



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-01-21

蛋白粕：具有强支撑的震荡格局

王俊

农产品分析师

从业资格号：F0273729

交易咨询号：Z0002942

☎028-86133280

✉wangja@wkqh.cn

斯小伟（联系人）

农产品分析师

从业资格号：F03114441

☎028-86133280

✉sxwei@wkqh.cn

报告要点：

近期豆粕、菜粕价格在五年同期低位附近连续获得反弹，2024年12月19日附近反弹行情源于豆粕、美豆长期横盘震荡叠加南美天气较好的累积做空压力将美豆、豆粕绝对价格打压至极端水平，从而在阿根廷局部干旱情境下抄底势力浓厚引发反弹，2025年1月10日的行情则源于美豆平衡表的边际转好及阿根廷干旱的延续。绝对价格较低的蛋白粕不得不引起市场对未来蛋白粕是否能有大幅反转行情的讨论，因此，本文将当下行情与2016年初、2022年初的豆粕大幅反转行情作对比。

总体来看，今次与前两次的对比共同点在于大豆平衡表有反转的可能性，但如果要形成前两次的大级别反转，还需要南美平衡表、北美平衡表剧本的进一步演绎。2025年上半年，同时是南美的收获季节及美豆的播种季节，未来面对南美收获、特朗普上任不利于美豆销售压制美豆价格、新作美豆播种等三个能够较大幅度影响全球大豆供需平衡表的事件，在当前大豆、豆粕已经处于五年同期的较低水平上，如果某个事件导致大豆价格下跌到更低水平，无疑会引起新作种植面积的削减从而引发反弹。未来大豆及豆粕的行情重点在于跟踪大豆种植利润、种植预期及国内大豆供需基本面对压榨利润的影响等，预计未来豆粕因绝对价格较低，上方受贸易战、丰产预期影响空间受限，下方因贸易战供应担忧及种植面积削减、天气可能出问题支撑，处于具有强支撑的震荡格局，突破震荡区间则需要南北美平衡表的进一步配合。

一、2016年初豆粕反转源于宏观修复、南美洪涝、大豆平衡表反转

2015/16年度，需求端全球大豆需求仍然处于高速增长期，体现在自2015年5月起，USDA每个月都在调高全球大豆的消费预测，其中最主要的就是中国的消费，最终调高了近1000万吨，较好的大豆消费为豆粕的反转奠定了基础。供应端，2015/16年度，美豆因前期大幅下跌，种植面积下降，到2016年初时统计的2015/16年度美豆处于平产状态。

直到2016年3月，南美出现洪涝，南美产量边际下调，2016年5月，美豆USDA平衡表再次因为出口销售数据好下调2015/16年度的大豆期末库存，同时对于2016/17年度的平衡表给出产量、种植面积同比下降的预估，带动美豆、豆粕连续推涨，而2016年6月又正逢美豆干旱，美豆在短短3个月内实现了大幅反转。

宏观方面，经历了原油连续三年的下跌，原油到达历史同期低位，2016年初也开始反转上行，带动商品反转，给予大豆配合。但一系列的预期终将照进现实，伴随着2016年7月美豆产区降雨恢复，大豆平衡表的预期也快速恶化，大豆也从高位迅速回落。

二、2022年初豆粕反转源于南美干旱带来平衡表反转、宏观上行

2021年对于美豆来说是风调雨顺的一年，2021/22年度美豆实现了700万吨级的增产，全球大豆平衡表走向宽松，也带动2021年6月大豆从多年高位下行。直到2021年底，南美种植季节开启，阿根廷产区12月异常干旱，大豆平衡表预期小幅向偏紧方向修复，叠加宏观上商品经历半年的高位回落后，因俄乌战争引发原油系暴涨，大豆及豆粕因此获得共振上涨。

三、今年或有平衡表的反转，宏观方面需关注特朗普上任的影响

可以看出，前两次的美豆、豆粕大幅反转来源于南美天气、美豆产量、全球大豆需求带来的USDA平衡表反转以及宏观方向的配合。

今年与前两次低位大幅反转类似的情景在于：

1，大豆、豆粕绝对价格较低，美豆平衡表也在发出边际修复的信号。目前24/25年度美豆库销比为8.74%，全球大豆库销比为31.65%，对比往年库销比水平CBOT盘面的底部价格或在种植成本以下（10%，15%）左右，目前美豆03合约低于24/25年度美豆种植成本约15.3%，美豆盘面或处于相对合理水平。

2，南美播种季阿根廷同样出现干旱迹象。巴西加权降雨与22/23年度类似，阿根廷降雨与17/18年类似。巴西1-3月是丰水季节，缺雨概率不大。2025年1月阿根廷的降雨处于近十年最低水平，但预报显示2月降雨会恢复，阿根廷的减产预期及量级仍需要等待时间去检验。如果后期阿根廷的干旱再度出现，全球大豆平衡表可能会进一步修复，带动盘面上行。

3，宏观方面，今年与前两次的不同在于特朗普上台对关税与全球经济的影响。2025年1月20日特朗普将就任，2018-2019年中国与美国的关税问题或将重演，那么具体到供需会削弱美豆的出口，进而美豆平衡表再度转向宽松，压制CBOT美豆价格，但同时由于转向巴西采购，巴

西的升贴水报价或会上升，国内的采购成本将不会大幅下跌。

总体来看，今次与前两次的对比共同点在于大豆平衡表有反转的可能性，但如果要形成前两次的大级别反转，还需要南美平衡表、北美平衡表剧本的进一步配合。2025年上半年，同时是南美的收获季节及美豆的播种季节，未来面对南美收获、特朗普上任不利于美豆销售压制美豆价格、新作美豆播种等三个能够较大程度影响全球大豆供需平衡表的事件，在当前大豆、豆粕已经处于五年同期的较低水平上，如果某个事件导致大豆价格下跌到更低水平，无疑会引起新作种植面积的削减从而引发反弹，未来大豆及豆粕的行情重点在于跟踪大豆种植利润、种植预期及国内大豆供需基本面对压榨利润的影响等，预计未来豆粕因绝对价格较低，上方受贸易战、丰产预期影响空间受限，下方因贸易战供应担忧及种植面积削减、天气可能出问题支撑，处于下方具有强支撑的震荡格局，突破震荡区间则需要南北美平衡表的进一步配合。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn