

粕类年报

大豆供需格局持续宽松 粕类价格缺乏利好支撑

2024 年 12 月 6 日 星期五

摘要

2024 年粕类行情主要围绕供应宽松的预期兑现以及主产国大豆的出口节奏展开，当前市场重心已经从北半球转移至南半球，预计南美大豆增产，考虑到全球大豆供应恢复的趋势难改，这加速推进了 CBOT 大豆以及国内连粕下跌的进程。展望 2025 年，一季度将主要交易南美两国丰产的兑现情况，当前天气良好，短期预报显示难有极端天气给作物生长带来不利扰动，料创纪录的丰产较大概率实现，USDA 预计 24/25 年巴西大豆产量为 1.69 亿吨，阿根廷 4821 万吨，巴拉圭 1120 万吨，南美三国大豆产量合计将达到创纪录的 2.3120 亿吨，较 23/24 年度增长了 8.9%。产量的激增会进一步扩大全球大豆供应，加剧市场的供大于求格局。

总体上来看，在全球大豆大供应的背景下，国内豆粕供需格局难改。且随着价格中枢从北美向南美市场的转移，价格将越来越难以反弹，庞大的南美供应压力兑现前将始终压制盘面。风险点在于后期是否会发生中美贸易摩擦，但在特朗普当选美国总统威胁对中国加征关税之际，巴西和中国加强了贸易关系，有助于抵消未来关税提高所带来的冲击，美豆出口前景也因此蒙上了一层阴影。而关税的最快加征大概率发生在美豆出口旺季末期，仅能够影响国内大豆 2-3 月的压榨情况，现货基差价格或呈阶段性反弹，待到 4 月南美大豆将陆续到港，充裕的供应足以弥补前期由于关税加征造成的影响。综上，料明年上半年国内豆粕价格仍在低位区间震荡运行，庞大的供应压力短期难以消化，若由于宏观政策或黑天鹅带来反弹行情，高位博空或拥有更多安全边际。

交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1294 号

研究所 农产品组

联系人：

刘乃萌

农产品研究员

liunaimeng@htfutures.com

从业资格号：F3083045

投资咨询号：Z0019178

分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

一、 行情回顾

1.1 CBOT 大豆行情复盘

CBOT 大豆在年初开启下跌行情，随着巴西大豆丰产预期逐渐兑现，全球供需格局边际宽松，巴西大豆在低价优势下挤占美豆出口份额，盘面走出一波下行趋势，以消化南美大豆丰产带来的利空。2 月底，美豆已经下跌至大豆成本线附近，届时产区干旱引发市场对巴西大豆供应减少的担忧，USDA 下调大豆产量预估的概率增加，巴西大豆贴水也因此走强，伴随 CBOT 大豆期价触底回升。进入 4 月份但巴西大豆升贴水维持坚挺，由于美豆缺乏题材炒作，市场较早预期北美天气炒作，支撑美豆在 1130-1230 美分/蒲区间震荡运行。国内五一节前后巴西南部南里奥格兰德州出现洪涝灾害，作为产量最高的主产州之一，南里奥格兰德州当时有约 30% 的大豆仍未收割，CBOT 大豆跳空上涨，但看多情绪很快被市场消化，基本面供过于求的现实并未因此改变；后续市场关注度更多从南美转移至北美，新作播种期间美豆产区天气良好，土壤墒情总体适宜，推动新作大豆的种植进度加快，6 月底美豆种植意向报告预测 24/25 年度美豆种植面积为 8610 万英亩，同比增加 250 万英亩，报告没能带来实质性利好，反而令多头对面积减少的期望落空，盘面缺乏利多支撑顺势下跌；另一方面，美豆进入生长期后表现良好，72% 的开局优良率高于大部分同期水平，且关键生长期期间少有极端天气干扰，新季美豆的宽松供应预期不断增强，压制美豆价格中枢下移，到 8 月中旬跌至年内最低点 955 美分/蒲。进入 9 月份美豆期价以反弹为主，作物生长末期产区天气风险加剧，干旱侵扰下美豆作物评级有所下调，叠加南美巴西干燥天气导致巴西播种延迟，市场对南美产量预期的担忧再起，美豆触底反弹，月中 USDA 供需报告整体符合市场预期，未调整新作产量及单产，盘面缺少驱动，至月底中国央行公布大规模刺激措施，宏观面消息提振大宗商品普涨，美豆期货历史性的空单持续平仓，价格上涨至短期高点。国庆节后宏观层面消息经过消化，市场重归基本面现实和预期的博弈，由于产区天气好转，美豆收获顺利，收割进度得以实现 2010 年以来最快水平，同时巴西产区迎来有利降水，大豆种植进度开始加速，10 月 USDA 供需报告公布，2024/25 美豆单产预估调整至 53.11 蒲/英亩，市场减产预期未兑现，CBOT 大豆期价跌至 968.25 美分/蒲，随后美豆走势在宏观政策因素的影响下在低位获得一定支撑。进入 11 月，市场担忧特朗普上台后关税政策或导致贸易不畅以及进口成本抬升，且 USDA 报告将美豆单产下调至 51.7 蒲/英亩（市场平均预估值为 52.8 蒲/英亩），行情出现一波反弹，但市场交易重心已经完成由北美向南美交易的转变，定价中枢对美豆产量减少的考量占比下降，因此利多影响的时间跨度有限。

11月中下旬巴西各产区开始出现不规则降雨，推进作物种植进度不断加快，新作南美大豆创纪录的产量预期进一步推进了全球大豆供应宽松格局，也为远期期价奠定了偏空基调。

1.2 国内豆粕行情复盘

国内连粕方面，2024年年初，巴西产区降雨恢复，南美供应压力预计增加，叠加美豆销售不及预期，豆粕跟随外盘价格回落；节后巴西农户惜售情绪升温，升贴水企稳，对豆粕成本端价格形成支撑，随着国内大豆到港减少叠加下游需求有所恢复，连粕价格低位企稳；二季度初始市场交易南美产量或不及预期，触发空头回补，巴西升贴水持续坚挺，国内豆粕继续受到成本支撑偏强震荡运行；5月初巴西历史性的洪水引发减产恐慌，连粕跟随外盘跳空上涨。与此同时现货市场却相对悲观，豆粕压榨量及库存开始上升，粕类期现分歧扩大。五一节后由于市场预计后续6-8月，在买船利润的确定下，进口大豆将大量到港，届时油厂开机压榨回升，大豆豆粕库存累积，下游养殖利润难有起色将，压制现货基差走低。进入6月，北美种植顺利，盘面未如预期加入天气升水，叠加巴西收割结束，丰产大豆大量流入市场，供给增加带动豆粕价格进一步回落。

三季度国内到港增加，油厂大豆豆粕进入季节性累库周期，下游养殖利润差，采购积极性较差，以随采随用为主，且豆粕在饲料中添加比例偏高，需求端少有增量空间，叠加后续预计小麦对玉米替代趋势性增加，豆粕现货基差承压。四季度随着美豆收获进度加快，巴西种植季开启，外盘偏弱运行，油脂板块偏强势，则由连粕接收了大部分美豆的跌幅。虽然国内大豆到港环比有所减少，但供给充裕，下游饲企看跌价格整体补库积极性较差，远月基差的放量也以构建安全库存为主，供需双压下，油厂大豆豆粕去库不畅。USDA11月供需报告公布后，产量减少利多兑现，M05盘面最高触及2953点后动力不足，原材料供应压力预期难解，CBOT大豆低迷令进口成本价低，盘面榨利刺激下油厂持续买船，近期大豆豆粕去库有所放缓，叠加养殖利润亏损，成交较为清淡，供大于求的情况下现货基差偏弱运行。

表：CBOT 大豆 & 连粕收盘价



数据来源：WIND、海通期货研究所

二、 国际大豆市场供需情况：供强需弱格局难改

表：全球大豆平衡表

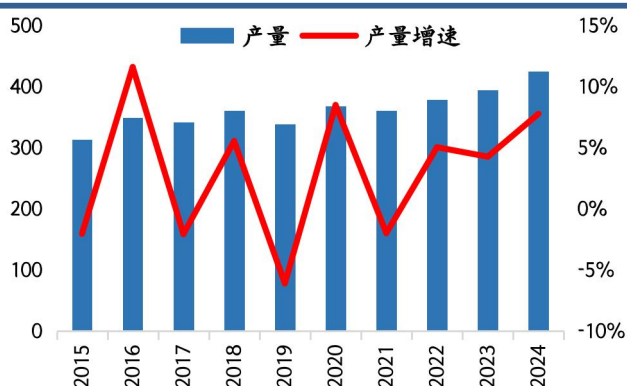
单位：百万吨

时间	期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费总计	出口	期末库存	总供给	贸易量	库存消费比 (右)	产量增速	产量-消费
2024/25	112.42	425.40	177.91	346.15	402.28	181.71	131.74	715.73	359.62	32.75%	7.77%	23.12
2023/24	101.01	394.73	177.90	331.13	384.18	177.04	112.42	673.64	354.94	29.26%	4.26%	10.55
2022/23	92.64	378.60	167.89	315.29	366.36	171.75	101.01	639.13	339.64	27.57%	5.04%	12.24
2021/22	98.64	360.45	154.47	316.51	366.03	154.43	93.09	613.56	308.90	25.43%	-1.99%	-5.58
2020/21	96.84	367.76	165.38	315.00	362.38	164.48	103.11	629.98	329.86	28.45%	8.48%	5.38
2019/20	114.48	339.00	164.97	311.45	357.01	165.05	96.38	618.45	330.02	27.00%	-6.10%	-18.01
2018/19	100.66	361.04	145.88	298.53	344.28	148.83	114.48	607.58	294.71	33.25%	5.54%	16.76
2017/18	94.80	342.09	153.23	294.61	338.03	153.08	99.02	590.12	306.31	29.29%	-2.07%	4.06
2016/17	80.41	349.31	144.22	287.28	330.78	147.50	95.65	573.94	291.72	28.92%	11.59%	18.53
2015/16	77.53	313.02	133.40	275.44	314.59	132.24	77.13	523.95	265.64	24.52%	-2.04%	-1.57

数据来源：USDA、海通期货研究所

图：全球大豆产量

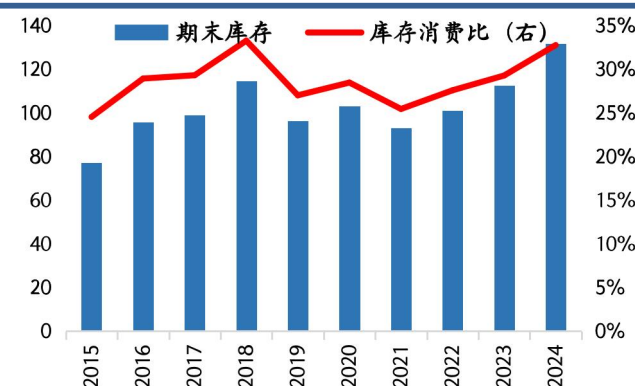
单位：百万吨，%



数据来源：WIND、海通期货研究所

图：全球大豆期末库存及库存消费比

单位：百万吨，%



数据来源：WIND、海通期货研究所

全球范围内，24/25 新作方面，供应端 USDA 预期全球大豆的产量达到创纪录的丰产，或能达到 4.254 亿吨，为历史最高水平，较前值增加 11.30%。消费方面，全球压榨水平较上年度的 3.3113 亿吨上调至 3.4615 亿吨水平，增幅 4.54%，主要由于前期生

物柴油政策的推广促进了大豆的需求；出口量则由上一年度的 1.7704 亿吨上调至 1.8171 亿吨，增幅 2.64%，供给增加原材料成本减少，需求端也出现增量，供需缺口缩小；全球大豆的期末库存上调至 1.3171 亿吨，同比增加 17.19%，为历史最高水平。综合来看，全球大豆的库存消费比同比增加 11.93%，位于历史偏高水平，由于前期旧作南美大豆以及新作美豆接连兑现丰产预期，全球大豆供需格局实现紧平衡向宽松的转换，若新作南美大豆如期丰产，则将延续供应宽松趋势，或压制大豆价格继续向下偏弱运行。

旧作方面，报告上调全球大豆产量至 3.9473 亿吨，同比增加 4.26%，出口量从 22/23 年度 1.7175 亿吨上调至 23/24 年度的 1.7704 亿吨，压榨量也有明显上调，从 22/23 年度 3.1529 亿吨上调至 23/24 年度的 3.3113 亿吨，由于需求端快速扩张，已经超过供给的增加幅度，供需缺口扩大，2023/24 年度全球大豆期末库存落至 1.1242 亿吨，同比增加 1141 万吨，库存消费比增加至 29.26%，属于近年来中性偏高水平，旧作已见供大于求趋势端倪，新作丰产强化了宽松的格局。

2.1 美豆：丰产如期兑现，出口局势紧张

表：美豆供需平衡表

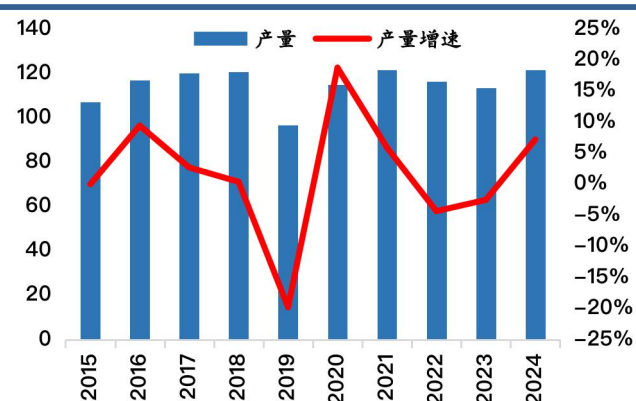
单位：百万吨

日期	期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费总计	出口	期末库存	农场平均价	库存消费比	产量增速	产量-消费
2024/25	9.31	121.42	0.41	65.59	68.67	49.67	12.80	10.80	10.81%	7.19%	3.08
2023/24	7.19	113.27	0.57	62.24	65.59	46.13	9.31	12.40	8.33%	-2.54%	1.55
2022/23	7.47	116.22	0.67	60.20	63.29	53.87	7.19	14.20	6.14%	-4.35%	-0.95
2021/22	6.99	121.50	0.43	59.98	62.89	58.57	7.47	13.30	6.15%	5.89%	0.04
2020/21	14.66	114.75	0.54	58.26	61.29	61.66	6.99	10.80	5.69%	18.73%	-8.20
2019/20	25.18	96.64	0.42	58.91	61.78	45.80	14.66	8.57	13.62%	-19.81%	-10.94
2018/19	11.92	120.52	0.38	56.94	59.92	47.72	25.18	8.48	23.39%	0.37%	12.87
2017/18	8.21	120.07	0.59	55.93	58.87	58.07	11.92	9.33	10.20%	2.68%	3.12
2016/17	5.35	116.93	0.61	51.74	55.72	58.96	8.21	9.47	7.16%	9.42%	2.25
2015/16	5.19	106.87	0.64	51.34	54.48	52.87	5.35	8.95	4.99%	-0.03%	-0.48
2014/15	2.50	106.91	0.90	50.98	54.99	50.14	5.19	10.10	4.94%	17.01%	1.78
2013/14	3.83	91.36	1.95	47.19	50.04	44.59	2.50	13.00	2.65%	10.35%	-3.27

数据来源：USDA、海通期货研究所

图：美豆年度产量

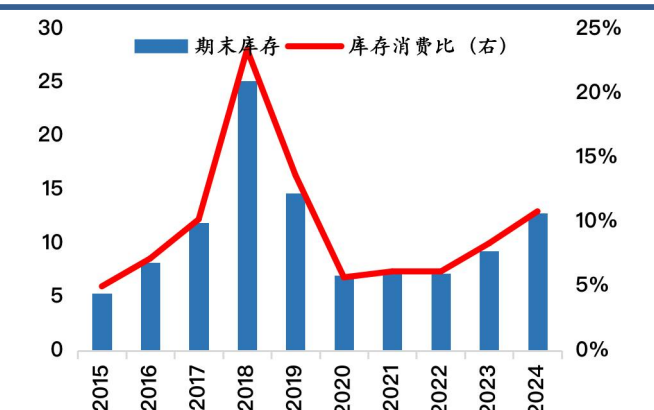
单位：百万吨，%



数据来源：WIND、海通期货研究所

图：美豆期末库存及库存消费比

单位：百万吨，%



数据来源：WIND、海通期货研究所

美国是全球大豆重要的主产区之一，占到全球大豆总产量的约 25%。新季作物一直在旧作南美大豆丰产的基础上影响着市场价格中枢，这导致盘面上方本就积聚了大豆供给宽松的压力。3 月份 USDA 种植意向报告预估 24/25 年度美豆或实现 8651 万英亩的种植面积，随之到来的 6 月生长季，良好且有利于作物种植的天气也并未给盘面带来升水，6 月底种植面积报告显示调研后的种植面积仅较 3 月超高水平预估值下调了 41 万英亩。市场对于美豆丰产的预期被不断强化：新作美豆种植季开局较好，土壤墒情有利于作物的种植及生长，美豆优良率水平皆高于去年同期，高于五年同期均值。因此当预报显示 7 月关键生长期的产区天气较为良好时，盘面价格开启趋势性下跌，提前反映了对后续美豆丰产的预期，在整个美豆生长关键期，缺乏天气炒作，难以加入升水，价格中枢仅能对标供过于求的基本面情况，并以美豆种植成本作为盘面价格的重要支撑，偏弱运行为主。

需求端方面，美国国内消费量增加 308 万吨升高至 6867 万吨，消费增速达到 4.7%，随着产量的增加，出口及压榨都有不同程度的增幅，出口量预计增加 354 万吨至 4967 万吨，增幅 7.67%；美国生柴政策继续推动油脂需求增加，国内压榨预计调增 335 万吨至 6559 万吨，涨幅 5.38%，再次刷新历年高点。供需同增的情况下，24/25 年度美国大豆的期末库存 1.28 亿吨，库消比升至 10.81%，整体供需情况边际宽松。

利润方面，美国农业部发布的压榨周报显示，截至 2024 年 11 月 22 日的一周，美豆压榨利润为 2.36 美元/蒲，前一周为 2.54 美元/蒲，环比减幅 6.86%；去年同期为 4.12 美元/蒲，同比减幅 42.65%。作为参考，2023 年的压榨利润平均为 3.47 美元/蒲。全美油籽加工商协会（NOPA）数据显示，美国 10 月份大豆压榨量激增创下月度历史新高，会员单位共压榨大豆 1.20 亿蒲，刷新今年 3 月纪录，较 9 月高出 12.8%，较去年同期高出 5.4%。就目前的压榨进度来看，9-10 月美豆压榨量在 3.7730 亿蒲，占 USDA 预估值的 15.66%，近年来美国生柴产能扩张以及清洁能源政策大力推广，持续利好美豆在国内的需求，创纪录的国内压榨量仍有概率实现。风险点在于，特朗普当前对于清洁能源的态度是相反的，其主张大力发展石化燃料，若其削减对生物燃料的补贴，美国国内或将降低对大豆及豆油的消费需求。

美豆出口方面，美国农业部在 11 月份供需报告里预测 24/25 年度美豆出口量为 4967 万吨，低于上月预测的 5035 万吨，因本月预估美豆产量有所下调。调低后的大豆出口量较上年增加 7.7%。截至 11 月 14 日当周，美国 24/25 年度累计出口大豆 1739.46 万吨，较去年同期增加 181.66 万吨，增幅为 11.66%；USDA 在 11 月份的供需报告中预计 24/25 美豆年度出口 4966.84 万吨，目前完成进度为 35.02%。整体销售情况良好，销售进度在稳步提升。一方面，美豆进入销售旺季，大豆原材料价低，盘面压榨利润有吸引力，

另一方面，特朗普上台可能导致进口大豆成本增加，刺激海外买家买船积极性。如果后续宏观政策在出口关税方面作出干涉，将美豆销售季偏后期的出口量，但时隔不久将有巴西新上市大豆作为补充，将挤占美豆出口市场空间。

由于美国大豆、玉米的总播种面积长期保持稳定，影响大豆播种面积增减的因素主要来自和竞争作物之间的竞争，通过对大豆玉米比价可得，当比值大于 2.3 时，有利于大豆“争夺”更多的种植面积。展望下一作物年度，当前大豆玉米比价在 2.28 附近，美农民或会倾向于种植更多的玉米，25/26 年度美豆种植面积增加的空间或有限，但仍有维持 24/25 季偏高水平面积的基础，因此远期对于大豆盘面的影响保持中性判断，不宜高估，届时仍需考虑宏观层面、新作产量预期变化并配合前期盘面价格中枢对远月合约重新定价。

2.2 南美大豆：天气利于作物生长，大豆丰产预期易兑现

表：巴西大豆供需平衡表

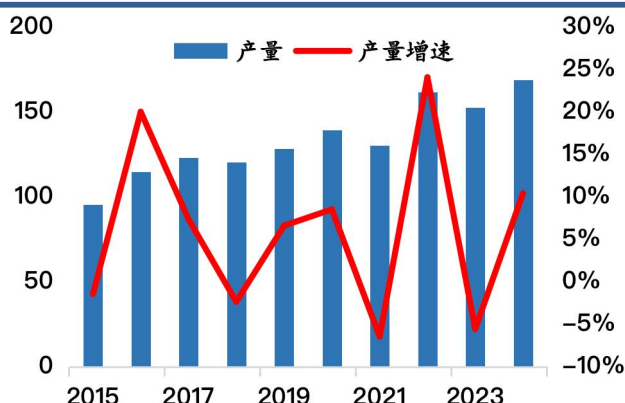
单位：百万吨，%

日期	期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费总计	出口	期末库存	库存消费比	产量增速	产量-消费
2024/25	27.96	169.00	0.15	54.00	58.10	105.50	33.51	20.48%	10.46%	5.40
2023/24	36.82	153.00	0.87	54.70	58.55	104.17	27.96	17.18%	-5.56%	-9.72
2022/23	27.38	162.00	0.15	53.41	57.21	95.50	36.82	24.11%	24.14%	9.29
2021/22	29.42	130.50	0.54	50.77	54.02	79.06	27.38	20.57%	-6.45%	-2.58
2020/21	20.43	139.50	1.02	46.68	49.88	81.65	29.42	22.37%	8.56%	7.97
2019/20	33.36	128.50	0.55	46.74	49.84	92.14	20.43	14.39%	6.64%	-13.48
2018/19	33.03	120.50	0.14	42.53	45.43	74.89	33.36	27.72%	-2.35%	0.19
2017/18	32.63	123.40	0.18	44.21	47.04	76.14	33.03	26.82%	7.40%	0.22
2016/17	23.80	114.90	0.25	40.41	43.19	63.14	32.63	30.69%	20.06%	8.58
2015/16	24.50	95.70	0.41	39.75	42.42	54.38	23.80	24.59%	-1.44%	-1.11
2014/15	20.79	97.10	0.31	40.44	43.09	50.61	24.50	26.15%	12.65%	3.40

数据来源：USDA、海通期货研究所

图：巴西大豆年度产量

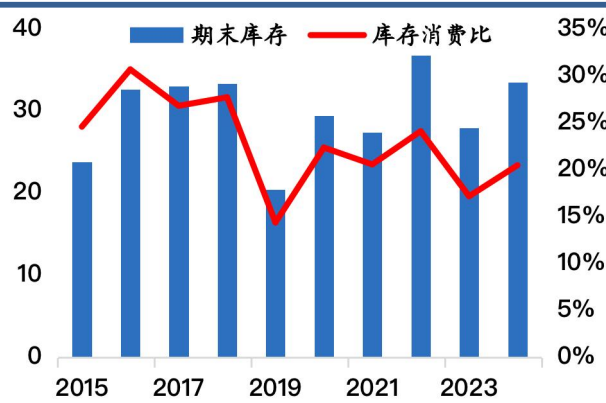
单位：百万吨，%



数据来源：WIND、海通期货研究所

图：巴西大豆期末库存及库存消费比

单位：百万吨，%



数据来源：WIND、海通期货研究所

巴西方面，新作大豆种植起初受到产区干燥天气的影响，部分大豆种植工作被迫推迟，但后续产区迎来了更多有利降水，随着大豆种植进度不断加快，市场增强了对大豆丰产的预期，USDA11月报告最新预估 2024/25 年度巴西大豆的产量将达到创纪录的 1.69 亿吨，较上年度增加了 1600 吨，若预期落地，巴西豆或降价以博取竞争力，届时

会进一步冲击已经疲软的全球大豆价格。报告显示巴西大豆对作物年度增产的贡献度占比最大，当天气预报显示巴西大豆步入关键生长期时，主产区降水良好，土壤墒情有利于作物优良率的抬升，创下历史新高的大豆产量有望实现，因此在庞大供应的预期压制下，美豆已跌破成本线且下跌趋势未止。

消费端来看，巴西国内压榨量小幅下跌至 5400 万吨，更多的增产将用于出口，预计出口项则增加 133 万吨至 1.0550 万吨，产量的显著增加的同时带动期末库存同比 19.85% 的增幅，库销比抬升至 20.48% 的中位水平。供需缺口由负转正，供需格局呈边际宽松。

