



2024 年一季度双粕报告

2024 年 4 月 15 日

蛋白粕季度报告

报告要点:

创元研究

● 豆粕:

展望二季度,在巨大的大豆到港压力下,豆粕价格将呈现震荡偏弱走势。对于现货而言,在供过于求的局面压制下,虽整体仍将跟随期货价格波动,但将明显弱于期货价格走势,基差将进一步走缩。期货价格来看,由于巴西升贴水的企稳反弹,连粕在进口成本端获得支撑,叠加后续外盘并无过多利空可以释放,CBOT 美豆大概率仍在 1150-1200 美分成本线附近徘徊,则豆粕 09 合约也将跟随维持震荡格局。6 月以后,市场存在对于北美新季大豆的天气炒作可能,届时内外盘豆系价格将易涨难跌。当前美豆价格已在成本线附近,纵使天气最终对单产影响有限,但在美豆生长期,仍易发动上涨行情,国内豆粕期现价格将会跟随外盘同步走强。建议在进入 6 月后,可在适当条件下(天气预报并不十分积极),少量尝试建立头寸。

创元研究农产品组

研究员:张琳静

邮箱:zhanglj@cyqh.com.cn

投资咨询资格号:Z0016616

● 菜粕:

二季度国内油菜籽进口量预计仍然较大,叠加国内油菜籽也将开始上市,菜籽供应保持宽松,油厂开机率和压榨量仍将保持高位,菜粕供应量同步增加。二季度进入水产养殖需求旺季,但今年需求已经后延,预计消费端不及往年同期水平;豆菜粕价差若仍保持在 700 元/吨以上,替代需求仍在。菜粕库存预计仍将保持累库状态,二季度菜粕仍然保持偏空看待,但预计下跌幅度受到需求支撑,难再出现 3 月这种跌幅的行情。关注加拿大菜籽产区天气、豆菜粕价差。

一、豆粕	3
1.1 2024 年一季度行情回顾	3
1.1.1 内外盘走势回顾	3
1.1.2 国内现货与基差走势回顾	3
1.2 当前基本面梳理	5
1.2.1 全球大豆供需概况	5
1.2.2 G3 主产国基本面情况	5
1.2.3 国内基本面情况	12
1.3 2024 年二季度豆粕行情展望	16
1.3.1 震荡中存在上行驱动	16
1.3.2 后市关注点	16
二、菜粕	17
2.1 2024 年一季度行情回顾	17
2.2 油菜籽供需情况	18
2.2.1 加拿大：新作即将播种，预计面积小幅下滑	18
2.2.2 中国：进口高峰期延迟	20
2.3 菜粕供需情况	21
2.3.1 加拿大：菜粕出口同比增加	21
2.3.2 中国：一季度菜粕进口量创新高	22
2.4 2024 年二季度菜粕行情展望	24
2.4.1 行情展望	24
2.4.2 后市关注点	25

一、豆粕

1.1 2024 年一季度行情回顾

1.1.1 内外盘走势回顾

自 2023 年 12 月底至 2024 年 1 月结束，受南美丰产带来的利空影响，全球豆系价格大幅下跌。CBOT 美豆价格从 1300 美分/蒲左右跌至成本线 1170 美分/蒲附近；国内连粕价格在外盘下跌以及巴西升贴水报价崩塌带来的双重压制下，盘面价格从 12 月底的 3400 元/吨左右一路下行至 3000 元/吨附近，最低点触及 2928 元/吨。

2 月，CBOT 美豆受自身出口需求疲软抑制，延续 1 月弱势；反观国内连粕，在 3000 一线存在强力支撑。春节假期间，各机构对本年度巴西产量预估较此前大幅下调，巴西农户惜售情绪渐起，升贴水报价止跌反弹，连粕估值在进口成本企稳下偏向合理，资金抄底意愿明显，无继续向下驱动。

3 月，内外盘价格双双反弹，但主导因素却不尽相同，且连粕反弹高度明显强于外盘。外盘来看，本轮反弹由空头回补引发（CBOT 美豆跌破成本线），叠加阿根廷产区遭遇持续暴雨、市场担忧产量受损。内盘来看，今年海关卡证问题提前来袭（油厂传言海关抽检 GOM 证书问题导致大豆到港延误；去年时间点为 4-6 月），短期国内供应偏紧局面有效提振市场，豆粕期货价格在现货拉涨下强势反弹，一度抹平年初以来全部跌幅。

3 月下旬至今，内外盘强弱转换。外盘来看，美国国内压榨需求旺盛，使得 CBOT 美豆主力合约仍在 1170-1200 美分/蒲徘徊。内盘来看，大豆到港延误炒作熄火，连粕反弹也随之结束，05 合约在 4、5 月国内千万吨级别的大豆到港预期下大幅回撤。

1.1.2 国内现货与基差走势回顾

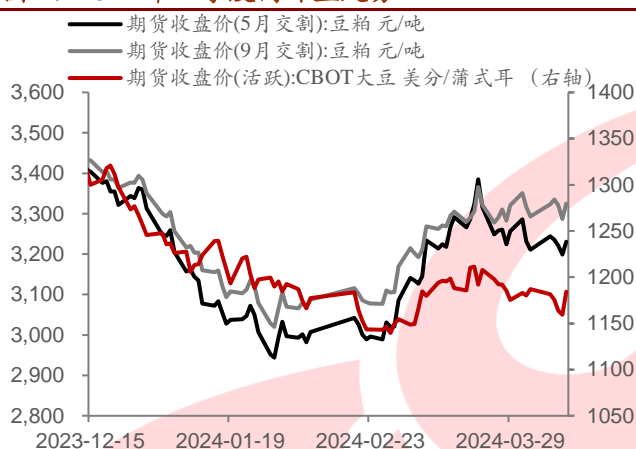
回顾一季度，国内豆粕现货报价大部分时间以跟随期货价格波动为主，但在下游需求疲软、饲料企业及贸易商普遍看空后市的悲观预期下，现货持续偏弱（海关卡证期间除外），截至清明假期，豆粕基差已从 1 月初的 600 元/吨走缩至 140 元/吨左右。

3 月 7 日至 3 月 20 日期间，受海关抽检 GMO 证书影响，大豆卸港延误、短期国内大豆供应偏紧。下游企业在此前持续库存低位、自身供应调

节能力不足情况下（豆粕物理库存天数降至 6 天左右），叠加去年海关政策影响带来的现货紧张阴影，断豆的恐慌情绪引发饲料企业及贸易商提前开启一轮补库备货周期。这一阶段，豆粕现货价格从 3 月初的 3250 元/吨上涨至 3500 元/吨以上（事件发酵最为严重的广东地区豆粕现货价格一度上涨至 3700 元/吨左右）。

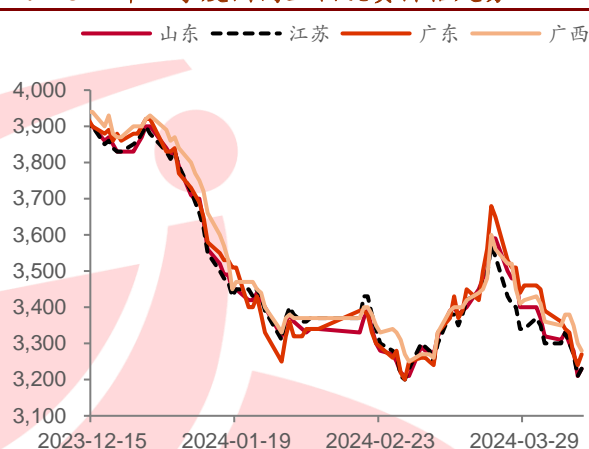
3 月底至今，伴随着海关炒作熄火，在 4、5 月预计进口大豆到港量高达千万吨的一致预期下，国内豆粕现货价格再次回落。此外，国储大豆拍卖政策持续一周两拍也对市场提供有效增量，供应正在逐渐转向宽松，现货及基差再次走缩。

图 1：2024 年 1 季度内外盘走势



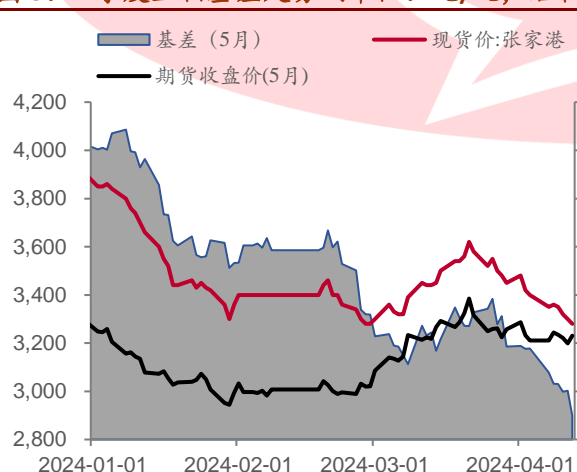
资料来源：Wind、创元研究

图 2：2024 年 1 季度国内豆粕现货价格走势



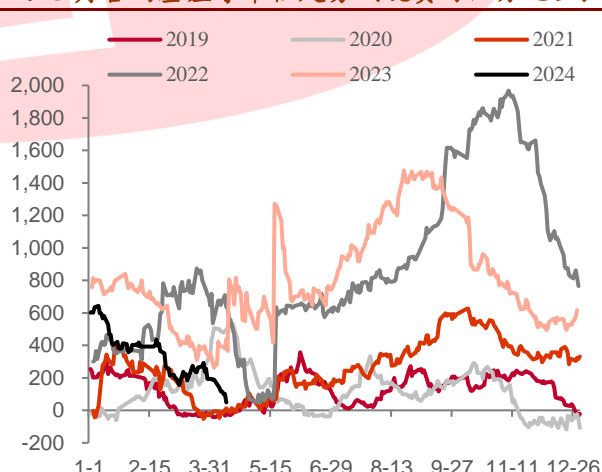
资料来源：Wind、创元研究

图 3：1 季度豆粕基差走势（单位：元/吨，右轴）



资料来源：Wind、创元研究

图 4：5 月合约基差季节性走势（现货为江苏地区）



资料来源：Wind、创元研究

1.2 当前基本面梳理

1.2.1 全球大豆供需概况

单位： 百万吨	全球期初库存	全球产量	全球进口	全球压榨	全球消费	全球出口	全球期末库存
2023/24	101.31	396.73	170.33	328.03	381.08	173.06	114.22
2022/23	93.93	378.06	168.03	315.18	365.90	171.96	102.15
2021/22	98.27	360.41	155.31	316.60	365.84	154.22	93.93
2020/21	95.10	368.60	165.49	315.82	363.97	164.86	100.35
2019/20	115.24	339.97	165.12	312.31	358.32	165.17	96.84
	美国产量	巴西产量	阿根廷产量	全球产量同比	美豆产量同比	巴西产量同比	阿根廷产量同比
2023/24	113.34	155.00	50.00	4.94%	-2.48%	-4.32%	100.00%
2022/23	116.22	162.00	25.00	4.90%	-4.35%	24.14%	-43.05%
2021/22	121.50	130.50	43.90	-2.22%	5.88%	-6.45%	-4.98%
2020/21	114.75	139.50	46.20	8.42%	18.70%	8.56%	-5.33%
2019/20	96.67	128.50	48.80	-5.84%	-19.79%	7.35%	-11.75%

数据来源：USDA

从美国农业部（USDA）公布的 4 月供需报告来看，USDA 对本年度（2023/24 年度）全球大豆依旧维持小幅增产判断，产量较上一年度增加 4.94%，主要归功于阿根廷的恢复性增产以及巴西创历史次高纪录的产量数字。截至目前，市场对于交易“2023/24 年度全球大豆丰产”带来的利空驱动已接近尾声（阿根廷产量预估后续调整可能性较低），未来对国内外豆系价格走势的影响也将逐渐减弱。USDA 未来将在 2024 年的 5 月供需报告中开始首次公布对下一年度（2024/25 年度）全球大豆供需平衡表的预估，届时，市场关注点也将随之转移至 2024/25 年度新季美国大豆上来。

注：2023/24 年度全球 G3 主产国大豆产量对应 2023 年 5 月播种至 9 月收获的美国大豆，以及 2023 年 10 至 12 月播种-2024 年 1 至 4 月收获的南美大豆。

1.2.2 G3 主产国基本情况

● 美国

美国大豆供需平衡表（百万吨）							
市场年度	期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费总计	出口	期末库存
2019/2020	24.74	96.67	0.42	58.91	61.85	45.70	14.28
2020/2021	14.28	114.75	0.54	58.26	60.91	61.67	6.99
2021/2022	6.99	121.50	0.43	59.98	62.89	58.57	7.47
2022/23（4月）	7.47	116.22	0.67	60.20	62.96	54.21	7.19
2023/24（4月）	7.19	113.34	0.68	62.60	65.69	46.27	9.26

数据来源：USDA

(1) 压榨需求旺盛&出口疲软，美国国内库存垒增

受 2022/23 年度巴西大豆丰产引发的出口竞争压制，美豆出口销售不佳状态从 2023 年下半年延续至今；与此同时，得益于美国生物柴油需求的不断增长，美国国内的压榨需求旺盛。尽管需求端存在一增一减双向作用，但出口缩量显著高于压榨增量，导致当前美国国内大豆库存同比增幅明显。

出口方面，截至 3 月 28 日，美国累计出口销售大豆 4055 万吨，去年同期为 4991 万吨，其中累计对华销售大豆 2345 万吨，去年同期为 3099 万吨。尽管 USDA 在 4 月报告中对 2023/24 年度美豆出口进一步下调 54 万吨至 4627 万吨，但我们认为，以当前美豆出口形势来看，未来对出口预估还有下调可能，2023/24 年度美豆最终出口量或在 4500 万吨左右。

压榨方面，据美国油籽加工商协会（NOPA）月度报告显示，2024 年 1、2 月份美国大豆压榨量远高于市场预期，1、2 月分别为 532.23 万吨和 533.42 万吨，是历史上 1-2 月份的最高压榨量。

季度库存方面，3 月 28 日，USDA 发布季度库存报告显示，截至 2024 年 3 月 1 日，美国旧作大豆（2023/24 年度大豆）库存总计 18.45 亿蒲，同比增加 9%，略高于市场预期的 18.28 亿蒲。

(2) 3 月种植意向报告符合预期

USDA 3 月种植意向报告显示，USDA 预测 2024 年美国大豆种植面积为 8651 万英亩，符合此前路透预期的 8653 万英亩，低于其 2 月展望论坛预测为 8750 万英亩，高于 2023 年最终大豆种植面积为 8360 万英亩。

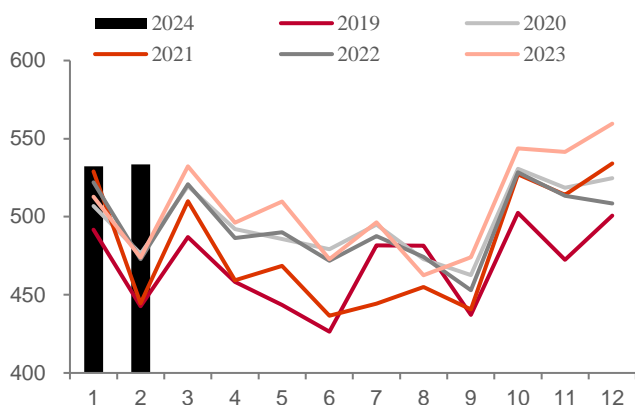
从美豆/美玉米比价绝对值角度，当前仍维持在 2.55 附近，相对偏高；从比价趋势性来看，暂无明显波动，两方面均有利于大豆扩种。若比价状态持续至 5 月底，美国最终新季大豆种植面积预计将与 3 月报告差异较小。

4 月中旬开始，新季美豆将陆续开始播种，建议关注播种期内美国产区天气情况。若降水偏少，将有利于播种快速推进，对外盘价格形成抑制作用；反之，降水过多则会导致播种落后，利多 CBOT 美豆价格。

从当前土壤湿度来看，中西部地区偏干；未来两周天气预报显示降水偏少，将有利于美豆播种的快速推进。

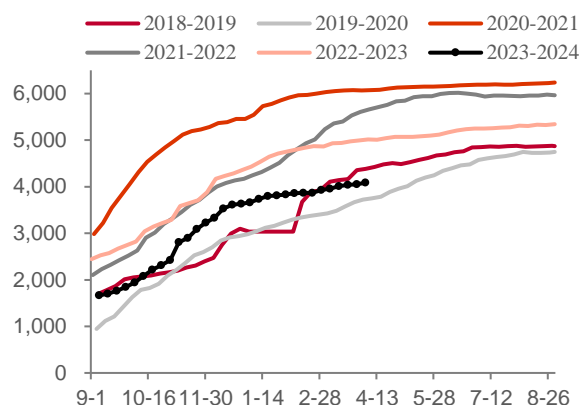
6 月-8 月，美豆生长期天气情况将成为市场关注核心，当前新季种植面积预期并不算大，或将增加天气炒作期间市场波动幅度。

图 5：美国国内月度大豆压榨量（单位：万吨）



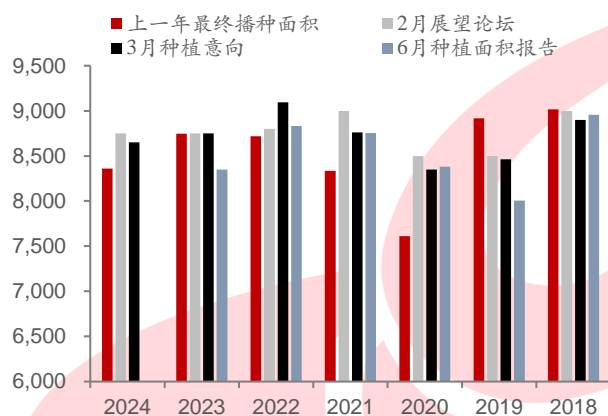
资料来源：NOPA、创元研究

图 6：美豆累计出口销售量（单位：万吨）



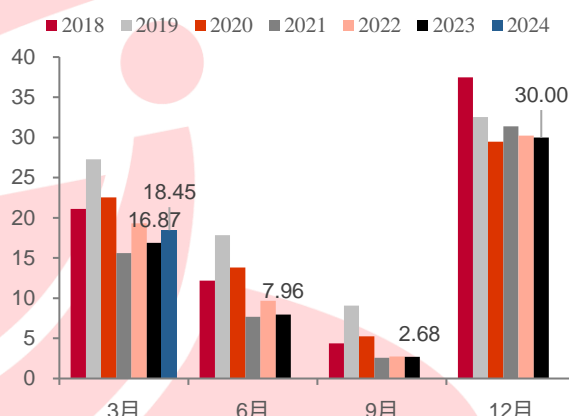
资料来源：USDA、创元研究

图 7：美豆历年种植面积调整过程（万英亩）



资料来源：USDA、创元研究

图 8：美国国内大豆季度库存（亿蒲）



资料来源：USDA、创元研究

● 巴西

USDA 巴西大豆供需平衡表（百万吨）

市场年度	期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费总计	出口	期末库存
2019/2020	33.34	128.50	0.55	46.74	49.84	92.14	20.42
2020/2021	20.42	139.50	1.02	46.50	49.71	81.65	29.58
2021/2022	29.58	130.50	0.54	50.71	53.96	79.06	27.60
2022/23（4 月）	27.60	162.00	0.15	53.10	56.90	95.51	37.35
2023/24（4 月）	37.35	155.00	0.45	53.00	56.75	103.00	33.05

数据来源：USDA

（1）收获超七成、产量争议仍存但后续调整幅度将减小

巴西国家商品供应公司（CONAB）表示，截至 03 月 31 日，巴西大豆收割率为 71.0%，去年同期为 74.5%。中西部产区基本收割完成（产量占全国比重约 46%），最南端南里奥格兰德州也开始进入收割阶段。

当前各机构对巴西产量预估差异极大，CONAB 与 USDA 作为市场参考最为广泛的官方口径，产量预估差异高达 800 多万吨，我们研究认为，巴西官方机构的 CONAB 或对产量存在严重低估，USDA 数据更具准确性。

从去年数据推算，巴西海关公布的出口数据显示 2023 年巴西全年出口大豆 1.0186 亿吨；据巴西压榨协会统计，2023 年全年巴西油厂大豆压榨量高达 5370 万吨；出口加压榨就已达到 1.55 亿吨，高于 CONAB 给到的 2022/23 年度 1.546 亿吨这一定产数字。此外，从巴西 1 月的油厂大豆库存数据来看，相比去年同期增加近 300 万吨；而 1 月巴西出口的旧作大豆更是高达 280 余万吨，根据去年 1 月出口数字调整过后，巴西旧作出口量便又多出约 200 万吨。库存的累增加上日历年度对出口的低估，合计至少有 500 万吨的巴西旧作大豆未被计算在内，加上这一部分后，巴西 2022/23 年度的产量便已突破 1.6 亿吨（USDA 给到的去年 1.62 亿吨产量预估更贴近现实）。综上所述，本年度巴西大豆的真实产量我们尚无法得知，但我们更倾向于认可 USDA 当前给到的 1.55 亿吨产量预估数字。

尽管产量争议仍在，但当前时间，市场对其关注度正在逐渐减弱，未来对全球豆系价格的影响力度也在削弱。从 CONAB 和 USDA 历年调整规律来看，对巴西产量预估的调整大部分开始于 12 月报告前后，并在 2 月报告中基本调整到位，而这样的调整规律也同样符合巴西大豆的种植和收获时间节奏，因此未来对产量预估的调整幅度也将变小。

各机构对巴西产量预估月度调整情况（万吨）

	Agroconsult	AgResource	Agrual	Safras	Stonex	Datagro	Patria	CONAB	USDA
10 月	16910	15963	16460	16325	16410	16372	16500	16200	16300
11 月	16160	15608	16350	16138	16500	15657	15580	16242	16300
12 月	15880	15544	15910	15823	16190	15657	15067	16018	16100
1 月	15380	15072	15010	15136	15280	15288	14318	15527	15700
2 月	15220	14540	14770	14908	15035	14855	14318	14940	15600
3 月	15650	14392		14860	15150		14318	14686	15500
4 月					15080			14652	15500

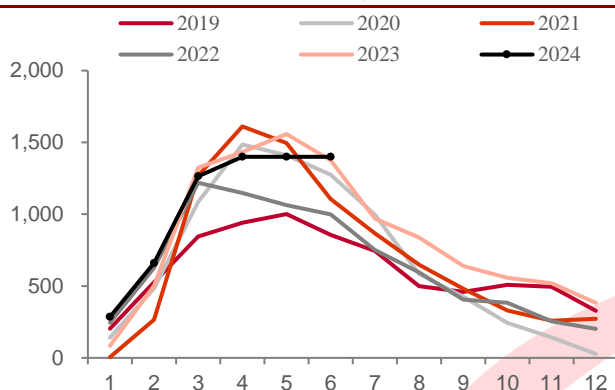
数据来源：创元研究

（2）大豆出口保持高速运行

巴西大豆出口高峰期将在二季度来临。据巴西海关数据，巴西 1-3 月累计大豆出口量达 2209.49 万吨，去年同期出口量为 1909.79 万吨。其中对我国出口占 72%，1-3 月累计对我国出口大豆 1593.53 万吨，去年同期为 1403.48 万吨。根据 Anec 最新预估显示，巴西 4 月将出口大豆数量为 1065 万吨（3 月为 1262 万吨，1 月为 285 万吨，2 月为 661 万吨）。

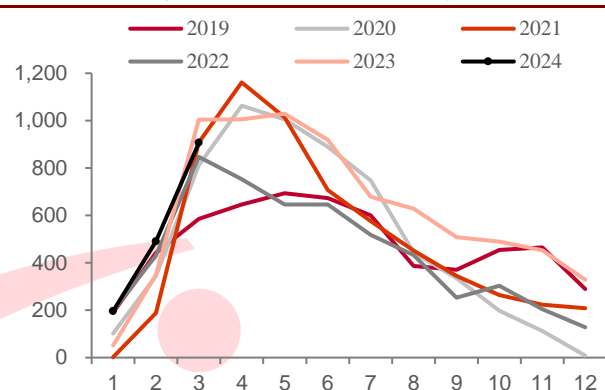
巴西港口排船、发船数据自2月中旬开始明显抬升。2月中旬以来，巴西港口排船量始终居高不下，基本维持在550万吨以上。据钢联统计，截至4月5日，巴西各港口大豆对华排船计划总量为523.4万吨。发船量同样在2月中旬开始大幅增长，3月开始稳定在周度发船200万吨左右。以巴西南部港口到我国平均45天船期推算，4月中旬开始，巴西大豆将大量到港至我国。

图9：巴西大豆月度出口量（单位：万吨）



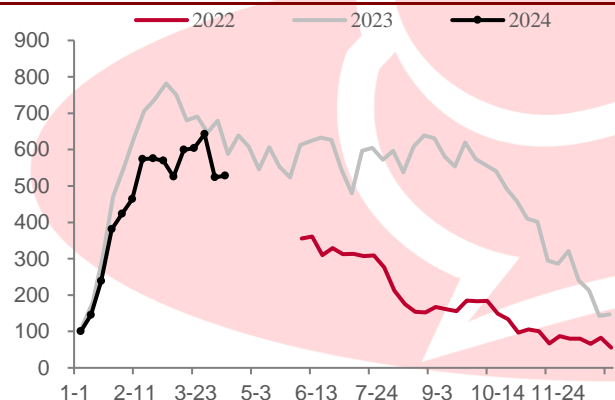
资料来源：COMEX、创元研究

图10：巴西对中国大豆月度出口量（单位：万吨）



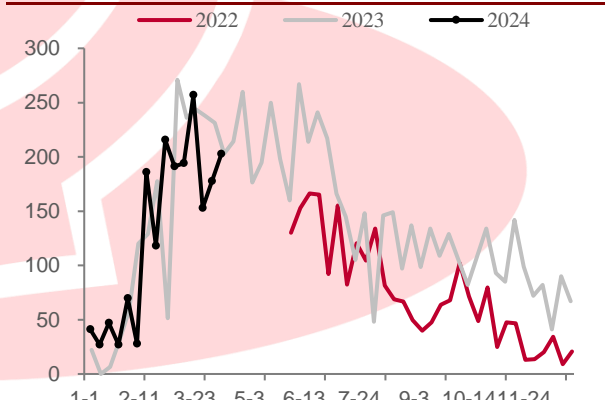
资料来源：COMEX、创元研究

图11：巴西对华排船计划（万吨）



资料来源：钢联、创元研究

图12：巴西对华周度发船（万吨）

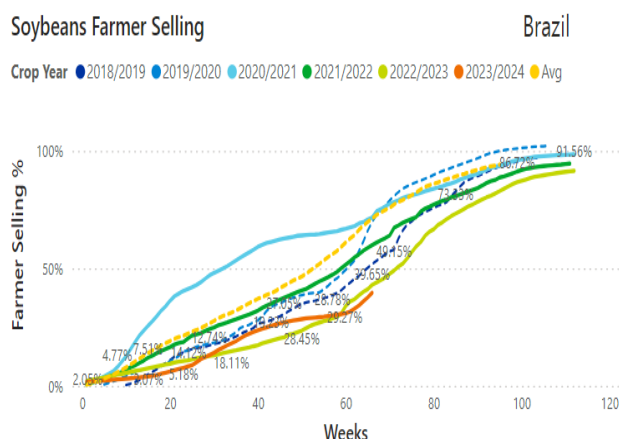


资料来源：钢联、创元研究

（3）卖压虽未彻底释放，但峰值已过

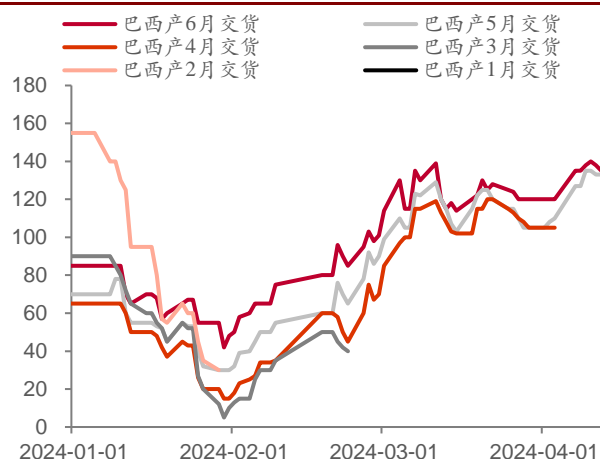
截至3月底，今年巴西农户销售新季大豆进度约40%。回顾去年巴西升贴水走势，自3月初一路下跌至4月底，随后开始止跌反弹。反弹之时，巴西销售进度已达50%左右，而大豆收割也已接近尾声。对比当下，距离50%这一阈值还有10%左右，但同时考虑到今年产量较去年减少500-1000万吨左右，我们认为，卖压虽未彻底结束，但峰值已过。

图 13：巴西大豆销售进度



资料来源：CHS、创元研究

图 14：巴西大豆 CNF 升贴水走势（美分/蒲）



资料来源：钢联、创元研究

● 阿根廷

阿根廷大豆供需平衡表（百万吨）

市场年度	期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费总计	出口	期末库存
2019/2020	28.89	48.80	4.88	38.77	45.92	10.00	26.65
2020/2021	26.65	46.20	4.82	40.16	47.41	5.20	25.06
2021/2022	25.06	43.90	3.84	38.83	46.04	2.86	23.90
2022/23（4月）	23.90	25.00	9.06	30.32	36.57	4.19	17.21
2023/24（4月）	17.21	50.00	6.10	35.50	42.75	4.60	25.96

数据来源：USDA

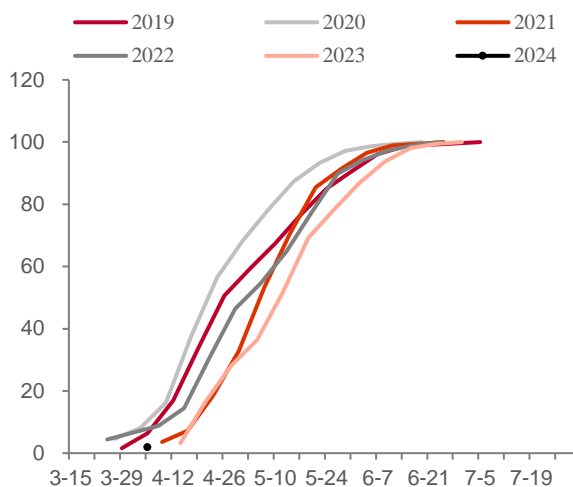
（1）收割开启，丰产预估仍具一致性

收割开局良好。据布交所报告显示，截至4月4日，阿根廷全国大豆收获面积占总面积的1.9%。73.4%的一茬大豆已进入成熟期，其中77.5%的状态为正常/优秀。

恢复性增产预期仍具一致性。美国农业部4月供需报告中对阿根廷大豆产量预估仍维持在5000万吨；3月14日，罗萨里奥谷物交易所将2023/24年度阿根廷大豆产量调高到50万吨至5000万吨；布宜诺斯艾利斯谷物交易所预测阿根廷大豆产量为5250万吨。

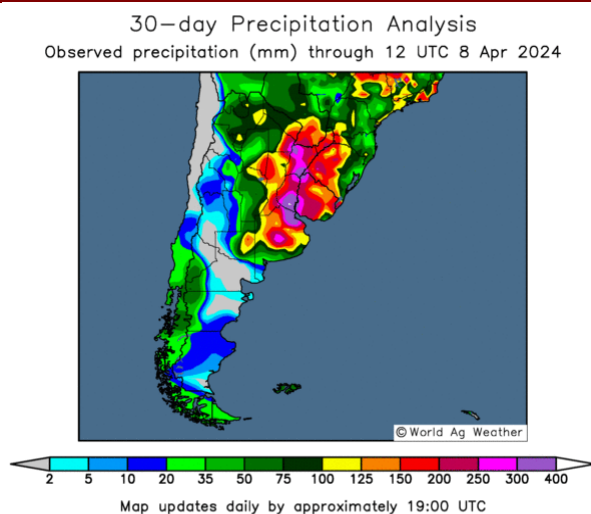
3月部分地区过量的降雨导致市场曾对阿根廷产量引发一定担忧，但从当前情况判断，这一影响并不严重。一方面，据罗交所技术人员分析，“超过350至400毫米的地方才会肯定出现损坏”，而3月降水超过300mm地区占比极低；另一方面，本轮降水最大地区也是此前受干旱影响最严重的地区之一，经过暴雨地下水位开始出现改善，田地积水并未如想象严重。

图 15: 阿根廷月度大豆进口量 (万吨)



资料来源: 阿根廷农业部、创元研究

图 16: 过去 30 天阿根廷各地累计降水情况 (mm)

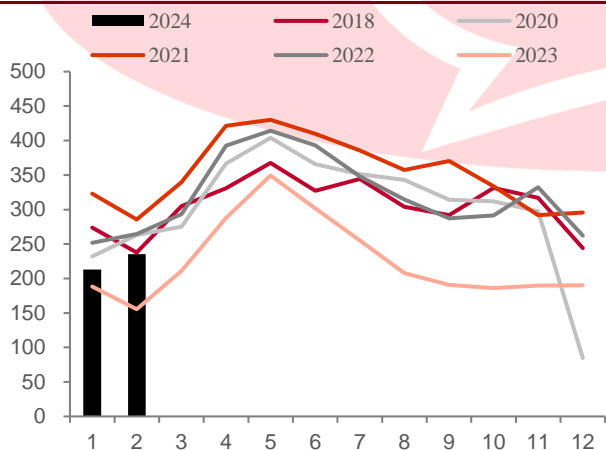


资料来源: 阿根廷农业部、创元研究

(2) 巴拉圭大豆到港, 阿根廷国内压榨略有起色

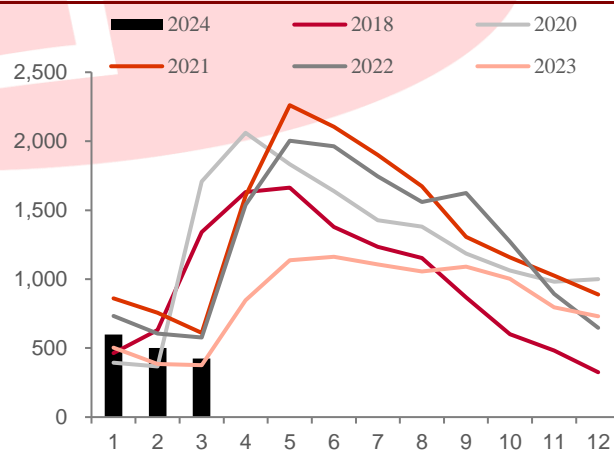
尽管阿根廷新季大豆尚未入榨 (收割刚刚展开), 国内油厂及港口大豆库存依旧偏低, 但随着邻国大豆大量到港 (阿根廷 1-2 月进口巴拉圭大豆 81.91 万吨), 阿根廷国内油厂开机率获得明显提升, 压榨量开始略有起色。据阿根廷农业部公布数据显示, 阿根廷 2 月国内大豆压榨量为 235.44 万吨, 环比增长 10.54%, 远高于去年同期的 2 月压榨量 155.45 万吨这一数字, 同时创下去年 7 月以来最高值。

图 17: 阿根廷月度大豆压榨量 (万吨)



资料来源: 阿根廷农业部、创元研究

图 18: 阿根廷国内月度大豆库存 (单位: 万吨)



资料来源: 阿根廷农业部、创元研究

1.2.3 国内基本面情况

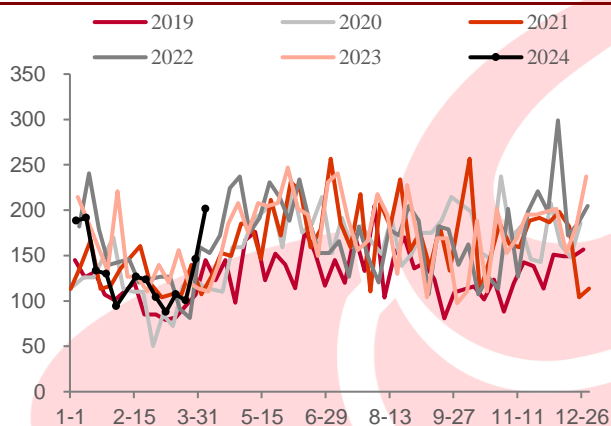
● 供应端

(1) 国内一季度大豆进口情况及二季度到港预估

回顾一季度，我国共计进口大豆数量为 1857.7 万吨，去年同期 2083.3 万吨，同比下降 10.8%。我国 1-2 月进口量偏低主要源于前期国内买船偏少，而 3 月到港持续低位则是受到海关政策影响、大豆存在压港情况。

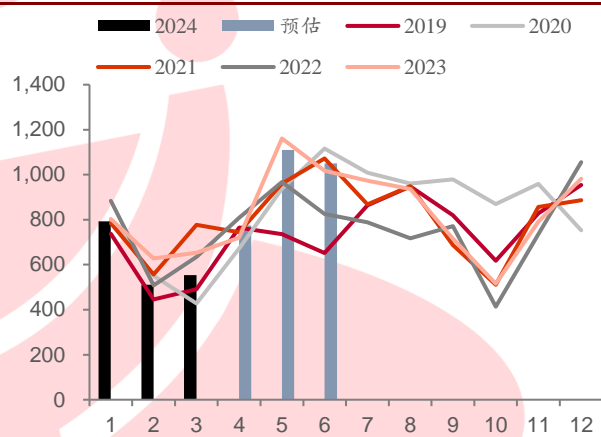
展望二季度，大豆进口量边际增幅明显，国内供应将明显转向宽松。据钢联对国内各港口到船预估最新统计，4 月份国内主要地区 125 家油厂大豆到港预估 957 万吨；5 月 1110 万吨、6 月 1050 万吨。自 4 月开始，大豆周度到港量将重新回到每周 200 万吨以上水平。

图 19：进口大豆周度到港量（单位：万吨）



资料来源：钢联、创元研究

图 20：我国月度大豆进口量及到港预估（万吨）



资料来源：钢联、创元研究

(2) 国内一季度油厂开机及压榨情况及二季度展望

回顾一季度，全国主要油厂大豆压榨量累计达 1938.29 万吨，较去年一季度增幅 0.17%。3 月，全国 125 家油厂大豆压榨量为 719.48 万吨，较 2 月增加 312.77 万吨，增幅 77%；较去年同期增加了 74.27 万吨，增幅 11.51%。与 2 月相比，3 月压榨量大幅增长，源于 2 月春节假期，大部分油厂停机过节长达一至两周，而 3 月全国油厂正常开机、压榨恢复正常。

展望下季，伴随着巴西高油大豆到港将逐渐增多，不耐存储特性使得油厂开机率继续提高，届时周度压榨量将高达 200 万吨左右，国内豆粕供应将十分宽松。

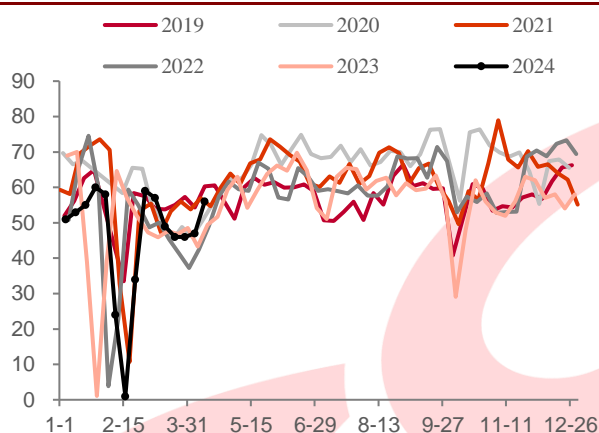
(3) 国内一季度油厂库存情况及二季度展望

回顾一季度，由于巴西大豆尚未到达我国，国内油厂大豆、豆粕库存

均处于季节性降库周期。但由于海关政策导致的 3 月存在大豆到港延误问题，许多油厂出现断豆停机现象，使得豆粕价格坚挺。另外，豆粕期现价格均上涨，买涨不买跌心态导致下游买货情绪好转，再加上饲料厂担忧后期油厂停机较多，提货增加，豆粕库存从油厂转移至饲料厂，油厂豆粕库存降幅超出此前预期。据钢联统计，截止 3 月 29 日，125 家油厂大豆库存为 311.34 万吨，和去年基本持平；豆粕库存为 31.28 万吨，较去年同期减少 25.44 万吨，减幅 44.85%。

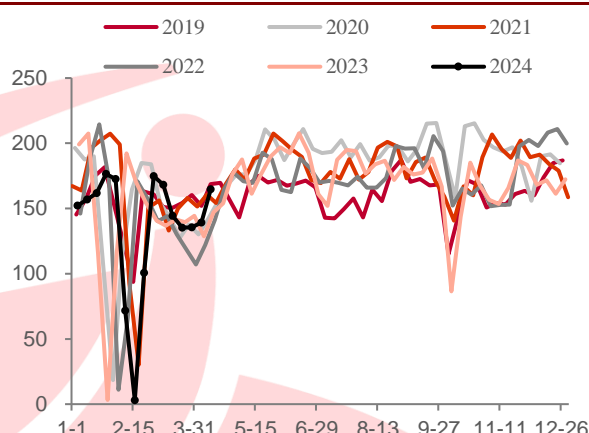
展望下季，大豆到港逐渐增加，油厂开机提升，届时大豆、豆粕库存将持续累增。在下游需求一般的现实不改情况下，油厂存在胀库停机可能。

图 21：国内油厂周度开机率（单位：%）



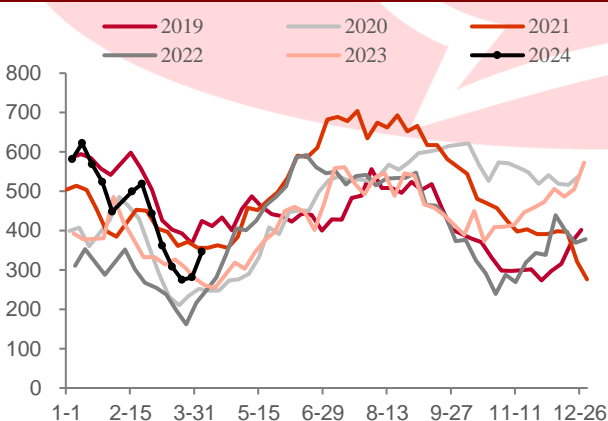
资料来源：钢联、创元研究（图表为 111 家油厂数据）

图 22：国内油厂周度压榨量（单位：万吨）



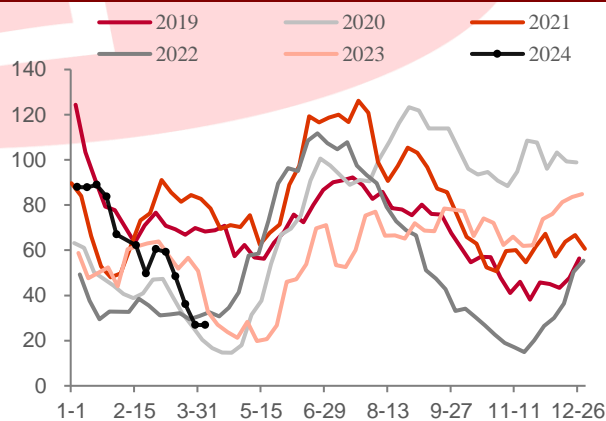
资料来源：钢联、创元研究（图表为 111 家油厂数据）

图 23：油厂大豆库存（单位：万吨）



资料来源：钢联、创元研究（图表为 111 家油厂数据）

图 24：油厂豆粕库存（单位：万吨）



资料来源：钢联、创元研究（图表为 111 家油厂数据）

（4）进口大豆持续拍卖，有效补充市场

自 3 月中旬以来，国储开始拍卖轮出进口大豆，为新采储备腾挪库容。开始几轮频率为一周一拍，且拍卖量在 20 万吨左右，随后增至一周两拍。

进入4月，单次拍卖量增至50万吨，且仍在持续。

3月国内大豆供应偏紧，轮出大豆有效补充了市场供应；但4月中旬以后，大豆到港增加，若拍卖继续持续，则将进一步加深国内供应过剩局面。

2024年进口大豆拍卖情况

日期	拍卖数量：万吨	成交数量：万吨	成交率	成交均价：元/吨
2024/3/19	22.55	16.62	73.68%	4010.88
2024/3/25	21.31	8.24	38.65%	3923.7
2024/3/29	21.93	6.82	31.10%	3936.4
2024/4/3	41.43	4.53	10.94%	3932.3
2024/4/9	50.60	0.00	0.00%	0
累计	157.82	36.21	22.94%	-

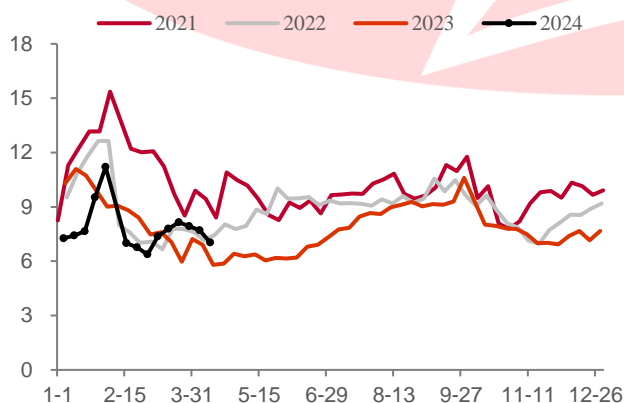
需求端

(1) 下游补库刚刚完成，短期采购热情不足

正如前文所述，由于3月存在大豆到港延误问题，豆粕期现价格均上涨，恐慌情绪下饲料企业买货情绪好转，且提货增加、物理库存累增。截至3月底，国内饲料企业豆粕库存天数为7.94天，较2月底低点增加1.5天。据钢联数据统计，自2024年以来，油厂已累计销售豆粕1074万吨，远高于去年同期的751万吨，证明当前下游合同库存较为充足。

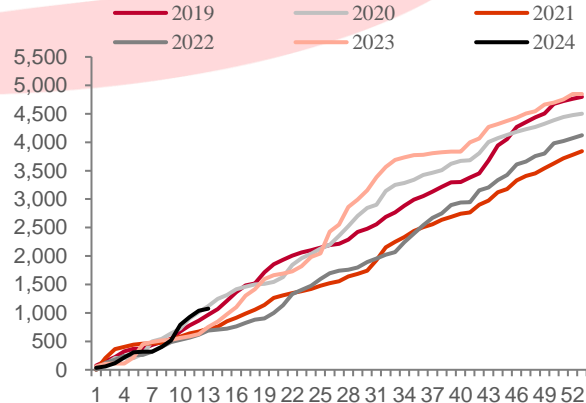
短期来看，由于下游刚刚经历完成一轮备货补库，叠加养殖端刚需表现一般，若无意外发生使得短期供应再次偏紧，下游采购将再次转冷并持续较长时间。

图 25：饲料企业豆粕库存天数（单位：天）



资料来源：钢联、创元研究

图 26：豆粕市场累计成交量（现货+基差，万吨）



资料来源：钢联、创元研究

(2) 养殖利润依旧不佳，豆粕添加比继续下滑

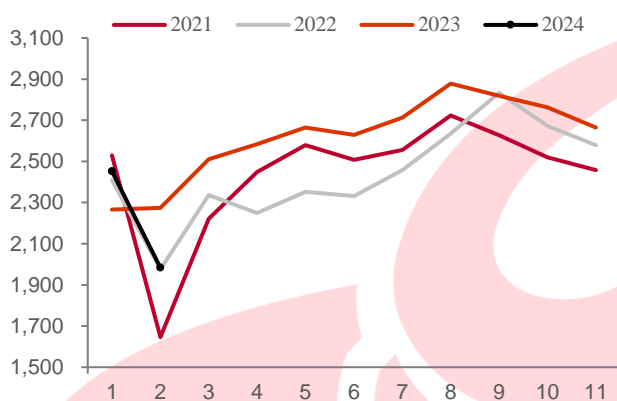
随着生猪产能的不断去化，自2023年8月以来，饲料产量便开始逐月

递减，且截至今年 2 月，下降势头仍未停止。据饲料工业协会样本企业数据测算，2024 年 1-2 月，全国工业饲料产量 4437 万吨，同比下降 3.6%。

短期内养殖端存栏调整幅度有限，养殖利润不佳使得豆粕添加比下降的不利影响更为严峻。目前，饲料中豆粕添加比仍在低位，饲料工业协会公布的数据显示，2 月配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比仅为 12.8%，同比下降 1.4 个百分点。

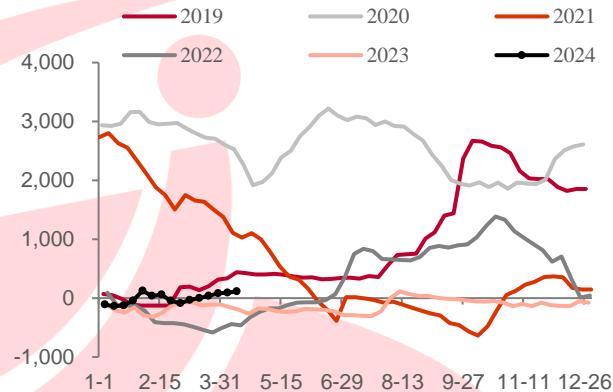
展望二季度，随着生猪养殖利润的缓慢恢复，叠加豆粕价格下跌后，与其他蛋白粕相比更加性价比优势，预计饲料中豆粕添加比例将有所回升，豆粕刚需将存在边际增长可能。但纵使需求存在转好迹象，也难以对冲供应端极大的季节性增量。

图 27：饲料月度产量（单位：万吨）



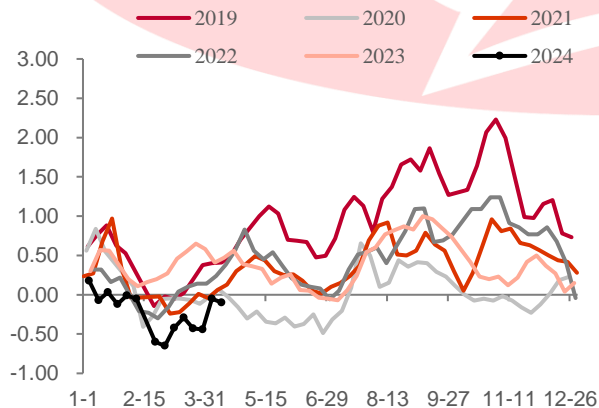
资料来源：钢联、创元研究

图 28：养殖利润——生猪（单位：元/头）



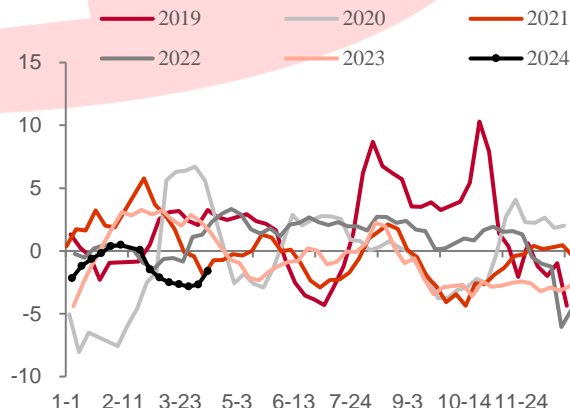
资料来源：钢联、创元研究

图 29：养殖利润——蛋鸡（单位：元/只）



资料来源：钢联、创元研究

图 30：养殖利润——肉鸡（单位：元/羽）



资料来源：钢联、创元研究

1.3 2024 年二季度豆粕行情展望

1.3.1 震荡中存在上行驱动

展望二季度，我们认为豆粕价格走势先抑后扬。分阶段来看：

4-5 月，在巨大的大豆到港压力下，豆粕价格将呈现震荡偏弱走势。对于现货而言，在供过于求的局面压制下，虽整体仍将跟随期货价格波动，但将明显弱于期货价格走势（09 合约），基差将进一步走缩。期货价格来看，由于巴西升贴水的企稳反弹，连粕在进口成本端获得支撑，叠加后续外盘并无过多利空可以释放，CBOT 美豆大概率仍在 1150-1200 美分成本线附近徘徊，则豆粕 09 合约也将跟随维持震荡格局。总结来说，当前豆粕盘面估值相对合理，向下空间有限，而国内基本面的弱势将更多反映在现货及基差的走弱上来。

6 月以后，市场存在对于北美新季大豆的天气炒作可能，届时内外盘豆系价格将易涨难跌。近年来，全球极端天气频发，气象灾害屡屡发生，给农产品单产带来较大扰动。同时，当前美豆价格已在成本线附近，纵使天气最终对单产影响有限，但在美豆生长期，仍易发动上涨行情，国内豆粕期现价格将会跟随外盘同步走强。建议在进入 6 月后，可在适当条件下（天气预报并不十分积极），少量尝试建立头寸。

1.3.2 后市关注点

（1）美豆新季即将开播，关注产区天气情况

4 月中旬 USDA 将开始公布美豆播种进度，届时市场关注点将逐渐转移至北美。若 4、5 月水热条件较好，天气偏干使播种快速推进，则价格存在阶段性回调可能；若 6 月后美豆产区存在异常高温干旱持续一周以上时间，天气炒作将有发动可能，豆粕价格也将跟随上行。

（2）阿根廷收获后，卖压是否会对全球大豆价格形成压制。

（3）关注巴西升贴水走势，将对国内豆粕期货价格走势产生关键影响。

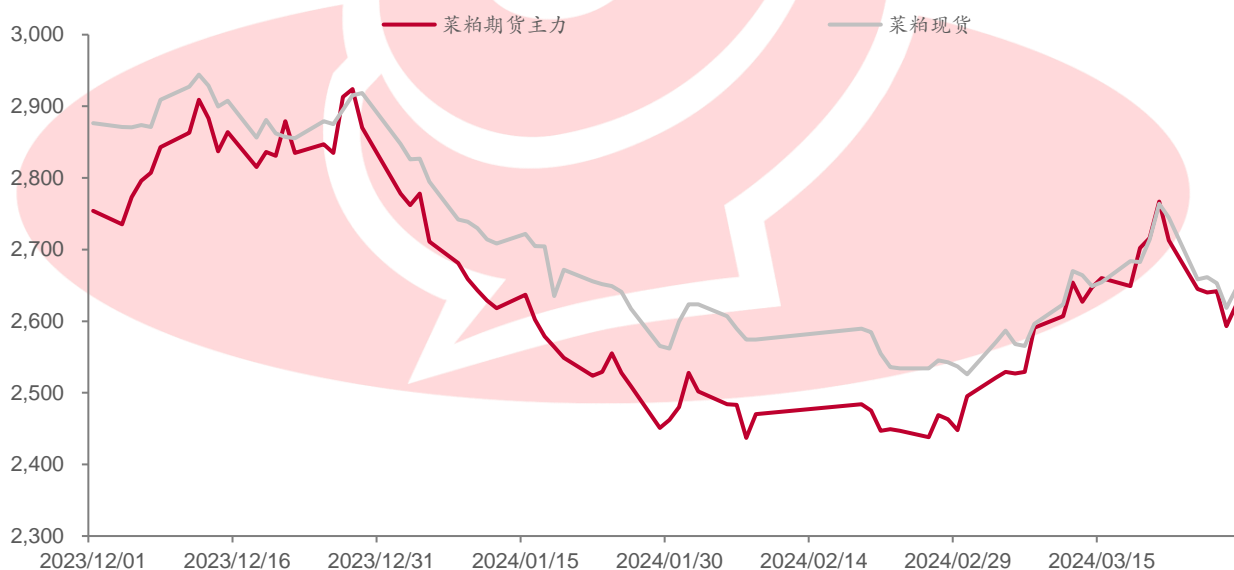
二、菜粕

2.1 2024 年一季度行情回顾

2024 年元旦过后，菜粕期货主力合约持续快速下跌，两个月累计最大跌幅达到近 24%。从 2023 年 11 月开始，加拿大菜籽逐渐到港，国内菜籽供应旺季到来，随着开机率和压榨量的上升，菜粕供应逐渐增加，但需求却仍处于消费淡季，菜粕基本面宽松格局确定。另外，菜粕价格仍有很大程度跟随豆粕价格变动。

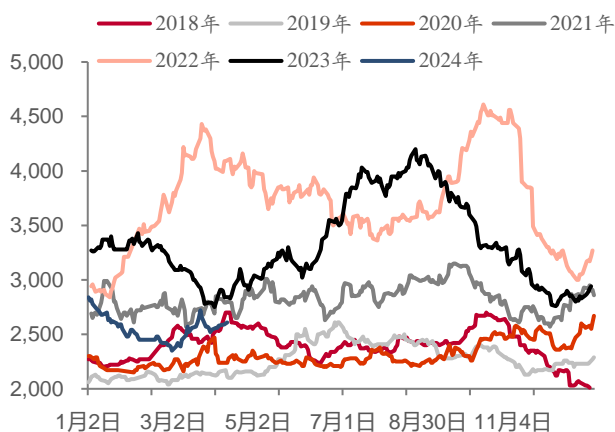
1 月起，巴西大豆减产预期基本被盘面消化，CBOT 美豆大幅下跌，此前的天气升水逐渐被挤出，豆粕价格也快速下跌，菜粕在原本就宽松的格局下更显疲态。而 3 月菜粕从底部反弹的最大驱动也是来自豆粕，因这一时期菜粕基本面无明显变化，消息也处于真空期，价格受相关品种的影响较大。3 月 CBOT 美豆在下跌至成本线后得到有力支撑，叠加巴西大豆升贴水回升、国内大豆又传出卸港延迟导致供应偏紧的传闻，豆粕从低位反弹，菜粕跟涨。

图 31：菜粕行情回顾（单位：元/吨）



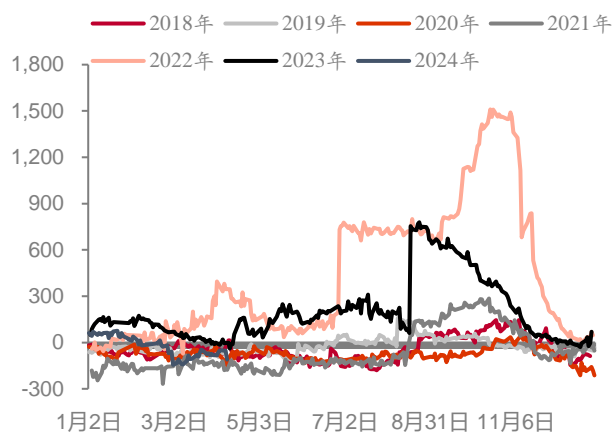
资料来源：Wind、创元研究

图 32：菜粕现货价格（单位：元/吨）



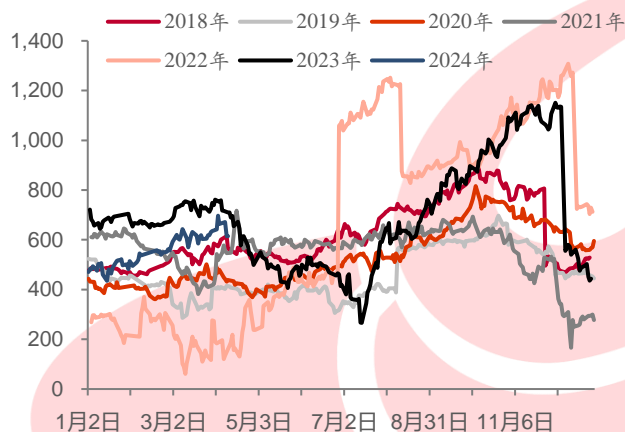
资料来源：Wind、创元研究

图 33：菜粕基差（单位：元/吨）



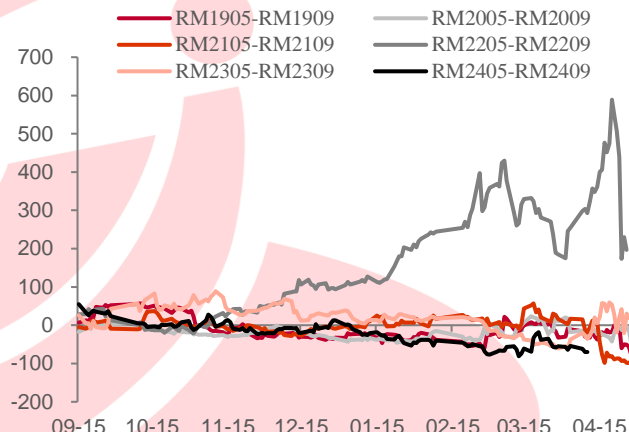
资料来源：Wind、创元研究

图 34：豆菜粕期货价差（单位：元/吨）



资料来源：Wind、创元研究

图 35：RM5-9 价差（单位：元/吨）



资料来源：Wind、创元研究

2.2 油菜籽供需情况

2.2.1 加拿大：新作即将播种，预计面积小幅下滑

根据加拿大农业部 3 月报告的预测，2023/24 年度加拿大油菜籽播种面积将小幅下滑 3.1%至 865.8 万公顷，产量预计小幅减少至 1810 万吨，减量约 25 万吨。加拿大将开启新作菜籽的播种，目前加拿大草原三省未来 15 天的天气预报显示降雨正常，暂未见严重的干旱问题，一般在 6 月左右有天气炒作的风险，在播种季开始后需密切关注天气变化。

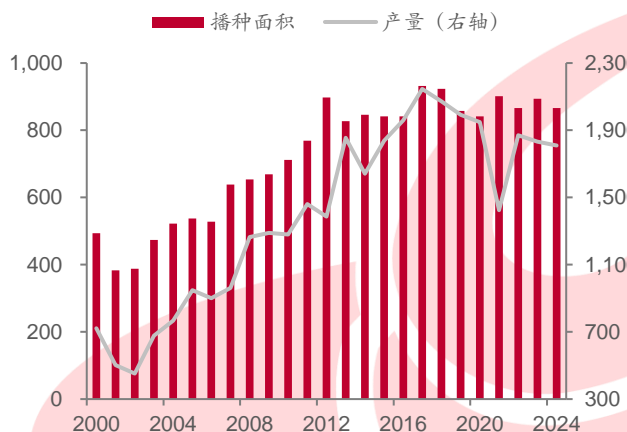
根据加拿大统计局的数据，截至 2024 年 1 月，2023/24 年度加拿大油菜籽累计出口 298.3 万吨，同比减少 27.27%，其中 40%以上出口至中国。

表：加拿大油菜籽供需平衡表（2024 年 3 月）

	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (1 月)	2024/25 (2 月)	2024/25 (3 月)
播种面积 (千公顷)	9,016	8,659	8,936	8,800	8,800	8,658
收获面积 (千公顷)	8,949	8,596	8,855	8,688	8,688	8,547
单产 (吨/公顷)	1.54	2.17	2.07	2.11	2.11	2.12
产量 (千吨)	14,248	18,695	18,328	18,365	18,365	18,100
进口 (千吨)	105	151	250	100	100	100
总供给 (千吨)	16,129	20,174	20,084	19,915	20,465	20,200
出口 (千吨)	5,248	7,950	7,000	7,700	7,700	7,700
食用&工业消费 (千吨)	8,555	9,961	10,500	10,500	10,500	10,500
饲用 (千吨)	935	692	533	264	264	299
国内总消费 (千吨)	9,553	10,718	11,084	10,815	10,815	10,850
库存 (千吨)	1328	1506	2,000	1,400	1,950	1,650
平均价格 (美元/吨)	1,075	857	685	680	645	625

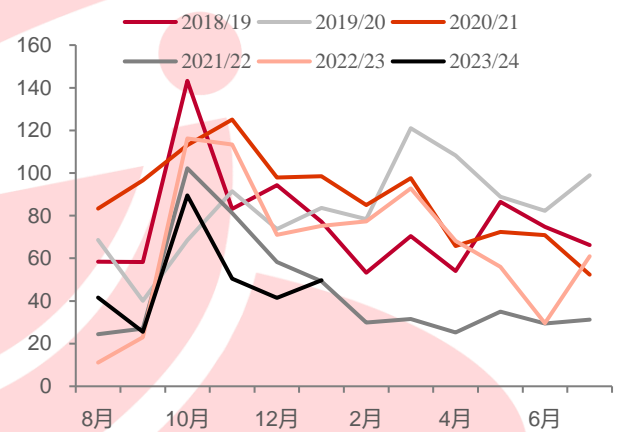
资料来源：加拿大农业部、创元研究

图 36：加菜籽播种面积&产量（万公顷&万吨）



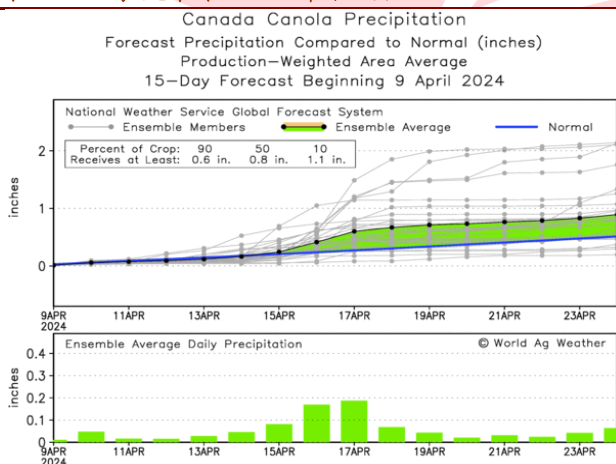
资料来源：Wind、加拿大统计局、创元研究

图 37：加拿大油菜籽出口量（万吨）



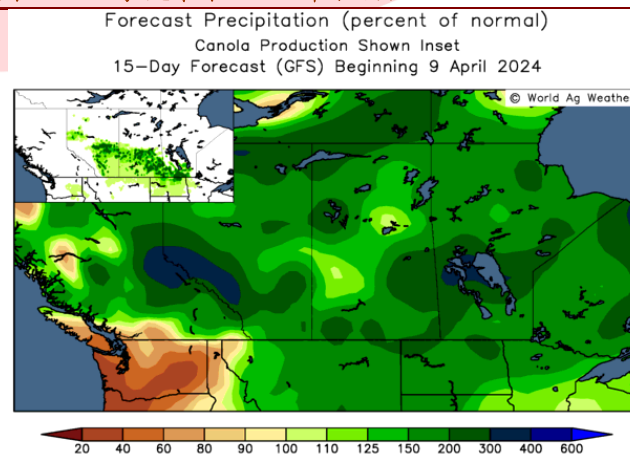
资料来源：Wind、加拿大统计局、创元研究

图 38：加拿大未来 15 天降水预估



资料来源：Wind、加拿大统计局、创元研究

图 39：加拿大未来 15 天降水预估



资料来源：Wind、加拿大统计局、创元研究

2.2.2 中国：进口高峰期延迟

由于国内油菜籽产量不透明，所以各家机构数据差异化较大，我们选用汇易网统计的数据进行比较分析。根据汇易网的数据，中国 2023/24 年度油菜籽产量增加 105.8 万吨至 1072.8 万吨，进口量减少 12.6 万吨至 420 万吨，主要进口来源为加拿大，占比约 92%。国内消费量增加 70 万吨至 1450 万吨，库存大幅上升至 129.3 万吨。

今年春节期价湖北地区的冰雨曾一度引起市场的关注，但是根据目前油菜籽的生长情况来看，减产程度较小，对全国油菜籽产量的影响也相对有限。二季度，国内油菜籽将进入收获阶段，2024/25 年度中国油菜籽播种面积预计继续扩大至 519.4 万公顷，产量预计增加至 1141.1 万吨，进口量小幅下滑至 350 万吨，消费量增加至 1500 万吨，库存小幅下降至 120.4 万吨。新年度国内油菜籽供需结构预计仍将保持宽松。

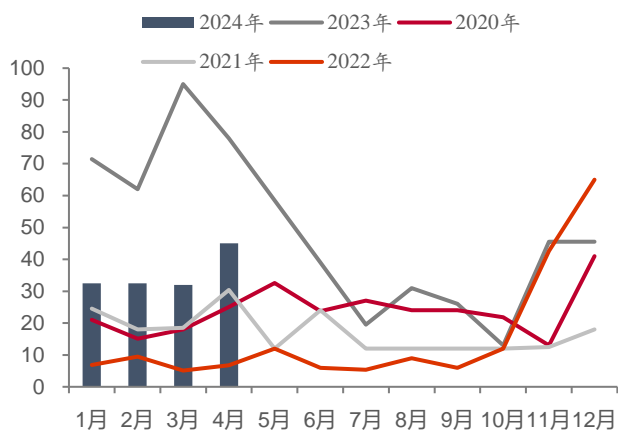
表：中国油菜籽供需平衡表（单位：千吨&千公顷&吨/公顷）

市场年度：6月-5月	播种面积	收获面积	单产	期初库存	产量	进口量	总供给	消费量	种用	总消费	期末库存
2012/13	6,030	5,789	1.39	30	8,360	3,384	11,774	11,760	420	11,760	14
2013/14	6,050	5,870	1.41	14	8,533	4,352	12,899	12,798	430	12,798	101
2014/15	6,095	5,790	1.28	101	7,795	4,541	12,437	12,287	400	12,287	150
2015/16	3,756	3,643	1.74	150	6,543	4,396	11,089	10,895	360	10,895	194
2016/17	3,575	3,450	1.70	194	6,082	3,935	10,211	9,956	220	9,956	255
2017/18	3,471	3,347	1.83	255	6,366	4,423	11,044	10,925	255	10,925	119
2018/19	3,278	3,212	1.92	119	6,301	4,694	11,114	10,744	255	10,744	370
2019/20	3,253	3,204	1.98	370	6,283	2,300	8,953	8,750	26	8,750	203
2020/21	3,380	3,346	1.91	203	7,500	2,833	10,536	10,000	27	10,000	536
2021/22	3,670	3,670	2.29	536	8,400	2,233	11,169	10,500	29	10,500	669
2022/23	4,260	4,260	2.27	669	9,670	4,326	14,665	13,800	34	13,800	865
2023/24	4,749	4,749	2.26	865	10,728	4,200	15,793	14,500	38	14,500	1,293
2024/25（3月）	5,194	5,194	2.29	1,293	11,411	3,500	16,204	15,000	42	15,000	1,204
2024/25（4月）	5,194	5,194	2.19	1,293	11,411	3,500	16,204	15,000	42	15,000	1,204

资料来源：汇易、创元研究

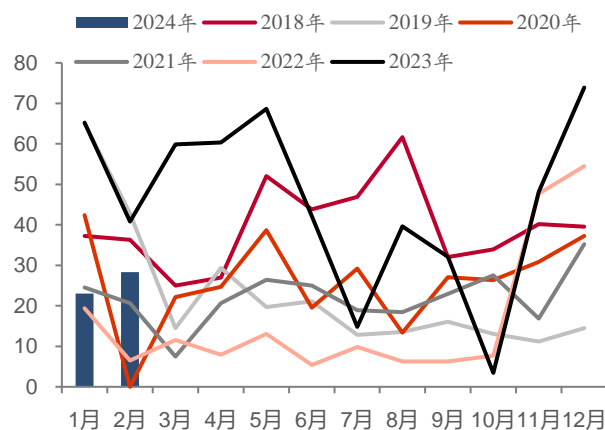
2024 年一季度国内油菜籽进口量远不及去年同期水平，根据海关总署数据，1 月油菜籽进口量为 23.03 万吨，2 月进口量为 28.35 万吨，1-2 月累计进口同比减少 51.57%。加拿大油菜籽出口进度偏慢，使得一季度国内油菜籽到港量相对偏少，且因压榨利润始终较好，导致远月买船数量较大，则出现了油菜籽到港高峰期延迟的问题。根据目前的买船情况来看，国内 3 月油菜籽到港量预计为 45 万吨，4-5 月预计为增加至 50-60 万吨。因此，国内二季度油菜籽的供应预计仍将保持宽松。

图 40：中国油菜籽到港预估（单位：万吨）



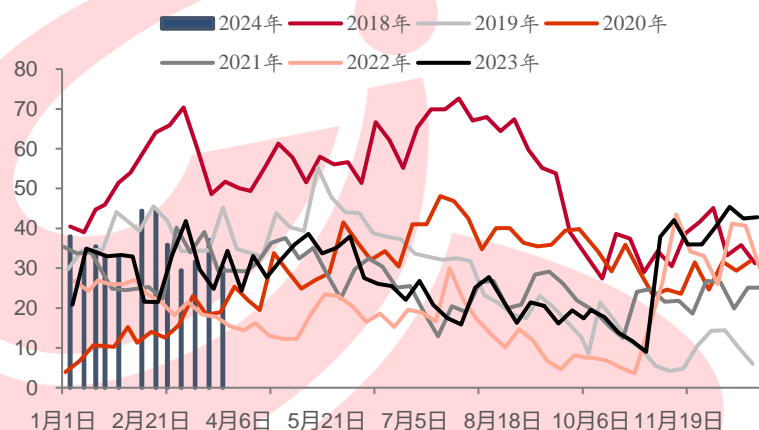
资料来源：我的农产品、创元研究

图 41：中国油菜籽进口量（单位：万吨）



资料来源：海关总署、我的农产品、创元研究

图 42：中国油菜籽库存（单位：万吨）



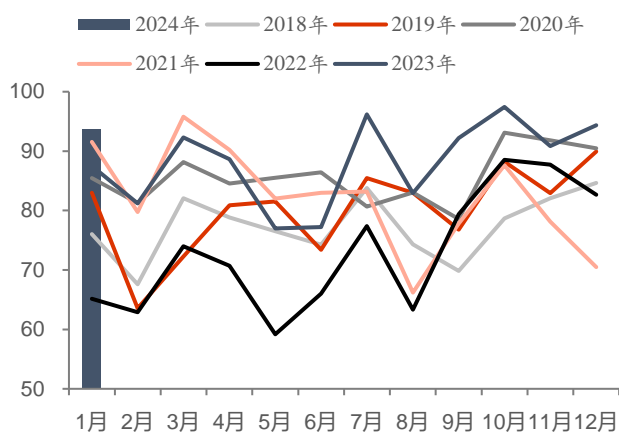
资料来源：我的农产品网、创元研究

2.3 菜粕供需情况

2.3.1 加拿大：菜粕出口同比增加

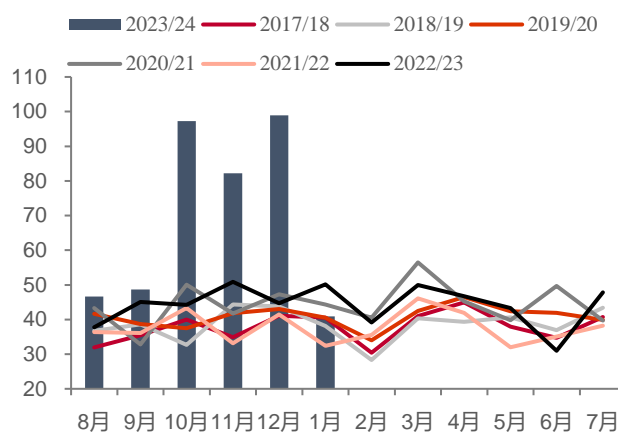
根据加拿大油籽加工工业协会（COPA）发布的油籽压榨数据显示，2024年1月，加拿大油菜籽压榨量为93.6593万吨，同比增7%；菜籽油产量为39.8507万吨，环比增9.47%；菜籽粕产量为54.1335万吨，环比增2.96%。根据加拿大统计局数据，2024年1月加拿大菜粕出口量为40.95万吨，2023/24年度（8月-次年7月）菜粕出口量累计为414.6万吨，同比增加52%，主要出口至美国和中国，占比分别为62%和38%。

图 43：加拿大菜籽压榨量（单位：万吨）



资料来源：我的农产品、创元研究

图 44：加拿大菜粕出口量（单位：万吨）



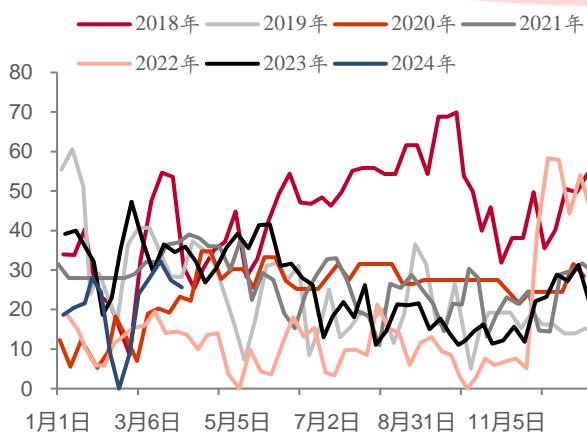
资料来源：海关总署、我的农产品、创元研究

2.3.2 中国：一季度菜粕进口量创新高

因国内进口高峰期延迟，2024 年一季度国内油菜籽供应量低于去年同期水平，油厂开机率和油籽压榨量也同比偏低，截至 3 月 29 日当周，油厂开机率为 25.66%，低于去年同期的 35.92%，压榨量为 9 万吨，一季度油菜籽压榨量合计为 96 万吨，同比减少 31.91%，但依然属于历史同期偏高水平。一季度菜粕产量为 50.62 万吨，同比减少 38.73%。

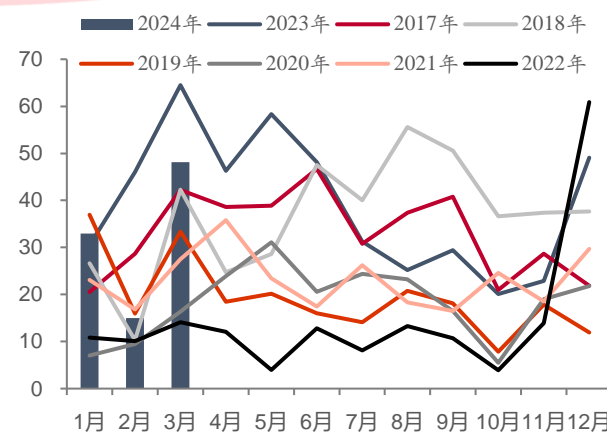
虽然菜籽进口量下滑，但是国内一季度菜粕进口量大幅增加，创同期新高。1 月菜粕进口量为 22.11 万吨，2 月为 20.77 万吨，合计 42.88 万吨，同比增加 40.91%。因此，菜籽进口量的减少由菜粕进口量增加来弥补，菜粕供应端依旧宽松。

图 45：中国油菜籽开机率（单位：%）



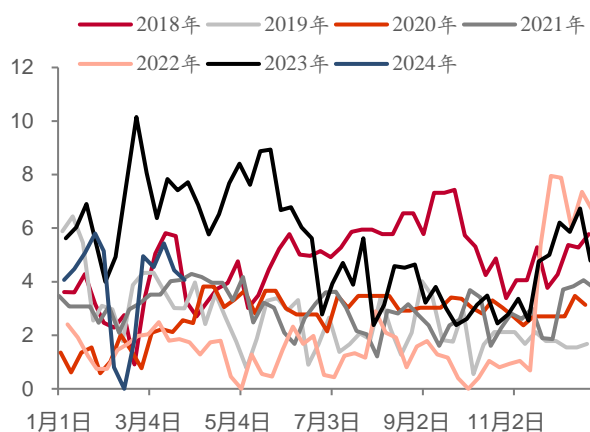
资料来源：我的农产品、创元研究

图 46：中国油菜籽压榨量（单位：万吨）



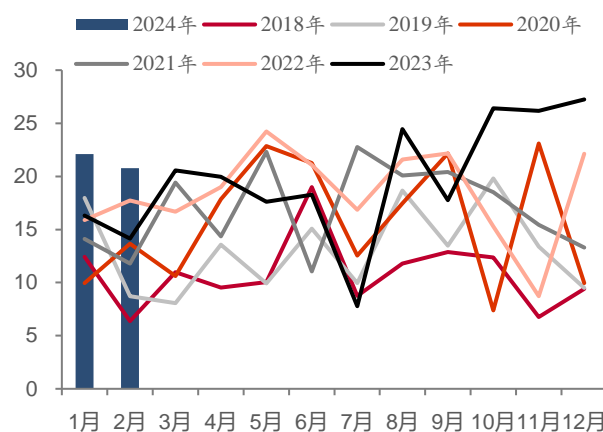
资料来源：我的农产品、创元研究

图 47：中国菜粕产量（单位：万吨）



资料来源：我的农产品、创元研究

图 48：中国菜粕进口量（单位：万吨）

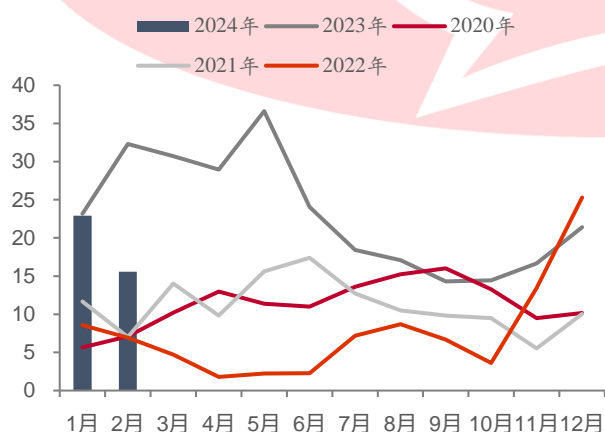


资料来源：海关总署、我的农产品、创元研究

终端消费来看，根据我的农产品数据，2024 年 1-2 月油厂菜粕提货量为 38.5 万吨，虽低于去年同期的 55.47 万吨，但仍是较高水平。从进口的颗粒粕消费情况来看，一季度进口量菜粕消费量为 33.55 万吨，同比减少 4.56%。整体来看，菜粕需求为中等偏高水平。据悉，4 月清明节后，水产饲料采购比较积极，好于此前预期，需求端将在水产养殖高峰季迎来增量。

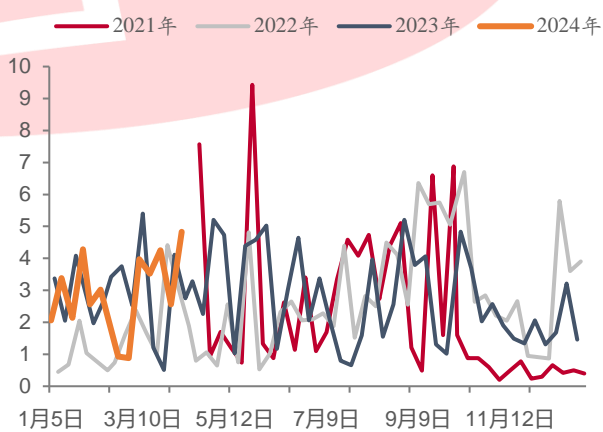
库存方面，菜粕的库存从菜籽到港起开始逐渐累库，截至 3 月末，国内菜粕库存为 3.36 万吨，处于中等水平。预计二季度菜粕供应仍保持宽松，但水产养殖需求将逐渐增加，菜粕库存预计将缓慢去化。

图 49：中国菜粕提货量（单位：万吨）



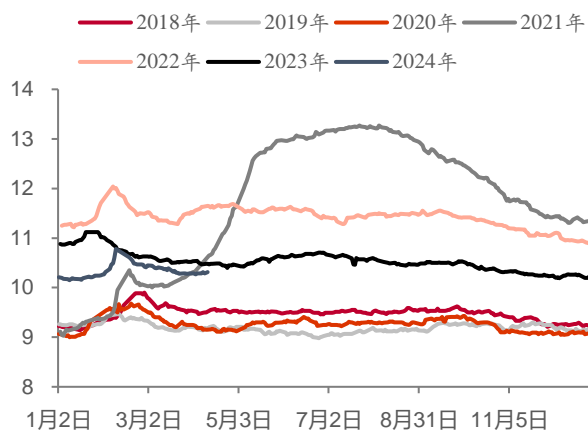
资料来源：我的农产品、创元研究

图 50：中国进口菜粕消费量（单位：万吨）



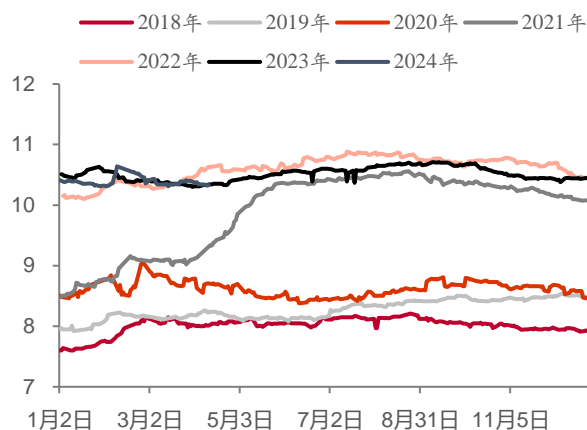
资料来源：海关总署、我的农产品、创元研究

图 51：中国 36 市草鱼平均零售价（元/斤）



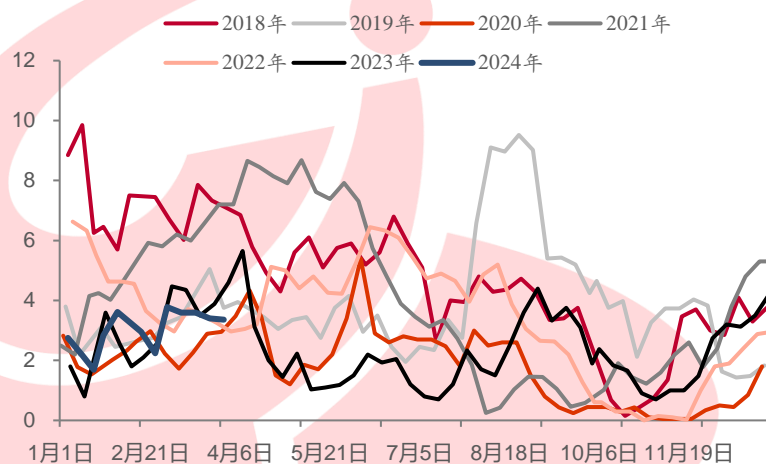
资料来源：我的农产品、创元研究

图 52：中国 36 个城市鲢鱼平均零售价（元/斤）



资料来源：海关总署、我的农产品、创元研究

图 53：中国菜粕库存（单位：万吨）



资料来源：我的农产品网、创元研究

2.4 2024 年二季度菜粕行情展望

2.4.1 行情展望

根据上文分析，国内油菜籽到港高峰期后延，二季度国内油菜籽进口量预计将大幅增加，叠加国内油菜籽也将开始上市，菜籽供应将更加宽松，油厂开机率和压榨量仍将保持高位，直接进口菜粕量预计也将维持在 20 万吨以上，菜粕供应量也将持续增加。二季度进入水产养殖需求旺季，去年水产养殖业亏损较大，预计今年水产养殖需求不及去年水平，但清明节后的采购比较积极，不排除需求端的恢复好于预期，仍需持续关注水产

饲料的投料情况。国内菜粕库存预计仍将缓慢去库，二季度菜粕预计将在需求的提振下震荡上行，但供应端的宽松制约上涨幅度，且需求端的复苏仍待验证。

2.4.2 后市关注点

1、4月中下旬加拿大新作菜籽即将开始播种，澳大利亚油菜籽也将在二季度开始播种，关注加拿大、澳大利亚油菜籽主产区天气情况。

2、国内水产投料情况，菜粕需求端复苏能否持续好转。



免责声明:

本研究报告仅供创元期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需征得创元期货股份有限公司同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。



分支机构名称	服务与投诉电话	详细地址(邮编)
客户服务中心	400-700-0880	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
信息技术管理总部	0512-68288206	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场一部	0512-68296092	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场二部	0512-68363021	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
机构事业部	0512-68292842	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
投资咨询总部	0512-68656937	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
资产管理总部	0512-68363010	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
结算风控总部	0512-68293758	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
合规稽核总部	0512-68017927	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
营销管理总部	0512-68276671	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
风险管理子公司	0512-68286310	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
北京分公司	010-59575689	北京市东城区北三环东路 36 号 1 号楼 B1209 房间 (100013)
北京第二分公司	010-68002268	北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 23 层 05-06 号 (100089)
上海分公司	021-68409339	中国(上海)自由贸易试验区松林路 357 号 22 层 A、B 座 (200120)
上海第二分公司	021-61935298	中国(上海)自由贸易试验区浦东南路 360 号 5 层 512 室 (200127)
广州分公司	020-85279903	广州市天河区华夏路 30 号 3404 室 (510620)
深圳分公司	0755-23987651	深圳市福田区福田街道福山社区卓越世纪中心、皇岗商务中心 4 号楼 901 (518000)
浙江分公司	0571-88077993	杭州市上城区五星路 198 号瑞鼎国际商务中心 2404 室 (310016)
大连分公司	0411-84990496	大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2806 号房间 (116023)
重庆分公司	023-88754494	重庆市渝北区新溉大道 101 号中渝香茶公馆 7 幢 20-办公 4 (401147)
南京分公司	025-85516106	南京市建邺区庐山路 168 号 1107 室 (210019)
山东分公司	0531-88755581	中国(山东)自由贸易试验区济南片区草山岭南路 975 号金域万科中心 A 座 1001 室 (250101)
烟台分公司	0535-2151416	山东省烟台市芝罘区南大街 11 号 25A03, 25A05 号 (264001)
新疆分公司	0991-3741886	新疆乌鲁木齐经济技术开发区玄武湖路 555 号万达中心 C3308、C3309、C3310 (83000)
南宁分公司	0771-3101686	南宁市青秀区金浦路 22 号名都苑 1 号楼 1413 号 (530022)
四川分公司	028-85196103	中国(四川)自由贸易试验区成都高新区天府大道北段 28 号 1 栋 1 单元 33 楼 3308 号 (610041)
淄博营业部	0533-7985866	山东省淄博市张店区华光路 77 号汇美福安商务楼 5 楼 (255022)
日照营业部	0633-5511888	日照市东港区海曲东路南绿舟路东兴业喜来登广场 006 幢 02 单元 11 层 1106 号 (276800)
郑州营业部	0371-65611863	郑州市未来大道 69 号未来公寓 301、302、303、305、316 (450008)
合肥营业部	0551-63658167	安徽省合肥市蜀山区潜山路 888 号百利商务中心 1 号楼 06 层 11 室 (246300)
徐州营业部	0516-83109555	徐州市和平路帝都大厦 1#-1-1805 (221000)
南通营业部	0513-89070101	南通市崇川路 58 号 5 号楼 1802 室 (226001)
常州营业部	0519-89965816	常州市新北区太湖东路常发商业广场 5-2502、5-2503、5-2504、5-2505 部分室 (213002)
无锡营业部	0510-82620193	无锡市中山路 676-501 室 (214043)
张家港营业部	0512-35006552	张家港市杨舍镇城北路 178 号华芳国际大厦 B1118-19 室 (215600)
常熟营业部	0512-52868915	常熟市金沙江路 11 号中汇商业广场 102 (215500)
吴江营业部	0512-63803977	江苏省苏州市吴江区东太湖大道 7070 号亨通大厦总部经济中心办公楼 1610 号 (215200)