

2024年11月29日

豆粕：05 高持仓在期待什么？

内容提要

连续三个多月低位震荡的盘面基本已经计价了当下偏空的基本面：北美丰产、巴西播种顺利、国内高进口，后续市场的焦点将转向南美产量、北美出口、中美贸易关系，国内豆粕进入去库周期但仍处于历史同期偏高水平，产业下游采购的心态较为悲观和谨慎，维持随用随采。

2018年贸易战之后，我国对美豆的进口依赖度从34%下降到26%，巴西牢牢占据了我国第一大进口国的地位，进口占比从53%上升到70%。前段时间，油厂“抢进口”行动中，加大了巴西陈豆及25年2-4月船期采购。在巴西新年度产量预期证伪前，预计明年二季度国内大豆供应有保障，对国内的冲击或小于特朗普1.0，豆粕2505合约预计在中美贸易摩擦和下一年美豆播种前景中展开，在新总统上任前只影响短期的节奏波动，难以产生持续性行情。

11月市场有传闻进口大豆入关推迟，迟来不是不来，短期对于现货基差有提振。当前大豆采购偏慢的主要是25年1月船期，美湾25年1-3月船期盘面进口利润转亏损，预计明年上半年国内大豆阶段性供需偏紧或在3月前后，为豆粕2505合约埋下潜在利多。

根据历史经验来看，一般冬季出现拉尼娜现象会导致南美北部降雨偏多，南部降雨偏少，对阿根廷的干旱影响更大。截至目前NOAA未显示拉尼娜到来，如果12-1月大豆生长关键期间拉尼娜没有出现，南美丰产概率较大；如果出现，南美产量或有变数，尤其是阿根廷，但预估程度或低于2022/23年度阿根廷减产幅度。目前播种期降雨如期而至，风调雨顺下

请务必仔细阅读正文之后的声明

1/12

金信期货研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱：yaoxinghang@jinxinqh.com

联系人：刘有玉

• 从业资格编号 F03119457

邮箱：liuyouyu@jinxinqh.com



的供应转宽松预期也是空头压制盘面一路向下的主要底气，本产季南美天气炒作是否又会跟北美一样落空呢？

策略建议

综上所述，05 新高持仓下，多空双方博弈激烈，目前空头基于基本面相对占据主导，而多头基于低估值和潜在边际变量加大筹码，南美生长关键期、中美贸易摩擦、豆粕强弱转变、国内 3 月份到港、下一年北美播种等边际变量都将在明年 1 月开始逐步兑现，因此我们预计短期豆粕仍低位弱势震荡，等待新驱动打破一潭死水，低估值下可以选择用期权来试多或者对期货持仓形成保护，长期方向还是由供需把控。

风险提示

南美生长期天气、中美贸易关系、海关通关进度、生物柴油政策

目录

内容提要	1
一、 行情回顾	3
二、 产业供需	4
（一） 北美聚焦出口	4
（二） 南美播种顺利	5
（三） 国内去库周期	6
三、 未来展望	7
（一） 特朗普 2.0	7
（二） 1 月采购偏慢	9
（三） 南美产量待证	9
（四） 油强粕弱转变	10
四、 后市展望	10
重要声明	12

一、行情回顾

6月开始，在美豆 24/25 产季增产预期和天气炒作落空下，内盘主力连跌两个多月，8月开始 01 合约在 3000 关口震荡，早在 11 月初豆粕主力就切换到了 05 合约，盘面在 2750-2950 继续震荡，伴随着持仓量与日俱增，多空分歧较大，截至 11 月 28 日豆粕 2505 合约持仓量已经达到历史新高 214 万手，去年同期为 101 万手，暗流涌动下 05 高持仓在期待什么？

图 1：豆粕主连及 05 价量（元/吨、手）



资料来源：iFind、金信期货研究院

二、产业供需

连续三个多月低位震荡的盘面基本已经计价了当下偏空的基本面：北美丰产、巴西播种顺利、国内高进口，后续市场的焦点将转向南美产量、北美出口、中美贸易关系，国内豆粕进入去库周期但仍处于历史同期偏高水平，产业下游采购的心态较为悲观和谨慎，维持随用随采。

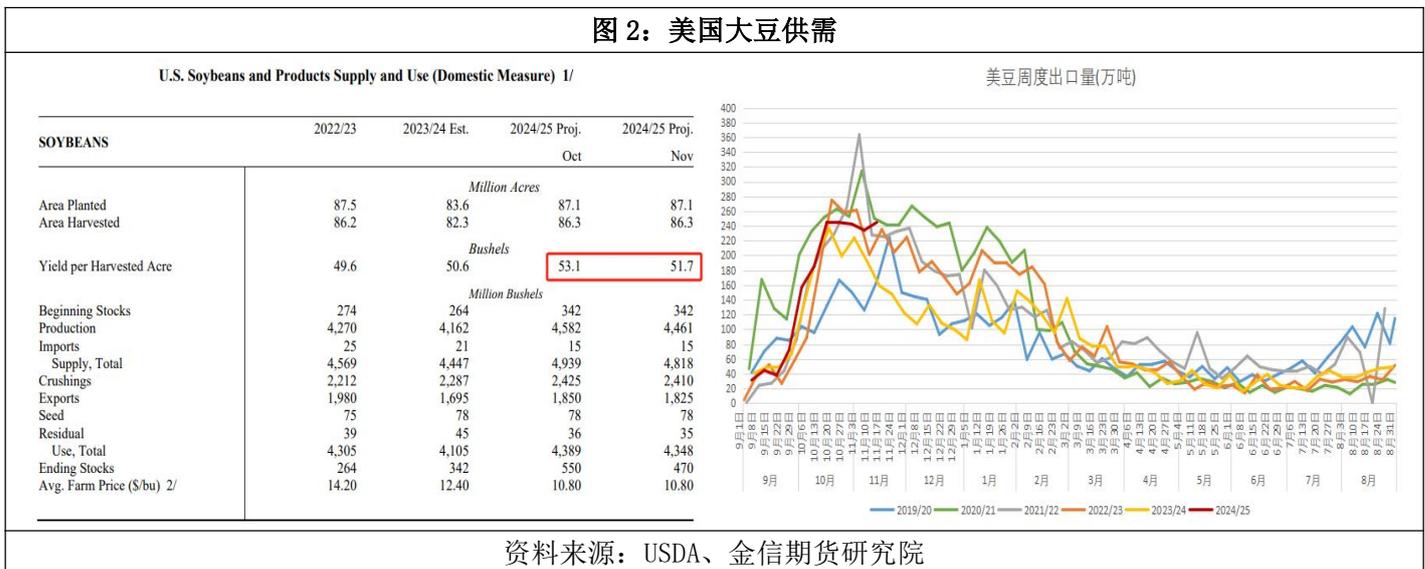
(一) 北美聚焦出口

11月的USDA供需报告意外下调美豆24/25产季单产，带动期末库存低于市场预期，边际收紧但不改宽松格局，同比增产7.18%，收割完毕后北美丰产基本落地，后续市场的焦点将转向南美产量和北美出口。

根据USDA出口报告，11月14日当周美豆出口245万吨，累计出口及未执行为3158万吨，同比增加9%，其中当周对中国出口151万吨，24/25年度累计对华出口及未执行为1473万吨，占比为46.6%。

自11月初，美湾及美西大豆近月船期升贴水逐日走低，截至11月25日，美湾近月为225美分/蒲，较10月底下降17%；美西近月为200美分/蒲，较10月底下降21%，美豆出口在升贴水调降后有所改善，目前24/25年度销售进度快于去年同期。

图 2：美国大豆供需



资料来源：USDA、金信期货研究院

(二) 南美播种顺利

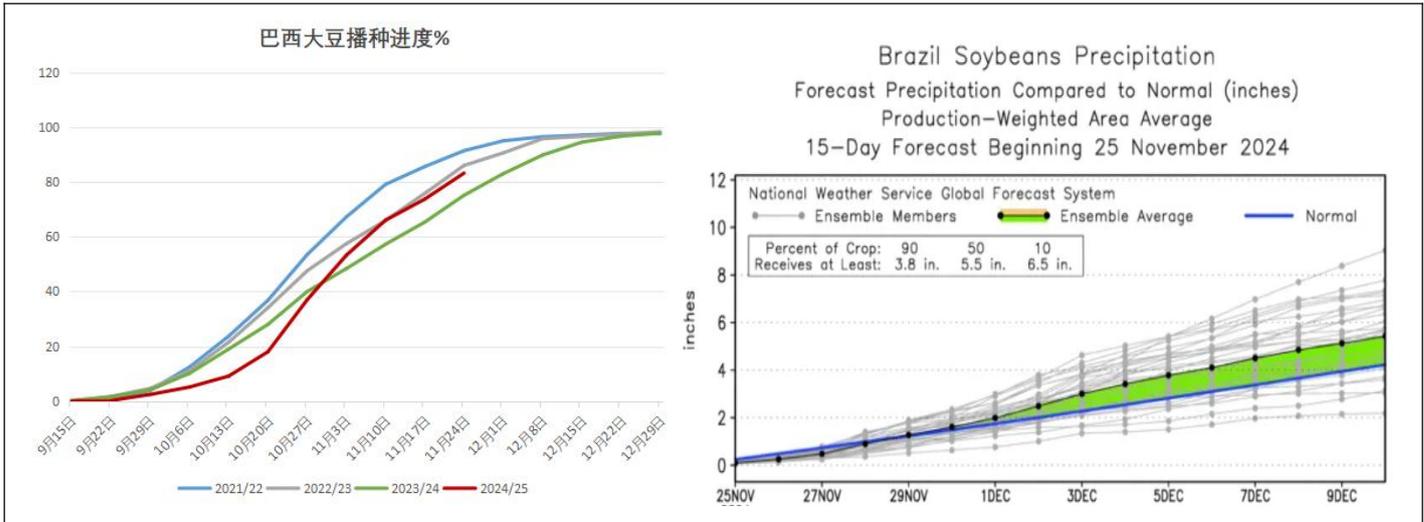
9月底市场担忧巴西干旱天气会导致新季巴西豆延迟播种，10月进入季节性雨季后，降雨及时得到恢复，播种进度在10月底追平去年同期，根据CONAB数据，截至11月24日，巴西2024/25年度大豆播种进度为83.3%，一周前73.8%，去年同期的播种进度为75.0%，已种植大豆77.3%处于萌发期；预计2024/25年度巴西大豆产量为1.66143亿吨，同比提高12.5%；大豆种植面积估计为4736万公顷，同比提高2.6%。

阿根廷在11月也开始播种新季大豆，根据BAGE数据，截至11月20日，2024/25年度阿根廷大豆计划种植1860万公顷，种植进度35.8%，上周值19.8%，去年同期34.8%。

目前来看，巴西跟阿根廷大豆播种期表现较为顺利，暂维持丰产预期，11月USDA报告给予2024/25年度巴西1.69亿吨，阿根廷5100万吨的产量预估，未来两周各产区降雨整体良好，后续关注大豆生长期天气情况。

