

2024 豆粕年报——《合理盘面的分合约价格推演》

2023. 12

刘瑞杰

投资咨询证号：Z0013886

目录

一、 2023 年行情回顾.....	2
1.1 美豆行情回顾.....	2
1.2 豆粕行情回顾.....	3
二、 大豆主产国供需及成本分析	4
2.1 美豆供需及成本分析	4
2.2 巴西大豆供需及成本分析	5
2.3 阿根廷大豆供需分析	6
三、 中国豆粕供需及价格分析	7
3.1 进口大豆采购进度	7
3.2 豆粕供需分析	7
3.3 豆粕价格分析	8
四、展望	9
免责声明	10

一、2023 年行情回顾

1.1 美豆行情回顾

图 1 2023 年 CBOT 美豆加权走势图



数据来源：文华财经，齐盛期货

2023 年美豆加权整体在 1200~1530 美分/蒲区间范围内运行，整体呈现震荡-下跌-触底反弹-回调震荡的行情走势，年内低点较年初最大跌幅 20%左右。

1、2 月份盘面在巴西大丰产和阿根廷大减产之间徘徊，虽然逐渐证实阿根廷大豆折半的减产幅度，但由于巴西大豆创历史记录的大丰产可以弥补阿根廷大豆的减产影响，而且就价格来说，处于并不低的位置，宏观氛围也在逐渐变差，导致美豆盘面并没有有效交易阿根廷的减产事实。

3~5 月份随着天量巴西大豆集中上市，产地仓储和运输承担很大压力，需要加快销售进度，进而出现了价格踩踏，出口 FOB 贴水报价很快跌破零轴，盘面贴水双跌。于此同时，不断有欧美银行出现暴雷，市场担忧加重，盘面共振下跌。期间，3 月底的种植意向报告超预期利多，带来过一定幅度的反弹行情，但终究敌不过大势。

5 月底美豆盘面价格已跌至成本附近，价格情绪性超跌，市场开始炒作 6 月底种植面积报告的利多预期，盘面低位反弹。巴西大豆销售进度过半，仓储压力减轻，贴水反弹。最终面积报告如期利多，叠加不利天气带来美豆减产预期，盘面延续反弹至 7 月下旬。

7、8 月份美豆天气炒作期，单产的不确定性带来盘面的长时间反复。

9 月至 10 月上旬，美豆进入收割期，基本定产和上市压力带动美豆下跌，销售进度缓慢也拖累盘面表现。期间美豆油由于 RINs 价格的坍塌而持续走跌，美豆也受到一定影响。

10月中旬到11月上旬，阿根廷由于大豆大减产，可压榨量逐渐收缩，对外的豆粕出口供应捉襟见肘，美豆粕替代效应出现，大幅走强。巴西北部干旱少雨，大豆播种进度缓慢，带来减产预期。在11月中旬中美领导人会晤前，中国持续出现大单美豆采购，美豆的出口销售落后幅度也逐渐被抹平，盘面走强。

11月中旬，中美领导人会晤结果不如预期，中国采购放缓，美豆回落。巴西干旱产区逐渐出现有利降雨，叠加阿根廷大豆播种进度较快，及2000余万吨的复产预期，使巴西减产炒作力度打折扣。盘面弱势运行。受成本和销售进度支撑，美豆在1300美分/蒲附近止跌。鉴于南美大豆产量仍存在不确定性，且中国大量采购2、3月美豆船期，个人认为在巴西大豆定产前，美豆盘面1300美分/蒲的支撑有效。

1.2 豆粕行情回顾

图2 2023年DCE豆粕加权走势图



数据来源：文华财经，齐盛期货

2023年豆粕加权整体在3300~4100元/吨区间范围内运行，整体呈现震荡下跌-触底反弹-再次下跌的行情走势。与美豆不同的是，豆粕的年内高点出现在7月底，这体现了成本逻辑之外的国内供需逻辑，年内低点到年内高点涨幅接近23%。

由于内盘油粕定价一直处于盘面榨利亏损的状态，叠加3月下旬到5月国内港口通关不畅，所以第一轮下跌幅度比美豆要小。

6-8月的上涨行情除了美豆成本逻辑外，还有国内需求持续向好及9、10月份国内大豆到港量预期偏低、供应趋紧的价格炒作共振，出现了比美豆更大的涨幅。

11月中旬之后内盘的跌幅更大，主要是国内大豆到港预期偏高，需求下降，下游采购情绪低迷，

油厂销售压力大，基差一路下跌直至负值，现货带动期货跌。期间伴随着油厂和贸易商的持续亏损。

目前来看，豆粕盘面各个合约基本都处于大豆采购成本的保本价附近，虽然情绪仍然偏弱，但下方空间受限，除非成本端继续坍塌，个人认为，巴西豆定产前，美豆 1300 美分/蒲支撑有效，内盘成本附近支撑较强；巴西豆定产后，再进行下一步分析。

