



光期研究

棕榈油延续强势 美豆漫漫寻底

2024年12月27日

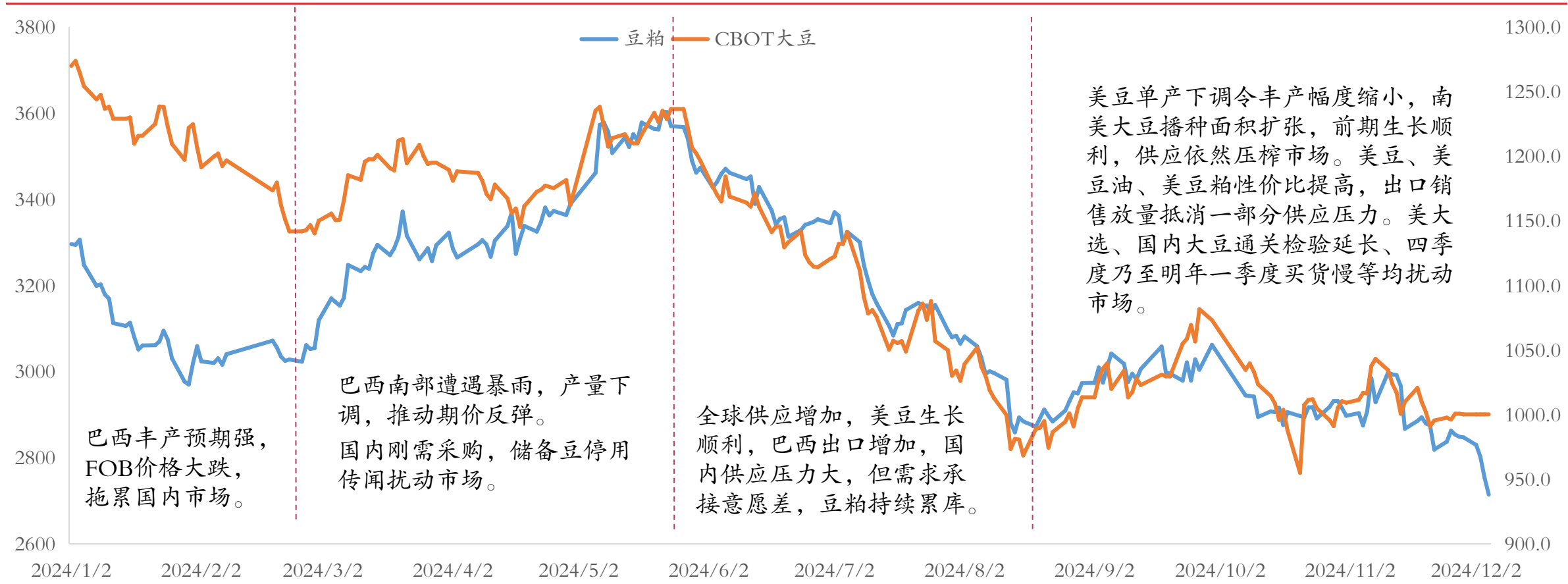


光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

2024年油脂油料市场回顾

豆粕行情因素分析-巴西、累库是关键词

图表：豆粕指数合约（单位：元/吨）



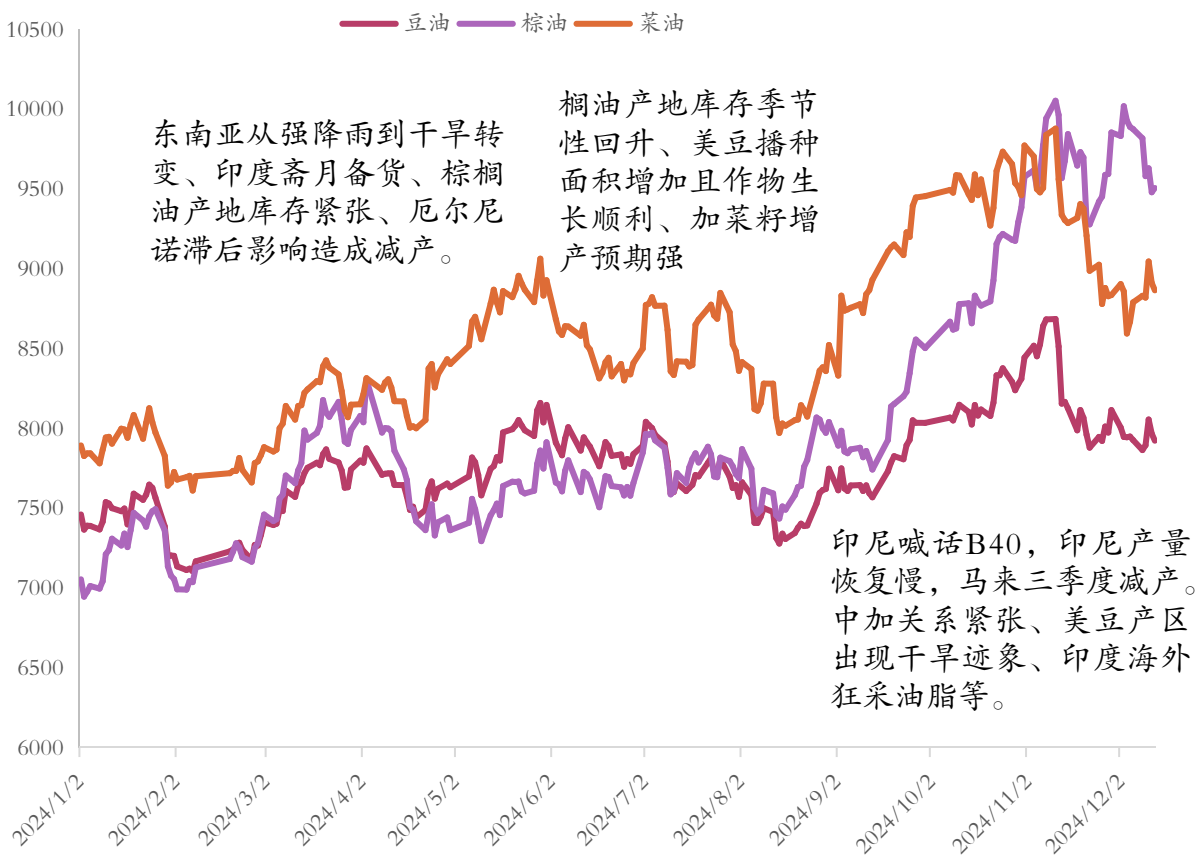
资料来源：文华财经、光大期货研究所

棕榈油创两年半新高，豆油震荡运行，豆棕价差倒挂创新高

图表：油脂外盘指数（单位：美分/磅，令吉/吨）



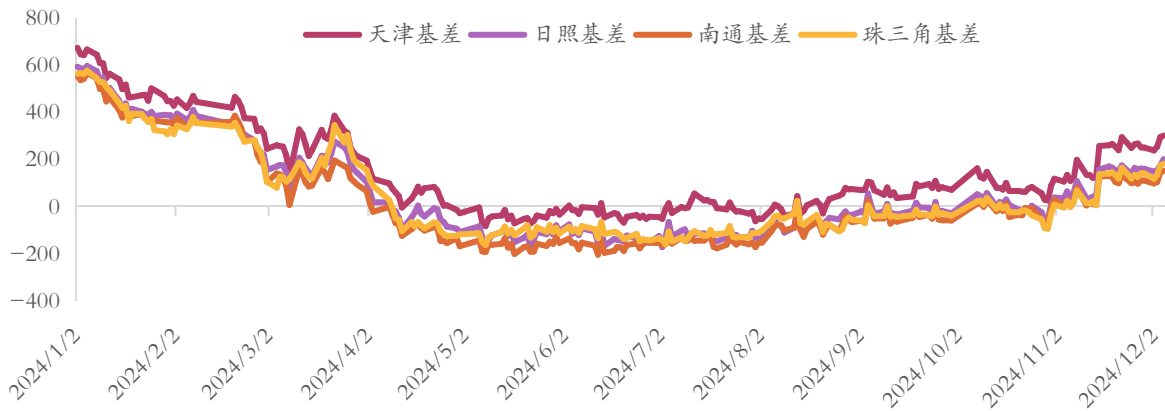
图表：油脂期货价格（单位：元/吨）



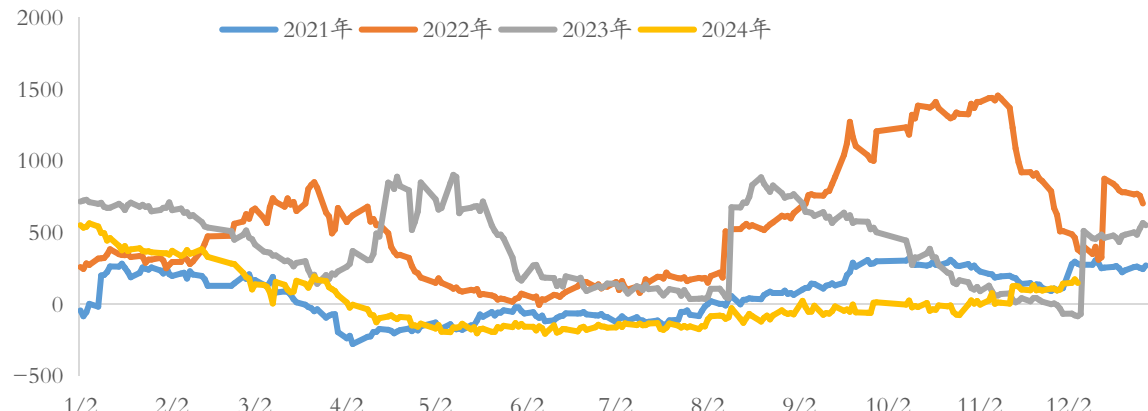
资料来源：文华财经、光大期货研究所

豆类基差长期负值，棕榈油基差维持正值

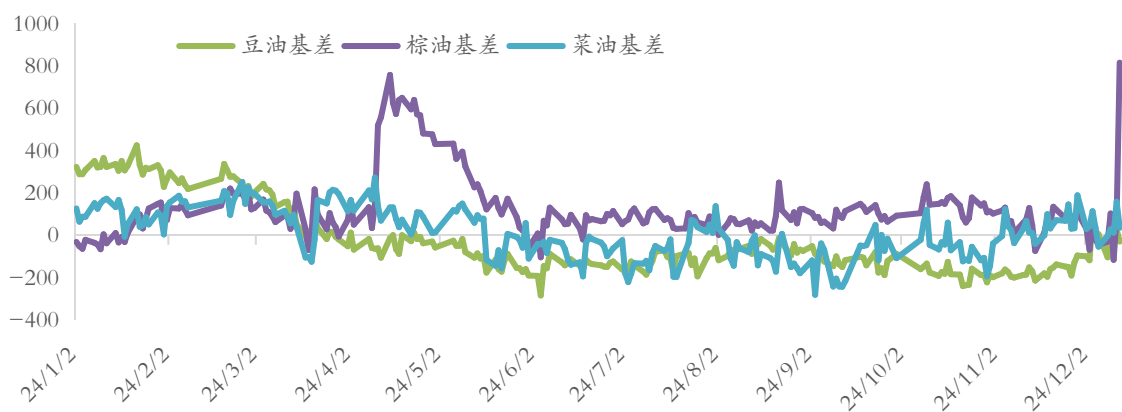
图表：豆粕基差走势（单位：元/吨）



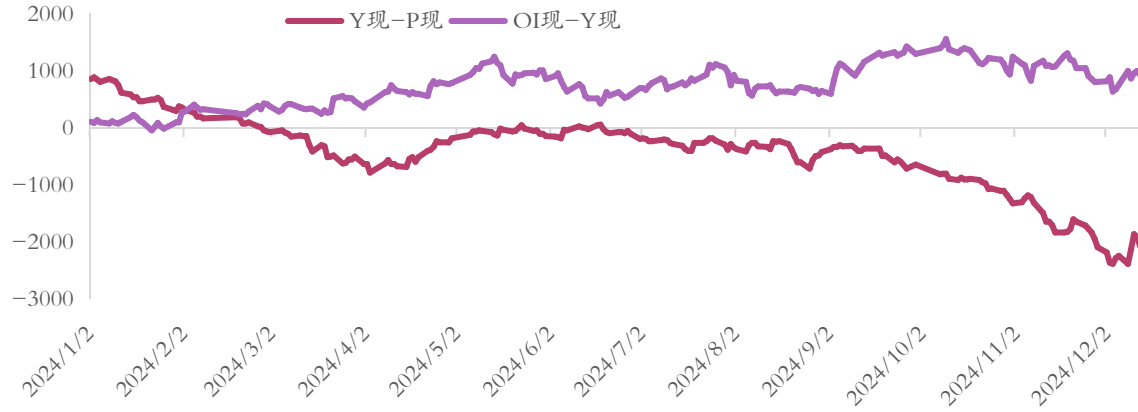
图表：豆粕基差走势（单位：元/吨）



图表：油脂主力基差（单位：元/吨）



图表：油脂间现货价差（单位：元/吨）



资料来源：USDA，光大期货研究所

大豆：去供应是市场长期基调

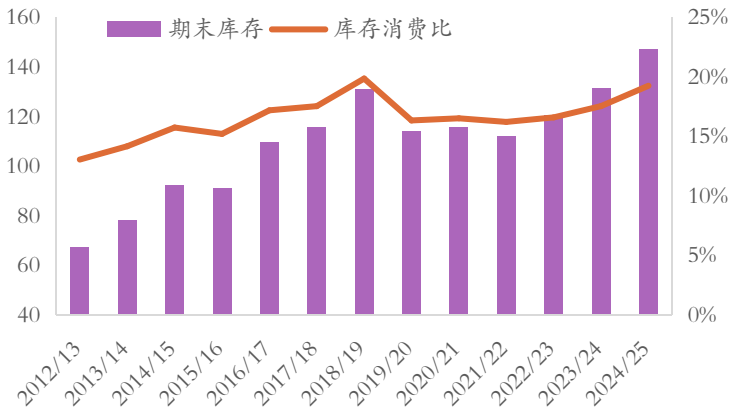
油料供需平衡表-产量增长远大于需求，导致库存不断创新高

时间	产量	总供给	贸易量	消费量	期末库存	库消比	产量增量	消费增量	贸易增量	库存增量
2015/16	524.69	614.95	153.34	446.19	91.03	15.18%	-14.20	6.31	6.36	-1.22
