



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-11-19

## 豆粕：底部区间已现，突破需更多驱动

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：

USDA 在 11 月报告中再度下调全球大豆新作供应，全球大豆供需格局由供需双增转换成供减需增，全球大豆预测年度库销比从 2024 年 10 月的 33% 落回到目前的 28.94%，这为全球大豆提供了底部支撑，但同比仍较高，尚不足以产生 CBOT 大豆盘面种植利润丰厚的行情。边际下调的产量主要来源于美国及其他较小的产量国，对大豆贸易流影响并不直接，大豆突破成本区间需要来自南美种植问题的进一步驱动。近期巴西大豆可出口量下降，美豆交易需求回暖，进口成本有支撑。但在巴西 12 月丰水季节来临之后，市场容易交易南美丰产预期，进口成本可能再度下跌。国内现实库存压力大，随着预期去库榨利会逐步回暖，但由于预期去库力度不足，可能不会有太高的榨利水平。豆粕未来即在进口成本与榨利的反复涨落中形成区间震荡走势。

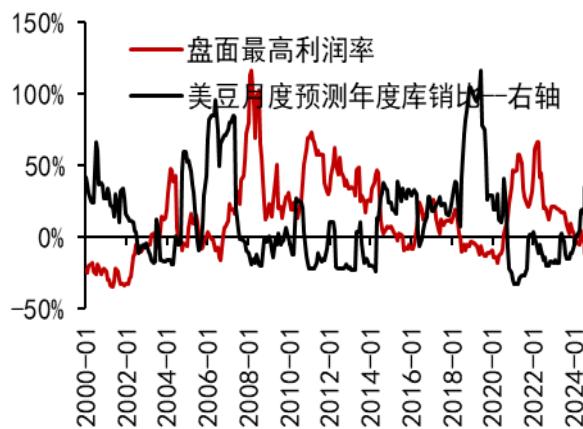
## 一、全球大豆新作供应转换为减产格局，但全球大豆库销比仍较高

11月USDA预报再度调低全球大豆新作产量约400万吨，主要是印度、乌克兰、美国的大豆产量被下调。经过11月的下调后，USDA预估25/26年度全球大豆产量与消费量已几乎持平，同时，全球大豆供需格局由供需双增转换成供减需增。全球大豆预测年度库销比从2024年10月的33%落回到目前的28.94%，这为全球大豆提供了底部支撑，但因为同比仍较高，尚不足以产生CBOT大豆盘面种植利润丰厚的行情。

从库销比结合种植成本推演估值，美豆盘面价格维持底部区间震荡比较合理，这成为CBOT大豆价格的支撑，但全球大豆库销比仍较高，美豆盘面种植利润率承压，美豆在1180-1200美分/蒲的成本附近具有较强压力。

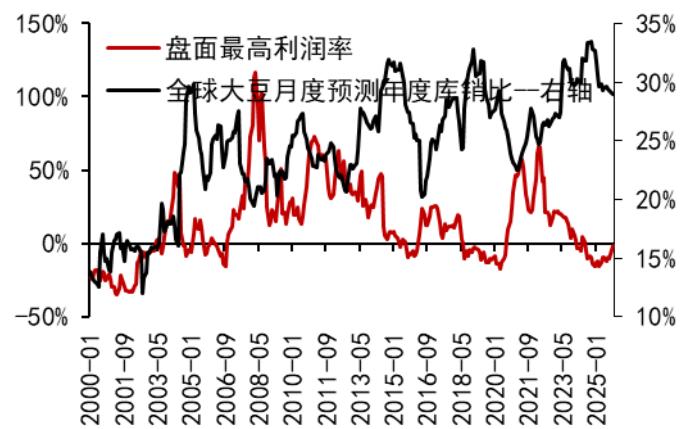
除了产量下调幅度较小之外，边际下调的产量主要来源于美国及其他较小的产量国，巴西及阿根廷的产量仍较大，因此对世界和中国的大豆贸易流影响并不直接，直观上中国还是能感受到巴西供应的压力，大豆获得丰富榨利的情景或需要来自南美种植问题的进一步驱动。

图1：美豆库销比与美豆盘面种植最高利润率



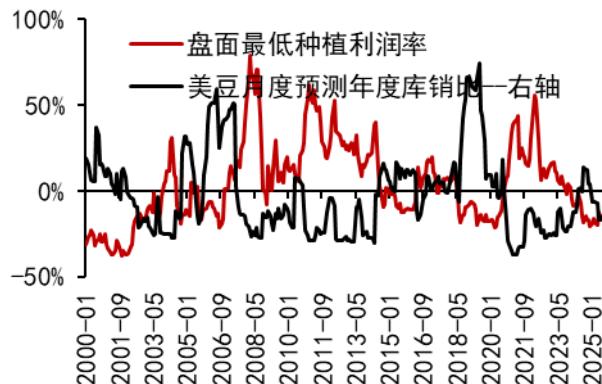
资料来源：USDA、五矿期货研究中心

图2：全球大豆库销比与美豆盘面种植最高利润率



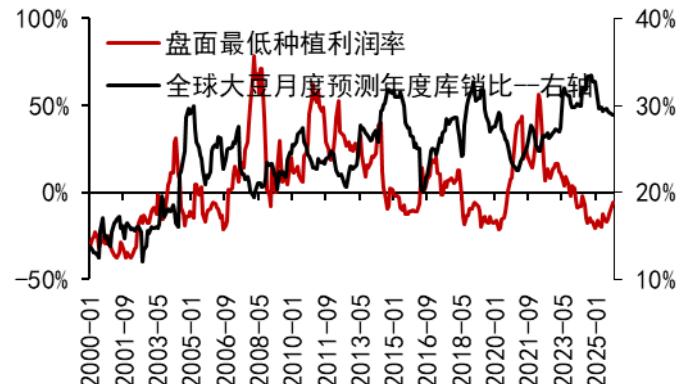
资料来源：USDA、五矿期货研究中心

图3：美豆库销比与美豆盘面种植最低利润率



资料来源：USDA、五矿期货研究中心

图4：全球大豆库销比与美豆盘面种植最低利润率



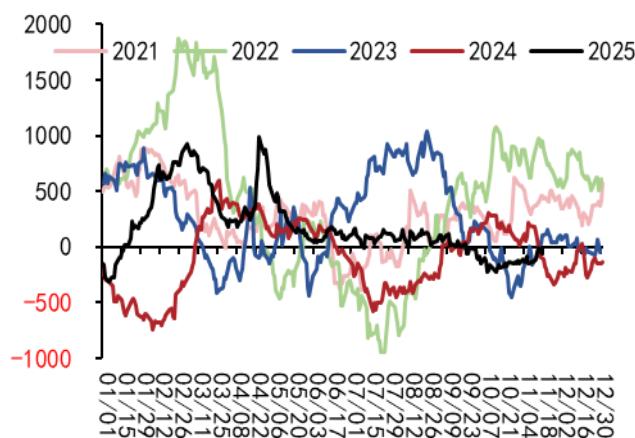
资料来源：USDA、五矿期货研究中心

## 二、中国进口美国大豆，国内榨利承压

据外媒报道，中国于本周一购买了至少 14 批美国大豆，或至少 840000 吨，将在 12 月和 1 月装运。中国对美豆的采购若按 APEC 会议后贝森特的言论后期可能会持续。

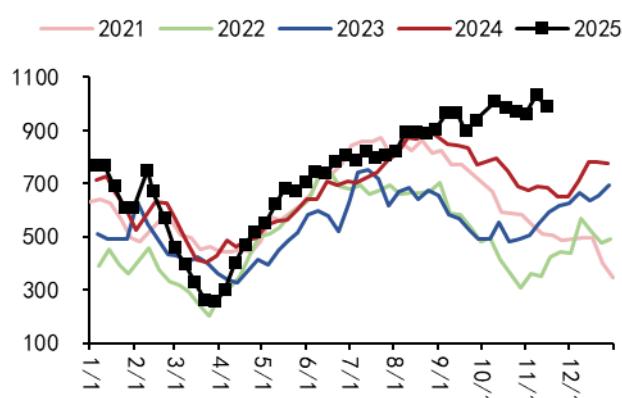
当前国内大豆库存较高，截至上周末已达约 990 万吨，不过前期采购逐步下降，11 月到来年 2 月底可能逐步去库，若对美国大豆 12 月、1 月船期的采购增加，加上巴西丰产之后也能提供一些余量，可能来年 3 月国内港口大豆库存 400 万吨附近，国内的库存不会太低。

图 5：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 6：港口大豆库存（万吨）



资料来源：Mysteel、五矿期货研究中心

## 三、南美天气较为正常，豆粕预计底部区间震荡

美豆方面，仍然维持区间震荡观点，因为其多次下调产量后库销比偏低，在 950-1000 美分/蒲一线具有较强支撑，上方空间则受到全球大豆供应丰富的限制。

升贴水方面，巴西 12 月报价升贴水因中国部分放开美豆进口已回落至 220 美分/蒲，1 月升贴水已回落至 150 美分/蒲。近期巴西大豆可出口量下降，美豆交易需求回暖，进口成本有支撑。中期随着南美逐步定产，尤其在巴西 12 月丰水季节来临之后，市场容易交易南美丰产预期，进口成本可能再度下跌，不过届时的下跌底部明显，因为全球大豆供应相对去年已经有所下降，而需求稳定或略有增长。

榨利方面，国内现实库存压力大，随着预期去库榨利会逐步回暖，但由于预期去库力度不足，可能不会有太高的榨利水平。

因此，进口成本未来应是先涨后落有支撑，榨利也由于国内近期去库及 3 月以后累库区间波动，豆粕未来即在进口成本与榨利的反复涨落中形成区间震荡走势。

## 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。不经许可，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层

电话：400-888-5398

网址：[www.wkqh.cn](http://www.wkqh.cn)