

2023 年 08 月 04 日

豆粕：短期调整，后期等待不确定性下降

吴光静

投资咨询从业资格号：Z0011992

wuguangjing015010@gtjas.com

报告导读：

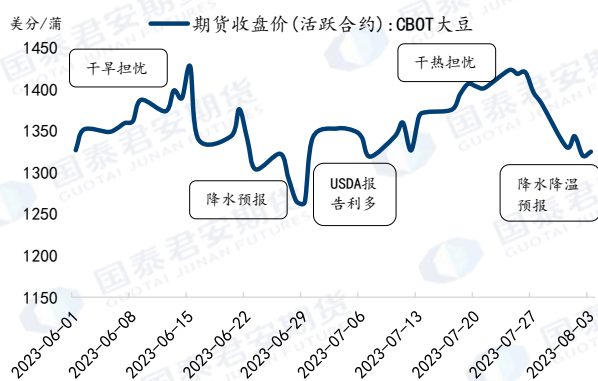
美豆和连豆粕 M2401 合约期价短期调整，或尚未扭转偏强格局。后期等待不确定性下降，2023 年美豆产量偏向明朗化。基于 8 月中上旬美豆产区天气好转预报（降水增加、气温下降），最近一周美豆和连豆粕 M2401 合约期价下跌。由于产区天气、USDA 对美豆单产调整等不确定因素仍在，2023 年美豆产量受损忧虑并未消除，所以目前豆价下跌先以调整看待，或尚未扭转前期偏强格局。对于豆粕 M2309 合约而言，由于到港下降预期仍在、持仓量较高，短期偏强运行，后期等待持仓下降，再结合现货情况而定。（个人观点，仅供参考，上述内容在任何情况下均不构成投资建议）。

(正文)

1. 近期美豆和连豆粕盘面期价回顾

2023年6月~7月，CBOT大豆期价偏强运行、DCE豆粕期价呈现上涨趋势，主要交易：美豆产区干热天气、6月底USDA种植面积意向报告大幅下调2023年美豆种植面积。7月下旬，俄乌局势紧张提振美麦、美玉米上涨，间接带动美豆期价上涨。国内豆粕涨幅高于美豆，可能受到汇率、资金、到港下降预期等因素影响。

图 1：2023 年 6 月至 8 月初，美豆期货主力合约价格偏强运行



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 2：2023 年 6 月至 8 月初，连豆粕主力合约价格呈现上涨趋势



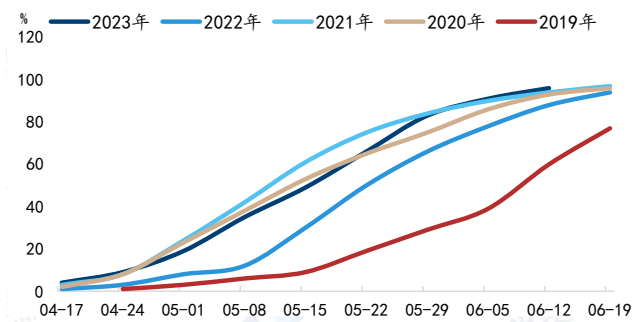
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2. 天气交易占据主导，美豆减种提供涨价支撑

截至8月初，市场交易美豆产区不利天气、美豆期价上涨的主要阶段为：6月中上旬交易干旱、7月中下旬交易干热。市场交易美豆产区天气改善、美豆期价下跌的主要阶段为：6月22日至29日，市场交易降水增加；7月27日至8月2日，市场交易降水增加、气温下降。具体而言：

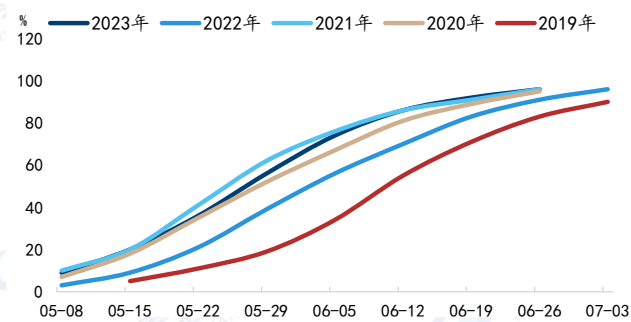
1) 6月中上旬，市场主要交易美豆产区干旱天气担忧，优良率指标开局不佳增添担忧情绪，助推价格。今年美豆春播以来，产区天气偏干，一方面有利于播种较快推进（市场对此以利空因素交易，因寄希望于该天气条件带来美豆丰产），另一方面，当干燥天气持续，美豆初期生长遭遇不利条件，市场开始担忧偏干天气不利于美豆生长，对美豆产量造成损失。由此，美豆价格经历两个阶段：5月豆价下跌、6月初至6月21日豆价上涨，其中：6月12日至6月21日为豆价集中上涨阶段。虽然5月底美国月度干旱展望报告显示，6月期间美豆主产区存在干旱可能性，但当时市场对此尚未交易。当5月中旬至6月中旬美豆主产区降水持续偏少、6月12日及6月19日美豆优良率数据连续且较大幅度下降、6月15日美国季度干旱展望报告显示：未来三个月，美豆主产区存在干旱担忧时，市场开始交易本轮干旱天气担忧。

图 3：2023 年美豆种植快，市场当成利空因素交易



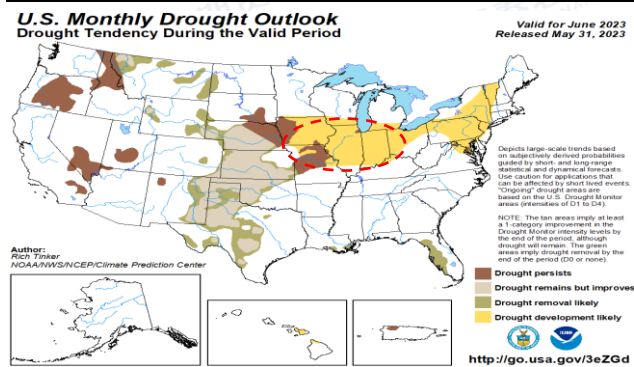
资料来源：Wind，根据新闻整理，国泰君安期货研究

图 4：2023 年美豆出苗快于往年同期



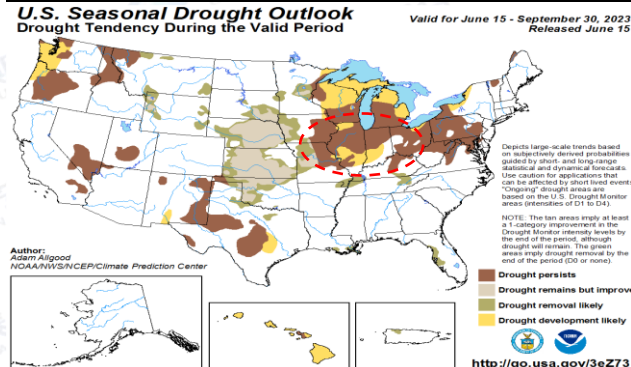
资料来源：Wind，根据新闻整理，国泰君安期货研究

图 5：5 月 31 日美国月度干旱展望：6 月美豆主产区（红色框线部分）有干旱可能，但市场对此尚未交易



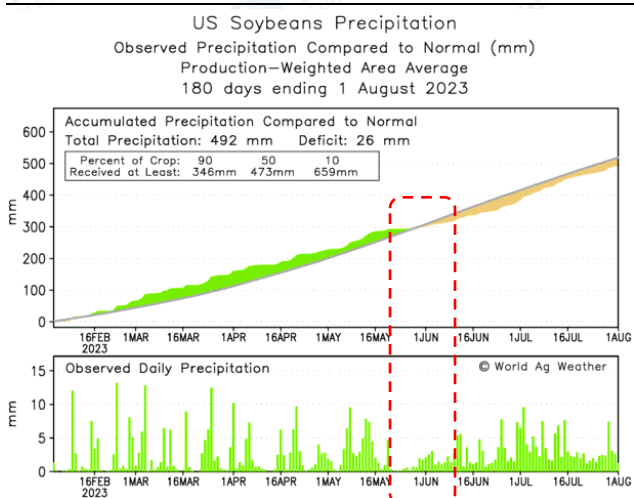
资料来源：NOAA，国泰君安期货研究

图 6：6 月 15 日美国季度干旱展望：美豆主产区（红色框线部分）存在干旱担忧，市场对此交易利多



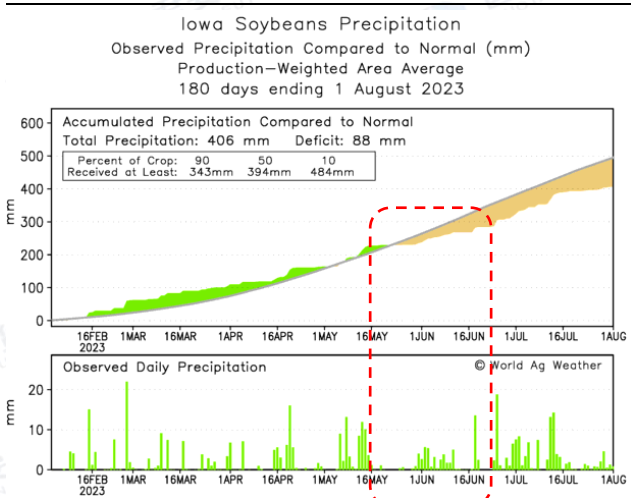
资料来源：NOAA，国泰君安期货研究

图 7：5 月中旬至 6 月中旬，美豆主产区降水较少



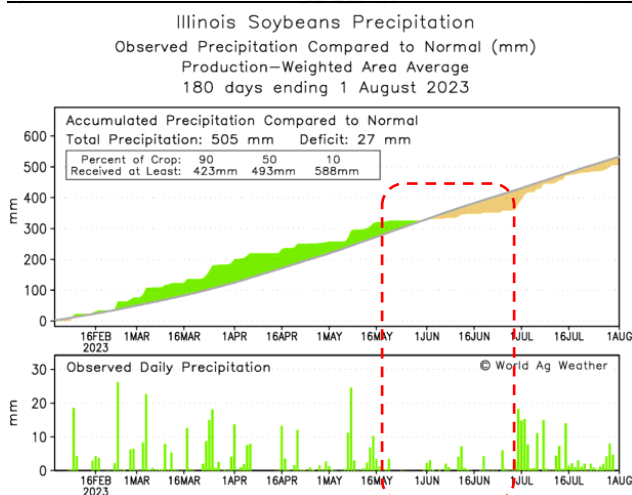
资料来源：Agweather，国泰君安期货研究