2016/17	574.23	666.74	170.61	467.45	109.53	17.17%	49.54	21.26	17.27	18.50
2017/18	583.34	690.34	176.19	484.60	115.75	17.52%	9.11	17.15	5.58	6.22
2018/19	600.25	716.18	171.61	489.42	131.12	19.84%	16.91	4.82	-4.58	15.37
2019/20	581.01	715.63	190.91	507.69	113.98	16.32%	-19.24	18.27	19.30	-17.14
2020/21	607.70	719.91	192.03	509.00	115.63	16.49%	26.69	1.31	1.12	1.65
2021/22	611.55	725.45	179.56	512.24	112.01	16.19%	3.85	3.24	-12.47	-3.62
2022/23	637.40	749.81	201.37	524.88	120.35	16.57%	25.85	12.64	21.81	8.34
2023/24	657.49	777.84	204.92	545.40	131.46	17.52%	20.09	20.52	3.55	11.11
2024/25	683.38	814.83	207.34	558.18	147.22	19.23%	25.89	12.78	2.42	15.76

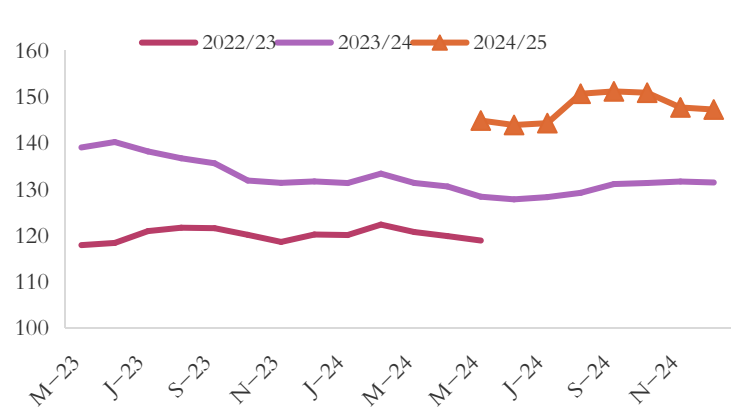
美国农业部12月供需报告预计，2024/25年度全球油料产量为6.83亿吨，国内消费量为5.58亿吨，贸易量为2.07亿吨，均较上一年度增加，创历史新高。由于产量增量大于需求增加，全球油料库存增至1.47亿吨，历史新高，库存消费比为19.23%，历史第二高，仅次于2018/19年度。

2024/25年度库存集中在大豆市场上，其他油料库存、库存消费比均回落

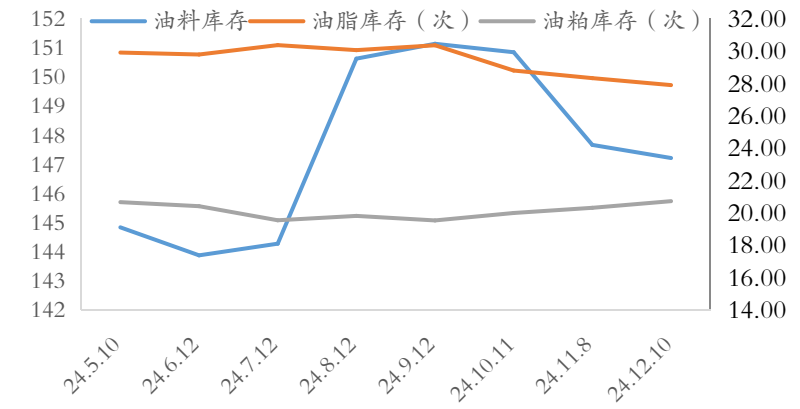
图表：全球油料库存调整（单位：百万吨）



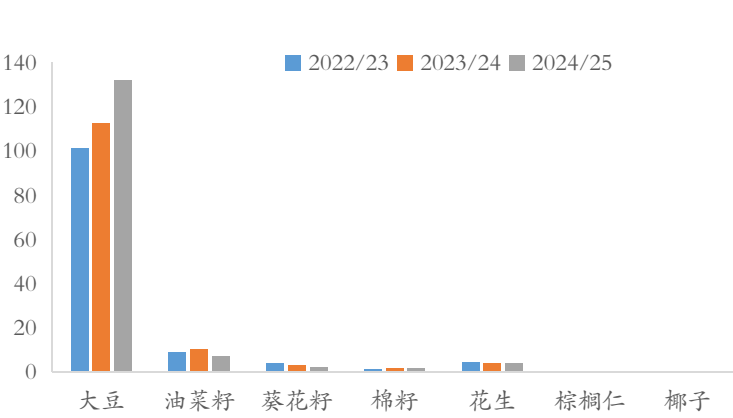
图表：全球油料库存月度调整（单位：百万吨）



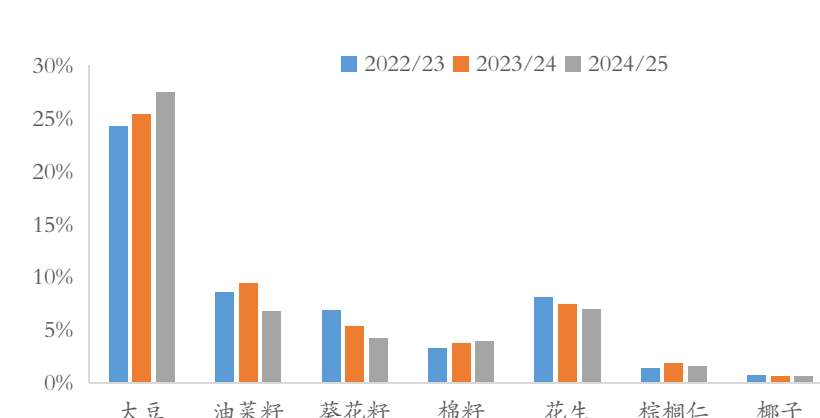
图表：24/25年度产业链条库存变化（单位：百万吨）



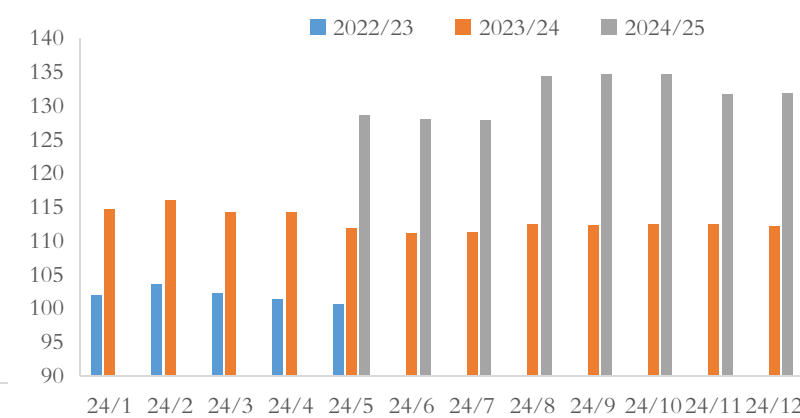
图表：全球主要油料库存（单位：百万吨）



图表：全球主要油料库存消费比（单位：%）



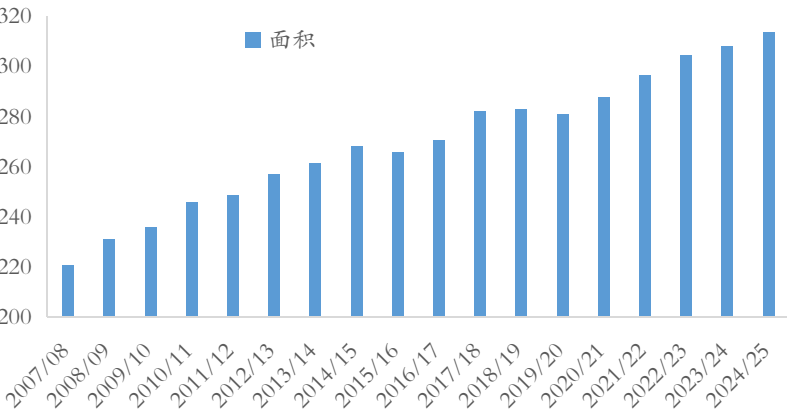
图表：全球大豆库存调整（单位：百万吨）



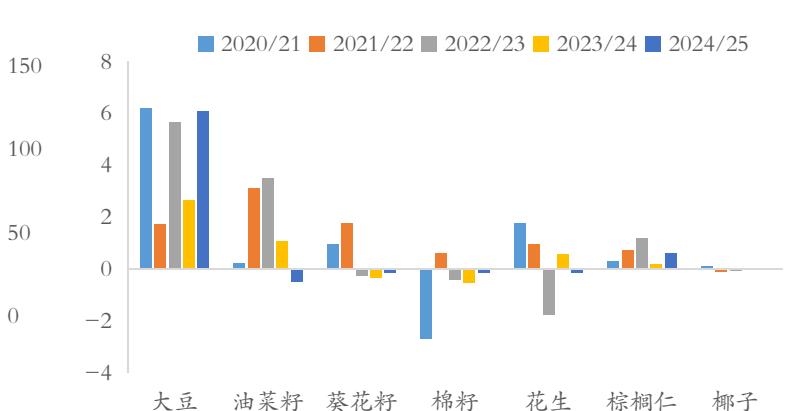
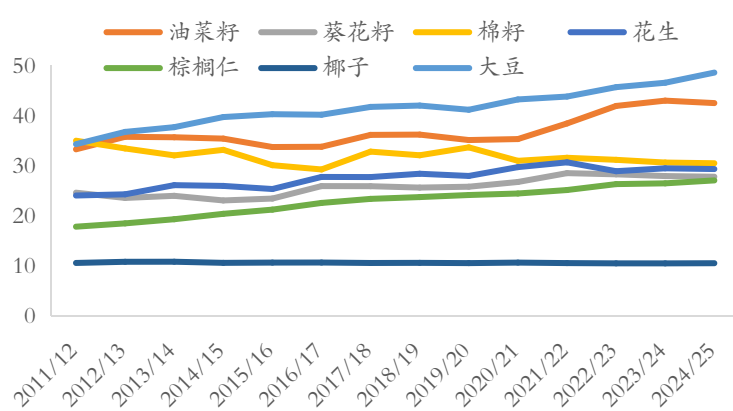
资料来源：USDA，光大期货研究所

