

## 大豆到港量将剧增，二季度豆粕易跌难涨

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

### 【策略观点】

#### 单边：

我们认为，二季度豆粕受供应端施压，维持易跌难涨的预期。近期美豆反弹，巴西升贴水表现坚挺，叠加国内油厂挺价意愿较强，豆粕出现阶段性反弹的走势。不过对于后市，我们认为南美大豆丰产充分兑现过程中，巴西大豆卖压仍限制升贴水上涨的空间，而美豆来看，美农报告并未给予盘面方向性刺激，全球大豆供应仍以宽松看待，美豆在新种植季到来前缺乏持续性上行驱动。国内来看，后市随着南美大豆集中上市，国内进口大豆存在巨量补充的预期，豆粕供应将随之再度迎来走高。需求端，国内养殖业亏损现实仍限制饲料需求。对于后市，在成本端和国内基本面偏松的多重利空共振之下，预计豆粕二季度以易跌难涨为主，关注逢高沽空机会。豆粕 2405 合约参考区间 3000-3500 元/吨，2409 合约参考区间 3100-3400 元/吨。

#### 套利：

- (1) 油粕比：观望。
- (2) 豆菜粕差：2405 豆菜粕差预期将继续走扩，目标区间 800-850。

## 【目 录】

一、行情回顾.....	3
二、全球大豆基本面分析.....	3
2.1 全球大豆供应——南美丰产兑现，展望论坛提出美豆新作宽松基调 .....	3
2.2 全球大豆需求——美豆内外需求均强劲，巴西出口调增 .....	6
三、国内大豆及豆粕基本面分析.....	8
3.1 国内豆粕供应——大豆将巨量到港，豆粕季节性累库 .....	8
3.2 国内豆粕需求——水产养殖回暖，蛋白粕需求反弹.....	11
四、行情展望.....	13
4.1 单边走势提示 .....	13
4.2 套利机会提示 .....	13

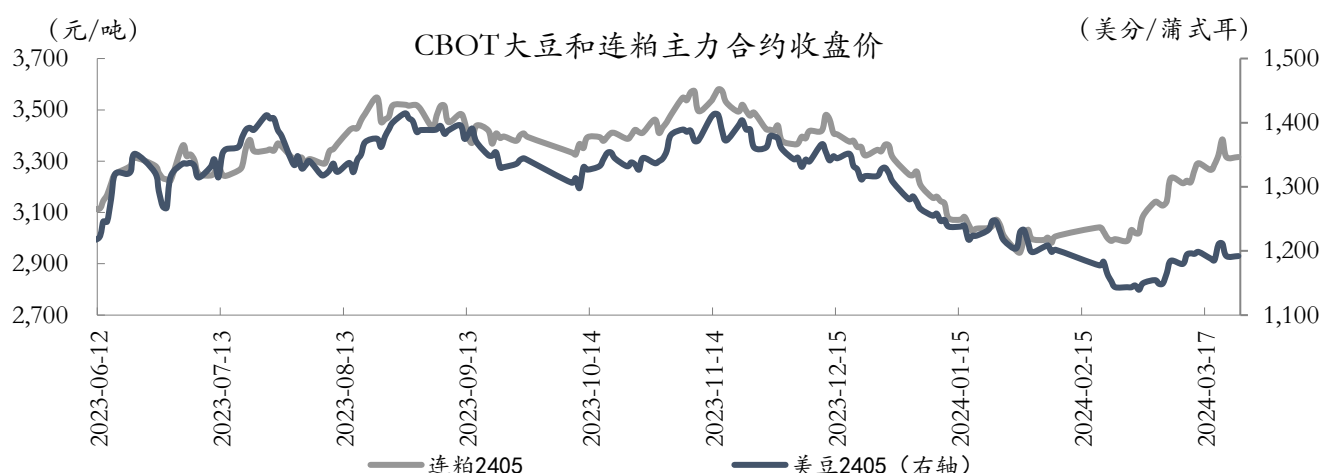
## 一、行情回顾

一季度内盘整体呈现先抑后扬的走势，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。节假日期间，美豆盘面呈现震荡走弱趋势，主力跌幅达 1.84%，一度跌至 1150 关口附近。春节期间美国农业部连续发布两个偏空消息，2 月供需报告维持了南美大豆丰产的判断，2 月农业展望论坛给出了美豆新作可能供应宽松的预期，两个报告给出的基调也是美豆种植季到来之前全球豆系市场的持续性压力所在。国内豆粕价格节后先扬后抑，一方面在于成本端支撑偏弱，另一方面节假日之后随着下游腌腊需求收尾，豆粕进入消费淡季，叠加 2 季度进口大豆到港高峰将至，供强需弱续期限限制了价格上方空间。

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。国内供需格局变动不大，二季度可预见的巴西大豆巨量到港，将继续限制豆粕上方空间。

图表 1 2024 年 3 月 CBOT 大豆 & 豆粕主力合约走势



数据来源：Wind、国元期货

## 二、全球大豆基本面分析

### 2.1 全球大豆供应——南美丰产兑现，展望论坛提出美豆新作宽松基调

#### 1) USDA3 月报告不温不火

本月中美国农业部（USDA）3 月份供需报告并未给市场以明确方向指引，整体仍维持全球大豆

供应宽松的预期。报告维持 2023/24 年度美国、阿根廷大豆供需数据不变，小幅下调巴西大豆产量 100 万吨至 1.55 亿吨、上调出口量 300 万吨至 1.03 亿吨、下调期末库存 325 万吨至 3305 万吨，报告仍维持全球大豆大幅增产的观点。预计 2023/24 年度全球大豆产量 3.9685 亿吨，比上年度增加 1879 万吨同比增长 5.0%，其中南美四国（巴西、阿根廷、巴拉圭和乌拉圭）大豆总产 2.182 亿吨，较上年度增加 2045 万吨。

