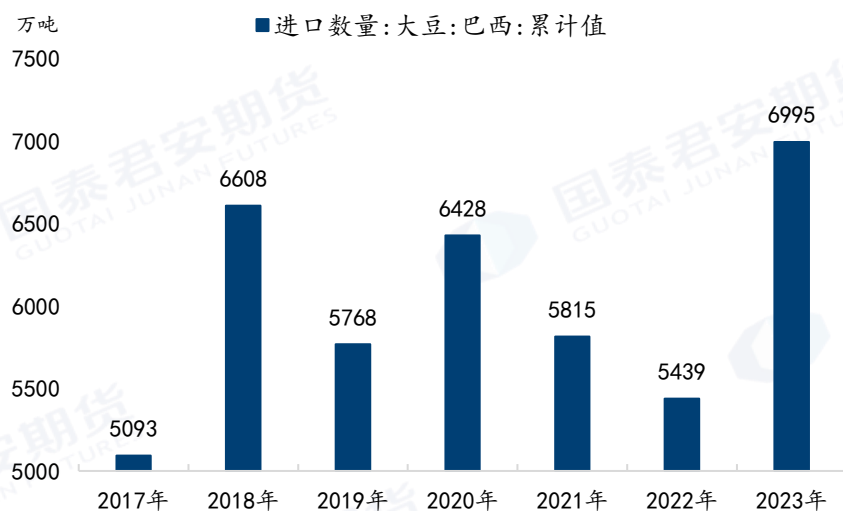
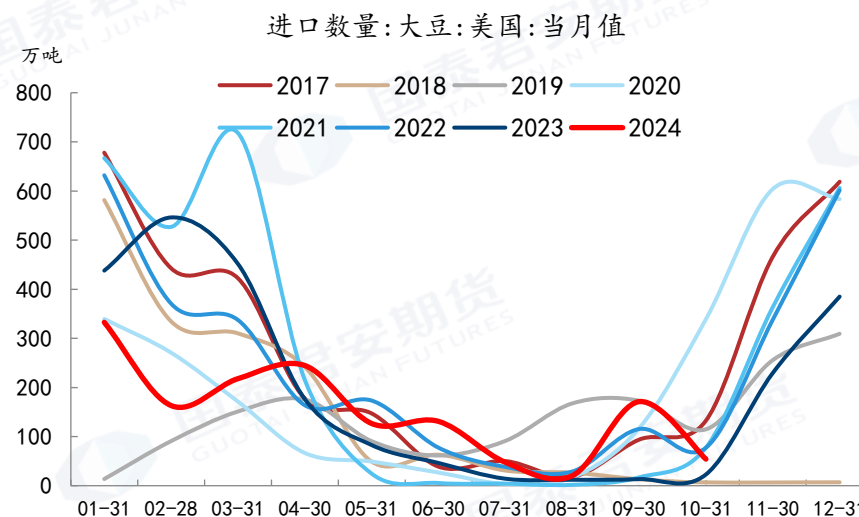
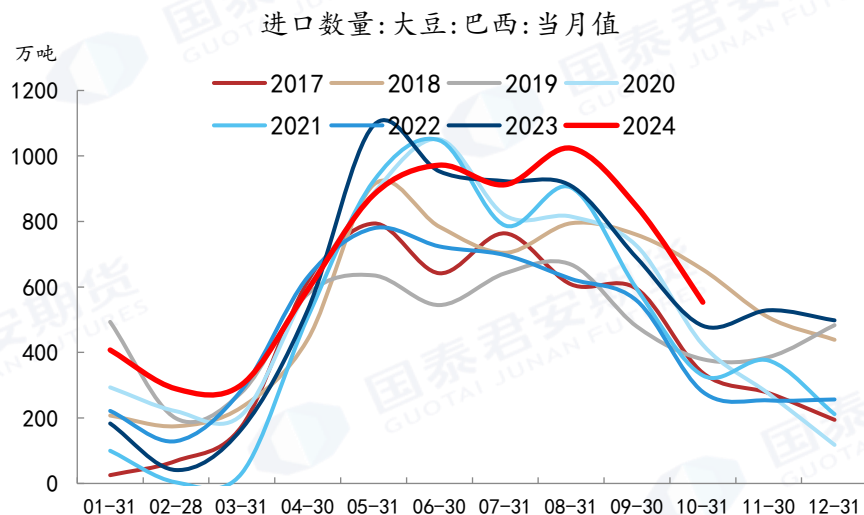
资料来源：CPC

2025年国内豆粕供应：季节性、实际压榨



资料来源: Wind, 钢联, 国泰君安期货研究

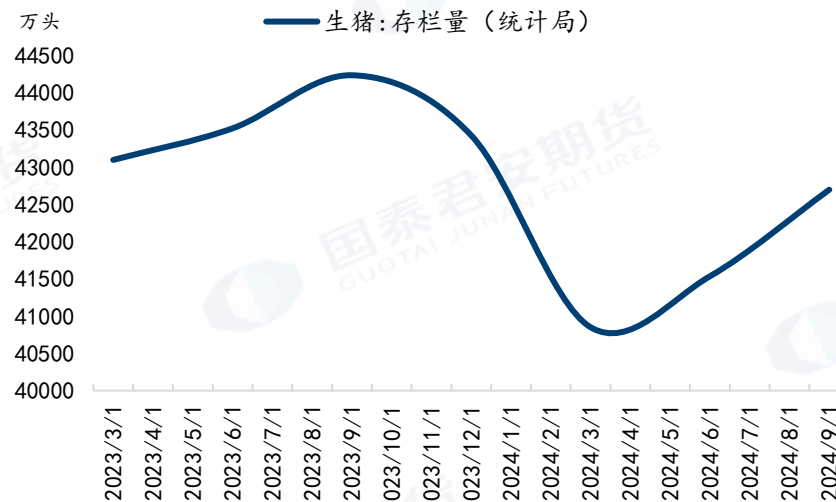
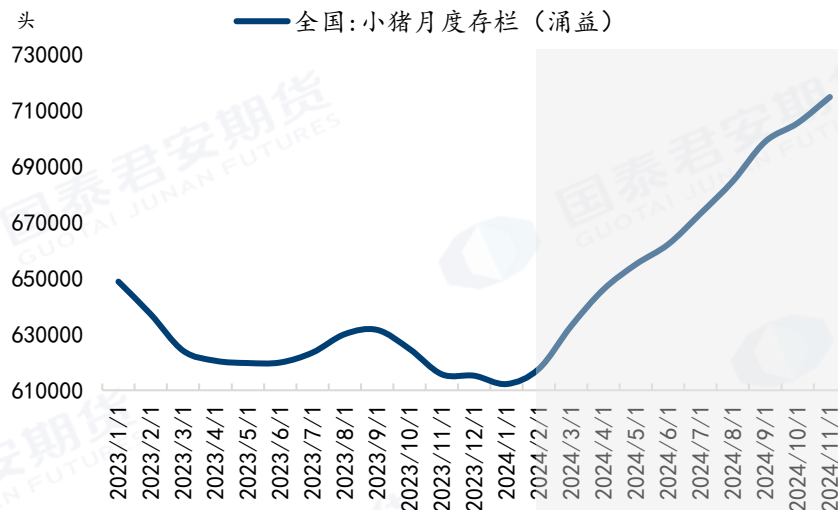
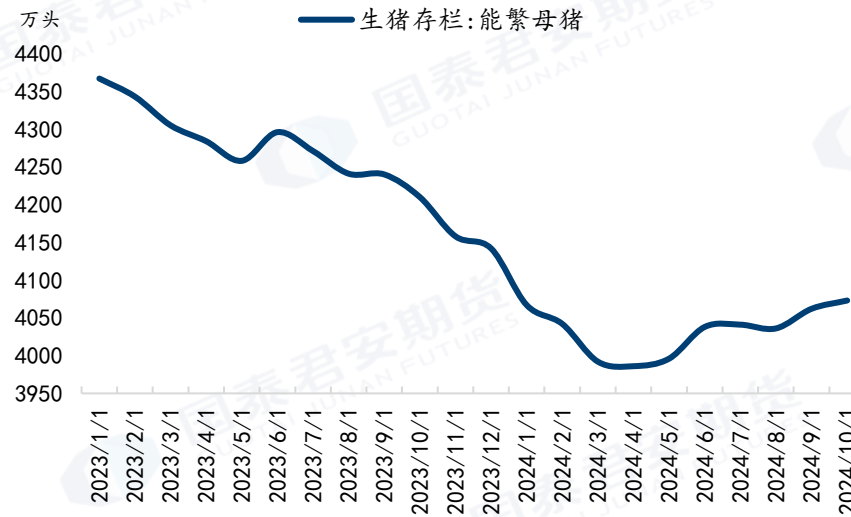
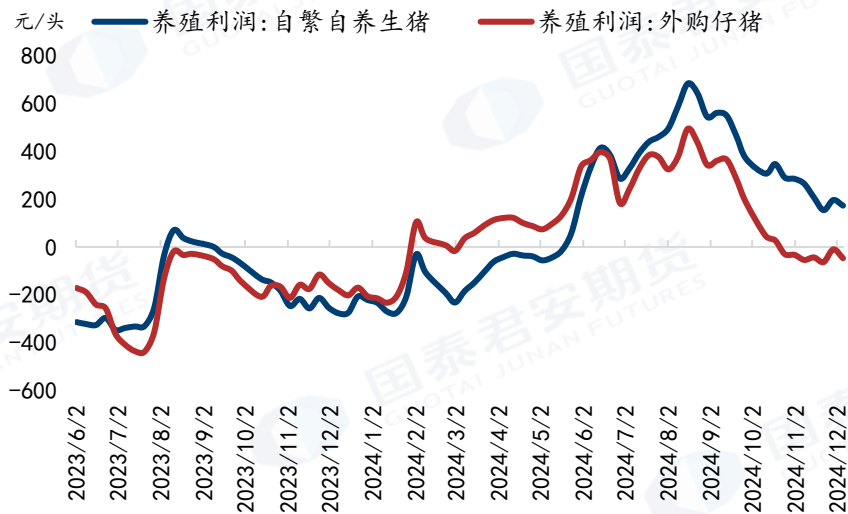
2025年豆粕供应：巴西、美豆季节性（贸易扰动）



