

供应趋松，豆粕易跌难涨

【摘要】

对于 2024 年上半年豆粕单边行情，我维持偏弱看待。技术面来看，豆粕主力 2023 年度整体走出“M”顶形状，验证 4200 关口压力缺乏突破动能。基本面来看，2024 年全球大豆维持供需两强的预期。2023 年度美豆新作产量连续第二年同比回落，且受到生柴政策驱动，美豆国内消费预计增长，出口预期随之下调，预计在美豆上市周期全球大豆供应相对偏紧。当前正处于南美大豆定价周期，市场交易重心将转移到南美大豆种植期天气状况上，气象机构预测厄尔尼诺现象将持续至 2024 年二季度，据统计可能造成南美天气北旱南涝，对巴西部分产区有不利影响，而对巴西南部产区及阿根廷主产区影响偏乐观，预计后续短期天气炒作将与中长期丰产预期相博弈，不过整体全球大豆供应趋松格局难以出现翻转性变化。

国内 2023 年度以供强需弱格局为主，据统计 11 月至明年 1 月国内进口大豆到港量预计将超 2700 万吨，供应预期宽松，国内油厂维持周压榨量 180 万吨以上，豆粕供应压力将继续加大，下游养殖企业亏损现状短期难变，豆粕需求依然不容乐观。预计 2024 年上半年豆粕主要风险因素在于宏观经济压力、南美大豆产区天气情况、阿根廷出口政策调整情况以及国内生猪养殖的利润恢复情况等。

投资咨询业务资格：
京证监许可【2012】76 号

刘金鹭
电话：010-84555100
邮 箱
yjzx@guoyuanqh.com
期货从业资格号
F03086822
投资咨询资格号
Z0019372

【目 录】

一、行情回顾.....	3
二、全球大豆基本面分析.....	4
2.1 全球大豆基本面概览——美豆减产 VS 巴西大豆丰产，全球大豆供应宽松预期未变.....	4
2.2 美豆基本面分析.....	6
2.2.1 美豆供应情况——种植期故事跌宕起伏，新作以减产收尾.....	6
2.2.2 美豆需求情况——内外需求均表现旺盛，主要采购方中国后市需求存在增长预期.....	8
2.3 巴西大豆基本面分析——新作种植面积激增，中长期丰产与短期干旱天气相博弈.....	9
2.4 阿根廷基本面分析——市场维持丰产基调，变数在于出口优惠政策是否缓解惜售情绪.....	11
三、国内大豆及豆粕基本面分析.....	12
3.1 中国进口大豆供需情况.....	12
3.1.1 中国大豆供需平衡表.....	12
3.1.2 国内大豆进口情况——同比大幅增长，后续大豆到港可期.....	13
3.2 国内豆粕供需情况.....	14
3.2.1 中国豆粕供需平衡表——较 2022 年大幅同比趋松.....	14
3.2.2 国内豆粕供应情况——大豆到港量、油厂压榨量均处于历年高位.....	14
3.2.3 国内豆粕需求情况——饲料用量有所回落，生猪去产能进度仍有待观察.....	15
3.2.4 国内豆粕库存情况——国内大豆及豆粕库存位于同期高位.....	17
四、行情展望.....	17
4.1 单边行情展望及投资策略.....	17
4.2 套利机会提示.....	18

一、行情回顾

图表 1 2023 年豆粕指数走势



数据来源：Wind、国元期货

2023 年连粕受利空共振带动，自年初起持续高位回调至 3400 附近，交易重点从加息、金融机构暴雷、南美丰产，到美豆新作周期的天气炒作问题，再到新一轮南美大豆种植周期开始，期间国内供应端整体呈现周期性变化，需求端驱动有限。整体来看，2023 年连粕运行经历了四个阶段：

第一阶段：年初-6 月初，盘面震荡回落至历史性低位 3300 附近。一季度受美联储加息预期、各大金融机构暴雷等系统性风险影响，大宗商品市场集体高位下挫，全球主要农产品也受到冲击。同时，南美大豆基本定产，巴西大豆贴水深跌、美豆旧作出口表现不佳、新作种植进度良好等基本利空因素持续发酵，美豆加速下挫，于成本端拖累豆粕，USDA5 月报告首次公布 2023/24 年度美豆新作产量达 45.1 亿蒲，期末库存也预期至 3.35 亿蒲，提前打足了新作丰产预期，不过新作优良率偏低、产地干旱加剧等问题仍引起了市场忧虑。国内豆粕相对美豆坚挺，基本面开始转向紧现实松预期格局。4 月初海关检疫政策变化，导致进口大豆到港延迟 1-2 周，到港数量少于压榨量，现货供应压力延后，支撑国内现货价格走高。4 月下旬至 5 月初，该问题有所缓解。5 月中下旬检疫政策的影响边际减弱，6-7 月国内大豆到港达峰值前，国内进口大豆以及豆粕的底部拐点均已出现。需求端来看，国内生猪价格弱势运行、养殖利润疲软、豆粕竞品替代效应凸显等问题将继续发酵，供强需弱预期之下，豆粕价格中枢回落至近年历史性低位 3300 附近；

第二阶段：6 月初-8 月中旬，盘面触及年内低点后反弹至 4200 关口附近。本轮价格上扬主因在于全球定价转向美豆种植季供需预期。美豆产区受干旱影响范围扩大，新作优良率持续下滑至近 10 年历史最低水平，关键性降水姗姗来迟，新作产量忧虑开始发酵。随着月末种植面积报告对新作

种植面积大幅调低 400 万英亩，市场预计新作产量大概率不及此前乐观，种植面积的压缩大大降低了新作的天气容错率，即使在保持 52 蒲/英亩的高单产水平下，新作产量预估也仅在 43.4 亿蒲水平左右，远不及此前 USDA 供需报告显示的丰产预期，报告点燃盘面情绪，内盘豆粕时隔一年半再迎涨停。国内豆粕基本面仍维持供强需弱格局，不过生猪价格的反弹使得豆粕需求端预期回暖，同时受到二季度大豆到港延后影响，豆粕库存拐点将有所延迟，价格存在单边上行驱动；

第三阶段：8 月中旬-10 月上旬，内外豆系市场整体震荡走弱，盘面落回至 3700-3800 区间内。密西西比河水位偏低问题对美豆升贴水有所支撑，同时限制美豆出口销售部分，另外 USDA9 月报告并未如 PF 调研报告公布的数据大幅调整美豆新作单产及产量数据，预期落空美豆供应端利多出尽，CBOT 大豆持续回落至 1300 关口之下，同时南美大豆进入种植季，此前预期显示巴西大豆种植面积同比增长，加之未来天气预期良好，市场提前预热巴西大豆新作丰产基调。国内豆粕表现整体较美豆坚挺，上半月盘面整体在 4000-4200 高位震荡，主因在于国内进口大豆到港有所下降，但油厂压榨保持高位，同时节前备货提振下游需求，国内进口大豆以及豆粕库存阶段性见顶支撑盘面；

第四阶段：10 月初至今，盘面缺乏单边指引，高位震荡为主。双节期间，USDA 数据显示美豆期末库存超市场预期，利空盘面，同时南美开始进入种植期，各机构发布丰产预期，全球大豆供应趋松预期之下，美豆在国内双节期间连续走弱。连粕缺乏支撑跌破 3800 支撑关口。不过随着 USDA 发布 10 月供需报告，超预期下调美豆单产及产量，豆系盘面获支撑，同时南美天气干旱对早期种植存在不利影响，美豆盘面注入部分天气升水，表现较为坚挺，从成本端支撑内盘豆系品种。本月国内基本面变化有限，节后大豆库存止降回升，国内油厂恢复开机，压榨量陆续回升，不过受现货反弹下游补库提振需求，国内豆粕库存小幅下降，预计随着 11-12 月国内大豆到港增加，国内供应端压力仍限制盘面上方空间；

二、全球大豆基本面分析

2.1 全球大豆基本面概览——美豆减产 VS 巴西大豆丰产，全球大豆供应宽松预期未变

美国、巴西、阿根廷是全球主要三大大豆主产国，截至 11 月末，美豆新作基本定产，南美大豆陆续进入种植期，其中巴西大豆种植受干旱天气影响，进度不及往年同期。根据 11 月 USDA 报告数据显示，美豆新作单产及产量有所修高，巴西大豆种植面积连续增长，市场对其产量仍维持乐观估计。不过，根据四季度监测，巴西部分产区遭遇干旱，尽管进入 11 月部分地区迎来较丰沛降水，但在南美种植定价周期中，天气炒作的的影响仍可能随时卷土重来。近年全球气候变化较为剧烈，在连续三年拉尼娜之后，根据气象机构监测，自 2023 年下半年开始，已出现厄尔尼诺现象特征。据历年统计，厄尔尼诺现象可能给南美带来北旱南涝的异常气象影响。在全球海温偏暖与印度洋偶极子的共同影响下，2023/2024 年厄尔尼诺的影响可能表现出一定特殊性，巴西中北部产区的降雨量可能持续偏少。根据巴西大豆主产区分布，后续受影响区域可能相对有限，因而后续种植季的逻辑主要在短期天气炒作在中长期丰产之间相博弈。

据 11 月 USDA 报告显示，2022/23 年度中，全球大豆产量从 10 月的 3.995 亿吨上调至 4.0042 亿吨，同比增长 0.1181 亿吨。尽管美豆产量同比下降，但因巴西、阿根廷新作大豆均维持大幅增产预期，因此全球大豆产量同比增加。同样，虽然美国大豆调低了预估出口数据，但同时也调增了

国内消费数据，所以最终期末库存维持在 1.1451 亿吨，同比增长。

另据《油世界》月报显示，2023/24 年度(9 月至次年 8 月)全球大豆产量比需求高出 1100 万吨，低于上月预期的 1760 万吨，因为巴西大豆产量调低到了 1.52 亿吨，低于 10 月份预测的 1.60 亿吨。2023 年 9 月到 2024 年 2 月份期间，全球大豆压榨量估计接近去年同期的 1.502 亿吨。但是 2024 年 3 月到 8 月份期间，全球大豆压榨量将同比提高至少 700 万吨，其中阿根廷增幅预计领先，美国、巴西和中国以及其他少数国家的压榨量将温和增长。2023 年 10 月到 12 月份全球豆粕产量预计为 6140 万吨，同比降低 80 万吨，因为阿根廷大豆压榨量急剧下降，仅仅部分被巴西、美国和中国的压榨量提高所抵消。

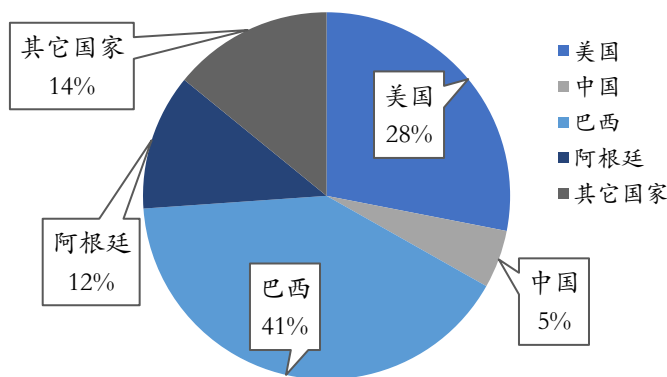
图表 2 全球大豆供需平衡表

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
2022/23年	12月	98	374.39	164.78	313.41	364.13	171.12	101.92	19.04%
	11月	98.06	372.24	165.11	313.43	364.15	170.95	100.31	18.75%
	较11月变动	-0.06	2.15	-0.33	-0.02	-0.02	0.17	1.61	0.30%
	2021/2022年度	100.26	360.43	155.52	314.5	363.97	154.25	98	18.91%
	较上一年度变动	-2.26	13.96	9.26	-1.09	0.16	16.87	3.92	0.13%
2023/24年	12月	101.92	398.88	167.65	329.5	383.96	170.29	114.21	20.61%
	11月	100.31	400.42	165.75	329.47	383.68	168.29	114.51	20.75%
	较11月变动	1.61	-1.54	1.9	0.03	0.28	2	-0.3	-0.14%
	2022/2023年度	98	374.39	164.78	313.41	364.13	171.12	101.92	19.04%
	较上一年度变动	3.92	24.49	2.87	16.09	19.83	-0.83	12.29	1.56%

数据来源：USDA、国元期货

图表 3 全球大豆产量国别占比

2023年全球大豆产量占比



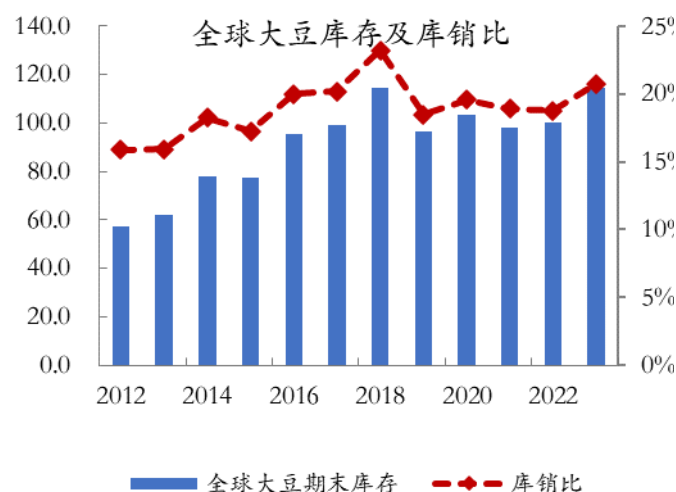
数据来源：USDA、国元期货

图表 4 全球大豆产量（单位：百万吨）



数据来源：USDA、国元期货

图表 5 全球大豆期末库存情况（单位：百万吨）



数据来源：USDA、国元期货

2.2 美豆基本面分析

2.2.1 美豆供应情况——种植期故事跌宕起伏，新作以减产收尾

相较 2022/23 年度美豆生长周期的稳步丰产,2023/24 年度美豆新作种植期故事相对跌宕起伏。3 月底 USDA 种植意向报告利多,报告显示 2023 年美国农户计划播种 8751 万英亩大豆,略高于去年的 8745 万英亩,但低于市场分析师平均预期的 8824 万英亩。与此前 2 月展望论坛预测基本持平。然而,6 月种植面积报告几乎完全推翻此前剧本,据 USDA 数据显示,2023 年美国大豆种植面积为 8350.5 万英亩,远低于路透预期的 8767.3 万英亩,同比减少 5%。与去年相比,29 个预测州中有 21 个州的种植面积减少或持平。此前 3 月种植意向报告预测为 8750.5 万英亩,此次 6 月种植面积报告较 3 月种植意向报告调低幅度为 400.5 万英亩,在近 8 年历史中也处于幅度较大的调整。

该报告定下美豆偏紧供应的基调,大大降低美豆种植期天气容错率。Pro Farmer 调研结果将美豆新作单产下调至 49.7 蒲/英亩、产量下调至 41.1 亿蒲预期,该报告预支了市场的恐慌情绪,给予了 USDA 报告的调整空间,后续调整节奏较为平缓,对市场冲击效应边际递减。截至 11 月中旬,USDA 报告较前月上调美豆 2023/2024 年度大豆单产、产量及期末库存预期环比上调,未调整大豆种植面积、收获面积、压榨量、出口预期,基本为美豆本轮种植季定调。

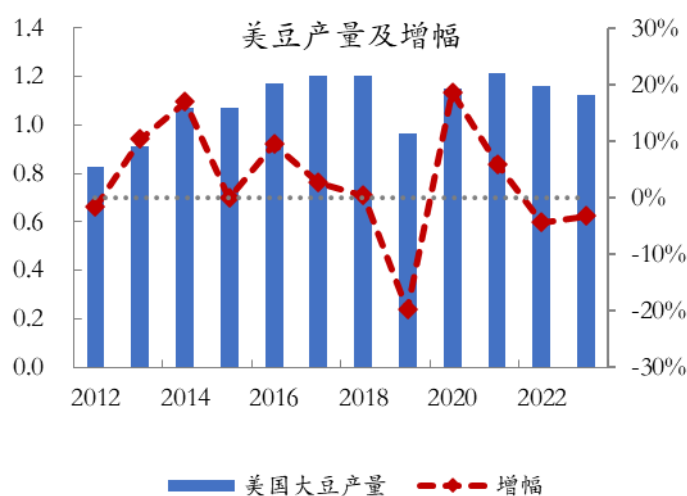
整体来看,美豆 2023/24 年度产量同比下降,而国内消费同比增长,同时调低了后续出口预期,缩窄了其国内库存的下降空间,较去年同期调低 62 万吨至 668 万吨。

图表 6 美豆供需平衡表 (单位: 百万吨)

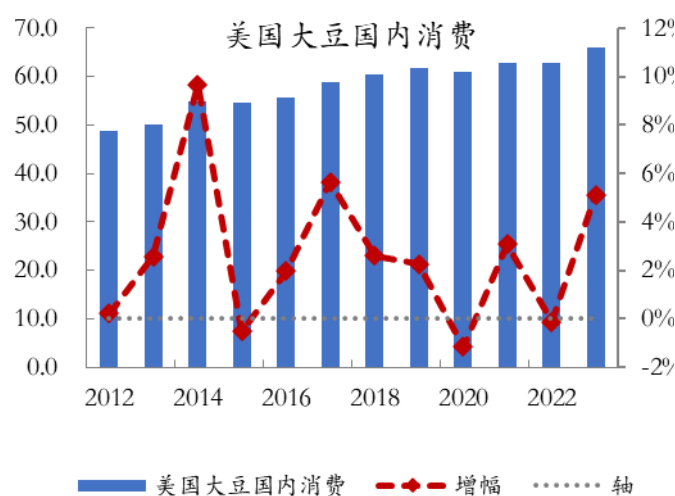
美豆供需平衡表									
单位: 百万吨		期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费	出口	期末库存	库销比
2022/23年	12月	7.47	116.22	0.67	60.2	62.84	54.21	7.3	6.24%
	11月	7.47	116.22	0.67	60.2	62.84	54.21	7.3	6.24%
	较11月变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
	2021/2022年度	7.47	116.22	0.67	60.2	62.84	54.21	7.3	6.24%
	较上一年度变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
2023/24年	12月	7.3	112.39	0.82	62.6	66.06	47.76	6.68	5.87%
	11月	7.3	112.39	0.82	62.6	66.06	47.76	6.68	5.87%
	较11月变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
	2022/2023年度	7.47	116.22	0.67	60.2	62.84	54.21	7.3	6.24%
	较上一年度变动	-0.17	-3.83	0.15	2.4	3.22	-6.45	-0.62	-0.37%

数据来源: USDA、国元期货

图表 7 美国大豆产量 (单位: 百万吨)



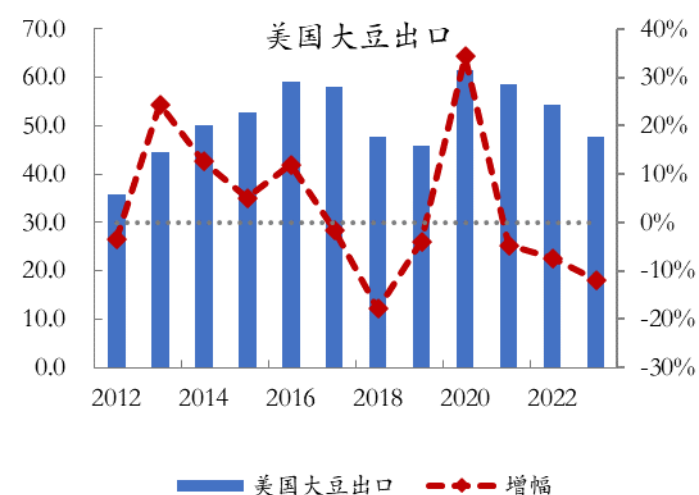
图表 8 美国大豆国内消费情况 (单位: 百万吨)



数据来源: USDA、国元期货

数据来源: USDA、国元期货

图表 9 美国大豆出口 (单位: 百万吨)



图表 10 美国大豆期末库存情况 (单位: 百万吨)



数据来源: USDA、国元期货

数据来源: USDA、国元期货

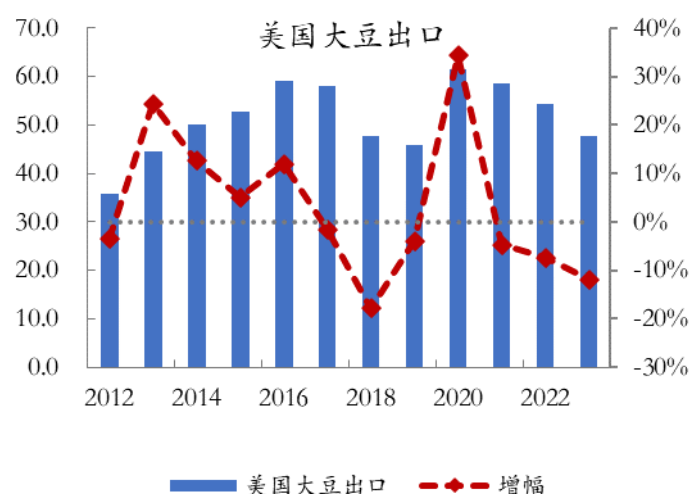
2.2.2 美豆需求情况——内外需求均表现旺盛，主要采购方中国后市需求存在增长预期

据 USDA11 月供需报告显示，美豆 2023/24 年度内需同比增长，出口销售预期同比回落。从四季度机构公布数据来看，美豆近期内外需求均较为旺盛。美国全国油籽加工商协会 (NOPA) 11 月 15 日周三发布的月度报告显示，美国 10 月大豆压榨量创纪录高位，月末豆油库存降至近九年低位。NOPA 报告显示，美国会员单位 10 月共压榨大豆 1.89774 亿蒲式耳，较 9 月的 1.65456 亿蒲式耳增加 14.7%，较 2022 年 10 月的 1.84464 亿蒲式耳增加 2.9%。NOPA 会员单位大豆压榨量全美占比约 95%。10 月压榨量创历史高位，超过 2021 年 12 月创下的 1.86438 亿蒲式耳的前高。

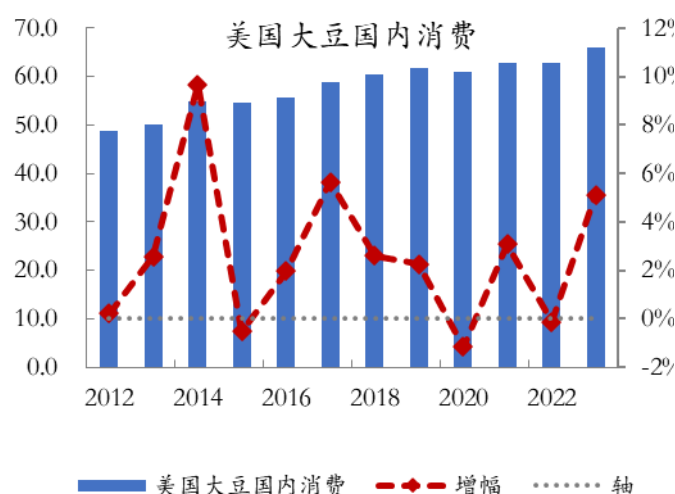
新作美豆开始上市，近期出口情况好于此前预期，截至 2023 年 11 月 16 日的一周，美国对中国（大陆地区）装出大豆 100.51 万吨；上一周对中国装运大豆 103.80 万吨；当周美国大豆出口检验量为 160.94 万吨，对华大豆出口检验量占到该周出口检验总量的 62.45%。截止 11 月 16 日的过去四周，美国对华大豆检验装船量累计为 514.52 万吨。23/24 年度美国大豆出口检验总量累计达到 1591.64 万吨。其中对中国出口检验量累计达到 1045.94 万吨，占比 65.71%。截至 11 月 9 日当周，美国 23/24 年度累计出口大豆 1398.32 万吨，较去年同期减少 60.27 万吨，减幅为 4.13%；USDA 在 11 月份的供需报告中预计 23/24 美豆年度出口 4776 万吨，目前完成进度为 29.28%。

从 12 月 1 日算起，到 2023/24 年度结束（8 月 31 日），还有 39 周的时间，大豆出口装船周均需完成 86 万吨，此前四年同期剩余时间的周均出口装船量是 80 万吨。后续仍需要继续观察装船和销售进度，不排除美豆出口预估或将上调可能性。

图表 11 美国大豆出口（单位：百万吨）



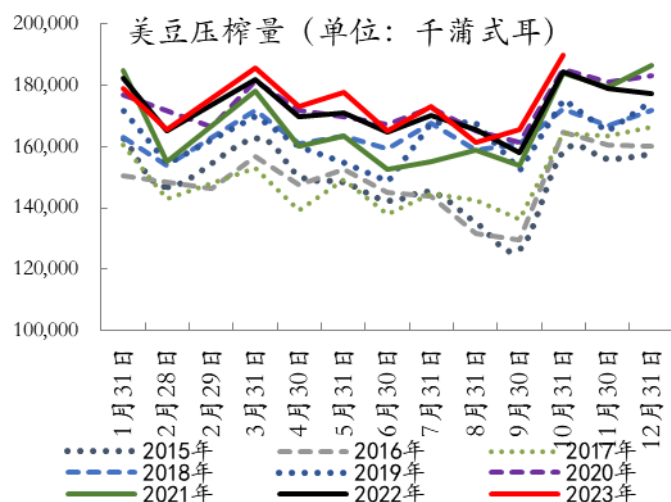
图表 12 美国大豆国内消费（单位：百万吨）



数据来源：USDA、国元期货

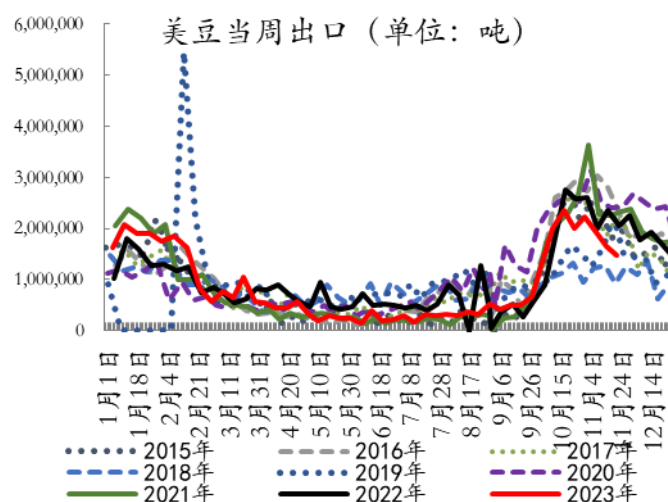
数据来源：USDA、国元期货

图表 13 美国月度压榨量 (单位: 千蒲式耳)



数据来源: USDA、国元期货

图表 14 美国出口检验量 (单位: 吨)



数据来源: USDA、国元期货

2.3 巴西大豆基本面分析——新作种植面积激增，中长期丰产与短期干旱天气相博弈

美国农业部 12 月供需报告维持对南美新豆产量稍有调整，巴西 2023/24 年度大豆产量预估为 1.61 亿吨，前月预估为 1.63 亿吨。此前，根据咨询机构 Conab 对巴西 2023/2024 作物年度的首次预测显示，巴西农民将把大豆种植面积扩大 2.5%，同时预计巴西大豆出口将创下历史新高。进入四季度，在巴西部分大豆产区遭遇干旱问题影响之下，部分咨询机构对巴西大豆新作产量进行了调整。咨询机构 Safras & Mercado 发布的调查显示，2023/24 年度巴西大豆产量预计为 1.6138 亿吨，与 7 月份的预测低了 1.15%。如果这一预测得到证实，将会比上年创纪录的产量 1.5783 亿吨增加 2.2%。Datagro 将 2023/24 年度巴西大豆产量预估下调至 1.566 亿吨，较上月预测的 1.637 亿吨低了 710 万吨或 4.3%，比 2022/23 年度的产量 1.573 亿吨低 0.4%。

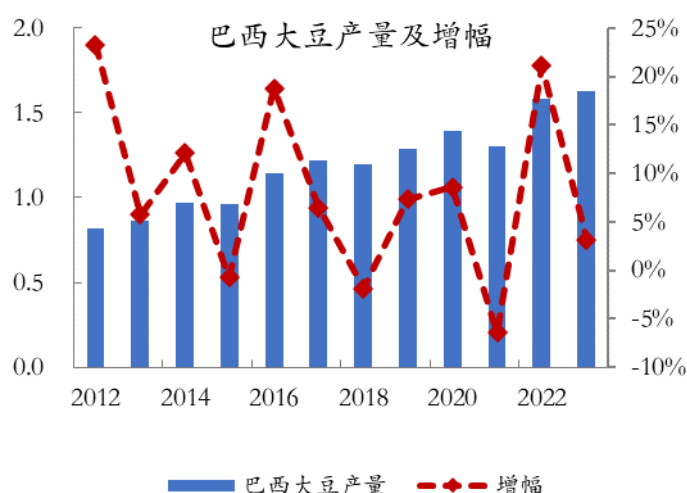
2024 年上半年，天气问题将依然是南美大豆定价周期里的主要变量之一，厄尔尼诺带来的巴西北旱南涝预期预计将成为部分主产州大豆平均单产调整的驱动，重点仍在马托格罗索州和戈亚斯州的降水情况，根据往年对厄尔尼诺现象的统计结果，这些主产州的单产潜力仍维持较为乐观预期。

图表 15 巴西大豆供需平衡表

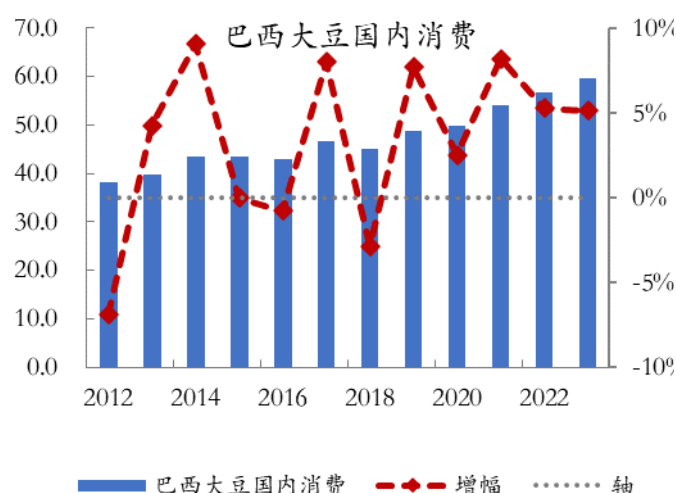
巴西大豆供需平衡表									
单位: 百万吨		期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费	出口	期末库存	库销比
2022/23年	12月	27.6	160	0.15	53.1	56.9	95.51	35.35	23.19%
	11月	27.6	158	0.16	53	56.8	95.51	33.44	21.96%
	较11月变动	0	2	-0.01	0.1	0.1	0	1.91	1.24%
	2021/2022年度	27.6	160	0.15	53.1	56.9	95.51	35.35	23.19%
	较上一年度变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
2023/24年	12月	35.35	161	0.45	55.75	59.7	99.5	37.6	23.62%
	11月	33.44	163	0.45	55.75	59.7	97.5	39.69	25.25%
	较11月变动	1.91	-2	0	0	0	2	-2.09	-1.63%
	2022/2023年度	27.6	160	0.15	53.1	56.9	95.51	35.35	23.19%
	较上一年度变动	7.75	1	0.3	2.65	2.8	3.99	2.25	0.42%

数据来源: USDA、国元期货

图表 16 巴西大豆产量 (单位: 百万吨)



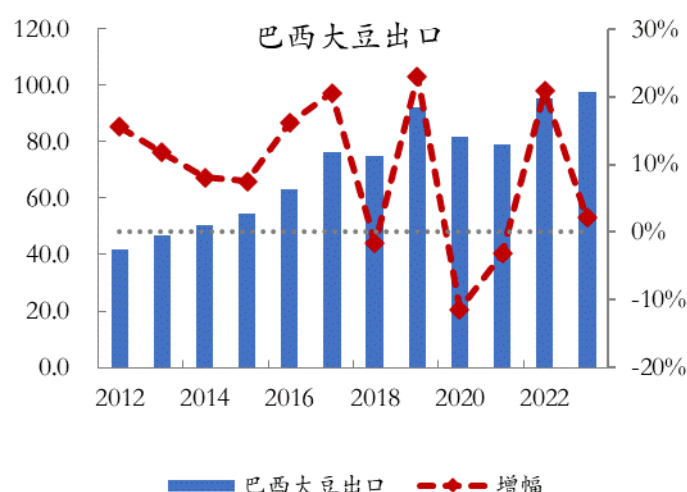
图表 17 巴西大豆国内消费情况 (单位: 百万吨)



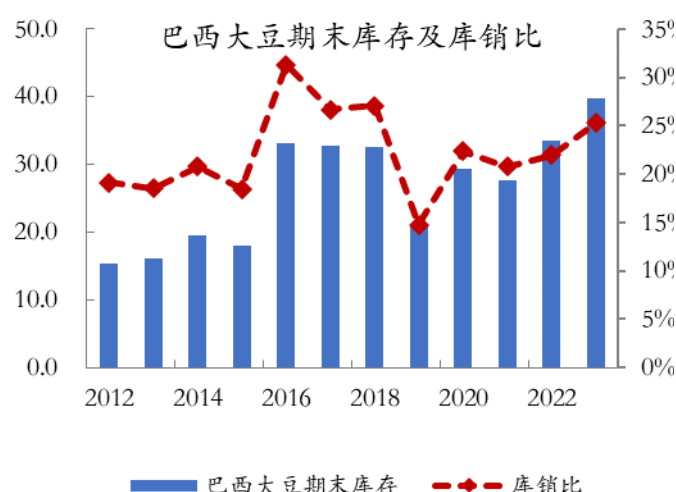
数据来源: USDA、国元期货

数据来源: USDA、国元期货

图表 18 巴西大豆出口 (单位: 百万吨)



图表 19 巴西大豆期末库存情况 (单位: 百万吨)



数据来源: USDA、国元期货

数据来源: USDA、国元期货

2.4 阿根廷基本面分析——市场维持丰产基调，变数在于出口优惠政策是否缓解惜售情绪

美国农业部 12 月供需报告维持对南美新豆产量预期稍有调整，预测 2023/24 年度阿根廷大豆产量至 4820 万吨，高于上年的 2500 万吨。

目前阿根廷大豆新作播种已开始，布宜诺斯艾利斯谷物交易所(BAGE)当前预期 2023/24 年度阿根廷大豆种植面积为 1735 万公顷，高于一周前预估的 1710 万公顷，比上年的 1620 万公顷提高 7.1%。交易所预测阿根廷大豆产量预计为 5000 万吨，高于上年因干旱而减产的 2100 万吨。

进入 11 月以来，南美南部地区迎来较为充沛降水，阿根廷大豆产区降雨有利于大豆播种快速推进，播种进度快于去年同期水平，产量前景改善，可能促使一些阿根廷农户选项提前锁定利润。阿根廷农业部称，截至 11 月 22 日，阿根廷农户销售 1,626 万吨 2022/23 年度大豆，比一周前增加 10 万吨，低于去年同期的 3,208 万吨。作为对比，之前一周销售 15 万吨。就新季大豆而言，阿根廷农户预售 169 万吨 2023/24 年度大豆，比一周前高出 13 万吨，低于去年同期的 199 万吨。

