

背靠成本，易涨难跌

报告要点

回顾 2024 年一季度，蛋白粕价格先抑后扬，低位反弹。展望 2024 年二季度，美豆新季增产利空，关注天气炒作可能。连粕供需环比均改善，供应主导价格易涨难跌。趋势、套利、期权皆有操作机会，关注美豆播种顺利、天气正常、国内需求明显偏弱等风险。

摘要：

行情回顾 2024 年一季度：先抑后扬，低位反弹。豆菜粕 2024 年一季度先抑后扬。其中 1 月延续 2023 年四季度下跌走势，也符合我们年报中下跌的判断。2 月呈现底部震荡。3 月从低位反弹。菜粕价格走势跟随豆粕，节奏大体一致。

行情展望 2024 年二季度：

CBOT 美豆展望：新季增产利空，关注天气炒作可能。供应端：大豆产业链利润分布仍集中在种植端。美国主要农作物种植利润横向对比，大豆仍具有种植比价优势。高利润驱动增产，关注天气干扰。背靠成本，价格可能对利空钝化，对利多敏感。**需求端：**二季度是巴西大豆出口旺季，目前巴西大豆升贴水报价低于美豆，预计美豆出口将受到冲击，美豆升贴水报价或下调。巴西是全球大豆最大出口国，美国第二。两者出口份额的差距还会进一步扩大。**借鉴去年的经验**，我们倾向于，二季度，美豆面积增长利空遭遇美豆成本 1160 支撑，短期下跌动能不足，天气炒作主导价格运行。

节奏上，**首先**，南美大豆即将集中上市，尽管最终产量可能不及预期，但丰产是大概率事件，进而全球大豆转宽松。南美豆冲击美豆出口市场。预计南北美大豆升贴水走低。

其次，二季度开启美豆种植季。关注 3 月度种植面积意向报告和 4 月玉米、大豆种植进度，以及 5 月大豆出芽情况。若顺利则价格可能承压回落，甚至再度跌破成本。若偏慢，价格相对抗跌。

总体上，美豆二季度或再度考验成本线支撑，但长期低于成本下可能性较小，“背靠成本，利空钝化，利多放大”，美豆依然易涨难跌。

操作建议：区间思路，成本线回归操作。

风险因素：恶劣天气频发；南美豆产量下降；美豆播种面积显著不及预期。

连粕展望：供需环比均改善，供应主导价格易涨难跌。供应端：进口压榨有盈利，3-5 月进口到港量环比预增。**需求端：**存栏环比下降，养殖利润改善提振豆粕需求。**总体上**，国内终端养殖存栏下降，但利润回升，预计终端消费至少不是豆粕消费的拖累项。预计油厂供应端主导价格运行节奏。测算 2024 年 4-6 月国内油厂结转库存，预计 4 月环比增，5、6 月下降。豆粕价格 4 月或有回调，但 5、6 月可能易涨难跌。豆粕基差在 4 月短暂回调后，5、6 月环比上涨概率增加。菜粕国内供需两弱，菜粕价格料跟随豆粕运行。

操作机会：1) 趋势：多空皆有机会。2) 套利：3、5、6 月做多基差参与正套，4 月做空基差参与反套。3) 期权：清晰定位，规避风险。产业天然多头，卖看跌期权/买看涨期权。产业天然空头，卖看涨期权/买看跌期权。