资料来源: Wind, 海关总署, 国泰君安期货研究

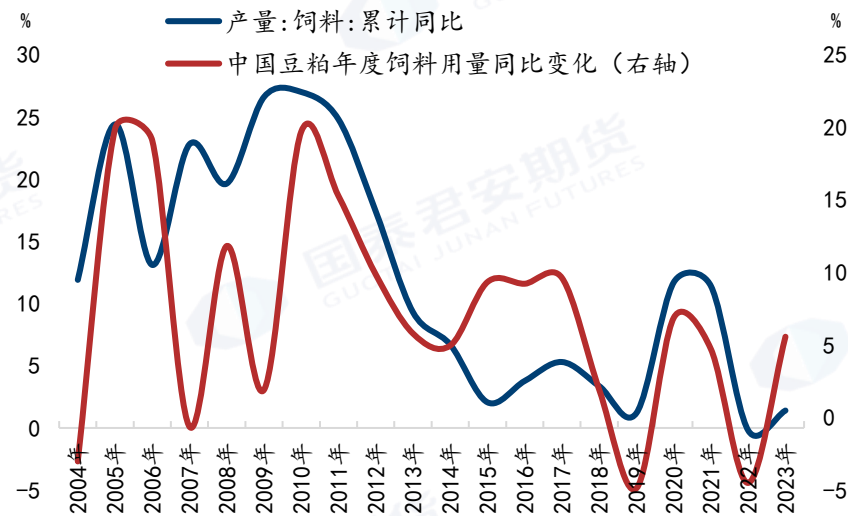
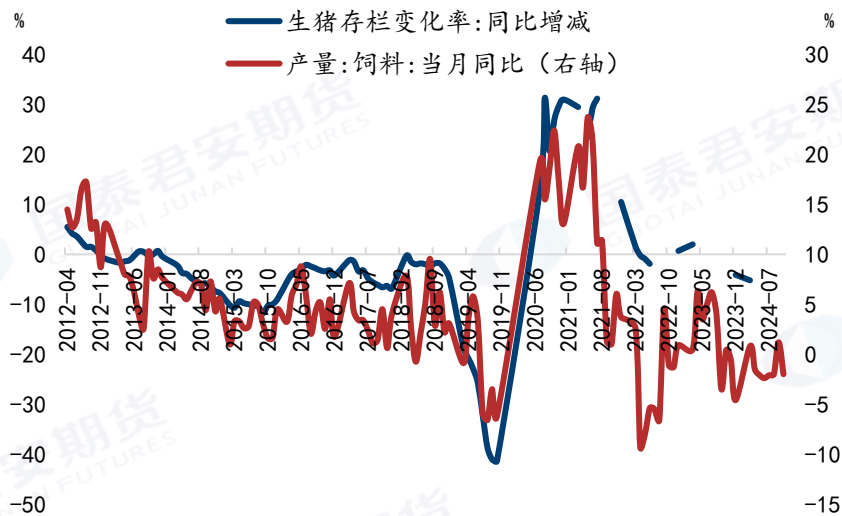