二、大豆主产国供需及成本分析

2.1 美豆供需及成本分析

图 3 美国大豆供需平衡表

美豆	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24
单产	50.6	47.4	51	51.7	49.5	49.9
期初库存	11.92	24.74	14.28	6.99	7.47	7.3
产量	120.52	96.67	114.75	121.53	116.22	112.39
进口	0.38	0.42	0.54	0.43	0.67	0.82
总供应	132.82	121.83	129.57	128.95	124.36	120.51
压榨	56.94	58.91	58.26	59.98	60.2	62.6
国内总消费	60.40	61.85	60.91	62.92	62.84	66.06
出口	47.68	45.70	61.67	58.57	54.21	47.76
总需求	108.08	107.55	122.58	121.49	117.05	113.82
期末库存	24.74	14.28	6.99	7.47	7.3	6.68
库存消费比	22.89%	13.28%	5.70%	6.15%	6.24%	5.87%

数据来源：USDA，齐盛期货

23/24 年度美豆减产降需，需求结构表现位增压榨降出口，库存保持低位。单就美国本国而言，供需情况偏紧。但南美大豆的创纪录丰产预估，导致全球大豆库存增加，库销比上升，全球转松给了美豆价格上方压制。

从目前的美豆月度压榨情况和美豆油的生柴需求增量角度来看，23/24 年度的美豆压榨目标是合理的。出口方面来看，在经过中国持续大量的采购之后，也追平了去年的出口销售进度，完成年度目标没有难度，若巴西大豆减产幅度较大，不排除美豆最终出口量上调的可能性，这还需要后续的跟踪。

23/24 年度的美豆平衡表暂时来看，不会有明显的单项数据调整了，后续的变数还是在南美大豆的产量上面。

图 4 24/25 年度美国大豆成本分析

24/25年度美豆成本推算				
单产 蒲/英亩	52	51	50	49
对应成本 美分/蒲	1182	1206	1230	1255

数据来源：USDA，齐盛期货

2024 年 USDA 农业展望论坛将于 2 月 15、16 日举行，届时将开始 24/25 年度新作美豆的相关炒作。目前来看，预估 24/25 年度美豆的种植成本较 23/24 年度小幅下调，且大概率会增加播种面积，所以从成本和供需角度来看，易下行，运行区间下沿或向 1200 美分/蒲运行。

2.2 巴西大豆供需及成本分析

图 5 23/24 年度巴西大豆产量预估和成本推算

23/24巴西大豆	Conab	IMEA	马托格罗索农户协会
总产量/万吨	16017	15877	15282
MT产量/万吨	4349	4210	3615
MT面积/万ha	1230	1212	1213
MT单产kg/ha	3535	3472	2981
雷亚尔兑美元	5.2		
对应成本 美分/蒲	1127	1131	1191

数据来源：Conab，IMEA，马托格罗索农户协会，齐盛期货

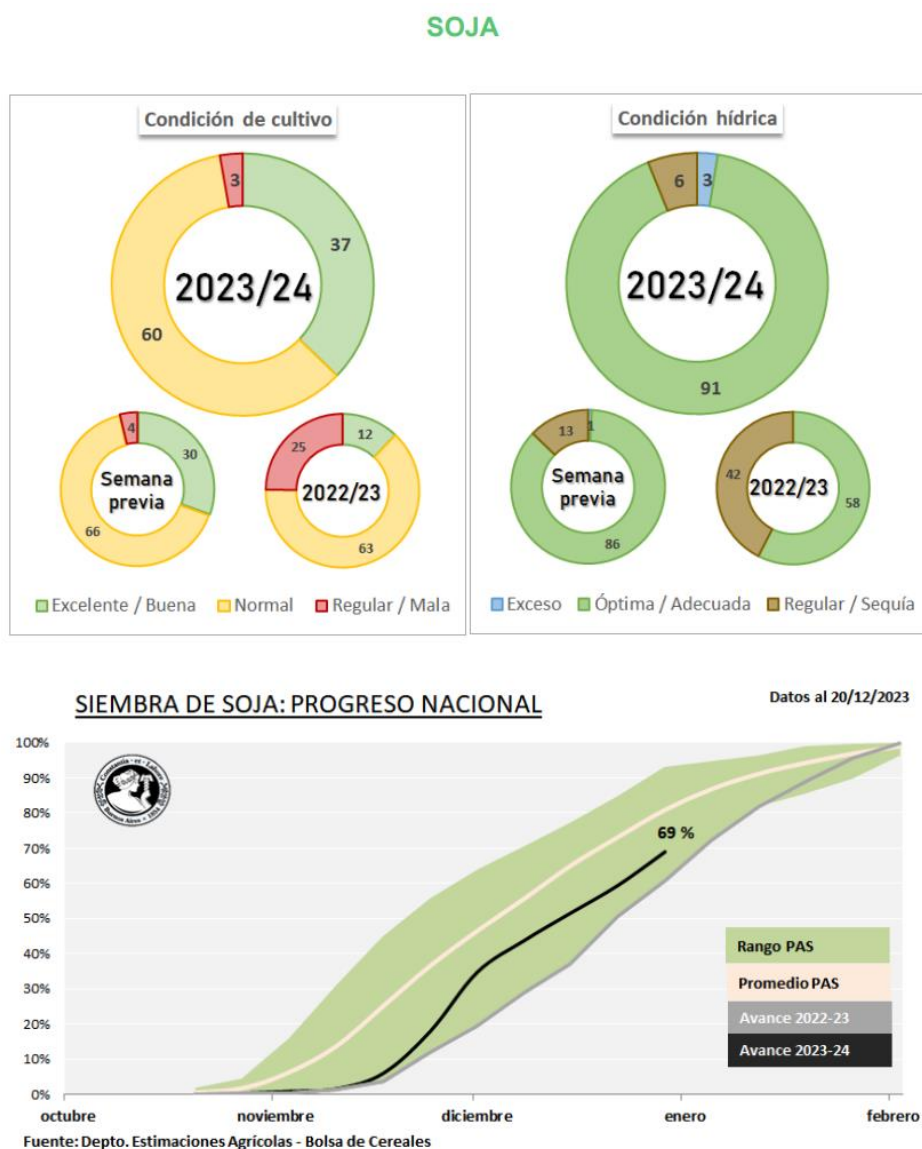
23/24 年度巴西大豆以 1.63 亿吨的预估开局，且马托格罗索州提前两周开始播种，无奈巴西中北部主产区长时间干旱少雨，播种进度大幅落后于往年同期，也带来了减产预期。

目前，各个机构分别下调对巴西大豆的产量预估，预估范围大约在 1.50 亿吨~1.61 亿吨之间。我选取了 Conab、IMEA、和马托格罗索农户协会三个机构的数据做参考，暂时只对马托格罗索州的产量做调整，进行总产及对应成本的推算分析，见上图。

参考 1.52 亿吨~1.6 亿吨的产量预估范围，对应巴西大豆种植成本区间大约在 1130~1200 美分/蒲，作为 2024 年二、三季度大豆供应的主力军，巴西大豆的成本将为国内进口大豆成本和对应的豆粕保本价提供重要计算参考，也可以据此对后续巴西大豆贴水走势做一定的预判。

2.3 阿根廷大豆供需分析

图6 阿根廷大豆作物评级及土壤情况



数据来源: Buenos Aires Grain Exchange, 齐盛期货

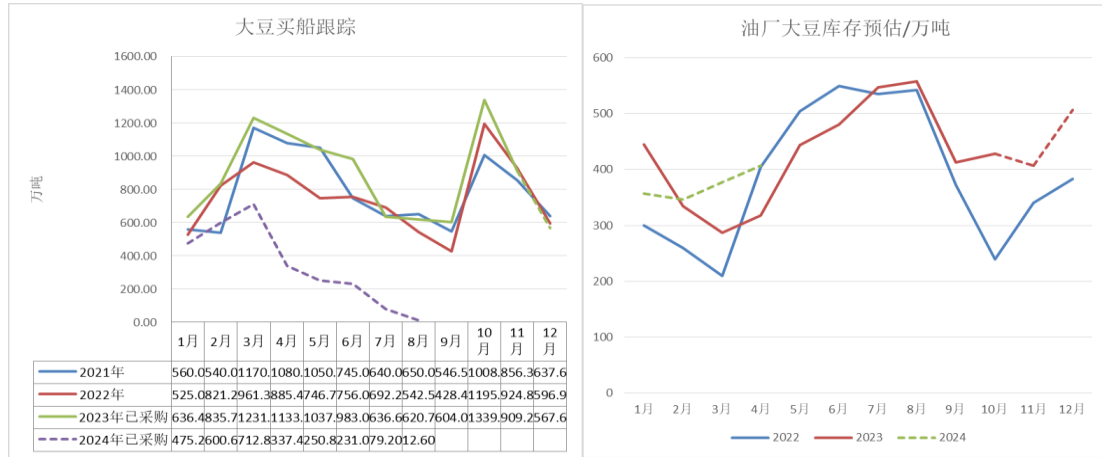
12月22日讯,布宜诺斯艾利斯证券交易所:阿根廷大豆种植完成69%,阿根廷大豆种植面积预计为1730万公顷。阿根廷大豆作物状况评级较差为3%(上周为4%,去年25%);一般为60%(上周66%,去年63%);优良为37%(上周30%,去年12%)。土壤水分6%处于短缺到极度短缺(上周13%,去年42%);91%处于有益到适宜(上周86%,去年58%),3%处于过剩(上周1%,去年0%)。

USDA 预估 23/24 年度阿根廷大豆产量恢复至 4800 万吨,目前来看,阿根廷大豆播种进度正常,土壤墒情有利于作物生长,优良率在回升中,整体情况相对乐观。

三、中国豆粕供需及价格分析

3.1 进口大豆采购进度

图 7 大豆买船及到港预估



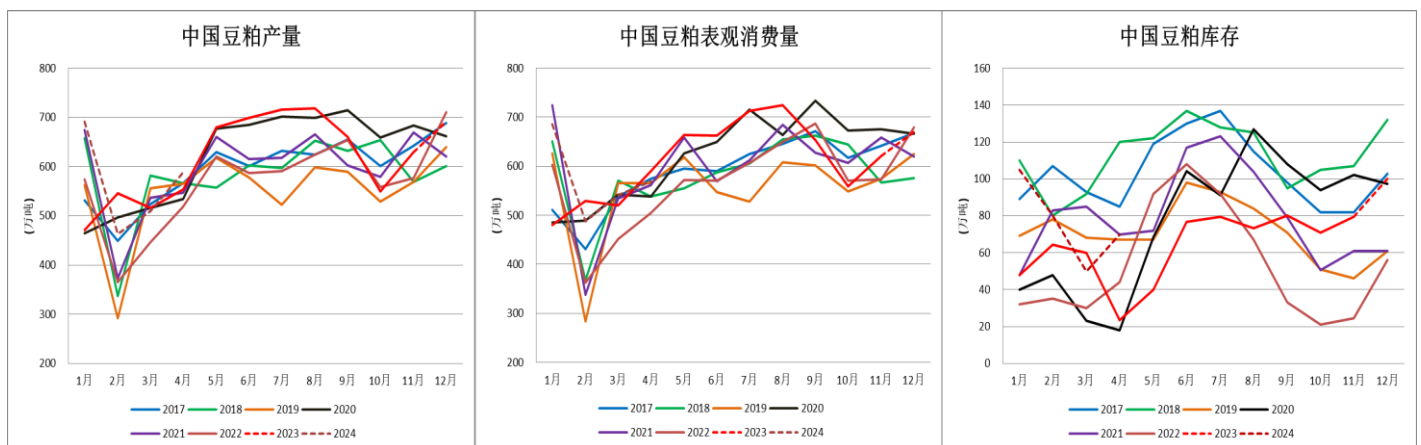
数据来源：我的农产品网，齐盛期货

12月、1月船期大豆进口采购量偏低，给2、3月带来供需阶段转紧预期，也给近月价格带来一定支撑。10月船期采购1339万吨，但11月仅到港792万吨，12月截至目前流通环节也没有表现出明显的大豆供应压力，可以看出，巨量集中采购被延长的海运时间分散了，于此同时，油厂也在主动放缓压榨节奏以减轻现货供应压力。

中储粮采购了不少11月、2月、3月船期的美豆，有不低的量或不会进入流通环节，这会使得实际的供应压力并没有预期的大，油厂的豆粕累库幅度或会低于预期，大豆库存压力也相对可控，这个供需结构会支持到M03合约，M05合约还需要看明年巴西大豆的集中到港时间。

3.2 豆粕供需分析

图 8 豆粕供需预估



数据来源：USDA，齐盛期货

自上而下来看，豆粕的供应格局相对清晰，四季度需求端表现一般，情绪也一般，目前参考季节性简单预估没有大问题，整体来看 12、1 月会累库，但压力可控，2、3 月会降库。另外在生猪继续扩产能的 2024 年，豆粕的总需求至少不会很差，而且 2024 年二、三季度菜粕和其他杂粕供应的下降，对豆粕需求会有提振，届时供需两旺，大豆到港节奏变得更重要。

3.3 豆粕价格分析

图 9 M05 极限成本推算

23/24巴西大豆	Conab	IMEA	马托格罗索农户协会
总产量/万吨	16017	15877	15282
对应成本 美分/蒲	1127	1131	1191
海运费 美分/蒲	166		
CNF 美分/蒲	1293	1297	1357
人民币汇率	7.15		
到港成本	3914	3926	4103
05油粕比	2.28		
豆粕05保本价	3243	3253	3399
豆油05保本价	7394	7416	7751

数据来源：Conab，IMEA，马托格罗索农户协会，齐盛期货

M05 对应 23/24 年度巴西大豆 3 月船期的集中到港期，从买船贴水和国内供需结构来看，M05 都会是弱势合约。供需过剩的年份，集中上市期巴西大豆会走成本逻辑。大豆集中到港，供需宽松的国内豆粕，也会走保本价逻辑。

以当前 3、4 月船期大豆买船成本来计算，M05 保本价大约在 3330 元/吨附近，但由于 4 月船期还存在较大的采购缺口，成本会是动态的，这与巴西大豆的定产有很大关系。

按上文中对巴西大豆几种产量预估对应的种植成本做推算，并推演到国内大豆进口采购成本和豆粕、豆油的保本价格，见上图。可以看出，若巴西大豆小幅减产，产量接近 Conab 预估的 1.6 亿吨的话，M05 的极限保本价在 3250 元/吨附近，豆粕价格的回落会是伴随着巴西大豆贴水回落而实现的；若巴西大豆大幅减产，产量接近 1.52 亿吨，3300~3330 元/吨区间就应该是 M05 的底部区间了。

由此可见，巴西大豆的定产和定产过程中的预期炒作，对 M05 下方是否有空间及有多大空间有很大的参考意义。

图 10 M09 成本推算

24/25年度美豆成本推算				
单产 蒲/英亩	52	51	50	49
对应成本 美分/蒲	1182	1206	1230	1255
海运费 美分/蒲	145			
CNF 美分/蒲	1327	1351	1375	1400
汇率	7.15			
到港成本	4015	4083	4154	4228
05油粕比	2.216			
豆粕09保本价	3360	3417	3477	3539
豆油09保本价	7446	7572	7704	7842
备注	海运费、人民币汇率和油粕比选用现行值			

数据来源：USDA，齐盛期货

M09 对应现货虽然更多是巴西大豆，但因为是美豆新作上市初期，也过了巴西大豆的销售压力高峰期，价格上应该更多参考 24/25 年度美豆的定价标准。24/25 年度美豆种植成本预估在 1180~1250 美分/蒲区间，在 2 月、3 月、6 月会有关于面积的炒作，在 5 月~8 月会有天气的炒作。在 2024 年 3 月底种植意向报告和 6 月底种植面积报告落地前后，容易是 M09 的低点。从价格上来看，目前的位置其实已经达到了 24/25 年度美豆的成本区间下沿对应的保本价位置，具有抄底价值，但在美豆新作进入大众视野之前，M09 容易跟随前月走势，也就是说，在 M05 走弱或巴西贴水暴跌的时候，M09 也难以独善其身，可能还会有新的超跌低点。因此，当前抄底 M09 的策略，在时间上过早，止损空间也不好设置，仍然需要等待。

四、展望

M03 合约支撑较强，无论成本端还是供需端，支撑逻辑均较为明确。

M05 合约定价合理，下方空间仍需等待巴西大豆定产来进一步指引。巴西大豆无大幅减产的情况下，M05 会保持弱势合约的定位。M3-5 价差预期维持正套格局。

M09 是天然多头合约，但在美豆新作进入大众视野之前，易跟随前月合约走势，虽然从价格来看，有操作价值，但从时间角度来看，仍不具备高的操作性。重点关注 2024 年 3 月底和 6 月底两个面积报告前后可能出现的价格低点。

免责声明

本报告内容形成采用的基础数据信息均来源于公开资料，我公司对这类信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和报告中得出结论及给出的建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关，本公司不承担投资者作出此类投资决策而产生任何风险，亦不对投资者作出此类投资决策做任何形式的担保。本报告版权为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告全部或部分內容翻版、复制发布，如引用、刊发，须注明出处为山东齐盛期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的侵权行为与我公司无关，我公司对侵权行为给公司造成的名誉、经济损失保留追诉权利。