

豆粕产业链相关企业套保建议

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

继 2024 年年 3 月 21 日二季报《背靠成本，易涨难跌》发布以来，美豆和豆粕小幅下跌调整后重回升势，5 月 7 日收盘价均创新高，较 3 月 21 日分别上涨 2.3%和 5%。未来行情走势如何？当前估值水平如何？未来驱动来自供应端还是需求端？产业链不同企业应如何应对？基差走势如何？如何有效利用期货期权市场套保？

农业研究团队

研究员：

王聪颖

从业资格号：F0254714

投资咨询号：Z0002180

摘要：

总体上，预计二季度总体上盘面价格背靠成本易涨难跌。上方空间还需天气进一步验证。短期回调压力增加。现货价格受累于弱现实，基差还将进一步下探，但随着下游购买基差合同，预计基差呈探底回升走势。

基于上文分析，豆粕产业链上下游如何应对？我们认为：1）油厂榨利修复，但天气扰动实际影响可能有限，短期盘面涨幅过快，有回调压力。建议积极锁定榨利，即空国内油粕，买美豆。2）豆粕贸易商逢低积极建构远月基差合同，等待盘面回调后点价。预计基差逐渐探底回升，现货强于盘面。3）下游饲料养殖企业前期多单逐步止盈离场，逢低买现货一口价，建立物理库存。

企业还可以用期权来进行套保或优化期货套保策略。尤其对贸易商而言使用期权更为灵活。如果需要建立库存，可确定愿意建立库存的价格，卖对应执行价的看跌期权，待价格跌破被行权，转为期货多单，实现买货，同时，因卖出期权收取权利金，降低了库存采购成本。如果需要对库存进行保值，可确定愿意卖货的价格或者盘面明显压力位，卖对应执行价的看涨期权，收取权利金，降低库存成本。

风险提示：①产区天气正常，新作丰产，价格破位下行

②宏观利多，资金推升价格大幅走高

③地缘政治扰动升级

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的相关推荐，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、美豆：天气炒作拉开帷幕，“背靠成本易涨难跌”兑现	4
1、短期：天气因素引发供应担忧，主导价格上涨	4
2、中期：天气炒作窗口期，背靠成本积极做多	6
3、长期：价格中枢取决于美豆 24/25 年度产量	6
二、连粕：成本端受美豆提振利多，需求端受累于下游亏损	7
1、短期：成本逻辑推升豆粕价格底部	7
2、中期：到港和下游备货相互博弈	8
3、基差：弱现实强预期，基差寻底	9
三、产业链相关企业如何应对？	9
四、风险提示	10
免责声明	11

图表目录

图 1： 美豆主力合约价格走势	4
图 2： 连粕主力合约价格走势	4
图 3： 过去 60 天，南里奥格兰德州近期降水偏多	4
图 4： 未来 15 天，南里奥格兰德州降水持续但与正常值持平	4
图 5： 过去 60 天，美国大豆主产区累计降水高于正常值	5
图 6： 未来 15 天，美国大豆产区降水预计高于正常值	5
图 7： 巴西大豆收割进度	5
图 8： 美豆种植率偏快	5
图 9： 近日榨利修复明显，可参与做空榨利	6
图 10： 美国干旱季度展望显示 5-7 月大豆产区旱情可控	6
图 11： 美国干旱季度展望显示 5 月大豆产区旱情可控	6
图 12： 美豆供需平衡表	7
图 13： 全球大豆供需平衡表	7
图 14： 豆粕保本价跟随外盘水涨船高	8
图 15： 大豆采购进度	8
图 16： 生猪养殖利润	8
图 17： 豆粕现货价格走势	9
图 18： 豆粕基差走势	9
图 19： 豆粕产业链企业如何应对？	10

继 2024 年年 3 月 21 日二季报《背靠成本，易涨难跌》发布以来，美豆和豆粕小幅下跌调整后重回升势，目前均创新高，较 3 月 21 日分别上涨 2.3% 和 5%。未来行情走势如何？当前估值水平如何？未来驱动来自供应端还是需求端？产业链不同企业应如何应对？基差走势如何？如何有效利用期货期权市场套保？

图 1：美豆主力合约价格走势



数据来源：ECMWF 中信期货研究所

图 2：连粕主力合约价格走势



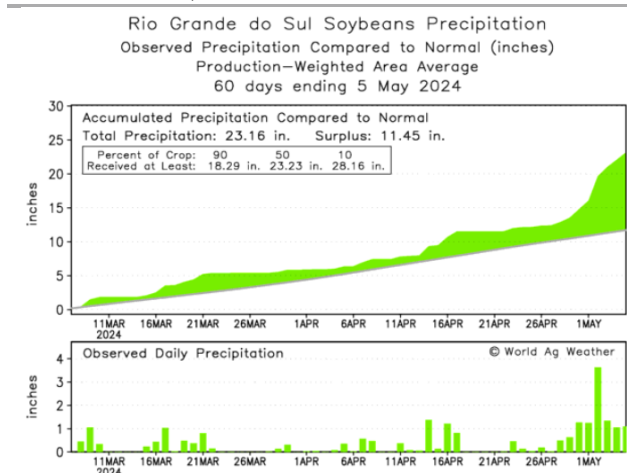
数据来源：ECMWF 中信期货研究所

一、美豆：天气炒作拉开帷幕，“背靠成本易涨难跌”兑现

1、短期：天气因素引发供应担忧，主导价格上涨

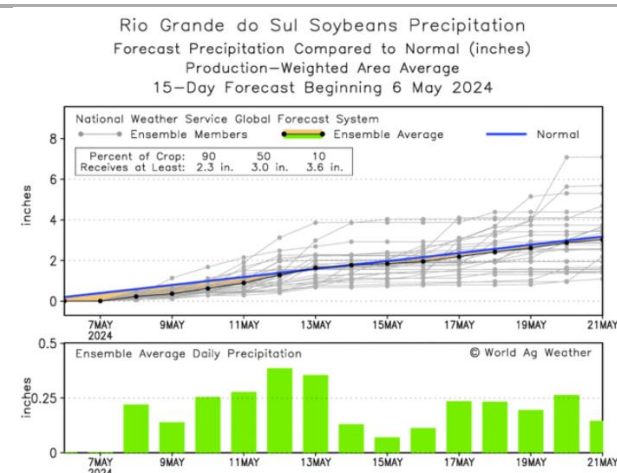
南美遭遇洪水，大豆收割遇阻。巴西南里奥格兰德州连日暴雨，这可能导致该州大豆无法收割。World Ag Weather 数据显示，过去 60 天，该州累计降水比正常值偏高 10 英寸，未来 15 天，该州降水预计与正常值持平。大约 500 万吨大豆可能因降雨和洪水而“面临风险”，最终损失预计约为 100 万吨至 200 万吨。