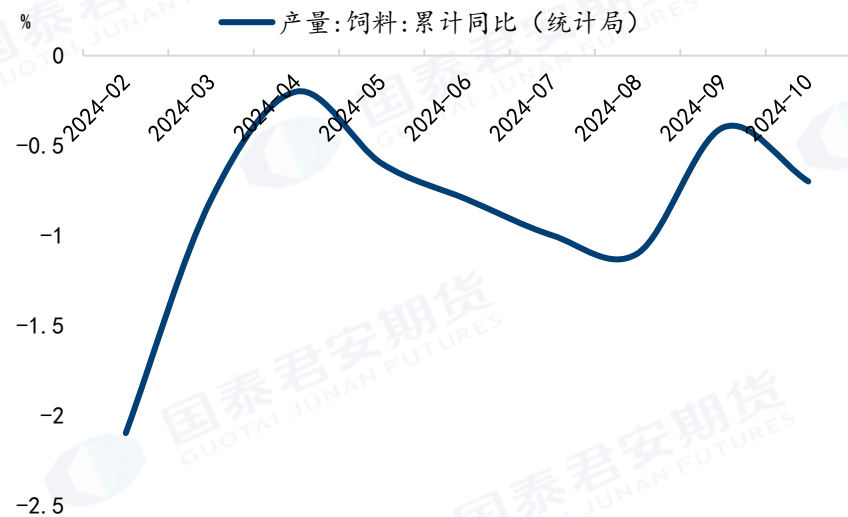
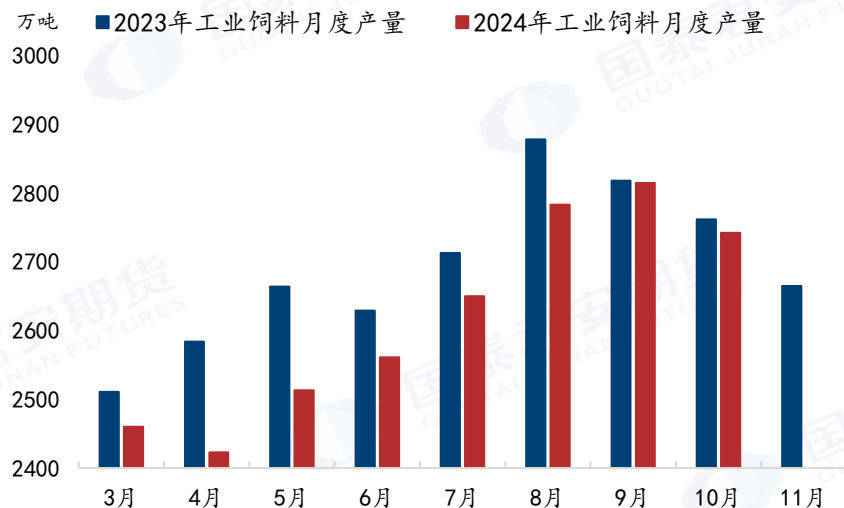
02 需求：稳中有增

2025年生猪养殖规模增加：利润好转、产能恢复



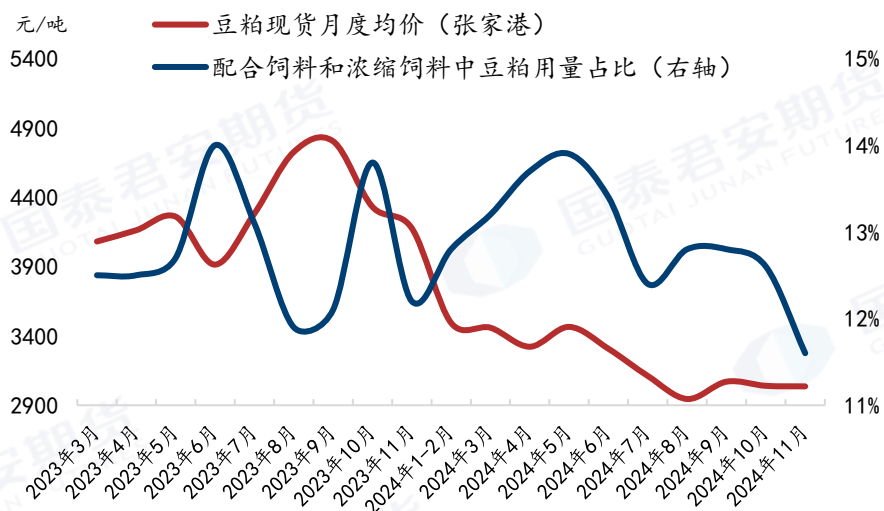
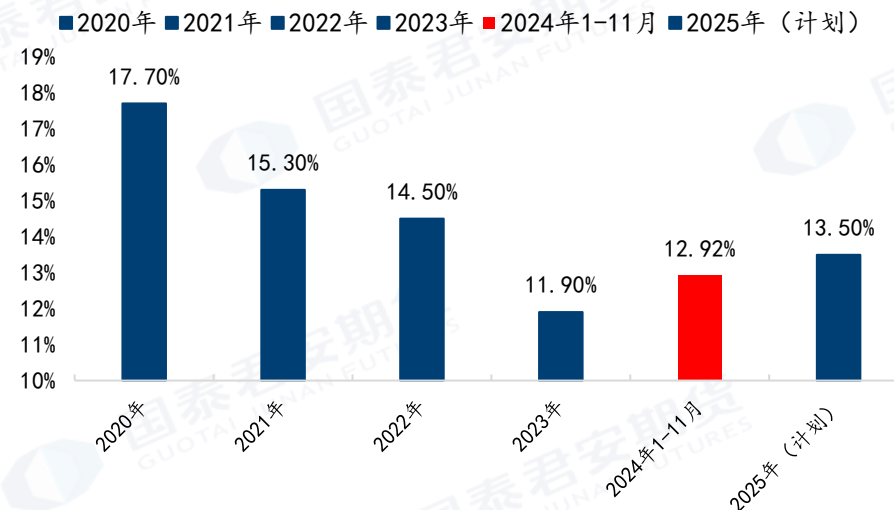
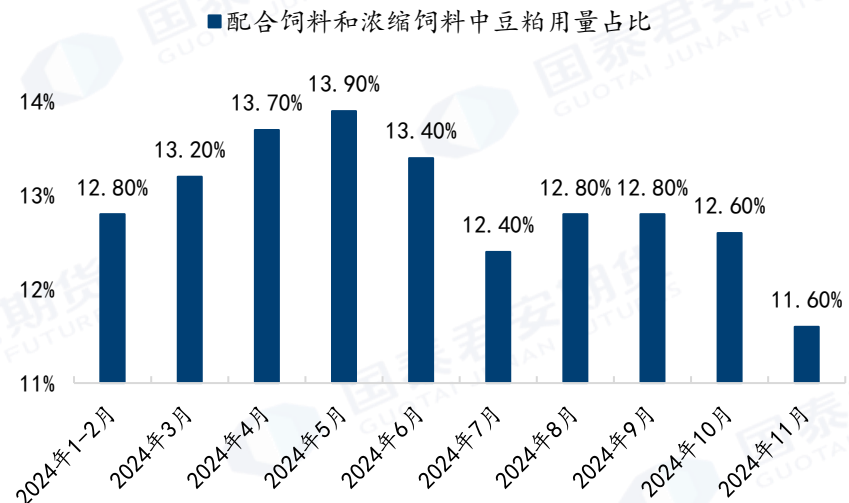
资料来源: 同花顺, Wind, 统计局, 涌益, 卓创, 国泰君安期货研究

