

大宗系列 | 农产品：棉花、油脂供需宽松， 生猪景气度回暖，玉米价格企稳

主要内容：

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部
翁欣
wengx@cspengyuan.com



棉花：2024年棉花价格先涨后跌。受宏观环境和需求恢复影响，一季度棉花价格上涨，但新疆种植面积扩大和供应过剩导致后期价格下跌。国内外棉价差回归常态，全球供应超过需求，库存减少缓解了部分压力，但国内需求仍面临挑战，内销疲软，外销不确定。纺织企业减少对棉花依赖，转向替代品。美国关税政策将影响纺织品出口，中国纺织业调整结构。长期来看，全球棉花市场供需宽松，棉价承压，短期上涨动力不足。**2025年棉花市场有望延续供强需求格局，终端产品出口面临较大的不确定性。**虽然宏观面影响偏多，但短期宏观面对需求的提振或有限，棉花市场利空因素主导，因此棉价难涨，在终端出口不乐观形势的影响下，不排除棉价出现阶段性下探行情。

玉米：2024年，国内玉米市场整体呈现供强需弱的格局，价格持续弱势运行。**2025年，玉米市场供需格局有望改善，价格有望触底回升。**需求端，随着2024年生猪养殖行业整体扭亏为盈，2025年养殖规模有望扩大，玉米饲料消费量预计增加。供应端，2024年我国玉米主产区克服不利天气影响实现丰产，总产量达到2.949亿吨，同比小幅增长。随着国内外价差缩小和政策调整，预计2025年玉米进口量将大幅减少。**政策层面，2025年中央一号文件继续强调稳定粮食播种面积，推进粮油作物大面积单产提升，完善玉米大豆生产者补贴政策，确保粮食稳产丰产，为玉米市场提供有力支撑。**2025年玉米市场在进口严控、政策托底、消费企稳的背景下，供需有望回到“紧平衡”状态，价格重心有望抬升。

生猪：2024年生猪价格呈现“倒V”走势。产能自5月开始回升，年底能繁母猪存栏量达4078万头，较4月低点增加2.3%，**产能处于正常偏高水平，产能调减使得养猪利润显著改善**，从2023年的亏损76元/头转为2024年盈利200元/头。需求端整体偏弱，2025年上半年需求低迷，下半年有望好转。进口量下降，冻品库存减少，支撑下半年猪价。**2025年生猪市场供应正常偏高，**

养殖端有望保持小幅盈利。

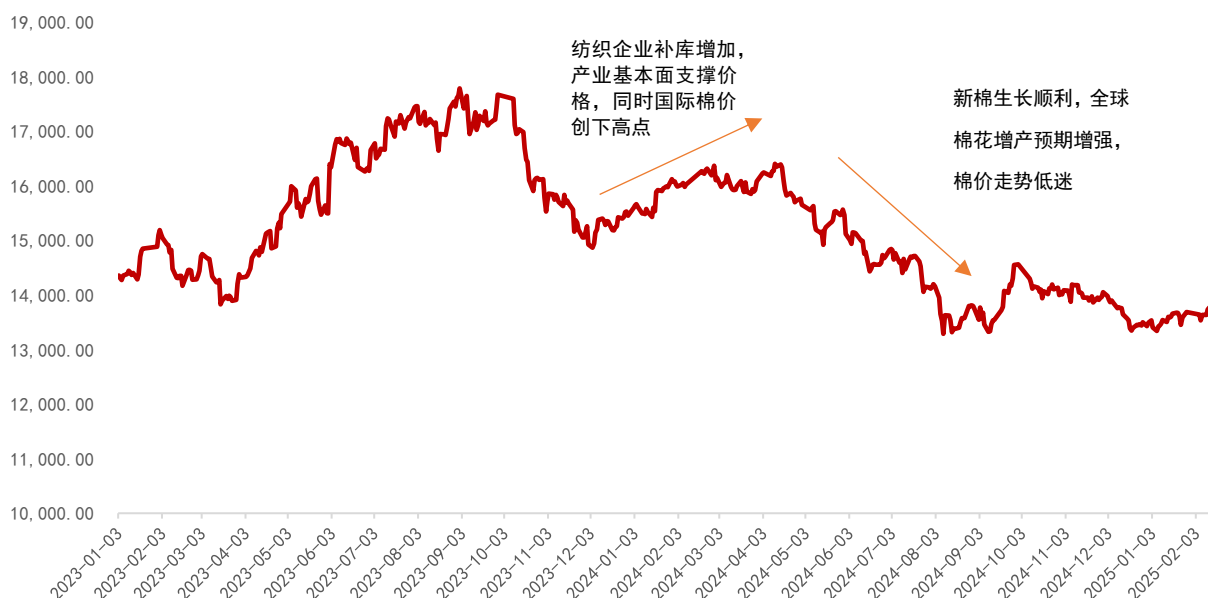
油脂：2024 年，全球植物油市场呈现重心大幅上移的态势，棕榈油与豆油、菜油走势分化显著。全球植物油供需偏紧，消费增量超过产量增量，库销比降低。东南亚棕榈油处于季节性减产阶段，马来西亚棕榈减产去库，棕榈油供应相对豆油、菜籽油偏紧，但影响偏短期。2025 年上半年，全球植物油市场整体呈现供应宽松态势，2025 年棕榈油或将继续引领市场，供需偏紧格局支撑其价格，但印尼 B40 政策的不确定性带来风险。豆油供应充足，价格预计保持稳定，但需关注贸易政策变化。菜籽油供需紧张，价格可能维持高位，中加经贸关系是关键变数。关注巴西大豆集中上市后成本端下降、印尼生物柴油政策、美国生物柴油政策、美加经贸关系带来的影响。

一、棉花：市场供需宽松、内外棉价差收窄

2024年棉花价格先涨后跌。受宏观环境和需求恢复影响，一季度棉花价格上涨，但新疆种植面积扩大和供应过剩导致后期价格下跌。国内外棉价差回归常态，全球供应超过需求，库存减少缓解了部分压力，但国内需求仍面临挑战，内销疲软，外销不确定。纺织企业减少对棉花依赖，转向替代品。美国关税政策将影响纺织品出口，中国纺织业调整结构。长期来看，全球棉花市场供需宽松，棉价承压，短期上涨动力不足

2024年棉花市场呈现先涨后跌态势，之后处于筑底震荡。年初，纺织企业补库增加，产业基本面支撑价格，同时国际棉价创下一年多高点，内外联动推动棉价上涨，但库存处于高位制约了进一步涨势。随后，由于2024/25年度国内外新棉生长顺利，全球棉花增产预期增强，棉价走势低迷，尤其在6、7月国内需求淡季和终端出口前景恶化的情况下，棉价跌幅扩大。8月下旬，棉价开始低位修复，季节性需求有所提高，同时国内外宏观面利好带动，棉价小幅上涨，国庆期间新疆籽棉收购价格上涨也推动了棉价上行。然而，10月中旬以后，全国新棉采摘进度加快，加工量提升，商业库存延续增量，而下游需求维持弱势，供需双重压力下棉价持续承压，至12月底棉花基本面变化不大，棉价维持低位震荡。整体来看，2024年棉花市场在供应宽松、需求不足以及宏观经济环境的综合影响下，价格波动明显，市场情绪谨慎，等待宏观政策或需求端的利好消息来推动价格进一步回升。

图1 棉花价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

全球市场来看，全球棉花市场供需格局趋于宽松，基本面有所改善，棉花主产国巴西、美国、中国棉花产量均上调，澳大利亚产量也将维持较高水平。据美国农业部（USDA）最新发布的数据，2024年8月至2025年月全球棉花总产量预计达到2622.8万吨，较上年度增加162.9万吨，增幅为2.8%。在主要产棉国中，巴西、美国和中国的棉花产量均有所上调；而印度和澳大利亚的棉花产量面临一定挑战。

