

供需逐步转向宽松 豆粕面临下行风险

内容提要:

- ◆ 一季度 CBOT 大豆走势先抑后扬，但仍维持在低位区间。从趋势上看，1-2 月份呈现大幅下跌的走势，最低下探至 1128.50 美分/蒲，而后止跌企稳。3 月随着 CFTC 基金空头获利平仓，CBOT 大豆反弹，价格连续上探至 1200 美分/蒲附近。一季度国内豆粕亦呈现先抑后扬的走势，但触底反弹的时间早于美豆。
- ◆ 国际大豆市场供应逐步转向宽松，大豆产量增加主要因素为南美大豆产量大幅增加以及美豆单产上调。进入 5 月，美豆播种开始提速，种植进度的快慢决定了最终单产情况，因此 5 月关注的重点将从南美逐渐转向北美，关注天气因素扰动。
- ◆ 国内大豆供应阶段性收紧，持续高位震荡的美国大豆价格拖累了今年我国自美国的进口量。
- ◆ 豆粕下游消费主要是饲料养殖，养殖利润不佳依然是影响蛋白粕需求的主要矛盾。随着生猪养殖利润的见底回升，二季度国内豆粕需求或有好转。
- ◆ **总结及策略推荐:** 4 月南美大豆将逐步上市，丰产预期即将落地，美豆新季作物种植面积预期良好，供应端将面临较大压力，国内下游消费需求预期平稳，近期连粕主力 09 合约或面临 3400 元/吨一线的上行阻力，呈现 3150-3400 点区间宽幅震荡。5 月过后，美豆市场或将围绕天气因素展开炒作，国内豆粕关注成本驱动下的上行机会。
- ◆ **风险点:** 南美大豆集中供给（利空）、美豆天气炒作（利多）、大豆集中到港（利空）。

豆类/油粕

葛妍

分析师

从业资格证: F3052060

投资咨询证: Z0017892

TEL: 0516-83831165

E-MAIL:

geyan@neweraqh.com.cn

英国萨塞克斯大学管理与金融专业理学硕士，FRM 持证人，中级经济师。主要从事国债及航运期货研究。

近期报告回顾

大幅冲高后

短线面临回调压力

2024-04-02

第一部分 行情回顾：CBOT 先抑后扬

一季度 CBOT 大豆走势先抑后扬，但整体维持在低位区间。其中，1、2 月份呈现大幅下跌的走势，最低下探至 1128.50 美分/蒲，而后止跌企稳，下行的主要驱动来自南美大豆的供应压力，1 月巴西大豆中西部产区旱情得到缓解，各家机构下调巴西大豆产量，不过阿根廷大豆产量大幅增加，总体上南美产量上行，美豆份额受到挤压，供应主导下美豆连续走弱。3 月随着 CFTC 基金空头获利平仓，CBOT 大豆止跌反弹。国际原油价格高涨，美豆油走高以及美元回落也对美豆有所推动，美豆期货价格连续上探至 1200 美分/蒲附近。

图 1. CBOT 大豆月线走势图（单位：美分/蒲式耳）



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

一季度国内豆粕亦呈现先抑后扬的走势，但触底反弹的时间早于美豆。年初至 2 月底豆粕下跌主要是基于需求倒逼下的价格走弱，随后巴西大豆升贴水的反弹以及人民币的疲软，进口成本止跌回升，豆粕有所反弹。3 月国内大豆进口量不及预期，国内豆粕期现货市场随之大幅上行。

图 2. DCE 豆粕月线走势图（单位：吉林特/吨）



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

第二部分 全球大豆市场供给分析

整体上看，国际大豆市场供应逐步转向宽松。美国农业部预计，2023/24 年度全球大豆产量接近 4 亿吨，再创历史新高。大豆产量增加主要因素为南美大豆产量大幅增加以及美豆单产上调。

从季节性上看，巴西大豆播种从 10 月开始，收割大约从 3 月开始；阿根廷大豆第一季 10 月底开始种植，次年 2-3 月收割，第二季种植 1 月播种，5 月收获，也就是说南美大豆(巴西、阿根廷)的收获期是每年的 3-5 月；美国大豆 4 月播种 9 月收获，10 月结束。二季度看，4 月为巴西现货供应最高峰，同时阿根廷开始收割，南美的供应压力将会对市场造成扰动。进入 5 月，美豆播种开始提速，种植进度的快慢决定了最终单产情况，因此 5 月关注的重点将从南美逐渐转向北美，关注天气因素扰动。