2025年饲料生产恢复：生猪养殖规模恢复



资料来源: Wind, 饲料工业协会, 统计局, USDA, 国泰君安期货研究

2025年豆粕需求稳中有增：假设添加比例平稳



资料来源：饲料工业协会，根据新闻整理，Wind，同花顺，国泰君安期货研究

03. 成本：贸易摩擦， 进口大豆成本上升

进口大豆：贸易摩擦扰动，进口成本上升

$$\text{进口大豆成本} = (\text{CBOT大豆价格} + \text{升贴水} + \text{海运费}) * \text{汇率} * (1 + \text{进口关税3\%}) * (1 + \text{进口增值税9\%}) + \text{杂项费用}$$

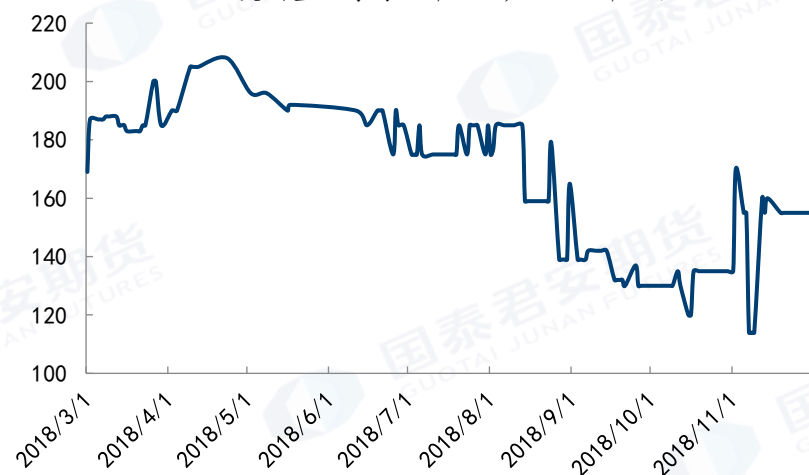
时间	我国大豆关税政策主要调整情况
1996年之前	大豆进口配额管理，享受配额保护：普通关税180%，优惠税率40%，配额内税率3%。
1999年	大豆进口取消配额、实行3%单一关税政策。
2001年	我国加入WTO之后，正式承诺取消大豆进口配额管理，实行单一的进口关税约束政策，除了种用大豆进口关税率为0以外，黄大豆、黑大豆、青大豆以及其他大豆的进口关税税率均为3%。
2007. 10. 01	进口大豆实行3个月暂定关税，税率由3%下降至1%。此后两次分别延长该暂定关税至2008年3月31日和9月30日。
2008. 10. 01	大豆进口恢复3%进口关税。
2018. 07. 06	我国对美国大豆进口关税上调25%至28%，其余进口来源地不变（维持3%）。
2019. 09. 01	我国对美国大豆进口关税上调5%至33%，其余进口来源地不变（维持3%）。
2020. 03. 02	中国政府正式受理美国大豆等产品进口加征关税豁免，大豆进口关税重新按3%计算。



