

## 豆粕下跌，饲料养殖企业如何做套保？

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

我们在 2024 年年 5 月 8 日发表专题报告《豆粕产业链相关企业套保建议》主要观点一一兑现。面对豆粕下跌调整，我们应该如何应对？怎么理解近期的调整？还会有天气炒作带来第二波上涨吗？产业链不同企业又应该如何应对？本文对美豆和连粕市场进行分析，并探讨基差规律，进而对饲料企业如何套保提出设想。

### 摘要：

我们在 2024 年年 5 月 8 日发表专题报告《豆粕产业链相关企业套保建议》主要观点一一兑现。面对豆粕下跌调整，我们应该如何应对？怎么理解近期的调整？还会有天气炒作带来的第二波上涨吗？产业链不同企业又应该如何应对？

**美豆：**短期内，美联储鹰派再压降息预期，宏观施压大宗。产业利多出尽市场下跌调整。中期看，天气与产量预期的博弈，预计市场波动率走高。长期看，目前各机构均对美豆和全球大豆产量预估同比增长，USDA 预计美国 and 全球大豆供需平衡表期末库存同比增长，期末库存消费比同比增长。因此我们认为，美豆短期从 1250-1260 较高位置附近下跌调整或到位，中期跟随天气波动，运行区间【1180-1260】，预计长期供需如期转松则利空价格，预计价格运行有望跌破新作成本区间 1140-1160 附近。

**连粕：**短期，预计短期榨利驱动下，油厂套盘，豆粕下跌调整，但从榨利角度测算，豆粕或下跌至 3430 元/吨附近，油厂开始挺价。中期，榨利驱动大豆进口量环比走高，油厂库存季节性回升也对基差形成现实的压力。养殖利润回升但下游依然谨慎。预计盘面大概率在 3400-3650 区间运行。

对于基差我们认为处于底部区域，有望逐步进入季节性上涨趋势。预计 6-12 月基差分别为-142 元/吨，-136 元/吨，-49 元/吨，58 元/吨，109 元/吨，89 元/吨，58 元/吨。

**建议：**①饲料养殖企业可积极逢低买入基差合同，锁定货源，同时在盘面逢高空，待盘面下跌后平空单，同时点价，基差合同转为现货合同，现货入库，完成采购。②可以用期权来代替期货。近期价格回调至 3400-3600 区间下沿，可以卖出虚值看跌期权。如果价格反弹至【3400-3600】区间上沿，且彼时没有明显利多情况下，可以卖出虚值看涨期权。

### 农业研究团队

研究员：

王聪颖

从业资格号：F0254714

投资咨询号：Z0002180

**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。

**风险提示：**①产区天气异常，需求超预期，价格单边上行

②宏观利多，资金推升价格大幅走高

③地缘政治扰动升级

## 目录

摘要： .....	1
一、近期行情回顾 .....	6
二、美豆市场供需分析与价格预测.....	6
1、短期：美联储鹰派再压降息预期，产业短期利多出尽市场下跌调整.....	6
2、中期：天气与产量预期的博弈，市场波动率料走高.....	7
3、长期：全球大豆供需转宽松基调未变，未来方向看新作实际产量.....	10
4、总结：短期调整中期跟随天气波动，长期供需如期转松利空价格.....	12
三、连粕市场供需分析与价格预测.....	13
1、短期：豆粕或下跌到 3400-3430 元/吨附近.....	13
2、中期：榨利驱动大豆进口量环比走高，养殖利润回升但下游依然谨慎.....	13
3、基差：走向何方？ .....	15
4、总结：豆粕短期调整逐步到位，进口高增需求谨慎基差或季节性走高.....	19
四、饲料养殖企业如何套保？ .....	19
五、风险提示 .....	21
免责声明 .....	22

## 图表目录

图 1：连粕主力合约价格走势 .....	6
图 2：美豆主力合约价格走势 .....	6
图 3：巴西大豆收割进度 .....	7
图 4：美豆种植率偏快 .....	7
图 5：2024 年 5 月 NOAA 预计 ENSO 概率.....	8
图 6：2024 年 5 月不同模型对 ENSO 的预估.....	8
图 7：美国干旱监测显示中西部较正常.....	8
图 8：美豆干旱比例 7% .....	8
图 9：美国干旱月度展望 .....	9
图 10：美豆干旱季度展望 .....	9
图 11：美豆产区过去 60 天累计降水偏多.....	9
图 12：美豆产区过去 60 天日均温偏高.....	9
图 13：未来 8-14 天中西部温度偏低，南北达科塔可能降水偏少.....	10
图 14：未来 3-4 周中西部温度降水多正常，北达科塔温度偏高.....	10
图 15：全球大豆供需平衡表（IGC） .....	10
图 16：全球大豆供需平衡表（USDA） .....	11
图 17：美豆供需平衡表（USDA） .....	12
图 18：美豆期末库存消费比与美豆价格呈负相关.....	12
图 19：美豆周度出口检验量 .....	12
图 20：巴西豆出口正处于高峰期.....	12
图 21：大豆压榨利润 .....	13
图 22：豆粕保本价 .....	13
图 23：大豆采购进度 .....	14
图 24：大豆进口量及预估 .....	14
图 25：生猪存栏 .....	14
图 26：生猪养殖利润 .....	14
图 27：豆粕表观消费近期一般，或季节性走高.....	15
图 28：油厂豆粕销售同比减少 6%.....	15
图 29：饲料养殖企业豆粕物理库存.....	15
图 30：油厂豆粕基差销售量 .....	15
图 31：油厂豆粕库存季节性回升.....	16
图 32：油厂豆粕提货量 .....	16
图 33：油厂大豆压榨量月度 .....	16
图 34：油厂大豆压榨量累计值 .....	16
图 35：油厂开机率同比偏低 .....	17
图 36：油厂大豆库存处于高位 .....	17
图 37：豆粕供需平衡表 .....	17
图 38：豆粕库存与基差关系 .....	18
图 39：豆粕基差走势 .....	18
图 40：豆粕基差预测 .....	18

图 41：豆粕基差季节性 .....	19
图 42：豆粕基差涨跌概率和幅度.....	19
图 43：饲料养殖企业可选套保操作.....	20

## 一、近期行情回顾

5月28日连粕大跌。5月8日-28日夜盘，连粕和美豆累计跌幅分别为1.49%和2.29%，即连粕弱于美豆。连粕主力合约5月24日最高5629元/吨，美豆主力合约5月23日最高1258.25美分/蒲。之后内外盘震荡下行，5月28日加速下跌。我们在5月27日周报《区间上沿承压，等待新驱动》中指出“美豆天气炒作升温前，连粕短线区间上沿或承压。不排除下跌回补”。5月8日-28日豆粕基差先跌后涨。豆粕基差5月8日-174元/吨，5月17日达到最低-192元/吨，5月28日反弹至-140元/吨。

至此，我们在2024年年5月8日发表专题报告《豆粕产业链相关企业套保建议》主要观点一一兑现：“短期回调压力增加”、“基差还将进一步下探”。基于观点给出的建议目前看也比较适应最近行情走势：“油厂积极锁定榨利”、“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。”、“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。”

那么接下来，面对豆粕下跌调整，我们应该如何应对？怎么理解近期的调整？还会有天气炒作带来的第二波上涨吗？产业链不同企业又应该如何应对？

图 1：连粕主力合约价格走势



数据来源：文华财经 中信期货研究所

图 2：美豆主力合约价格走势



数据来源：文华财经 中信期货研究所

## 二、美豆市场供需分析与价格预测

### 1、短期：美联储鹰派再压降息预期，产业短期利多出尽市场下跌调整

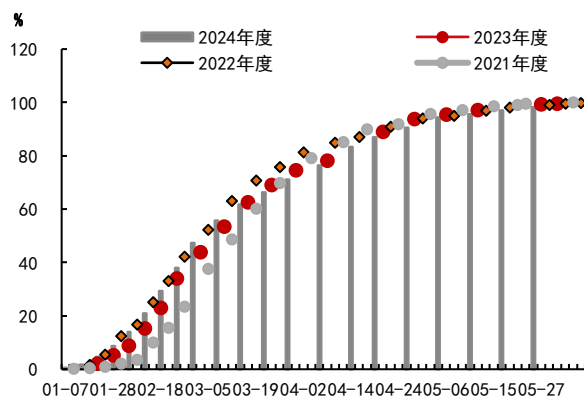
美联储鹰派再压降息预期：尚未完全排除加息可能性，美元指数指数反弹，人民币继续贬值，雷亚尔升值。从宏观影响看，市场通胀预期或降温。从产业看，雷亚尔升值有助于巴西大豆销售，从而增加全球大豆有效供给。因此，宏

观和产业两个层面看，近期流动性均利空期货盘面。

**产业端，现实压力来自南美大豆集中上市和美豆播种进度加快。**一方面，南美大豆收割近尾声。当前正属于大豆出口旺季。数据显示，阿根廷大豆的销售进度仍是近 10 年的最慢水平。截至到 5 月 22 日的销售协议，阿根廷 2023/24 年度的累计大豆销售量约占 4,970 万吨大豆预估收成的 36.7% 左右。最近几周，大豆价格上涨，阿根廷期货交易所 Matba Rofex 的 7 月大豆合约周三约报每吨 325 美元，远高于 3 月和 4 月的每吨 290 美元的价格水平。**最新公布的政府数据显示，受助于全球大豆价格上涨，以及收割期间的天气条件改善，阿根廷农户正加快被严重延误的大豆销售。**政府数据显示，5 月前三周，阿根廷大豆销售量触及 420 万吨，因天气变得干燥帮助提振收割。5 月前三周的大豆销售量已经超过了 4 月和 3 月全月的销售量，这两个月的大豆销售量分别为 280 万吨和 350 万吨。**另一方面，美豆播种加快。**美国农业部 (USDA) 在每周作物生长报告中公布称，截至 2024 年 5 月 26 日当周，美国大豆种植率为 68%，高于市场预期的 66%，此前一周为 52%，去年同期为 78%，五年均值为 63%。截至当周，美国大豆出苗率为 39%，上一周为 26%，上年同期为 50%，五年均值为 36%。

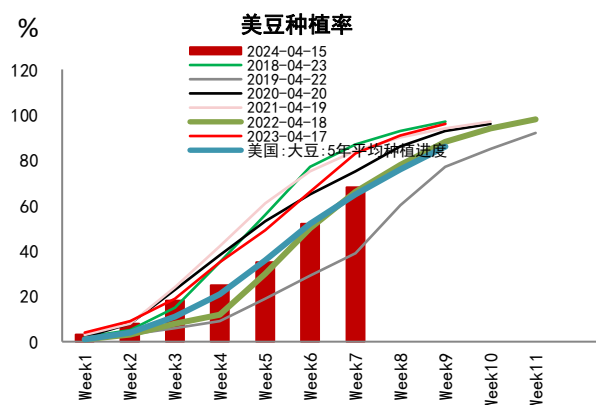
此外，6 月底面积终值报告是否显示美豆最终面积超预期增长？届时也可能给美豆带来更多压力。

图 3：巴西大豆收割进度



数据来源：CONAB 中信期货研究所

图 4：美豆种植率偏快



数据来源：USDA 中信期货研究所

## 2、中期：天气与产量预期的博弈，市场波动率料走高

长期维度的供需转宽松能否实现取决于中期的天气，当前美豆产区天气至关重要。盘面通过 back 结构表达了长期供需转松的压力，但通过近月的上涨表达了对天气的担忧。预计中期价格走势受到天气与实际供应压力和预期供应压力的相互博弈影响。

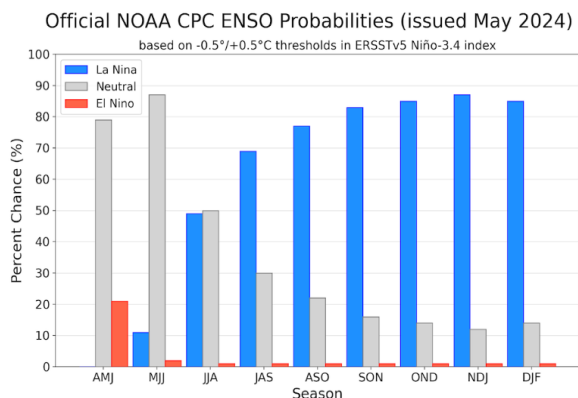
从气候模式看，2024 年是厄尔尼诺转拉尼娜。从节奏看，NOAA 预计 5 月底



厄尔尼诺消失，6、7、8 月气候中性，9 月开始拉尼娜出现概率接近 70%。按照 2024 年 5 月 NOAA 根据动态模型和统计模型的预估，组合计算 Nino3.4 海温偏离在 9 月接近-1，即拉尼娜有望发生。

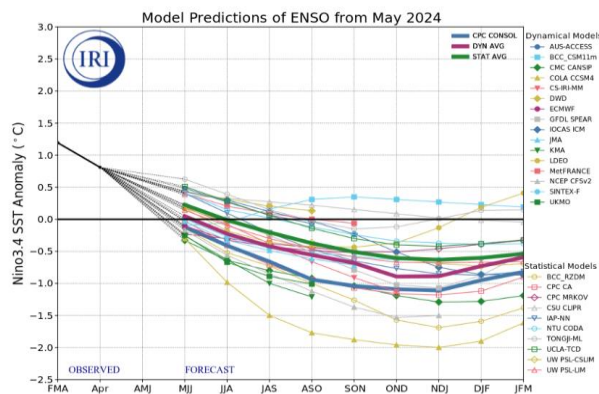
通常来说，拉尼娜不利于北美降水，美豆主产区中西部可能会发生干旱。美豆 7 月合约从最低 1145 附近拉升值最高 1258。但目前价格已经来到旧作成本上方。6-8 月天气如何？美豆产区是否会出现干旱尚未可知。但旧作余量的卖盘或许已经来临。

图 5：2024 年 5 月 NOAA 预计 ENSO 概率



数据来源：NOAA 中信期货研究所

图 6：2024 年 5 月不同模型对 ENSO 的预估

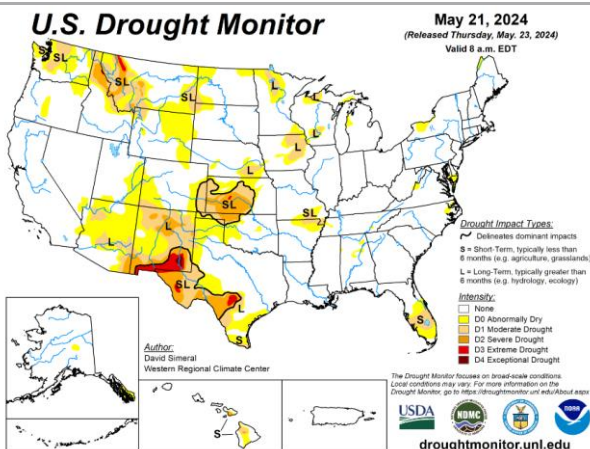


数据来源：NOAA 中信期货研究所

从美国旱情展望看，目前产区情况尚可，土壤墒情较好，降水温度也基本正常。要继续炒作天气仍需新的故事。

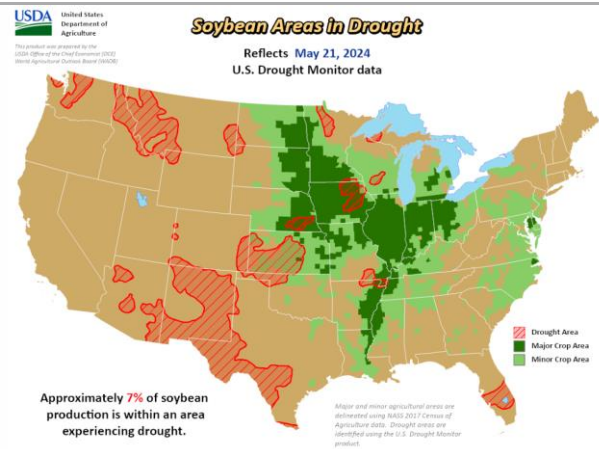
美豆产区旱情较少，美豆种植生长较顺利。截至到 5 月 21 日美国干旱监测显示，干旱集中在西南部区域，美豆所在的中西部地区表现正常。截至 5 月 21 日，美豆受干旱比例为 7%。

