

豆粕底部运行，等待题材指引

2024年3月4日 星期一

兴证期货·研究咨询部

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

胡卉鑫

从业资格编号: F03117395

联系人

胡卉鑫

邮箱:

hhx@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

截至2月29日，CBOT大豆主力合约收盘价为1139.5美分/蒲式耳，较月初收盘价下跌7.56%，美豆5月合约顺畅下跌；国内豆粕合约收盘价为3021元/吨，较月初上涨0.9%。

2月内外盘豆类价格有所分化，内盘波动整体较小，较外盘抗跌。内盘方面，受巴西大豆生推水快速下降以及国内节后消费弱势影响，豆粕下跌早于外盘，2月进入底部震荡。外盘方面，巴西大豆出口升贴水持续下行带动美豆价格持续下跌，在触及1130美分附近止跌，进入筑底阶段，近期受巴西大豆产量调降影响，巴西升贴水企稳回升，美豆延续底部震荡运行。

● 后市展望与策略建议

2月豆粕价格持续底部震荡，等待方向指引。巴西升贴水企稳回升，抵消部分美豆跌幅，一定程度反应了产量下降带来的出口下调可能，巴西农户惜售现象也在侧面反映出口卖压可能有所缓解，巴西升贴水存在一定支撑。阿根廷大豆整体生长较好，产量潜力约为5000-5250万吨，南美丰产未发生改变。美豆受巴西大豆出口挤占，出口仍然偏弱，盘面尚未出现明显提振因素。

豆粕方面，目前豆粕库存回归中性水平，但节后油厂销售偏弱，下游消费情绪不佳，需求偏弱将拖累盘面。3月大豆到港量相对较低，叠加近期大豆榨利亏损，油厂压榨

意愿同样有所下降。节后生猪养殖利润重回亏损局面，能繁母猪持续下降，养殖端对豆粕需求下降。近期豆粕整体延续偏空震荡运行，巴西升贴水与USDA3月对巴西产量的调整情况。

- **风险因素**

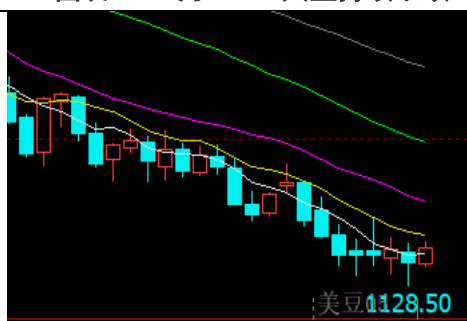
南美天气恶化；巴西出口升贴水回落；美豆出口好转

1. 行情回顾

截至2月29日，CBOT大豆主力合约收盘价为1139.5美分/蒲式耳，较月初收盘价下跌7.56%，美豆5月合约顺畅下跌；国内豆粕合约收盘价为3021元/吨，较月初上涨0.9%。

2月内外盘豆类价格有所分化，内盘波动整体较小，较外盘抗跌。内盘方面，受巴西大豆生推水快速下降以及国内节后消费弱勢影响，豆粕下跌早于外盘，2月进入底部震荡。外盘方面，巴西大豆出口升贴水持续下行带动美豆价格持续下跌，在触及1130美分附近止跌，进入筑底阶段，近期受巴西大豆产量调降影响，巴西升贴水企稳回升，美豆延续底部震荡运行。

图表1：2月CBOT大豆持续下跌

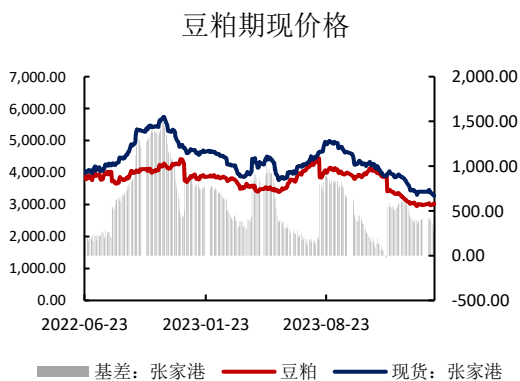


图表2：2月豆粕价格横盘震荡



数据来源：同花顺，兴证期货研究咨询部

图表3：豆粕合约价格及基差



图表4：CBOT合约价格



数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研究咨询部

2. 基本面情况

2.1 大豆供应情况

2.1.1 种植端

新季美豆种植面积与旧作期末库存上升，美豆供需平衡表趋松。USDA2 月报告下调美豆出口量至 17.2 亿蒲，期末库存上升至 3.15 亿蒲，美豆供应边际转松。2 月展望论坛同样表示，新季美豆种植面积将增加 390 万英亩至 8750 万英亩，产量相应回升至 45 亿蒲，整体而言 2024/25 年度美豆产量前景相对较好。