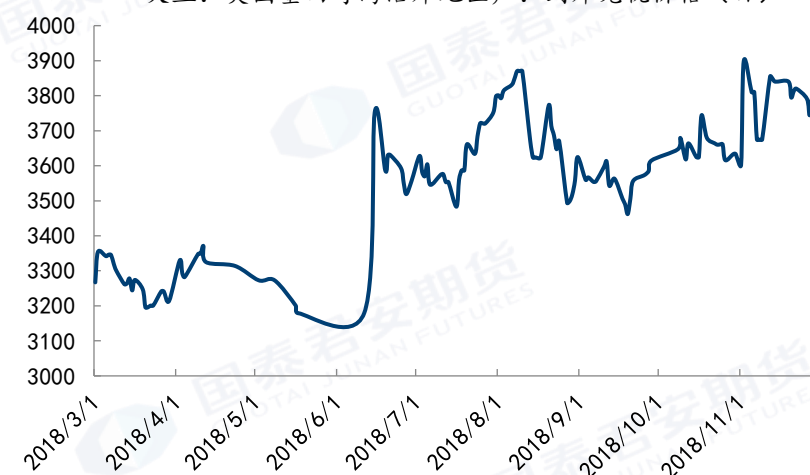
资料来源: Wind, 根据新闻整理, 国泰君安期货研究

2018年中美贸易摩擦，进口大豆成本上升

美分/蒲 — 大豆：美国墨西哥湾沿岸地区产：CNF升贴水（日）



元/吨 — 大豆：美国墨西哥湾沿岸地区产：到岸完税价格（日）



美分/蒲 — 大豆：巴西产：CNF升贴水（日）

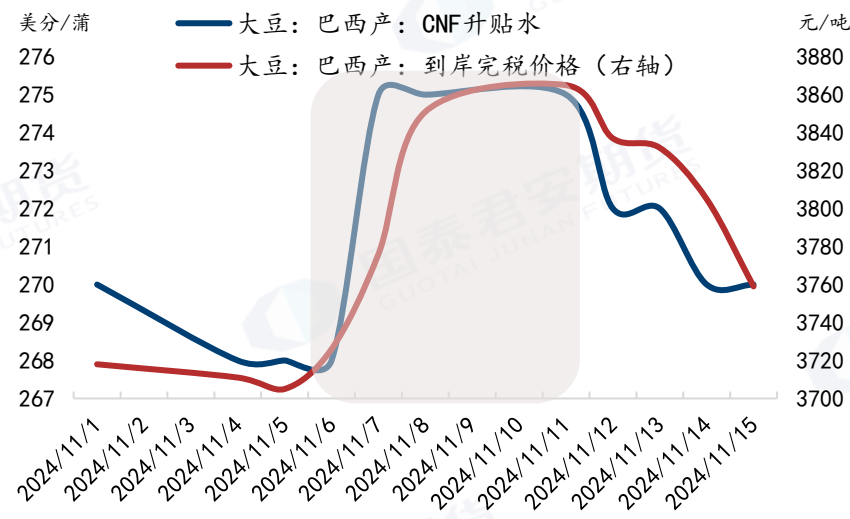
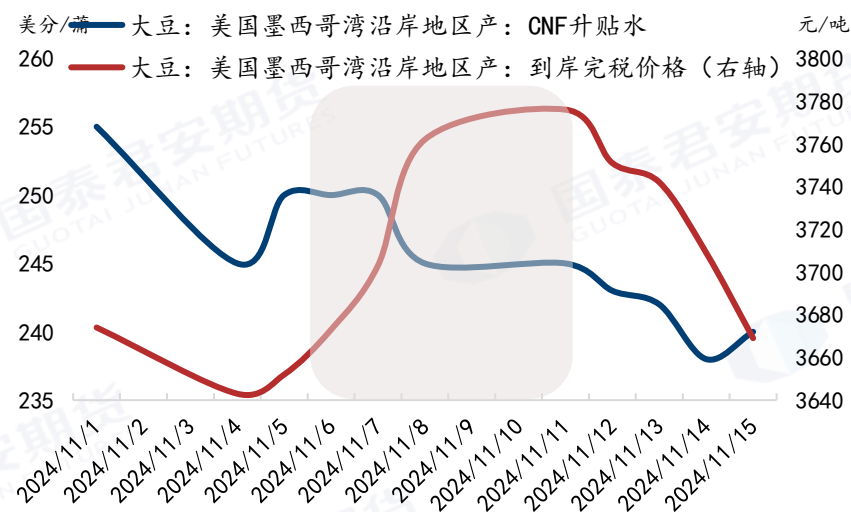
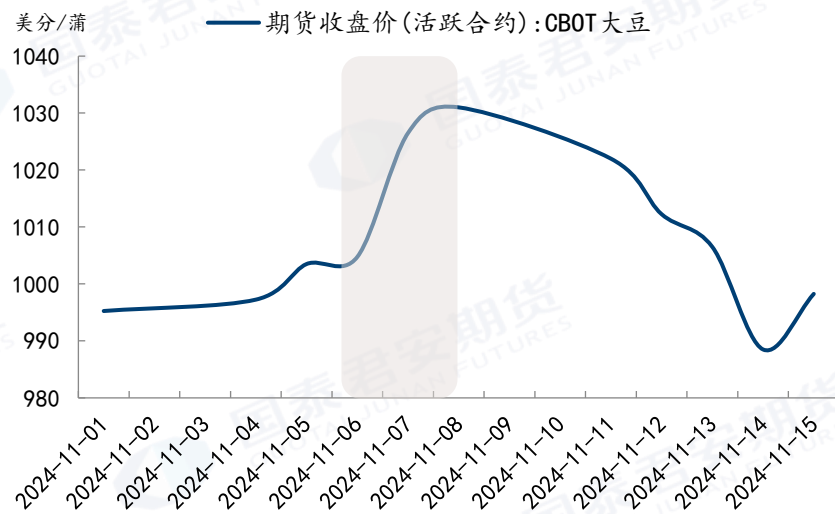
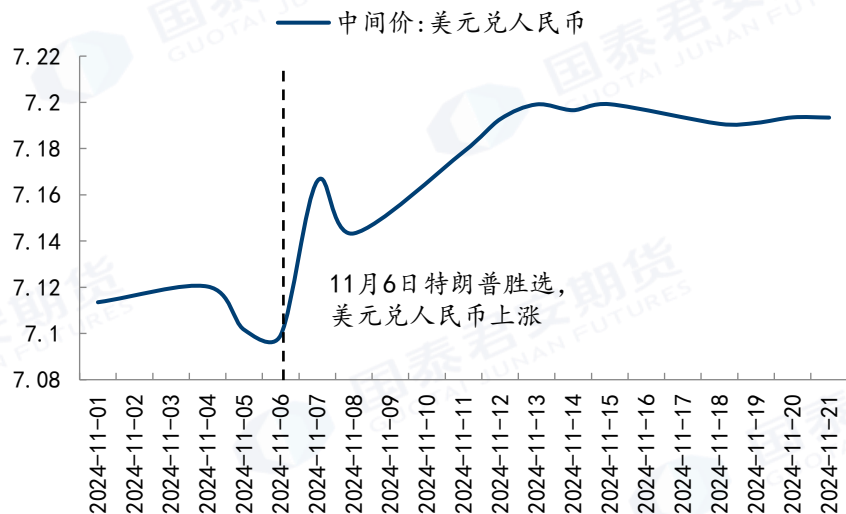


元/吨 — 大豆：巴西产：到岸完税价格（日）



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

2024年特朗普胜选，进口大豆成本上升



资料来源: Wind, 钢联, 国泰君安期货研究

04. 结论：下方有限

2025年豆粕价格展望：下方有限、或有抬升

豆粕

供应端

南美丰产：**利空**。考虑美豆摩擦，巴西下方有限
美豆减产：**偏多**（看平衡表是否收缩、关注需求）

需求端

生猪养殖增加、添加比例平稳：**偏多**

成本端

中美贸易摩擦，进口大豆成本上升：**偏多**

感谢聆听

Thank you for listening



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。