

农产品部

吕爱丽（高级分析师）

F0300790

Z0011741

## 抢跑背景下豆粕调整或许更健康

### 摘要：

我国春节假期期间，CBOT 大豆价格跌至美豆种植成本附近，在美豆种植成本的支撑下率先企稳。之后欧洲冬油菜和巴西南部大豆洪水问题，令旧作天气问题接连两次杀出回马枪，给了美豆阶段上行的驱动；春节后，我国豆粕期价承接外盘的支撑开启了反弹的模式，期间不断得到资金的青睐，因此反弹幅度显著大于美豆。与此同时，豆粕期现基差却处于持续下跌的态势，进入 4 月份基差已经为负。因此，资金持续涌入 9 月合约对豆粕期价超涨助力明显。

上周，CBOT 大豆期价再次运行至 1250 美分/蒲式耳附近，压力开始显现，本周开始 CBOT 大豆价格持续显著回落。3 月下旬、5 月初及本周，CBOT 大豆期价在 1250 美分/蒲式耳附近累计 3 次承压，均未能有效突破。

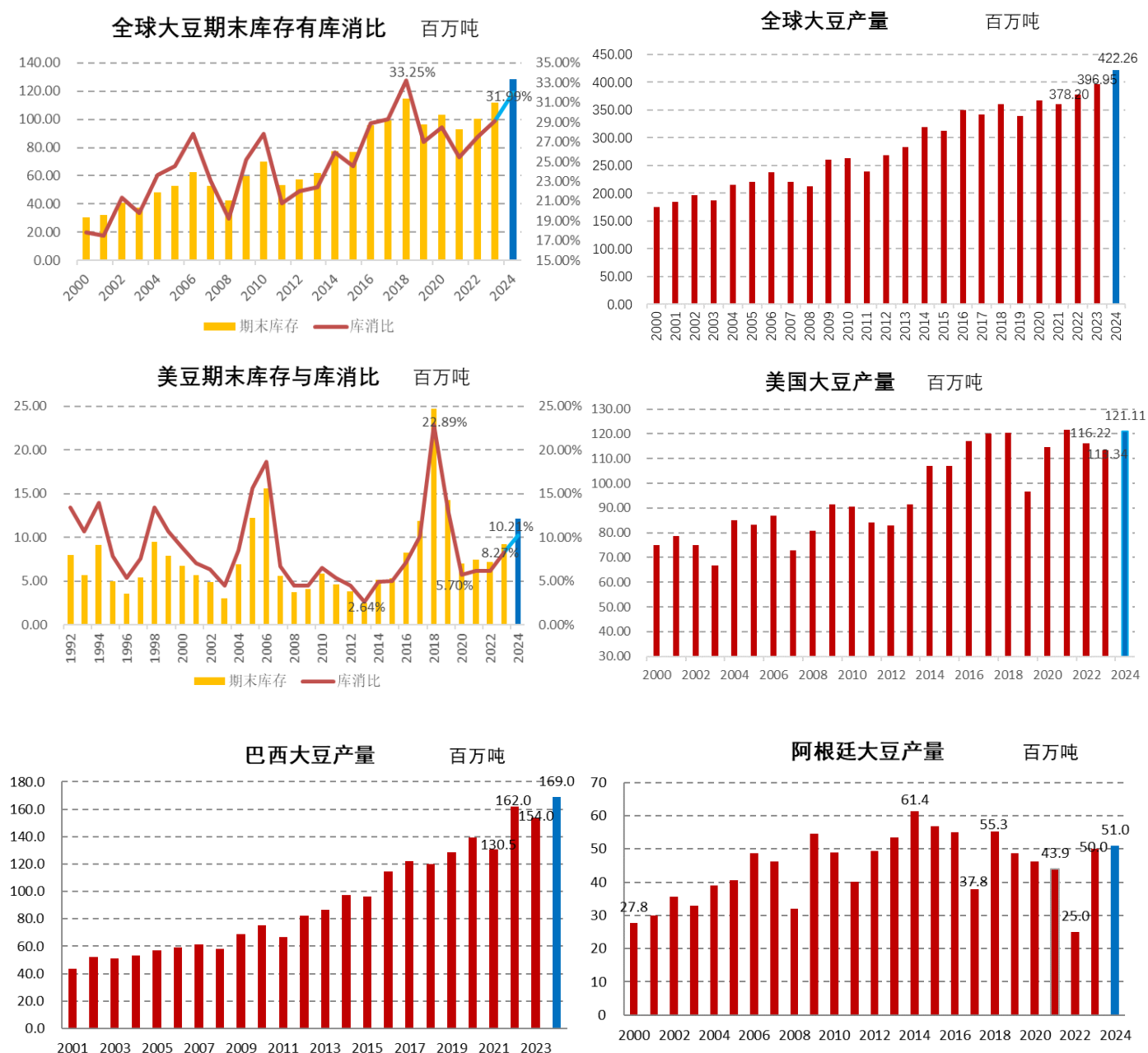
在国内豆粕期价持续较美豆期价超涨，同时国内豆粕现货价格又持续弱势的背景下，本周美豆期价的回调引发 9 月豆粕合约大量持仓快速离场，豆粕期价累计回调近 200 点。

再有 1 个月左右的时间，美豆就会播种完毕。6 月底，USDA 将会公布年内第二份种植意向报告，会对 2024 年美豆播种面积进行再调整；三季度，美豆处于开花、结荚及落叶的关键生长期，决定着单产的走向。NOAA 预期，7 月-9 月发生拉尼娜天气的概率为 69%。

因此，在国内豆粕期价持续大幅超涨，又缺乏新的驱动的背景下，资金快速的离场和豆粕期价的快速回落都是必然的。有效和必要的调整，对后期美豆天气炒作窗口期的行情或许更健康。

## 一、预期新季大豆供需格局持续显著宽松

图1： 5 月 USDA 月报（大豆）



数据来源：wind、永安期货

每年 5 月的 USDA 月度供需报告，都是 USDA 对新年度油脂油料作物供需情况做出预估的首份供需报告。报告预期，2024/2025 年度全球大豆库消比为 31.99%，仅次于历史最高库消比水平，也就是 2018/2019 年度库消比 33.25%。预期 2024/2025 年度美豆库消比为 10.21%，已经十分接近近 30 年美豆库消费比历史中值水平 10.63%（剔除历史最高库消比 22.89% 的影响）。

因此，5月USDA供需报告预期2024/2025年度全球大豆供需格局显著宽松，预期2024/2025年度美豆供需格局将继续摆脱紧张格局转为供需适度状态。但是报告公布后，市场并未过多理会，一是因为新季美豆数据基本符合此前预期，二是新季美豆的面积处于历史高位区间，市场担忧存在下调的可能，三是新季南美大豆离我们还有段距离。

## 二、美豆种植成本提供了强支撑

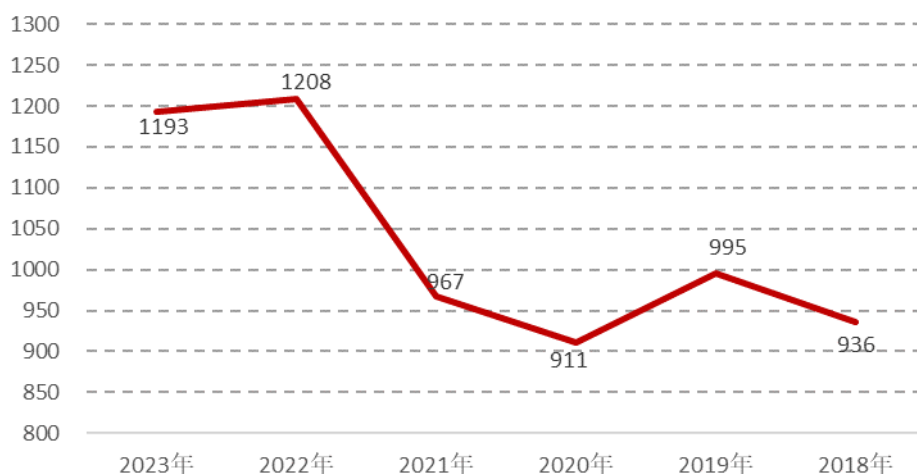
图2： 2023年美豆种植成本

美豆种植成本及构成

运营成本	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	同比变化
种子	71.03	71.09	63.21	60.99	60.93	62.39	-0.08%
肥料	53.1	63.92	33.34	28.51	31.79	29.17	-16.93%
化学药品	52.94	55.03	35.72	34.66	36.81	37.3	-3.80%
服务费	15.61	14.86	13.1	12.68	12.74	12.45	5.05%
油电费	20.25	24.65	16.92	12.62	14.82	15.78	-17.85%
修理费	36.25	35.03	31.43	29.18	28.69	28.13	3.48%
灌溉费	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00%
运营资金成本	6.32	3.23	0.06	0.35	1.92	1.93	95.67%
<b>运营成本合计</b>	<b>255.52</b>	<b>267.83</b>	<b>193.79</b>	<b>179</b>	<b>187.71</b>	<b>187.16</b>	<b>-4.60%</b>
<b>固定成本</b>							
雇佣劳动力成本	6.14	5.87	5.37	5.06	4.84	4.72	4.60%
劳动力机会成本	21.33	20.36	18.77	17.82	17.14	16.26	4.76%
机器设备修理费	136.39	130.97	125.39	106.88	105.57	107.55	4.14%
地租	174.15	166	154.97	151.46	151.81	150.33	4.91%
税金及保险	15.55	14.94	13.51	12.91	12.24	11.96	4.08%
农场管理费	23.14	22.31	19.97	18.69	18.33	17.88	3.72%
<b>固定成本合计</b>	<b>376.7</b>	<b>360.45</b>	<b>337.98</b>	<b>312.82</b>	<b>309.93</b>	<b>308.7</b>	<b>4.51%</b>
<b>全口径成本 (美元/英亩)</b>	<b>632.22</b>	<b>628.28</b>	<b>531.77</b>	<b>491.82</b>	<b>497.64</b>	<b>495.86</b>	<b>0.63%</b>
单产 (蒲式尔/英亩)	53	52	55	54	50	53	1.92%
<b>全口径成本 (美分/蒲式尔)</b>	<b>1193</b>	<b>1208</b>	<b>967</b>	<b>911</b>	<b>995</b>	<b>936</b>	<b>-1.27%</b>

美豆全口径种植成本

美分/蒲式尔



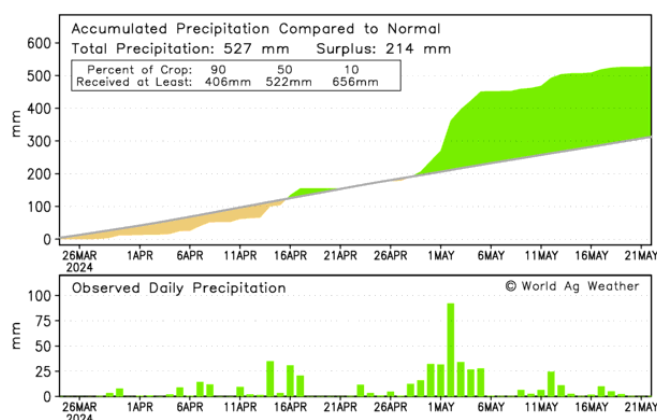
数据来源: USDA

从 2023 年 11 月中旬开始, 随着各机构对南美大豆丰产预期的不断加强, CBOT 大豆价格持续承压下行。但从我国春节假期开始, 随着 CBOT 大豆期价跌至美豆种植成本附近, CBOT 大豆期价开始在 1150 美分/蒲式尔附近企稳, 之后美豆种植成本的强支撑效应持续发挥作用至今。

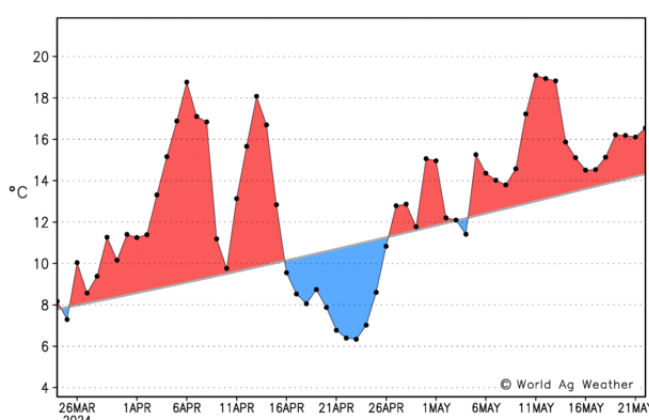
### 三、旧作天气连杀回马枪

图3: 巴西大豆降雨图、欧洲菜籽温度图

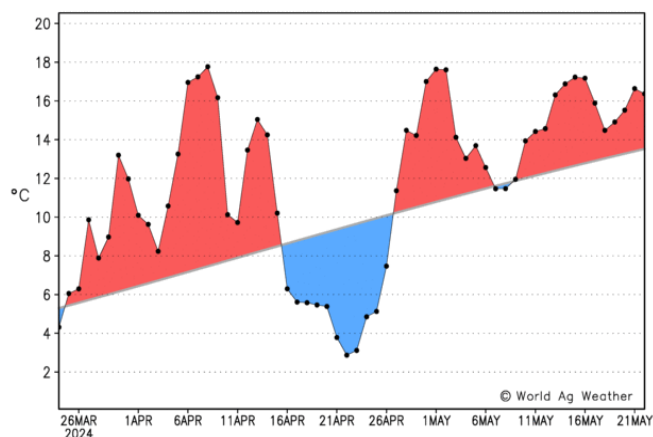
过去 60 天降雨回顾  
巴西南里奥格兰德



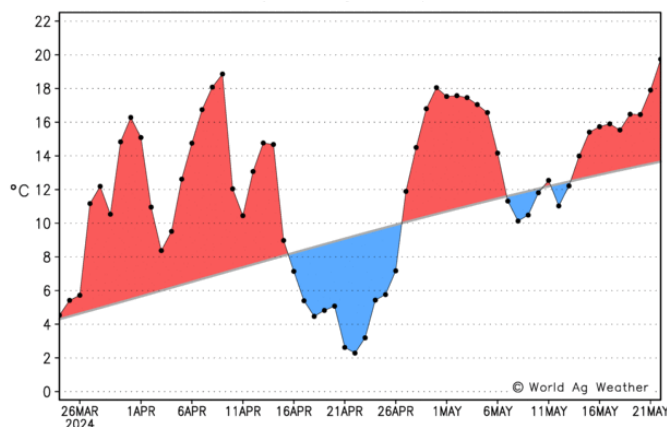
过去 60 天气温回顾  
法国



过去 60 天气温回顾  
德国



过去 60 天气温回顾  
波兰

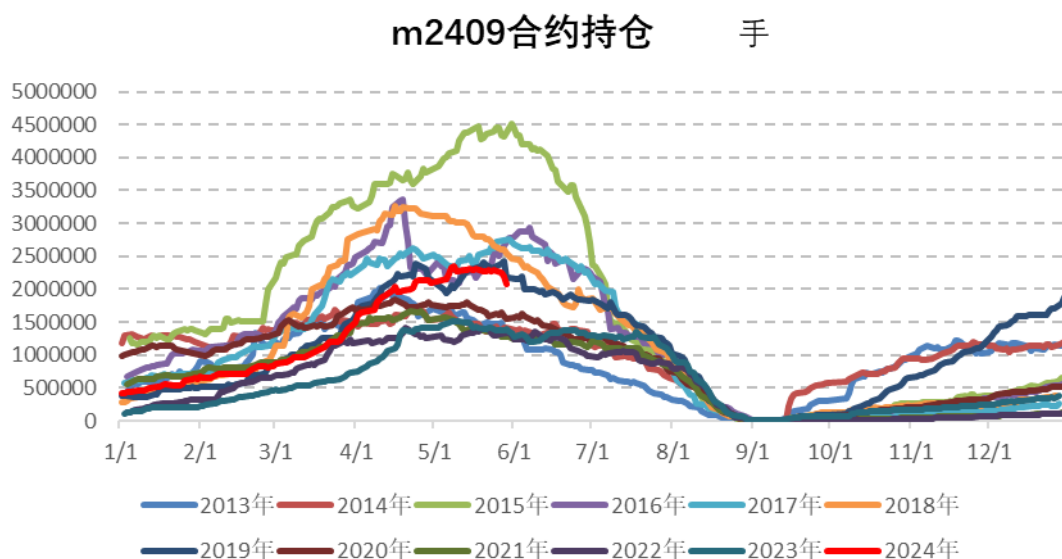


图表来源：world ag weather

先是 4 月中旬到 4 月底，欧洲冬油菜主产国遭遇了阶段低温；紧接着 5 月初开始，巴西南部大豆主产区南里奥格兰德州遭遇了洪水。旧作连续 2 次杀出回马枪，给 CBOT 大豆在成本支撑的基础上，带来了阶段的驱动。

#### 四、 资金的青睐令豆粕偏强

图4： 豆粕持仓与涨跌幅比较



	合约	2023年11月 高点	2024年1月 或2月低点	跌幅	2024年5月 高点	涨（跌）幅	单位
CBOT大豆	7月	1421	1140.5	-19.74%	1258.25	10.32%	美分/蒲
DCE豆粕	5月	3601	2928	-18.69%	3526	20.42%	元/吨
	9月	3599	3000	-16.64%	3659	21.97%	
豆粕期现 基差（华东）	5月	598	346	-42.14%	-108	-131.21%	
	9月	594	270	-54.55%	-169	-162.59%	

数据来源：wind、永安期货

回顾 2023 年 11 月中旬至 2024 年 5 月底 CBOT 大豆期价、DCE 豆粕期价及华东豆粕期现基差的涨跌可以看到：从 2023 年 11 月中到 2024 年 2 月，CBOT 大豆在南美大豆丰产预期的压制下累计下跌 19.74%，同期无论是 DCE 豆粕 5 月合约还是 DCE 豆粕 9 月合约跌幅基本与 CBOT 大豆跌幅近似；2024 年 2 月开始到 5 月，CBOT 大豆在美豆种植成本支撑及 2 波旧作天气回马枪的驱动下累计反弹 10.32%，同期 DCE 豆粕 5 月合约反弹了 20.42%，DCE 豆粕 9 月合约反弹了 21.97%；在 DCE 豆粕期价超涨美豆的同时，华东地区豆粕期现基差对 m2405 合约跌幅达 131.21%，对 m2409 合约跌幅达 162.59%。

通过上面数据的对比可以得出两个结论：第一、DCE 豆粕期价涨幅明显超过同期美豆的涨幅；第二、豆粕期价的超涨与现货无关，因为同期豆粕期现基差持续且显著下跌。

回顾 m2409 合约上市以来的持仓数量可以看到，进入 2024 年 5 月，单边持仓已经超过 230 万手。从近 10 年来 9 月合约豆粕持仓来看，m2409 合约持仓处于历史同期高位。

## 五、未来关注的焦点

### （一）美豆播种过半面积何去何从？

图5： 美豆面积与对比



过去十年展望论坛、3月种植意向及实际美豆播种面积对比														
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	均值	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	85.9	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	85.0	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	86,510	86,102	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	86.5	86.1	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	?	86.1	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	?	85.3	百万英亩
实际播种面积		83.3	82.7	83.5	90.2	89.2	76.1	83.4	87.2	87.5	83.6	?	84.6	百万英亩
实际收获面积		82.6	81.7	82.7	89.5	87.6	74.9	82.6	86.3	86.2	82.4	?	83.7	百万英亩
种植意向-展望论坛		2.0	1.1	-0.3	1.5	-1.0	-0.4	-1.5	-2.4	3.0	0.0	?	0.2	百万英亩
实际播种-种植意向		1.8	-2.0	1.2	0.7	0.2	-8.5	-0.2	-0.4	-3.5	-3.9	?	-1.5	百万英亩
5月USDA-3月种植意向		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	每年5月USDA新作美豆面积 采用3月种植意向数据		

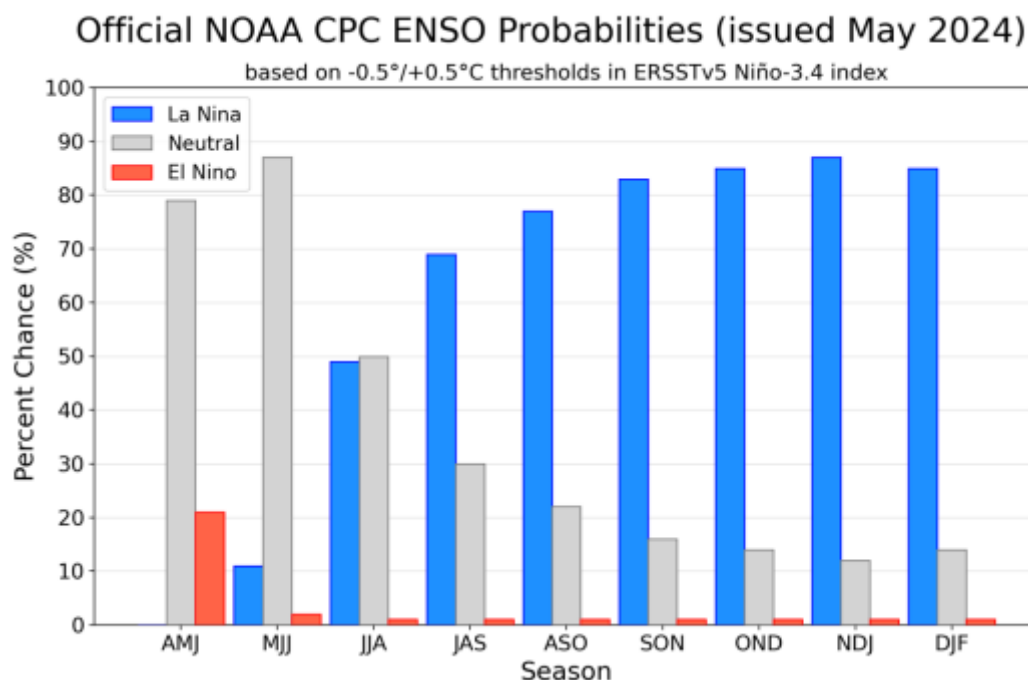
数据来源： USDA

USDA3月种植意向报告预期，2024年美豆播种面积为8651万英亩。过去10年，3月种植意向报告给出的美豆播种面积预期均值为8610.2万英亩，但实际播种面积均值只有8464万英亩，实际收获面积均值只有8370万英亩。通过历史数据对比可以看到，过去十年，美豆实际播种面积均值较USDA3月种植意向预估均值低了146.2万英亩。且过去10年，只有4年美豆实际播种面积超过了8600万英亩。

美国东部时间6月28日12:02，USDA将公布第二份种植意向报告，其中新季美豆的面积将在7月USDA月度供需报告中使用。

## （二）美豆即将进入天气关键期

图6： 拉尼娜概率及历史影响统计



拉尼娜				拉尼娜年份大豆单产波动情况			单位: 吨/公顷
					美豆	巴西	阿根廷
1998年6月	——	2001年3月	1998/1999美豆+南美 1999/2000美豆+南美 2000/2001美豆+南美	1998/1999	0	0.04	0.18
2005年10月	——	2006年4月	2005/2006南美	1999/2000	-0.17	-0.07	-0.02
2007年5月	——	2008年7月	2007/2008美豆+南美	2000/2001	0.11	0.28	0.14
2008年10月	——	2009年4月	2008/2009南美	2005/2006		0.26	-0.05
2010年5月	——	2012年5月	2010/2011美豆+南美 2011/2012美豆+南美	2007/2008	-0.1	0.06	-0.08
2016年7月	——	2018年5月	2016/2017美豆+南美 2017/2018美豆+南美	2008/2009		-0.2	-0.44
2020年7月	——	2023年2月	2020/2021美豆+南美 2021/2022美豆+南美 2022/2023美豆+南美	2010/2011	0.03	0.2	-0.12
				2011/2012	-0.13	-0.26	-0.33
				2016/2017	0.36	0.25	-0.01
				2017/2018	0.07	0.21	-0.69
				2020/2021	0.03	0.1	-0.25
				2021/2022	0.03	-0.5	-0.3
				2022/2023	-0.13	-0.03	-1.2
				单产下降年份	4年	5年	11年
				单产上升年份	6年	8年	1年
				持平年份	1年	0年	0年
				没发生年份	2年	0年	0年

数据来源: CPC(NOAA)、USDA

NOAA 于 5 月 27 日公布的 ENSO 周报显示:

厄尔尼诺即将过渡到中性, 预期在 2024 年 4 月到 6 月或 5 月到 7 月过渡到中性; 之后有 49% 的可能性, 在 2024 年 6 月至 8 月发生拉尼娜现象。或者有 69% 的可能性, 在 2024 年 7 月至 9 月发生拉尼娜现象。



每年三季度，美豆主要处于开花、结荚及落叶阶段，是决定美豆单产的关键生长阶段。从历史上拉尼娜发生的年份南北美大豆单产变化的情况来看，拉尼娜年份下大豆单产整体倾向于下调，但影响最显著的是南美的阿根廷大豆，对美豆单产的影响基本好坏参半。