

油脂油料逻辑框架专题 ——大豆篇

国元期货研究咨询部 刘金鹭





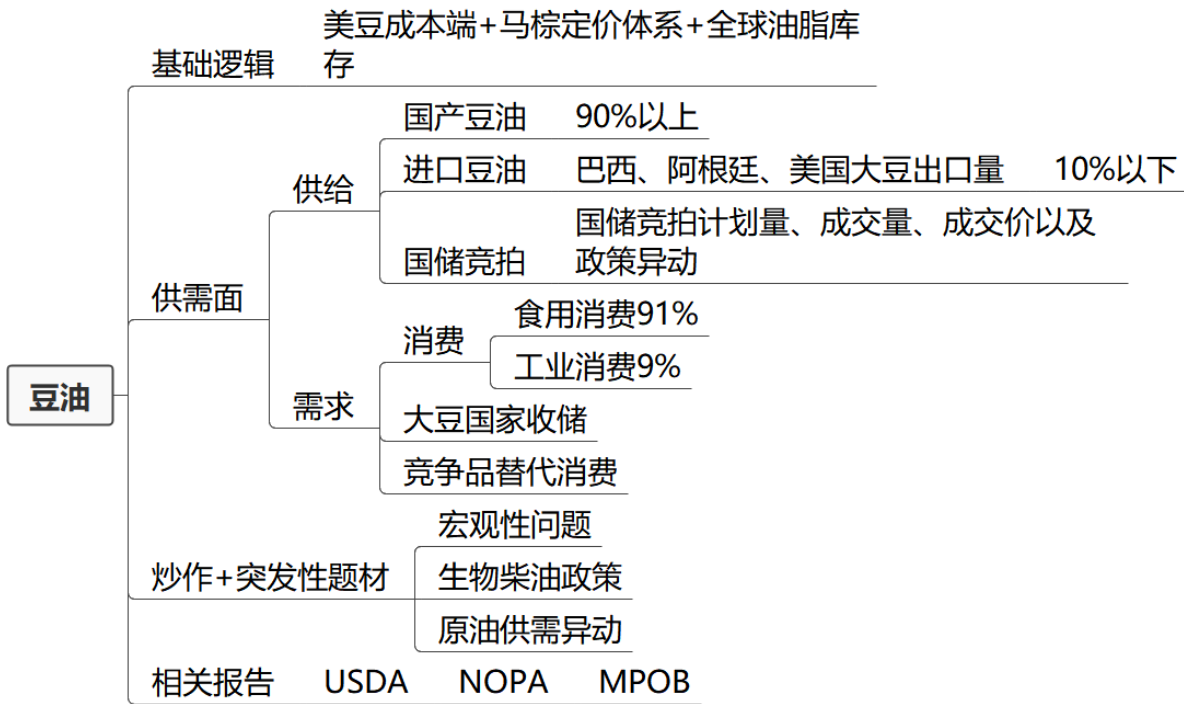
目录

ONTENTS

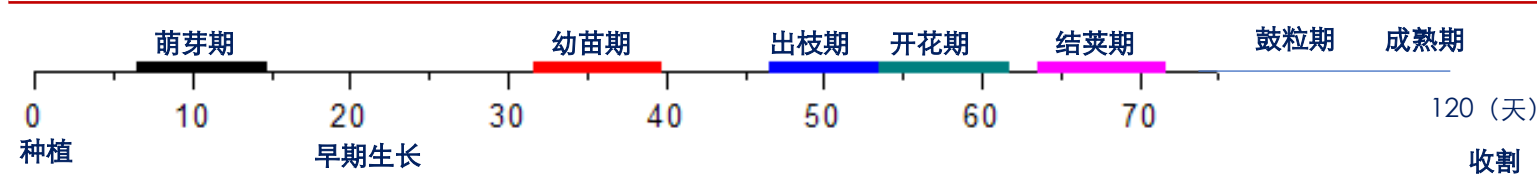


01

油脂油料逻辑框架——大豆篇



大豆生长周期

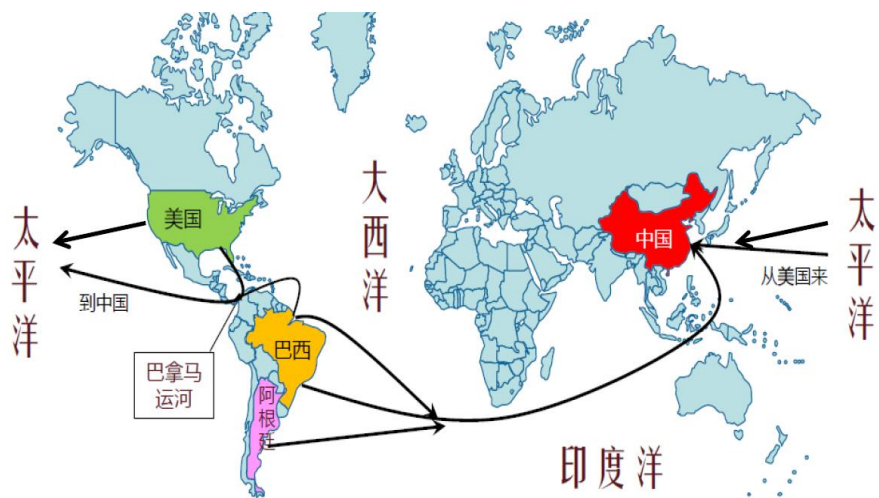


	炒作热点
种植期	种植面积、种植进度
开花期	种植面积、种植进度、产地天气、生长优良率
灌浆期	结转库存、实际库存、产量预期、生长优良率
收获期	收割进度、预计产量、实际库存、生长优良率

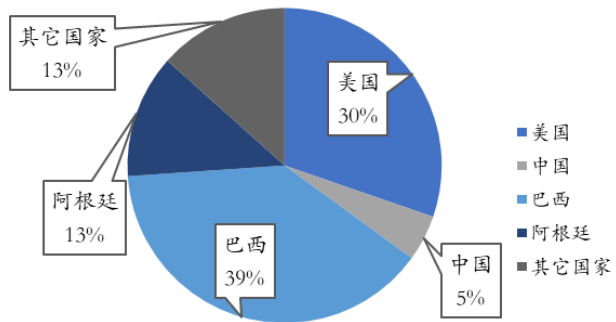
全球大豆生长周期

		一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月
美豆	种植期					种植期							
	开花期						开花期						
	灌浆期							灌浆期					
	收获期									收获期			
巴西	种植期										种植期		
	开花期	开花期											
	灌浆期		灌浆期										
	收获期		收获期										
阿根廷	种植期											种植期	
	开花期			开花期									
	灌浆期				灌浆期								
	收获期					收获期							
关注因素	种植期	1.巴：收割、天气 2.阿：播种、面积 3.中美：运输条件	1.阿：种植面积 2.巴、阿：天气 3.中美：消费情况、运输条件	1.中美：种植意向、种子质量、转基因大豆比例 2.巴：收割进度 3.阿：天气	1.巴、阿：收割进度、预期产量 2.中美：种植意向，种子质量	1.巴、阿：收割进度、预计产量、运输条件、消费情况 2.中美：预测种植面积、种植进度	1.巴、阿：实际产量、消费情况 2.美：种植进度 3.中美：库存	1.美：实际种植面积、结转库存 2.中美：天气 3.巴、阿：消费情况	1.美：天气、结转库存	1.美：实际库存 2.中美：天气 3.巴、阿：种植意向、库存	1.中美：收割进度、预计产量 2.巴、阿：种植意向、库存	1.中美：收割进度、预计产量 2.巴、阿：种植意向、库存	1.中美：实际产量、运输条件、消费情况 2.巴、阿：种植面积

