

研究员：陈界正

期货从业证号：

F3045719

投资咨询证号：

Z0015458

联系方式：✉

 chenjiezheng_qh@chinastock.com.
cn

全球大豆丰产或致粕类趋势下行 供需格局改善或至四季度

第一部分 前言概要

2024 年国内粕类市场呈现明显下行态势，主要因国际大豆市场供应压力明显增加，各大主要产区在丰厚的种植利润以及良好的天气背景下，种植面积以及单产均有明显增加。2025 年粕类市场主要影响因素包括几个方面，首先，南美产量压力能否继续兑现。当前盘面的下跌对于南美的丰产格局已经有一定程度的体现，但由于巴西和阿根廷大豆仍然能给出较好的利润，可见仍然不足以改变全球大豆增产的趋势。在此背景下，如果南美丰产，则大豆仍将表现出比较明显的下行压力。近期巴西产量基本已经有较大程度定型，但阿根廷地区则存在较多的不确定性，当前进入生长关键期后，如果出现持续性的干旱，则有望在一定程度上缓解国际大豆市场供需宽松的压力。其次，北美明年种植的调整，在今年种植呈现深度亏损的情况下，明年美豆种植面积大概率会出现下滑，但具体下降多少其实存在较大不确定性，因此在美豆种植面积确定前，市场可能会迎来阶段性的反弹，并且较少的面积也意味着后续更容易受到天气的扰动。此外，美国生柴政策的调整情况，新总统上任对于生柴政策的扩张有较大不利，但如果因此减少其他油脂的进口，则足以满足美豆油的压榨增量，因此，后续如果出现美豆压榨大幅增加，同时供应端受扰动的情况下，也同样可能出现反弹。另外，国际关系影响也相对较大，但是由于今年前期国内已经进行了较多的布局，因此大豆进口所带来的扰动在 24/25 年度影响可能相对比较有限，主要不确定性更多体现在 25/26 年。当然，对于菜粕方面不确定因素更多，这不仅表现为对于加拿大菜籽进口政策的不确定，同时也表现为加拿大可供出口的不确定性，这将更多受制于美加关系以及全球菜油的需求，其不确定性及影响因素多于豆粕。

因此，对于后续行情观点，我们倾向于阿根廷天气可能会有阶段性炒作，但如果不出现太大幅度的减产，后续大概率会受到巴西销售压力的影响，价格持续下行。后续贸易摩擦可能会有一定影响，但更多表现为现货基差的走强，而非单边趋势的转向。豆粕盘面的止跌将更多取决于美豆种植面积的缩减以及天气的扰动。但总体来看，豆粕单边大方向仍以偏弱运行为主。后续实质性转向将取决于巴西压力的减少以及国内在贸易摩擦下进口的减少。相较于豆粕而言，菜粕供需状况将逐步好转，加之后续本身处于需求旺季，如果仍然买船缺少明显增加的情况下，菜粕将相对偏强。

第二部分 行情回顾

2024 年，国内粕类整体呈现持续下跌状态，但从节奏和市场交易逻辑上基本可分为以下 3 个阶段：

第 1 阶段：年初至 2 月末。在此期间，粕类价格整体呈现全面下行态势，市场关注焦点主要集中于南美的丰产压力，由于在此期间，巴西丰产格局基本已经确定，同时阿根廷产区天气也维持良好，国际大豆总产量出现明显增加，市场供应宽松特点明显。受此影响，粕类整体呈现下行态势；

第 2 阶段：3 月初至 5 月中上旬。粕类单边整体呈现明显上涨态势，价格走势突破年初高点，盘面推升动力持续增强。在此期间，粕类上涨主要受到外部市场影响，由于在此期间大宗商品上涨，而粕类走势偏弱，市场开始有较强的看涨动力；

第 3 阶段：6 月至 12 月末。在此期间，豆粕价格呈现明显下行态势，主要原因一方面在于对前期盘面的上涨进行修正，另一方面也在于对北美丰产的布局。在北美产量逐步落地后，市场继续交易南美丰产压力，盘面呈现进一步下行态势。在此期间，豆粕与菜粕强弱关系基本可以分为两个阶段，8 月末之前，豆粕走势明显强于菜粕，主要因为菜粕基本面相对偏弱，但进入 9 月后，菜粕走势明显强于豆粕，主要因为在此期间，中国对加拿大进口菜籽展开反倾销调查，远期菜籽供应存在较大不确定性。

图 1：国内豆粕盘面走势



数据来源：银河期货，文华财经

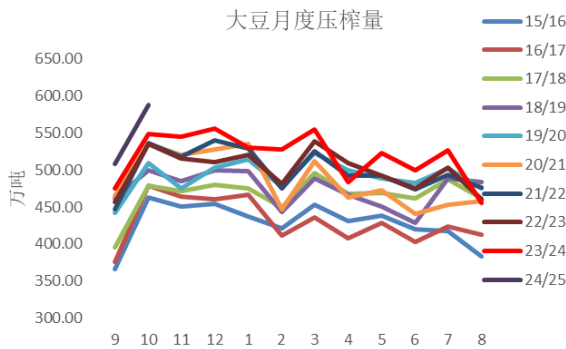
第三部分 基本面分析

一、美国：供需宽松格局明显 新作预期减产

2024 年期间，美豆产量呈现明显增加态势，根据 12 月 USDA 月度供需报告所确定的结果来看，24/25 年度美豆种植面积 8710 万英亩，同比增加 4.5%，单产 51.7，同比增加 2% 左右。大豆产量增加至 44.61 亿蒲，同比增加 7.18%。整体来看，今年美豆产量增加的情况基本合理，一方面，可以看到，美豆产量自 21/22 年度以来，一直呈现持续减少状态，其中与种植面积的下滑以及天气影响导致的减产都有较大关系。24/25 年度作物种植面积以及单产整体与 21/22 年度接近，属于恢复性增产，产量的恢复带动供应同比的增加。

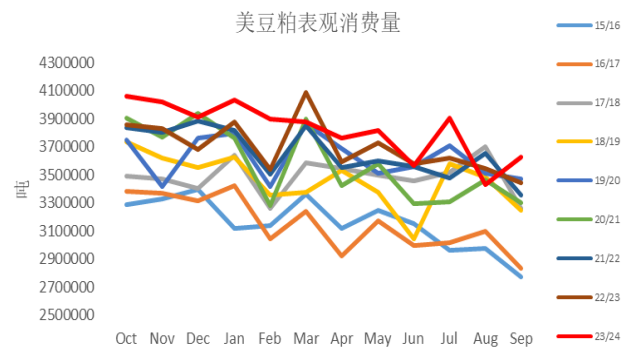
由于美国产季与自然年度存在一定差异，因此按照不同口径统计可能会存在区别。从2024自然年度来看，大豆压榨量在1-10月期间同比增速达到3.85%，绝对增速以及增量均处于历史同期偏高水平。但是从累积增速来看，则是呈现逐步放缓的状态。在此，为方便进行比较，本文直接采用作物年度进行对比参考，由于23/24年度覆盖了2024年度绝大多数时间，因此后续对比旧作主要以23/24年度作为参考口径。可以看到，23/24年度，美豆压榨累积同比在3.81%左右，今年美豆压榨量增加主要因为豆粕需求良好。其中豆粕表观消费同比增加3.45%，豆油表观消费同比增加2.58%。豆粕表观消费增加主要因出口较好，数据显示，23/24年度，美国豆粕累积出口1441万吨，同比增加8.42%，国内消费3151万吨，同比增加1.32%。整体来看，今年美国豆粕表观消费增加比较明显，主要因为前期阿根廷豆粕出口量偏低所致，另外，美国国内饲用需求增速也比较明显。相较于豆粕消费的快速增加，豆油表观消费增速表现一般，一方面，今年豆油制生物柴油用量占比下滑，过去几年增速一度达到19-20%以上，今年增速仅维持在3.97%，同时，美国食用消费同比下降约0.81%。今年豆油制生物柴油增速的放缓主要因为其他原料用量的增加。