图 3：过去 60 天，南里奥格兰德州近期降水偏多



数据来源：WAW 中信期货研究所

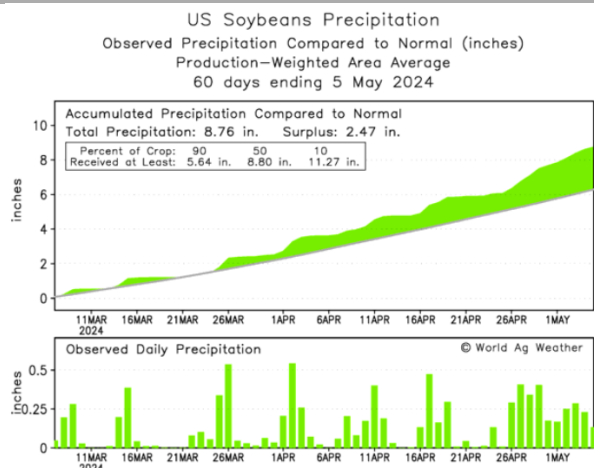
图 4：未来 15 天，南里奥格兰德州降水持续但与正常值持平



数据来源：WAW 中信期货研究所

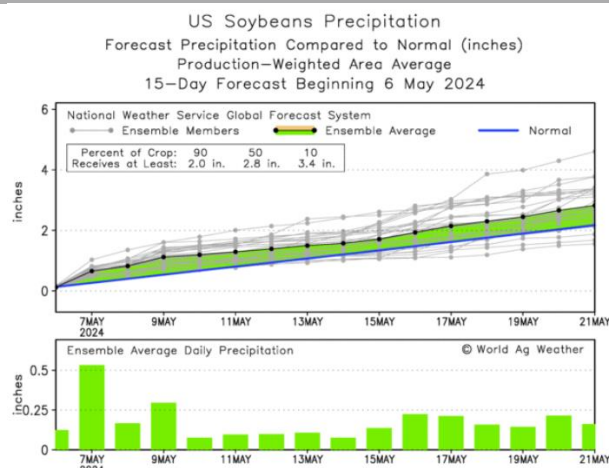
北美近期降水也相对偏多。World Ag Weather 数据显示，过去 60 天，美国产区累计降水比正常值偏高 1.5 英寸，未来 15 天，美国大豆产区降水预计高于正常值 1 英寸。持续偏多的降水可能导致美豆播种进度放缓。截至 2024 年 04 月 29 日，美豆种植进度 18%，上周 8%，去年同期 19%，五年同期均值 10%。

图 5：过去 60 天，美国大豆主产区累计降水高于正常值



数据来源：WAW 中信期货研究所

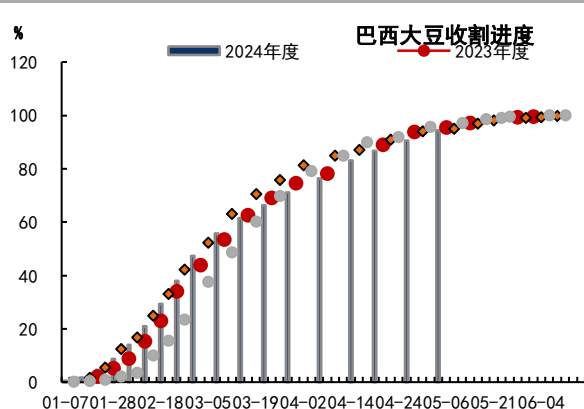
图 6：未来 15 天，美国大豆产区降水预计高于正常值



数据来源：WAW 中信期货研究所

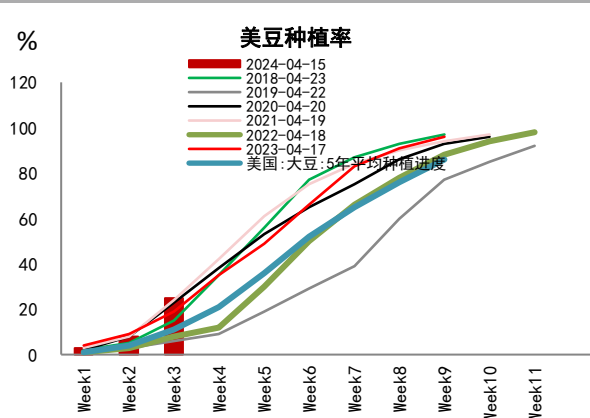
市场反应过激，价格不排除回调。1) 巴西南里奥格兰德州大豆实际损失可能有限。从未来降水预期看，巴西产区降水也在逐步恢复正常。预计巴西 23/24 年度产量仍小幅增长。2) 基于今年开播早，且目前快于五年均值，北美豆播种进度即便放缓，预计播种进度也不会太落后。

图 7：巴西大豆收割进度



数据来源：CONAB 中信期货研究所

图 8：美豆种植率偏快



数据来源：USDA 中信期货研究所

2、中期：天气炒作窗口期，背靠成本积极做多

尽管短期价格有回调可能，但从中期看，天气炒作窗口期，背靠成本积极做多仍是最优策略。1) 美豆每年 5 月前后播种，6-8 月是重要生长期，天气是决定单产的重要影响因素。2) 从绝对价格看，美豆上行突破 1200 美分。短期追涨有风险，需要更多天气因素催化。单边建议等待盘面回调后做多。或者内外盘套利，即空国内豆粕，多美豆。

图 9：近日榨利修复明显，可参与做空榨利

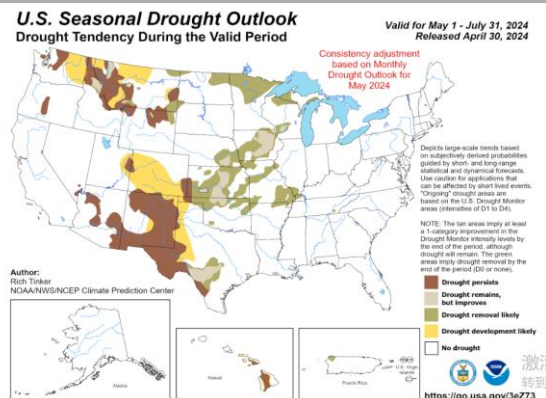


数据来源：Wind 中信期货研究所

3、长期：价格中枢取决于美豆 24/25 年度产量

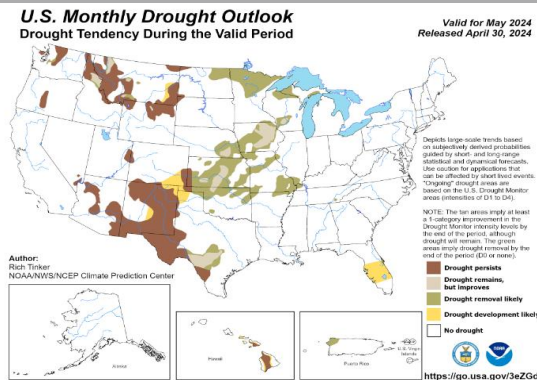
长期，价格运行中枢取决于美豆 24/25 年度产量。而这又取决于美豆生长期天气。静态看，5 月产区旱情可控。美豆面积终值在 6 月底揭晓，利空尚早。全球大豆并不宽松的供需格局，决定在单产的关键时期 7-8 月，需要关注天气变化。

图 10：美国干旱季度展望显示 5-7 月大豆产区旱情可控



数据来源：CONAB 中信期货研究所

图 11：美国干旱季度展望显示 5 月大豆产区旱情可控



数据来源：USDA 中信期货研究所

图 12：美豆供需平衡表

美豆	美豆供需平衡表								2024/25年 度预估	同比%
	2021/22	2022/23预 测（3月）	2022/23 预测 （4月）	2023/24预测 （3月）	2023/24预 测（4月）	环比%	同比%			
种植面积	87.2	87.5	87.5	83.6	83.6	0.00%	-4.5%	86.51	3.5%	
收割面积	86.3	86.2	86.2	82.4	82.4	0.00%	-4%	85.27	3%	
薄式耳/英亩										
单产	51.7	49.6	49.6	50.6	50.6	0.0%	2%	52.00	3%	
百万蒲式耳										
期初库存	257	274	274	264	264	0.0%	-4%	340	29%	
产量	4464	4270	4270	4165	4165	0.0%	-2%	4434	6%	
进口	16	25	25	30	25	-16.7%	0%	15	-40%	
总供应	4737	4569	4569	4459	4454	-0.1%	-3%	4789	8%	
压榨	2204	2212	2212	2300	2300	0.0%	4%	2400	4%	
出口	2152	1992	1992	1720	1700	-1.2%	-15%	1875	10%	
留种	102	97	97	102	100	-2.0%	3%	125	25%	
损耗	5	4	1	22	13	-40.9%	1200%	0	-100%	
总需求	4463	4305	4305	4144	4114	-0.7%	-4%	4400	7%	
期末库存	274	264	264	315	340	7.9%	29%	389	14%	
农场均价（美元/ 蒲）	13.3	14.2	14.2	12.65	12.55	-0.8%	-12%	11.2	-11%	
库消比	6.14%	6.13%	6.13%	7.60%	8.26%	0.7%	2.13%	8.84%	0.58%	