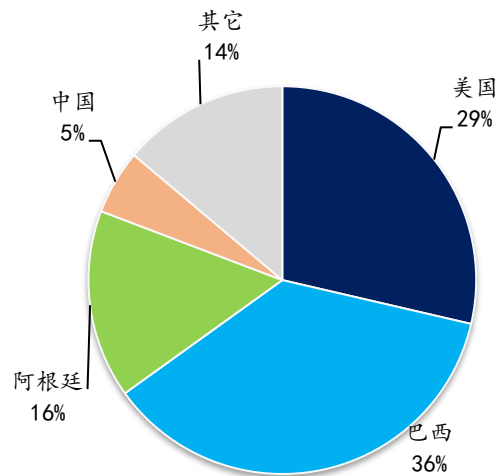
全球大豆贸易主要流向



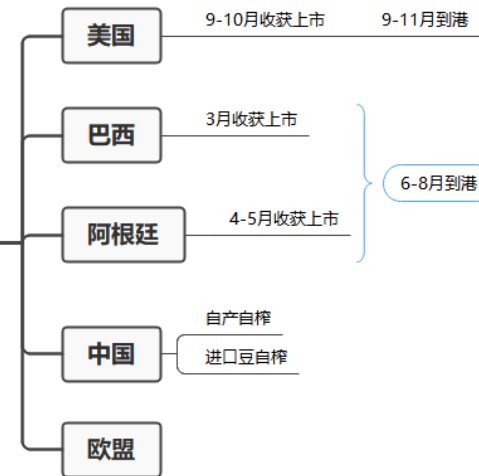
全球大豆产量占比（2022年统计）



全球大豆消费占比（2022年统计）



主要生产国



主要消费国



各主产国大豆产区分布

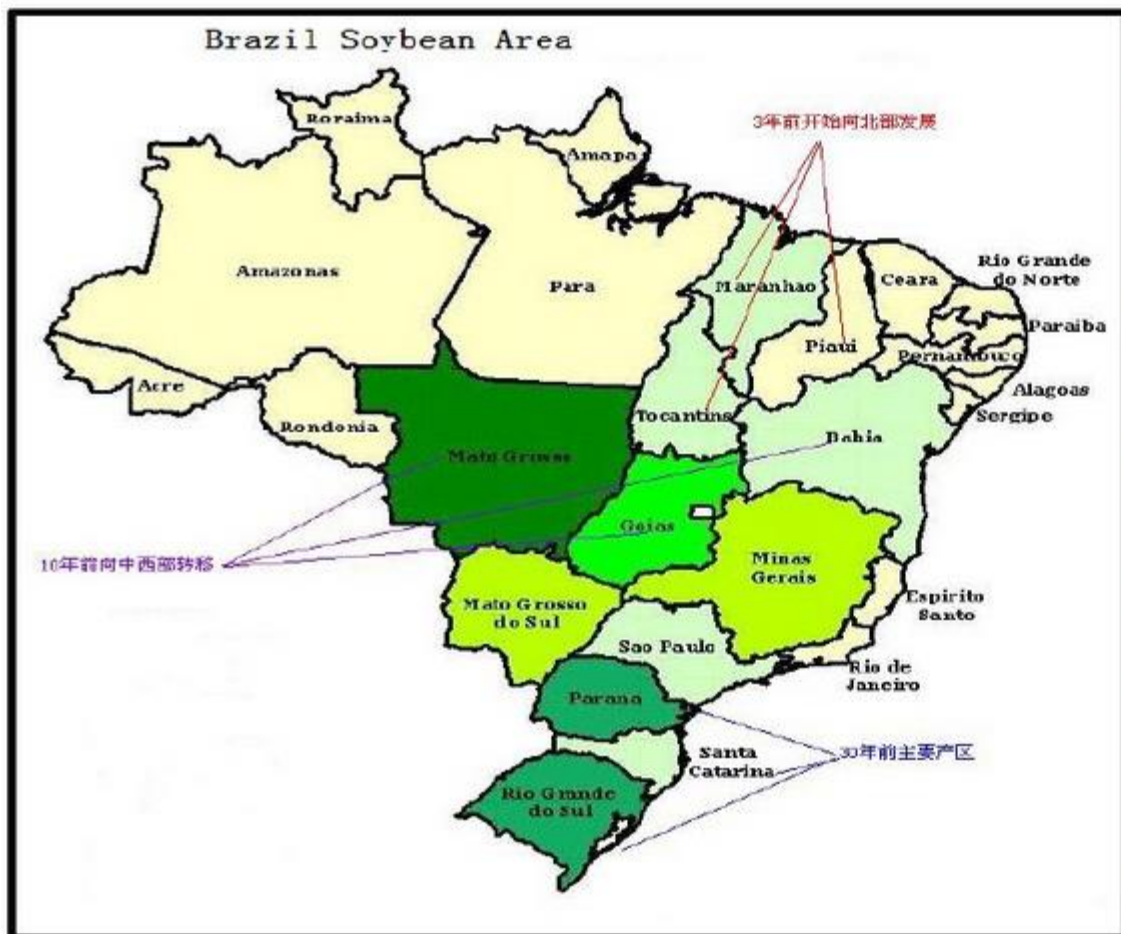


- 美国大豆主产区主要集中在中西部和北部平原区域，主要包括伊利诺伊斯州、爱荷华州、南北达科他州、明尼苏达州等。
- 巴西大豆主产区主要集中在巴西中部和南部区域，主要包括马托格罗索州、帕拉纳州、南里奥格兰德州、南马托格罗索州等。
- 阿根廷大豆主产区主要集中在阿根廷东北部，主要包括科尔多瓦、布宜诺斯艾利斯、圣达菲等。

