

牛市已来？变数仍多



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级：

豆粕：震荡

报告日期：

2024年3月26日

★国内进口大豆成本上升

巴西大豆产量预估不断被下调、巴西国内大豆压榨需求向好、叠加农户存储大豆延缓销售压力等，今年巴西CNF升贴水自2月开始持续上行。由于USDA展望论坛对美国24/25年度面积和单产预估已经非常乐观，市场认为未来边际变化将以利多为主，CBOT大豆也止跌企稳。综合影响下国内进口大豆成本有所抬升。

★豆粕短期去库，但二季度供应将明显增加

从大豆进口量来看，我国一季度供应难言紧张，但3月中旬开始市场对于供应的担忧却愈演愈烈。和去年4月类似，有关GMO证书下发、进口大豆卸船不畅的传言不绝于耳，市场担忧大豆进口及压榨不及预期。补库需求也促成了3月现货及基差的上行。但随着后期进口大豆到港及油厂开机回升，预计豆粕现货基差仍将承压下行，重点需把握节奏。

★后市展望

展望后市，接下来国际市场的关注重点是美国24/25年度面积、天气及作物生长情况，现在断言趋势性上涨行情到来显然为时过早，除非美豆产量显著不及预期。国内豆粕也是如此，我们不认为趋势性上涨行情已经到来。买船数据显示4-5月国内进口大豆供应充足，3月以来盘面榨利改善令油厂增加远期买船、逻辑上也是增加远期供应，而养殖能否如期向好还需不断验证。不过短期需要密切留意的是进口大豆卸船及油厂压榨情况。策略上，单边操作不确定性极大，USDA报告、美豆生长季天气等关键变量的可预测性都很低，市场多以寻找安全边际做多为主。套利上可关注9-1正套逢低布局，目前价差处于统计区间的相对低位，相对风险较小，又不会错过可能的天气市行情。

★风险提示

宏观风险，政策风险，产地天气风险等

黄玉萍 资深分析师（油籽&豆类粕）

从业资格号：F3079233

投资咨询号：Z0015897

Tel: 8621-63325888-3907

Email: yuping.huang@orientfutures.com

CBOT大豆连续及DCE豆粕主力走势

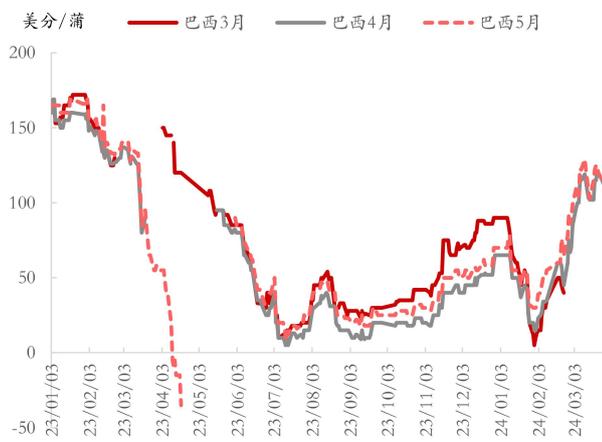


1. 进口大豆成本抬升，连豆粕先于外盘见底——对巴西 CNF 升贴水的讨论

一季度豆粕期价呈 U 形走势，且明显先于外盘见底。CBOT 大豆 5 月合约持续下跌并于 2 月 29 日最低跌至 1128.5 美分/蒲，豆粕 5 月合约则在 1 月 30 日跌至最低 2928 元/吨，随后直至 2 月 29 日在 3000 附近窄幅震荡。究其原因，主要因整个 2 月巴西 CNF 升贴水持续上行，国内进口大豆成本（CBOT 大豆+CNF 升贴水）在 2 月平稳运行。3 月内外盘期价均有所上涨，但豆粕涨幅明显大于外盘。

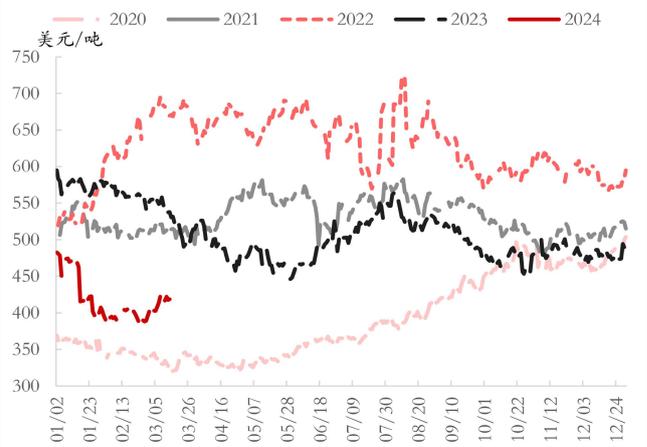
关于巴西 CNF 升贴水，去年 5 月船期 CNF 升贴水在 4 月 18 日最低跌至-35 美分/蒲，今年迄今为止的低点 30 美分/蒲出现在 1 月 30 日。如下图所示，今年巴西大豆收获进度、农民销售进度、1-2 月出口量几个关键指标和去年同期水平相当，那为何今年 CNF 升贴水的低点出现更早且绝对值明显抬升呢？可能的原因有以下几点：第一，今年巴西平衡表较去年相对紧张。2023 年巴西实现了历史最高产量 1.546 亿吨，而今年巴西产量预估不断下调，3 月 CONAB 预估巴西今年产量 1.4686 亿吨。产量下降的同时，巴西国内大豆压榨量连年增加，CONAB 预估 2024 年巴西大豆出口较上年下降 953.3 万吨至 9233 万吨，期末库存也有所下降。因此今年 CNF 升贴水整体水平将高于去年，我们可能也不会再见到负的升贴水报价。第二，巴西国内仓储能力不足导致其大豆集中收获上市时会有显著卖压，几乎每年都不例外。但据悉今年巴西农民增加吨袋存储以延缓销售压力，买卖双方博弈过程中卖方挺价的底气更足。第三，作为全球最大大豆进口国，今年我国盘面压榨毛利明显好于去年同期。尤其是 3 月 8 日起市场流传着各种关于压榨下降、卸船不畅的传言，油厂也相继挺价及限量销售。榨利持续好转情况下国内新增巴西买船，既然中国进口需求“激增”，巴西农民 CNF 升贴水报价也就更有理由维持坚挺。

图表 1：巴西出口 CNF 升贴水报价



资料来源：钢联，东证衍生品研究院

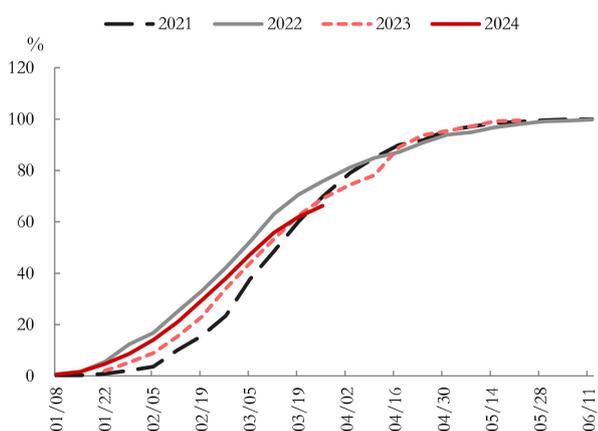
图表 2：巴西即期出口一口价



资料来源：Reuters，东证衍生品研究院

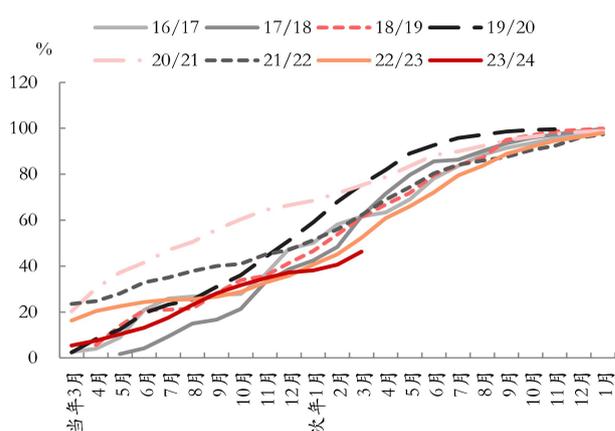
那未来巴西农民还会有所谓的卖压吗？可能会。虽然巴西涨价后相比美国仍有出口优势，但巴西还有邻国阿根廷是它的潜在竞争对手。阿根廷丰产是大概率事件，截至3月20日阿根廷约36%的二期大豆正在经历关键生长期，产区降水总体表现良好。布宜诺斯艾利斯谷物交易所维持阿根廷产量预估5250万吨不变，罗萨里奥交易所在最新报告中上调产量预估50万吨至5000万吨。预计4月阿根廷将开始收获，丰产背景下可供出口量增加，若阿根廷政府今年再次开展“大豆美元计划”鼓励农民出口创汇，那么出口可能进一步增加。如图表6所示，我们以巴西5月船期CNF升贴水走势为例，除2018年中美贸易战、2022年巴西南部减产及俄乌冲突外，收获季CNF持续上涨的年份并不多见。

图表 3: 巴西大豆收获进度



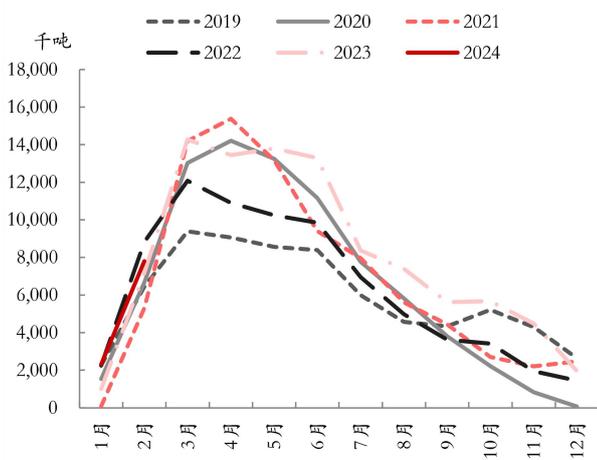
资料来源: CONAB, 东证衍生品研究院

图表 4: 马州大豆销售进度



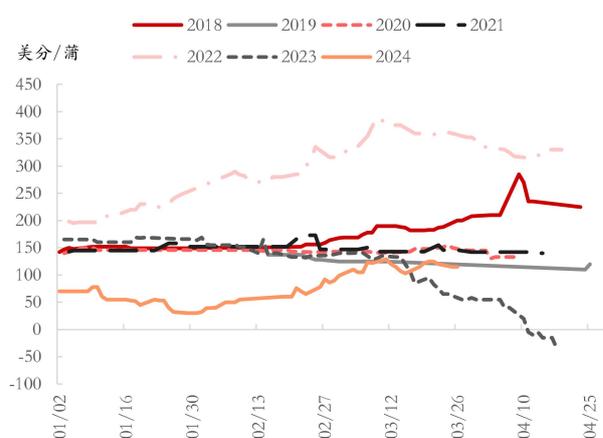
资料来源: IMEA, 东证衍生品研究院

图表 5: 巴西大豆出口



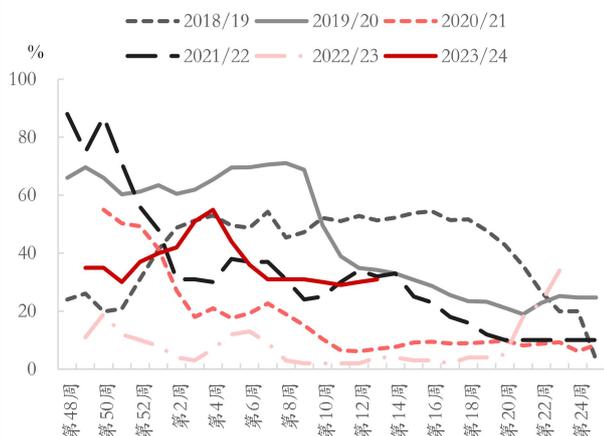
资料来源: Abiove, 东证衍生品研究院

图表 6: 巴西5月船期CNF升贴水季节性走势



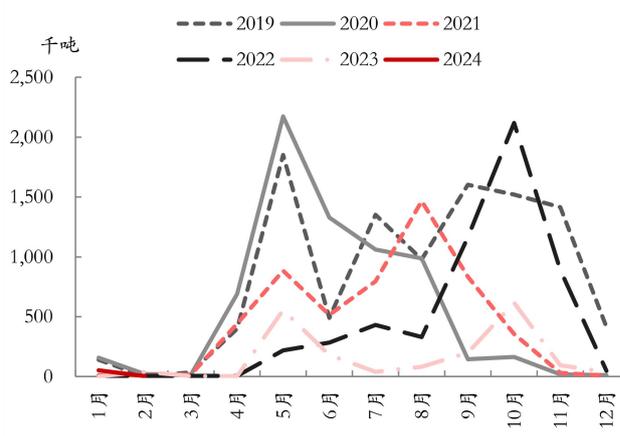
资料来源: 阿根廷农业部, 东证衍生品研究院

图表 7: 阿根廷大豆优良率



资料来源: BAGE, 东证衍生品研究院

图表 8: 阿根廷大豆出口



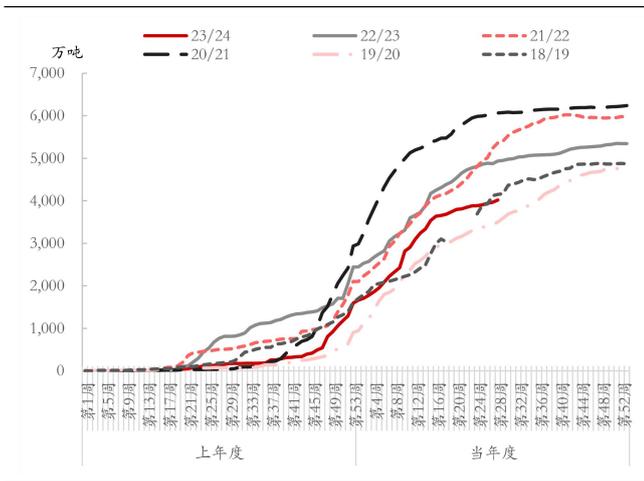
资料来源: 阿根廷农业部, 东证衍生品研究院

2. 充分交易美豆平衡表转松后, CBOT 大豆止跌回升

美国供应趋宽松, 这一点市场并无疑问。去年 9、10 月 USDA 供需报告预计美国 23/24 年度期末库存 2.2 亿蒲, 最新一期报告已经上调至 3.15 亿蒲。主要拖累项在于出口, 截至 3 月 14 日当周美国本年度累计出口订单为 4016 万吨, 同比降 18.8%; 累计装船 3549.5 万吨, 同比降 18.5%。USDA 3 月供需报告维持美国本年度 4681 万吨的出口目标不变, 要完成这一目标, 剩余每周需新增订单 26.6 万吨, 新增装船 45.3 万吨。考虑到美豆在国际市场缺乏性价比, 未来出口前景仍然悲观。美国压榨需求强劲, 截至 2 月本年度 NOPA 会员累计压榨大豆 11.1157 亿蒲, 同比增 6.5%, 相比之下 USDA 3 月供需报告预估的 23/24 年度压榨仅年比增 4%, 强劲的压榨需求能够一定程度帮助美国 23/24 年度期末库存不再进一步调高。

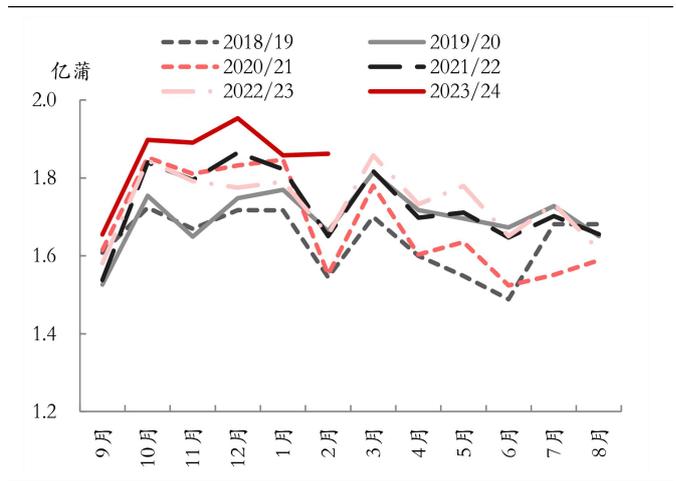
更重要的是即将开始的 24/25 年度。USDA 在 2 月农业展望论坛中预估美国 2024 年大豆种植面积升至 8750 万英亩, 单产达到历史最高的 52 蒲/英亩, 最终期末库存上升到 4.4 亿蒲。这一库存水平是近几年来仅次于 19/20 年度的最高水平, 回看当年 2019-2020 年 CBOT 大豆连续长时间在 800-900 美分区间运行。

图表 9: 美国累计出口销售订单



资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 10: NOPA 月度压榨



资料来源: Reuters, 东证衍生品研究院

图表 11: 美国大豆供需平衡表

	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23 Est.	2023/24 Proj. Jul	2023/24 Proj. Aug	2023/24 Proj. Sep	2023/24 Proj. Oct	2023/24 Proj. Nov Dec	2023/24 Proj. Jan	2023/24 Proj. Feb Mar	2024/25**
单位: 百万英亩												
种植面积	76.1	83.4	87.2	87.5	83.5	83.5	83.6	83.6	83.6	83.6	83.6	87.5
收获面积	74.9	82.6	86.3	86.2	82.7	82.7	82.8	82.8	82.8	82.4	82.4	86.6
单位: 蒲/英亩												
单产	47.4	51	51.7	49.6	52	50.9	50.1	49.6	49.9	50.6	50.6	52
单位: 百万蒲												
期初库存	909	525	257	274	255	260	250	268	268	264	264	315
产量	3552	4216	4464	4270	4300	4205	4146	4104	4129	4165	4165	4505
进口	15	20	16	25	20	30	30	30	30	30	30	15
总供给	4476	4761	4737	4569	4575	4496	4426	4403	4428	4459	4459	4835
压榨	2165	2141	2204	2212	2300	2300	2290	2300	2300	2300	2300	2400
出口	1679	2266	2152	1992	1850	1825	1790	1755	1755	1755	1720	1875
种用和残差	108	97	107	101	126	126	126	128	127	124	124	125
总需求	3952	4504	4463	4305	4276	4251	4206	4183	4182	4179	4144	4400
期末库存	525	257	274	264	300	245	220	220	245	280	315	435
库存消费比	13.28%	5.71%	6.14%	6.13%	7.02%	5.76%	5.23%	5.26%	5.86%	6.70%	7.60%	9.89%

资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

为什么在宽松背景下却能够看到价格上行呢? 首先不得不提的是美豆的成本支撑。ERS 会公布美国详细的种植成本分项, 我们用 2023 年每英亩种植成本预估除以全国平均单产 50.6 蒲/英亩, 得到种植成本约 1230 美分/蒲。(我们注意到 ERS 数据是基于一定数量的样本, 历史上这些样本农户的单产高于全美平均单产, 保持口径统一情况下的成本应该低于 1230, 因此市场上大家计算的成本各不相同, 不必过于纠结具体的数字。) 我们比较了 2007 年至今 CBOT 大豆连续合约月 K 线收盘价和当年(日历年)种植成本, 有两段时期较长时间跌破种植成本。

- 一是 2015 年 8-12 月, 共 5 个月, 最多击穿成本 94 美分。2014-2018 是全球主产国产量不断增加的时期, 2014/15 年美国增产 1554 万吨、巴西增产 1090 万吨、阿根廷

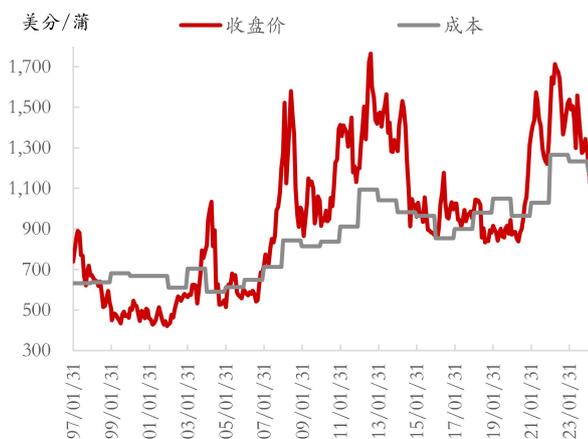
廷增产 805 万吨，2016/17 年度美国产量增产 1006 万吨、巴西增产 1920 万吨、阿根廷减产 380 万吨。科技进步改善单产在不利天气下的表现，美国 2018/19 年度产量为当时历史最高 1.2052 亿吨，巴西当年产量 1.197 亿吨，阿根廷产量 5530 万吨，全球及美国库存消费比达到历史最高。

- 二是 2018 年 6 月-2020 年 8 月，共 27 个月，最多击穿成本 208 美分。前面提到 2018/19 年度全球丰产，2019/20 年美国产量并不理想，因春播不利天气导致其产量下降 2385 万吨至 9667 万吨，但当年南美产量良好。另外这一时期中美贸易战反复、中国非洲猪瘟疫情及新冠肺炎疫情在各国蔓延，需求不佳使得价格持续阴跌。

除此之外的年份成本均对价格起到较强支撑，因种植收益会影响农民来年种植意愿。此外，低于成本后市场做多意愿也会相应增加，今年 2 月及 3 月迄今为止 CBOT 大豆连续也跌破 1230 美分/蒲种植成本，观察 CFTC 持仓数据自 3 月 12 日一周起基金净空持仓开始下降。这是交易商在 3 月 28 日重要的 USDA 种植意向报告公布前调整仓位，这也是接下来我们要提到的供应宽松但价格上涨的第二点原因。

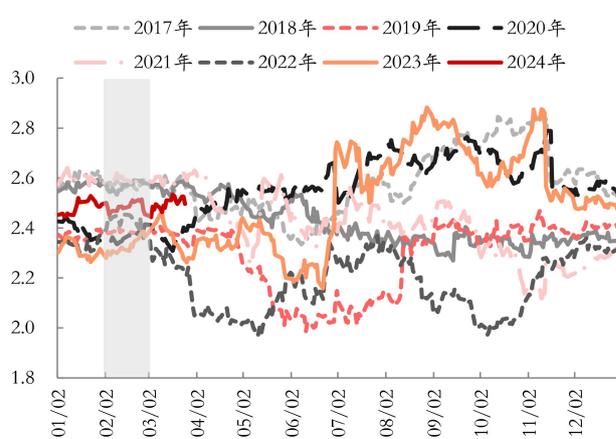
在展望论坛给出 8750 万英亩及 52 蒲/英亩单产预估后，市场认为丰产预期已经打足，未来出现边际变化不及预期的概率更大。关于面积，市场一致认为面积较上年度的 8360 万英亩增加是确定的，但增幅多少却有分歧。一者是基于大豆/玉米比价，认为面积达到甚至超过 8750 万英亩都很合理，另一则是基于对美国农民的调研，预计面积只会升至约 8600 万英亩。过去 20 年中 12 年意向面积高于 USDA 农业展望论坛预估，但报告公布前的调查显示分析师平均预估面积将增加至 8653 万英亩。而关于单产，若果真正实现 52 蒲/英亩的单产，这将超过 2016 年的 51.9 成为历史最高单产。NOAA 从去年 12 月至今年 3 月，每份月报都调高下半年发生拉尼娜的概率，最新报告显示截至 3 月 19 日美豆种植区域 30% 处于干旱，高于去年同期的 22%，两者都给交易美国 24/25 年度平衡表边际趋紧的多头提供了信心。

图表 12: COBT 大豆连续与美豆种植成本



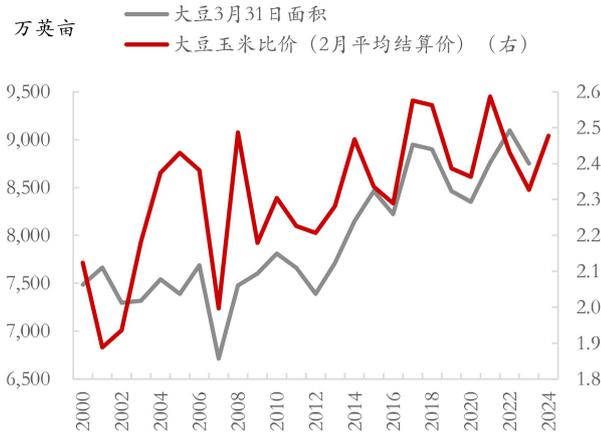
资料来源: USDA, Wind, 东证衍生品研究院

图表 13: CBOT 大豆/玉米比价



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 14: 比价和美豆种植意向



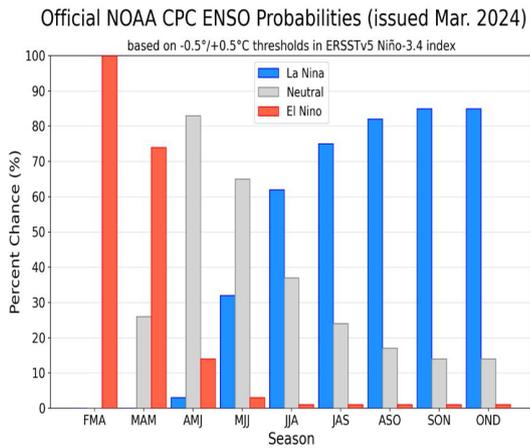
资料来源: Wind, USDA, 东证衍生品研究院

图表 15: 农业展望论坛预估面积 vs. 3 月底种植意向



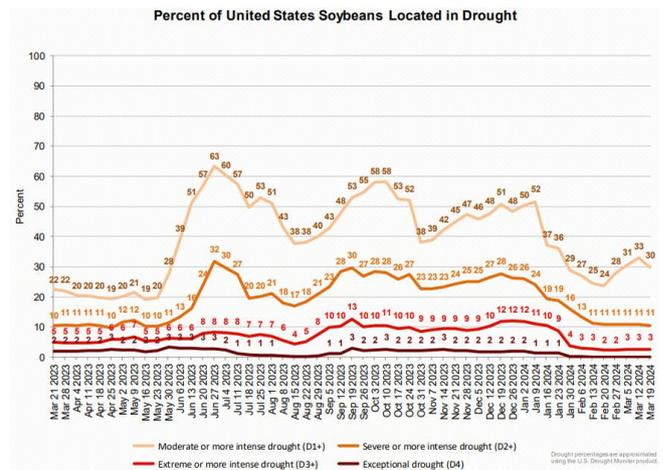
资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 16: 6-8 月将发生拉尼娜



资料来源: NOAA, 东证衍生品研究院

图表 17: 美豆产区干旱比例



资料来源: NIDIS, 东证衍生品研究院

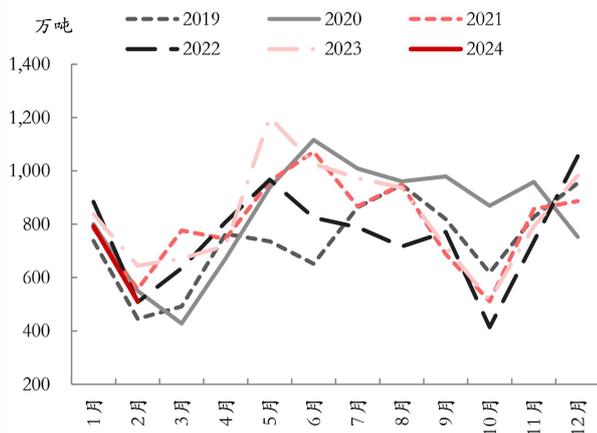
3. 国内市场: 后期基差仍有走弱可能

成本利润对豆粕主力期价的影响更大, 上文我们已经就进口大豆成本的最重要组成部分 CBOT 大豆、产地 CNF 升贴水报价进行了讨论, 这一部分我们将主要阐述国内供需形势。

供应端, 1-2 月我国累计进口大豆 1304 万吨, 同比降 179 万吨 (12.1%)。钢联预估 3 月进口大豆到港 582 万吨, 4 月 960 万吨, 5 月 950 万吨。各家预估绝对数据略有不同但趋

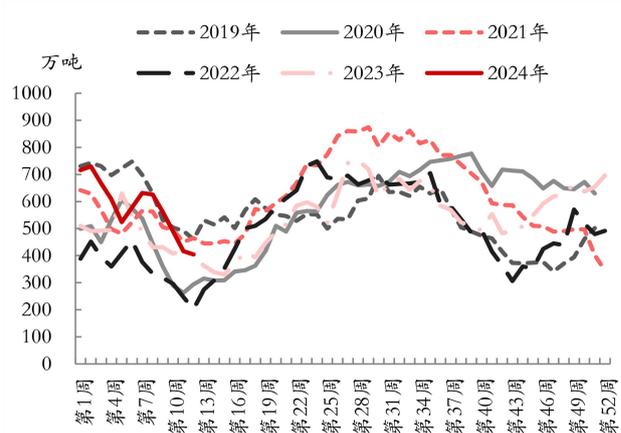
势一致，即4月起进口大豆供应将会明显增加，这也符合历史季节性规律。油厂对远月买船节奏一度偏慢，但自3月中旬盘面榨利改善以来，油厂远期豆粕基差成交明显转好，油厂买船速度也就相应加快。从进口量来看，一季度供应难言紧张，但3月中旬开始市场对于供应的担忧却愈演愈烈。一方面，和去年4月类似，有关GMO证书下发、进口大豆卸船不畅的传言不绝于耳，市场担忧4月进口大豆到港不及预期。另一方面，如果说大豆集中到港带来的供应压力迟早会来，趁此压力还未真正到来的时期油厂集中挺价或限量销售。

图表 18: 中国大豆进口



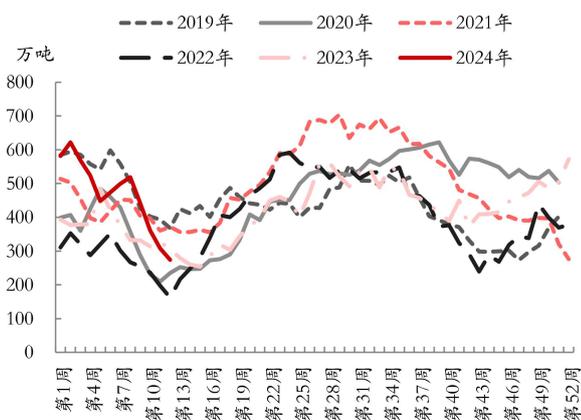
资料来源：海关，东证衍生品研究院

图表 19: 港口大豆库存



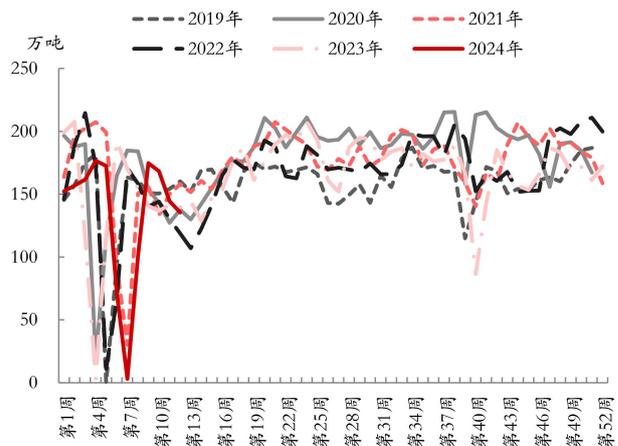
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 20: 111家油厂大豆库存



资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 21: 111家油厂周度压榨



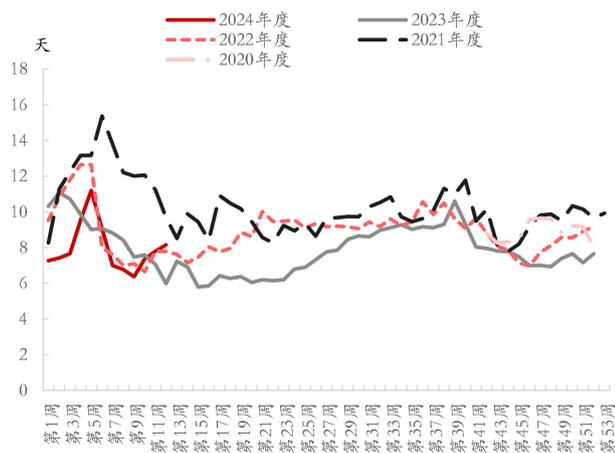
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

补库需求也促成了3月现货及基差的上行。从养殖及替代品角度，本轮上涨之前我们并未预判到需求能有多少亮点：外购仔猪利润转正但自繁自养仍然亏损，禽类及水产需求

不佳；广东地区豆菜粕现货价差长期处于 700 元/吨以上，意味着菜粕使用更有性价比；除此之外 1-2 月我国还累计进口了 56 万吨葵籽粕，豆菜粕均面临来自葵籽粕的替代。但是，正是因为此前市场一致预期供应难言紧张、需求难见起色，下游压缩库存使用天数。在供应担忧加剧之后中下游补库需求增加，体现在豆粕表需上就是截至 3 月 15 日连续三周豆粕周度表需超过 140 万吨。

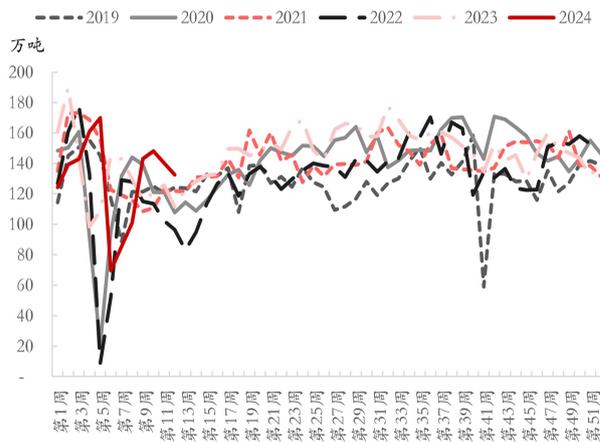
3 月国内油厂豆粕库存持续下降：截至 3 月 22 日 111 家样本油厂豆粕库存 36.12 万吨、接近历史同期最低水平，125 家样本油厂豆粕库存 42.22 万吨、去年同期为 60 万吨（钢联仅公布 2023 年起的 125 家油厂数据）。去库背景下，豆粕现货基差也止降回升，华东地区-M05 现货基差最高回到 180 元/吨以上。待后期进口大豆到港及油厂开机回升，预计豆粕现货基差仍将承压下行，重点需把握节奏。

图表 22：样本饲企库存使用天数



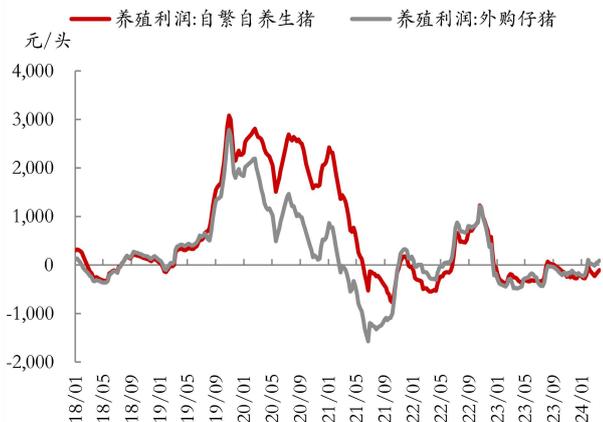
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 23：豆粕周度表需



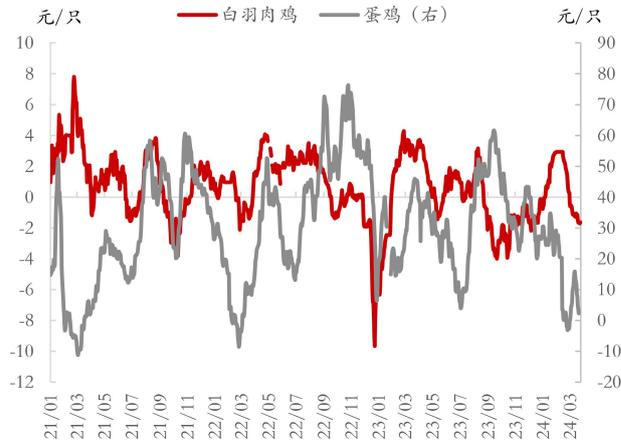
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 24：生猪养殖利润



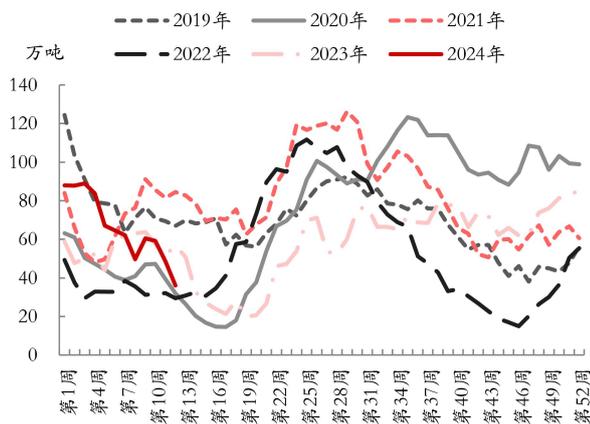
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 25：蛋鸡肉鸡养殖利润



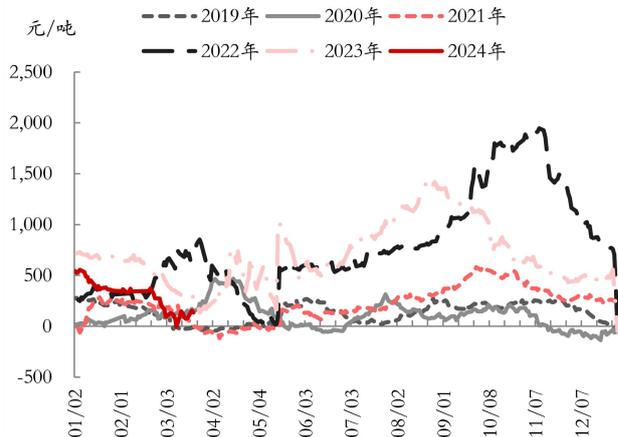
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 26: 111 家油厂豆粕库存



资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 27: 华东豆粕现货-M05 基差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

4. 小结与后市展望

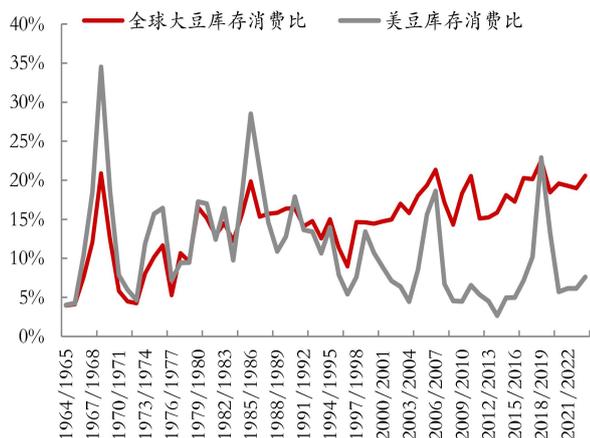
南美丰产导致全球 23/24 年度大豆期末库存和库存消费比来到历史高位，大豆/玉米高比价将使得美国 2024 年大豆面积增加，这些利空信息已经反映在了价格变化中。我们原本预计价格可能长时间弱势震荡，但国际和国内市场均发生了一些新的变化，令豆粕期货早于 CBOT 大豆见底、甚至在 3 月出现了一波凌厉的涨势。总结这背后的主要原因包括：国际上巴西大豆产量预估不断被下调、巴西国内大豆压榨需求向好、叠加农户存储大豆延缓销售压力等，今年巴西 CNF 升贴水自 2 月开始持续上行；由于 USDA 展望论坛对美国 24/25 年度面积和单产预估已经非常乐观，市场认为未来边际变化将以利多为主，CBOT 大豆也止跌企稳。国内则是进口大豆到港不及预期、油厂挺价及限量销售，叠加下游补库需求增加，豆粕涨幅大于外盘且基差也明显回升。

展望后市，接下来国际市场的关注重点是美国 24/25 年度面积、天气及作物生长情况，现在断言趋势性上涨行情到来显然为时过早，除非美豆产量显著不及预期。不过从交易角度，美豆跌破成本后做多具有一定安全边际，下半年发生拉尼娜的概率增加也为天气炒作提供了条件。事实上每年产地大豆关键期，天气都是影响行情的最重要因素。

国内豆粕也是如此，我们不认为趋势性上涨行情已经到来。买船数据显示 4-5 月国内进口大豆供应充足，3 月以来盘面榨利改善令油厂增加远期买船、逻辑上也是增加远期供应，而养殖能否如期向好还需不断验证。不过短期需要密切留意的是进口大豆卸船及油厂压榨情况。此外，参考一季度行情，从绝对价值看豆粕期价在 2900-3000、现货在 3200 附近具有一定做多安全边际。

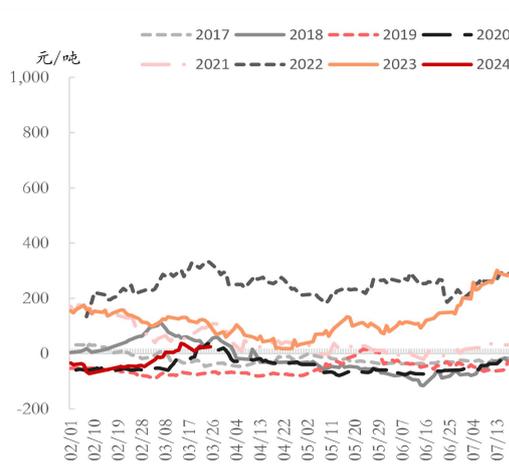
策略上，单边操作不确定性极大，USDA 报告、美豆生长季天气等关键变量的可预测性都很低，市场多以寻找安全边际做多为主。套利上可关注 9-1 正套逢低布局，目前价差处于统计区间的相对低位，相对风险较小，又不会错过可能的天气市行情。

图表 28：全球及美国大豆库存消费比



资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 29：豆粕 9-1 价差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

5. 风险提示

宏观风险，政策风险，产地天气风险等

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际(新加坡)私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持以金融科技助力衍生品发展为主线,通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力,坚持市场化、国际化、集团化发展方向,朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证期货衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com