风险提示：美豆播种顺利、天气正常、国内需求明显偏弱

农业组研究团队

李兴彪
从业资格号：F3048193
投资咨询号：Z0015543

李青
从业资格号：F3056728
投资咨询号：Z0014122

刘高超
从业资格号：F3011329
投资咨询号：Z0012689

王聪颖
从业资格号：F0254714
投资咨询号：Z0002180

吴静雯
从业资格号：F3083970
投资咨询号：Z0016293

李艺华
从业资格号：F03086449
投资咨询号：Z0019380

程也
从业资格号：F03087739
投资咨询号：Z0019480

目 录

摘要:	1
一、行情回顾：先抑后扬，低位反弹	4
二、2024 年二季度分析与展望	6
（一）宏观：日本加息冲击市场，再通胀预期强	6
（二）CBOT 美豆展望：新季增产利空，关注天气炒作可能	7
1. 供给：高利润驱动增产，关注天气干扰	7
2. 成本：背靠成本，利空钝化，利多放大	8
3. 需求：巴西大豆出口旺季，美豆升贴水预降	10
4. 展望：美豆或再度考验成本支撑，天气炒作易涨难跌	12
（三）连粕展望：供需环比均改善，供应主导价格易涨难跌	13
1. 供应：进口压榨有盈利，3-5 月进口到港量环比预增	13
2. 需求：存栏环比下降，养殖利润改善提振豆粕需求	14
3. 展望：需求拖累暂消，油厂供应主导价格运行	18
（四）菜粕展望：海外供需偏紧，菜粕跟随豆粕	19
1. 供需：库存消费比下降，供需偏紧	19
2. 展望：供需双弱，跟随豆粕运行	20
三、操作机会	20
1. 趋势：多空皆有机会	20
2. 套利：3、5、6 月做多基差参与正套，4 月做空基差参与反套	21
3. 期权：清晰定位，规避风险	21
4. 风险提示：美豆播种顺利、天气正常、国内需求明显偏弱	22
免责声明	23

图表目录

图表 1: 豆菜粕 2024 年一季度先抑后扬（元/吨）	4
图表 2: 巴西大豆升贴水 1 月跌 2 月稳 3 月涨，南美大豆进口压榨出现盈利	5
图表 3: 油厂开机率春节前后明显走低，饲料企业节前备货节后库存仍偏低	5
图表 4: 豆菜粕期现货价格及基差和价差走势	5
图表 5: 日本长短期债券利差和美日利差（10 年期国债）	6
图表 6: 美国 CPI 与 PCE	6
图表 7: 美国 10-2 年国债收益率差与中美利差	7
图表 8: 美国主要作物种植利润比较	8
图表 9: 美国/玉米比价较高，暗示 2024 年美豆面积增长	8
图表 10: 展望论坛预计大豆面积同比增，小麦、玉米面积同比降	9
图表 11: 1997 年以来美豆价格很少跌破成本，大部分时间盈利	9
图表 12: 美豆在跌破成本后强劲反弹（美分/蒲）	10
图表 13: 美豆供需平衡表	10

中信期货研究|2024 年二季度策略报告（蛋白粕）

图表 14:	巴西是全球大豆第一大出口国，占比已远超美国	11
图表 15:	美豆出口同比下降，中国进口美豆榨利仍不乐观	11
图表 16:	美豆压榨利润尚可，压榨量预计持稳	12
图表 17:	进口大豆采购进度有所加快，3-5 月进口累计到港量环比增长	13
图表 18:	进口大豆盘面榨利巴西优于美豆	14
图表 19:	进口大豆现货榨利仍较好	14
图表 20:	养殖利润影响豆粕添比	15
图表 21:	生猪存栏环比走低，但养殖利润略有改善	16
图表 22:	单位蛋白比价看，豆粕优势随着价格上涨而消失	16
图表 23:	油厂大豆压榨量预计季节性回升，累计压榨量同比持平略增	17
图表 24:	油厂豆粕销售同比增加，预计 4-6 月环比增	17
图表 25:	豆粕结转库存预计走高，豆粕基差或有季节性上涨，但总体预计保持低位	18
图表 26:	中国大豆供需平衡表	19
图表 27:	全球和中国菜籽供需平衡表	19
图表 28:	加菜籽供需平衡表	20
图表 29:	进口菜籽榨利亏算，菜籽进口量同比降幅明显	20
图表 30:	美国中西部产区土壤墒情偏低，未来降水量少可能刺激美豆价格上涨	21
图表 31:	基差季节性	21

一、行情回顾：先抑后扬，低位反弹

豆粕 2024 年一季度先抑后扬。其中 1 月延续 2023 年四季度下跌走势，也符合我们年报中下跌的判断。2 月呈现底部震荡。3 月从低位反弹。

1 月下跌主要原因：1) 巴西大豆上市压力预增，升贴水下跌，中国进口大豆成本走低拖累豆粕价格下行；2) 春节前养殖企业备货不积极，维持低库存状态。

2 月底部震荡主要原因：1) 春节期间油厂开机率保持低位，节前后一周下游补库，供需略偏紧，支撑价格止跌；2) 大豆产区阿根廷天气炒作相对温和；3) 巴西升贴水报价逐渐止跌，成本端拖累消除。

3 月低位反弹主要原因：1) 巴西升贴水报价不断走高，进口成本抬升豆粕价格中枢；2) 关于进口到港的各种传闻，引发市场对远期到港量的担忧，利多情绪支撑盘面。

菜粕价格走势跟随豆粕，节奏大体一致。豆粕粕差（现货）震荡偏弱，因国内春节前后菜籽产区遭遇冻雨，引发菜籽减产担忧，利多菜粕。豆粕差（盘面）震荡走高，因水产消费预期差。菜粕基差在零值上下波动，豆粕基差走低。主因，豆粕现货节后消费明显回落，盘面炒作进口到港受阻预期。菜粕供需变化不大。

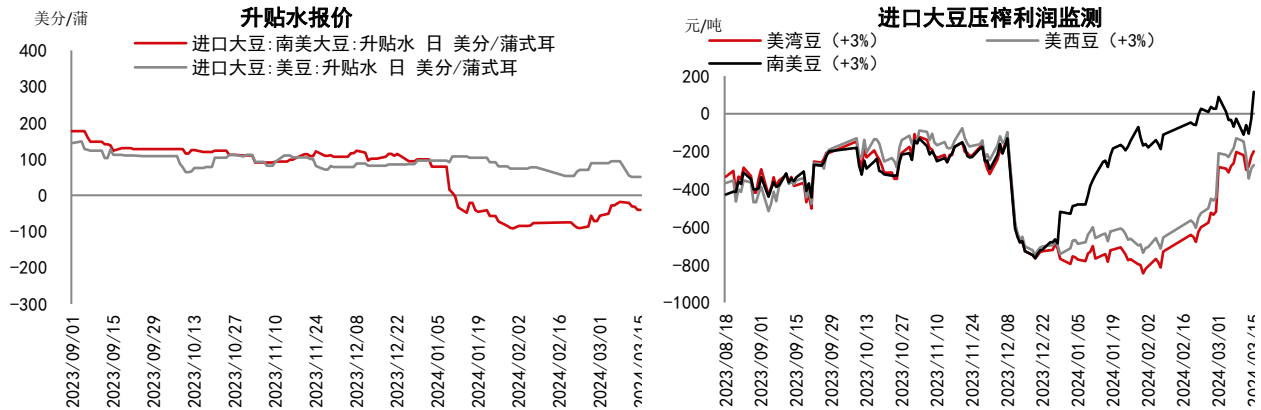
图表1：豆粕粕 2024 年一季度先抑后扬（元/吨）



资料来源：文华财经 中信期货研究所

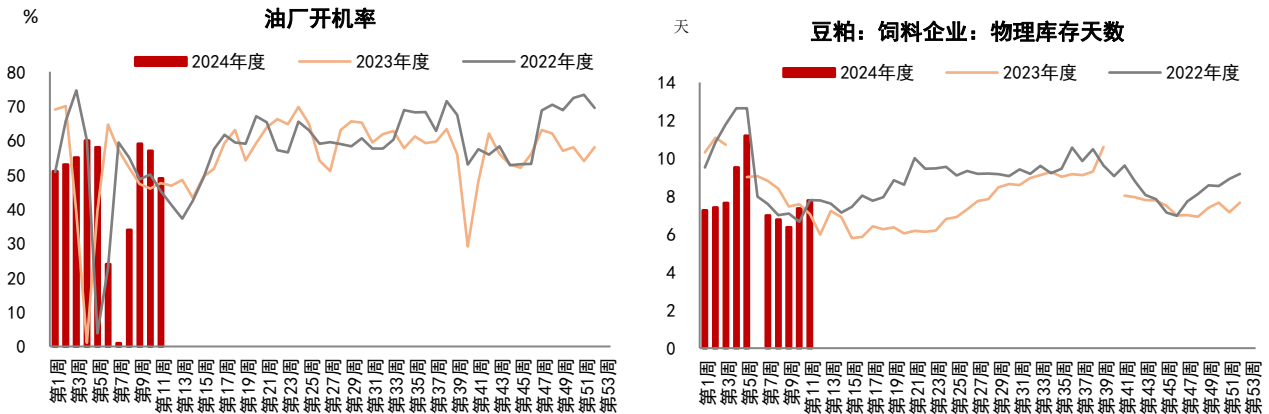
中信期货研究|2024 年二季度策略报告（蛋白粕）

图表2: 巴西大豆升贴水 1 月跌 2 月稳 3 月涨, 南美大豆进口压榨出现盈利



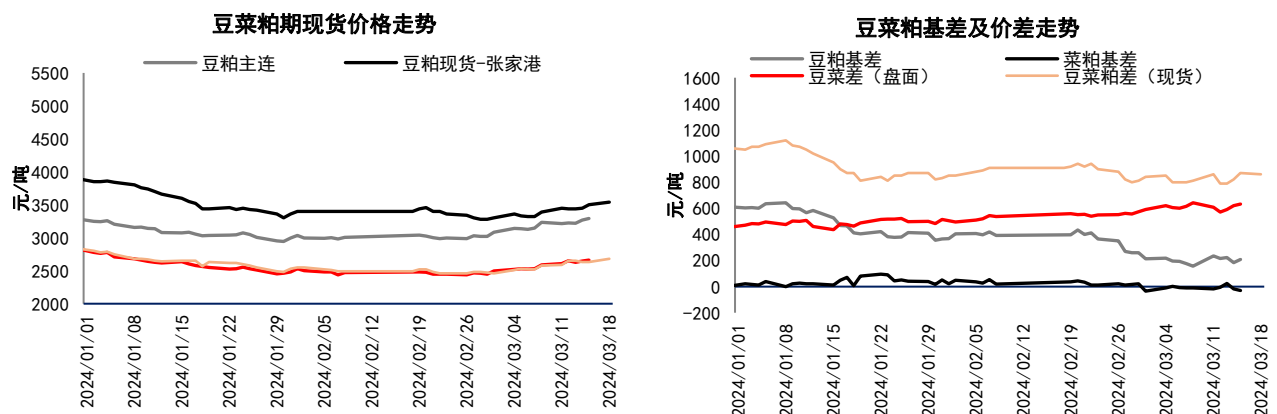
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表3: 油厂开机率春节前后明显走低, 饲料企业节前备货节后库存仍偏低



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表4: 豆菜粕期现货价格及基差和价差走势



资料来源: Wind 中信期货研究所

二、2024 年二季度分析与展望

（一）宏观：日本加息冲击市场，再通胀预期强

日本央行加息“靴子落地”。3 月 19 日，日本央行宣布，将基准利率从-0.1%上调至 0-0.1%，符合市场预期。此次加息为日本央行 2007 年以来首次加息，也就此结束了维持 8 年之久的负利率政策。

