



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

区间波动，震荡寻底

蛋白粕半年报

2025/06/06



MINMETALS
FUTURES

斯小伟（农产品组）

☎ 028-86133280

✉ sxwei@wkqh.cn

👤 从业资格号： F03114441

👤 交易咨询号： Z0022498

目录

CONTENTS



01 半年度评估及策略推荐

02 上半年蛋白粕行情回顾

03 供给端

04 需求端

05 大豆平衡表

01

半年度评估及策略推荐

半年度评估及策略推荐



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO., LTD

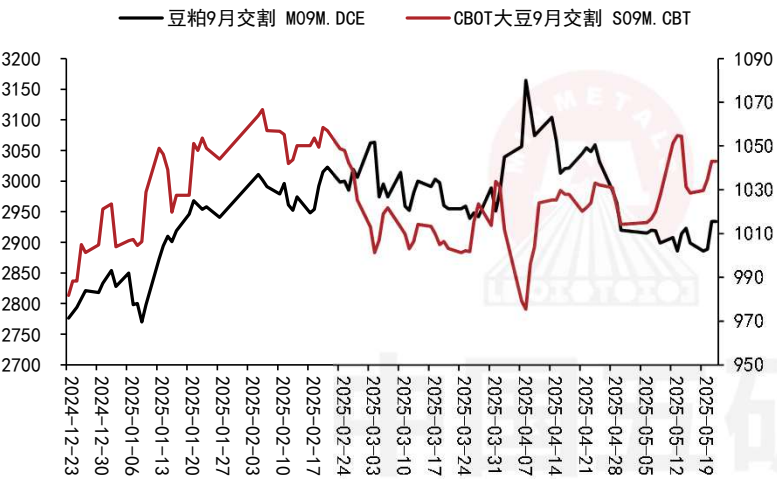
- ◆ 近期国内供应充足，大豆库存处于近几年的高位区间，豆粕库存偏低，由于买船利润较好，6-9月的到港预估偏大。国内表观消费情况较去年同期略低，可能由于3月大豆供应较少、延迟开机造成。近期表观消费明显回升，同比和环比均处于较好水平，若消费维持近期趋势，预计国内大豆库存高峰期在800-900万吨左右，豆粕库存高峰在100万吨左右，意味着国内在9月之前均处于供应充足状态。
- ◆ USDA5月月报奠定25/26年度美豆平衡表偏紧基调，全球大豆则处于连续三年大幅增产后增速放缓的一年。从贸易战角度看，全球大豆基本面类似18/19年度，从全球供需宽松但增产放缓的角度看，类似15/16、17/18年度。其中，15/16年度豆粕及美豆走势偏弱震荡探底，主要是受到宏观、原油整体历史性下跌的影响，估值受损。17/18年度，豆粕、美豆整体波幅较小，宽松的基本面及较低的估值抑制了行情波动。18/19年度，美豆、豆粕估值虽较低，但出现了2018年6月以后及2018年9月以后波段较大、美豆和豆粕走势分化的行情。因此，25/26年度方向可以预判为区间波动，震荡寻底。
- ◆ 近期市场焦点在于种植面积及9月后国内大豆供应，一方面，今年因美豆盘面种植利润相对玉米更低，需关注6月面积报告是否有进一步调低可能。此外，若直到今年9月以后的美豆出口季中美大豆关税仍未降低，而以前年度通常会在美豆出口季节购买2000万吨左右美国大豆，若缺少此采购，仅靠巴西的1450万吨大豆同比增量，国内仍会面临1-3月大豆逐步供应趋紧的局面。
- ◆ 策略上，2025年豆粕受到宏观、产量、贸易战等多重因素的影响，而估值又处于偏低水平，多空交织，节奏多变，建议在成本区间低位时关注外盘可能的天气刺激及贸易战因素是否引发年末供应短缺预期，高位时关注宏观、国内现实压力引发的榨利回落。套利方面，若出现持续天气问题，关注豆粕9-1价差正套，若9月以后中国对美国大豆的关税未降低，关注豆粕1-3正套。

02

上半年蛋白粕行情回顾

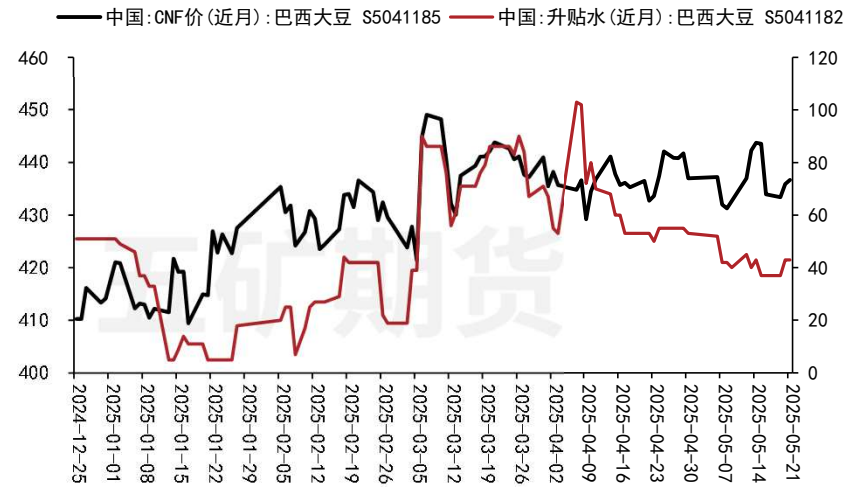
上半年美豆及豆粕关键词：国内供应、美豆产量、贸易战、生柴

图1：美豆09合约及大连豆粕09合约走势(美分/蒲，元/吨)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图2：近月巴西大豆升贴水及巴西大豆到港成本CNF（美分/蒲，美元/吨）

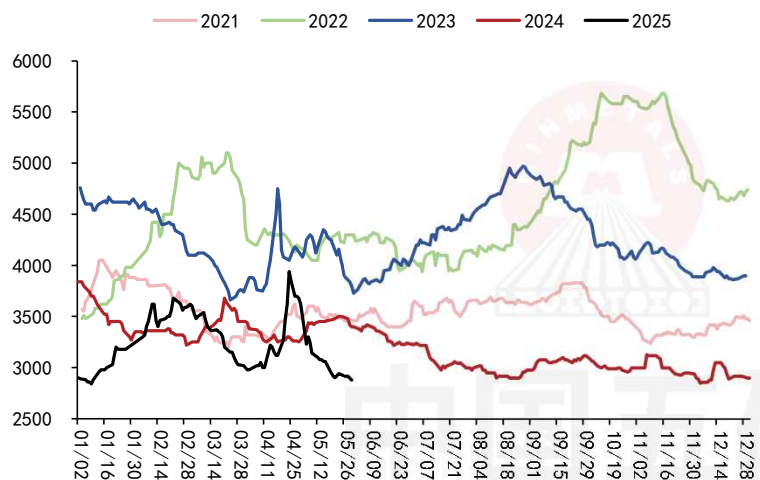


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

2024年底，随着美豆盘面跌至约-20%的历史低种植利润水平，全球大豆丰产计价暂告一段落，阿根廷干旱、USDA连续调低24/25年度美豆单产叠加新作美豆面积调减预期使得美豆获得底部反弹动力，1月份特朗普就任后发动与中国的贸易战，1-4月美豆受出口担忧及宏观走弱带动下探前低，随后在新作面积下降及美国生物柴油政策较好预期的支撑下反弹至今。国内豆粕则因贸易战供应担忧、巴西升贴水涨价以及去年巴西减产导致国内3月供应偏紧等相对偏强，4月中旬新作逐渐到港后开始交易到港压力逐步回落，目前则因调整后局部天气扰动引发空头减仓而小幅反弹。豆粕面临美豆生长期、9月以后采购成本增加、国内供应压力6-9月较大的基本面，多空交织，震荡交易。

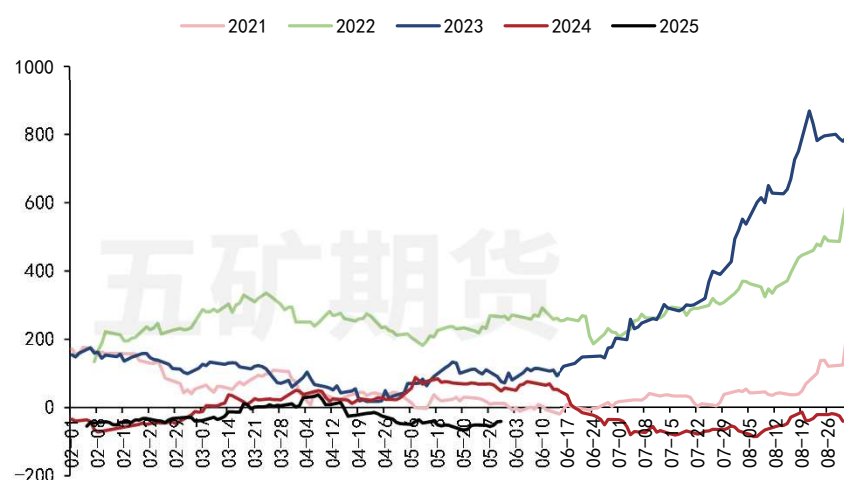
上半年豆粕现货、期货回顾

图3：豆粕现货季节性走势（元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：豆粕09合约基差季节性走势（元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

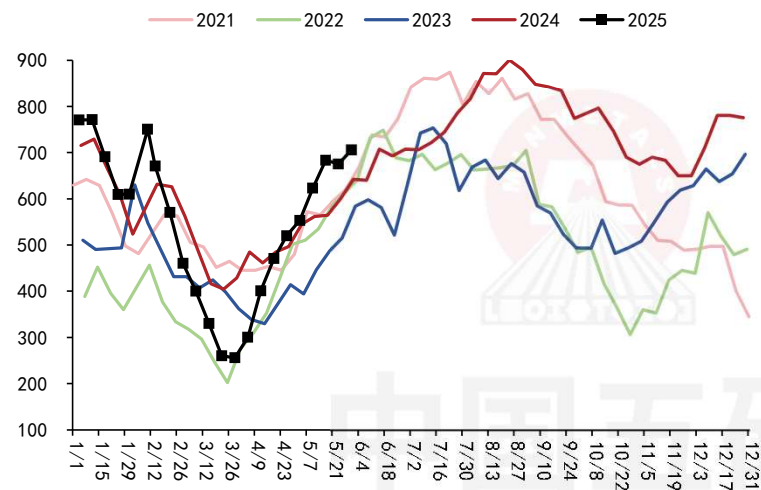
豆粕现货上半年行情波动较大，3月前因交易贸易战及3月大豆供应缺口而单边上涨，随后在显示到港量逐步回升后缓慢下跌，4月初又因局部地区开机缓慢、到港延迟等重新抬头，而后又在大豆充足到港现实下迅速回落。上半年国内豆粕上涨绝大部分源于国内到港、开机等驱动，这可以从豆粕9-1价差得到印证，豆粕9-1价差通常是外盘大豆供需的晴雨表，上半年外盘大豆并无太大起色，因此豆粕9-1正套未走出明显行情。