巴西是大豆扩张甚至是油料种植面积扩张中的最大主力，高面积对应高产能

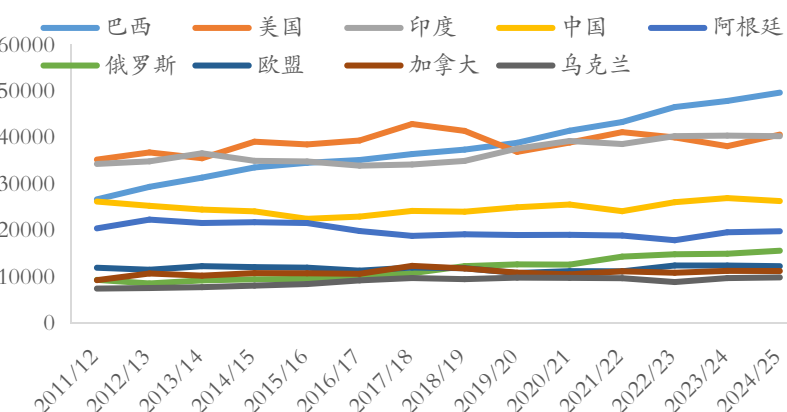
图表：全球油料收割面积（单位：百万公顷）



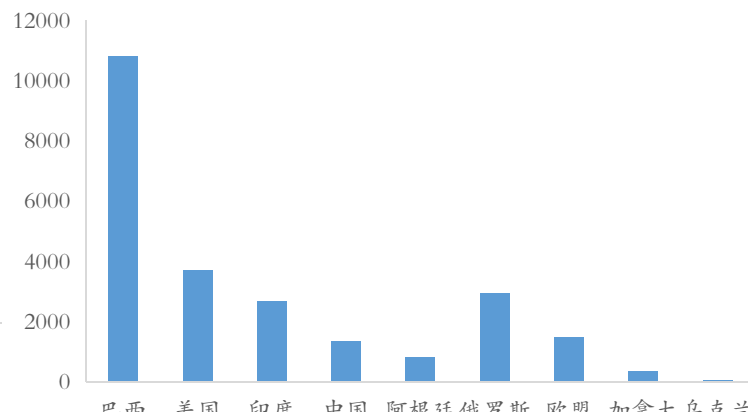
图表：面积扩张分品种（单位：百万公顷）



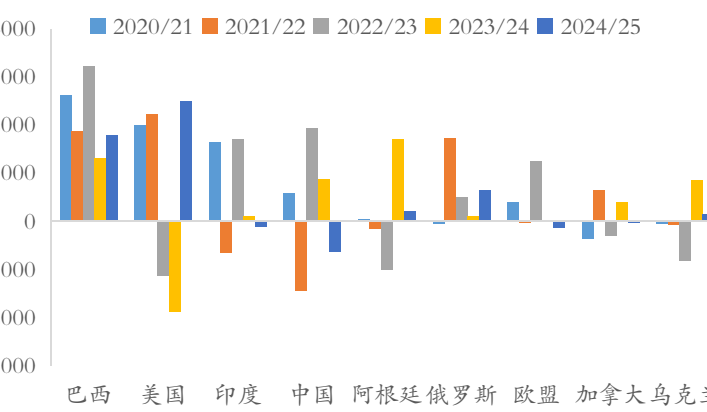
图表：收割面积（单位：千公顷）



图表：24/25年比19/20年增长量（单位：千公顷）



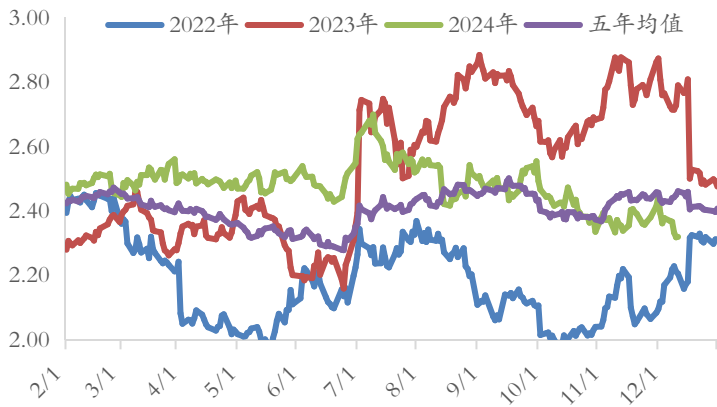
图表：面积扩张分国家（单位：千公顷）



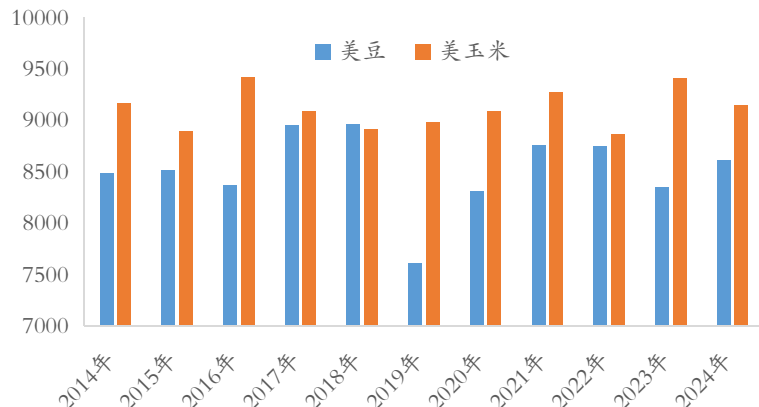
资料来源：USDA，光大期货研究所

上游-美豆25年种植面积或将萎缩，预计部分抵消巴西增产

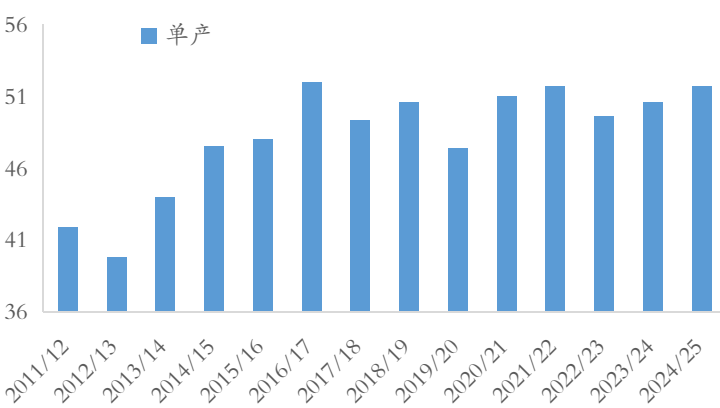
图表：美豆11月/美玉米12月



图表：美玉米和美豆面积（单位：百万公顷）



图表：美豆单产（单位：蒲式耳/英亩）



图表：美豆和巴西大豆产量增减相等时候，美豆每减少100英亩对应巴西豆增加公顷数

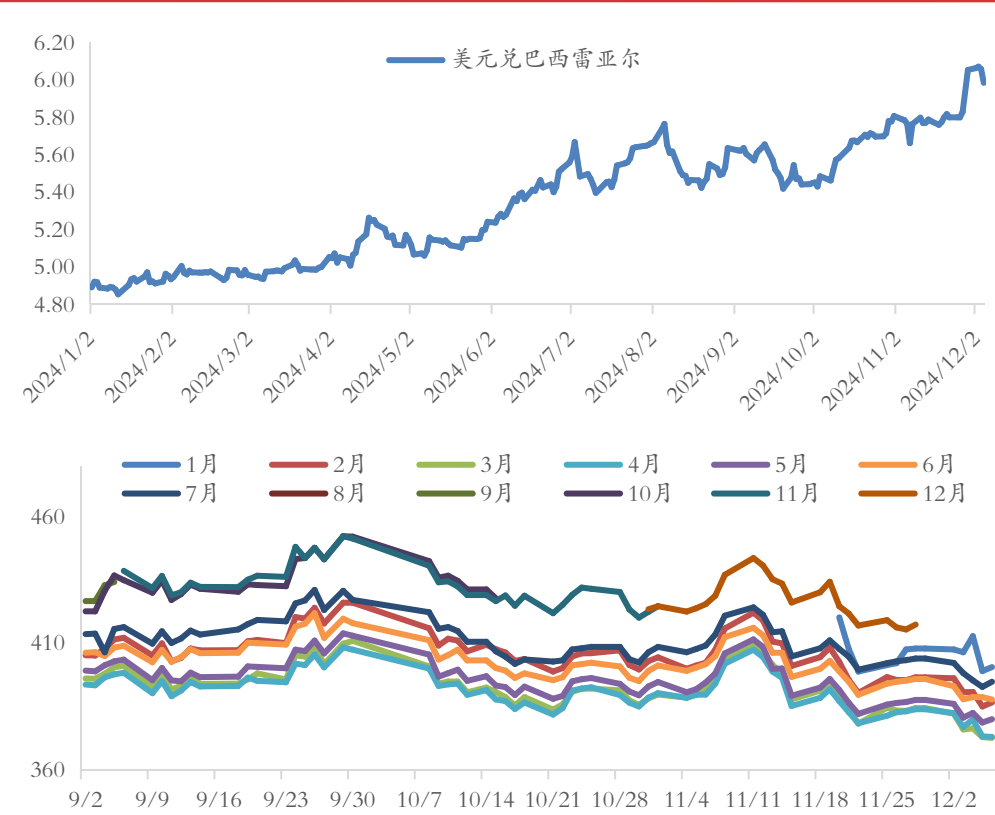
巴西单产、美豆单产	50蒲/英亩	51蒲/英亩	52蒲/英亩
3.3（吨/公顷）	41.28	42.11	42.94
3.4（吨/公顷）	40.07	40.87	41.67
3.5（吨/公顷）	38.93	39.70	40.48
3.6（吨/公顷）	37.84	38.60	39.36

美豆	2022年	2023年	2024年	2025年
土地机会成本	166.00	174.15	174.15	174.75
机器及设备投资回收	130.97	139.91	141.48	143.24
种子	71.09	74.81	74.06	74.16
农药	55.03	53.24	45.45	45.53
化肥	63.92	50.31	44.23	41.34
维修	35.03	36.25	36.16	36.43
农场的日常开销	22.31	23.14	23.08	23.25
无酬劳动的机会成本	20.36	21.33	21.87	21.87
燃油、润滑油和电力	24.65	21.13	20.08	19.70
定制服务	14.86	15.61	15.81	16.07
税和保险	14.94	15.55	16.46	16.81
雇佣劳工	5.87	6.14	6.29	6.30
运营资金利息	3.23	6.38	6.13	5.29
购买的灌溉用水	0.02	0.02	0.02	0.02
总种植成本（美元/英亩）	628.28	637.97	625.27	624.76
单产	52.00	53.00	55.00	56.00
种植成本（美分/蒲）	1208.23	1203.72	1136.86	1115.64

资料来源：USDA，光大期货研究所

上游-产能核心是巴西，挤出的前提是亏损，25年注定价格成本线下运行

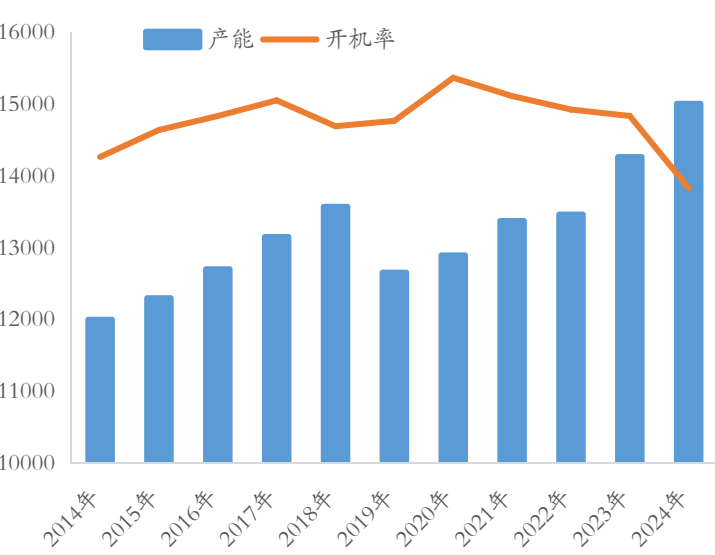
马托格罗索	2022/23	2023/24	2024/25	帕拉纳	2022/23	2023/24	2024/25
拖拉机收割机	313.20	302.21	300.00	拖拉机收割机	195.56	183.65	180.00
劳动力	23.16	23.16	23.16	劳动力	186.60	194.00	194.00
种子	475.55	517.40	510.00	种子	425.20	295.20	292.00
肥料	2658.01	1997.47	1850.00	肥料	2275.89	1291.50	1170.00
农药	1475.42	1571.34	1600.00	农药	1397.09	1216.41	1240.00
直接成本A	4945.34	4411.58	4283.16	直接成本A	4480.33	3180.76	3076.00
运输费	34.30	152.81	120.00	运输费	174.11	174.11	150.00
行政费用	148.36	132.35	133.00	行政费用	134.41	95.42	96.00
仓储费	112.51	106.27	100.00	仓储费	128.28	120.34	120.00
技术费	60.50	47.79	49.00	生产保险	201.61	143.13	144.00
污水	148.49	117.31	120.00	技术费	89.61	63.62	64.00
费用B	504.16	556.53	522.00	污水	174.60	135.19	135.00
财务费用C	196.17	224.84	225.00	费用B	902.88	731.81	709.00
折旧D	579.31	585.51	580.00	财务费用C	171.96	182.95	183.00
固定E	702.53	568.30	570.00	折旧D	273.65	330.62	330.00
土地	325.00	667.50	630.00	固定E	285.20	309.12	310.00
要素收入F	477.59	985.00	950.00	土地	1160.56	3544.43	3000.00
总成本(雷亚尔/公顷)	7405.10	7331.76	7130.16	要素收入F	1235.36	3732.49	3600.00
单产(kg/ha)	3773.00	3179.00	3625.00	总成本(雷亚尔/公顷)	7349.38	8467.75	8208.00
成本(美元/吨)	380.36	419.33	327.82	单产(kg/ha)	3860.00	3155.00	3549.00
成本(美分/蒲式耳)	1030.78	1136.39	888.41	成本(美元/吨)	368.99	487.98	385.46
				成本(美分/蒲式耳)	999.97	1322.45	1044.61



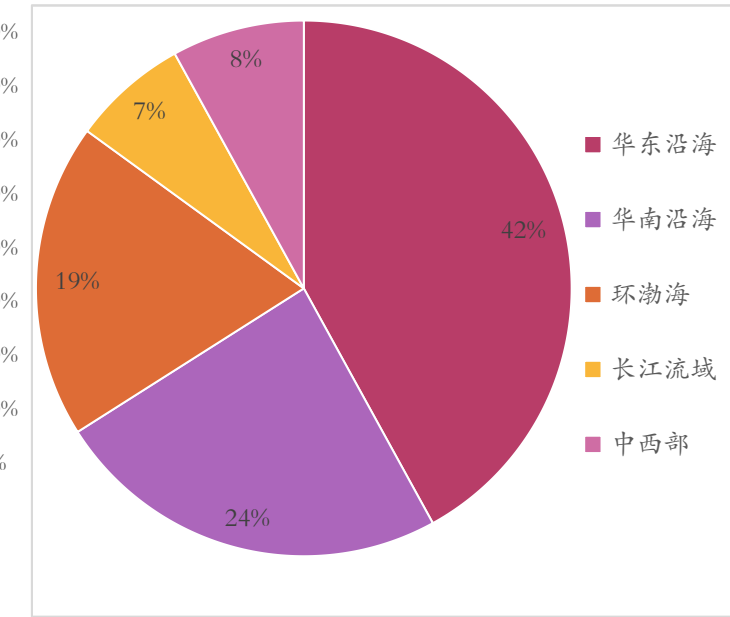
马省种植可变成本221美元/吨，到港口运费60-80美元/吨
帕省可变成本178美元/吨，到港口运费10-20美元/吨，
巴西大豆最低收购价76.28R\$/60kg，约212美元/吨，国内平均内陆运费约35美元/吨。
巴西到我国海运费大约35-45美元/吨。

中上游-油厂产能快速扩张中，今年预计产能突破1.5亿，明年有望突破1.6亿，争取开工率是目标

图表：国内大豆压榨产能（单位：万吨）



图表：产能分区域（单位：%）



图表：国内产能投放计划

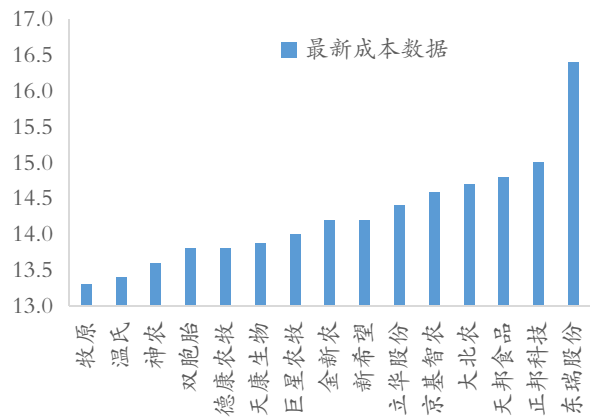
25年产能投放	品种	产能（吨/天）	投产年月
江苏	大豆	5000	2024年11月
江西	大豆	4000	2024年12月
江苏	大豆	6000	2025年
山东	大豆	4000	2025年
河南	大豆	4000	2025年
海南	双榨	3000	2025年12月
福建	大豆	1500	2025年12月
辽宁	大豆	5000	2025年底
广西	大豆	6000	2025年-2026年

资料来源：我的农产品网，光大期货研究所

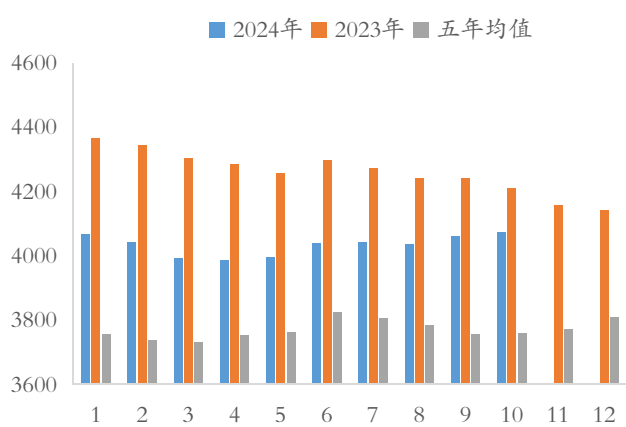
我的农产品网统计数据显示，截止24年11月，华东沿海压榨区（山东、江苏、上海、浙江、福建）占比42%，为全国压榨大豆产能最大区域；华南沿海压榨区（广东、广西、海南）占比24%；环渤海压榨区（辽宁、吉林、天津、北京、河北）占比19%；长江流域压榨区（安徽、江西、湖北、湖南、重庆）占比7%；中西部压榨区（陕西、四川、河南、云南）占比8%。

中下游-高产能兑现，市场或再次亏损，养殖企业开始零星终止产能建设项目

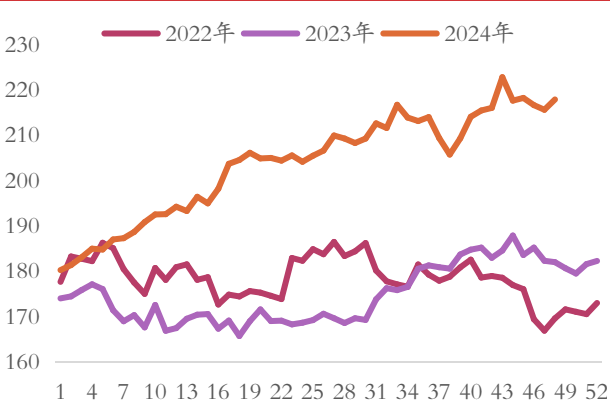
图表：生猪成本（单位：元/吨）



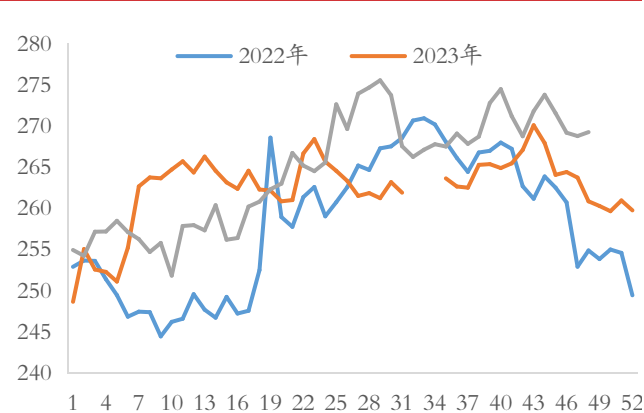
图表：能繁母猪存栏（单位：万头）



图表：白羽祖代存栏（单位：万套）



图表：黄羽祖代存栏（单位：万套）



资料来源：公开信息，肉鸡协会，光大期货研究所

牧原股份	终止右江18万头生猪养殖建设项目、洪洞15万头生猪养殖建设项目等共7个项目，将剩余募集资金5.77亿元（包括利息收入和发行费用剩余资金等）永久补充流动资金。
温氏股份	因环保风险和铁路规划原因，终止了咸宁温氏畜牧有限公司黄祠养殖小区、松滋温氏畜牧有限公司牛长岭养殖小区2个项目建设，投资额分别为5000万元和6000万元。
唐人神	宣布拟终止“融水县和睦镇芙蓉村唐人神集团养殖扶贫项目”的投入，并将剩余募集资金逾1.15亿元永久补充流动资金。
金新农	终止了“广东天种生猪标准化养殖项目（一期）”和“广东天种生猪标准化养殖项目（二期）”的建设，并将剩余募集资金逾3.8亿元永久补充流动资金。
东瑞股份	决定终止“惠州东瑞多层楼房生猪养殖项目”，该项目总投资5.5亿元，拟使用募集资金1亿元。

