

年度报告-美豆&豆粕

全球平衡表宽松，但未来政策风险加大

走势评级：

豆粕：震荡

报告日期：

2024 年 12 月 24 日

★南美：天气理想，丰产预期不断加强

迄今为止南美大豆产区天气理想，市场不断上调巴西大豆产量预估。未来一个月南美天气及产量预期调整仍是主要矛盾，我们不排除天气出现异常的可能性，但除非产量大幅下调，否则全球 24/25 年度平衡表宽松的局面不会改变。随着丰产兑现，未来巴西 CNF 升贴水仍有继续下跌的可能，我们认为无需过多考虑巴西大豆种植成本对价格的支撑。

★美国：政策影响下需求前景黯淡，明年种植面积大概率下降

当前美豆出口及压榨需求均表现强劲，但特朗普上任后的关税及清洁能源政策令需求前景蒙上阴影。目前大豆/玉米比价偏低，若低价持续至明年，美国 25/26 年度大豆种植面积大概率下降，USDA 基线预测报告预估为 8500 万英亩。但明年 ENSO 中性气候下单产表现可能也很好，此外考虑到美豆需求前景黯淡，2025 年 CBOT 大豆恐难脱离熊市。

★豆粕：有估值无驱动，继续等待转机

全球大豆宽松格局下我国进口大豆成本不断下降，豆粕期价也将维持弱势，但明年特朗普上台后预计价格波动率上升。我们认为不必过度担忧我国 24/25 年度进口大豆供应，25/26 年度则面临更多不确定性。2025 年我国豆粕需求预计和饲料产量同步增长，但增速更多取决于替代及豆粕在禽料和水产料中的占比。

★风险提示

宏观风险，政策风险，产地天气风险等



期货

黄玉萍 资深分析师（油籽&豆类粕）

从业资格号：F3079233

投资咨询号：Z0015897

Tel: 8621-63325888-3907

Email: yuping.huang@orientfutures.com

CBOT 大豆连续及 DCE 豆粕主力走势



重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。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交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、行情回顾.....	5
2、 国际市场：南美大概率丰产，来自政策端的不确定加大.....	6
2.1、 天气理想，巴西有望实现历史最高产量.....	6
2.2、 政策影响下美豆需求存在巨大不确定性.....	10
2.3、 预计美国 25/26 年度大豆种植面积下降	13
3、 国内市场：有估值无驱动，继续等待转机.....	15
3.1、 中美关系对 24/25 年度我国进口影响不大.....	15
3.2、 预计 2025 年豆粕需求小幅增长.....	17
4、 行情展望.....	19
5、 风险提示.....	20

图表目录

图表 1: 内外盘期价走势	5
图表 2: 豆粕 1-5 价差	5
图表 3: 进口大豆通关缓慢导致 M2405-M2409 上涨	6
图表 4: 豆粕 9-1 价差	6
图表 5: 巴西大豆种植进度	7
图表 6: 马托格罗索大豆种植进度	7
图表 7: 阿根廷大豆种植进度	7
图表 8: ENSO 预报	7
图表 9: 1-3 月南美降水展望	8
图表 10: 1-3 月南美气温展望	8
图表 11: 巴西 5 月船期 CNF 贴水	9
图表 12: 巴西各主产州大豆成本利润	9
图表 13: 巴西马托格罗索大豆种植收益	9
图表 14: 巴西马托格罗索玉米种植收益	9
图表 15: 南美四国大豆产量	10
图表 16: 全球 24/25 年度大豆期末库存升至历史最高	10
图表 17: 巴西大豆月度出口	11
图表 18: 美豆累计出口销售订单	11
图表 19: 美国国内大豆压榨利润	11
图表 20: NOPA 月度压榨	11
图表 21: 美豆月度出口	12
图表 22: 正常年份美豆出口量中约 60% 运往中国	12
图表 23: 美国一代和二代生产产能	13
图表 24: 美国生柴投料	13
图表 25: 柴油价格减生柴价格	13
图表 26: 美国豆油需求绝大部分为工业（生柴）需求	13
图表 27: 美国大豆/玉米比价处于偏低水平	14
图表 28: 大豆/玉米比价 vs 美豆种植意向	14
图表 29: 伊利诺伊州主要化肥成本	14
图表 30: 美国小麦种植面积	14
图表 31: 历年美豆种植面积	15
图表 32: 历年美豆单产	15
图表 33: 中国大豆进口	16

图表 34: 各船期大豆盘面压榨毛利	16
图表 35: USDA 预估的中国大豆进口量明显偏高	16
图表 36: 我国大豆进口量 vs 大豆压榨量	16
图表 37: 饲料总产量	17
图表 38: 豆粕月度平均添比	17
图表 39: 山东豆粕-花生粕现货价差	17
图表 40: 山东豆粕-棉粕现货价差	17
图表 41: 广东豆粕-菜粕现货价差	18
图表 42: 样本饲企豆粕物理库存使用天数	18
图表 43: 生猪养殖利润	19
图表 44: 白羽肉鸡及蛋鸡养殖利润	19
图表 45: 我国杂粕进口量不断增加	19
图表 46: M-RM05 价差	19
图表 47: 全球及美国大豆库存消费比	20
图表 48: 美豆库存消费比与 CBOT 大豆连续	20

1、行情回顾

2024 年是全球建库、价格中枢不断下移的一年。

国际市场：在连续三年拉尼娜后，2023 年夏季转为厄尔尼诺气候，市场因此预期巴西及阿根廷大概率丰产。不料 2023 年 10 月中旬-12 月巴西北旱南涝、大豆种植进度明显落后，一度令美豆上涨，直到 2023 年 12 月底巴西天气改善，期价才再度回落。除此之外，今年 2 月农业展望论坛预计美国 24/25 年度大豆面积和单产同增，期末库存升至 4.35 亿蒲，平衡表趋宽松也利空豆价。3-5 月，美豆出现两波反弹，分别对应着 3 月临近春播时美豆主产区干旱面积比例持续增加，市场认为 52 蒲/英亩这一历史最高单产预估提前将美豆产量看的过于乐观；国内五一小长假期间巴西南里奥格兰德州大豆收获近半时遭遇洪水，市场预期巴西产量可能进一步下调。6 月至今，下跌就成为主旋律，9 月美国产区干旱影响晚播大豆、巴西产区干旱影响早期播种等小问题都没能引起太大波澜，USDA 12 月供需报告中美豆产量定格在历史第二高，且南美 24/25 年度丰产预期不断加强。

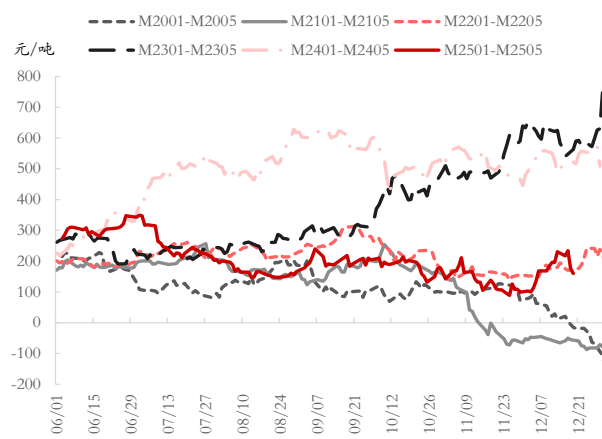
国内市场：2024 年豆粕单边走势和外盘基本一致，上半年偏强，下半年疲弱。基差和月差波动区间缩窄，3 月 GMO 证书下发及进口大豆卸船不畅一度导致现货及 2405 月合约快速走强、基差及 M2405-M2409 价差走扩，但这一轮行情不论持续时间还是强度都远不及前两年。11 月至今 M2505-M2509 走缩，主要因 5 月合约对应着南美丰产及每年进口巴西豆到港高峰，而 9 月合约受 25/26 年度美国供需及未来中美关系不确定性影响更大。

图表 1：内外盘期价走势



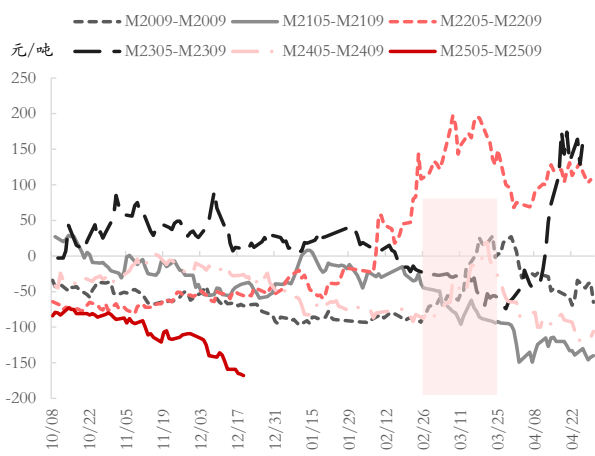
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 2：豆粕 1-5 价差