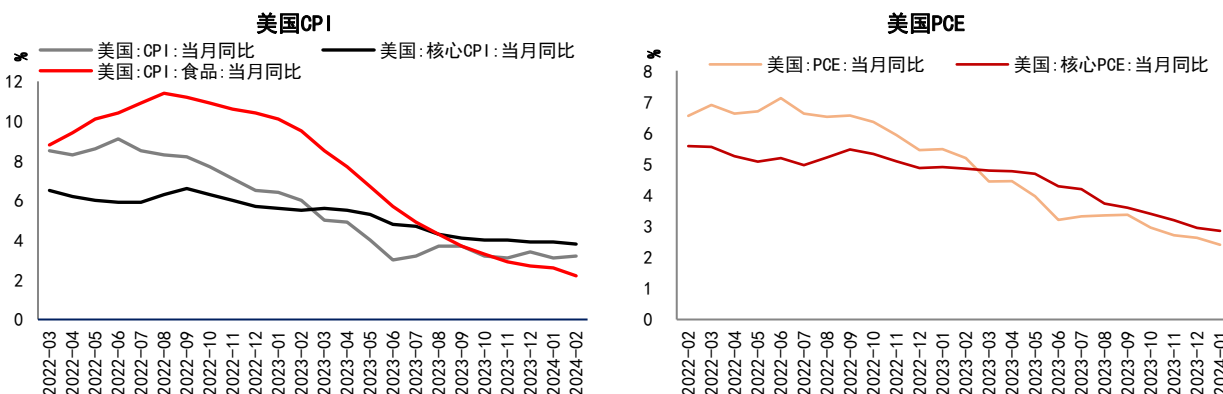
图表5：日本长短期债券利差和美日利差（10 年期国债）



资料来源：Wind 中信期货研究所

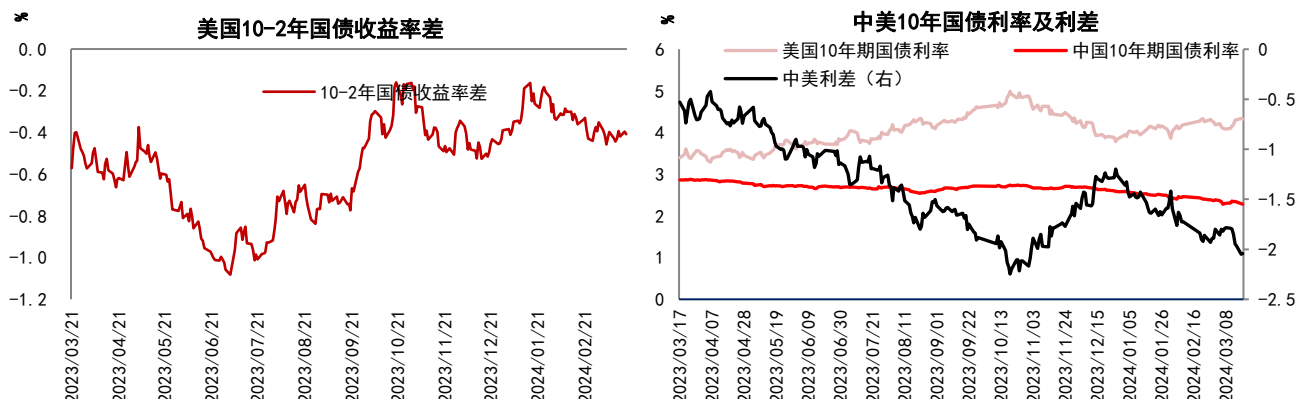
最近的数据显示，核心通胀和工资通胀势头均有所上升。为此，在降息方面，市场已将首次降息的时点从 6 月推迟到 7 月，并预计 9 月和 12 月将进一步降息。对于年内降息幅度，预计降息 75 个基点。对于通胀前景，对 2024 年底的消费者物价指数（CPI）预测从 2.6%上调至 2.9%。”

图表6：美国 CPI 与 PCE



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表7：美国 10-2 年国债收益率差与中美利差



资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）CBOT 美豆展望：新季增产利空，关注天气炒作可能

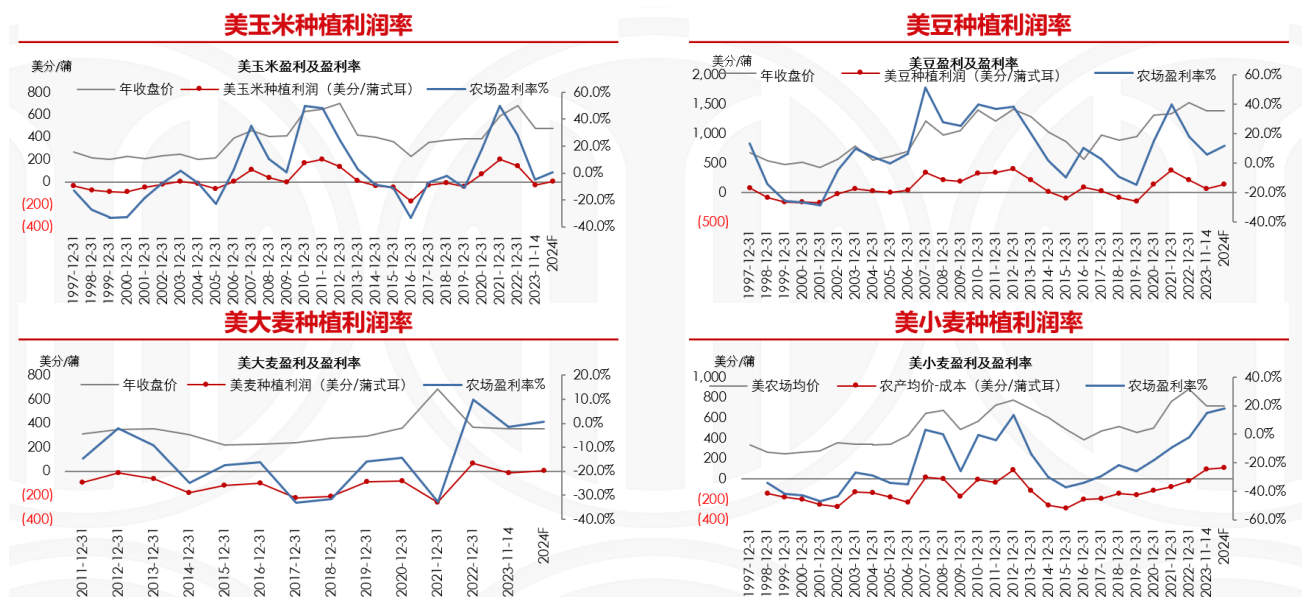
1. 供给：高利润驱动增产，关注天气干扰

大豆产业链利润分布仍集中在种植端。绝对或相对的高种植利润刺激种植面积增长，驱动大豆增产。但全球气候变化可能带来的天气干扰不可忽视。且价格背靠成本线，新季增产利空交易空间有限。价格下跌仍有待供需进一步实质性转宽松。在此之前，天气炒作或居主导地位。