终端-肉消费缺乏增长点，平淡是常态，人均可支配收入在下降

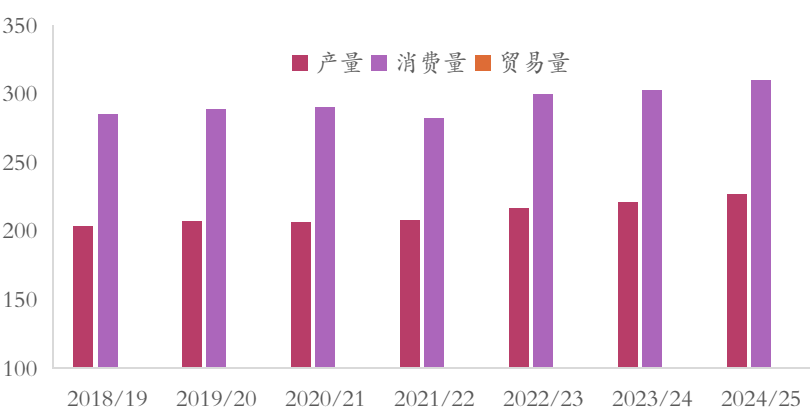


短期因素——消费降级，餐饮从业增加等。

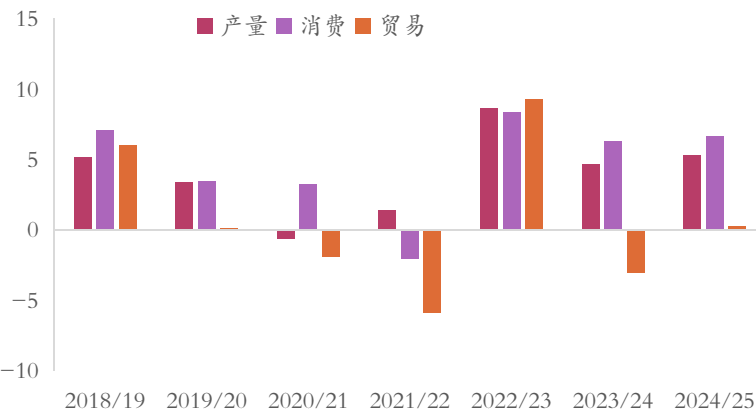
油脂市场—供应紧张和政策的博弈

2024/25年度全球油脂“大供应大需求加速去库”，2025/26年度紧张有望改善

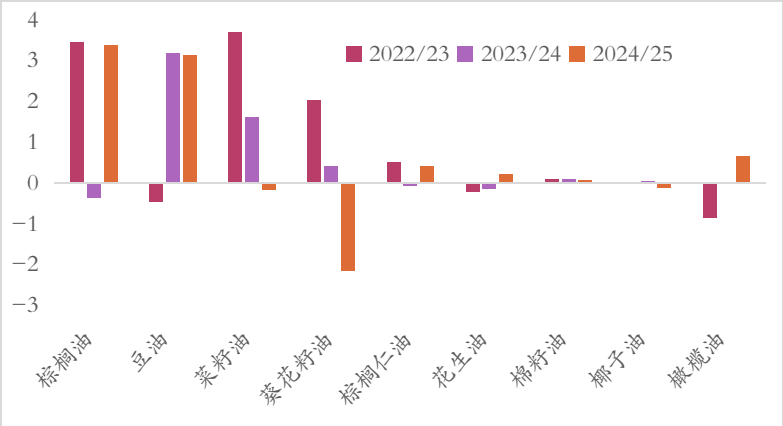
图表：全球油脂产销量（单位：百万吨）



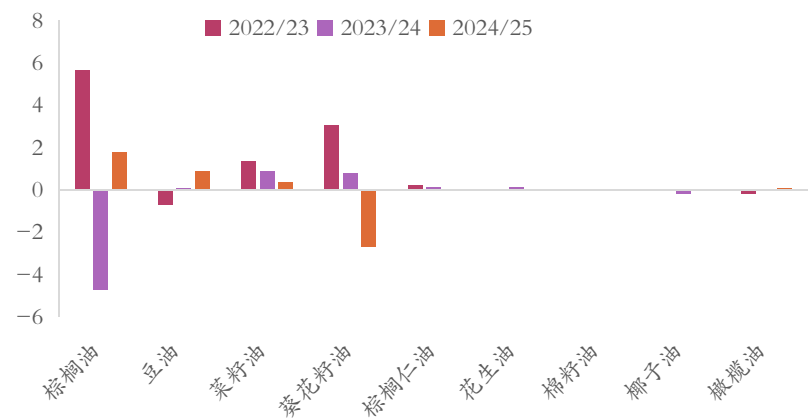
图表：全球油脂产销增量（单位：百万吨）



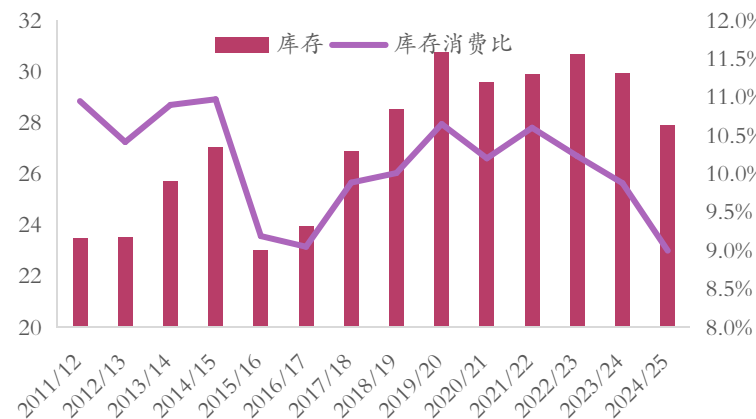
图表：主要油脂产量增量（单位：百万吨）



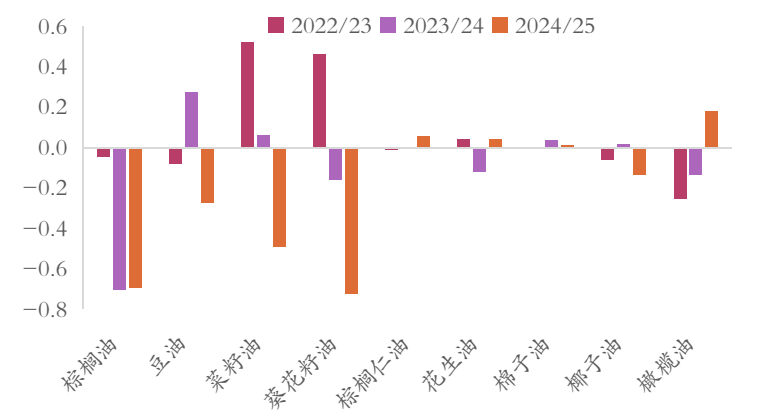
图表：主要油脂贸易变化（单位：百万吨）



图表：全球油脂库存（单位：百万吨）



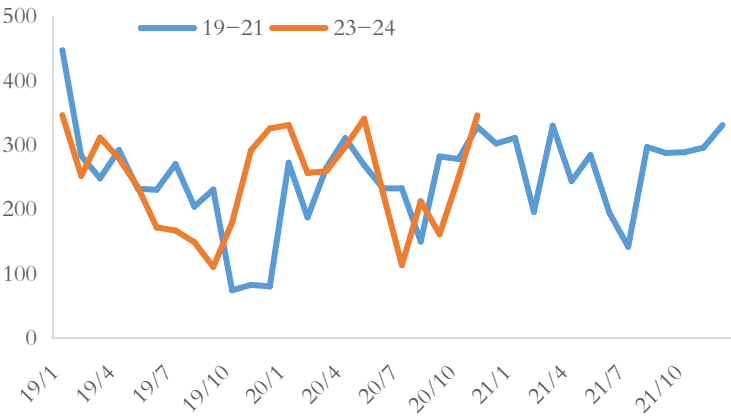
图表：主要油脂库存变化（单位：百万吨）



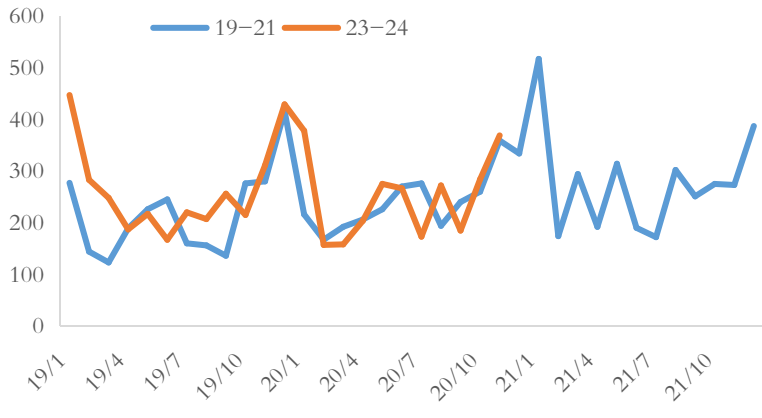
资料来源：USDA，光大期货研究所

棕榈油核心在产地，重点是产量恢复和政策

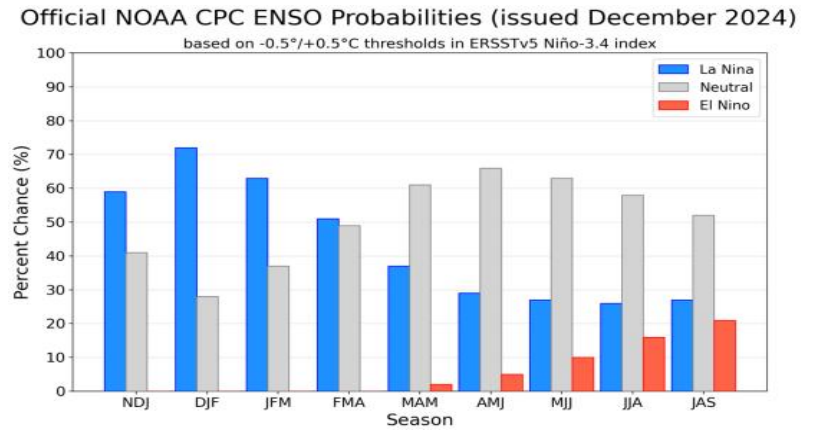
图表：印尼产地降雨量（单位：mm）



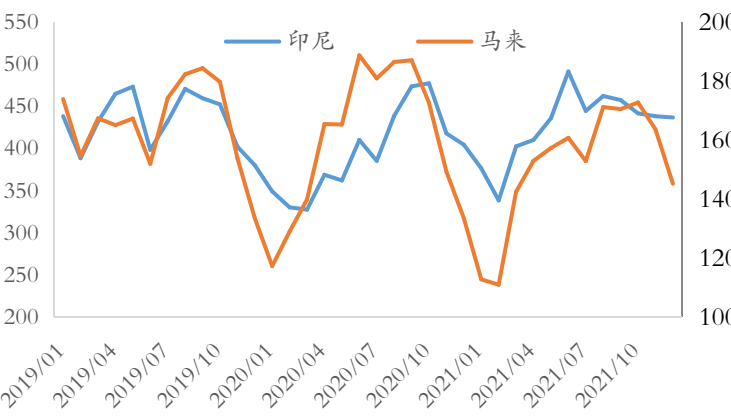
图表：马来产地降雨量（单位：mm）



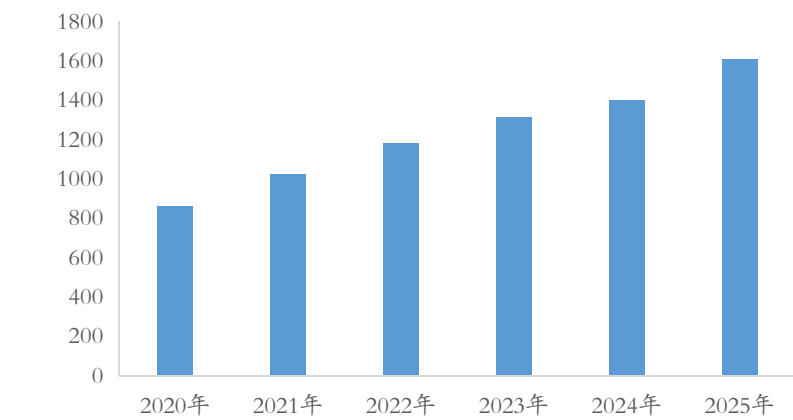
图表：拉尼娜展望



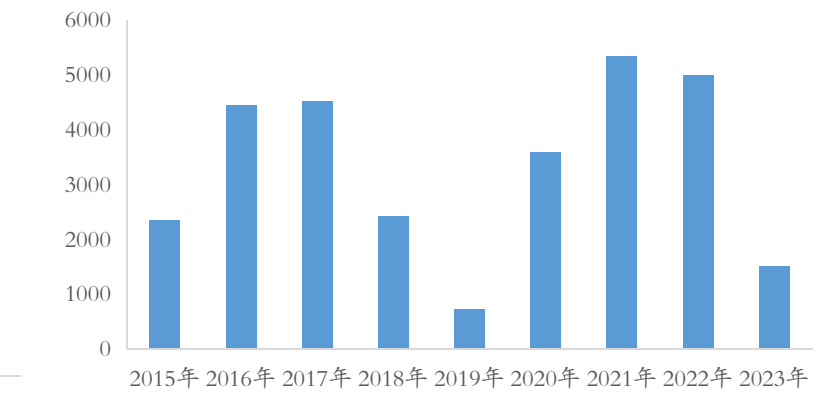
图表：印尼马来产量（单位：万吨）



图表：印尼生柴产量（单位：万千升）



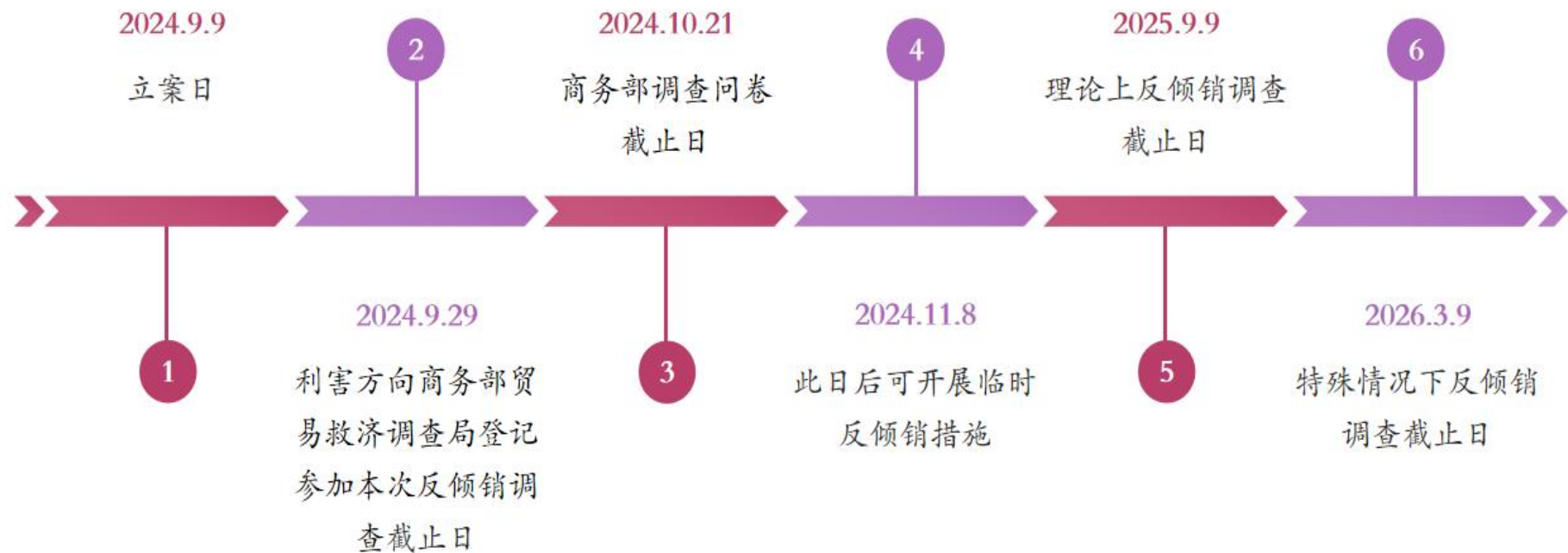
图表：每年平均每升生柴补贴额（单位：印尼盾）



资料来源：USDA，MPOB，GAPKI，光大期货研究所

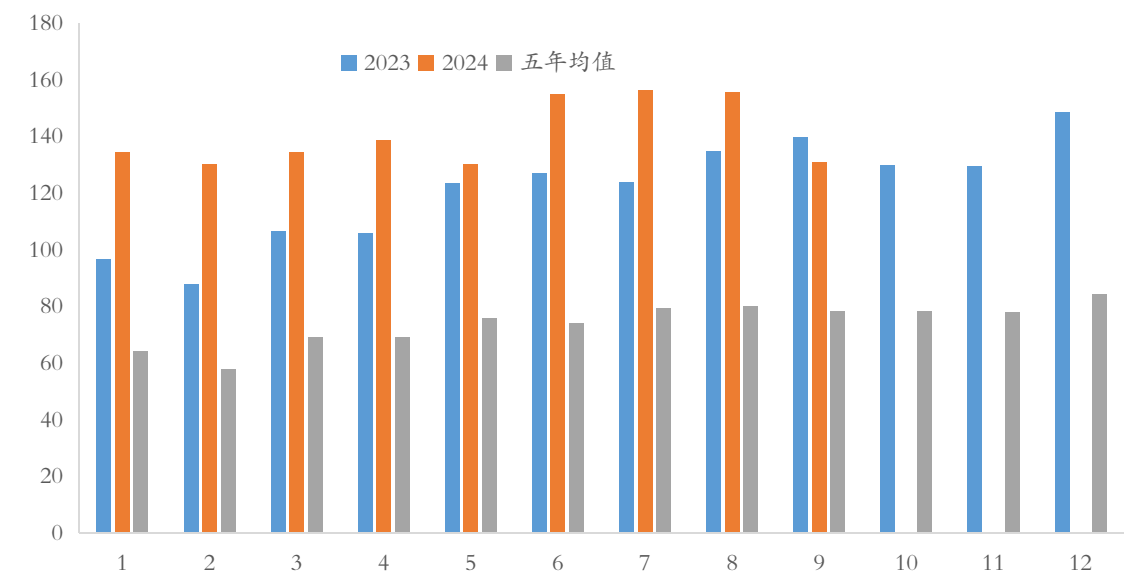
菜籽油供应趋紧，关注中加关系

加拿大油菜籽反倾销调查时间

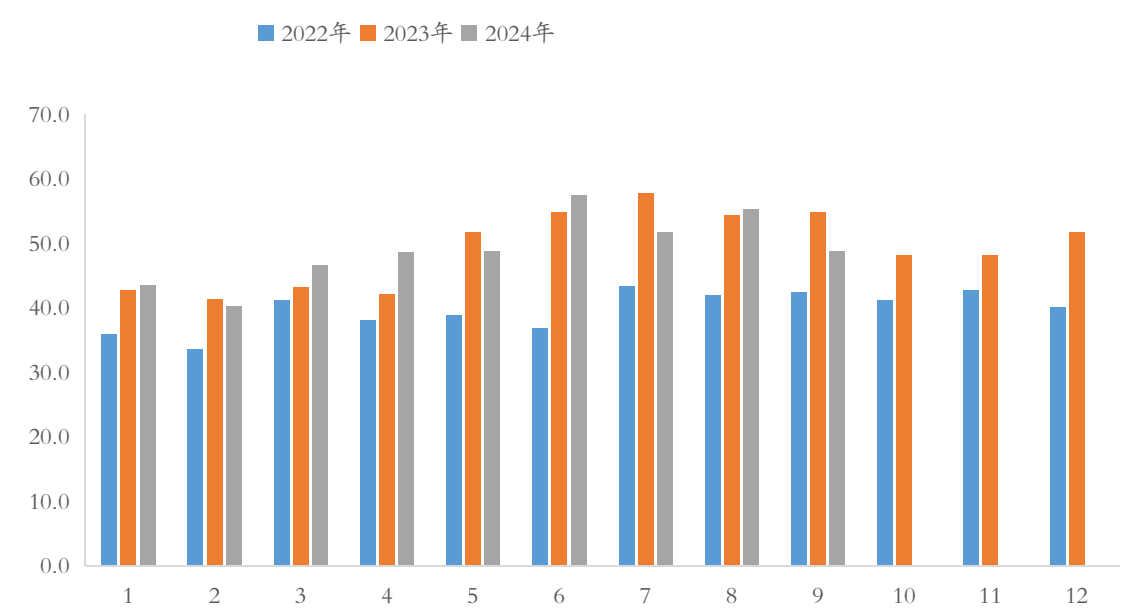


豆油在成本拖累和需求提振中夹缝中生存

图表：美生柴原料（单位：万吨）



图表：美豆油生柴消耗量（单位：万吨）



资料来源：USDA，光大期货研究所