在巴西，2024/25年度棉花产量预计达到362.7万吨，同比增长12.7%。这一增长主要得益于马托格罗索州的丰产预期以及精准农业技术的广泛应用。巴西棉花收获已基本完成，丰产成果基本确定，国际市场需求的增长也推动了其棉花产出的增加。受出口需求增长的推动，巴西2024/25年度棉花出口量预计将达到1200万包。然而，由于棉花总供应量超过总消费量，预计年末库存将维持在480万包的相对高位，出口仍面临一定的不确定性。

在澳大利亚，当地冬季作物收获已基本完成，旱地棉田播种已全面展开。大丘陵地区的旱地棉田生长状况显著优于去年同期，新南威尔士州北部的旱地棉花生产形势也较为乐观。此外，澳大利亚北部雨季的提前到来为棉花种植提供了有利条件，种植面积有所扩大，播种已于12月中旬开始。尽管如此，后期仍存在较多不确定因素。**印度**作为全球第二大棉花生产国，其2024/25年度棉花产量预计面临一定挑战。尽管年产量仍维持在532.3467万吨的较高水平，但不利的天气条件以及棉农改种其他作物等因素可能导致其增产幅度低于预期。不过，印度在全球棉花市场中的重要地位使其产量变化仍对全球棉花市场产生显著影响。

美国方面，2024/25年度棉花产量预计达到348万吨，同比增长28.7%。这一增长主要得益于西南棉区旱情的缓解以及整体气候条件的改善。尽管飓风等极端天气对部分产区造成了一定影响，但并未改变全国产量增长的整体趋势。种植面积的扩大和单产的提高是推动产量增长的主要因素。然而，由于全球棉花需求整体偏弱，特别是中国对美棉的采购持续低迷，美棉出口量预计下调6.5万吨，这可能对美棉价格走势产生一定压力，短期内美棉价格或呈现偏弱震荡态势。

巴基斯坦受天气条件等因素影响，棉花预期产量大幅下降39.2万吨，降幅达25.79%。全球棉花消费量预计为2524.5万吨，较上年度增加35.3万吨，增幅为1.4%。据此预测，全球棉花产量超出消费量98.3万吨，显著扭转了上年度产不足需的局面。

总体来看，美联储降息预期进一步放缓，美元持续走强，全球棉花供应充裕的预期再度得到强化。多重因素共同作用，导致国际棉价弱势局面难以得到有效改善。

表1 全球棉花产量及库存（万吨）

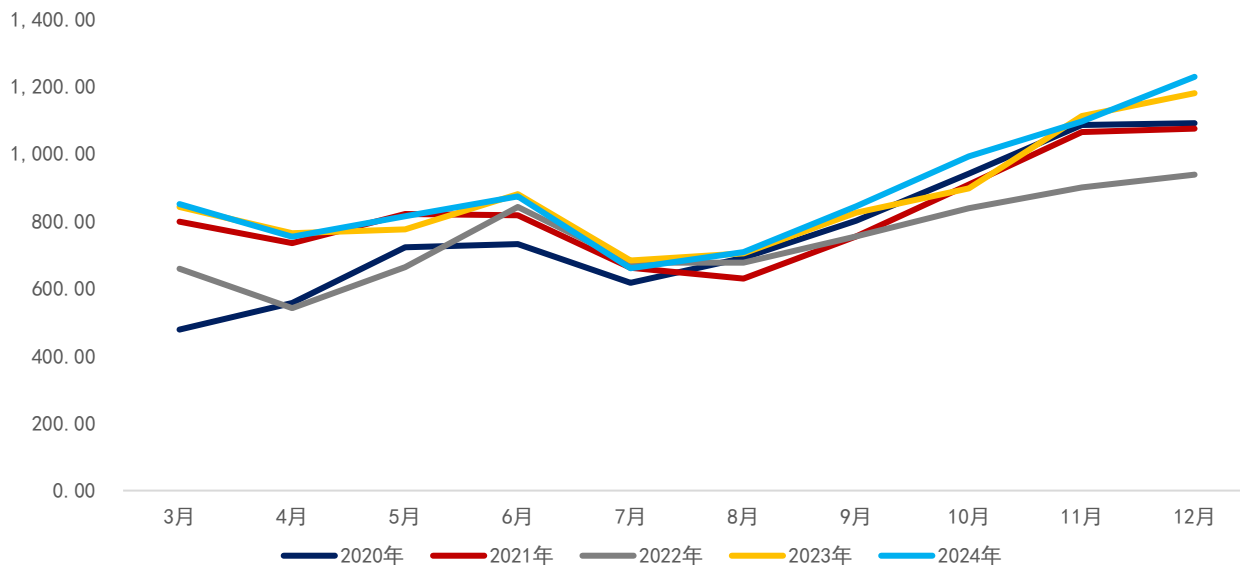
年度	产量	进口	消费	出口	期末库存
----	----	----	----	----	------

18/19	2581	924	2623	907	1741
19/20	2594.8	886.7	2287	897.3	1916.5
20/21	2473.5	1057.7	2711.4	1057.6	1583.4
21/22	2486	934.4	2520.3	931.5	1543.3
22/23	2532.2	821.7	2452.4	797.9	1652.2
23/24	2459.9	958.1	2489.2	971.2	1614.7
24/25(2025年1月)	2600.7	924.3	2523.3	924.9	1696.3
24/25(2025年2月)	2622.8	924.7	2524.5	925.6	1707.2
环比变化	22.1	0.4	1.2	6.7	11

资料来源：Wind，中证鹏元整理

国内市场来看，新疆棉花凭借其绝对优势，占据国内 90% 以上的棉花产量，继续强势主导国内棉市格局。然而，尽管供应端表现强劲，但需求端整体表现疲软，供强需弱格局较难逆转。从供给端来看，2024 年中国棉花产量达到约 680 万吨，同比增长 7.9%，创下自 2012 年以来的新高。展望 2025 年，新疆地区凭借其植棉优势，已占据国内 90% 以上的棉花产量，预计将继续推动全国棉花种植面积和产量的进一步增长。据农业农村部数据，2024/25 年度全国棉花产量预期达到 632 万吨，较上一年度增加 60.5 万吨，增幅为 10.59%。截至 2024 年 12 月，新疆地区皮棉累计加工总量已达到 563 万吨，同比增长 20%；公检量达 521.89 万吨，同比增长 16.9%。整体而言，2024/25 年度国内棉花供应充足，对市场价格形成一定压制。从需求端来看，国内棉花消费面临多重挑战。一方面，纺织市场进入传统淡季，订单稀少，成品库存累积，导致纺织企业不得不降低生产负荷。另一方面，全球经济复苏乏力以及贸易摩擦的加剧，增加了纺织品出口的不确定性。特别是特朗普再次当选美国总统后，其贸易政策的不确定性可能进一步影响中国纺织品的出口前景。为应对上述不确定性，纺织企业普遍采取减少原料库存和加速产品销售的策略，同时减少对棉花依赖，转向替代品，导致对棉花的需求有限，且新年度需求放量的可能性较小。长期全球市场宽松，棉价承压，短期上涨动力不足。