## 2) 2 月展望论坛给出宽松基调

美国农业部在 2 月 15 日到 16 日举办的年度农业展望论坛上首次发布了对 2024/25 年度的供需平衡预测，展望论坛的数据利空市场。预计 2024/25 年度美国大豆种植面积 8750 万英亩，比上年提高 390 万英亩，高于前期彭博和路透的预期；大豆产量将达到创纪录的 45.05 亿蒲，同比提高 3.4 亿蒲或 8.2%；大豆压榨预计达到创纪录的 24 亿蒲，同比增长 1 亿蒲或 4.3%；出口预计为 18.75 亿蒲，同比增长 1.55 亿蒲或 9.0%；期末库存将激增 1.2 亿蒲或 38%，从上年度的 3.15 亿蒲增至 4.35 亿蒲。美国大豆的农场年度均价预计将跌至 11.2 美元/蒲，同比下跌 11.5%，为 2020/21 年度（10.8 美元/蒲）以来新低。虽然后面 3 月和 6 月会对这个面积进行调整，但在美豆尚未开始种植时，加上在南美种植季即将收尾，市场消息青黄不接之际，可以关注展望论坛数据给市场定的一个提前的基调。

## 3) 南美大豆丰产预期逐步兑现，巴西卖压限制升贴水涨幅

3 月以来，在美豆低位运行的同时，巴西大豆升贴水呈现持续上涨态势，不过最近一周出现了见顶趋势，呈现高位震荡。截至 3 月 21 日，巴西大豆 4 月、5 月、6 月、7 月船期 CNF 升贴水报价分别为 120、125、125、150 美分/蒲，较上周稳中有涨。当前市场各机构对巴西大豆新作产量仍在向下调整，巴西国家商品供应公司（CONAB）发布 3 月份预测报告，将 2023/24 年度巴西大豆产量预期调低至 1.4686 亿吨，较上月预测的 1.494 亿吨低了 254 万吨，其它咨询机构给出的产量预期整体在 1.4-1.57 亿吨之间，在南美其它大豆主产国维持增产预期之下，南美丰产的基调仍存。巴西大豆仍存在较强的卖压，后续或施压巴西升贴水。目前巴西大豆已收获近半，阿根廷大豆也将开始集中收获，二季度南美大豆出口压力凸显，将打压后期价格走势，关注后期南美大豆上市及出口进度。

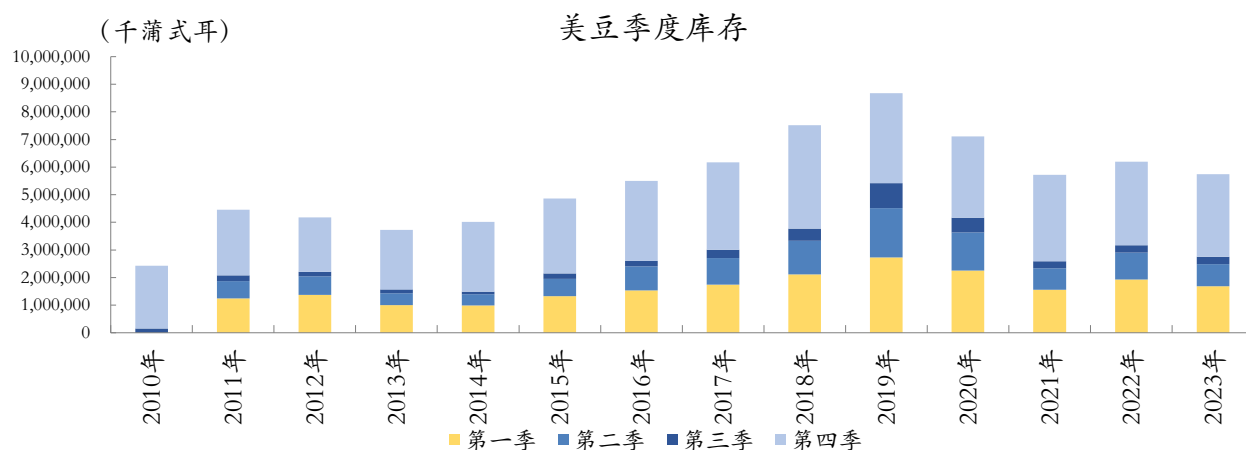
图表 2 USDA 报告整理——2023/24 年度全球大豆 &amp; 美豆供需平衡表

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	37.35	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

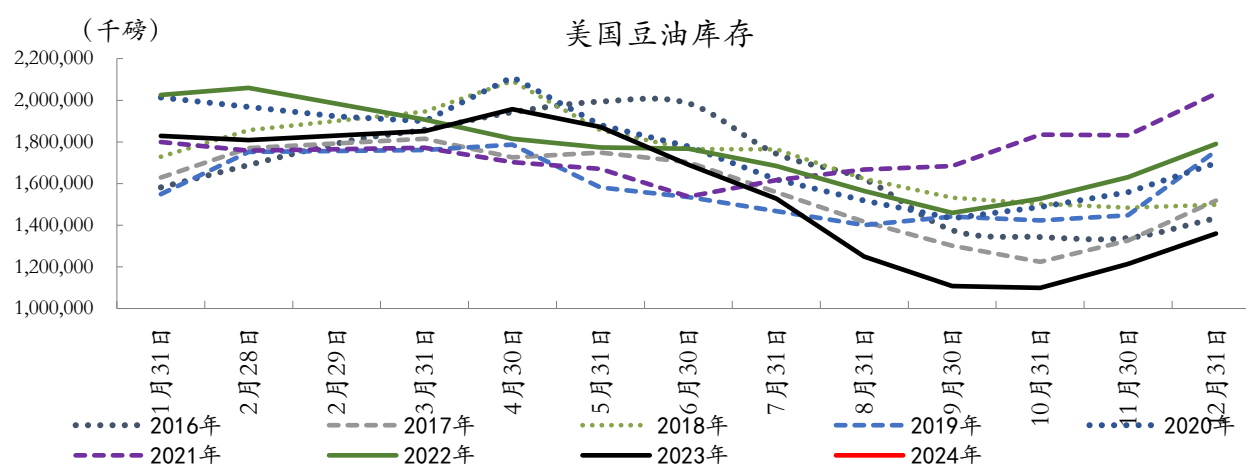
数据来源：USDA、国元期货

图表 3 美豆季末库存情况



数据来源：USDA、国元期货

图表 4 美豆油库存情况



数据来源：USDA、国元期货

## 2.2 全球大豆需求——美豆内外需求均强劲，巴西出口调增

### 1) 美豆 2 月国内压榨强劲

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 的会员企业占到美国大豆压榨量的 95% 左右。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。

### 2) 美豆出口销售有所回暖

截至 2024 年 3 月 14 日的一周, 美国对中国 (大陆地区) 装出大豆 55.14 万吨; 上一周对中国装运大豆 33.82 万吨; 当周美国大豆出口检验量为 68.62 万吨, 对华大豆出口检验量占到该周出口检验总量的 80.35%。截止 3 月 14 日的过去四周, 美国对华大豆检验装船量累计为 232.38 万吨。23/24 年度 (始于 9 月 1 日) 美国大豆出口检验总量累计达到 3576.69 万吨, 其中对中国出口检验量

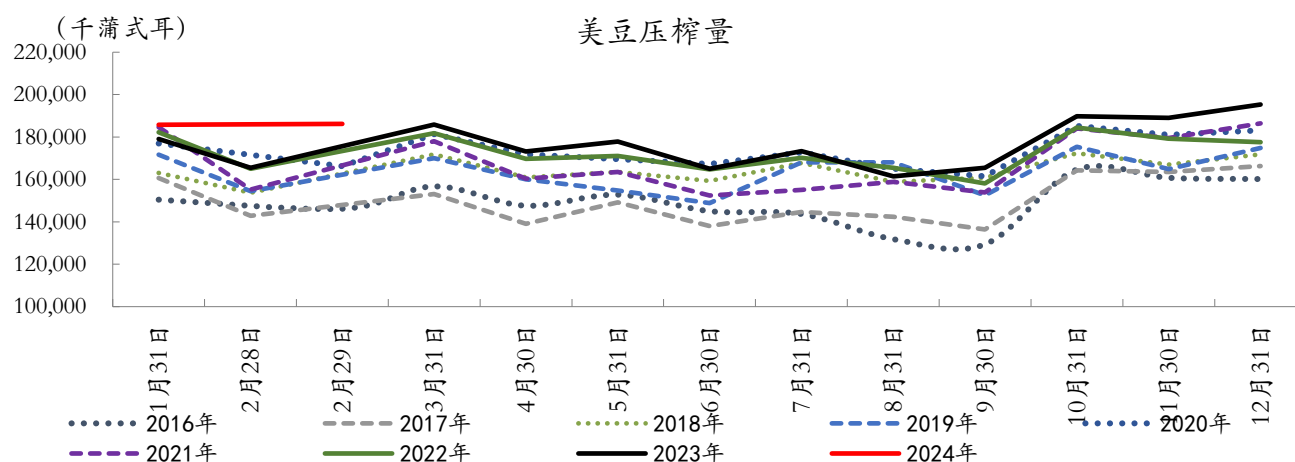


累计达到 2063.87 万吨，占比 57.70%。截至 3 月 7 日当周，美国 23/24 年度累计出口大豆 3472.21 万吨，较去年同期减少 811.69 万吨，减幅为 18.95%；USDA 在 3 月份的供需报告中预计 23/24 美豆年度出口 4681 万吨，目前完成进度为 74.18%。

### 3) 巴西大豆出口强劲

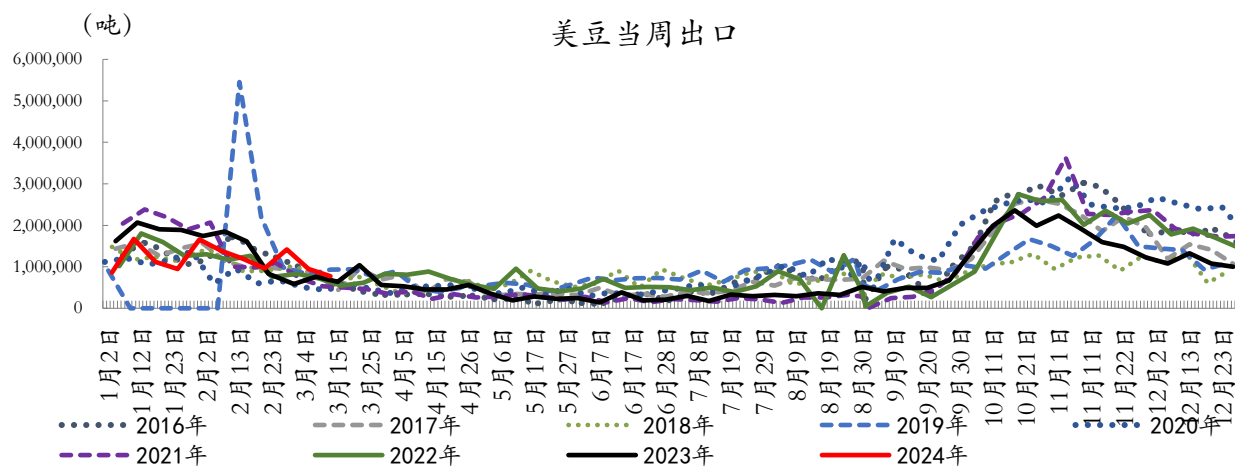
巴西全国谷物出口商协会(ANEC)将 3 月份巴西大豆出口量估计上调至 1401.4 万吨，创下去年 6 月份以来的最高月度出口量。截至 3 月 17 日，巴西 2023/24 年度大豆收获进度为 61.9%，低于去年同期的 62.5%。头号大豆主产州马托格罗索州的收获进度也低于去年同期。

图表 5 美豆压榨情况



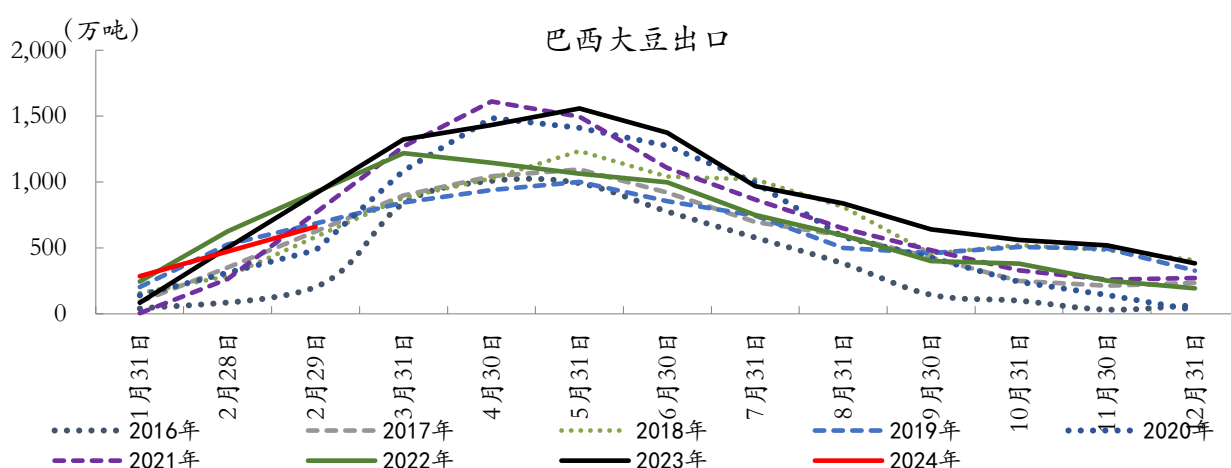
数据来源：USDA、国元期货

图表 6 美豆检验及出口情况



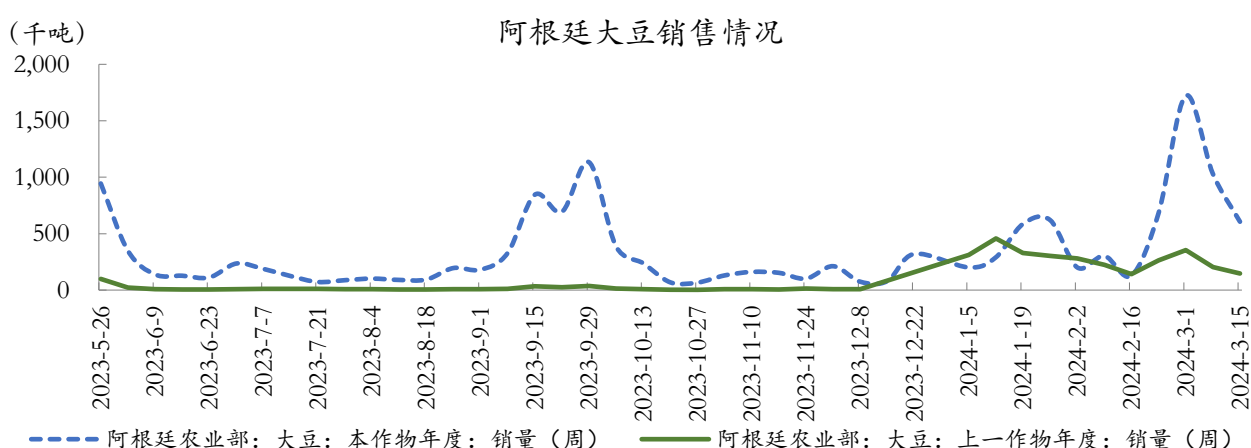
数据来源：USDA、国元期货

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

### 三、国内大豆及豆粕基本面分析

#### 3.1 国内豆粕供应——大豆将巨量到港，豆粕季节性累库

##### 1) 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)。(注: 由于远月买船及到港时间仍有变化可能, 因此我们将在后期的到港数据中进行修正。)



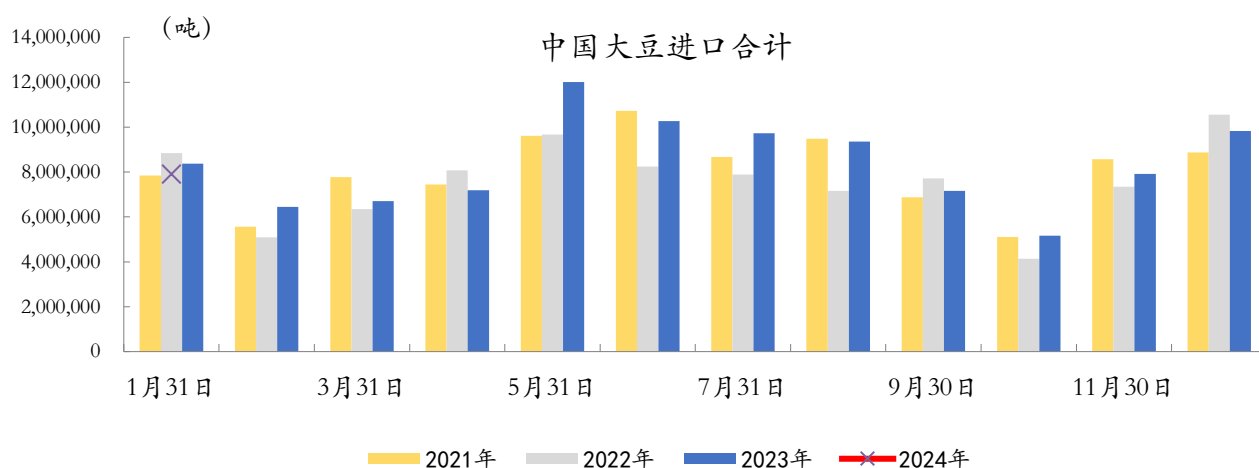
## 2) 二季度国内油厂压榨预计维持高位

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%。

## 3) 豆粕累库可期

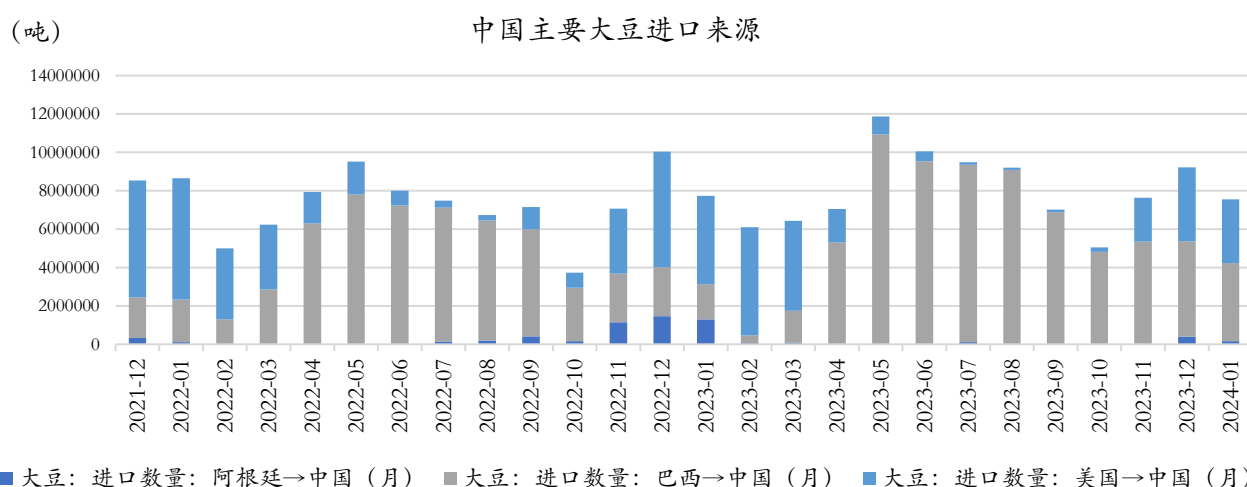
截至3月22日,全国主要油厂大豆库存为349.24万吨,较上周减少45.55万吨,减幅11.54%,同比去年增加4.07万吨,增幅1.18%;3月大豆到港偏少,再加上油厂开机率较高,近期大豆豆粕库存去库速度较快,市场认为3月底,4月初多数油厂会断豆停机,导致油厂现货价格大幅上涨,短期大豆库存将会继续降低,待4月大量巴西大豆到港后,大豆库存或将增加。豆粕库存为53.52万吨,较上周减少10.88万吨,减幅16.89%,同比去年减少0.79万吨,减幅1.45%。

图表9 国内进口大豆月度走势



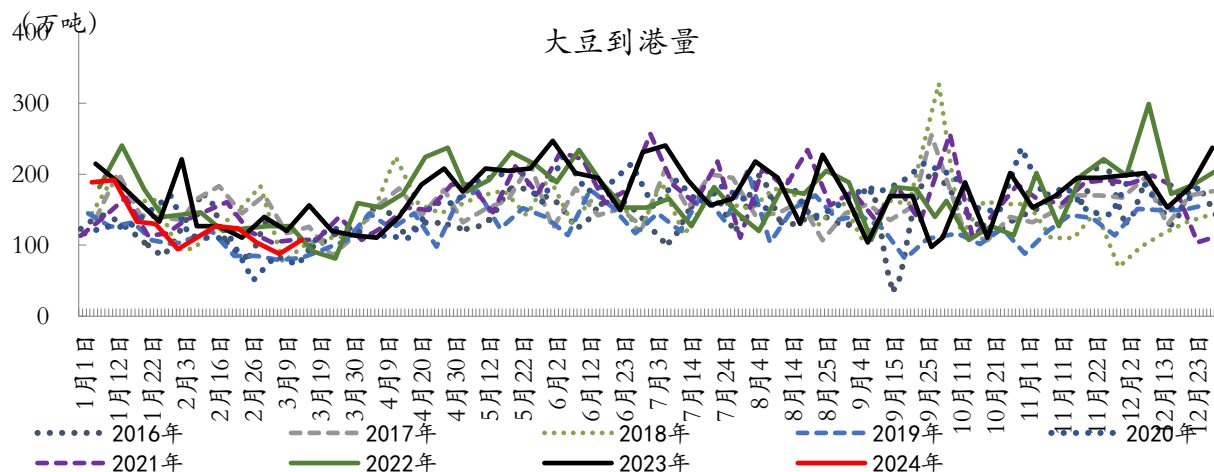
数据来源:中国海关、国元期货

图表10 国内大豆进口主要来源



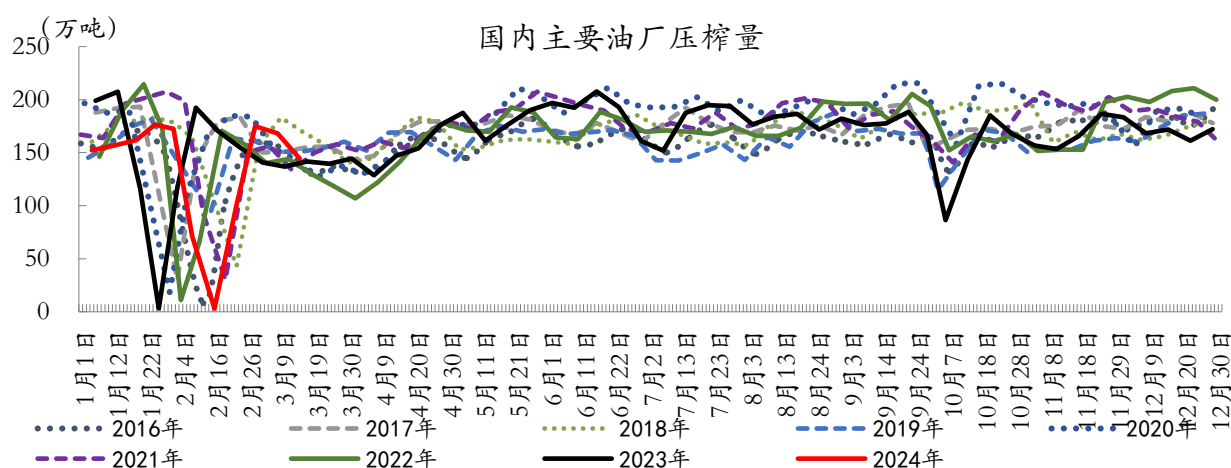
数据来源:中国海关、国元期货

图表 11 国内进口大豆到港情况



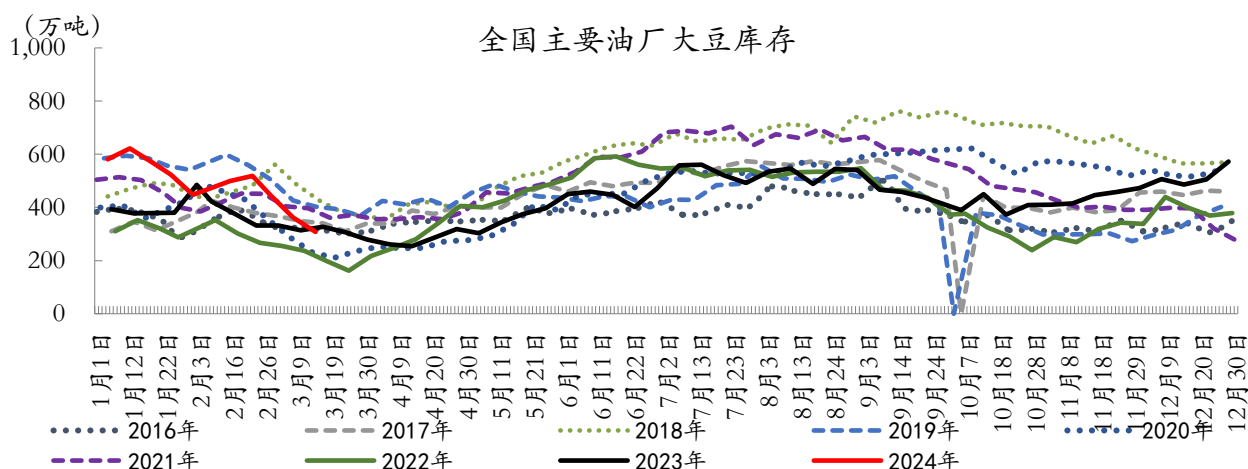
数据来源：我的农产品网、国元期货

图表 12 国内主要油厂开机及压榨情况



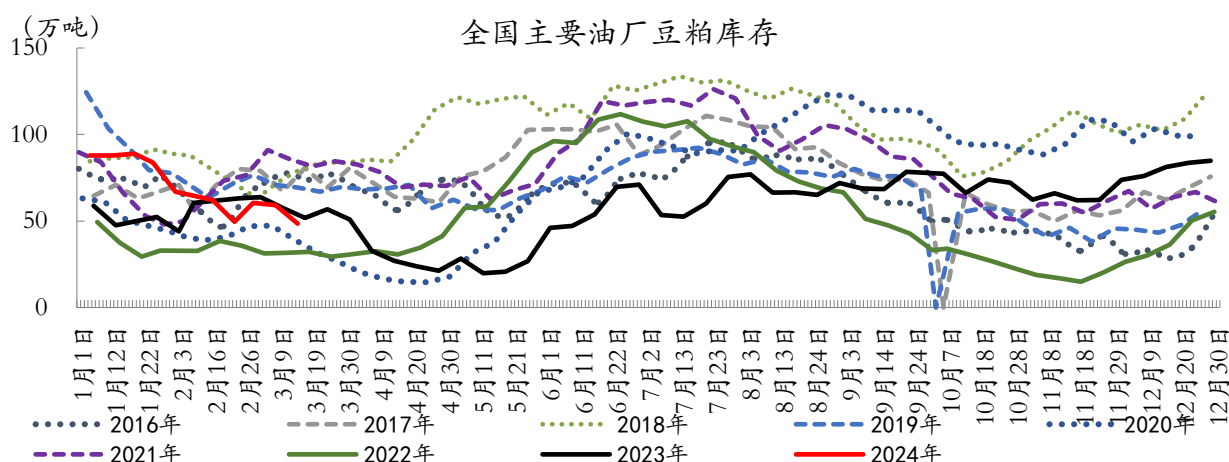
数据来源：我的农产品网、国元期货

图表 13 国内主要油厂大豆库存情况



数据来源：我的农产品网、国元期货

图表 14 国内主要油厂豆粕库存情况



数据来源: 我的农产品网、国元期货

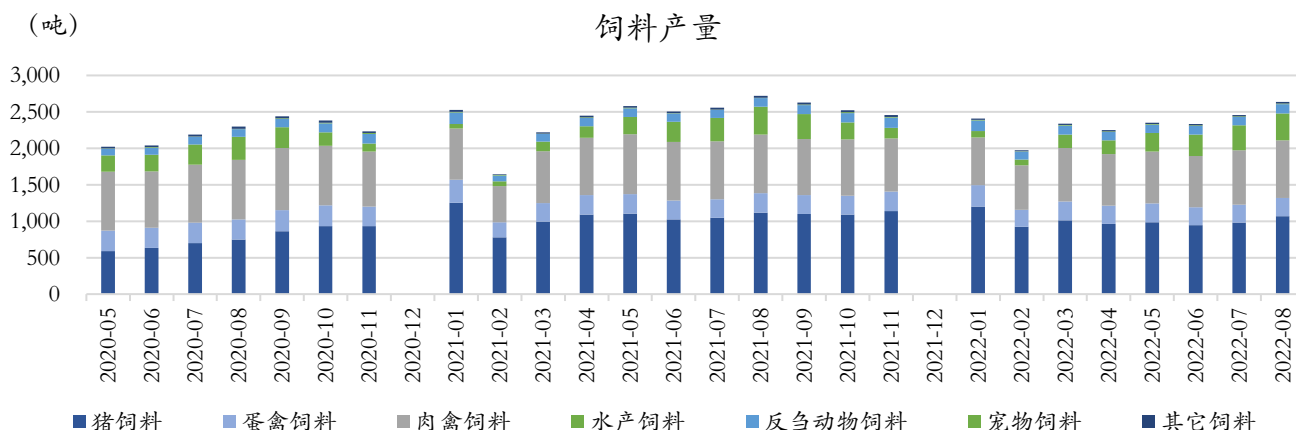
### 3.2 国内豆粕需求——水产养殖回暖，蛋白粕需求反弹

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。

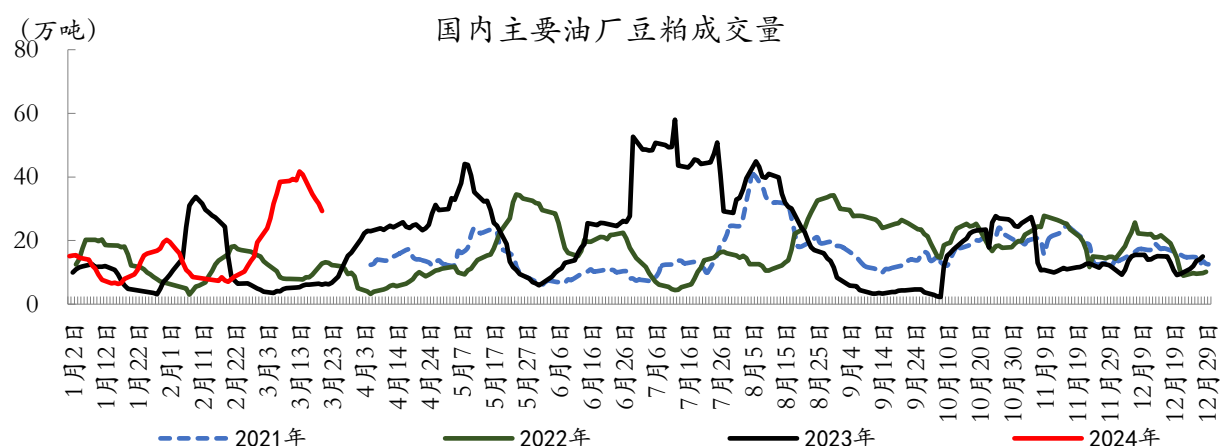
随着二季度的到来,国内天气回暖,水产养殖备货开始提上日程,预计清明节后三季度结束之前,伴随着水厂养殖逐渐进入旺季,菜粕需求端将获得持续性提振,支撑价格。另外,本轮蛋白粕走高,豆菜粕价差也有所扩大,据统计截至 2024 年 3 月 25 日,国内沿海地区豆菜粕现货价差在 770-950 元/吨之间,较前一交易日涨 10 元/吨。目前豆菜粕价差仍居于中等偏高水平,菜粕具有性价比优势,替代豆粕需求有望增加。

图表 15 国内月度饲料总产量变化



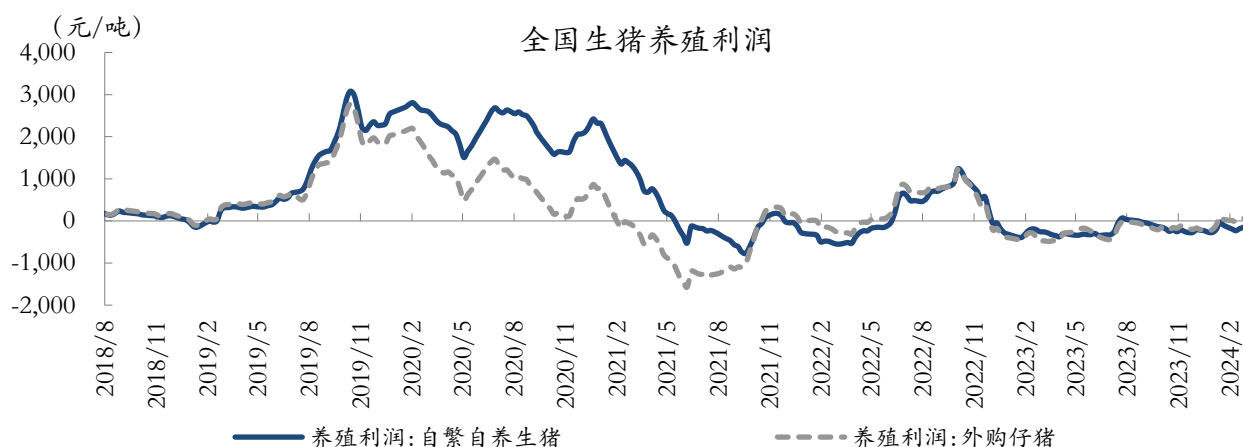
数据来源: Wind、国元期货

图表 16 国内主要油厂豆粕成交情况



数据来源：Wind、国元期货

图表 17 全国生猪养殖利润



数据来源：Wind、国元期货

图表 18 生猪价格与猪粮比（单位：元/吨）



数据来源：Wind、国元期货

## 四、行情展望

### 4.1 单边走势提示

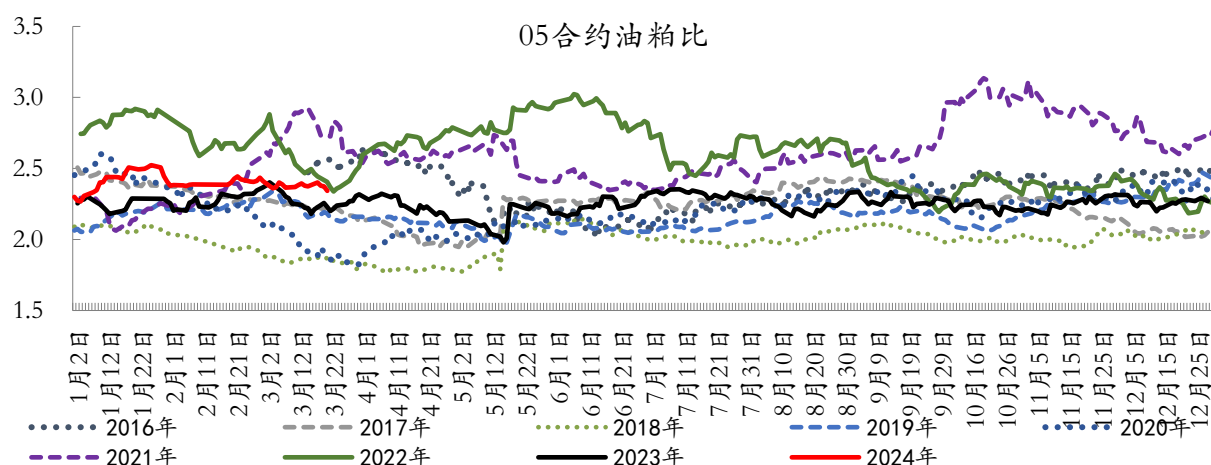
我们认为，二季度豆粕受供应端施压，维持易跌难涨的预期。近期美豆反弹，巴西升贴水表现坚挺，叠加国内油厂挺价意愿较强，豆粕出现阶段性反弹的走势。不过对于后市，我们认为南美大豆丰产充分兑现过程中，巴西大豆卖压仍限制升贴水上涨的空间，而美豆来看，美农报告并未给予盘面方向性刺激，全球大豆供应仍以宽松看待，美豆在新种植季到来前缺乏持续性上行驱动。国内来看，后市随着南美大豆集中上市，国内进口大豆存在巨量补充的预期，豆粕供应将随之再度迎走来高。需求端，国内养殖业亏损现实仍限制饲料需求。对于后市，在成本端和国内基本面偏松的多重利空共振之下，预计豆粕二季度以易跌难涨为主，关注逢高沽空机会。豆粕 2405 合约参考区间 3000-3500 元/吨，2409 合约参考区间 3100-3400 元/吨。

### 4.2 套利机会提示

(1) 油粕比：观望。

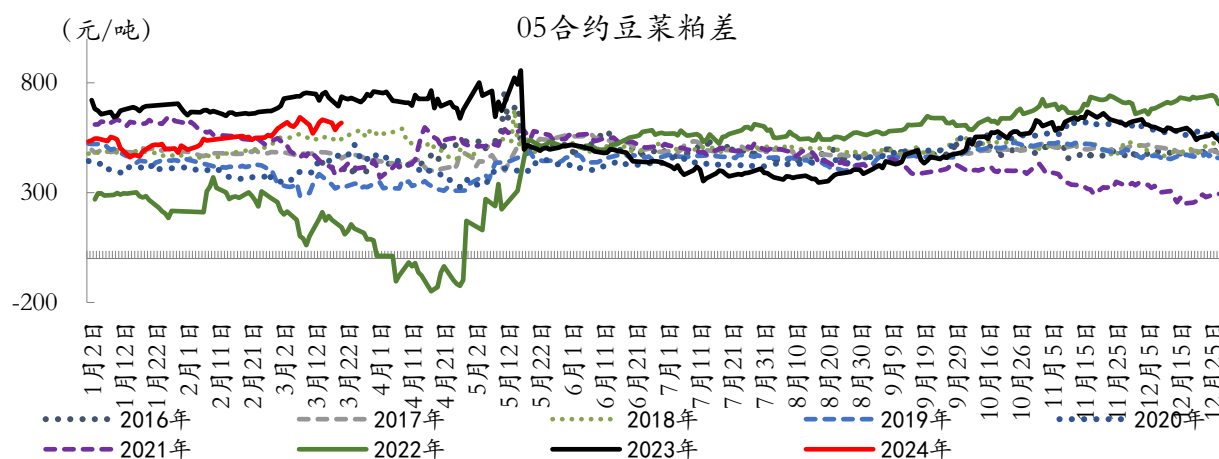
(2) 豆菜粕差：2405 豆菜粕差预期将继续走扩，目标区间 800-850。

图表 19 油粕比套利



数据来源：Wind、国元期货

图表 20 豆菜粕差套利



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，任何单位或个人都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