

豆粕期货是国内大宗农产品期货交易最活跃、同时也是产业配套最成熟的品种。豆粕是大豆压榨的产物，是优质的饲料蛋白，我国国产大豆产量有限，进口依赖度九成以上，所以美盘大豆定价的权重一直很高，分析豆粕必须先分析美豆。不过近些年也出现了一些变化，地缘政治（比如贸易战）甚嚣尘上，国内粮食安全不容忽视，我国自身也开始加大油料作物的种植力度，国产大豆产量未来有望增加，但是鉴于耕地面积限制，在可预见的未来，我国仍难以摆脱来自全球主产国美国、巴西等的进口大豆依赖。豆粕投研逻辑的专题分为美豆篇和国内篇，这里的美豆指的不是美国大豆，而是 CBOT 大豆期货，从目前来看其依然是全球大豆的定价中心。国内豆粕期货定价的锚定物在于美豆，其他蛋白粕如菜粕、葵粕也大多追随豆粕的大方向，搞懂了美豆，也基本上就理清了整个蛋白粕市场的大方向。

本专题主要讨论美豆的涨跌逻辑，主要从宏观面、基本面、资金面几个方面顺序展开，其中不乏对于周期的探讨-比如经济周期和天气周期。往往一提到农产品，不管是圈内人士还是圈外人士，最津津乐道的一定是天气的话题，这个话题经久不衰，而且各种农产品每年都会种，每年都会收，理论上天气的炒作每年都会有。全球农作物主产区的天气模式简单点说就是厄尔尼诺和拉尼娜两种模式的切换，所以也是一种周期，但我们仍将其归结到基本面那一类。相对而言，在农产品投研中宏观面的探讨会比较少，但是现阶段宏观的情况经常会对农产品行情锦上添花或者落井下石，地缘政治也经常会造成短期内农产品的大幅波动，对于农产品来说，把握宏观

走向越来越重要，宏观主要影响地是需求，农产品相对于工业品最重要的区别在于其刚性消费，弹性小，但弹性小不代表没弹性，长期经济衰退也会影响到农产品的刚性消费，也许总量没减，但结构变了。资金面多体现在各类持仓的变化上，多依赖于官方发布，是滞后指标，但如果确认是大行情的话，持仓数据滞后一两周其实也无关紧要。

**宏观面-关键词：经济周期、地缘政治、大国博弈、贸易战、美元指数等。**

农产品跟宏观经济周期的联系并不像其他大宗商品如原油、黄金、有色金属、黑色金属、能化品种那么大，但并不是说农产品不会受到宏观的冲击，尽管其对供应的扰动（天气炒作）最为敏感，但突发宏观事件导致的市场风险偏好的变化，以及避险情绪导致的多头离场，甚至是金融市场的全面下跌，如 2008 年次贷危机，2011 年欧债危机和 2020 年全球新冠疫情等，农产品亦难以独自坚挺。可是农产品的天气题材无处不在，我们总强调一个观点，那就是农产品的价格越低，对于天气题材就越敏感，所以宏观如果把农产品也砸下来的话，一旦天气有点风吹草动，农产品会很快再次崛起。当前市场各类研究对于农产品的宏观定价往往是含糊其辞一笔带过，从国际宏观领域来探讨大宗商品的机会，也往往不会提到农产品，或者只是在最后简单的提一下，也多是说一下目前是增产周期亦或是减产周期，最后还是落实到天气上，这类提法本质上跟宏观的关联度很小，也相当于主动忽略了宏观对农产品的影响。但是经济周期对于国际大宗农产品的影响还是比较大的，对于我们国内则另当别论，在国内，农产品的政

策地位向来很高，每年年初的中央一号文件都是聚焦“三农”，所以尽管国际形势风云变幻，国内农产品市场则有丰富的政策逆周期调控手段，这些内容在后续的专题豆粕投研逻辑-国内篇中都会提到。

最近国际宏观市场最重要的事件莫过于 2024 年 9 月 18 日，美联储宣布降息 50 个基点，这是自 2020 年 3 月以来首次降息，那么降息跟美豆走势相关性如何？只能回顾历史方能对未来产生一定的借鉴。

图：美国联邦基金利率与美豆价格



数据来源：同花顺

从上图可以看出，美联储加息周期往往对应着美豆的熊市，而降息周期往往对应着美豆的牛市，不过二者的转折点多数时间不吻合，不吻合的原因当然是大豆的基本面在发挥作用，再具体点，美联储对利率的调整一定不会考虑到什么时候开始炒大豆天气，这是两个完全不交叉的维度。具体举例，从降息的角度来看，2007-2008 年，美联储通过连续 13 次降息，

将利率从 4.75% 降至 0.25%，并维持这一低利率到 2015 年末。这一举措推动美大豆价格进入长达 8 年的上升周期，自 2007 年 9 月的 991 美分/蒲式耳升至最高 1764.5 美分/蒲式耳，上涨接近 80%。从基本面的角度来看，我们看到的是基本上 4 年一轮的天气市，分别出现在 2004 年、2008 年、2012 年，这几次天气市，要么北美减产、要么南美减产，要么北美减完南美减。这么一看，好像天气炒作还挺规律，可惜后面就没那么规律了，在金融投资领域，所谓的规律就是用来被打破的。2018-2015 年接近于 0 的基准利率环境在天气的配合下，确实有利于美豆价格突破历史新高。

2015-2019 年美联储有一波加息的过程，但实际上这段时间并没有继续地将美豆价格继续向下打，原因无他，成本开始发挥作用了，不管是什么样的宏观环境，农产品价格都不能无限制地跌破成本。21 世纪初的时候，美豆价格的低位还在 500 美分/蒲式耳附近徘徊，而到了 2008 年以后，为了刺激经济，全球央行大放水，美豆价格的低位已经上升到了 1000 美分/蒲式耳附近，因为大豆种植成本中的各个分项种子、化肥、农药、燃料、人工、折旧等都在上涨，所以美豆的成本支撑在上移。正是由于宏观的低利率环境抬高了美豆的底部支撑，当然由于减产导致价格重心抬高也是一种支撑因素，但并非主导因素。2015-2019 年美联储又开启了一波加息的操作，但是美豆的价格重心并没有进一步下移，基本上在 800 美分/蒲式耳这个位置稳住了，此时从基本面的角度大豆跌无可跌，市场各类主体已经熟悉了新的底部区间。随着时间的推移，底部区间也更加的夯实。此时利率的反向调节将发挥作用了，在 2019-2020 年期间，为应对全球经济放缓和新冠疫情的冲击，美联储将利率从 2.25% 逐步降至 0.25%，并维持低利率到

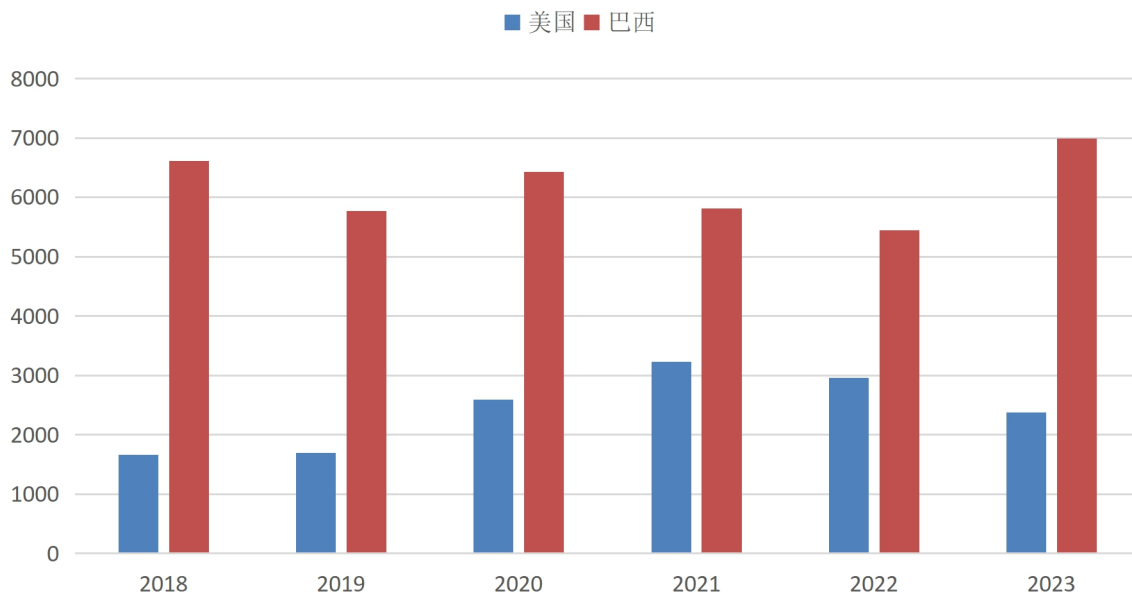


2022 年初。在此期间，美国大豆价格从 857 美分/蒲式耳上升至最高 1684 美分/蒲式耳，上涨接近 100%，创历史新高。此轮美豆的牛市滞后利率转向半年之久，也说明了宏观环境虽利好，但打铁仍需自身硬。为何 2020 年 8 以后美豆的上行走势如此顺畅，8 月 10 号美农供需报告给出超高单产预估，但 8 月份已经出现干旱天气，后期单产不断下修，所以天气升水是一方面，另一方面“中国大举采购美豆也扮演了极其重要的角色，中国不断追买美豆支撑美豆一路上行，价格涨上去之后，中国买美豆也依然保持高节奏，这里面肯定有更深层次的原因，为了实现第一阶段贸易协议只是“表象”，本质上中国可能是一种战略储备的思维，不管美国大选的结果怎样，中美之间长期博弈愈演愈烈的格局不会改变，后疫情时代“广积粮”的传统思路也具备了现代意义。”上述引号内容为笔者在当年年报内的论述。这里面有几个关键词“贸易协议”、“战略储备”、“广积粮”，很显然地缘政治在美豆的走势中也发挥了很大的作用，而地缘政治、国家之间的博弈当然属于宏观范畴。与降息效果相对应的，2022 年下半年，美联储货币政策转向，美元利率进入持续加息区间，此时国际大豆价格也逐步进入到了下行周期。由此可以看出，在降息周期中，美联储通过降息确实起到了刺激全球经济活动和影响汇率的作用，进而促进了大豆需求增长，助推其价格不断抬升至高位，但是降息归根结底只是提供了一个有利的外部环境，美豆行情的启动并不是降息主导。降息只能算是天时、地利是基本面及天气扰动、人和则是资方的想法逐渐清晰一致。天时地利人和三者齐聚，大行情可期。三者聚二，波动率将明显增加。

2024 年 9 月美联储开启近几年来首次降息，按照历史经验，不会马上激发中长线资金做多美豆的热情，大概率会围绕关键整数关口震荡较长一段时间。首次降息带来的市场情绪波动正逐渐消散，接下来市场的关注点将转向 11 月 5 日的美国大选，市场重点关注的是若特朗普再次当选，是否会重燃中美贸易战，而若哈里斯当选，则可能延续拜登的政策，对农产品的影响较小。2018 年 4 月，特朗普对中国进口商品征收 25% 的关税，促使中国政府以限制美国产品作为反击。当时，巴西填补了美国在对华出口大豆上的缺口。后期中美对话达成了一定的协议，中国进口美国大豆份额自 2018 年的低点开始反弹，但近几年中国进口巴西大豆的份额再次提升，可能更主要是一种市场行为，南美主要是巴西的大豆增产潜力比美国大，巴西豆的性价比相对于美国更好，而美国国内生物燃料领域发展较好，近些年的趋势就是出口减少、内需（国内压榨）增加，出口转内销。所以未来如果再次把大豆进口作为中美谈判的筹码之一的話，其作用包括对盘面的影响将不及 2018 年。美国能保住目前的出口份额已属不易，再想增加的话难度比较大。近段时间加拿大对中国制造业产品加征重税引发我国的对等反制-对加拿大菜籽进行反倾销调查。国内菜油从一个深处谷底几乎被遗忘的品种一跃而起与棕榈油分庭抗礼。阳光底下无新鲜事，历史在重演，但不会简单的重复。贸易战成为国家之间博弈的重要筹码，也使我们国家深刻认识到了粮食安全的重要性，尤其是 2018 年以后，所以我们才会未雨绸缪、广积粮、提高自给率。

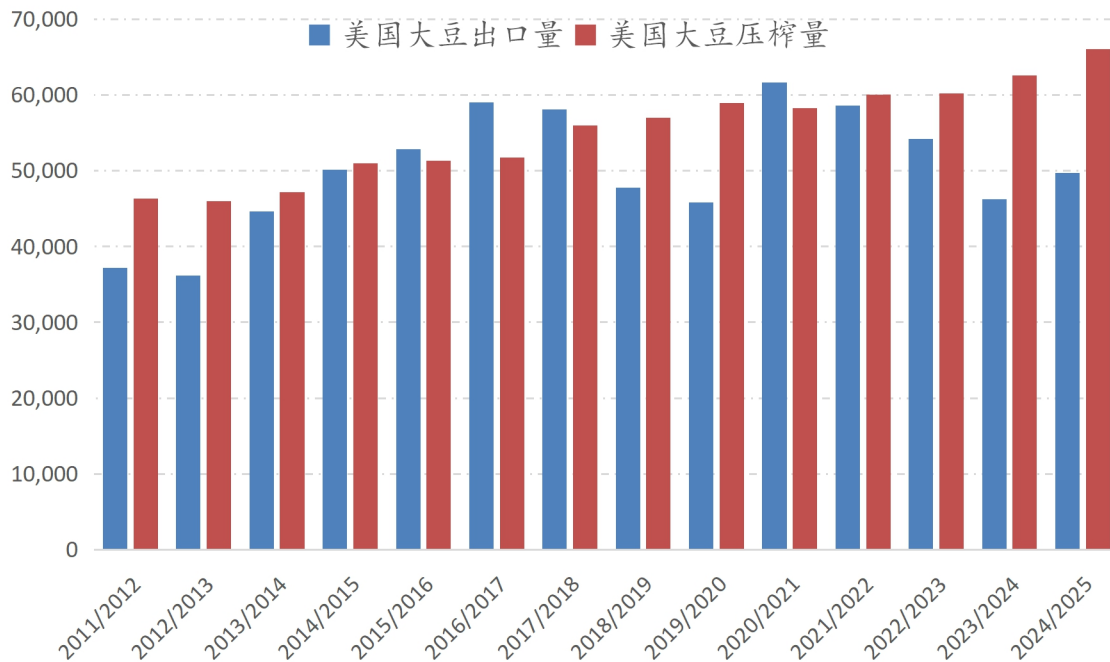
图：美国、巴西出口至中国大豆数量

## 出口至中国大豆数量



数据来源：海关、新湖期货研究所

## 图：美国大豆出口量、压榨量

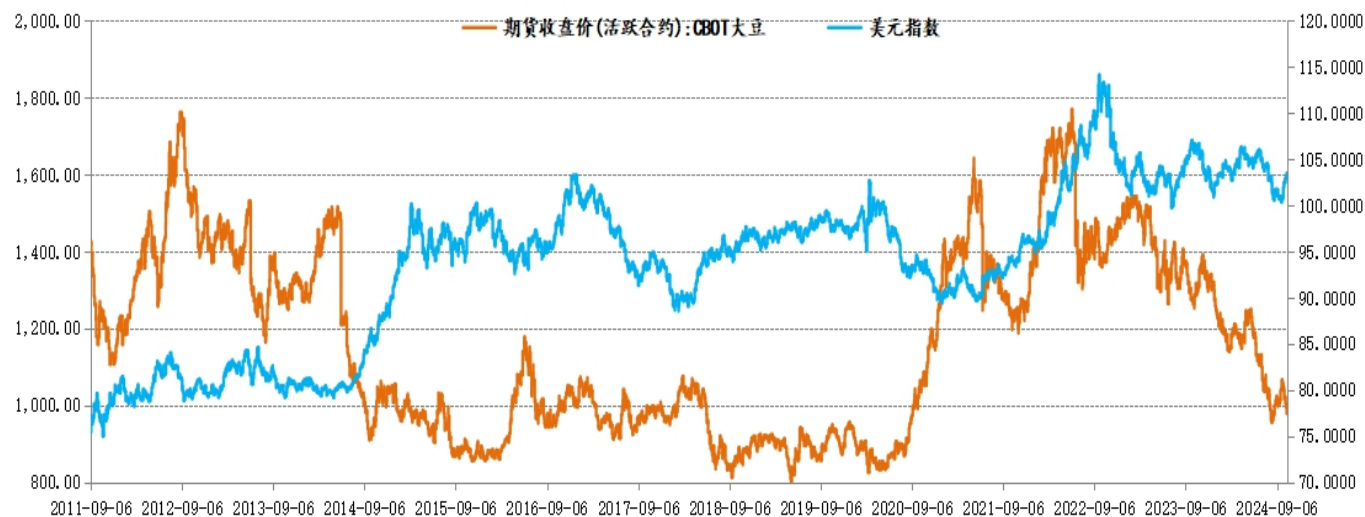


数据来源：USDA、新湖期货研究所

宏观对大宗商品包括农产品价格最直接的影响就是美元汇率，因为大宗商品多以美元定价。大宗商品价格与美元指数存在负相关关系，美元走强，大宗商品价格走弱；美元走弱，大宗商品价格走强。这个长期规律依然被打破了，新冠疫情之后，美元有效汇率与大宗商品价格之间呈现同上的正相关关系，下图以美豆为例。国际清算银行 2023 年 3 月一篇题为《大宗商品价格与美元》的工作论文新研究发现：尽管利用 1986 年至 2022 年的数据测算表明，大宗商品价格与美元实际有效汇率之间呈显著的负相关关系，但 2020 年末至 2022 年模型的模拟错误却高达近 30%。论文同时揭示了逻辑推导关系，近年来起关键变化作用的是美国的出口结构，特别是在 2019 年前后，美国由传统的石油产品净进口国成为净出口国后，包括原油等大宗商品价格的升降与美国贸易条件之间的关系由负相关变为正相关，从而大宗商品价格与美元实际有效汇率之间的关系也转呈正相关，符合商品货币的特征。美元与大宗商品负相关规律被打破的具体原因可能更为复杂，这里面可能涉及到美国与其贸易伙伴经济政策的差异、以及新冠疫情和俄乌冲突对全球大宗商品供应链的冲击。目前也无法确认二者之间未来是否继续正相关的关系。大豆跟商品之王原油还是有很大的差异的，在大豆的走势中宏观的权重要远远小于原油。从下图中也可以看出，美元指数 2023 年年初迄今是高位震荡的走势，而美豆价格则是不断的震荡下行，跌至 1000 美分/蒲式耳附近，二者既不能说是正相关也不能说是负相关，不过可以称之为出现一定程度的背离，这种背离是否回归、以何种形式回归尚不得而知。



图：美元指数与美豆



数据来源：同花顺、新湖期货研究所

## 基本面-关键词：平衡表、天气周期、生物燃料

农产品的基本面研究围绕着供需平衡表展开，农产品供需平衡表源自于美国等农业发达国家，是一种增强市场信息透明度的重要工具，主要是以供需平衡的经济理论为指导，对某一国家或地区农产品生产、消费、进出口、库存等市场关键信息进行分析预测，早期的农产品平衡表一般以年为单位、按月进行动态更新，反映过去、当前、未来农产品总体供需形势，为农业生产、加工、贸易等市场主体经营和政府宏观调控提供决策参考。通俗地说，就是通过一张表，告诉市场农产品是“多了”还是“少了”，以减少农业生产的盲目性，促进市场平稳运行。目前，美国农业部每月发布《世界农产品供需评估报告》（简称 WASDE），是“美国版”的农产品供需平衡表，历史悠久，对美国国内和国际大宗农产品市场运行影响显著，

已经成为国际农产品市场的风向标，奠定了美国对外农产品贸易主导权、国内供需调控主动权、全球市场话语权。笔者曾在新湖农产专题“一文读懂美农报告”中系统阐述过“美国版”的供需平衡表。农产品供需平衡表是整个大宗商品供需平衡理论分析的先驱，正如农产品期货是大宗商品里最早诞生期货合约的板块一样。大宗农产品跟工业品的重要区别是季产年销，一年一般种植一季，即便是有些地区有些品种一年种植两季，也做不到全年均匀的供应，另外像棕榈树这种全年产出的品种，也分增产季和减产季，供应也存在季节性。所以市场更关注的是农产品的生产也就是供应端的情况，而对于农产品的消费关注相对有限，市场默认农产品的消费在目前世界所处的发展阶段当中仍然是刚性的。近些年生物能源逐渐成为农产品下游消费中的重要变量，农产品传统的刚性消费体系中增加了生物能源这种弹性较大、易受到宏观及地缘政治影响的变量。

供需平衡表从时间周期的角度来划分，可以分为年度、季度、月度、周度，时间跨度越小，做表的难度越大。比如周度平衡表相对于月度、年度平衡表而言，肯定更强调对于数据获取的及时性要求、也更强调数据的准确性。我国的大豆压榨产业，从现货经营的角度来说，主要采用的是月度和周度的供需平衡表。供需平衡表对现货的指导意义要明显大于期货，现货市场中，供需格局是决定价格走势的主导因素。而在期货市场中则未必如此，我们上文提到的宏观面、资金情绪对于期货盘面的影响均不容小觑，期货走势的分析研究相对于现货要复杂地多。供需平衡表的核心并不在于上面的绝对数字，而在于定期或不定期地对其进行动态调整，也就是说一成不变的平衡表上的数字其实是意义不大的，平衡表中的数字多数是

预估数字，预估的数字需跟随市场环境的变化而变化，从而供需形势也会发生边际变化。我们以美农的年度供需平衡表为例，表中弹性最大的一定是供应端，再具体点就是供应端中的产量，产量=面积\*单产，美国对于大豆种植面积的预估一年主要有两次，一次是在美国大豆播种季之前的种植意向预估（3月底），另一次是在美国大豆播种季之后的种植面积报告（6月底），发生在种植之前的面积预测当然不会准确，发生在种植完成后的面积报告也未必会准确，但这起码是实侧面积报告。因此5月第一次公布新作供需数据的时候采用的面积数据来自于种植意向报告，而在7月供需报告中则会根据6月底的种植面积报告进行调整。也就是说一年当中美豆种植面积的固定调整一般只有一次，后面也可能会进行微调，但是这种调整就是没有规律的，视当年的具体情况而定，比如水灾、旱灾导致的大豆种植面积缩减、替代以及收获面积的变化等并不会马上统计出来，会有一个滞后期。单产是美豆供需平衡表中最大的也是关注度最高的不确定项，甚至不夸张地说，从5月-11月（播种后-收获）长达半年的时间都是美国大豆单产的关注期，单产调整规律在于5-7月一般不调整，除非播种期就存在极端天气，如2019年，8月以后美农根据实测单产进行调整。至于12月-次年4月，市场关注的是南美巴西、阿根廷的大豆单产情况。这里面需要指出的是，美豆价格（CBOT大豆盘面价格）对应的基本面主要就是美国大豆供需平衡表，当然作为全球农产品定价的中心，美豆的价格自然也会反映全球大豆除美国以外（主要是南美）的供需格局，美国以外地区的大豆供需格局最终也可以反映到美国大豆供需平衡表上。举例，南美若减产，南美大豆的出口缺口势必要由美国来弥补，从而改变了美豆的供需格局。

美豆平衡表中的需求项主要包括压榨量和出口量，这二者的预估相对于产量要容易得多，NOPA(美国油籽加工商协会)及USDA(美国农业部)每月都会发布压榨数据，二者覆盖范围不同可以互相印证，至于出口美农发布出口销售数据，包含已经装船的和未装船的量。也就是说美国大豆需求量预测是存在现实依据的。准确地测定产量是不可能完成的事情，但通过对于需求量以及结转库存的合理分析，也可以去倒推产量数据。这也就是为什么，在美国大豆上市后期，库存见底的阶段，美农可能会对单产、面积进行再次修正。

图：美国大豆年度供需平衡表

美国大豆供需平衡表	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2023/24	2024/25	2024/25
	0 3月	4月	3月	4月	9月	10月	9月	10月						
面积: 百万英亩 播种面积	76.8	83.3	82.7	83.4	90.2	89.2	76.1	83.4	87.2	87.5	83.6	83.6	87.1	87.1
单产: 蒲式耳/英 收割面积	76.3	82.6	81.7	82.7	89.5	87.6	74.9	82.6	86.3	86.2	82.4	82.3	86.3	86.3
单产	44	47.5	48	52	49.3	50.6	47.4	51	51.7	49.6	50.6	50.6	53.2	53.1
库存: 百万蒲式耳 期初库存	141	92	191	197	302	438	909	525	257	274	264	264	340	342
产量	3358	3927	3926	4296	4412	4428	3552	4216	4465	4270	4165	4162	4586	4582
进口量	72	33	24	22	22	14	15	20	16	25	20	21	15	15
总供给	3570	4052	4140	4515	4735	4880	4476	4761	4738	4569	4449	4447	4941	4939
压榨量	1734	1873	1886	1899	2055	2092	2165	2141	2204	2212	2295	2287	2425	2425
出口量	1647	1843	1936	2174	2129	1748	1682	2261	2158	1992	1700	1695	1850	1850
种子	97	96	97	105	104	88	96	101	102	97	78	78	78	78
留存 残差	0	49	25	36	9	43	9	1	1	4	36	45	38	36
总消费量	3478	3862	3944	4213	4297	3971	3952	4504	4464	4305	4109	4105	4391	4389
结转库存	92	191	197	302	438	909	525	257	274	264	340	342	550	550
库存消费比	2.65%	4.95%	4.99%	7.17%	10.19%	22.89%	13.28%	5.71%	6.14%	6.13%	8.27%	8.33%	12.53%	12.53%

数据来源：USDA、新湖期货研究所

本文主要概述了美豆宏观和微观的投研逻辑，后续专题中会有对于天气周期、资金面、价格走势的论述。



撰写时间：2024. 10. 21

撰写人：刘英杰

审核人：李强

执业资格号：F0269352

咨询资格号：Z0002642

电话：0411-84806773

E-mail: liuyingjie@xhqh.net.cn

### 【免责声明】

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，投资咨询业务许可证号32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者投资咨询建议。研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。