

# 豆粕旺季不旺，产业链如何应对？

## 报告要点

## ——豆粕逻辑追踪系列（八）

《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8篇。欢迎交流！

### 摘要：

我们早在2023年11月17日年报中就表达了看空豆粕的观点：展望2024年，预计美豆短期抗跌，2024年重心或下移。连粕短期结转库存预增，长期成本下移。菜粕价格优势凸显，豆菜粕价差有望回落。2023年四季度旺季不旺，春节后行情走势如何？产业链如何应对？潜在风险有哪些？

### 行情回顾：旺季不旺，豆粕破位下跌

2023年四季度豆粕旺季不旺。盘面受巴西天气炒作支撑，现货弱于盘面，基差回落。随着巴西12月迎来降水，盘面呈破位下跌走势。现货则延续了9月以来的疲弱，油厂卖货量少，春节前备货整体上增幅有限。

### 行情展望：供需过剩演绎中，豆粕大势仍偏空

预计国外大豆增产，豆粕年后消费淡季。供需走向过剩，豆粕大势偏空。1）种植利润利于美豆24/25年度增产。2）巴西23/24年度升贴水报价回落，中国进口大豆榨利回升，预计大豆进口量同比降幅收窄。3）生猪养殖亏损，叠加春节后消费淡季，预计豆粕消费偏弱。

### 操作建议：产业链上中下游如何应对？

基于前文所述，我们判断豆粕仍处于熊市，对豆粕市场各个参与者，我们建议：1）纯盘面交易，可逢高沽空。2）产业上游，即油厂，建议积极卖保。3）产业中游，即贸易商，建议先卖后买。4）产业下游，即养殖企业，建议随采随用，不建议多建库存。基差可逢低采购，盘面逢低点价，并积极对库存进行保值。

### 风险提示：潜在利多因素

空单持仓过节需要警惕的风险有：1）南美天气；2）下游悲观情绪提前释放；3）宏观扰动。

## 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

## 目 录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 摘要:                              | 1  |
| 一、 行情回顾:旺季不旺,豆粕破位下跌              | 3  |
| 二、 行情展望:供需过剩演绎中,豆粕大势仍偏空          | 3  |
| (一) 美豆/玉米比价偏高,美豆 24/25 年度产量预增    | 3  |
| (二) 巴西豆新作上市领跌全球市场,榨利打开中国进口量环比预增  | 4  |
| (三) 生猪养殖亏损,叠加春节后消费淡季,预计豆粕消费偏弱    | 6  |
| 三、 操作建议:产业链上中下游如何应对?             | 8  |
| (一) 纯盘面交易,可逢高沽空,前期空单续持           | 8  |
| (二) 产业上游油厂建议积极卖保                 | 9  |
| (三) 产业中游贸易商建议先卖后买                | 9  |
| (四) 产业下游养殖企业建议随买随用,保证安全库存,不宜高建库存 | 9  |
| 四、 风险提示:潜在利多因素                   | 10 |
| (一) 阿根廷仍有干旱挥之不去                  | 10 |
| (二) 下游悲观情绪提前释放                   | 10 |
| (三) 宏观扰动                         | 12 |
| 免责声明                             | 13 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1: 期货收盘价逐步回落,基差走低                          | 3  |
| 图表 2: 美豆/玉米比价偏高,美豆 24/25 年度产量预增               | 4  |
| 图表 3: 巴西大豆升贴水报价快速下跌,美国升贴水也受到巴西拖累              | 5  |
| 图表 4: 中国进口大豆榨利明显回升                            | 6  |
| 图表 5: 中国进口大豆采购进度加快,大豆进口到港预报上调                 | 6  |
| 图表 6: 饲料企业豆粕库存天数有一定回升,但同比仍偏低;季节性显示节后豆销售进一步下降  | 7  |
| 图表 7: 生猪养殖亏损,有待产能进一步去化                        | 7  |
| 图表 8: 空单目标位参考 120 周线 2630-2650 区间             | 8  |
| 图表 9: 当前油厂榨利回升主要得益于成本下行,同期收入也下降,应积极卖保         | 9  |
| 图表 10: 豆粕基差和现价各月份上涨均值及上涨概率                    | 10 |
| 图表 11: 当前能繁母猪存栏累计降幅 5.65%,较 2021 年累计产能去化仍偏低   | 11 |
| 图表 12: 豆粕消耗量受能繁母猪和猪价双重影响,且 2021 年猪价先于能繁母猪存栏见底 | 11 |

## 一、行情回顾：旺季不旺，豆粕破位下跌

2023 年四季度豆粕旺季不旺。盘面受巴西天气炒作支撑，现货弱于盘面，基差回落。随着巴西 12 月迎来降水，盘面呈破位下跌走势。现货则延续了 9 月以来的疲弱，油厂卖货量少，春节前备货整体上增幅有限。

图表 1：期货收盘价逐步回落，基差走低



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 二、行情展望：供需过剩演绎中，豆粕大势仍偏空

预计国外大豆增产，豆粕年后消费淡季。供需走向过剩，豆粕大势偏空。1) 种植利润利于美豆 24/25 年度增产。2) 巴西 23/24 年度升贴水报价回落，中国进口大豆榨利回升，预计大豆进口量同比降幅收窄。3) 生猪养殖亏损，叠加春节后消费淡季，预计豆粕消费偏弱。

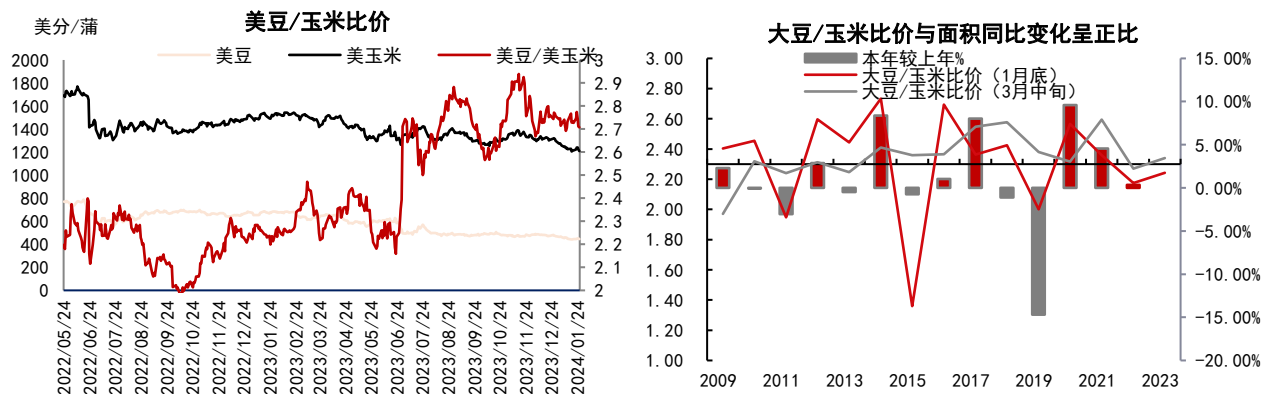
### (一) 美豆/玉米比价偏高，美豆 24/25 年度产量预增

通常，美豆/玉米比价高于 2.3 以上，美豆更有种植吸引力。1 月 26 日美豆/玉米比价 2.71，已经远远高于该水平。预计 24/25 年度美豆种植面积增长。数据显示，美豆面积变化通常和美豆/玉米比价呈正相关关系。比价高于 2.3，美豆面积同比多增，比价低于 2.3，美豆面积同比多减。

多家机构预计在 2024 年 4 月开始的新季大豆播种中，农民将更愿意增加大豆播种面积，减少玉米播种面积。2023 年 11 月 7 日，美国农业部预计 2024 年美豆播种面积为 8700 万英亩，比 2023 年增加 340 万英亩，而玉米种植面积可能会降至 9100 万英亩，同比减少 390 万英亩。标普全球普氏预计，美国玉米种植面积为 9135 万英亩，大豆种植面积为 8715 万英亩。Farm Futures 所做的 2024 年 1 月种植户调查于 2023 年 12 月 18 日至 2024 年 1 月 2 日通过电子邮件进行，收集了农业产区腹地 825 名受访者今春的种植意向，接受 Farm Futures 调查的种

植者预计，2024 年春季将种植 8500 万英亩大豆，较 2023 年增加 140 万英亩，增幅为 1.6%。如果实际情况确实如此，那么这将是美国历史上第五大大豆种植面积。按照美国农业部 52 蒲式耳/英亩的美豆单产来计算，2024 年美豆产量将同比增长近 5%，达到 43.61 亿蒲式耳，这将是美国第四大大豆收成。如果大豆播种面积增长的预期成为现实，将预示着 2024 年秋季大豆供应有望恢复性增长，从而制约大豆价格反弹空间。

图表 2： 美豆/玉米比价偏高，美豆 24/25 年度产量预增

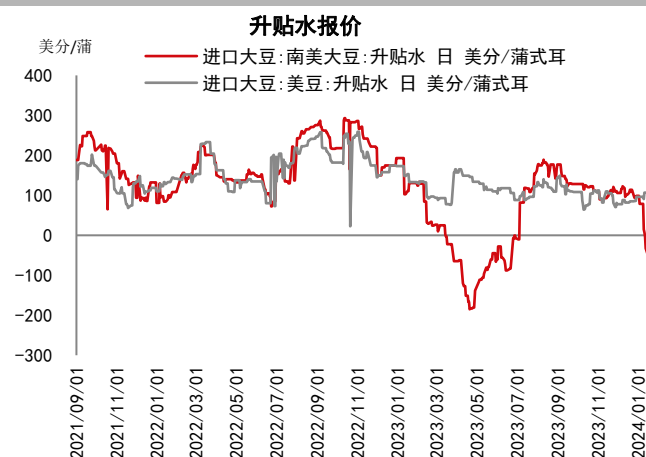


资料来源：Wind 中信期货研究所

## （二）巴西豆新作上市领跌全球市场，榨利打开中国进口量环比预增

当前全球大豆市场定价追随巴西新作大豆报价。尽管 23/24 年度巴西大豆产量预估可能下调，但随着巴西豆陆续上市，升贴水承压走低。与去年同期相比，23/24 年度巴西大豆升贴水下跌得较早。上个作物年度，2023 年 2 月 16 日左右，巴西升贴水价格呈崩溃式单边下跌。23/24 年类似下跌大概开始于 2024 年 1 月 16 日，同比去年提前一个月左右。**值得注意的是**，巴西升贴水下跌同期，去年美豆升贴水相对坚挺，而美豆升贴水报价受到了拖累。2024 年 1 月 25 日以来，美国大豆升贴水报价快速走低，1 月 28 日跌至 80 美分/蒲。巴西美国现货升贴水巨大的价差已经开始体现在现货物流层面，据悉，有一批巴西大豆准备从巴西北部港口运往美国东海岸。Brz sold Soybean to a US Crusher at -135sh LH Feb out of Itaco Port (Northern port). 而这也将进一步促使美豆平衡表转宽松，美豆承压破位下跌概率增加。

图表 3：巴西大豆升贴水报价快速下跌，美国升贴水也受到巴西拖累

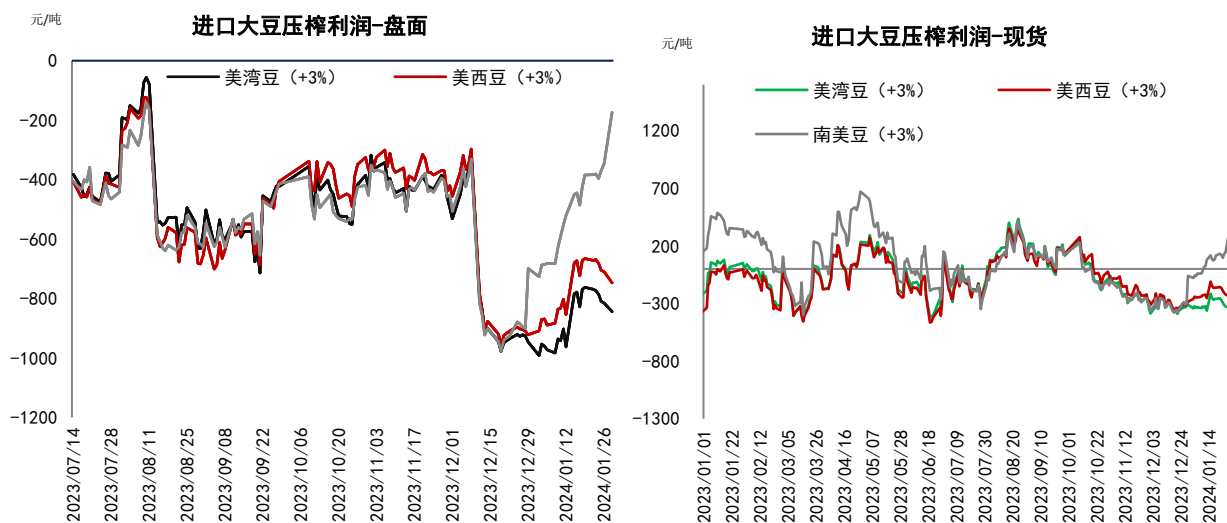


资料来源：Wind 中信期货研究所

大豆产地报价下跌，中国进口大豆榨利明显回升，尤其南美豆进口榨利，现货甚至给出正利润。油厂进口采购量也有所增加。随着 2、3 月船期采购量增加明显，2、3 月进口大豆到港预报量连续两周调增。预计 4 月进口大豆到港量也将会上调，2024 年一季度大豆进口量同比降幅或收窄。

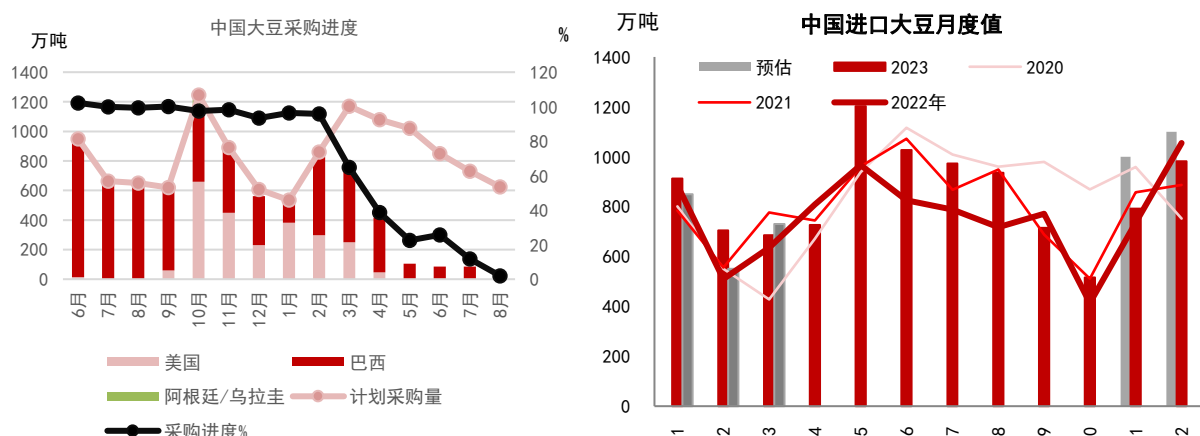
监测数据显示，截止到 1 月 23 日，1 月船期累计采购了 514.8 万吨，周度增加 6.6 万吨，采购进度为 96.26%。2 月船期累计采购了 825 万吨，周度增加 52.8 万吨，采购进度为 95.93%。3 月船期累计采购了 759 万吨，周度增加 19.8 万吨，采购进度为 64.87%。4 月船期累计采购了 416.6 万吨，周度增加 26.4 万吨，采购进度为 38.57%。5 月船期累计采购了 231 万吨，周度增加 6.6 万吨，采购进度为 22.65%。6 月船期累计采购了 217.8 万吨，周度增加 13.2 万吨，采购进度为 25.62%。7 月船期累计采购了 85.8 万吨，周度增加 6.6 万吨，采购进度为 11.75%。8 月船期累计采购了 12.6 万吨，采购进度为 2.02%。据海关数据显示，2023 年 12 月大豆进口量为 982 万吨，环比 24.0%，同比-6.92%。2023 年 1-12 月累计进口量 10171 万吨，累计同比 11.65%。1-3 月大豆进口预估 850 (+0)、550 (+50)、730 (+30) 万吨，预报累计 2130 万吨，预报累计同比-7.5%，预报累计环比-7.0%。

图表 4：中国进口大豆压榨利润明显回升



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 5：中国进口大豆采购进度加快，大豆进口到港预报上调



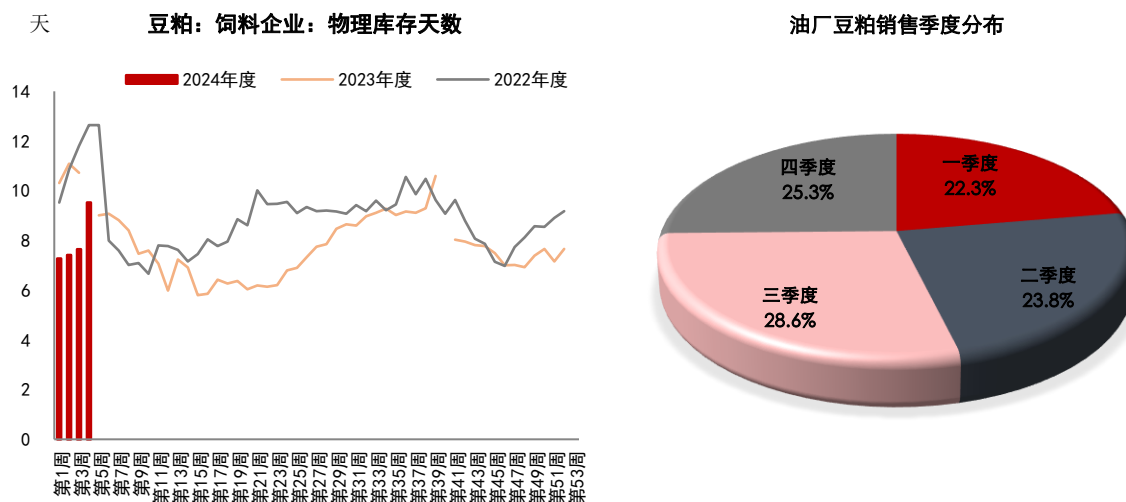
资料来源：Wind 中信期货研究所

### （三）生猪养殖亏损，叠加春节后消费淡季，预计豆粕消费偏弱

养殖亏损拖累了豆粕节前备货；春节后养殖消费淡季，预计进一步拖累豆粕需求增长。当前正值春节前备货期，饲料企业库存虽然有一定增长，但仍不及前两年同期水平。2024 年第 4 周，国内饲料企业豆粕物理库存天数为 9.53 天，上周为 7.65 天，去年同期为 0 天（春节无数据）。而按照油厂豆粕销售季节性，预计春节后消费还会进一步下降。钢联数据显示，样本油厂豆粕销售具有明显季节性，四季度占比 25.3%，一季度占比 22.3%，环比降 3 个百分点，或 11.85%。



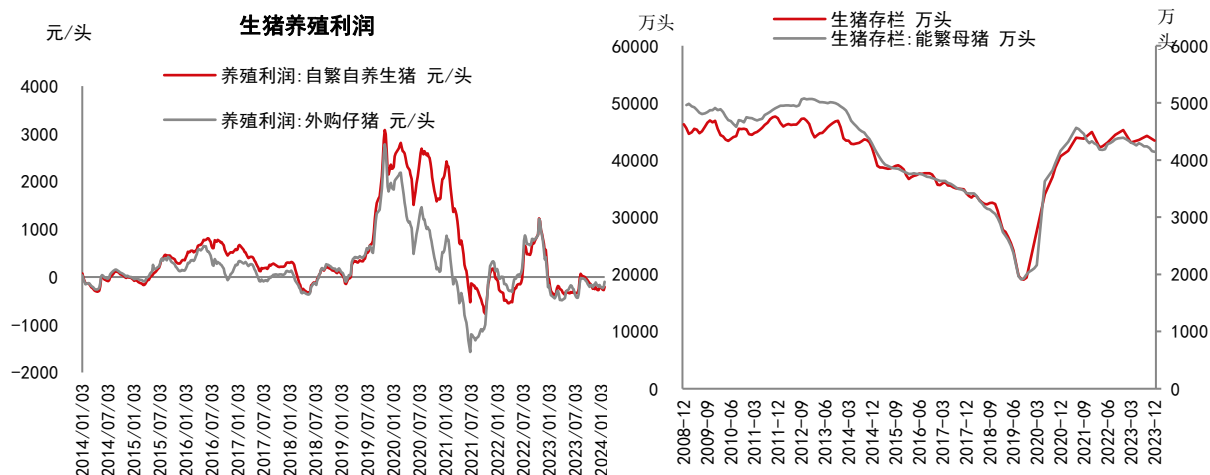
图表 6： 饲料企业豆粕库存天数有一定回升，但同比仍偏低；季节性显示节后豆销售进一步下降



资料来源：Wind 中信期货研究所

饲料养殖企业信心有效修复需要看到养殖盈利，而目前生猪养殖亏损，要扭亏为盈，有待产能进一步去化。2024 年 1 月 26 日自繁自养生猪利润-205.2 元/头，环比变化 69.48 元/头；外购仔猪养殖利润-100.89 元/头，环比变化 103.92 元/头。官方数据显示，2023 年 12 月生猪存栏 43422 万头，季环比-1.82%，同比-4.05%。2023 年 12 月能繁母猪存栏 4142 万头，月环比-0.38%，同比-5.65%。

图表 7： 生猪养殖亏损，有待产能进一步去化



资料来源：Wind 中信期货研究所

### 三、操作建议：产业链上中下游如何应对？

基于前文所述，我们判断豆粕仍处于熊市，对豆粕市场各个参与者，我们建议：1) 纯盘面交易，可逢高沽空。2) 产业上游，即油厂，建议积极卖保。3) 产业中游，即贸易商，建议先卖后买。4) 产业下游，即养殖企业，建议随采随用，不建议多建库存。基差可逢低采购，盘面逢低点价，并积极对库存进行保值。

#### (一) 纯盘面交易，可逢高沽空，前期空单续持

我们早在2023年11月17日年报中就表达了看空豆粕的观点：回顾2023年，天气干扰供应，蛋白粕先抑后扬。展望2024年，全球宽松倚赖南美增产，天气扰动不容忽视。进口大豆采购进度加快，下游亏损仍是最大症结。性价比凸显，豆菜粕价差有望收窄。预计美豆短期抗跌，2024年重心或下移。连粕短期结转库存预增，长期成本下移。菜粕价格优势凸显，豆菜粕价差有望回落。（详见《【中信期货农业（蛋白粕）】草蛇灰线，伏延千里——2024年策略报告 2023.11.17》）

之后多次以周报形式提示“逢高沽空”，“逢反弹沽空”；前期空单续持，最新空单（1月24日，入场点3050）可续持。

目标位：120周线2630-2650区间；

止损信号：技术上2900支撑若有效，且重新站稳3000。供需面，关注下文提示风险因素，如果出现，可止损。

图表 8：空单目标位参考 120 周线 2630-2650 区间



资料来源：Wind 中信期货研究所

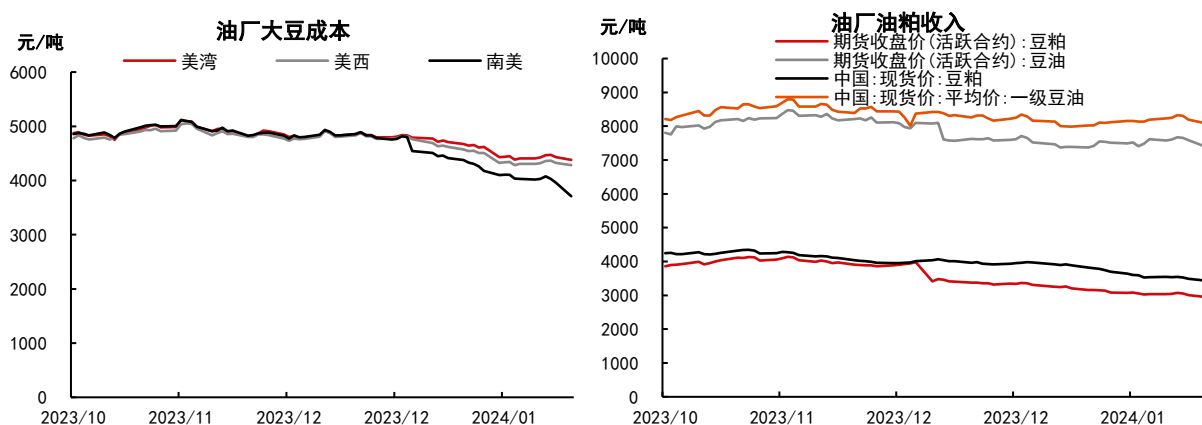


## （二）产业上游油厂建议积极卖保

基于前文所述，最近进口榨利出现。但榨利回升主要来自于产区降价，即油厂利润更多是成本下降带来的，而非收入提高。数据显示，南美豆 2023 年 12 月底报价 4806 元/吨，2024 年 1 月 29 日报价 3710 元/吨，累计降幅 96 元/吨，或 2%；同期豆粕现货/期货从 4011/3938 元/吨下跌到 3436/2952 元/吨，累计跌幅 575/986 元/吨，或 14%/25%；豆油现货/期货从 8228/7576 元/吨下跌到 8091/7400 元/吨，累计跌幅 137/176，或 1.67%/2.3%。

预计在北美豆 24/25 年度炒作天气之前，该逻辑还会持续。因此，应积极锁定产成品收入，卖出豆粕和豆油期货保值。

图表 9：当前油厂榨利回升主要得益于成本下行，同期收入也下降，应积极卖保



资料来源：Wind 中信期货研究所

## （三）产业中游贸易商建议先卖后买

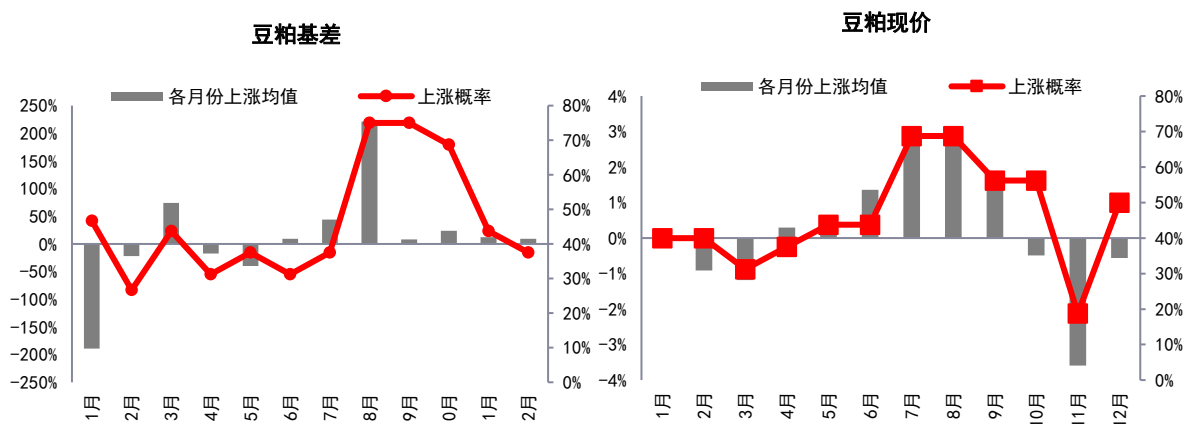
贸易商一买一卖赚取差价。在前文分析以及我们年报中所述，当前豆粕仍处于下跌大周期大趋势中。熊市中，贸易商应先卖出货，再低价买入，以达到控制成本，锁定收入，赚取利润的目的。

## （四）产业下游养殖企业建议随买随用，保证安全库存，不宜高建库存

养殖企业平日随采随用，保证安全库存即可，但春节长假前可适当多备，覆盖春节需求。但考虑熊市，总体上，不宜高建库存。

现实中，豆粕购销实行基差+点价模式。因此无论中游贸易商还是下游养殖企业都面临基差采购和盘面点价的问题。另外可能还存在对超出日常销售/消耗量的卖出保值需求。

图表 10：豆粕基差和现价各月份上涨均值及上涨概率



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 四、风险提示：潜在利多因素

空单持仓过节需要警惕的风险有：1) 南美天气；2) 下游悲观情绪提前释放；3) 宏观扰动。

### (一) 阿根廷仍有干旱挥之不去

**南美天气展望：未来一周降雨总体减少，阿根廷气温急剧上升。**美国国家海洋和大气管理局（NOAA）的报告显示，今年冬季拉尼娜现象重返太平洋水域的概率已增至 65%。NOAA 预测厄尔尼诺现象将持续活跃到今年 3 月，并极有可能延续到 4 月。海洋温度预计将在 2024 年 3 月至 5 月间开始下降。气候条件有 73% 的几率在 6 月达到中性阶段。

**拉尼娜再现，有可能给大豆增产之路平添阻碍。**上一次拉尼娜现象持续了三年，于 2023 年 3 月结束。在拉尼娜现象影响巴西期间，南方出现严重干旱，导致农作物连续歉收。拉尼娜现象通常造成巴西南部天气更为干燥和寒冷，巴西东南部和中西部通常面临午后炎热而夜间比同期平均气温更低的情况。在巴西的东北部和北部，主要是马托皮巴地区（由马拉尼昂州、托坎廷斯州、皮奥伊州和巴伊亚州组成的地区），降雨时间较长，这与厄尔尼诺现象的影响不同。

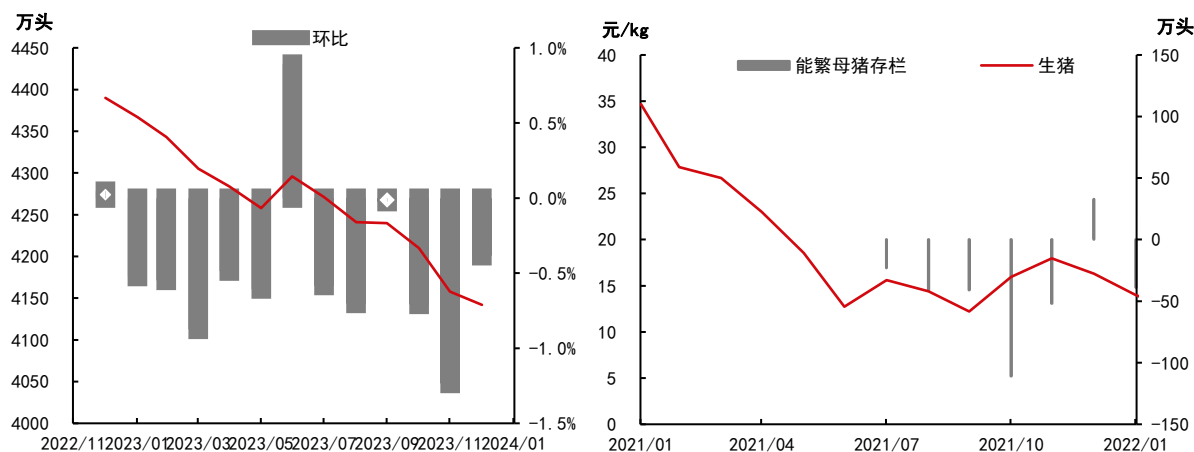
### (二) 下游悲观情绪提前释放

当前生猪行业亏损不景气，但相对其他行业，依然有一定吸引力。行业外资

金仍有潜在进入可能。

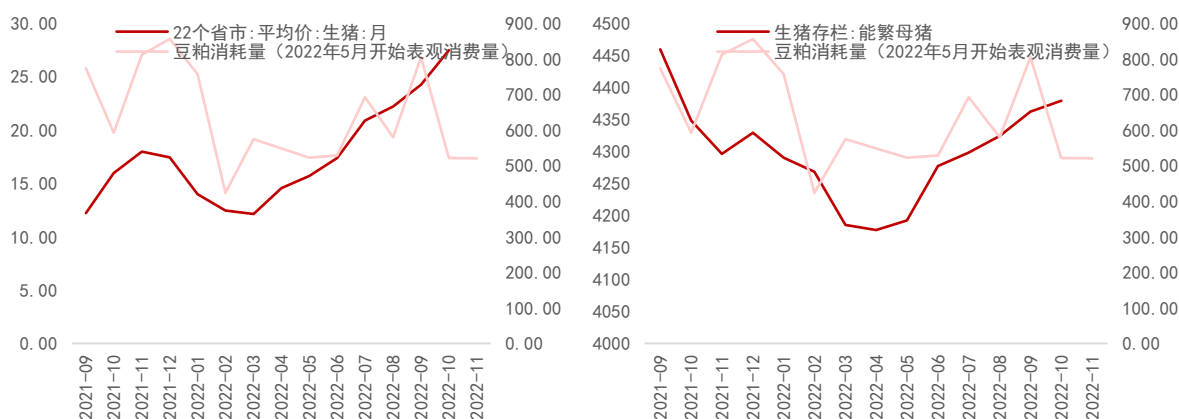
一般对行业拐点判断，以观察能繁母猪去化程度为主。2023 年除了 6 月份，其他月份能繁母猪存栏环比呈下降走势。官方数据显示，截至 2023 年 12 月，能繁母猪存栏 4142 万头，较 2022 年 12 月的 4390 万头减少 248 万头，降幅 5.65%。虽然较 2021 年累计产能去化仍偏低，但去化时间较长，且参考 2021 年 10 月生猪价格先于能繁母猪存栏见底，不排除本轮重演，从而带动下游悲观情绪提前释放。考虑当前渠道库存低，补库可能对价格构成支撑。

图表 11：当前能繁母猪存栏累计降幅 5.65%，较 2021 年累计产能去化仍偏低



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 12：豆粕消耗量受能繁母猪和猪价双重影响，且 2021 年猪价先于能繁母猪存栏见底



资料来源：Wind 中信期货研究所

### （三）宏观扰动

#### 宏观扰动可能表现为：

1) **国内节后继续宽松政策，从而利多商品，包括豆粕。**2024 年首次降准将于 2 月 5 日落地，幅度大于市场预期。在国新办 1 月 24 日举行的新闻发布会上，中国人民银行行长潘功胜表示，人民银行将于 2 月 5 日下调存款准备金率 0.5 个百分点，向市场提供长期流动性约 1 万亿元。1 月 25 日将下调支农支小再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，同时持续推动社会综合融资成本稳中有降。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7%。此次降准，围绕金融服务实体经济的根本宗旨进行，意味着 2024 年金融宽松周期继续开启，对于提振经营主体和投资者信心、稳定资本市场具有积极的作用。

2) **美国大选，中美关系可能再度紧张，影响远期大豆供应，从而利多豆粕。**2024 美国大选，在艾奥瓦州共和党预选中取得决定性胜利，以及党内“最大威胁”德桑德斯退选后，特朗普成为共和党总统候选人提名人。特朗普“商人治国，实用主义至上”的特质可能加大市场波动率。

## 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。