

2024年12月9日

国内豆粕价格或进入长周期的低位震荡区间

——美豆&豆粕2025年年度投资策略

分析师：**刘兵**

从业资格证号：F03091165
投资咨询证号：Z0019876
联系电话：021-68757827
邮箱：liub@qh168.com.cn

联系人：**陈宇蓉**

从业资格证号：F03113400
邮箱：chenyr@qh168.com.cn

投资要点：

- 2024/25年度全球大豆价格重心预计将继续下移；菜籽进入加速去库周期，菜系价格表现或强于豆系；葵籽大减产导致供需收紧，库需比预期将降至历史最低，葵系最强。国内方面，明年葵粕价格或持续偏好，但葵粕对豆粕直接提振空间有限；国内菜粕预计明年在中国对加拿大菜籽反倾销措施落地之前，也很难提振豆粕市场。明年预计豆粕对杂粕价差偏弱情况或很难改变。
- 今年12月至明年2月拉尼娜事件发生概率依然偏高，但是预期强度偏弱，持续时间可能也不会太长。潜在的弱拉尼娜事件对阿根廷的影响大概率不会出现像2022/23年度如此严重的减产，给巴西带来的潜在风险也主要集中在明年1-3月在大豆生长末期及装运阶段，值得关注。除此之外，按照天气演变规律，2025-2026年，在美豆种植期内延续发生弱拉尼娜事件的概率很高，要注意美国产区的潜在的干旱风险。
- 美豆成本定价逻辑支撑价格区间在1000-1050美分/蒲，CBOT大豆价格低于成本下沿50美分至950-1000美分/蒲区间，具有很强的支撑意义。近年来，美豆价格持续受到低廉的巴西大豆出口冲击，巴西大豆的出口成本价格基本决定了全球大豆价格下限，我们预期巴西大豆种植成本在目前的单产预期下，对美豆价格的强支撑区间在900-950美分/蒲。除此之外，通过参考美豆价格周期和天气的周期性规律，我们预计在2025-2026年度内，CBOT大豆价格900-1000美分/蒲也属于绝对低位区间，1200-1300美分/蒲是绝对高位价格区间。
- 2025年决定豆粕价格重心的依然是成本，驱动行情的主要因素可能只有政策端的不确定风险及来自成本端的天气风险溢价。明年如果不出现较大的天气风险，CBOT大豆@1100-1200美分/蒲或属于相对高位区间，突破可能性偏小；国内豆粕，明年大体或跟随CBOT大豆行情波动，目前豆粕期货价格@2600-2700元/吨的震荡区间会是一个价格重心，上下各200点的行情在明年或许都能看到。

风险因素：产区天气、中美/中加贸易关系

结论：明年美豆和豆粕市场或是进入一个长周期低位震荡周期的元年，豆粕期货价格@2600-2700元/吨区间会是一个价格重心，上下各200点的行情在明年或许都能看到。明年豆粕行情基调和阶段性行情节奏可多参考美豆行情，多关注国内进口大豆成本和利润变化。

正文目录

1. 2024 年美豆及豆粕市场行情回归	4
2. 2024/2025 作物年度油料供需形势分析	5
3. 全球天气形势展望及大豆产区风险评估	6
4. 美国和巴西大豆种植成本估值及价格预期	8
5. 国内豆粕成本估值及驱动逻辑分析	10
6. 结论	13

图表目录

图 1 CBOT 大豆连续期货 K 线图	4
图 2 DEC 豆粕加权合约 K 线图	4
图 3 CBOT 大豆期货市场非商业净持仓	4
图 4 CBOT 大豆期货市场商业净持仓	4
图 5 全球主要油料产量变化	5
图 6 全球主要油料库存变化	5
图 7 全球葵花籽期产量	6
图 8 全球葵花籽期末库存 vs 库需比	6
图 9 全球菜籽期末库存 vs 库需比	6
图 10 全球大豆期末库存 vs 库需比	6
图 11 Niño3.4 多模式明年 1 月的预测	7
图 12 NOAA CPC ENSO 概率(2024 年 11 月发布)	7
图 13 Niño3.4 多模式对明年 1 月的预测	7
图 14 Niño3.4 多模式对明年 2 月的预测	7
图 15 2024 年 7 月统计巴西大豆各地种植成本	8
图 16 巴西 MT 地区大豆种植盈利指标	8
图 17 美豆种植成本预测	9
图 18 美豆种植成本 vs 种植回报率	9
图 19 历史上厄尔尼诺/拉尼娜事件统计	10
图 20 CBOT 大豆连续合约	10
图 21 中国大豆库存	11
图 22 全国主要油厂大豆库存	11
图 23 全国主要油厂豆粕库存	11
图 24 豆粕基差	11
图 25 豆粕-菜粕价差	12
图 26 豆粕-葵粕价差	12
图 27 巴西近月船期导读进口完税成本	12
图 28 巴西 3 月船期 CNF 升贴水	12

1. 2024 年美豆及豆粕市场行情回归

图 1 CBOT 大豆连续期货 K 线图



资料来源：博易大师

图 2 DEC 豆粕加权合约 K 线图

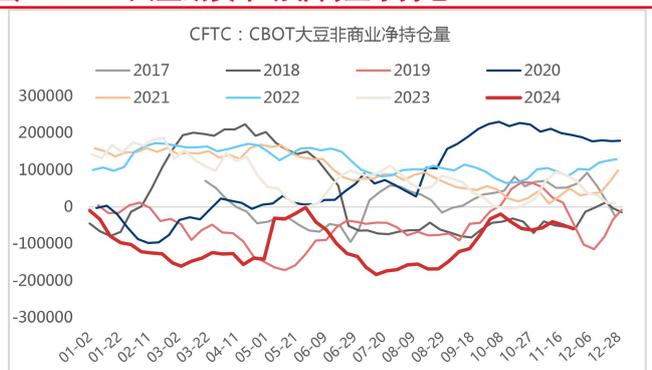


资料来源：博易大师

今年开局豆粕持续受到进口大豆成本下行和季节性供应双重压力作用，国内一直持续到今年春节，旺季需求总体表现疲软，且受杂粕替代消费增多，供需面支撑也不足。自去年 11 月至 1 月，DEC 豆粕价格跟随美豆围绕南美大豆丰产题材，一路下跌。今年一季度国内累计进口大豆量仅有 1858 万吨，同比下滑 19%，较近五年均值也少 6.4%。随着进口大豆供应减少，国内油厂开始加速库存去化，同时普遍压低了开机率，通过减少豆粕供应而积极挺价。最终，2 月份豆粕在 M05@3000 一线价格附近震荡企稳。

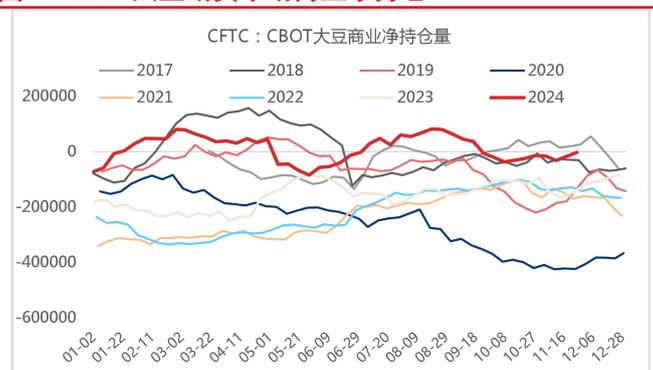
自 3 月开始豆粕迎来了一波趋势上涨行情。随着国内油厂豆粕供应持续收紧，同时下游终端补库增加，且从成本端估值 M09 合约 3100-3200 价格处于低位，因此市场对 5-9 月基差采购兴趣大幅增加，现货市场逐渐开始活跃。此外，巴西大豆丰产目标不断被市场修正下调，巴西大豆出口价格也在触底反弹，CBOT 大豆同时受到通胀交易回归影响，净空单减持增多，多头压力减轻，价格也回归到新季美豆种植成本线附近企稳震荡。CBOT 大豆价格反弹叠加国内阶段性供需改善，这也使得豆粕期货市场逐步回暖，市场炒作也由此增加，并一度使得 M05 合约价格反弹到 3400。至 3 月底-4 月，在 USDA 公布种植面积及季度库存报告之际，豆粕的风险溢价回归，而后在中性偏空的报告影响下，跟随美豆价格偏弱调整。5 月美豆价格月涨幅 2.82%，一方面巴西南部暴雨导致收割期大豆减产预期增加，另一方面美豆非商业净空持仓大幅回补。国内豆粕五一节后开盘来突破上涨行情，并在 5 月末触及 M09@3650 压力，除美豆驱动因素外，市场对外来巴西大豆装运担忧加剧。

图 3 CBOT 大豆期货市场非商业净持仓



资料来源：CFTC 东海期货整理

图 4 CBOT 大豆期货市场商业净持仓



资料来源：CFTC 东海期货整理

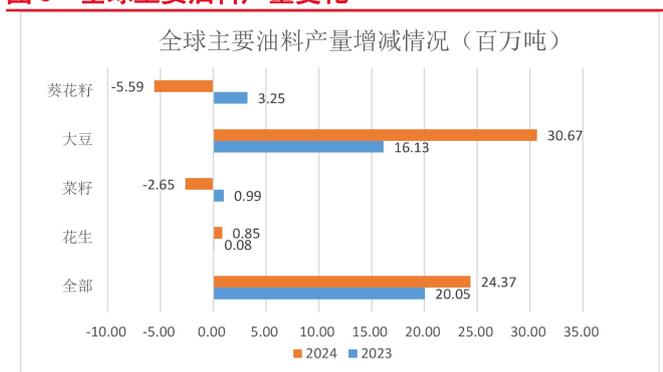
自5月底开始美豆交易周期，国内豆粕价格因此也出现了年内第二波趋势性下跌行情。今年美豆期天气形势好，丰产预期持续存在，CBOT大豆盘中非商业净空持仓同今年1-3月一般，从5月底持续3个月增加，CBOT大豆价格因此也从1250持续下跌至950，跌幅24%。国内豆粕M09合约价格也是从3650跌至2850，跌幅22%。

