

【豆系观察】南美抛售冲击，远期向上叙事能否延续？

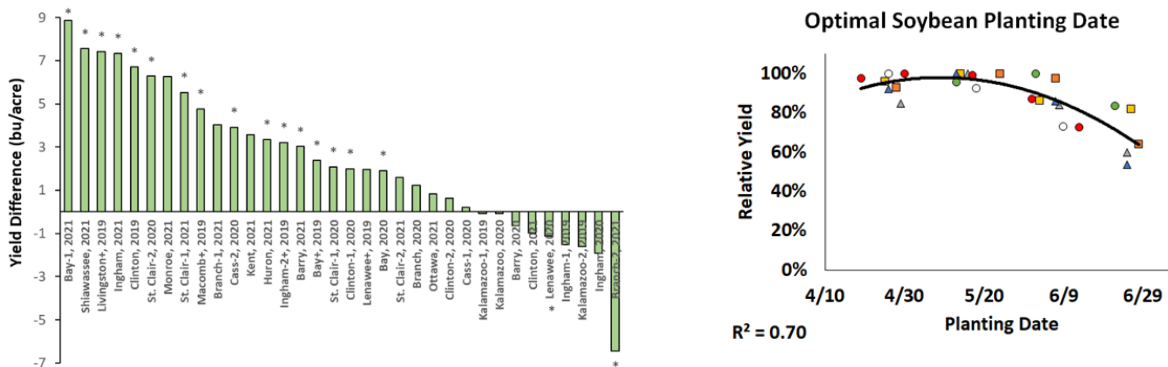
发布日期：2025 年 4 月 18 日

分析师：刘昊

期货交易咨询从业信息：Z0021277

当前海外市场对关税的担忧逐步消化，转向关注北美种植情况，CBOT 大豆企稳。近期美国玉米带东部气温偏低，土壤潮湿可能导致播种延迟。一个老生常谈的话题是播种延迟通常与单产潜力下降挂钩，进而可能加剧市场对最终产量的担忧¹。3 月种植意向报告预估美豆种植面积为 8350 万英亩，但由于美豆/玉米比价处于历史低位（当前约为 2.2），农户或更倾向于种植玉米，叠加未来出口担忧，大豆实际面积可能低于报告预期。种植面积缩减叠加天气风险，美豆产量对天气的敏感度将显著提升，进一步放大 CBOT 大豆的波动性。若天气条件不及 2024 年，CBOT 大豆或在 1000 美分/蒲式耳附近获得有效支撑。

图表 1：大豆播期与单产潜力



资料来源：密歇根州立大学-Soybean planting considerations for maximum profits

巴西农户加快销售与阿根廷大豆集中上市成为近期压制国际大豆价格走高的主要因素。根据 IMEA 数据，2024 年巴西最大生产州马托格罗索州大豆种植成本仅 800-900 美分/蒲，即使出口基差为 0，美盘 1000-1050 美分的价格足以令巴西农户获得可观利润，叠加近期雷亚尔对美元贬值，刺激农户抛售大豆以兑现种植收益，导致巴西 CNF 报价在中美关税博弈中不升反降。阿根廷情况与之类似，阿根廷官方主动贬值比索以及在一定期限内降低豆类商品出口关税的措施加速大豆销售，亦令阿根廷 CNF 报价承压。由于此次贬值由官方主导，并非因恶性通胀引起的被动贬值，因此农户或不存在贬值强化预期，进而不会将大豆作为保值物品而惜售。

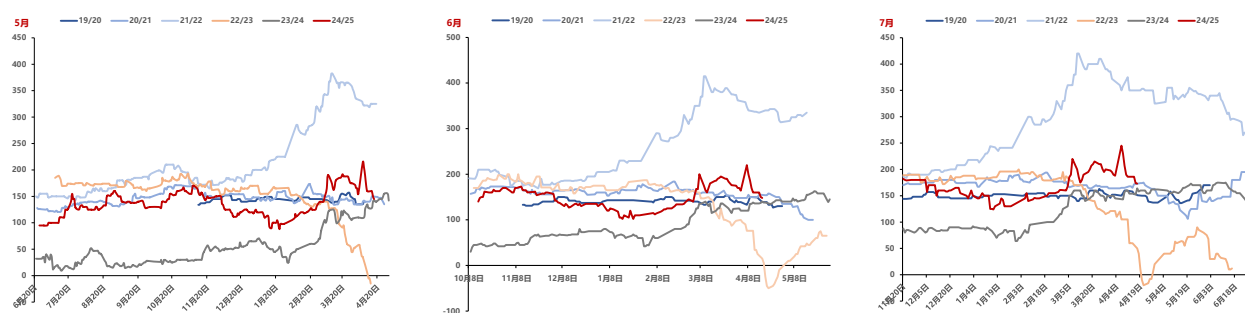
¹ 关于这一结论的表述，可参考密歇根州立大学研究《Soybean planting considerations for maximum profits》，其原文表述为：大豆的最佳种植时间为 5 月中旬或之前。5 月中旬之后的延迟种植会导致产量损失，并且损失会随着种植时间的延迟而增加。5 月中旬至 6 月初种植期间，大豆平均每天减产 0.33%。此外，6 月初之后种植会导致平均每天减产 1.2%。