图 1：大豆压榨量



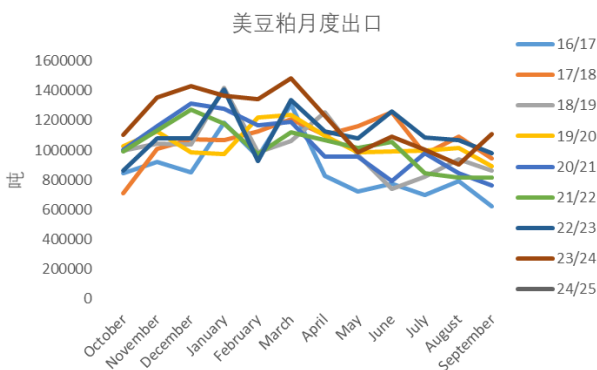
数据来源：银河期货，USDA

图 2：豆粕表观消费



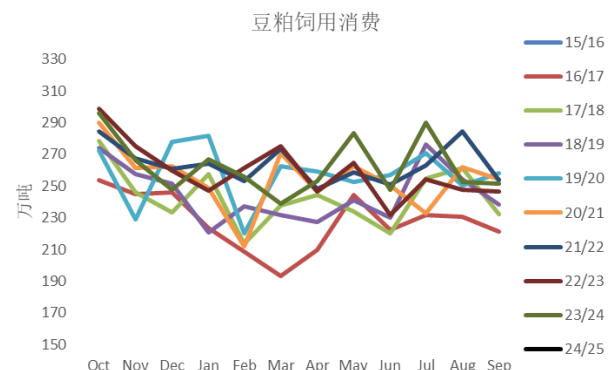
数据来源：银河期货，USDA

图 3：豆粕出口量



数据来源：银河期货，USDA

图 4：豆粕饲用消费量



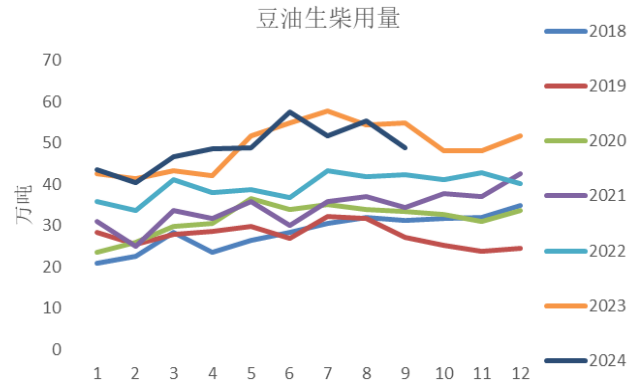
数据来源：银河期货，USDA

图 5：豆油表观消费



数据来源：银河期货，USDA

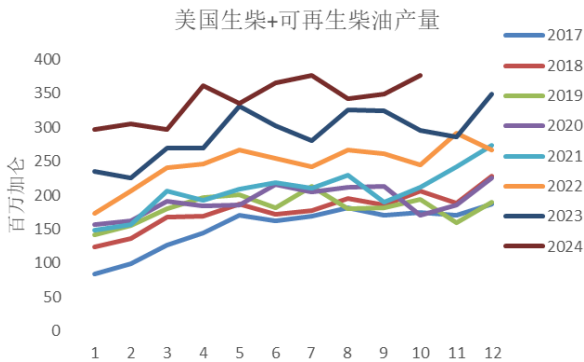
图 6：豆油生柴消费



数据来源：银河期货，EIA

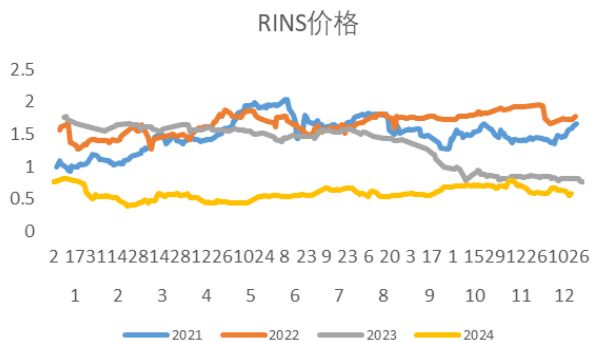
但进入 24/25 年后，美国压榨面临着较大的不确定性，一方面，特朗普本身更支持传统化石能源，这使得后续 RVO 掺混义务以及对于小型炼厂的豁免存在较大的不确定性，如果后续强制掺混义务量得以减少，则可能直接导致生柴生产增速放缓。并且，美国通胀削减法案中 40A 条款所采取的 BTC 政策也只延续到 2024 年末，虽然在此前得以延长，但特朗普执政后能否延长存在较大不确定性，在当前油脂价格维持高位的情况下，缺少每加仑 1 美金的补贴会影响到生柴生产商的积极性，并且，从 EPA 公布的数据来看，今年 RINs 生成量比较大，RINs 价格也呈现持续走弱状态。因此，明年生柴生产前景并不好。另一方面，今年压榨增长的另一驱动因素豆粕出口在明年也大概率难以延续，尤其在今年阿根廷大豆压榨量维持相对高位的情况下，美豆粕出口大概率会出现减少。在此背景下，油粕需求都缺乏明显增长会对大豆压榨产生不利影响。

图 7：美国生物柴油产量



数据来源：银河期货，EIA

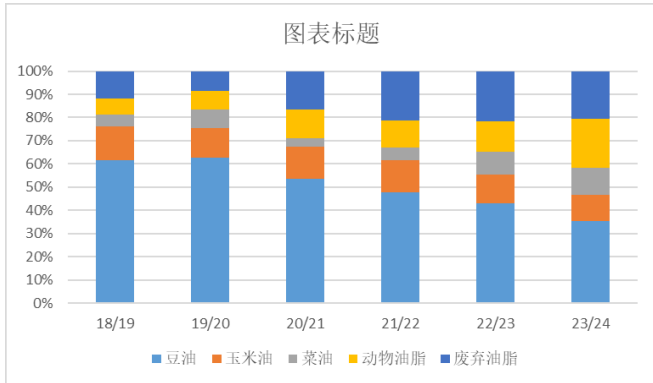
图 8：RINs 价格



数据来源：银河期货，彭博

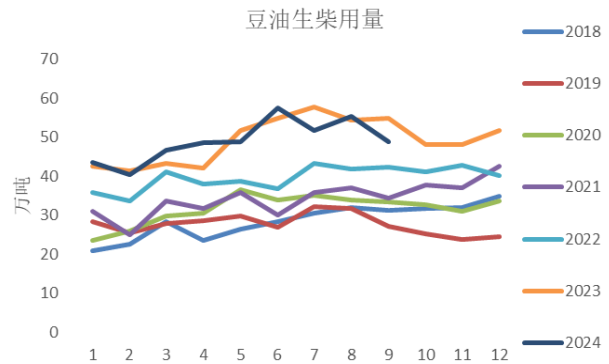
不过，在此需要注意的是，美国近年来生柴原料不断增多，尤其以进口油脂数量增加最明显，数据显示，菜油动物油脂以及废弃油脂使用量自 2021 年由 38% 增加至 53.7%，豆油用量占比在逐步减少。特朗普本身执行贸易保护政策，近期扬言对加拿大和中国加征关税，这使得美国生柴原料将更多向豆油集中，由此也有可能弥补豆油的需求。因此，美豆压榨在 24/25 年度存在较大不确定性。

图 7：美国生物柴油原料



数据来源：银河期货，EIA

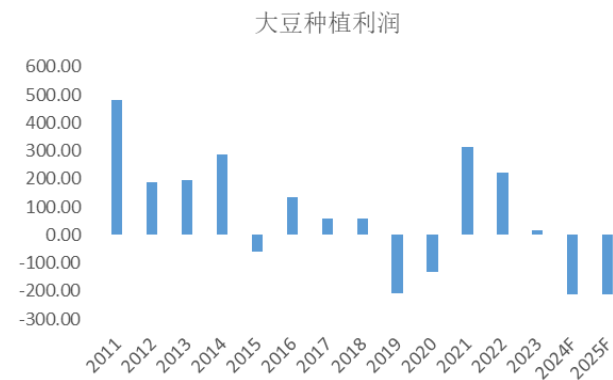
图 8：豆油生柴用量



数据来源：银河期货，EIA

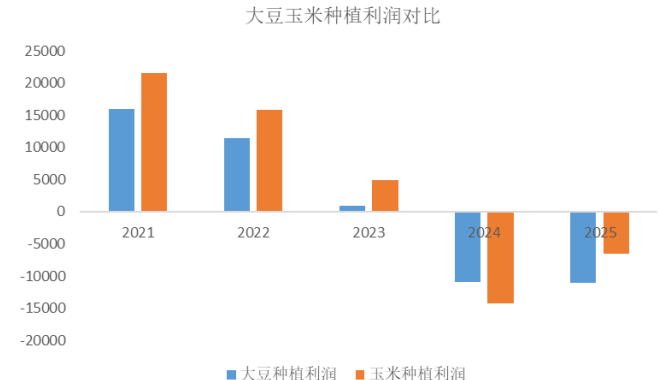
美豆新作供应可能会逐步收紧，原因在于种植利润的大幅亏损。根据 USDA 口径计算成本来看，当前美豆成本大约在 1190 美分/蒲左右，按照当前盘面价格推算，美豆种植亏损大约在 210 美分左右，按照趋势单产 52.5 蒲/英亩测算，每亩亏损大约在 110 美金左右，亏损幅度略高于去年，是最近几年中亏损最严重的年份，在此背景下，预计 25/26 年度美豆种植面积将出现明显下降。需要关注的是，虽然当前大豆玉米比价处于低位，但由于玉米本身亏损也比较严重，因此，玉米种植面积也不太可能出现增加。预计 25/26 年度美国主要农作物种植面积将呈现明显增加状态。

图 9：美豆种植利润



数据来源：银河期货，USDA

图 10：美豆种植利润 vs 玉米种植利润



数据来源：银河期货，USDA

总体来看，2025 年美豆供需两端都可能出现一定缩减状态，在全球供应增加较明显的背景下，难以出现太大的上涨趋势。但如果后续中美贸易关系出现好转，则美豆新作收获期后可能会迎来一轮偏强的上涨行情。

二、巴西：供应增加高于需求增幅 出口压力明显增加

23/24 年度巴西国内大豆出口压力仍然比较明显，虽然去年巴西受到南部地区减产的影响，供应量略有减少，但需求端减幅同样比较明显。在产量方面，巴西官方机构与美国农业部存在较大偏差，其中巴西官方评估的结果为 1.47-1.48 亿吨，而 USDA 评估结果为 1.53 亿吨左右。但从最终市场运行情况来看，大概率巴西官方对于产量评估偏低，其市场上所表现的压榨增量与出口压力并不能有效匹配。巴西官方对产量评估偏低主要集中于北方区域，偏低表现在 24/25 年度仍然得以延续。

虽然 23/24 年度产量压力得以缓解，但需求端表现明显比较疲软，虽然 USDA 对 23/24 年度巴西大豆压榨量给到 5470 万吨，同比 2.42% 增速的评估，但巴西国内机构给到的压榨增速评估仅为 0.46%，并且从高频月度压榨数据来看，增速整体偏低。这意味着后续巴西国内给到的出口其实是相对较大的。巴西今年压榨量偏低的主要原因在于国内豆粕消费偏弱以及豆油出口同比的大幅下滑，实际上其国内豆油表观消费状况良好，从高频数据来看，巴西 23/24 年度国内豆粕消费同比下降 6.92%，出口同比下降 3.38%，豆油出口同比降幅则是达到了 43.07%。可以看到，由于今年巴西国内生柴掺混比例增加，对于豆油的需求量增加，但并没有完全转化成对于大豆压榨的需求，而是更多表现为对于出口的减少。这一方面源于其国内消费结构的变化，另一方面也由于年内阿根廷豆粕出口量的快速增加。整体来看，23/24 年度巴西国内需求偏弱导致其减产带来的利多并未能完全体现，出口压力仍然维持高位。根据 USDA 口径统计的巴西大豆出口量为 1.04 亿吨，而 CONAB 口径统计的出口量为 9800 万吨，这一数据基本与巴西国内月度出口数据统计结果接近。虽然出口量比前一年度略下调 200 万吨，但总体出口仍然较此前评估有较大幅度增加。对于国际市场出口压力体现比较明显。

图 11：巴西大豆压榨量

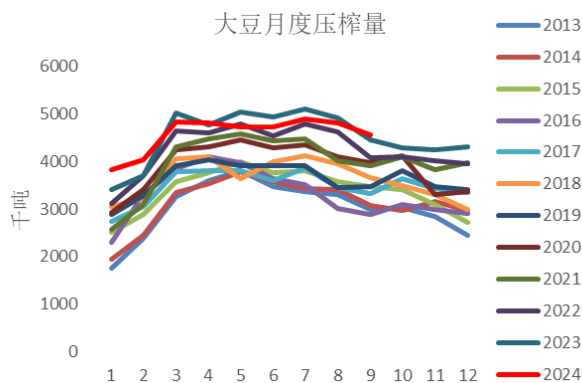
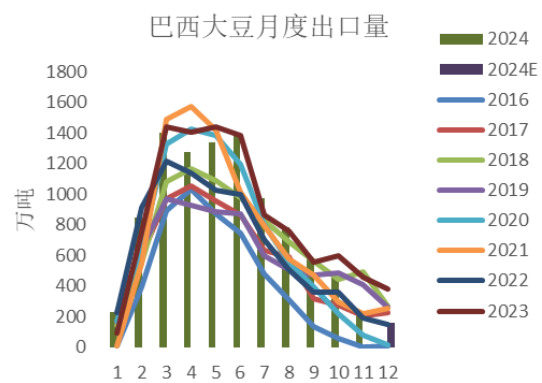


图 12：巴西大豆出口量



数据来源：银河期货，abiove

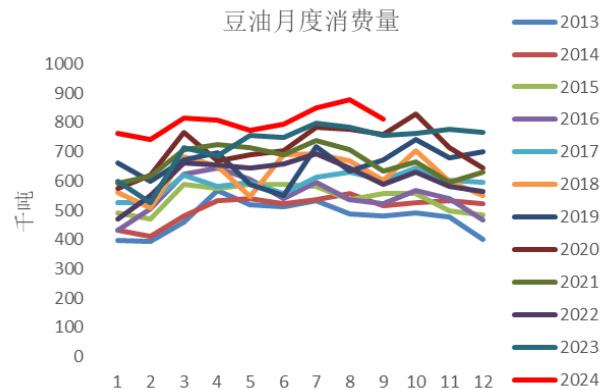
数据来源：银河期货，Anec

图 13: 巴西豆粕国内需求量



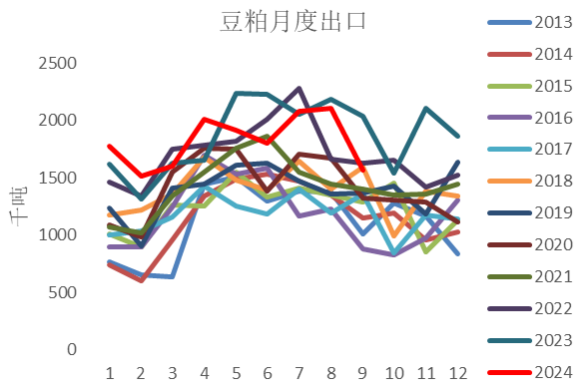
数据来源: 银河期货, Abiove

图 14: 巴西豆油国内需求量



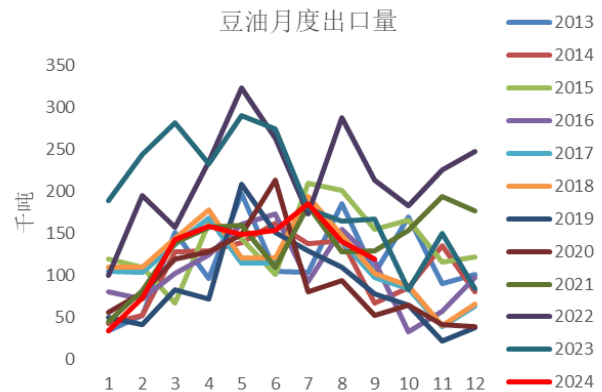
数据来源: 银河期货, Abiove

图 15: 巴西豆粕国内出口量



数据来源: 银河期货, Abiove

图 16: 巴西豆油国内出口量



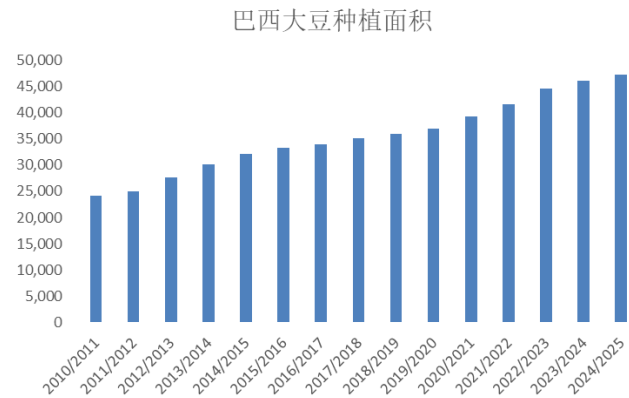
数据来源: 银河期货, Abiove

24/25 年度, 巴西大豆整体呈现丰产态势。根据 USDA 数据, 今年巴西整体种植面积增幅 4730 万公顷, 同比增加 2.6%, 这一数据直接沿用了巴西国内官方的评估结果。今年巴西种植面积的增加主要集中在北部和东北部地区, 增幅达到 4.7%, 而东南部和中西部地区增速则是维持在 2.8-3.5%, 南部地区增速偏慢, 仅为 0.9%。大豆种植面积的增加基本合理, 一方面, 虽然巴西大豆价格呈现下跌态势, 但巴西种植利润相对比较良好, 另一方面, 从整体增速来看, 巴西近年来种植面积增速已经有所放缓。因此, 面积的评估相对比较合理。

巴西大豆单产增速比较明显, USDA 以及巴西官方对单产的评估基本都达到 3.5 吨/公顷以上, 同比增速 7%, 这一方面源于去年单产基数偏低, 另一方面也与今年产区天气整体良好有关, 巴西 11 月期间中西部降雨较历史均值增幅大约在 4%, 南部和北部地区偏低, 12 月以来, 南部地区降雨有所增加, 同比增速达到 46%。总体来看, 今年巴西产区降雨以及气温均处在相对合理水平。并且, 整体来看, 巴西在过去几年天气正常年份单产在 3.5 吨/公

顷以上，今年单产评估相对比较合理。

图 17：巴西大豆种植面积



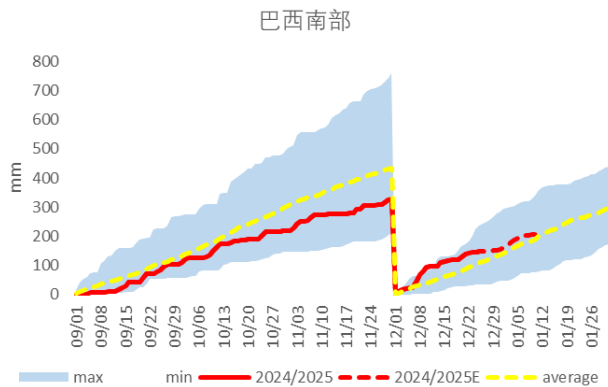
数据来源：银河期货，USDA

图 18：巴西大豆单产



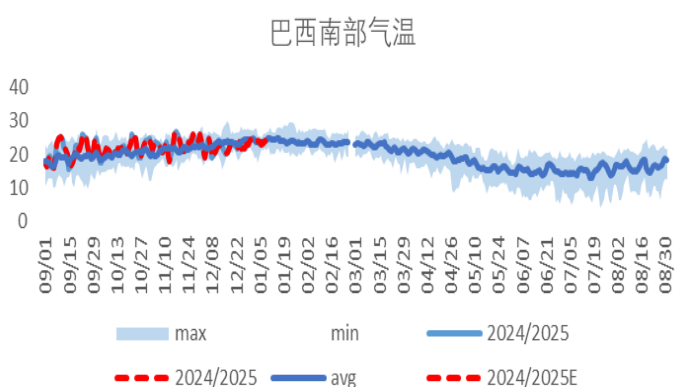
数据来源：银河期货，USDA

图 19：巴西降雨距平



数据来源：银河期货，路透

图 20：巴西气温距平



数据来源：银河期货，路透

巴西大豆单产增速比较明显,USDA 以及巴西官方对单产的评估基本都达到 3.5 吨/公顷以上，同比增速 7%，这一方面源于去年单产基数偏低，另一方面也与今年产区天气整体良好有关，巴西 11 月期间中西部降雨较历史均值增幅大约在 4%，南部和北部地区偏低，12 月以来，南部地区降雨有所增加，同比增速达到 46%。总体来看，今年巴西产区降雨以及气温均处在相对合理水平。并且，整体来看，巴西在过去几年天气正常年份单产在 3.5 吨/公顷以上，今年单产评估相对比较合理。

24/25 年度巴西豆油需求预计维持良好，但对于压榨带动或相对有限。根据今年 9 月巴西公布的《未来燃料》提案，2025 年 3 月巴西将实施 B15，高于当前的 B14。根据当前巴西国内生柴消费量以及对于原料结构推算，如果后续巴西如期实行 B15，预计将增加 40 万吨左右的豆油消费，对应大豆压榨拉动大约在 200 万吨左右。由于今年巴西生柴完成状况比较

良好，预计巴西明年生柴政策仍有可能继续执行，不确定性主要在于减少豆油出口或增加大豆压榨。整体来看，23/24 年度巴西豆油出口预计下降 100 万吨左右，基本与巴西国内豆油需求增加匹配，主要因巴西大豆出口利润优于压榨利润。由于今年巴西雷亚尔走势偏弱，同时阿根廷压榨量增加仍会带来较多的豆粕供应压力，在此背景下，预计巴西国内压榨增加有限，生柴政策的调整更多表现为豆油出口的进一步收紧。

图 21：巴西大豆压榨利润

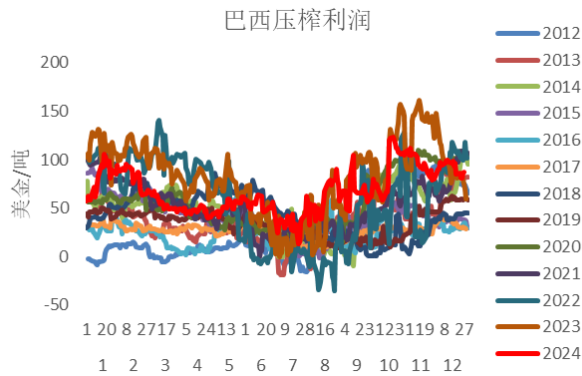
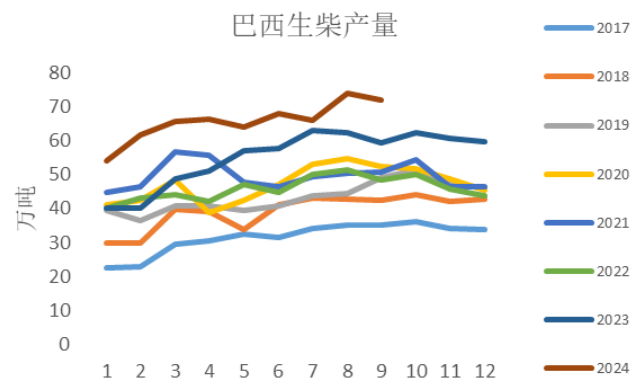