从8月开始美豆和豆粕价格便进入区间整理行情。CBOT大豆价格在950-1050区间震荡至今，区间高点是在8月底美豆盘中历史高位的基金净空回补带动价格反弹创造的。豆粕M01合约价格因此也出现了从2900反弹至3150的行情，M05合约也从2750反弹至2920，这个区间高点在11月除美国大选尘埃落定后，豆粕盘面风险买盘增加也没有突破。现阶段驱动豆粕跌破此前区间支撑，且核心逻辑依然是成本下行压力，同去年11月至今年1月的趋势性下跌行情，如出一辙。本年度南美大豆产区天气形势良好，丰产预估强烈，同时巴西货币贬值，刺激大豆出口增加，大豆的出口溢价有明显下跌；国内油厂豆粕高库存、基差持续偏弱，进口的美豆陆续到港，季节性供应压力凸显，需求在旺季也没有支撑。

2. 2024/2025 作物年度油料供需形势分析

根据11月USDA的预估，2024/25作物年度全球油籽产量6.8732亿吨，同比增加3.7%或2437万吨，供应同比增加3578万吨或4.6%。其中，葵籽减产559万至5044万吨，菜籽减产265万至8724万吨，大豆产量预期增加3067万吨至4.254亿吨；此外，单大豆期初库存就增加了1141万吨，菜籽期初库存增加115至1011万吨，葵籽库存减少98万至316万吨。消费方面，全球油籽压榨消费仅增加了1084万吨，其中大豆增加1502万吨、菜籽增加168万、葵籽减少547万吨。库存方面，全球库存1.4767亿吨，同比1600万，其中菜籽库存预期同比减少206至805万，葵籽减少88至328万，大豆库存预期增加1933万至1.3174亿吨。

图5 全球主要油料产量变化



资料来源：USDA 东海期货整理

图6 全球主要油料库存变化



资料来源：USDA 东海期货整理

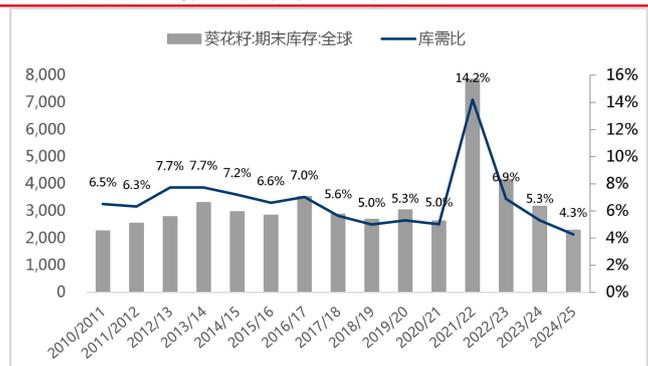
2024/25销售年度全球葵籽预估减产10%，俄罗斯和乌克兰产量分别占全球32%和25%，两国葵籽产量同比分别下滑6.43%、19.35%。今年欧盟葵籽种植面积增加2.2%，但产量同比下滑6.86%，今年菜籽也减产了3.7%。根据USDA预估，欧盟本作物年度内葵系品种进口都在减少，葵籽库存或降至历史低位水平；菜籽及菜粕补充进口会增加。

图7 全球葵花籽期产量



资料来源：USDA 东海期货整理

图8 全球葵花籽期末库存 vs 库需比



资料来源：USDA 东海期货整理

2024/25 销售年度内全球菜籽主要因为种植面积下滑而减产 2.9%，但因期初库存高，总供应同比将下滑仅 1.5%，消费目前维持增量预期，菜籽正处于加速去库周期。全球大豆或连续三年增产，预计期末结转库存将创下自 2018 年以来高位；如果今年南美大幅丰产预期再兑现，预期产需过剩将超 2300 万吨。

图9 全球菜籽期末库存 vs 库需比



资料来源：USDA 东海期货整理

图10 全球大豆期末库存 vs 库需比



资料来源：USDA 东海期货整理

自 2022/23 销售年度开始，全球菜籽和葵籽库需比逐步下降，供应也随之收紧，而大豆供应确越来越宽松。2024/25 年度全球大豆价格重心预计将继续下移；菜籽进入加速去库周期，菜系价格表现或强于豆系；葵籽大减产导致供需收紧，库需比预期将降至历史最低，葵油和葵粕与相关品种的溢价或持续在历史同期高位。俄罗斯的葵花籽油和葵花籽粕适用浮动出口关税。今年 8 月份，俄罗斯将葵花籽粕出口关税翻倍，从 11 月份起，俄罗斯将对葵花籽油出口征收每吨 2891.1 卢布的关税（折合人民币 213.4 元），此前数月关税为零。这可能会进一步加剧了葵系产品的供应紧张。除此之外，现阶段中国对加拿大菜籽反倾销调查暂无进一步影响，美国受生物柴油政策影响，对加拿大菜油进口的不确定也很高。如果后期中国因反倾销措施而导致菜籽进口下调，美国因为生物柴油政策倾向影响而限制加拿大菜油进口，那么全球大豆替代消费可能会增加，预期的累库压力或会减轻，菜籽预期的去库幅度也有望收窄。

3. 全球天气形势展望及大豆产区风险评估

2023 年 5 月-2024 年 5 月，我们经历了一场中等强度的厄尔尼诺事件，期间美国地区南部相对湿润，阿根廷大豆产区多地降水量也普遍增加，这保障了美豆丰产及阿根廷恢复性增产，而巴西尽管西南部降雨偏多，但东北部、中部地区核心的大豆产区都出现了干旱天气，导致 2023/24 年度巴西大豆产量远低于市场预期。此外，上一轮厄尔尼诺天气也导致东南亚及澳大利亚地区出现了干旱，既造成了澳大利亚菜籽减产，也对今年东南亚棕榈油产量造成了滞后性影响。厄尔尼诺事件结束后，海洋会伴随一段时间的“中性”状态（既非厄尔尼诺也非拉尼娜），然后再慢慢过渡到下一个阶段。根据 NOAA 在 11 月的预测，拉尼娜现象在 2024 年 11 月至 2 月出现的几率在 70%以上。

图 11 Niño3.4 多模式明年 1 月的预测

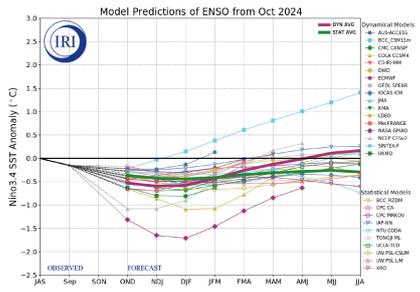


Figure 6. Forecasts of sea surface temperature (SST) anomalies for the Niño 3.4 region (5°N-5°S, 120°W-170°W). Figure updated 18 October 2024 by the International Research Institute (IRI) for Climate and Society.

资料来源：ACBM

图 12 NOAA CPC ENSO 概率(2024 年 11 月发布)

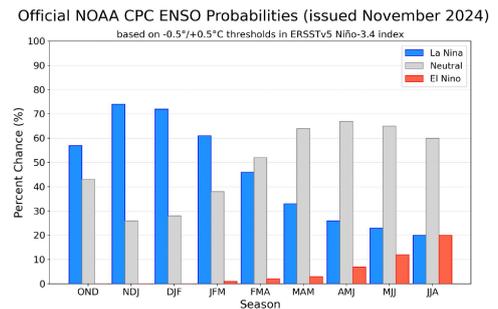
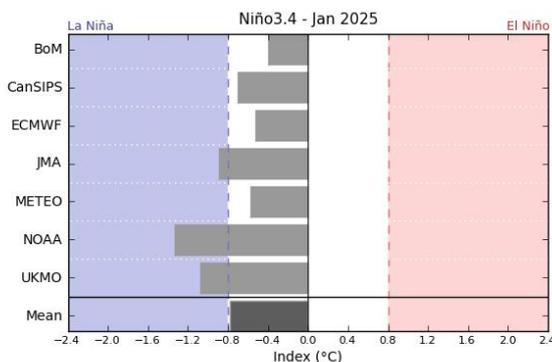


Figure 7. Official ENSO probabilities for the Niño 3.4 sea surface temperature index (5°N-5°S, 120°W-170°W). Figure updated 14 November 2024.

资料来源：ACBM

厄尔尼诺-南方涛动（ENSO）是热带太平洋海—气耦合相互作用的最强年际信号之一，厄尔尼诺和拉尼娜是 ENSO 循环过程中的反相位状态。根据澳大利亚气象局调查报告显示，现阶段赤道太平洋中部的海面温度（SST）处于 ENSO 中性水平，大气指数，例如与地表气压、云和信风模式相关的指数，也与 ENSO 中性状态大致一致。虽然最近几个月一些出现了类似拉尼娜的信号，但尚未观察到大气持续变化。最近几周，赤道太平洋中部的海洋温度开始变暖，远离拉尼娜阈值。总体而言，整个 12 月至 2 月，热带太平洋的海温仍可能会超过拉尼娜阈值，但与历史记录相比，这将被认为是一个非常短暂的事件，而到 3 月份，澳大利亚气象局所调查的所有模型预测的 ENSO 值为中性。

