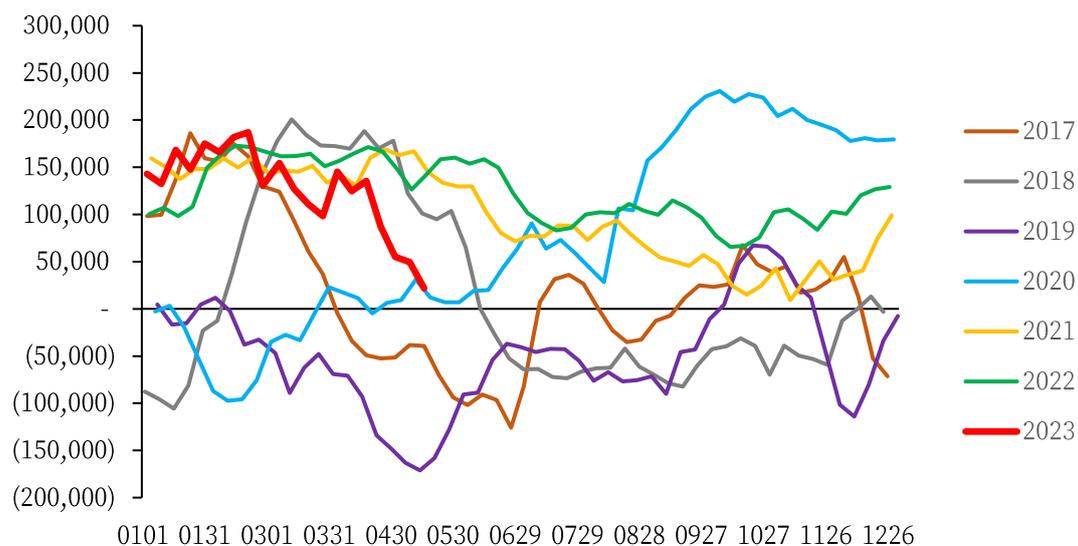


1. 技术面

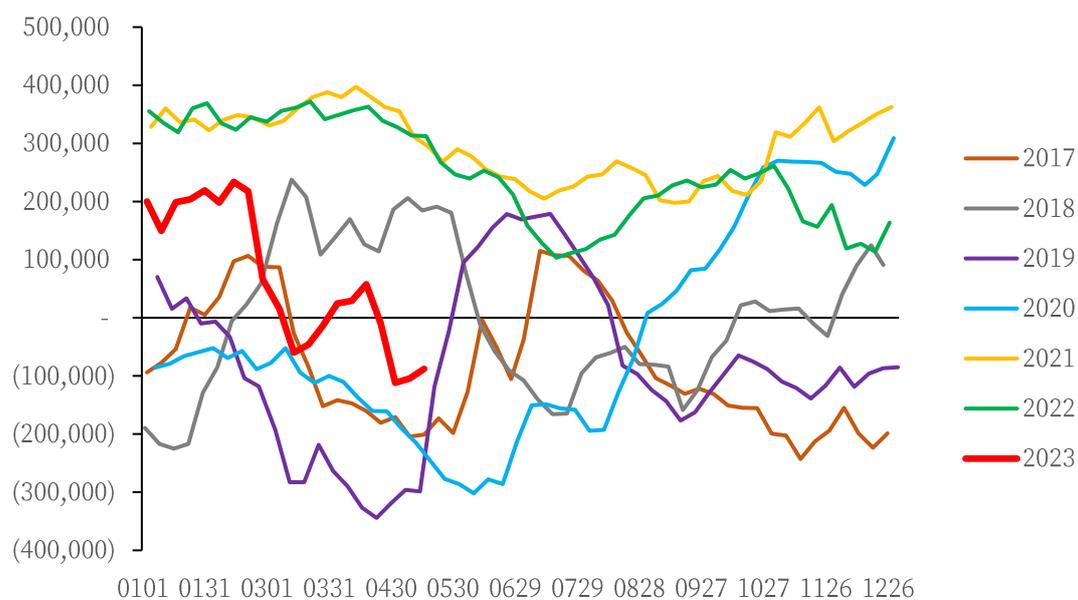
首先是本轮下跌的原因是管理基金净多单的变化，直接并且直观。

其中美豆已经是相对偏强了（美豆油美豆粕另说），其中美玉米的净多头持仓最早在今年三月中已经转负，截至写作时数据披露大豆净多单两万张左右，但是在上周的后三个交易日继续下行状态下，美豆管理基金净多单也已经转负。

美豆管理基金季节性

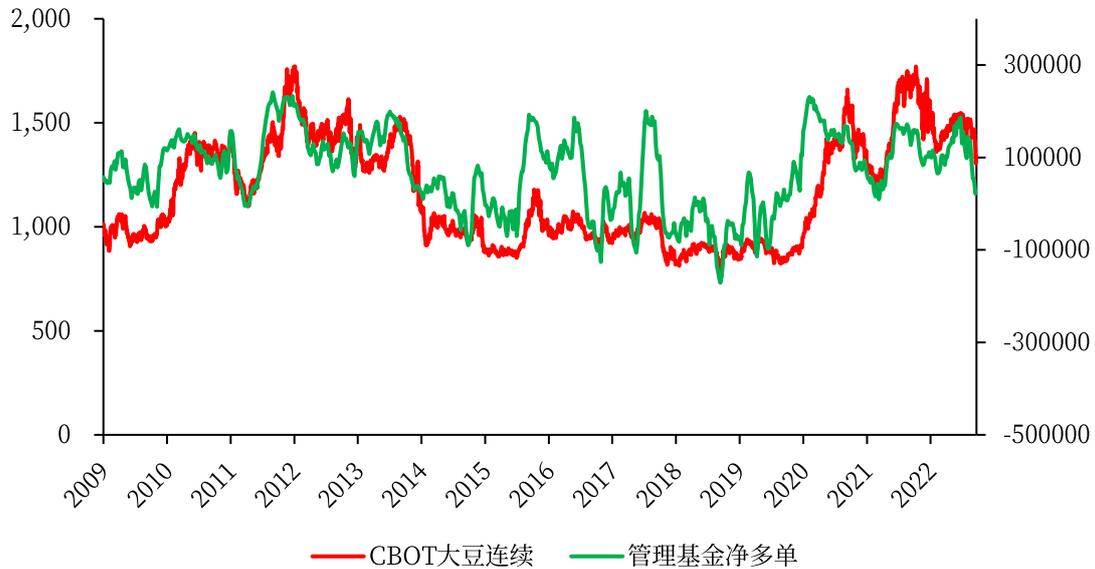


美玉米管理基金季节性



至于管理基金净多头与美豆走势的相关性，做过历史回测的也不难发现其规律。相关性长期有效，因此也常作为跟踪指标之一。

美豆连续与管理基金



2. 基本面

技术面对于本轮下跌走势的解释力度相对直观，但是背后逻辑驱动仍然是基础面的预期变化。如今的农产品市场交易者递进式的注入新作年度大豆丰产的预期，并且形成了农产品总体的价格中枢将会逐步下移的预期，这个预期其实并非在近期才形成，我三月份的文章中已经讲到了大豆丰产预期，对应这产量和库存的逐年累加，并在此基础上对应着价格的下跌以及市场定价大豆种植可能达到的亏损程度。

对于这种预期，在农产品领域缺乏像金融行业预期对应时间序列变化数据，就像是 FOMC 基本上会每周去调整未来的加息路径，对应农产品市场并未有一个相对公正公开公信的高频供需预估（USDA 的月度数据频率还是相对较低，或者对于未来的预测还不够久远），因此部分行情超出预期可能是我们暂时没有跟上市场的中性预估更新。

上文技术面章节中提到的大豆管理基金净头寸相对玉米偏强，是有三峰拉尼娜现象影响下的阿根廷再度大幅减产支撑，最新的 USDA 五月预估仍然认为阿根廷产量有 2700 万吨（目前阿根廷布交所最新预估在 2100 万吨），因此之前美豆旧作 7 月合约一直在 14~15 的区间运行，区间均势被美豆种植进度以及后续的丰产预期打破，并打破前期区间下沿直奔 13 块，新作 11 月合约已经跌破 12 块。

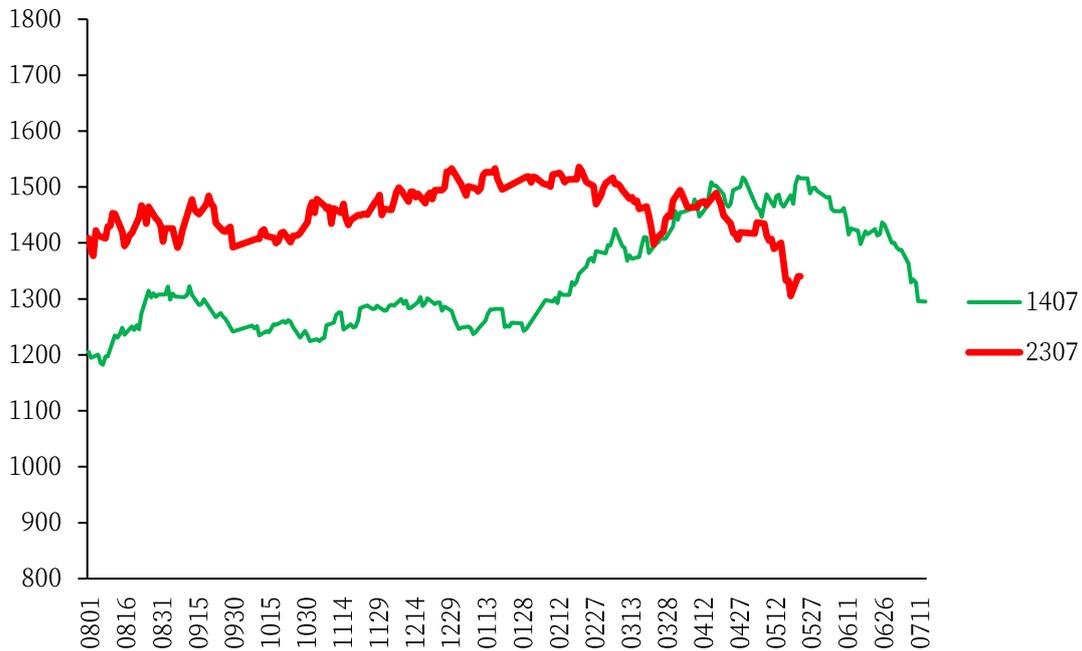
现在是炒作新旧作供需预期交替的时间节点，目前是由紧张转向宽松，这得益于大豆的季产年销的特点（因此棕榈油方面近期显得缺乏交易题材）。

首先是由紧缩转向宽松预期背景下，近期行情变化的历史回测。

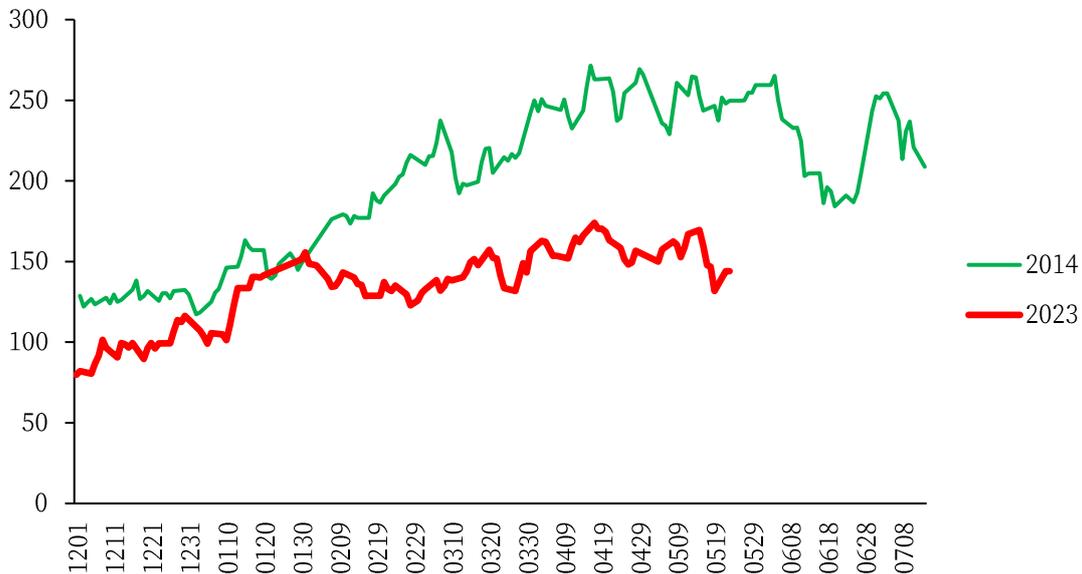
USDA5月	美国						全球					
	旧作		新作		变化		旧作		新作		变化	
	产量	库销比	产量	库销比	产量	库销比	产量	库销比	产量	库销比	产量	库销比
00/01	74.60	19.42%	71.93	17.11%	-2.67	-2.30%	159.33	17.11%	155.14	15.42%	-4.19	-1.69%
01/02	72.22	16.65%	75.38	16.57%	3.16	-0.08%	159.47	16.57%	171.45	16.70%	11.98	0.13%
02/03	75.06	13.73%	78.67	13.98%	3.61	0.25%	175.08	13.98%	184.13	16.80%	9.05	2.82%
03/04	78.67	11.12%	74.29	7.48%	-4.38	-3.64%	184.3	7.48%	194.04	17.35%	9.74	9.87%
04/05	75.01	10.21%	65.80	7.24%	-9.21	-2.97%	197.28	7.24%	190.05	20.87%	-7.23	13.63%
05/06	66.78	6.83%	85.48	19.70%	18.70	12.87%	188.55	19.70%	216.88	19.63%	28.33	-0.07%
06/07	85.01	13.58%	84.00	30.01%	-1.01	16.43%	215.58	30.01%	221.8	23.25%	6.22	-6.76%
07/08	83.37	23.34%	86.77	31.23%	3.40	7.90%	219.78	31.23%	233.68	25.14%	13.90	-6.09%
08/09	86.77	29.36%	70.36	7.50%	-16.41	-21.86%	237.36	7.50%	219.72	27.99%	-17.64	20.48%
09/10	80.54	7.18%	86.95	12.46%	6.41	5.28%	212.79	12.46%	241.72	19.12%	28.93	6.67%
10/11	91.42	10.15%	90.08	20.35%	-1.34	10.20%	258	20.35%	250.13	27.12%	-7.87	6.77%
11/12	90.61	9.58%	89.40	9.05%	-1.21	-0.53%	261.97	9.05%	263.29	25.08%	1.32	16.03%
12/13	83.17	11.94%	87.23	8.13%	4.06	-3.81%	236.87	8.13%	271.42	20.95%	34.55	12.82%
13/14	82.06	7.20%	92.26	14.62%	10.20	7.42%	269.11	14.62%	285.5	24.14%	16.39	9.52%
14/15	89.51	7.25%	98.93	18.08%	9.42	10.83%	283.79	18.08%	299.82	24.82%	16.03	6.74%
15/16	108.01	18.00%	104.78	25.59%	-3.23	7.59%	317.25	25.59%	317.3	29.32%	0.05	3.73%
16/17	106.93	19.91%	103.42	14.93%	-3.51	-4.98%	315.86	14.93%	324.2	23.34%	8.34	8.41%
17/18	117.21	21.31%	115.80	23.05%	-1.41	1.74%	348.04	23.05%	344.68	27.21%	-3.36	4.16%
18/19	119.52	24.97%	116.48	19.47%	-3.04	-5.50%	336.7	19.47%	354.54	26.92%	17.84	7.45%
19/20	123.66	44.66%	112.95	43.23%	-10.71	-1.43%	362.08	43.23%	355.66	32.59%	-6.42	-10.64%
20/21	96.79	26.07%	112.26	17.89%	15.47	-8.17%	336.11	17.89%	362.76	28.84%	26.65	10.94%
21/22	112.55	5.20%	119.88	5.97%	7.33	0.77%	362.95	5.97%	385.53	23.43%	22.58	17.46%
22/23	120.71	10.07%	126.28	13.01%	5.57	2.95%	349.37	13.01%	394.69	23.49%	45.32	10.47%
23/24	116.38	9.20%	122.74	13.74%	6.36	4.54%	370.42	13.74%	410.59	27.69%	40.17	13.95%

以上是 USDA5 月供需的历史过往数据，因为 5 月报告是第一次对于新年度进行展望，在此基础上市场会将新旧作供需进行比较，5 月针对新作的预估为之后一年的供需定调。当前状态最像 2014 年，2013 年 5 月针对 13/14 年度的预估也是由紧张走向宽松的，但是 13/14 年度的美国表最终是逐渐趋紧，以及全球库销比增加也不及预期。在 13/14 作物年度的铺垫下，14/15 年度的第一份 USDA 预估便是现在的镜像状态，美国的库销比新旧作增幅超 10% 以上，全球库销比新旧作增幅超 6%。近些年不可忽视的趋势是美国大豆产量在全球的比重由 00/01 年的 46% 下调至本次预估的 31%，即 CBOT 虽然拥有豆系的定价权，但是定价权在弱化南美升贴水成为市场更多谈论的声音。

旧作七月合约



7-11价差



以上是今年和14年的对比，旧作单边方面可以发现今年的市场反应更快，一方面是宏观方面的影响，三月中下旬的下跌包括原油端的向下牵引以及银行端的系统性风险对于农产品的影响，另一方面还有对于巴西丰产背景下的中国采购进度放缓，巴西贴水下探带领CBOT盘面走弱，并且我们不能忽视市场的学习能力。

月间价差方面，现在的7-11在140左右，而14年的7-11高点在260左右，这边的背景正

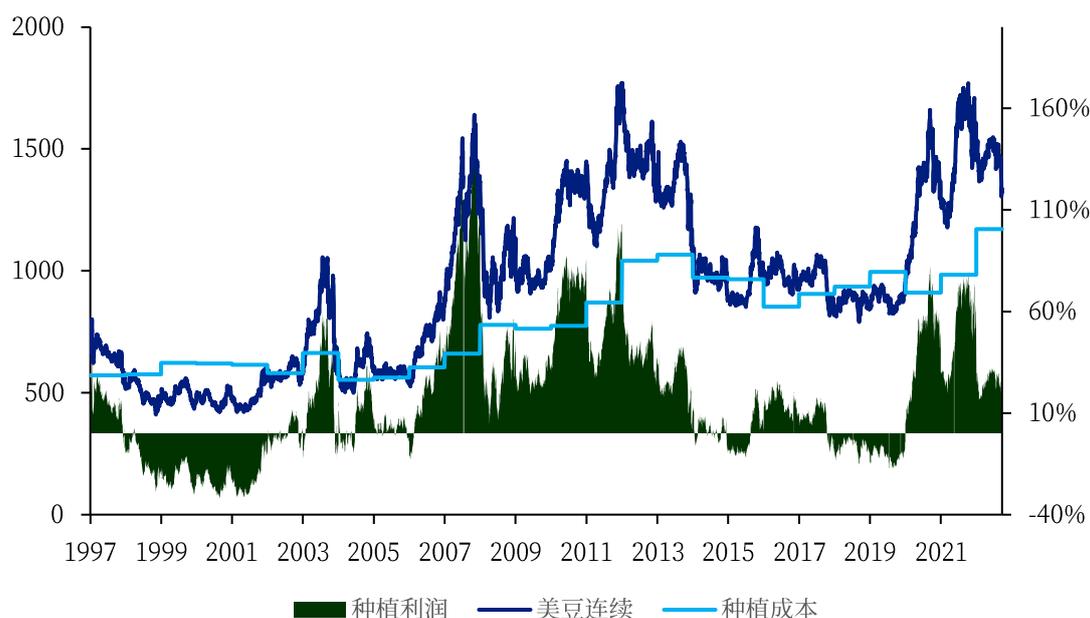
如之前提到的美国的大豆产量占比在逐步走低，并且在美豆新作上市前巴西豆成为全球的主力供给，14 年的巴西产量不到 9000 万吨但是今年的巴西产量超过 1.5 亿吨，因此旧作方面的紧张程度并不突出，对应的 7-11 价差也难以再度走高至当年水准，14 年的高点在 4 月中见到并且本年度的高点也在 4 月中，大致 170，上方有限。

其次是未来相对长期的展望。如果根据历史回溯确定了后续走弱的方向，那么剩下的问题便是跌幅可以有多深，以下的展望过于理想化，只是一个粗略的测算（或者说是一个模糊的正确）。

	97/98	98/99	99/00	00/01	01/02	02/03	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11
ARG	8,300	500	1,200	6,600	2,200	5,500	-2,500	6,000	1,500	8,300	-2,600	-14,200	22,500	-5,500
BRZ	5,200	-1,200	3,400	4,800	4,000	8,500	-1,000	2,000	4,000	2,000	2,000	-3,200	11,200	6,300
US	8,396	1,422	-2,374	2,831	3,617	-3,662	-8,227	18,233	-1,509	3,494	-14,142	7,890	10,721	-807
WORLD	26,013	1,862	491	15,492	9,129	11,908	-10,348	29,011	5,287	15,000	-16,468	-6,991	48,684	3,920

	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24
ARG	-8900	9200	4100	8050	-2650	-3800	-17200	17500	-6500	-2600	-2300	-16900	21000
BRZ	-8800	15500	4200	10900	-1400	19200	8500	-2900	8000	11000	-9000	24500	8000
US	-6372	-1500	8572	15542	-36	10062	3134	450	-23848	18082	6779	-5151	6365
WORLD	-23897	27798	14416	38009	-5415	34725	-7082	19539	-22119	27700	-8750	10575	40164

美豆期货连续与年度种植成本比较



根据 USDAERS 给出的 97 年之后的种植成本对应盘面计算种植利润，种植利润最差的时期是 01/02 年左右最大亏损在 30%，这个时期还对应着亚洲金融危机以及 CRB 指数持续几年走低，南美产量增幅明显。考虑到如此大幅亏损的历史背景和距今时间过长，即使是 2008 年的金融危机也没有出现这样大幅度长时间的种植亏损，近些年在持续亏损状态下，美国农民出现了明显的抵抗情绪，最直接的体现便是 19/20 年度的种植面积萎缩，因此我们认为常态化农民能承受的亏损在 15%，并且持续时间不会超过三年，后续我们需要锚定的 23/24 和 24/25 年度的美豆种植成本。