图 7：美国干旱监测显示中西部较正常



数据来源：USDA 中信期货研究所

图 8：美豆干旱比例 7%

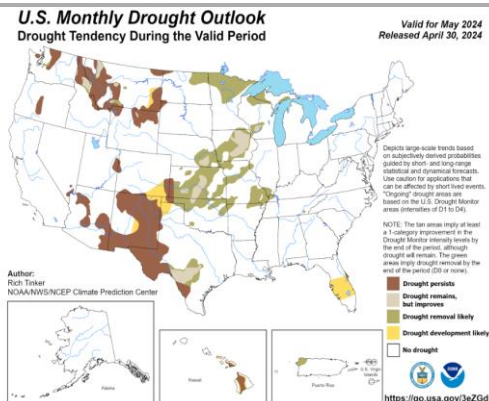


数据来源：USDA 中信期货研究所



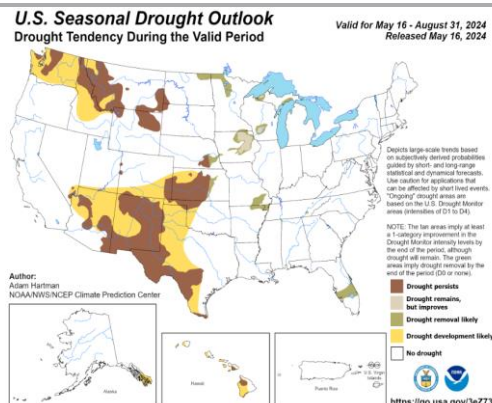
美国干旱展望显示中西部少量的干旱也将逐渐消除。4 月 30 日发布干旱月度展望预计，爱荷华州和北达科塔州的干旱可能逐渐消除。5 月 16 日发布干旱季度展望预计，爱荷华州东北部和北达科塔州北部的干旱可能消除。

图 9：美国干旱月度展望



数据来源：USDA 中信期货研究所

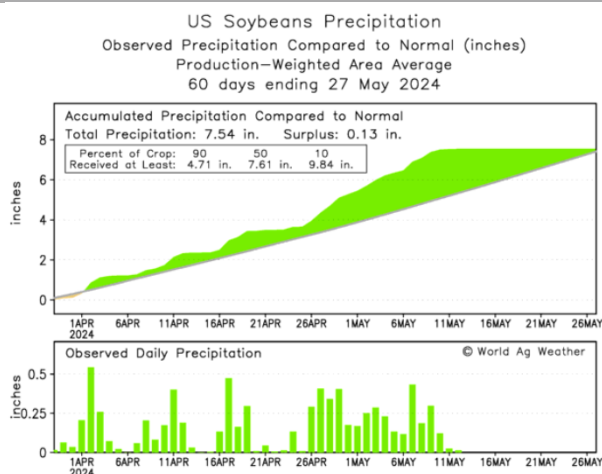
图 10：美豆干旱季度展望



数据来源：USDA 中信期货研究所

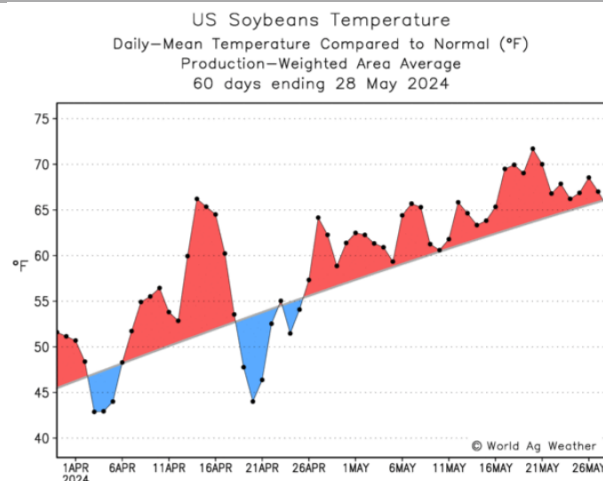
目前预测美豆产区温度降水较正常。World Ag Weather 数据显示，截至 5 月 28 日前 60 天美豆产区累计降水偏多，日均温偏高。NOAA5 月 29 日预测显示，未来 8-14 天，即 6 月 6 日-12 日，中西部温度偏低，南北达科塔可能降水偏少。NOAA5 月 24 日预测显示未来 3-4 周，即 6 月 8 日-21 日中西部温度降水多正常，北达科塔温度偏高。

图 11：美豆产区过去 60 天累计降水偏多



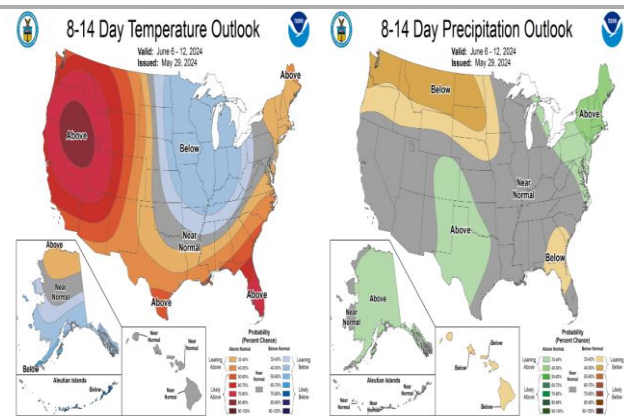
数据来源：WAW 中信期货研究所

图 12：美豆产区过去 60 天日均温偏高



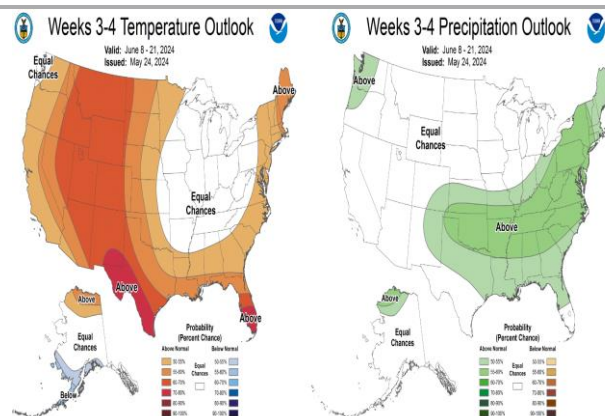
数据来源：WAW 中信期货研究所

图 13：未来 8-14 天中西部温度偏低，南北达科塔可能降水偏少



数据来源：USDA 中信期货研究所

图 14：未来 3-4 周中西部温度降水多正常，北达科塔温度偏高



数据来源：USDA 中信期货研究所

### 3、长期：全球大豆供需转宽松基调未变，未来方向看新作实际产量

国际谷物理事会 IGC 和美国农业部 USDA 对全球大豆供需的判断基本一致，维持了全球大豆供需走向宽松的基调。

国际谷物理事会 IGC 在 5 月报告中对全球大豆平衡表的预估继续保持转宽松的判断。其中大豆产量预计 4.14 亿吨，较上期预估 4.13 亿吨高 100 万吨。

图 15：全球大豆供需平衡表（IGC）

	21/22	22/23	23/24	24/25	
		est	f' cast	proj	
SOYABEANS				18.04	23.05
Production	357	375	391	413	414
Trade	156	172	169	172	172
Consumption	360	369	381	404	404
Carryover stocks	53	58	68	75	78

数据来源：IGC 中信期货研究所

USDA 在 5 月供需报告对全球大豆供需平衡表延续转宽松的基调。其中 2023/2024 年度全球大豆产量预估上调至 3.97 亿吨，国内消费量预估上调至 3.835 亿吨，期末库存预估 1.118 亿吨，期末库存消费比 20.1%，同比上调 1.26 个百分点。2024/2025 年度全球大豆产量预估 4.223 亿吨，国内消费量预估 4.017 亿吨，期末库存预估 1.285 亿吨，期末库存消费比 22.08%，同比上调 1.98 个百分点。

