

2024 年 12 月 26 日

丰年不易，油粕分化

核心观点

本年度国内外蛋白粕期货行情回顾及分析：

（一）豆粕：大豆丰产，价格回归 2020，种植成本却未回归

价格区间与关联品种：外盘美豆和国内豆粕 2024 全年以下跌为主，价格运行区间已经回归 2020 年，为近 10 年来偏低位置。油脂一定程度联动粕类：2024 年初，豆棕油价差处于过去 10 年区间平均位置，但年内豆油较弱，棕榈油偏强，上半年供需结构性紧张使豆棕油倒挂，下半年棕榈油利多事件频发，2025 豆棕深倒挂或将成为常态。

主要事件回顾：3 月南美大豆确认丰产、虽 5 月偶遇洪水；6 至 9 月北美风调雨顺、美豆单产创纪录；9 月底巴西播种遭遇干旱，但 10 月降水好转播种迎头赶上反超去年；2025 南美丰产初现、始有卖压。

供需与库存：预估 2024/2025 市场年度，全球大豆期末库存历史新高、库存压榨比持平 2019；美豆期末库存低于 2019，出口进度良好。若南美 2025 春继续丰产，全球将累库，或放缓今后几年的扩种。

展望 2025：目前市场讨论焦点在南美丰产现货卖压，因最早巴西大豆将于 1 月收割，已有少量预售，但仍需关注一季度天气；特朗普归来，贸易战和生物柴油政策与大豆最相关；美国和巴西种植成本显著高于 2020，美豆/美玉米比价偏低，都不支持美豆大幅低于 2020。

策略参考：1. 【做多养殖利润：多生猪 空豆粕、空玉米】

（二）菜籽粕：加拿大连续第 3 年丰产，中加关税影响豆菜价差

价格区间与关联品种：2024 年 9 月 3 日前，豆菜油粕价差与往年无异，水产养殖行情也不显著；中加纠纷，使菜系油粕相对豆系上涨。

主要事件回顾：5 月初“欧洲菜籽产区倒春寒”减产约 110 万吨；8 月加拿大天气良好预计增产约 120 万，虽 12 月初有所回调，但今年加拿大确实是名副其实的出口大年；8 月乌克兰预计 2024/25 年度菜籽减产 105 万吨。9 月 3 日中国商务部对加拿大菜籽采取反倾销调查，引发 2501/2505/2509 豆菜油粕价差不同程度的波动；但菜籽反倾销是国际贸易纠纷大格局中的小环节，2025 如何演变仍有变数。

供需与库存：全球菜籽略微减产、去库；但加拿大丰产、出口快。

展望 2025：全年需要关注中国对加菜籽反倾销调查后续是否及如何落地；加菜籽产量略同去年但出口非常快，关注二季末剩余库存。

策略参考：1. 【做多菜粕/菜油比价】2. 【空菜油 2505-多菜油 2509】

投资咨询业务资格

证监许可【2011】1772 号

广金期货研究中心

农产品研究员

苏航

期货从业资格证号：

F03113318

期货投资咨询证书：

Z0018777

相关图表

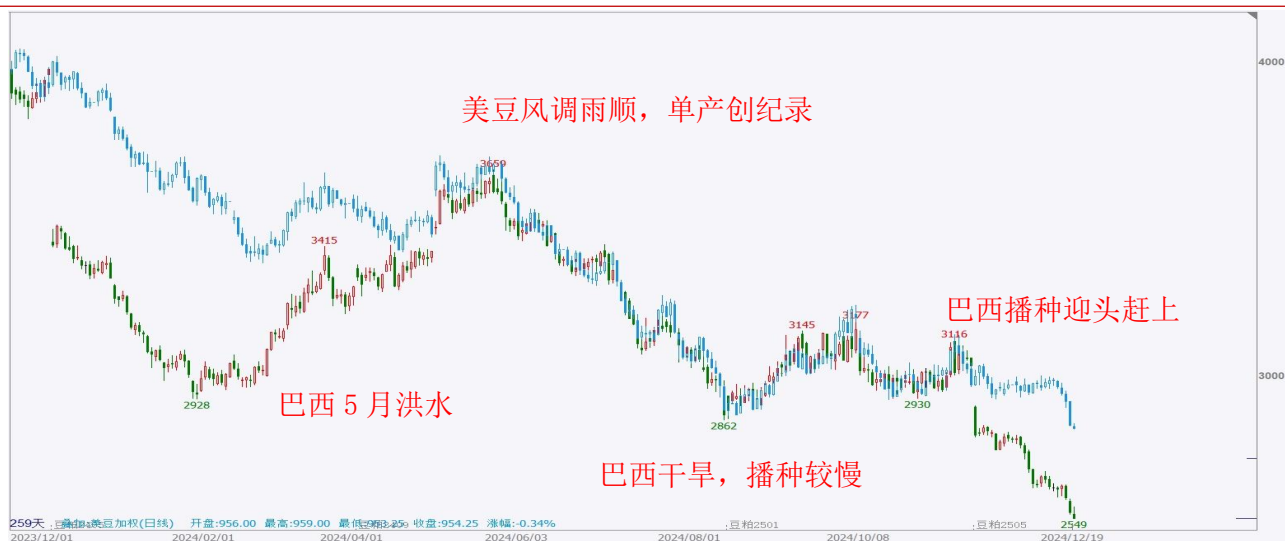


目录

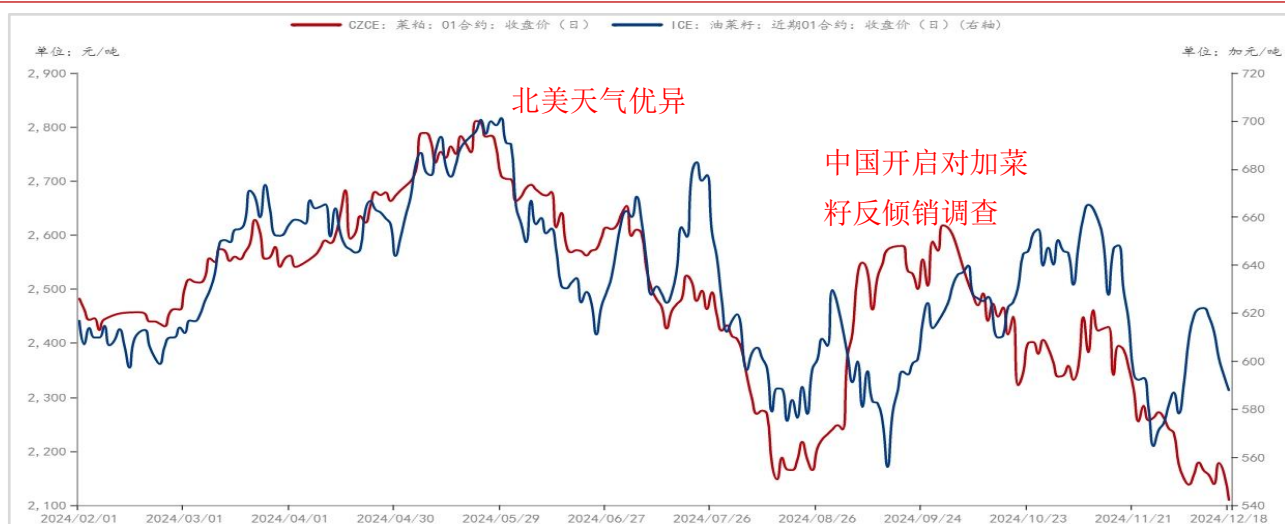
一、年度价格运行区间	3
二、豆粕市场概况	5
三、菜粕市场概况	12
四、交易策略参考	17
分析师声明	18
免责声明	19
广州金控期货有限公司分支机构	20

