

大豆利空持续施压盘面，成本或将成 为豆类价格下方支撑

2024年1月19日 星期五

兴证期货·研究咨询部

农产品研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

胡卉鑫

从业资格编号：F03117395

联系人

胡卉鑫

邮箱：

hhx@xzfutures.com

核心观点

1月起外盘大豆受巴西降水预报持续好转影响，美豆价格持续下跌，豆粕受外盘利空与国内需求偏弱影响，整体跟随外盘大豆偏空运行，盘面反复测试3000元一线支撑力度。随着南美大豆播种、生长的推进，后市豆粕走势与南美出口息息相关，当前美豆销售进度慢于近三年同期水平，市场持续交易南美大豆丰产预期，南美大豆上市形成的供应压力通过巴西大豆快速下降的CNF价逐步在盘面上体现，但是在丰产尚未落地前，美豆市场表现较为谨慎，此时，巴西大豆成本成为判断偏空行情下方空间的重要因素。我们认为，巴西大豆成本约为12.1美元/蒲，折合豆粕价格约为2688-2731元/吨，若丰产预期落地，豆粕价格中枢存在下移至2700-3000元/吨，豆油当前受春节备货与棕榈油基本面提振，7300元/吨一线支撑较强，但是若节后棕榈油减产落空，油脂同样存在补跌可能。

目录

| | |
|--------------------------|---|
| 一、USDA 报告利空，豆粕价格下跌..... | 1 |
| 二、大豆出口压力上升，CNF 价下降 | 3 |
| 三、关注成本端对豆类价格的支撑 | 4 |

一、USDA 报告利空，豆粕价格下跌

1 月 USDA 报告承担着美豆单产确认与修正的重要作用，本次报告上调美国、阿根廷等国大豆产量，下调巴西大豆产量，报告整体偏空。其中，美豆供应边际改善，超市场预期，报告上调美豆单产至 50.6 蒲，调降种植面积 40 万英亩至 8240 万英亩，小幅上调产量至 41.65 亿蒲，期末库存同样上调至 2.8 亿蒲水平，高于 2022/23 年库存；南美大豆方面，巴西产量下调 400 万吨至 1.57 亿吨，但是阿根廷产量、巴拉圭与美国的产量增幅抵消了部分产量损失。报告发布后，美豆价格快速下跌，盘中价格一度跌至 1200 美分，后续价格小幅回升，收盘价稳定在 1226 美分左右。

近期美豆价格下跌与市场机构的减产预测出现矛盾，在机构持续调降巴西大豆产量时，美豆价格仍然保持跌势，在巴西产量下调与降水持续好转的博弈中，市场似乎更愿意交易天气改善逻辑，南美大豆整体丰产预期并未出现明显变化。国内豆粕近期同样延续跌势，在进口成本持续下行的基础上，国内豆粕同样面临高库存、弱消费的现实，需求疲软持续拖累豆粕价格，国内豆粕在 3000 元/吨附近低位震荡，先行到达当前价格低位。对于豆油而言，马棕榈油去库支撑油脂价格，叠加当前油脂节前备货，豆油整体强于豆粕，油粕比持续上升。

图表 1: 1 月美豆供需平衡表

| 美豆供需平衡表 | | | | | | |
|---------|---------|---------|----------------------|---------------------|---------|--------|
| | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24 预测 (12 月) | 2023/24 预测 (1 月) | 1 月同比 | 1 月环比 |
| 百万公顷 | | | | | | |
| 种植面积 | 87.2 | 87.5 | 83.6 | 83.6 | -4.46% | 0.00% |
| 收获面积 | 86.3 | 86.3 | 82.8 | 82.4 | -4.52% | -0.48% |
| 蒲式耳 | | | | | | |
| 单产 | 51.7 | 49.5 | 49.9 | 50.6 | 2.22% | 1.40% |
| 百万蒲式耳 | | | | | | |
| 期初库存 | 257 | 274 | 268 | 264 | -3.65% | -1.49% |
| 产量 | 4465 | 4276 | 4129 | 4165 | -2.60% | 0.87% |
| 进口 | 16 | 20 | 30 | 30 | 50.00% | 0.00% |
| 总供应 | 4738 | 4571 | 4428 | 4459 | -2.45% | 0.70% |
| 压榨量 | 2204 | 2220 | 2300 | 2300 | 3.60% | 0.00% |
| 出口 | 2158 | 2015 | 1755 | 1755 | -12.90% | 0.00% |

| | | | | | | |
|------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 留种 | 102 | 102 | 101 | 101 | -0.98% | 0.00% |
| 损耗 | 1 | 19 | 26 | 23 | 21.05% | -11.54% |
| 总需求 | 4464 | 4355 | 4182 | 4179 | -4.04% | -0.07% |
| 期末库存 | 274 | 215 | 245 | 280 | 30.23% | 14.29% |
| 每亩均价 | 13.3 | 14.2 | 12.9 | 12.75 | -10.21% | -1.16% |
| 库销比 | 6.14% | 4.94% | 5.86% | 6.70% | 35.72% | 14.37% |

数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研究咨询部

图表 2：1 月全球大豆供需平衡表

| | 时期 | 期初库存 | 产量 | 进口 | 国内压榨量 | 国内总需求 | 出口 | 期末库存 | 库销比 | 环比 |
|-------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 全球 | 12 月 | 101.92 | 398.88 | 167.65 | 329.5 | 383.96 | 170.29 | 114.21 | 20.61% | 0.28% |
| | 1 月 | 101.87 | 398.98 | 168.35 | 329.4 | 383.66 | 170.94 | 114.6 | 20.66% | |
| 美国 | 12 月 | 7.3 | 112.39 | 0.82 | 62.6 | 66.06 | 47.76 | 6.68 | 5.87% | 14.16% |
| | 1 月 | 7.19 | 113.34 | 0.82 | 62.6 | 65.97 | 47.76 | 7.62 | 6.70% | |
| 主要出口国 | 12 月 | 52.87 | 221.9 | 6.18 | 93.85 | 105.34 | 112.5 | 63.12 | 28.98% | -0.30% |
| | 1 月 | 52.82 | 220.2 | 6.58 | 92.85 | 104.14 | 112.8 | 62.67 | 28.89% | |
| 阿根廷 | 12 月 | 17.21 | 48 | 5.7 | 34.5 | 41.75 | 4.6 | 24.56 | 52.99% | 3.47% |
| | 1 月 | 17.21 | 50 | 6.1 | 35.5 | 42.75 | 4.6 | 25.96 | 54.83% | |
| 巴西 | 12 月 | 35.35 | 161 | 0.45 | 55.75 | 59.7 | 99.5 | 37.6 | 23.62% | -3.45% |
| | 1 月 | 35.35 | 157 | 0.45 | 53.75 | 57.5 | 99.5 | 35.8 | 22.80% | |
| 巴拉圭 | 12 月 | 0.26 | 10 | 0.02 | 3.5 | 3.65 | 6 | 0.63 | 6.53% | -10.71% |
| | 1 月 | 0.21 | 10.3 | 0.02 | 3.5 | 3.65 | 6.3 | 0.58 | 5.83% | |
| 主要进口国 | 12 月 | 36.23 | 24.43 | 135.64 | 127.13 | 157.49 | 0.42 | 38.39 | 24.31% | 0.76% |
| | 1 月 | 36.23 | 24.76 | 135.84 | 127.23 | 157.69 | 0.42 | 38.73 | 24.50% | |
| 中国 | 12 月 | 33.79 | 20.5 | 102 | 98 | 120.5 | 0.1 | 35.69 | 29.59% | 0.95% |
| | 1 月 | 33.79 | 20.84 | 102 | 98 | 120.5 | 0.1 | 36.03 | 29.88% | |
| 欧盟 | 12 月 | 1.32 | 3.07 | 13.8 | 15 | 16.59 | 0.3 | 1.29 | 7.64% | 0.00% |
| | 1 月 | 1.32 | 3.06 | 13.8 | 15 | 16.59 | 0.3 | 1.29 | 7.64% | |
| 东南亚 | 12 月 | 0.73 | 0.47 | 9.94 | 5.03 | 10.16 | 0.02 | 0.96 | 9.43% | -1.93% |
| | 1 月 | 0.73 | 0.47 | 10.14 | 5.13 | 10.36 | 0.02 | 0.96 | 9.25% | |
| 墨西哥 | 12 月 | 0.22 | 0.14 | 6.4 | 6.48 | 6.54 | 0 | 0.22 | 3.36% | 0.00% |
| | 1 月 | 0.22 | 0.14 | 6.4 | 6.48 | 6.54 | 0 | 0.22 | 3.36% | |

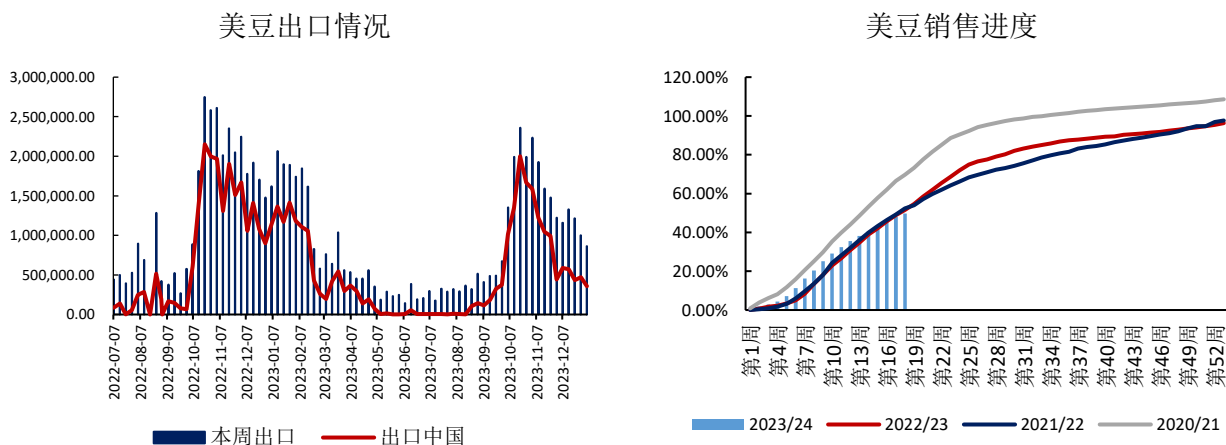
数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研究咨询部

二、大豆出口压力上升，CNF 价下降

出口卖压影响下，CBOT 大豆价格持续下降。受前期干旱影响，市场机构持续下调巴西大豆产量，预测区间持续下降，巴西当地农户甚至认为 2023/24 年度产量仅为 1.35 亿吨，巴西大豆产量担忧仍然延续，但是市场均认为阿根廷等国大豆产量将抵消巴西大豆损失。随着大豆种植与生长的推进，巴西大豆卖压逐步体现，美豆、巴西豆 CNF 价跌幅逐渐传到至国内豆类，当前进口大豆价格持续下降，国内豆粕现货、基差同样持续下行，市场整体承压。销售进度方面，美豆销售进度低于往年，出口份额存在被南美大豆挤占可能。截至 1 月 4 日，新季美豆累计出口 2377.3 万吨，出口进度达 49.78%，整体低于近三年同期水平，随着中国进口的放缓，美豆出口前景整体较弱。同时，巴西部分产区开始收割，产量压力开始逐步在盘面体现。目前巴西大豆近月升贴水由 200 美分快速下降至 54 美分，4 月升贴水进一步下跌至 37 美分，直接传导至 CBOT 大豆盘面，大豆价格持续下行。

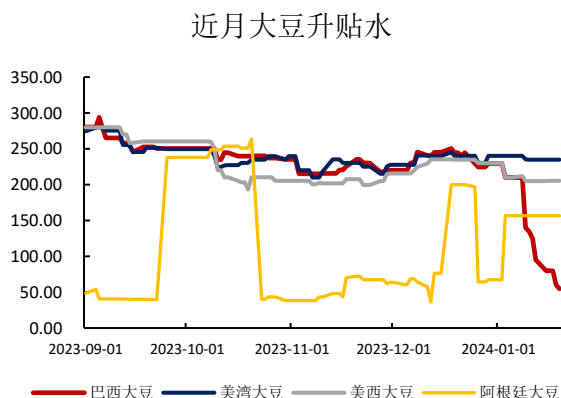
图表 3：中国采购进度放缓

图表 4：美豆出口进度低于往年同期

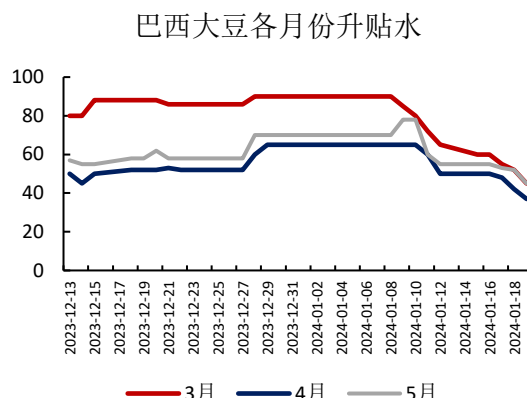


数据来源：USDA，兴证期货研究咨询部

图表 5: 巴西大豆出口压力逐渐体现



图表 6: 4月升贴水降至 40 美分以下



数据来源：汇易网，Mysteel，兴证期货研究咨询部

三、关注成本端对豆类价格的支撑

在当前巴西大豆出口压力无法证伪、市场持续交易丰产预期带来的偏空震荡运行中，大豆种植成本将成为盘面底部区间的重要参考。种植成本中，地租与化肥占比较大，随着俄乌冲突影响的下降，化肥成本显著回落，美豆种植成本由 12.9 美元/英亩下降至 12.75 美元/英亩，巴西大豆种植成本中，化肥价格同样出现回落，但是地租、农药等成本并未出现明显下降，巴西大豆 2023/24 年度种植成本降幅相对有限。机构调研显示，巴西大豆每英亩种植成本约为 5800 雷亚尔，运输成本约为 520 雷亚尔，假设油粕比为 2.3-2.4，美元兑人民币汇率为 7.2，CNF 升贴水为 30 美分，可知巴西大豆成本约为 12.1 美元左右，对应豆粕价格为 2688-2731 元，若南美丰产进一步强化带动美豆价格下行，豆粕存在跌破 3000 元/吨可能，未来价格区间预计下移至在 2700-3000 元/吨间，油脂方面受春节备货以及棕榈油基本面提振，目前走势强于豆粕，7300 元/吨一线的支持力度较强，若节后棕榈油减产预期落空，豆油同样存在补跌可能。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。