

2024年11月4日

豆粕成本支撑逻辑增强，油强粕弱交易或逐步见顶

——11月豆粕月度策略报告

分析师：**刘兵**

从业资格证号：F03091165
投资咨询证号：Z0019876
联系电话：021-68757827
邮箱：liub@qh168.com.cn

联系人：**陈宇蓉**

从业资格证号：F03113400
邮箱：chenyr@qh168.com.cn

投资要点：

- 现阶段尽管美豆的出口和压榨消费形势较好，但从市场表现看，对美豆出口和压榨消费形势的持续性存疑，并没有对美豆价格形成有效支撑。展望11月USDA供需报告，按照目前趋势，出口及压榨预期目标均有被上调的空间，届时或能够降低目前的丰产预期压力；如果11月维持美豆消费端预期数据不变，那么农场出厂价格大概率会被会下调至10.5美元/蒲左右。无论如何，如果后期CBOT大豆跌破1000美分/蒲，则美豆的成本的支撑逻辑预计会逐步增强。
- 近期豆油价格受棕榈油强势带动上涨，使得油粕比大幅走强，由此导致豆粕实际的成本边际较此前预期有明显下移。按照目前豆油1月现货远期价格8500元/吨折算，豆粕理论成本价格区间或在每吨2940-3000元。目前，豆粕12-1月贸易基差稳定，期货主力01合约价格现正处于成本定价区间波动。结合贸易端议价表现看，低于现货3000元/吨处于低估值区间，基本反应绝大部分利空。
- 自9月棕榈油突破行情以来，豆油受强势驱动价格重心明显上移，油粕比出现了单边上涨行情。因豆油压榨价值贡献增多，豆粕在蹊跷板行情下，持续受到套利和产业卖压压制。目前，国内棕榈油01合约供需逻辑支撑稳定，然而成本端预计进入产需淡季，受相关油脂油料价格拖累预计仍会进入季节性累库周期。此外，在外围市场短期“滞涨交易”环境下棕榈油价格有望逐步筑顶，油脂板块因此整体承压增多，技术性回调兑现的时候，预计会大大缓解豆粕盘中多头压力。后期如果CBOT市场大豆期货主力合约如预期持续在1000美分/蒲上下企稳震荡，随着油脂价格阶段性见顶，豆粕存在低估值修复行情空间，但价格反弹后来自产业端的逢高卖压或持续存在。

风险因素：

- 1、目前豆粕主要受油脂端压制，后期预期阶段性反弹的风险因素集中在油脂端超预期的上涨行情。重点关注两个方面风险：油脂端受东南亚棕榈油相关政策预期指引再持续偏强；国际能源端风险溢价继续支撑棕榈油作为生柴原料的风险偏好。
- 2、美国大选后对华关税政策调整可能引发豆粕市场系统性风险发生，目前预期倾向偏利好豆粕价格。

结论：建议多油空粕套利适时止盈平仓；豆粕估值偏低，建议逢低买入远月合约。

正文目录

1. 10月豆粕市场行情回顾及基本面逻辑分析.....	4
2. 豆粕市场后期行情逻辑要点分析.....	5
2.1 成本端关注美豆出口销售及压榨消费预期支撑.....	5
2.2 国内进口大豆成本核算及后市市场预期表现.....	6
2.3 油粕比见顶后豆粕或迎来阶段性技术反弹.....	7
3. 结论.....	8

图表目录

图 1 CBOT 大豆主力期货合约 K 线图.....	4
图 2 DEC 豆粕主力期货合约 K 线图	4
图 3 豆粕 01-05 月间价差 (元/吨)	4
图 4 南通豆粕现货价差 (M01) (元/吨)	4
图 5 Model Predictions of ENSO	5
图 6 Official NOAA CPC ENSO Probabilities	5
图 7 美豆作物年度内累计销售量	6
图 8 NOPA: 美国国内大豆压榨量	6
图 9 中国大豆进口量 (吨)	7
图 10 中国进口美国大豆数量 (吨)	7
图 11 全国主要油厂大豆库存 (万吨)	7
图 12 全国主要油厂豆粕库存 (万吨)	7
图 13 豆棕 01 合约价差.....	8
图 14 豆油 01/豆粕 01 (油粕比)	8

1. 10月豆粕市场行情回顾及基本面逻辑分析

10月以来，南美季风天气带来降雨增多，大豆核心产区干旱天气和土壤墒情逐步改善，巴西大豆播种得以开展；美国大豆产区高温少雨，干燥天气利于收割，美豆上市压力持续增加。资金方面，10月以来，CBOT 大豆净空持仓在历史低位水平阶段性回补压力有明显减轻，至月下旬美国大选中民意调查显示特朗普逆势领先后，市场“再通胀”预期导致资金做空商品意愿降低，同时伴随着国际油脂价格上涨 CBOT 大豆下行压力暂且缓解，并持续在每蒲式耳 1000 美分上下震荡。