巴西产量下调，南美丰产程度恐不及预期。继市场机构纷纷下调巴西产量后，2 月 Conab 下调产量至 1.49 万吨使得市场开始意识到 2023/24 年巴西大豆产量可能确实存在一定损失，巴西大豆升贴水企稳回升直接体现巴西大豆供应担忧。受干旱影响，巴西大豆中西部产量损失由 800 万吨上升至 1000 万吨左右，中西部产量下降是巴西大豆产量调降重要原因，巴西南部产量修复虽然未发生改变，但是前期阶段性干旱同样导致产量增量由 800 万吨下降至 600 万吨，南部对中西部产量的弥补相对有限。

阿根廷大豆产量潜力同样出现波动。1 月中旬至春节前，阿根廷中北部主产区出现大范围降水确实，土壤干旱由 10%快速上升至 30%左右，大豆优良率同样出现下降，市场将阿根廷大豆产量潜力由 5200-5400 万吨下调至 4800-5000 万吨，但是整体产量情况仍然与 USDA 产量预测较为类似，整体影响相对较小。随着节后降水回升，阿根廷产量担忧有所下降，5000 万吨产量实现概率较大。

整体而言，大豆供应趋松格局未发生明显变化。虽然巴西大豆产量下降，但是阿根廷产量增幅基本覆盖巴西大豆产量损失，大豆总产量达 3.2-3.3 万吨，仍然高于去年产量情况；新作美豆同样保持丰产预期，下半年大豆供应同样较为充裕。

图表 5：2 月 USDA 供需平衡表转松

美豆供需平衡表						
	2021/22	2022/23	2023/24 预测 (1月)	2023/24 预测 (2月)	1月同比	1月环比
百万公顷						
种植面积	87.2	87.5	83.6	83.6	-4.46%	0.00%
收获面积	86.3	86.3	82.8	82.4	-4.52%	-0.48%
蒲式耳						
单产	51.7	49.5	49.9	50.6	2.22%	1.40%
百万蒲式耳						
期初库存	257	274	268	264	-3.65%	-1.49%
产量	4465	4276	4129	4165	-2.60%	0.87%
进口	16	20	30	30	50.00%	0.00%
总供应	4738	4571	4428	4459	-2.45%	0.70%
压榨量	2204	2220	2300	2300	3.60%	0.00%
出口	2158	2015	1755	1720	-14.64%	-1.99%
留种	102	102	101	102	0.00%	0.99%
损耗	1	19	26	22	15.79%	-15.38%
总需求	4464	4355	4182	4144	-4.85%	-0.91%
期末库存	274	215	245	315	46.51%	28.57%
每亩均价	13.3	14.2	12.9	12.65	-10.92%	-1.94%
库销比	6.14%	4.94%	5.86%	7.60%	53.97%	29.75%

图表 6：新季美豆种植面积上升

	2021/22	2022/23	2023/24 /1	2024/25 /2
Area planted (mil. ac.)	87.2	87.5	83.6	87.5
Area harvested	86.3	86.2	82.4	86.6
Yield (bu./ac.)	51.7	49.6	50.6	52.0
Production (mil. bu.)	4,464	4,270	4,165	4,505
Beginning stocks	257	274	264	315
Imports	16	25	30	15
Supply	4,737	4,569	4,459	4,835
Crush	2,204	2,212	2,300	2,400
Seed and Residual	107	101	124	125
Total domestic use	2,311	2,313	2,424	2,525
Exports	2,152	1,992	1,720	1,875
Total use	4,463	4,305	4,144	4,400
Ending stocks	274	264	315	435
Stocks/use (percent)	6.1	6.1	7.6	9.9
Season-avg. farm price (\$/bu.)	13.30	14.20	12.65	11.20

数据来源：USDA，兴证期货研究咨询部

图表 7: Conab 下调巴西大豆产量

REGIÃO/UF	ÁREA (Em mil ha)			PRODUTIVIDADE (Em kg/ha)			PRODUÇÃO (Em mil t)		
	Safra 22/23	Safra 23/24	VAR. %	Safra 22/23	Safra 23/24	VAR. %	Safra 22/23	Safra 23/24	VAR. %
	(a)	(b)	(b/a)	(c)	(d)	(d/c)	(e)	(f)	(f/e)
NORTE	3,010.5	3,243.4	7.7	3,373	3,095	(8.2)	10,153.4	10,037.3	(1.1)
RR	123.0	142.1	15.5	2,800	3,000	7.1	344.4	426.3	23.8
RO	595.0	601.0	1.0	3,423	3,260	(4.8)	2,036.7	1,959.3	(3.8)
AC	12.0	12.0	-	3,808	3,240	(14.9)	45.7	38.9	(14.9)
AM	6.9	9.4	36.2	2,880	2,960	2.8	19.9	27.8	39.7
AP	7.4	7.4	-	2,658	2,593	(2.4)	19.7	19.2	(2.5)
PA	939.5	1,001.5	6.6	3,063	3,063	-	2,877.7	3,067.6	6.6
TO	1,326.7	1,470.0	10.8	3,625	3,060	(15.6)	4,809.3	4,498.2	(6.5)
NORDESTE	4,019.2	4,243.4	5.6	3,785	3,494	(7.7)	15,213.2	14,824.8	(2.6)
MA	1,112.7	1,181.7	6.2	3,514	3,268	(7.0)	3,910.0	3,861.8	(1.2)
PI	976.6	1,072.3	9.8	3,634	3,436	(5.4)	3,549.0	3,684.4	3.8
CE	4.6	4.6	-	3,894	3,373	(13.4)	17.9	15.5	(13.4)
AL	5.6	5.6	-	3,405	3,063	(10.0)	19.1	17.2	(9.9)
BA	1,919.7	1,979.2	3.1	4,020	3,661	(8.9)	7,717.2	7,245.9	(6.1)
CENTRO-OESTE	20,494.5	20,826.5	1.6	3,792	3,278	(13.5)	77,708.2	68,278.4	(12.1)
MT	12,086.0	12,134.3	0.4	3,773	3,184	(15.6)	45,600.5	38,635.6	(15.3)
MS	3,775.0	4,001.5	6.0	3,723	3,335	(10.4)	14,054.3	13,345.0	(5.0)
GO	4,547.4	4,602.0	1.2	3,900	3,474	(10.9)	17,734.9	15,987.3	(9.9)
DF	86.1	88.7	3.0	3,699	3,500	(5.4)	318.5	310.5	(2.5)
SUDESTE	3,468.2	3,513.8	1.3	3,823	3,420	(10.5)	13,257.9	12,015.7	(9.4)
MG	2,171.3	2,216.9	2.1	3,844	3,431	(10.7)	8,346.5	7,606.2	(8.9)
SP	1,296.9	1,296.9	-	3,787	3,400	(10.2)	4,911.4	4,409.5	(10.2)
SUL	13,087.7	13,261.5	1.3	2,925	3,337	14.1	38,276.8	44,247.5	15.6
PR	5,799.2	5,793.4	(0.1)	3,860	3,350	(13.2)	22,384.9	19,407.9	(13.3)
SC	733.4	795.0	8.4	3,918	3,713	(5.2)	2,873.5	2,951.8	2.7
RS	6,555.1	6,673.1	1.8	1,986	3,280	65.2	13,018.4	21,887.8	68.1
NORTE/NORDESTE	7,029.7	7,486.8	6.5	3,608	3,321	(8.0)	25,366.6	24,862.1	(2.0)
CENTRO-SUL	37,050.4	37,601.8	1.5	3,488	3,312	(5.1)	129,242.9	124,541.6	(3.6)
BRASIL	44,080.1	45,088.6	2.3	3,507	3,314	(5.5)	154,609.5	149,403.7	(3.4)