图 22：巴西生柴产量



数据来源：银河期货，路透

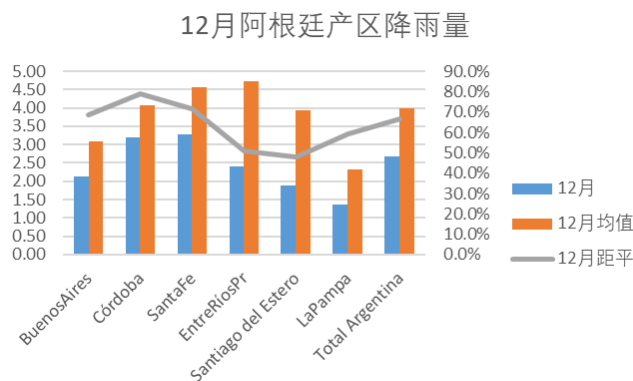
数据来源：银河期货，Abiove

三、阿根廷：大豆种植面积增加 压榨明显恢复

阿根廷总体种植面积相对比较稳定，自 21/22 年度阿根廷四大主要农作物总体种植面积达到 3185 万公顷以后，总体种植面积开始下降。其中一方面受到天气影响，另一方面也是因为阿根廷耕地潜力已经使用比较充分。根据联合国粮农组织统计数据来看，阿根廷可耕地面积大约在 3400 万公顷左右。这使得阿根廷国内农作物之间的竞争更加激烈，在 23/24 年度，阿根廷玉米受到病虫害的有关影响，这使得农户对于玉米的种植更加谨慎，更多耕地用于种植大豆。根据 USDA 口径统计，24/25 年度阿根廷大豆种植面积达到 1730 万公顷，同比增加 5.68%。此外，阿根廷在大豆种植成本上具有一定优势，较好的种植利润也支持农户进一步扩种。

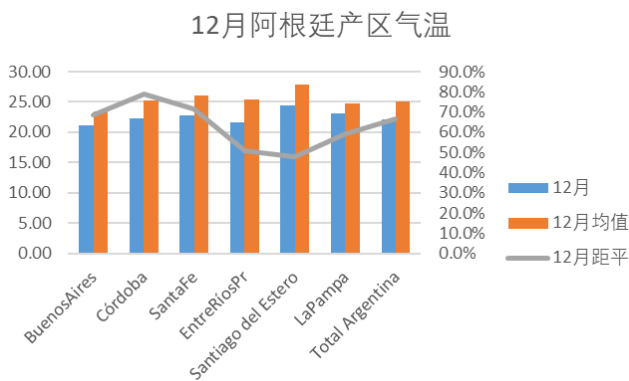
机构普遍对 24/25 年度阿根廷大豆单产评估较好，这主要基于去年阿根廷产量状况维持良好以及种植初期天气状况良好所考虑。USDA 口径显示 23/24 年度阿根廷大豆单产达到 2.95 吨/公顷，是过去几年的最高水平，同时，今年在种植初期，产区降雨维持良好，10 月期间降雨量达到历史同期的 85% 以上，11 月降雨距平达到 107% 以上，为土壤提供了比较好的墒情基础。同时，今年在过去的几个月中气温也相对略低于历史同期，同样有利于前期的播种以及作物的初期生长。

图 23：阿根廷降雨距平



数据来源：银河期货，路透

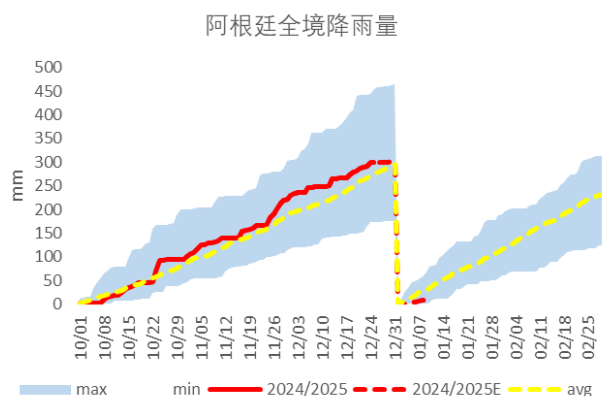
图 24：阿根廷气温距平



数据来源：银河期货，路透

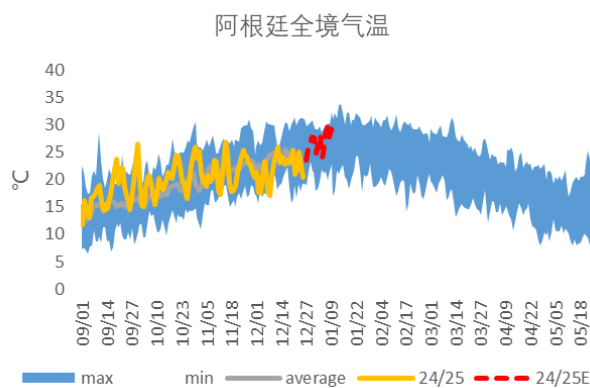
进入 12 月后，阿根廷产区天气开始有逐步转干表现，尤其以布宜诺斯艾利斯与恩特雷里奥地区降雨减少比较明显。根据降雨量情况来看，12 月期间阿根廷全境降雨量预计为历史正常水平的 66.8%，较低区域为历史正常水平的 47.8%。由于后续阿根廷将逐步进入作物生长关键期，市场普遍对后续阿根廷大豆产量有所担忧，受此影响，美豆粕盘面呈现较大幅度拉升，美豆也跟随上涨。但是，当前天气状况对于阿根廷产量以及美豆价格影响都相对比较有限，一方面，阿根廷前期降雨较好为作物创造了比较好的墒情基础，另一方面，今年全球大豆丰产比较明显，短期干燥所导致的产量风险难以大幅改变市场供需宽松的特点。

图 25：阿根廷降雨量



数据来源：银河期货，路透

图 26：阿根廷气温

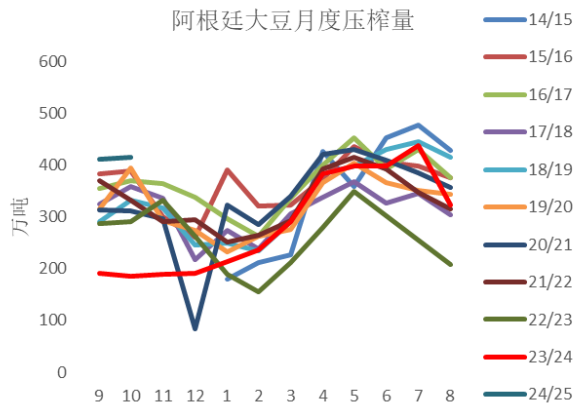


数据来源：银河期货，路透

阿根廷今年压榨呈现明显增长，数据显示，23/24 年度阿根廷压榨量达到 3436 万吨，同比增加 316 万吨。按自然年度测算，预计 2024 年度阿根廷大豆压榨量达到 4300 万吨，同比增加 1600 万吨。阿根廷今年压榨量的快速增加主要因为大豆产量的恢复性增加，在过去几年中，由于阿根廷减产以及销售进度偏慢的原因，压榨一直无法快速增加。但随着今年产量

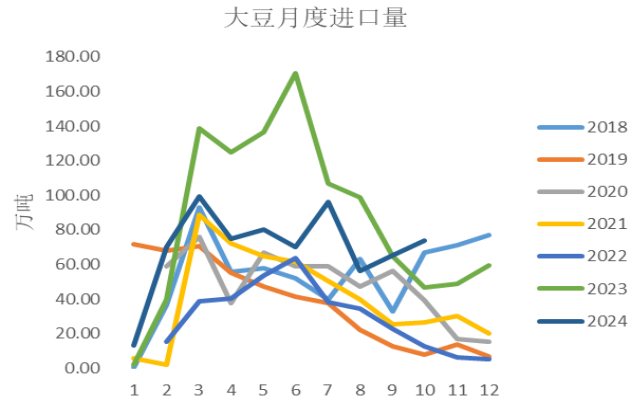
的恢复，压榨也开始呈现增加态势，另一方面，近两年来，阿根廷国内进口大豆数量也呈现明显增加，这也较好弥补了国内供应偏低的情况。预计 24/25 年度阿根廷大豆压榨量仍将维持较高水平，一方面，今年阿根廷国内丰产格局仍将维持，另一方面，阿根廷大豆进口来源国产量也相对较好，后续进口量可能仍将维持较高水平。