数据来源：USDA 中信期货研究所

图 13：全球大豆供需平衡表

	全球大豆供需平衡表（百万吨）					
	产量	进口	出口	国内消费	期末库存	库存消费比
2014/2015年	319.55	122.08	125.97	299.69	77.73	18.3%
2015/2016年	313.02	133.40	132.24	314.59	77.13	17.3%
2016/2017年	349.31	144.22	147.50	330.78	95.65	20.0%
2017/2018年	342.09	153.23	153.08	338.03	99.02	20.2%
2018/2019年	361.04	145.88	148.83	344.28	114.48	23.2%
2019/2020年	339.00	164.97	165.05	357.01	96.38	18.5%
2020/2021年	367.76	165.38	164.48	362.38	103.11	19.6%
2021/2022年	360.45	154.47	154.43	366.03	93.09	17.9%
2022/2023年	378.20	167.87	172.09	365.76	101.31	18.8%
2023/2024年	396.73	170.33	173.06	381.08	114.22	20.6%
同比	4.9%	1.5%	0.6%	4.2%	12.7%	1.8%

数据来源：USDA 中信期货研究所

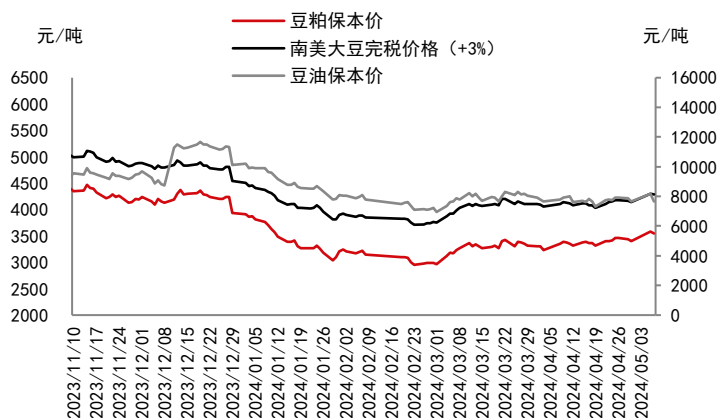
二、连粕：成本端受美豆提振利多，需求端受累于下游亏损

1、短期：成本逻辑推升豆粕价格底部

连粕合理估值是大豆和豆油价格给定，油厂利润为 0 时对应的豆粕价格。5 月 7 日按照豆油 7810 元/吨计算，豆粕保本价 3552 元/吨。4 月 23 日豆粕保本价 3406 元/吨。因此豆粕估值底部跟随美豆抬升。5 月 7 日连粕收盘价 3595 元/吨，

不考虑压榨费用等，盘面榨利 43 元/吨。

图 14：豆粕保本价跟随外盘水涨船高



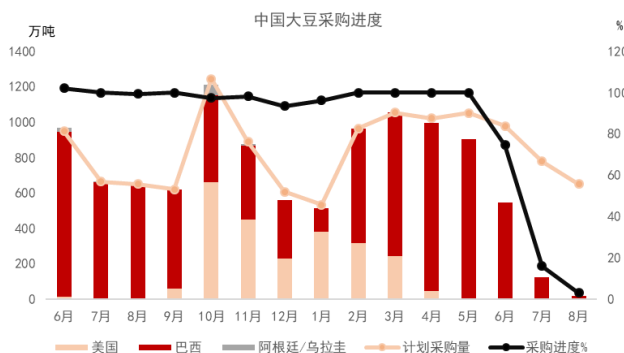
数据来源：USDA 中信期货研究所

2、中期：到港和下游备货相互博弈

油厂榨利近期快速修复，有望加快买船，但同时关注实际到港低于预期对价格的提振。粮油商务网监测数据显示，截止到 5 月 7 日，5 月船期累计采购了 1053.3 万吨，周度增加 132 万吨，采购进度为 100%。6 月船期累计采购了 732 万吨，周度增加 257.4 万吨，采购进度为 74.69%。7 月船期累计采购了 125.4 万吨，周度增加 13.2 万吨，采购进度为 16.08%。8 月船期累计采购了 19.2 万吨，采购进度为 2.95%。

下游备货依然受到养殖利润亏损约束。当前下游饲料养殖企业库存同比略增，但绝对水平仍不算高。2024 年 5 月 3 日自繁自养生猪利润-55.93 元/头，环比变化-16.79 元/头；外购仔猪养殖利润 73.60 元/头，环比变化-13.51 元/头。2024 年第 18 周，国内饲料企业豆粕物理库存天数为 6.69 天，上周为 7.23 天，去年同期为 6.27 天。

图 15：大豆采购进度



数据来源：路透 中信期货研究所

图 16：生猪养殖利润

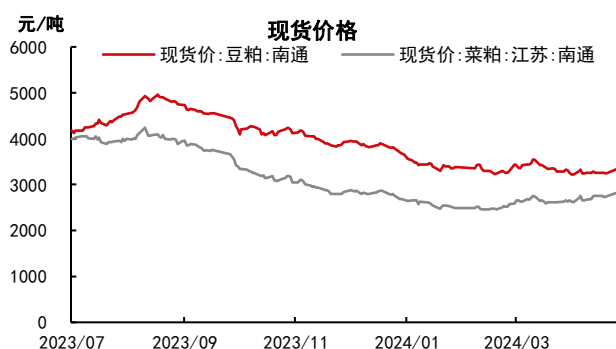


数据来源：路透 中信期货研究所

3、基差：弱现实强预期，基差寻底

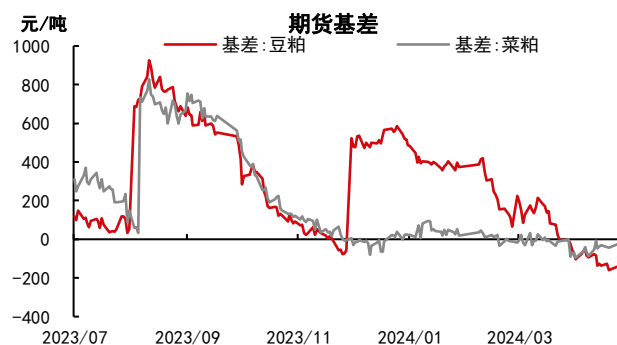
需求偏弱的现实拖累豆粕现货价格，天气炒作的预期利多期货价格。豆粕基差继续走低，预计在到港顺利，下游需求不振背景下，现货弱于盘面，基差还将进一步下跌。而一旦到港低于预期，或者下游开始补库，基差有望探底回升。

图 17：豆粕现货价格走势



数据来源：ECMWF 中信期货研究所

图 18：豆粕基差走势



数据来源：ECMWF 中信期货研究所

三、产业链相关企业如何应对？

总体上，预计二季度总体上盘面价格背靠成本易涨难跌。上方空间还需天气进一步验证。短期回调压力增加。现货价格受累于弱现实，基差还将进一步下探，但随着下游购买基差合同，预计基差呈探底回升走势。

基于上文分析，豆粕产业链上下游如何应对？我们认为：1）油厂榨利修复，但天气扰动实际影响可能有限，短期盘面涨幅过快，有回调压力。建议积极锁定榨利，即空国内豆粕，买美豆。2）豆粕贸易商逢低积极建构远月基差合同，等待盘面回调后点价。预计基差逐渐探底回升，现货强于盘面。3）下游饲料养殖企业前期多单逐步止盈离场，逢低买现货一口价，建立物理库存。

企业还可以用期权来进行套保或优化期货套保策略。尤其对贸易商而言使用期权更为灵活。如果需要建立库存，可确定愿意建立库存的价格，卖对应执行价的看跌期权，待价格跌破被行权，转为期货多单，实现买货，同时，因卖出期权收取权利金，降低了库存采购成本。如果需要对库存进行保值，可确定愿意卖货的价格或者盘面明显压力位，卖对应执行价的看涨期权，收取权利金，降低库存成本。

图 19：豆粕产业链企业如何应对？

产业链角色	套保建议	逻辑
油厂	积极滚动卖保	天气有扰动，但实际影响有限，料盘面涨幅受限，积极锁定榨利
豆粕贸易商	积极构建远期基差合同，等待盘面回调后点价	预计基差逐渐筑底回升，现货强于盘面
下游饲料养殖企业	前期多单逐步离场，建立物理库存	5月现货或强于盘面
风险提示：天气，需求，宏观		

数据来源：USDA 中信期货研究所

四、风险提示

- ①产区天气正常，新作丰产，价格破位下行
- ②宏观利多，资金推升价格大幅走高
- ③地缘政治扰动升级

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。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>