美国大豆产区分布

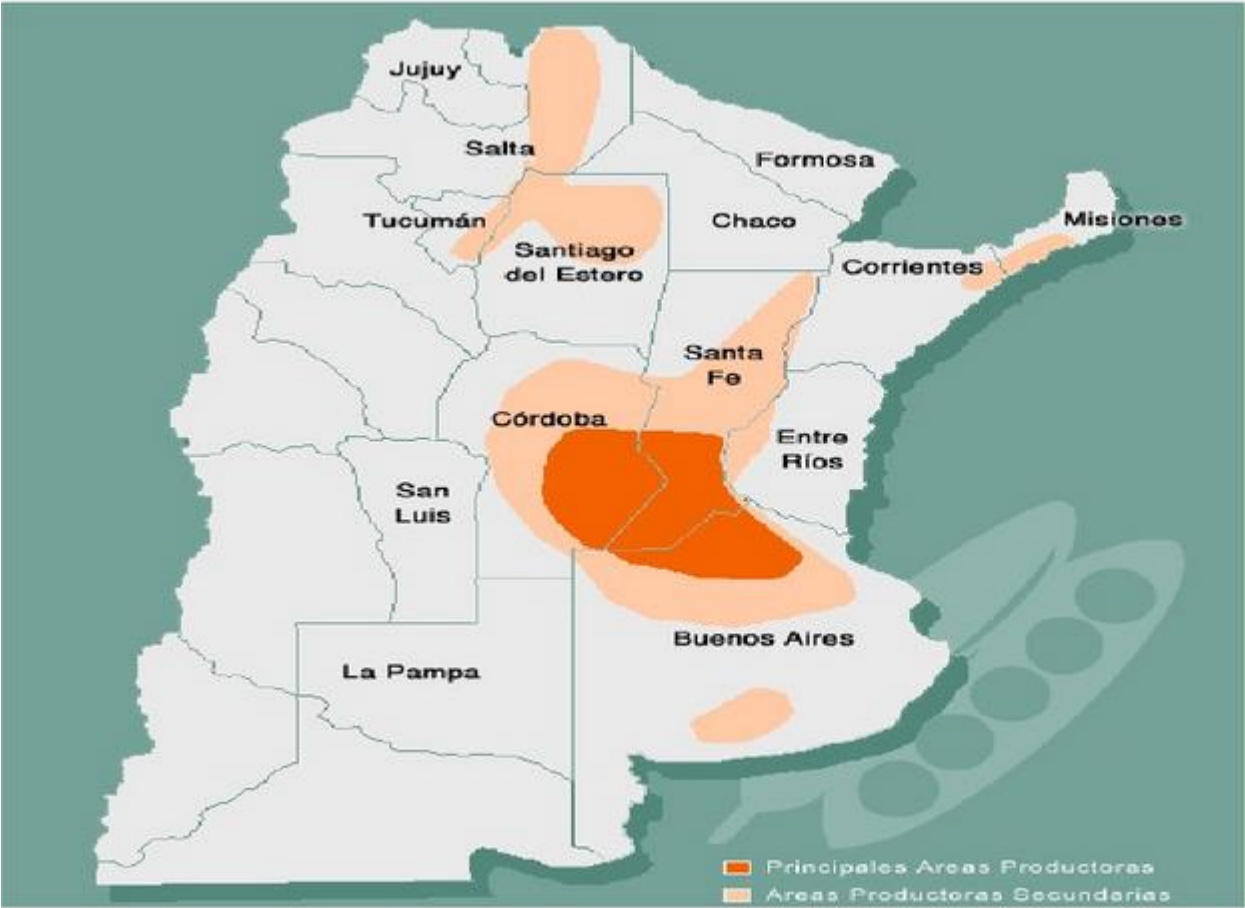


巴西大豆产区分布



主产州	产量比例
MATO GROSSO	31.23%
PARANA:	16.62%
RIO GRANDE DO SUL	13.92%
GOIAS	11.83%
MATO GROSSO DO SUL	7.31%
MINAS GERAIS	4.70%
BAHIA	4.35%
SÃO PAULO	2.35%
MARANHÃO	1.77%
SANTA CATARINA	1.74%
TOCATINS	1.51%
PIAUI	1.37%
OTHERS	1.29%
BRAZIL	5747万吨

阿根廷大豆产区分布



主产区	产量比例
SANTA FE	40%
CORDOBA	27%
BUENOS AIRES	24%
OTHER	9%



➤ 对美豆影响有限，主要影响南美大豆



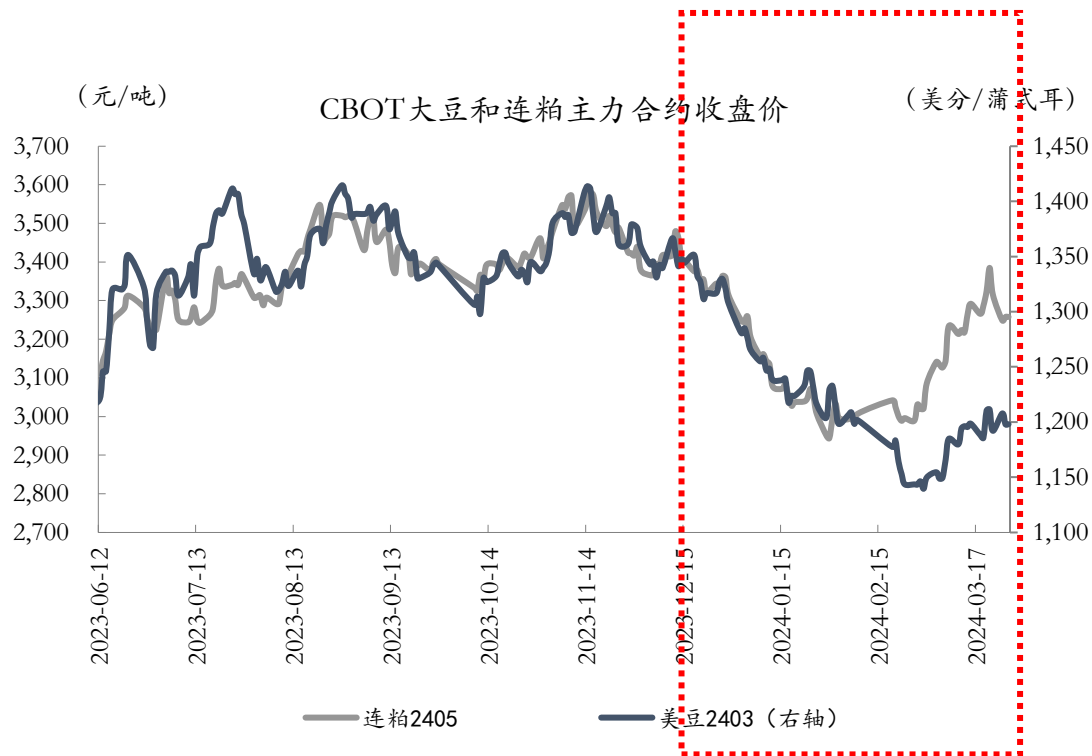
目录

ONTENTS



02

油脂油料近期行情分析



- 春节前，连盘豆粕与CBOT大豆走势较为一致，市场核心逻辑在于南美天气好转，丰产预期对价格压制作用较强，同时国内经过四季度大豆大量到港后，国内进口大豆及豆粕库存均处于偏高水平，内外利空之下，价格延续2023年四季度以来的弱势；
- 2月恰逢春节节假日期间，国内交易日较少，内盘主力节假日前后整体呈现低位盘整的走势。2月下旬开始，巴西大豆近月升贴水大幅上涨，成本端支撑之下内盘豆粕与CBOT大豆出现明显分化，连粕2405合约一度涨至3400元/吨关口之上。
- 3月中旬美农报告中性偏空，不过南美大豆丰产预期兑现的利空影响边际递减，美豆盘面止跌反弹。而且受中国大豆采购积极性提升带动，巴西大豆CNF持续上涨，于成本端支撑内盘豆系品种。

2023/2024年度全球大豆供需平衡表									
单位：百万吨		期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费	出口	期末库存	库销比
全球	3月	102.15	396.85	170.78	328.19	381.9	173.61	114.27	20.57%
	2月	103.57	398.21	167.85	329.29	383.03	170.57	116.03	20.96%
	较2月变动	-1.42	-1.36	2.93	-1.1	-1.13	3.04	-1.76	-0.39%
	2022/2023年度	93.93	378.06	168.03	315.18	365.9	171.96	102.15	18.99%
	较上一年度变动	8.22	18.79	2.75	13.01	16	1.65	12.12	1.58%
美国	3月	7.19	113.34	0.82	62.6	65.97	46.81	8.57	7.60%
	2月	7.19	113.34	0.82	62.6	65.97	46.81	8.57	7.60%
	较2月变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
	2022/2023年度	7.47	116.22	0.67	60.2	62.96	54.21	7.19	6.14%
	较上一年度变动	-0.28	-2.88	0.15	2.4	3.01	-7.4	1.38	1.46%
巴西	3月		155	0.45	53	56.75	103	33.05	20.69%
	2月		156	0.45	53.75	57.5	100	36.3	23.05%
	较2月变动	-37.35	-1	0	-0.75	-0.75	3	-3.25	-2.36%
	2022/2023年度	27.6	162	0.15	53.1	56.9	95.51	37.35	24.51%
	较上一年度变动	-27.6	-7	0.3	-0.1	-0.15	7.49	-4.3	-3.82%
阿根廷	3月	17.21	50	6.1	35.5	42.75	4.6	25.96	54.83%
	2月	17.21	50	6.1	35.5	42.75	4.6	25.96	54.83%
	较2月变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
	2022/2023年度	23.9	25	9.06	30.32	36.57	4.19	17.21	42.22%
	较上一年度变动	-6.69	25	-2.96	5.18	6.18	0.41	8.75	12.60%
中国	3月	32.34	20.84	105	98	120.5	0.1	37.58	31.16%
	2月	33.79	20.84	102	98	120.5	0.1	36.03	29.88%
	较2月变动	-1.45	0	3	0	0	0	1.55	1.29%
	2022/2023年度	25.15	20.28	104.5	96	117.5	0.09	32.34	27.50%
	较上一年度变动	7.19	0.56	0.5	2	3	0.01	5.24	3.66%

美国大豆供需平衡表						
	2021/22	2022/23*	2023/24			年变动
			2月估计	3月估计	月变动	
种植面积（万英亩）	8720	8750	8360	8360	0	-390
收获面积（万英亩）	8630	8630	8240	8240	0	-390
每英亩产量（蒲式耳）	51.7	49.5	50.6	50.6	0	1.1
期初库存（亿蒲式耳）	2.57	2.74	2.64	2.64	0	-0.1
产量（亿蒲式耳）	44.65	42.76	41.65	41.65	0	-1.11
进口量（亿蒲式耳）	0.16	0.2	0.3	0.3	0	0.1
总供应量（亿蒲式耳）	47.38	45.71	44.59	44.59	0	-1.12
压榨量（亿蒲式耳）	22.04	22.2	23	23	0	0.8
出口量（亿蒲式耳）	21.58	20.15	17.2	17.2	0	-2.95
种子用量（亿蒲式耳）	1.02	1.02	1.02	1.02	0	0
残余用量（亿蒲式耳）	0.01	0.19	0.22	0.22	0	0.03
总使用量（亿蒲式耳）	44.64	43.55	41.44	41.44	0	-2.11
期末库存（亿蒲式耳）	2.74	2.15	3.15	3.15	0	1
平均农场价格（美元/蒲）	13.3	14.2	12.9	12.9	0	-1.3

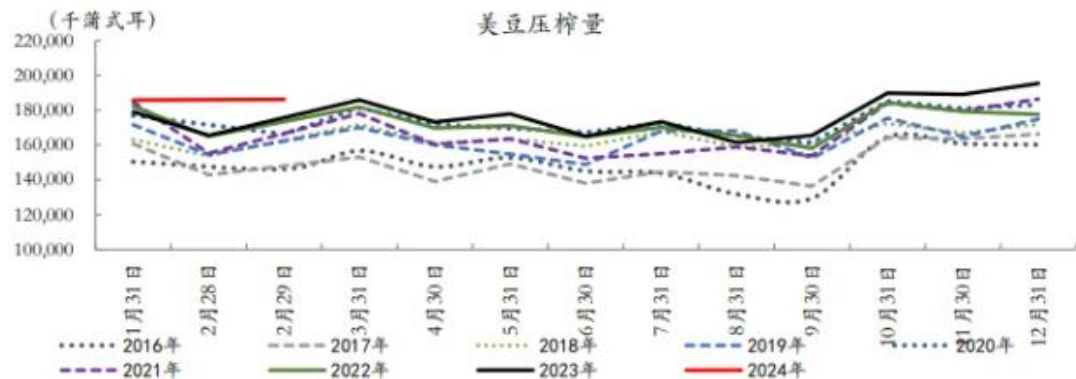
全球大豆供需亮点：

- 供应端：南美丰产利空出尽，美豆新作种植面积存在分歧（等待USDA种植面积报告指引），目前市场维持偏宽松预期
- 需求端：巴西近远月升贴水拉涨，但后市卖压较强，限制升贴水继续上涨空间，3月以来，美豆国内压榨表现强劲，出口销售回暖，对美豆价格支撑力度较强
- 结论：上半年供应宽松格局未变，短期市场炒作点在于本周末USDA种植面积报告的发布，分歧在于后市中国大豆采购情况对美豆出口销售的提振

2024年USDA种植意向报告（单位：万英亩）				
	大豆-	玉米	小麦	棉花
路透预测均值	8653	9177.6	4733	1090.6
彭博预测均值	8654.49	9182.9	4728.98	1129.32
Ag Market	8610	9150	4620	-
2023年3月种植意向报告	8751	9200	4986	1130
2023年最终种植面积	8360	9460	4960	1023
2024年2月展望论坛预测	8750	9100	4700	1100
2024年3月种情意向报告	8651	9003.6	4749.8	1067.3

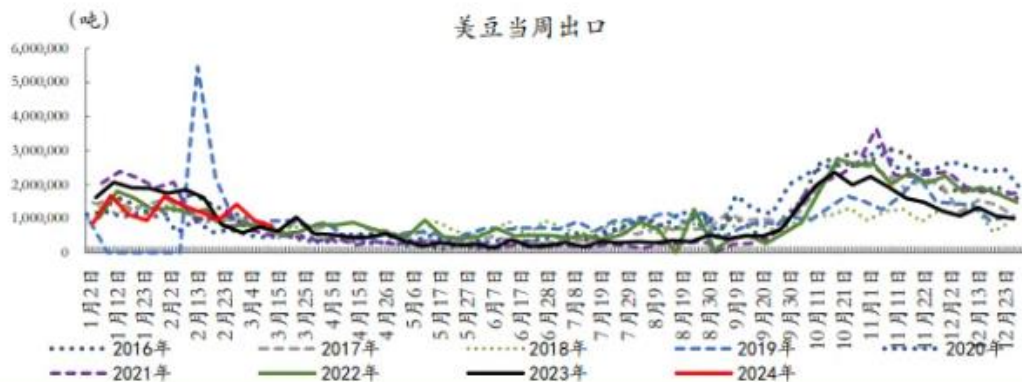
- 同比增幅3.48%
- 若按2023年度的52蒲/英亩单产来估测，最终产量约在44.9亿蒲左右，同比增长，不过这个是比较理想的估测，在美豆种植期依然存在天气变数

图表 5 美豆压榨情况



数据来源：USDA、国元期货

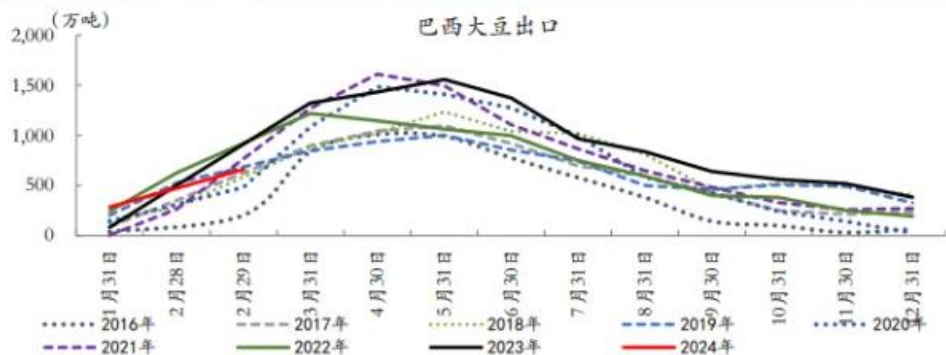
图表 6 美豆检验及出口情况



数据来源：USDA、国元期货

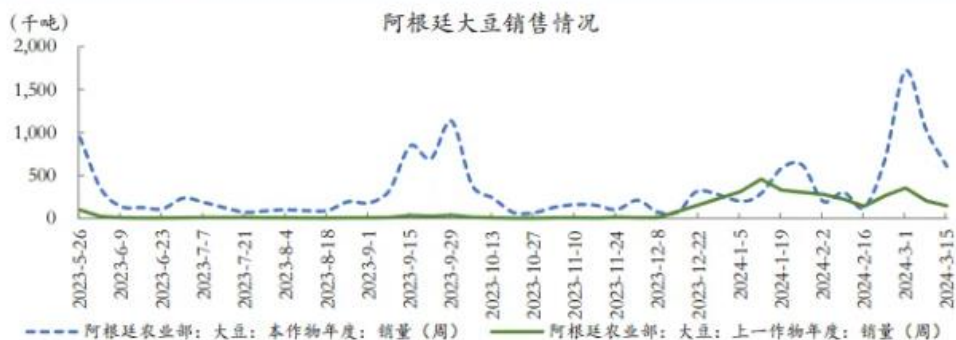
- 美国全国油籽加工商协会(NOPA)周五发布的压榨报告显示，2月份大豆压榨量远高于市场预期，比1月份高出0.2%，并创下了历史同期最高水平。
- NOPA报告显示，2024年2月份NOPA的大豆压榨量为558.6万短吨，相当于1.86194亿蒲，略高于1月份的1.85780亿蒲，比2023年2月的1.65414亿蒲增加12.6%。这也是历史上2月份的最高压榨量，超过了2020年2月的前纪录1.66288亿蒲。
- USDA在3月份的供需报告中预计23/24美豆年度出口4681万吨，目前完成进度为74.18%。

图表 7 巴西大豆出口情况



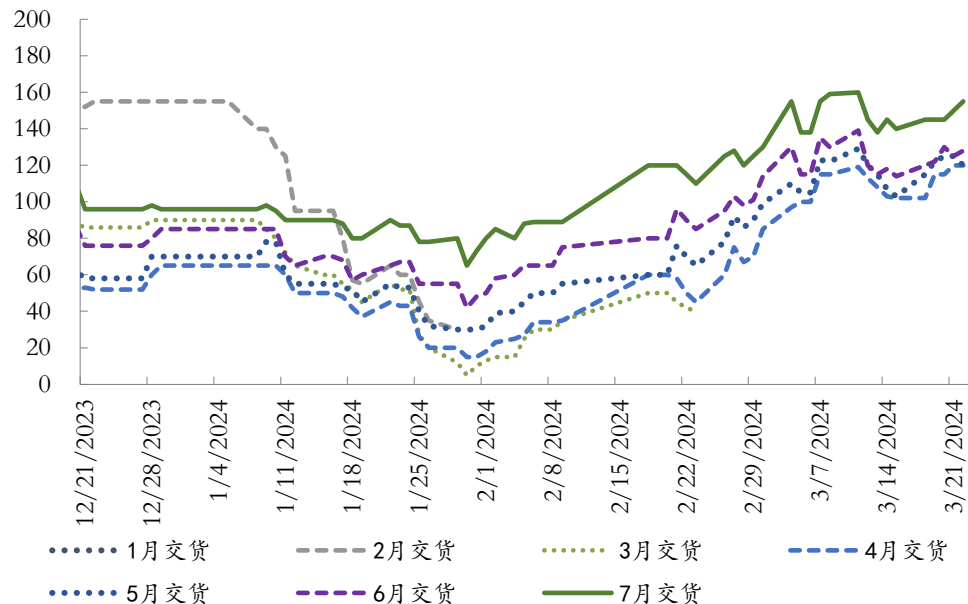
数据来源: Abiove、国元期货

图表 8 阿根廷大豆销售情况



数据来源: 阿根廷农业部、国元期货

(美分/蒲式耳) 巴西大豆CNF升贴水

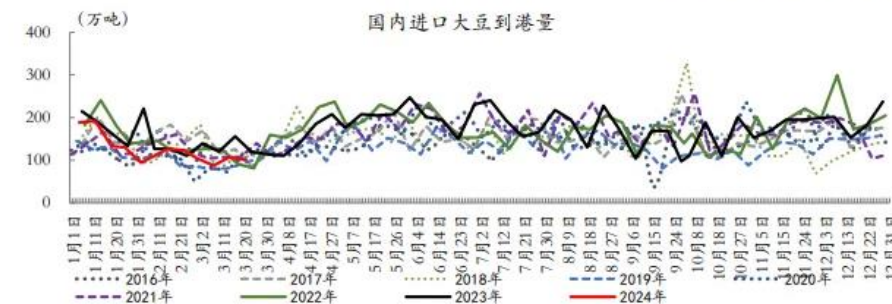


- 巴西全国谷物出口商协会(ANEC)将3月份巴西大豆出口量估计上调至1401.4万吨，创下去年6月份以来的最高月度出口量。截至3月17日，巴西2023/24年度大豆收获进度为61.9%，低于去年同期的62.5%。头号大豆主产州马托格罗索州的收获进度也低于去年同期。

图表 3 国内进口大豆月度走势

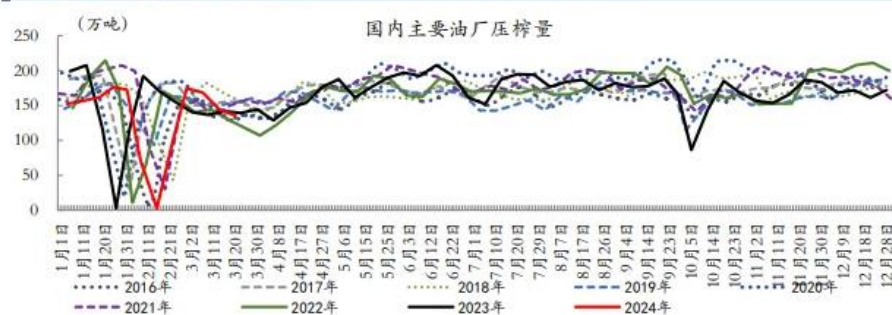


数据来源：中国海关、国元期货



数据来源：我的农产品网、国元期货

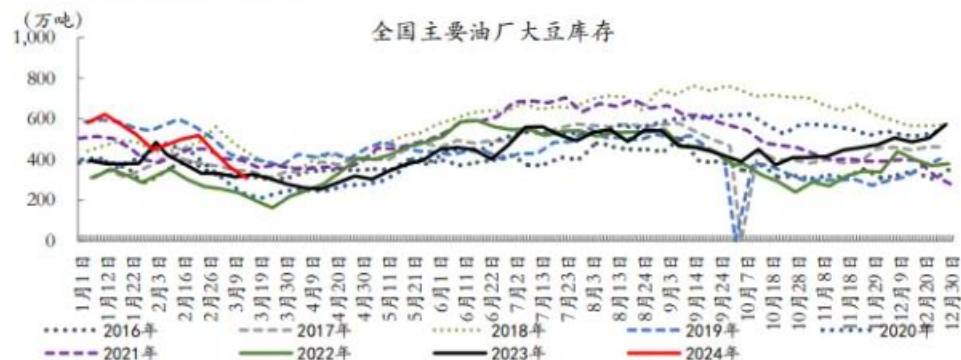
图表 4 国内主要油厂开机及压榨情况



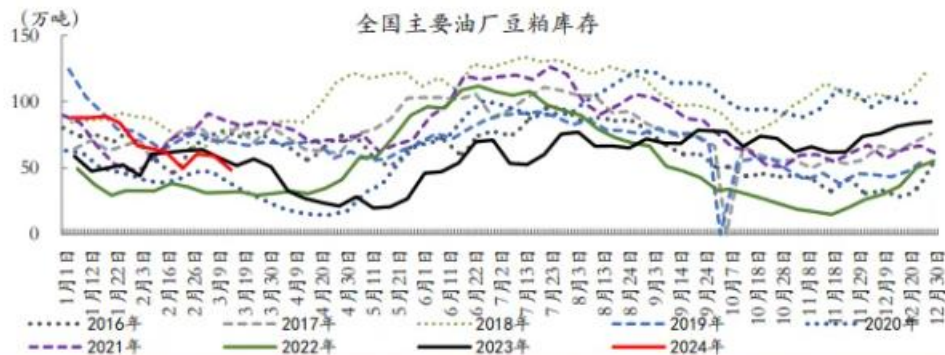
数据来源：我的农产品网、国元期货

- **二季度进口大豆预计巨量到港**
- 据海关总署数据显示：2024年1-2月份中国大豆进口量1303.7万吨，同比去年减少125.8万吨，同比减幅8.8%。据Mysteel农产品团队对国内各港口到船预估初步统计，预计2024年4月920万吨，5月950万吨。2024年3月份国内主要地区125家油厂大豆到港预估89.5船，共计约581.75万吨（本月船重按6.5万吨计）。
- **二季度国内油厂压榨预计维持高位**
- 3月以来油厂开机恢复情况良好。根据Mysteel农产品对全国主要油厂的调查情况显示，第11周（3-13-月9日至3月15日）125家油厂大豆实际压榨量为163.78万吨，开机率为47%；较预估低7.59万吨。预计第12周（3月16日至3月22日）国内油厂开机率维持低位，油厂大豆压榨量预计160.85万吨，开机率为46%。

图表 13 国内主要油厂大豆库存情况



图表 14 国内主要油厂豆粕库存情况



➤ 豆粕累库可期

- 截至3月22日，全国主要油厂大豆库存为349.24万吨，较上周减少45.55万吨，减幅11.54%，同比去年增加4.07万吨，增幅1.18%；
- 3月大豆到港偏少，再加上油厂开机率较高，近期大豆豆粕库存去库速度较快；
- 市场认为3月底，4月初多数油厂会断豆停机，导致油厂现货价格大幅上涨，短期大豆库存将会继续降低，待4月大量巴西大豆到港后，大豆库存或将增加；
- 豆粕库存为53.52万吨，较上周减少10.88万吨，减幅16.89%，同比去年减少0.79万吨，减幅1.45%。

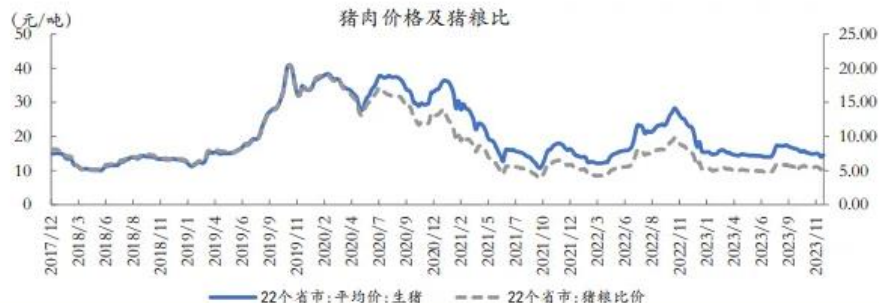
图表 16 国内主要油厂豆粕成交量



图表 17 全国生猪养殖利润



图表 18 生猪价格与猪粮比 (单位: 元/吨)



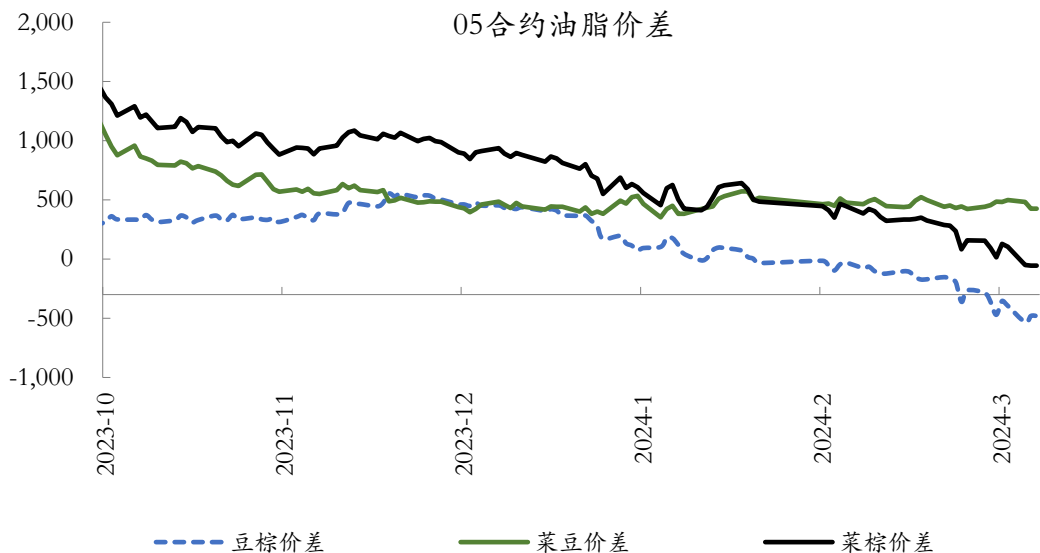
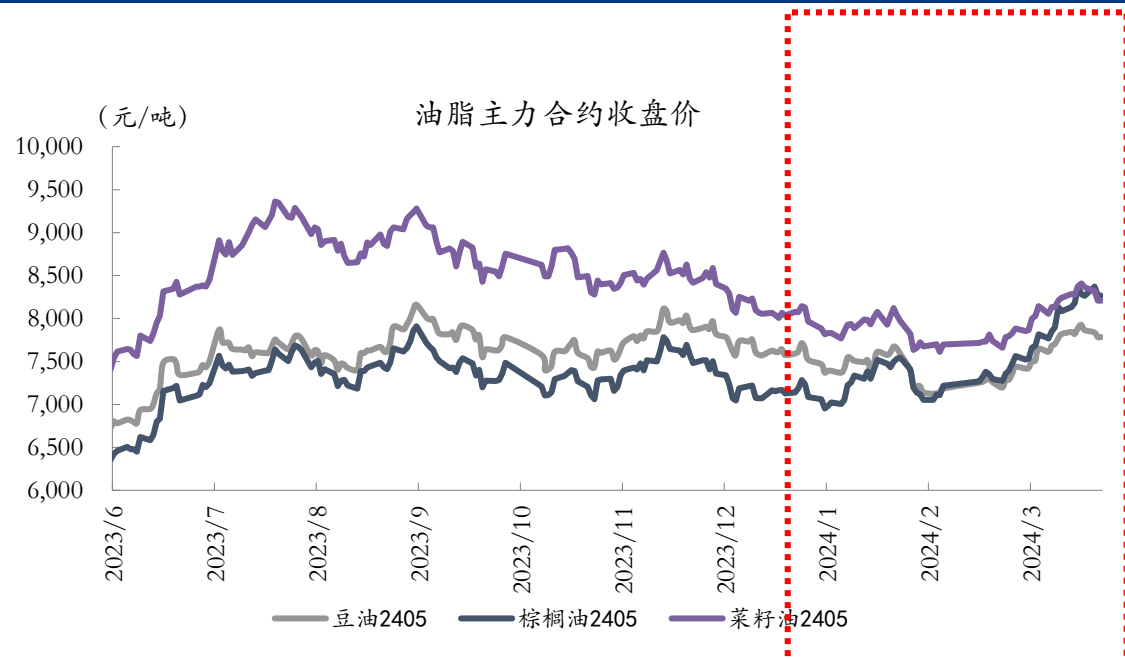
- 据中国工业饲料协会数据显示, 据样本企业数据测算, 2024年1—2月, 全国工业饲料产量4437万吨, 同比下降3.6%。主要配合饲料、浓缩饲料、添加剂预混合饲料产品出厂价格环比、同比呈下降趋势。饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比为41.1%, 配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比为12.8%, 同比分别下降1.5和1.4个百分点。
- 生猪供需方面, 供应方面来看, 市场压栏挺价情绪偏强, 养户出栏节奏动态调整, 助推猪价上行; 前期压栏补充中大猪源, 出栏走量或对猪价上行有所抑制。需求方面来看, 标肥价差对行情仍有支撑, 不过冻品库存掣肘分割入库, 且白条鲜销表现平平, 屠企持续亏损难以保持开机, 消费整体表现不佳。整体来看, 市场供需博弈延续, 压栏挺价情绪仍有支撑, 二育动态或有增加, 不过需求表现支撑不足, 短期猪价行情震荡。
- 随着二季度的到来, 国内天气回暖, 水产养殖备货开始提上日程, 预计清明节后三季度结束之前, 伴随着水厂养殖逐渐进入旺季, 菜粕需求端将获得持续性提振, 支撑价格。另外, 本轮蛋白粕走高, 豆菜粕价差也有所扩大, 据统计截至2024年3月25日, 国内沿海地区豆菜粕现货价差在770-950元/吨之间, 较前一交易日涨10元/吨。目前豆菜粕价差仍居于中等偏高水平, 菜粕具有性价比优势, 替代豆粕需求有望增加。

国内供需亮点：

- 1) 到港量：2-3月到港量有所回落，但二季度是传统进口大豆（来自南美）到港高峰——利空
- 2) 压榨量：南美豆易变质，储存时间较短，倒逼油厂提高开机率，豆油、豆粕供应预计大幅增长——利空
- 3) 需求：下游养殖多数处于亏损状态，对于采购原料以随采随为主，逢低补库，整体需求疲软——利空
- 4) 库存：补库存在一定时滞性，预计进口大豆及豆粕库存在5月中旬迎来库存拐点——近紧远松



- 短期（未来1个月内）：
- 南美收割，丰产兑现（利空逐渐被市场消化）+巴西出口强劲，升贴水高位震荡（成本端利多性支撑）+美豆公布种植面积，新作开始进入种植期，天气炒作窗口逐渐开放（当前处于观望期）+美豆内需强劲，出口回暖（利多）+国内二季度大豆到港巨量增加（利空）+国内油厂开机预计强劲（利空）+养殖亏损限制下游消费（利空）+累库（利空）
 - 易跌难涨，05合约参考区间2900-3200
- 中长期（2024年上半年）：
- 美豆种植期炒作点较多（待观望）+国内供强需弱格局预期未变（利空）
 - 供应端压力持续，盘面上方阻力较强，中长期弱势看待，可考虑于09合约上布局长线空单，参考入场点位3300-3400



- 1月油脂本月油脂的供需矛盾相较并不突出。豆油交易主线主要在南美大豆丰产、国内供强需弱，棕榈油交易主线在产地减产、国内进口低迷；
- 2月油脂板块分化，棕榈油表现强势，豆菜油以先扬后抑的区间整理为主。美农两报告偏空，一个是维持了南美大豆丰产的判断，一个是给出了美豆新作可能供应宽松的预期，棕榈油报告利多市场，产地继续降库；
- 3月油脂板块整体延续春节假期后的强势氛围。3月初吉隆坡棕榈油会议的全面看多预测对全球棕榈油价格的上涨产生影响。棕榈油领涨，豆油次之，菜油稳步小涨。

【油脂月报】3月油脂先扬后抑，豆棕价差存在走缩驱动

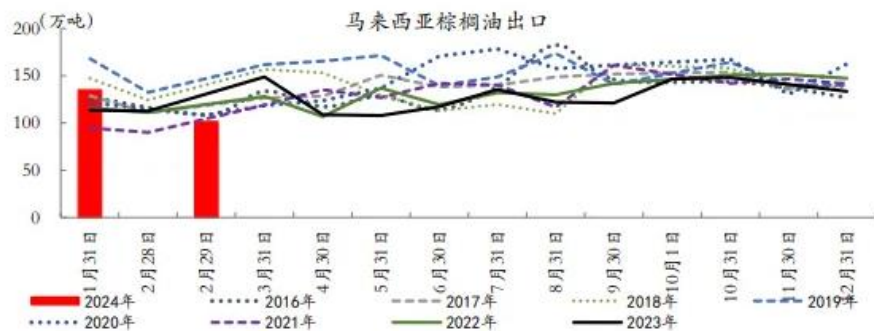
国元期货研究 2024-02-28 07:30 北京 手机阅读

- 3月先涨后跌，棕榈油最强，豆菜油涨势幅度较为一致
- 05合约豆棕价差走缩至-550元/吨历史性低位，符合上一次策略会时所提出的多配棕榈油，空配豆油/菜油的判断

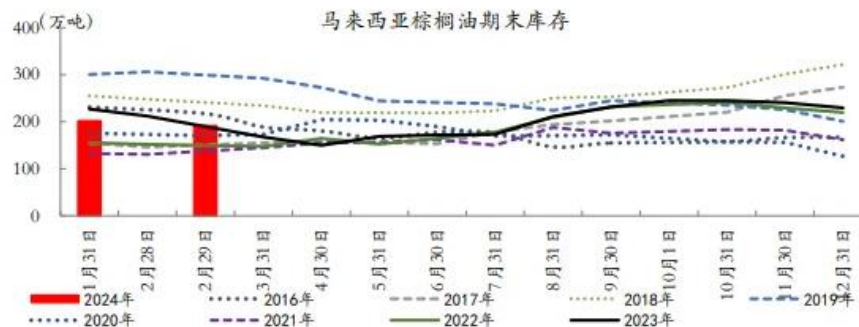
图表8 MPOB2月供需报告



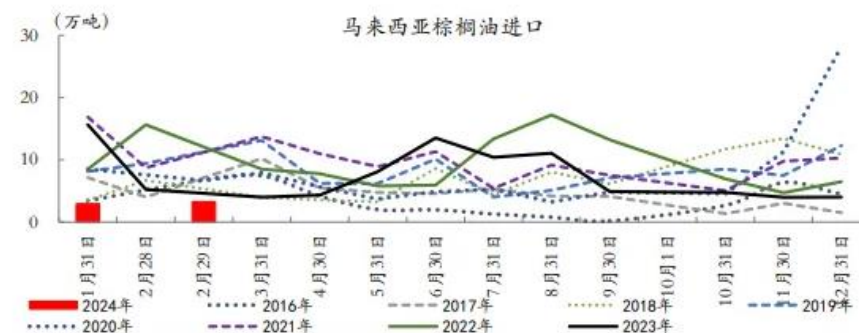
数据来源：MPOB、国元期货



数据来源：MPOB、国元期货



数据来源：MPOB、国元期货



数据来源：MPOB、国元期货

- 3月11日，马来西亚棕榈油局（MPOB）：马来西亚2月棕榈油出口为1015537吨，环比减少24.75%，低于预期；马来西亚2月棕榈油库存量为1919210吨，环比减少5.00%，低于预期；马来西亚2月棕榈油进口为32556吨，环比增长10.38%，高于预期；马来西亚2月棕榈油产量为1259572吨，环比减少10.18%，低于预期。
- 3月马棕产量开始恢复，出口端同样表现强劲。

图表9 印尼棕榈油供需平衡表



数据来源：印尼棕榈油协会 国元期货

- 印尼棕榈油协会(GAPKI)3月底公布的数据显示，该国1月棕榈油出口（含棕榈油制品）为280万吨，较上年同期的295万吨减少5.08%。数据显示，毛棕榈油和棕榈仁油产量则从426万吨升至463万吨。截至1月末，国内消费量为315万吨，高于上年同期的304万吨。
- 印尼总统办公室表示，政府考虑对食用油的国内市场义务（DMO）政策进行修订，将其与产量挂钩，而不是与出口挂钩。（目前的规定允许公司在满足一定数量的国内供应后出口一些棕榈油产品）。当出口需求减缓时，目前的规则面临风险。将DMO配额与产量挂钩将防止受到全球市场的影响。
- 印尼贸易部发现自去年八月以来，DMO食用油供应量呈下降趋势，食用油供应量平均为271134吨/月，而目标为300000吨/月，今年二月份的DMO达到131486吨，而一月份为212116吨。

图表 10 棕榈油进口利润



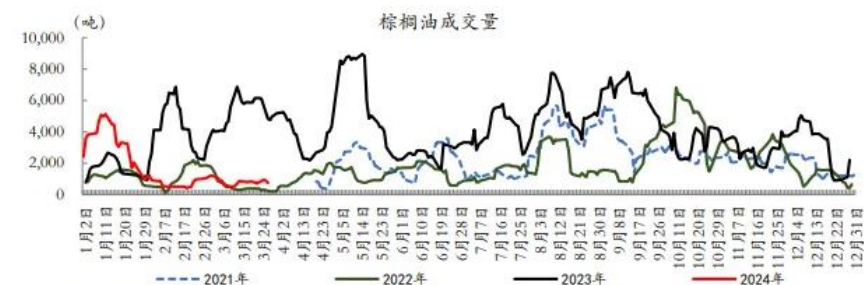
图表 11 国内棕榈油商业库存



棕榈油对盘利润



图表 12 国内棕榈油成交量



- 根据中国海关数据显示：我国2月棕榈油（棕榈液油+棕榈硬脂）进口量12.70万吨，环比1月减幅67.64%，同比2023年2月进口减少21.48万吨，减幅62.84%。其中2024年2月棕榈液油进口环比1月减少19.51万吨，减幅67.08%；同比23年2月减少20.19万吨，减幅67.84%。而棕榈硬脂方面来看，2024年2月中国进口棕榈硬脂3.12万吨，环比1月降幅69.24%；同比2023年2月进口量减少1.28万吨，降幅29.15%。
- 据Mysteel统计，截至2024年3月15日（第11周），全国重点地区棕榈油商业库存55.795万吨，环比上周减少1.55万吨，减幅2.70%；同比去年100.63万吨减少44.835万吨，减幅45.07%。

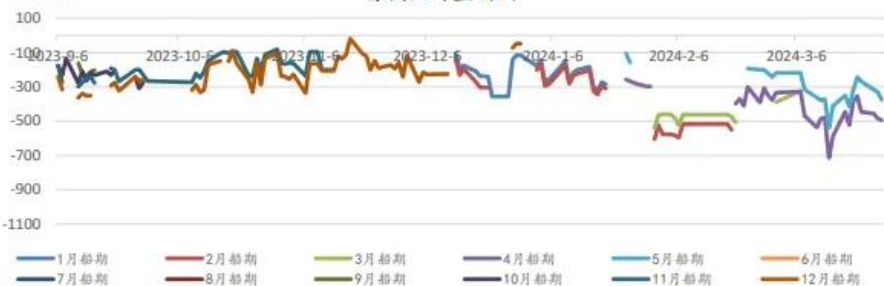
图表 10 棕榈油进口利润



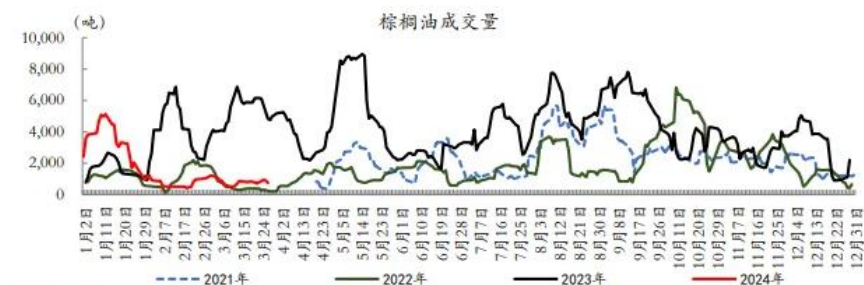
图表 11 国内棕榈油商业库存



棕榈油对盘利润



图表 12 国内棕榈油成交量



- 根据中国海关数据显示：我国2月棕榈油（棕榈液油+棕榈硬脂）进口量12.70万吨，环比1月减幅67.64%，同比2023年2月进口减少21.48万吨，减幅62.84%。其中2024年2月棕榈液油进口环比1月减少19.51万吨，减幅67.08%；同比23年2月减少20.19万吨，减幅67.84%。而棕榈硬脂方面来看，2024年2月中国进口棕榈硬脂3.12万吨，环比1月降幅69.24%；同比2023年2月进口量减少1.28万吨，降幅29.15%。
- 据Mysteel统计，截至2024年3月15日（第11周），全国重点地区棕榈油商业库存55.795万吨，环比上周减少1.55万吨，减幅2.70%；同比去年100.63万吨减少44.835万吨，减幅45.07%。

图表 15 油菜籽到港量



数据来源: 我的农产品网、国元期货

图表 16 国内菜油产量及库存



数据来源: 我的农产品网、国元期货

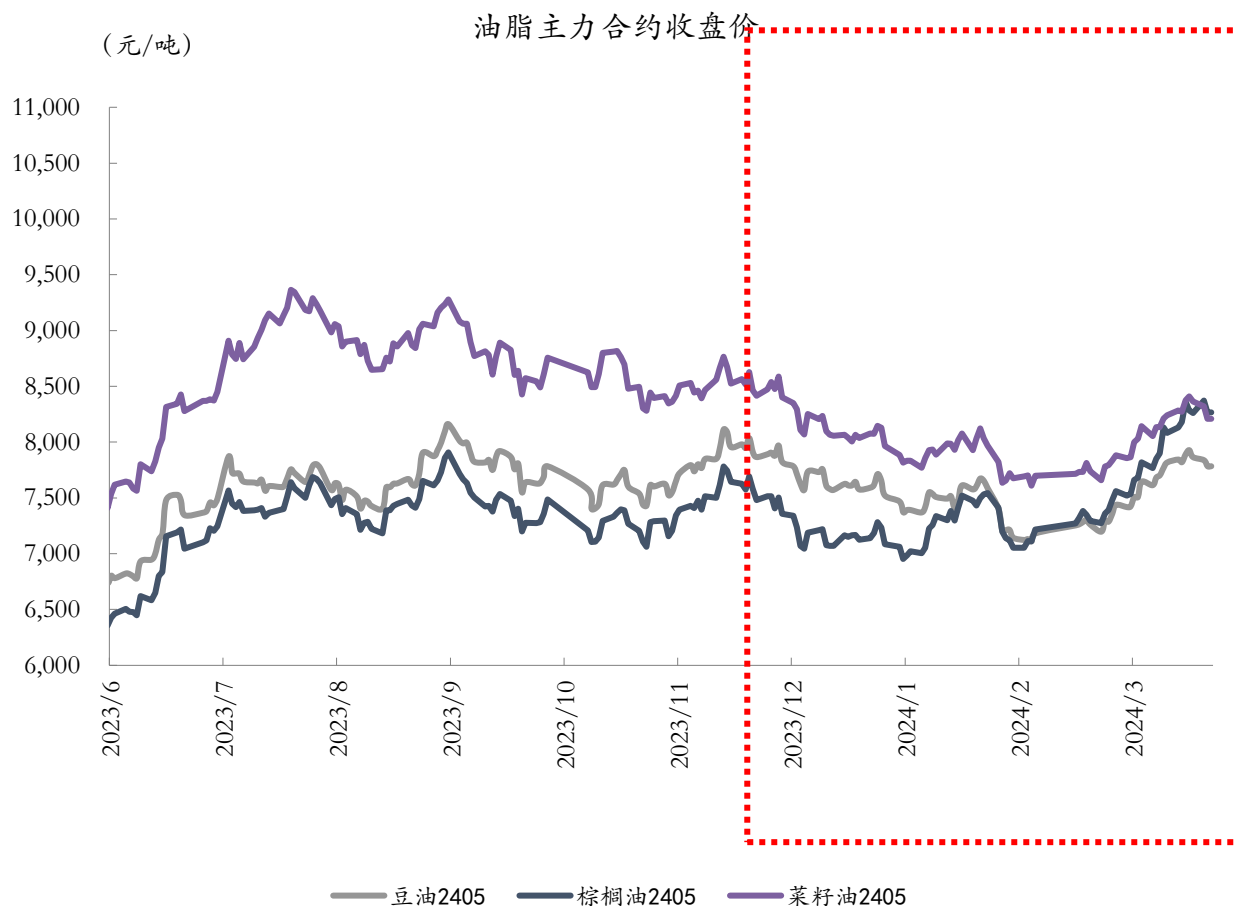


数据来源: 我的农产品网、国元期货



数据来源: 我的农产品网、国元期货

- 据海关数据统计, 2024年1月国内菜籽进口量为23.03万吨, 环比2023年12月减少50.85万吨, 同比2023年1月减少42.24万吨。2024年2月国内菜籽进口量为28.35万吨, 环比1月增加5.32万吨, 同比月减少12.49万吨。2024年1-2月合计进口量为51.38万吨, 同比减少54.73万吨。国内菜籽供应表现充足,
- Mysteel调研显示, 截至3月15日, 沿海地区主要油厂菜籽库存31.6万吨, 环比上周增加2.10万吨, 菜油库存为6.35万吨, 较上周增加0.67万吨; 未执行合同为18.1万吨, 环比上周增加0.4万吨。菜籽压榨量为11.3万吨, 开机率32.22%, 预计3-5月份菜籽到港量约110万吨, 因此国内菜籽市场供应压力尚在。



- 短期（未来1个月内）：
- 豆油：南美影响逐渐出清（多空交织）+ 美豆种植期尚未开始（待观望）+ 进口大豆巨量到港加上油厂高开机，国内累库预期强劲（利空）+ 节假日下游需求有望提振（中性偏多）+ 联动品种共振（中性偏多）
- 3月主要处于调整期，单边走弱概率较高，豆油2405约参考运行区间7200-7900
- 棕榈油：产地产量恢复有所滞后，约在5-6月出现库存底部拐点（利多）+ 印尼DMO政策再度调整（利多）+ 斋月提振印度需求（利多）+ 国内进口利润倒挂，限制二季度买船（利多）
- 单边基本面最强，预计走势与豆菜继续分化，棕榈油2405合约参考运行区间7300-8100
- 菜油：二季度菜籽到港增加（中性）+ 国内压榨维持高位（利空）+ 累库（利多）
- 菜籽油2405合约参考运行区间7500-8000

图表 18 主力合约油脂价差



数据来源: Wind、国元期货



数据来源: Wind、国元期货



国元期货
GUOYUAN FUTURES



谢谢观赏

团结、敬业、求实、创新

Solidarity, Professionalism, Factualism, Innovation

全国统一客户热线：400-8888-218
www.guoyuanqh.com