03

供给端

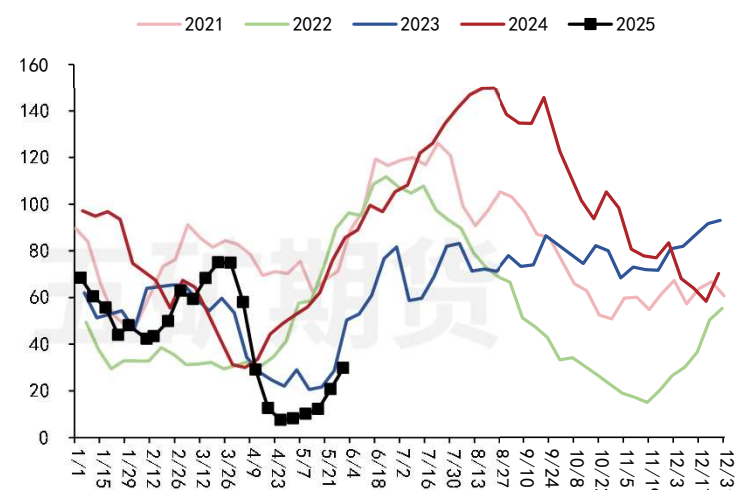
蛋白总量偏高，受延迟开机影响提货压力较小

图5：港口大豆库存(万吨)



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图6：油厂豆粕库存(万吨)

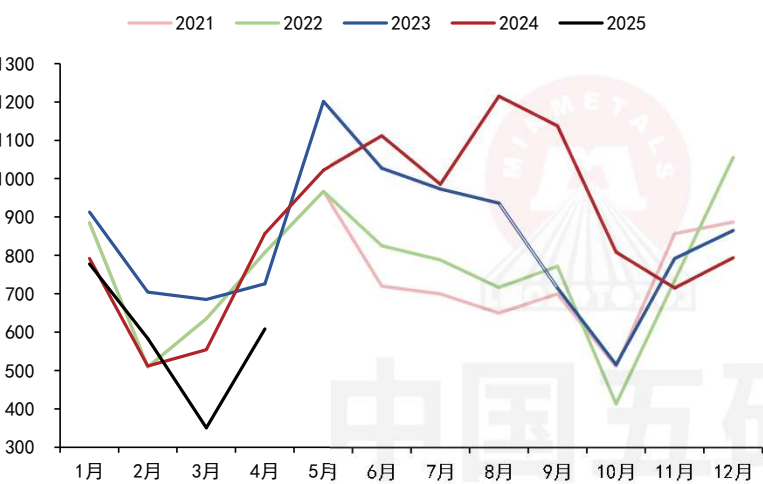


资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

截至5月最后一周，港口大豆库存为675.3万吨，同比增加76.47万吨，五年同期均值为567万吨。油厂豆粕库存为20.69万吨，同比减少55.37万吨。油厂大豆库存、豆粕库存同比分化的状态源于3、4月份国内大豆到港及油厂开机延迟，导致国内蛋白总量处于过剩状态，但短期油厂提货压力较小。

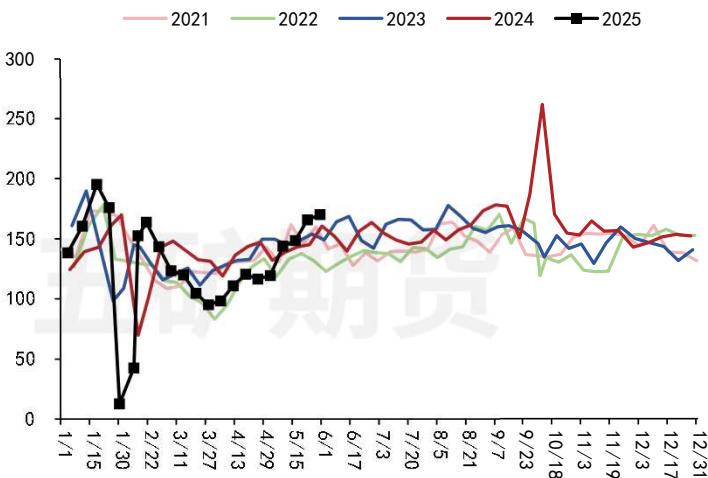
国内大豆及豆粕6-9月供应充足

图7：月度大豆进口(万吨)



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图8：豆粕表观消费(万吨)

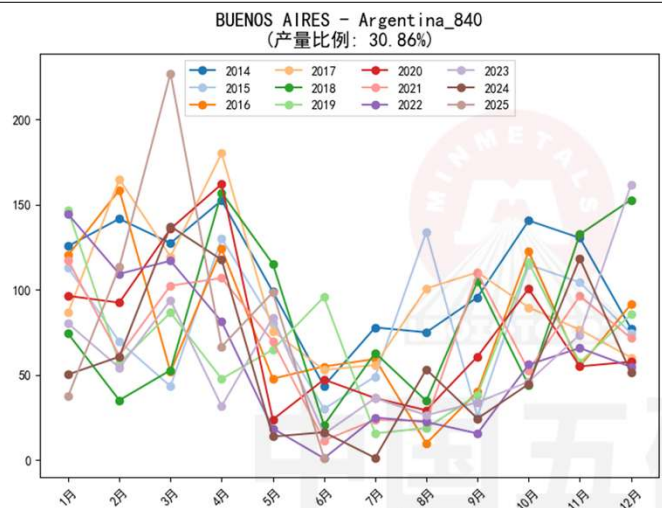


资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

截至5月27日机构统计12月大豆买船512万吨，1月买船268万吨，2月买920万吨，3月买船1357万吨，4月1057万吨，5月1206万吨，6月1114万吨，7月766万吨，因此未来5个月大豆供应较充足。从消费角度看，1-5月底豆粕表观消费总计略低于去年同期55万吨，或因3月到港偏少所致。4月以来到港恢复后，油厂开机率大增，下游表观消费也同环比回升。由于2月以后买船数据与2024年同期类似，预计国内大豆库存高峰期在800-900万吨左右，豆粕库存高峰在100万吨左右，意味着国内在9月之前均处于供应充足状态。