图 8：5 月中旬至 6 月中旬，美豆主产区爱荷华州降水较少



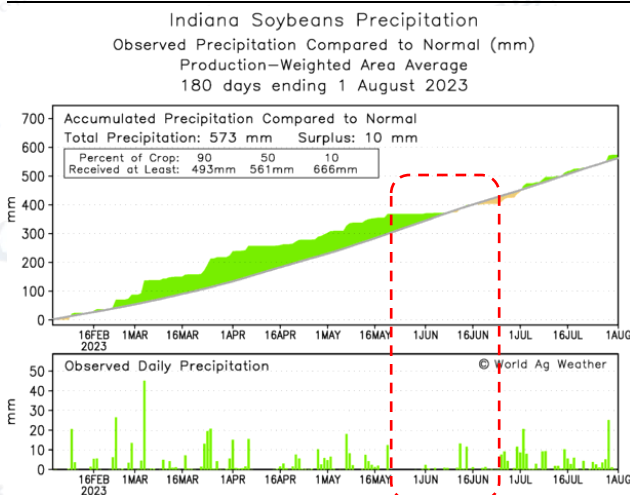
资料来源：Agweather，国泰君安期货研究

图 9：5 月中旬到 6 月，美豆主产区伊利诺伊州降水较少



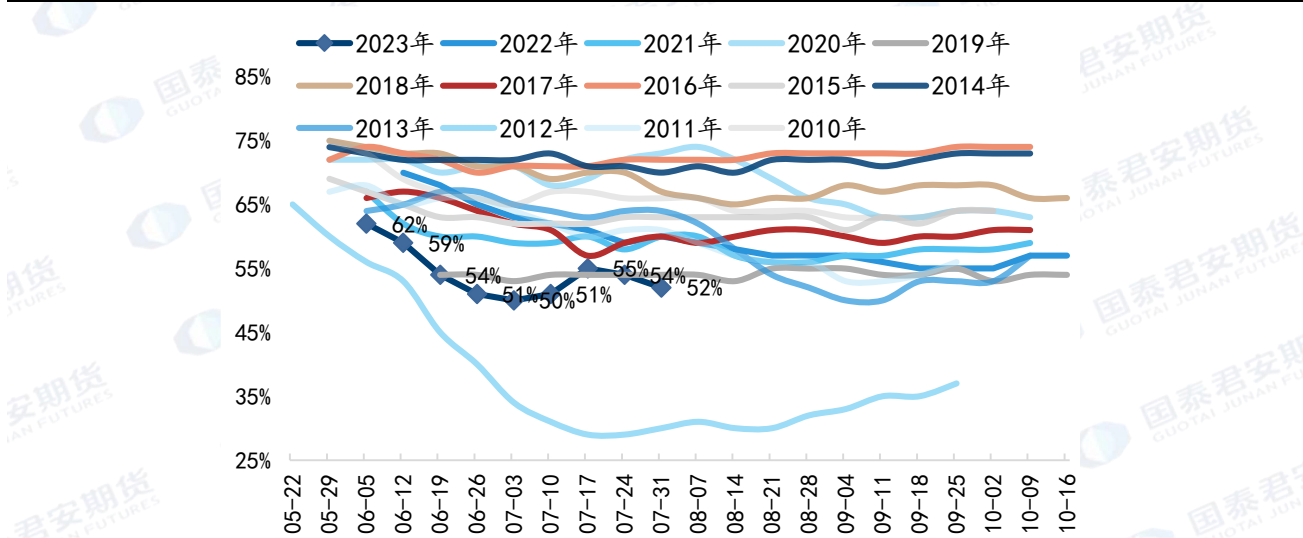
资料来源：Agweather，国泰君安期货研究

图 10：5 月中旬到 6 月，美豆主产区印第安纳州降水较少



资料来源：Agweather，国泰君安期货研究

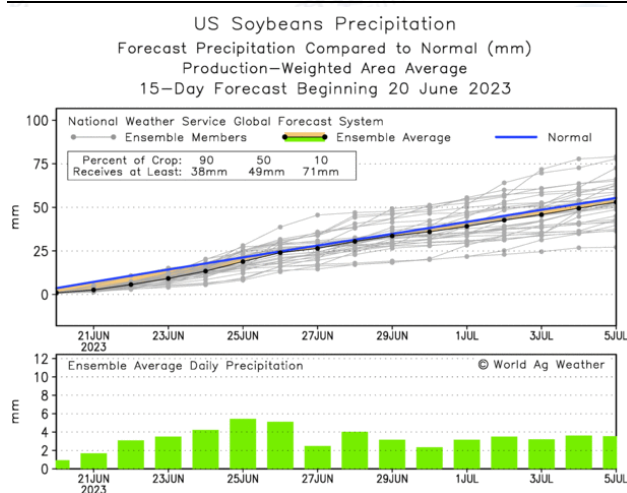
图 11：2023 年 6 月前三周，美豆优良率开局不佳，历史同期低位水平。市场交易优良率数据：第 2 周（59%）、第 3 周（54%），交易利多



资料来源：Wind，根据新闻整理，国泰君安期货研究

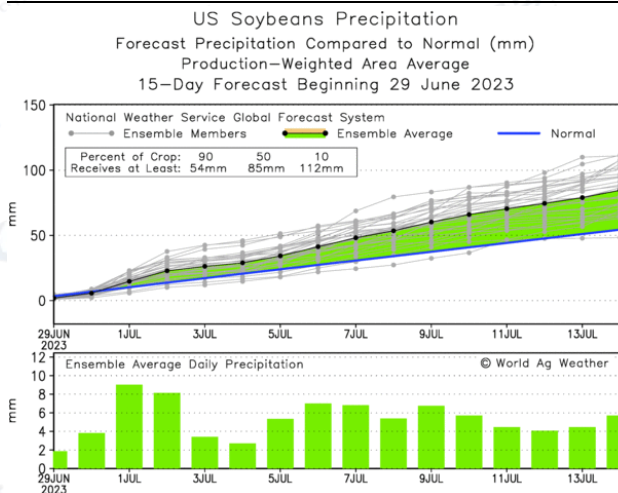
2) 6 月 22 日至 29 日，市场交易美豆产区天气改善，豆价下跌。当时天气预报显示，6 月中下旬至 7 月上旬美豆产区降水增加，市场对此交易，美豆价格下跌。