表：阿根廷大豆供需平衡表

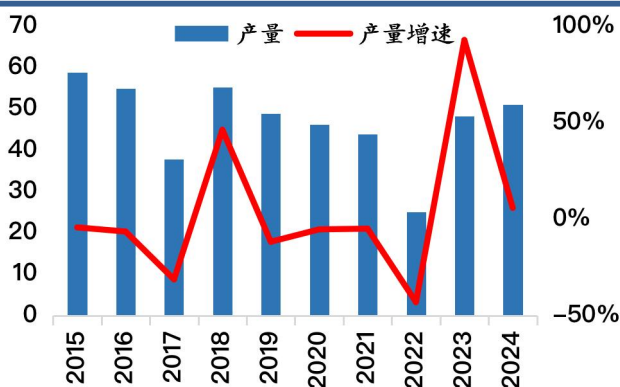
单位：百万吨，%

日期	期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费总计	出口	期末库存	库存消费比	产量增速
2024/25	24.08	51.00	6.00	40.00	47.60	4.50	28.98	55.62%	5.79%
2023/24	17.00	48.21	7.79	36.55	43.80	5.11	24.08	49.23%	92.84%
2022/23	23.69	25.00	9.06	30.32	36.57	4.19	17.00	41.71%	-43.05%
2021/22	24.84	43.90	3.84	38.83	46.03	2.86	23.69	48.46%	-4.98%
2020/21	26.53	46.20	4.82	40.16	47.51	5.20	24.84	47.12%	-5.33%
2019/20	28.87	48.80	4.88	38.77	46.02	10.00	26.53	47.35%	-11.75%
2018/19	23.73	55.30	6.41	40.57	47.47	9.10	28.87	51.03%	46.30%
2017/18	27.00	37.80	4.70	36.93	43.63	2.13	23.73	51.86%	-31.27%
2016/17	27.16	55.00	1.67	43.31	49.81	7.03	27.00	47.50%	-6.46%
2015/16	27.07	58.80	0.68	43.27	49.47	9.92	27.16	45.73%	-4.31%
2014/15	21.68	61.45	0.00	40.24	45.49	10.58	27.07	48.29%	15.07%

数据来源：USDA、海通期货研究所

图：阿根廷大豆年度产量

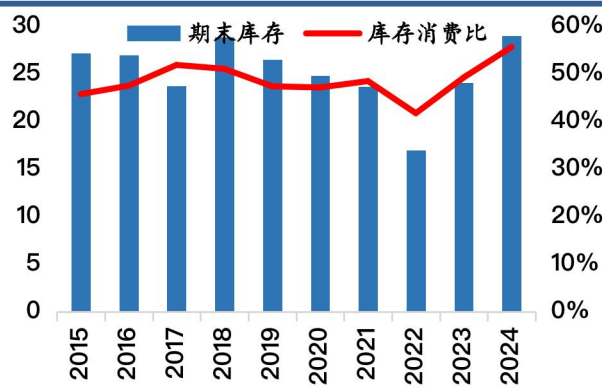
单位：百万吨，%



数据来源：WIND、海通期货研究所

图：阿根廷大豆期末库存及库存消费比

单位：百万吨，%



数据来源：WIND、海通期货研究所

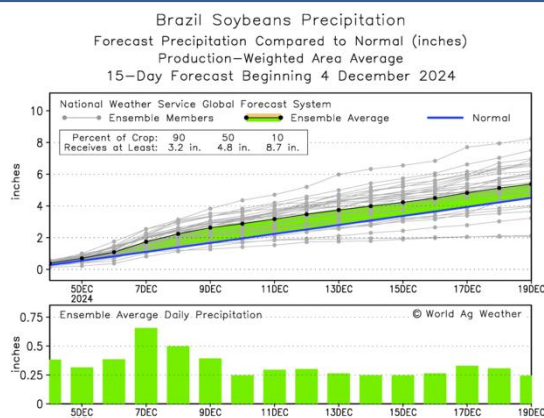
阿根廷是全球第三大大豆生产国，主要出口产成品，其大豆油和豆粕出口量居世界首位。24/25 年度大豆产量预估 5100 万吨，较去年度的 4821 万吨增加了 5.79%；这一增长主要由玉米让渡出的种植面积增加所驱动，农户担忧叶蝉灾害的肆虐及不利的降雨预测，导致种植玉米的面积减少。需求端方面，由于其他主要出口国供应量庞大，出口空间略有缩窄，主要增量在国内压榨量上，较去年增加 345 万吨至 4000 万吨水平。阿根廷的压榨能力估计为 6700 万吨。去年，由于阿根廷的干旱，加工行业近 54% 的产能处于闲置状态，大豆国内进口量在过去一年有大幅增加，更多的闲置产能在恢复阶段，

贸易商预计这一趋势将持续到 24/25 年度及以后。产需同增的情况下期末库存较上年度增加 490 万吨至 2898 万吨，库存消费比由上一年度的 49.23% 上涨至 55.62%，为近 10 年来最高水平，主要是由于上年度库存已经完成重建工作，叠加今年有一定概率丰产的大豆库存，供应或能达到近年来最大幅度的宽松。

三、 南美大豆种植生长情况

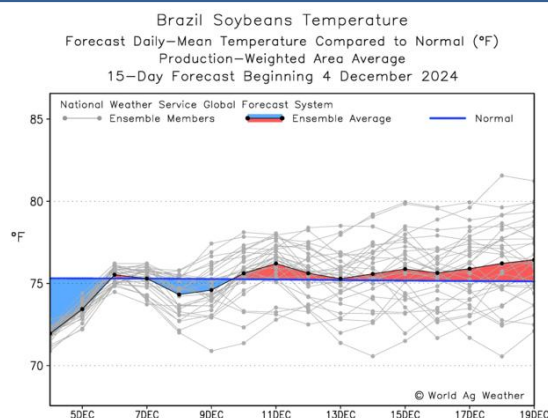
南美产区近期的降雨情况支持作物生长，巴西方面，大豆种植几近完成，由于播种期间天气良好，预测机构纷纷上调对作物收成的预测。自 8 月份开始，巴西产区干燥少雨，土壤墒情差，市场对作物产量的担忧对盘面形成一定支撑，但进入 10 月中下旬季节性降水回归，播种逐步开始。截至 12 月 1 日，2024/25 年度巴西大豆播种率为 90.0%，上周公布值为 83.3%，去年同期 83.1%。已种植大豆 76.3% 处于萌发期，上周值 77.3%，出苗率 9.6%，开花率 10.7%，灌浆率 3.3%。当前一个新降雨系统将穿过巴西南部地区，为南里奥格兰德州、帕拉纳州和南马托格罗索州带来充足降水，系统继续向东南方向推进。未来两周利好天气持续，播种进度较快，短时间作物生长期没能预见极端天气带来扰动，大豆收割工作或也有概率提前。

图：巴西大豆主产区未来 15 天累计降水量距平



数据来源：NOAA、海通期货研究所

图：巴西大豆主产区未来 15 天温度距平



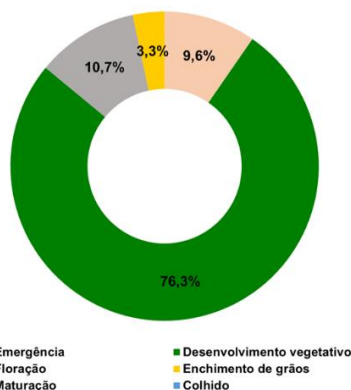
数据来源：NOAA、海通期货研究所

表：巴西大豆播种进度

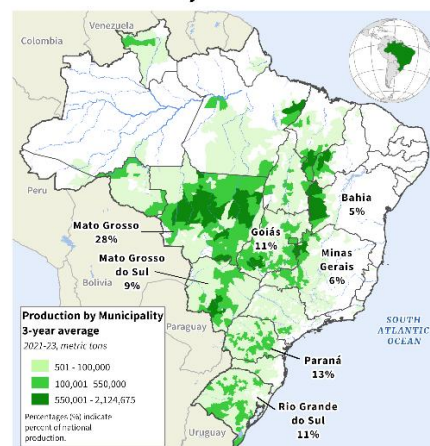
Soja - Safra 2024/25

(这12个州相当于耕地面积的 96%)

州	2023	2024	
	2/Dec	24/Nov	1/Dec
托坎廷斯州	70.0%	90.0%	93.0%
马拉尼昂州	44.0%	40.0%	50.0%
皮奥伊州	42.0%	50.0%	68.0%
巴伊亚州	65.0%	78.0%	87.0%
马托格罗索州	98.7%	99.3%	100.0%
南马托格罗索州	98.0%	93.0%	97.0%
戈亚斯州	83.0%	87.0%	90.0%
米纳斯吉拉斯州	83.3%	80.0%	95.6%
圣保罗州	95.0%	100.0%	100.0%
巴拉那州	96.0%	96.0%	99.0%
圣卡塔琳娜州	70.0%	70.0%	77.0%
南里奥格兰德州	55.0%	48.0%	69.0%
12个州	83.1%	83.3%	90.0%



