

农产品部

吕爱丽（高级分析师）

F0300790

Z0011741

基本面利空与成本支撑相遇

——美豆将何去何从？

摘要：

2 月 USDA 月报对 2023/2024 年度全球油料供需关系的预估依旧宽松，大豆作为 2023/2024 年度全球油料作物中增产最大的品种，2 月 USDA 给出的供需关系也是宽松状态。从 2023 年 11 月中旬开始，随着 2023/2024 年度南美大豆丰产预期不断兑现，CBOT 大豆持续下行，但是从 2024 年 2 月中下旬开始，CBOT 大豆已经跌破种植成本，CBOT 大豆开始表现出一定的抗跌性。

春节前，巴西大豆升贴水告别跌势开启了小幅反弹模式。春节过后，巴西大豆升贴水继续反弹，给了节后国内豆粕期价企稳反弹的动力；此外，春节过后国内豆粕期现基差累计下行超过 200 元/吨，承担了大部分 CBOT 大豆下行的压力。

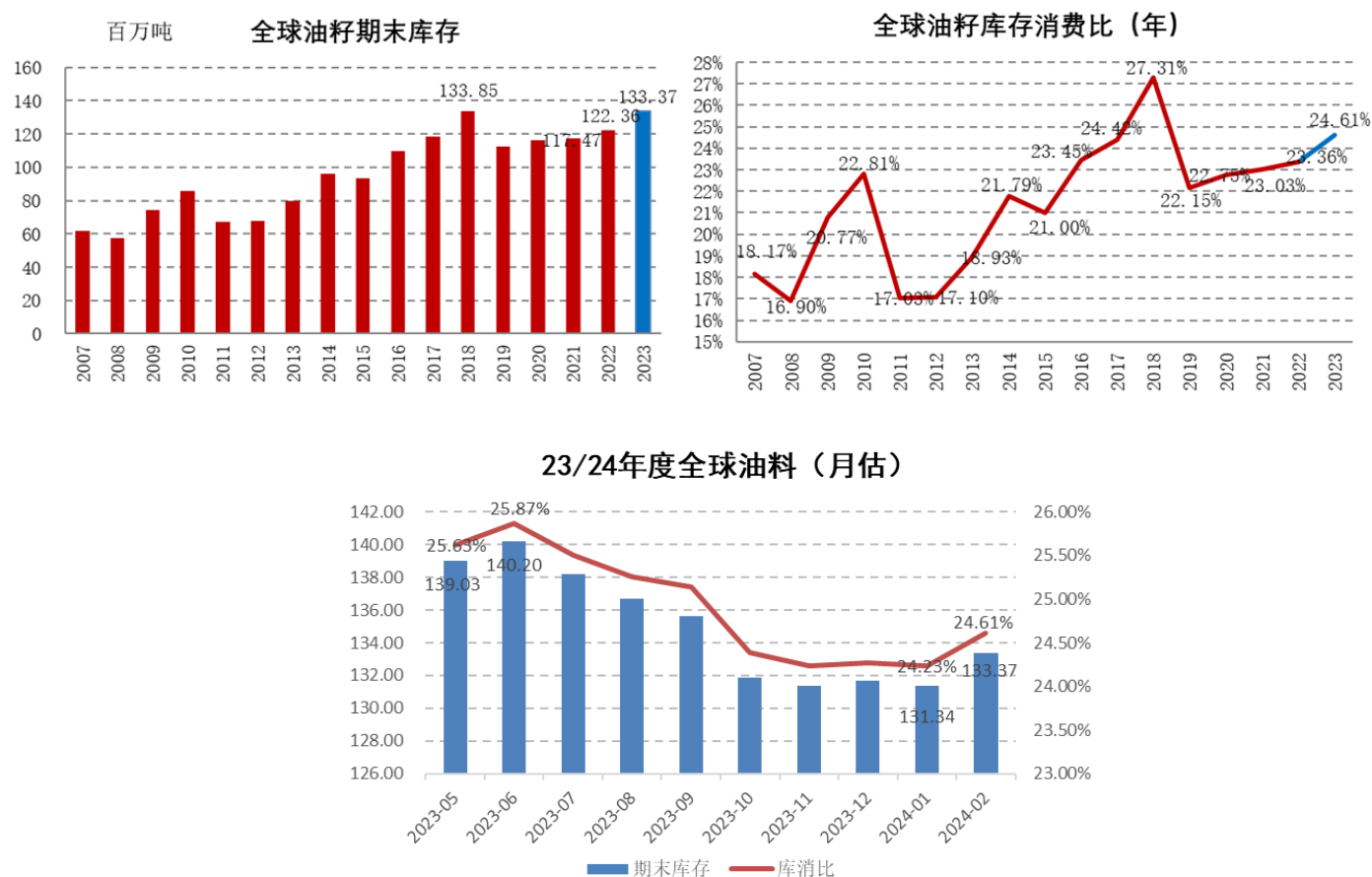
马来棕榈油连续 3 月去库，从棕榈油端给了植物油阶段反弹的动能。但是由于预期 2023/2024 年度全球植物油供需处于宽松态势，因此趋势性行情还需时间来累积驱动。

2 月底公布的 ENSO 周报显示，目前厄尔尼诺现象依旧可以被观测到；在 2024 年 4 月--6 月，有 79% 的概率从厄尔尼诺转为中性。在 2024 年 6 月--8 月，有 55% 的概率发展为拉尼娜。此时，正值 2024 年美豆播种及生长的关键期。

2 月展望报告给出的 2023/2024 年度美豆播种面积处于历史高位，3 月底将迎来 USDA 首份种植意向报告，6 月底会迎来第二份意向报告。美豆面积展望数据具有压力，但从历史角度来看未来还存在很大不确定性。

一、预期全球油籽油料供需持续宽松

表 1：全球油籽期末库存、库消比



数据来源:USDA、wind

2月 USDA 月报预估显示：2023/2024 年度全球油料库存为 133.37 万吨，1 月预估为 131.34 万吨。2023/2024 年度全球油料库存消费比为 24.61%，1 月预估为 24.23%。2022/2023 年度全球油料期末库存为 122.36 万吨，库存消费比为 23.36%。2023/2024 年度全球油料库消比同比提升 1.25 个百分点，仅次于历史最高库存消费比即 2018/2019 年度的 27.31%。

表 2：全球油籽产量（分品种）

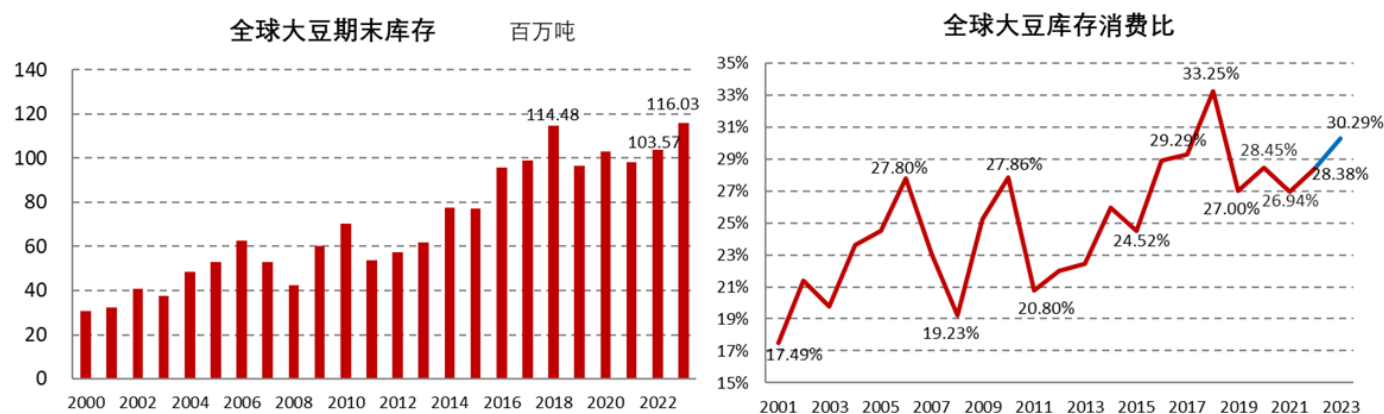
	2020/2021	2021/2022	2022/2023	2023/2024 1月	2023/2024 2月	同比	环比	单位
椰仁干	5,775	6,066	6,029	6,051	6,051	22	0	千吨
棉籽	42,050	41,513	42,566	41,538	41,455	-1,111	-83	千吨
棕榈仁	19,091	19,137	20,070	20,506	20,706	636	200	千吨
花生	50,487	51,966	49,362	50,459	50,459	1,097	0	千吨
菜籽	74,737	75,829	88,834	87,103	87,443	-1,391	340	千吨
大豆	369,222	360,410	378,057	398,976	398,210	20,153	-766	千吨
葵子	48,833	56,856	52,294	55,544	55,075	2,781	-469	千吨

数据来源:USDA

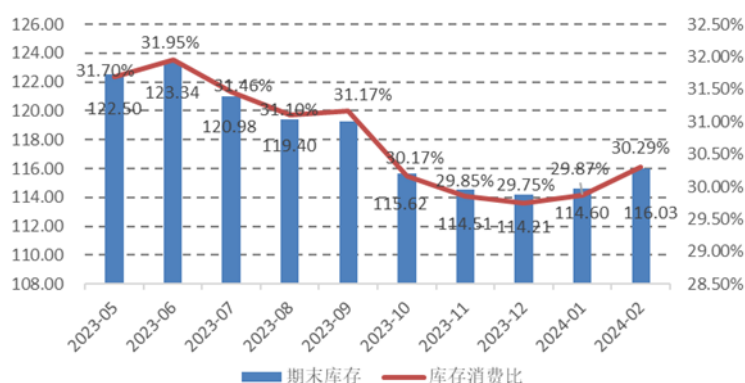
2月USDA月报预估显示：2023/2024年度全球油籽产量为659.40百万吨，1月预估为660.18百万吨，2023年5月预估671.23百万吨，2022/2023年度产量为637.21百万吨。2023/2024年度全球油籽产量同比增22.19百万吨，环比降0.78百万吨，较2023年5月预估累计下调11.83百万吨——其中大豆产量同比增产20.153百万吨，葵子和花生的同比增产有效弥补了棉籽和菜籽的减产。因此，全球油籽能否有效增产主要看大豆。

二、预期全球大豆供需持续宽松

表3：全球大豆期末库存、库消比



23/24年度全球大豆期末库存库消比（月估）



数据来源:USDA、wind

2月USDA月报预估显示：2023/2024年度全球大豆库存消费比为30.29%，1月预估为29.87%，5月预估为31.70%，环比累计下调了1.42个百分点。2023/2024年度全球大豆库存消费比仅次于历史最高库存消费比，即2018/2019年度的33.25%。2022/2023年度全球大豆库存消费比为28.38%，同比提升1.91个百分点。

表4：全球大豆产量（分主产国）

	2020/2021	2021/2022	2022/2023	2023/2024 1月	2023/2024 2月	同比	环比	单位
阿根廷	46,200	43,900	25,000	50,000	50,000	25,000	0	千吨
巴西	139,500	130,500	162,000	157,000	156,000	-6,000	-1,000	千吨
巴拉圭	9,642	4,183	10,050	10,300	10,300	250	0	千吨
美国	114,749	121,504	116,221	113,344	113,344	-2,877	0	千吨
全球	369,222	360,410	378,057	398,976	398,210	20,153	-766	千吨

数据来源:USDA

2月USDA月报预估显示：2023/2024年度全球大豆产量为398.21百万吨，1月预估为398.98百万吨，环比减产76.6万吨，2023年5月预计产量为410.59百万吨，累计减产12.38百万吨。2022/2023年度全球大豆产量为378.06百万吨，同比增产20.15百万吨，其中：2023/2024年度美豆产量环比无变化，较2023年5月预估累计

调减 940 万吨，同比减产 288 万吨； 2023/2024 年度巴西大豆环比减产 100 万吨，较 2023 年 5 月预估累计减产 700 万吨，同比减产 600 万吨； 2023/2024 年度阿根廷大豆产量环比无变化，同比增产 2500 万吨； 2023/2024 年度巴拉圭产量环比无变化，同比增产 25 万吨。因此，全球大豆能否有效增产主要看南美。

三、 2023/2024 年度全球菜籽供需已摆脱紧张局面

表 5：全球菜籽期末库存、库消比



数据来源:USDA、wind

2 月 USDA 月报预估显示：2023/2024 年度全球菜籽库存消费比为 9.70%，1 月预估 8.94%，此前 2023/2024 年度最低库存消费比预估值为 2023 年 8 月 USDA 给出的 7.49%。

经过 4 个月的环比上修，2023/2024 年度全球菜籽从 2023 年 12 月 USDA 报告开始已经摆脱供需紧张的格局，接近了历史中值区间。

表 6：全球菜籽产量（分主产国）

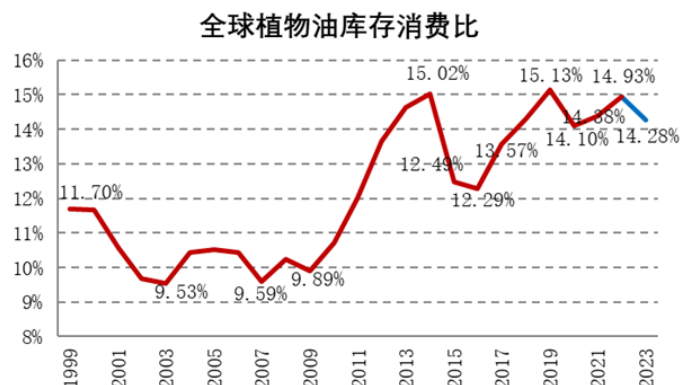
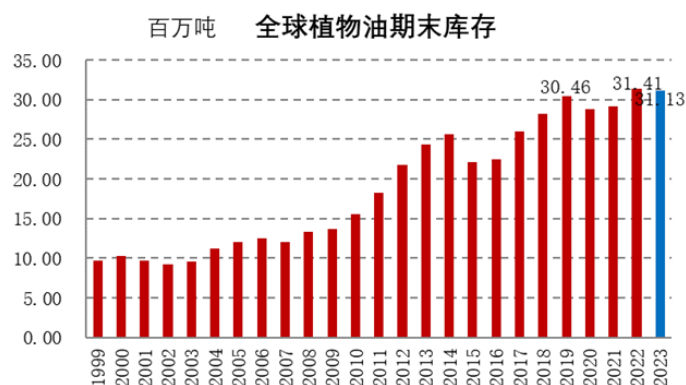
	2020/2021	2021/2022	2022/2023	2023/2024 1月	2023/2024 2月	同比	环比	单位
Australia	4,756	6,820	8,273	5,500	5,500	-2,773	0	千吨
Canada	19,485	14,248	18,695	18,800	18,800	105	0	千吨
European Union	16,732	17,389	19,620	20,050	20,050	430	0	千吨
India	8,600	11,100	11,300	11,700	12,025	725	325	千吨
Ukraine	2,750	3,015	3,500	4,300	4,300	800	0	千吨
World	74,737	75,829	88,834	87,103	87,443	-1,391	340	千吨

数据来源:USDA

2 月 USDA 月报预估显示：2023/2024 年度全球菜籽产量为 874.43 百万吨，1 月预估为 871.03 百万吨，环比增产 34 万吨，同比减产 139.1 万吨。其中 2023/2024 年度澳大利亚、加拿大、欧盟及乌克兰菜籽产量预估环比不变，2023/2024 年度澳大利亚菜籽同比减产 277.3 万吨，其余同比均小幅增产。因此，2023/2024 年度全球各主产国菜籽产量只有澳大利亚受到了厄尔尼诺天气的影响，减产了不到 300 万吨；全球最大的菜籽主产国加拿大，2023/2024 年度菜籽产量同比不仅没有减产反而是小幅增加的状态。

四、 预期全球植物油供需格局持续宽松

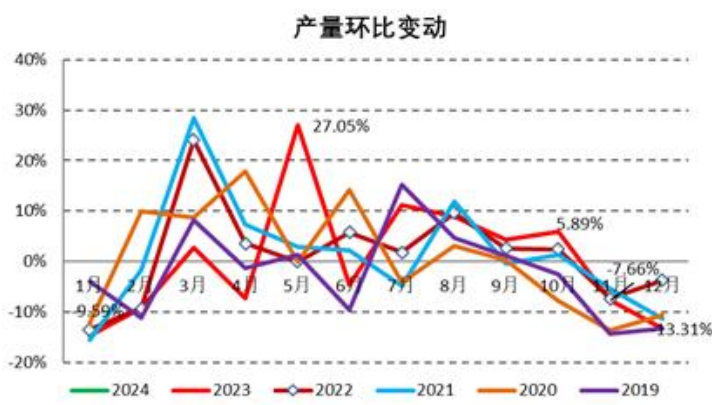
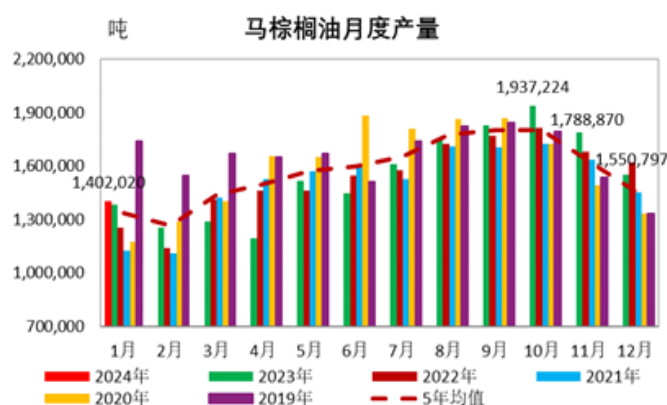
表 7：全球植物油期末库存、库消比

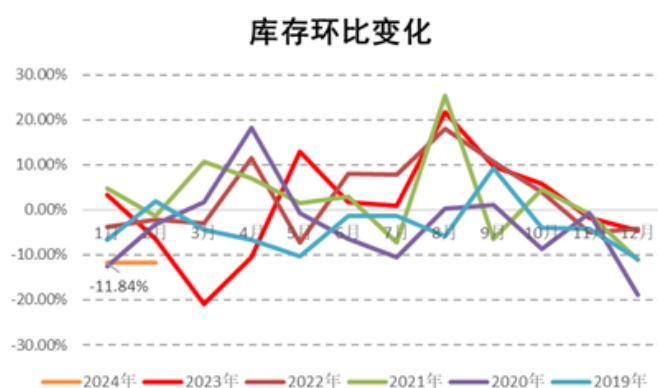
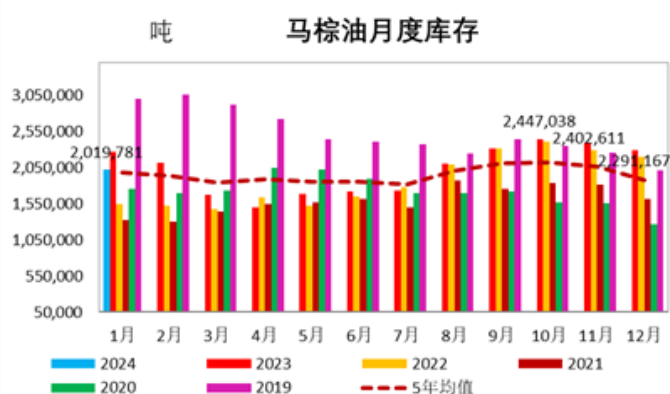
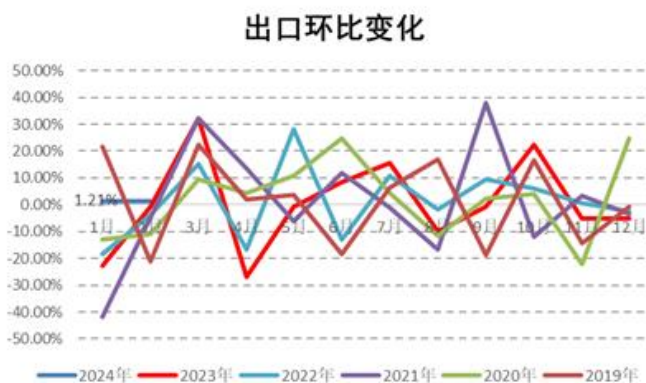
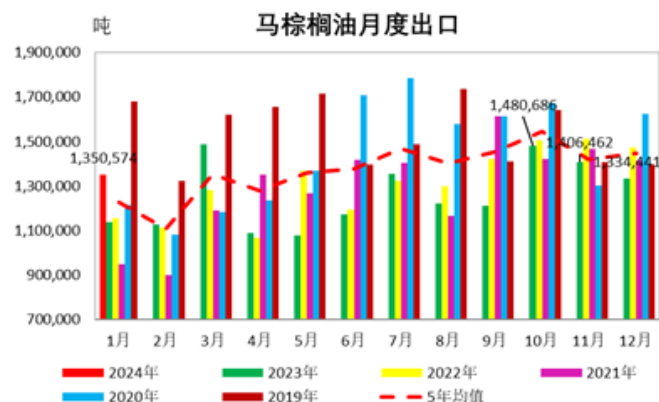


数据来源:USDA、wind

2 月 USDA 月报预估显示：2023/24 年度全球植物油期末库存为 31.13 百万吨，1 月预估为 30.41 百万吨；2023/24 年度全球植物油库存消费比为 14.28%，1 月预估为 13.92%。2023/24 年度全球植物油库存消费比预估值处于历史高位区间，意味着 2023/24 年度全球植物油供需格局持续宽松。

表 8：马来棕榈油 MPOB 数据





数据来源: MPOB、wind

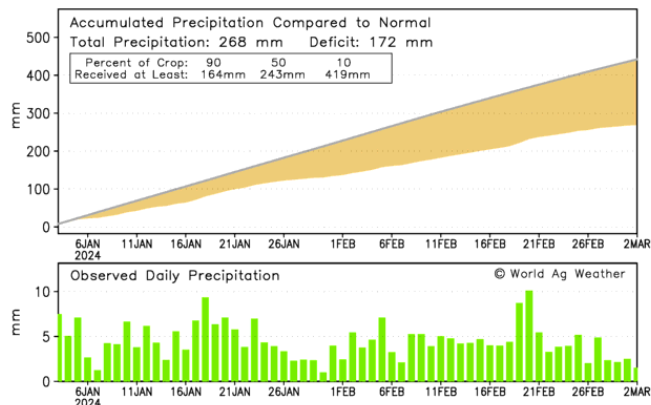
2月13日公布的1月MPOB报告显示:1月马来棕榈油产量为140.20万吨,环比减产9.59%。1月马来棕榈油出口为135.06万吨,环比增加1.21%。1月马来棕榈油库存为201.98万吨,环比去库11.84%。

从2023年11月开始,马来棕榈油库存连续3月下降,2023年11月及12月是产量降幅超过出口降幅,但2024年1月马来棕榈油产量下降的同时,出口环比走好,库存环比显著下降,报告继续利多。

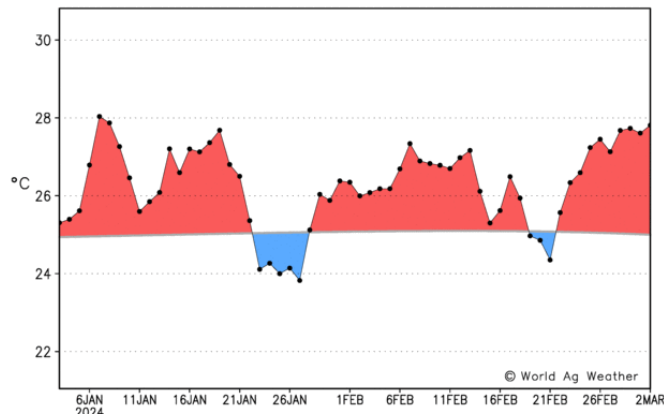
五、油脂油料主产国天气情况

表9: 巴西及阿根廷大豆主产区天气回顾(过去60天)

Brazil Soybeans Precipitation
Observed Precipitation Compared to Normal (mm)
Production-Weighted Area Average
60 days ending 2 March 2024



Brazil Soybeans Temperature
Daily-Mean Temperature Compared to Normal (°C)
Production-Weighted Area Average
60 days ending 2 March 2024



阿根廷大豆生长周期与时间分布

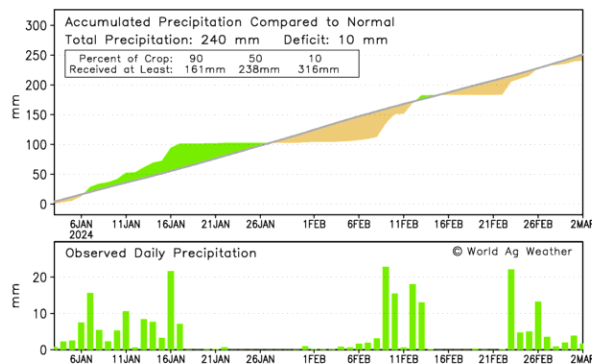
- 10月
- 早熟大豆开始播种
- 11月
- 大豆开始全面播种
- 12月
- 二茬大豆开始播种
- 1月
- 一茬大豆播种完毕
- 二茬大豆播种完毕
- 一茬大豆开始开花、结荚
- 2月
- 二茬大豆开花
- 一茬大豆鼓粒
- 3月
- 早播大豆开始收割
- 大豆结荚灌浆的主要月份
- 4月
- 一茬大豆开始收割
- 5月
- 一茬大豆收割完毕
- 6月
- 二茬大豆收割完毕

市场主要关注
播种进度
预期的播种面积

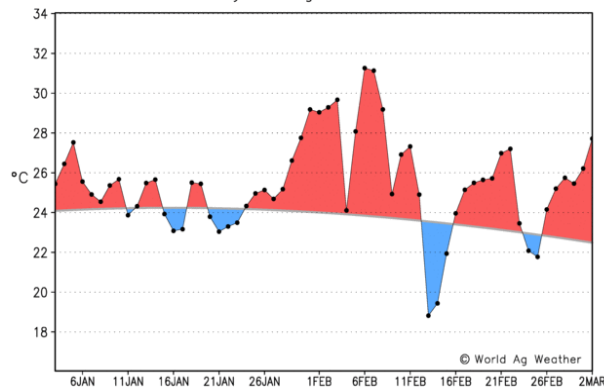
对温度和雨水要求较高

偏爱水喜温

Argentina Soybeans Precipitation
Observed Precipitation Compared to Normal (mm)
Production-Weighted Area Average
60 days ending 2 March 2024



Argentina Soybeans Temperature
Daily-Mean Temperature Compared to Normal (°C)
Production-Weighted Area Average
60 days ending 2 March 2024

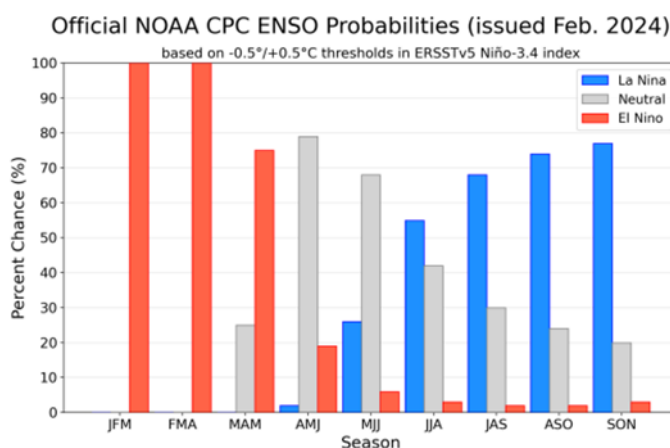
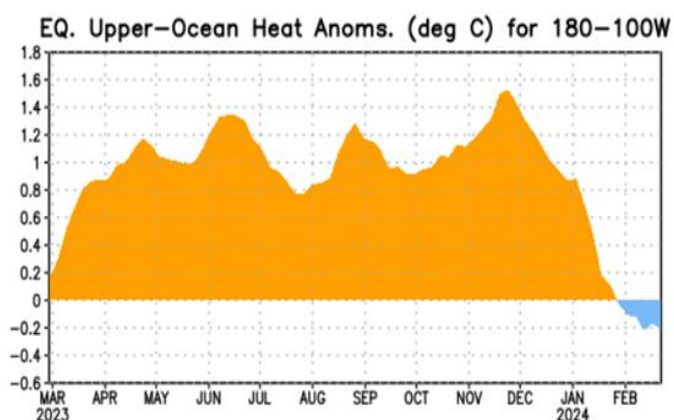


数据来源: worldagweather、永安期货

每年的 2 月及 3 月，都是阿根廷大豆开花、结荚、鼓粒的关键生长阶段，这个阶段对雨水和温度的要求都很高。当下即将步入 2024 年 3 月份，是 2023/2024 年度阿根廷大豆能否实现丰产预期的关键阶段。

表 10：厄尔尼诺与拉尼娜

Year	DJF	JFM	FMA	MAM	AMJ	MJJ	JJA	JAS	ASO	SON	OND	NDJ
2011	-1.4	-1.2	-0.9	-0.7	-0.6	-0.4	-0.5	-0.6	-0.8	-1.0	-1.1	-1.0
2012	-0.9	-0.7	-0.6	-0.5	-0.3	0.0	0.2	0.4	0.4	0.3	0.1	-0.2
2013	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3
2014	-0.4	-0.5	-0.3	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.5	0.6	0.7
2015	0.5	0.5	0.5	0.7	0.9	1.2	1.5	1.9	2.2	2.4	2.6	2.6
2016	2.5	2.1	1.6	0.9	0.4	-0.1	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6
2017	-0.3	-0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.1	-0.1	-0.4	-0.7	-0.8	-1.0
2018	-0.9	-0.9	-0.7	-0.5	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.5	0.8	0.9	0.8
2019	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.3	0.1	0.2	0.3	0.5	0.5
2020	0.5	0.5	0.4	0.2	-0.1	-0.3	-0.4	-0.6	-0.9	-1.2	-1.3	-1.2
2021	-1.0	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.7	-0.8	-1.0	-1.0
2022	-1.0	-0.9	-1.0	-1.1	-1.0	-0.9	-0.8	-0.9	-1.0	-1.0	-0.9	-0.8
2023	-0.7	-0.4	-0.1	0.2	0.5	0.8	1.1	1.3	1.6	1.8	1.9	2.0