美国主要农作物种植利润横向对比，大豆仍具有种植比价优势。虽然美小麦种植利润率更高，但大豆玉米是最直接争地作物。与最强劲的争地作物玉米相比，大豆优势明显。2023 年种植玉米可能面临亏损 25 美分/蒲，农场亏损率-4.9%，而种植大豆利润为 69 美分/蒲，农场盈利率仍可达到 5.7%。预计 2024 年玉米种植小幅盈利 4 美分/蒲，农产盈利率 0.8%。种植大豆盈利增长至 134 美分/蒲，农场盈利率增长至 11.6%。

当前美豆/玉米比值较高，在 2.7 附近，如果这种比价持续，利于 2024 年美豆面积增长。回顾历史，1992-2003 年美豆面积、单产、产量总体上处于增长趋势，美豆面积峰值为 2017 年的 9016 万英亩。1992 年美豆面积、单产、产量分别为 5918 万英亩、37.6 蒲式耳/英亩、5961 万吨。2023 年预计美豆面积、单产、产量分别为 8360 万英亩、49.9 蒲式耳/英亩、1.1239 亿吨。美豆面积、单产、产量累计增幅分别为 41.3%、32.7%、88.5%，年均增幅分别为 3.4%、2.7%、7.4%。按照历史规律看，大豆/玉米比价与大豆面积终值同比、终值/意向变化幅度呈正相关。2024 年 3 月以后关注大豆/玉米比价走势，以此判断大豆面积变化。

图表8: 美国主要作物种植利润比较



资料来源: Wind USDA 中信期货研究所

图表9: 美国/玉米比价较高, 暗示 2024 年美豆面积增长



资料来源: Wind USDA 中信期货研究所

2. 成本: 背靠成本, 利空钝化, 利多放大

增产趋势明显而确定, 并且 USDA2 月农业展望论坛也表达了类似的预期。但问题在于, 背靠成本, 价格可能对利空钝化, 对利多敏感。对美豆而言, 周期下跌有待 24/25 年度增产的兑现, 属于长期视角; 对中短期视角, 市场更关注产区惜售带来的价格反弹, 如果再考虑通胀的大背景, 价格向上的弹性可能更大。

数据显示, 1997 年以来, 美豆价格很少跌破成本, 且大部分时间盈利。具体

中信期货研究|2024 年二季度策略报告（蛋白粕）

看，美豆种植成本震荡攀升，美豆完全成本 1997 年 571 美分/蒲，2007 年 667 美分/蒲，十年累计上涨 96 美分/蒲，累计涨幅 17%；2013 年 1087 美分/蒲，2023 年 1221 美分/蒲，十年累计上涨 134 美分/蒲，累计涨幅 12%。预计 2024 年 1160 美分/蒲。

美豆种植盈亏水平也呈现一定周期性，但周期长度差异较大，大多 3-8 年不等。2020-2023 年美豆种植处于盈利周期。目前正处于盈亏转换的节点。

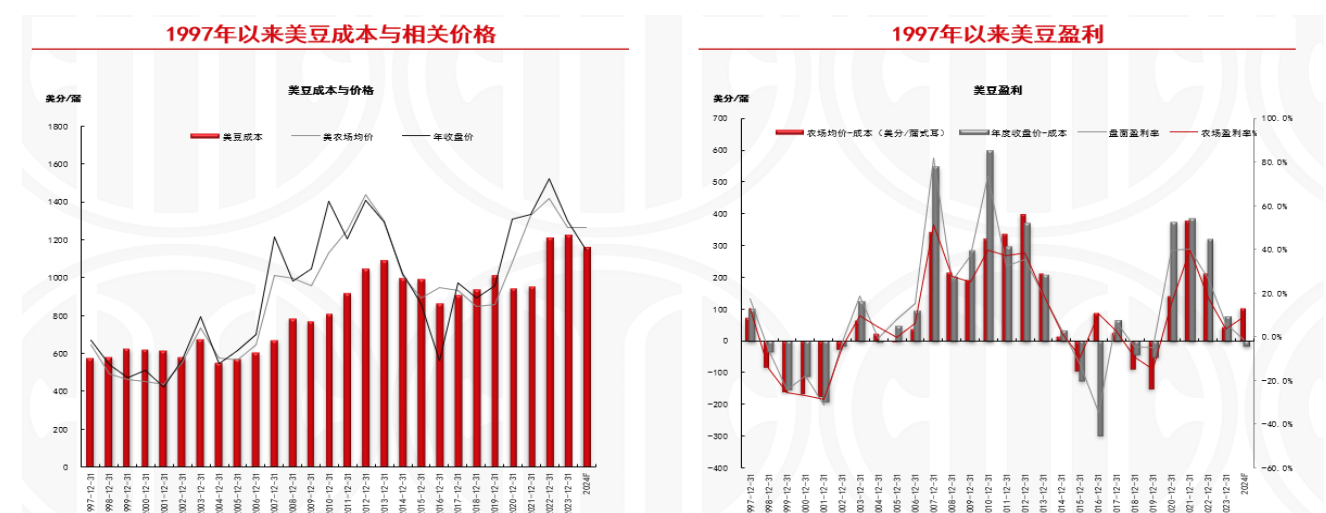
“背靠成本，利空钝化，利多放大”这就解释了，美豆在 2023 年 5 月底和 2024 年 2 月底的强劲反弹。两者最低点 1194 美分/蒲和 1131 美分/蒲分别跌破完全成本 27 美分/蒲和 29 美分/蒲，跌幅 2.2%和 2.5%。2023 年 5 月反弹持续到 7 月底，之后震荡下行，直到巴西大豆陆续上市，供需实质性转宽松，美豆才跌破 2023 年 5 月底低点，再创新低。借鉴去年的经验，我们倾向于，二季度，美豆面积增长利空遭遇美豆成本 1160 支撑，短期下跌动能不足，天气炒作主导价格运行。

图表10： 展望论坛预计大豆面积同比增，小麦、玉米面积同比降

2015-2024年美三大作物种植面积（百万英亩）										
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E2月展望论坛 同比
小麦	55	50.1	46.1	47.8	45.5	44.5	46.7	45.7	49.6	47 -5.24%
玉米	88	94	90.2	88.9	89.7	90.7	93.4	88.6	94.6	91 -3.81%
大豆	82.7	83.5	90.2	89.2	76.1	83.4	87.2	87.5	83.6	87.5 4.67%
合计	225.7	227.6	226.5	225.9	211.3	218.6	227.3	221.8	227.8	225.5 -1.01%

资料来源：Wind USDA 中信期货研究所

图表11： 1997 年以来美豆价格很少跌破成本，大部分时间盈利



资料来源：Wind USDA 中信期货研究所

图表12： 美豆在跌破成本后强劲反弹（美分/蒲）



资料来源：Wind USDA 中信期货研究所

图表13： 美豆供需平衡表

美豆	美豆供需平衡表						环比%	同比%
	2021/22	2022/23预 测（2月）	2022/23 预测（3月）	2023/24预测 （2月）	2023/24预 测（3月）			
种植面积	87.2	87.5	87.5	83.6	83.6	0.00%	-4.5%	
收割面积	86.3	86.2	86.2	82.4	82.4	0.00%	-4%	
薄式耳/英亩								
单产	51.7	49.6	49.6	50.6	50.6	0.0%	2%	
百万薄式耳								
期初库存	257	274	274	264	264	0.0%	-4%	
产量	4464	4270	4270	4165	4165	0.0%	-2%	
进口	16	25	25	30	30	0.0%	20%	
总供应	4737	4569	4569	4459	4459	0.0%	-2%	
压榨	2204	2212	2212	2300	2300	0.0%	4%	
出口	2152	1992	1992	1720	1720	0.0%	-14%	
留种	102	97	97	102	102	0.0%	5%	
损耗	5	4	1	22	22	0.0%	2100%	
总需求	4463	4305	4305	4144	4144	0.0%	-4%	
期末库存	274	264	264	315	315	0.0%	19%	
农场均价（美元/ 蒲）	13.3	14.2	14.2	12.65	12.65	0.0%	-11%	
库消比	6.14%	6.13%	6.13%	7.60%	7.60%	0.0%	1.47%	

资料来源：USDA 中信期货研究所

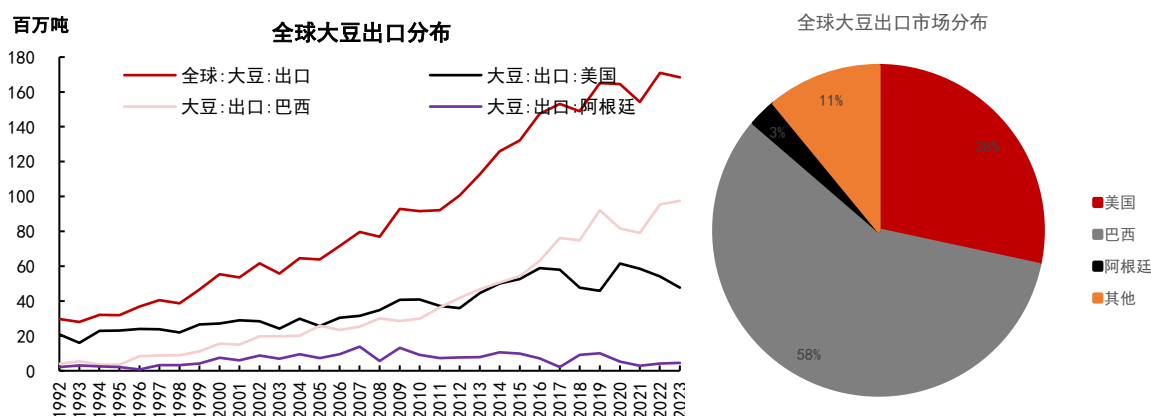
3. 需求：巴西大豆出口旺季，美豆升贴水预降

二季度是巴西大豆出口旺季，目前巴西大豆升贴水报价低于美豆，预计美豆出口将受到冲击，美豆升贴水报价或下调。巴西是全球大豆最大出口国，美国第二。两者出口份额的差距还会进一步扩大。

从美豆周度出口数据看，23/24 年度美豆出口形势一直保持低迷。2024 年 3 月 7 日当周，美豆出口量 94.8 万吨，当前市场年度净销售量 37.6 万吨。截至 2024 年 3 月 7 日，美豆 2023/24 年度销售总量 3966.6 万吨，同比-18.5%。

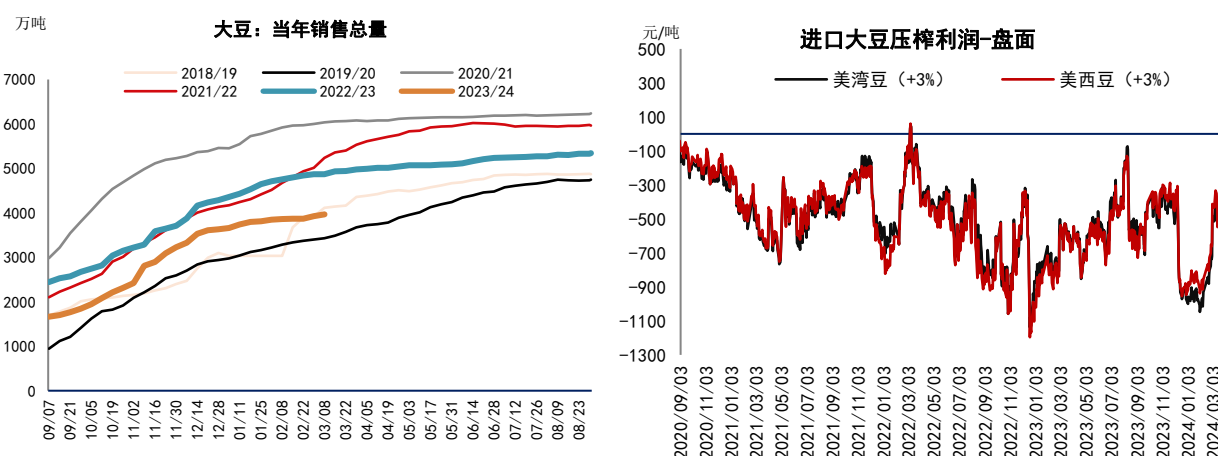
预计 2023/24 年美豆出口 4681 万吨，较上年的 5421 万吨降低 740 万吨，降幅 14%。美国大豆出口量在 2020 年达到峰值 6152 万吨，而巴西大豆出口量在 2012 年首次超过美国，之后保持了增长势头，尤其 2017 年以来巴西大豆出口量明显高于美国。预计 2023/24 年巴西大豆出口 10300 万吨，占全球出口市场 59%，远超美国的 27%。实际上，我们此前多次提到 23/24 年度巴西大豆对美豆出口的冲击，例如在年报中就提到“如果巴西大豆生长正常，顺利实现增产，不排除美国农业部继续下调美豆出口预估”。

图表14： 巴西是全球大豆第一大出口国，占比已远超美国



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表15： 美豆出口同比下降，中国进口美豆榨利仍不乐观



资料来源：Wind 中信期货研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/675323022003011130>