图表 2：巴西马托格罗索州大豆种植成本（IMEA 口径）

MT	项目	2025/26	2024/25	2023/24	2022/23	2021/22	2020/21
雷亚尔/公顷	地租	320.29	291.5	336.95	301.41	281.79	172.52
A	运营成本	5706.78	5494.96	5633.7	6266.79	4072.37	3305.34
B	会计成本	6328.09	6098.78	6138.46	6557.27	4357.16	3590.52
C	经济成本	7535.82	7111.06	7276.3	7621.78	5187.93	4170.11
D	不含地租运营成本	5386.49	5203.46	5296.75	5965.38	3790.58	3132.82
E	不含地租会计成本	6007.8	5807.28	5801.51	6255.86	4075.37	3418
F	不含地租经济成本	7215.53	6819.56	6939.35	7320.37	4906.14	3997.59
	单产（袋/公顷）	55.63	59.5	59.74	60.92	60.64	60.55
	汇率	5.8544	5.1603	5.0735	5.2312	5.144	4.8387
美分/蒲式耳	单位成本A	794.81	811.78	843.11	891.97	592.18	511.73
	单位成本B	881.35	900.98	918.65	933.31	633.59	555.88
	单位成本C	1049.55	1050.53	1088.94	1084.83	754.40	645.61
	单位成本D	750.21	768.72	792.69	849.07	551.20	485.02
	单位成本E	836.74	857.92	868.23	890.41	592.62	529.17
	单位成本F	1004.95	1007.47	1038.51	1041.93	713.42	618.90

资料来源：IMEA，中信建投期货整理

图表 3：巴西大豆 5-7 月船期 CNF 报价（美分/蒲式耳）

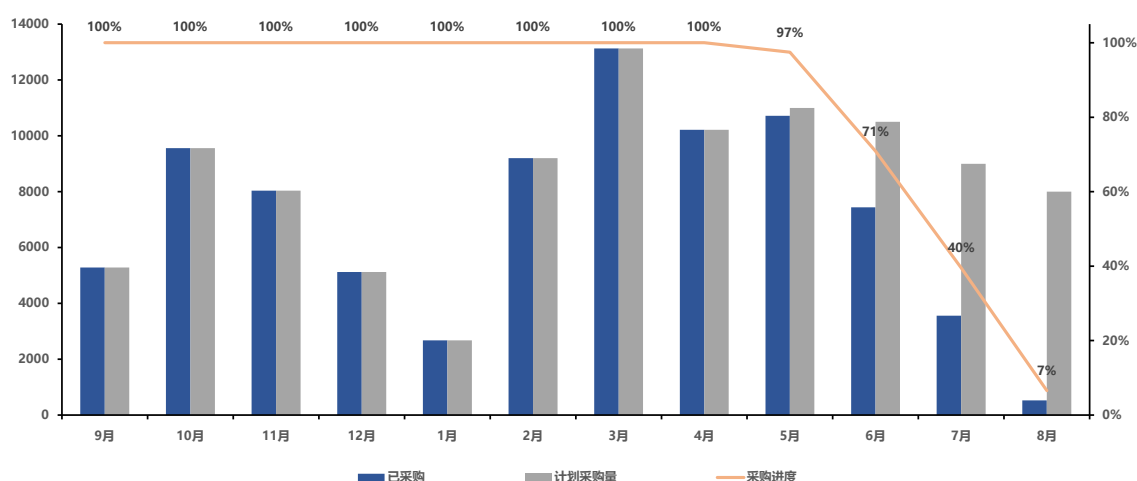


资料来源：上海邦成，中信建投期货整理

另一方面，若美国生物柴油政策落地，将直接拉动美豆油需求，推动美豆压榨量上升。被动累库的美豆粕将在全球市场上寻求买家，不可避免地与阿根廷豆粕形成竞争。因此，阿根廷农户以及贸易商选择加快出售大豆还可能存在避免与美豆粕竞争的考量。

尽管海外市场对出口的担忧引致 CBOT 大豆反弹，但这一效应基本被南美 CNF 报价下跌抵消，国内进口成本未显著抬升。4-5 月巴西大豆月均到港量预计达 1000 万吨以上，压制现货价格。华东及华南地区豆粕现货价格月度下跌约 200-250 元/吨，目前在 3100-3150 元/吨区间，反映市场对供应宽松的预期。中期来

看, CNF 报价下跌会吸引全球买家集中采购南美大豆, 加快消耗库存, 进而减缓价格向下压力。上周(0409-0415) 中国国内新增 24/25 年度大豆采购约 550 万吨, 目前 6 月之前的船期基本采购完成。近期阿根廷和巴西大豆销售主要对应国内二至三季度买船, 四季度买船并未覆盖。如果全球大豆买家持续进口南美大豆, 可能会导致四季度国内进口大豆供应紧缺, 届时或推升国内大豆进口成本。

图表 4: 国内进口大豆买船进度 (截至 4 月 15 日, 千吨)


资料来源: McDonald, 中信建投期货整理

图表 5: 国内豆粕现货报价 (元/吨)

	广东	广西	福建	天津	山东	江苏	浙江	上海	四川	辽宁	吉林	均价
4月17日	3100	3140	3250	3500	3210	3150	3150	3150	3460	3560	3550	3293
4月10日	2960	3010	3050	3320	3260	3110	3120	3110	3380	3330	3320	3179
3月17日	3340	3400	3520	3460	3370	3380	3390	3380	3800	3500	3580	3465
月度涨跌	-240	-260	-270	40	-160	-230	-240	-230	-340	60	-30	-173

资料来源: Mysteel, 中信建投期货整理

综合来看, 四季度之前国内大豆供应难言紧缺, 限制期现价格上方空间。正如前文所言, 南美库存消耗加速可能导致四季度全球大豆贸易流趋紧。中国四季度进口需求通常依赖新作美豆, 但当前高关税下美豆基本已无进口可能, 进而转向高价南美货源或启用储备大豆。若后续南美出口量级有限, 国内进口成本或显著上移, 形成“近弱远强”的价格格局。此外, 届时如果连盘油粕走强, 叠加国内进口大豆成本较高, 可能会驱动新季国产大豆进入压榨以弥补供应缺口, 利好豆一期价上行。



另一方面，尽管美豆因高额关税被排除在中国进口之外，但国际大豆基差贸易仍需要以 CBOT 大豆作为点价盘，因此北美天气交易仍然是豆粕估值的重要影响因素。在新作面临减种、美国生物柴油可能落地的背景下，远月 CBOT 大豆存在向上叙事空间，也有望为 M09、M11 合约提供向上弹性。因此策略上，我们对单边的看法与此前保持一致，即逢低试多远月合约。

在 M91 价差上的讨论需要做出一些修正，尽管从赔率思维或者盈亏比来看，逢低（依据交易者各自的风险偏好设定入场点）做扩 M91 价差是个不错的选择，但今年 M91 价差的高点可能受到限制。2023 年 M91 价差之所以能够突破历史区间，最高上涨至 870 元/吨，是彼时由北美干旱与国内到港政策收紧两大利多因素共振所致。而今年情况与此差异较大，尽管天气交易仍有故事可讲，但由于中美贸易摩擦持续，美盘对豆粕的直接冲击被削弱。如果后续国内大豆到港政策正常，M09 合约还会受三季度大豆供应充足的影响，其上涨幅度将受到限制。相反，由于四季度国内大豆供应存在紧缺可能，M01 合约反而能够获得一定支撑。

从时间点来看，若市场对今年四季度供应紧缺逐步形成共识，各环节或提前备货，M11 合约受此影响最为直接，可以考虑以 M11-1 正套替代原有的 M91 正套。当然在此过程中也需要关注四季度买船情况、进口大豆拍卖、中美贸易关系进展以及南美天气交易可能对 M01 合约的影响。

风险提示：南美大豆销售超预期；进口大豆拍卖超预期；中美贸易关系走向超预期；国内大豆到港超预期等。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。