

# 豆粕逢高空，59 反套，豆菜粕价差做缩

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号

## 报告要点

## ——豆粕逻辑追踪系列（九）

《豆粕逻辑追踪系列》旨在跟踪豆粕市场交易逻辑，挖掘交易机会，与市场参与者共同实现研究价值转化。本篇为第 9 篇。欢迎交流！

## 农产品组研究团队

研究员：

李兴彪

从业资格号：F3048193

投资咨询号：Z0015543

李青

从业资格号：F3056728

投资咨询号：Z0014122

刘高超

从业资格号：F3011329

投资咨询号：Z0012689

王聪颖

从业资格号：F0254714

投资咨询号：Z0002180

吴静雯

从业资格号：F3083970

投资咨询号：Z0016293

李艺华

从业资格号：F03086449

投资咨询号：Z0019380

程也

从业资格号：F03087739

投资咨询号：Z0019480

### 摘要：

**交易机会：豆粕逢高空，5-9 反套，豆菜粕价差做缩**

#### （一）豆粕逢高空，5-9 反套

##### 1. 供需定量：

节后第一周，豆粕表现偏强。因节后部分企业补库，但油厂开机率尚低。随着油厂开机率回升，下游阶段性补库结束，市场预计回到南美大豆供应压力主导。

后期供需转宽松还是趋紧？

1) 巴西惜售是一时的，随着阿根廷旱情缓解或解除，丰产压力会再度凸显，接下来有可能巴西升贴水继续下跌。2) 中国油厂利润会好转一些，进口量同比下降，但预估值可能不断上调，同比降幅收窄。3) 国内需求本周前两天补现货，但成交量环比不断走低，现货报价昨天下调 30-40 元/吨，表明现实需求还是弱。4) 长期看，国内养殖要恢复，需要给出养殖利润，按照目前存栏绝对值和产能去化，预计上半年看不到。豆粕需求可能面临存栏下降和利润亏损“双杀”。5) 而放在整个产业链去看，利润集中在上游，中游同比恶化，下游仍在深亏。预计产业链仍处于上游增产引领的跌价周期中。预计美豆要跌破成本，产区要真正亏钱，跌价周期才能结束。另外一个路径，是需求托底价格，但需要养殖端先走完去产能周期。

##### 2. 价格运行驱动看趋势及节奏：

未来 1-3 个月，价格运行的核心驱动：大豆产区降价格。

次要矛盾：需求情况

3. 价格驱动验证及高频跟踪方式：关注巴西升贴水报价、国内豆粕销售、中国进口大豆到港数据、养殖存栏和下游豆粕库存

**推荐机会：豆粕逢高空（3060 附近压力位）；豆粕 5-9 反套（当前-85，目标-140）；**

风险提示：生猪价格回升提振豆粕需求；产区天气炒作再起

#### （二）豆菜粕 05 合约价差做缩：空豆粕多菜粕

##### 1. 供需定量：

我们在 2024 年报中提到，正常情况下，3 月中旬后随着气温回升，水产备货启动。即需求节奏差异主导豆菜粕价差变化。但节后两湖地区冻雨，威胁菜籽产量。市场从炒作弱现实转到炒作强预期，价格主导因素从需求变化，提前转为供应变化。

对菜籽减产预期的判断：

基本逻辑：参考 2008 年，受冻雨影响的菜籽减产 10%。当前年度菜籽大概率减产 国内菜粕供应量下降 对进口菜籽压榨菜粕，进口菜粕需求增加 利多盘面。

菜籽损失评估：

农作物受灾是否及损失程度通常与其生长阶段关系密切。通过对农户种子购销时间、播种时间的了解，当前生长菜籽大致分为早中晚播种三种情况，分别按照 30%、40%、30%的比例估算，依次对应摘薹、开花、抽薹阶段，预计减产幅度 35-40%、15-20%、5%不等。综合测算减产幅度 15-20%。年度实际减产幅度，还需后续持续跟踪。

##### 2. 价格运行驱动看趋势及节奏：

未来 1-2 个月，价格运行的核心驱动：菜籽供应端减产预期增强，供应量预期下调，菜粕下游需求备货启动。

次要矛盾：生猪价格企稳回升，提振豆粕需求。

3. 价格驱动验证及高频跟踪方式：菜籽产区降水温度、菜粕现货报价、巴西大豆升贴水、生猪价格，豆粕现货成交量

**推荐机会：豆菜粕价差做缩（当前 551，目标 400）；**

风险提示：气温偏低水产需求延迟；天气好转减产预期消退

## 目 录

摘要: .....	1
一、 行情回顾: 反弹, 乏力.....	3
二、 行情展望: 产区供应增压, 弱需求价格寻底中 .....	3
三、 交易机会: 豆粕逢高空, 5-9 反套, 豆菜粕价差做缩 .....	4
(一) 豆粕逢高空, 5-9 反套 .....	4
(二) 豆菜粕 05 合约价差做缩: 空豆粕多菜粕 .....	4
四、 重要数据跟踪 .....	6
免责声明 .....	9

## 图表目录

图表 1: 美豆和连粕反弹乏力 .....	3
图表 2: 豆粕 5-9 价差; 豆菜粕 5 月合约价差 .....	6
图表 3: 巴西大豆升贴水小幅反弹, 大概重回跌势; 进口榨利回升 .....	6
图表 4: 大豆进口量和豆粕现货成交 .....	7
图表 5: 上下游豆粕库存.....	7
图表 6: 生猪养殖存栏和养殖利润 .....	7
图表 7: 菜籽进口榨利和菜籽进口量 .....	8

## 一、行情回顾：反弹，乏力

2024 年 2 月在春节前备货驱使下，盘面止跌回升。春节后首个交易日豆粕表现较强，部分企业备货，期现联动上涨。但从盘面运行看，3060 上方承压，与测算值大致一致。

海外方面，2 月前半月受巴西卖货压力主导表现偏弱，后半月阿根廷干旱担忧刺激，巴西惜售等利多因素作用下，市场止跌。不过很快阿根廷迎来降水，旱情缓解。美豆反弹无力延续。

图表 1：美豆和连粕反弹乏力



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 二、行情展望：产区供应增压，弱需求价格寻底中

我们延续《【中信期货农业（豆粕）】逻辑追踪系列 8：豆粕旺季不旺，产业链如何应对？——策略报告 20240130》的观点，继续看空美豆，看空巴西升贴水，看空豆粕。

1) 巴西惜售是一时的，随着阿根廷旱情缓解或解除，丰产压力会再度凸显，接下来有可能巴西升贴水继续下跌。2) 中国油厂利润会好转一些，进口量同比下降，但预估值可能不断上调，同比降幅收窄。3) 国内需求春节长期后前两天补现货，但成交量环比不断走低，现货报价还下调 30-40 元/吨，表明现实需求还是弱。下游豆粕库存天数重回低位也验证了这一点。4) 长期看，国内养殖要恢复，需要给出养殖利润，按照目前存栏绝对值和产能去化，预计上半年看不到。豆粕需求可能面临存栏下降和利润亏损“双杀”。5) 而放在整个产业链去看，利润集中在上游，中游同比恶化，下游仍在深亏。预计产业链仍处于上游增产引领的跌价周期中。预计美豆要跌破成本，产区要真正亏钱，跌价周期才能结束。而另外一个可能的路径，是需求托底价格，但需要养殖端先走完去产能周期。

### 三、 交易机会：豆粕逢高空，5-9 反套，豆菜粕价差做缩

#### （一）豆粕逢高空，5-9 反套

##### 1. 供需定量：

节后第一周，豆粕表现偏强。因节后部分企业补库，但油厂开机率尚低。随着油厂开机率回升，下游阶段性补库结束，市场预计回到南美大豆供应压力主导。

##### 后期供需转宽松还是趋紧？

1) 巴西惜售是一时的，随着阿根廷旱情缓解或解除，丰产压力会再度凸显，接下来有可能巴西升贴水继续下跌。2) 中国油厂利润会好转一些，进口量同比下降，但预估值可能不断上调，同比降幅收窄。3) 国内需求本周前两天补现货，但成交量环比不断走低，现货报价昨天下调 30-40 元/吨，表明现实需求还是弱。4) 长期看，国内养殖要恢复，需要给出养殖利润，按照目前存栏绝对值和产能去化，预计上半年看不到。豆粕需求可能面临存栏下降和利润亏损“双杀”。5) 而放在整个产业链去看，利润集中在上游，中游同比恶化，下游仍在深亏。预计产业链仍处于上游增产引领的跌价周期中。预计美豆要跌破成本，产区要真正亏钱，跌价周期才能结束。另外一个路径，是需求托底价格，但需要养殖端先走完去产能周期。

##### 2. 价格运行驱动看趋势及节奏：

未来 1-3 个月，价格运行的核心驱动：大豆产区降价格。

次要矛盾：需求情况

3. 价格驱动验证及高频跟踪方式：关注巴西升贴水报价、国内豆粕销售、中国进口大豆到港数据、养殖存栏和下游豆粕库存

推荐机会：豆粕逢高沽空（3060 附近压力位）； 豆粕 5-9 反套（当前-85，目标-140）；

风险提示：生猪价格回升提振豆粕需求；产区天气炒作再起

#### （二）豆菜粕 05 合约价差做缩：空豆粕多菜粕

##### 1. 供需定量：

我们在 2024 年报中提到，正常情况下，3 月中旬后随着气温回升，水产备货启动。即需求节奏差异主导豆菜粕价差变化。但节后两湖地区冻雨，威胁菜籽产量。市场从炒作弱现实转到炒作强预期，价格主导因素从需求变化，提

前转为供应变化。

#### 对菜籽减产预期的判断：

**基本逻辑：**参考 2008 年，受冻雨影响的菜籽减产 10%。当前年度菜籽大概率减产→国内菜粕供应量下降→对进口菜籽压榨菜粕，进口菜粕需求增加→利多盘面。

#### 菜籽损失评估：

农作物受灾是否及损失程度通常与其生长阶段关系密切。通过对农户种子购销时间、播种时间的了解，当前生长菜籽大致分为早中晚播种三种情况，分别按照 30%、40%、30%的比例估算，依次对应摘薹、开花、抽薹阶段，预计减产幅度 35-40%、15-20%、5%不等。综合测算减产幅度 15-20%。年度实际减产幅度，还需后续持续跟踪。

#### 2. 价格运行驱动看趋势及节奏：

**未来 1-2 个月，价格运行的核心驱动：**菜籽供应端减产预期增强，供应量预期下调，菜粕下游需求备货启动。

**次要矛盾：**生猪价格企稳回升，提振豆粕需求。

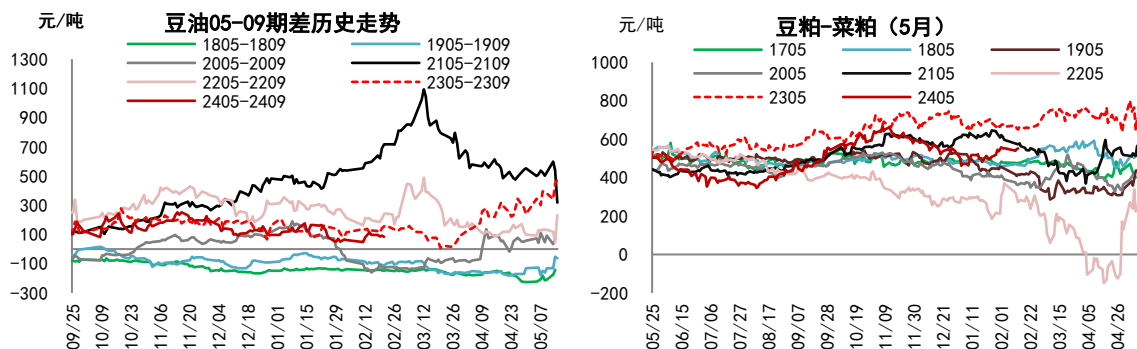
**3. 价格驱动验证及高频跟踪方式：**菜籽产区降水温度、菜粕现货报价、巴西大豆升贴水、生猪价格，豆粕现货成交量

**推荐机会：**豆菜粕价差做缩（当前 551，目标 400）；

**风险提示：**气温偏低水产需求延迟；天气好转减产预期消退

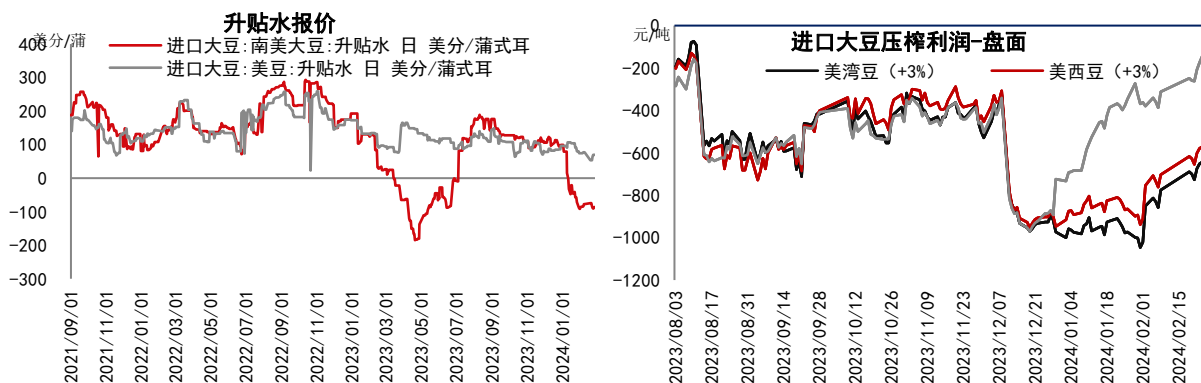
## 四、重要数据跟踪

图表 2：豆粕 5-9 价差；豆菜粕 5 月合约价差



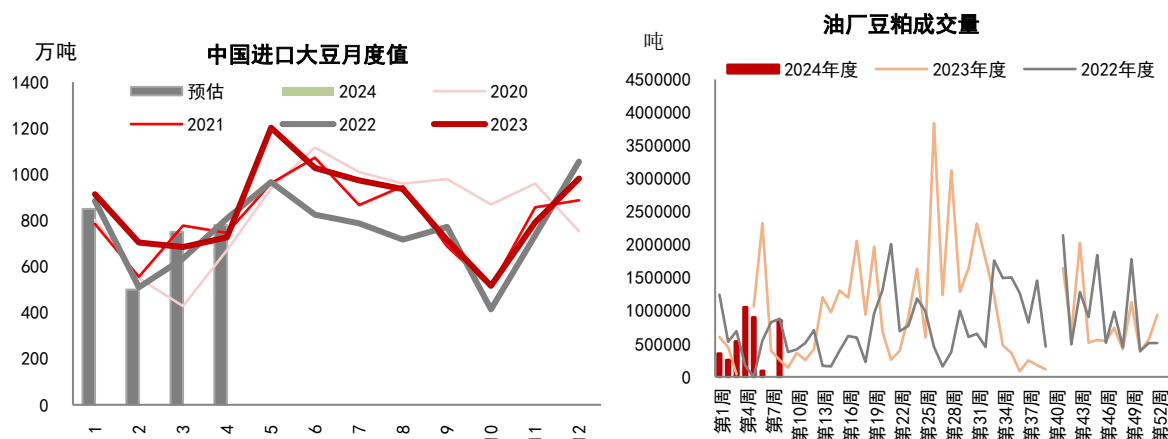
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 3：巴西大豆升贴水小幅反弹，大概重回跌势；进口榨利回升



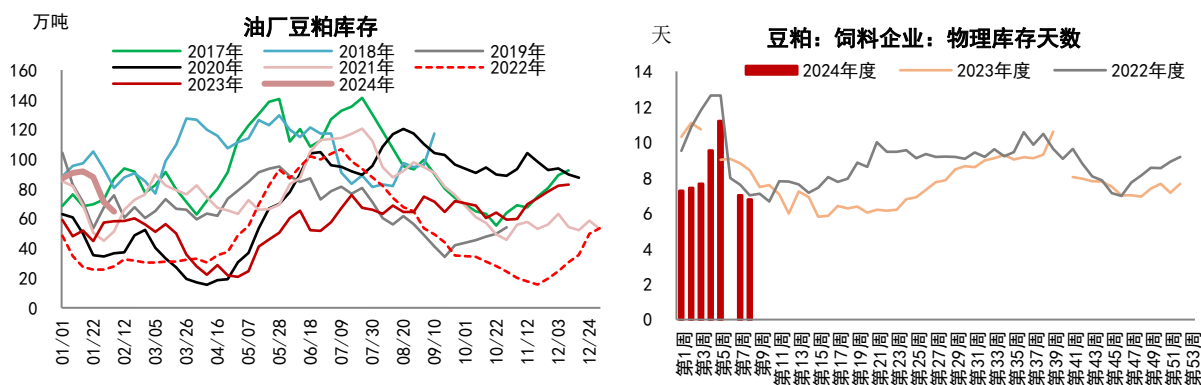
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 4：大豆进口量和豆粕现货成交



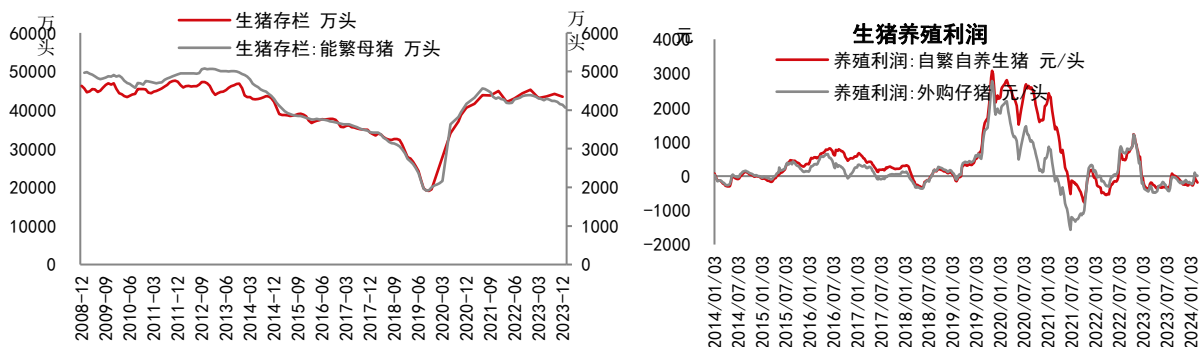
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 5：上下游豆粕库存



资料来源：Wind 中信期货研究所

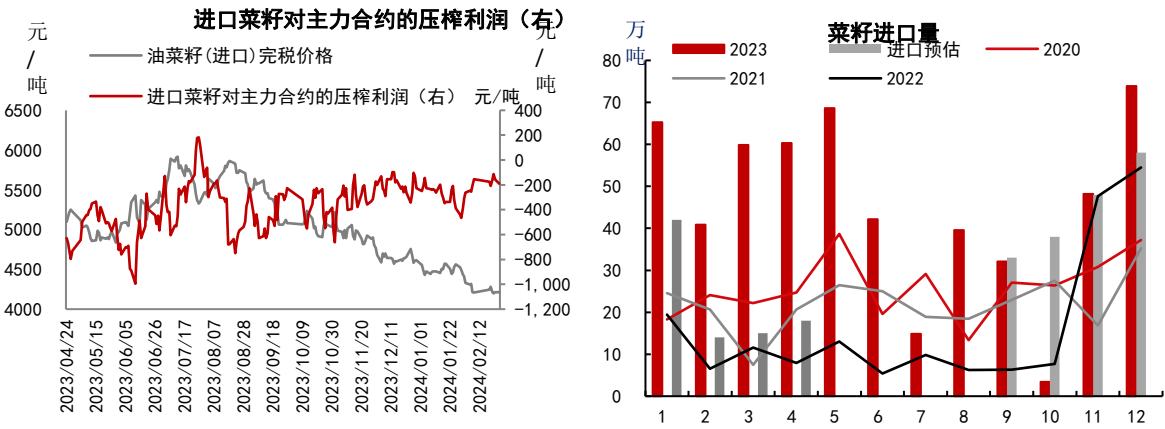
图表 6：生猪养殖存栏和养殖利润



资料来源：Wind 中信期货研究所



图表 7：菜籽进口榨利和菜籽进口量



资料来源：Wind 中信期货研究所



## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。