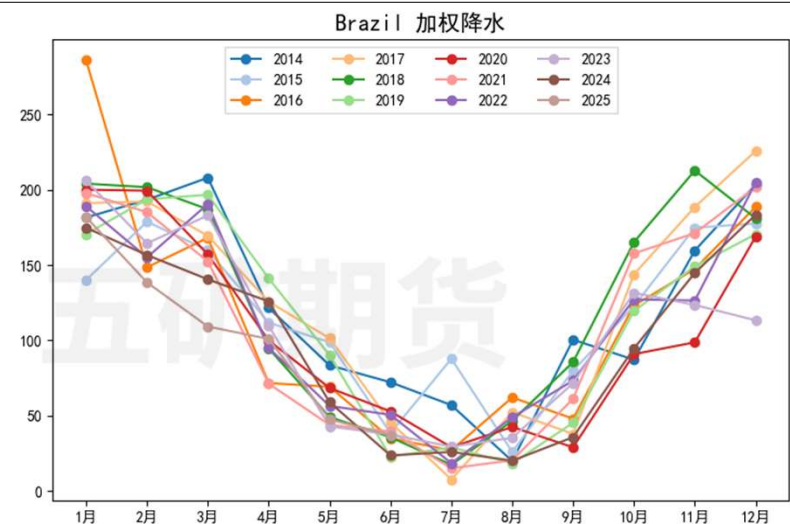
南美大豆今年尾部风险较小

图9：阿根廷布宜诺斯艾利斯雨量（mm）



资料来源：MSWEP、五矿期货研究中心

图10：巴西大豆产区加权雨量（mm）

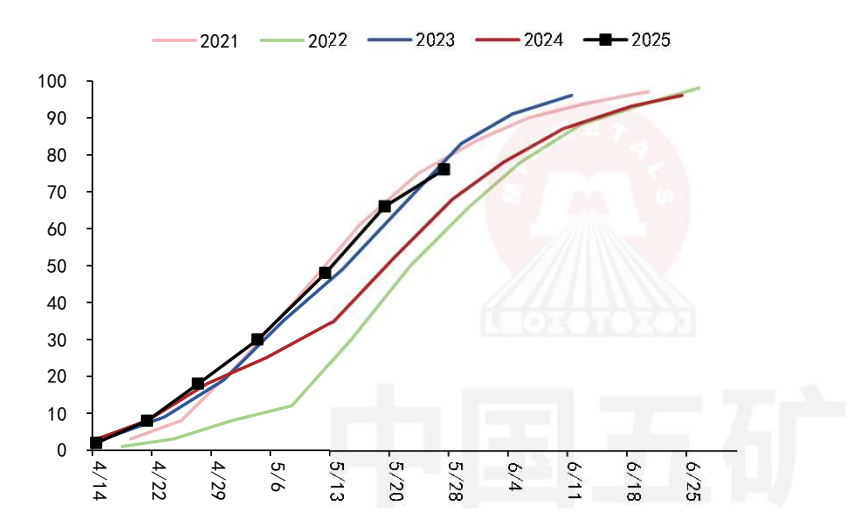


资料来源：MSWEP、五矿期货研究中心

5月阿根廷布宜诺斯艾利斯省出现局部洪水，但全省加权降雨量较小，布宜诺斯艾利斯谷物交易所报告大雨期间布省北部有73万公顷大豆尚未收获，南美当地机构有给出减产150万吨的预估，将24/25年度的大豆产量下调至4850万吨左右。该数值仍处于同比偏高水平，南美大豆丰产已成定局。