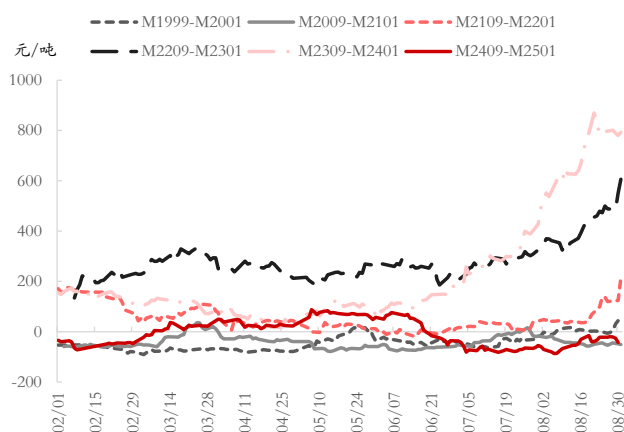
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 3：进口大豆通关缓慢导致 M2405-M2409 上涨



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 4：豆粕 9-1 价差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2、国际市场：南美大概率丰产，来自政策端的不确定加大

未来 1 个月，南美天气及产量预期的调整仍是主要矛盾，若南美如期丰产，全球 24/25 年度大豆库存消费比将来到历史高位。明年 2 月起市场照例将交易美国 25/26 年度面积、天气及产量情况。除此之外，特朗普将于 1 月 20 日就任，这很可能使得 2025 年政策端带来的价格波动率上升，市场不确定性明显加大。

2.1、天气理想，巴西有望实现历史最高产量

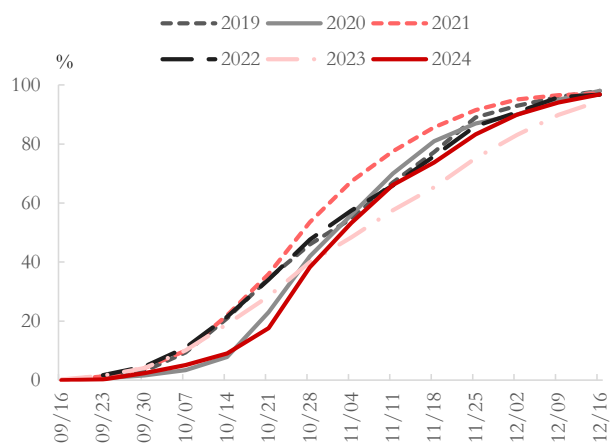
9 月巴西产区干旱，最大主产州马托格罗索播种进度异常缓慢，一度引发市场担忧。但 10 月天气转好，持续至今，截至 12 月 15 日巴西全国大豆播种完成 96.8%，已经超过去年同期水平，除南里奥格兰德种植进度 91%（巴西最南部，播种期较晚）外其余主产州播种结束。种植进度赶超为未来收获上市进度提供了保证，同时良好的天气为巴西丰产奠定了坚实基础。官方及市场机构均对巴西产量持乐观预期，USDA 12 月供需报告预计巴西产量为 1.69 亿吨，CONAB 12 月报告预测值为 1.6621 亿吨。

阿根廷产量前景同样乐观。截至 12 月 18 日阿根廷大豆播种完成 76.6%，USDA 12 月供需报告预估阿根廷产量为 5200 万吨，阿根廷两大交易所预估值也都在 5000 万吨以上。

未来天气以及南美产量是否还会有变数？历史上的拉尼娜年份里，较为明确的是巴西南部部和阿根廷大豆单产下降概率更大。IRI 季度天气展望（长期气象预报准确度有限）也提示未来巴西及阿根廷部分地区降水偏少、气温偏高。但 NOAA 数据显示 9-11 月尼诺海区海平面温度仍在正常范围内，11-1 月拉尼娜发生概率为 59%，超过 50% 的概率在明年 2-4 月转为 ENSO 中性气候，这意味着此次拉尼娜即便发生也将强度较小、持续时间

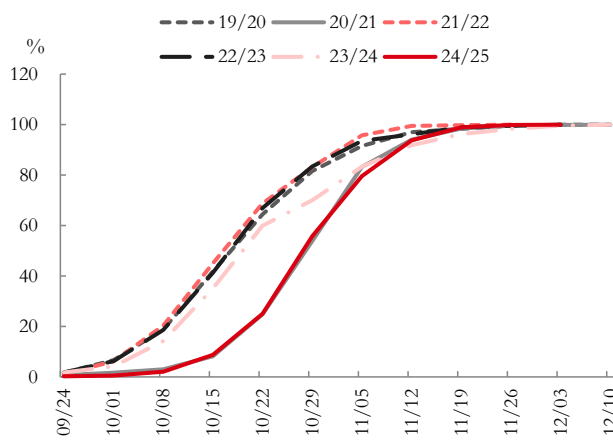
较短。因此我们不排除未来天气出现异常的可能性，产量也的确有可能不及预期，但大幅减产的概率不大，建议继续跟踪南美天气变化。

图表 5：巴西大豆种植进度



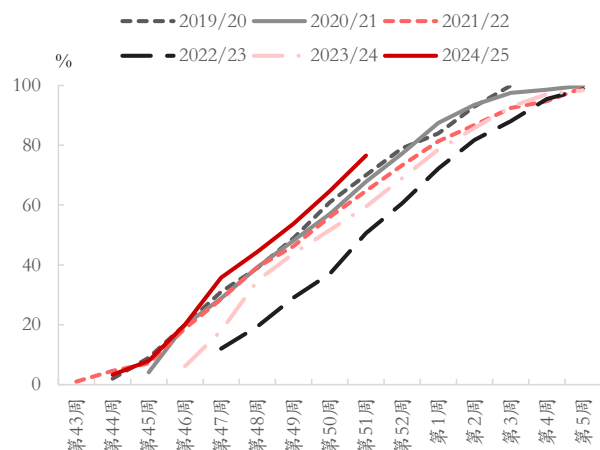
资料来源：CONAB，东证衍生品研究院

图表 6：马托格罗索大豆种植进度



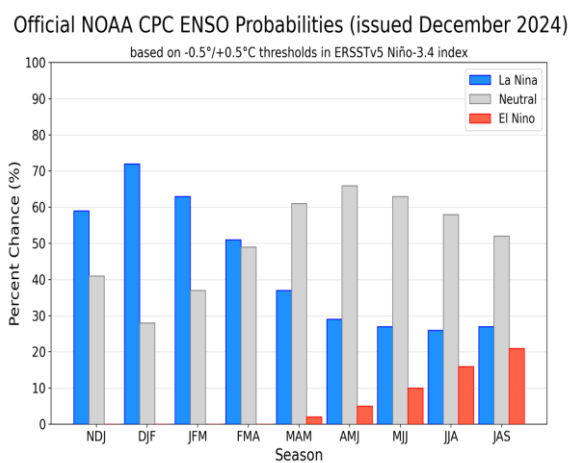
资料来源：IMEA，东证衍生品研究院

图表 7：阿根廷大豆种植进度



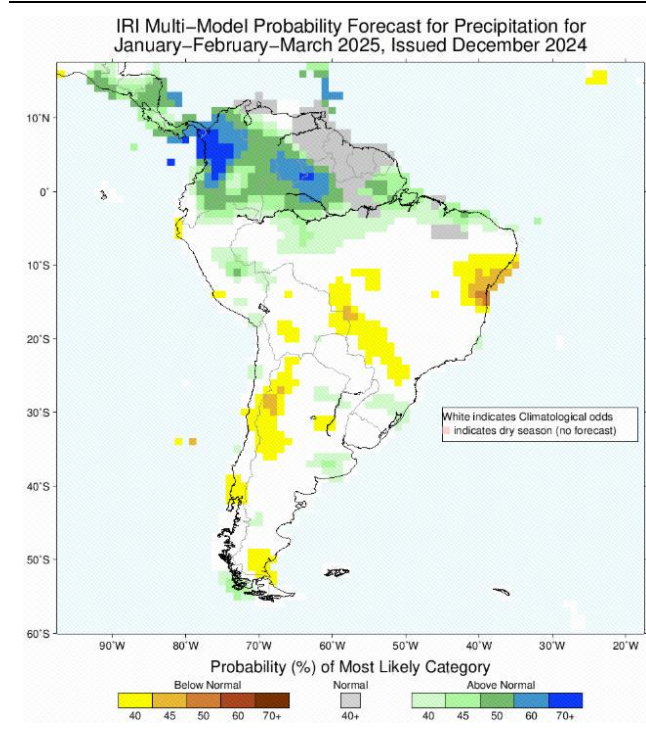
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 8：ENSO 预报



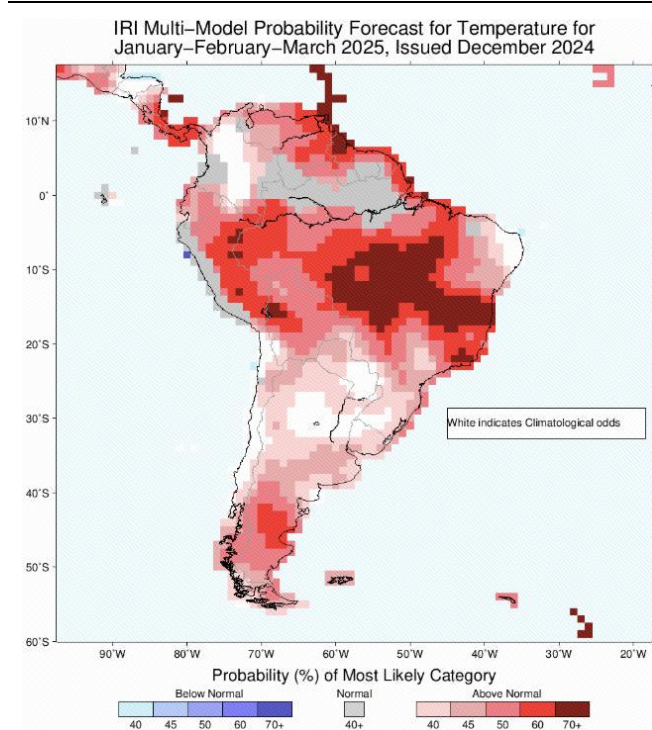
资料来源：NOAA

图表 9：1-3 月南美降水展望



资料来源：IRI

图表 10：1-3 月南美气温展望

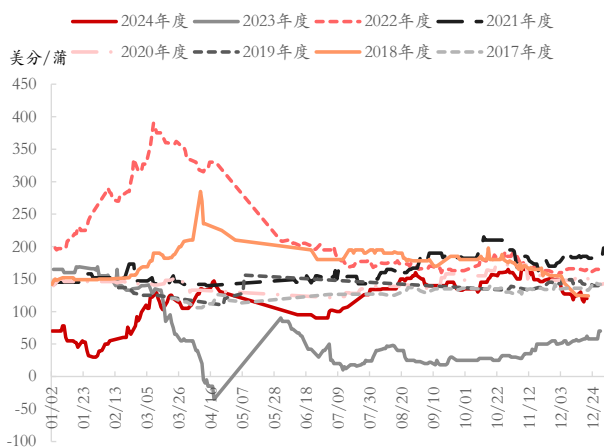


资料来源：IRI

市场是否已经充分交易南美的丰产？预期已经较为充分，但随着丰产最终兑现，巴西 CNF 贴水下落仍有想象空间。以巴西 5 月船期为例，除 2018 年中美贸易战爆发、2022 年俄乌冲突，其余年份 CNF 贴水均在收获上市期弱势运行。最新巴西 5 月船期 CNF 贴水为 120 美分/蒲；22/23 年度低点-35 美分/蒲出现在 2023 年 4 月下旬，这也是巴西贴水首次出现负值；23/24 年度低点 30 美分/蒲出现在 2024 年 1 月底。

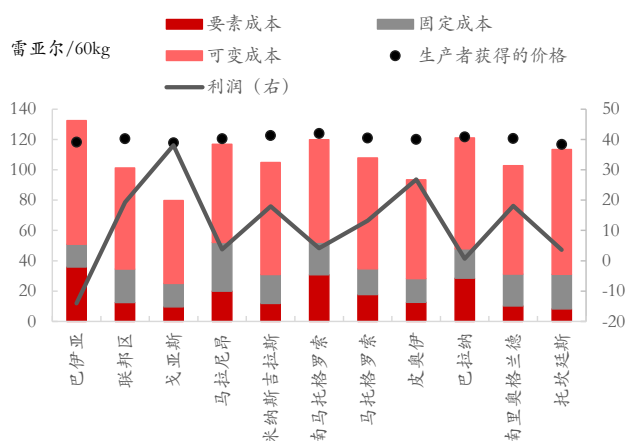
巴西豆成本多少，是否会有成本支撑？CONAB 最新数据还停留在 2024 年 7 月，各主产州大豆成本（要素成本+固定成本+可变成本）为 80-130 雷亚尔/袋（假设美元兑雷亚尔汇率为 5，折 727-1182 美分/蒲），最大主产州马州约 980 美分/蒲。但如果仅考虑可变成本，则成本波动范围为 55-82 雷亚尔/袋，折 500-745 美分/蒲，马州为 664 美分/蒲。在供过于求的基本面情况下，成本支撑或许本就是个伪命题。如图所示，2020 年底巴西农民种植大豆利润达到顶峰，随后不断回落，近两年始终在盈亏平衡线附近波动、并未深度亏损；和种植时间、种植区域重合的玉米相比，巴西农民种植大豆的比较收益总是更好；叠加巴西耕地资源“无限”，或许解释了为何巴西大豆面积连续 18 年增加。若要实现亏损→缩面积降产量→供需再平衡，巴西豆还可以继续下跌，至少逼近可变成本，因此我们认为无需太多关注成本支撑，它更多影响的是农民卖货节奏。

图表 11: 巴西 5 月船期 CNF 贴水



资料来源：钢联，东证衍生品研究院

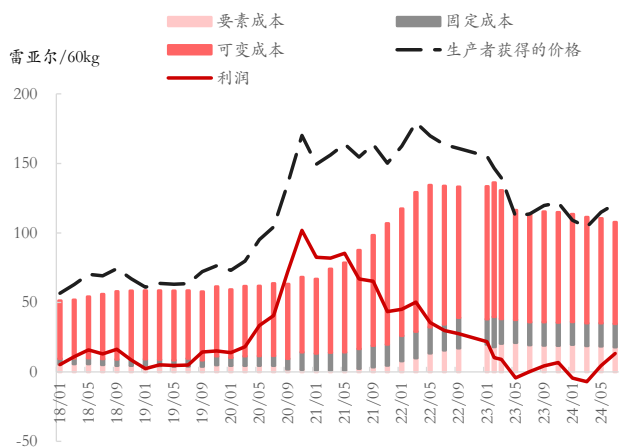
图表 12: 巴西各主产州大豆成本利润



资料来源：CONAB，东证衍生品研究院

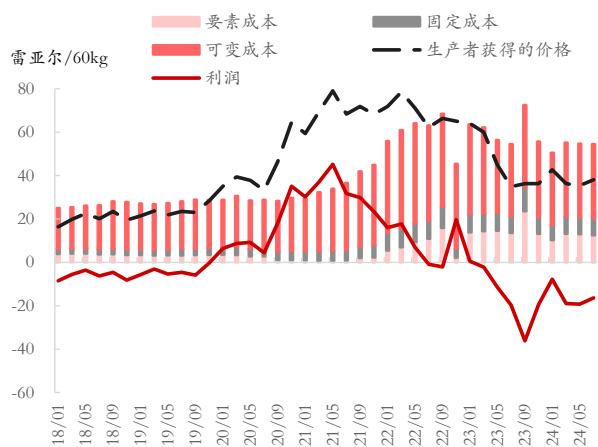
备注：最新数据为 2024 年 7 月

图表 13: 巴西马托格罗索大豆种植收益



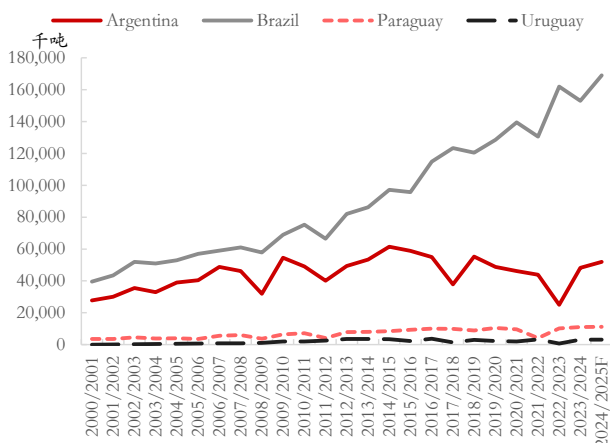
资料来源：CONAB，东证衍生品研究院

图表 14: 巴西马托格罗索玉米种植收益



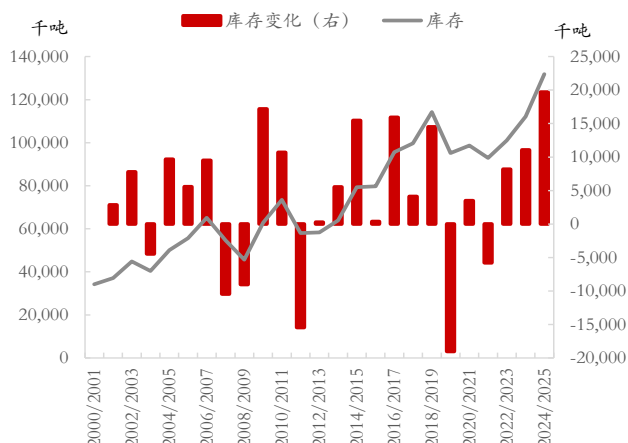
资料来源：CONAB，东证衍生品研究院

图表 15：南美四国大豆产量



资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 16：全球 24/25 年度大豆期末库存升至历史最高