Brazil: Soybean Production

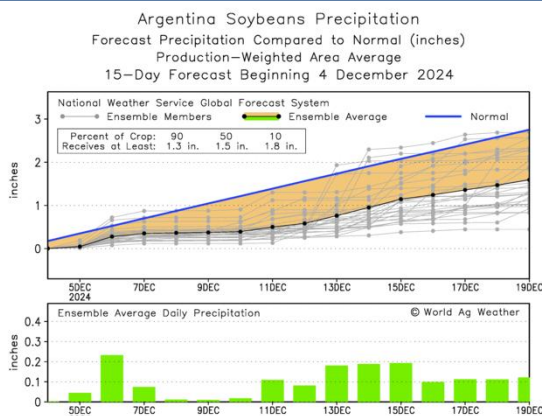


数据来源：USDA、Conab、海通期货研究所

IBGE（巴西地理与统计研究所）发布的农业生产系统调查（LSPA）首次预测，与2024年相比，2025年的大豆产量将增加10.9%，总计1.602亿吨，这将是大豆产量的新纪录，超过2023年的记录。2024年豆类和油籽收成在几个联邦单位面临一系列气候问题，特别是降雨不足和过热的情况时有发生，在南里奥格兰德州，到了今年的4-5月仍然出现了降雨过剩和洪水问题，导致巴西收成中减少了约500万吨。2025年，虽然大豆价格方面没有展现出良好的盈利能力，但若气候表现接近正常水平，作物显示出良好的生产力，大豆收成将恢复，“这对于控制通货膨胀和增加巴西出口很重要”，卡洛斯·巴拉达斯强调（LSPA经理）。

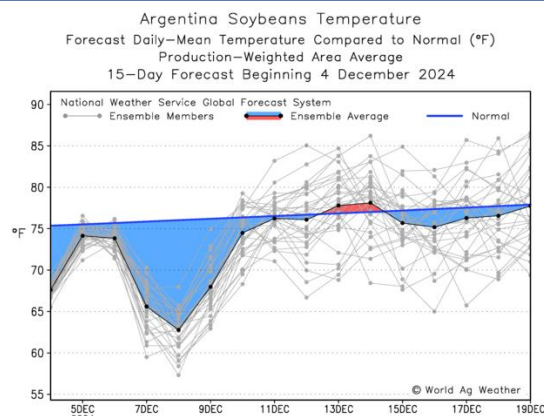
咨询机构AgroConsult公司表示，24/25年度巴西大豆产量或达到1.722亿吨，同比提高10.7%；种植面积将同比提高1.5%。巴西植物油行业协会(ABIOVE)在首次发布新季作物的产量预测中显示，大豆产量或达到1.677亿吨，同比增加9.4%，略高于巴西国家商品供应公司(CONAB)预测的1.6614亿吨，ABIOVE对产量的前景表现得更为乐观。(USDA11月预估24/25年度巴西大豆的产量为1.69亿吨)。

图：阿根廷大豆未来 15 天累计降水量距平



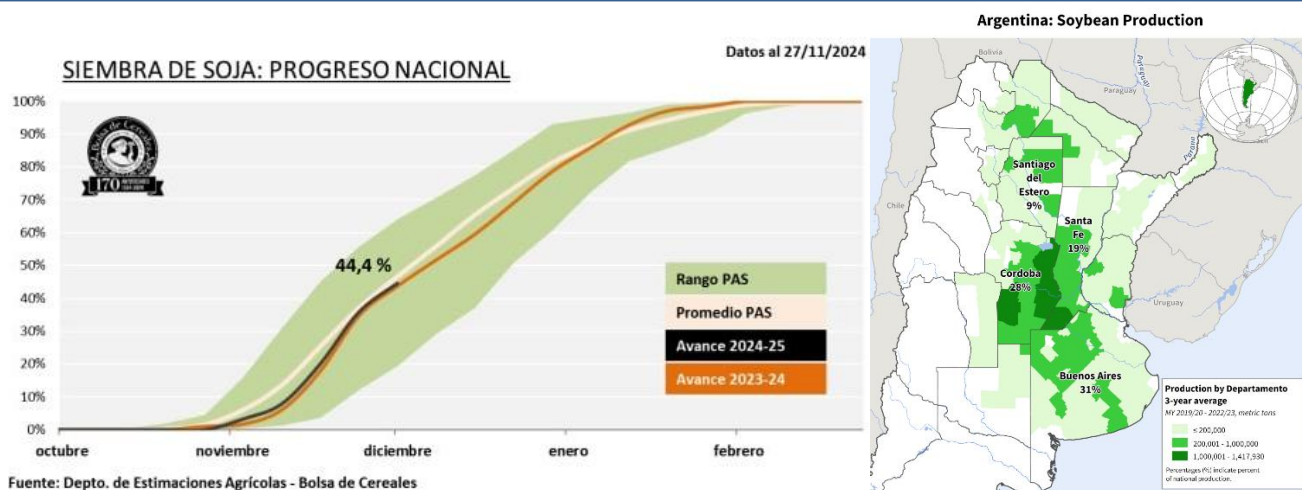
数据来源：Ag Weather、海通期货研究所

图：阿根廷大豆主产区未来 15 天温度距平



数据来源：USDA、海通期货研究所

表：阿根廷大豆播种进度



Fuente: Depto. de Estimaciones Agrícolas - Bolsa de Cereales

数据来源：布交所、USDA、海通期货研究所

阿根廷大豆播种速度自 11 月中旬开始加快，布宜诺斯艾利斯谷物交易所表示，11 月 28 日阿根廷大豆种植进度达到 44.4%，较一周前提高 8.6%。前期产区土壤墒情有受到干燥天气的侵扰，但最近出现降雨改善了种植区域的水分状况，交易所汇报当前 96% 的优质大豆的作物状况为正常/良好，98% 的大豆报告水分状况充足/最佳。世界气象组织（WMO）的预测显示，拉尼娜现象在 2024 年 10 月至 2025 年 2 月形成的可能性为 57%，或持续至 2025 年 1-3 月。今年确定为弱拉尼娜气候年份，后续出现较大且有持续影响的恶劣天气可能性较小。不过仍需观察土壤墒情及关键生长期作物优良率的发展。罗萨里奥谷物交易所预计 24/25 年度阿根廷大豆产量或达到 5300-5350 万吨，高于之前预期的 5200-5300 万吨。（USDA 预测 24/25 年度阿根廷大豆产量将达到 5100 万吨）。

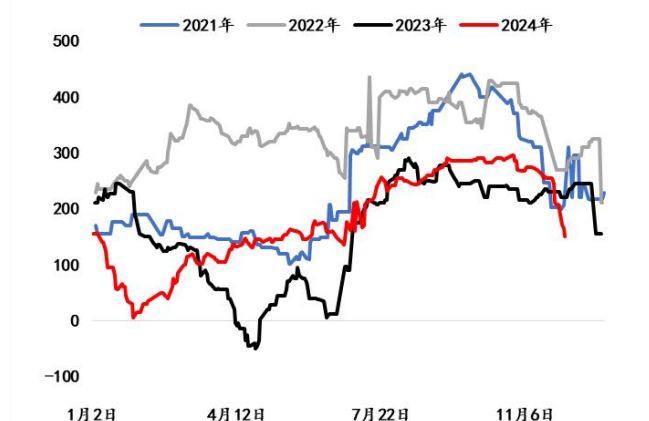
四、 原材料供应情况

11月进口大豆榨利有所恶化,美湾及巴西大豆近月的盘面压榨毛利均较10月下滑。11月底美湾大豆11月盘面压榨毛利为56元/吨,较上月同期下调185元/吨,巴西大豆12月盘面压榨毛利为84元/吨,较上月同期下调113元/吨。国内豆粕价格均较10月有所下跌,且CBOT大豆期价以偏弱震荡为主,升贴水小幅下调的情况下,导致大豆榨利有明显下降。

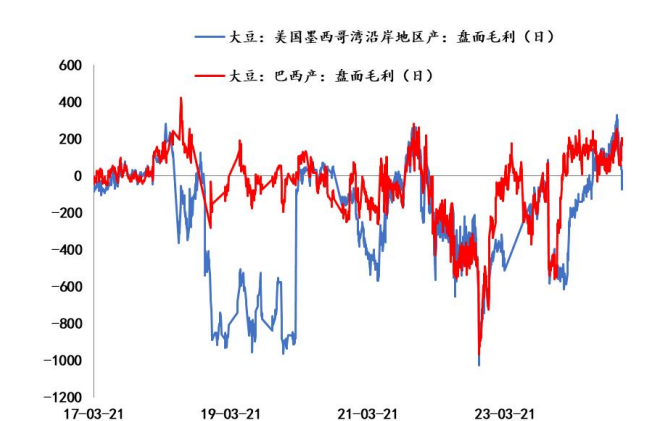
图：巴西大豆升贴水报价

单位：美分/蒲式耳

图：连续合约盘面毛利



数据来源：Ag Weather、海通期货研究所



数据来源：USDA、海通期货研究所

基于对12月巴西降水的乐观预期,以及南美大豆丰产预期不断强化,巴西大豆贴水在11月份开始走弱,较去年提前2个月时间开始影响市场。由于预期在巴西大豆关键生长期天气有利于作物生长,且阿根廷大豆在降水的支持下播种进度也超往年同期。丰产预期的兑现概率大大增加。另一方面,上周五雷亚尔汇率报5.9754雷亚尔兑1美元,较一周前的5.8293雷亚尔下跌0.60%,较2023年底的4.8564雷亚尔下跌23.0%。作为参考,2023年雷亚尔汇率上涨8.1%,主要受益于经济增长强劲。雷亚尔贬值令巴西农户提前进行大豆的抛售,以避免未来币值进一步下跌带来更多损失。这也让国内远月的采购利润有显著抬升,观察国内船期,由于前期榨利收缩1月到港偏少,后续3-5月到港量皆可观。观察往年巴西大豆升贴水的下跌具有惯性,短期内豆粕或维持低位运行,后续反弹仍需更多利好消息或宏观层面的刺激。