数据来源: ENSO 周报

2024 年 2 月 26 日公布的厄尔尼诺周报显示：截至目前，厄尔尼诺现象依旧可以被观测到。预计在 2024 年 4 月--6 月，有 79%的可能性，从厄尔尼诺过度为中性。在 2024 年 6 月--8 月，发展为拉尼娜天气的可能性增加到 55%。

六、 展望论坛给出美豆面积处于历史高位

表 11： 美豆播种面积展望与对比

过去十年展望论坛、3月种植意向及5月USDA对美豆面积预估对比													
展望论坛		2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	单位
	播种面积	79.5	83.5	82.5	88.0	90.0	85.0	85.0	90.0	88.0	87.5	87.5	百万英亩
	收获面积	78.5	82.6	81.6	87.1	89.1	84.3	84.2	89.1	87.2	86.7	86.6	百万英亩
3月种植意向	播种面积	81,493	84,635	82,236	89,482	88,982	84,617	83,510	87,600	90,955	87,505	?	千英亩
	播种面积	81.5	84.6	82.2	89.5	89.0	84.6	83.5	87.6	91.0	87.5	?	百万英亩
5月USDA	播种面积	81.5	84.6	82.2	89.5	89.0	84.6	83.5	87.6	91.0	87.5	?	百万英亩
	收获面积	80.5	83.7	81.4	88.6	88.2	83.8	82.8	86.7	90.1	86.7	?	百万英亩

数据来源: USDA

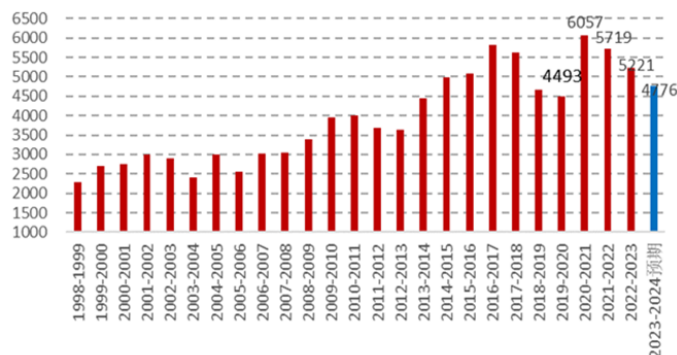
2024 年 2 月 15 日 USDA 公布的展望论坛数据显示，2024/2025 年度美豆播种面积预计为 87.5 百万英亩，与 2023 年展望论坛对 2023/2024 年度美豆播种面积预估数据持平。过去十年，2 月展望论坛对美豆播种面积的预估均值为 85.9 百万英亩。2024 年 2 月展望论坛给出的 87.5 百万英亩的预估数据，显著高于过去 10 年均值，因此 2024/2025 年度美豆播种面积预估数据处于历史高位区间。

通过对 2014 年到 2023 年过去十年，3 月意向报告对美豆播种面积的预估数据与 2 月展望论坛预估数据对比可以发现，预估面积提高的年份和调低的年份基本持平。每年 5 月 USDA 使用的美豆播种面积的预估数据，均会采用每年 3 月种植意向对美豆播种面积的预估数据。

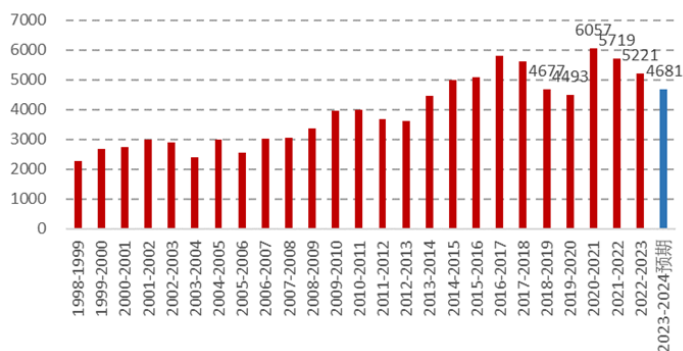
七、 美豆出口需求持续弱势

表 12： 美豆出口数据

近26年美豆年度出口销售量 万吨



近26年度美豆出口销售量

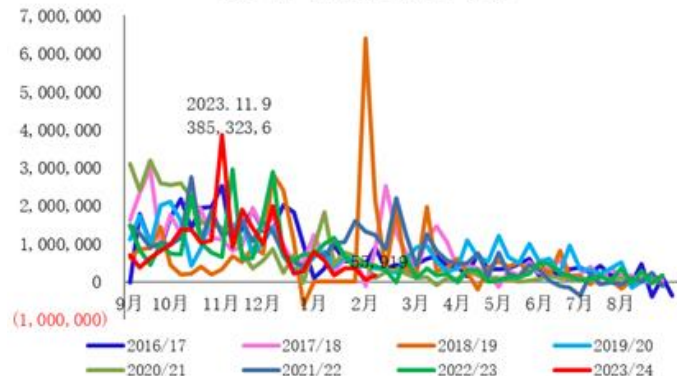


美豆年度销售计划	千吨	累计装船	千吨	累计装船/年度出口计划	计划周度装船均值	千吨	实际周度装船均值	千吨	剩余未装船数量	千吨	合计销售	千吨	合计销售/年度销售计划
5年同期均值	52,334	5年同期均值	37,844	5年同期均值	72 %	5年同期均值	1,006	5年同期均值	1,514	5年同期均值	8,446	5年同期均值	46,290
2019/2020	44,935	2019/2020	28,919	2019/2020	64 %	2019/2020	864	2019/2020	1,157	2019/2020	4,783	2019/2020	33,702
2020/2021	60,570	2020/2021	52,538	2020/2021	87 %	2020/2021	1,165	2020/2021	2,102	2020/2021	7,466	2020/2021	60,004
2021/2022	57,189	2021/2022	40,776	2021/2022	71 %	2021/2022	1,100	2021/2022	1,631	2021/2022	9,390	2021/2022	50,166
2022/2023	52,208	2022/2023	41,485	2022/2023	79 %	2022/2023	1,004	2022/2023	1,659	2022/2023	7,209	2022/2023	48,693
2023/2024 P	46,810	2023/2024	32,703	2023/2024	70 %	2023/2024 P	900	2023/2024	1,308	2023/2024	6,320	2023/2024	39,024
同比	-10.34%	同比	-21.17%			此前	918	第23周当周装船	1,102	同比	-12.33%	同比	-19.9%

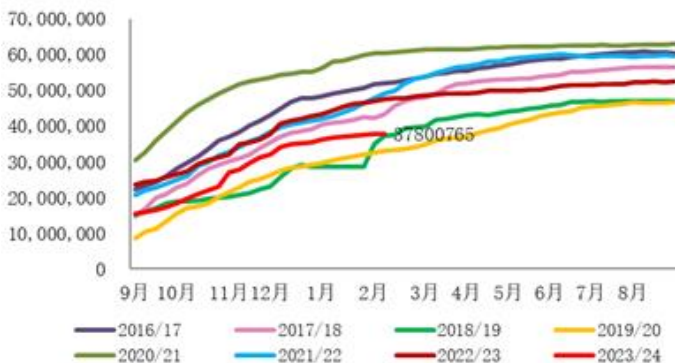
1月USDA预估 47,760 5年同期比较 -13.58%

第23周当周净销售 160 5年同期比较 -25.17%

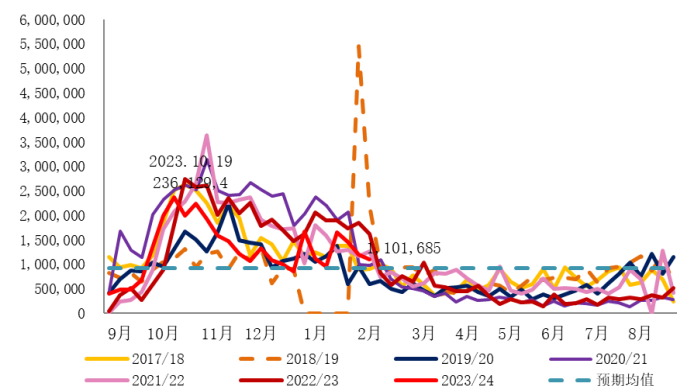
美豆本年作物净销售 (周)



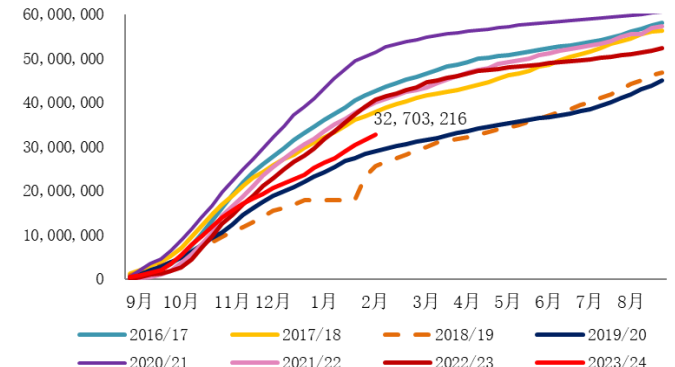
上年预售+当前年度美豆累计净销售 吨



美豆出口装船数量 (周)



美豆出口累计装船数量



数据来源: USDA

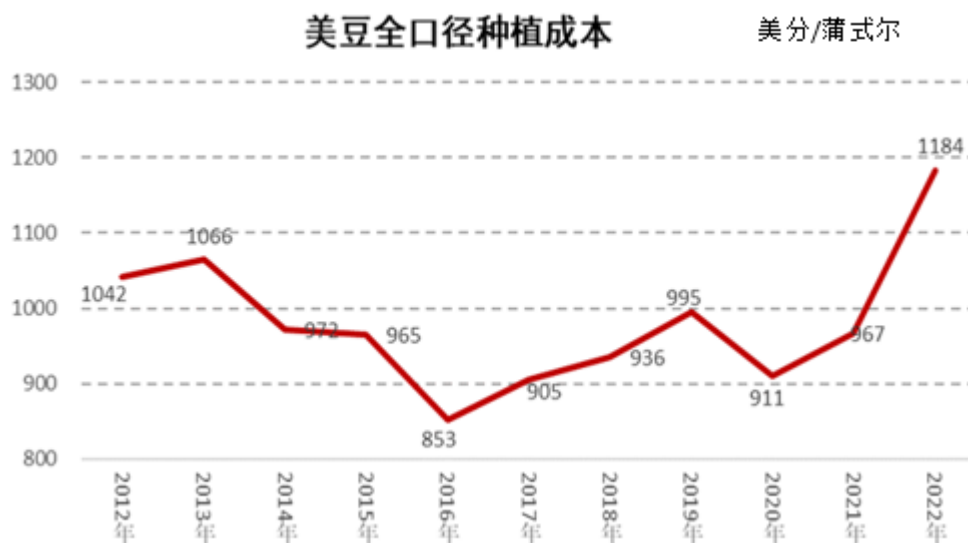
2月USDA月报预估显示：2023/2024年度美豆出口销售计划为4681万吨，1月预估为4776万吨，环比调减95万吨，2022/2023年度为5221万吨，同比减少10.34%，1月预估为同比调减8.52%。为完成此计划，需出口装船90万吨/周，1月预估91.8万吨/周（按52周/年计算）。

截至2月29日当周，2023/2024年度美豆已经历了25周的销售进程。2023/2024年度美豆累计装船3270.3万吨，去年同期为4148.5万吨，同比下降21.17%，较5年同期均值下降13.58%；2023/2024年度美豆累计装船与剩余未装船数量合计，即合计销售量为3902.4万吨，去年同期为4869.3万吨，同比下降19.9%，较5年同期均值下降15.7%；从2023年12月底开始，美豆周度净销售数据持续下滑，近9周平均周度净销售只有33.21万吨。

八、种植成本对CBOT大豆盘面构成强支撑

表13：美豆种植成本

美豆种植成本构成						美元/英亩
运营成本	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	同比变化
种子	71.09	63.21	60.99	60.93	62.39	12.47%
肥料	63.92	33.34	28.51	31.79	29.17	91.72%
化学材料	55.03	35.72	34.66	36.81	37.30	54.06%
服务费	14.86	13.10	12.68	12.74	12.45	13.44%
油电费	24.65	16.92	12.62	14.82	15.78	45.69%
修理费	35.03	31.43	29.18	28.69	28.13	11.45%
灌溉费	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	100.00%
运营资金成本	3.23	0.06	0.35	1.92	1.93	5283.33%
全部运营成本	267.83	193.79	179.00	187.71	187.16	38.21%
固定成本						
雇佣劳动力成本	5.87	5.37	5.06	4.84	4.72	9.31%
劳动力机会成本	20.36	18.77	17.82	17.14	16.26	8.47%
机器设备修复费	130.97	125.39	106.88	105.57	107.55	4.45%
地租	166.00	154.97	151.46	151.81	150.33	7.12%
税金及保险	14.11	13.51	12.91	12.24	11.96	4.44%
农场管理费	22.31	19.97	18.69	18.33	17.88	11.72%
全部固定成本	359.62	337.98	312.82	309.93	308.70	6.40%
全口径成本						
合计	627.45	531.77	491.82	497.64	495.86	17.99%



数据来源: USDA (数据在 2024 年 5 月 1 日再次更新)

2024 年 5 月 1 日, USDA 将公布 2023 年美豆种植成本。2023 年 10 月 USDA 公布的 2022 年美豆种植成本为 627.45 美元/英亩, 除以 2023 年美豆单产, 2023 年美豆种植成本折合为 1184 美分/蒲式尔。因此根据 2022 年美豆种植成本估算, 目前美豆的价位略低于种植成本。

九、 巴西大豆升贴水持续回暖

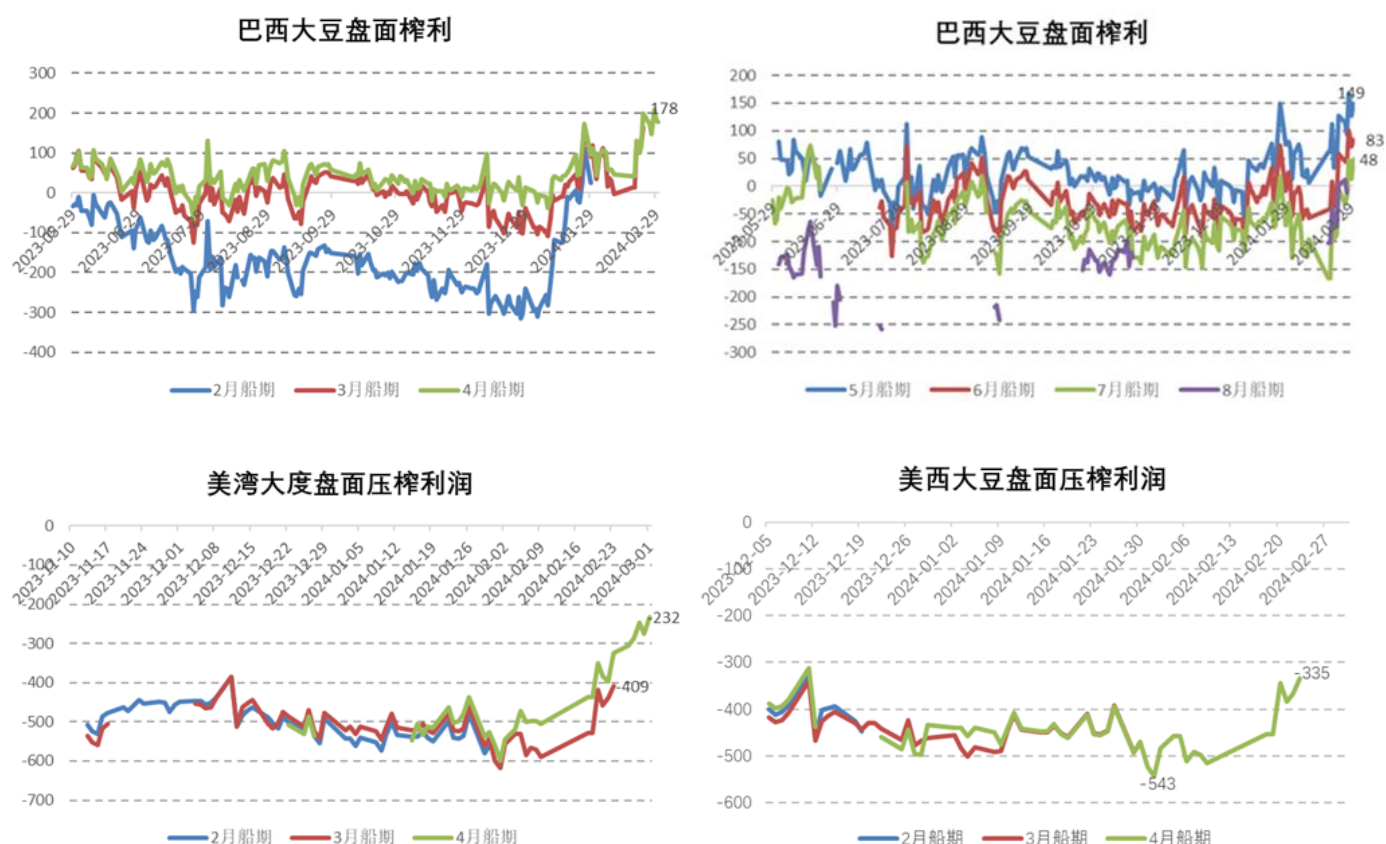
表 14: 巴西 CNF 升贴水持续反弹

产地	船期	CBOT 点价合约	升贴水 2024.1.08	升贴水 2024.1.31	升贴水 2024.2.9	升贴水 2023.2.23	升贴水 2023.3.01	较年前 变化	单位
巴西大豆	2024年2月	H	140	--	--	--	--		单位: 美分/蒲式尔
	2024年3月	H	90	10	35	--	--		
	2024年4月	K	65	15	35	45	85	70	
	2024年5月	K	70	30	55	65	99	69	
	2024年6月	N	85	48	75	85	114	66	
	2024年7月	N	96	73	89	110	130	57	
	2024年8月	N	--	--	--	135	150	15	
阿根廷大豆	2024年5月	K	--	50	50	--	90	40	
	2024年6月	N	--	42	42	50	95	53	
	2024年7月	N	--	55	55	45	57	2	

数据来源:农产品网

十、 国内油脂油料市场情况

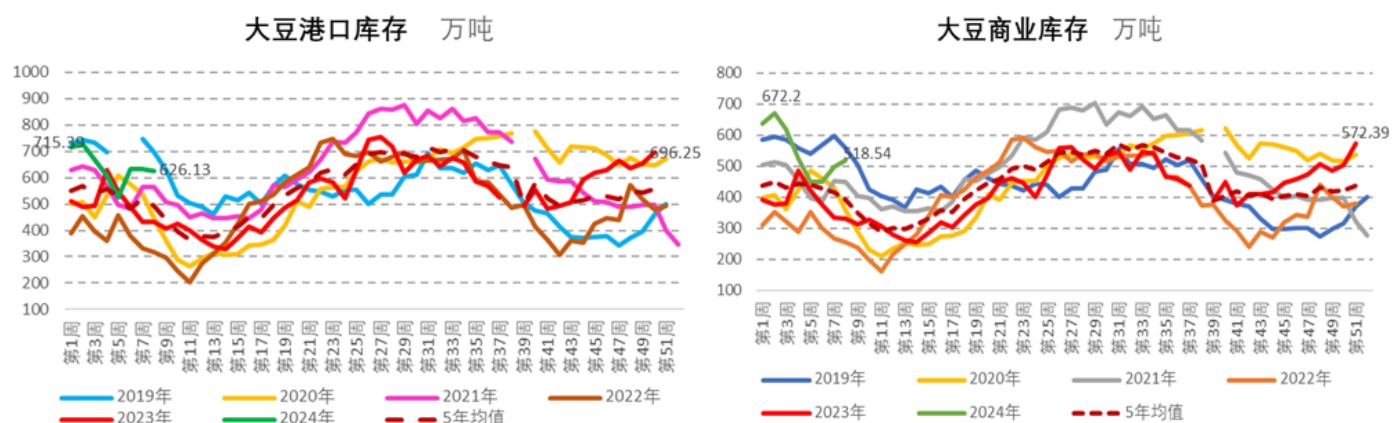
表 15：进口大豆盘面压榨利润（元/吨）

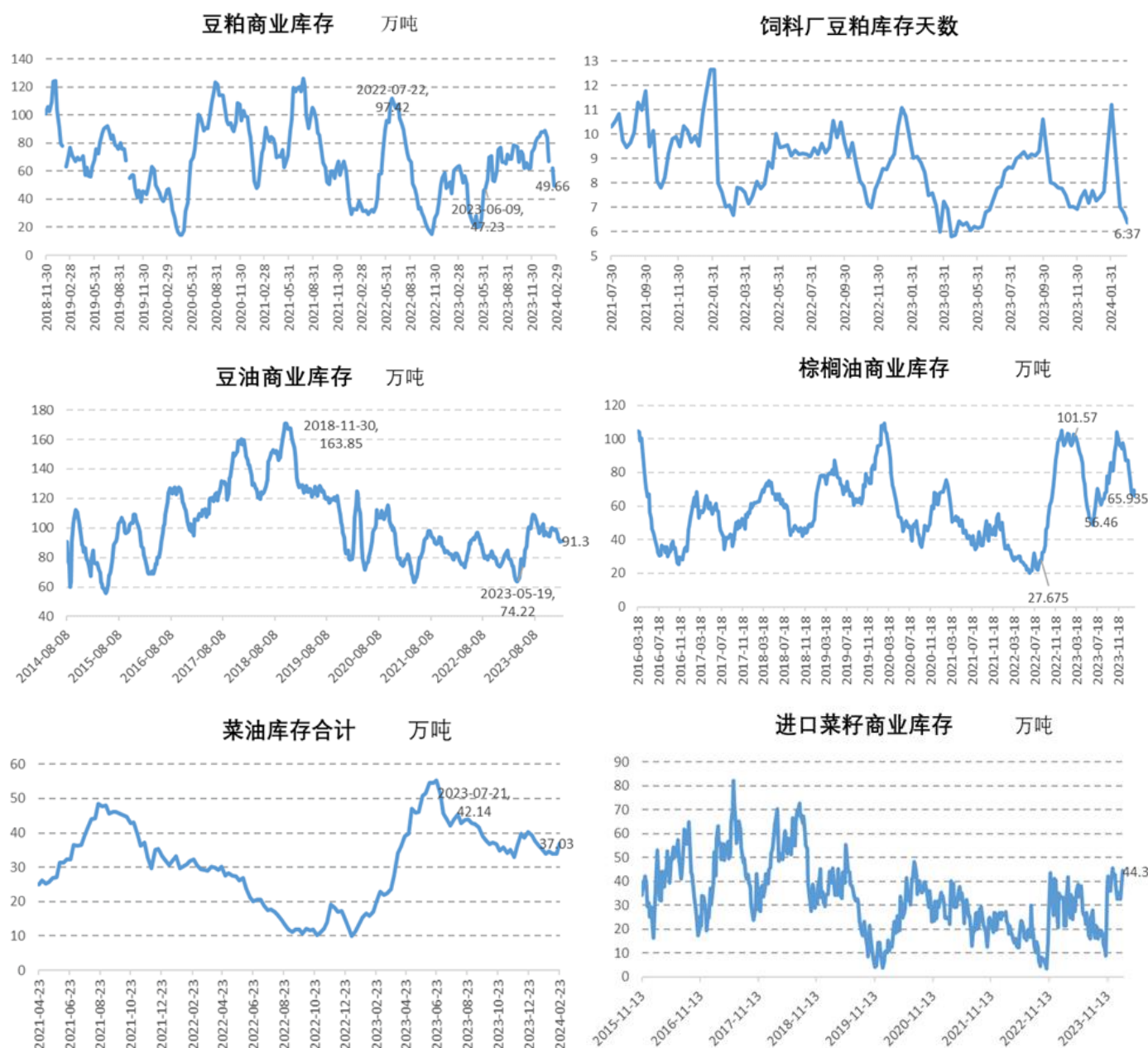


数据来源:农产品网

由于巴西大豆升贴水显著低于美豆升贴水，因此巴西 2 月、3 月及 4 月船期的盘面套保利润持续好于美豆。春节过后，2 月-4 月船期的进口巴西大豆盘面套保利润显著走强，4 月船期盘面套保利润已经能够覆盖油厂的加工费用。

表 16：油料、蛋白及植物油库存

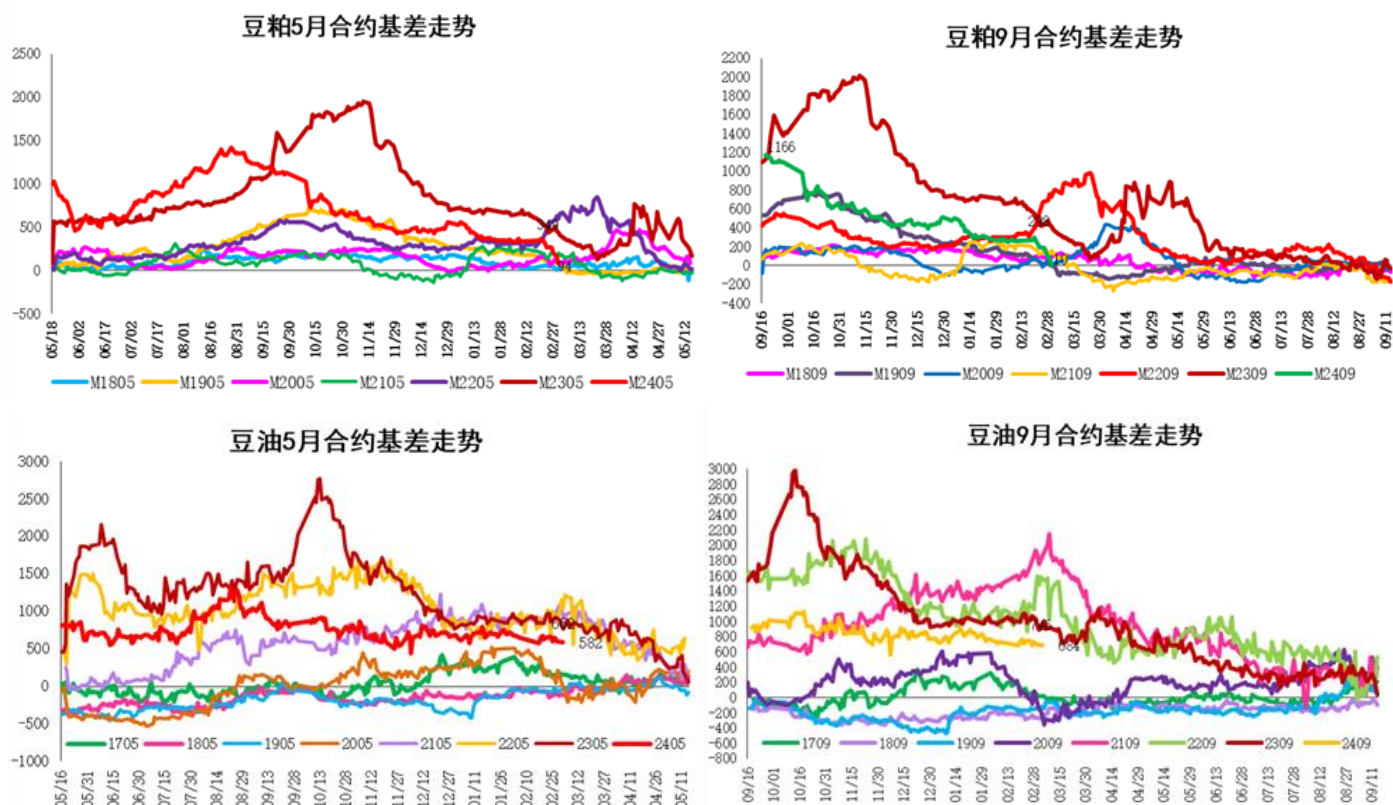




数据来源:农产品网

整体来看春节过后，国内大豆港口库存和商业库存依旧处于历史同期高位，但是随着饲料厂豆粕库存的显著下行，国内豆粕现货成交持续放量，豆粕商业库存从高位下行至历史中值水平。从春节前开始，国内棕榈油商业库存已经从高位开始回落，但是截至2月底依旧处于历史高位区间。剔除2018年超高豆油库存的影响，虽然国内豆油商业库存也在小幅下滑，但是依旧在历史偏高水平。

表 17：期现基差



数据来源:wind

春节过后，国内豆粕期现基差持续下行——m2405 合约期现基差累计下行 249 元/吨，m2409 合约期现基差累计下行 253 元/吨。从 2024 年 3 月初开始，由于巴西大豆盘面榨利较好，华东地区及广东地区油厂开始报 m2409 合约点价 5 月-9 月提货的-20 元/吨和-50 元/吨的基差。因此，春节过后，国内豆粕基差持续走缩，承担了大部分 CBOT 大豆下行的压力。