一、年度价格运行区间

图表：内外盘期货 豆粕主力-美豆加权 行情走势图



图表：内外盘期货 菜粕-ICE 加菜籽 2501 合约 行情走势图



图表：大商所 豆油-棕榈油主力合约价差 行情走势图

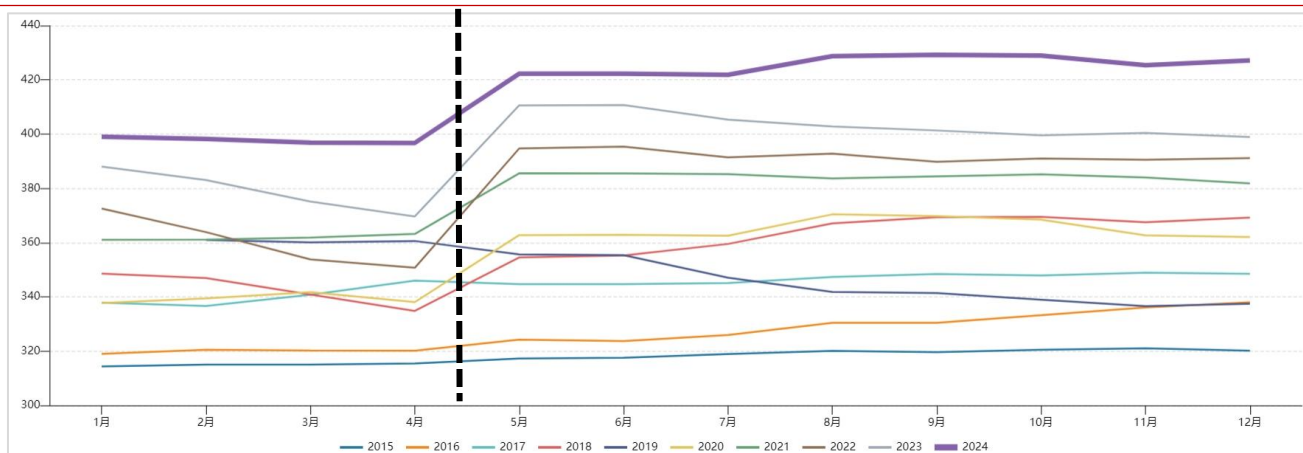


来源：Wind，Mysteel，文华财经，广金期货研究中心

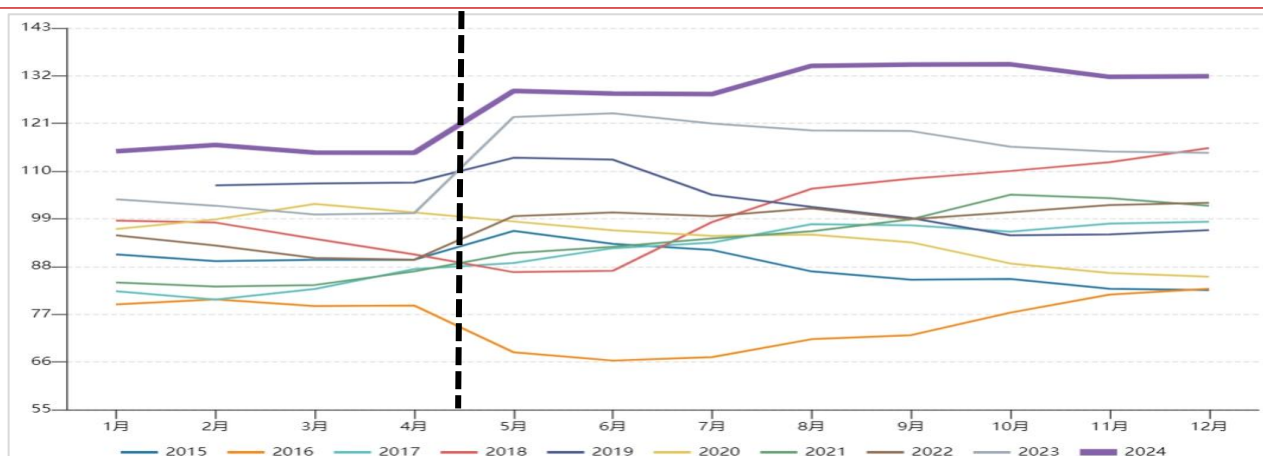
二、豆粕市场概况

2.1 全球供需情况与大豆价格合理性：显著累库的 2024 年

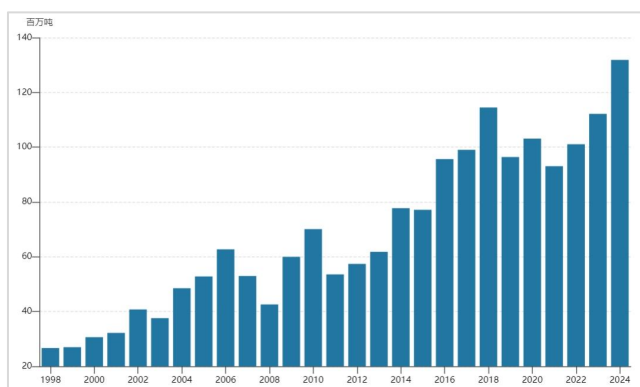
图表：全球大豆产量（百万吨）- 预测年度



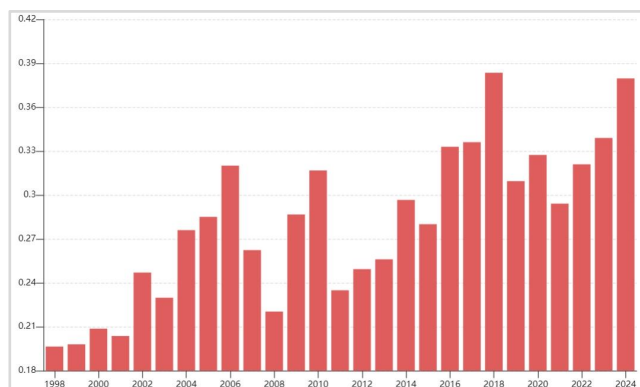
图表：全球大豆期末库存（百万吨）



图表：全球大豆 - 期末库存（百万吨）

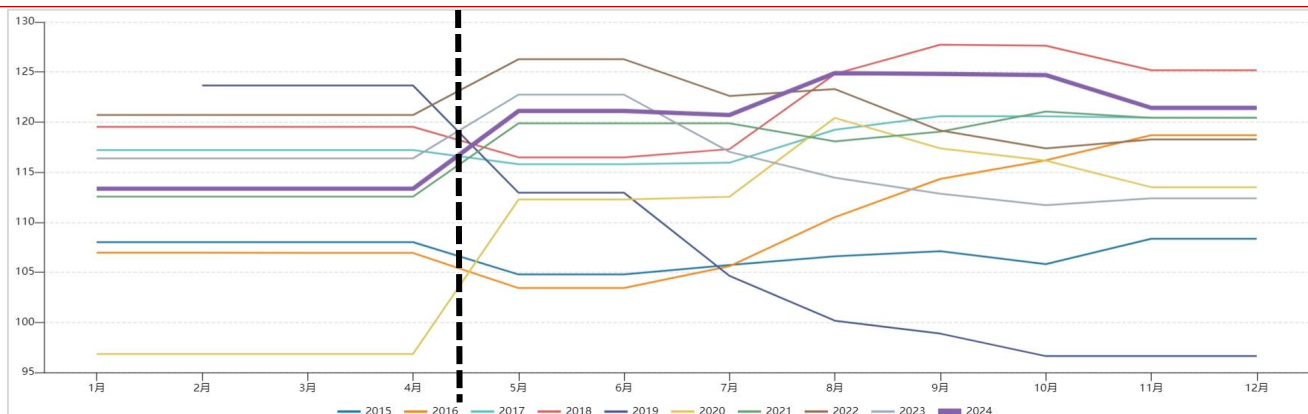


图表：全球大豆 - 期末库存-压榨比

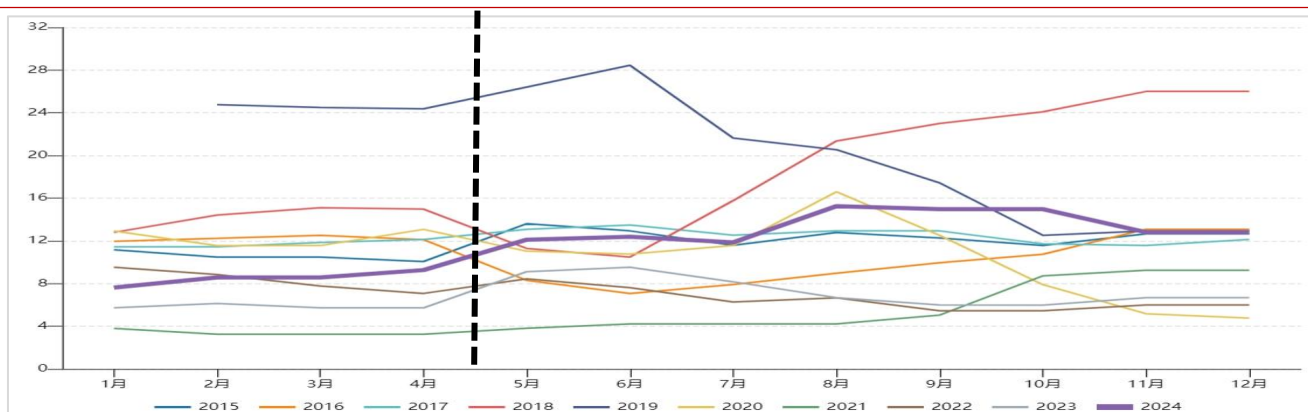


来源：Wind，USDA，广金期货研究中心

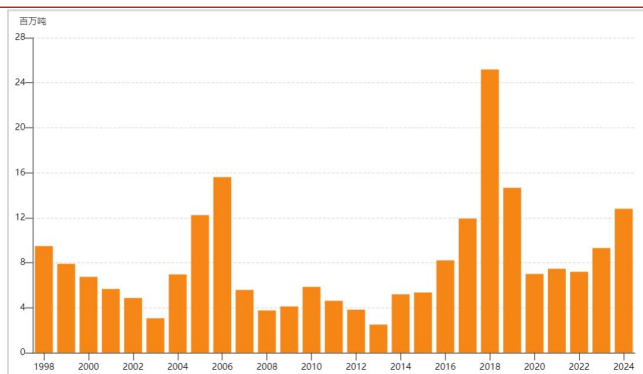
图表：美国大豆产量（百万吨）- 预测年度



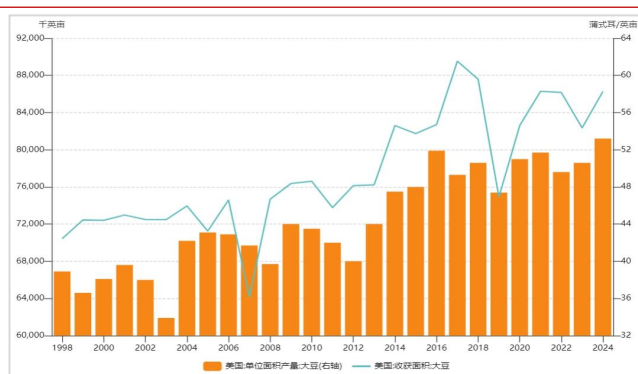
图表：美国大豆期末库存（百万吨）- 预测年度



图表：美国大豆 - 期末库存（百万吨）

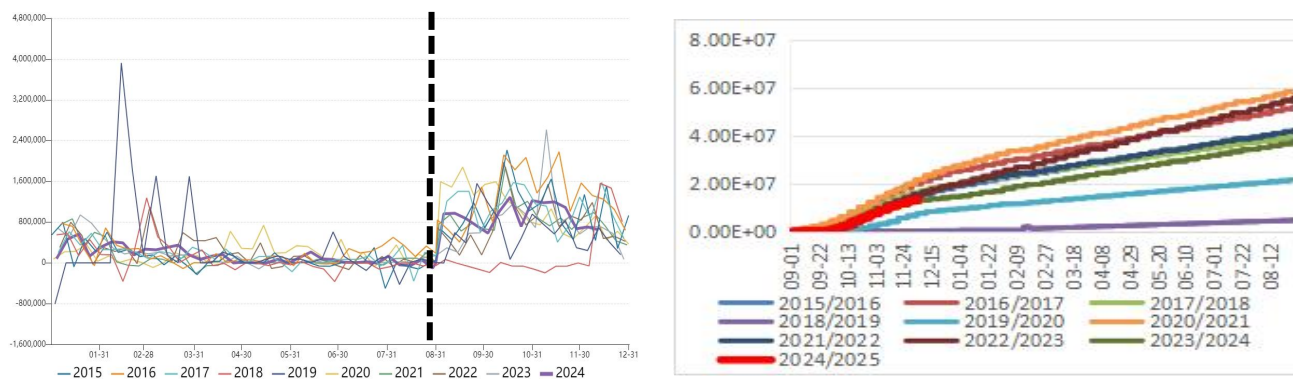


图表：美国大豆 - 种植面积与单产



美豆:当前市场年度每周净销售量:中国（吨）

美国大豆 - 年度出口至中国 累计值（吨）



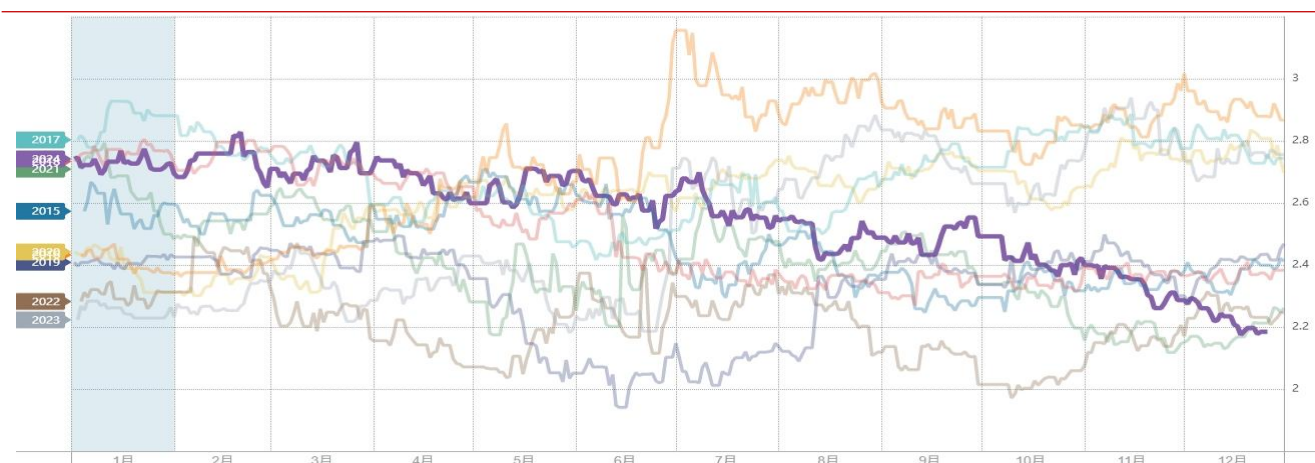
来源：Wind，USDA，广金期货研究中心

我们当前研判全球大豆价格的框架如下：1.国际大豆现货价格主要参照美国墨西哥湾大豆价格和巴西港口大豆价格，期货价格主要参照 CBOT 美豆合约；2.国际大豆价格是否过分高估或低估，主要参考全球的大豆库存消费比，次要参考美国国内的大豆库存消费比，毕竟 CBOT 美豆期货具有国际影响力；3.植物油价格会稍微联动油料价格，呈正相关性。

2024 是全球大豆库存垒升的一年，库存显著高于 2020 年 4 月（中美贸易战结束不久），库存压榨比持平于当时。截止 2024 年 12 月，USDA 预估本市场年度 2024/25 结束时（即 2025 年 4 月底），全球大豆将位于多年来一个极高位。在去年这个时候，去年年报中，我们并没有如此把握去确定 2024 春天和夏天南北美洲大豆长势都如此蓬勃旺盛，能迎来大豆丰收年；高库存之下，国际大豆价格回踩 2020 年低点，也是合情合理的。

2.2 美国大豆 2025 播种预期：美国农场或转向种植玉米

图表：美豆/美玉米 期货主力合约-比价



图表：美国大豆种植成本估计

年度	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 2024F	2025F	
生产费用， 营运成本									
种子	58.07	62.39	60.93	60.99	63.21	71.09	71.03	70.32	70.74
肥料	25.06	29.17	31.79	28.51	33.34	63.92	53.1	46.87	46.87
农药	26.83	37.3	36.81	34.66	35.72	55.03	52.94	45.11	45.41
农事操作	10.32	12.45	12.74	12.68	13.1	14.86	15.61	15.71	15.95
燃料、润滑油及电力	13.57	15.78	14.82	12.62	16.92	24.65	20.25	19.66	19.49
维修	23.34	28.13	28.69	29.18	31.43	35.03	36.25	36.45	36.85
灌溉用水支出	0.06	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02
营运资本利息	0.83	1.93	1.92	0.35	0.06	3.23	6.32	5.69	4.51
总计	158.08	187.16	187.71	179	193.79	267.83	255.52	239.83	239.84
分摊费用									
劳务支出分摊	3.26	4.72	4.84	5.06	5.37	5.87	6.14	6.36	6.41
未支付劳务费	19.4	16.26	17.14	17.82	18.77	20.36	21.33	22.09	22.27
机器折旧与损耗	90.99	107.55	105.57	106.88	125.39	130.97	136.39	137.88	140.02
土地租金	142.86	150.33	151.81	151.46	154.97	166	174.15	174.15	174.59
税收和保险	10.66	11.96	12.24	12.91	13.51	14.94	15.55	16.46	16.81
农场一般性分摊管									
理费	18.25	17.88	18.33	18.69	19.97	22.31	23.14	23.27	23.52
总计	285.42	308.7	309.93	312.82	337.98	360.45	376.7	380.21	383.62
总成本：美元/英亩	443.5	495.86	497.64	491.82	531.77	628.28	632.22	620.04	623.46

图表：巴西大豆种植成本估计

单位：雷亚尔/吨	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
管理员	11.73	13.87	17.57	21	22.43	30.11	28.07	28.98
拖拉机和收割机	46.8	51.3	48.47	50.33	55.29	73.3	62.23	66.6

种子和幼苗	76.07	81.9	98	105.3	123.43	186.92	178.78	183.08
化肥	177.03	180.97	205.77	212.97	280.42	599.18	380.95	290.64
农药	171.43	165.2	184.53	186.53	213.13	393.42	402.23	316.06
其他	4.1	4.5	7.1	8.03	13.98	16.5	0	0
总营运成本 (A)	487.17	497.73	561.43	584.17	708.68	1299.43	1052.25	885.36
外部运输	25.4	26.1	33.47	35.57	41.2	50.54	50.32	47.74
行政费用	14.63	14.93	16.7	17.33	21.26	38.98	31.57	26.56
仓储费用	17.97	23.07	17.37	17.83	20.09	14.12	19.8	15.77
生产保险	0	0	12.07	12.23	14.13	46.25	42.6	41.24
其他杂项	30.57	29.17	27.93	32	53.46	67.13	61.04	46.37
其他支出总额 (B)	88.57	93.27	107.53	114.97	150.13	217.03	205.32	177.68
财务支出总额 C	18.3	16.47	20.23	18.17	15.53	59.36	65.05	49.45
可变成本	594.03	607.47	689.27	717.23	874.35	1575.81	1322.62	1112.48
总折旧 (E)	68.73	69	71.6	75.23	82.73	119.96	144.03	141.44
其他固定资产摊销 (F)	15.77	17	18.47	21.17	25.97	101.99	144.09	133.39
固定资产摊销 (E+F=G)	84.5	86	90.03	96.37	108.7	221.95	288.12	274.83
运营成本 (D+G=H)	678.53	693.47	779.27	813.6	983.05	1797.76	1610.75	1387.31
包含租金等 (I)	183.27	169.97	146.03	167.37	49.04	199.05	467.48	357.25
合计费用 (H+I=J)	861.8	863.43	925.23	981	1032.1	1996.81	2078.23	1744.56

来源：Wind，USDA，CONAB，广金期货研究中心

当库存下降，不耐存放的农作物变得供不应求，价格会有上涨动力；而库存高企，不耐存放的农作物会有在保质期内卖出的压力，价格会有下跌动力。当下 2024 年末，市场预期明年全球大豆库存高企，但并不担心价格会长期下跌。

其一，美国和巴西大豆种植成本，相较 2020 年都出现了显著上涨。我们搜集网上资料并制成表格展示于此，种植成本包括多项支出，通常也是权威机构的预估值，实际每个种植或生产企业的成本都是不同的。不论如何，显而易见的是，2024 年美国 and 巴西大豆价格回归了 2020 年底部，但种植成本仍然高企。

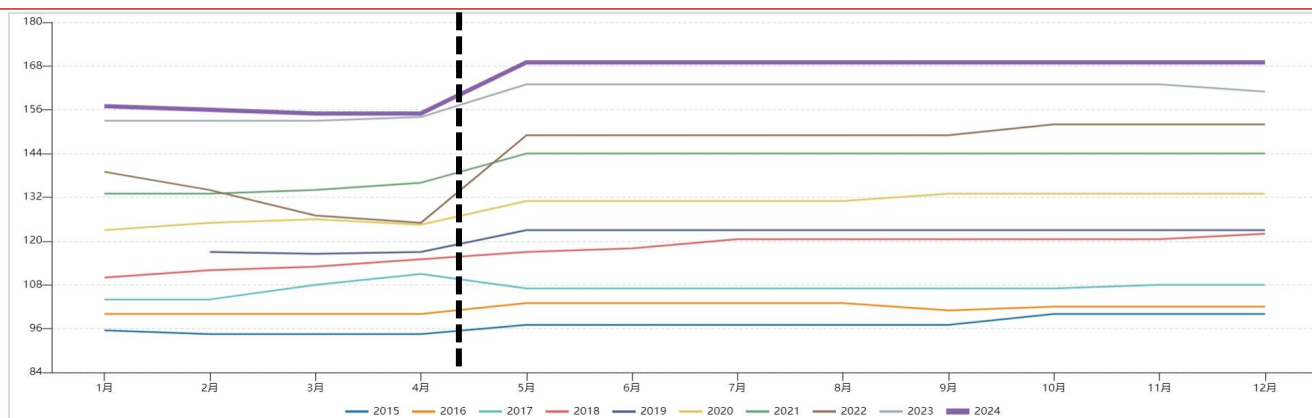
更具体地说，美豆种植成本预计在 1150 美分/蒲式耳，美国政府还对豆农有 2 美元/蒲的补贴，因此成本支撑约在 950 美分/蒲；国内机构多数将“2025 年大豆价格底部”预估在[900, 950]美分/蒲式耳区间内。

其二，机构们多年经验从“美豆/美玉米”期货比价判断，次年美国农场种植大豆的比例更多，还是种植玉米的比例更多。近年来，美国农作物种植总面积（即田地总面积）增量较少；而巴西则连续 10 余年开垦了大量热带雨林为新农田，种植总面积不断增加。当前 2024 年美国大豆正在出口的时候，市场已开始估计 2025 美国大豆播种面积不会扩增。

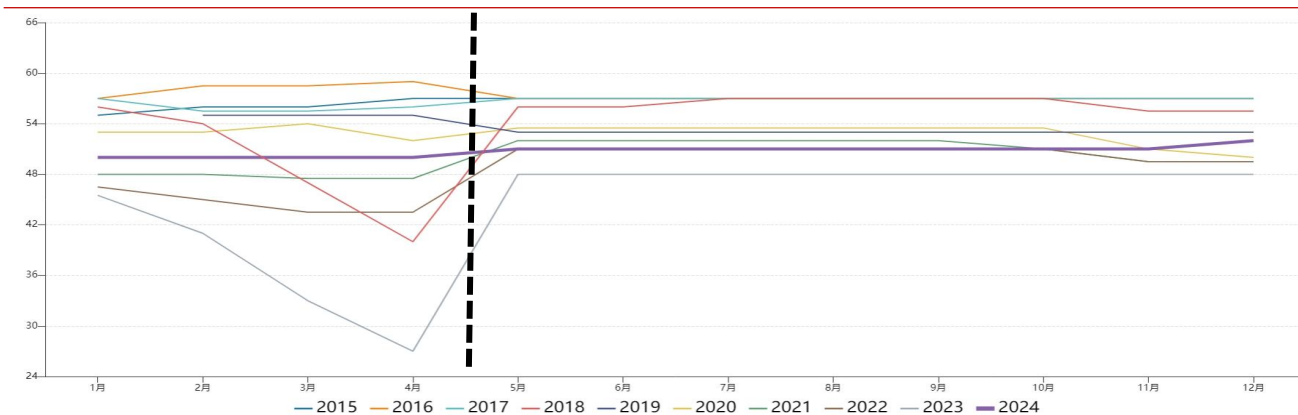
总的来说，2025 上半年，巴西当季大豆可能有极少量上调产量的空间；而明年最大不确定性的 2025/26 美豆，估计不会扩种。对应着 2509 至 2601 合约的大豆品种有望在 2020 年至今的长期区间下沿，磨出一个底部。

2.3 南美大豆供需情况：预计巴西阿根廷 2024/25 继续丰产

图表：巴西大豆产量（百万吨）- 预测年度

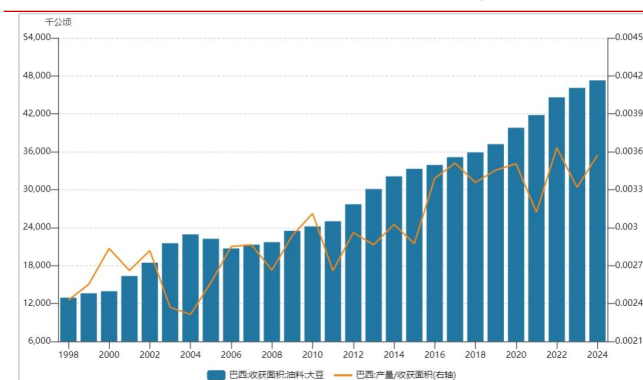


图表：阿根廷大豆产量（百万吨）- 预测年度

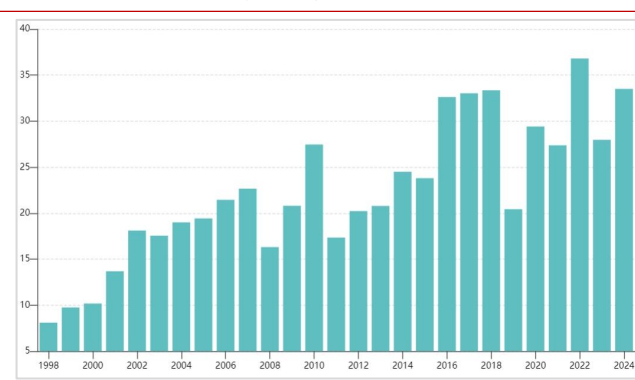


来源：Wind，USDA，广金期货研究中心

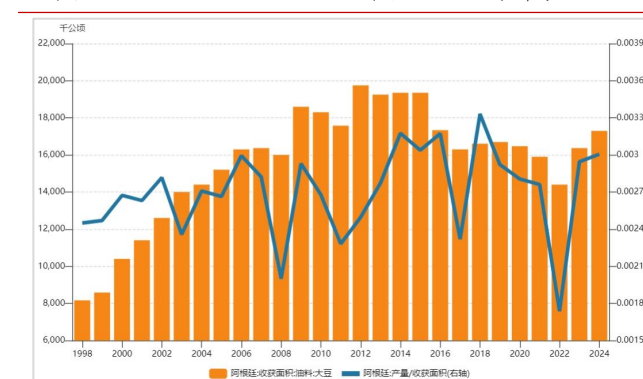
图表：巴西大豆 - 种植面积与单产



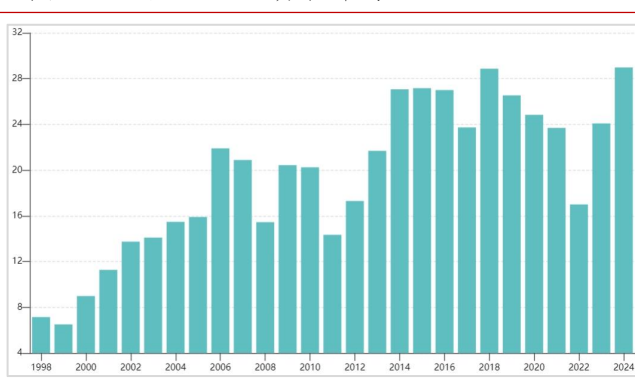
图表：巴西大豆期末库存（百万吨）



图表：阿根廷大豆 - 种植面积与单产



图表：阿根廷大豆期末库存（百万吨）



来源：USDA，Wind，广金期货研究中心

2018 年以来，中国为了减少对美国大豆的依赖性，有意无意逐年提高从巴西进口油料大豆的比例。2024 年春，巴西共收货产出 1.53 亿吨大豆，略低于 2023 年春；但 2024 全年从巴西进口的大豆数量并不少。

市场商业机构们预估巴西 2024/25 的当季大豆种植面积

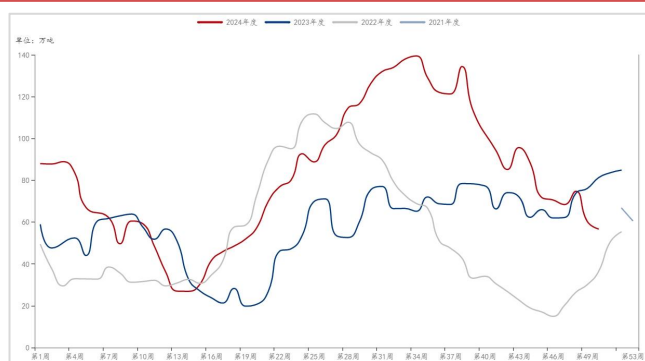
相比 2023/24 增长[0,3%], 属于扩种较少的年份。但 10 月以来天公作美, 巴西和阿根廷播种进度较快、大豆涨势良好。截止 12 月 22 日, CONAB 称巴西大豆播种基本完成; 预计第一批收获于 1 月在巴拉那州开始, 2 月在中西部和东南部地区展开。阿根廷农业部称, 截至 12 月 19 日, 大豆播种进度 77%; 上调种植面积预估 10 万至 1800 万公顷, 上年度 1660 万。国内机构称巴西远期大豆船期价格低于美豆、小有利空, 不过现阶段已售量不大, 仍需关注南美后期天气。

2.4 国内油料大豆供需情况：港库充足，豆油库存平替棕榈油

图表：进口油料大豆 — 港口库存（万吨）



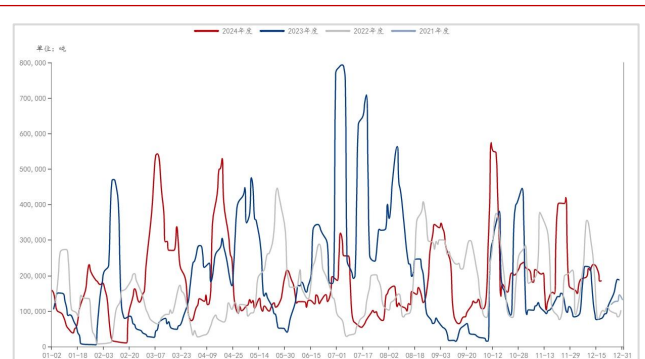
图表：国内豆粕 — 压榨厂库存（万吨）



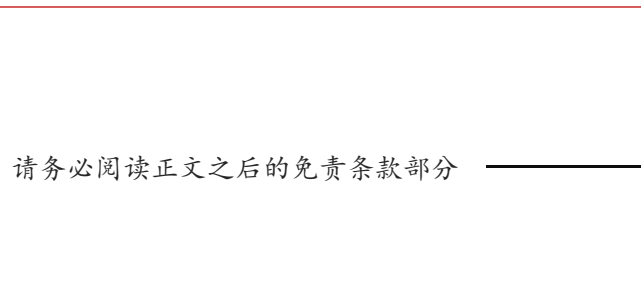
图表：国内豆油— 压榨厂库存（万吨）



图表：国内豆粕 — 压榨厂成交量(MA5)

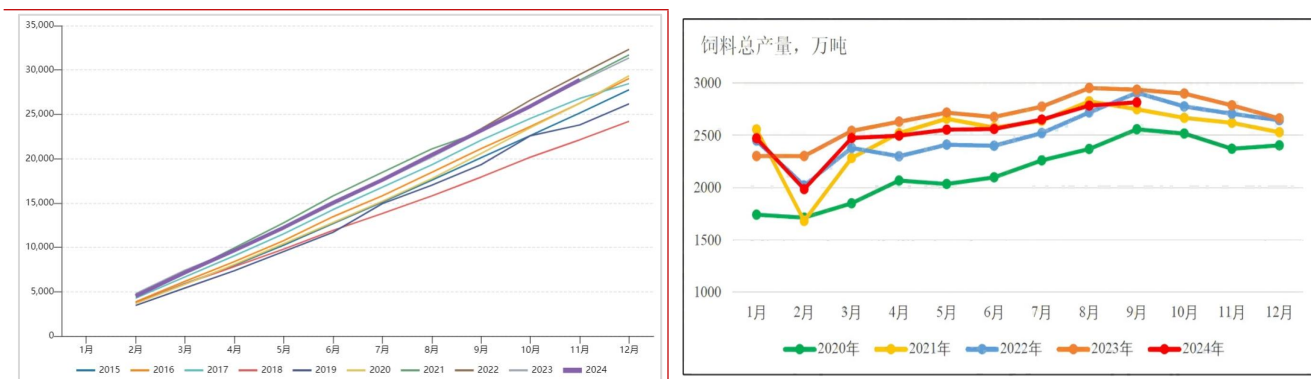


图表：国内饲料产量累计值（千吨）



图表：饲料合计 — 国内产量（万吨）





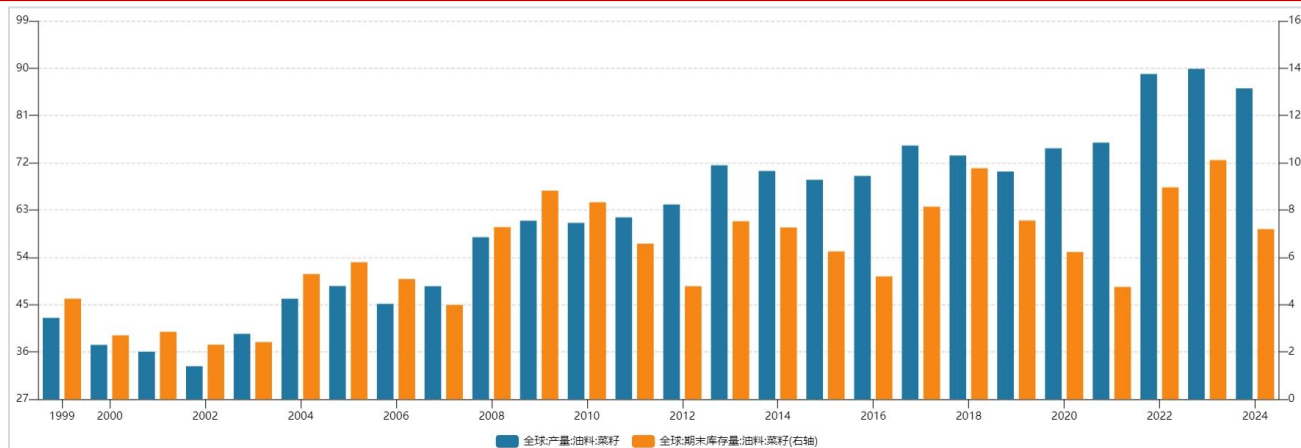
来源: Wind, Mysteel, 中国饲料工业协会, 广金期货研究中心

巴西旧豆、美国新豆、明年春巴西新豆、国内港口高库
存、饲料总产趋势持平往年…… 2025 上半年现货供应充足。

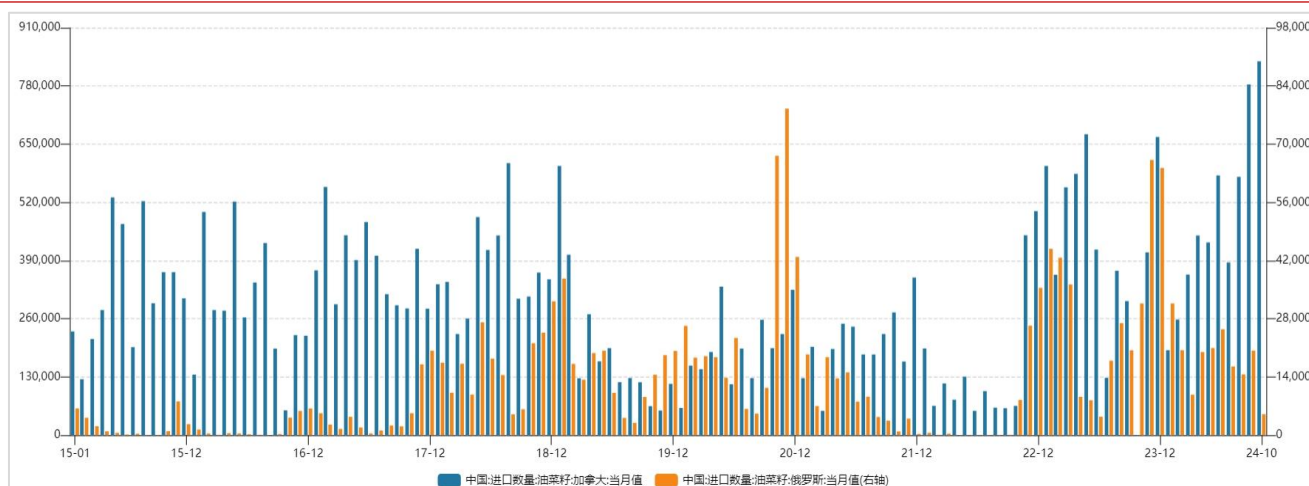
三、菜籽粕市场概况

3.1 全球供需情况与价格合理性：全球略减产，但加拿大丰产

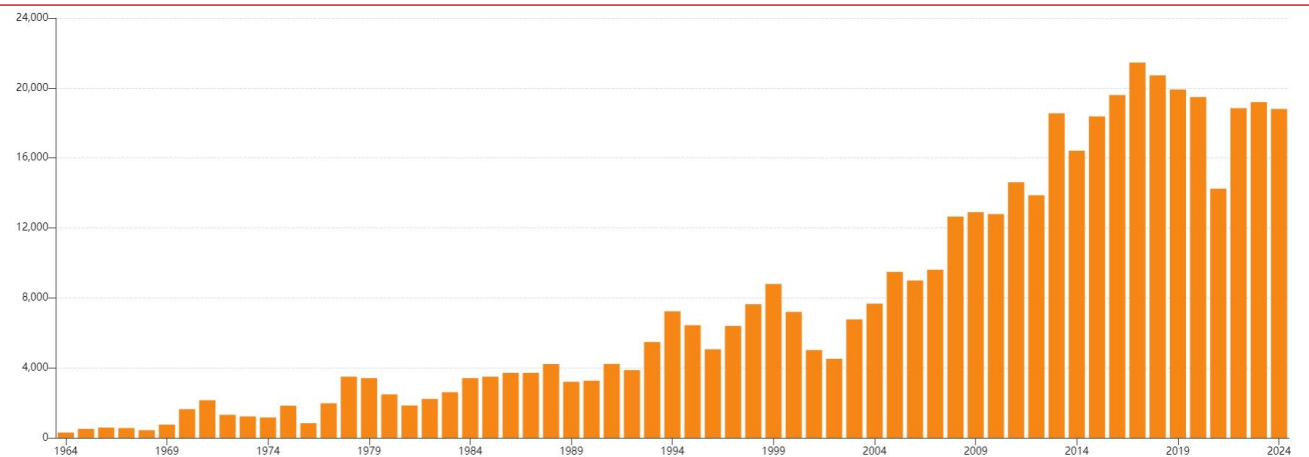
图表：全球菜籽产量与期末库存（百万吨）



图表：油菜籽主要进口来源国 - 加拿大与俄罗斯

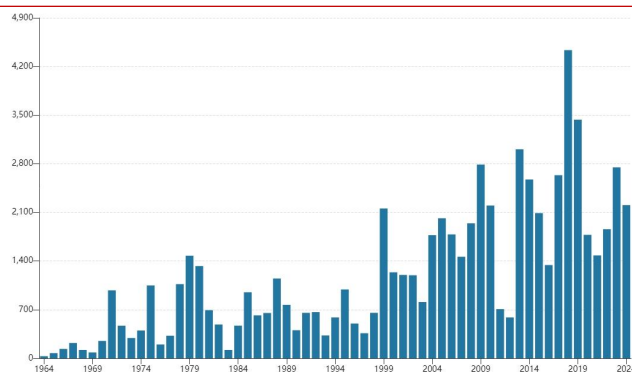


图表：加拿大菜籽油料产量（千吨）

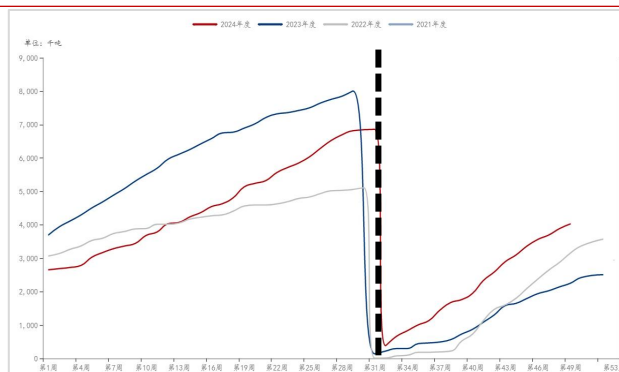


来源：USDA, 广金期货研究中心

图表：加拿大菜籽-期末库存（千吨）



图表：加拿大菜籽-出口数量累计值（千吨）



来源：Wind，钢联数据库，广金期货研究中心

菜籽价格区间，主要参照全球菜籽库存，也会参考加拿大菜籽库存和出口供应量。直至目前，加拿大仍是我国最大的油料菜籽供应国，比第二的俄罗斯进口比例高出许多。2020 年过后，国内机构也越来越重视 ICE 北美洲际交易所的加拿大菜籽期货行情，尽管国内主流软件仍未覆盖，但也有钢联、tradingCharts 等能提供及时的外盘行情报价。

今年 2024/25 新作加拿大油菜籽在 8 月至 12 月期间多次经历略微调整后，最终产量与去年相接近。在北美风调雨顺的 6 至 9 月，加拿大农业部一直低调地将单产控制在 2.12 吨/公顷，低于欧美主流机构预估；而收割完毕后上调至 2.15 吨/公顷，同时也给出 1900 万吨的高产量预估。然而，12 月 7 日加统计局和随后同月加农业部月报又将总产量下调回 1785 万吨，主要还是萨省和阿省预估的单产给得太高了。

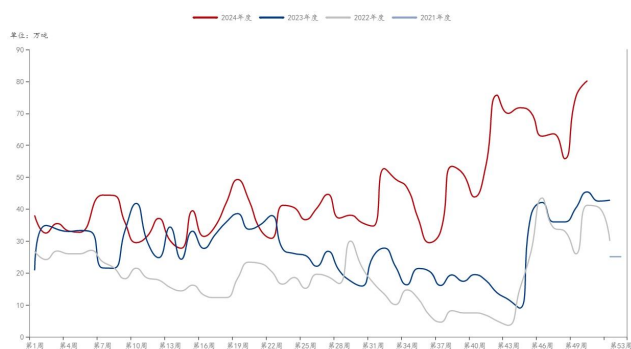
加拿大今年出口累计（始于 8 月 1 日）比去年同期高了 80% 以上，除了少部分增量是出口到减产的欧洲，大部分其

中的出口增量，都发船到了我国。其中原因也显而易见，就是9月3日我国商务部正式发起对加拿大菜籽的反倾销调查，该调查至少有60日“保护期”不会出现实质反倾销关税，因此国内贸易商都趁着该窗口“抢购”加菜籽。

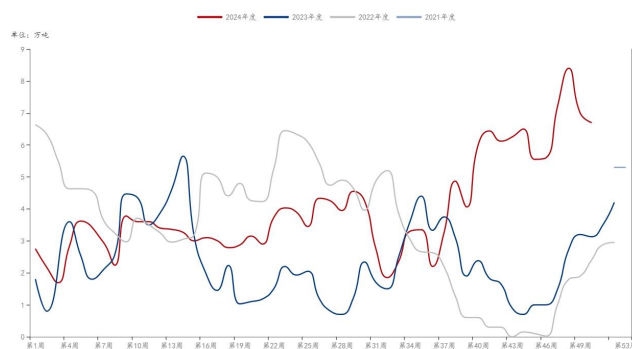
从现在国内库存水平看，春节前没有菜籽短缺风险；再考虑到反倾销事件并无进一步升级迹象，只是维持一个相对往年更小的豆菜粕价差、更大的菜豆油价差，因此没有理由去交易近月合约的紧缺。但是，应该关注加拿大国内的菜籽库存，如果菜籽库存紧缺，明年二季度以后或许进口船期会骤减，参考2022年；相反，如果一切维持常态，在中加贸易战风险消除后，豆菜粕价差将回归到按农产品供需逻辑演化的正常价差区间。

3.2 国内油菜籽供需状况：水产饲料夏日旺季，不如反倾销一把火

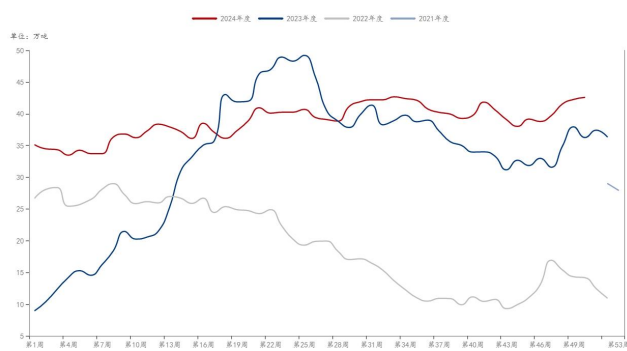
图表：油菜籽 - 商业总库存（万吨）



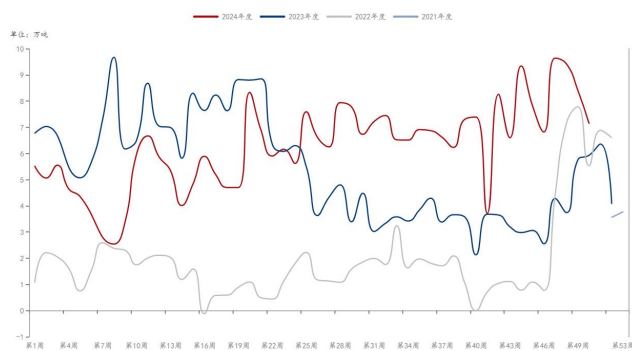
图表：菜粕 - 商业总库存（万吨）



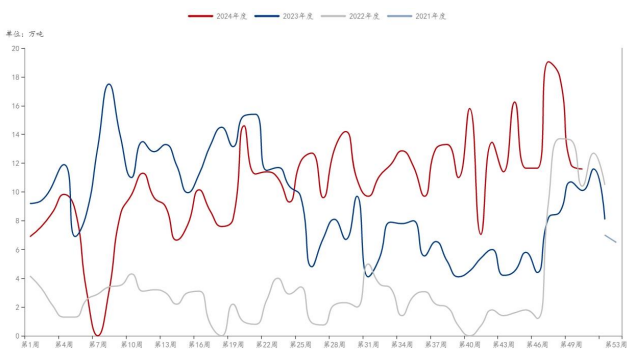
图表：菜油 - 中国总库存（万吨）



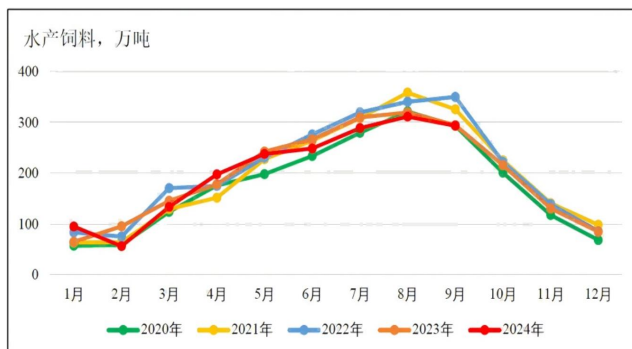
图表：沿海压榨厂 - 菜粕提货量（周）



图表：油菜籽 - 国内压榨量（万吨）



图表：水产饲料 - 国内产量（万吨）



图表：豆粕2505 价差年内走势



来源：Wind, Mysteel, 中国饲料工业协会, 广金期货研究中心

菜粕是豆粕的一种竞争性替代品，但是从饲料蛋白质的功能上而言却很难替代后者，往往只从性价比上进行替代。通产在水产类饲料需求大，或菜粕相比豆粕便宜很多时，菜粕价格才相对其他粕类具备上涨潜力。而水产饲料产量比其他类型的饲料更具有“季节弹性”，二季度和三季度是每年水产饲料主要生产和饲用的时间段，豆菜粕价差交易策略也常在这些时间段建仓。

今年夏天的水产饲料需求高峰如期而至，和去年相当，但只是稍微带动 2501 豆菜粕价差，对 2505 甚无影响；反倒是 9 月 3 日的中国“反制加菜籽倾销事件”立刻使豆菜粕价差大幅缩窄，并且贯穿整个四季度。如今，豆菜粕 2505 和 2509 等远期合约都已经将贸易政策风险计入价格，因此明年菜粕策略主要是博弈 1. 政策变化 和 2. 加拿大菜籽在新作未收割上市前的剩余库存与可供出口量。

四、交易策略参考

1、【做多 菜粕/菜油比价】（当下更推荐此策略）

思路：1. 菜粕/菜油比价来到历史低位，尽管豆粕油亦然，但豆粕在 2025 上半年担忧南美新作卖压，而菜籽担心加拿大剩余库存不足后续出口；2. 油粕策略的属性，即油料紧缺时粕类（保质期短）拉涨比油脂更明显。3. 建议选择 2509 附近的远期合约，更能反映加拿大远期库存短缺的逻辑。

风险：1. 棕榈油非常强势，带动豆油和菜油突破前高；2. 中加关系极大好转，现已经被计价的“豆菜粕价差”随着政策风险消除而逐步消却，豆菜粕价差回归往年正常区间。

2、【做多养殖利润：多生猪 空豆粕、空玉米】

思路：1. 生猪 2505 之后的远月从back 转回 contango 正向市场，预示市场承认远期生猪出栏压力或减少；2. 豆粕 2505 合约暂无显著利多迹象；3. 2025 夏天美国农民不重大豆，则基本都转向玉米，玉米上涨风险比往年小。

风险：1. 南美大豆生长期遭遇天气干旱；

3、【空菜油 2505-多菜油 2509】

思路：目前菜油 2505-2509 价差跟随了棕榈油 2505-2509 价差，然而国际菜籽在二三季度处于库存低位。建议菜油 2505-2509 价差反弹至 150 点以上再考虑入场。

风险：1. 远月合约缺乏资金博弈，跟随棕榈油暂时无法证伪；2. 此交易需等待合理入场价格。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。



更多期货咨询请关注广金公众号

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货有限公司”，并保留我公司的一切权利。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流，不构成任何投资建议。

广州金控期货有限公司是广州金融控股集团有限公司的控股子公司，业务范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询和资产管理业务。全资控股风险管理子公司-广州金控物产有限公司，业务范围包括基差贸易、仓单服务、场外衍生品业务。

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1772号

总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元

联系电话：400-930-7770

公司官网：www.gzjkqh.com

广州金控期货有限公司分支机构

• 广州营业部 地址：广州市天河区临江大道1号之一904室 电话：020-38298555/38298522	• 佛山营业部 地址：佛山市南海区大沥镇毅贤路8号17层20号至17层22号 电话：0757-85501856/85501815
• 大连营业部 地址：辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2311房间 电话：0411-84806645	• 福州营业部 地址：福州市晋安区福飞北路175号6层6D单元 电话：0591-87800021
• 杭州分公司 地址：浙江省杭州市西湖区二西路5号508室 电话：0571-87791385	• 河北分公司 地址：河北省石家庄市长安区中山东路508号东胜广场三单元1406室 电话：0311-83075314
• 唐山营业部 地址：河北省唐山市路北区金融中心3号楼1607、1608号 电话：0315-5266603	• 淮北营业部 地址：安徽省淮北市相山区惠苑路6号金冠紫园6幢105号 电话：0561-3318880
• 太原营业部 地址：山西省太原市万柏林区长风街道长兴路1号4幢11层1123、1124号 电话：0351-7876105	• 嘉兴分公司 地址：浙江省嘉兴市海宁市海洲街道新苑路147-149号2楼 电话：0573-87216718
• 北京分公司 地址：北京市丰台区广安路9号国投财富广场2号楼1403、1404室 电话：010-63358857/63358907	• 深圳分公司 地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦1905室 电话：0755-23615564