数据来源: Conab, 兴证期货研究咨询部

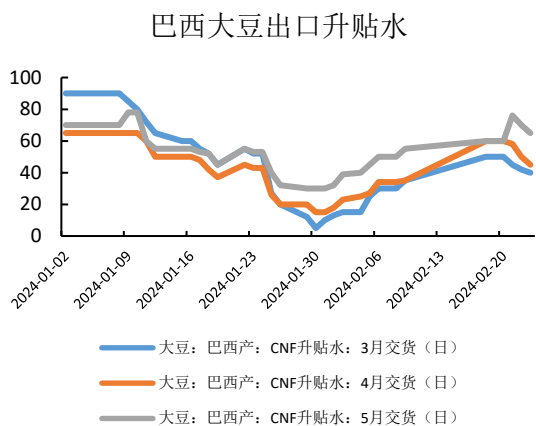
2.1.2 出口端

美豆出口放缓, 出口前景仍然偏弱。截至 2 月 22 日, 美豆出口进度达 64%, 低于去年同期水平 4%, 2 月出口量为 540 万吨, 同比下降 10%, 出口中国量达 339 万吨, 同样低于同期水平。受巴西大豆挤占影响, 美豆出口持续担忧。目前巴西大豆出口升贴水大幅低于美豆, 价格优势导致巴西大豆挤占美豆份额, 而美国开始进口巴西大豆同样暗示着市场价格进一步向巴西大豆倾斜。

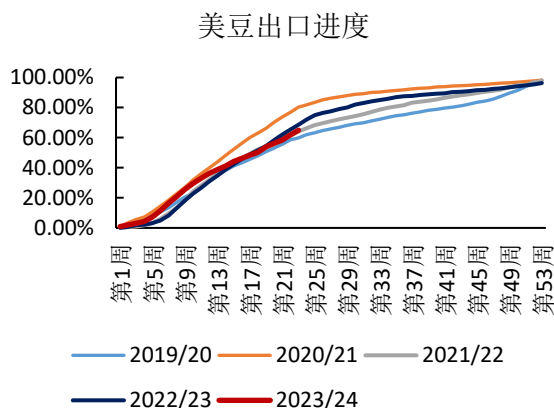
巴西 2 月出口量同样不及去年同期, 整体需求有待观察。SECEX 出口数据表示, 2 月巴西大豆出口量为 499 万吨, 低于去年同期水平, 中国进口需求下降将对巴西出口形成一定影响。目前油厂压榨利润持续亏损, 国内油厂买船意愿下降, 中储粮大单采购结束同样降低了巴西大豆的出口数量。目前巴西大豆 CNF 价升贴水企稳回升, 4-6 月升贴水为 85 美分、99 美分与 114 美分, 大豆性价比有所下降。销售进度偏慢同样影响巴西出口报价。根据机构调研显示, 当前巴西大豆销售进度仅为

20%-30%，销售进度相对偏慢，由于巴西大豆含水量较高，港口仓储库容不足，若未来出口量持续偏低，出口卖压仍将进一步释放，出口升贴水存在回落可能。

图表 8：巴西 CNF 价升水回升



图表 9：美豆出口进度偏慢



数据来源：汇易网，USDA，兴证期货研究咨询部

图表 10：美豆出口情况



数据来源：USDA，兴证期货研究咨询部

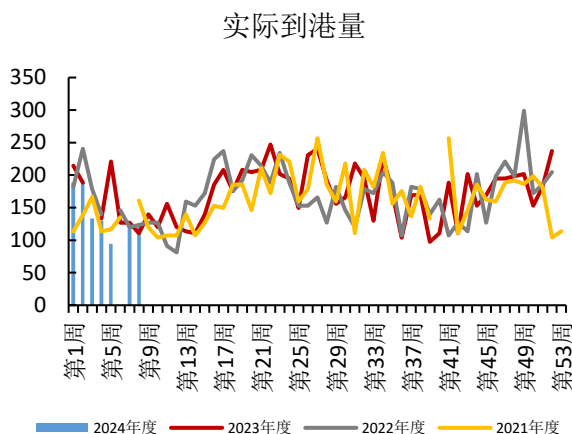
2.2 豆粕基本面

2.2.1 大豆进口与压榨

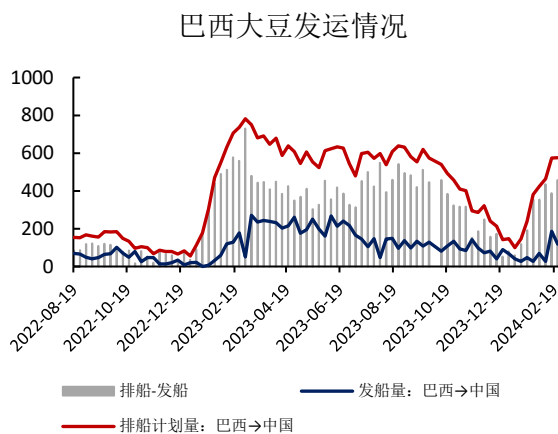
2 月大豆到港量偏低。受春节影响，1-2 月大豆到港量存在季节性回落现象，与相比于往年春节所在月份的到港量，本年度 2 月实际到港量仅为 344.5 万吨，远低于去年同期 536.5 万吨与往年平均水平。根据中国粮油信息网数据显示，2-3 月我国大豆到港量仅为 550 万吨左右，远低于往年

水平，但是 4-6 月大豆月均到港量将达 1000 万吨左右，二季度大豆供应较为充裕，尚未出现明显供应短缺情况。

图表 11: 大豆到港量



图表 12: 大豆库存差值



数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询部

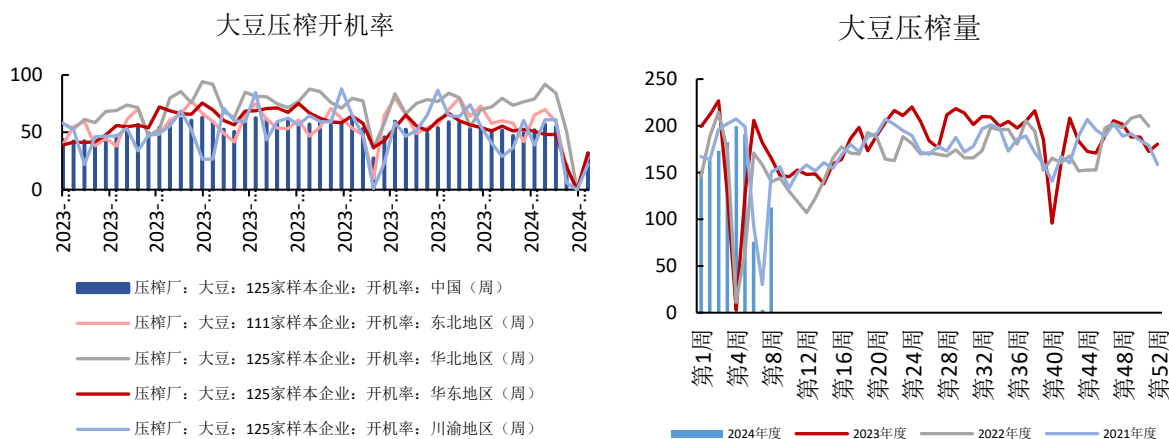
2.2.1 国内大豆压榨情况

2 月大豆压榨开工率较低，节后油厂开工逐渐回升。今年春节油厂停工较早、开工较晚，整体停工时间长于往年水平，2 月油厂平均开工率为 27.5%，低于往年水平，受其影响，2 月大豆压榨量同样偏低。截至 2 月 22 日，全国规模以上油厂压榨量为 382.95 万吨，豆粕产量为 275.02 万吨。压榨利润方面，目前油厂压榨普遍亏损，但是亏损空间持续收窄，由月初亏损接近 700 元/吨下降到亏损 400 元/吨，大豆进口成本下降在一定程度上减轻了油厂的亏损幅度。目前广东、江苏、辽宁、山东、天津压榨利润分别为-405.6 元/吨、-405.6 元/吨、-372.8 元/吨、-415.6 元/吨与-407.75 元/吨。但随着近期巴西大豆升贴水波动，进口成本存在上升可能，大豆压榨利润预计出现波动。

远月压榨利润逐渐回正，油厂压榨意愿预计逐渐上升。通过测算巴西大豆进口压榨利润发现，大豆压榨利润开始回升，巴西豆 2、3 季度压榨利润基本位处 40-140 元/吨左右，油厂榨利回升预计将对压榨意愿形成一定提振，远期豆粕供应有所保证。

图表 13: 油厂开机率

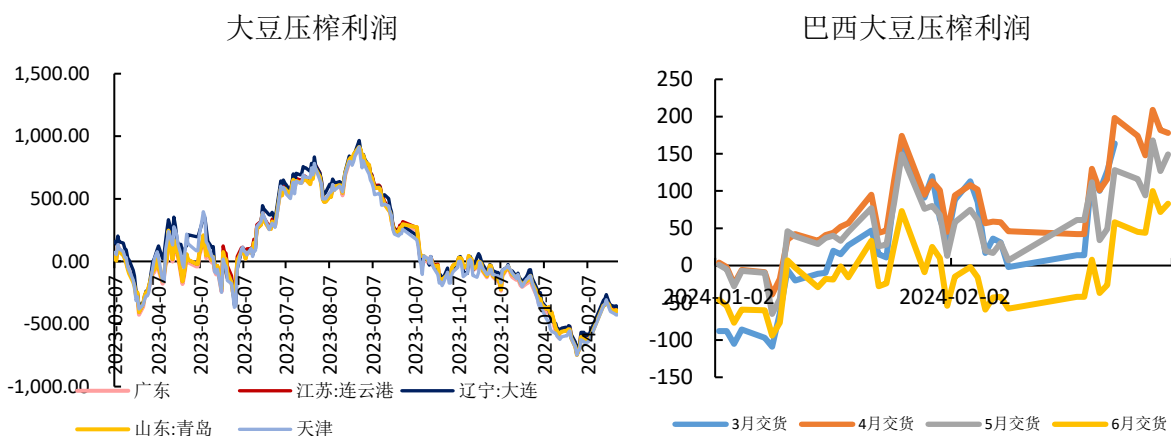
图表 14: 大豆压榨量



数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 大豆压榨利润

图表 16: 各船期巴西大豆压榨利润



数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询部

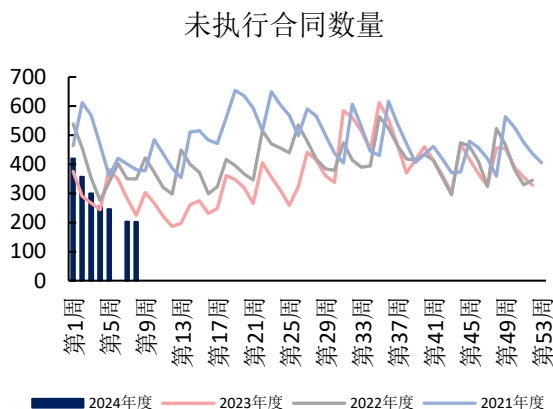
2.2.2 国内豆粕需求

节后豆粕成交清淡, 整体采购不佳。受春节影响, 2月豆粕成交量有所下降。截至2月29日, 国内豆粕成交量为192.52万吨, 与去年春节水平基本持平, 但是节后豆粕采购不及往年水平, 成交量连续下行, 下游市场对豆粕采购意愿较低。提货量为199.19万吨, 低于去年水平, 未成交合约数量同样出现下降, 截至2月22日仅为204万吨, 低于去年同期水平, 目前下游采购情绪尚未出现明显提振。

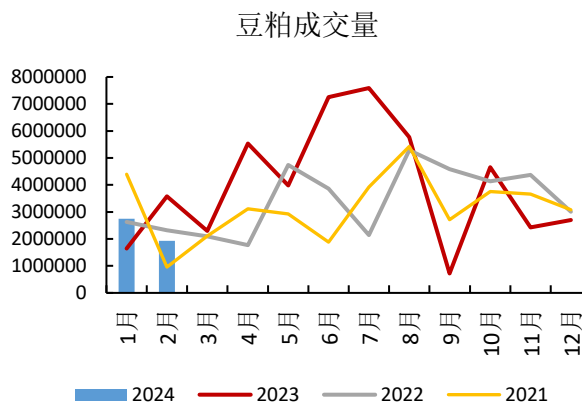
养殖方面, 节后猪肉价格持续走低, 养殖利润重回亏损。存栏方面, 能繁母猪下降至4067万头, 同比下降6.8%, 远期生猪存栏量预计下降。养殖利润方面, 随着豆粕、玉米价格走低,

养殖成本对利润挤占下降，猪肉价格成为影响养殖利润的重要因素。节后猪肉价格由 15 元/千克下降至 13.65 元/千克附近，生猪养殖利润转亏。截至 2 月 22 日，外购生猪养殖利润降至-87.39 元/头，自繁自养生猪养殖利润为-25.96 元/吨，屠宰利润为-33.27 元/头，虽然近期生猪价格小幅上升，但是节后需求淡季制约猪肉价格，豆粕饲料需求有限。

图表 17: 豆粕未执行合约数量

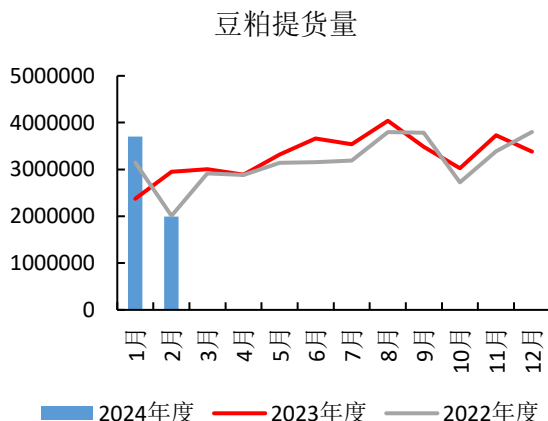


图表 18: 豆粕成交量

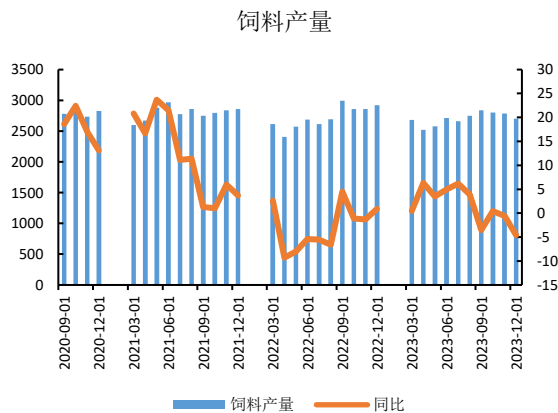


数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 豆粕提货量

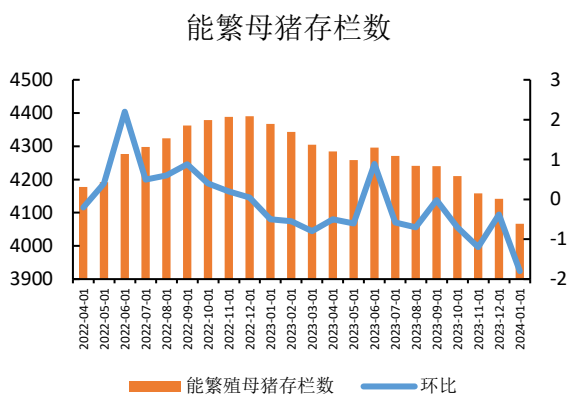


图表 20: 饲料月度产量

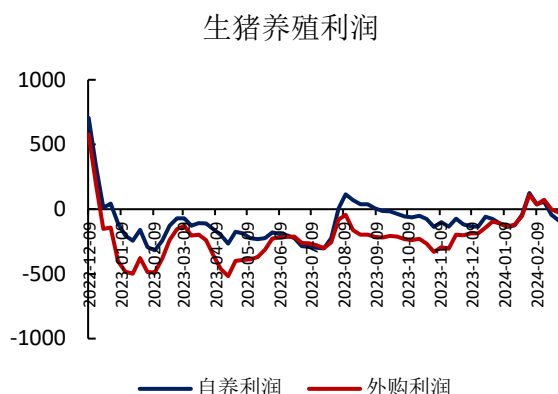


数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询部

图表 21: 能繁母猪存栏



图表 22: 生猪养殖利润

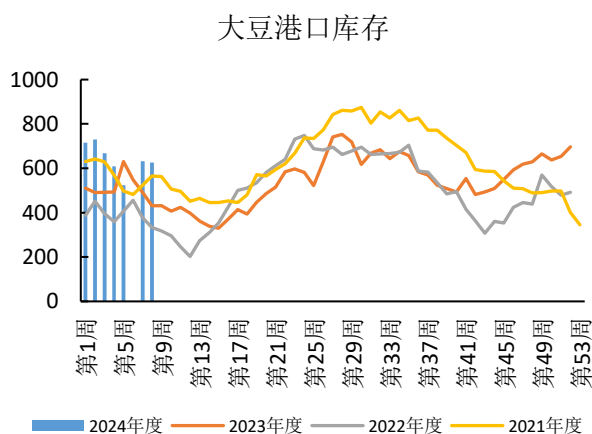


数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询部

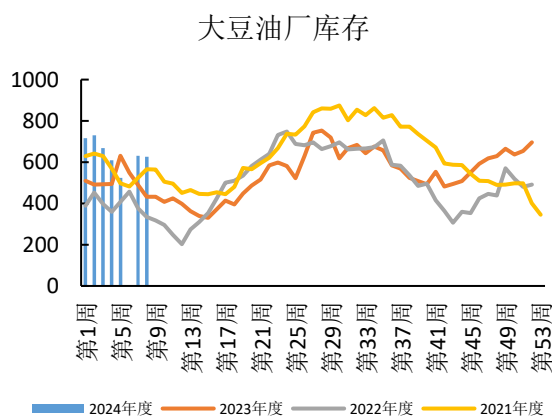
2.2.3 国内豆粕库存

2月大豆库存较9月有所下降,近期库存逐渐回升。截至2月23日,进口大豆港口库存为626.13万吨,较月初有所回升,油厂库存同样回升至518.54万吨,高于月初水平,大豆库存上升在一定程度上促进豆粕生产。豆粕库存下降至49.66万吨,节日采购叠加开工下降导致豆粕去库。但随着节后油厂开工逐渐恢复,豆粕库存存在回升可能。

图表 23: 大豆港口库存

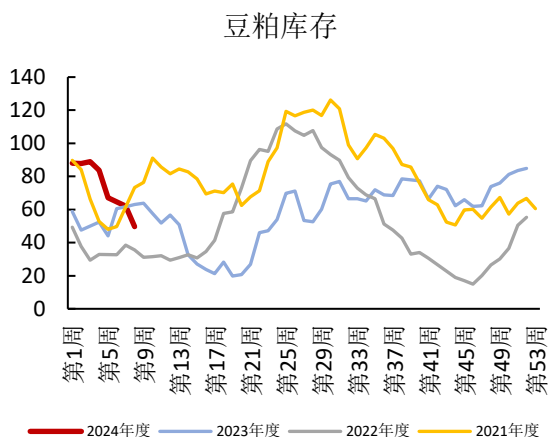


图表 24: 大豆油厂库存

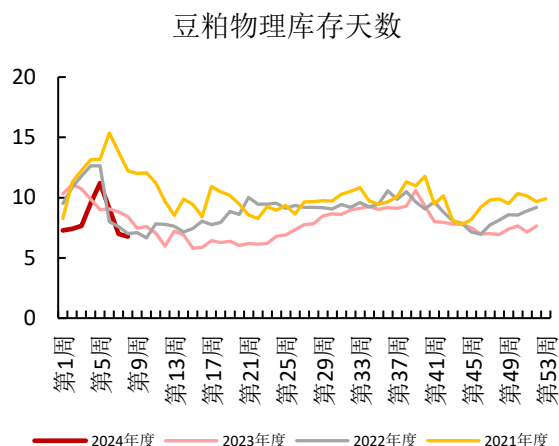


数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询部

图表 25: 豆粕库存



图表 26: 豆粕物理库存天数



数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询部

3. 结论

2 月豆粕价格持续底部震荡, 等待方向指引。巴西升贴水企稳回升, 抵消部分美豆跌幅, 一定程度反应了产量下降带来的出口下调可能, 巴西农户惜售现象也在侧面反映出口卖压可能有所缓解, 巴西升贴水存在一定支撑。阿根廷大豆整体生长较好, 产量潜力约为 5000-5250 万吨, 南美丰产未发生改变。美豆受巴西大豆出口挤占, 出口仍然偏弱, 盘面尚未出现明显提振因素。

豆粕方面, 目前豆粕库存回归中性水平, 但节后油厂销售偏弱, 下游消费情绪不佳, 需求偏弱将拖累盘面。3 月大豆到港量相对较低, 叠加近期大豆榨利亏损, 油厂压榨意愿同样有所下降。节后生猪养殖利润重回亏损局面, 能繁母猪持续下降, 养殖端对豆粕需求下降。近期豆粕整体延续偏空震荡运行, 巴西升贴水与 USDA3 月对巴西产量的调整情况。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。