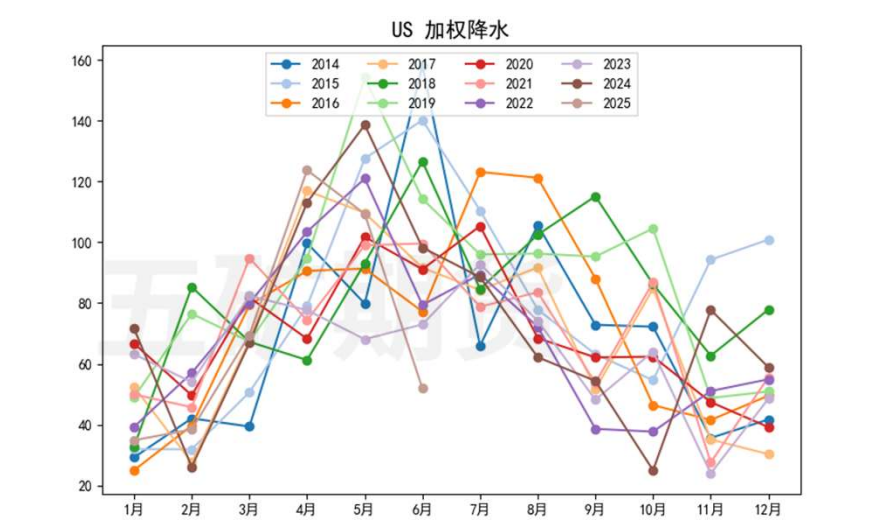
北美新作种植情况良好，关注6月底种植面积报告

图11：美豆种植进度（%）



资料来源：USDA、五矿期货研究中心

图12：美豆产区加权降雨量叠加ECMWF15天预报（mm）

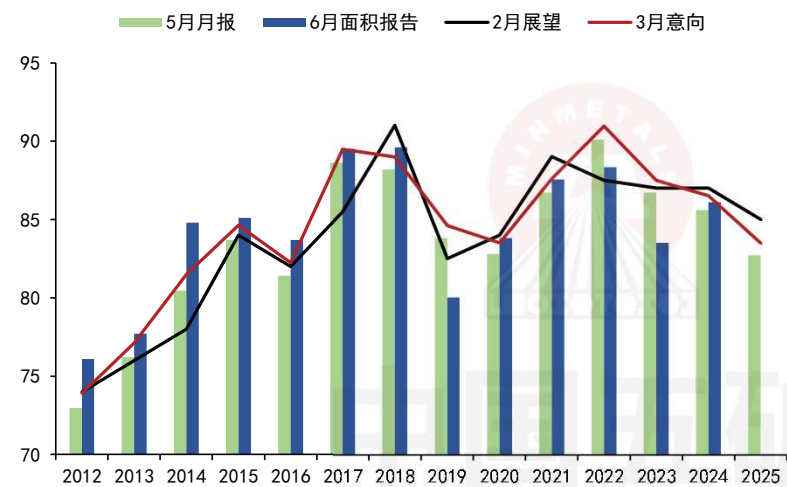


资料来源：MSWEP、ECMWF、五矿期货研究中心

美豆种植进度偏好，种植进度为近几年最快，美豆产区近期天气也有利播种，4、5月天气水平总体有利。市场焦点逐步转为6月30号种植面积报告是否带来利多刺激，因前期预估数据均预计美豆种植面积缩减，导致在处于52.5蒲/英亩的趋势单产下总产量仅同比几乎持平。若种植面积、天气有向偏紧方面调整的趋势，则很容易对当前估值低位的美豆给予支撑或向上动力。

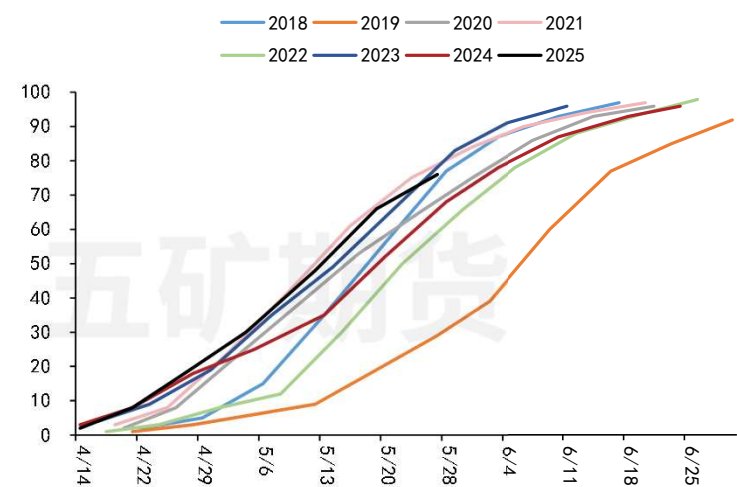
美国大豆面积报告调整规律

图13：美豆面积报告调整规律（百万英亩）



资料来源：USDA、五矿期货研究中心

图14：美豆种植进度（%）

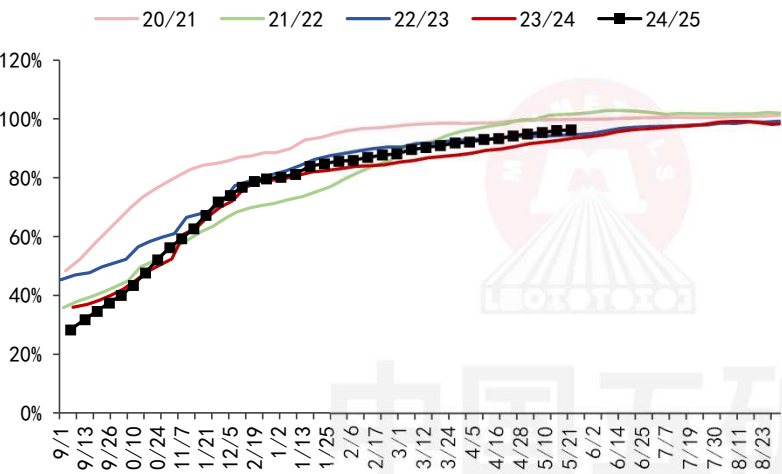


资料来源：USDA、五矿期货研究中心

USDA计划于北美东部时间2025年6月30日发布美豆种植面积报告，最近13年间，6月种植面积报告中种植面积低于5月月报的仅有两年，即2019及2023年。2019年的调整有迹可循，当年种植进度一直偏慢，因贸易战损害农民对大豆的种植兴趣，且当年前期降雨过量阻挠播种。2023年6月面积报告的调整则大幅超出预期，6月面积报告对面积的削减进一步超过2月展望和3月意向，当年的调整可能是因为连续两年大豆种植收益率低于玉米，而目前，根据ERS的成本展望，美豆的种植收益率或仍大幅低于玉米，6月报告有进一步调低2025年度大豆种植面积的概率。

美豆25/26年度库销比趋紧，但也有出口隐忧

图15：美豆销售进度（%）



资料来源：USDA、五矿期货研究中心

图16：美豆平衡表（百万吨、蒲式耳/英亩、英亩）

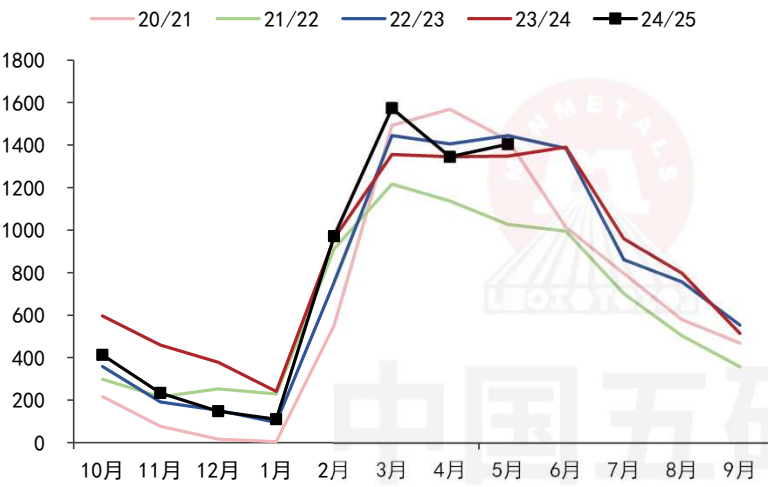
美国大豆	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25		25/26*		变动
					5月	4月	5月		5月
期初库存	14.657	6.99	7.47	7.19	9.32	9.32	9.53		
产量	114.749	121.50	116.22	113.27	118.84	118.84	118.12		
进口	0.539	0.43	0.67	0.57	0.68	0.68	0.54		
压榨	58.257	59.98	60.20	62.20	65.86	65.86	67.77		
国内消费	61.287	62.89	63.29	65.58	68.96	68.96	70.76		
出口	61.664	58.57	53.87	46.13	50.35	49.67	49.40		
期末库存	6.994	7.47	7.19	9.32	9.53	10.21	8.03		
库销比	5.69%	6.15%	6.14%	8.34%	7.99%	8.60%	6.68%		
播种面积	8335.4	8720	8750	8360	8710	8350	360		
收获面积	8260	8630	8620	8230	8605	8270	335		
单产	51.0	51.7	49.6	50.60	50.70	50.70	52.50		

资料来源：USDA、五矿期货研究中心

截至5月24日，美豆24/25年度大豆销售合约总额为4846万吨，24/25年度美豆的出口目标为5035万吨，后续每周12.6万吨销售即可达到出口目标。在这样的目标下，美豆平衡表24/25年度的库销比达7.99%，在近五年中算略高的库销比，而在25/26年度，预计库销比将达到6.68%，主因面积大幅削减，产量下调70万吨，而压榨有一定增量。值得注意的是，今年因有贸易战的因素，美豆25/26年度的平衡表预测其实未考虑出口的向下调整，作为对比，2018年贸易战爆发后，美豆出口目标环比下调了近680万吨，因此后期若贸易战僵持不下，美豆出口可能会进一步下调。

巴西旧作丰产，但贸易战情景下下半年国内供需仍偏紧

图17：巴西大豆月度出口（万吨）



资料来源：ANEC、五矿期货研究中心

图18：巴西大豆平衡表（百万吨、吨/公顷、百万公顷）

巴西大豆	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25		25/26*		变动
					5月	4月	5月		
期初库存	20.429	29.419	27.38	36.82	29.76	29.76	33.31		
产量	139.5	130.5	162.00	154.50	169.00	169.00	175.00		
进口	1.015	0.539	0.15	0.87	0.15	0.15	0.15		
压榨	46.675	50.767	53.41	54.40	57.00	57.00	58.00		
国内消费	49.875	54.017	57.21	58.25	61.10	61.10	62.30		
出口	81.65	79.063	95.50	104.17	104.50	105.50	112.00		
期末库存	29.419	27.378	36.82	29.76	33.31	32.31	34.16		
库销比	22.37%	20.57%	24.11%	18.32%	20.12%	19.39%	19.60%		
收获面积	39.8	41.8	44.6	46.15	47.4	47.3	48.8		
单产	3.51	3.12	3.63	3.35	3.57	3.57	3.59		

资料来源：USDA、五矿期货研究中心

23/24年度巴西大豆减产，导致11月-1月巴西大豆发货量较少，国内豆粕上演了轰轰烈烈的3-5正套行情。24/25年度，巴西大豆丰产，同比增产1450万吨，通常情况下可以导致巴西大豆10-1月的大豆发货量处于较好水平，如左图红线位置，国内大豆供应也得到保障。但今年存在贸易战的因素，若直到9月以后的美豆出口季中美大豆关税仍未降低，考虑到目前美豆有23%的关税，巴西大豆升贴水理论上有23%的涨价空间。且以前年度通常会在美豆出口季节购买2000万吨左右美国大豆，若缺少此采购，仅靠巴西的1450万吨大豆同比增量，国内仍会面临1-3月大豆逐步供应趋紧的局面。

- ◆ 国内供应充足，大豆库存处于近几年的高位区间，豆粕库存偏低，由于买船利润较好，6-9月的到港预估偏大。国内表观消费情况较去年同期略低，可能由于3月大豆供应较少、延迟开机造成。近期表观消费明显回升，同环比均处于较好水平，若消费维持近期趋势，预计国内大豆库存高峰期在800-900万吨左右，豆粕库存高峰在100万吨左右，意味着国内在9月之前均处于供应充足状态。
- ◆ 北美种植进度良好，美豆产区近期天气也有利播种，4、5月天气水平总体有利，6月预报情况也偏好。目前市场焦点在于种植面积，USDA5月月报奠定美豆平衡表偏紧基调，因种植面积下滑。2023年或因大豆种植利润偏差连续大幅调低美豆种植面积引发大幅上涨行情，今年因美豆盘面种植利润同样相对玉米更低，需关注6月面积报告是否有进一步调低可能。
- ◆ 24/25年度巴西大豆同比增产1450万吨，通常情况下可以导致巴西大豆10-1月的大豆发货量处于较好水平，国内大豆供应也得到保障。但今年若直到9月以后的美豆出口季中美大豆关税仍未降低，以前年度通常会在美豆出口季节购买2000万吨左右美国大豆，若缺少此采购，仅靠巴西的1450万吨大豆同比增量，国内仍会面临1-3月大豆逐步供应趋紧的局面。

04

需求端

全球豆粕消费每年自然增长250-300万吨

图19：全球豆粕消费及大豆产量情况（千吨）

豆粕消费量（千吨）	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
中美欧盟巴西	117660	122676	132524	139674	143681	147190	144868	151901	155746	153885	156929	160093	165475
	YoY	4.26%	8.03%	5.40%	2.87%	2.44%	-1.58%	4.85%	2.53%	-1.19%	1.98%	2.02%	3.36%
其中：中国	50110	52560	57400	62620	68575	69900	66575	71115	74425	71100	75050	77350	80450
	YoY	4.89%	9.21%	9.09%	9.51%	1.93%	-4.76%	6.82%	4.65%	-4.47%	5.56%	3.06%	4.01%
印度墨西哥越南印尼泰国	19260	20365	22570	24156	24534	25519	27010	28355	28650	29833	29670	31190	33040
	YoY	6%	11%	7%	2%	4%	6%	5%	1%	4%	-1%	5%	6%
其他	41893	44197	47493	50007	54182	56325	58833	60285	61559	62388	60065	63150	67122
	YoY	5.50%	7.46%	5.29%	8.35%	3.96%	4.45%	2.47%	2.11%	1.35%	-3.72%	5.14%	6.29%
全球大豆产量（千吨）	268974	283377	321514	316137	350878	343822	363514	341432	369224	360449	378204	396946	422262
	YoY	5.35%	13.46%	-1.67%	10.99%	-2.01%	5.73%	-6.07%	8.14%	-2.38%	4.93%	4.96%	6.38%

资料来源：USDA、五矿期货研究中心

把全球豆粕消费分为三个地区，一个是年消费量超2000万吨的地区，可以看到除24/25年度外，近几年的增减变动几乎完全由中国决定，根据MYSTEEL统计的豆粕表观消费数据，中国的豆粕消费近年或趋于稳定；另一个地区是500万吨级以上的消费地区，这些地区有自然增长率5%左右，每年增量约150万吨；其他地区属于年消费量在500万吨以下，但构成的成员众多，自然增长率在2%-3%左右，预计有120万吨的自然增长。

05

大豆平衡表



美国及巴西USDA平衡表：类似18/19贸易战年度

图20：美豆USDA平衡表（百万吨、蒲式耳/英亩、英亩）

美国大豆	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25		25/26*		变动
					5月	4月	5月		5月
期初库存	14.657	6.99	7.47	7.19	9.32	9.32	9.53		
产量	114.749	121.50	116.22	113.27	118.84	118.84	118.12		
进口	0.539	0.43	0.67	0.57	0.68	0.68	0.54		
压榨	58.257	59.98	60.20	62.20	65.86	65.86	67.77		
国内消费	61.287	62.89	63.29	65.58	68.96	68.96	70.76		
出口	61.664	58.57	53.87	46.13	50.35	49.67	49.40		
期末库存	6.994	7.47	7.19	9.32	9.53	10.21	8.03		
库销比	5.69%	6.15%	6.14%	8.34%	7.99%	8.60%	6.68%		
播种面积	8335.4	8720	8750	8360	8710	8710	8350		
收获面积	8260	8630	8620	8230	8605	8605	8270		
单产	51.0	51.7	49.6	50.60	50.70	50.70	52.50		

资料来源：USDA、五矿期货研究中心

25/26年度，美豆平衡表明显趋紧，但目前出口预估较为乐观，当前贸易战延续可能打击出口预期，2018年USDA曾因贸易战环比下调逾600万吨美豆出口，目前平衡表同比仅小幅下调约70万吨。由于存在贸易战与美豆生长两个关键因素，美豆的交易节奏也发生变化，生长期间天气成为美豆的支撑，又随着贸易战的加剧、缓和等表现出阶段性的涨跌。巴西大豆方面，旧作丰产，但同样也需要考虑到贸易战的因素，若9月之后的美豆采购期中美关税未降低，巴西大豆将再次出现供需偏紧局面，推高巴西升贴水价格。

图21：巴西大豆USDA平衡表（百万吨、吨/公顷、百万公顷）

巴西大豆	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25		25/26*		变动
					5月	4月	5月		5月
期初库存	20.429	29.419	27.38	36.82	29.76	29.76	33.31		
产量	139.5	130.5	162.00	154.50	169.00	169.00	175.00		
进口	1.015	0.539	0.15	0.87	0.15	0.15	0.15		
压榨	46.675	50.767	53.41	54.40	57.00	57.00	58.00		
国内消费	49.875	54.017	57.21	58.25	61.10	61.10	62.30		
出口	81.65	79.063	95.50	104.17	104.50	105.50	112.00		
期末库存	29.419	27.378	36.82	29.76	33.31	32.31	34.16		
库销比	22.37%	20.57%	24.11%	18.32%	20.12%	19.39%	19.60%		
收获面积	39.8	41.8	44.6	46.15	47.4	47.3	48.8		
单产	3.51	3.12	3.63	3.35	3.57	3.57	3.59		

资料来源：USDA、五矿期货研究中心

阿根廷及全球USDA平衡表：增产放缓类似15/16、17/18年度

图22：阿根廷USDA平衡表（百万吨、吨/公顷、百万公顷）

阿根廷大豆	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25		25/26*	变动
					5月	4月	5月	5月
期初库存	26.529	24.838	23.69	17.00	24.05	24.05	24.75	
产量	46.2	43.9	25.00	48.21	49.00	49.00	48.50	
进口	4.816	3.839	9.06	7.79	6.00	6.20	7.20	
压榨	40.162	38.825	30.32	36.58	42.60	42.60	43.00	
国内消费	47.512	46.025	36.57	43.83	50.10	50.10	50.50	
出口	5.195	2.861	4.19	5.11	4.20	4.50	4.50	
期末库存	24.838	23.691	17.00	24.05	24.75	24.65	25.45	
库销比	47.66%	47.64%	48.89%	49.13%	45.57%	45.14%	46.27%	
收获面积	16.47	15.9	14.4	16.37	17.3	17.3	16.5	
单产	2.81	2.76	1.74	2.95	2.83	2.83	2.94	

资料来源：USDA、五矿期货研究中心

图23：全球大豆USDA平衡表（百万吨、吨/公顷、百万公顷）

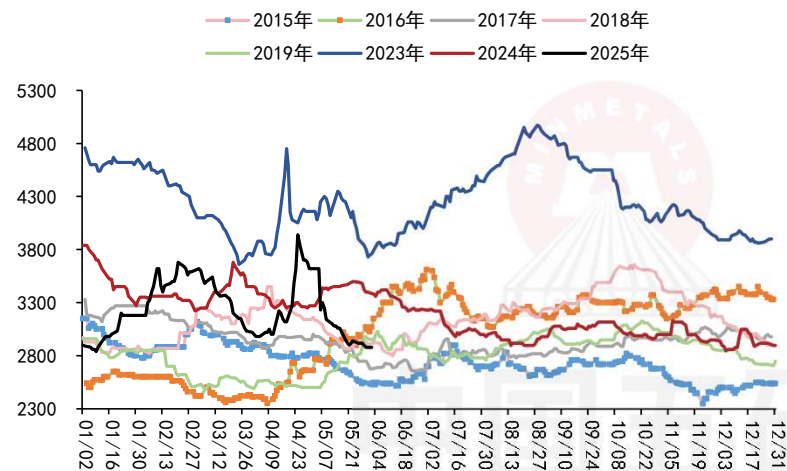
全球大豆	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25		25/26*	变动
					5月	4月	5月	5月
期初库存	95.19	98.67	93.47	101.78	115.30	115.27	123.18	
产量	369.63	360.53	378.35	396.93	420.87	420.58	426.82	
进口	166.21	154.98	168.60	178.13	178.16	179.41	186.82	
压榨	318.18	316.68	315.59	331.03	354.16	354.84	366.46	
国内消费	367.18	366.29	366.87	383.85	410.29	410.67	424.05	
出口	165.18	154.43	171.77	177.69	180.87	182.12	188.43	
期末库存	98.67	93.47	101.78	115.30	123.18	122.47	124.33	
库销比	26.87%	25.52%	27.74%	30.04%	30.02%	29.82%	29.32%	
收获面积	130.23	131.58	137.36	140.83	146.71	146.54	145.751	
单产	2.8	2.74	2.75	2.82	2.87	2.87	2.93	

资料来源：USDA、五矿期货研究中心

25/26年度，全球大豆平衡表在连续三年的大幅增产后，呈现出产量小增局面，这为后期产量边际下调埋下伏笔，叠加当前豆系的低估值，这为抄底情绪提供了较好的基本面环境。其核心变化是面积上调空间较小，单产放到趋势高位也仅有小幅增量，若后期面积、天气不及预期，则很有可能产量下行。这样的产量变化格局出现在15/16年度有所发生。

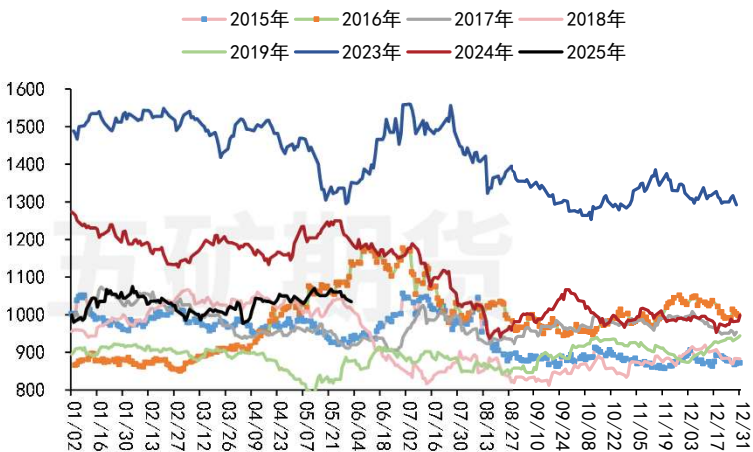
15/16、17/18、18/19年度走势对比

图24：东莞豆粕现货季节性（元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图25：美豆连续合约季节性（美分/蒲）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

15/16年度，豆粕及美豆走势偏弱，主要是受到宏观、原油整体历史性下跌的影响，估值受损。17/18年度，豆粕、美豆整体波幅较小，宽松的基本面及较低的估值抑制了行情波动。18/19年度，美豆、豆粕估值虽较低，但也出现了波段较大的行情。如2018年6月，美豆因生长天气较好及贸易战因素下调出口，平衡表转向宽松，美豆因此在上半年横盘后转向下跌，直至2018年年底才走出颓势，随后在2019年上半年再度探底，直至2019年6月才走出震荡区间，而2018年国内豆粕则因供应担忧大幅上涨，一度从2800元/吨涨至3600元/吨，但在2018年9月之后随着国内猪瘟爆发，需求萎缩，豆粕现货价格又从高位迅速回落至2019年2月的2500元/吨。因此，25/26年度方向可以预判为区间波动，震荡寻底。

免责声明



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO., LTD

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。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

产融服务专家 财富管理平台

网址 www.wkqh.cn

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博