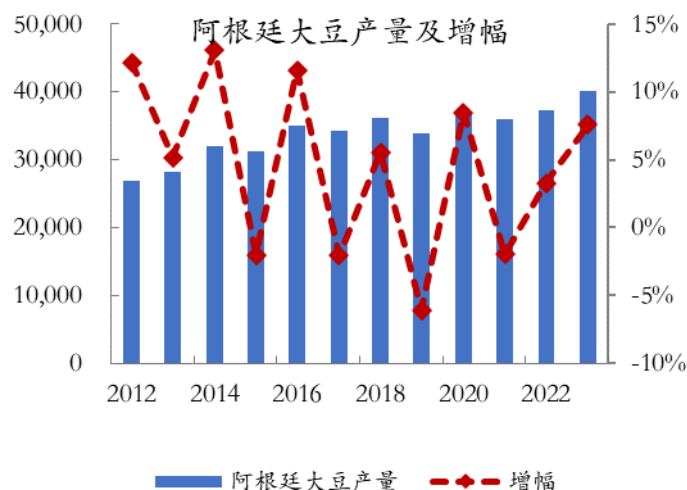
相较去年的拉尼娜主战场，阿根廷新年度丰产支撑较为充分，新年交易变数仍在于大选后出口优惠汇率的推行能否缓解此前农户的惜售情绪。据阿根廷现任政府政策，出口商可以按照平行汇率（即黑市汇率）兑换 50% 的外汇收入，这要高于之前的 30%。从近期出口销售的节奏看，尽管目前出口汇率比之前更为优惠，但是农户们销售步伐总体迟缓，因为当选总统哈维尔·米莱誓言取消出口管制和关税，并推动经济美元化，农户们期待新政府在 12 月 10 日上台后将会公布更有利出口的政策，比索汇率预计也将大幅贬值。

图表 20 阿根廷大豆供需平衡表

阿根廷大豆供需平衡表									
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
2022/23年	12月	23.9	25	9.06	30.32	36.57	4.19	17.21	42.22%
	11月	23.9	25	9.06	30.32	36.57	4.19	17.21	42.22%
	较11月变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
	2021/2022年度	23.9	25	9.06	30.32	36.57	4.19	17.21	42.22%
	较上一年度变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
2023/24年	12月	17.21	48	5.7	34.5	41.75	4.6	24.56	52.99%
	11月	17.21	48	5.7	34.5	41.75	4.6	24.56	52.99%
	较11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	23	-3.36	4.18	5.18	0.41	7.35	10.77%

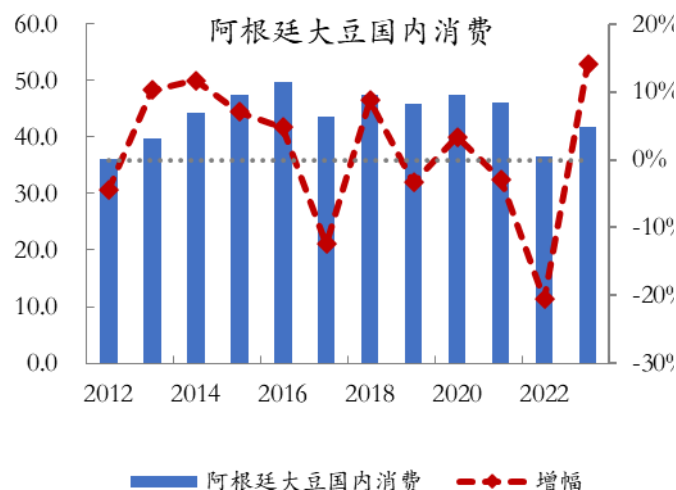
数据来源：USDA、国元期货

图表 21 阿根廷大豆产量（单位：百万吨）



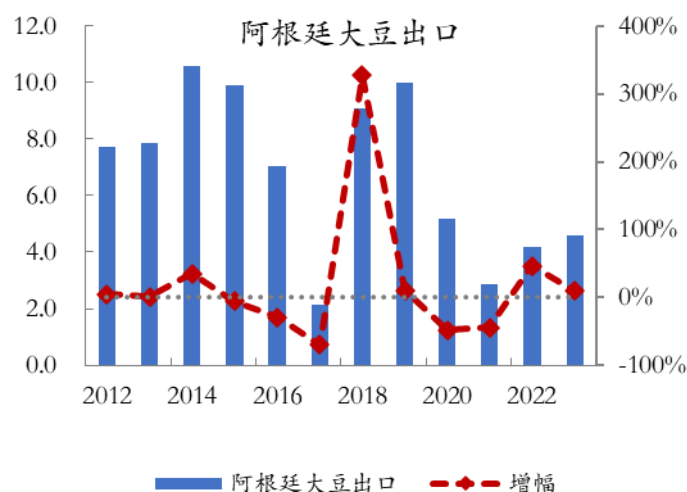
数据来源：USDA、国元期货

图表 22 阿根廷大豆国内消费情况（单位：百万吨）



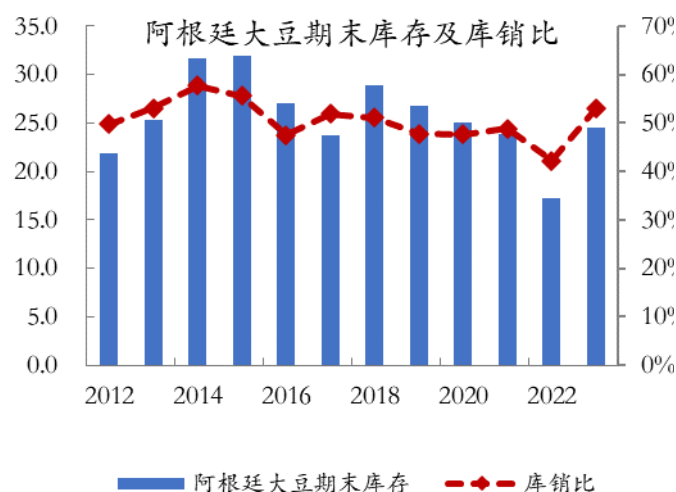
数据来源：USDA、国元期货

图表 23 阿根廷大豆出口（单位：百万吨）



数据来源：USDA、国元期货

图表 24 阿根廷大豆期末库存情况（单位：百万吨）



数据来源：USDA、国元期货

三、国内大豆及豆粕基本面分析

3.1 中国进口大豆供需情况

3.1.1 中国大豆供需平衡表

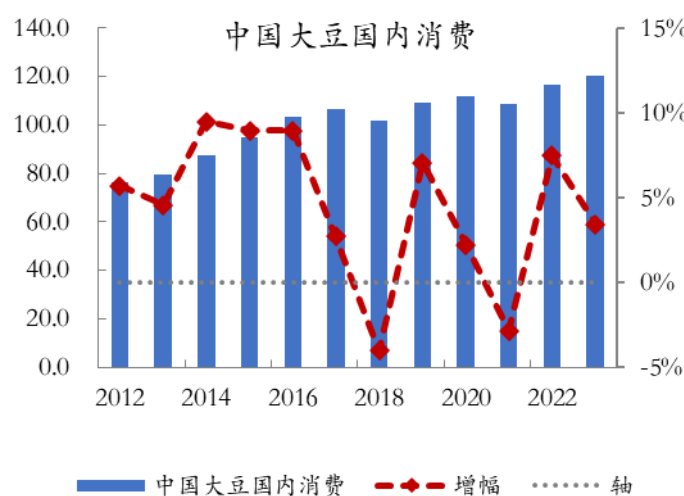
据 USDA 供需报告显示，2023/24 年度中国大豆消费总量均较上一年度明显增长，主要受到中国进口大豆存在补库需求，市场对于中国后市采购预期乐观。12 月最新报告显示中国 23/24 年度大豆进口量 1.02 亿吨，环比 11 月份调高，同时 2023/24 年度期末库存同比有所调高，期末库存较 11 月报告增加 200 万吨至 3569 万吨。

图表 25 中国大豆供需平衡表

中国大豆供需平衡表									
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
2022/23年	12月	29.25	20.28	100.85	95	116.5	0.09	33.79	28.98%
	11月	29.25	20.28	100.85	95	116.5	0.09	33.79	28.98%
	较11月变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
	2021/2022年度	29.25	20.28	100.85	95	116.5	0.09	33.79	28.98%
	较上一年度变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
2023/24年	12月	33.79	20.5	102	98	120.5	0.1	35.69	29.59%
	11月	33.79	20.5	100	98	120.5	0.1	33.69	27.94%
	较11月变动	0	0	2	0	0	0	2	1.66%
	2022/2023年度	29.25	20.28	100.85	95	116.5	0.09	33.79	28.98%
	较上一年度变动	4.54	0.22	1.15	3	4	0.01	1.9	0.61%

