

供强需弱延续 豆粕上行仍受阻

内容提要:

- ◆ 4月CBOT大豆呈现出“V”型走势，整体维持在1150-1200区间。4月USDA供需报告略利空市场，随着美豆进入种植期，市场开始交易天气因素，盘面承压下跌至1150关口附近，随后利空消化，美豆小幅上行。
- ◆ 4月国内豆粕走势强于外盘，主力合约转移至2409合约，整体维持在3250-3400区间运行。市场驱动较为平淡，大豆到港预期开始释放，库存出现底部拐点，但巴西升贴水高位限制下行空间，豆粕价格震荡运行。
- ◆ 整体上看，国际大豆市场供应逐步转向宽松。季节性看，4月为巴西现货供应最高峰，同时阿根廷开始收割，南美大豆基本定产，南美炒作基本结束。进入5月，美豆播种开始提速，受到天气因素扰动，种植进度的快慢决定了最终单产情况，市场关注重点从南美逐渐转向北美。
- ◆ 国内供应方面，大豆价格高企及生猪利润微薄影响压榨积极性，3月大豆进口创四年同期最低水平。随着进口大豆到港增多，油厂开机率明显回升，短期供应压力将增加。
- ◆ 需求方面，生猪产能集中去化，存栏大幅下降，抑制了豆粕购销的热度。随着生猪养殖利润修复，5-6月份养殖情绪仍较弱，下半年或迎来好转。
- ◆ **总结及策略推荐：**豆粕供强需弱格局延续，但巴西升贴水高位下，下行空间收到限制。连粕主力09合约仍面临3400元/吨一线的上行阻力，将围绕2200-3420点区间宽幅震荡。需关注大豆陆续到港下的库存拐点及美豆天气炒作情况。
- ◆ 风险点：巴西大豆升贴水（利多）、美豆天气炒作（利多）、大豆集中到港（利空）。

豆粕

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

供需逐步转向宽松

豆粕面临下行风险

2024-04-02

大幅冲高后

短线面临回调压力

2024-03-22

第一部分 行情回顾

4月CBOT大豆呈现出“V”型走势，整体维持在1150-1200区间。4月USDA供需报告略利空市场，随着美豆进入种植期，市场开始交易天气因素，盘面承压下跌至1150关口附近，随后利空消化，美豆小幅上行。

图 1. CBOT 大豆日线走势图（单位：美分/蒲式耳）



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

4月国内豆粕走势强于外盘，主力合约转移至2409合约，整体维持在3250-3400区间运行。市场驱动较为平淡，大豆到港预期开始释放，库存出现底部拐点，但巴西升贴水高位限制下行空间，豆粕价格震荡运行。

图 2. DCE 豆粕日线走势图（单位：元/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。季节性看，4月为巴西现货供应最高峰，同时阿根廷开始收割，南美大豆基本定产，南美炒作基本结束。进入5月，美豆播种开始提速，受到天气因素扰动，种植进度的快慢决定了最终单产情况，市场关注重点从南美逐渐转向北美。

表 1. 关注点转向北美天气

	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: 种植意向, 种子质量。 2. 中美: 预期种植面积, 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: 种植意向; 库存。	1. 中美: 收割进度, 预计产量; 2. 巴、阿: 种植意向; 预计播种面积。	1. 中美: 实际产量, 运输条件, 消费情况; 2. 巴、阿: 种植意向; 预计播种面积。

资料来源: 新纪元期货研究

一、 4 月 USDA 报告下调美国出口预估

4 月供需平衡表整体偏空, 报告将美豆出口量下调至 17 亿蒲式耳, 3 月预期为 17.2 亿蒲式耳, 环比减少 0.2 亿蒲式耳; 使得美豆期末库存上调至 3.4 亿蒲式耳, 3 月预期为 3.15 亿蒲式耳, 环比增加 0.25 亿蒲式耳, 高于市场预估。本次美豆出口下调, 主要是受到巴西大豆出口竞争的冲击。

表 2. USDA4 月供需平衡表-美国

大豆	2021/22	2022/23Est	2023/24 预估 (3 月)	2023/24 预估 (4 月)	变动
播种面积(单位: 万英亩)	8720	8750	8360	8360	
收获面积(单位: 万英亩)	8630	8620	8240	8240	
每英亩产量(单位: 亿蒲式耳)	51.7	49.6	50.6	50.6	
期初库存(单位: 亿蒲式耳)	2.57	2.74	2.64	2.64	
产量(单位: 亿蒲式耳)	44.64	42.7	41.65	41.65	
进口量(单位: 亿蒲式耳)	0.16	0.25	0.3	0.25	-0.05
总供应量(单位: 亿蒲式耳)	47.37	45.69	44.59	44.54	-0.05
压榨量(单位: 亿蒲式耳)	22.04	22.12	23	23	
出口量(单位: 亿蒲式耳)	21.52	19.92	17.2	17	-0.2
种子用量(单位: 亿蒲式耳)	1.02	0.97	1.02	1	-0.02
残余用量(单位: 亿蒲式耳)	0.05	0.04	0.22	0.13	-0.09
总使用量(单位: 亿蒲式耳)	44.64	43.05	41.44	41.14	-0.3
期末库存(单位: 亿蒲式耳)	2.74	2.64	3.15	3.4	0.25

平均农场价格(单位: 美元/蒲)	13.3	14.2	12.65	12.55	-0.1
------------------	------	------	-------	-------	------

资料来源: USDA 新纪元期货研究

4 月报告继续维持对巴西和阿根廷产量预估不变, 这与市场普遍预期不同。受到天气因素的影响, 巴西的咨询机构和阿根廷的布交所分别对巴西和阿根廷产量预估有所下调, 而 USDA 报告对巴西和阿根廷的预期都较市场偏高。

二、 巴西: 进入生产后期

目前南美大豆已进入生产后期, 炒作基本结束, 产量略低于 2023 年。巴西国家商品供应公司 (CONAB) 表示, 截至 4 月 21 日, 巴西 2023/24 年度大豆收获进度为 86.8%, 比前一周高出 3.6%, 但是低于 2023 年同期的 89.0%, 这也是连续第六周低于 2023 年同期进度。其中头号大豆主产州马托格罗索州的收获进度为 99.5%, 高于上周的 98.6%, 2023 年同期为 100%。其他州的播种进度为, 帕拉纳 98% (上周 97%, 2023 年同期 97%), 圣保罗 100% (上周 100%, 2023 年同期 99%), 戈亚斯 92% (上周 87%, 2023 年同期 100%), 南马托格罗索 99% (上周 98%, 2023 年同期 100%)。另外, 4 月 11 日 CONAB 将 2023/24 年度巴西大豆产量调低至 1.4652 亿吨, 较 3 月预测的 1.46858 亿吨低了 34 万吨或 0.2%。如果预期最终成为现实, 与 2023 年的创纪录产量 1.546 亿吨相比, 巴西大豆将减少 808 万吨或 5.2%。

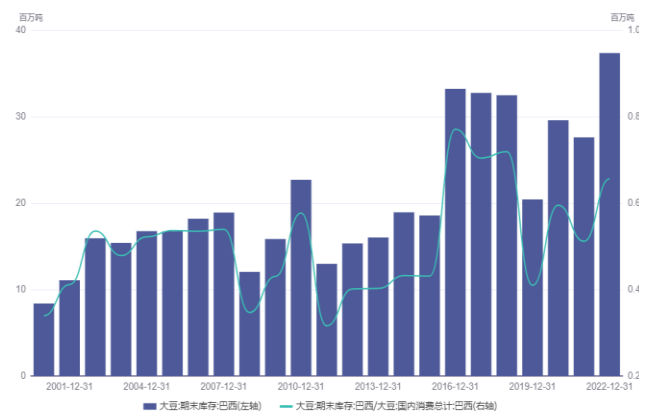
出口方面, 受巴西雷亚尔贬值及中国采购增加, 巴西农户销售进度加快, 整体升贴水报价表现坚挺。巴西全国谷物出口商协会 (ANEC) 数据显示, 巴西 4 月大豆出口量估计为 1374 万吨, 比前期预估的 1273 万吨高出 101 万吨, 也将高于 3 月的出口量 1356 万吨, 创下 2023 年 6 月以来的最高值。4 月巴西大豆升贴水持续上涨, 推高国内大豆进口成本。随着巴西大豆收割接近尾声, 阿根廷大豆逐步上市导致的出口竞争下, 卖压或有所增强, 巴西升贴水价格或小幅下行。

图 3. 巴西进口大豆升贴水 (单位: 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 (单位: 百万吨)



资料来源: iFind 新纪元期货研究

三、 阿根廷: 恢复性增产

2023/24 年度南美增产压力更多来自阿根廷大豆, 受益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 1-4 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%。

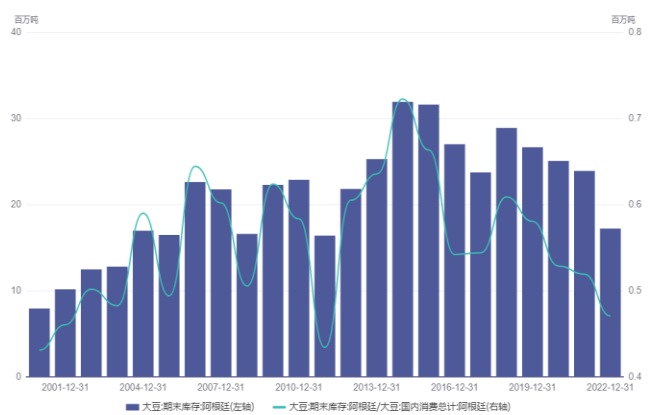
4 月中旬阿根廷大豆作物状况略有下滑，但较 2023 年仍大幅回升。据布宜诺斯艾利斯谷物交易所（BAGE）数据显示，截至 4 月 17 日当周，阿根廷 2023/24 年度大豆收获进度为 13.9%，高于一周前的 10.6%，但是比五年均值落后 22 个百分点。已经收获的大豆产量为 823 万吨，平均单产为 3.44 吨/公顷。大豆作物状况略微下滑。评级差劣的比例 23%（上周 22%，2023 年同期 63%）；优良率为 30%（上周 31%，2023 年同期 4%）；评级一般的比例为 47%（上周 47%，2023 年同期 33%）。该交易所预测 2023/24 年度阿根廷大豆产量为 5100 万吨，比 USDA 供需报告预测多出 100 万吨，较 2023 年因干旱而减产的 2100 万吨提高 3000 万吨或 143%；收获面积估计为 1730 万公顷，较 2023 年提高 6.9%。阿根廷新作大豆产量较 2023 年大幅回升，这意味着从 2024 年第二季度起阿根廷对华大豆出口有望加快。

图 5. 巴西大豆产量（单位：美分/蒲式耳）



资料来源：iFind 新纪元期货研究

图 6. 阿根廷大豆期末库存（单位：百万吨）



资料来源：iFind 新纪元期货研究

四、 美国：天气适宜、出口仍下滑

4 月开始，市场逐渐关注焦点逐步转向新年度美豆种植情况，从目前的产区天气预报情况来看，整体有利于美豆播种工作开展。美国农业部公布的美豆播种进度数据显示，2024 年美国大豆播种进度高于往年平均进度。截至 4 月 23 日，美国大豆播种进度为 9%，上周 4%，去年同期 3%，五年同期均值为 4%。USDA 最新干旱报告显示，截至 4 月 23 日当周，约 21% 的美国大豆种植区域受到干旱影响，而此前一周为 22%，去年同期为 19%。4-5 月美国平均气温大致在 10-22℃，环境整体偏凉，大豆播种期间不需要过多的降雨，轻微的干旱反而有利于播种进度。

南美大豆正处于收获上市高峰期，美国大豆出口呈现季节性下滑趋势。美国农业部周度出口销售报告显示，截至 4 月 18 日的一周，美国大豆出口检验量为 43.5256 万吨，较一周前减少 3%，上周为修正后的 44.6570 万吨；比 2023 年同期高出 15%。2024 年初至 4 月 18 日当周，美国大豆出口检验总量累计达到 3848.81 万吨，同比减少 18.2%。

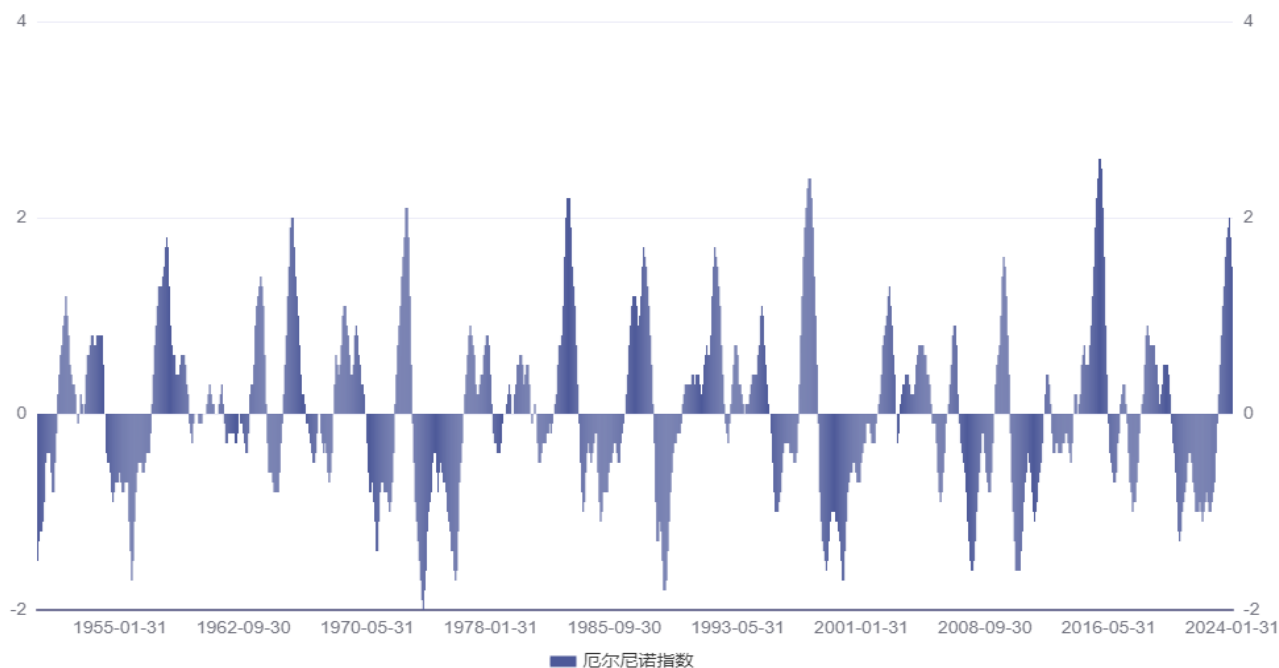
对华出口亦呈现出下滑趋势，截至 4 月 18 日，2023/24 年度（始于 9 月 1 日）美国对中国（大陆）大豆出口总量约为 2351 万吨，同比降低 23.3%；美国对华大豆销售总量（已经装船和尚未装船的销售量）为 2382 万吨，

同比降低 23.3%；2023/24 年度迄今美国大豆销售总量为 4149 万吨，比去年同期降低 17.7%。二季度新作巴西大豆上市，往年此时我国美豆进口量均呈现逐步下降趋势，故预期 4 月我国进口美国大豆量或略持平于去年同期。

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，而拉尼娜现象可能卷土重来。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。市场主流机构普遍预计在 2024 年 6 月至 8 月期间转变为拉尼娜现象的概率为 60%；这意味着厄尔尼诺在过渡到中性天气条件后，将迅速转为拉尼娜模式，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

国内进口大豆到港量有望继续增加。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。四月中下旬开始，大豆大量到港且后市预期压榨利润较好，库存将出现拐点，

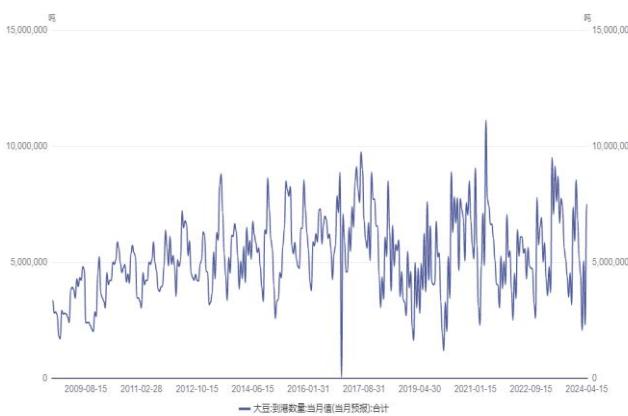
一、3 月大豆进口创新低 后续有望回升

大豆价格高企及生猪利润微薄影响压榨积极性，3 月大豆进口创四年同期最低水平。据海关总署公布数据显示，3 月国内大豆进口总量为 554.12 万吨，环比 2 月增加 42.53 万吨，增幅 8.31%。截至 2024 年 1-3 月国内大

豆进口量累计 1857.7 万吨，较去年同期减少 225.6 万吨，降幅 10.8%。

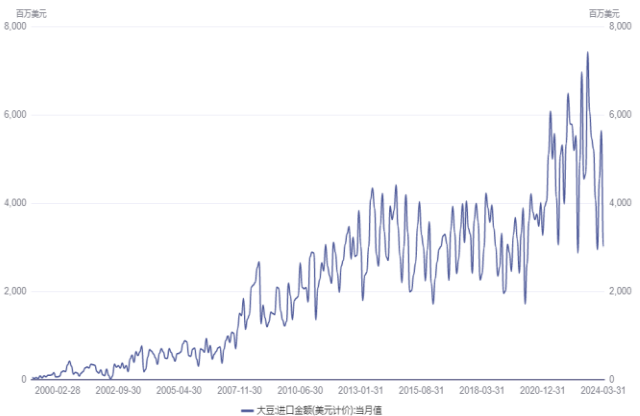
巴西仍为最大供应国，3月从巴西进口大豆 302.28 万吨，环比增加 4.64%，同比增加 80.86%。往年一季度，因处于巴西新季大豆收获早期，国内进口大豆基本以美国供应主导，但 2023 年巴西大豆供应量庞大、具有吸引力的价格使得中国买家加大了采购力度。2024 年 1-3 月我国自巴西进口的大豆量为 998.67 万吨，比 2023 年同期的 391.09 万吨增加 155.35%。据我的钢铁 (Mysteel) 调查显示，虽近期巴西大豆升贴水持续偏高震荡，但其价格仍然远低于美国大豆升贴水价格。且新作巴西大豆正在陆续收割中，故预期 4 月我国进口巴西大豆量或略高于往年同期。

图 8. 我国大豆到港数量 (单位: 吨)



资料来源: iFind 新纪元期货研究

图 9. 3 月份大豆进口量 (单位: 万吨)



资料来源: iFind 新纪元期货研究

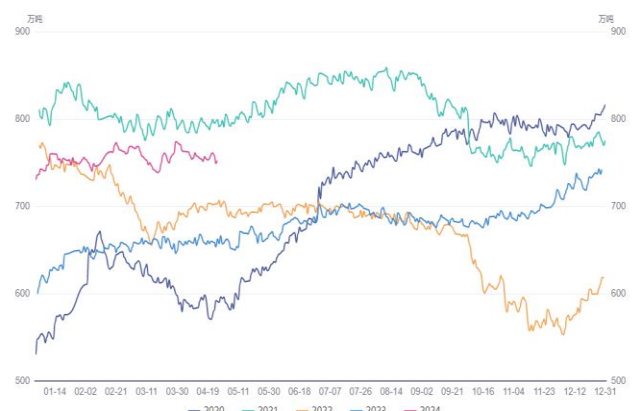
美国是第二大供应国。3月从美国进口大豆量为 218.03 万吨，环比增加 33.67%，同比减少 51.71%。3 月进口量较 2023 年同期下滑一半，美国供应商在全球出口销售面临着来自南美的激烈竞争。1-3 月我国自美国进口的大豆量为 713.76 万吨，2023 年同期为 1641.62 万吨，降幅 56.52%。

图 10. 我国大豆到港数量季节性 (单位: 吨)



资料来源: iFind 新纪元期货研究

图 11. 我国大豆港口库存季节性 (单位: 万吨)



资料来源: iFind 新纪元期货研究

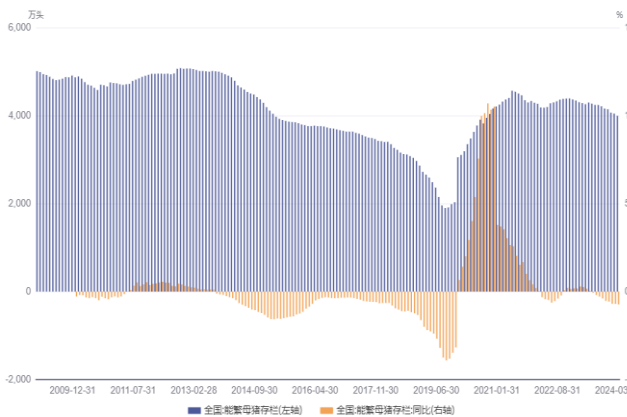
3 月我国未从阿根廷进口大豆。数据显示，2024 年 1-3 月，我国自阿根廷进口大豆量为 21.3 万吨，与之对比 2023 年同期为 142.90 万吨，降幅 85.1%。

二、 4月油厂开工率回升

随着进口大豆到港增多，油厂开机率明显回升，短期供应压力将增加。根据我的钢铁（Mysteel）农产品对全国主要油厂的调查情况显示，截至4月19日当周，国内125家油厂大豆实际压榨量为195,17万吨，开机率为56%。月环比回升42万吨，较2023年同期及过去三年均值分别高36万吨、43万吨。后续油厂大豆压榨量将继续回升。

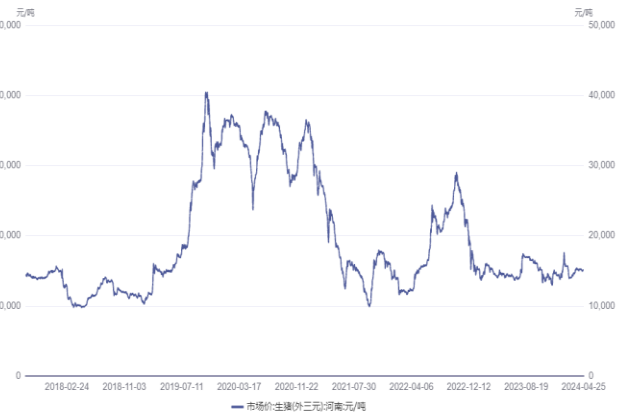
油厂开工率回升，豆粕或进入累库阶段。4月下旬国内油厂大豆陆续到港，且预计2024年5月大豆到港1110万吨，6月大豆到港1050万吨，根据Mysteel数据，截至2024年4月19日（第16周），全国主要油厂大豆库存、豆粕库存、未执行合同均上升。大豆库存为355.65万吨，较上周增加0.79万吨，增幅0.22%，同比2023年增加48.71万吨，增幅15.87%；豆粕库存为44.25万吨，较上周增加10.68万吨，增幅31.81%，同比2023年增加19.61万吨，增幅79.59%；未执行合同为337.76万吨，较上周增加36.1万吨，增幅11.97%，同比2023年增加99.49万吨，增幅41.76%；豆粕表观消费量为143.50万吨，较上周增加7.2万吨，增幅5.28%，同比2023年增加10.52万吨，增幅7.91%。二季度国内大豆供应紧张的局面将得到明显缓解，豆粕库存出现拐点，预期进入累库阶段。

图 12. 全国能繁母猪存栏（单位：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（单位：元/吨）



资料来源：iFind 新纪元期货研究

三、 生猪产能集中去化 抑制豆粕需求

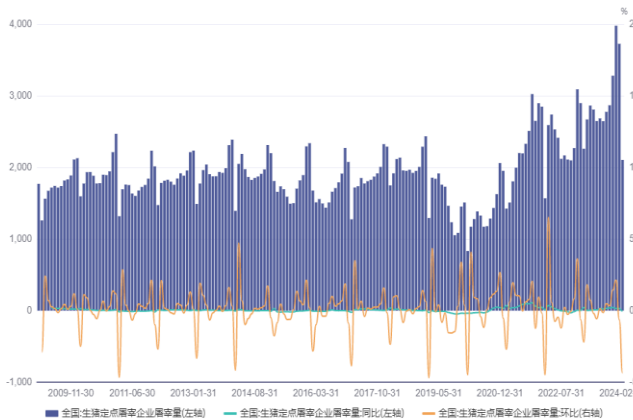
豆粕下游消费主要是饲料养殖，养殖利润不佳依然是影响蛋白粕需求的主要矛盾。当前需求疲弱和供应过剩的情况下，猪价继续下跌的趋势难以扭转。截至4月25日，生猪外三元市场价为15.09元/千克，较去年同期的15.10元/千克变化不大。

养殖行业低迷，生猪产能集中去化，生猪存栏大幅下降，抑制了豆粕购销的热度。根据农业农村部监测，2024年3月末，全国能繁母猪存栏量3992万头，较2月减少50万头，环比下降1.2%，连续6个月环比下降；较2023年同期减少313万头，同比下降7.3%，连续9个月同比下降，跌破4000万头，为自2020年12月以来最少存栏量。

养殖利润修复，需求好转仍需等待。据博亚和讯数据显示，截止到4月19日外购生猪养殖利润为100.02元

/头，较三月初回升 166.55 元/头。自繁自养生猪养殖利润为-35.58.17/吨，较三月初回升 196.2 元/头。随着生猪养殖利润修复，5-6 月份养殖情绪仍较弱，下半年或迎来好转。

图 14. 生猪屠宰量（单位：%）



资料来源：iFind 新纪元期货研究

图 15. 自繁自养外购仔猪养殖利润（单位：元/头）



资料来源：iFind 新纪元期货研究

第四部分 总结与展望

全球大豆市场供应逐步转向宽松。4 月为巴西现货供应最高峰，同时阿根廷开始收割，南美大豆基本定产，天气情况对盘面影响基本结束。进入 5 月，美豆播种开始提速，受到天气因素扰动，种植进度的快慢决定了最终单产情况，因此关注重点从南美逐渐转向北美。

国内进口大豆到港量有望继续增加。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。四月中下旬开始，大豆大量到港且后市预期压榨利润较好，库存将出现拐点，

国内豆粕需求仍偏弱。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，生猪产能集中去化，生猪存栏大幅下降，抑制了豆粕购销的热度。随着生猪养殖利润修复，5-6 月份养殖情绪仍较弱，下半年或迎来好转。

总结及策略推荐：豆粕供需强弱格局延续，但巴西升贴水高位下，下行空间收到限制。连粕主力 09 合约仍面临 3400 元/吨一线的上行阻力，将围绕 2200-3420 点区间宽幅震荡。需关注大豆陆续到港下的库存拐点及美豆天气炒作情况。

风险点：巴西大豆升贴水（利多）、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