



华鑫期货豆粕专题报告：油粕比升至高位，豆粕何时见底？

2024年10月24日

摘要：豆粕和豆油同为大豆的产物，在供应端同增同减，而需求端却各有不同，导致油粕价格呈现跷跷板效应。近期，油粕比不断创新阶段性新高，从年初的2.30到10月23日的2.83。美豆丰产格局已定、南美迎来降雨推动大豆播种进度，全球大豆供应宽松格局已定，不过油厂压榨利润有所回升，后续关注需求端变化情况。豆油进入季节性需求旺季，加上其他油脂强势的支撑，不断走高；豆粕近期在3000关口附近维持震荡，短期或维持震荡走势，中长期随着大豆到港量的减少或迎来反弹。

一、油粕比的驱动因素

大豆压榨后主要产生两种副产品：豆粕和豆油。尽管压榨产出的比例可能因大豆产地的不同而有所变动，但这种变化微乎其微，一般可以忽略。通常情况下，豆油和豆粕的产出比例大致是固定的，大豆压榨过程中通常可以产出78%的豆粕和19%的豆油，剩余3%为正常损耗。进一步来看，大豆压榨利润=豆粕价格 \times 0.78+豆油价格 \times 0.19-大豆价格，豆粕的产出量大约为豆油的4倍，而豆油的价格通常为豆粕的2至3倍，由此来看，大豆压榨后所得豆粕价值显著高于豆油。

同为大豆压榨的产物，豆粕和豆油期货主力合约收盘价的相关系数为82%，油和粕之间的价格在很大程度上是相互影响的。但通过观察大商所豆粕和豆油主力合约收盘价发现，油粕之间的价格走势可能会反着走，这也被称作为跷跷板效应。这是因为当豆油盈利水平较高时，油厂会倾向于挺油抛粕，导致油强粕弱；反之，若豆粕市场需求强劲，油厂则挺粕抛油，导致粕强油弱。不过由于豆粕的储存期限较短，通常为3至4个月，油厂的生产计划往往会依据豆粕库存进行调整。如果市场需求减少导致豆粕库存积压，油厂可能会减少大豆的压榨量。介于豆油和豆粕的生产存在固定的比例关系，压榨量的减少将导致豆油产量下降，从而提高豆油价格。油粕比的走势主要受豆油和豆粕自身供需基本面的影响。



图1 大商所豆粕和豆油主力合约收盘价(元/吨)

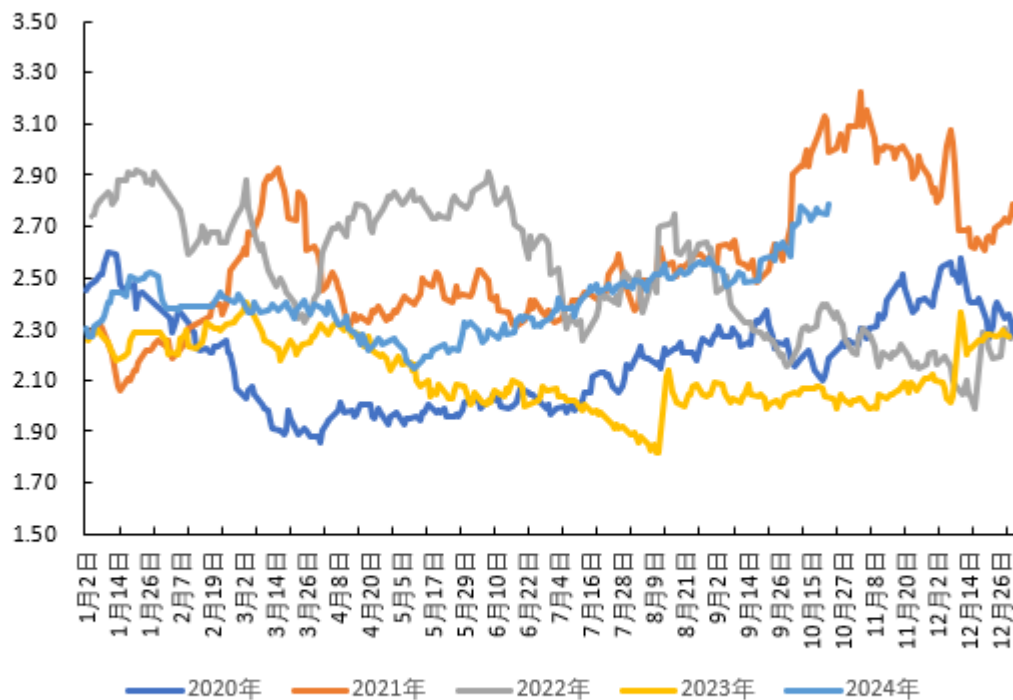


数据来源: Wind、华鑫期货研究所

近期油粕比不断刷新近两年的新高,从年初的2.30到10月23日的2.83,达到增幅达到20.87%。根据历史数据可以发现,油粕比也呈现出季节性规律,从年初至三季度末,油粕比往往呈现下降趋势,而进入四季度后,这一比值倾向于上升。主要是因为一季度末天气逐渐回暖,进入养殖业旺季,导致二、三季度对饲料的需求出现增长,与此同时,二、三季度也是美豆生长的关键时期,市场对天气变化比较敏感,任何影响大豆生长的因素都可能称为炒作的焦点,从而对大豆价格形成支撑,推动国内豆粕价格处于相对强势状态。另一方面,春节过后,市场的对油脂的需求进入淡季,导致油脂价格相对疲软。因此,在这个阶段油粕比通常呈现减弱的趋势。然而进入四季度,国内中秋、国庆以及春节等传统节日相继到来,显著提升了油脂的消费需求,而饲料消费则因天气转冷而进入淡季。这种供需格局的变化导致油强粕弱的市场态势,从而使得油粕比开始逐步上升。近期棕榈油的不断走强,带动相关油脂走高,而美豆丰产压制了豆粕的价格上方空间,油粕比不断走强。



图2 油粕比



数据来源：Wind、华鑫期货研究所

二、豆系基本面分析

豆粕和豆油的供应端均受大豆产量的影响，简单来看豆粕的价格受到大豆供给和豆粕需求的影响，豆油价格则受到大豆供应和豆油需求的影响。影响豆粕和豆油供应的关键因素包括大豆的产量和压榨利润，大豆产量决定豆粕和豆油的供应上限，而压榨利润则确定了供应量的下限。影响豆粕需求的主要因素有养殖端饲料的需求，而影响豆油需求的主要因素为食用以及工业消费需求。

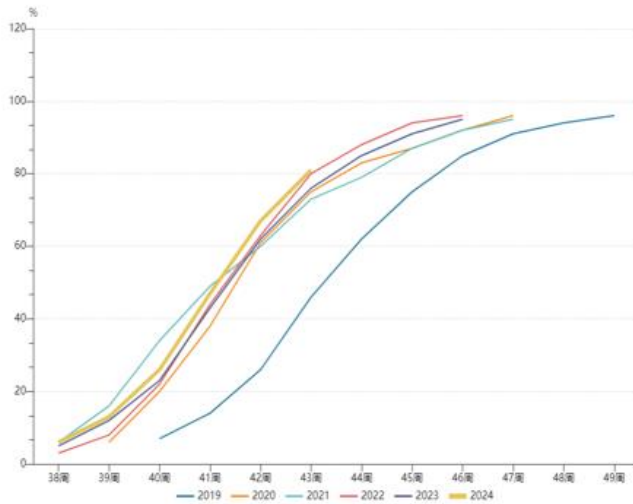
1、全球大豆供应

USDA 10月报告将美豆单产下调0.1蒲式耳/英亩至53.1蒲式耳/英亩，产量下调4蒲式耳/英亩至4582蒲式耳/英亩，美豆产量仍然维持在高位。在丰产格局下，美豆收割进度也处于2010年以来的历史高位，截至到10月20日，美豆收割进度为81%。美豆供应宽松预期逐步转变为现实，同时巴西前期干旱有所缓解，未来一周巴西中西部和南部的降雨将增加，有利于大豆播种。CONAB称截至10月20日，巴西2024/25年度大豆播种进度为17.6%，一周前9.1%，去年同期为28.4%。虽然当前巴西大豆播种进度稍慢，但降雨的增加将逐步推进大豆播种。当前市场将面临新季美豆上市和巴西大豆丰收预期的双重压力。不过此前市场一直在交易美豆丰产预期，当前美豆价格已跌至



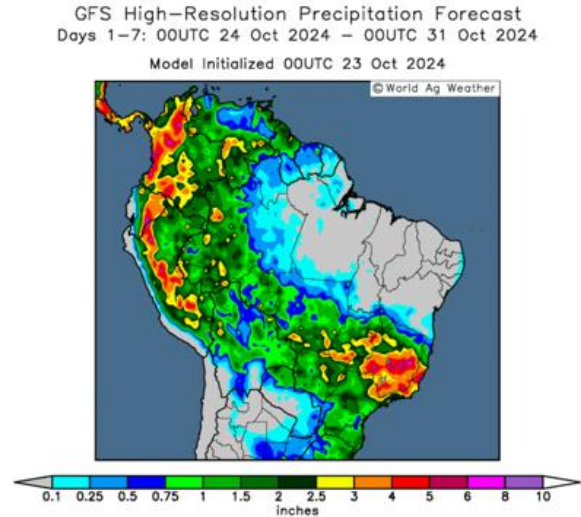
较低水平，性价比凸显促使近期美豆出口需求维持强劲。供应宽松格局已定，后续关注需求端变化情况。

图3 美豆收割进度



数据来源: Wind、华鑫期货研究所

图4 巴西未来一周降雨情况



数据来源: World Ag Weather、华鑫期货研究所

2、大豆压榨利润

国家粮油信息中心数据显示，上周进口美国大豆的成本、国内豆油和豆粕价格均有所下降，但国内价格的下降幅度小于国际市场，这导致油厂的大豆压榨利润略有增加。截至10月18日，11月船期美国大豆对大商所2501合约的压榨利润为7元/吨（3%的进口关税，100元/吨的加工费用），与前一周相比增加了5元/吨。根据Mysteel数据显示，10月份中国大豆的到港量预计为845万吨，11月预计为671万吨，12月预计为833万吨，与6-8月月均1000万吨以上的到港压力减少。



图5 进口大豆压榨利润(元/吨)

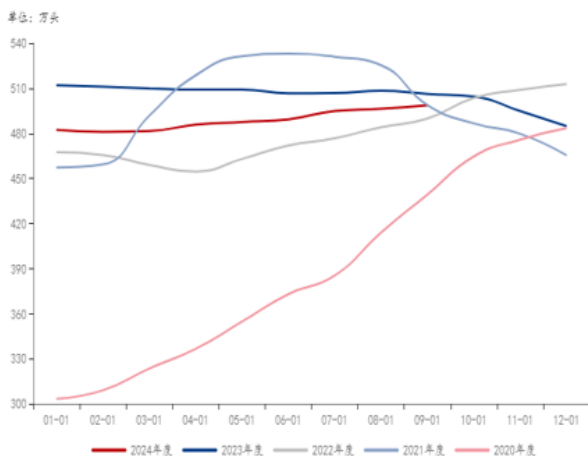


数据来源: wind、华鑫期货研究所

3、豆粕需求

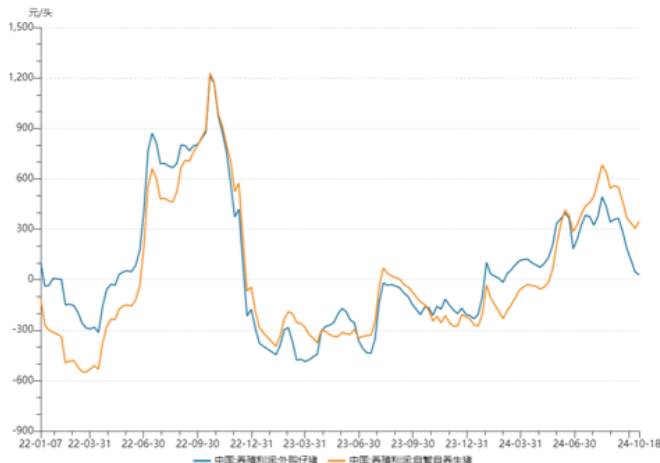
豆粕主要以饲料消费为主，其中生猪饲料需求占比较大，约40%。当前，能繁母猪存栏量仍然位于历史高位，中长期来看，对豆粕饲料的需求将会增加。而养殖利润决定了后期的仔猪补栏意愿，当前外购仔猪和自繁自养生猪的养殖利润均有所下滑，短期内或影响养殖企业的补栏意愿。因此，短期来看，下游饲料企业对豆粕需求的增量或许有限，关注养殖企业利润变化情况。

图6 能繁母猪存栏量(规模化养殖场, 万头)



数据来源: Mysteel, 华鑫期货研究所

图7 生猪养殖利润(元/头)



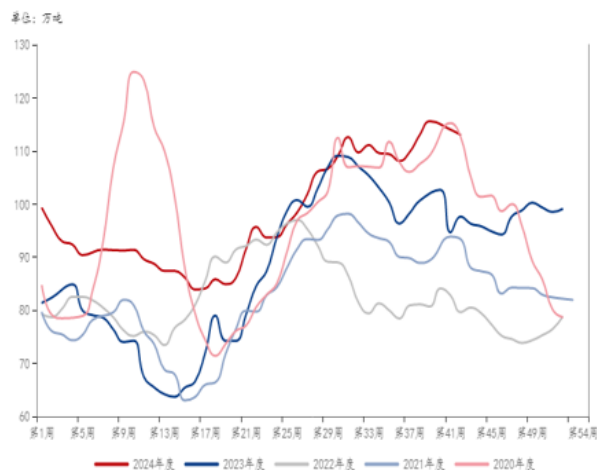
数据来源: wind、华鑫期货研究所



4、豆油需求

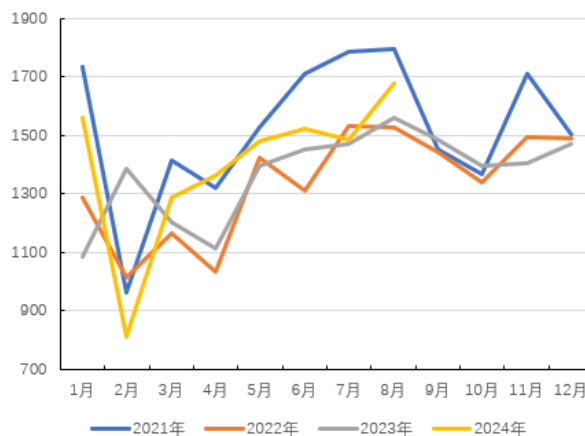
国内豆油食用消费占比约为88%，当前豆油的库存依旧处于近几年的高位，人均油脂消费相对比较稳定。不过豆油的消费呈现出一定的季节性特征，下半年将迎来中秋、国庆以及春节等传统节假日，油脂的消费量一般会增加，所以四季度豆油的需求将增加。

图8 豆油库存 (万吨)



数据来源: Mysteel, 华鑫期货研究所

图9 豆油消费量 (千吨)



数据来源: 卓创咨询、华鑫期货研究所

三、行情展望

目前，美豆丰产已从预期转为现实，南美大豆播种也迎来降雨，全球大豆供应宽松的格局已定，不过，美豆因价格性价比促使出口销售持续改善以及底部种植成本给予美豆支撑，预计美豆继续下跌空间有限。同样，豆粕目前跌至低估值区间，油厂远月榨利丰厚，豆粕远月05合约持仓量高达137万手，达到历史高位。预计豆粕继续下跌空间有限，短期或维持震荡走势，中长期将随着大豆到港量的减少、压榨利润的回升以及生猪育肥饲料消费增加或出现反弹。豆油进入传统消费旺季，或跟随棕榈油继续走强。继续关注美豆出口销售情况以及巴西天气情况变化，同时需要关注美国大选带来贸易政策的不确定性。



注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或者转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究创造价值”的理念，深谙“知微见著，臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

侯梦倩

期货从业资格：F3070960

投资咨询资格：Z0017338

邮箱：houmq@shhxqh.com

华鑫期货有限公司

地址：上海市黄浦区福州路666号21、22楼

邮编：200001

电话：400-186-8822

华鑫期货



华鑫期评

