

2024年4月3日

豆粕供需宽松预期下以锚定成本价值的波动行情为主

——豆粕策略报告

分析师：

刘兵

从业资格证号：F03091165

投资咨询证号：Z0019876

联系电话：021-68757827

邮箱：liub@qh168.com.cn

联系人：

陈宇蓉

从业资格证号：F03113400

邮箱：chenyr@qh168.com.cn

投资要点：

- 市场对巴西大豆减产预期计价相对充分，此外阿根廷大豆丰产及收割形势良好，南美整体依然维持丰产，因此，巴西大豆减产逻辑可再计价空间不多，后期主要关注巴西大豆产量预期调至1.52亿吨以下对CBOT大豆的利多影响。此外，我们预计后期USDA 出口目标或下调80-100百万蒲，2023/24作物年度期末结转库存因此会增加至380-400百万蒲，库存比增至9.7%，超预期宽松，对CBOT大豆市场利空。
- 结合2月AOF对美豆供需及单产的基线预测来看，2024/25年度美豆期末库存或增至400-450百万蒲，库存比增至10%左右。我们预计，2024年美豆种植成本不会下降太多，或在610-620美元/英亩。按照趋势单产52美分/蒲测算，CBOT大豆在1180美分/蒲价格上具有成本支撑意义，尤其在美豆播种初期及天气市场交易阶段。
- 4月上旬，尽管油厂开机水平仍处季节性低位，但预计不会存在严重的缺豆停机风险。我们对4月豆粕现货价格估值最低在3150元/吨。此外，参考CBOT大豆1180美分/蒲价格定价，5月-7月豆粕现货价格3050-3100也具有很强的成本支撑。M09合约在3100-3200具有较高的买入价值。
- 短期豆粕核心的定价逻辑还是在成本端，驱动在美豆价格引发的市场情绪极致的反转，换言之，就是市场普遍看跌而不跌的时候，比较容易引发悲观情绪的集中修复。此外，要重点关注，生猪极高的养殖利润外溢，对饲料价格的提振行情。我们建议，豆粕M09@3200以下择机布局多单，静待美豆种植期季节性的天气行情，由此带来的美豆和豆粕的风险溢价空间预计还是客观的。

风险因素：

- 1、国内进口大豆卸港延期。
- 2、美豆预期的丰产压力及谷物回调压力过大，从而导致美豆超预期下跌。
- 3、生猪出现极端回调行情。

结论：豆粕M09@3200以下择机布局多单。

正文目录

1. 近期豆粕市场核心逻辑梳理	4
2. 未来美豆及豆粕市场供需形势研判	4
2.1 2023/24 年度美豆供需平衡表利空调整逻辑分析	4
2.2 2024/25 年度美豆种植展望及成本分析	5
2.3 国内进口大豆供应及季节性供需分析	6
2.4 豆粕基差及成本逻辑分析	7
3. 结论及投资建议	8

图表目录

图 1 巴西大豆产量 (千吨)	4
图 2 阿根廷大豆产量 (千吨)	4
图 3 美豆作物年度内累计出口量 (吨)	5
图 4 USDA 美国国内大豆月度压榨量 (千蒲)	5
图 5 USDA 美国大豆供需平衡表	6
图 6 中国大豆进口量 (吨)	7
图 7 全国主要油厂开机率	7
图 8 全国主要油厂豆粕库存 (万吨)	7
图 9 全国主要地区饲料企业豆粕库存天数	7
图 10 巴西大豆 3 月船期 CIF 贴水报价 (美分/蒲)	8
图 11 巴西大豆 5 月船期 CIF 贴水报价 (美分/蒲)	8

1. 近期豆粕市场核心逻辑梳理

今年以来，DEC 豆粕价格持续受到进口大豆成本下行和季节性供应双重压力作用，价格也是一路下跌。2 月跨春节假期，油厂大豆和豆粕供应尚且充足，需求总体疲软，且受到杂粕替代消费影响季节性增量不足。今年 2-3 月月均预计到港约 550 万吨，同比缩减近 20%，在季节性去库周期，油厂较为普遍得压低了开机率，减少豆粕供应而保价，豆粕最终在 M05@3000 一线价格附近企稳，窄幅震荡。

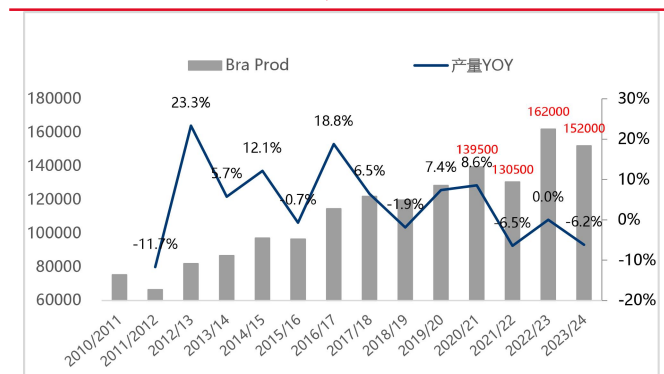
3 月，国内油厂豆粕供应收紧，同时下游终端补库增加，且从成本端估值 M09 合约 3100-3200 价格处于低位，市场对 5-9 月基差采购兴趣也在增加，现货市场逐渐活跃。此外，巴西大豆丰产目标不断被市场修正下调，巴西大豆出口价格也在触底反弹，CBOT 大豆也受通胀交易回归影响，净空单减持增多，多头压力减轻，价格也回归到新季美豆种植成本线附近企稳震荡。CBOT 大豆价格反弹叠加国内阶段性供需改善，这也使得豆粕期货市场逐步回暖，市场炒作也由此增加，并一度使得 M05 合约价格反弹到 3400。3 月底，在 USDA 公布种植面积及季度库存报告之际，豆粕的风险溢价回归，而后在中性偏空的报告影响下，跟随美豆价格偏弱调整。

2. 未来美豆及豆粕市场供需形势研判

展望 4 月，近几年现实与预期存在一定偏差，进口大豆到港量较预期总是偏低，且政策因素影响的供应节奏不确定性偏大，今年仍虚警惕进口大豆卸港延期风险，也重点关注 4 月 USDA 供需报告对南美大豆产量以及美豆压榨和出口目标的调整。我们预计，USDA 会下调巴西大豆产量目标至 1.5-1.52 亿吨，美豆压榨目标或上调 0-20 百万蒲，出口目标或下调 80-100 百万蒲。此外，美豆种植初期天气前景及播种进度也需要关注，目前看 4 月底种植初期的天气形势良好。