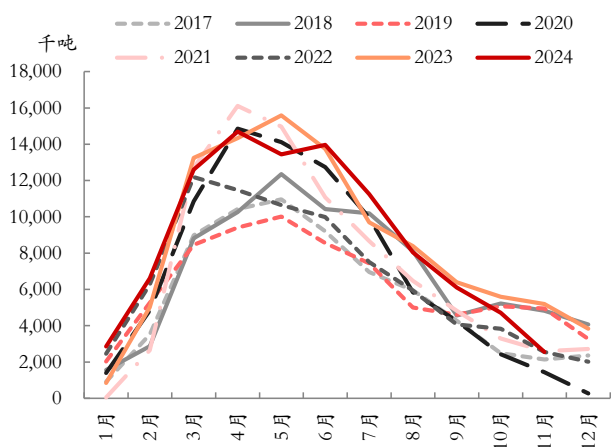


资料来源：USDA，东证衍生品研究院

2.2、政策影响下美豆需求存在巨大不确定性

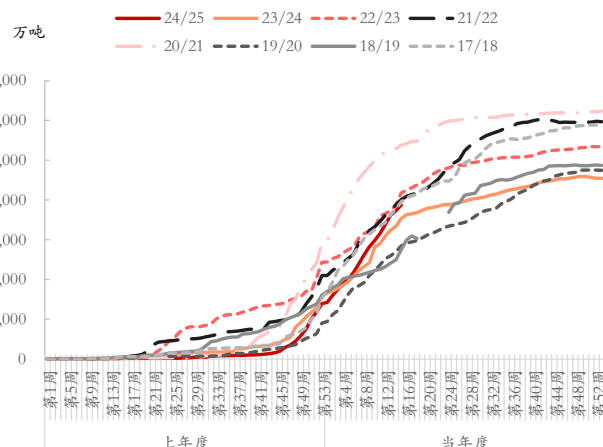
美国 24/25 年度丰产局面已定，明年 1 月 USDA 供需报告可能再次调整面积和单产。迄今为止美国出口和压榨需求数据均表现强劲。先看出口，伴随着 9-10 月美豆收获上市，巴西出口速度明显放慢，8-11 月巴西每月出口都较去年同期下降。与之相对应的是 8 月以来美国出口表现良好，最新累计订单数已经接近除 20/21 年度（当年中美签署第一阶段贸易协议，中国大规模采购）外历史同期最高。截至 12 月 12 日美国 24/25 年度累计出口订单 3871 万吨、累计装船 2517 万吨，要完成全年 4966.8 万吨出口目标，剩余每周须新增订单 28.8 万吨、新增装船 64.5 万吨，过去五年第 16-53 周平均每周订单和装船分别为 39 万吨和 76 万吨，以此来看完成出口目标并不困难。再看压榨，NOPA 数据 9-11 每月压榨均为历史同期最高，10 月为历史单月最高、11 月为历史单月第四高，9-11 月累计压榨同比增 4.81%，USDA 12 月供需报告预估的全年压榨增速 5.37%。EIA 数据显示美国可再生柴油及其它生物燃料产能仍在继续扩张，随着这些新增产能投产，本身即为美国压榨需求增长提供了保证。

图表 17: 巴西大豆月度出口



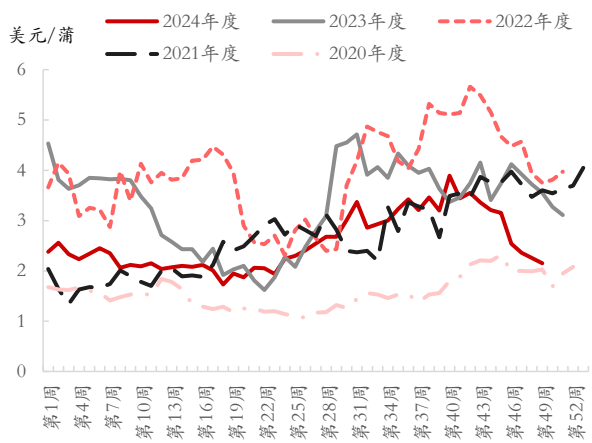
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 18: 美豆累计出口销售订单



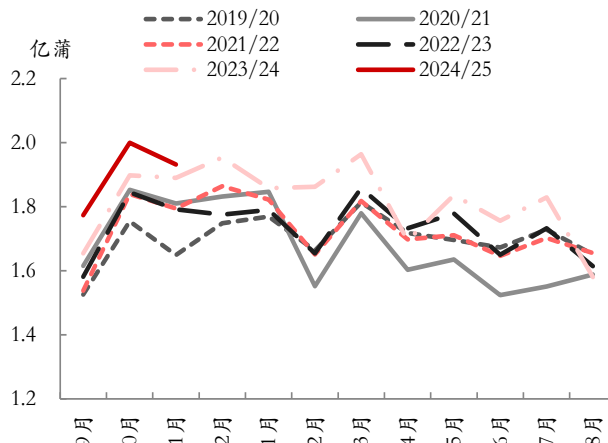
资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 19: 美国国内大豆压榨利润



资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 20: NOPA 月度压榨



资料来源：Reuters，东证衍生品研究院

但是，巴西丰产、特朗普上台后美国政策或生变，美豆需求前景不容乐观。我们分别就出口和压榨两方面进行阐述：

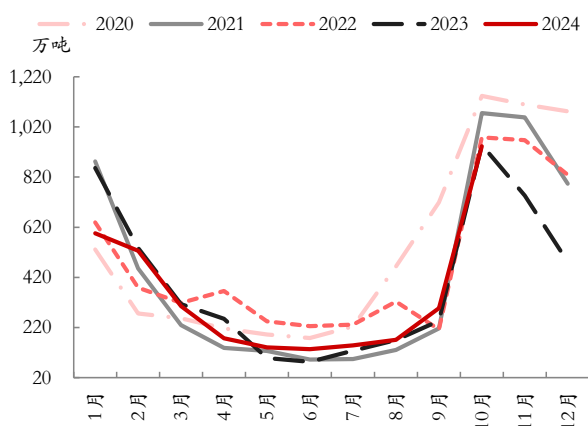
出口需求主要受巴西丰产、特朗普上台后对华关税政策影响。目前巴西种植进度正常，若如期收获上市将很快接棒美国成为全球出口主力。美国次于巴西是全球第二大大豆出口国，最大出口目的地同样是中国。特朗普在竞选总统时就宣称上任后将对中国进口的所有商品加征 60% 关税，胜选后 11 月 26 日又发布推文称上任第一天就将对自中国进口商品加征 10% 关税。且不论具体加税的时间及幅度，如果特朗普上任后对我国加税，我国进行反制，自美国进口大豆首当其冲将受到影响。正常年份下，美国出口总量的 60% 去往中国，但在 18/19 年贸易战期间，这一比例降至 30%，也直接导致 18/19 年度美国

总出口较上年下降约 20%。当然，由于美豆出口高峰期在每年 10-1 月，目前中国仍在正常采购美豆，因此中美潜在贸易冲突对美国 24/25 年度出口的影响或小于 18/19 年度，对美国 25/26 年度出口的潜在影响或更大。

压榨需求同时受美国关税政策、生柴政策影响。美国一年豆油生柴需求约 600 万吨，占美国豆油总消费的约一半，进口 UCO 和进口菜油是美豆油替代品。美国 2024 年 1-9 月共进口 UCO 177 万吨，其中 55% 来自中国进口，15% 来自加拿大。自 2022 年底 EPA 将菜籽油纳入可再生燃料标准后，美国每年约从加拿大进口 150 万吨菜油用于生产生柴。特朗普宣称将对自华进口商品加税，中国也相应取消 UCO 出口退税；11 月 26 日特朗普还宣布对自加拿大进口商品加征 25% 关税，因此关税政策导致的进口 UCO 和菜油缺失反而可能促进美豆油生柴需求，进而利好美国国内大豆压榨。