图 12: 2023 年 6 月 20 日天气预报显示, 6 月 22 日至 26 日美豆产区降水增加, 7 月初降水尚可



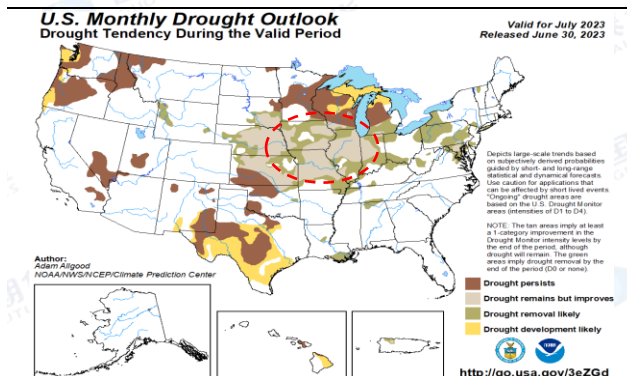
资料来源: Agweather

图 13: 2023 年 6 月 29 日天气预报显示, 7 月中上旬美豆主产区降水较多, 累计降水量高于均值



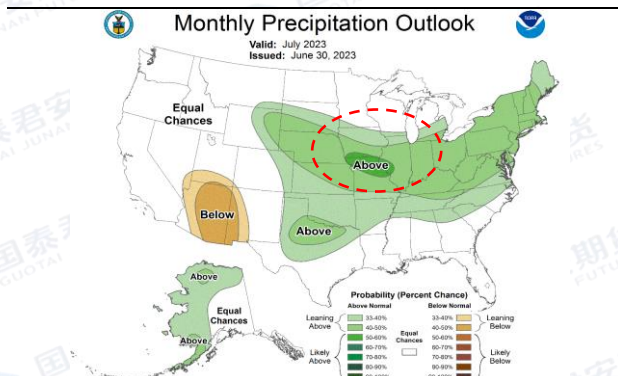
资料来源: Agweather

图 14: 6 月 30 日美国月度干旱展望: 7 月美豆主产区 (红色框线部分) 干旱可能有所好转



资料来源: NOAA, 国泰君安期货研究

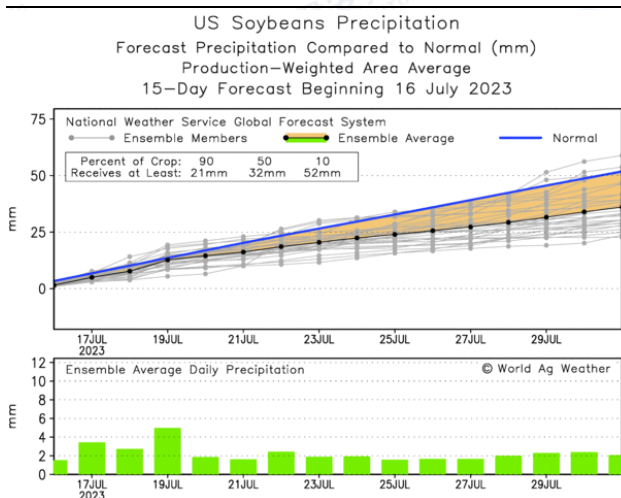
图 15: 2023 年 6 月 30 日天气预报: 7 月期间, 美豆主产区 (红色框线部分) 降水持平或高于均值



资料来源: CPC, 国泰君安期货研究

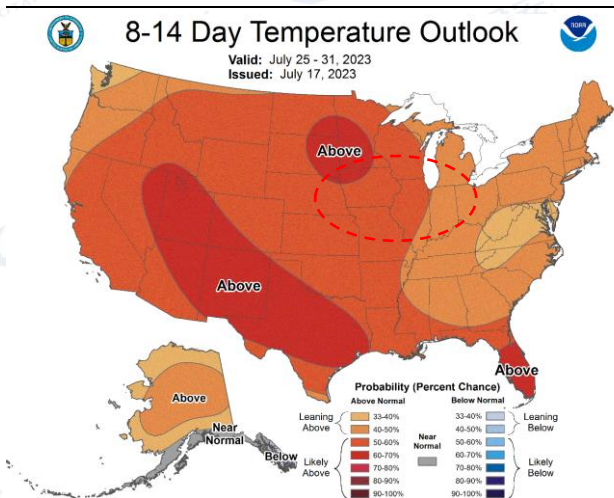
3) 7 月中下旬, 市场交易美豆主产区干热天气, 豆价上涨。据 7 月 16 日天气预报, 7 月下旬美豆主产区降水减少, 累计降水量低于均值; 据 7 月 17 日天气预报, 7 月 25 日至 31 日期间, 美豆主产区气温偏高。市场担忧美豆主产区干热天气影响美豆生长, 激励豆价上涨。

图 16: 2023 年 7 月 16 日天气预报, 7 月下旬美豆主产区降水减少, 累计降水量低于均值



资料来源: Agweather

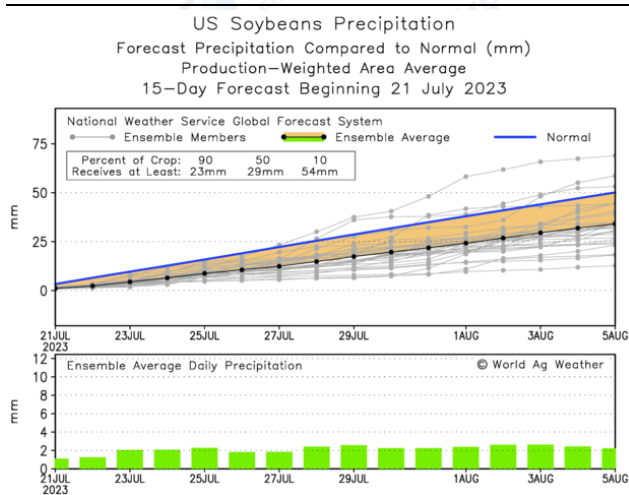
图 17: 2023 年 7 月 17 日天气预报, 7 月 25 日至 31 日期间, 美豆主产区 (红色框线部分) 气温偏高



资料来源: CPC, 国泰君安期货研究

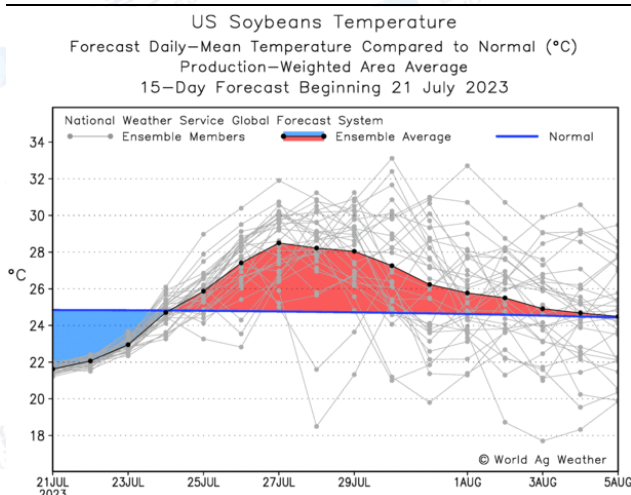
4) 7 月 27 日至 8 月 2 日, 市场交易 8 月美豆主产区天气改善: 降水增加、气温下降, 美豆期价下跌。2023 年 7 月 21 日天气预报, 未来两周, 美豆主产区累计降水偏少, 但 8 月初比 7 月下旬有所改善; 美豆主产区气温先高后低: 7 月 30 日气温开始下降、8 月 3 日至 5 日气温降至均值附近。随后天气预报均延续该趋势: 8 月初及 8 月期间, 美豆主产区降水增加、气温下降, 市场对此交易, 美豆价格下跌。

图 18: 2023 年 7 月 21 日天气预报, 未来两周, 美豆主产区累计降水偏少, 但 8 月初比 7 月下旬有所改善



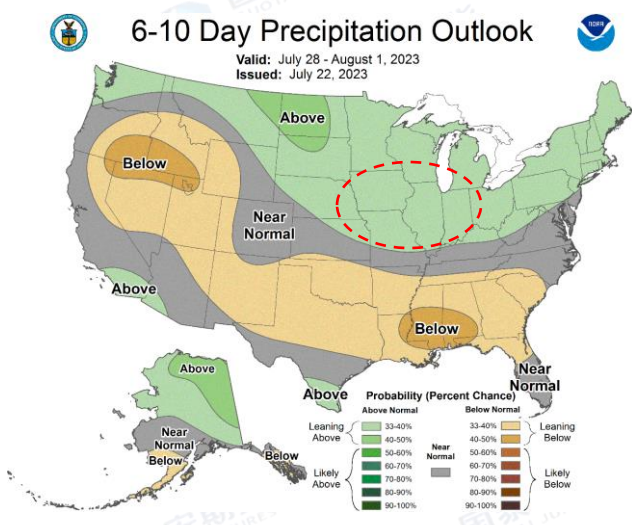
资料来源: Agweather

图 19: 2023 年 7 月 21 日天气预报, 未来两周, 美豆主产区气温先高后低: 7 月 30 日气温开始下降、8 月 3 日至 5 日气温降至均值附近



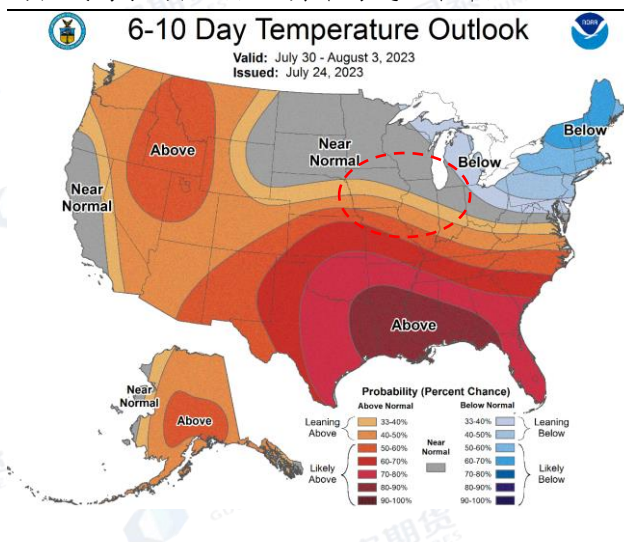
资料来源: Agweather

图 20：2023 年 7 月 22 日天气预报，7 月 28 日至 8 月 1 日期间，美豆主产区（红色框线部分）降水可能高于均值



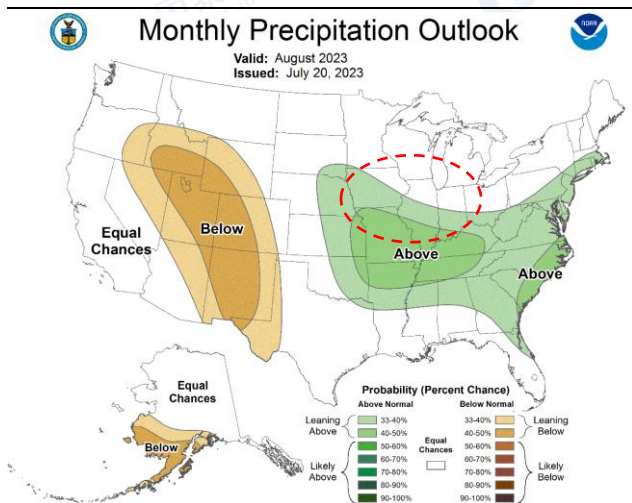
资料来源：CPC，国泰君安期货研究

图 21：2023 年 7 月 24 日天气预报，7 月 30 日至 8 月 3 日期间，美豆主产区（红色框线部分）气温接近均值或高于均值（较 7 月下旬气温下降）



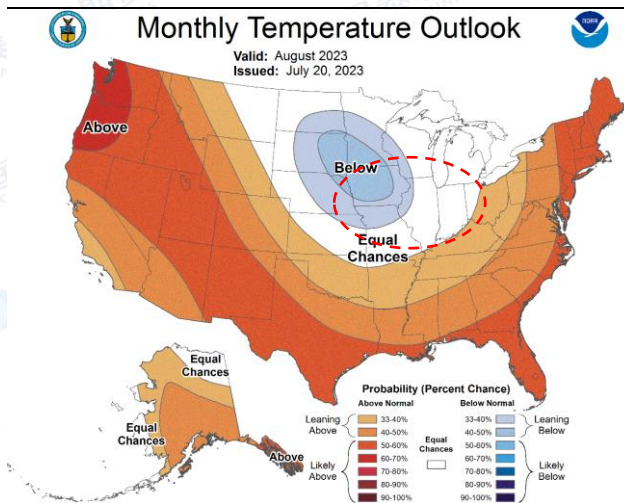
资料来源：CPC，国泰君安期货研究

图 22：2023 年 7 月 20 日天气预报，8 月期间，美豆主产区（红色框线部分）降水持平或高于均值



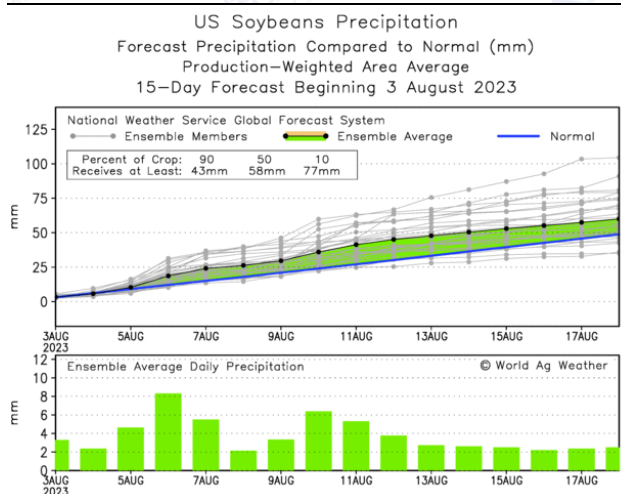
资料来源：CPC，国泰君安期货研究

图 23：2023 年 7 月 20 日天气预报，8 月期间，美豆主产区（红色框线部分）气温持平或低于均值



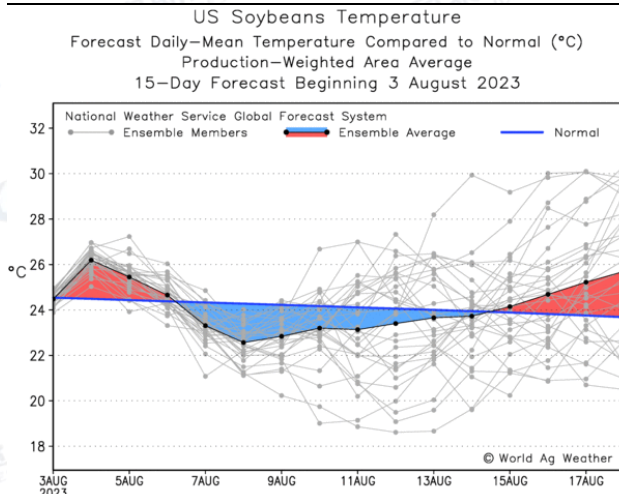
资料来源：CPC，国泰君安期货研究

图 24: 2023 年 8 月 3 日天气预报, 8 月 5 日至 18 日期间, 美豆主产区累计降水量高于均值



资料来源: Agweather

图 25: 2023 年 8 月 3 日天气预报, 8 月 4 日至 17 日期间, 美豆主产区气温围绕均值波动, 大多数时间低于均值, 少数时间略高于均值

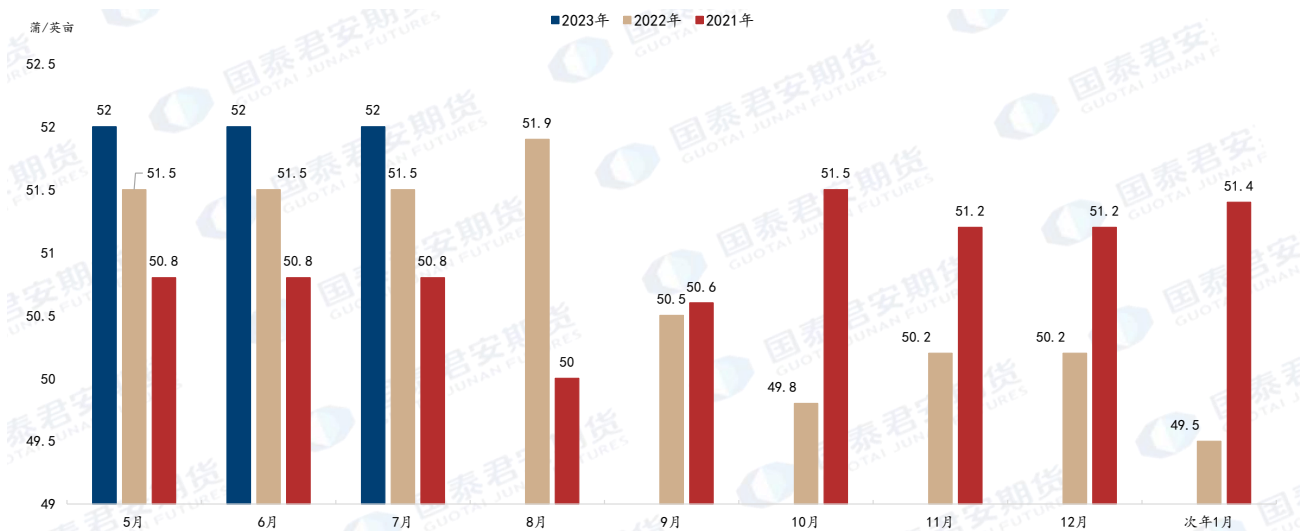


资料来源: Agweather

8 月中下旬至 9 月上旬, 美豆结荚期后期, 天气不确定性仍在。8 月中下旬至 9 月上旬, 美豆结荚期后期, 美豆主产区的降水、气温条件对作物生长仍有影响, 我们需要关注是否出现异常情况, 若有异常情况, 市场也会交易。如: 2011 年 8 月 9 日至 8 月 31 日, 市场交易: USDA 利多报告&美豆产区干热天气, 美豆指数期价涨幅约 14%; 2013 年 8 月 7 日至 9 月 3 日, 市场交易: USDA 利多报告&美豆产区高温天气, 美豆指数期价涨幅约 20%; 2020 年 8 月 13 日至 9 月 18 日, 市场交易: 美豆产区炎热少雨天气, 美豆指数期价涨幅约 18%。除了干热天气担忧, 是否出现早霜现象, 也需要关注。由此, 8 月中下旬至 9 月上旬, 美豆产区天气不确定性仍在。

USDA 对于美豆单产调整的不确定性仍在。USDA 从 8 月开始调整单产至次年 1 月定产报告, 还有 6 次调整单产的情况, 尤其是 8 月和 9 月两次单产调整, 基于前期生长情况而来, 调整幅度相对较大, 不确定性较大。市场对此可能交易“预期差”, 也可能交易“USDA 预估数据”, 两者均可能引发豆价较大波动。

图 26：2021 年~2023 年，USDA 对美豆单产调整情况：主要看 8 月和 9 月 USDA 报告如何调整美豆单产



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

USDA 对 2023 年美豆种植面积还会调整，存在部分不确定性。2023 年 6 月底 USDA 种植面积意向报告大幅下调 2023 年美豆种植面积预估，为 7 月以来豆价上涨提供坚实基础。从历年 USDA 对美豆种植面积调整来看，6 月底种植面积意向报告的调整最大，后期调整幅度相对下降。一般而言，6 月中下旬左右，美豆种植接近完成，所以 6 月底种植面积意向报告相对符合实际情况。由于每年种植情况不同，后续 USDA 对种植面积还会调整，也出现过调整幅度较大的情况：如 2019 年 8 月 USDA 月度供需报告再度大幅下调美豆种植面积预估，较 6 月底报告下调幅度约 4%。在 8 月 USDA 月度供需报告之后，美豆种植面积调整幅度有限。

图 27：2011 年~2023 年 USDA 对美豆种植面积（单位：万英亩）调整情况

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
3月底面积意向报告	7660.9	7390.2	7712.6	8149.3	8463.5	8223.6	8948.2	8898.2	8461.7	8351	8760	9095.5	8750.5
5月供需报告	7660	7390	7710	8150	8460	8220	8950	8900	8460	8350	8760	9100	8750
6月供需报告	7660	7390	7710	8150	8460	8220	8950	8900	8460	8350	8760	9100	8750
6月底面积意向报告	7520.8	7608	7772.8	8483.9	8513.9	8368.8	8951.3	8955.7	8004	8381	8755.5	8832.5	8350.5
7月供需报告	7520	7610	7770	8480	8510	8370	8950	8960	8000	8380	8760	8830	8350
8月供需报告	7500	7610	7720	8480	8430	8370	8950	8960	7670	8380	8760	8800	
9月供需报告	7500	7610	7720	8480	8430	8370	8950	8960	7670	8380	8720	8750	
10月供需报告	7500	7720	7650	8420	8320	8370	9020	8910	7650	8310	8720	8750	
11月供需报告	7500	7720	7650	8420	8320	8370	9020	8910	7650	8310	8720	8750	
12月供需报告	7500	7720	7650	8420	8320	8370	9020	8910	7650	8310	8720	8750	
次年1月供需报告	7500	7720	7650	8370	8270	8340	9010	na	7610	8310	8720	8750	
次年2月供需报告	7500	7720	7650	8370	8270	8340	9010	8920	7610	8310	8720	8750	
次年10月供需报告	7500	7720	7680	8330	8270	8340	9010	8920	7610	8340	8720	na	
第三年2月供需报告	7500	7720	7680	8330	8270	8340	9020	8920	7610	8340	na	na	
第四年2月供需报告	7500	7720	7680	8330	8270	8350	9020	8920	7610	8340	na	na	

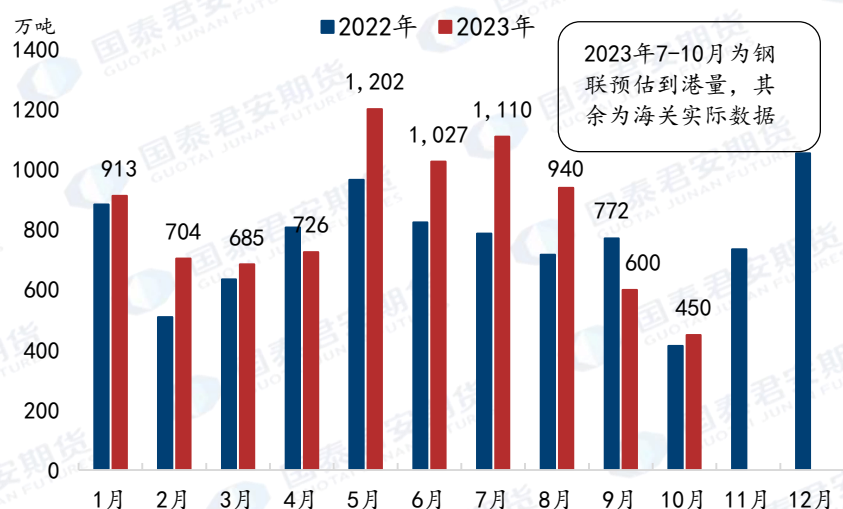
资料来源：USDA，国泰君安期货研究

3. 进口大豆到港下降预期支撑 M2309 合约偏强运行

2023 年 8 月~9 月进口大豆到港预期下降，支撑豆粕 M2309 合约偏强运行，间接带动其他合约偏强。据第三方资讯机构（钢联）预估，2023 年 8 月~10 月，进口大豆到港量分别约 940 万吨、600 万吨和 450 万吨，该数据较 5 月~7 月逐步下降，其中：9 月到港预估量低于去年同期，8 月和 10 月高于去年同期。

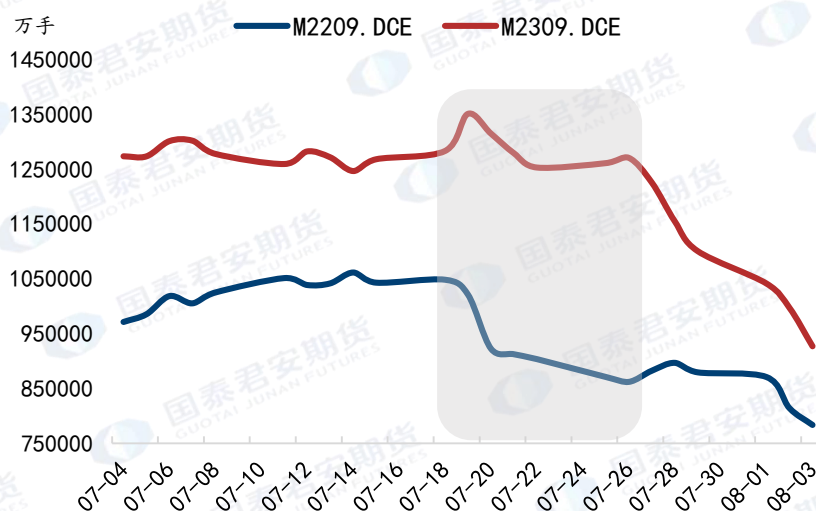
市场可能担忧 9 月~10 月进口大豆到港下降，支撑豆粕 M2309 合约走强。此外，另据其他第三方机构称，市场对于“进口大豆通关检验”也有担忧，从而提振豆粕 M2309 合约走强。市场对此可能存在分歧，持仓量有所体现：7 月中下旬~8 月初，豆粕 M2309 合约持仓量先升后降、远高于去年同期。

图 28：2023 年 8 月~10 月，进口大豆到港量预计环比下降



资料来源：Wind，钢联，国泰君安期货研究

图 29：7 月中下旬，豆粕 M2309 合约持仓量先升后降、远高于去年同期



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

4. 结论：短期调整，后期等待不确定性下降

美豆和连豆粕 M2401 合约期价短期调整，或尚未扭转偏强格局。后期等待不确定性下降，2023 年美豆产量偏向明朗化。基于 8 月中上旬美豆产区天气好转预报（降水增加、气温下降），最近一周美豆和连豆粕 M2401 合约期价下跌。由于产区天气、USDA 对美豆单产调整等不确定因素仍在，2023 年美豆产量受损忧虑并未消除，所以目前豆价下跌先以调整看待，或尚未扭转前期偏强格局。后期等待影响美豆产量的

不确定性因素下降、美豆产量偏向明朗化，若美豆单产同比提升概率增加、美豆产量好于目前预期、同比持平或上升，豆价偏强格局或有扭转。对于豆粕 M2309 合约而言，由于到港下降预期仍在、持仓量较高，短期偏强运行，后期等待持仓下降，再结合现货情况而定。

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行做出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。