图 2 下游需求端服装零售额，关税政策带来出口不确定性（亿元）



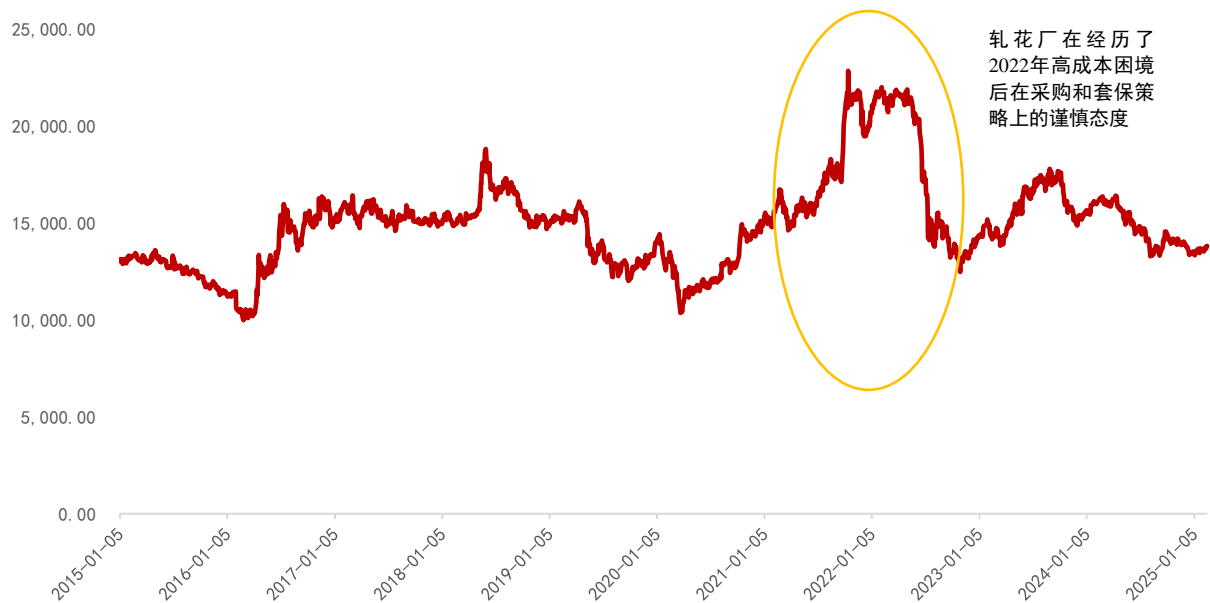
资料来源：Wind，中证鹏元整理

在棉花产业链中，轧花厂作为上游的重要涉棉主体，主要负责将籽棉加工成皮棉。其收购价格和成本是影响皮棉供应的关键因素。2024年，轧花厂的收购价格和成本均呈现上升态势。尽管品质提升和收购成本增加，棉花价格并未大幅上涨，主要原因是市场供应宽松和需求疲软以及轧花厂在采购和套保策略上的谨慎态度。2024年，新疆棉花种植面积同比大幅增加，其中南疆地区增幅高于北疆，整体增幅也超过兵团。良好的气象条件促使棉花生长周期加快，亩产水平提升，进而推动籽棉市场价格上涨。与此同时，轧花厂加工成本上升主要体现在以下方面：一是土地承包费用、化肥及农药成本、机采费用均有所上涨，导致植棉总成本维持高位。具体而言，机采棉种植成本普遍在 2750-3600 元/亩之间，手摘棉则在 3410-3960 元/亩左右。二是部分轧花厂为降低杂质对皮棉成本和品质指标的影响，将收购标准从“毛”定价改为“净”收购，虽有助于提升皮棉品质，但也增加了加工难度和成本。在新棉销售方面，2024/25 年度籽棉收购价呈现低开高走态势，前期轧花厂无论是现货销售还是通过郑棉合约套保均有利润（轧花厂加工费“保底”可达 1000 元/吨以上），因此采收初期疆内棉花企业挂单、出货积极性较高，部分大中型棉花贸易商及期现公司也及时签约预采购。此外，2024/25 年度委托轧花厂代加工的植棉大户和合作社数量较上年度大幅减少，进一步刺激了新棉销售。

然而，尽管品质提升和收购成本增加，棉花价格并未大幅上涨，主要原因是市场供应宽松和需求疲软以及轧花厂在采购和套保策略上的谨慎态度。2024 年全球棉花市场供需格局总体宽松，产量大于消费。国内方面，棉花商业库存处于高位，下游纺织企业面临订单不足、利润下滑等问题，采购需求有限。此外，国

际贸易环境的不确定性，特别是特朗普上台后可能对中国进口商品加征关税，也增加了市场观望情绪。在这种背景下，棉花价格近期呈现筑底态势，短期上涨动力不足。**轧花厂在经历了 2022 年因抢收导致的高成本困境后，变得更加谨慎。**一方面，当籽棉价格较高时，轧花厂会选择延迟采购或不采购，直到价格达到预期水平；另一方面，当期货盘面价格有利于卖出套保时，轧花厂会积极操作，而不是等待价格大幅上涨。这种策略的变化使得棉花价格波动幅度较往年有所收窄，整体处于筑底行情。

图 3 轧花厂在经历了 2022 年高成本困境后在采购和套保策略上的谨慎态度（元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2025 年棉价的影响因素主要集中在宏观环境和供需关系上，主要表现在美联储降息、国内促消费政策带来的影响以及出口面临关税冲击可能带来需求不足的挑战，此外，国家储备棉政策也对供需有较大影响。宏观方面，2024 年 9 月美联储议息会议确定降息 50 基点，自此美国开启降息周期，目前全球主要央行均已进入到降息阶段，货币流动性增加，提振棉花从业者对未来需求增长的预期，同时也将促进下游积极投产，提升终端市场对棉花的刚性消费，棉花市场受到宏观市场一定的利多支撑。**国内供给方面**，国家自去年底陆续出台稳经济、促消费政策，将会有一定效果，内需稳中有增概率大。从供应端来看，目前棉花商业库存维持在近五年同期最高水平，另外新年度植棉面积存在增加预期，供应端压力依然较大，市场利空环绕，预计棉价低位运行。**需求及出口方面**，2025 年需求端难有亮眼表现，对价格较难形成利多提振。美国作为全球纺织品服装最大进口市场和主要的棉花出口国（2023 年 9 月—2024 年 8 月，美国棉花出口 252.06 万吨，占世界总出口量的 27.4%，其中出口到中国的棉花为 93.9 万吨，占美国棉花总出口量 37.2%），特朗普政府的加征关税政策将影响全球棉花市场供需平衡，进而影响棉花的定价。长期的贸易摩擦可能促使中国加快棉

花产业的结构调整与升级，提高自给率，降低对外部市场的依赖。对于纺织行业而言，关税政策增加了生产成本，削弱了企业的盈利能力和竞争力。特别是依赖进口原料的纺织企业，可能面临更大的经营压力，甚至出现减产或停产的情况，这将进一步减少对棉花的需求，加剧市场供应过剩的局面。**储备棉方面**，国家储备棉政策是调节棉花市场供需平衡的重要手段。近年来，由于国内外棉花市场供需格局的变化，国家储备棉的库存水平整体偏低。因此，2025 年国家有望通过增加储备棉的轮入操作来调节市场供应，缓解因供应过剩带来的价格压力。国家储备棉政策调整可能在一定程度上影响市场供需平衡，但整体供应过剩的局面难以根本改变。

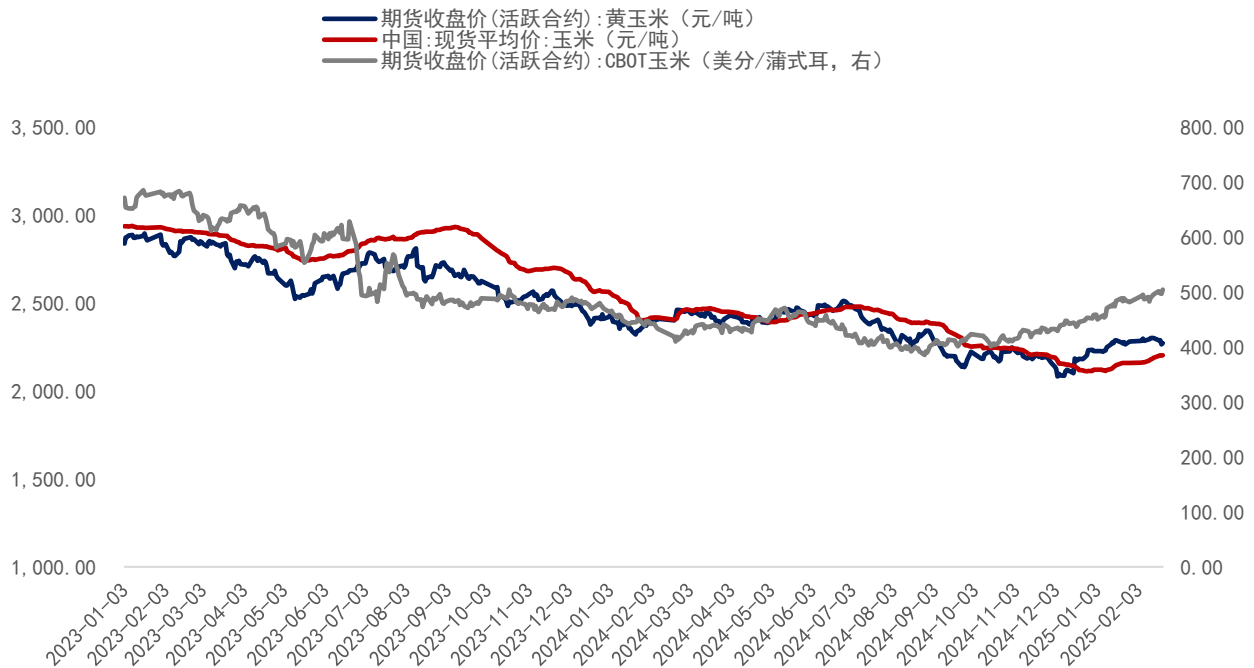
综上，2025 年棉花市场有望延续供强需求格局，终端产品出口面临较大的不确定性，虽然宏观面影响偏多，但短期宏观面对需求的提振或有限，棉花市场利空因素主导，因此棉价难涨，在终端出口不乐观形势的影响下，不排除棉价出现阶段性下探行情。

二、玉米：补库基本完成，价格有望触底回升

2024 年，国内玉米市场整体呈现供强需弱的格局，价格持续弱势运行。2025 年，玉米市场供需格局有望改善，价格有望触底回升。需求端，随着 2024 年生猪养殖行业整体扭亏为盈，2025 年养殖规模有望扩大，玉米饲料消费量预计增加。供应端，2024 年我国玉米主产区克服不利天气影响实现丰产，总产量达到 2.949 亿吨，同比小幅增长。随着国内外价差缩小和政策调整，预计 2025 年玉米进口量将大幅减少。政策层面，2025 年中央一号文件继续强调稳定粮食播种面积，推进粮油作物大面积单产提升，完善玉米大豆生产者补贴政策，确保粮食稳产丰产，为玉米市场提供有力支撑。2025 年玉米市场在进口严控、政策托底、消费企稳的背景下，供需有望回到“紧平衡”状态，价格重心有望抬升

2024 年以来玉米价格持续弱势运行，受收储及宏观政策影响，目前处于阶段性底部上行状态。2024 年年初，全国玉米均价以 2500 元/吨开局，在上半年中储粮增储政策的支撑下，均价在 2400 元/吨左右波动。然而，进入下半年后，玉米价格走势明显转弱。一方面，华北地区小麦大面积上市，小麦产量增加且价格下跌，其开秤价格在 2500 元/吨左右，对玉米市场形成直接冲击，压制玉米价格下行；另一方面，养殖规模下降导致饲料需求不振，同时进口粮源较多，进一步顶替了国内玉米的需求。尽管东北地区 2024 年玉米生产受到不利天气影响，但对全国整体供应格局影响有限。至年底，全国玉米均价跌至 2090 元/吨，全年累计跌幅达 16.4%。在玉米价格相对较低的黑龙江地区，深加工企业挂出的收购价格约为 1850 元/吨。

图 4 玉米价格走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2024 年以来玉米价格持续弱势运行，受收储及宏观政策影响，目前处于阶段性底部上行状态。2024 年年初，全国玉米均价以 2500 元/吨开局，在上半年中储粮增储政策的支撑下，均价在 2400 元/吨左右波动。然而，进入下半年后，玉米价格走势明显转弱。一方面，华北地区小麦大面积上市，小麦产量增加且价格下跌，其开秤价格在 2500 元/吨左右，对玉米市场形成直接冲击，压制玉米价格下行；另一方面，养殖规模下降导致饲料需求不振，同时进口粮源较多，进一步顶替了国内玉米的需求。尽管东北地区 2024 年玉米生产受到不利天气影响，但对全国整体供应格局影响有限。至年底，全国玉米均价跌至 2090 元/吨，全年累计跌幅达 16.4%。在玉米价格相对较低的黑龙江地区，深加工企业挂出的收购价格约为 1850 元/吨。

玉米作为我国第一大农作物，对保障国家粮食安全具有重要意义。其价格定价因素主要包括宏观因素和供需因素。宏观因素涵盖美国经济形势、税收与贸易政策、美元定价机制以及利率调整等，这些因素通过影响全球市场预期和资金流动，间接作用于玉米价格。其中，基本面依然是定价的核心因素。从宏观来看，美元偏强势表现对玉米价格产生了显著影响。一方面，地缘冲突和强劲的非农数据支撑了美元的走强。地缘冲突加剧了市场的不确定性，促使资金流向美元资产，推动美元指数上升。同时，非农数据的超预期表现反映了美国经济的韧性，进一步巩固了美元的强势地位。此外，新任总统的政策也对美元走势产生了复杂影响。尽管贸易保护政策和减税措施在一定程度上提振了美元，但“弱美元计划”因外汇稳定基金不足和多边协调机制受限，落地难度较大。在农产品定价方面，玉米作为全球重要的农产品，其出口价格多以美元定

价，例如巴西玉米的出口价格也与美元汇率密切相关。美元的强势使得以美元计价的玉米在国际市场上价格相对较高，从而抑制了需求。与此同时，全球范围内的降息预期对玉米价格的影响有限。本轮降息为非衰退式降息，时间短且幅度小，可参考 1995 年和 2019 年的类似情况。这种降息模式难以对玉米价格形成持续的支撑，玉米价格在国际市场上仍面临较大的下行压力。

基本面仍是玉米价格定价的核心因素。自俄乌冲突以来，全球粮食价格经历了大幅上行，目前正处于价格下行的尾期阶段。在此过程中，两个核心问题值得关注：一是玉米高价扩种是否已经结束？二是为何此轮价格下跌速度超出预期？从长期周期来看，粮食周期是否已经是底部反转？

目前高价扩种是否已经结束？为何此轮价格下跌速度超出预期？自俄乌冲突以来，全球粮食价格经历了大幅上涨，目前正处于价格下行的尾期阶段。之前玉米高价扩种阶段。从种植面积来看，2020 年以来巴西玉米种植面积持续扩张，累计增长约 6%，但高价扩种是否结束仍需进一步观察。本轮玉米价格下跌速度超出预期，主要原因是市场对农产品需求弹性的传统认知被打破。尽管农产品需求通常被认为具有低弹性，但当前库销比的恢复进度快于历史同期及市场预期，显示出需求端的调整速度超出以往。短期来看，全球玉米补库进程基本完成，新季玉米库存见顶回落，需求端的调整速度超出以往。下行阶段的低物价循环机制较为复杂，其中“费雪效应”表现突出。近年来，全球玉米贸易量降幅显著，2024 年降幅达 8%~14%，这也反映出需求端的持续收缩。目前，全球玉米补库进程基本完成，新季玉米库存见顶回落，虽然去化幅度有限，或成为阶段性下行趋势的结束标志。

2024 年以来，全球玉米市场呈现出供需偏紧的格局。美国农业部（USDA）最新报告显示，2024/25 年度全球玉米产量预计为 12.125 亿吨，较上月下调 188 万吨，主要由于阿根廷和巴西的产量调低。同时，全球玉米期末库存预计为 2.903 亿吨，较上月减少 300 万吨，库存用量比降至 20.46%，创下 2013/14 年度以来的最低水平。此外，南美地区因干旱等不利天气影响，玉米产量预期下调，阿根廷和巴西的玉米产量分别减少 100 万吨。尽管美国玉米出口销售保持强劲，但全球玉米供应的有效性因中国库存的庞大而被掩盖，国际市场实际可使用的玉米供应量接近 30 年最低。**国内来看，2024 年我国玉米主产区克服不利天气影响最终实现丰产，**国家统计局数据显示，2024 年玉米播种面积为 4474.07 万公顷，同比增加 1.18%；总产量为 2.949 亿吨，增幅为 2.1%；同时，玉米及其替代品进口保持在较高水平，2024 年我国进口玉米 1364 万吨，较 2023 年下降 49.7%；进口大麦 1424 万吨，同比增加 25.8%；进口小麦 1118 万吨，同比减少 7.6%；进口高粱 866 万吨，同比增长 66%。玉米、小麦、大麦、高粱总进口量 4772 万吨，同比下降 14.42%。总体上国内玉米供应量较为充足，供求关系宽松。**在需求端，**2024 年饲料养殖产品价格下降、养殖存栏下降、饲料产量下降利空玉米价格。饲料产量整体下滑。中国饲料工业协会数据显示，全国工业饲料产量合计 3.15 亿吨，比上年下降 2.1%。玉米深加工生产形势整体正常，特别是新粮上市后，原料采购成本降低有利于企业降本增效，

行业开工率明显回升，带动玉米原料需求增长。在国内市场，政策性收购对粮价波动起到了重要的逆周期调节作用。通过增加收储规模，政策性收购有助于稳定市场预期，缓解粮价下行压力。这种政策干预在一定程度上熨平了粮价的周期性波动，使得国内粮价波动幅度小于国际市场。

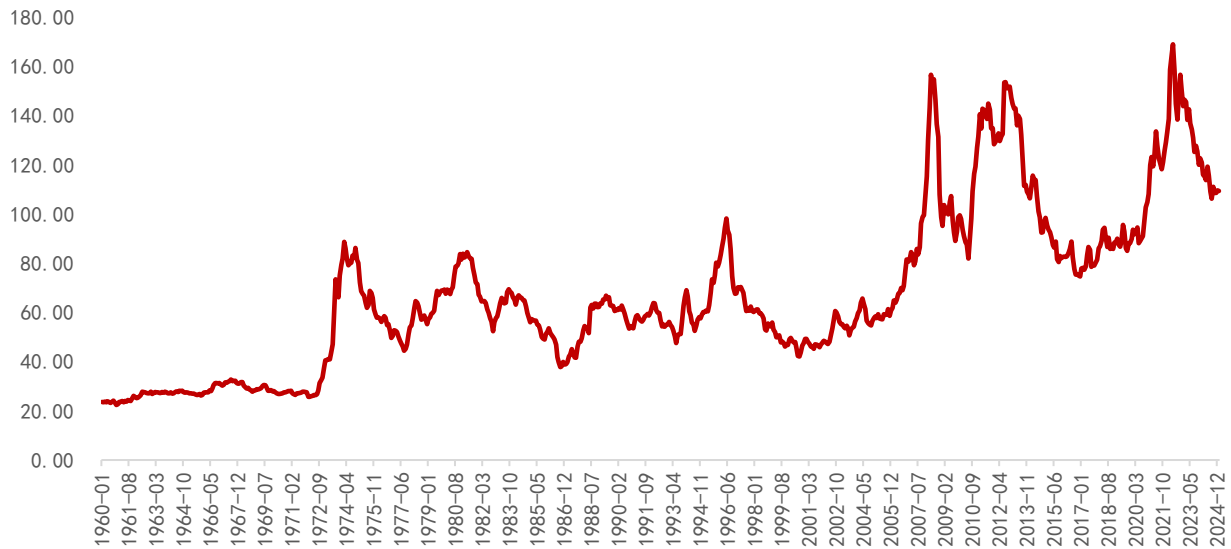
图 5 国内玉米影响因素



资料来源：中证鹏元整理

粮食周期是否已经是底部反转？粮食价格的周期性特征对市场走势具有重要影响。四大谷物在供给端和需求端面临相似的外部冲击，需求端的替代性也较强。从世界银行发布的全球谷物价格指数来看，全球粮食价格呈现出长短周期嵌套的特点。根据世界银行发布的全球谷物价格指数，粮食价格的长周期约为 10 年，而单个粮食品种的短周期则在 3~6 年不等。这种周期性波动既受到供需基本面的影响，也与全球经济、金融环境密切相关。从周期角度看，当前粮价并未达到历史经验上的底部。尽管国际玉米价格已出现阶段性反弹，但整体仍处于下跌周期的末端，时间长短尚不确定。长期来看，国际形势的不确定性以及战争等因素对全球粮食安全和价格走势仍存在潜在影响。俄乌冲突以及巴以冲突等地缘政治事件，不仅直接冲击了粮食生产、供应链和价格，还加剧了全球粮食市场的不稳定性。例如，俄乌冲突导致全球小麦、玉米等主要粮食品种的供应受到干扰，进而推高了国际粮食价格。此外，全球粮食市场还面临着气候变化、极端天气事件以及贸易保护主义抬头等多重挑战，这些因素相互交织，进一步增加了粮食市场的不确定性。

图 6 从全球谷物价格指数看全球粮食周期：长周期 10 年，短周期 3~6 年（1960-2024）



资料来源：世界银行，Wind，中证鹏元整理

2025 年玉米有望触底回升。对于 2025 年玉米价格走向，从需求侧来看，据农业农村部数据，2024 年生猪养殖行业整体扭亏为盈，2025 年养殖规模有望扩大，预计 2025 年玉米饲料消费会出现一定增长；考虑到当前玉米供应充足，整体价格重心仍会处在相对低位，玉米深加工利润有望持续，企业采购积极性仍会维持较高水平，年度玉米消耗有望继续攀升。供应端，在种植面积相对稳定的前提下，农业技术和天气条件对玉米产量具有重要影响。进口方面，自 2020 年以来，我国玉米进口量多年保持高位，在 4 年的时间里，累计进口的玉米量就超过 1 亿吨，对国内玉米价格带来了较大的冲击，但超进口配额是权衡国内外市场情况的主动选择，具有一定的阶段性特征。随着我国玉米产量的提升和供需缺口的缩小，以及国内外价差缩小和政策调整，未来玉米进口量将会大幅减少，预计 2025 年进口玉米或将降至关税配额以内，也就是 720 万吨以下。

同时，政府的农业补贴政策、粮食储备政策等都会对玉米市场产生直接或间接的影响。中储粮集团公司及所属相关企业近期在东北等玉米主产区增加 2024 年国产玉米收储规模，积极入市开展收购，积极发挥稳市场稳预期作用，将对后市产生积极影响。**2025 年 2 月，中央一号文件发布，继续强调稳定粮食播种面积，重视单产和品质提升，确保粮食稳产丰产。在农产品方面的重点有：推进粮油作物大面积单产提升、扶持畜牧业稳定发展、落实稻谷、小麦最低收购价政策，完善玉米大豆生产者补贴、稻谷补贴政策，稳定耕地地力保护补贴政策、完善农产品贸易与生产协调机制等等。**此外，国内外市场替代品价格的变化也会对玉米价格产生影响。玉米的替代品包括小麦、大豆、高粱等粮食作物。因此，在分析玉米市场走向时，需要

综合考虑替代品价格的变化情况。总体来看，2025年，预计在进口严控、政策托底、消费企稳的背景下，玉米供需有望回到“紧平衡”状态，多重支撑下，玉米价格有望触底回升，期价走势预计在2100元/吨-2400元/吨之间运行。

三、生猪：养猪行业峰回路转，景气度提升，2025年供应正常偏高

2024年生猪价格呈现“倒V”走势。产能自5月开始回升，年底能繁母猪存栏量达4078万头，较4月低点增加2.3%，产能处于正常偏高水平，产能调减使得养猪利润显著改善，从2023年的亏损76元/头转为2024年盈利200元/头。需求端整体偏弱，2025年上半年需求低迷，下半年有望好转。进口量下降，冻品库存减少，支撑下半年猪价。2025年生猪市场供应正常偏高，养殖端有望保持小幅盈利

猪价先扬后抑，走出“倒V”走势。据国家统计局公布的数据，2024年1月上旬到5月中旬，市场供需关系较为和谐，猪价波动幅度较小，生猪价格始终徘徊在15元/公斤，5月下旬上涨到16.8元/公斤此后继续震荡上扬，7月中旬上涨至19元/公斤，8月上旬涨至20.5元/公斤，8月中旬达到年内高峰20.9元/公斤。但局面并未维持太久，8月下旬下滑，9月下旬下滑至18元/公斤，11月上旬至17元/公斤，此后在15元/公斤-16元/公斤附近震荡。

图7 生猪价格走势

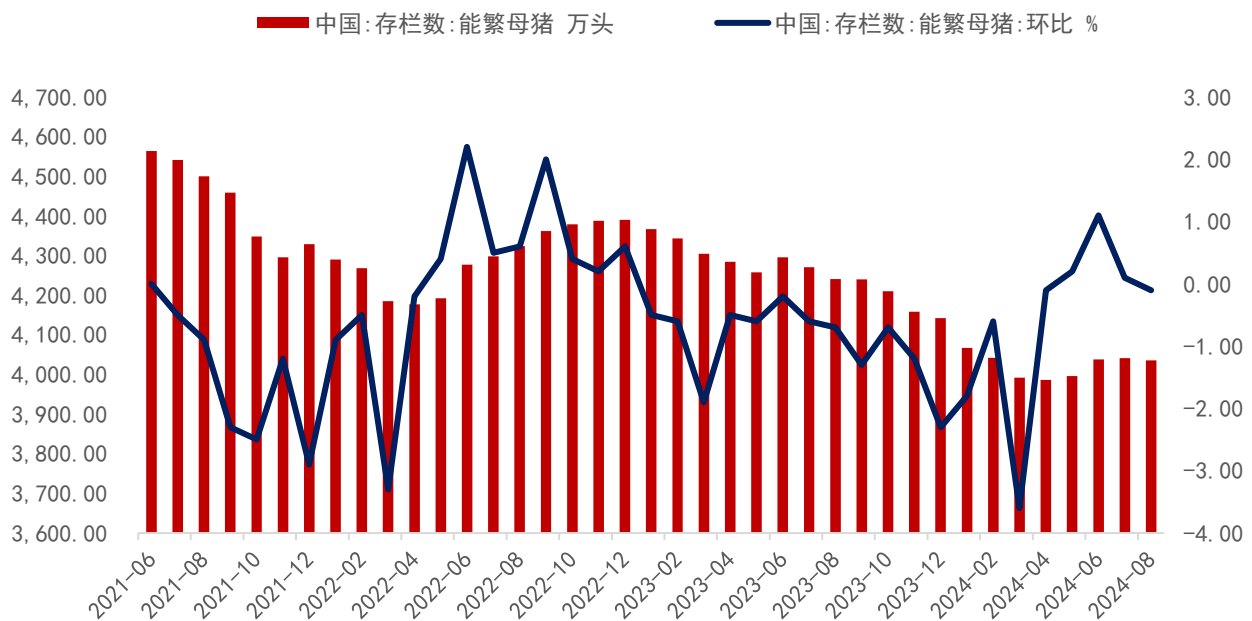


资料来源：Wind，中证鹏元整理

养猪行业峰回路转，景气度大幅度提升，行业扭亏为盈。2024年养猪行业景气度大幅度提升，行业扭亏为盈。产能是影响生猪价格的核心因素之一。2024年，能繁母猪存栏量自5月开始逐步回升，至年底已

接近产能调控绿色合理区域的上限。据农业农村部数据，2024年12月能繁母猪存栏量为4078万头，较4月低点增加2.3%，表明产能处于正常偏高水平。这种产能增长将对2025年的生猪供应产生直接影响，预计2025年上半年生猪供应量将增加。全年生猪出栏70256万头，下降3.3%；年末生猪存栏42743万头，下降1.6%。2024年生猪产能得到合理调减，相较2023年的72662万头减产约2400万头。这也直接反映在养猪利润之上，2023年养猪亏损约76元/头，2024年养猪盈利约200元/头，两者之间相差约276元/头。

图8 产能4月去化到位，之后缓慢增长至2024年底4078万头



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

从需求端来看，随着新冠疫情的影响逐渐消退，市场经济缓慢复苏，猪肉消费在逐步恢复中，但整体需求仍然偏弱，根据USDA预测，2024年中国猪肉消费量为5772.5万吨，同比减少3.37%。一方面是由于追求健康的消费理念和人口老龄化的进一步加深，部分猪肉消费将更多向禽肉、鱼肉等产品转移；另一方面，由于经济发展放缓，居民家庭收入不足预期，人们对猪肉的价格波动更加敏感，消费意愿有所降低；中长期猪肉消费市场呈缓慢下降态势。2025年上半年，春节后猪肉消费进入传统淡季，需求端难以对猪价形成有力支撑。不过，随着宏观政策加码带动消费复苏，下半年需求有望好转。

进口方面，进口猪肉量和冻品库存的变化也对市场供需产生影响。2024年，猪肉进口量降至低位，1-11月进口量为98万吨，同比下降32.7%，冻品库存持续下降，一定程度上支撑了下半年生猪价格的反弹。市场情绪方面，2024年二次育肥和仔猪补栏情绪高涨，但整体较为谨慎，未出现极端压栏或过度投机行为。这种情绪的理性表现使得猪价波动相对平稳，但也限制了价格的进一步上涨。政策调控方面，政策调控和疫

病影响也是影响生猪市场的重要因素。2024 年，冬季仔猪腹泻等疫病导致部分产能损失，支撑了生猪价格。此外，国家产能调控实施方案的实施，使得能繁母猪存栏量保持在合理区间，避免了产能的过度扩张。

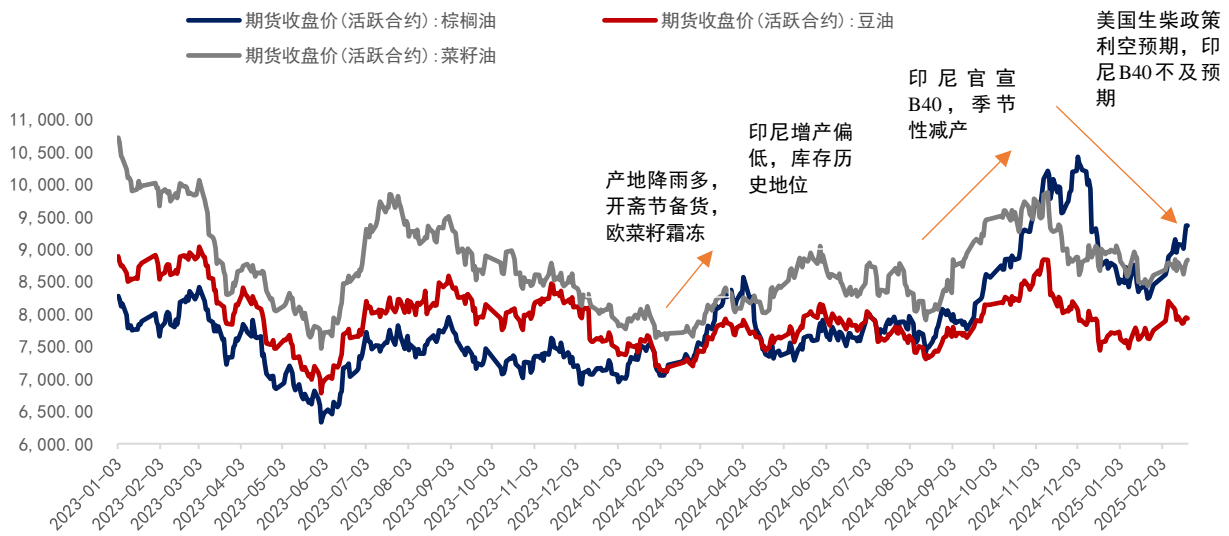
综合来看，2025 年生猪市场面临供应增加和需求相对平淡的局面，供应正常偏高。上半年，由于能繁母猪存栏量的增加，生猪供应量预计上升，生猪供应将呈现正常偏高的状态，但不会出现大幅供应压力的局面。而消费端的季节性低迷将对猪价形成下行压力。下半年，需求端的季节性改善和政策调控有望对猪价形成一定支撑。预计 2025 年全年生猪价格将在 13-18 元/公斤之间窄幅震荡，养殖端有望保持小幅盈利。需关注市场仍存在不确定性，包括疫病风险、市场情绪波动以及宏观政策调整等。这些因素可能对生猪价格产生阶段性影响。

四、油脂：产地政策变动带来市场波动加剧

2024 年，全球植物油市场呈现重心大幅上移的态势，棕榈油与豆油、菜油走势分化显著。全球植物油供需偏紧，消费增量超过产量增量，库销比降低。东南亚棕榈油处于季节性减产阶段，马来西亚棕榈减产去库，棕榈油供应相对豆油、菜籽油偏紧，但影响偏短期。2025 年上半年，全球植物油市场整体呈现供应宽松态势，2025 年棕榈油或将继续引领市场，供需偏紧格局支撑其价格，但印尼 B40 政策的不确定性带来风险。豆油供应充足，价格预计保持稳定，但需关注贸易政策变化。菜籽油供需紧张，价格可能维持高位，中加经贸关系是关键变数。关注巴西大豆集中上市后成本端下降、印尼生物柴油政策、美国生物柴油政策、美加经贸关系带来的影响

2024 年，全球植物油市场呈现重心大幅上移的态势，棕榈油与豆油、菜油走势分化显著。上半年，马来西亚棕榈油产量增幅不及预期，叠加欧洲菜籽霜冻灾害，推动油脂价格短暂冲高。随后，美国大豆丰产预期增强，油脂价格转弱下跌。进入下半年，印尼棕榈油减产以及 2025 年生物柴油消费增加的预期推动棕榈油强势上涨，最高价格突破 10000 元/吨。相比之下，豆油和菜油因自身基本面偏弱，涨幅相对有限。全年来看，油脂行情整体呈现震荡上行走势，棕榈油表现最为强劲，涨幅达 24.5%；菜油紧随其后，涨幅为 12.5%；豆油走势相对温和，涨幅仅为 1.5%。然而，随着美国生物柴油政策利空预期以及印尼 B40 政策不及预期的影响，整体油脂价格开始回落。

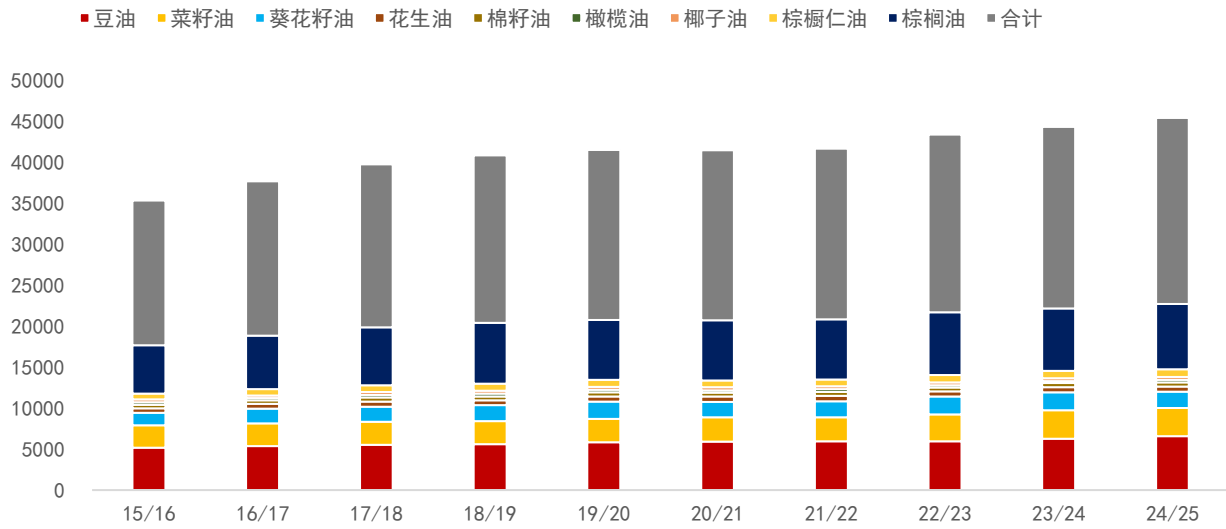
图9 油脂价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

从供需来看，全球植物油供需偏紧，消费增量超过产量增量，库销比降低。东南亚棕榈油处于季节性减产阶段，马来西亚棕榈减产去库，棕榈油供应相对豆油、菜籽油偏紧，但影响偏短期。2024/25 年度全球植物油产量为 2.27 亿吨，增幅 2.41%，增量为 533 万吨。消费量为 2.24 亿吨，增长 3.06%，增量 644 万吨。消费增量超过产量增量，全球植物油库存下降 204 万吨至 2790 万吨，库销比降至 12.46%。巴西大豆的丰产预期为全球大豆市场奠定了偏宽松的基调。东南亚棕榈油处于季节性减产阶段，马来西亚棕榈减产去库，棕榈油供应相对豆油、菜籽油偏紧，但影响偏短期。根据马来西亚棕榈油局（MPOB）的数据，2025 年 1 月马来西亚棕榈油产量降至 124 万吨，环比下降 16.8%，同比下降 11.4%，产量低于市场预期，其中马来西亚半岛产量减少 16.52%，东马来西亚产量减少 11.13%。2024 年 11 月至 12 月，印尼部分地区遭遇涝灾和泥石流，进一步加重了减产周期下的减产幅度。2025 年 1-2 月为传统减产季，加上 3 月斋月的影响，一季度产量难以恢复，预计要到 4 月份之后产量才能逐步上升。值得注意的是，当前的棕榈油产量主要取决于 3~5 年前的种植面积和生长条件。印尼近年来的种植面积有所增加，但新种植的油棕树需要 3~5 年才能开始结果，因此短期内产量的增加主要依赖于现有种植面积的产量恢复，因此减产只是短期影响因素。

图 10 全球植物油产量（万吨）



资料来源：USDA，中证鹏元整理

表 2 全球棕榈油供需平衡表（万吨）

年度	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	年度差额
期初库存	1602.1	1522.5	1667.1	1662.7	1592.3	-70.4
产量	7336.5	7317.2	7662.5	7625.9	7962.9	337
进口	4686.2	159.5	4712.4	4293.3	4458.2	164.9
总供应量	13624.8	12999.2	14042	13581.9	14013.4	431.5
出口	4855.6	4390.1	4952.1	4480.1	4658.4	178.3
工业消费	2350.9	2288.4	2538.5	2612.3	2716.3	104
食用消费	4825.8	4588.2	4822.5	4837.8	5060.5	222.7
其他消费	70	65.4	66.2	59.4	55.5	-3.9
总需求	12102.3	11332.1	12379.3	11989.6	12490.7	501.1
期末库存	1522.5	1667.1	1662.7	1592.3	1522.7	69.6

资料来源：USDA，中证鹏元整理

表 3 全球豆油供需平衡表（万吨）

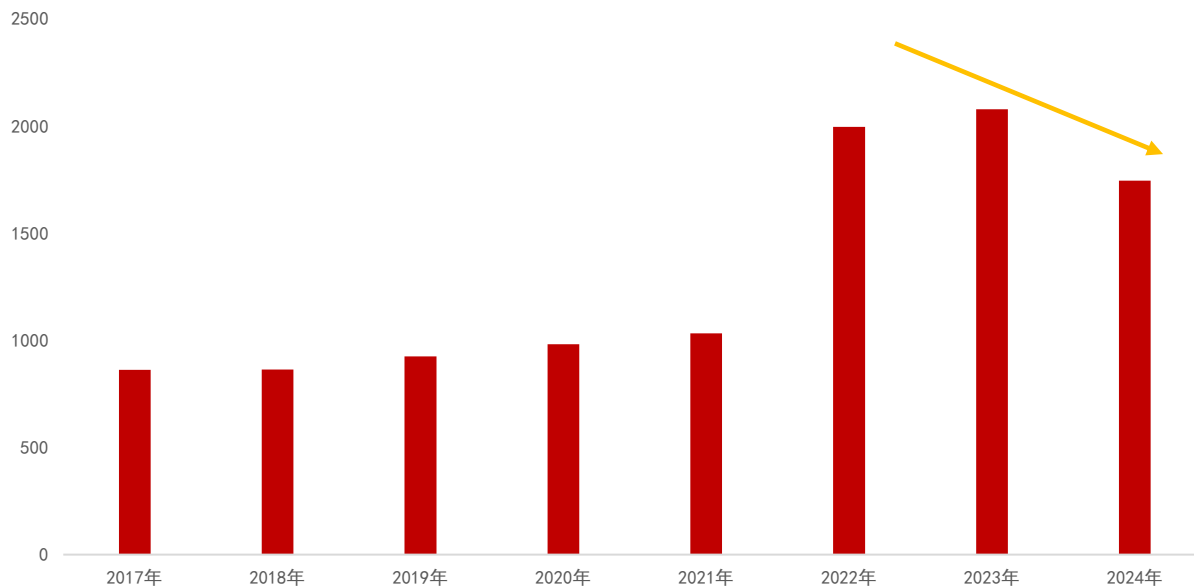
年度	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	年度差额
期初库存	567.8	591.5	510.5	502.6	530	27.4
产量	6006.4	6004.7	5956.6	6274.2	6585.7	311.5
进口	1169.2	1134.1	1081.4	1045.1	1179	133.9
总供应量	7743.4	7730.3	7548.5	7821.9	8294.7	472.8
出口	1260.8	1243.7	1171.2	1177.1	1264.8	87.7
工业消费	1139.9	1207.6	1308.3	1436.7	1545.6	108.9
食用消费	4743.2	4762	4560.4	4672.1	4975.7	303.6
其他消费	8	6.5	6	6	6	0
总需求	7151.9	7219.8	7045.9	7291.9	7792.1	500.2
期末库存	591.5	510.5	502.6	530	502.6	502.6

资料来源：USDA，中证鹏元整理

2025 上半年，全球油料仍处于供应宽松阶段，主要贡献来自巴西大豆的增产预期，关注巴西大豆集中上市后成本端塌陷带来的影响。此外，印尼生物柴油政策、美国生物柴油政策、美加经贸关系也将影响油脂需求端。

关注巴西大豆集中上市后成本端塌陷。2025 年对于根据巴西植物油行业协会（ABIOVE）的最新预测，2025 年巴西大豆产量预计将达到创纪录的 1.717 亿吨，较上一年增长 11.9%。这一产量增长主要得益于巴西中北部地区良好的天气条件和单产的恢复性增长。此外，巴西的大豆种植面积也在稳步增加，预计 2025 年将达到 4760 万公顷，同比增长 1.7%。巴西大豆的丰产对豆粕和豆油市场产生了连锁反应。预计 2025 年巴西的豆粕产量将达到 4410 万吨，同比增长 3.8%，而豆油产量也将增长 3.6%，达到 1145 万吨。同时，巴西的大豆出口量预计将创下历史新高，达到 1.061 亿吨，较 2024 年增长 7.4%。二三季度是美豆播种面积及天气的交易阶段，若美豆播种面积下降明显、产区天气不利，4 季度油料供需压力减弱。

图 11 2024 年以来巴西大豆成本有大幅度下降（美分/蒲式耳）



资料来源：中证鹏元测算

印尼生物柴油政策加剧棕榈油供应紧张。印尼能源和矿产资源部已签署法令，为 2025 年分配 1560 万千升生物柴油配额，较 2024 年增加 20%。该国原计划于 2025 年 1 月 1 日强制推行 B40 生物柴油（含 40% 棕榈油），但因监管问题推迟至 2 月底全面实施。过渡期结束后，生物柴油生产商需适应新的掺混比例。其中，755 万千升用于公共服务部门，由国家棕榈油基金补贴，其余 807 万千升按市场价格销售。B40 政策的实施预计将使印尼用于生物柴油的棕榈油用量从 1100 万吨增至 1390 万吨。B40 政策将生物柴油中的棕榈油掺混比例从 35% 提高到 40%，预计每年将使印尼国内用于生物柴油的棕榈油用量从 1100 万吨增加至 1390 万吨。这将显著提升国内棕榈油的需求，进而推动棕榈油价格上升。B40 政策的实施将使印尼的棕榈油出口量减少，或使国际市场上的棕榈油供应紧张。

美国生物柴油政策的不确定性。美国环保署推迟了 2026 年生物燃料掺混目标的最终确定，计划于 2025 年 3 月提议，12 月最终确定。特朗普政府对生物柴油的支持力度较拜登政府偏弱，且其政策细节需待总统签字生效。此外，美国披露的 45ZCF-GREET 模型测算结果显示，菜籽油在生物燃料中的排放率超过最低减排要求，无法获得税收抵免。次政策或影响菜籽油需求，增加了未来生物燃料需求的不确定性。

综上，2025 年棕榈油或将继续引领市场，供需偏紧格局支撑其价格，但印尼 B40 政策的不确定性带来风险。豆油供应充足，价格预计保持稳定，但需关注贸易政策变化。菜籽油供需紧张，价格可能维持高位，中加经贸关系是关键变数。关注巴西大豆集中上市后成本端下降、印尼生物柴油政策、美国生物柴油政策、美加经贸关系带来的影响。

免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。

本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其他任何第三方的授意、影响，特此声明。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳 地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼 邮编：518040
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

北京 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022
电话：010-66216006 传真：010-66212002

上海 地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120
总机：021-51035670 传真：021-51035670

湖南 地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000
电话：029-88626679 传真：029-88626679

江苏 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019
电话：025-87781291 传真：025-87781295

四川 地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140

山东 地址：山东省济南市历下区龙奥西路 1 号银丰财富广场 B 座 1302 室
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

陕西 地址：陕西省西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 座 803 室
电话：029-88626679 传真：029-88626679

香港 地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
电话：+852 36158342 传真：+852 35966140