图 16：全球大豆供需平衡表（USDA）

全球大豆供需平衡表												
国家	年度	月份	期初库存	产量	进口	国内压榨	国内消费	出口	期末库存	库消比		
全球	2023/24年度	4月	93.1	378.2	167.9	315.0	365.8	172.1	101.3	18.84%		
		5月	100.5	397.0	170.3	330.0	383.5	172.5	111.8	20.10%		
		2024/25年度	4月	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	#VALUE!	
全球 (不含中国)	2023/24年度	5月	111.8	422.3	176.4	345.9	401.7	180.2	128.5	22.08%		
		4月	68.0	357.9	63.4	219.0	248.3	172.0	69.0	16.41%		
		5月	68.2	376.1	65.3	231.0	261.8	172.4	75.4	17.37%		
美国	2024/25年度	4月	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	#VALUE!		
		5月	75.4	401.6	67.4	242.9	274.9	180.1	89.3	19.63%		
		4月	7.5	116.2	0.7	60.2	63.0	54.2	7.2	6.14%		
美国之外	2023/24年度	5月	7.2	113.3	0.7	62.6	65.7	46.3	9.3	8.27%		
		2024/25年度	4月	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	#VALUE!	
		5月	9.3	121.1	0.4	66.0	69.0	49.7	12.1	10.21%		
主要出口国	2023/24年度	4月	85.6	262.0	167.2	254.8	302.8	117.9	94.1	22.37%		
		5月	93.3	283.6	169.6	267.4	317.8	126.2	102.5	23.09%		
		2024/25年度	4月	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	#VALUE!	
阿根廷	2023/24年度	5月	102.5	301.2	176.0	279.9	332.8	130.5	116.4	25.12%		
		4月	51.9	197.8	9.3	86.9	97.2	107.0	54.8	26.83%		
		5月	54.1	217.7	7.0	93.1	104.5	115.9	58.4	26.48%		
巴西	2024/25年度	4月	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	#VALUE!		
		5月	58.4	233.8	5.7	97.8	109.8	120.1	68.0	29.57%		
		2023/24年度	4月	23.9	25.0	9.1	30.3	36.6	4.2	17.2	42.22%	
巴拉圭	2024/25年度	5月	17.0	50.0	6.5	35.5	42.8	4.6	26.2	55.23%		
		4月	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	#VALUE!		
		5月	26.2	51.0	5.5	40.0	47.6	5.5	29.6	55.65%		
中国	2023/24年度	4月	27.6	162.0	0.2	53.1	56.9	95.5	37.4	24.51%		
		5月	36.8	154.0	0.5	54.0	57.9	102.0	31.4	19.66%		
		2024/25年度	4月	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	#VALUE!	
主要进口国	2023/24年度	5月	31.4	169.0	0.2	54.0	58.1	105.0	37.5	22.97%		
		4月	0.2	10.1	0.0	3.5	3.6	6.5	0.2	1.69%		
		5月	0.2	10.5	0.0	3.5	3.7	6.5	0.5	5.32%		
欧盟	2024/25年度	4月	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	#VALUE!		
		5月	0.5	10.7	0.0	3.7	3.8	6.8	0.6	5.93%		
		2023/24年度	4月	27.8	23.8	135.7	123.5	152.4	0.3	34.5	22.59%	
日本	2024/25年度	5月	34.5	24.7	138.5	127.6	158.1	0.4	39.3	24.78%		
		4月	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	#VALUE!		
		5月	39.3	24.6	143.4	132.4	164.3	0.4	42.6	25.84%		
墨西哥	2023/24年度	4月	25.2	20.3	104.5	96.0	117.5	0.1	32.3	27.50%		
		5月	32.3	20.8	105.0	99.0	121.7	0.1	36.4	29.87%		
		2024/25年度	4月	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	#VALUE!	
印度	2023/24年度	5月	36.4	20.7	109.0	103.0	126.8	0.1	39.2	30.87%		
		4月	1.5	2.6	13.1	14.3	15.9	0.2	1.1	6.83%		
		5月	1.1	3.0	14.3	14.9	16.6	0.3	1.5	8.63%		
俄罗斯	2024/25年度	4月	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	#VALUE!		
		5月	1.5	3.1	14.3	15.2	17.0	0.3	1.5	8.60%		
		2023/24年度	4月	0.6	0.5	8.3	3.9	8.7	0.0	0.7	7.69%	
印度尼西亚	2024/25年度	5月	0.7	0.5	9.3	4.6	9.5	0.0	1.0	9.97%		
		4月	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	#VALUE!		
		5月	1.0	0.5	10.0	5.0	10.2	0.0	1.2	12.19%		
泰国	2023/24年度	4月	0.3	0.2	6.4	6.7	6.7	0.0	0.2	3.28%		
		5月	0.2	0.2	6.4	6.5	6.5	0.0	0.3	3.97%		
		2024/25年度	4月	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	#VALUE!	
越南	2023/24年度	5月	0.3	0.2	6.7	6.7	6.7	0.0	0.4	6.11%		

数据来源：USDA 中信期货研究所

USDA 还对美豆供需平衡进行了预估，总体上也是逐渐转宽松的基调。美国农业部 5 月份供需报告显示，新季美豆单产为 52 蒲/英亩，同比增加 1.4 蒲/英亩，增幅 3%。预计 2024/25 年度美豆产量为 44.5 亿蒲式耳，这也是历史第二大大豆收成，同比增加 2.85 亿蒲式耳，增幅 6.84%。总供应量为 48.05 亿蒲式耳，同比增加 3.51 亿蒲式耳，增幅 7.88%。报告预计压榨量为 24.25 亿蒲式耳，同比增加 1.25 亿蒲式耳，增幅 5%；出口量预计为 18.25 亿蒲式耳，同比增加 1.25 亿蒲式耳，增幅 7%；总需求量预计 43.6 亿蒲式耳，同比增加 2.46 亿蒲式耳，增幅 6%；期末库存为 4.45 亿蒲式耳，同比增加 1.05 亿蒲式耳，增幅 31%。2024/25 年度期末库存消费比 10.21%，同比提升 1.95 个百分点。

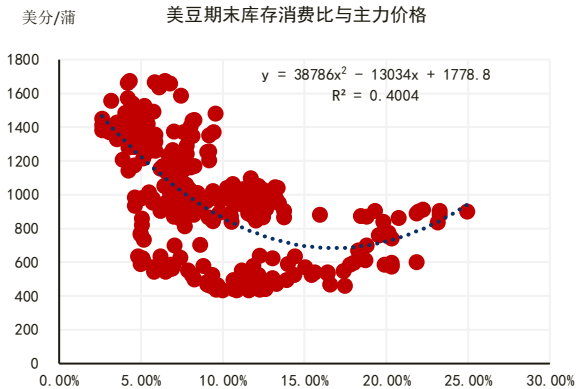
我们按照美豆库存消费比与美豆价格呈负相关关系来测算，美豆库存消费比 10%对应美豆运行区间应该低于 1100 美分，甚至要低于 1060 美分，拟合曲线测算为 970 美分，远低于当前 1200 美分上方的美豆价格。长期看，年度转宽松限制了美豆进一步反弹的空间，且价格在旧作成本附近卖压明显增大。

图 17：美豆供需平衡表（USDA）

美豆	美豆供需平衡表				
	2022/23	2023/24预测 测（4月）	2023/24预测 测（5月）	2024/25预测 测（4月）	2024/25预测 测（5月）
种植面积	87.5	83.6	83.6	NA	86.5
收割面积	86.2	82.4	82.4	NA	85.6
单产	49.6	50.6	50.6	NA	52
期初库存	274	264	264	NA	340
产量	4270	4165	4165	NA	4450
进口	25	25	25	NA	15
总供应	4569	4454	4454	NA	4805
压榨	2212	2300	2300	NA	2425
出口	1992	1700	1700	NA	1825
留种	75	100	77	NA	78
损耗	27	13	1	NA	32
总需求	4305	4114	4114	NA	4360
期末库存	264	340	340	NA	445
农场均价（美元/蒲）	14.2	12.55	12.55	NA	11.2
库消比	6.13%	8.26%	8.26%	—	10.21%

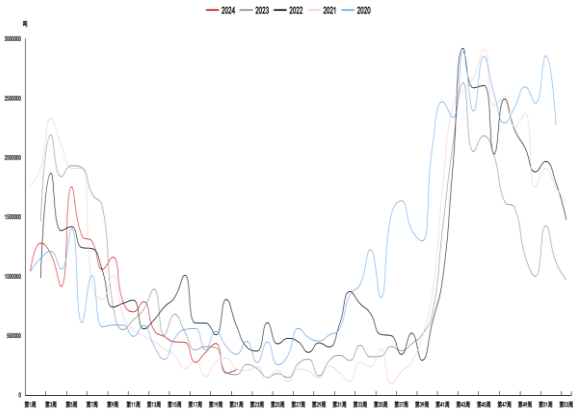
数据来源：USDA 中信期货研究所

图 18：美豆期末库存消费比与美豆价格呈负相关



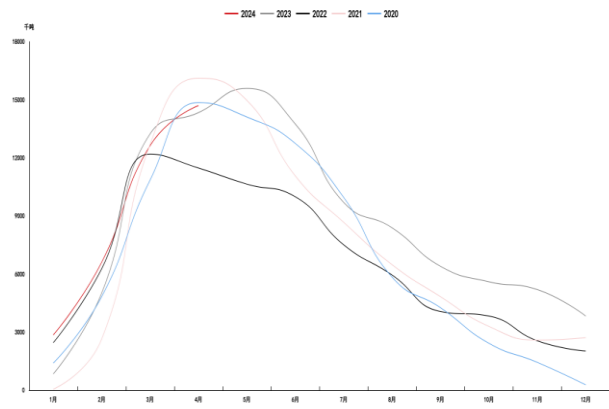
数据来源：Wind 中信期货研究所

图 19：美豆周度出口检验量



数据来源：USDA 中信期货研究所

图 20：巴西豆出口正处于高峰期



数据来源：Wind 中信期货研究所

4、总结：短期调整中期跟随天气波动，长期供需如期转松利空价格

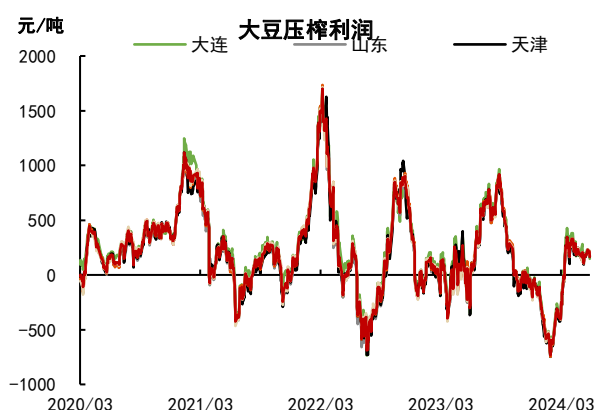
短期内，美联储鹰派再压降息预期，宏观施压大宗。产业利多出尽市场下跌调整。**中期看**，天气与产量预期的博弈，预计市场波动率走高。大的气候模式可能转为拉尼娜，通常造成美豆产区干旱。但目前降水温度累计情况和未来展望均利好美豆生长。两厢矛盾，持续关注未来 3 个月天气以及生长优良率及 6 月底面积终值报告。**长期看**，目前各家机构均对美豆和全球大豆产量预估同比增长，USDA 预计美国和全球大豆供需平衡表期末库存同比增长，期末库存消费比同比增长。**因此我们认为**，美豆短期从 1250-1260 较高位置附近下跌调整或到位，中期跟随天气波动，运行区间【1180-1260】，预计长期供需如期转松则利空价格，预计价格运行有望跌破新作成本区间 1140-1160 附近。

### 三、连粕市场供需分析与价格预测

#### 1、短期：豆粕或下跌到 3400-3430 元/吨附近

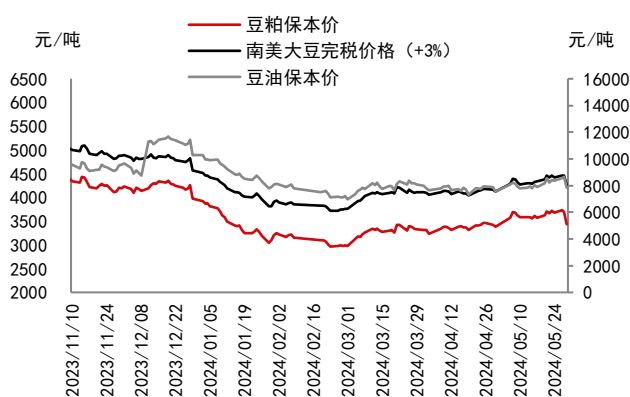
预计短期榨利驱动下，油厂套盘，豆粕下跌调整，但从榨利角度测算，豆粕或下跌至 3430 元/吨附近，油厂开始挺价。连粕合理估值是假设大豆和豆油价格已知，油厂压榨利润为 0 时对应的豆粕价格。5 月 29 日南美豆价格 4261 元/吨，按照豆油 8154 元/吨计算，豆粕保本价 3432 元/吨。5 月 29 日连粕收盘价 3509 元/吨，不考虑压榨费用等，盘面榨利 60 元/吨。

图 21：大豆压榨利润



数据来源：Wind 中信期货研究所

图 22：豆粕保本价



数据来源：Wind 中信期货研究所

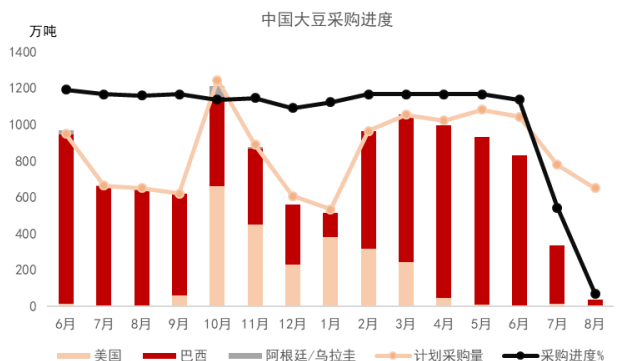
#### 2、中期：榨利驱动大豆进口量环比走高，养殖利润回升但下游依然谨慎

近期油厂买船仍以近月为主，采购进度略有加快。监测数据显示，截止到 5 月 28 日，5 月船期累计采购了 1082.3 万吨，周度增加 19.8 万吨，采购进度为 100%。6 月船期累计采购了 1016.4 万吨，周度增加 72.6 万吨，采购进度为 97.47%。7 月船期累计采购了 363 万吨，周度增加 92.4 万吨，采购进度为 46.54%。8 月船期累计采购了 39 万吨，周度增加 13.2 万吨，采购进度为 6%。

大豆供应压力总体上呈环比增同比降的趋势。大豆进口量累计量同比下降，5-7 月大豆进口到港预估累计环比增，但同比依然减少。据海关数据显示，2024 年 4 月大豆进口量为 857 万吨，环比 54.7%，同比 18.04%。2024 年 1-4 月累计进口量 2715 万吨，累计同比 -10.34%。5-7 月大豆进口预估 900（-100）、1090（+30）、995（-30）万吨，预报累计 2985 万吨，预报累计环比 55.2%，预报累计同比 -6.8%。

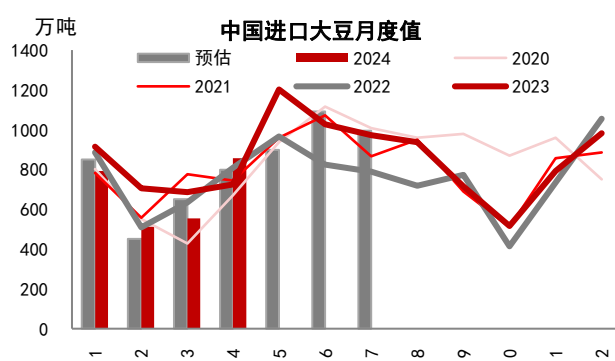


图 23：大豆采购进度



数据来源：Wind 中信期货研究所

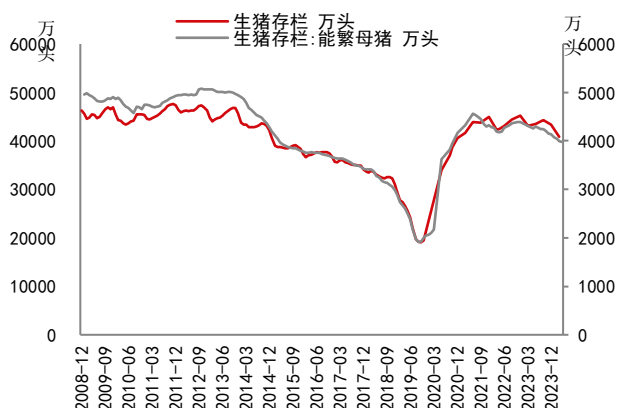
图 24：大豆进口量及预估



数据来源：Wind 中信期货研究所

**存栏利空，养殖利润利多，下游养殖豆粕需求环比存不确定性。**一方面，生猪及能繁母猪存栏环同比下降，但能繁母猪环比降幅收窄。官方数据显示，2024年3月生猪存栏40850万头，季环比-5.92%，同比-5.21%。2024年4月能繁母猪存栏3986万头，月环比-0.15%，同比-6.96%。另一方面，生猪养殖利润扭亏为盈。2024年5月24日自繁自养生猪利润58.21元/头，环比变化73.42元/头；外购仔猪养殖利润204.15元/头，环比变化71.98元/头。**如果养殖利润持续回升，带动存栏止跌回升，豆粕需求有望环比改善。**

图 25：生猪存栏



数据来源：Wind 中信期货研究所

图 26：生猪养殖利润

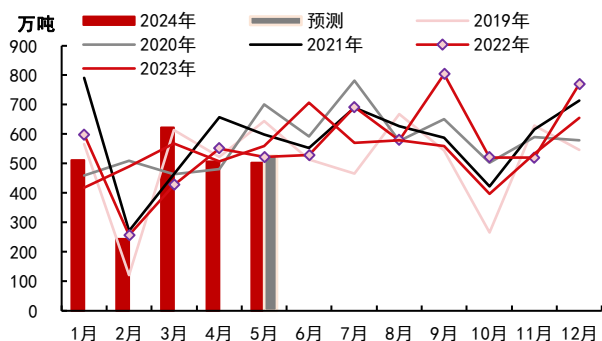


数据来源：Wind 中信期货研究所

**从豆粕表观消费量和油厂豆粕销售量看，豆粕消费堪忧。**2024年5月豆粕消费量预估仅527万吨，处于2019年同期次低水平，同比-6%。2024年油厂豆粕销售量预计271万吨，同比-32%，较六年同期均值-28%。

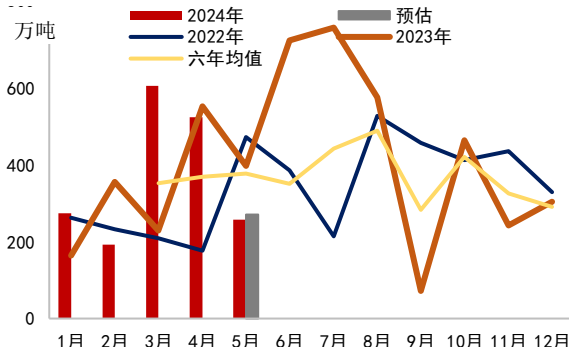


图 27：豆粕表观消费近期一般，或季节性走高



数据来源：我的农产品 中信期货研究所

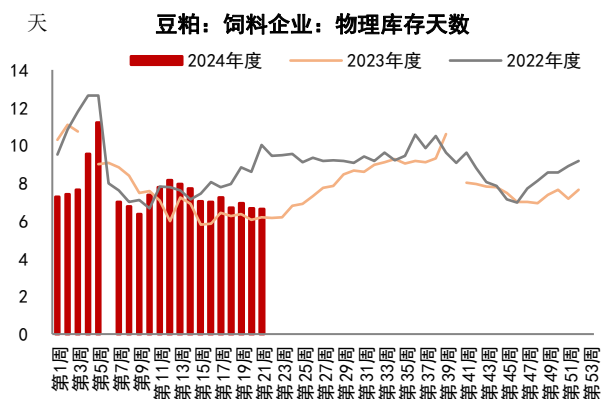
图 28：油厂豆粕销售同比减少 6%



数据来源：我的农产品 中信期货研究所

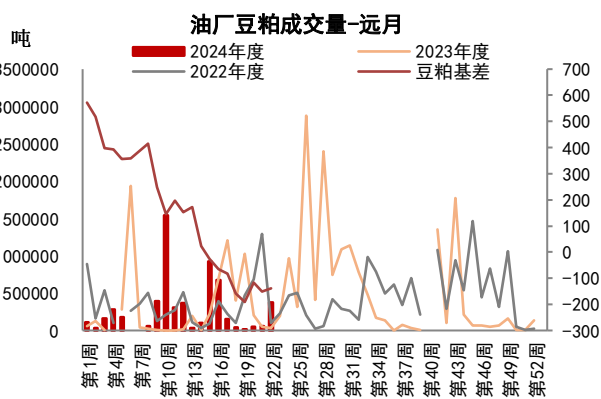
当前下游饲料养殖企业心态依然谨慎。一方面，大多随买随用，保持较低物理库存。2024 年第 21 周（2024/5/21），国内饲料企业豆粕物理库存天数为 6.62 天, 上周为 6.68 天, 去年同期为 6.19 天。另一方面，基于对未来宽松预期，合同库存不高。即对基差也看弱，-150 以下的基差采购积极性一般，从油厂豆粕远月销售量可以验证。2024 年第 22 周（2024/05/21），油厂豆粕成交（远期）为 376100 吨, 上周为 59800 吨, 去年同期为 32200 吨。截至 2024 年第 22 周，油厂豆粕远月销售量累计同比-10%。

图 29：饲料养殖企业豆粕物理库存



数据来源：我的农产品 中信期货研究所

图 30：油厂豆粕基差销售量



数据来源：我的农产品 中信期货研究所

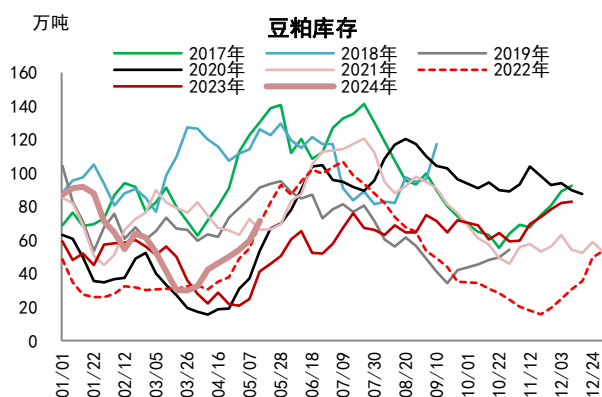
### 3、基差：走向何方？

除了下游看弱基差，采购不积极，油厂库存季节性回升也对基差形成现实的压力。5 月 24 日当周，国内主流油厂豆粕库存 71 万吨，环比+19.00%，同比+188.00%。我们进一步拆分，一方面，2024 年油厂豆粕提货量并不低。2024 年第 22 周（2024/05/21），油厂豆粕提货量为 509410 吨, 上周为 763800 吨, 去年同期为 890450 吨。截至 2024 年第 22 周，油厂豆粕远月销售量累计同比+2%。对油厂一季度降库存比较有利，尤其 3 月份库存同比走低。另一方面，油厂大豆压榨

量累计同比-2%。除了 2 月同比降幅 45%，其他月份压榨量同比均有不同程度增长。预计截至 5 月底，大豆累计压榨量同比去年持平略降 2%。2 月压榨量偏低主要是春节因素影响，其他月份则在利润回升驱动下，油厂开机率回升。2024 年第 21 周 (2024/05/21)，国内油厂开机率为 61%，上周为 57%，去年同期为 63.8%。

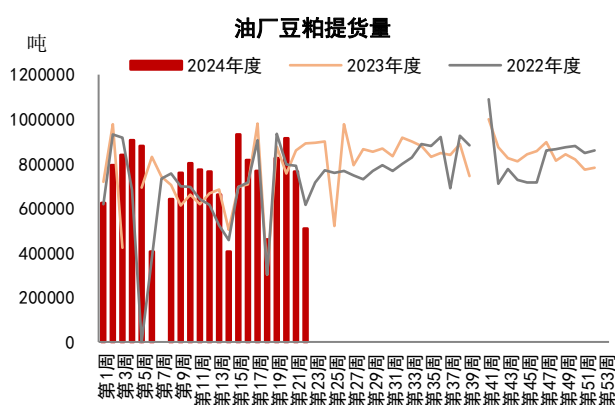
此外，大豆库存偏高，豆粕隐形库存压力也较突出。截至 5 月 28 日当周，港口大豆库存 753 万吨，环比+0.26%，同比+13.19%。

图 31：油厂豆粕库存季节性回升



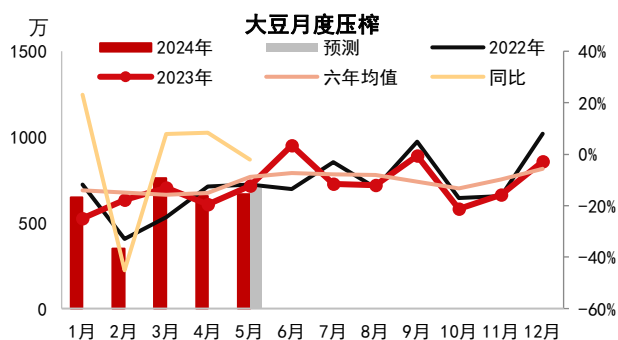
数据来源：Wind 中信期货研究所

图 32：油厂豆粕提货量



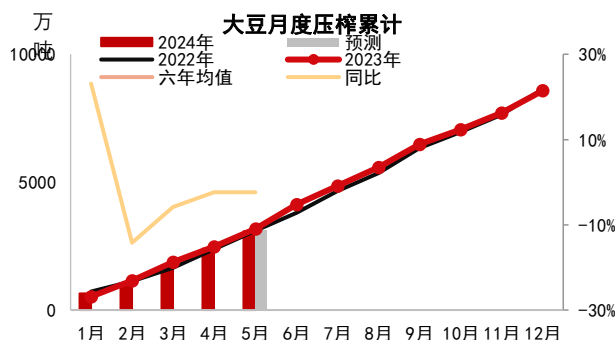
数据来源：Wind 中信期货研究所

图 33：油厂大豆压榨量月度



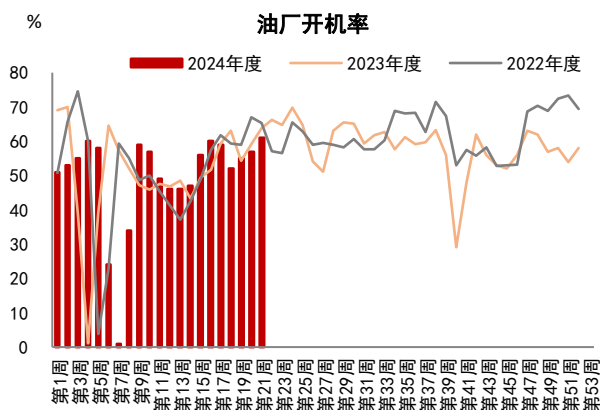
数据来源：Wind 中信期货研究所

图 34：油厂大豆压榨量累计值



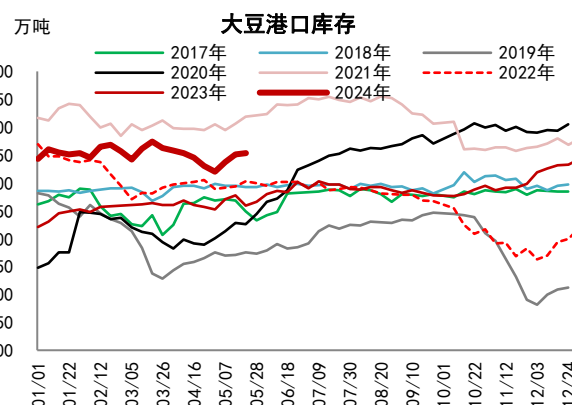
数据来源：Wind 中信期货研究所

图 35：油厂开机率同比偏低



数据来源：Wind 中信期货研究所

图 36：油厂大豆库存处于高位



数据来源：Wind 中信期货研究所

我们按照前文所述大豆进口到港预估，油厂月度压榨量，豆粕表观消费量来推测豆粕结转库存变化。预计豆粕5、6月继续累库，7、8月转为降库。对应基差，预计阶段性小幅反弹后，仍保持弱势。基差预计在7月转为升势。

图 37：豆粕供需平衡表

	到港	压榨	产量	消费	结转库存	结转库存（预测）
2023 1月		913	526	413	418	-6
2月		704	634	498	491	7
3月		685	703	552	567	-16
4月		726	606	476	508	-33
5月		1202	715	561	559	2
6月		1027	951	746	707	40
7月		973	728	572	571	1
8月		936	719	564	578	-14
9月		715	891	699	559	140
10月		516	583	457	397	60
11月		792	663	520	533	-13
12月		982	857	673	654	18
2024 1月		792	647.3	508	512	-4
2月		512	348.13	273	245	28
3月		554	758.36	595	622	-26
4月		857.2	656	515	508	7
5月		900	700	550	527	23
6月		1090	1009	792	707	85
7月		995	700	550	571	-22
8月		650	680	534	578	-44

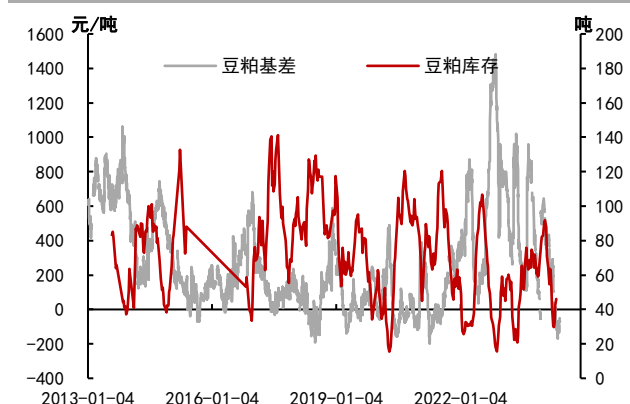
数据来源：Wind 中信期货研究所

基差具体数字测算，我们考虑两个方法：1）模型拟合 2）历史经验。

1）模型拟合。从散点图拟合两者关系，进而按照公式测算基差值。参考前文对库存变化的预测，我们预测库存绝对水平，通过公式计算出理论基差值。但与实际基差值偏离较大。可能的原因：从散点图可见，由于同一个库存对应多个基差，显然两者的函数关系并不好，即库存与基差呈负相关关系，但这两者函数关系不稳定。基差除了受库存影响，还受到产区情绪、宏观、天气等非

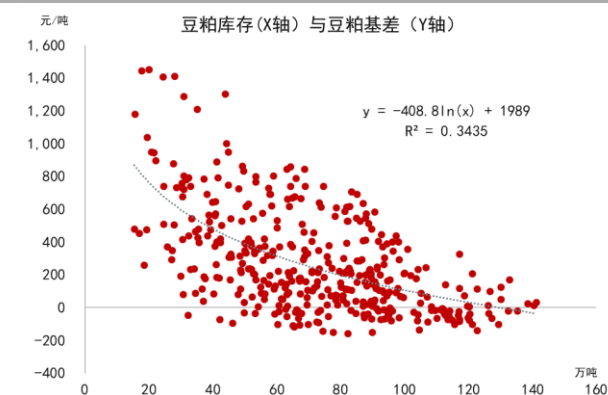
供需且难以量化的因素影响。

图 38：豆粕库存与基差关系



数据来源：Wind 中信期货研究所

图 39：豆粕基差走势



数据来源：Wind 中信期货研究所

图 40：豆粕基差预测

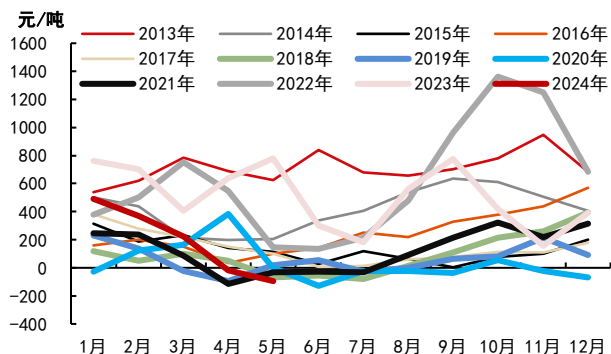
		4月	5月	6月	7月	8月	
豆粕结转库存变化				22.50	85.36	-21.58	-44.48
豆粕库存		54.17		76.67	162.03	140.45	95.97
理论基差		357.02		215.01	-90.87	-32.44	123.24
理论基差变动				-142.01	-305.88	58.43	155.68
现实基差及预测		-159.00		-121.00	-426.88	-368.45	-212.77

数据来源：Wind 中信期货研究所

2) 历史经验。复盘 2013 年以来基差，最大值 1480 元/吨，最小值-197 元/吨，均值 274 元/吨。进一步分析豆粕基差月均值变化规律。基差 1-5 月和 11 月通常下跌，6-10 月以及 12 月通常上涨。原因是 1-5 月是消费淡季，6-10 月消费逐渐回暖，下游备货，基差走高概率大。而 11 月则是基差高位回调压力较大。12 月在节前备货带动下基差上涨概率略高。从基差变动幅度月均值看，4、5 月基差环比降幅最大，接近 60 元/吨。9 月基差环比涨幅最大，超过 100 元/吨。其次是 8 月涨幅 80 元/吨，10 月涨幅 51 元/吨。其他月度基差环比变动月均值一般在 50 元/吨以内。

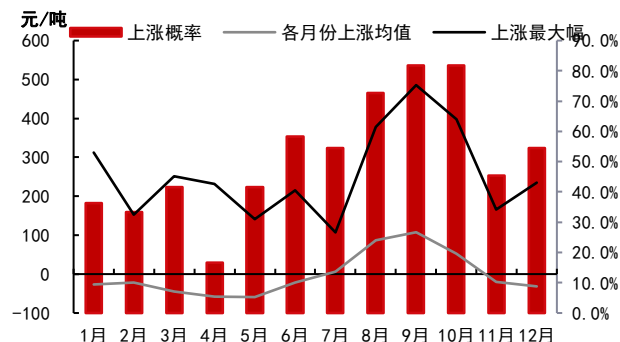
2024 年 5 月 30 日豆粕基差-121 元/吨，处于历史同期极低位置。从季节性走势看，豆粕基差将逐步走高。参考历史月度涨幅均值及当前年份供需平衡表的预测，预计 6-12 月基差分别为-142 元/吨，-136 元/吨，-49 元/吨，58 元/吨，109 元/吨，89 元/吨，58 元/吨。

图 41：豆粕基差季节性



数据来源：Wind 中信期货研究所

图 42：豆粕基差涨跌概率和幅度



数据来源：Wind 中信期货研究所

#### 4、总结：豆粕短期调整逐步到位，进口高增需求谨慎基差或季节性走高

**短期**，预计短期榨利驱动下，油厂套盘，豆粕下跌调整，但从榨利角度测算，豆粕或下跌至 3430 元/吨附近，油厂开始挺价。**中期**，榨利驱动大豆进口量环比走高，油厂库存季节性回升也对基差形成现实的压力。养殖利润回升但下游依然谨慎。预计盘面大概率在 3400-3650 区间运行。**对于基差**，从 1) 模型拟合 2) 历史经验两个方法来考虑，我们认为基差处于底部区域，有望逐步进入季节性上涨趋势。预计 6-12 月基差分别为-142 元/吨，-136 元/吨，-49 元/吨，58 元/吨，109 元/吨，89 元/吨，58 元/吨。

#### 四、饲料养殖企业如何套保？

基于上文的分析，我们判断：天气市窗口期，盘面可能还有反复，或再次反弹，但总体上行高度有限。从季节性看，基差将逐步上涨。

**建议**饲料养殖企业可积极逢低买入基差合同，锁定货源，同时在盘面逢高空，待盘面下跌后平空单，同时点价，基差合同转为现货合同，现货入库。完成采购。

**具体操作：买基差，做空盘面。**

1) 从季节性规律把握基差相对低位，防止基差上涨后，现货一口价跟涨，企业采购被动。预计 6 月盘面反弹时，基差还有一波下跌调整，-140 以下积极逐步买入基差。

2) 按照前文分析，盘面 6 月可能炒作天气、优良率以及面积终值。①如果终值超预期增产，则积极布空。②如果面积符合预期变化不大，则关注美豆产区温度降水及干旱展望，关注 CFTC 动向，油厂榨利等指标。③如果天气正常，优良率高，油厂榨利较好，CFTC 持仓空单再次入场，则可积极布局空单。参考

3500-3600 区间布空。

当然，上述为最完美假设，所有利多均出现。现实是，大部分时间，市场多空并存。可以相机而动，但对期货实盘操作要求较高。

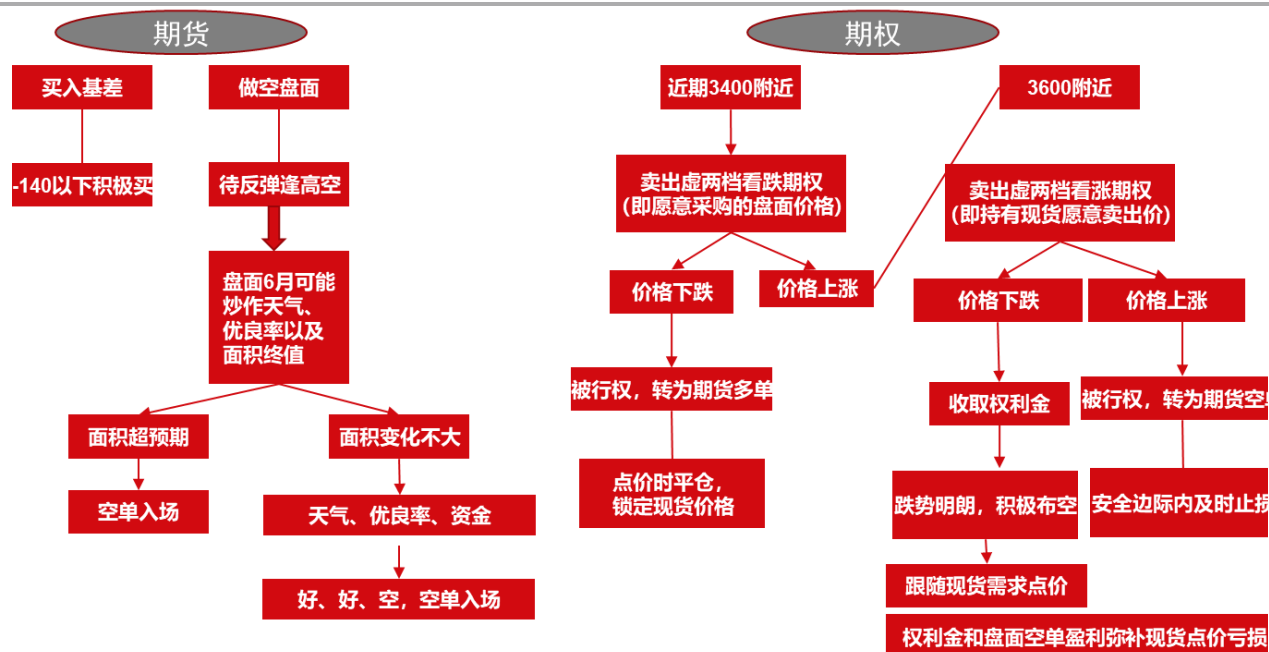
我们还可以用期权来代替期货。

1) ①近期价格回调至 3400-3600 区间下沿，可以卖出虚值看跌期权，收取权利金。②如果价格下跌被行权，转为期货多单，相当于在盘面建立虚拟库存。此前收取的权利金可以给多单一定安全边际。③可以止损，点价则现货价格锁定。也可以持有多单，待点价时平仓。本质上，转为多单时就锁定了现货价格。或者看跌期权行权价是愿意接受的盘面买入价格。④价格上涨，收取权利金，或平仓。

2) 如果价格反弹至【3400-3600】区间上沿，①且彼时没有明显利多情况下，可以卖出虚两档看涨期权，收取权利金。②如果价格上涨被行权，转为期货空单，此前收取的权利金可以给空单一定安全边际。③如果价格下跌，赚取权利金。待行情下跌趋势明朗，再布局期货空单。预计天气炒作结束，或盘面跌破 3400 一线。本质上，用权利金和盘面空单盈利弥补现货点价亏损。

另外，从技术看，如果高位出现冲高回落，长上影也是较好的空单入场时机。具体选择依实际行情走势而定。

图 43：饲料养殖企业可选套保操作



数据来源：中信期货研究所



## 五、风险提示

- ①产区天气异常，需求超预期，价格单边上行
- 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>