



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-09-18

豆粕：短空，中期区间震荡

斯小伟

农产品分析师

从业资格号：F03114441

交易咨询号：Z0022498

☎028-86133280

✉sxwei@wkqh.cn

报告要点：

总体来看 USDA 虽多次下调全球大豆新作供应，但全球大豆尤其是豆粕的供大于求局面并没有明显改善，导致已经处于偏低估值的美豆长期维持月线级别震荡，巴西快速扩张的种植面积和下滑的全球豆粕消费增速是全球大豆过剩的主要原因。短期来看，由于供需格局改善迟迟未现，美豆及豆粕估值均有一定下跌空间，市场可能先交易国内现实供应压力、美豆收割压力及美豆进口预期从而引发豆粕期货回落，直到美豆及国内榨利均处于较低水平时盘面进入新的博弈。策略上可尝试短空豆粕、豆粕 1-5 价差反套，中期因估值偏低及逐渐进入南美种植期，仍以区间震荡反弹抛空思路为主。

一、全球大豆新作产量边际预估下降，但不够走出低迷格局

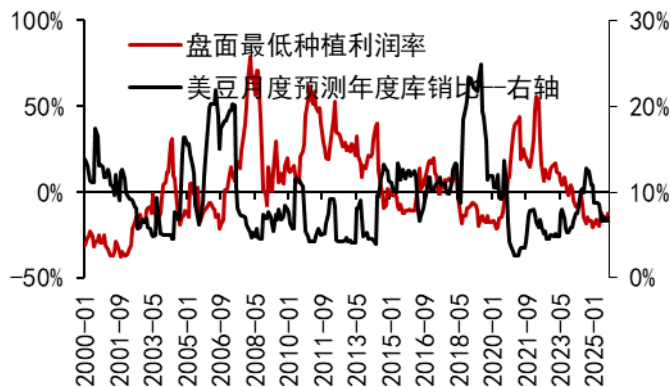
9月USDA预计全球大豆25/26年度产量环比小幅下降52万吨，但仍有4.26亿吨的总产量，为历史最高水平，同比增长167万吨。巴西快速扩张的种植面积和下滑的全球豆粕消费增速是全球大豆过剩的主要原因，22/23、23/24年度因阿根廷、巴西干旱导致超额产量未兑现从而引发了阶段性的豆粕大涨行情，但24/25年度三大主产国均顺利丰收，供大于求的格局导致当前美豆低于种植成本区间震荡运行，国内豆粕也跟随偏弱震荡。

中国作为前些年全球豆粕的消费引擎，目前需求量已经稳定，例如今年大豆进口量与去年几乎持平，当前大豆、豆粕库存也与去年相当，说明并没有太多的超额豆粕需求。其他需求增长潜力国目前并未看到太大的进口增量，此外25/26年度还有近700万吨的葵籽、菜籽恢复性增产，豆粕24/25年度的替代性消费在25/26年度可能也会下滑。全球豆粕的自然消费增量仅在300-400万吨左右，而近三年全球大豆每年增量平均在2000万吨左右，供大于求的结局只能是以价换量。

从库销比结合种植成本推演估值，美豆盘面价格处于相对较低水平，这成为继续下跌的阻力，但较高的全球大豆库销比始终压制价格，且相对大豆，豆粕不排除在宏观偏弱或因下游养殖行业增长乏力等其他因素导致需求滑坡引发更深程度的下跌。

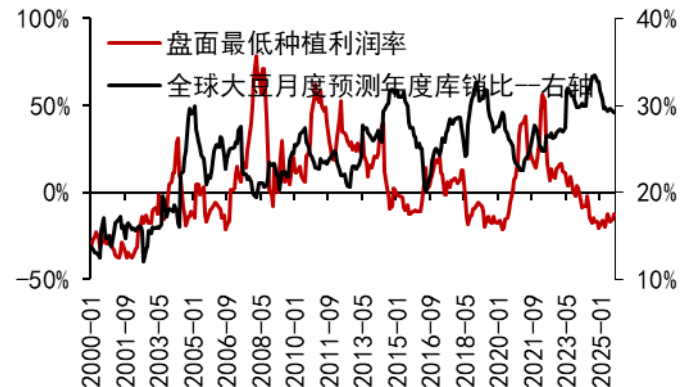
因此，全球大豆若想走出低迷格局，需要产量端的克制以及需求端的稳健增长，而豆粕需求端是慢变量，实际上目前以关注巴西种植面积、南美天气等变动为主。

图1：美豆库销比与美豆盘面种植利润率



资料来源：USDA、五矿期货研究中心

图2：全球大豆库销比与美豆盘面种植利润率



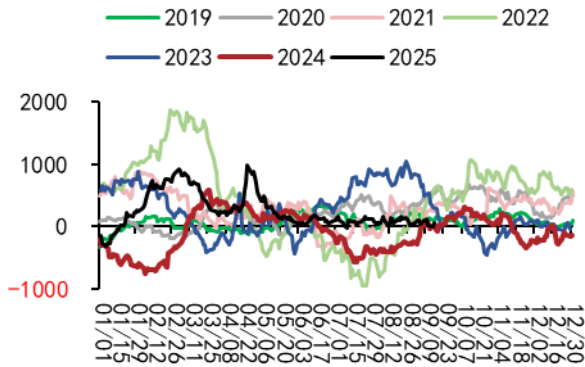
资料来源：USDA、五矿期货研究中心

二、短期美国大豆进口不确定性及南美种植交易支撑当前豆粕估值

截至2025年9月12日，国内港口大豆库存为969万吨，同比上升127万吨，油厂豆粕库存同比上升116万吨，同比下降20万吨，饲料企业库存天数9.22天，同比上升0.87天。当前大豆、豆粕库存高位符合季节性规律，同比较高应该对应相对较低的基差和榨利，不过当前油厂仍能维持盈亏平衡，这是因为榨利受美国大豆进口不确定性支撑，巴西目前的余量能够覆盖南美新季上市之前中国的大豆采购，但也仅是刚好够，巴西的议价权较高。

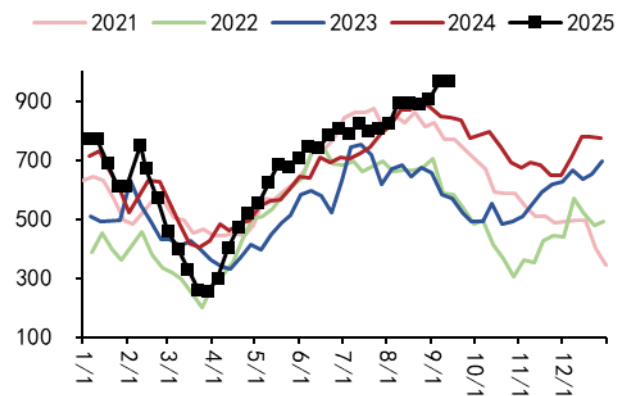
此外，往年在7月左右即可预期8月底大豆、豆粕库存会累积至高位，从而提前将榨利交易至较低水平，而后在南美种植交易期又逐步回暖，而今年受贸易战预期的支撑，榨利始终在盈亏线附近徘徊，因此后期榨利水平则会面临美国大豆若开放进口及国内高库存压力、南美种植支撑三重影响格局，分析难度增加。

图 3：国内进口大豆现货榨利（元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图 4：港口大豆库存（万吨）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

三、豆粕估值仍有下跌空间，利好较少则有可能先交易现实供应压力

美豆方面，无论中国是否放开美豆进口，由于其盘面估值已下跌至较低水平，美豆在 950-1000 美分/蒲一线具有较强支撑。

升贴水方面，2018 年 9 月贸易战时期，美豆升贴水曾下跌至 110 美分/蒲附近，巴西升贴水则涨至 350 美分/蒲以上，而贸易战缓和之后，美豆升贴水又回升至 150 美分/蒲，巴西升贴水则回落至 90 美分/蒲。今年大豆谈判尚未有较大进展，巴西近月升贴水报价也处于 293 美分/蒲的高位，导致近月合约升水较高，巴西远月升贴水报价正常略高，若后期中美有缓和，可能会引发豆粕反套行情。

榨利方面，更多是跟随国内现实及预期供应，国内现实库存压力大，预期供应则取决于南美种植及美豆是否进口，目前暂时看不到太大的榨利向上动力。

因此，估值上豆粕还有下跌空间，南美种植方面的利好迟迟未现盘面则有可能先交易国内现实供应压力及美豆收割压力、美豆进口预期，在榨利、美豆盘面均达到相对较低位置时，则有可能进入新的震荡格局，之后的行情则视南美种植发展而定，若南美产量维持高位，则维持区间震荡反弹抛空思路。

免责声明

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。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16、18层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn