

基于 1 月供需报告，对豆类下跌周期的再思考

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

12 月 18 日专题提示“价格跌到深水区，做空性价比减弱”，报告发布至今一个月，内外盘均有所反弹。短期看，继续上行动力或不足。长期看，美豆估值抬升，下行周期应对策略需要调整，建议逐步弱化熊市思维，甚至逐步转为牛市思维。关注正套和逢低做多的长线机会。

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：

策略复盘：

我们在专题《【中信期货农业（豆粕）】估值、驱动与机遇——专题报告 20241218》中提到，本轮下行周期已经完成【83%-98%】。从估值看，价格进入深水区。从驱动看，下行力量仍有余威，关注 25/26 大豆产量动向。从交易机会看，做空性价比减弱，做多有待新驱动。报告发布至今一个月，内外盘价格从低位反弹。基本盘面看，外盘主要是南美干旱和 1 月供需报告利多，内盘还叠加了春节前备货。

策略展望：

未来一个月，阿根廷降水，以及国内需求步入淡季，预计内外盘回到区间震荡。预计美豆【945-1065】区间运行。预计连粕或在【2550-2800】区间震荡。

长周期看，1 月供需报告后，下行周期底部抬升，因此熊市思维要弱化，甚至要逐步转为牛市思维。

操作建议：

关注月差，和长周期的逢低做多。产业，油厂积极套保利润，下游企业卖出虚值看跌期权。

风险提示：

南美天气和产量，中美贸易关系，美豆新作面积

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、策略复盘	4
二、策略展望	4
三、风险提示	6
免责声明	7

图表目录

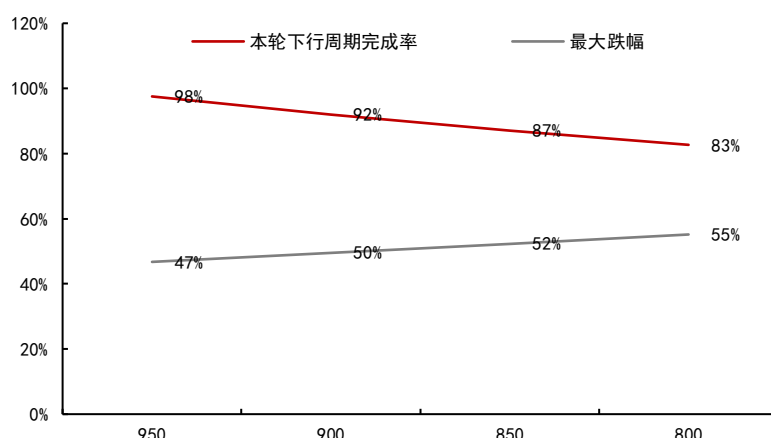
图 1：本轮下跌周期完成率	4
图 2：油厂开机率通常在春节前后季节性大幅走低	5
图 3：豆粕库存同比偏低	5
图 4：阿根廷降水低于正常值，但偏离程度减弱	5
图 5：美豆玉米比价偏低暗示美豆 25/26 年度面积下降	5

一、策略复盘

我们在专题《【中信期货农业（豆粕）】估值、驱动与机遇——专题报告 20241218》中提到，本轮下行周期已经完成【83%-98%】。从估值看，价格进入深水区。从驱动看，下行力量仍有余威，关注 25/26 大豆产量动向。从交易机会看，做空性价比减弱，做多有待新驱动。

报告发布至今一个月，内外盘价格从低位反弹。12 月 19 日-1 月 17 日，美豆从 945 上涨到 1064，涨幅 119 或 12.5%。12 月 19 日-1 月 17 日，连豆粕从 2549 上涨到 2791，涨幅 242 或 9.5%。基本面看，外盘主要是南美干旱和 1 月供需报告利多，内盘还叠加了春节前备货。

图 1：本轮下跌周期完成率



数据来源：钢联农产品 中信期货研究所

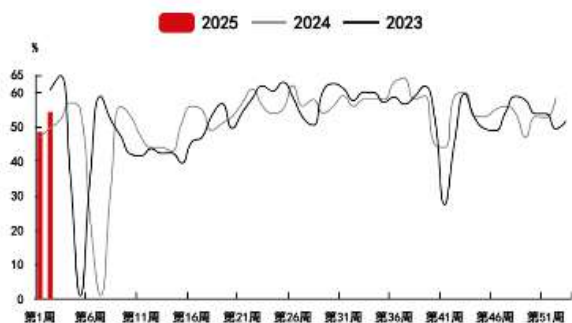
二、策略展望

未来一个月：

预计美豆【945-1065】区间运行。南美干旱，尤其阿根廷降水偏少，加上利润恢复刺激中国买船，南北美升贴水呈止跌回升。关注阿根廷降水情况，对市场做多情绪的压制。且南美大豆在 2 月加速上市，现实供应压力预增，升贴水仍有下行风险。出口预期的下降或拖累美豆价格。

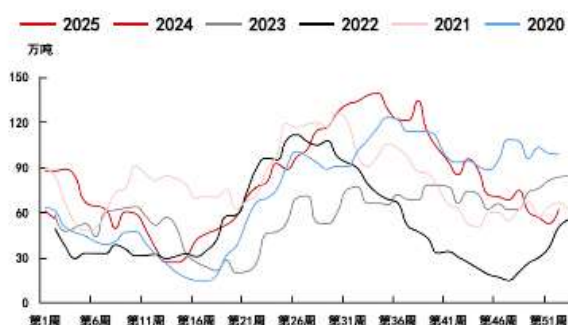
预计连粕或在【2550-2800】区间震荡。随着价格的反弹，大豆进口榨利好转，油厂买船推进，预计缓解 3 月供应不足的担忧情绪。且节后又是消费淡季，连粕继续上行空间不大。不过南美天气炒作依然持续，且国内春节前后油厂开机率预计季节性下降，供应相对不足，利多因素支撑下，预计价格下行空间也有限。

图 2：油厂开机率通常在春节前后季节性大幅走低



数据来源：钢联农产品 中信期货研究所

图 3：豆粕库存同比偏低



数据来源：钢联农产品 中信期货研究所

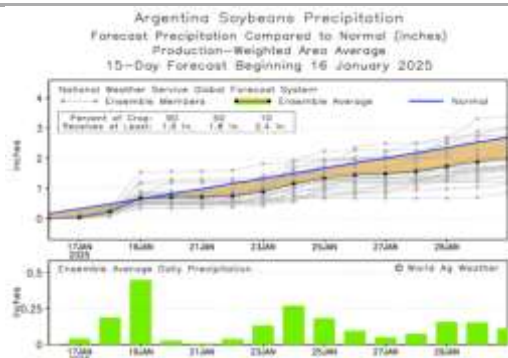
长周期看，1 月供需报告后，下行周期底部抬升，因此熊市思维要弱化，甚至要逐步转为牛市思维。

USDA1 月供需报告意外下调了美豆单产，库存消费比的提高抬升了美豆的底部。按照库存消费比与价格的关系，1 月供需报告测算美豆估值抬升到 947 美分（12 月供需报告测算美豆估值为 876 美分），基本和前低一致，因此继续单边做空的盈亏比进一步降低。可以理解为本轮美豆下跌周期基本已经完成。下一步等待美豆夯实底部，关注上涨驱动，操作思路要逐步转为逢低买入。

节奏看，南美天气炒作结束后，如果南美实现丰产，增产的压力下，市场可能还有一跌。但压力预计集中在美豆 3 月合约，连粕 5 月合约。最快 2 月份进入 25/26 年度的交易。按照当前美豆供需平衡表测算，美豆 25/26 年度面积降幅超过 0.83%，平衡表就会进一步收紧，边际上利多价格。如果需求也配合，或者宏观炒作 CPI，拉猪价，也利好豆粕。供需共振，价格上行阻力最小。宏观方面最近原油强势，美国通胀数据不及预期，美国再度降息概率提高。因此，从估值，驱动，以及宏观角度看，逢低做多的思路更适宜长周期的布局。

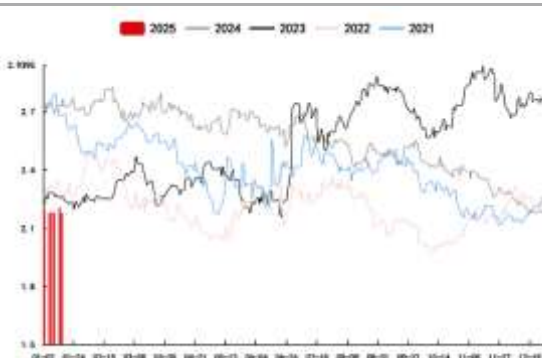
操作上：关注月差，和长周期的逢低做多。产业，油厂积极套保利润，下游企业卖出虚值看跌期权。

图 4：阿根廷降水低于正常值，但偏离程度减弱



数据来源：World AG Weather 中信期货研究所

图 5：美豆玉米比价偏低暗示美豆 25/26 年度面积下降



数据来源：钢联农产品 中信期货研究所

三、风险提示

南美天气反复，带来盘面波动。

南美丰产超预期，中美贸易战等因素利空美豆出口，拖累美豆盘面价格。

美豆 25/26 年度面积降幅有限。

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>