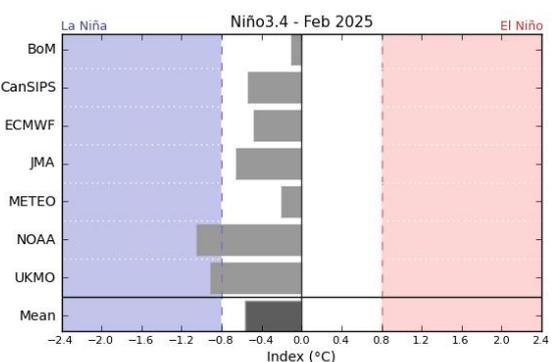
图 13 Niño3.4 多模式对明年 1 月的预测



© Copyright Australian Bureau of Meteorology

资料来源：ACBM

图 14 Niño3.4 多模式对明年 2 月的预测



© Copyright Australian Bureau of Meteorology

资料来源：ACBM

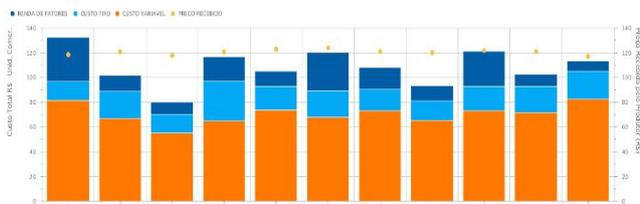
如果从 12 月到次年 2 月发生拉尼娜事件，从以往经验看，美国西北部降雨偏多，气温偏低，而美国南部多高温干旱。这个阶段美国大豆已经收割完毕，对美豆产量影响不大，从预测数据看，暂时也看不到对明年美豆春播的影响。南美方面，拉尼娜现象在 12-1 月生长季开始能有助于巴西中部地区获得更稳定的降雨，然后今年巴西大豆播种和延后整体都会延后，如果明年 1-2 月发生拉尼娜事件，过量降雨可能造成收割延迟及物流运输障碍。阿根廷方面，大豆核心产区 1 月-2 月正处于结荚灌浆关键期，拉尼娜事件可能让产区出现干旱。

综合评估，今年 12 月至明年 2 月拉尼娜事件发生概率依然偏高，但是预期强度偏弱，持续时间可能也不会太长。潜在的弱拉尼娜事件对阿根廷的影响大概率不会出现像 2022/23 年度如此严重的减产，而给巴西带来的潜在风险主要集中在 1-3 月在大豆生长末期及装运阶段，值得关注。

4. 美国和巴西大豆种植成本估值及价格预期

如果按照目前 USDA 对全球大豆的供需预期，2024/25 年南大大豆合计产量将达到 2.2 亿吨，创下历史新高，目前的天气形势下产量预期调整幅度最大不会超过 1000 万吨。近年巴西大豆在高昂的种植回报率刺激下，收获面积以年均 4% 的增幅持续扩种。根据 CONAB 今年 7 月份的统计，预期 2024 年巴西预期的种植净回报率也得在 30%。2024 年巴西大豆各产区加权种植成本价格在 855 美分/蒲，主产区种植成本区间价格在 800-950 美分/蒲，其中最大主产区马托格罗索州（MT）种植成本在 852 美分/蒲。

图 15 2024 年 7 月统计巴西大豆各地种植成本



资料来源：CONAB

图 16 巴西 MT 地区大豆种植盈利指标



资料来源：CONAB

巴西大豆的种植成本低是维持面积持续扩种的主要原因，但是其出口运输成本高。根据全国谷物出口商协会 (ANEC) 的调查，今年 3 月份的数据显示，马托格罗索州（MT）到桑托斯港再到中国，巴西国内要是完全靠卡车运输成本大概在 124 美元/吨（折 337 美分/蒲）；如果选择卡车和火车，运输成本为每吨 111 美元；设法通过驳船和卡车运输粮食的出口商将花费每吨 103 美元的运费（折 280 美分/蒲）。对比看，今年 3 月从美国伊利诺伊州运输大豆到中国的成本为 75.50 美元。

目前巴西 3 月船期到中国的 CNF 贴水报价已经降至每蒲式耳 120 美分，按照目前 CBOT 大豆期货报价 1000 美分/蒲式耳，最大的主产州 MT 大豆出口报价已经临近成本价格。然而，巴西南部产区南里奥格兰德州（RS）大豆产量占比巴西总产的 11%，其通过格兰德港口出口到中国费用参考今年一季度报价，仅为 67 美元/吨（折约 182 美分/蒲），而且 RS 地区 2024

年大豆种植成本价格只有 812 美分/蒲式耳，处于巴西各州种植成本价格区间的低位。目前该地区的大豆出口报价利润还是依然丰厚的。近年来，美豆价格持续受到低廉的巴西大豆出口冲击，巴西大豆的出口成本价格基本决定了全球大豆价格下限。结合巴西 MT 和 RS 地区出口成本分析，我们预计，后期 2024/25 年度巴西大豆出口到中国的成本价格最低或在 1000-1100 美分/蒲。（CBOT 大豆期价+巴西大豆 CNF 升贴水，未考虑税费）。

图 17 美豆种植成本预测

项目	Soybeans			23-24
	2023	2024F	2025F	
	Dollars per planted acre			变化
生产费用				
种子	74.81	74.06	74.16	-1%
肥料	50.31	44.23	41.34	-12%
化学物质	53.24	45.45	45.53	-15%
定制服务	15.61	15.81	16.07	1%
燃料、润滑油和电力	21.13	20.08	19.70	-5%
维修	36.25	36.16	36.43	0%
购买的灌溉用水	0.02	0.02	0.02	0%
营运资金利息	6.38	6.13	5.29	-4%
总运营成本	257.75	241.96	238.54	-6%
分摊管理费用				
雇佣劳动	6.14	6.29	6.30	2%
无偿劳动的机会成本	21.33	21.87	21.87	3%
机器设备资金回收	139.91	141.48	143.24	1%
土地的机会成本	174.15	174.15	174.75	0%
税收和保险	15.55	16.46	16.81	6%
一般农场开销	23.14	23.08	23.25	0%
总分配开销	380.22	383.33	386.22	1%
上市的成本	637.97	625.29	624.77	-2%

资料来源：USDA 东海期货整理

图 18 美豆种植成本 vs 种植回报率



资料来源：USDA 东海期货整理

美豆方面，2023 年美豆上市总成本 638 美元/英亩，按照样本统计每英亩 53 蒲式耳产量核算，美豆理论的种植成本 12.04 美分/蒲。从历史上看，美豆种植成本在 2013 年有明显的阶段性见顶迹象，此后种植成本开始持续降低。最近三年牛市周期叠加通胀环境，土地机会成本、人力、化肥和运营资金成本都有大幅抬升。2024 年随着大豆价格回落，大豆种植所需的肥料、化学物质成本同比均出现明显下滑，降息周期资金也有降低。根据 USDA-ERS 预估，2024 年美豆上市总成本同比下滑 2%至 625 美元/英亩，2025 年种植成本预期也将大体持平。假设样本农场 2024/25 年度大豆单产为 54-55 蒲/英亩左右（近几年样本农产品单产均比 WASDE 预期单产高 3 蒲/英亩），推算 2024/25 作物年度美豆理论种植成本价格在 1150 美分/蒲左右。

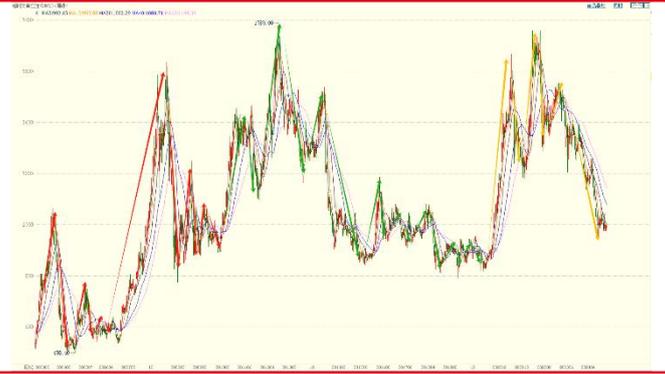
目前美豆四年一轮的价格周期性规律依然比较突出，前一轮在 2010-2014 年经历周期行情之后，美豆在 2015-2019 年经历了四年的底部震荡周期，CBOT 大豆价格持续在 850-1050 美分/蒲区间震荡，出现区间上下 50 美分行情后很快也会回归。2015-2019 年期间美豆种植成本有明显下移，至 468 美元/英亩，种植成本价格均值在每蒲式耳 930 美分，运行的主流区间在成本价格上下 8%-13%幅度震荡。仅从统计层面估值，2024/25 销售年度内美豆在种植成本价格下方 8%-13%区间，即 1000-1050 美分/蒲有很强的支撑意义。对比看，11 月 USDA 预估的农场销售均价在 1060 美分/蒲式耳。

图 19 历史上厄尔尼诺/拉尼娜事件统计

厄尔尼诺年份	厄尔尼诺强度	拉尼娜年份	拉尼娜强度
2002.6-2003.2			
2004.7-2005.2	超强	2005.11-2006.3	弱
2006.9-2007.1	弱	2007.6-2008.6	强
		2008.11-2009.3	弱
2009.7-2010.3	强	2010.6-2011.5	强
		2011.7-2012.4	中等
2014.10-2016.4	强	2016.8-2016.12	弱
		2017.10-2018.4	弱
2018.9-2019.6	中等至偏强	2020.8-2021.5	中等
		2021.8-2023.3	弱
2023.5-2024.4	弱	2025- ?	?

资料来源：东海期货整理

图 20 CBOT 大豆连续合约



资料来源：博易大师

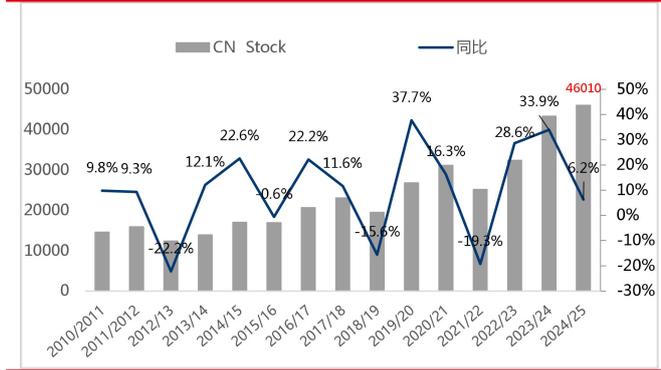
美豆在 2020-2024 年也经历了类似 2010-2014 年的周期，在两个周期内都经历两次拉尼娜事件，本轮价格周期尽管只是经历中等和弱拉尼娜冲击，但在通胀交易环境下，CBOT 大豆价格依然测试了前一轮价格周期高点，且连续两年的上涨及连续两年的回调路径也极为相似。CBOT 大豆价格在 2010-2014 年周期后，进入的 2015-2019 年期间的底部震荡周期，这个对未来美豆行情有一定的参考意义。首先，2015 年和 2024 年都经历了厄尔尼诺事件，全球大豆丰产、价格也开始围绕理论成本价格上下震荡；其次，在 2016 年、2017-2018 年间出现了弱拉尼娜事件，目前在 2014 年 12 月至 2025 年 2 月期间，大概率也会形成弱拉尼娜事件；最后，按照天气演变规律，2025-2026 年，在新季美豆种植期内延续发生弱拉尼娜事件的概率很高，由此带来的不确定天气影响客观存在。

综上所述我们得出几点结论：美豆成本定价逻辑支撑价格区间在 1000-1050 美分/蒲，CBOT 大豆价格低于成本下沿 50 美分至 950-1000 美分/蒲区间，具有很强的支撑意义。目前美豆销售高峰已过，我们已逐步进入南美大豆定价周期，巴西大豆理论成本价格区间测算要参考对中国出口溢价水平。今年一季度，巴西 3 月船期大豆对美豆 03 期货合约的出口最低至 0-50 美分/蒲。在本销售年度内，尽管巴西大豆库存同比偏低，但产量预期将创下历史新高。如果预期兑现，明年 1-2 月卖 3 月-5 月大豆升贴水乐观估计在 50-100 美分/蒲以内，一方面巴西大豆生长末期出现天气溢价风险偏大、另一方面中美大豆贸易关系的不稳定性使得巴西大豆出口或有一定溢价。因此，我们预期巴西大豆种植成本在目前的单产预期下，对美豆价格的强支撑区间在 900-950 美分/蒲。除此之外，通过参考美豆价格周期和天气的周期性规律，我们预计在 2025-2026 年度内，CBOT 大豆价格 900-1000 美分/蒲也属于绝对低位区间，1200-1300 美分/蒲是绝对高位价格区间。

5. 国内豆粕成本估值及驱动逻辑分析

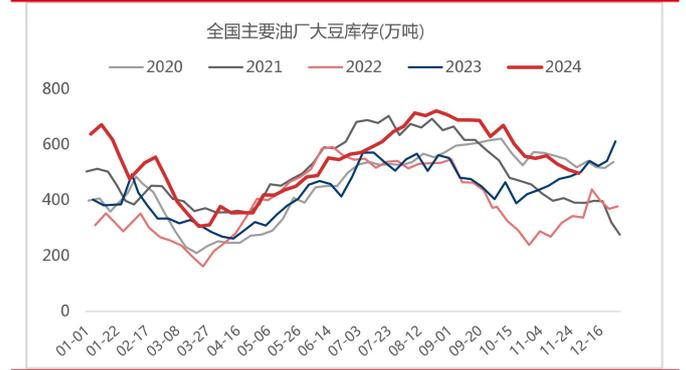
自去年生猪去产能之后，今年生猪总体存栏量有明显下滑了，今年截至三季度末统计，我国生猪存栏量同比下滑 3.5%，猪饲料同比下降 6.8%。截至 10 月份，我国全国工业饲料总产量同比下降 2.7%，尽管配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量平均占比约 13%，小幅增加 0.27 个百分点，豆粕饲料消费量依然下滑了 0.7%。

图 21 中国大豆库存



资料来源：USDA 东海期货整理

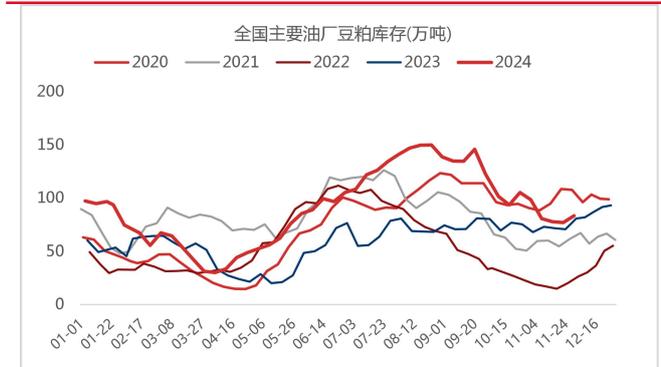
图 22 全国主要油厂大豆库存



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

供应方面，2023/2024 年度我国累计进口大豆 1.0475 亿吨，同比增加约 400 万吨或 4%。根据我的农产品网数据显示，截至 9 月份底，国内主要油厂大豆库存有 630 万，较去年同期增加了 200 万。作为对比，11 月 USDA 预期中国 2023/24 年度结转库存增加了 1097 万至 4331 万；预计 2024/25 年度中国进口大豆同比减少 2.68% 或 30 万吨，而库存预期继续累计 270 万至 4601 万吨，增幅放缓。由此看，今年豆粕整体消费偏差，叠加进口大豆供应增多，国内大豆库存快速累积，油厂豆粕库存自三季度以来，也始终保持在历史同期高位。除此之外，我们看到，明年在稳定的进口大豆预期下，国内大豆和豆粕的库存压力预计会持续存在，豆粕的低基差明年大概率会持续。

图 23 全国主要油厂豆粕库存



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

图 24 豆粕基差



资料来源：iFIND 东海期货整理

基差水平预期概括了明年供需基本面宽松预期，目前市场对豆粕的估值整体也偏低，明年供需季节性及阶段性的错配驱动行情大幅上涨的可能性偏低。相关市场方面，明年葵粕基于葵籽减产情况，价格或持续偏好，但葵粕消费占比较小，对豆粕直接提振空间有限；目前国内菜籽因前期恐慌性采购和发运导致库存很高，远月进口菜籽利润也十分丰厚，国内高压榨利润下菜粕供应十足充足，预计在明年在中国对加拿大菜籽反倾销措施落地之前，预计也很难提振豆粕市场。明年预计豆粕对杂粕价差偏弱情况或很难改变。

图 25 豆粕-菜粕价差



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

图 26 豆粕-葵粕价差



资料来源：iFIND 东海期货整理

因此，2025 年决定豆粕价格重心的依然是成本，驱动行情的主要因素可能只有政策端的不确定风险及来自成本端的天气风险溢价。按照我们的预期，在南美大豆交易周期 CBOT 大豆期价或在 950-1000 美分/蒲获得较强支撑，跌至@900-950 区间行情可能得需要看到中美大豆贸易关系出现额外实质性裂痕。此外，明年一季度巴西大豆出口近月 CNF 升贴水报价我们预计在每蒲式耳 50-100 美分见底。经测算，南美大豆对中国出口的成本在 3100-3300 元/吨区间基本见底。如果明年豆油估值按照盘面价格预期，那么在明年豆粕 05 合约交易周期内，我们预计豆粕的理论成本价格最低在 2400-2600 元/吨（豆粕理论成本计算要素：汇率 7.2，港杂 80 元/吨，加工成本 150 元/吨）。

图 27 巴西近月船期导读进口完税成本



资料来源：iFIND 东海期货整理

图 28 巴西 3 月船期 CNF 升贴水



资料来源：iFIND 东海期货整理

明年至 3 月底，驱动行情上涨得潜在逻辑：其一明年中国限制美豆进口政策落地；美豆因此期价或承压，但按照 2018 年下半年巴西 5 月船期溢价水平，以 200 美分/蒲做参考，我们粗略估计进口大豆完税成本价或在 3400-3600 元/吨。其二：巴西大豆在生长末期出现天气小幅升水，但丰产预期不变，美豆价格或因此上涨至 1000-1100 美分/蒲，巴西大豆出口溢价货稳定，综合国内进口大豆进口或在 3400 元/吨一线水平。粗略估算，以上情况下折豆粕理论成本价格估值在 2700-2900 元/吨。除此之外，明年 4 月至 8 月将进入新一轮美豆定价周期。首先，根据 USDA 基线预期，2025/26 年度美豆种植面积或下调至 8500 万亩，这或将支撑 CBOT 大豆在 1000 美分/蒲企稳；其次，我们预期新季美豆种植生长期内出现弱拉尼娜事件概率偏高，国内豆粕价格跟随美豆行情的波动可能会放大；最后，如果政策风险+极端天气风险共振，我们不排除豆粕或再出现 3000 元/吨以上行情。

6. 结论

明年美豆和豆粕市场或是进入一个长周期低位震荡周期的元年，区别于 2015-2019 年期间豆粕低位宽幅震荡行情。此轮预期的周期行情，一方面受中美大豆贸易关系、中国对加拿大菜籽反倾销调查等政策风险明显增加，另一方面，明年豆油受棕榈油供需预期形势支撑整体表现或较 2015-2019 年周期同期偏强，尤其是一季度和四季度，豆粕受到来自油脂方面的压力可能会相对强。相对而言，CBOT 大豆市场干扰因素较少，且具备盘中资金足够高效、交易逻辑重现实轻预期、行情惯性大等特点，便于观察和跟踪。今年以来，国内豆粕行情也多围绕现实及成本题材定价，受阶段性供需错配及政策扰动后的应激行情表现，相比往年钝化许多；价格处于熊市且不确定风险增多，来自产业端的风险管理卖压作为优势空头资金的逻辑和节奏也相对突出，而产业交易的核心也就是成本和利润。因此，明年豆粕行情基调和交易价格重心可多参考美豆行情，多关注国内进口大豆成本和利润。

美豆方面，短期南美生长关键期天气风险依然无法排除，围绕美豆种植成本及预期利润率锚定的价格波动区间 CBOT 大豆@950-1050 美分/蒲，较为合理；下方@900-950 区间行情为锚定巴西大豆种植成本的支撑区间，潜在的逻辑或是中美大豆贸易关系趋严或美国生物柴油补贴政策变化导致美豆继续承压下行；上方@1050-1150 为后期南美大豆出现天气升水后可能计价的空间，目前我们依然坚定南美大豆丰产预期形势，但不排除丰产目标会修正。除此之外，明年 3 月后至 8 月底，新季美豆交易周期，我们基于天气周期性规律，认为出现弱拉尼娜事件概率偏高，但对中美大豆贸易关系发展前景无法预期。结合美豆种植成本价格及 2015-2019 年周期内的种植利润率，我们认为明年如果不出现较大的天气风险，CBOT 大豆@1100-1200 美分/蒲或属于相对高位区间，突破可能性偏小；国内豆粕，明年大体或跟随 CBOT 大豆行情波动，目前豆粕期货价格@2600-2700 元/吨的震荡区间会是一个价格重心，上下各 200 点的行情在明年或许都能看到。

重要提示

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等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，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL：Jialj@qh168.com.cn