五、国内油料市场情况

5.1 大豆：供应端产量无虞，进口或有贸易摩擦扰动

表：国内大豆供需平衡表

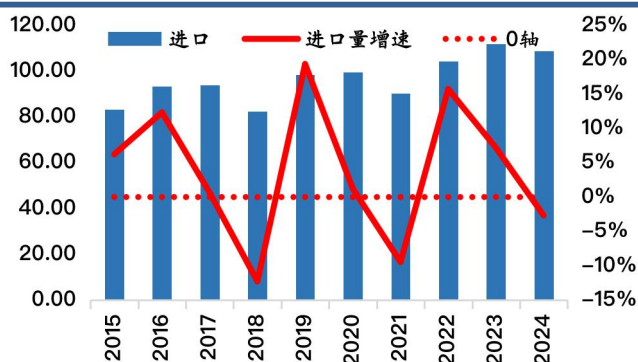
单位：百万吨

日期	期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费总计	出口	期末库存
2024/25	43.31	20.70	109.00	103.00	126.90	0.10	46.01
2023/24	32.34	20.84	112.00	99.00	121.80	0.07	43.31
2022/23	25.15	20.28	104.50	96.00	117.50	0.09	32.34
2021/22	28.86	16.40	90.30	90.00	110.30	0.10	25.15
2020/21	24.48	19.60	99.74	95.00	114.90	0.07	28.86
2019/20	18.35	18.09	98.53	91.50	110.40	0.09	24.48
2018/19	22.56	15.97	82.54	85.00	102.60	0.12	18.35
2017/18	20.12	15.28	94.09	90.00	106.80	0.13	22.56
2016/17	16.64	13.60	93.50	88.00	103.50	0.11	20.12
2015/16	17.06	12.37	83.23	81.50	95.90	0.11	16.64

数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：国内大豆进口量及进口增速

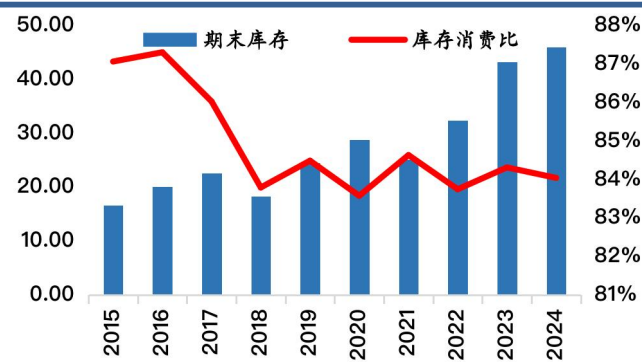
单位：百万吨，%



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：国内大豆期末库存及库存消费比

单位：万吨



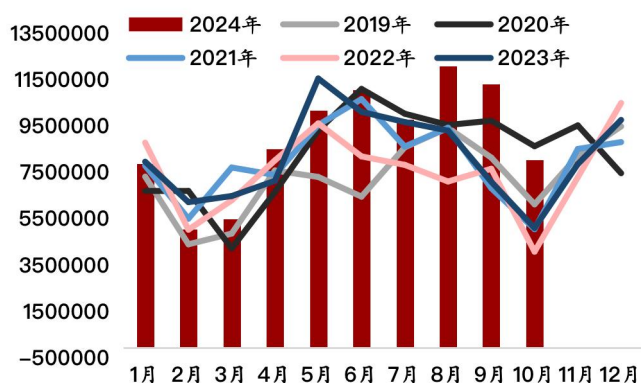
数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

近年来我国国产大豆产量保持相对稳定，由于东北地区积极扩种大豆，推行大豆玉米合理轮作，黄淮海、西北、西南地区推广大豆玉米带状复合种植，大豆保持较高水平产量。2024年中央一号文件提出“三稳、一扩、一提”，就是稳口粮、稳玉米、稳大豆。据 Mysteel，2024年全国大豆种植面积约1.5亿亩，较2023年增加10%左右。国内大豆主产区收获收尾，新豆集中上市，市场供应充足，南方产区蛋白含量偏高，优质优价特征明显。中储粮、九三、中粮贸易入市收购，市场氛围较前期有所活跃。

由于国产大豆基本不用于压榨，国内大豆的产量对油粕面影响有限，供应端更多关注进口大豆方面。中国海关公布的数据显示，11月将2023/24年度大豆进口量上调245万吨至10474万吨，较22/23年度增加77%，主要由于中国国内蛋白需求日益增加，以及近几年全球大豆产量逐年递增。在经历2018/19中美贸易摩擦的影响之后，国内进口巴西大豆的份额不断增加，其较强的供应能力以及偏低的价格竞争优势，将偏空影响从成本端传导至国内大豆市场。若特朗普上任后对美豆价格加征关税，将影响美豆出口份额下降，对CBOT大豆产生利空影响，而由于巴西大豆产量预期创新高并与中国签订了

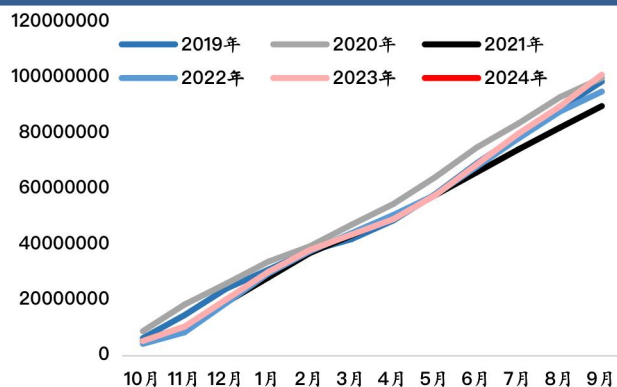
一系列贸易合作协议，关税措施对中国国内大豆的供给影响或较上次贸易摩擦更少，出于南美大豆出口“空白期”，仅能阶段性影响2-3月国内大豆的到港量，即这段时间内国内豆粕的期价或有反弹潜力，但随着摩擦的预期落地，以及巴西大豆进入销售季，很容易弥补美豆出口的空缺，届时期价就会回归基本面定价。

图：国内大豆月度到港量 单位：万吨



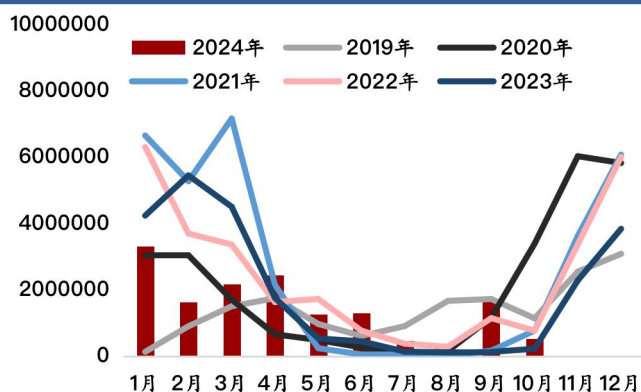
数据来源：USDA、海通期货研究所

图：国内大豆累计到港量 单位：万吨



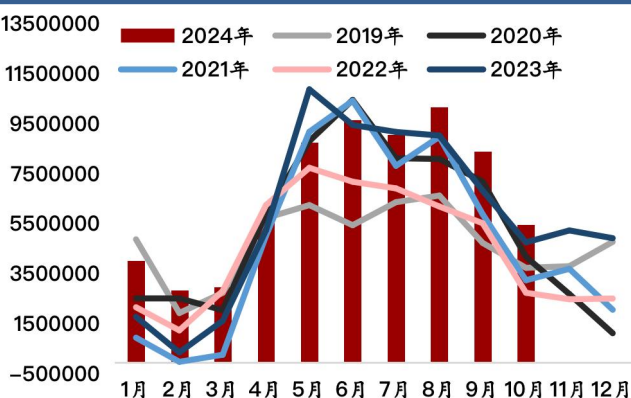
数据来源：USDA、海通期货研究所

图：自美国进口量 单位：万吨



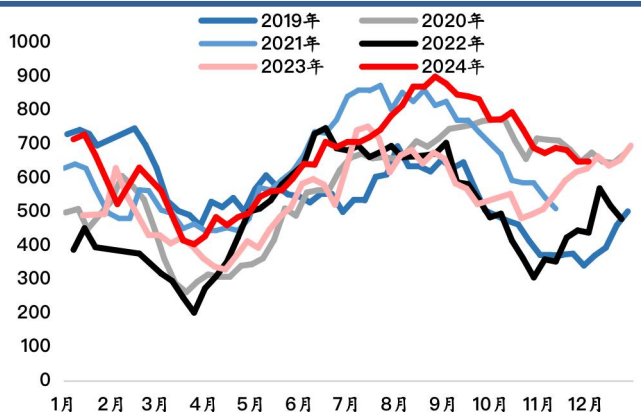
数据来源：USDA、海通期货研究所

图：自巴西进口量 单位：万吨



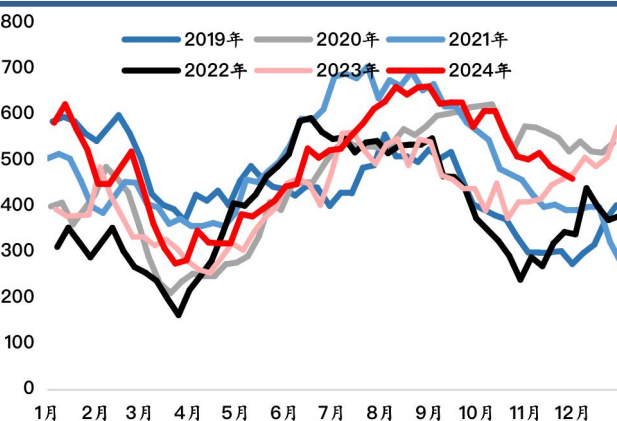
数据来源：USDA、海通期货研究所

图：进口大豆港口库存 单位：万吨



数据来源：Mysteel、海通期货研究所

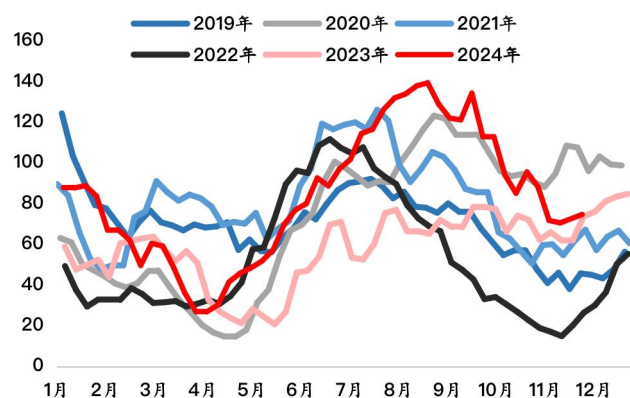
图：主要粮油企业大豆库存 单位：万吨



数据来源：Mysteel、海通期货研究所

图：主要粮油企业豆粕库存

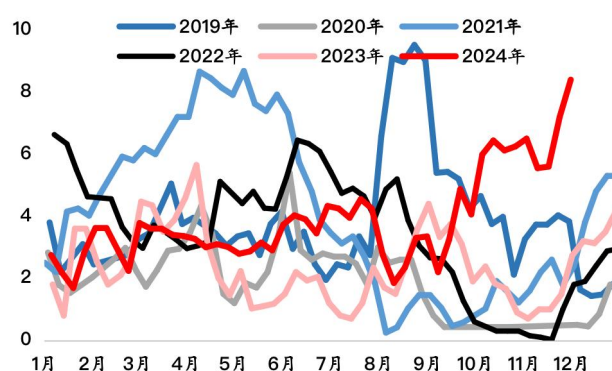
单位：万吨



数据来源：Mysteel、海通期货研究所

图：主要油厂菜粕库存

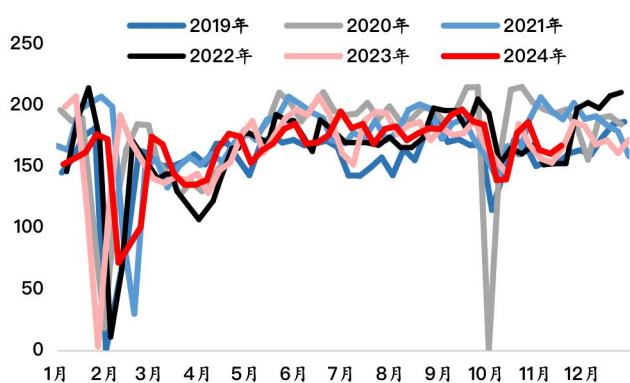
单位：万吨



数据来源：Mysteel、海通期货研究所

图：主要油厂大豆周度压榨量

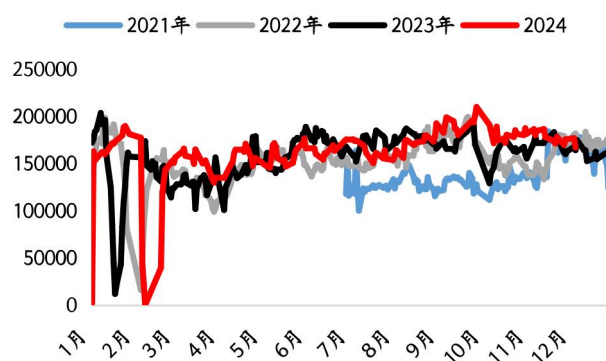
单位：吨



数据来源：Mysteel、海通期货研究所

图：压榨厂昨日豆粕提货量

单位：吨



数据来源：Mysteel、海通期货研究所

据 Mysteel 预估, 12 月份国内全样本油厂大豆到港预估 131.5 船, 共计约 854.75 万吨, 12 月大豆到港量环比增加, 近期北方区域工厂 12 月因海关政策或有停机计划, 后续大豆到港量有不确定性。2024 自然年度全国大豆压榨量为 8734.74 万吨, 较去年同期增幅达 2.19%。与 10 月相比, 11 月全国油厂大豆压榨量增加。

11 月全国油厂豆粕库存仍在去库阶段, 高于去年同期, 整体库存压力较前期缓解, 得益于 USDA 供需报告下调单产超预期, 叠加港口大豆卸船延迟导致出现断豆停机现象, 原材料成本下跌, 豆粕入饲料拥有性价比, 刺激下游建立安全库存, 终端提货情况好转, 预计年末豆粕库存有所回调; 另一方面, 对贸易关税的炒作, 前期引发了中下游企业大批采购明年远月基差, 成交短期有所放量。整体来看, 国内豆粕的去库节奏较往年同期偏缓慢, 且由于供应足量, 现货基差水平短期难有明显上调动力。

5.2 养殖端需求疲软，蛋白添比增长空间有限

粕类消费去向主要是饲料的生产，按养殖对象不同可分为猪饲料、肉禽料、蛋禽料、水产料和反刍料，猪饲料占豆粕饲料消费的 50%左右，禽料占比 38%左右，而菜粕的饲料消费主要在水产饲料上，占比一半以上，禽料消费占比约 30%。所以生猪和禽类的养殖情况对粕类的需求影响最大。

据饲料工业协会样本企业数据测算，受生猪产能回调、畜禽存栏减少和养殖盈利不及预期等因素影响，饲料产量高位回落。前三季度，全国工业饲料总产量 22787 万吨，同比下降 4.3%。其中，配合饲料、浓缩饲料、添加剂预混合饲料产量同比分别下降 4.1%、11.6%、1.1%。前三季度，豆粕价格大幅回落，饲料企业豆粕采购均价为 3571 元/吨，同比下降 20.4%。粕类比价效应带动下，棉粕、菜粕价格分别为 3617 元/吨、2761 元/吨，同比分别下降 15.8%、19.4%。

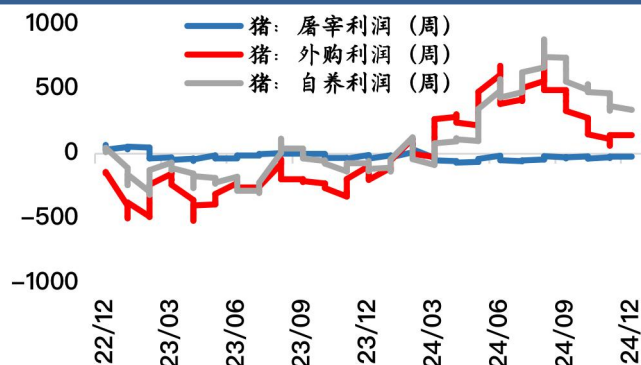
今年以来，在市场调节和产能调控的双重作用下，能繁母猪和生猪存栏逐步调整在合理区间，在经历了三年亏损去产能的周期，二季度开始生猪企业开始盈利，预计明年仍能存有部分盈利空间。生猪价格自 3 月份触底反弹后稳步回升，养殖盈利进入较好水平，猪饲料需求有持续改善。6 月以来全国仔猪供应数量连续增加，且头均 500 元的养殖利润刺激季节压栏意愿，利好 4 季度猪料需求。能繁母猪存栏 5 月份环比转正，因此 2025 年一季度后肥猪供应趋于增加，但考虑到养殖端盈利幅度或有回调，这限制了养殖端压栏力度，预计明年的生猪出栏体重同比有所降低，因此判断猪料增幅将小于生猪存栏增幅。

禽类养殖方面，肉禽商品代养殖利润较低，尤其肉鸡养殖严重亏损，预计 25 年肉禽料需求同比难有显著增加；蛋鸡受饲料原料价格回落和养殖降本需求影响，蛋禽饲料产量小幅下降，其饲料结构性调整，其中配合饲料占比下降。当前虽然蛋禽养殖利润维持较高水平，但由于扩产能较为理性，限制了饲料产量的增长空间。

整体来看，2024 年年内养殖端陆续出栏，杂粕等高性价比原料替代豆粕，小麦性价比高替代玉米，各种影响利空豆粕使用量。随着养殖利润趋于平稳，生猪去产能放缓，2025 年饲料产量需求预计维持小幅增长趋势。

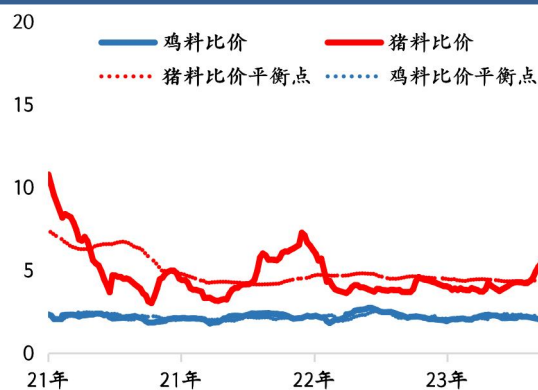
图：养殖利润

单位：元/头



数据来源：WIND、海通期货研究所

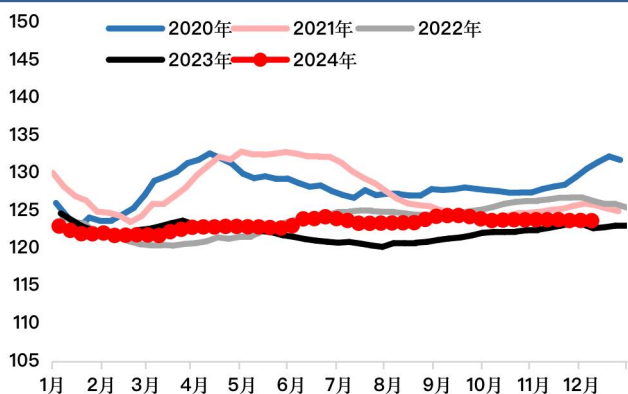
图：鸡料比价、猪料比价



数据来源：WIND、海通期货研究所

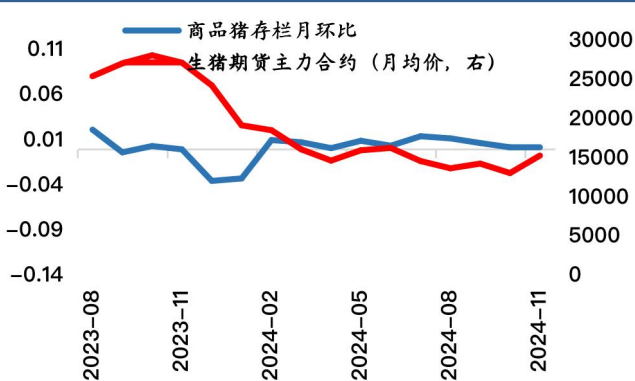
图：生猪出栏体重

单位：公斤



数据来源：我的农产品、海通期货研究所

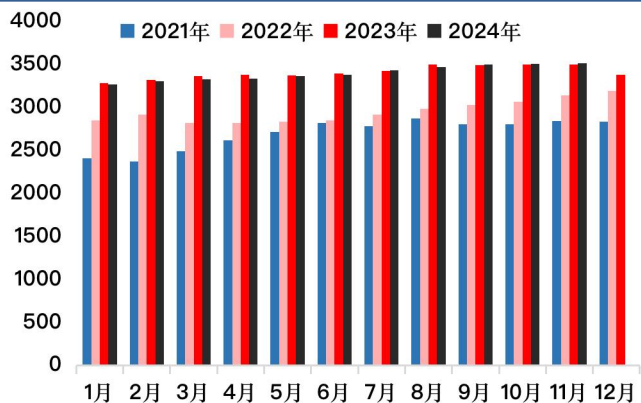
图：能繁母猪存栏环比变化 & DCE 生猪月均价（元/吨）



数据来源：我的农产品、海通期货研究所

图：商品猪月度存栏量

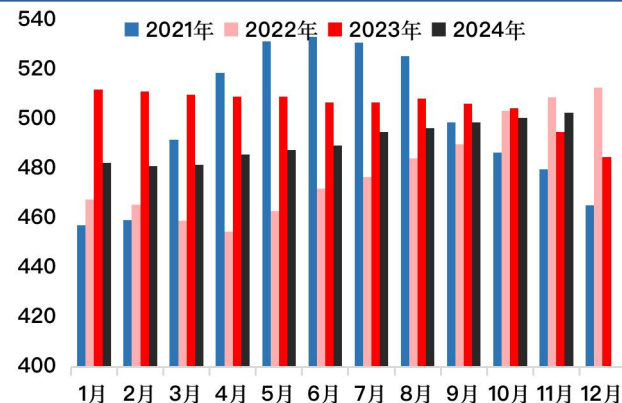
单位：万头



数据来源：我的农产品网、海通期货研究所

图：能繁母猪月度存栏量

单位：万头



数据来源：我的农产品网、海通期货研究所

总结与展望

2024 年粕类行情主要围绕供应宽松的预期兑现以及主产国大豆的出口节奏展开，当前市场重心已经从北半球转移至南半球，预计南美大豆增产，考虑到全球大豆供应恢复的趋势难改，这加速推进了 CBOT 大豆以及国内连粕下跌的进程。展望 2025 年，一季度将主要交易南美两国丰产的兑现情况，当前天气良好，短期预报显示难有极端天气给作物生长带来不利扰动，料创纪录的丰产较大概率实现，USDA 预计 24/25 年巴西大豆产量为 1.69 亿吨（23/24 年为 1.53 亿吨），阿根廷 4821 万吨（23/24 年为 4821 万吨），巴拉圭 1120 万吨（23/24 年为 1100 万吨），南美三国大豆产量合计将达到创纪录的 2.3120 亿吨，较 23/24 年度增长了 8.9%。产量的激增会进一步扩大全球大豆供应，加剧市场的供大于求格局。

总体上来看，在全球大豆大供应的背景下，国内豆粕供强需弱格局难改。且随着价格中枢从北美向南美市场的转移，价格将越来越难以反弹，庞大的南美供应压力兑现前将始终压制盘面。风险点在于后期是否会发生中美贸易摩擦，但在特朗普当选美国总统威胁对中国加征关税之际，巴西和中国加强了贸易关系，有助于抵消未来关税提高所带来的冲击，美豆出口前景也因此蒙上了一层阴影。而关税的最快加征大概率发生在美豆出口旺季末期，仅能够影响国内大豆 2-3 月的压榨情况，现货基差价格或呈阶段性反弹，待到 4 月南美大豆将陆续到港，充裕的供应足以弥补前期由于关税加征造成的影响。综上，料明年上半年国内豆粕价格仍在低位区间震荡运行，庞大的供应压力短期难以消化，若由于宏观政策或黑天鹅带来反弹行情，高位博空或拥有更多安全边际。

	逻辑	多空影响
国际	巴西大豆播种推进顺利，产量或创历史新高	空
	阿根廷产区土壤墒情恢复，需持续关注产区天气变化	中性偏空
	预期汇率变化：美元涨，雷亚尔、比索跌	空
	南美出口季较易出现运输水位低、罢工等问题	多
	与巴西签订贸易合作协定，更多出口需求转移	空
	贸易局势紧张，或影响美豆出口进度或出口量	空
	CBOT 大豆盘面价格跌破成本，长期支撑价格	多
国内	贸易局势未来若趋于紧张，或影响 2-3 月压榨	多
	油厂大豆豆粕去库阶段，但后续供给仍充裕	中性
	生猪存栏去化节奏减缓，存栏体重或降低	中性

法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司(以下简称“本公司”)客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货交易咨询业务资格。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,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。请务必注意,据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定,除法律规定的情况外,任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容,否则均构成对本公司合法权利的侵害,本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通期货研究所并获得许可,并须注明出处为海通期货研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。