

## 背靠成本，易涨难跌

### 报告要点

回顾 2024 年一季度，蛋白粕价格先抑后扬，低位反弹。展望 2024 年二季度，美豆新季增产利空，关注天气炒作可能。连粕供需环比均改善，供应主导价格易涨难跌。趋势、套利、期权皆有操作机会，关注美豆播种顺利、天气正常、国内需求明显偏弱等风险。

### 研究员

王聪颖  
从业资格号：F0254714  
投资咨询号：Z0002180

### 摘要：

**行情回顾 2024 年一季度：先抑后扬，低位反弹。**豆粕 2024 年一季度先抑后扬。其中 1 月延续 2023 年四季度下跌走势，也符合我们年报中下跌的判断。2 月呈现底部震荡。3 月从低位反弹。菜粕价格走势跟随豆粕，节奏大体一致。

#### 行情展望 2024 年二季度：

**CBOT 美豆展望：新季增产利空，关注天气炒作可能。****供应端：**大豆产业链利润分布仍集中在种植端。美国主要农作物种植利润横向对比，大豆仍具有种植比价优势。高利润驱动增产，关注天气干扰。背靠成本，价格可能对利空钝化，对利多敏感。**需求端：**二季度是巴西大豆出口旺季，目前巴西大豆升贴水报价低于美豆，预计美豆出口将受到冲击，美豆升贴水报价或下调。巴西是全球大豆最大出口国，美国第二。两者出口份额的差距还会进一步扩大。**借鉴去年的经验**，我们倾向于，二季度，美豆面积增长利空遭遇美豆成本 1160 支撑，短期下跌动能不足，天气炒作主导价格运行。

节奏上，**首先**，南美大豆即将集中上市，尽管最终产量可能不及预期，但丰产是大概率事件，进而全球大豆转宽松。南美豆冲击美豆出口市场。预计南北美大豆升贴水走低。

**其次**，二季度开启美豆种植季。关注 3 月度种植面积意向报告和 4 月玉米、大豆种植进度，以及 5 月大豆出芽情况。若顺利则价格可能承压回落，甚至再度跌破成本。若偏慢，价格相对抗跌。

**总体上**，美豆二季度或再度考验成本线支撑，但长期低于成本下可能性较小，“背靠成本，利空钝化，利多放大”，美豆依然易涨难跌。

**操作建议：**区间思路，成本线回归操作。

**风险因素：**恶劣天气频发；南美豆产量下降；美豆播种面积显著不及预期。

**连粕展望：供需环比均改善，供应主导价格易涨难跌。****供应端：**进口压榨有盈利，3-5 月进口到港量环比预增。**需求端：**存栏环比下降，养殖利润改善提振豆粕需求。**总体上**，国内终端养殖存栏下降，但利润回升，预计终端消费至少不是豆粕消费的拖累项。预计油厂供应端主导价格运行节奏。测算 2024 年 4-6 月国内油厂结转库存，预计 4 月环比增，5、6 月下降。豆粕价格 4 月或有回调，但 5、6 月可能易涨难跌。豆粕基差在 4 月短暂回调后，5、6 月环比上涨概率增加。菜粕国内供需两弱，菜粕价格料跟随豆粕运行。

**操作机会：**1) 趋势：多空皆有机会。2) 套利：3、5、6 月做多基差参与正套，4 月做空基差参与反套。3) 期权：清晰定位，规避风险。产业天然多头，卖看跌期权/买看涨期权。产业天然空头，卖看涨期权/买看跌期权。

**风险提示：**美豆播种顺利、天气正常、国内需求明显偏弱

【重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。】

## 目 录

摘要:	1
一、行情回顾：先抑后扬，低位反弹	4
二、2024 年二季度分析与展望	6
（一）宏观：日本加息冲击市场，再通胀预期强	6
（二）CBOT 美豆展望：新季增产利空，关注天气炒作可能	7
1. 供给：高利润驱动增产，关注天气干扰	7
2. 成本：背靠成本，利空钝化，利多放大	8
3. 需求：巴西大豆出口旺季，美豆升贴水预降	10
4. 展望：美豆或再度考验成本支撑，天气炒作易涨难跌	12
（三）连粕展望：供需环比均改善，供应主导价格易涨难跌	13
1. 供应：进口压榨有盈利，3-5 月进口到港量环比预增	13
2. 需求：存栏环比下降，养殖利润改善提振豆粕需求	14
3. 展望：需求拖累暂消，油厂供应主导价格运行	18
（四）菜粕展望：海外供需偏紧，菜粕跟随豆粕	19
1. 供需：库存消费比下降，供需偏紧	19
2. 展望：供需双弱，跟随豆粕运行	20
三、操作机会	21
1. 趋势：多空皆有机会	21
2. 套利：3、5、6 月做多基差参与正套，4 月做空基差参与反套	21
3. 期权：清晰定位，规避风险	22
4. 风险提示：美豆播种顺利、天气正常、国内需求明显偏弱	22
免责声明	23

## 图表目录

图表 1: 豆菜粕 2024 年一季度先抑后扬（元/吨）	4
图表 2: 巴西大豆升贴水 1 月跌 2 月稳 3 月涨，南美大豆进口压榨出现盈利	5
图表 3: 油厂开机率春节前后明显走低，饲料企业节前备货节后库存仍偏低	5
图表 4: 豆菜粕期现货价格及基差和价差走势	5
图表 5: 日本长短期债券利差和美日利差（10 年期国债）	6
图表 6: 美国 CPI 与 PCE	6
图表 7: 美国 10-2 年国债收益率差与中美利差	7
图表 8: 美国主要作物种植利润比较	8
图表 9: 美国/玉米比价较高，暗示 2024 年美豆面积增长	8
图表 10: 展望论坛预计大豆面积同比增，小麦、玉米面积同比降	9
图表 11: 1997 年以来美豆价格很少跌破成本，大部分时间盈利	9
图表 12: 美豆在跌破成本后强劲反弹（美分/蒲）	10
图表 13: 美豆供需平衡表	10

## 中信期货研究|2024 年二季度策略报告（蛋白粕）

图表 14:	巴西是全球大豆第一大出口国, 占比已远超美国 .....	11
图表 15:	美豆出口同比下降, 中国进口美豆榨利仍不乐观 .....	11
图表 16:	美豆压榨利润尚可, 压榨量预计持稳 .....	错误!未定义书签。
图表 17:	进口大豆采购进度有所加快, 3-5 月进口累计到港量环比增长 .....	13
图表 18:	进口大豆盘面榨利巴西优于美豆 .....	14
图表 19:	进口大豆现货榨利仍较好 .....	14
图表 20:	养殖利润影响豆粕添比 .....	15
图表 21:	生猪存栏环比走低, 但养殖利润略有改善 .....	16
图表 22:	单位蛋白比价看, 豆粕优势随着价格上涨而消失 .....	16
图表 23:	油厂大豆压榨量预计季节性回升, 累计压榨量同比持平略增 .....	17
图表 24:	油厂豆粕销售同比增加, 预计 4-6 月环比增 .....	18
图表 25:	豆粕结转库存预计走高, 豆粕基差或有季节性上涨, 但总体预计保持低位 .....	19
图表 26:	中国大豆供需平衡表 .....	19
图表 27:	全球和中国菜籽供需平衡表 .....	20
图表 28:	加菜籽供需平衡表 .....	20
图表 29:	进口菜籽榨利亏算, 菜籽进口量同比降幅明显 .....	20
图表 30:	美国中西部产区土壤墒情偏低, 未来降水量少可能刺激美豆价格上涨 .....	21
图表 31:	基差季节性 .....	22

## 一、行情回顾：先抑后扬，低位反弹

**豆粕 2024 年一季度先抑后扬。**其中 1 月延续 2023 年四季度下跌走势，也符合我们年报中下跌的判断。2 月呈现底部震荡。3 月从低位反弹。

1 月下跌主要原因：1) 巴西大豆上市压力预增，升贴水下跌，中国进口大豆成本走低拖累豆粕价格下行；2) 春节前养殖企业备货不积极，维持低库存状态。

2 月底部震荡主要原因：1) 春节期间油厂开机率保持低位，节前后一周下游补库，供需略偏紧，支撑价格止跌；2) 大豆产区阿根廷天气炒作相对温和；3) 巴西升贴水报价逐渐止跌，成本端拖累消除。

3 月低位反弹主要原因：1) 巴西升贴水报价不断走高，进口成本抬升豆粕价格中枢；2) 关于进口到港的各种传闻，引发市场对远期到港量的担忧，利多情绪支撑盘面。

**菜粕价格走势跟随豆粕，节奏大体一致。**豆粕差（现货）震荡偏弱，因国内春节前后菜籽产区遭遇冻雨，引发菜籽减产担忧，利多菜粕。豆粕差（盘面）震荡走高，因水产消费预期差。菜粕基差在零值上下波动，豆粕基差走低。主因，豆粕现货节后消费明显回落，盘面炒作进口到港受阻预期。菜粕供需变化不大。

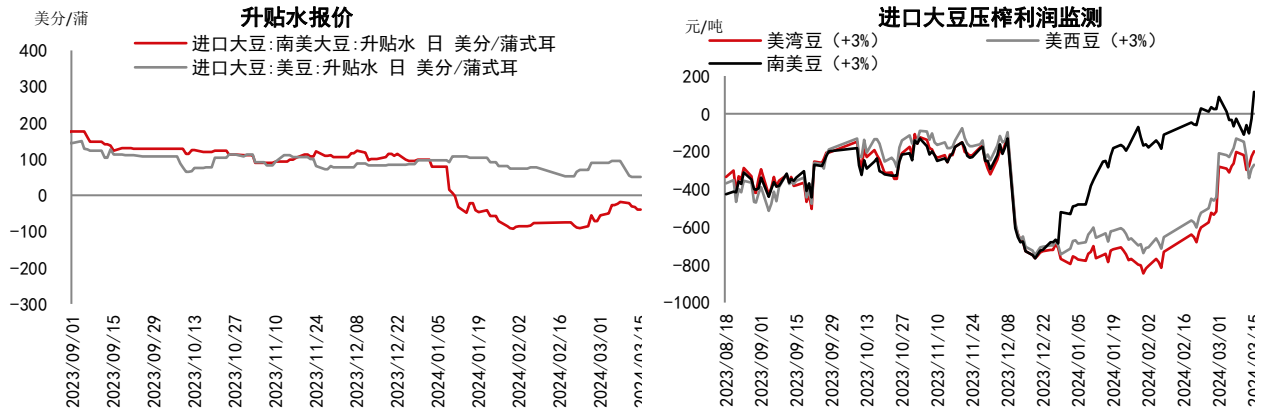
图表1：豆粕 2024 年一季度先抑后扬（元/吨）



资料来源：文华财经 中信期货研究所

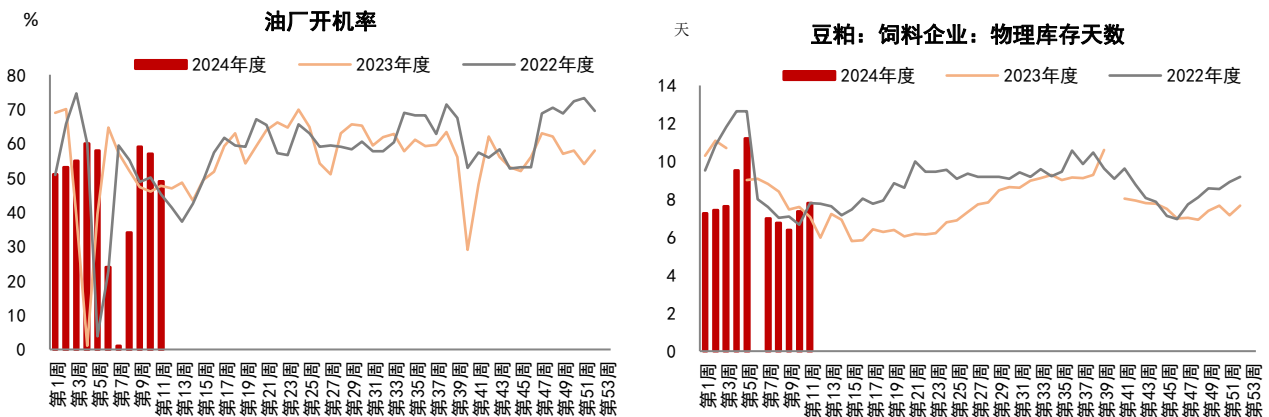
## 中信期货研究|2024 年二季度策略报告（蛋白粕）

图表2: 巴西大豆升贴水 1 月跌 2 月稳 3 月涨, 南美大豆进口压榨出现盈利



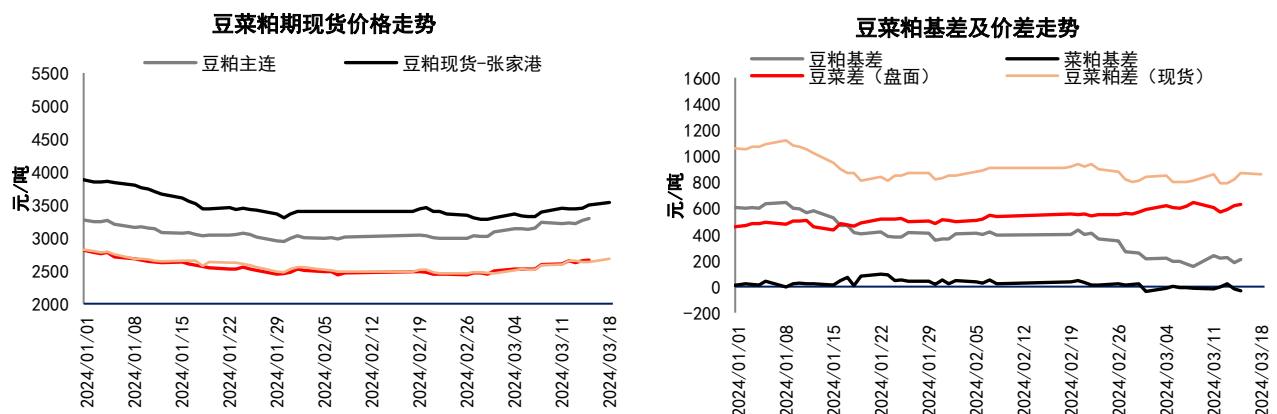
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表3: 油厂开机率春节前后明显走低, 饲料企业节前备货节后库存仍偏低



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表4: 豆菜粕期现货价格及基差和价差走势



资料来源: Wind 中信期货研究所

## 二、2024 年二季度分析与展望

### （一）宏观：日本加息冲击市场，再通胀预期强

日本央行加息“靴子落地”。3 月 19 日，日本央行宣布，将基准利率从-0.1%上调至 0-0.1%，符合市场预期。此次加息为日本央行 2007 年以来首次加息，也就此结束了维持 8 年之久的负利率政策。

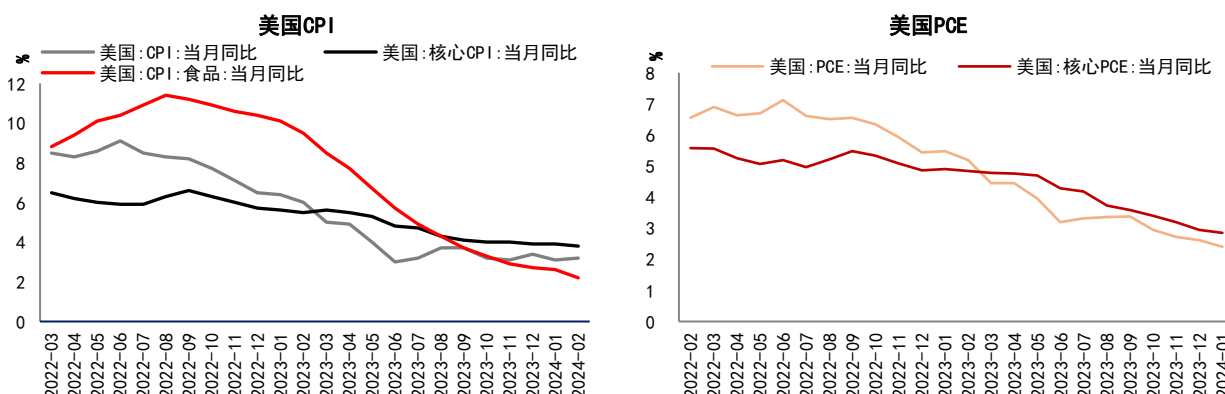
图表5：日本长短期债券利差和美日利差（10 年期国债）



资料来源：Wind 中信期货研究所

最近的数据显示，核心通胀和工资通胀势头均有所上升。为此，在降息方面，市场已将首次降息的时点从 6 月推迟到 7 月，并预计 9 月和 12 月将进一步降息。对于年内降息幅度，预计降息 75 个基点。对于通胀前景，对 2024 年底的消费者物价指数（CPI）预测从 2.6%上调至 2.9%。”

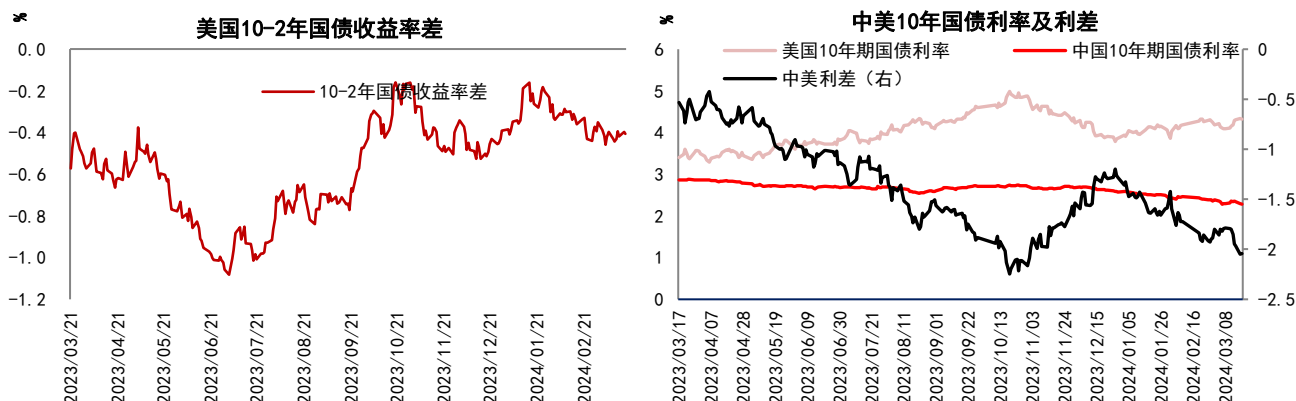
图表6：美国 CPI 与 PCE



资料来源：Wind 中信期货研究所



图表7: 美国 10-2 年国债收益率差与中美利差



资料来源: Wind 中信期货研究所

## （二）CBOT 美豆展望：新季增产利空，关注天气炒作可能

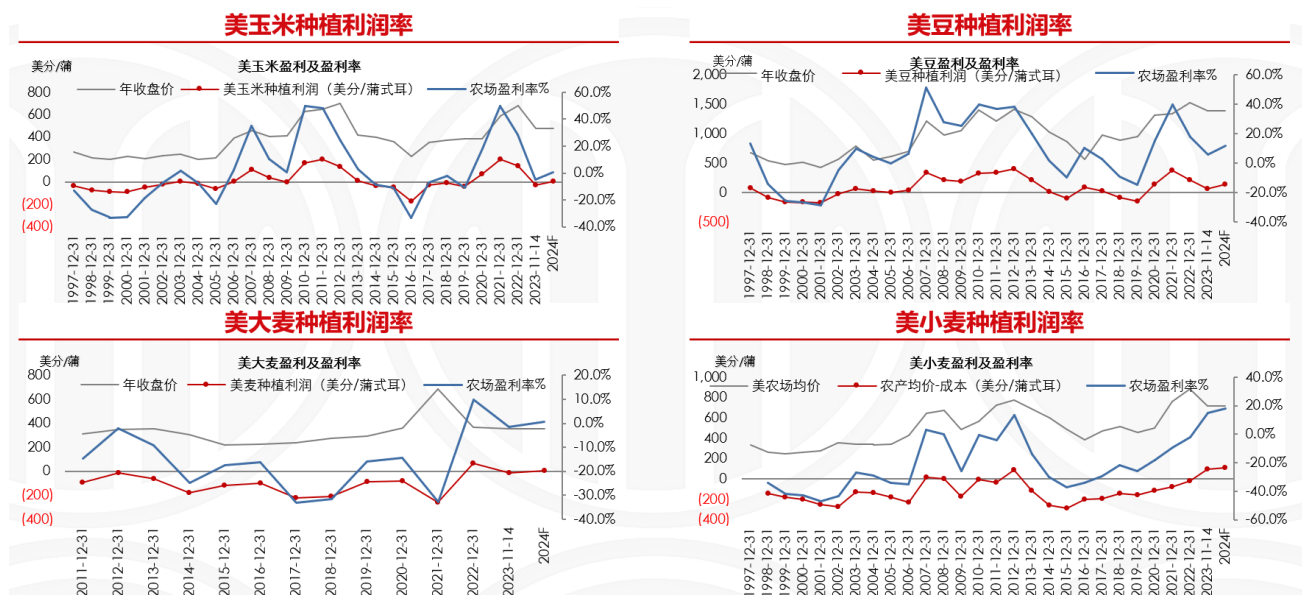
### 1. 供给：高利润驱动增产，关注天气干扰

大豆产业链利润分布仍集中在种植端。绝对或相对的高种植利润刺激种植面积增长，驱动大豆增产。但全球气候变化可能带来的天气干扰不可忽视。且价格背靠成本线，新季增产利空交易空间有限。价格下跌仍有待供需进一步实质性转宽松。在此之前，天气炒作或居主导地位。

美国主要农作物种植利润横向对比，大豆仍具有种植比价优势。虽然美小麦种植利润率更高，但大豆玉米是最直接争地作物。与最强劲的争地作物玉米相比，大豆优势明显。2023 年种植玉米可能面临亏损 25 美分/蒲，农场亏损率-4.9%，而种植大豆利润为 69 美分/蒲，农场盈利率仍可达到 5.7%。预计 2024 年玉米种植小幅盈利 4 美分/蒲，农产盈利率 0.8%。种植大豆盈利增长至 134 美分/蒲，农场盈利率增长至 11.6%。

当前美豆/玉米比值较高，在 2.7 附近，如果这种比价持续，利于 2024 年美豆面积增长。回顾历史，1992-2003 年美豆面积、单产、产量总体上处于增长趋势，美豆面积峰值为 2017 年的 9016 万英亩。1992 年美豆面积、单产、产量分别为 5918 万英亩、37.6 蒲式耳/英亩、5961 万吨。2023 年预计美豆面积、单产、产量分别为 8360 万英亩、49.9 蒲式耳/英亩、1.1239 亿吨。美豆面积、单产、产量累计增幅分别为 41.3%、32.7%、88.5%，年均增幅分别为 3.4%、2.7%、7.4%。按照历史规律看，大豆/玉米比价与大豆面积终值同比、终值/意向变化幅度呈正相关。2024 年 3 月以后关注大豆/玉米比价走势，以此判断大豆面积变化。

图表8: 美国主要作物种植利润比较



资料来源: Wind USDA 中信期货研究所

图表9: 美国/玉米比价较高, 暗示 2024 年美豆面积增长



资料来源: Wind USDA 中信期货研究所

## 2. 成本: 背靠成本, 利空钝化, 利多放大

增产趋势明显而确定, 并且 USDA2 月农业展望论坛也表达了类似的预期。但问题在于, 背靠成本, 价格可能对利空钝化, 对利多敏感。对美豆而言, 周期下跌有待 24/25 年度增产的兑现, 属于长期视角; 对中短期视角, 市场更关注产区惜售带来的价格反弹, 如果再考虑通胀的大背景, 价格向上的弹性可能更大。

数据显示, 1997 年以来, 美豆价格很少跌破成本, 且大部分时间盈利。具体



看，美豆种植成本震荡攀升，美豆完全成本 1997 年 571 美分/蒲，2007 年 667 美分/蒲，十年累计上涨 96 美分/蒲，累计涨幅 17%；2013 年 1087 美分/蒲，2023 年 1221 美分/蒲，十年累计上涨 134 美分/蒲，累计涨幅 12%。预计 2024 年 1160 美分/蒲。

美豆种植盈亏水平也呈现一定周期性，但周期长度差异较大，大多 3-8 年不等。2020-2023 年美豆种植处于盈利周期。目前正处于盈亏转换的节点。

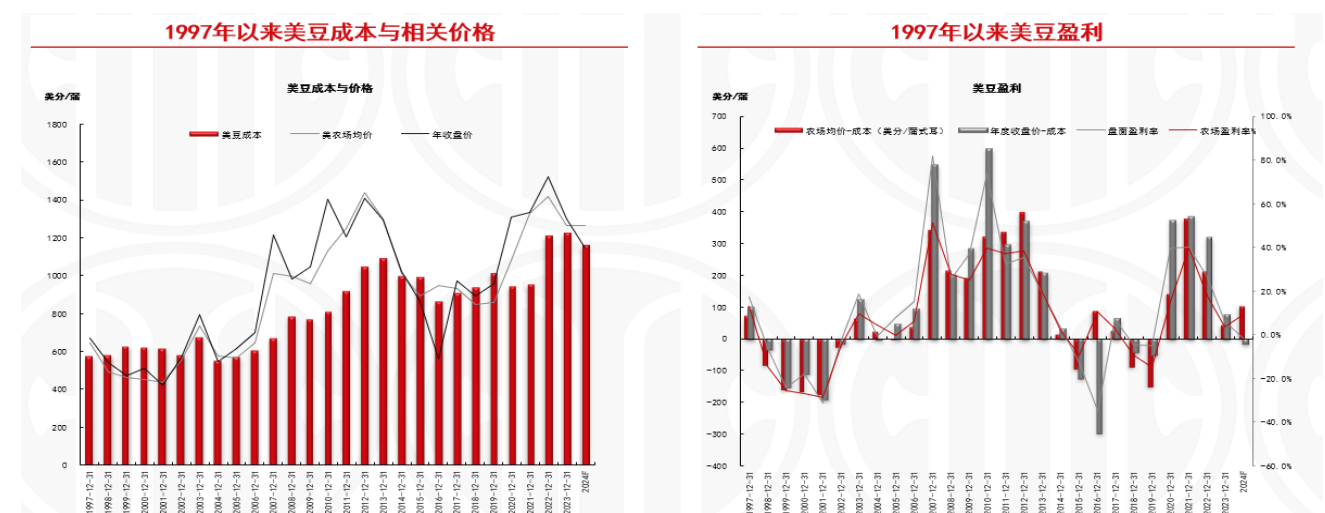
“背靠成本，利空钝化，利多放大”这就解释了，美豆在 2023 年 5 月底和 2024 年 2 月底的强劲反弹。两者最低点 1194 美分/蒲和 1131 美分/蒲分别跌破完全成本 27 美分/蒲和 29 美分/蒲，跌幅 2.2%和 2.5%。2023 年 5 月反弹持续到 7 月底，之后震荡下行，直到巴西大豆陆续上市，供需实质性转宽松，美豆才跌破 2023 年 5 月底低点，再创新低。借鉴去年的经验，我们倾向于，二季度，美豆面积增长利空遭遇美豆成本 1160 支撑，短期下跌动能不足，天气炒作主导价格运行。

图表10： 展望论坛预计大豆面积同比增，小麦、玉米面积同比降

2015-2024年美三大作物种植面积（百万英亩）										
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E2月展望论坛 同比
小麦	55	50.1	46.1	47.8	45.5	44.5	46.7	45.7	49.6	47 -5.24%
玉米	88	94	90.2	88.9	89.7	90.7	93.4	88.6	94.6	91 -3.81%
大豆	82.7	83.5	90.2	89.2	76.1	83.4	87.2	87.5	83.6	87.5 4.67%
合计	225.7	227.6	226.5	225.9	211.3	218.6	227.3	221.8	227.8	225.5 -1.01%

资料来源：Wind USDA 中信期货研究所

图表11： 1997 年以来美豆价格很少跌破成本，大部分时间盈利



资料来源：Wind USDA 中信期货研究所

图表12： 美豆在跌破成本后强劲反弹（美分/蒲）



资料来源：Wind USDA 中信期货研究所

图表13： 美豆供需平衡表

美豆	美豆供需平衡表						
	2021/22	2022/23预 测（2月）	2022/23 预测（3月）	2023/24预测 （2月）	2023/24预 测（3月）	环比%	同比%
种植面积	87.2	87.5	87.5	83.6	83.6	0.00%	-4.5%
收割面积	86.3	86.2	86.2	82.4	82.4	0.00%	-4%
薄式耳/英亩							
单产	51.7	49.6	49.6	50.6	50.6	0.0%	2%
百万薄式耳							
期初库存	257	274	274	264	264	0.0%	-4%
产量	4464	4270	4270	4165	4165	0.0%	-2%
进口	16	25	25	30	30	0.0%	20%
总供应	4737	4569	4569	4459	4459	0.0%	-2%
压榨	2204	2212	2212	2300	2300	0.0%	4%
出口	2152	1992	1992	1720	1720	0.0%	-14%
留种	102	97	97	102	102	0.0%	5%
损耗	5	4	1	22	22	0.0%	2100%
总需求	4463	4305	4305	4144	4144	0.0%	-4%
期末库存	274	264	264	315	315	0.0%	19%
农场均价（美元/ 蒲）	13.3	14.2	14.2	12.65	12.65	0.0%	-11%
库消比	6.14%	6.13%	6.13%	7.60%	7.60%	0.0%	1.47%

资料来源：USDA 中信期货研究所

### 3. 需求：巴西大豆出口旺季，美豆升贴水预降

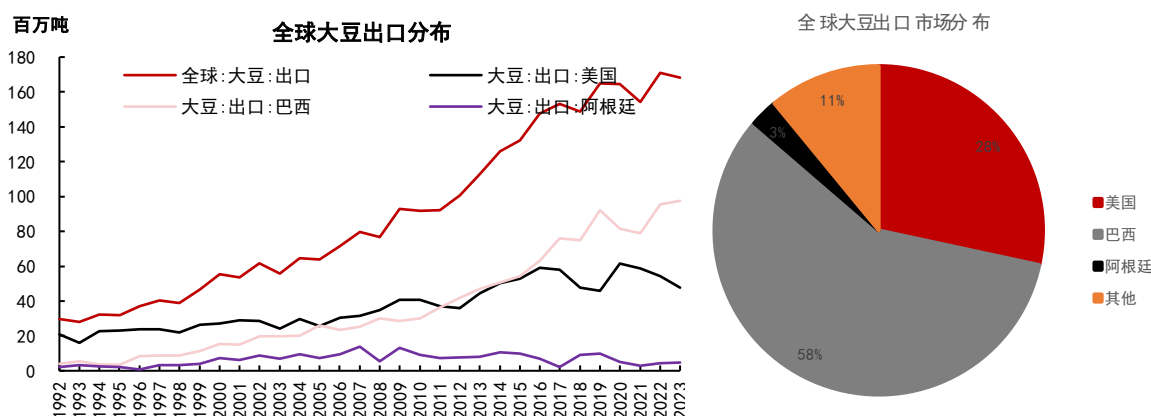
二季度是巴西大豆出口旺季，目前巴西大豆升贴水报价低于美豆，预计美豆出口将受到冲击，美豆升贴水报价或下调。巴西是全球大豆最大出口国，美国第二。两者出口份额的差距还会进一步扩大。

## 中信期货研究|2024 年二季度策略报告（蛋白粕）

从美豆周度出口数据看，23/24 年度美豆出口形势一直保持低迷。2024 年 3 月 7 日当周，美豆出口量 94.8 万吨，当前市场年度净销售量 37.6 万吨。截至 2024 年 3 月 7 日，美豆 2023/24 年度销售总量 3966.6 万吨，同比-18.5%。

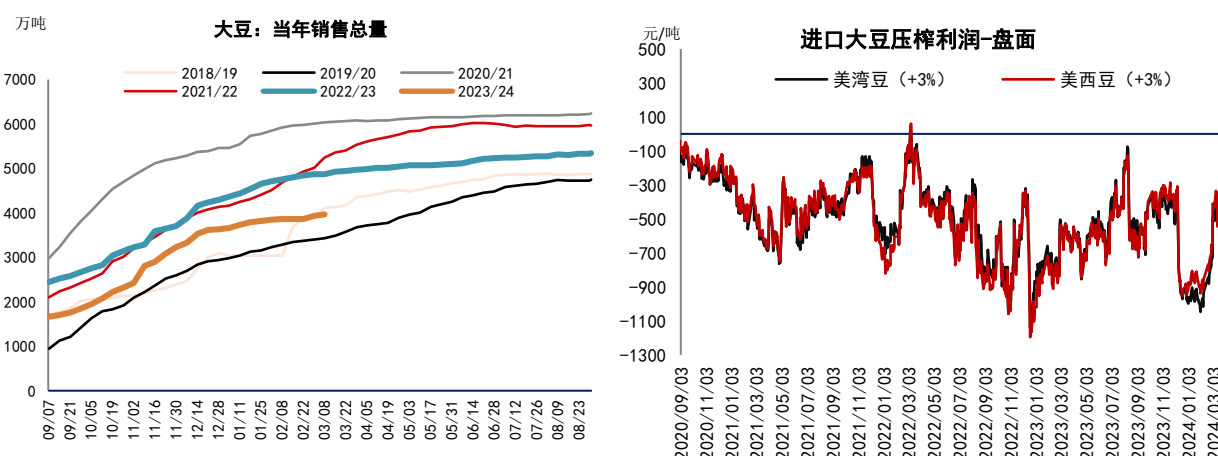
预计 2023/24 年美豆出口 4681 万吨，较上年的 5421 万吨降低 740 万吨，降幅 14%。美国大豆出口量在 2020 年达到峰值 6152 万吨，而巴西大豆出口量在 2012 年首次超过美国，之后保持了增长势头，尤其 2017 年以来巴西大豆出口量明显高于美国。预计 2023/24 年巴西大豆出口 10300 万吨，占全球出口市场 59%，远超美国的 27%。实际上，我们此前多次提到 23/24 年度巴西大豆对美豆出口的冲击，例如在年报中就提到“如果巴西大豆生长正常，顺利实现增产，不排除美国农业部继续下调美豆出口预估”。

图表14： 巴西是全球大豆第一大出口国，占比已远超美国



资料来源：Wind 中信期货研究所

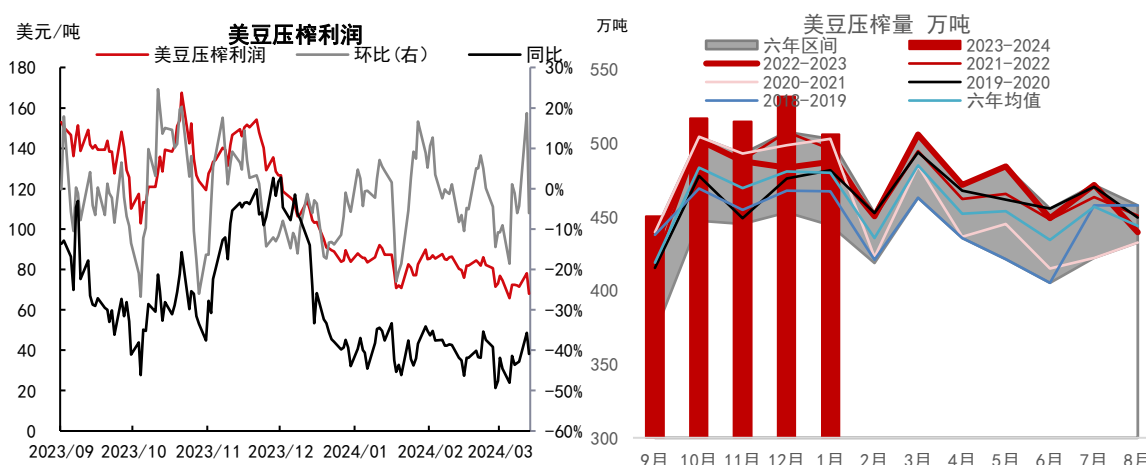
图表15： 美豆出口同比下降，中国进口美豆榨利仍不乐观



资料来源：Wind 中信期货研究所

美豆压榨利润不断走低，美豆压榨量或季节性走低。3 月 19 日美豆压榨利润 68.24 美元/吨，环比-5.62%，同比-40.57%。NOPA1 月大豆压榨 450.52 万吨，环比-5%，同比 4%，较六年均值-1%。预计 2024 年二季度美豆压榨利润继续回落，压榨量环比走低。

图表16： 美豆压榨利润不断走低，美豆压榨量或季节性走低



资料来源：Wind 中信期货研究所

#### 4. 展望：美豆或再度考验成本支撑，天气炒作易涨难跌

首先，南美大豆即将集中上市，尽管最终产量可能不及预期，但丰产是大概率事件，进而全球大豆转宽松。南美豆冲击美豆出口市场。预计南北美大豆升贴水走低。

其次，二季度开启美豆种植季。关注 3 月度种植面积意向报告和 4 月玉米、大豆种植进度，以及 5 月大豆出芽情况。若顺利则价格可能承压回落，甚至再度跌破成本。若偏慢，价格相对抗跌。

总体上，美豆二季度或再度考验成本线支撑，但长期低于成本下可能性较小，“背靠成本，利空钝化，利多放大”，美豆依然易涨难跌。

**操作建议：**区间思路，成本线回归操作。

**风险因素：**恶劣天气频发；南美豆产量下降；美豆播种面积显著不及预期。

### （三）连粕展望：供需环比均改善，供应主导价格易涨难跌

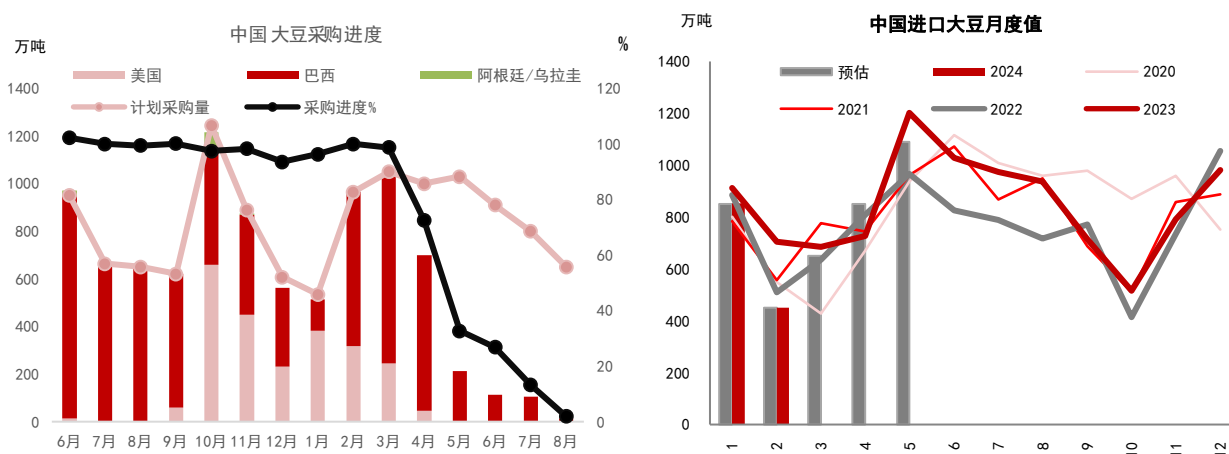
#### 1. 供应：进口压榨有盈利，3-5 月进口到港量环同比预增

进口大豆采购进度有所加快。监测数据显示，截止到 3 月 19 日，3 月船期累计采购了 1056 万吨，周度增加 19.8 万吨，采购进度为 100%。4 月船期累计采购了 864.6 万吨，周度增加 138.6 万吨，采购进度为 86.46%。5 月船期累计采购了 382.8 万吨，周度增加 46.2 万吨，采购进度为 37.17%。6 月船期累计采购了 250.8 万吨，周度增加 6.6 万吨，采购进度为 27.56%。7 月船期累计采购了 105.6 万吨，采购进度为 13.2%。8 月船期累计采购了 12.6 万吨，采购进度为 1.94%。

大豆进口量 2024 年 1-2 月同比下降，3-5 月进口到港量仍呈现环比增长趋势。据海关数据显示，2024 年 2 月大豆进口量为 451 万吨，环比-47.1%，同比-35.90%。2024 年 1-2 月累计进口量 1304 万吨，累计同比-19.38%。2024 年 1-2 月份中国大豆进口量 1303.7 万吨，同比去年减少 313.6 万吨，同比减幅 19%。3-5 月大豆进口预估 650（+0）、1000（+150）、1050（-40）万吨，预报累计 2700 万吨，预报累计环比 18.1%，预报累计同比 3.3%。

从进口利润看，盘面榨利多亏损，现货榨利从高位回落。据钢联农产品数据测算进口大豆盘面榨利，2024 年 3 月 19 日，4、5、10 月交货美湾亏损 160-190 元/吨不等，4、5、6、7、8 月交货巴西大豆盈利 40-180 元/吨不等。据钢联农产品数据测算进口大豆现货榨利，2024 年 3 月 19 日，4、5、10 月交货美湾盈利 118 元/吨，4、5、6、7、8 月交货巴西盈利 321-407 元/吨不等。

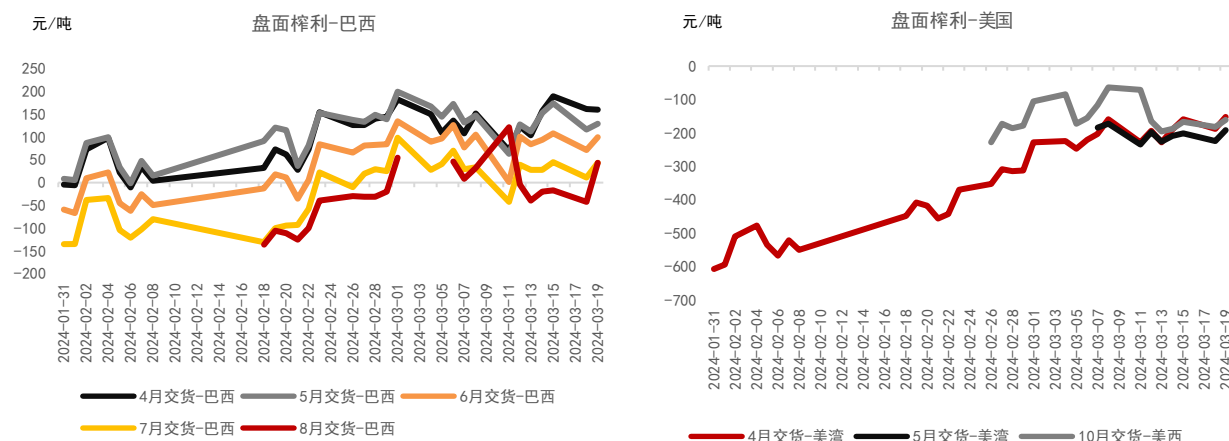
图表17： 进口大豆采购进度有所加快，3-5 月进口累计到港量环同比增长



资料来源：粮油商务网 Wind 中信期货研究所

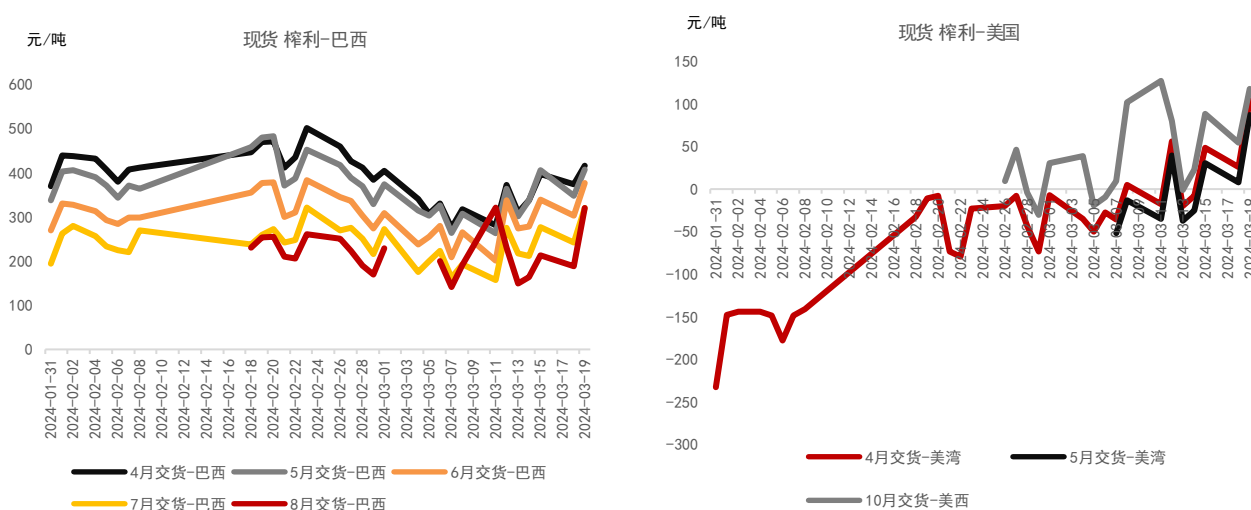
## 中信期货研究|2024 年二季度策略报告（蛋白粕）

图表18： 进口大豆盘面榨利巴西优于美豆



资料来源：我的农产品 中信期货研究所

图表19： 进口大豆现货榨利仍较好



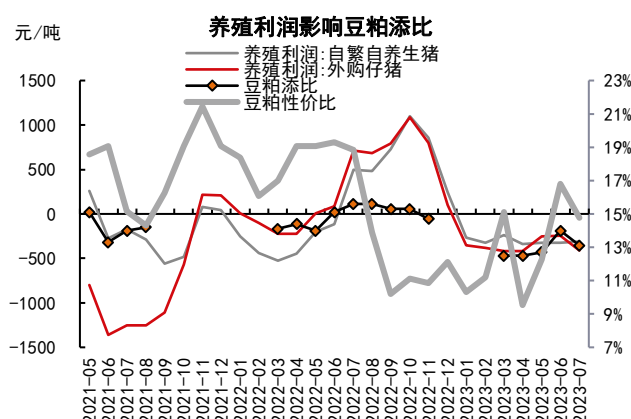
资料来源：我的农产品 中信期货研究所

## 2. 需求：存栏环同比下降，养殖利润改善提振豆粕需求

豆粕终端需求集中在饲料养殖行业，有两个决定因素，一是存栏，二是养殖利润，两者与豆粕消耗量不是简单的线性关系。存栏与饲料用量线性关系，但由于养殖利润影响豆粕添比，因此，养殖利润和存栏共同决定豆粕消费量。



图表20： 养殖利润影响豆粕添比



资料来源：Wind 中国饲料工业协会 中信期货研究所

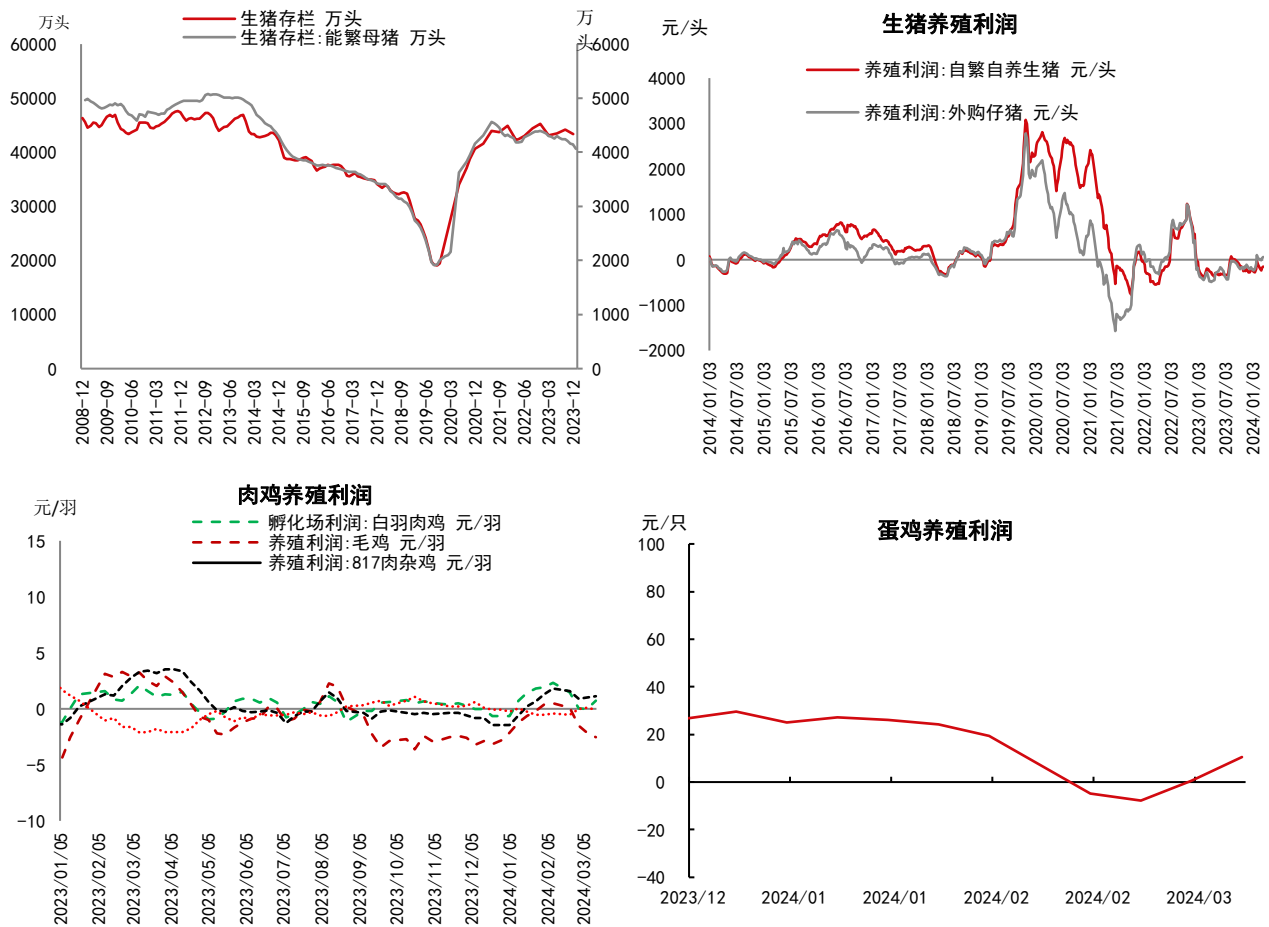
我们观察到，当前生猪存栏和能繁母猪存栏环比下降，利空豆粕消费量。从存栏角度看，饲料需求量下降，豆粕消耗量下降。官方数据显示，2024 年 12 月生猪存栏 43422 万头，季环比-1.82%，同比-4.05%。2024 年 1 月能繁母猪存栏 4067 万头，月环比-1.81%，同比-6.87%。

但观察另外一个维度，利润环比出现了改善。暗指添比回升，对豆粕消费量存一定利好。2024 年 3 月 15 日自繁自养生猪利润-148.73 元/头，环比变化 35.20 元/头；外购仔猪养殖利润 58.94 元/头，环比变化 22.73 元/头。2024 年 3 月 15 日蛋鸡养殖利润 0.59 元/羽，环比变化 8.26 元/羽；白羽肉鸡孵化场利润 0.72 元/羽，环比变化 0.75 元/羽；毛鸡养殖利润-2.51 元/羽，环比变化-0.39 元/羽；毛鸡屠宰利润-0.06 元/羽，环比变化-0.17 元/羽。

需要注意的是，从单位蛋白比价看，3 月以来价格反弹后，豆粕性价比优势消失，可能限制豆粕添比提升的想象空间。3 月 18 日单位蛋白价格，豆粕 8.00，菜粕 7.66，葵花粕 6.62，花生粕 7.66，DDGS10.00，棕榈粕 8.06。

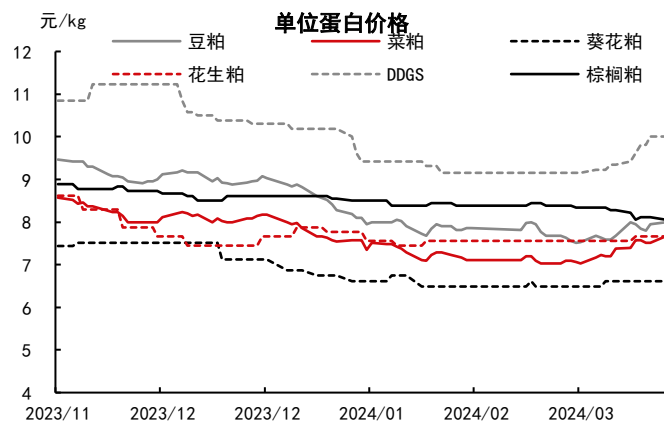
## 中信期货研究|2024 年二季度策略报告（蛋白粕）

图表21： 生猪存栏环比走低，但养殖利润略有改善



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表22： 单位蛋白比价看，豆粕优势随着价格上涨而消失

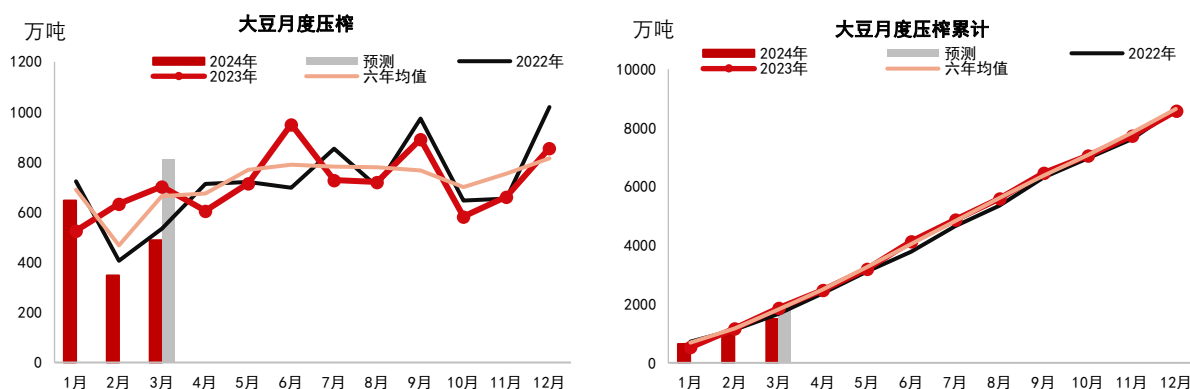


资料来源：Wind 中信期货研究所

油厂大豆压榨量与榨利呈正比，2024 年初中国进口大豆榨利见底逐渐回升，

刺激压榨量回升。同时油厂大豆压榨通常具有一定季节性。春节前后压榨量下降，节后逐渐恢复，4-6 月呈季节性增长，7-8 月回落，9 月 12 月压榨量较高，10-11 月压榨量环比走低，但也保持在较高水平。2024 年 1-3 月大豆压榨量依次为 647 万吨、348 万吨和 812 万吨（预估）。1-3 月累计压榨量预计 1808 万吨，同比-3%。

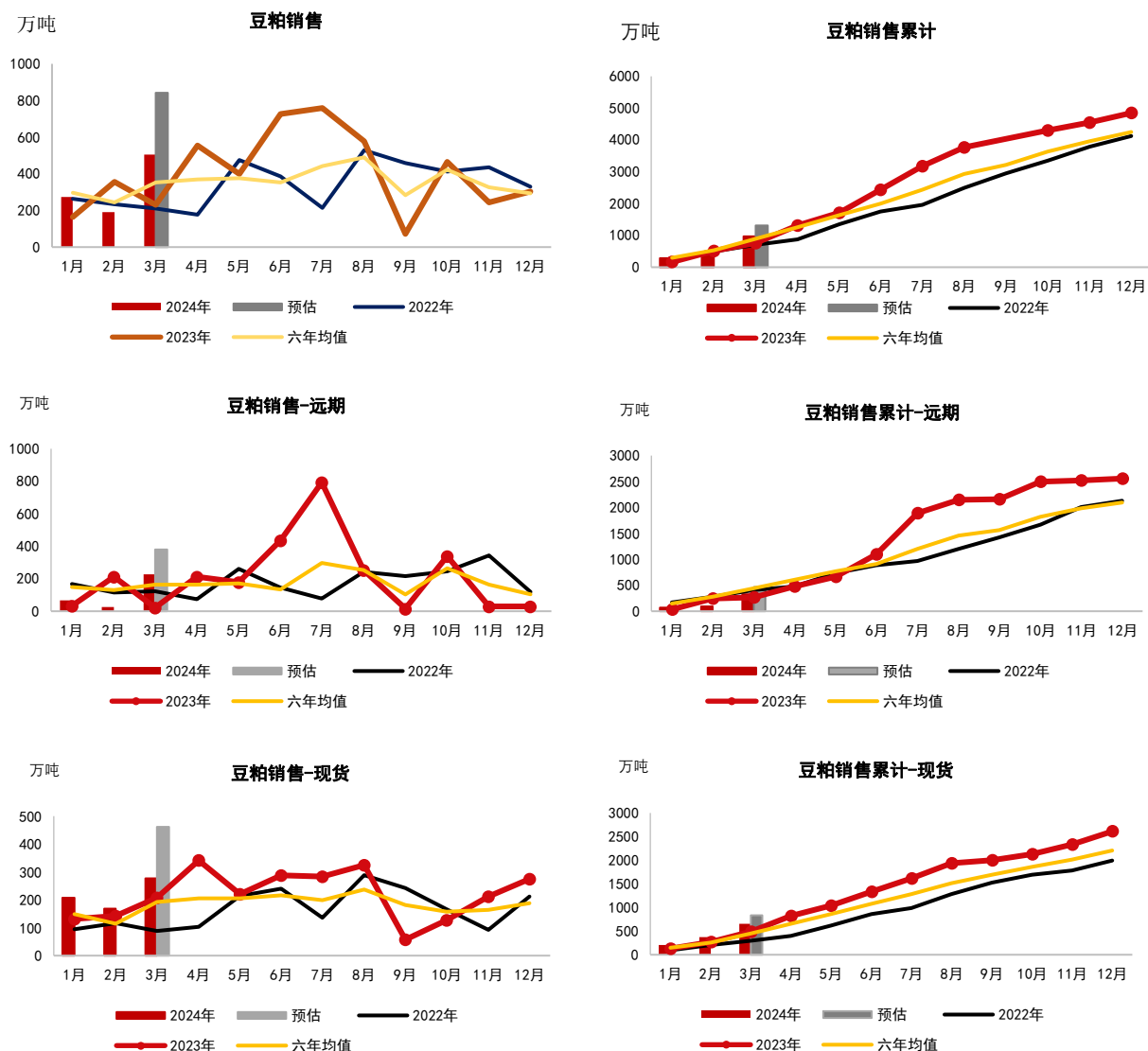
图表23： 油厂大豆压榨量预计季节性回升，累计压榨量同比持平略增



资料来源：Wind 中信期货研究所

油厂豆粕销售同比增加，预计 4-6 月环比增。1-3 月豆粕销售量依次为 275 万吨、193 万吨和 840 万吨（预估）。1-3 月豆粕销售累计值 1308 万吨，同比增 74%。豆粕销售现货量高于远期。1-3 月豆粕销售量-远期依次为 69 万吨、25 万吨和 378 万吨（预估）。1-3 月豆粕销售-远期累计值 471 万吨，同比增 75.4%。1-3 月豆粕销售量-现货依次为 206 万吨、168 万吨和 463 万吨（预估）。1-3 月豆粕销售-现货累计值 837 万吨，同比增 73.4%。

图表24： 油厂豆粕销售同比增加，预计 4-6 月环比增



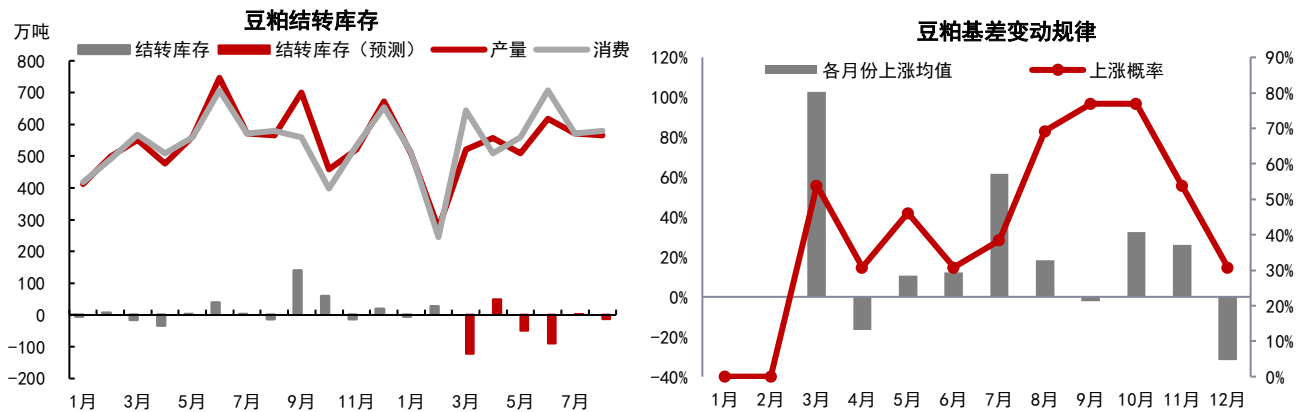
资料来源：Wind 中信期货研究所

### 3. 展望：需求拖累暂消，油厂供应主导价格运行

国内终端养殖存栏下降，但利润回升，预计终端消费至少不是豆粕消费的拖累项。预计油厂供应端主导价格运行节奏。测算 2024 年 4-6 月国内油厂结转库存，预计 4 月环比增，5、6 月下降。豆粕价格 4 月或有回调，但 5、6 月可能易涨难跌。豆粕基差在 4 月短暂回调后，5、6 月环比上涨概率增加。

## 中信期货研究|2024 年二季度策略报告（蛋白粕）

图表25： 豆粕结转库存预计先增后降，豆粕基差或有季节性上涨，但总体预计保持低位



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表26： 中国大豆供需平衡表

中国大豆供需平衡表(万吨)													
作物年度	播种面积	收获面积	单产	产量	进口量	消费量	压榨消费量	食用消费量	种子用量	损耗及其它	出口量	结余变化量	批发平均价: 国产大豆: 销区
	千公顷	千公顷	公斤/公顷	万吨	万吨	万吨	万吨	万吨	万吨	万吨	万吨	万吨	元/吨
2016/2017年	6,590	6,590	1,762	1,161	8,323	9,667	8,289	1,035	54	289	12	-196	4,300
2017/2018年	7,208	7,202	1,796	1,294	9,349	10,811	9,290	1,118	64	339	12	-180	4,635
2018/2019年	8,245	8,245	1,853	1,528	9,413	10,705	9,112	1,204	69	320	14	222	4,100
2019/2020年	8,400	8,400	1,905	1,600	8,261	10,293	8,672	1,253	78	290	12	-444	4,065
2020/2021年	9,354	9,354	1,935	1,810	9,853	10,860	9,100	1,380	80	300	9	794	4,938
2021/2022年	9,882	9,882	1,983	1,960	9,978	11,326	9,500	1,420	76	330	6	606	5,952
2022/2023年 (2月估计)	10,243	10,243	1,980	2,028	9,795	11,415	9,593	1,432	90	300	9	399	5,982
2022/2023年 (3月估计)	10,243	10,243	1,980	2,028	9,795	11,415	9,593	1,432	90	300	9	399	5,982
2023/2024年 (2月估计)	10,470	10,470	1,991	2,084	9,725	11,700	9,778	1,500	92	330	15	94	5,700
2023/2024年 (3月估计)	10,470	10,470	1,991	2,084	9,725	11,700	9,778	1,500	92	330	15	94	5,700
环比	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
同比	227	227	11	56	-70	285	185	68	2	30	6	-305	-282

资料来源：Wind 中信期货研究所

### （四）菜粕展望：海外供需偏紧，菜粕跟随豆粕

#### 1. 供需：库存消费比下降，供需偏紧

供需平衡表显示，2023/24 年度全球菜籽产量同比-0.9%，期末库存同比-7.3%。期末库存消费比下降 0.6 个百分点。2023/24 年度中国菜籽产量同比-0.8%，期末库存同比-20.1%。期末库存消费比下降 2.9 个百分点。

加拿大全球最大菜籽主产国和出口国，作物年度从 8 月-次年 7 月。预计 2024/2025 年度加菜籽面积同比-1.52%，单产同比+1.93%。产量同比+0.2%，出口同比+10%，期末库存-2.5%，期末库存消费比同比下降 0.53 个百分点。

因此，2023/24 年度菜籽供需偏紧，2024/25 年度菜籽偏紧格局或延续。

## 中信期货研究|2024 年二季度策略报告（蛋白粕）

图表27： 全球和中国菜籽供需平衡表

全球菜籽供需平衡表（百万吨）							中国菜籽供需平衡表（百万吨）						
	产量	进口	出口	国内消费	期末库存	库存消费比		产量	进口	出口	国内消费	期末库存	库存消费比
2014/2015年	70.43	14.32	15.11	70.63	7.26	8.5%	2014/2015年	13.91	4.59	0.00	18.55	1.21	6.5%
2015/2016年	68.74	14.15	14.35	70.14	6.25	7.4%	2015/2016年	13.86	4.01	0.00	18.00	1.08	6.0%
2016/2017年	69.49	15.79	16.13	70.93	5.19	6.0%	2016/2017年	13.13	4.26	0.00	17.30	1.17	6.7%
2017/2018年	75.28	15.72	16.53	72.10	8.14	9.2%	2017/2018年	13.27	4.71	0.00	17.80	1.35	7.6%
2018/2019年	73.38	14.64	14.68	71.84	9.77	11.3%	2018/2019年	13.28	3.49	0.00	16.98	1.15	6.7%
2019/2020年	70.32	15.82	16.01	72.23	7.64	8.7%	2019/2020年	13.49	2.56	0.00	15.99	1.20	7.5%
2020/2021年	74.74	16.66	18.14	74.54	6.37	6.9%	2020/2021年	14.05	2.80	0.00	16.53	1.52	9.2%
2021/2022年	75.83	13.84	15.34	76.21	4.48	4.9%	2021/2022年	14.71	1.66	0.00	17.03	0.87	5.1%
2022/2023年	88.83	20.06	19.79	84.88	8.71	8.3%	2022/2023年	15.53	5.34	0.00	19.13	2.61	13.6%
2023/2024年	88.07	16.06	17.07	87.70	8.07	7.7%	2023/2024年	15.40	3.40	0.00	19.33	2.08	10.8%
同比	-0.9%	-19.9%	-13.7%	3.3%	-7.3%	-0.6%	同比	-0.8%	-36.3%		1.0%	-20.1%	-2.9%

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表28： 加菜籽供需平衡表

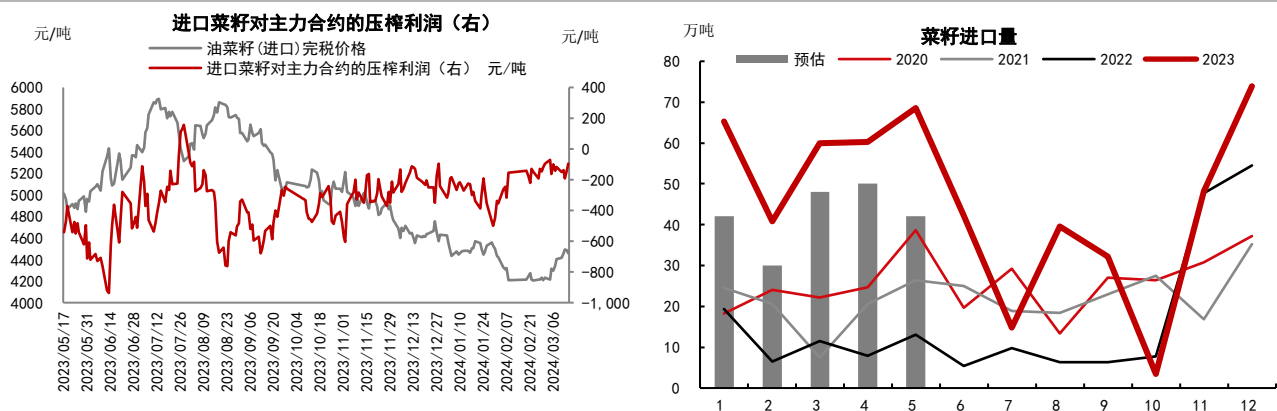
加拿大农业部油菜籽供需平衡表(2024.2.16)													
项目	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019-2020	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024(1月)	2023-2024(2月)	2024-2025(1月)	2024-2025(2月)	环比
种植面积(千公顷)	8363	8236	9313	9232	8659	8572	9016	8659	8936	8,936	8800	8800	0.00%
收获面积(千公顷)	8322	8119	9273	9120	8596	8471	8949	8,596	8855	8,855	8688	8688	0.00%
单产(吨/公顷)	2.21	2.41	2.3	2.2	2.2	2.2	1.5	2.17	2.07	2.07	2.1	2.1	0.00%
产量(千吨)	18377	19601	21328	20343	18695	19912	13757	18,695	18328	18328	18365	18365	0.20%
进口量(千吨)	105	95	108	146	151	155	105	151	100	250	100	100	0.00%
总供应量(千吨)	21055	21786	22778	22988	20174	24502	15638	20,174	19934	20,084	19915	20465	2.76%
出口量(千吨)	10299	11016	10783	9141	7950	10040	5268	7950	7700	7,000	7700	7700	0.00%
食用及工业用量(千吨)	8315	9191	9269	9295	9961	10129	8555	9,961	10500	10,500	10500	10500	0.00%
种用及损耗(千吨)	365	163	160	397	692	838	878	692	233	533	264	264	0.00%
国内总需求(千吨)	8740	9422	9496	9754	10718	11028	9496	10,718	10784	11,084	10815	10815	0.00%
期末库存量(千吨)	2016	1348	2499	4094	1506	3435	875	1,506	1450	2000	1400	1950	39.29%
平均价格(美元/吨)	509	529	539	497	857	484	1075	857	720	695	680	645	-5.15%
库存消费比	10.6%	6.6%	12.3%	21.7%	8.1%	16.3%	5.9%	8.1%	7.8%	11.1%	7.6%	10.5%	2.97%

资料来源：Wind 中信期货研究所

## 2. 展望：供需双弱，跟随豆粕运行

1-5 月油菜籽进口预报依次为 42、30、48、50、42 万吨，均低于去年同期。累计进口 212 万吨，累计环比 7.5%，累计同比-28.1%。2023 年上半年水产表现不佳拖累菜粕价格。2024 年水产预计仍不乐观。国内供需两弱，菜粕价格料跟随豆粕运行。

图表29： 进口菜籽榨利亏算，菜籽进口量同比降幅明显



资料来源：Wind 中信期货研究所



## 三、操作机会

### 1. 趋势：多空皆有机会

随着巴西大豆上市，升贴水下调，美豆涨势放缓。未来关注：①3 月种植面积意向报告，超预期增长，可能带来做空机会。②关注播种期间天气。当前美豆中西部产区土壤墒情处于近年来同期最低水平，如果降水偏少，势必引发市场做多热情，尤其在 1160 成本线附近。

图表30： 美国中西部产区土壤墒情偏低，未来降水量少可能刺激美豆价格上涨



资料来源：路透 中信期货研究所

### 2. 套利：3、5、6 月做多基差参与正套，4 月做空基差参与反套

- ① 3、5、6 月结转库存预计降幅较大，现货或阶段性偏紧，基差看涨，预计涨幅 300-500。

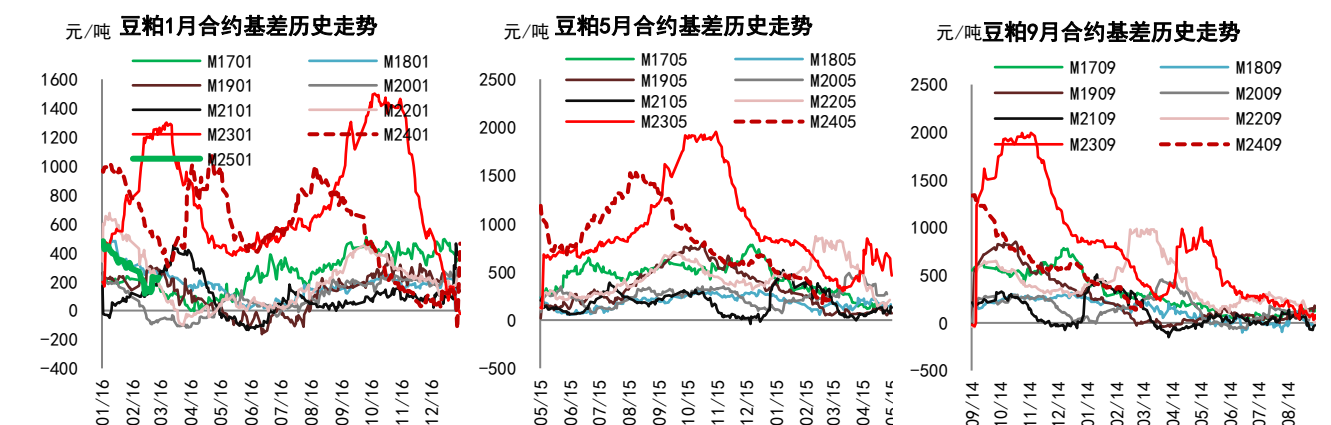
产业可积极做多基差，买现货卖期货套保。

投机资金布局正套。3 月可选 5-9 正套；5、6 月可选 9-1 正套。

- ② 4 月结转库存预计增加，现货或阶段性转松，基差看空，预计跌幅 200。

产业可积极做空基差，布局反套。

投机资金布局反套。4 月可选 9-1 反套。

**图表31： 基差季节性**


资料来源：Wind 中信期货研究所

### 3. 期权：清晰定位，规避风险

产业天然多头，卖看跌期权/买看涨期权。产业天然空头，卖看涨期权/买看跌期权。

### 4. 风险提示：美豆播种顺利、天气正常、国内需求明显偏弱

## 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。