表 1. 巴西大豆收获进度加快

		一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月
大豆耕作时间分布	中美						种植期	开花期		灌浆期		收获期	
	巴西		开花期										种植期
				灌浆期									
					收获期								
	阿根廷			开花期	灌浆期		收获期						种植期
			种植期		开花期	灌浆期		收获期					种植期
需要关注的因素		1. 巴西: 实际播种面积, 天气; 2. 阿根廷: 播种进度, 播种面积; 3. 美国: 消费情况; 4. 中美: 运输条件。	1. 阿根廷: 种植面积; 2. 阿、巴: 天气状况; 3. 中美: 消费情况, 运输条件。	1. 中美: 种植意向, 种子品质, 转基因大豆比例; 2. 巴西: 收割进度; 3. 阿根廷: 天气。	1. 巴、阿: 收割速度、预计产量; 2. 中美: 种植意向, 种子质量。	1. 巴、阿: 收割进度、预计产量; 2. 中美: 预测种植面积, 种植进度。	1. 巴、阿: 实际产量, 消费情况; 2. 美国: 种植进度, 妨碍种植保险; 3. 中美: 库存。	1. 美: 实际种植面积, 结转库存; 2. 中美: 天气; 3. 巴、阿: 消费情况。	美国: 天气、结转库存。	1. 美国: 实际库存; 2. 中美: 天气; 3. 巴、阿: 种植意向。	1. 中美: 收割进度, 预计产量; 2. 巴、阿: 种植进度, 预计播种面积。	1. 中美: 收割进度, 预计产量; 2. 巴、阿: 种植意向。	1. 中美: 实际产量, 运输条件, 消费情况; 2. 巴、阿: 种植面积。

资料来源: 新纪元期货研究

一、 3 月 USDA 报告仍显示供需过剩

3 月供需平衡表整体调整不大，美国和阿根廷两大主产国未出现调整。虽然巴西大豆产量下调，但幅度不大，出口大幅调增，降低了 2023/24 新季巴西大豆的库存压力，报告中性偏多。

美国方面，USDA 预估 2023/24 年度大豆产量为 41.65 亿蒲，总供应量为 44.59 亿蒲，总需求量为 41.44 亿蒲，期末库存维持在 3.15 亿蒲，美国数据依旧呈现出供过于需的格局。

巴西方面，USDA 将巴西 2023/24 年度大豆产量预估调降 100 万吨至 1.55 亿吨，下调原因主要来自单产环比下降 0.3 蒲式耳/英亩，面积维持不变。报告将巴西大豆的出口预估上调 300 万吨至 1.03 亿吨，巴西大豆对美豆的竞争优势体现在出口增加上。最终巴西大豆结转库存下调 325 万吨，环比降幅 8.95%。

表 2. USDA3 月供需平衡表-美国

大豆	2021/22	2022/23 Est.	2023/24 预估	2023/24 预估
			2 月	3 月
播种面积(万英亩)	8720	8750	8360	8360

收获面积(万英亩)	8630	8620	8240	8240
每英亩产量(亿蒲式耳)	51.7	49.6	50.6	50.6
期初库存(亿蒲式耳)	2.57	2.74	2.64	2.64
产量(亿蒲式耳)	44.64	42.7	41.65	41.65
进口量(亿蒲式耳)	0.16	0.25	0.3	0.3
总供应量(亿蒲式耳)	47.37	45.69	44.59	44.59
压榨量(亿蒲式耳)	22.04	22.12	23	23
出口量(亿蒲式耳)	21.52	19.92	17.2	17.2
种子用量(亿蒲式耳)	1.02	0.97	1.02	1.02
残余用量(亿蒲式耳)	0.05	0.04	0.22	0.22
总使用量(亿蒲式耳)	44.64	43.05	41.44	41.44
期末库存(亿蒲式耳)	2.74	2.64	3.15	3.15
平均农场价格(美元/蒲)	13.3	14.2	12.65	12.65