图 27：阿根廷大豆压榨量



数据来源：银河期货，阿根廷农业部

图 28：阿根廷大豆进口量

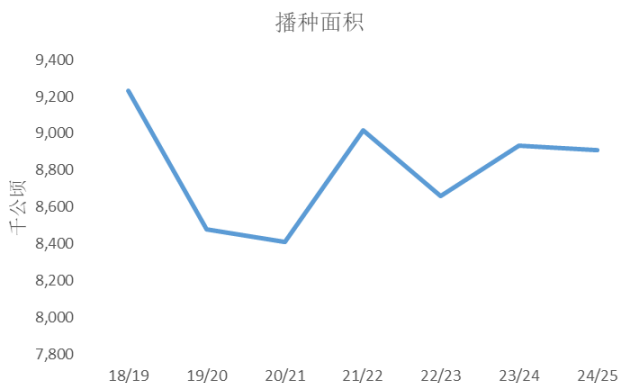


数据来源：银河期货，阿根廷海关

四、加拿大菜籽

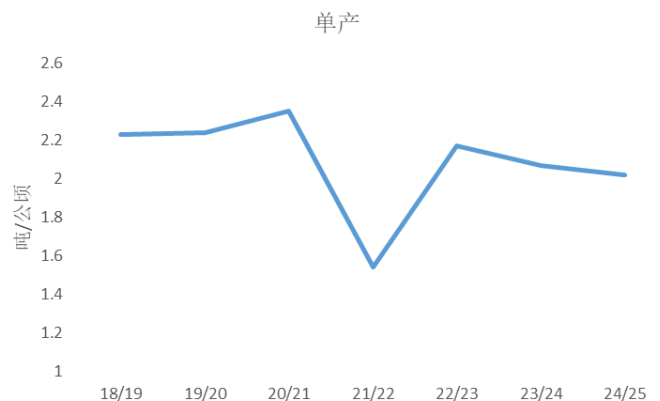
今年加菜籽产量同比呈现下行态势，根据加拿大官方口径测算的产量来看，24/25 年度加拿大菜籽产量大约在 1746 万吨，同比下降 2.6%，其中种植面积 890.7 万公顷，同比下降 0.8%，单产 2.02 吨/公顷，同比下降 2.4%，收获期天气状况较差对产量产生不利影响。总体来看，今年加菜籽供应压力略有减少。

图 29：加拿大菜籽种植面积



数据来源：银河期货，USDA

图 30：加拿大菜籽单产



数据来源：银河期货，USDA

整体来看，今年加拿大菜籽市场变化主要体现在宏观上，由于加拿大菜籽极少用于国内消费，主要分为两条国际贸易流，其中一部分通过压榨变成菜油菜粕出口至美国，同时有较大部分菜粕出口至其他国家，另一部分直接以菜籽的形式出口至中国。但是，由于加拿大对中国电动汽车及钢铝制品加征关税，中国也对进口加拿大菜籽展开反倾销调查。同时，美国随着特朗普的上任，也开始对加拿大有加征关税的表现，并且，由于近年来加拿大菜油进入美国生柴体系较好的刺激了加拿大对美国菜油的出口量，未来各种生柴以及贸易政策的变化也会导致加拿大菜油出口面临收缩，并进而影响到加拿大菜籽的压榨和出口。

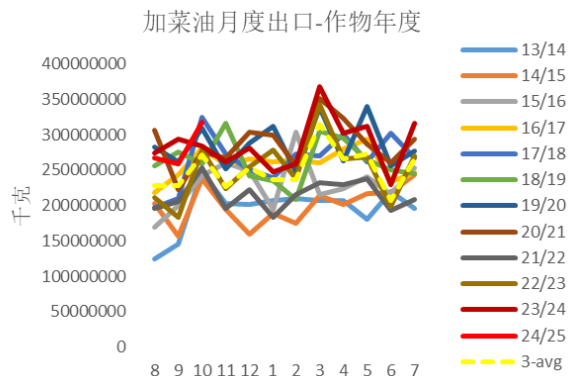
今年加拿大菜籽压榨量整体处于高位，预计 1-11 月期间菜籽压榨量达到 935 万吨以上并维持 7.8% 以上的同比增速，虽然这一数据较 2023 年有所下滑，但总体仍然处于高位。压榨量的快速增加一方面源于产量的恢复，另一方面源于菜油出口量的抬升，根据加拿大统计局数据，2024 年 1-10 月加拿大菜油出口同比增速约为 5.5%。而如果以作物年度来看，24/25 年度加拿大菜油出口同比下降 0.84%，菜籽压榨同比增加 7.43%。

图 31：加拿大菜籽压榨同比



数据来源：银河期货，加拿大统计局

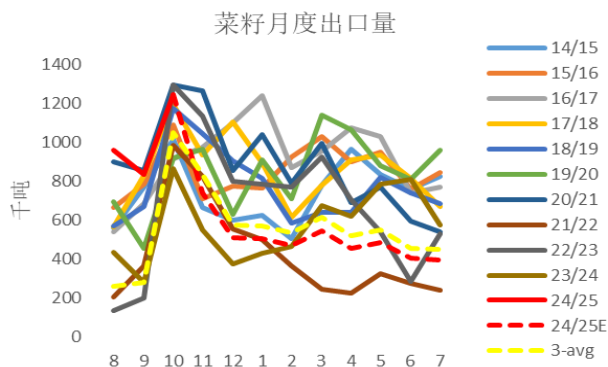
图 32：加拿大菜油出口同比



数据来源：银河期货，加拿大统计局

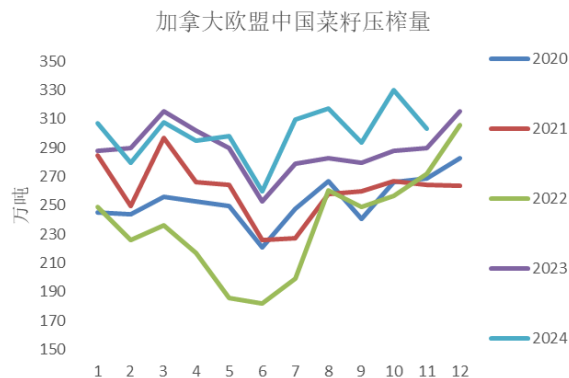
整体来看，今年加拿大需求有一定前置表现，具体表现为 24/25 年度 8-10 月以来压榨和出口的快速增加，尤其以出口方面增加较明显，累积同比增速预计达到 92% 以上。加拿大出口量的快速增加主要因对于中国发货的前置。根据官方数据来看，由于加拿大需求端整体有所前置，后续供应可能会有所收紧，尤其在今年减产的情况下可能表现的会更加明显。按照当前压榨增速来看，24/25 年度，预计加拿大国内能给到的压榨量将达到 1180 万吨左右，这也意味着后续出口可能也将下降至 550 万吨左右。而当前作物年度截止 10 月期间，加拿大菜籽出口已经达到 300 万吨以上，因此，10 月以后能够对外销售量将会明显减少。并且，虽然当前需求国库存有一定增加，但前期卖压较大也导致市场整体需求维持良好，2024 年 1-11 月期间压榨同比增速达到 4.59%，8-11 月压榨增速达到 9.17%。在此背景下，预计加拿大压力释放前置可能会导致后续供应收紧。

图 33：加拿大菜籽出口



数据来源：银河期货，加拿大统计局

图 34：加拿大欧盟中国菜籽月度压榨量

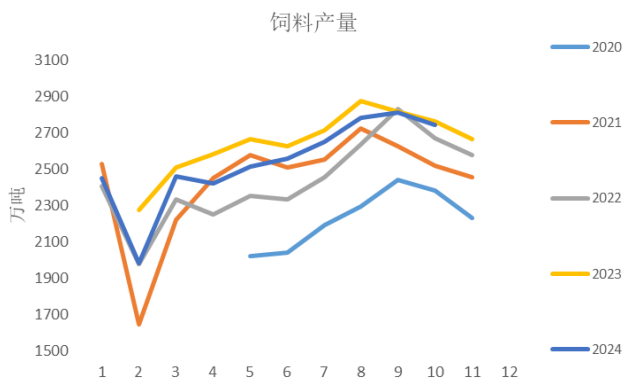


数据来源：银河期货，外媒

五、国内豆粕

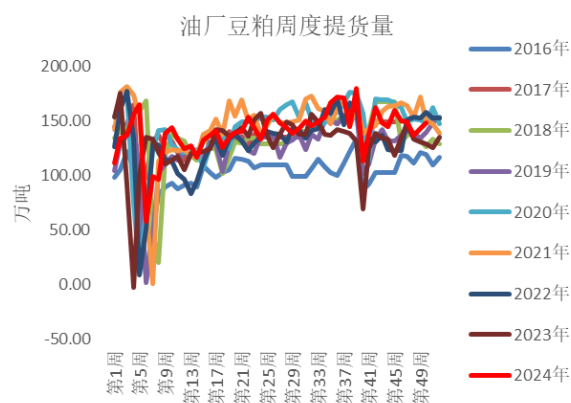
根据饲料工业协会口径数据，2024 年度国内饲料产量同比下降 3.79%，如果切换至作物年度，同比减幅则是达到了 2.68% 左右。总体来看，今年国内饲料消费表现比较一般，主要下降体现在猪料以及水产料方面，今年猪料消费的下降主要因为去年冬季疫情导致存栏去化的影响，从今年生猪最终出栏情况以及价格变化来看，去年冬季影响主要体现在商品猪群体上，这对于猪料影响体现比较直接，因此，其实从饲料的数据中也可以看到，饲料同比减幅呈现逐月收窄状态。23/24 年度豆粕表观消费同比增加 1.28% 至 7000 万吨左右，而如果考虑出口变化，同比增速将达到 2.15% 至 7139 万吨。并且，由于今年压榨样本有所调整，预计实际总提货同比增速在 1% 左右。整体来看，饲料消费与豆粕提货呈现出一定分化表现，主要原因在于豆粕价格下降后配方的上调。

图 35：饲料月度产量



数据来源：银河期货，同花顺

图 36：豆粕月度提货量



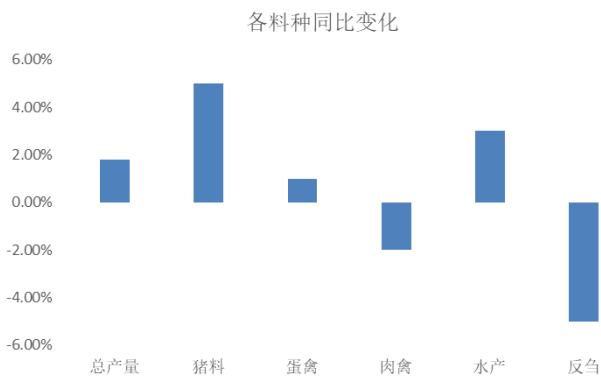
数据来源：银河期货，我的农产品

预计 24/25 年度豆粕需求将呈现明显增加，一方面，从饲料总消费情况来看，在猪料与水产料呈现快速下降后，预计将迎来恢复性增产，其中猪料产量增加主要因为今年生猪养殖利润相对良好，同时今年生猪表现出较好的生产性能，在 23/24 年度预计同比下降 6.8% 的基础上恢复性增加 5% 左右，后续逐步进行调整。水产方面，去年同比下降 2.8%，今年预计会在此基础上恢复至 3%，其他料种整体变化不大。按照总体料种折算，预计饲料总产量同比增加 1.79-1.8% 左右。另一方面，由于今年饲料原料价格大幅下跌，预计蛋白配方可能会有有一定幅度上调，如果按照 1% 左右的上调比例推算，总蛋白消费同比预计增加 2.8%。在众多蛋白饲料中，预计后续菜粕，葵粕，小麦的使用量会有所下降，取而代之的是豆粕添加量的明显增加，综合判断 24/25 年度豆粕同比增速预计达到 4% 以上。在出口端整体变化不大的情况下，预计总体豆粕消费同比将增加至 7400 万吨以上。

23/24 年度，大豆进口量预计在 1.05 亿吨左右，同比增加 4.28%，总体增速高于豆粕需求以及压榨增速，由此带来大豆结转库存的提高。不过对于 24/25 年度大豆进口量，难以与 23/24 年度直接做对比，因为 23/24 年度大豆进口量中存在部分非商业需求，24/25 年度非商业需求预计存在明显下降，在此背景下，预计 24/25 年度大豆进口量将下降至 9900 万吨至 1 亿吨，总体库存变化不大。

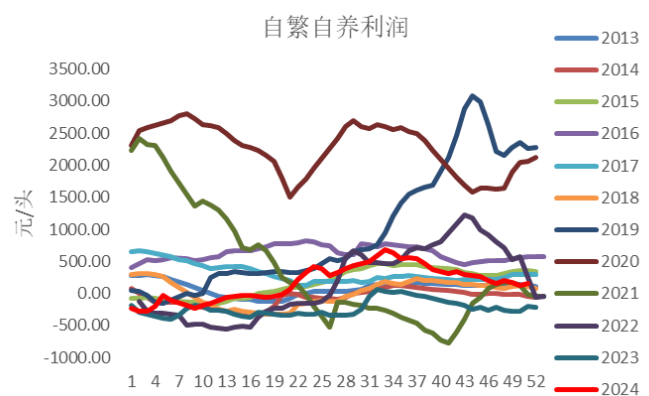
总体来看，今年压榨方面扰动不大，主要还是因为今年大豆压榨利润维持良好同时供应宽松所致。明年国内大豆买船整体比较充足，尤其在前期巴西销售进度较快的背景下，后续供应预计充足，不确定风险主要体现在 1-2 月期间，在此期间，由于国内整体供应量相对偏低，预计市场在使用有限进口的同时将逐步呈现去库状态。