图 3: 南美大豆供需

World Soybean Supply and Use 1/ (Million Metric Tons)								
2022/23		Beginning Stocks	Production	Imports	Domestic Crush	Domestic Total	Exports	Ending Stocks
2024/25 Proj.								
World 2/	Oct	112.37	428.92	177.61	346.38	402.72	181.53	134.65
	Nov	112.42	425.40	177.91	346.15	402.28	181.71	131.74
World Less China	Oct	69.06	408.22	68.61	243.38	275.82	181.43	88.64
	Nov	69.11	404.70	68.91	243.15	275.38	181.61	85.73
United States	Oct	9.31	124.70	0.41	66.00	69.10	50.35	14.97
	Nov	9.31	121.42	0.41	65.59	68.67	49.67	12.80
Total Foreign	Oct	103.06	304.22	177.20	280.38	333.62	131.18	119.68
	Nov	103.11	303.99	177.50	280.56	333.61	132.04	118.95
Major Exporters 3/	Oct	52.86	234.30	6.18	97.60	109.63	119.60	64.11
	Nov	52.49	234.30	6.18	97.60	109.63	120.10	63.25
Argentina	Oct	24.45	51.00	6.00	40.00	47.60	4.50	29.35
	Nov	24.08	51.00	6.00	40.00	47.60	4.50	28.98
Brazil	Oct	27.96	169.00	0.15	54.00	58.10	105.00	34.01
	Nov	27.96	169.00	0.15	54.00	58.10	105.50	33.51
Paraguay	Oct	0.19	11.20	0.02	3.50	3.68	7.30	0.43
	Nov	0.19	11.20	0.02	3.50	3.68	7.30	0.43



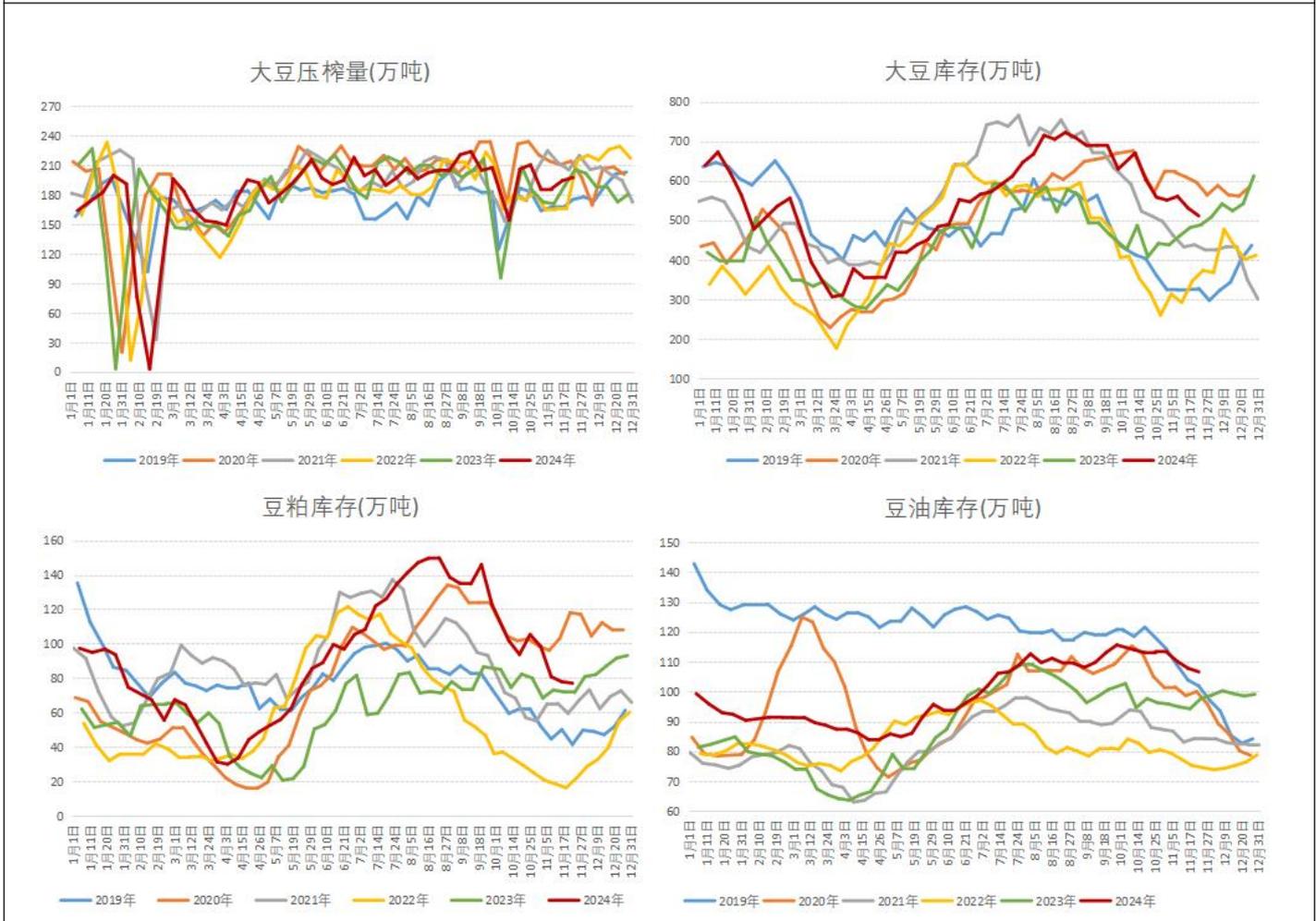
(三) 国内去库周期

在经历了8、9月超1100万吨的高进口期后，10月我国进口大豆回落到809万吨，环比下降29%，同比增加57%，2024年1-10月累计进口大豆8994万吨，同比增加7%，超预期的进口量一部分来源于油厂压榨利润尚可，买船较为积极，另一方面在特朗普上台之前，国内油厂因担忧贸易摩擦而抢先进口，尤其是巴西大豆。

目前国内油厂周度大豆压榨量维持在190万吨左右，得益于前两周下游补库存，油厂豆粕库存去库较为顺利，基差也由负转正，但仍处于历史同期偏高水平。截至11月22日当周，124家油厂大豆实际压榨量为197.44万吨，开机率56%；豆粕库存为77.04万吨，较上周减少0.82万吨，同比去年增加5.44万吨。

需求端，由于今年豆粕、玉米等饲料成本一直维持低位，生猪及蛋鸡养殖利润较好，延淘和扩产能行为普遍，从产能趋势来看，逐月递增的养殖存栏支撑了豆粕的刚性需求，但是下游采购的心态较为悲观和谨慎，维持随用随采。

图 4：中国大豆供需



资料来源：钢联、金信期货研究院

三、未来展望

(一) 特朗普 2.0

11月25日，美国当选总统特朗普表示，将对墨西哥和加拿大进入美国的所有产品征收25%关税。此外，特朗普还宣布将对自中国进口的商品，在所有额外关税的基础上，再额外加征10%关税（we will be charging China an additional 10% tariff, above any additional tariffs）。

品种上，墨西哥作为美国玉米第一大出口国，关税摩擦或利空美玉米；而美国是加拿大菜油的第一大进口国，加征关税或减少菜油进口，需求替代利多美豆油；同时美国UCO主要从中国进口，生柴消费上也是利多美豆油，

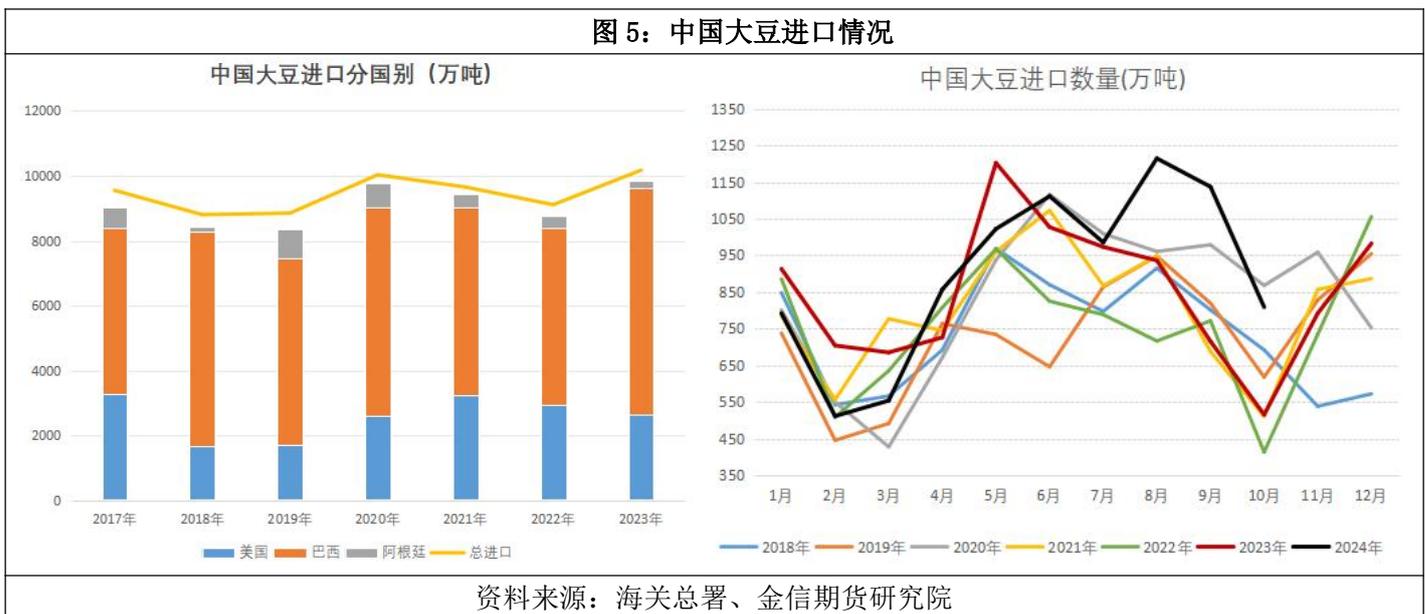
并且参考特朗普 1.0，中美贸易关系紧张对美大豆进口影响较大，利空美大豆而利多连粕。

幅度上，额外加征 10% 的税率低于市场预期，此前特朗普的口风是对中国进口产品征收超过 60% 的关税，远高于他第一任期对华征收的关税。10% 意味着加征关税不是一蹴而就，留有谈判和变动的空间。

时间上，交易贸易战比预期来的要早，特朗普于 1 月 20 日才上任，之前我们预期快的话会对豆粕 2503 合约产生影响，现在来看已经蠢蠢欲动，但在上任前只影响短期的节奏波动，难以产生持续性行情。

我们落实到豆粕上，2018 年贸易战之后，我国对美豆的进口依赖度从 34% 下降到 26%，巴西牢牢占据了我国第一大进口国的地位，进口占比从 53% 上升到 70%。前段时间，油厂“抢进口”行动中，加大了巴西陈豆采购，根据咨询机构 Safras&Mercado，截至 11 月 8 日巴西 2023/24 年度大豆销售量已达到预期总产量的 92.6%，高于一个月前的 87.7%，超过了去年同期的 89.5%；同时对于 25 年 2-4 月船期大豆采购也快于近年同期，截至 11 月 19 日，2-4 月采购进度分别为 46%、64%、50%，在巴西新年度产量预期证伪前，预计明年二季度国内大豆供应有保障，对国内的冲击或小于特朗普 1.0，豆粕 2505 合约预计在中美贸易摩擦和下一年美豆播种前景中展开。

图 5：中国大豆进口情况



（二）1月采购偏慢

11月市场有传闻，受进口大豆入关推迟影响，山东、江苏部分油厂发出12月中上旬断豆停机预警。迟来不是不来，预计延迟一两周到厂，短期对于现货基差有提振，后续关注何时恢复正常。

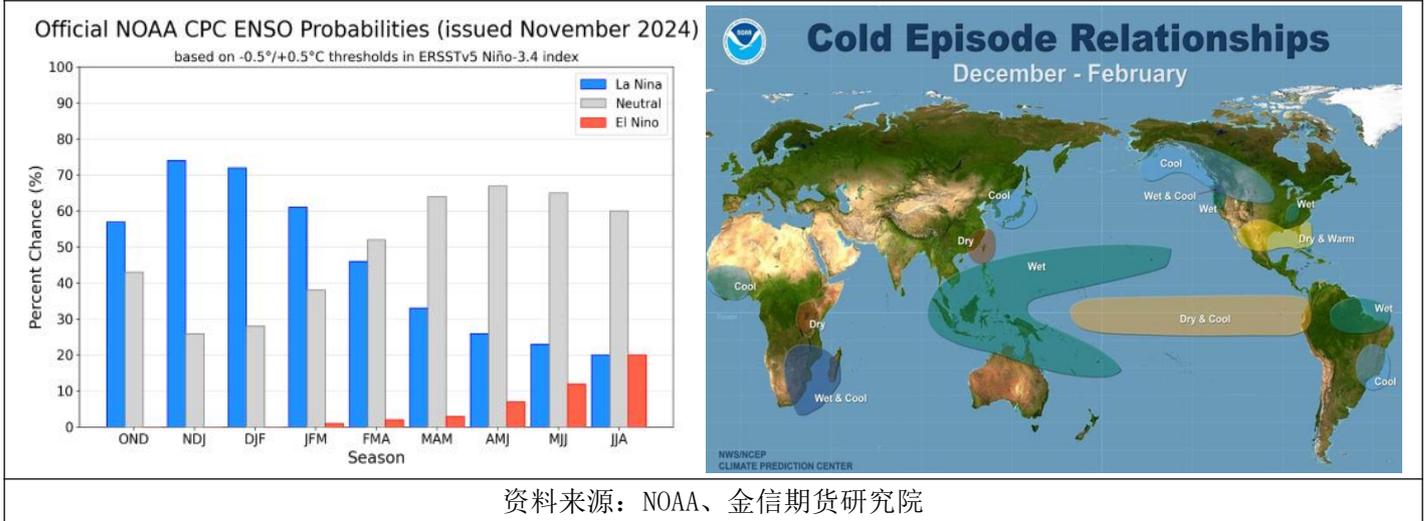
当前大豆采购偏慢的主要是25年1月船期，12-1月预估进口580万吨、500万吨，截至11月19日采购进度分别为72%、28%。盘面利润来看，11月下半月开始，随着国内油脂大幅回调，美湾25年1-3月船期进口转亏损，或进一步抑制1月采购进度，结合上文分析，明年上半年国内大豆阶段性供需偏紧或在3月前后，为豆粕2505合约埋下潜在利多。

（三）南美产量待证

根据历史经验来看，一般冬季出现拉尼娜现象会导致南美北部降雨偏多，南部降雨偏少，对阿根廷的干旱影响更大。截至目前NOAA仍未显示拉尼娜到来，NOAA预测2024年10-12月出现拉尼娜现象的概率为57%，持续到2025年1-3月。

如果12-1月大豆生长关键期间拉尼娜没有出现，南美丰产概率较大；如果出现，南美产量或有变数，尤其是阿根廷，但预估程度或低于2022/23年度阿根廷减产幅度。目前播种期降雨如期而至，风调雨顺下的供应转宽松预期也是空头压制盘面一路向下的主要底气，本产季南美天气炒作是否又会跟北美一样落空呢？

图6：南美天气展望



（四）油强粕弱转变

11月29日印尼再次重申将于明年1月1日起启动生物柴油B40计划，印尼棕榈油基金机构将能够为以棕榈油为基础的生物燃料和化石燃料成本之间的差额提供资金支持。根据印尼生物燃料生产商协会(APROBI)先前的估算，B40将使印尼用于生物柴油的棕榈油使用量提高到1390万吨，而今年需要的估计量为1100万吨。

减产叠加B40的强势来袭，让棕榈油登顶三大油脂之首，价格突破万元大关，油脂间价差继续深度倒挂。树龄老化下国内消费和出口该如何平衡？出口下降后levy税率是否需要提升来补贴过高的POGO价差？25年1月B40能否按时执行还是像B35一样给予缓冲期？同时美国下任总统特朗普是传统能源的支持者，选任的新美国环境保护署署长偏向于反对生物燃料，美豆油已率先回落10%。如果豆油和棕榈油生柴方面都迎来利空，预计油强粕弱关系将迎来转变。

四、后市展望

连续三个多月低位震荡的盘面基本已经计价了当下偏空的基本面：北美丰产、巴西播种顺利、国内高进口，后续市场的焦点将转向南美产量、北美出口、中美贸易关系，国内豆粕进入去库周期但仍处于历史同期偏高水平，产业下游采购的心态较为悲观和谨慎，维持随用随采。

2018 年贸易战之后，我国对美豆的进口依赖度从 34% 下降到 26%，巴西牢牢占据了我国第一大进口国的地位，进口占比从 53% 上升到 70%。前段时间，油厂“抢进口”行动中，加大了巴西陈豆及 25 年 2-4 月船期采购。在巴西新年度产量预期证伪前，预计明年二季度国内大豆供应有保障，对国内的冲击或小于特朗普 1.0，豆粕 2505 合约预计在中美贸易摩擦和下一年美豆播种前景中展开，在新总统上任前只影响短期的节奏波动，难以产生持续性行情。

11 月市场有传闻进口大豆入关推迟，迟来不是不来，短期对于现货基差有提振。当前大豆采购偏慢的主要是 25 年 1 月船期，美湾 25 年 1-3 月船期盘面进口利润转亏损，预计明年上半年国内大豆阶段性供需偏紧或在 3 月前后，为豆粕 2505 合约埋下潜在利多点。

根据历史经验来看，一般冬季出现拉尼娜现象会导致南美北部降雨偏多，南部降雨偏少，对阿根廷的干旱影响更大。截至目前 NOAA 仍未显示拉尼娜到来，如果 12-1 月大豆生长关键期间拉尼娜没有出现，南美丰产概率较大；如果出现，南美丰产预期或有变数，尤其是阿根廷，但预估程度或低于 2022/23 年度阿根廷减产幅度。目前播种期降雨如期而至，风调雨顺下的供应转宽松预期也是空头压制盘面一路向下的主要底气，本产季南美天气炒作是否又会跟北美一样落空呢？

综上所述，05 新高持仓下，多空双方博弈激烈，目前空头基于基本面相对占据主导，而多头基于低估值和潜在边际变量加大筹码，南美生长关键期、中美贸易摩擦、豆粕强弱转变、国内 3 月份到港、下一年北美播种等边际变量都将在明年 1 月开始逐步兑现，因此我们预计短期豆粕仍低位弱势震荡，等待新驱动打破一潭死水，低估值下可以选择用期权来试多或者对期货持仓形成保护，长期方向还是由供需把控，未来风险点在于南美生长期天气、中美贸易关系、海关通关进度、生物柴油政策等。

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格。分析逻辑基于公开信息和合理假设进行分析和阐述，作者以勤勉的职业态度，力求客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者能够获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告中来源于第三方信息提供商或其他已公开信息的内容，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。虽然本公司会采取合理措施对所引用的第三方内容进行审查，但鉴于信息获取和传播的复杂性，无法绝对确保其毫无偏差。建议您在参考此类内容时保持谨慎，自行进行深入的研究和判断。

本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不作为交易依据，更不作为未来服务承诺或结果。在不同时期，因策略依据、计算方式等不同，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎！本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应综合考虑自身风险承受能力，选择与自身适当性相匹配的产品或服务，独立做出投资决策并承担投资风险，本报告不应取代投资者的独立判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

金信期货投资咨询业务资格：湘证监机构字[2017]1号

投资咨询团队成员：姚兴航（投资咨询编号：Z0015370）、曾文彪（投资咨询编号：Z0017990）、杨彦龙（投资咨询编号：Z0018274）、周逐涛（投资咨询编号：Z0020726）、王敬征（投资咨询编号：Z0019935）、张召举（投资咨询编号：Z0019989）、钟朱敏（投资咨询编号：Z0021128）。