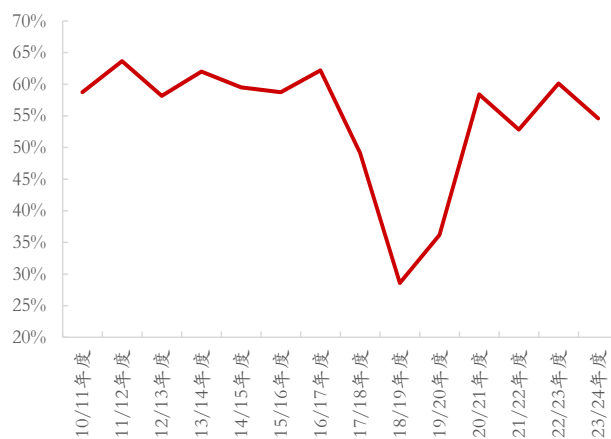
但是，更重要的是美国生柴政策充满不确定性，11 月特朗普提名前纽约州州长担任新任 EPA 署长，市场担心未来美国可能增加 SRE (Small Refinery Exemptions)、减少或取消生柴掺混的税收抵免、甚至颠覆现有生柴体系，三者影响由小变大。EPA 认定在一个日历年内，平均每天原油总产量不超过 7.5 万桶的炼厂为小型炼厂，从 2013 年开始小型炼厂可每年向 EPA 申请豁免 RVO 义务，前提是证明可再生燃料生产责任将会给他们带来“不成比例的经济困难”。截至 2024 年美国共有 132 个炼厂，2017 年 EPA 批准的 SRE 最多为 32 个，豁免量为合规年度 RVO 义务量的 9%。此外，美国政府给与生柴掺混商 1 美元/加仑的税收抵免，以鼓励生柴掺混；如果减少或取消生柴掺混的税收抵免，绝大多数时间里生柴价格高于柴油价格，掺混商将没有动力掺混，生柴需求下降。最后，如果特朗普上台后取消现有的生柴体系，即不再规定每家企业每年的可再生燃料生产责任 (Renewable Volume Obligation, 简称 RVO)，也不再通过 RINs (Renewable Identification Number) 来追踪可再生燃料的生产和使用，那么美国豆油的需求将因此崩塌。

图表 21: 美豆月度出口



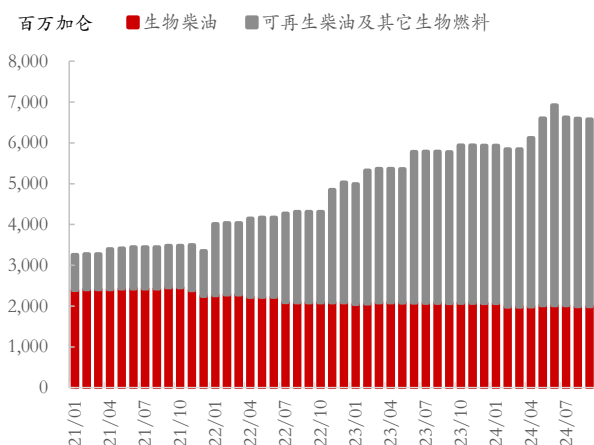
资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 22: 正常年份美豆出口量中约 60% 运往中国



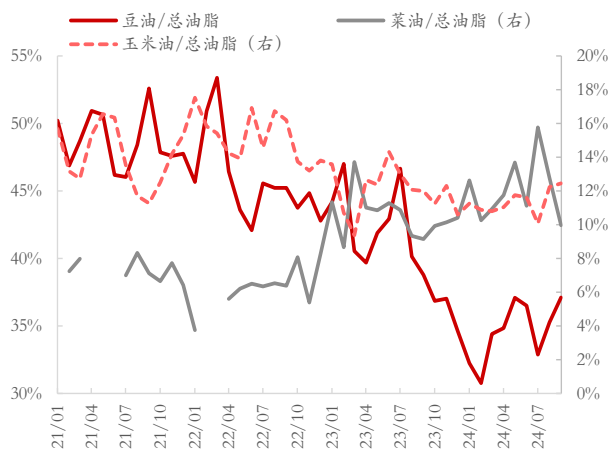
资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 23：美国一代和二代生产产能



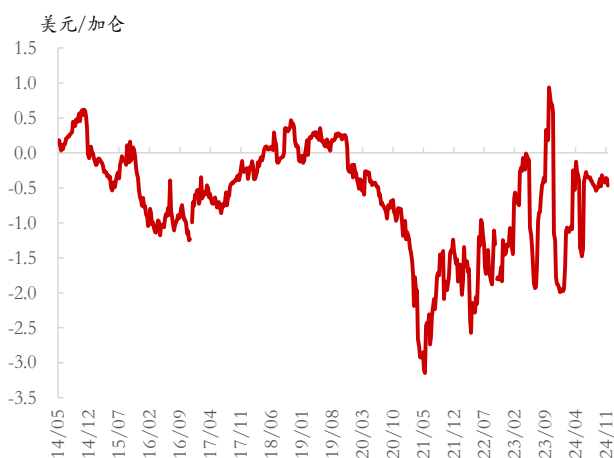
资料来源：EIA，东证衍生品研究院

图表 24：美国生柴投料



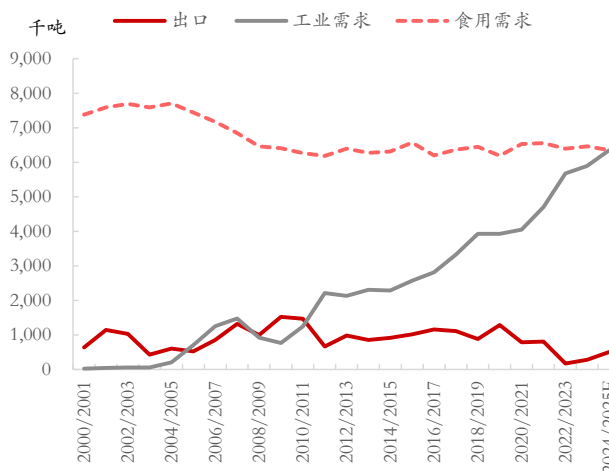
资料来源：EIA，东证衍生品研究院

图表 25：柴油价格减生柴价格



资料来源：CARD，Reuters，东证衍生品研究院

图表 26：美国豆油需求绝大部分为工业（生柴）需求



资料来源：CARD，东证衍生品研究院

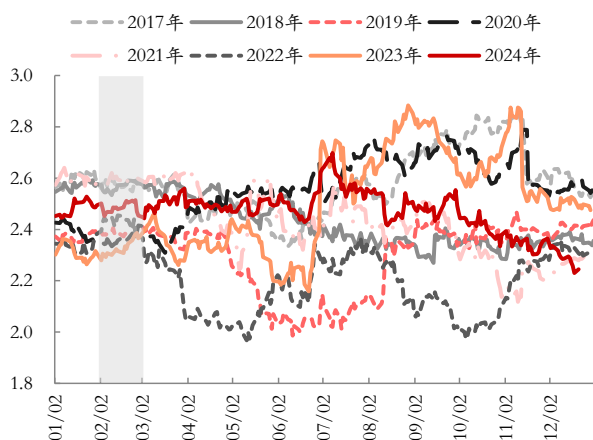
2.3、预计美国 25/26 年度大豆种植面积下降

USDA 将于 2025 年 2 月 27-28 日召开农业展望论坛，首次给出 25/26 年度美国平衡表预估，紧随其后市场开始关注种植意向报告和作物生长报告。美国生长季大概率是 ENSO 中性气候，我们这里主要对明年美豆面积做一些展望。

最重要的前瞻指标是大豆/玉米比价和种植收益。美豆 4 月中下旬开始播种，每年 2 月 CBOT 大豆/玉米比价对当年作物种植面积的指引效果最好，2015-2024 年 2 月这一比价平均值约 2.43。2024 年 2 月大豆/玉米比价平均为 2.48，对应的 3 月底大豆种植意向为 8650 万英亩（6 月底实播面积为 8610 万英亩，8 月供需报告又上调至 8710 万英亩）。目

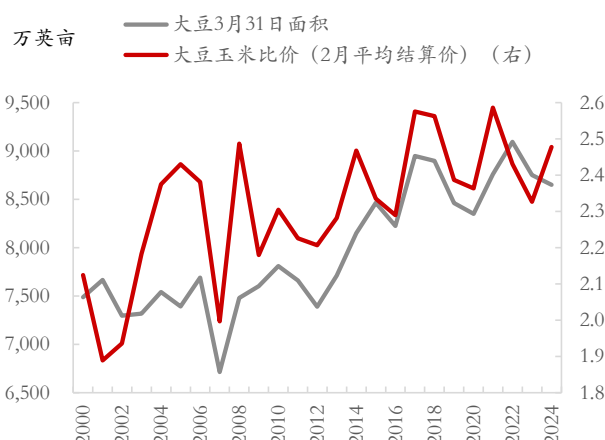
前大豆 2511 合约和玉米 2512 合约比值仅有 2.25，若较低的比价持续至明年，美豆种植面积大概率下降。种植收益得出的结论也一致，USDA 于今年 10 月 1 日公布的最新成本利润数据显示 2024 年大豆、玉米种植完全成本分别为 625.29 和 879.1 美元/英亩，单产采用 USDA 12 月供需报告预估的 51.7 和 183.1 蒲/英亩，现货售价简单用大豆 2411 合约和玉米 2412 合约进入交割月后的平均收盘价 1000 美分/蒲和 430 美分/蒲计算，由此可得玉米每亩种植亏损小于大豆。其它方面如化肥成本和冬小麦种植面积，今年并没有突出矛盾，预计不会对面积产生太大影响。USDA 在 11 月 7 日公布了 Baseline Projections，其预估 25/26 年度美豆种植面积 8500 万英亩，较 24/25 年度下降 210 万英亩。同时该报告还预测美国 25/26 年度单产 52.5 蒲/英亩，最终总产为 44.2 亿蒲。

图表 27：美国大豆/玉米比价处于偏低水平



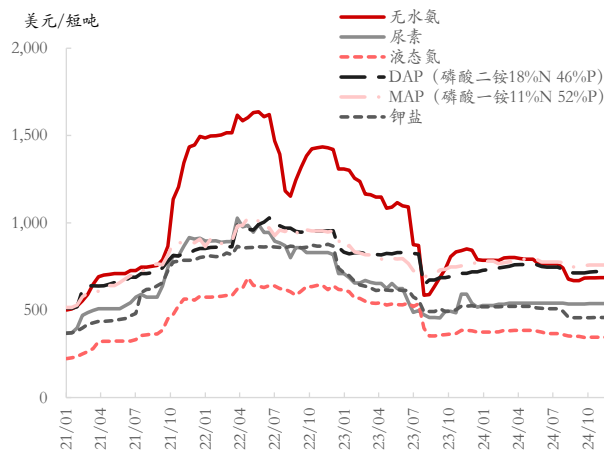
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 28：大豆/玉米比价 vs 美豆种植意向



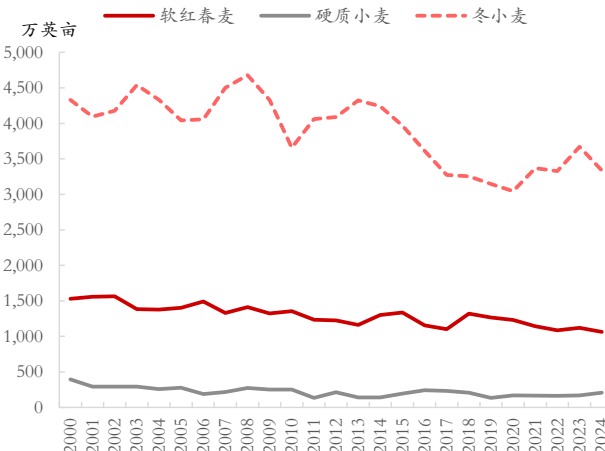
资料来源：Wind，USDA，东证衍生品研究院

图表 29：伊利诺伊州主要化肥成本



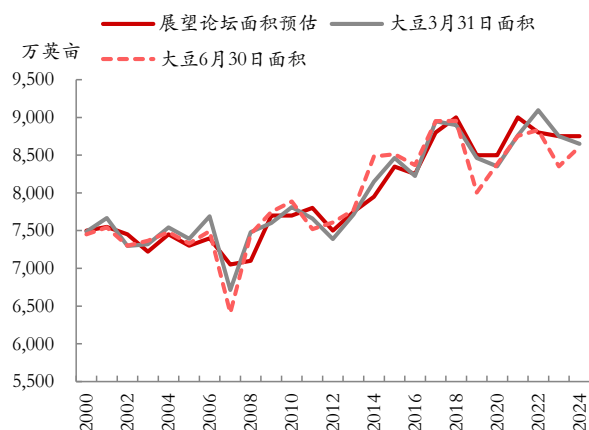
资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 30：美国小麦种植面积



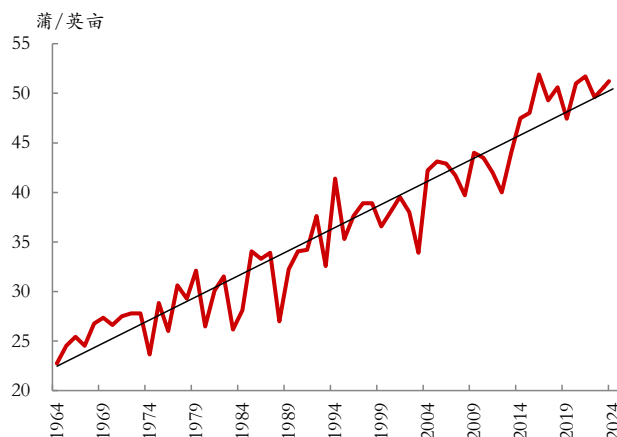
资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 31：历年美豆种植面积



资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 32：历年美豆单产



资料来源：USDA，东证衍生品研究院

3、国内市场：有估值无驱动，继续等待转机

2024 年下半年以来豆粕价格跌跌不休，豆粕指数已经跌至近 5 年来最低。不少机构及产业认为利空出尽、价格向上弹性巨大，但目前看来事与愿违。当前豆粕价格可用“有估值无驱动”概括，展望 2025 年，政策扰动将加大，但牛市的出现仍可能一波三折，另外过去几年频繁出现的高基差、月间正套的机会或将不复存在。

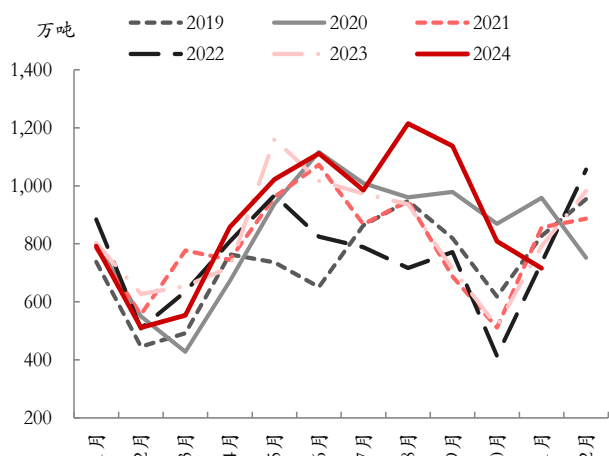
3.1、中美关系对 24/25 年度我国进口影响不大

相比较往年，2024 年给出油厂盘面榨利的机会更多。市场统计显示我国 12 月船期大豆采购基本结束，1 月船期大豆采购仍不足，明年 2 月船期开始主要采购巴西豆，如图所示进口巴西豆盘面榨利良好。

近两年 USDA 与我国海关进口数据差异巨大，USDA 预估我国 24/25 年度进口大豆 1.09 亿吨，但 CASDE 12 月供需报告预测值仅 9460 万吨。但无论如何，**我们认为不用过度担忧 24/25 年度我国进口大豆供应**。2024 年 1-11 月我国累计进口 9710 万吨，同比去年增加约 800 万吨。钢联预估 12-2 月到港分别为 855、710、490 万吨，合计 2055 万吨，较上年同期降 230 万吨。即使把 1 月船期采购不足（大概对应着 3 月到港）考虑在内，1-11 月进口盈余也提供了足够的缓冲垫。我国现阶段仍在采购美豆，4-9 月进口主要为巴西豆，届时特朗普关税政策导致中美再起贸易冲突也不会影响我国实际进口。25/26 年度相对面临更多不确定性：乐观情况下如果 25/26 年度巴西继续增面积增产增出口，参考 18/19 年巴西大豆总出口中去往中国的比例可由 70% 上升至 85%，那么中美贸易战对我国进口大豆供应的影响也将远小于 18/19 年度。

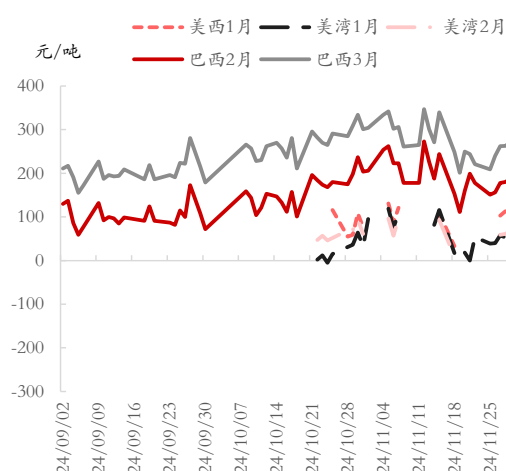
此外，从 2023 年开始我们就一再提示，不应再习惯性的把进口大豆到港等同于豆粕供应，到港—通关—压榨每一个环节都需要单独加以考虑。今年的行情也是如此，3 月 GMO 证书下发及进口大豆卸船不畅一度导致现货明显上涨，11 月至今市场不断流传着进口大豆政策收紧、港口卸船不畅等传言，因此未来仍然需要更加密切关注政策对有效供应的影响。油厂开机也是需要留意的变量，我们计算的油厂压榨/进口占比不断降低，提示我们国内豆粕实际供应时必须更加重视开机率这一指标。

图表 33：中国大豆进口



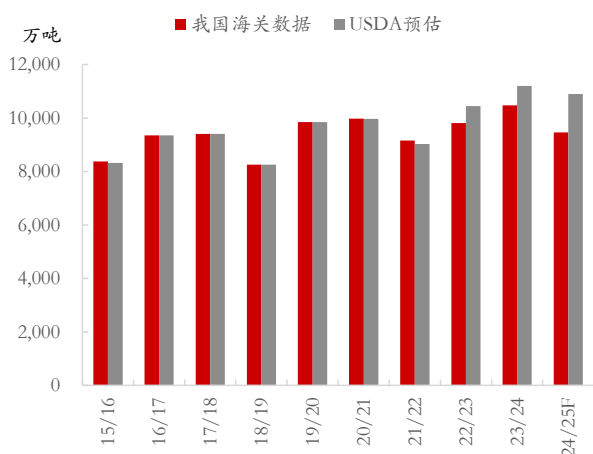
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 34：各船期大豆盘面压榨毛利



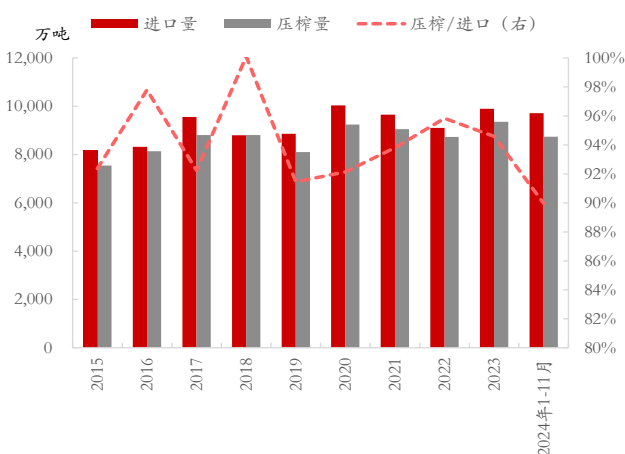
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 35：USDA 预估的中国大豆进口量明显偏高



资料来源：USDA，钢联，CASDE，东证衍生品研究院

图表 36：我国大豆进口量 vs 大豆压榨量



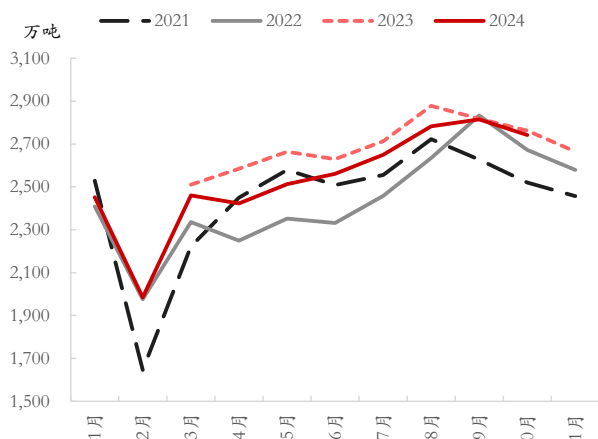
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

备注：2023、2024 年为 125 家油厂，此前为 111 家油厂

3.2、预计 2025 年豆粕需求小幅增长

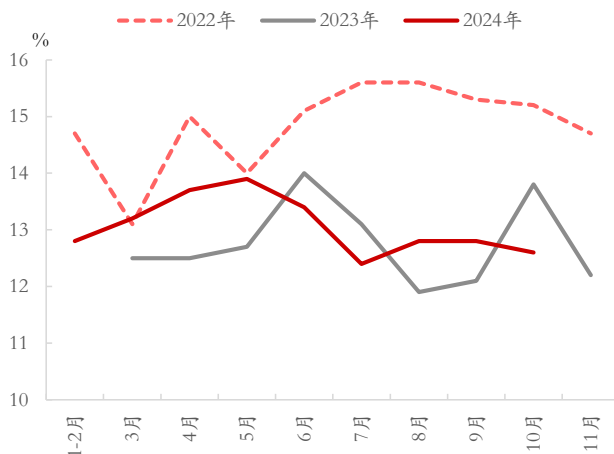
2024 年 1-11 月豆粕表需较去年同期约增 2.8%。我们照例从饲料需求、替代需求、补库需求三个维度分析和预判豆粕需求。中国饲料工业协会统计 2024 年前三季度饲料总产量同比降 4.3%（其中猪料降 6.8%、蛋禽料降 5.9%、肉禽料小增 0.5%、水产料降 2.8%），10 月饲料总产量同比降 5.4%，饲料总产量的下降决定了豆粕需求不可能表现特别亮眼。不过 2024 年豆粕替代需求可观，据中国饲料工业协会，3-10 月豆粕平均添比为 13.1%，去年同期为 12.825%。主要因上半年山东地区豆粕较棉粕等杂粕更具有性价比，豆粕在禽料中的添加调至上限（今年华东及华南豆粕菜粕价差波动相比过去两年明显变小，总体矛盾不大；7 月前后小麦替代玉米还导致豆粕添比有所下降）。最后是补库需求，依旧是上涨行情中下游备货积极性更好，而下跌行情中下游随买随用为主。

图表 37：饲料总产量



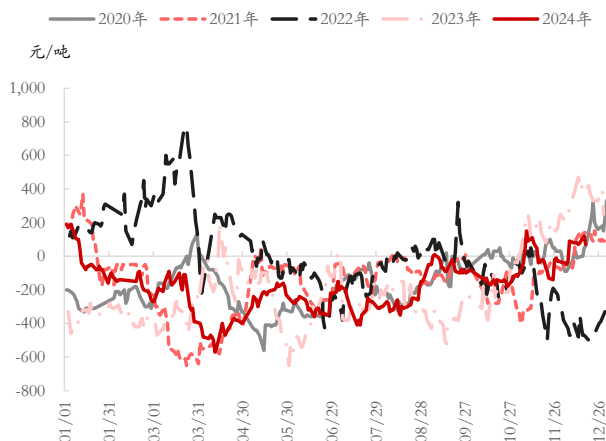
资料来源：中国饲料工业协会，东证衍生品研究院

图表 38：豆粕月度平均添比



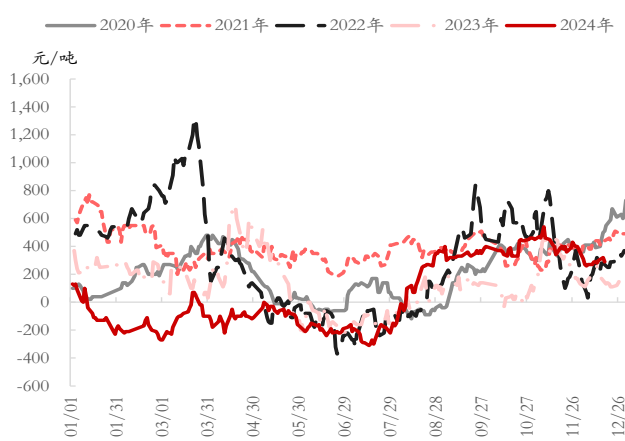
资料来源：中国饲料工业协会，东证衍生品研究院

图表 39：山东豆粕-花生粕现货价差



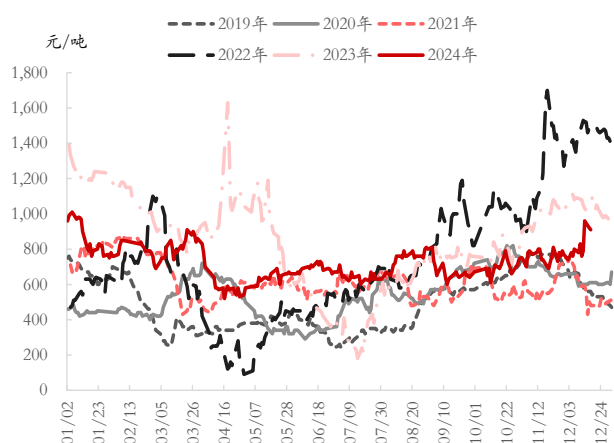
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 40：山东豆粕-棉粕现货价差



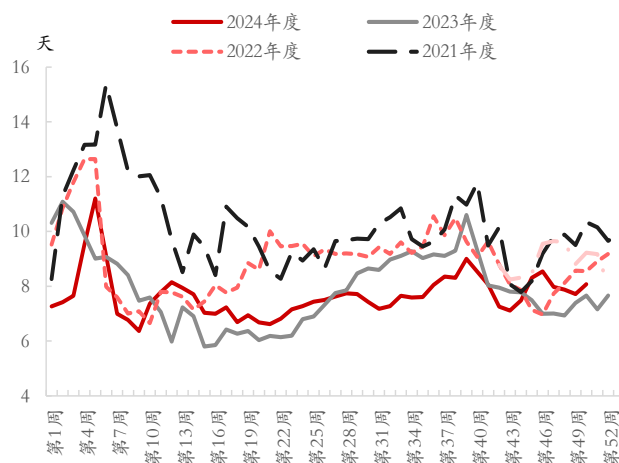
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 41：广东豆粕-菜粕现货价差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 42：样本饲企豆粕物理库存使用天数

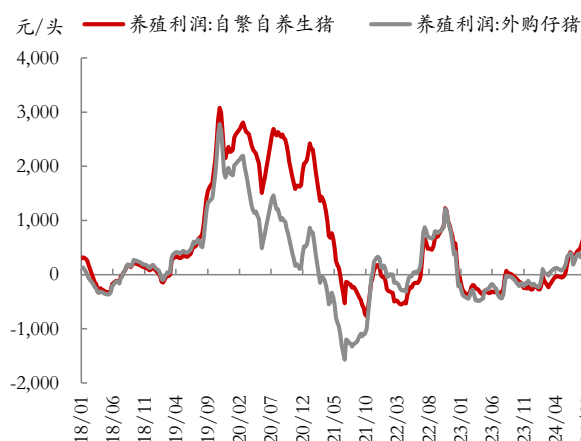


资料来源：钢联，东证衍生品研究院

展望 2025 年，猪价进入下行周期，意味着存栏增加、猪料产量增加，一定程度上保证豆粕消费增长。肉禽养殖亏损、存栏保持高位，蛋禽养殖利润理想、但产能扩张理性，这种局面在 2025 年可能持续。今年淡水鱼价一般，价格和去年同期水平相当，且水产受天气影响大。我们初步预判 2025 年猪料和禽料均小幅增长，水产姑且认为和 2024 年持平。

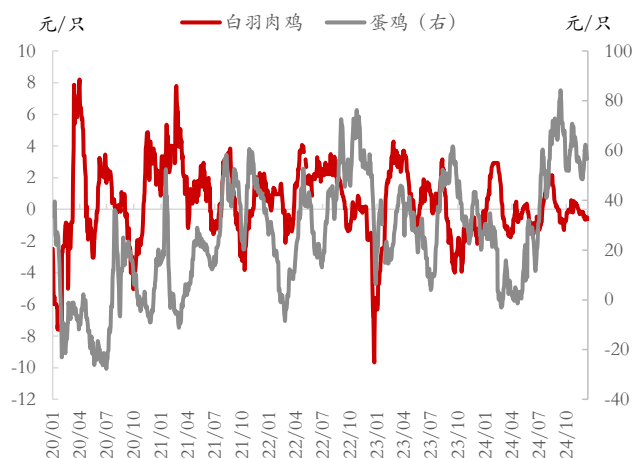
参考 2024 年行情，猪料总产量最大、豆粕用量最高、但需求弹性也最小，此外高存栏对应着的是养殖利润下降，两者对豆粕需求的影响一正一负，因此**未来豆粕需求增速的关键可能在于禽料及水产中的添比，这就刚好延申到豆粕和其它杂粕之间的替代**。2025 年除了密切跟踪豆粕和其它各类杂粕价差、小麦-玉米价差外，我国进口杂粕供应也面临更多来自政策端的不确定性。24/25 年度全球菜籽及葵籽产量下降，USDA 12 月供需报告预估菜籽减产约 370 万吨至 8618 万吨，葵籽减产约 550 万吨至 5050 万吨。我国主要从加拿大进口菜籽及菜粕、从乌克兰进口葵籽粕，加拿大统计局最新预估其菜籽产量降 135 万吨至 1784 万吨，USDA 预估乌克兰葵籽产量降 260 万吨至 1290 万吨。主产国产量下降的同时，9 月至今中加关系紧张使得 2025 年我国进口菜籽数量存在变数。虽然目前我国只针对进口加菜籽展开反倾销调查（进口加菜粕不受影响，且我国进口菜粕来源国相比菜籽略分散，阿联酋也能提供一定供应），但若中加关系持续紧张，假设进口菜籽减半至仅 250 万吨，那么豆菜粕价差中枢可能下一台阶，潜在利多豆粕添加比例。

图表 43: 生猪养殖利润



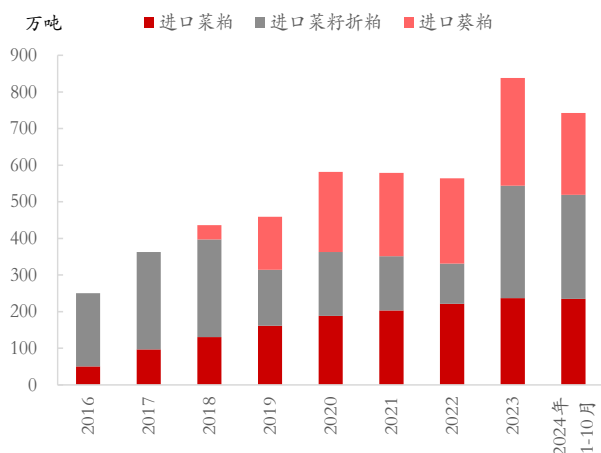
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 44: 白羽肉鸡及蛋鸡养殖利润



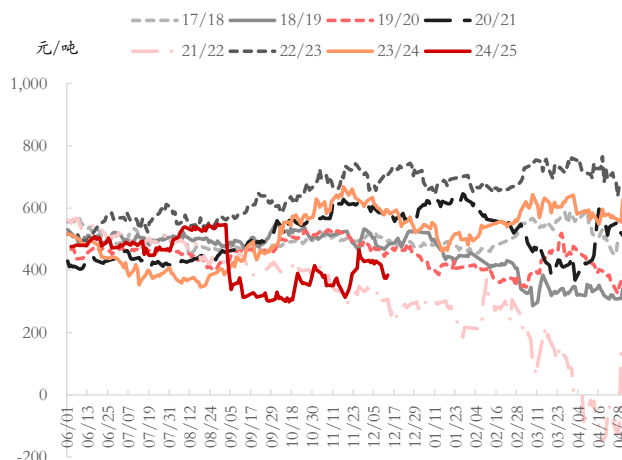
资料来源: 钢联, 东证衍生品研究院

图表 45: 我国杂粮进口量不断增加



资料来源: 钢联, 东证衍生品研究院

图表 46: M-RM05 价差



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

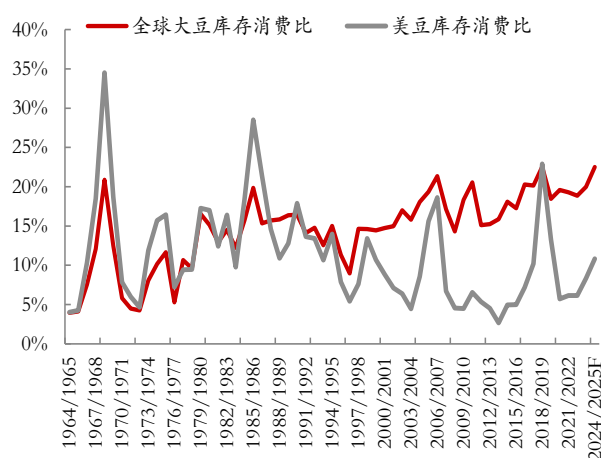
4、行情展望

国际市场: 24/25 年度: 美国丰产已定, 南美丰产预期不断加强, 未来除非南美大幅减产, 否则全球 24/25 年度大豆平衡表宽松的局面不会改变。关于价格是否见底以及何时见底, 眼下 CBOT 大豆价格较为合理, 未来重点关注政策影响下的需求变化, 若巴西产量预期兑现则不排除在收获上市期巴西 CNF 贴水继续下跌的可能性。**25/26 年度:** 美国明年大豆种植面积大概率下降, 但明年 ENSO 中性气候下单产表现可能也很好, 此外考虑到特朗普上任后政策影响下的出口和压榨需求前景黯淡, 2025 年 CBOT 大豆恐难脱离熊市。

国内市场：全球大豆宽松格局下我国进口大豆成本不断下降，豆粕期价也将维持弱势，但明年特朗普上台后预计价格波动率上升。我们认为不必过度担忧我国 24/25 年度进口大豆供应，25/26 年度则面临更多不确定性。2025 年我国豆粕需求预计和饲料产量同步增长，但增速更多取决于替代及豆粕在禽料和水产料中的添比。

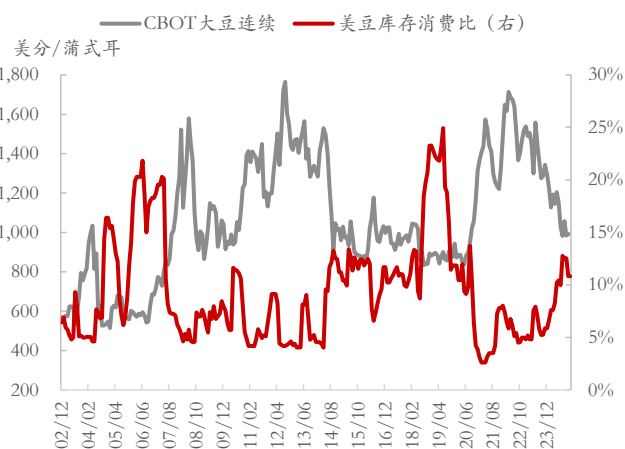
分时间段看：1 月 20 日前南美天气及产量预期调整仍是主要矛盾，1 月 20 日特朗普上任后政策可能导致期价波动率明显上升，此外从 2 月起供需面上的关注重点也将转移至美国 25/26 年度平衡表变化。

图表 47：全球及美国大豆库存消费比



资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 48：美豆库存消费比与 CBOT 大豆连续



资料来源：Wind，USDA，东证衍生品研究院

5、风险提示

宏观风险，政策风险，产地天气风险等

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证期货衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com