图1 CBOT 大豆主力期货合约 K 线图



资料来源：文华财经

图2 DEC 豆粕主力期货合约 K 线图



资料来源：文华财经

国内豆粕市场，因国庆假期区间美豆价格持续下跌，节后豆粕价格快速下跌调整。此后期货主力 01 合约价格持续在 3000 元/吨一线上下震荡。期间节后现货补库意愿增加，超远月 5-9 月基差成交放量，远月低估值预期在逐步改善，豆粕 1-5 月间价差因此一度从 213 跌至 132 元/吨，跌幅 8.9%。截至 10 月底，国内油厂大豆库存快速下滑，叠加华北海关的卸船政策趋严影响，后期进口大豆到港或延迟，这支撑豆粕近月 01 合约期货价格上涨，豆粕 1-5 月月间价差有所反弹。

图3 豆粕 01-05 月间价差（元/吨）



资料来源：iFIND 东海期货整理

图4 南通豆粕现货价差（M01）（元/吨）



资料来源：iFIND 东海期货整理

目前正处于美豆出口高峰期，尽管巴西方面因播种进度偏慢，大豆惜售导致出口溢价偏高，但美豆一方面因为内河下游水位低，运输效率差，出口报价也偏高，另一方面因为后期中美贸易的不确定性，国内后期买船相对谨慎，到这美豆在新的销售季销售整体进度偏慢。美豆国内压榨消费形势暂且尚好，但是因为美国 2025 年生物柴油政策的不确定性影响，美

豆国内油厂采购也在放缓。11 月份，油脂油料市场重点关注美豆出口销售节奏及美国大选落地后新一届政府得生物柴油政策倾向；此外，南美大豆播种进度及生长初期天气变化也值得特别关注，这是可能引发市场供应预期变化的核心逻辑。

2. 豆粕市场后期行情逻辑要点分析

目前豆粕价格暂稳，一方面国内供需基本面改善，且进口大豆成本持稳，豆粕估值偏低或逢低补库买盘支撑；另一方面美豆价格虽偏弱但尚且稳定，且出口和压榨形势尚好，成本支撑逻辑也客存在，国内观望情绪偏高。近日来，油厂进口大豆和豆粕库存压力逐步缓解，但基差修复无力，虽然受风险溢价支撑，贸易补库略有支撑，但终端增库意愿并不强，期货预期偏弱，观望情绪浓厚。豆粕目前的额外压力来自有多油空粕套利和产业风险管理卖压。

2.1 成本端关注美豆出口销售及压榨消费预期支撑

10 月，美国国家海洋和大气管理局（NOAA）预测指出，今年 9 月至 11 月间，拉尼娜发生的概率约为 60%，预计将持续到 2025 年 1 月至 3 月。尽管这个数字较此前有所下降，但依然意味着拉尼娜有较大的可能性出现。而且，今年的拉尼娜很可能是一个弱事件，南美大豆产区因此发生严重干旱的风险并不高，市场目前依然维持南美大豆丰产预期。现阶段，美豆较高的结转库存及南美大豆丰产预期是市场主导的核心定价逻辑，趋势偏空。后市南美产区天气变化是唯一可能引发市场预期反转的核心逻辑，需要重点关注。除此之外，尽管美豆的出口和压榨消费形势较好，但从市场表现看，对美豆出口和压榨消费形势的持续性存疑，并没有对美豆价格形成有效支撑。

图5 Model Predictions of ENSO

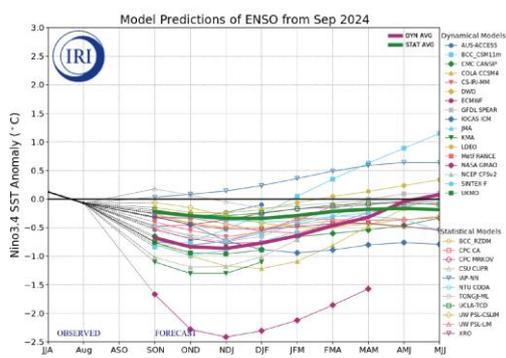


Figure 6. Forecasts of sea surface temperature (SST) anomalies for the Niño 3.4 region (5°N-5°S, 120°W-170°W). Figure updated 19 September 2024 by the International Research Institute (IRI) for Climate and Society.

资料来源：NOAA

图6 Official NOAA CPC ENSO Probabilities

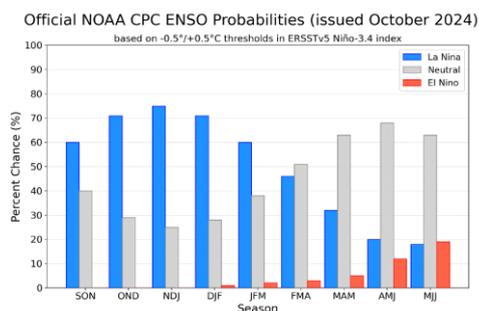


Figure 7. Official ENSO probabilities for the Niño 3.4 sea surface temperature index (5°N-5°S, 120°W-170°W). Figure updated 10 October 2024.

资料来源：NOAA

截至目前(10-24 当周)，美国农业部 10 月份预测 2024/25 年度美国大豆出口量为 18.50 亿蒲 (5035 万吨)，和上月预测持平，较上年的 16.95 亿蒲 (4613 万吨) 提高 9.1%。2024/25 年度迄今，美国大豆销售总量约 2627 万吨，同比增长 13.4%，但对华大豆销售总量（已经装船和尚未装船的销售量）为 1113 万吨，同比减少 7.5%。此外，10 月美国国家油籽加工商协会 (NOPA) 公布的数据显示，9 月份美国大豆压榨量超过所有贸易预期，同比增加 7.2%，而

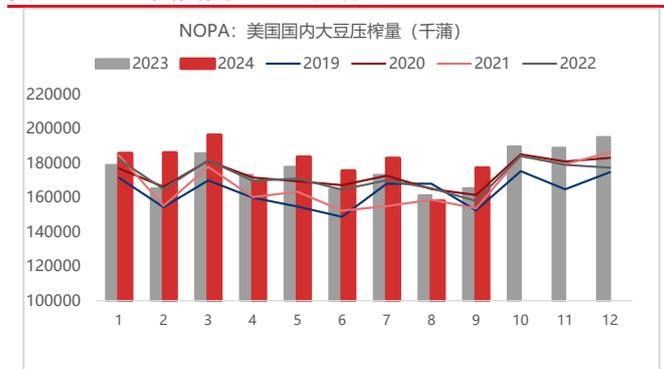
美国农业部 10 月份预测 2024/25 年度美国大豆压榨量同比增加仅有 6%。由此看，短期既成事实的美豆出口形势和国内压消费情况是可以对冲 USDA 预期的美豆丰产压力的。然而，10 月以来 CBOT 大豆主力合约价格一路下探 1000 美分/蒲，一方面，美国大选后多华关税政策的不确定性使得市场对后期对华销售情绪持悲观认识；另一方面，因为美国 2025 年生物柴油政策的不确定性影响，美国国内油厂采购大豆节奏也在放缓。

图7 美豆作物年度内累计销售量



资料来源：USDA 东海期货整理

图8 NOPA：美国国内大豆压榨量



资料来源：NOPA 东海期货整理

根据 USDA-ERS 预测, 2024 年美豆的平均种植成本为每英亩 620.03 美元, 按照 10 月 USDA 预期的单产每英亩 53.1 蒲式耳, 那么美豆的理论平均成本价格每蒲式耳 1167 美分, 远高于目前市场价格。根据市场反馈, 2024 年美豆种植成本统计下限价格在 1050 美分/蒲, 历史上 CBOT 大豆价格低于成本区间下沿行情机会并不大。作为参考, 10 月 USDA 维持了农场出厂价格预期不变, 为 1080 美分/蒲。展望 11 月 USDA 供需报告, 按照目前趋势, 出口及压榨预期目标均有被上调的空间, 届时或能够降低目前的丰产预期压力; 如果 11 月维持美豆消费端预期数据不变, 那么农场出厂价格大概率可能会被会下调至 10.5 美元/蒲左右。无论如何, 如果后期 CBOT 大豆跌破 1000 美分/蒲, 则美豆的成本的支撑逻辑预计会逐步增强。

2.2 国内进口大豆成本核算及后市市场预期表现

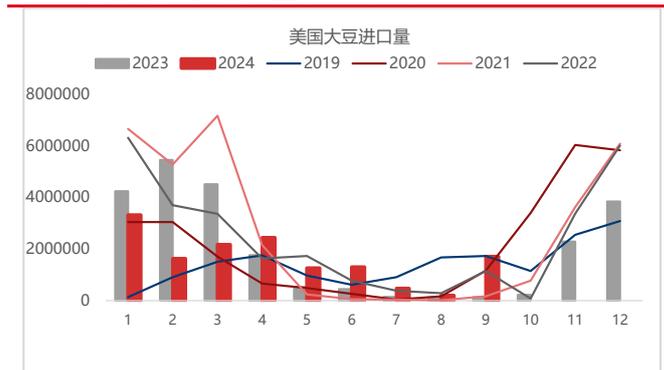
10 月上中旬, 国内进口美国大豆预计 12 月-1 月到港大豆成本维持在 3700 元/吨, 月下旬, 驳船运往美国墨西哥湾海岸码头的现货大豆基差先涨后落, 目前预期 12 月-1 月国内到港大豆动态成本价格降至 3650 元/吨。近期豆油价格受棕榈油强势带动上涨, 使得油粕比大幅走强, 由此导致豆粕实际的成本边际较此前预期有明显下移。按照目前豆油 1 月现货远期价格 8500 元/吨折算, 豆粕理论成本价格区间或在每吨 2940-3000 元。目前, 豆粕 12-1 月贸易基差稳定, 期货主力 01 合约价格现正处于成本定价区间波动。结合贸易端议价表现看, 低于现货 3000 元/吨处于低估值区间, 基本反应绝大部分利空。

图9 中国大豆进口量（吨）



资料来源：海关总署 东海期货整理

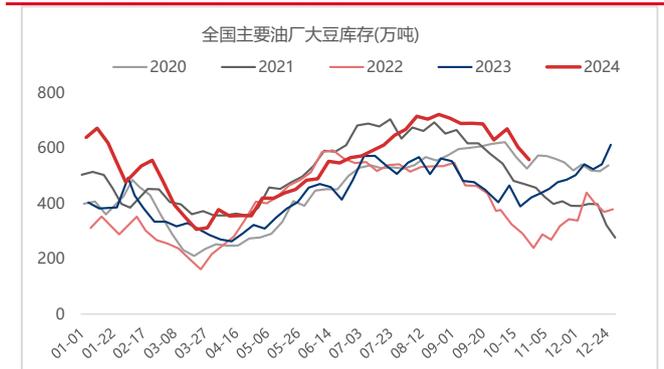
图10 中国进口美国大豆数量（吨）



资料来源：海关总署 东海期货整理

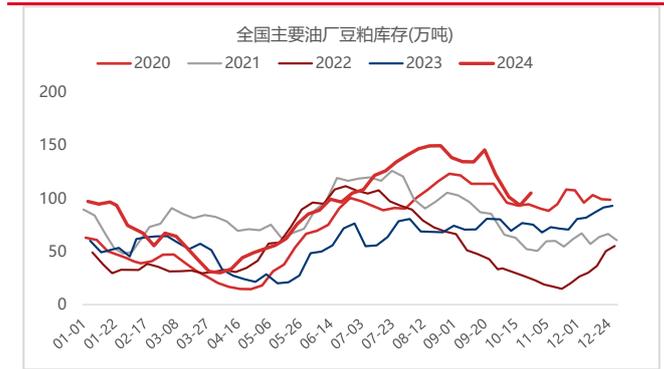
目前市场主流预期国内 11 月、12 月预期进口大豆到港量相对一致，我们根据装运情况看，预计 11 月-12 月进口大豆月均到港量 850 万吨左右，这同比将减少 4.17%，较近五年平均值减少 3.27%。结合月度季节性压榨水平，即月均 850 万吨左右消费，预计 11-12 月国内油厂大豆库存高点或与 2023 年水平相当，豆粕 11-12 月库存或持续处于历史同期高位，但库存压力较 7-8 月高峰的时候已有明显缓解。此外，预计进入 2025 年 1 月库存存在加速去化的可能，豆粕价格因此将获得供需面驱动的上行支撑。

图11 全国主要油厂大豆库存（万吨）



资料来源：海关总署 东海期货整理

图12 全国主要油厂豆粕库存（万吨）

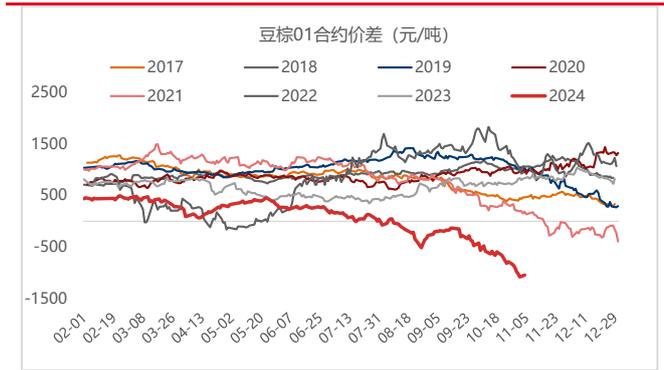


资料来源：我的农产品网 东海期货整理

2.3 油粕比见顶后豆粕或迎来阶段性技术反弹

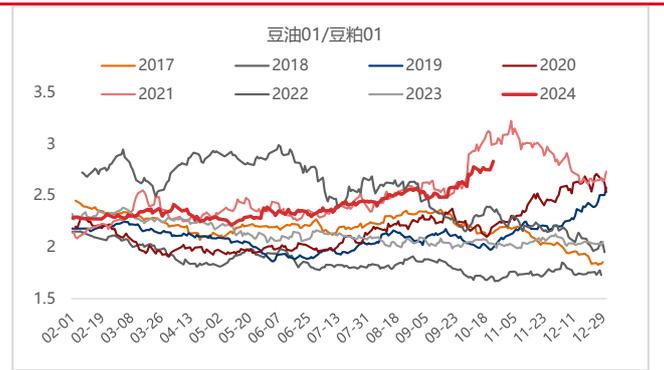
由于 2023 年干旱天气模式的影响，且目前大约 40%的印尼油棕树已经老化，导致今年印尼棕榈油产量降低，根据印尼棕榈油协会(GAPKI)估计，2024 年 1—8 月印度尼西亚棕榈油产量为 3405 万吨，同比减少 225 万吨，减幅为 6.2%；马来西亚的生产同样因持续强降雨影响，导致 9 月和 10 月作为传统高产季节的生产量未能达到预期。相反，2023/24 年全球大豆结转库存同比增加 11%，2024/25 年美豆丰产上市，预计供需结余预期 525 万吨；此外，今年全球菜籽结转库存同比增加 13.4%或 120 万吨，2024/25 年新季度预期减产近 120 万吨，整体菜籽供应也依然可以保障。综合看，今年油料供应十分充足，棕榈油供应相对偏紧。因此，在今年进入东南亚棕榈油增产高峰月份时，棕榈油价格表现持续偏强，而油料类油脂供应充足且需求疲软没有支撑，价格表现相对偏弱。尤其是 9 月以来，棕榈油受产区低库存及良好的出口形势驱动，同时受产地政策调整影响，强势突破近两年震荡区间，豆棕价差因此倒挂拉至历史极值水平。

图13 豆棕 01 合约价差



资料来源：iFIND 东海期货整理

图14 豆油 01/豆粕 01（油粕比）



资料来源：iFIND 东海期货整理

今年三季度，国内油厂进口大豆供应充足，豆粕需求因养殖端存栏减少而持续偏弱，油粕比值持续保持在历史同期高位。自 9 月棕榈油突破行情以来，豆油受强势驱动价格重心明显上移，油粕比出现了单边上涨行情。因豆油压榨价值贡献增多，豆粕在蹊跷板行情下，持续受到多油空粕套利和产业卖压压制。目前，国内棕榈油 01 合约供需逻辑支撑稳定，然而成本端预计进入产需淡季，受相关油脂油料价格拖累预计仍会进入季节性累库周期。此外，在外围市场短期“滞涨交易”环境下棕榈油价格有望逐步筑顶，油脂板块因此整体承压增多，技术性回调兑现的时候，预计会大大缓解豆粕盘中多头压力。后期如果 CBOT 市场大豆期货主力合约如预期持续在 1000 美分/蒲上下企稳震荡，随着油脂价格阶段性见顶，豆粕存在低估值修复行情空间，但价格反弹后来自产业端的逢高卖压或持续存在。

3. 结论

今年豆粕全年价格先涨后跌，下半年豆粕趋势性下跌，底部破 2900 元/吨之后，跟随美豆净空持仓技术性调整，价格触底反弹之后，主力合约大体在 2950-3150 元/吨区间震荡。期间产业风险管理需求激增，但贸易端基差风险承接力一般，组织豆粕交割量同比有明显增加。然而，目前豆粕 01 合约周期供需宽松，四季度过剩压力随有望缓解，虽然市场丰产预期下心态依然悲观，但现货 2900-3000 元/吨区间市场逢低补库有在增加，且贸易端普遍认为该区间已经计价大部分利空。因此，后期如果 CBOT 大豆如预期持续在 1000 美分/蒲上下企稳震荡，随着油脂价格阶段性见顶，豆粕存在低估值修复行情空间，但来自价格反弹后逢高来自产业端的卖压或持续存在。

重要提示

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL：Jialj@qh168.com.cn