

# 下跌周期，无往不复

## 报告要点

回顾 2023 年，减产年份价格高点已现，筑顶行情走完。展望 2024 年，新年度增产价格承压，关注购销和 2024 年种植。短期，当前供需双淡，买卖两方僵持。长期，产增需弱价难支。考虑年度供应增长，需求偏弱，预计价格难以得到有效支撑，价格后市仍看跌。就绝对价格而言，2024 年低点可能出现在春节后。油厂合意收购价格可能在【6200-8800】。油厂收购量、节奏将决定价格最终底部。

## 摘要：

**行情回顾：减产年份价格高点已现，筑顶行情走完。**2023 年花生主力合约在减产背景下走出一段筑顶行情。22/23 年度花生减产，2023 年花生主力合约价格大部分时间维持【9000-10616】元/吨高位运行，直到 10 月底，23/24 年度新作增产，上市压力增大，花生主力合约跌破 9000 元/吨一线。

**2024 年分析与展望：年度增产价格承压，关注购销和 2024 年种植。**

**宏观：**美联储加息周期或结束，人民币贬值压力减弱。

**短期，当前供需双淡，买卖两方僵持。**农户高种植成本，油厂压榨亏损，油厂尚有一定库存。预计春节前农户惜售，价格跌幅也有限。预计盘面价格【8800-9300】区间运行。若春节前农民大量卖货，价格区间下沿可能被打破。

**长期，产增需弱价难支。**考虑年度供应增长，需求偏弱，预计价格难以得到有效支撑，价格后市仍看跌。2024 年春节后关注农户卖货量，尤其 3 月份温度回升以及春播前农户大量卖货。另外关注 2024 年花生种植和生长情况。

**就绝对价格而言，2024 年低点可能出现在春节后。**油厂合意收购价格可能在【6200-8800】。油厂收购量、节奏将决定价格最终底部。

**此外需要注意，市场是否会“预判你的预判”。**回顾过去 3 个作物年度，2021 年大丰产，2022 年大减产，2023 年丰产，2024 年是否是个减产年？当前除了农户，加工厂、贸易商、油厂都处于低库存状态，当价格跌出采购价值，各环节主体是否会积极构建库存？届时花生价格是否提前见底，底部可能并不会很低。

**推荐策略：**积极卖出保值，油厂采购量加大时止盈离场。

**风险提示：**天气；各环节积极构建库存；消费超预期。

## 农业组研究团队

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: 筑顶行情走完 .....	3
二、2024 年分析与展望 .....	4
(一) 宏观: 美联储加息周期或结束, 人民币贬值压力减弱 .....	4
(二) 花生展望: 年度增产价格承压, 关注购销和 2024 年种植 .....	5
1. 供给: 短期惜售情绪浓厚, 新作增产供应压力大 .....	5
2. 需求: 年前购销僵持, 油厂采购或集中在春节后 .....	8
3. 展望: 供需双弱两僵持, 产增需弱价难支 .....	11
三、风险提示 .....	11
免责声明 .....	12

## 图表目录

图表 1: 花生期现货价格及基差 .....	3
图表 2: 美国 10 月 CPI 超预期下调 .....	4
图表 3: 美国 10-2 年国债收益率差回升至一年来最高水平, 中美利差创新低 .....	5
图表 4: 各地区亩种植收益 .....	6
图表 5: 国内花生面积和产量 .....	6
图表 6: 中国花生进口量和花生油进口量 .....	7
图表 7: 中国年度进口量和花生油进口量 .....	7
图表 8: 中国花生消费结构: 预计 2023/24 年度油用花生占比提高 .....	8
图表 9: 中国花生压榨利润和油厂开机率 .....	8
图表 10: 中国主要地区油厂花生加工量 .....	9
图表 11: 中国主要地区花生收购价和收购量 .....	9
图表 12: 花生和花生油周度库存 .....	10
图表 13: 不同花生油和花生粕价格下, 榨利为 0 时, 花生采购价格 .....	10
图表 14: 花生供需平衡表 .....	11

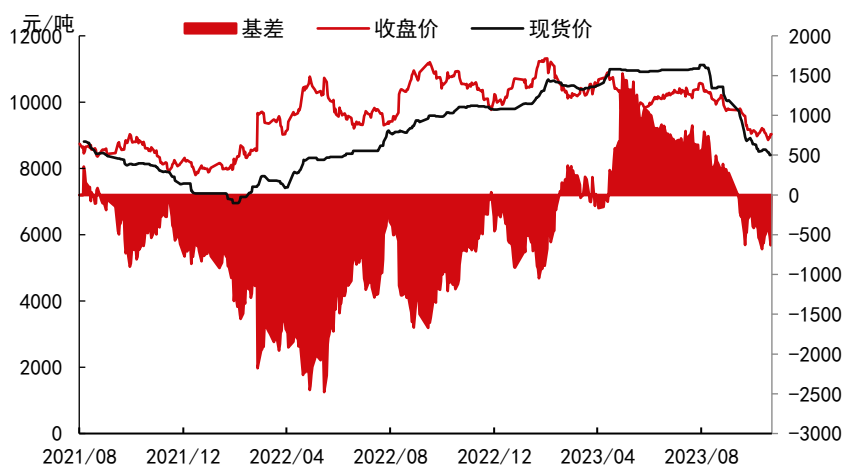
## 一、行情回顾：筑顶行情走完

2023 年花生主力合约在减产背景下走出一段筑顶行情。22/23 年度花生减产，2023 年花生主力合约价格大部分时间维持【9000-10616】元/吨高位运行，直到 10 月底，23/24 年度新作增产，上市压力增大，花生主力合约跌破 9000 元/吨一线。

具体来看，1 月-2 月春节前国内“口罩”事件影响下物流不畅，叠加节前备货，花生价格一路飙涨至年内高点 10616 元/吨。3 月份节后消费淡季，价格高位回落，但年度减产限制跌幅，盘面在 9300 元/吨企稳回升。4 月-5 月，市场从“对消费预期向好”到“落空”，盘面先涨后跌，期间油脂偏弱拖累花生价格创阶段新低。6 月随着美豆炒作天气帷幕拉开，花生受到油脂油料价格提振而上涨。产业方面，年后-5 月底下游需求清淡，市场有价无市，呈现阴跌。6 月端午节备货陆续开启，夏季消费预期增加，油脂板块价格回暖，几大因素共同利好花生价格企稳回升。7 月盘面延续天气炒作。8 月随着美豆迎来降水，天气炒作降温，且春花生上市，市场需求一般，现货价格涨幅不大。9 月份夏花生陆续上市，随着新作花生增产从预期到逐步兑现，市场价格呈高位回落态势。10 月下游卖货不积极，供应压力陡增导致价格跌破 9000 元/吨一线。11 月买卖双方僵持，期价在【8800-9300】元/吨区间运行。

花生供需从偏紧向宽松转变，基差也从高到低。花生主力合约基差在 5 月底最高超过 1500 元/吨，之后一路下行。2023 年 11 月 16 日基差-632 元/吨。

图表1：花生期现货价格及基差



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 二、2024 年分析与展望

### (一) 宏观：美联储加息周期或结束，人民币贬值压力减弱

美国劳工统计局最新公布数据显示，美国 10 月消费者价格指数（CPI）以及核心 CPI 全面降温，核心 CPI 降至两年多以来的低点。

美国劳工统计局 11 月 14 日的数据显示，美国 10 月 CPI 环比与上月持平，为一年多年来首次环比持平，低于此前市场预期的增长 0.1%；同比增长 3.2%，低于市场预期，也低于 9 月的 3.7%。

剔除掉波动较大的食品和能源后的核心 CPI 环比增长 0.2%，低于预期的 0.3%；同比增长 4.0%，低于预期的 4.1%，为两年多年以来最小涨幅。

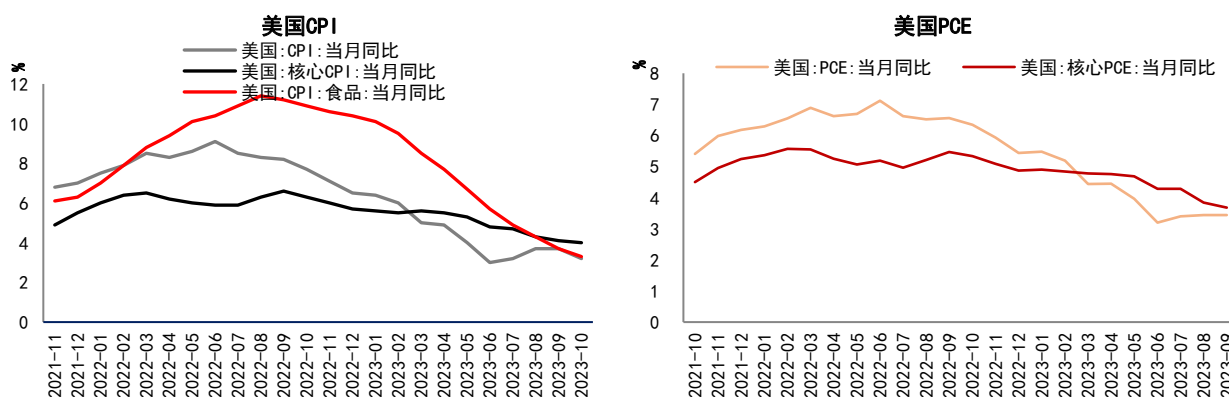
10 月的能源指数环比下降 2.5%，汽油指数下跌达到 5.0%，燃油指数环比下降 0.8%。同比来看，10 月能源指数下降 4.5%，汽油指数下降 5.3%，燃油指数下降 21.4%。

10 月 CPI 数据出炉后，众多分析师和投资者认为美联储的加息周期已经结束。从去年 3 月开始到今年 7 月，美联储共加息 11 次，累计加息超过 525 个基点，美国联邦基金利率目标区间已升至 5.25%到 5.50%。

美国银行全球研究周二公布的调查显示，76%的受访基金经理认为美联储已结束加息周期，高于上一次调查的 60%。

被称为“美联储喉舌”的《华尔街日报》记者 Nick Timiraos 在 X 平台发文指出，10 月的薪资数据和通胀数据“强烈表明”，今年 7 月就是美联储的最后一次加息。高盛集团首席美国分析师 David Mericle 也认为，通胀战最困难的部分已经结束。

图表2: 美国 10 月 CPI 超预期下调

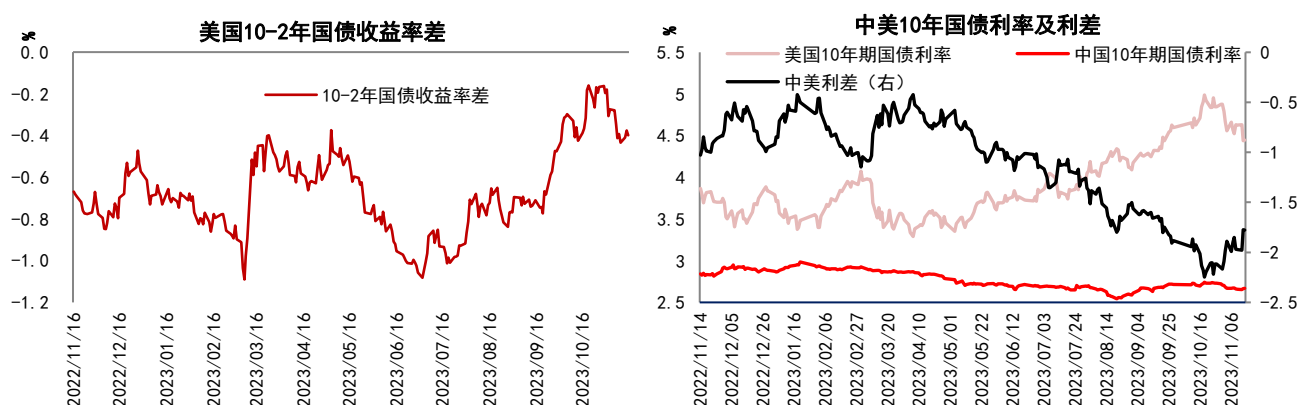


资料来源：路透 中信期货研究所

美国 10-2 年国债收益率差持续回升至最近一年来最高水平-0.4，中美利差创新低至-1.78。尽管中国 10 年期国债利率有些许回升，但美国 10 年期国债利率同等幅度走高，且保持更快增长，中美利差进一步走低，人民币承压。从计价角度看，受益于人民币贬值，国内连粕强于美豆。展望 2024 年，预计人民币运行运行区间在 6.8-7.3。

综上，无论加息，还是相对贬值，压力不断缓解。

图表3: 美国 10-2 年国债收益率差回升至一年来最高水平，中美利差创新低



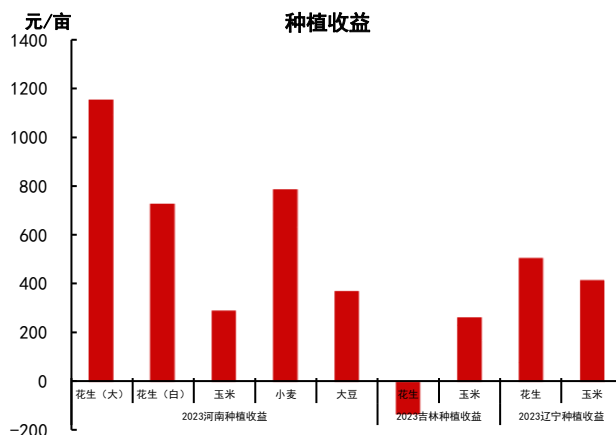
资料来源：路透 中信期货研究所

## (二) 花生展望：年度增产价格承压，关注购销和 2024 年种植

### 1. 供给：短期惜售情绪浓厚，新作增产供应压力大

由于花生种植收益较好，2023 年国内花生种植面积呈增长趋势。2023 年河南种植利润大花生 1152 元/亩，白沙花生 727 元/亩。吉林种植收益花生-134 元/亩，玉米 263 元/亩；辽宁种植收益 506 元/亩，玉米 415 元/亩。从前期多次多家调研汇总看，市场对花生 2023 年种植面积增长的看法较为一致。但对于面积和产量增幅的预估存在差异。

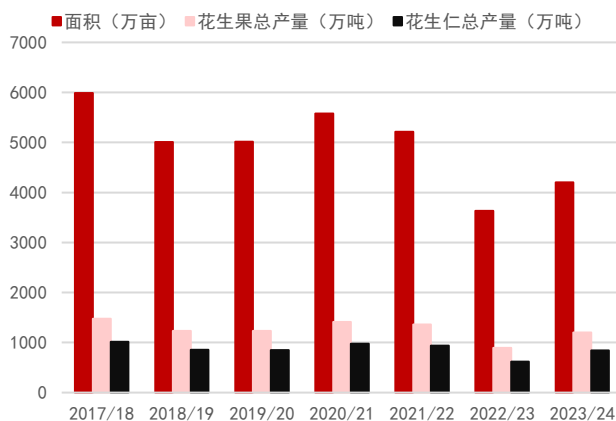
图表4: 各地区亩种植收益



资料来源: 花生精英网 中信期货研究所

据花生精英网, 2023 年度花生总体丰产, 品质略差。2023 年增种面积不及预期同比 2022 产季增加 15.75%, 产量同比 2022 产季增加 34.16%。天气因素, 阴雨天河南麦茬上市时间推迟 15-20 天, 种植技术完善提升产量, 豫南品质影响, 与东北上市时间撞车。东北地区近几年来少有天气晴朗, 10 月气温 20° 以上, 干度油率提升, 破碎比例较大, 品质受影响。

图表5: 国内花生面积和产量



资料来源: 花生精英网 中信期货研究所

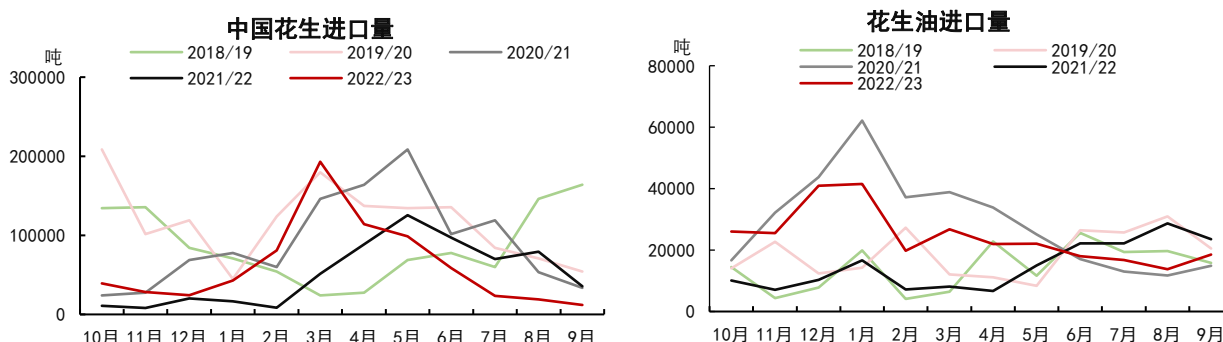
从笔者 11 月初辽宁产区调研看, 产量增长, 但半子多, 油料米多, 2024 年油商价差可能不如 2023 年。①产量: 普遍认为面积增幅有限, 主要吉林可能面积增得多。预计单产增 15%-20%, 产量增 20%-30%。也有的说产量持平。②质量: 东北米出成低破损多, 含油率高。8 个筛上出成同比下降 30 斤 (30%), 半子比去年增 20%。也有的说半子多 7%-8%。含油率高 1-2%。葫芦岛地区米占比 70%, 比

往年多，因秋雨导致好果数量减少。

近期价格跌到租地种植成本附近，种植户惜售情绪浓厚。上货量远不及往年。估计农户出货 5%-10%-20%不等。普遍反应比正常年份少一半甚至更多。预计年前出货量 40%左右。11-12 月是出货高峰，春节前正常出货 50%。去年年后价格高，农户压货到明年概率较大。

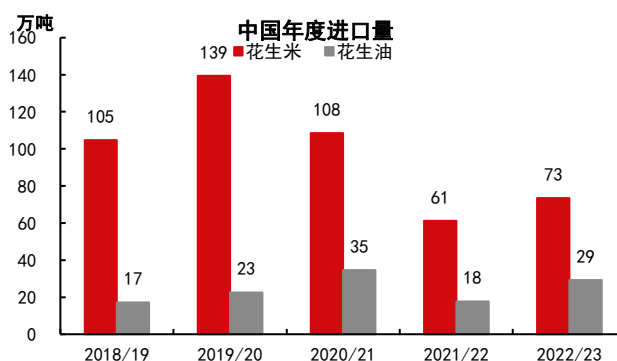
进口方面，2023 年上半年进口量较高，对市场有影响，但下半年进口量明显下降，对供应冲击有限。中国海关公布的数据显示，2023 年 1-10 月份花生米进口 53.4 万吨，同比 2022 年 1-10 月同期 54.28 万吨减少 1.62%，今年苏丹进口米 34.09 万吨，塞内 17.19 万吨。2022 年全年进口花生仁 57.65 万吨，苏丹 36.24 万吨占 62.86%，塞内 18.06 万吨占 31.33%。按照作物年度看，2022/23 年度中国进口花生米 73 万吨，花生油 29 万吨，同比分别增长 20%和 64.3%。2022/23 年度花生米和花生油进口增长源于国内花生减产，进口利润高企。随着国内花生增产，价格回落，进口利润收窄，同时苏丹战事未平，预计 2023/24 年度前半段进口量保持低位。后续看内外价差走势，决定进口量增幅。预计 2023/24 年度进口花生米 60 万吨左右。

图表6: 中国花生进口量和花生油进口量



资料来源：钢联农产品 中信期货研究所

图表7: 中国年度进口量和花生油进口量



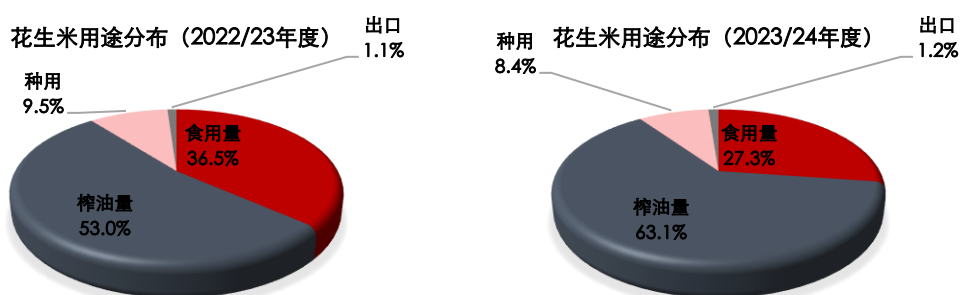
资料来源：钢联农产品 中信期货研究所



## 2. 需求：年前购销僵持，油厂采购或集中在春节后

花生消费流向集中在榨油和食品，分别占花生米消费总量的 51.6% 和 41.6%。按照 23/24 年度花生米的质量状况看，预计 23/24 年度油用花生占比有所提高至 63%，对应食品用占比约 27%。食品用集中在几大节日消费，比如中秋节、国庆节、春节等。从时间上，节日大部分分布在下半年。榨油用则集中在各大油厂，以鲁花、中粮、益海大油厂为主，地方也有中小型油厂。花生油作为中国传统食用油，存在一定刚性需求，这也给花生油提供了溢价空间。

图表8：中国花生消费结构：预计 2023/24 年度油用花生占比提高

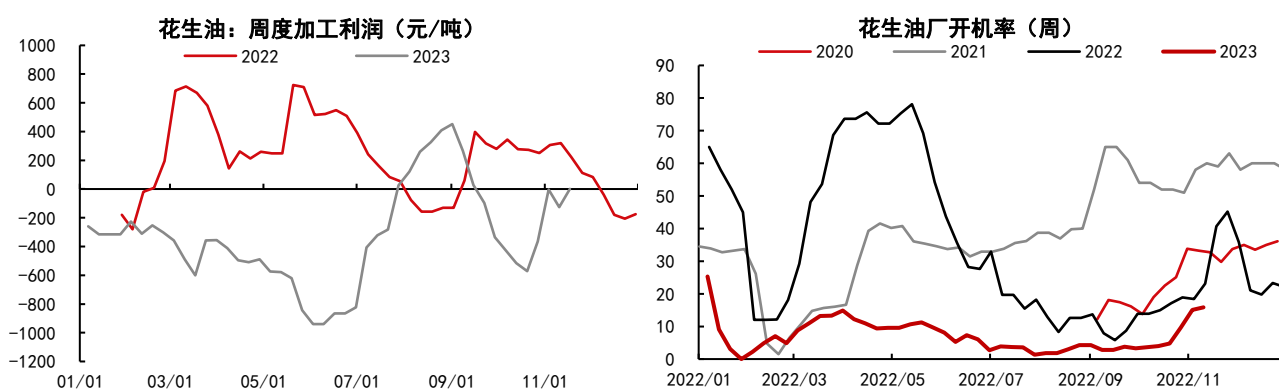


资料来源：花生精英网 中信期货研究所

2023 年全年，花生米需求一般，主要原因在于 2022/23 年度花生大幅减产，价格高涨，而下游油脂需求总体一般，花生榨油厂生产亏损，开机率维持低位，花生米采购和消耗量呈断崖式下跌。油厂花生加工利润 2022 年年均盈利 208 元/吨。2023 年年均亏损 323 元/吨，较上年下降 531 元/吨。

预计在花生压榨盈利前，油厂开机率将保持低位。我的农产品数据显示，11 月 10 日当周，花生油厂开机率为 15.9%，显著低于去年同期，同比下降 2.5 个百分点。11 月 17 日当周，花生油加工利润为 2 元/吨，环比-101.57%，同比-99.37%。

图表9：中国花生压榨利润和油厂开机率



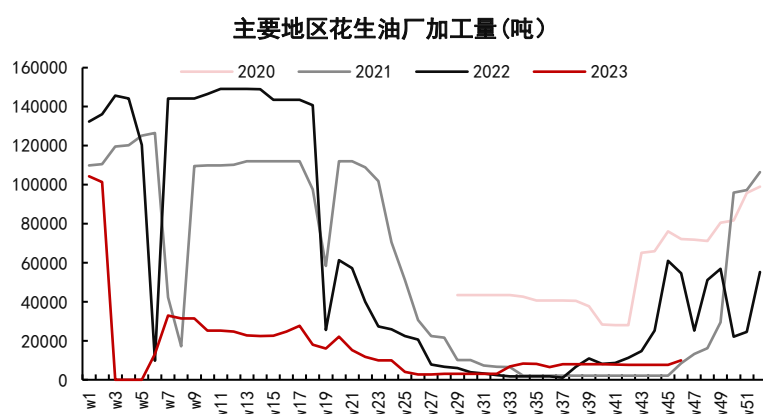
资料来源：钢联农产品 中信期货研究所



油厂开机率低,花生加工量保持低迷,花生收购量同比降幅明显,花生收购价格一路下行。

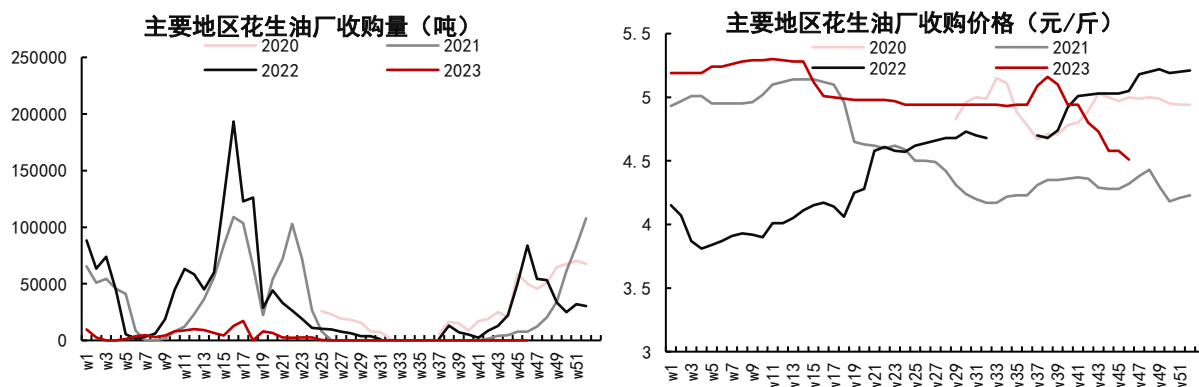
截至 2023 年 11 月 11 日主要地区油厂花生加工量累计同比下降 75%。花生收购量累计同比下降 92%。2023 年 11 月 11 日,主要地区油厂收购价格 4.51 元/斤,较新季开收价 5.1 元累计下跌 11.56%。开秤至今均价 4.77 元/斤,较去年同期均价 4.97 元/斤下跌 4.1%。

图表10: 中国主要地区油厂花生加工量



资料来源: 粮油商务网 中信期货研究所

图表11: 中国主要地区花生收购价和收购量

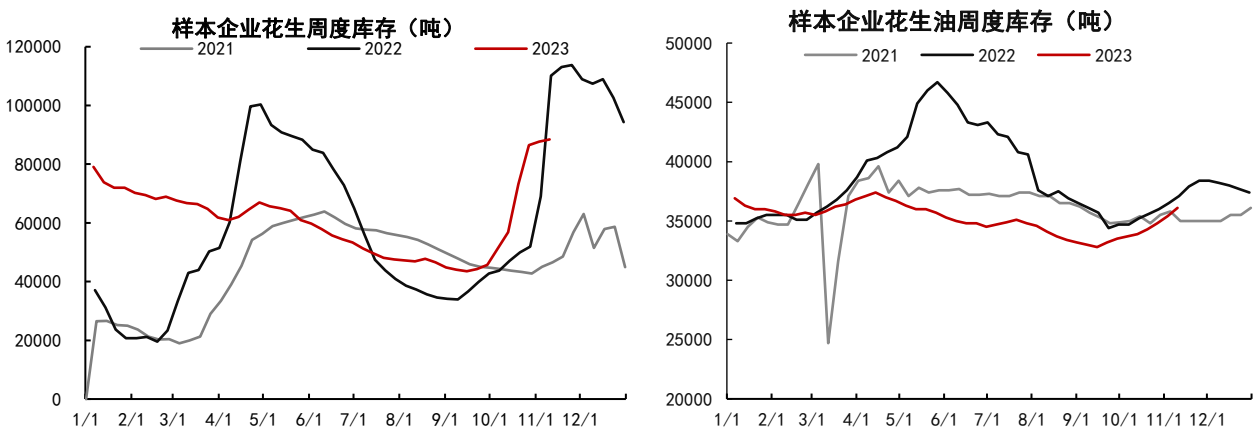


资料来源: 粮油商务网 中信期货研究所

油厂花生和花生油的库存虽然同比降低,但绝对值已经脱离最低点,油厂短期不存在大量补库刚需。又考虑当前压榨利润并不好,收购价格仍有下降空间,因此预计油厂不会很快启动大量收购,会等待价格回落到较低水平。截止到 11 月 10 日国内花生油样本企业厂家花生库存统计 88426 吨,与上周相比+800 吨,同比-20%。国内花生油样本企业厂家花生油周度库存统计 36110 吨,与上周相比

+710 吨，同比-2.67%。

图表12：花生和花生油周度库存



资料来源：Wind 中信期货研究所

那么，多少钱算是较低水平？我们需要结合农户种植及成本来看。调研显示，由于去年花生种植收益高，今年花生地租价格普遍上涨，河南、东北区域地租普遍涨幅在 30%-80%不等。河南地租从 700 元/亩涨到 1000 元/亩；东北地区一亩从 800 元/亩涨到 1200 元/亩，甚至 1500 元/亩。地租上涨推升了花生种植成本抬升，大部分花生米成本预计 4.5 元/斤以上。所以，站在农户角度，低于 4.5 元/斤意味着赔钱，会惜售，尤其去年卖得早赚得少，卖的晚赚得多。预计 2023 年四季度现货售价低于 4.5 元/斤，春节前农户惜售情绪可能会比较重。这也是造成当前供需两淡的主要原因。

而油厂采购行为取决于榨利。计算不同花生油和花生粕价格下，压榨利润为 0 时，油厂花生采购成本价格。其中出油率 42%，出粕率 55%，加工费 300 元/吨，运费 50 元/吨。预计在花生油 16000 元/吨以下，花生粕 4400 元/吨以下，油厂采购花生的盈亏线最高为 8790 元/吨及以下。

图表13：不同花生油和花生粕价格下，榨利为 0 时，花生采购价格

单位：元/吨 花生油	花生粕					
	3500	3800	4100	4400	4700	5000
11000	6195	6360	6525	6690	6855	7020
12000	6615	6780	6945	7110	7275	7440
13000	7035	7200	7365	7530	7695	7860
14000	7455	7620	7785	7950	8115	8280
15000	7875	8040	8205	8370	8535	8700
16000	8295	8460	8625	8790	8955	9120
17000	8715	8880	9045	9210	9375	9540
18000	9135	9300	9465	9630	9795	9960
19000	9555	9720	9885	10050	10215	10380

资料来源：Wind 中信期货研究所

3. 展望：供需双弱两僵持，产增需弱价难支

**短期，当前供需双淡，买卖两方僵持。**农户高种植成本，油厂压榨亏损，油厂尚有一定库存。预计春节前农户惜售，价格跌幅也有限。预计盘面价格【8800-9300】区间运行。若春节前农民大量卖货，价格区间下沿可能被打破。

**长期，产增需弱价难支。**考虑年度供应增长，需求偏弱，预计价格难以得到有效支撑，价格后市仍看跌。2024 年春节后关注农户卖货量，尤其 3 月份温度回升以及春播前农户大量卖货。另外关注 2024 年花生种植和生长情况。

**就绝对价格而言，2024 年低点可能出现在春节后。**油厂合意收购价格可能在【6200-8800】。油厂收购量、节奏将决定价格最终底部。

**此外需要注意，市场是否会“预判你的预判”。**回顾过去 3 个作物年度，2021 年大丰产，2022 年大减产，2023 年丰产，2024 年是否是个减产年？当前除了农户，加工厂、贸易商、油厂都处于低库存状态，当价格跌出采购价值，各环节主体是否会积极构建库存？届时花生价格是否提前见底，底部可能并不会很低？

推荐策略：积极卖出保值，油厂采购量加大时止盈离场。

图表14：花生供需平衡表

花生供需平衡表 单位：万吨							
	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24 (
期初库存	30	89.33	75.28	33.16	107.88	121.69	20.23
国内总产量毛果	1515.99	1235.95	1178.23	1367.2	1340.77	815.95	1202.54
国内花生仁产量	1046.03	852.81	812.98	943.37	925.13	563	843.72
花生仁进口总量	16.81	30.36	92.9	104.16	55.53	79.57	55.53
年度总供给量	1062.84	972.5	981.16	1080.69	1088.55	764.27	919.48
食品花生仁	353.54	411.09	432.02	359.24	323.73	272.31	217.85
食用量占比	35.23%	45.82%	45.57%	36.93%	33.48%	36.60%	27.25%
榨油花生仁	550.24	405.19	433.04	539.82	577.73	396.23	504.59
榨油量占比	54.83%	45.16%	45.68%	55.49%	59.75%	53.25%	63.11%
种用花生仁	84.94	61.68	67.79	62.42	56.18	67.41	67.41
种用占比	8.46%	6.87%	7.15%	6.42%	5.81%	9.06%	8.43%
出口花生仁	14.79	19.26	15.15	11.33	9.22	8.09	9.71
出口占比	1.47%	2.15%	1.60%	1.16%	0.95%	1.09%	1.21%
年度需求总量	1003.51	897.22	948	972.81	966.86	744.04	799.56
季末库存	89.33	75.28	33.16	107.88	121.69	20.23	119.93
库消比	8.90%	8.39%	3.50%	11.09%	12.59%	2.72%	15.00%

资料来源：花生精英网 中信期货研究所

三、风险提示

天气；各环节积极构建库存；消费超预期。

## 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。