对于国内来说，豆油供应量依赖于豆粕，豆油需求量依赖于棕榈油、菜籽油。豆油属于独立的自身题材，夹击中寻求生存。唯一可以确定的，豆油基本面好于蛋白粕，油粕比重心有望继续上移。

结论及策略推荐

豆粕方面

2024/25年度全球油料，尤其是全球大豆，处于供给严重过剩状态。累库压力下，大豆价格弱势寻底。南美丰产兑现幅度影响着市场下跌空间。供需格局改善需要等到下个播种季、甚至下下个播种季才能看到。目前看，2025年美豆播种面积有望下降，为市场提供喘息机会，但是巴西播种面积或继续扩张。在天气正常状态预估下，全球大豆供应压力或将跨越到下个市场年度。从产业格局看，种植端积极播种，油厂产能扩张，养殖存栏高产能兑现，但养殖企业对新项目谨慎参与，终端消费增速放缓。产业扩张幅度从上游到下游依次减小，需求倒逼上游萎缩，去产能阶段，利润处于亏损状态，对豆粕价格也呈现不利影响。从成本角度看，美豆可变种植成本预计不到650美分/蒲；巴西到我国海运费大约35-45美元/吨，以可变成本推算的CNF报价在257-346美元/吨间。目前巴西CNF报价最低在410美元/吨，大豆市场仍有下跌空间。

分月看，预计1-2月受巴西升贴水回落影响，豆粕偏弱运行，基差正值。3-5月阿根廷天气炒作、巴西南部收割上市压力以及美豆播种面积下降，国内交易大豆到港节奏，养殖端产能兑现，饲料消费增加，豆粕存在反弹机会，基差倒V运行，高波动。6-9月美豆生长、巴西出口等，国内大豆供应充足满足饲料需求增加，看弱基差，豆粕单边或偏弱震荡。四季度关注巴西大豆种植面积、美豆进口顺利情况等，偏空思路。

预计豆粕期货运行区间2400-3000元/吨，基差-200-100元/吨。策略上，单边偏空思路，月间反套为主，期权可以考虑做空波动率。

油脂方面

2024/25年度全球油脂处于去库存格局，主要油脂库存均下降，其中葵花籽去库幅度最大、去库比例也最大，棕榈油库存绝对值下降位居第二名，菜籽油库存下降百分比排名第二，原料最宽松的豆油也在替代需求刺激下变为去库结构。因为市场连续第二年去库，所以，主要生产国和出口国的油脂库存均不高，库存能提供的缓冲空间低。2025/26年度油菜籽、葵花籽的单产有恢复预期，面积也存在扩张可能，葵花籽油和菜籽油供应有恢复可能。棕榈油产地重植率低，老龄化带来的产量潜力下降问题难以改善，不过厄尔尼诺天气的滞后影响有望逐渐减轻，从降水看，上半年产量恢复偏慢，下半年恢复或良好，印尼产量表现好于马来。但我们也不认为印尼和马来会有300多万吨的产量增长。从时间看，油脂的紧张格局将持续到本年度末，2025/26年度有望改善。分品种看，棕榈油是供需格局趋紧加上产地主动推动形成的牛市，产地产量上半年比下半年紧张，印尼B40执行力度及关税影响是政策关注焦点，最为看好。菜籽油存在供需趋紧格局，价格重心逐步上移，油菜籽最快补充需要等到25年6月后欧盟油菜籽上市，在此之前市场处于消化库存格局。但更为重要的是贸易，如中加、中俄、欧盟和俄罗斯等。国家关系影响着贸易流向，国内菜籽油供应主体存在变化，影响价格位置。豆油市场上，原料充足，成本存在下行预期，供需主逻辑就是抢需求，所以豆油和其他油脂价差易拉开，压力越大越拉开。我国豆油供应依赖于豆粕需求，豆油需求依赖于棕榈油，行情偏被动。预计豆油期货运行区间7500-8500元/吨，棕榈油期货运行区间8000-11000元/吨，菜籽油期货运行区间8000-9500元/吨。策略上，棕榈油单边多头思路，月间正套为主；菜籽油单边多头思路，关注政策变动，买5卖9套利参与；豆油偏震荡思路，多空都存在阶段性机会，买油卖粕套利，5月合约的豆棕、菜豆价差中豆油仍有空头配置。

光大期货农产品研究团队

王娜，光大期货研究所农产品研究总监，大商所十大投研团队负责人。连续多年在期货日报、证券时报最佳期货分析师评选中获“最佳农产品分析师”称号。2019年带领团队获大商所十大投研团队称号。2023年带领团队与南开大学合作，获大商所“扬帆期海”大学生实践大赛特等奖。新华社特约经济分析师，CCTV 经济及新闻频道财经评论员，曾多次代表公司在《经济信息联播》、《环球财经连线》中发表专家评论。

期货从业资格号：F0243534

期货交易咨询资格号：Z0001262E-mail: wangn@ebfcn.com.cn

侯雪玲，光大期货豆类分析师，期货从业十余年。连续多年在期货日报、证券时报最佳期货分析师评选中获“最佳农产品分析师”称号。2013年所在团队荣获大连商品交易所最具潜力农产品期货研发团队称号，2019年所在团队获大连商品交易所十大研发团队称号。2023年与南开大学合作，获大商所“扬帆期海”大学生实践大赛特等奖。先后在《期货日报》、《粮油市场报》等行业专刊上发表多篇文章。

期货从业资格号：F3048706

期货交易咨询资格号：Z0013637E-mail: houxl@ebfcn.com.cn

孔海兰，经济学硕士，现任光大期货研究所鸡蛋、生猪行业研究员。担任第一财经频道嘉宾分析师。2019年所在团队获大连商品交易所十大研发团队称号。2023年与南开大学合作，获大商所“扬帆期海”大学生实践大赛特等奖。多次接受期货日报、中国证券报等主流媒体采访。

期货从业资格号：F3032578

期货交易咨询资格号：Z0013544E-mail: konghl@ebfcn.com.cn

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。