资料来源: USDA 新纪元期货研究

二、 巴西：收获进度加快

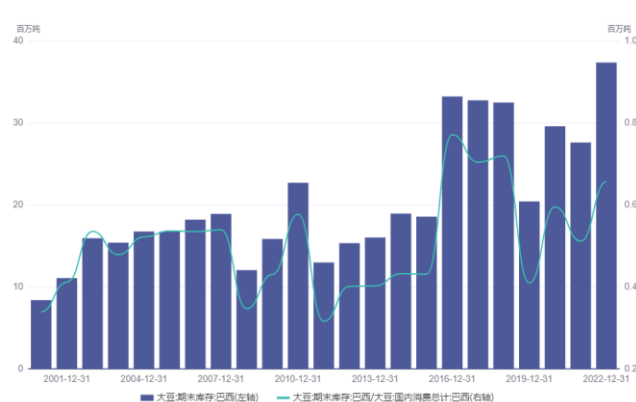
因天气晴朗,近期巴西大豆收获进度明显加快。据农业咨询机构 Patria Agronegocios 3月22日消息,巴西 2023/24 年度大豆收割率达到 69.33%,较前一周增加 7 个百分点,收割步伐略微落后于 2023 年同期的 70.42%,以及过去五年历史均值的 71.73%。受干旱影响,单产下降较多,即使播种面积比上年度增加,总产量也比上年度有所下降。咨询机构 Agro Consult 表示,巴西 2023/2024 年度大豆产量预计为 1.522 亿吨,比 2022/2023 年度减少 4.7%,和 2 月预测维持一致。这说明最近一段时间,巴西大豆生产形势并没有进一步恶化。

图 3. 巴西进口大豆升贴水回升 (美元/吨)



资料来源: iFind 新纪元期货研究

图 4. 巴西大豆期末库存 (百万吨)



资料来源: iFind 新纪元期货研究

近期巴西大豆升贴水回升,销售进度偏慢导致巴西基层挺价情绪浓厚,到岸升贴水从 2 月中旬的 30 美分/蒲一线迅速回升至近期的 120 美分/蒲一线。但在大豆供应整体趋松背景下,后续巴西大豆销售压力逐步体现,或

将导致升贴水重新回落。

三、 阿根廷：恢复性增产

由于播种面积增加以及雨水较多，2023/24年度阿根廷大豆产量恢复性增长。USDA供需报告在1-3月均给出了5000万吨的产量预期，较2022/23年度的2500万吨增幅100%。据BAGE数据显示：截至3月20日当周，阿根廷大豆作物状况总体继续改善，其中优良率为31%（上周30%，去年同期2%）；评级一般的比例为53%（上周54%，去年同期26%），评级差劣的比例稳定在16%，去年同期72%。阿根廷大豆有望弥补巴西大豆减产带来的供应损失，使南美大豆得以实现丰产。

四、 美国：供应增加、出口受阻

一季度，美豆2023/24年度产量预估较去年得到一定程度的修复上调，按照美农年度作物展望数据来看，2024/25年度美豆种植面积预期同比大幅增长，产量及期末库存同比均呈现增加态势。

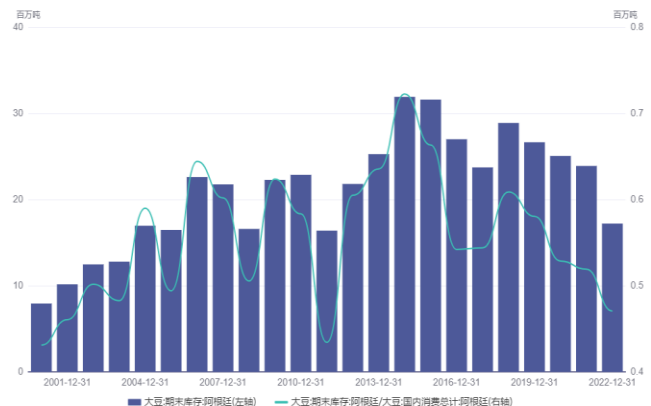
近期公布的美国大豆种植面积及季度库存数据基本符合预测，播种意向报告显示，2024年美国农户计划种植8651万英亩大豆，比上年增长3%，将是有记录以来第五高，与市场预期基本一致，但是低于美国农业部2月预测的8750万英亩。季度库存报告显示，截至2024年3月1日，美国大豆库存总计18.5亿蒲，同比增加9%，高于市场预期的18.28亿。大豆种植投入相对较低，在美豆跌至三年低点后，农民转向大豆种植意愿有所增加。

图5. 巴西大豆供应增加（美分/蒲式耳）



资料来源：iFind 新纪元期货研究

图6. 阿根廷大豆供需平衡表（百万吨）



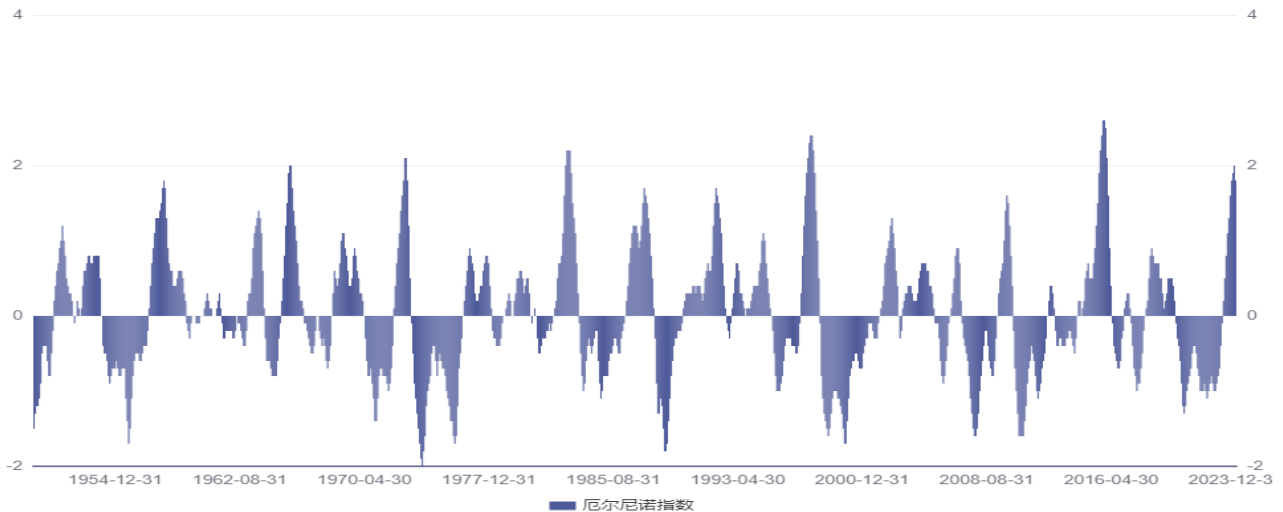
资料来源：iFind 新纪元期货研究

来自南美的竞争激烈以及美元走强，继续限制美国大豆出口。美国农业部发布的周度出口销售报告显示，截至2024年3月21日当周，美豆出口净销售38.39万吨，其中2023/24年度净销售量为263,900吨，比上周低了47%，比四周均值低了26%。2024/25年度净销售量为12万吨，一周前为300吨，这一数据也低于市场预期。当周对华销售仍占据主流，出口量为34.73万吨，不过未知目的地取消超过24万吨订单，导致当周美豆出口销量受限。2023/24年度迄今，美国对华大豆销售总量（已经装船和尚未装船的销售量）为2330万吨，同比降幅缩窄至24.4%，上周是同比降低25.2%，两周前同比降低25.8%。

五、 厄尔尼诺转向中性，三季度拉尼娜发生概率较大

厄尔尼诺事件的影响趋于减弱并结束，而拉尼娜现象可能在今年晚些卷土重来。世界气象组织(WMO)3月5日表示，厄尔尼诺天气模式已开始减弱，但全球气温将继续高于平均水平。厄尔尼诺和拉尼娜是在太平洋形成的反复出现的气候模式，平均每两到七年发生一次，其可以对美国的作物生长季产生影响。通常，厄尔尼诺气候下，美国中西部气温较为凉爽，降雨正常。对阿根廷、美国、巴西等大豆主产国，厄尔尼诺现象一般会提高上述国家的大豆产量。而在拉尼娜气象下，气温可能偏热，也更为干燥。美国国家海洋和大气管理局(NOAA)3月早些时候曾表示，2024年6-8月发生拉尼娜的可能性为62%，或影响大豆生产。

图7. 厄尔尼诺指数示意图



资料来源：iFind 新纪元期货研究

第三部分 国内大豆市场供需分析

一、进口大豆4-5月到港量有望恢复

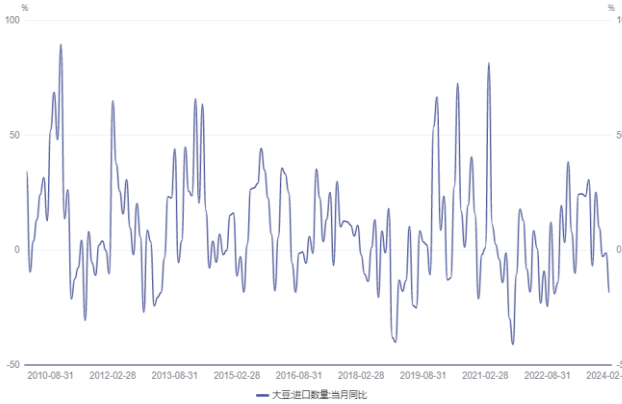
据海关总署公布数据显示，2024年1-2月中国大豆进口量为1304万吨，同比降低8.8%，创下五年同期最低值。其中巴西所占份额为53%，美国份额为38%。

1-2月我国自巴西进口的大豆量为696.39万吨，较去年同期的224.06万吨显著增加210.81%。其中1月从巴西进口大豆407.46万吨，环比减少18.18%，同比增加122.47%；2月从巴西进口大豆288.93万吨，环比减少29.09%，同比增加606.97%。往年1-2月，因巴西处于新季大豆收获早期，国内进口大豆基本以美国供应主导，但2023年巴西大豆供应量庞大、具有吸引力的价格使得中国买家加大了采购力度。据Mysteel统计，2024年以来，巴西大豆升贴水价格远低于美国大豆升贴水价格，预计3月我国进口巴西大豆量将高于往年同期。

与此同时，我国自美国进口的大豆累计495.73万吨，较去年同期的1158.59万吨大幅缩减57.21%。其中1月从美国进口大豆量为332.59万吨，环比减少13.59%，同比减少21.69%；2月从美国进口大豆量为163.13万吨，环比减少50.95%，同比减少70.13%。相较于低廉的巴西大豆，持续高位震荡的美国大豆价格拖累了今年我

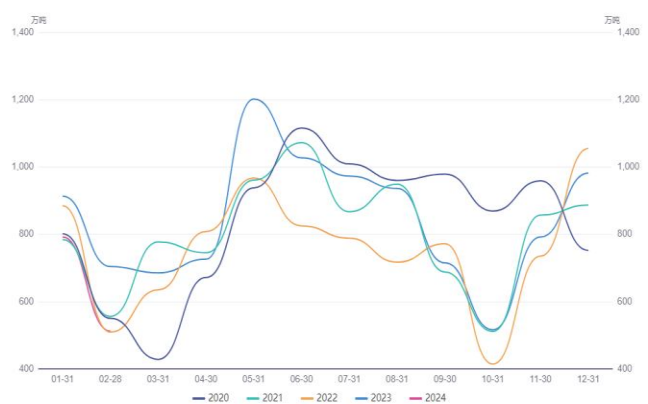
国自美国的进口量。据美国农业部数据显示，2024 年 3 月 1 日至 3 月 28 日，美国自中国的大豆出口检疫运输量 243.72 万吨，预计 3 月我国进口美国大豆量或继续低于去年同期。

图 8. 我国大豆进口同比下行 (%)



资料来源：iFind 新纪元期货研究

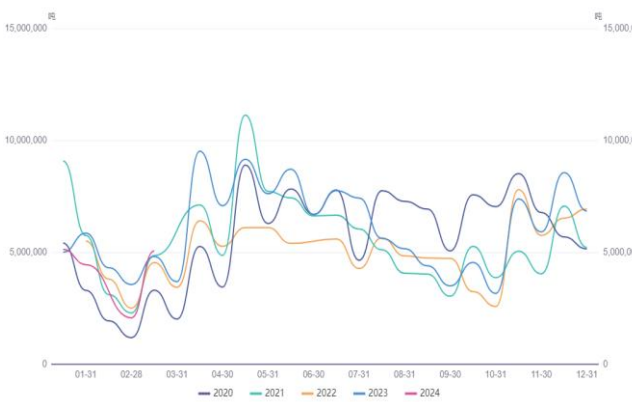
图 9. 1-2 月份大豆进口量下降 (万吨)



资料来源：iFind 新纪元期货研究

4-5 月大豆到港预计增加，据 Mysteel 对国内各港口到船预估初步统计，2024 年 3 月份国内主要地区 125 家油厂大豆到港预估 89.5 船，共计约 581.75 万吨（本月船重按 6.5 万吨计）；预计 2024 年 4 月 920 万吨，5 月 950 万吨。

图 10. 我国大豆到港预期回升 (吨)



资料来源：iFind 新纪元期货研究

图 11. 我国大豆港口库存有所回升 (万吨)



资料来源：iFind 新纪元期货研究

二、油厂开工率有望回升

年初以来，我国沿海油厂大豆平均开机率处于历史同期均值偏低位置，主要是前期压榨利润偏低且到港量预期偏少，油厂缺豆停机制约压榨产能。截至 3 月 29 日，油厂开工率降至 44%，开工率仍然偏低，大豆压榨量预计达 152.24 万吨，豆粕产量为 107 万吨左右，与往年水平基本持平。压榨利润回正，广东、江苏、辽宁、山东、天津压榨利润分别为 243.05 元/吨、243.05 元/吨、302.95 元/吨、233.05 元/吨以及 189.5 元/吨。4 月份大豆大量到港且后市预期压榨利润较好，后期油厂开工率预计稳步回升。

库存方面，由于 2023 年 11 月以来终端对于豆粕的需求较为疲软，导致结转到今年的大豆及豆粕库存偏多，

且豆粕库存主要集中在上游。与此同时，大豆进口到港量偏少，目前中下游豆粕库存偏低，截至 3 月 22 日，进口大豆港口库存降至 404.67 万吨，油厂库存增加至 327.49 万吨，豆粕库存降至 36.12 万吨。随着 4 月份大豆集中到港量增加，大豆及豆粕库存有望季节性回升。

三、 养殖效益有望修复 豆粕需求或有好转

豆粕下游消费主要是饲料养殖，养殖利润不佳依然是影响蛋白粕需求的主要矛盾。目前猪肉价格回升，截至 3 月 22 日，猪肉出栏价回升至 15.32 元/千克附近，下游消费有所上升，养殖利润也出现回升。2023 年生猪养殖利润持续处于负区间，2024 年春节后养殖利润出现明显修复。据博亚和讯数据显示截止到 4 月 5 日外购生猪养殖利润为 120.91 元/头，较三月初回升 137.44 元/头。自繁自养生猪养殖利润为-42.17/吨，较三月初回升 189.61 元/头。外购仔猪的养殖收益明显增加，伴随着生猪价格的回暖，下游企业采购也较春节前明显积极。

图 12. 全国能繁母猪存栏下降（万头）



资料来源：iFind 新纪元期货研究

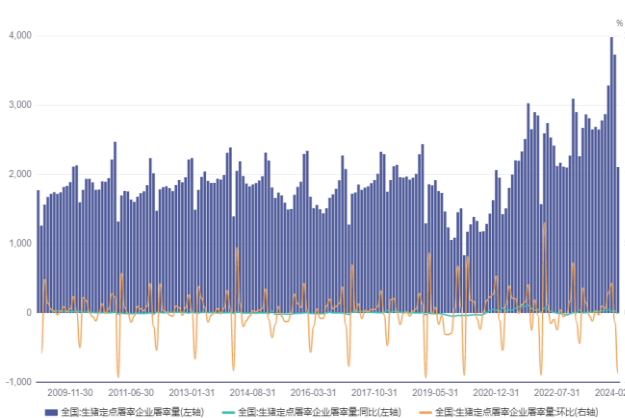
图 13. 河南外三元生猪市场价格略有上行（元/吨）



资料来源：iFind 新纪元期货研究

生猪市场产能持续去化，农业农村部数据显示，2 月全国能繁母猪存栏 4042 万头，环比下滑 0.6%，同比下滑 6.9%，较 22 年高点下滑 7.93%。不过近期二育意愿上升，对豆粕需求形成一定提振，但力度有限。

图 14. 生猪屠宰量一季度有所上行（%）



资料来源：iFind 新纪元期货研究

图 15. 自繁自养和外购仔猪养殖利润回升（元/头）



资料来源：iFind 新纪元期货研究

对于禽类养殖而言，2023 年养殖利润出现较长时间亏损，2024 年出现了利润修复，但目前仍处于负利润区

间。截至3月中旬，白羽肉鸡的养殖利润为-2.51元/羽，817肉杂鸡的养殖利润为-1.43元/羽，肉鸭的养殖利润为-0.89元/羽，市场整体信心仍然不足。蛋禽养殖表现要好于生猪和肉禽，整体仍处于正利润区间，最新的数据显示，截至3月中旬，蛋鸡养殖利润预期为0.59元/只，整体需求保持平稳。

3月以来，国内豆粕单周提货量维持在140万吨左右，日均提货量在20万吨左右。随着生猪养殖利润的见底回升，二季度国内豆粕需求或有好转。

第四部分 总结与展望

全球大豆市场供应逐步转向宽松。美国农业部预计，2023/24年度全球大豆产量接近4亿吨，再创历史新高。大豆产量增加主要因素为南美大豆产量大幅增加以及美豆单产上调。虽然大豆压榨需求增速迅猛，但整体上看全球大豆供需依旧朝向宽松方向发展。二季度来看，4月份南美的供应压力将会对市场造成扰动，5月关注的重点将从南美逐渐转向北美，关注美豆市场天气炒作。

国内进口大豆4-5月到港量有望增加。2024年初以来，我国沿海油厂大豆平均开机率处于历史同期均值偏低位置，主要是前期压榨利润偏低且到港量预期偏少，油厂缺豆停机制约压榨产能。4月份大豆大量到港且后市预期压榨利润较好，后期油厂开工率以及大豆、豆粕库存有望回升。

二季度国内豆粕需求有望好转。豆粕下游消费主要是饲料养殖，养殖利润不佳依然是影响蛋白粕需求的主要矛盾。3月份以来，外购仔猪的养殖收益明显增加，伴随着生猪价格的回暖，下游企业采购也较春节前明显积极。随着生猪养殖利润的见底回升，二季度国内豆粕需求或有好转。

总结及策略推荐：4月南美大豆将逐步上市，丰产预期即将落地，美豆新季作物种植面积预期良好，供应端将面临较大压力，国内下游消费需求预期平稳，近期连粕主力09合约或面临3400元/吨一线的上行阻力，呈现3150-3400点区间宽幅震荡。5月过后，美豆市场或将围绕天气因素展开炒作，国内豆粕关注成本驱动下的上行机会。

风险点：南美大豆集中供给（利空）、美豆天气炒作（利多）、大豆集中到港（利空）。

免责声明

本研究报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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任何损失负任何责任。本报告仅反映撰写人的分析方法和观点，不代表新纪元期货股份有限公司的立场。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所获得许可，并需注明出处为新纪元期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼8-9层

南京分公司

电话：025-84706666

邮编：210019

地址：南京市建邺区庐山路168号1504室

成都分公司

电话：028-68850968

邮编：610004

地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952

邮编：518001

地址：深圳市罗湖区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

上海分公司

电话：021-61017395

邮编：200120

地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室

徐州营业部

电话：0516-83831113

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼9层

南京营业部

电话：025-84787996

邮编：210018

地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653

邮编：100007

地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826

邮编：510080

地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991

邮编：215028

地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516

邮编：226001

地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-67900698

邮编：400010

地址：重庆市南岸区江南大道2号国汇中心写字楼5-8