图 37：各料种变化情况



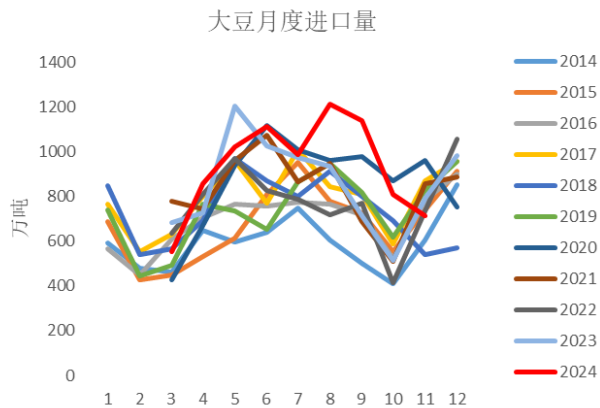
数据来源：银河期货

图 38：生猪养殖利润



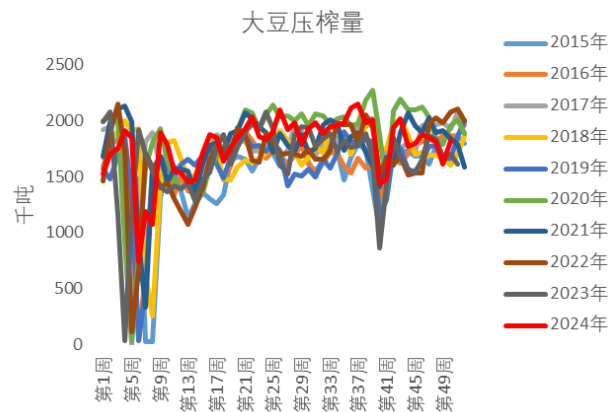
数据来源：银河期货，同花顺

图 39：大豆月度进口量



数据来源：银河期货，海关总署

图 40：大豆压榨量



数据来源：银河期货，我的农产品

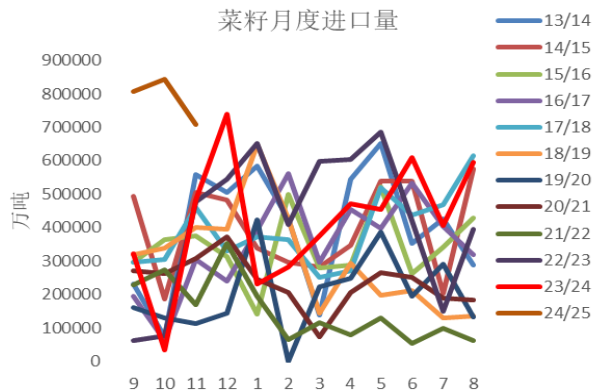
六、国内菜粕

相较于豆粕而言，国内菜粕呈现明显供需偏宽松状态，23/24 年度国内菜籽进口量达到 548 万吨，高于去年 544 万吨的水平，今年菜籽进口量较大仍然主要源于加拿大菜籽产量较高，同时澳大利亚结转库存较大所致，受此影响，国际市场持续给出较好的进口利润。从进口节奏来看，今年菜籽到港与去年有所不同，普遍在 11-12 月期间到港比较集中。这与加拿大本身卖压较大以及国内前期市场豆菜粕价差较大有关。

相较于菜籽供应宽松，今年菜粕需求表现比较疲软，虽然菜粕表观消费量显著增加，但由于本身价格较低，因此更多以低价吸引成交为主，在水产消费表现较差的情况下，其他料种配方调整带来的增加更加明显。总体来看，今年杂粕方面供应压力相对较大，颗粒粕与葵粕进口同比都呈现快速增长。

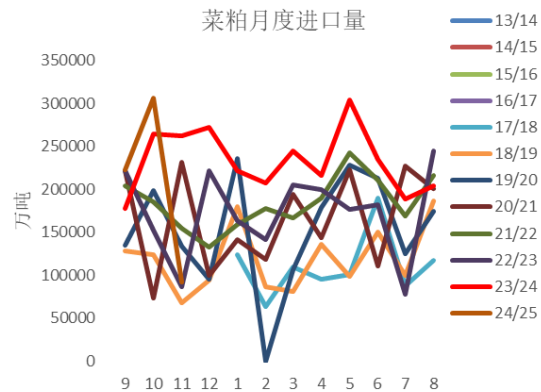
当前菜粕市场比较突出的表现是供应的集中前置，9-11 月期间国内菜籽进口量达到 236 万吨，12 月期间菜籽进口量虽然有所减少，但总体仍是处于高位。因此，即使按照 500 万吨以上进口量来评估，当前完成进度已经较快。在过去几个月中，国内菜粕消费一直表现比较强劲，主要因豆菜价差相对较大，菜粕性价比良好。在前文对于加菜籽供应评估中，可以看到，如果加拿大继续维持较大的菜籽压榨量，后续供应将相对偏紧。虽然当前国内菜籽压榨利润仍然维持良好，但由于对于政策不确定的担忧，远月买船仍然相对较低，在加菜籽性价比优势仍然较明显的情况下，后续菜粕供应可能会偏向于逐步收紧。

图 41：中国菜籽月度进口量



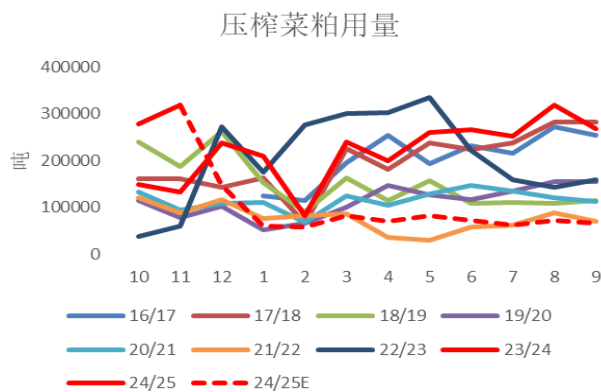
数据来源：银河期货，海关总署

图 42：中国颗粒菜粕月度进口量



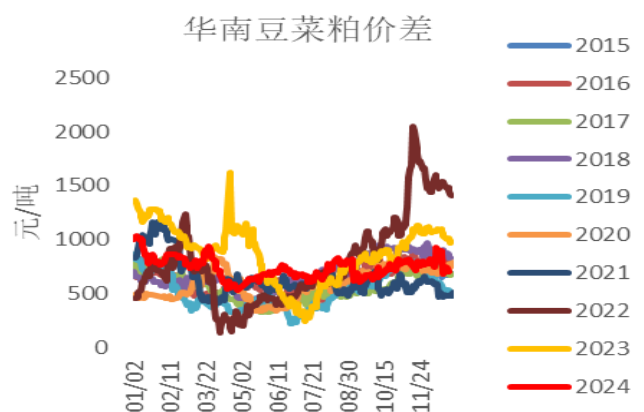
数据来源：银河期货，海关总署

图 43：中国菜粕月度提货量



数据来源：银河期货，我的农产品

图 44：豆菜粕现货价差



数据来源：银河期货，同花顺

第四部分 总结分析

2024 年国内粕类市场呈现明显下行态势，主要因国际大豆市场供应压力明显增加，各大主要产区在丰厚的种植利润以及良好的天气背景下，种植面积以及单产均有明显增加。2025 年粕类市场主要影响因素包括几个方面，首先，南美产量压力能否继续兑现。当前盘面的下跌对于南美的丰产格局已经有一定程度的体现，但由于巴西和阿根廷大豆仍然能给出较好的利润，可见仍然不足以改变全球大豆增产的趋势。在此背景下，如果南美丰产，则大豆仍将表现出比较明显的下行压力。近期巴西产量基本已经有较大程度定型，但阿根廷地区则存在较多的不确定性，当前进入生长关键期后，如果出现持续性的干旱，则有望在一定程度上缓解国际大豆市场供需宽松的压力。其次，北美明年种植的调整，在今年种植呈现深度亏损的情况下，明年美豆种植面积大概率会出现下滑，但具体下降多少其实存在较大不确定性，因

此在美豆种植面积确定前，市场可能会迎来阶段性的反弹，并且较少的面积也意味着后续更容易受到天气的扰动。此外，美国生柴政策的调整情况，新总统上任对于生柴政策的扩张有较大不利，但如果因此减少其他油脂的进口，则足以满足美豆油的压榨增量，因此，后续如果出现美豆压榨大幅增加，同时供应端受扰动的情况下，也同样可能出现反弹。另外，国际关系影响也相对较大，但是由于今年前期国内已经进行了较多的布局，因此大豆进口所带来的扰动在 24/25 年度影响可能相对比较有限，主要不确定性更多体现在 25/26 年。当然，对于菜粕方面不确定因素更多，这不仅表现为对于加拿大菜籽进口政策的不确定，同时也表现为加拿大可供出口的不确定性，这将更多受制于美加关系以及全球菜油的需求，其不确定性及影响因素多于豆粕。

因此，对于后续行情观点，我们倾向于阿根廷天气可能会有阶段性炒作，但如果不出现太大幅度的减产，后续大概率会受到巴西销售压力的影响，价格持续下行。后续贸易摩擦可能会有一定影响，但更多表现为现货基差的走强，而非单边趋势的转向。豆粕盘面的止跌将更多取决于美豆种植面积的缩减以及天气的扰动。但总体来看，豆粕单边大方向仍以偏弱运行为主。后续实质性转向将取决于巴西压力的减少以及国内在贸易摩擦下进口的减少。相较于豆粕而言，菜粕供需状况将逐步好转，加之后续本身处于需求旺季，如果仍然买船缺少明显增加的情况下，菜粕将相对偏强。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 302200000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799