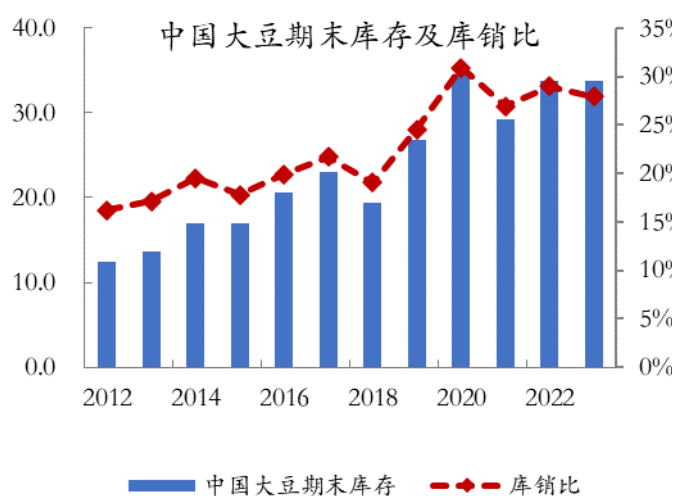
数据来源：USDA、国元期货

图表 26 中国大豆消费量及增幅（单位：百万吨）



数据来源：USDA、国元期货

图表 27 中国大豆期末库存及库销比（单位：百万吨）

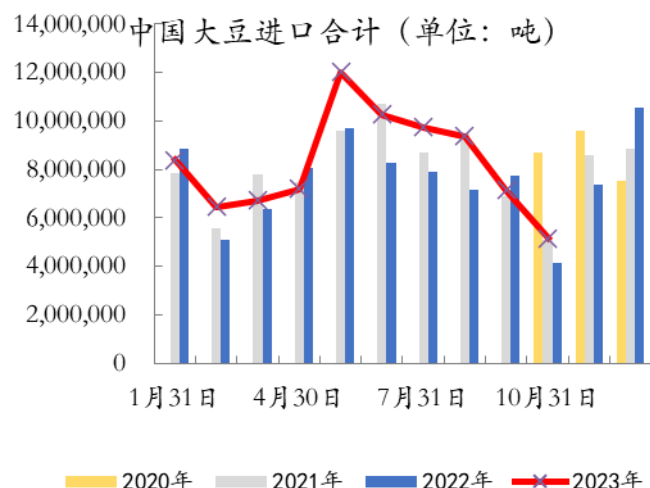


数据来源：USDA、国元期货

3.1.2 国内大豆进口情况——同比大幅增长，后续大豆到港可期

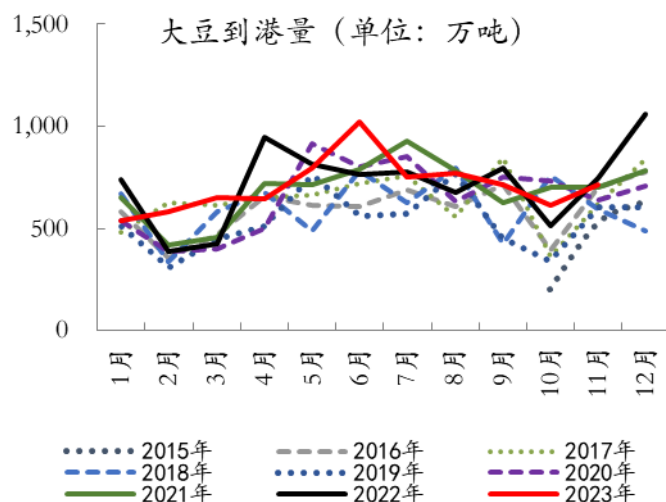
2023年10月份中国大豆进口量515.8万吨，同比去年增加103万吨，同比增幅25%；环比9月进口量减少200万吨，环比减幅28%。此外，2023年1-10月份进口大豆累计8242万吨，同比增幅14.6%。此外，据Mysteel农产品团队对国内各港口到船预估初步统计，2023年12月960万吨，2024年1月750万吨。2023年11月份国内主要地区123家油厂大豆到港预估130船，共计约845万吨（本月船重按6.5万吨计）。

图表 28 中国大豆进口合计（单位：吨）



数据来源：海关总署、国元期货

图表 29 中国进口大豆到港情况（单位：吨）



数据来源：我的农产品网、国元期货

3.2 国内豆粕供需情况

3.2.1 中国豆粕供需平衡表——较 2022 年大幅同比趋松

2023 年度国内豆粕供应端较上一年度同比向松，供应端来看，油厂压榨情况表现一般，致使 2023 年豆粕产量仅为 6992 万吨，高于 2022 年 6895 万吨水平，而消费基本与去年持平，期末库存高于 2022 年的 50 万吨水平，为 90 万吨。

图表 30 2023 年国内豆粕市场供需平衡表

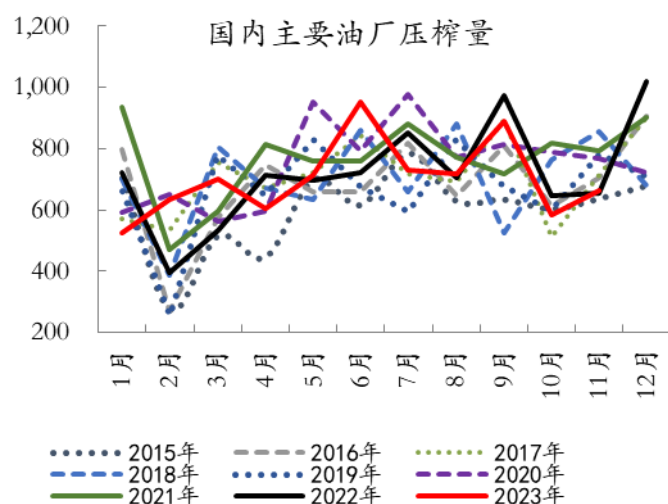
2023年度国内豆粕供需平衡表							
	期初库存	产量	进口	出口	消费	期末库存	库销比
2023年1月	55	423	1	1	425	54	12.59%
2023年2月	54	534	0	1	523	64	12.30%
2023年3月	64	491	0	3	498	55	11.05%
2023年4月	55	530	1	9	556	21	3.83%
2023年5月	21	638	0	14	614	32	5.21%
2023年6月	32	641	0	14	589	71	12.08%
2023年7月	71	662	0	21	635	77	12.12%
2023年8月	77	672	0	8	676	65	9.64%
2023年9月	65	612	0	7	590	80	13.56%
2023年10月	80	523	0	5	529	69	13.04%
2023年11月	69	631	0	7	613	80	13.05%
2023年12月	80	635	0	4	621	90	14.49%

数据来源：我的农产品网、国元期货

3.2.2 国内豆粕供应情况——大豆到港量、油厂压榨量均处于历年高位

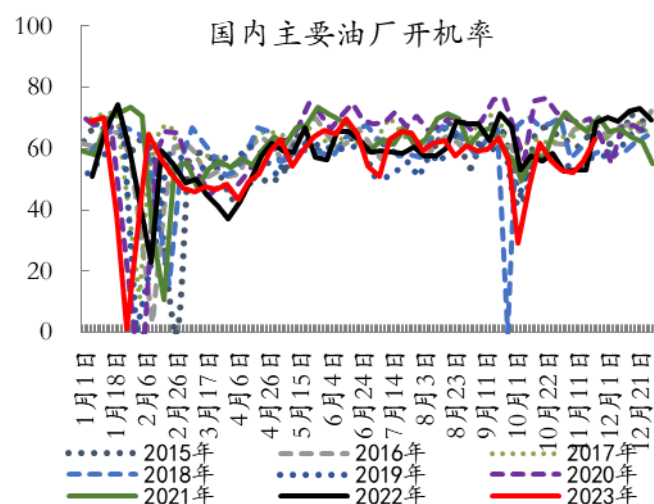
从供应形势来看，2023 年全年大豆到港量同比大幅增长，在二季度的南美市供应季，国内大豆到港均处于历年同期较高水平。四季度国内进口大豆仍维持高位。据相关机构预期，11 月-24 年 1 月，国内大豆到港累积量将有望超 2700 万吨。油厂压榨表现也较为强劲，据 Mysteel 农产品团队对国内主要油厂跟踪统计，2023 年 11 月，全国油厂大豆压榨为 662.62 万吨，较上月增加近 80 万吨，增幅 3.38%；较去年同期增加。2023 年自然年度（始于 2022 年 1 月 1 日）至今全国大豆压榨量为 7718.29 万吨，较去年同期增幅 1.41%。

图表 31 进口大豆压榨量 (单位: 万吨)



数据来源: 我的农产品网、国元期货

图表 32 国内主要油厂产能利用率 (%)



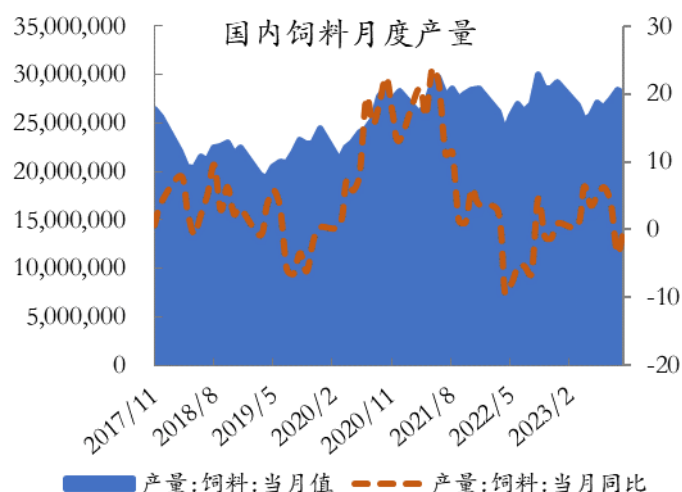
数据来源: 我的农产品网、国元期货

3.2.3 国内豆粕需求情况——饲料用量有所回落，生猪去产能进度仍有待观察

农业农村部 4 月制定印发的《饲用豆粕减量替代三年行动方案》提出，到 2025 年饲料中豆粕用量占比从 2022 年的 14.5% 降至 13% 以下。据中国工业饲料协会数据显示，据样本企业数据测算，据样本企业数据测算，2023 年 10 月，全国工业饲料产量 2762 万吨，环比下降 2.0%，同比下降 0.5%。主要配合饲料、浓缩饲料产品出厂价格环比、同比均呈下降趋势，添加剂预混合饲料产品出厂价格同比小幅下降。饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比为 30.0%，配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比 13.8%，同比分别下降 4.0 和 1.1 个百分点。

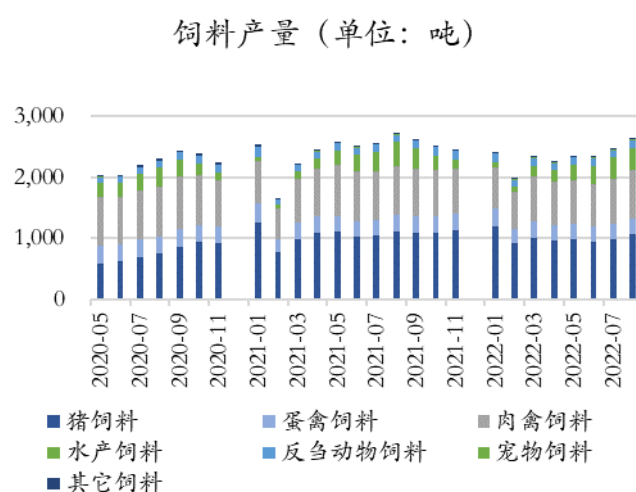
生猪供需方面，10 月规模场能繁母猪存栏量为 504.50 万头，环比减少 0.35%，同比增加 0.20%。养殖端亏损经营局面态势延续，部分中小养殖户存在主动加大淘汰量情况，同时 10 月中下旬冀鲁豫等省份大范围动物疫病突发，导致能繁母猪及部分大体重商品猪被动出栏量激增，华北、华东地区能繁母猪存栏量环比减幅扩大，不过，也正动物疫病导致产能减量带来的“利空短期、利多长期”结果，华中、华南及西南等未明显遭受动物疫病影响的地区，养殖场仍存在适度增加产能情况，以期在明年价格上涨时期换取一定的出栏增量、利润增长，不过目前市场对于明年二季度后行情普遍持相对乐观态度，尽管企业资金压力仍较大，但规模场仍无明显主动去产能意愿，甚至有稳步增产计划。

图表 33 国内饲料产量 (单位: 吨)



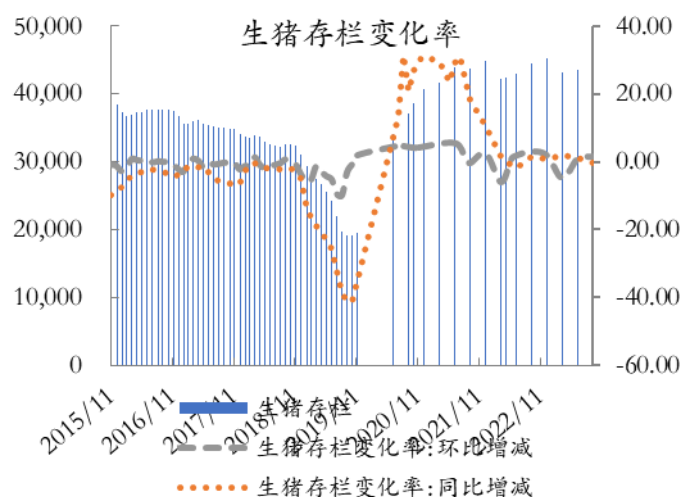
数据来源: Wind、国元期货

图表 34 全国工业饲料生产情况



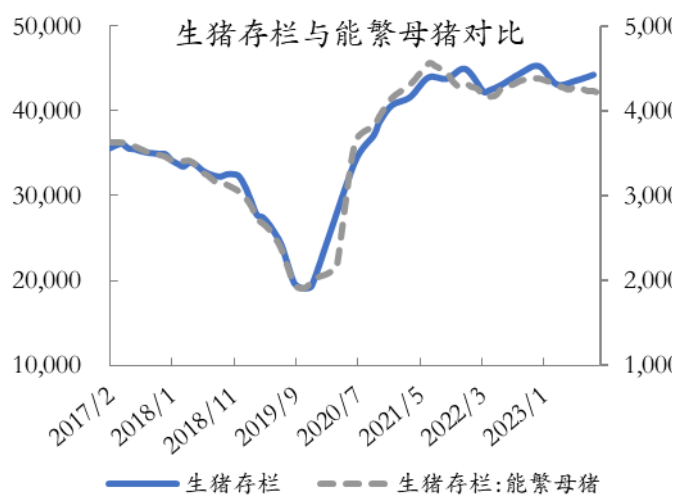
数据来源: Wind、国元期货

图表 35 生猪存栏情况 (单位: 万头)



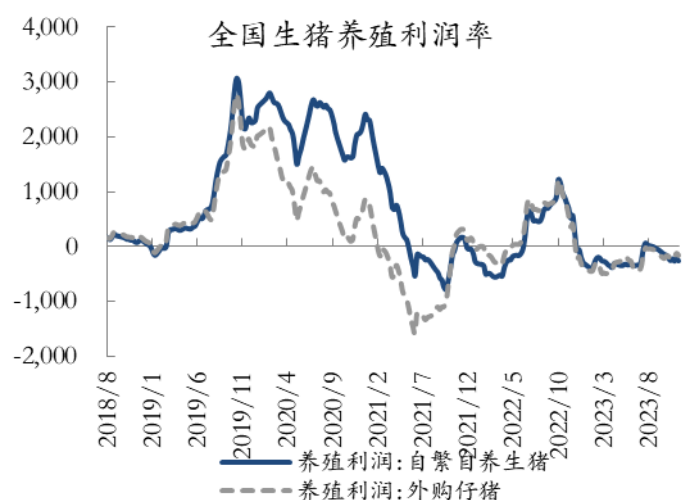
数据来源: Wind、国元期货

图表 36 生猪存栏与能繁母猪对比 (单位: 万头)



数据来源: Wind、国元期货

图表 37 生猪存养殖利润率



数据来源: Wind、国元期货

图表 38 猪肉价格及猪粮比



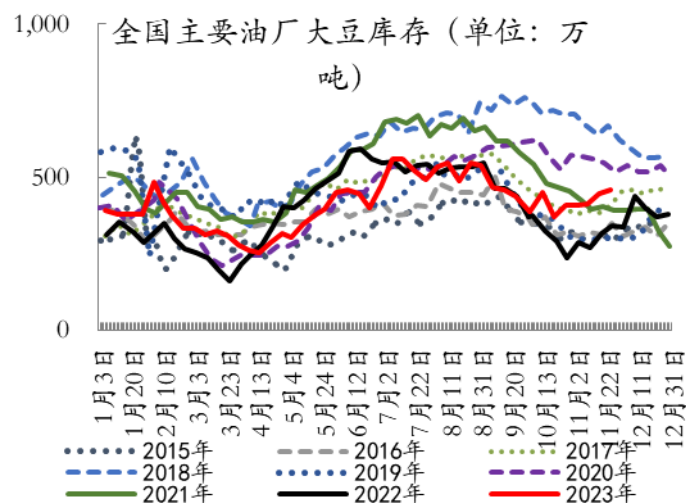
数据来源: Wind、国元期货

3.2.4 国内豆粕库存情况——国内大豆及豆粕库存位于同期高位

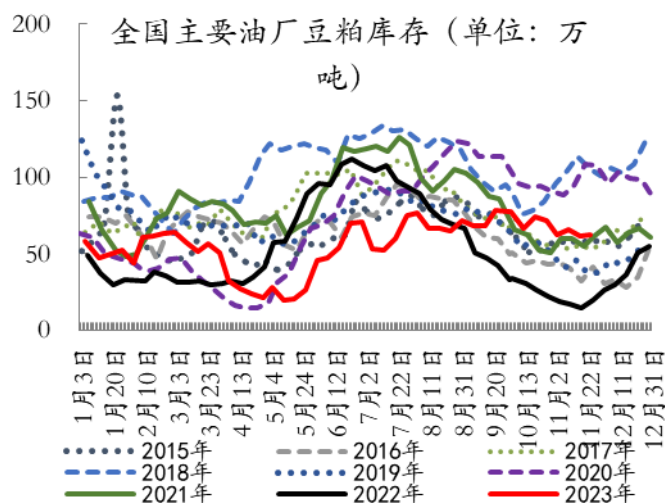
库存来看，四季度新作美豆收割结束，上市大豆逐步到港国内。据 Mysteel 农产品团队统计数据，截止 11 月底，其中大豆库存为 458.73 万吨，较上周增加 12.33 万吨，增幅 2.76%，同比去年增加 115.59 万吨，增幅 33.69%；样本点调整至 123 家后大豆库存为 486.03 万吨，较上周增加 9.33 万吨，增幅 1.96%。豆粕库存为 62.2 万吨，较上周增加 0.24 万吨，增幅 0.39%，同比去年增加 42.03 万吨，增幅 208.38%；样本点调整为 123 家后豆粕库存为 72.96 万吨，较上周增加 4.87 万吨，增幅 7.15%。

图表 39 国内主要油厂大豆库存情况（单位：万吨）

图表 40 国内主要油厂豆粕库存情况（单位：万吨）



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

四、行情展望

4.1 单边行情展望及投资策略

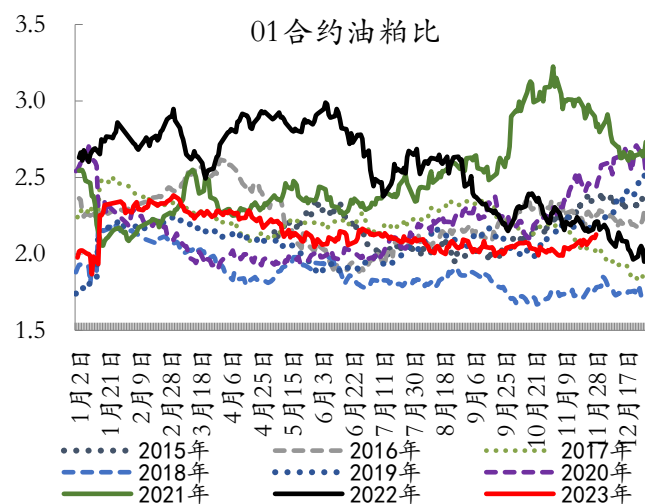
对于 2024 年上半年豆粕单边行情，我对仍维持偏弱看待。技术面来看，豆粕主力 2023 年度整体走出“M”顶形状，验证 4200 关口压力缺乏突破动能，基本面来看，2024 年全球大豆维持供需两强的预期。2023 年度美豆新作产量连续第二年同比回落，且受到生柴政策驱动，美豆国内消费预计增长，出口预期随之下调，预计在美豆上市周期全球大豆供应相对偏紧。当前正处于南美大豆定价周期，市场交易重心将转移到南美大豆种植期天气状况上，气象机构预测厄尔尼诺现象将持续至 2024 年二季度，据统计可能造成南美天气北旱南涝，对巴西部分产区有不利影响，而对巴西南部产区及阿根廷主产区影响偏乐观，预计后续短期天气炒作将与中长期丰产预期相博弈，不过整体全球大豆供应趋松格局难以出现翻转性变化。

国内 2023 年度以供强需弱格局为主，据统计 11 月至明年 1 月国内进口大豆到港量预计将超 2700 万吨，供应预期宽松，国内油厂维持周压榨量 180 万吨以上，豆粕供应压力将继续加大，下游养殖企业亏损现状短期难变，豆粕需求依然不容乐观。预计 2024 年上半年豆粕主要风险因素在于宏观经济压力、南美大豆产区天气情况、阿根廷出口政策调整情况以及国内生猪养殖的利润恢复情况等。

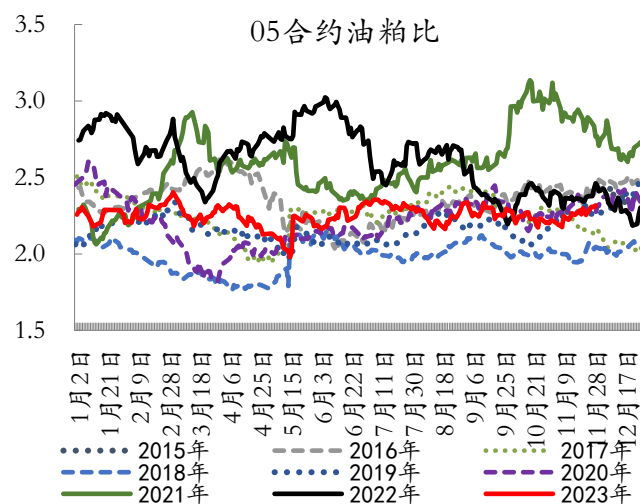
4.2 套利机会提示

(1) 油粕比

图表 41 01 合约油粕比



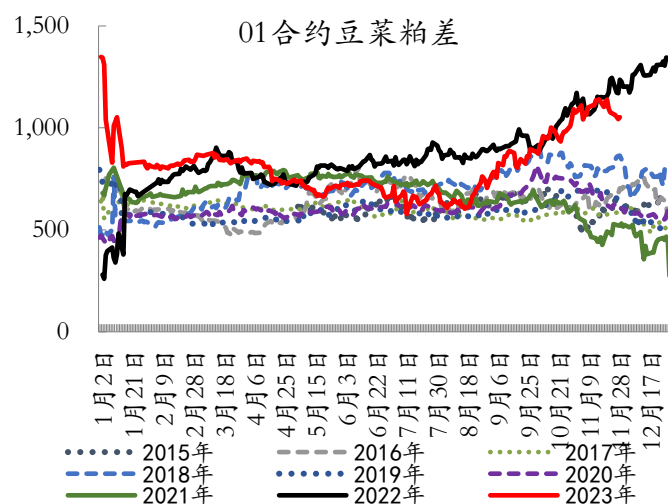
图表 42 05 合约油粕比



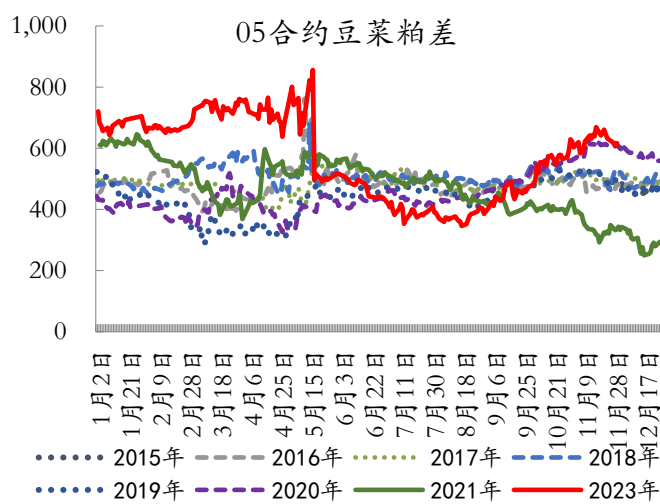
数据来源: Wind、国元期货

(2) 豆菜粕差

图表 43 01 合约豆菜粕差



图表 44 05 合约豆菜粕差



数据来源: Wind、国元期货

重要声明

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货有限公司。未经国元期货许可，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、链接、修改、翻译本报告的全部或部分内容。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。违反前述要求侵犯国元期货著作权等知识产权的，国元期货将保留追究其相关法律责任的权利。

本报告基于国元期货及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但国元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、时效性及完整性均不作任何明确或隐含的保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，本报告及该报告仅反映研究人员的不同设想、见解及分析方法，为免生疑，本报告所载的观点并不代表国元期货立场。

本报告所载全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资、法律、会计或税务的操作建议，国元期货不对因使用本报告而做出的操作建议做出任何担保，不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，且国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户，请交易者务必独立进行投资决策。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，9 层 906、908B

电话：010-84555000

合肥分公司

地址：安徽省合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座 6 楼 601-607

电话：0551-62895515

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）

电话：0592-5312922

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。

电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室

电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国(上海)自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层(实际楼层 13 层)04 室

电话：021-50872756

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A 单元

电话：020-89816681

合肥营业部

地址：安徽省合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层

电话：0551-68115888

郑州营业部

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号 1103 户

电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 号楼 10B

电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室

电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层西侧

电话：0475-6380818

上海中山北路营业部

地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室

电话：021-52650802、021-52650801

北京分公司

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 22 层 2208B 室

电话：010-84555050