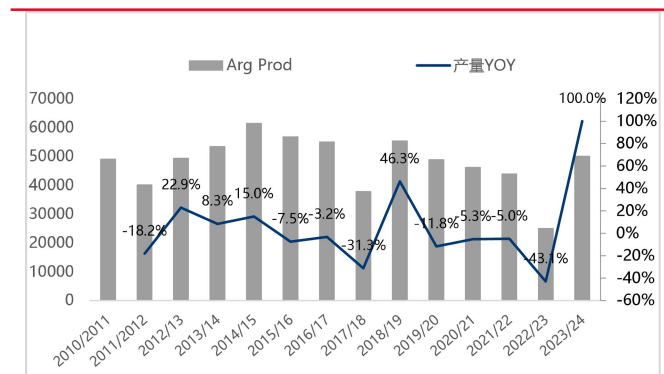
2.1 2023/24 年度美豆供需平衡表利空调整逻辑分析

图 1 巴西大豆产量（千吨）



资料来源：USDA 东海期货整理

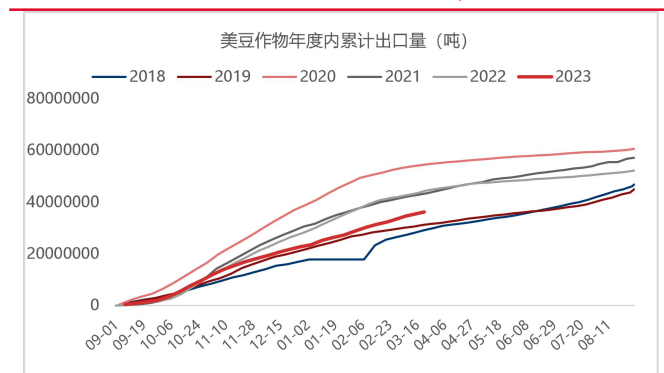
图 2 阿根廷大豆产量（千吨）



资料来源：USDA 东海期货整理

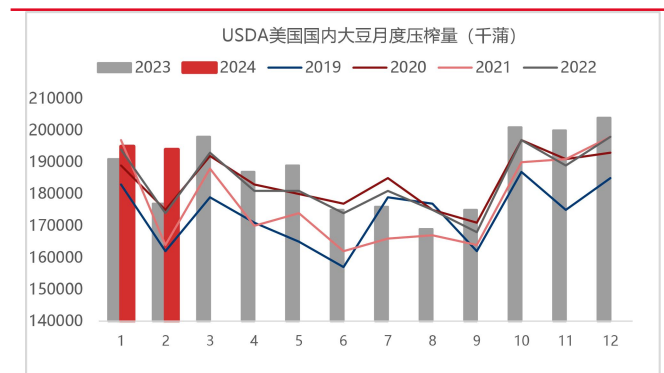
据 Conab 数据显示,截至 3 月底,巴西 2023/24 年度大豆收割已经完成 71%,上年同期巴西大豆收割率为 74.5%。今年巴西东北及南部地区降雨多、湿度大,拖累了收割步伐,且导致作物质量问题增多。目前市场倾向巴西大豆产量预期目标下调至 1.48-1.52 亿吨,其中 Conab 预计 1.468 亿吨,同比下降 5%; Safras & Mercado 预计同比减少 5.8%,至 1.48 亿吨; StoneX 预计同比减少 4.4%,至 1.508 亿吨。3 月 USDA 预计巴西大豆产量为 1.55 亿吨,同比下降 4.3%。我们预计,4 月 USDA 或下调巴西大豆产量至 1.52-1.54 亿吨。目前,市场对巴西大豆减产预期计价相对充分,此外阿根廷大豆丰产及收割形势良好,南美整体依然维持丰产,因此巴西大豆减产逻辑可再计价空间不多,后期主要关注巴西大豆产量预期调至 1.52 亿吨以下对 CBOT 大豆的利多影响。

图 3 美豆作物年度内累计出口量 (吨)



资料来源: USDA 东海期货整理

图 4 USDA 美国国内大豆月度压榨量 (千蒲)



资料来源: USDA 东海期货整理

美豆方面,3 月 USDA 年度预估压榨目标增涨 4%,截至 2 月 USDA 月度压榨数据同比增 4.38%,单 2 月压榨数据较 NOPA 数据偏低,3 月美国大豆压榨进入传统检修期,且目前榨利处于偏低水平,压榨大方向还是偏弱为主。后期 USDA 压榨目标上调空间有限,或增加 0-20 百万蒲。出口方面,截止至 2024 年 3 月 21 日,2023/24 年度美豆全球累计销售量 4035 万吨,同比降幅 18.9%,美豆全球累计装船量同比下降 18.6%。美豆新年度全球销售节奏占 3 月 USDA 预估全年销量目标 4681 万的 86.21%,美豆累计出口进度 77.36%,同比慢 4.7%左右,进度偏慢。目前,2023/24 年度美豆出口高峰已过,巴西大豆的销售进度同样偏慢,且阿根廷恢复性增产,后期大概率也会出现新一轮的大豆美元计划去刺激出口,后期美豆的出口疲软状态预计很难改善。所以,我们预计后期 USDA 出口目标或下调 80-100 百万蒲,2023/24 作物年度期末结转库存因此会增加至 380-400 百万蒲,库存比增至 9.7%,超预期宽松,对 CBOT 大豆市场利空。

2.2 2024/25 年度美豆种植展望及成本分析

3 月底 USDA 发布的种植意向报告预测 2024 年美国大豆种植面积位 8651 万英亩,低于 AOF 预测的 8750 万英亩,但基本符合市场预期。美豆大豆轮作且今年大豆种植利润相比玉米较高,扩种意愿较强,今年大豆种植面积预计比去年增加 292 万英亩,这奠定了 2024/25

年度美豆丰产的主基调。结合 2 月 AOF 对美豆供需及单产的基线预测来看，2024/25 年度美豆期末库存或增至 400-450 百万蒲，库存比增至 10%左右。

图 5 USDA 美国大豆供需平衡表

名称			USDA3月	USDA4月	USDA3月	USDA4月预测	预测	旧作调整	新作调整	年度调整
百万 英亩/蒲			旧作	旧作	新作	新作				
项目	2020/21	2021/22	2022/23	2022/23	2023/24	2023/24	2024/25	22/23	23/24	
种植面积	83.4	87.2	87.5	87.5	83.6	83.6	86.5			3
收获面积	82.6	86.3	86.2	86.2	82.4	82.4	85.6			3
收获率	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%			
单产	51	51.7	49.6	49.6	50.6	50.6	52			1
期初库存	525	257	274	274	264	264	395			131
产量	4216	4465	4270	4270	4165	4165	4452			287
进口	20	16	25	25	30	30	15			-15
总供给	4761	4738	4569	4569	4459	4459	4862			403
压榨	2141	2204	2212	2212	2300	2300	2415			115
出口	2261	2158	1992	1992	1720	1640	1890		-80	250
种用	101	102	97	97	102	102	102			
残余	1	1	4	4	22	22	23			1
总需求	4504	4464	4305	4305	4144	4064	4430		-80	366
期末库存	257	274	264	264	315	395	432		80	37
库存比	5.7%	6.1%	6.1%	6.1%	7.6%	9.7%	9.8%		2.1%	0.0%
农场价格	10.80		14.20	14.20	12.65	12.90	11.20			

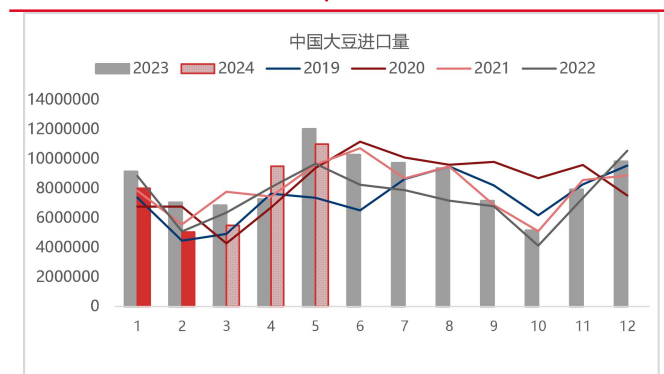
资料来源：USDA 东海期货整理

按照 USDA 去年推测的今年美豆种植成本在 614.81 美元/英亩，今年美国农业部保护储备计划（CRP）的面积从 2023 年的 2320 万英亩增加到 2024 年的 2580 万英亩，主要作物面积总量在减少，土地机会成本不会下降太多，而且这一项占种植的成本的 27%，另外机器的回收资金成本（占比 22%）和其他资金成本、燃料成本（占比 4%左右）预计都会增加，抵消了大部分化学药物及肥料成本(占比约 15%) 的下降。因此，我们预计种植成本不会下降太多，或在 610-620 美元/英亩。按照趋势单产 52 美分/蒲测算，CBOT 大豆在 1180 美分/蒲价格上具有成本支撑意义，尤其在美豆播种初期及天气市场交易阶段。

2.3 国内进口大豆供应及季节性供需分析

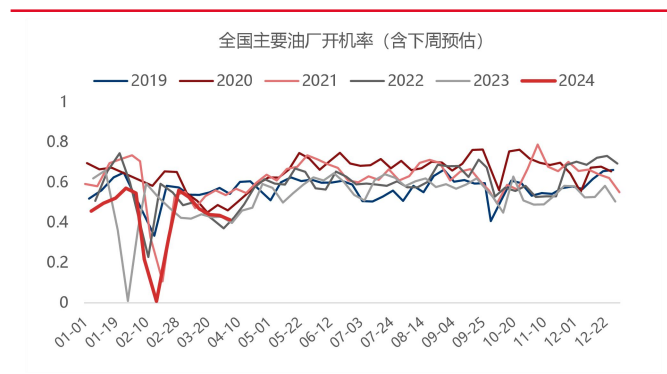
巴西大豆 2 月预计出口 953 万吨，其中对中国装出 705 万。今年巴西港口排船等待时间很短普遍预计 3 月装船量很高，据 ANEC 数据显示，巴西 3 月预计大豆装船 1400 万吨，其中对中国发运 962 万吨。2 月美豆对中国装了大概 320 万，3 月大概 200 万吨，4 月预计美豆周度平均装 20-40 万吨。我们预计，正常情况下，国内 3 月进口大豆到港量 550-600 万吨，4 月预计在 900-1000 万吨左右，5 月预计 1100 万吨左右。

图6 中国大豆进口量 (吨)



资料来源：海关总署 东海期货整理

图7 全国主要油厂开机率



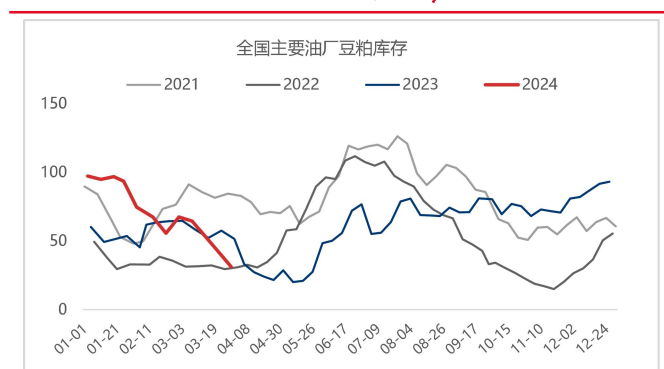
资料来源：我的农产品网 东海期货整理

4月中下旬南美大豆将集中到港，4-5月大豆月均到港量在1000万吨左右。目前，油厂和港口大豆库存有探底回升迹象，此外国内自3月下旬至今，陆续有储备的进口大豆拍卖作为补充，且4月有增量抛售迹象，但是成交率很低。由此可见，4月上旬尽管油厂开机水平仍出季节性低位，但预计不会存在严重的缺豆停机风险。

2.4 豆粕基差及成本逻辑分析

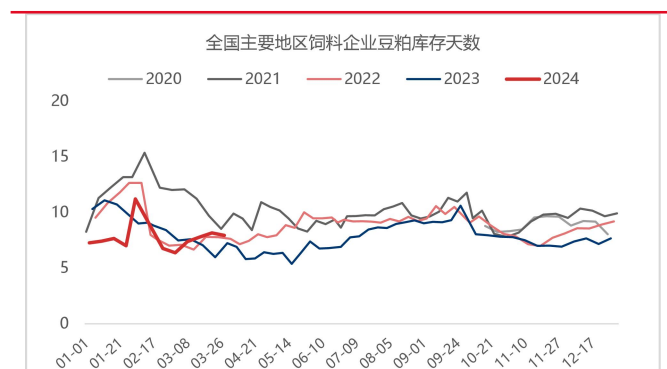
从供应看，国内华东地区大豆进口约占全国进口量的50%，近期舟山粮食卸港泊位减少，有可能存在卸港延期的情况。目前油厂豆粕库存已经低于去年同期水平，紧库存状况预计将在4月下旬才能得到初步缓解，同比去年水平，短期内豆粕现货基差回落空间有限，现货对M05升水也处于正常季节性水平。

图8 全国主要油厂豆粕库存 (万吨)



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

图9 全国主要地区饲料企业豆粕库存天数



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

从需求看，国内今年1-2月饲料产量同比下降3.6%，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1.4%。今年4月，我们测算的生猪出栏量将出现明显下滑。官方公布数据显示，2023年底全国母猪存栏量同比下滑5.7%，从产能逻辑测算，今年生猪出栏量将会减少；此外，根据现货调研反馈，今年猪栏空置率很到，是近几年最高的一年。

因此，今年豆粕需求会出现明显下滑。短期来看需求也偏弱，全国饲料企业豆粕库存在3月分经历一波补库之后，库存处在高位。

图 10 巴西大豆 3 月船期 CIF 贴水报价 (美分/蒲)



资料来源：iFIND 东海期货整理

图 11 巴西大豆 5 月船期 CIF 贴水报价 (美分/蒲)



资料来源：iFIND 东海期货整理

从成本看，国内2月采购巴西2月、3月-5月船期贴水平均水平分别在100美分/蒲、50美分/蒲左右。根据美豆前期价格水平，我们对4月豆粕现货价格估值最低在3150元/吨。4月参考CBOT大豆1180美分/蒲价格定价，5月-7月豆粕现货价格3050-3100也具有成本支撑。M09合约在3100-3200具有较高的买入价值。

综上，我们认为，豆粕未来供需宽松，市场缺乏炒作题材的支撑基础，成本线上下的行情是契合基本面行情的。后期重点关注CBOT大豆价格行情，以此锚定的豆粕成本波动还是偏大的。

3.结论及投资建议

今年豆粕需求受饲料消费下滑影响而疲软，不过今年养殖利润修复，盘面预期利润非常高，由此引发豆粕被杂粕替代消费的部分有望回归，季节性的需求增量支撑要降低预期。短期豆粕核心的定价逻辑还是在成本端，驱动在美豆价格引发的市场情绪极致的反转，换言之，就是市场普遍看跌而不跌的时候，比较容易引发悲观情绪的集中修复。此外，要重点关注，生猪极高的养殖利润外溢，对饲料价格的提振行情。我们建议，豆粕M09@3200以下择机布局多单，静待美豆种植期季节性的天气行情，由此带来的美豆和豆粕的风险溢价空间预计还是客观的。

重要提示

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn