

供需格局预期改善，关注美豆天气炒作

摘要

美豆方面，目前 CBOT 盘面仍处在种植成本线附近，种植意向面积数据没有超预期的利空，或导致美豆在价格低位下估值的向上修复，若美豆和美玉米比价进一步下调，预期未来美豆种植面积有进一步向下调整的空间。从 3 月以来的天气看，南美大豆产量实现创纪录的丰产没有太大的问题。随着南美产量基本定型，市场供应焦点逐渐转向北半球，二季度的焦点将聚焦于美豆的播种及生长。南美方面卖压仍存，但预期巴西贴水下行幅度有限。在实质天气炒作来临前，美豆或继续在 1180-1280 美分区间波动。

国内方面，二季度供需格局预期发生改善，连粕以跟随美豆走势为主。4 月豆粕预期出现累库，关注巴西贴水对南美卖压的体现，预期 4 月较难出现豆粕的大幅上涨行情。在容易发生天气炒作的 5-6 月，关注北美产区天气变化以及国内下游需求恢复情况，以逢低布局 M2409、M2501 思路为主。

主要关注点：大豆产区天气、巴西升贴水、下游需求恢复情况等。

豆粕

专题报告

2024 年 3 月 31 日

国贸期货·研究院
农产品研究中心

杨璐琳

从业资格号：F3042528

投资咨询号：Z0015194

研究助理：黄向岚

从业资格号：F03110419

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

1 2024年一季度行情回顾

美豆：一季度 CBOT 大豆整体呈现先抑后扬的走势，3 月前在全球大豆库销比宽松预期、美豆出口受南美出口挤占下呈现震荡下跌走势，1 月初到 2 月底跌幅约 10%，3 月后受空头回补、巴西大豆贴水反弹影响，呈现低位反弹态势，3 月初至今涨幅约 3.67%，整个一季度跌幅约 6.9%。

国内豆粕：一季度国内豆粕呈现先抑后扬，最终震荡回落的行情走势，1 月初到 1 月底由于南美创纪录的产量预期，巴西大豆上市压力预期较强，巴西贴水大幅走弱，国内进口成本坍塌，同时国内豆粕需求疲弱，养殖企业春节前备货不积极，维持低库存状态，带来内盘震荡下跌，跌幅约 8%。2 月由于春节期间油厂开机率保持低位，节后下游补库，供需略转紧支撑价格止跌，同时巴西升贴水报价逐渐止跌，成本端拖累消除，连粕处于底部震荡状态。3 月初由于阶段性供需偏紧，巴西大豆贴水反弹带来成本抬升，国内豆粕消费有所恢复，以及关于进口到港的各种传闻，利多情绪支撑盘面，带来连粕的低位反弹，呈现出比外盘更强的走势，3 月初到 3 月下旬涨幅约 9.7%。3 月下旬由于国内豆粕供应阶段性偏紧的格局预期发生改变，下游在集中补库后，提货和现货成交的情绪降温，带来了震荡回落的行情走势，3 月初至今跌幅约 3.8%，整个一季度国内豆粕涨幅约 0.3%，国内豆粕基差一季度呈现走弱态势。

图表 1：CBOT 美豆主连一季度行情走势图



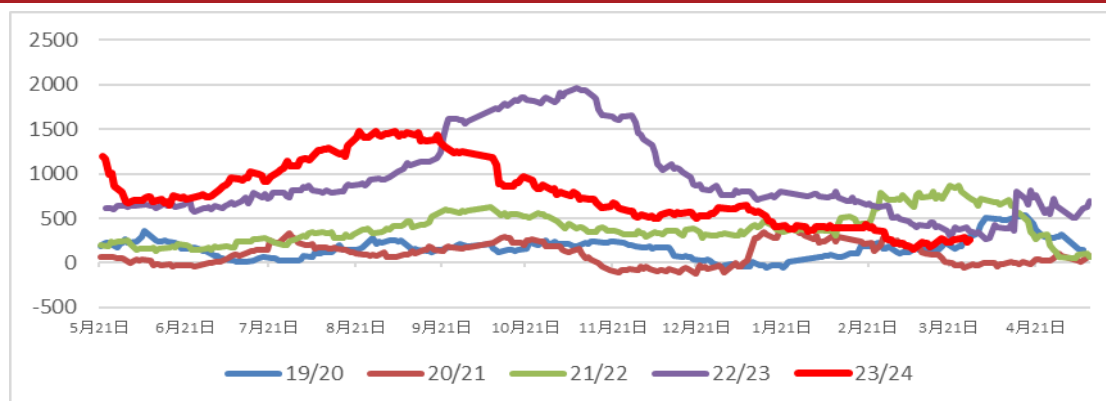
数据来源：WIND，国贸期货整理

图表 2：DCE 豆粕主连一季度行情走势图



数据来源：WIND，国贸期货整理

图表 3：豆粕主力合约基差（张家港）



数据来源：Wind 国贸期货整理

2 豆粕基本面分析及展望

2.1 全球大豆供需格局分析

3 月 USDA 供需报告中美豆 2023/2024 年度库消比 7.6%，与上月一致；全球大豆 2023/24 年度库消比 20.6%，上个月 21%。全球大豆仍然处于宽松格局。从 3 月以来的天气看，南美大豆产量实现创纪录的丰产没有太大的问题。随着南美产量基本定型，市场供应焦点逐渐转向北半球，第二季度的焦点将聚焦于美豆的播种及生长。

美国方面，USDA 于 3 月 29 日零时公布种植意向报告和季度库存报告，其中，美豆种植面积预期值 8651 万英亩略低于市场预期，美豆季度库存 18.45 亿蒲式耳高于市场预期。对于美豆来说，虽然种植面积数据基本符合市场预期，季度库存数据利空，但美盘未出现明显下跌，究其原因：一是美豆盘面仍处在种植成本线附近，在大豆玉米比价仍在 2.5 以上时种植面积数据没有带来大的利空，导致美豆估值的向上修复，抵消了季度库存利空带来的影响；二是美玉米种植面积大幅下调，美豆和美玉米整体种植面积下滑带来了利多，若美豆和美玉米比价进一步下调，预期未来美豆种植面积或将继续向下调整。在实质天气炒作来临前，美豆或继续在 1180-1280 美分区间波动。

图表 4：美豆库销比历年走势



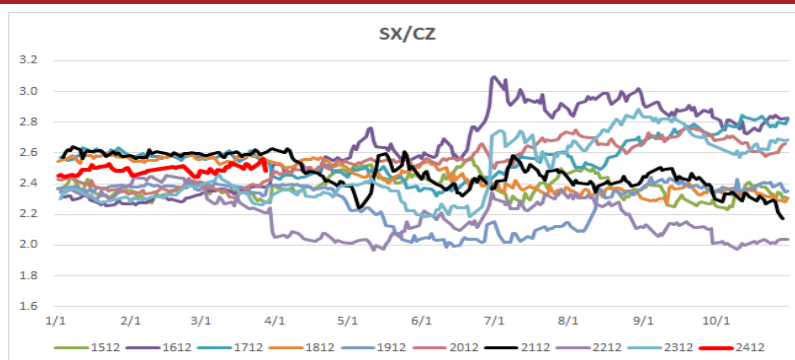
数据来源：USDA，国贸期货整理

图表 5：全球大豆库销比历年走势



数据来源：USDA，国贸期货整理

图表 6：SX/CZ 比价走势图

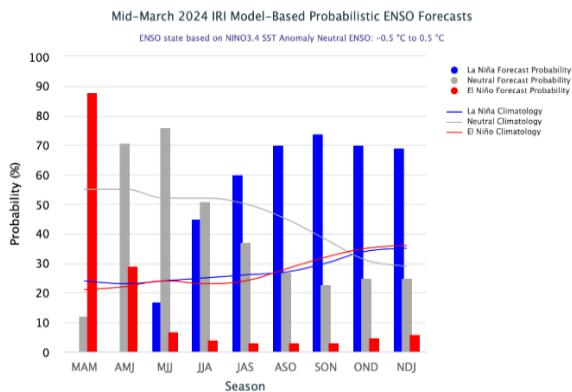


数据来源：Wind，国贸期货整理

2.2 美豆基本面分析

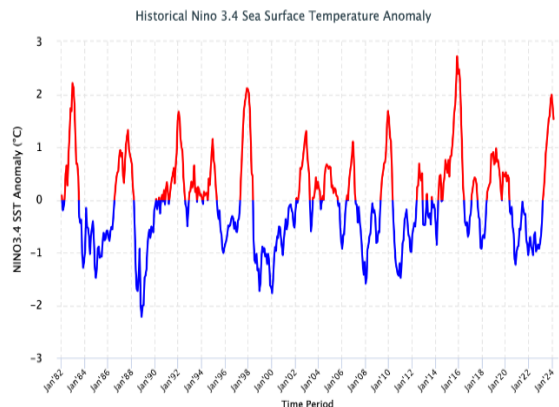
产区天气：在南北美大豆生长阶段，天气永远是影响美豆期价的最重要因素之一。随着南美产量基本定型，而4月下旬美豆才开始大规模播种，短期处于天气炒作真空期，美国近期的雨雪天气缓解了前期较为干旱的土壤墒情，后续需重点关注美豆产区天气状况。NOAA3月19日发布的月报显示，预计4-6月厄尔尼诺转为中性的概率达83%，而6-8月美豆关键生长期天气模式转为拉尼娜的概率为62%，拉尼娜往往给美豆产区带来高温少雨的天气，因而美豆今年单产受到影响的概率偏大。不过，仍然需要根据后期实际的天气来进行判断和操作。

图表 7：4-6 月厄尔尼诺转为中性的概率较大



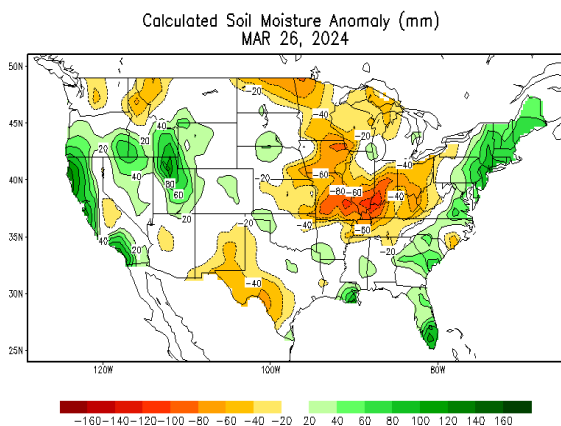
数据来源：NOAA，国贸期货整理

图表 8：拉尼娜/厄尔尼诺强度



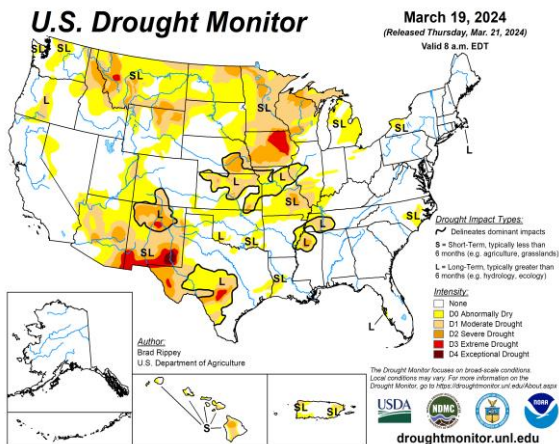
数据来源：NOAA，国贸期货整理

图表 9：美国土壤墒情距平



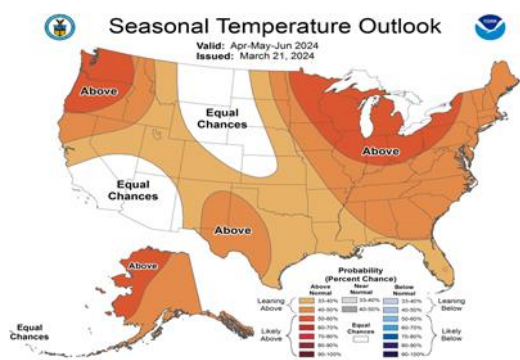
数据来源：USDA，国贸期货整理

图表 10：美国干旱监测情况



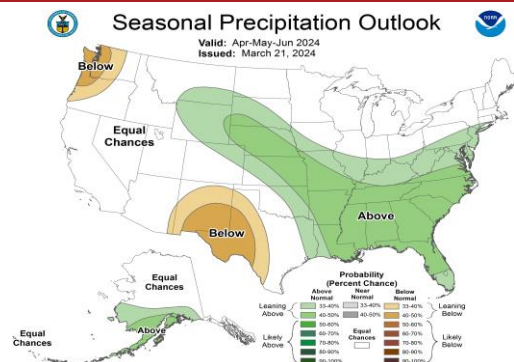
数据来源：US Drought Monitor，国贸期货整理

图表 11: 图表 10: 4-6 月美国气温预测



数据来源: 钢联, 国贸期货整理

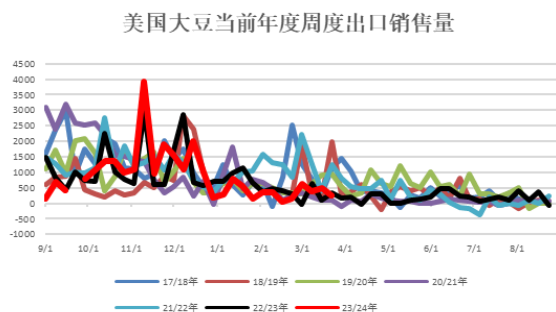
图表 12: 4-6 月美国降雨预测



数据来源: 钢联, 国贸期货整理

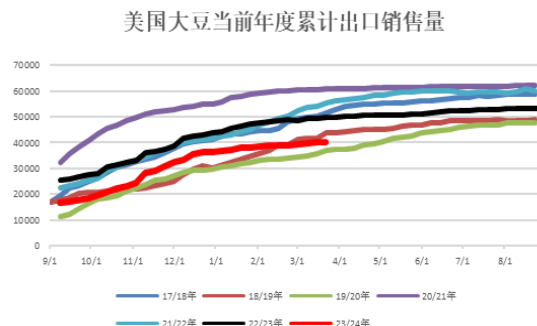
美豆出口: 从美豆出口数据看, 23/24 年度美豆出口形势总体维持低迷态势, 美豆对中国出口量大幅减少。根据 USDA, 截止 2024 年 3 月 21 日, 美豆累计出口销售 4035 万吨, 同比-18.9%, 其中对中国出口累计销售 2330 万吨, 同比-24.4%; 美豆累计出口装运 3621 万吨, 同比-18.6%, 其中对中国累计装运 2258 万吨, 同比-23.8%。3 月 USDA 供需报告维持 2023/2024 年度美豆出口预估 4681 万吨, 当前出口销售完成率 86.2%, 出口装运进度 77.4%, 均同比偏慢, 预计未来 USDA 对美豆有进一步下调的可能。

图表 13: 美豆当前年度周度出口销售量 (千吨)



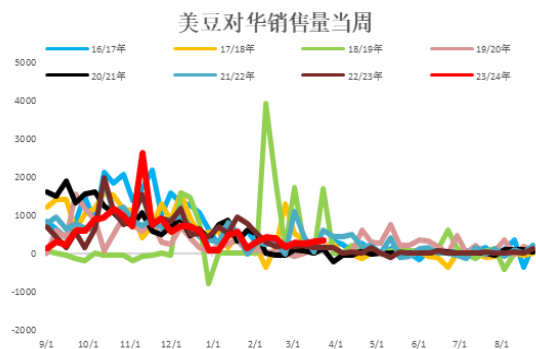
数据来源: 钢联, 国贸期货整理

图表 14: 美豆当前年度累计出口销售量 (千吨)



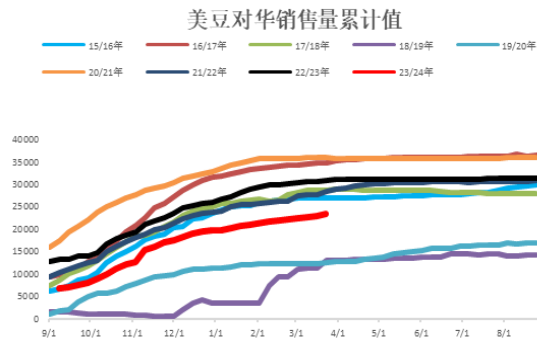
数据来源: 钢联, 国贸期货整理

图表 15: 美豆当前年度周度对华出口销售量 (千吨)



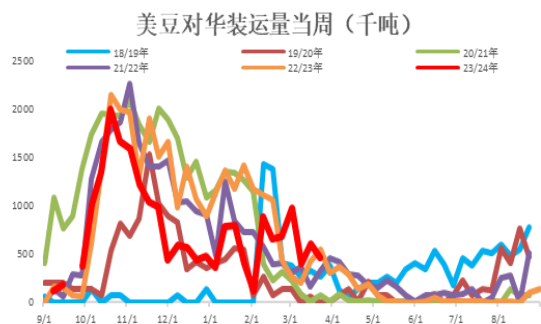
数据来源: 钢联, 国贸期货整理

图表 16: 美豆当前年度累计对华出口销售量 (千吨)



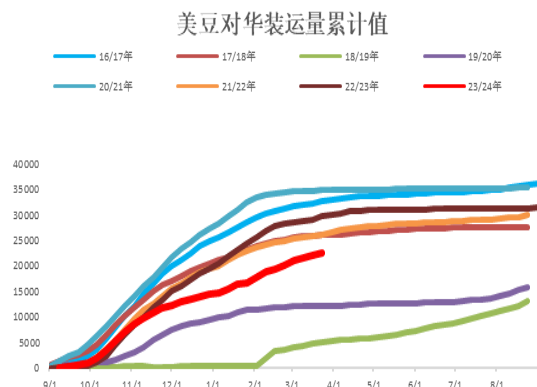
数据来源: 钢联, 国贸期货整理

图表 17: 美国大豆当前年度周度出口装运量(千吨)



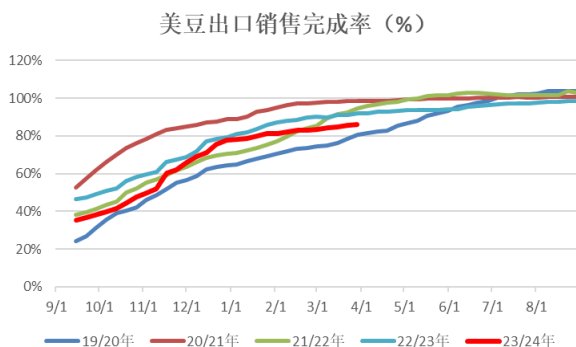
数据来源: 钢联, 国贸期货整理

图表 18: 美国大豆当前年度累计出口装运量(千吨)



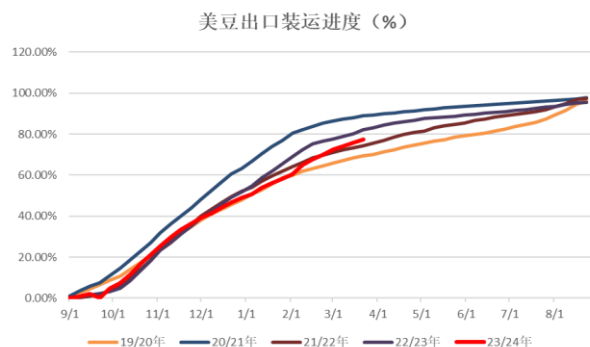
数据来源: 钢联, 国贸期货整理

图表 19: 美豆出口销售完成率(%)



数据来源: 钢联, 国贸期货整理

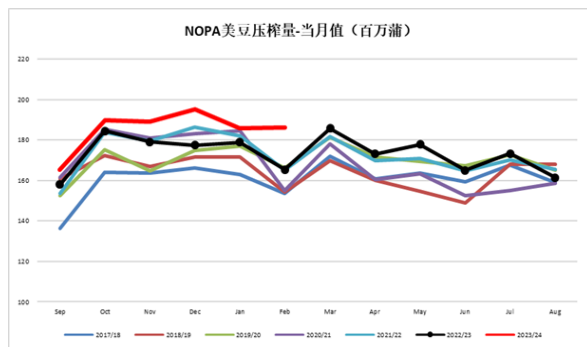
图表 20: 美豆出口装运进度(%)



数据来源: 钢联, 国贸期货整理

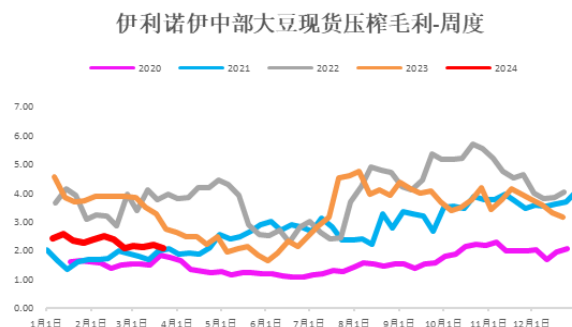
美豆压榨: 2022-2026 年美国可再生柴油产能大幅投产, 美国需要新的压榨产能以提供更多的豆油原料, 2024/25 年度美国国内自身的压榨需求预期将持续处于增加的趋势中。NOPA 最新公布的 2 月压榨报告显示 2 月会员压榨量 1.862 亿蒲, 超市场预期, 累计压榨量同比增加约 6%。不过当前压榨利润较市场年度初期已经明显回落, 后期压榨增幅大概率有所放缓。

图表 21: NOPA 压榨量(百万蒲)



数据来源: NOPA, 国贸期货整理

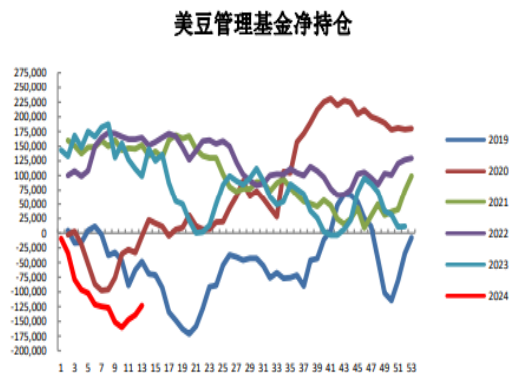
图表 22: 伊利诺伊中部大豆现货压榨毛利(美元/蒲)



数据来源: 钢联, 国贸期货整理

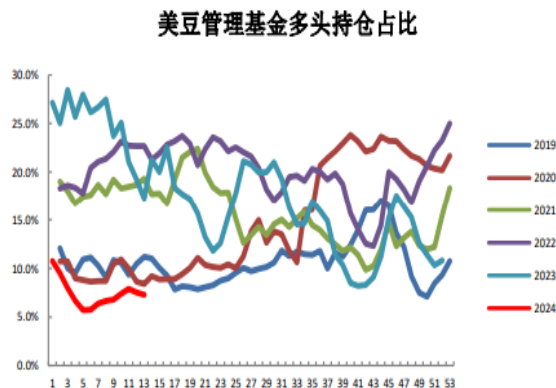
持仓结构：根据 CFTC 持仓报告，截至 2024 年 3 月 26 日当周，CBOT 大豆期货基金持仓多头增加 122 手至 58432 手，空头减少 15340 手至 181602 手，净空头减少 15462 手至 123170 手，仍处于历史高位，后续仍有可能在利多驱动下带来空头进一步回补，从而提振 CBOT 盘面。

图表 23：美豆管理基金净持仓



数据来源：CFTC，国贸期货整理

图表 24：美豆管理基金多头持仓占比



数据来源：CFTC，国贸期货整理

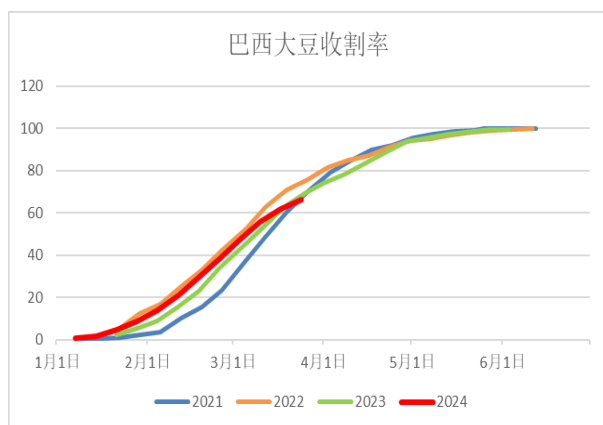
2.3 南美大豆基本面分析

2.3.1 巴豆收割已接近七成，贴水下行幅度预期有限

目前各机构对巴豆的产量预估仍然存在较大分歧，Conab 本月继续下调巴西大豆产量预测 260 万吨，至 1.46858 亿吨，而根据 USDA 3 月预估，巴西大豆作物产量为 1.55 亿吨，低于 2 月预估的 1.56 亿吨。不过 USDA 驻巴西专员在最新报告中将巴西 23/24 年大豆产量预测从 12 月 1.585 亿吨修正为 1.526 亿吨。私人机构 Agroconsult 近期上调巴西大豆产量预估 430 万吨至 1.565 亿吨。各机构对巴西大豆产量的预估分歧主要原因在于种植面积预估的差异。根据 CONAB，截至 03 月 24 日，巴西大豆收割率为 66.3%，上周为 61.9%，去年同期为 69.1%。巴西收割接近七成，卖压预期达到峰值，南美大豆出口压力仍将施压巴西贴水，不过因绝对低价下农户惜售、部分农民推迟还款到 5-7 月、今年巴西库容压力相对较小的因素，巴西升贴水预期继续下行的幅度有限。在美国供应边际转宽松和巴西供应边际趋紧的情况下，预期美国和巴西的 CNF 价差将进一步缩小。

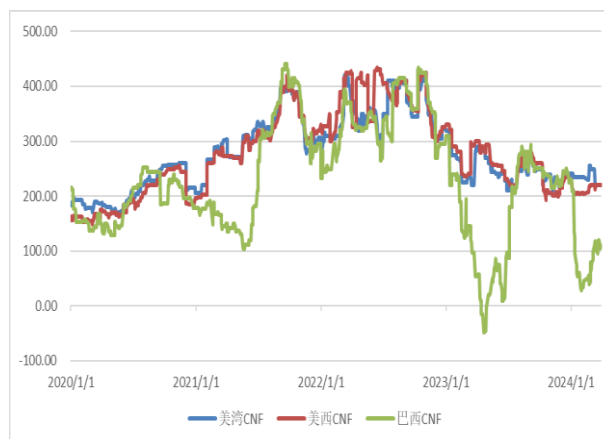
咨询公司 Safras & Mercado 发布的 3 月份供需报告显示，巴西大豆出口预期降低，但是大豆压榨预计增长，以满足生物柴油行业对豆油需求的强劲增长。就制成品而言，2024 年巴西豆粕和豆油的国内用量有望提高，出口预期下降。巴西大豆出口将同比下滑 7.7%，国内压榨同比增长 1%。根据 ANEC，预计 3 月份巴西大豆出口量达到 1349 万吨，较去年同期减少 6.58%，低于上周预测的 1401 万吨，高于 2 月份的 953 万吨；预计 3 月份豆粕出口量达到 190 万吨，低于上周预测的 213 万吨。

图表 25: 巴西大豆收割率 (%)



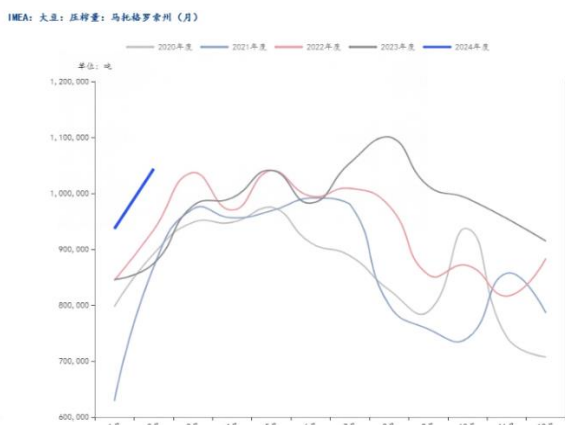
数据来源: 钢联, 国贸期货整理

图表 26: 大豆 CNF 升贴水 (美分/蒲式耳)



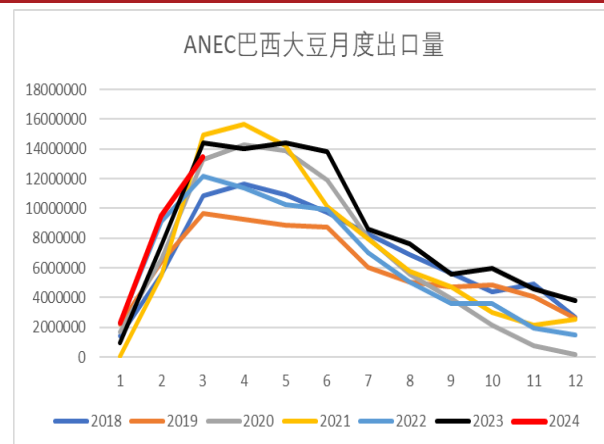
数据来源: 汇易网, 国贸期货整理

图表 27: 巴西马托格罗索州大豆压榨量 (万吨)



数据来源: 钢联, 国贸期货整理

图表 28: ANEC 巴西大豆出口量 (吨)



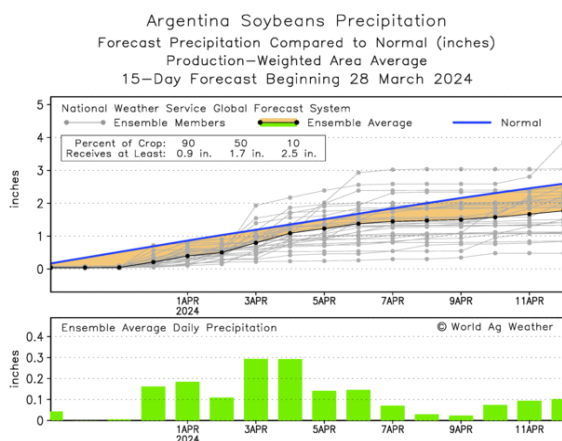
数据来源: ANEC, 国贸期货整理

2.3.2 阿根廷近期天气干燥, 目前维持丰产预期

阿根廷未来两周降雨较正常值偏少, 有助于令部分前期受暴雨影响的潮湿地块变得略微干燥一些, 同时有利于大豆的收割。根据布交所 ECC 报告, 截至 3 月 26 日, 阿根廷目前作物结荚率为 93%, 上周为 88%, 大部分步入生长关键期, 去年同期为 91%; 作物优良率为 29%, 上周为 31%; 一般为 50%, 合计生长情况正常率为 79%, 整体生长情况高于五年历史平均。目前, 布宜诺斯艾利斯谷物交易所维持阿根廷大豆产量预估在 5250 万吨不变。

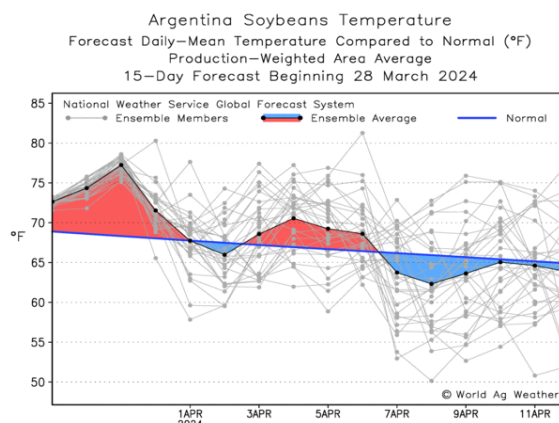
阿根廷农业部表示, 2024 年 2 月份阿根廷大豆压榨量为 235.44 万吨, 较 1 月份的 212.98 万吨增长 10.5%, 也创下了自 2023 年 7 月以来的最高值, 超出市场预期, 给油粕产品价格带来了一定压力。阿根廷大豆在 5 月份以后将全面上市, 并且目前阿根廷 5 月的升贴水报价低于巴西, 或对巴西的贴水带来一定压力。阿根廷比索美元汇率相关政策仍在讨论中, 在更有利的汇率政策出台前, 由于通胀率高企, 或将使阿根廷农民推迟大豆销售。

图表 29：阿根廷大豆主产区未来两周降水预报



数据来源：钢联，国贸期货整理

图表 30：阿根廷大豆主产区未来两周气温预报

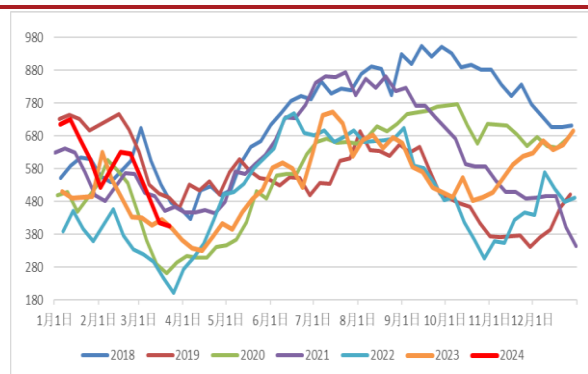


数据来源：钢联，国贸期货整理

2.4 国内豆粕基本面数据分析

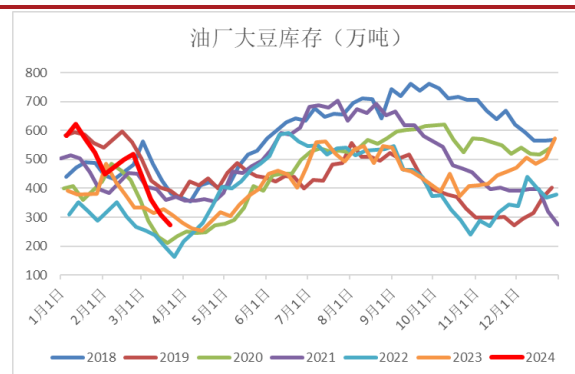
2024 年一季度大豆到港量季节性回落，国内大豆和豆粕库存呈现去库趋势。根据我的农产品网数据，截至 3 月 22 日，全国 125 家主要油厂大豆库存 306.29 万吨，较上周减少 42.95 万吨，减幅 12.3%，同比减幅 11.26%，豆粕库存 42.22 万吨，较上周减少 11.3 万吨，减幅 21.11%，同比减幅 22.26%。截止到 2024 年 3 月 29 日（第 13 周），国内饲料企业豆粕库存天数（物理库存天数）为 7.94 天，较 3 月 22 日减少 0.21 天，降幅 2.66%，较去年同期增加 9.86%。根据市场预测，2024 年 4-5 月国内大豆预估到港量分别为 1030 万吨和 1100 万吨，二季度国内大豆供应紧张的局面将得到明显缓解。需求层面，二次育肥入场增加，猪价获得提振，仔猪跟随生猪价格继续上涨，养殖利润改善带来豆粕添比回升，豆粕需求得到提振，重点关注 4、5 月的生猪补栏情况，二季度豆粕需求预期稳中向好，在供需格局改善的情况下，4 月豆粕预期出现累库，5-6 月关注下游需求恢复情况。

图表 31：国内港口大豆库存走势图（万吨）



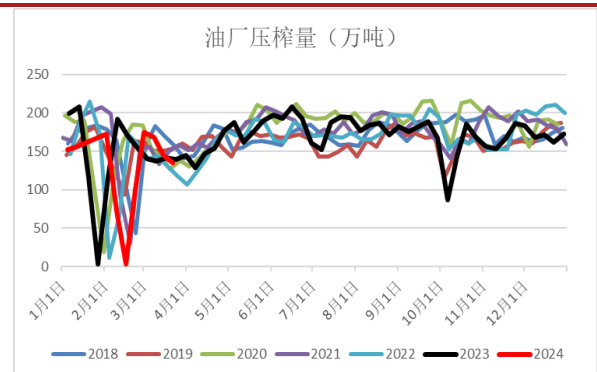
数据来源：钢联，国贸期货整理

图表 32：国内主要油厂（111 家）大豆库存（万吨）

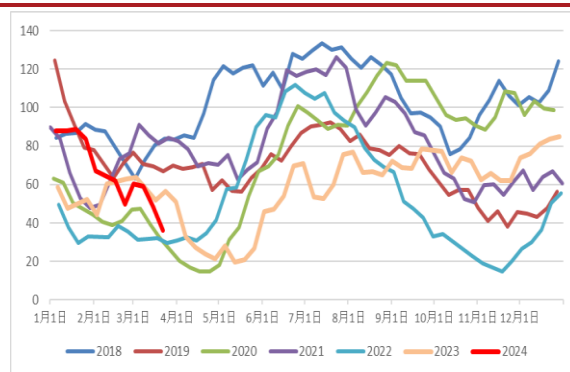


数据来源：钢联，国贸期货整理

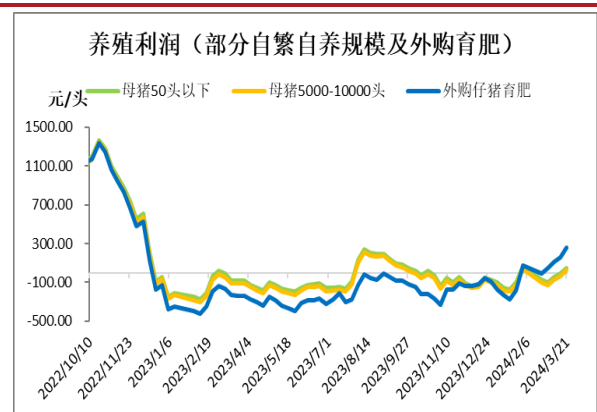
图表 33：主要油厂（111 家）大豆压榨量（万吨）



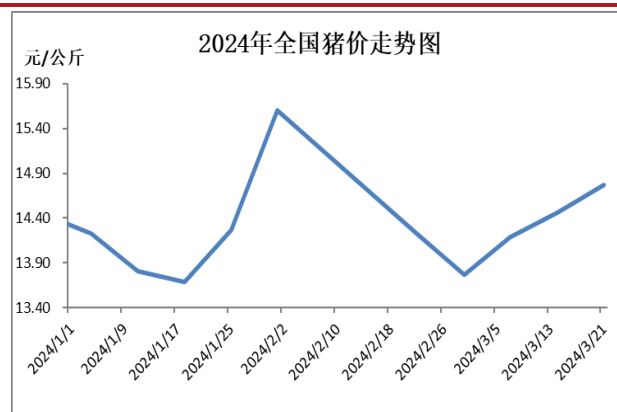
图表 34：国内主要油厂（111 家）豆粕库存（万吨）



图表 35：生猪养殖利润（元/头）



图表 36：2024 年全国猪价走势图（元/公斤）



3 总结

美豆方面，目前 CBOT 盘面仍处在种植成本线附近，种植意向面积数据没有超预期的利空，或导致美豆在价格低位下估值的向上修复，若美豆和美玉米比价进一步下调，预期未来美豆种植面积有进一步向下调整的空间。从 3 月以来的天气看，南美大豆产量实现创纪录的丰产没有太大的问题。随着南美产量基本定型，市场供应焦点逐渐转向北半球，第二季度的焦点将聚焦于美豆的播种及生长。南美方面卖压仍存，但预期巴西贴水下行幅度有限。在实质天气炒作来临前，美豆或继续在 1180-1280 美分区间波动。

国内方面，二季度供需格局预期发生改善，连粕以跟随美豆走势为主。4 月豆粕预期出现累库，关注巴西贴水对南美卖压的体现，预期 4 月较难出现豆粕的大幅上涨行情。在容易发生天气炒作的 5-6 月，关注北美产区天气变化以及国内下游需求恢复情况，以逢低布局 M2409、M2501 思路为主。

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

免责声明