

豆粕策略推荐:关注南美大豆卖压释放节奏,豆粕空单分批止盈

趋势观点:

2月份美豆与豆粕走势分化, CBOT 美豆5月合约大幅回调测试1130美分/蒲, 而豆粕M2405围绕3000元/吨震荡整理。2023/24年度巴西大豆产量较上年有所下降, 目前市场对巴西大豆产量存在较大分歧, USDA对巴西大豆产量预估较其他机构预估明显偏高。2月份巴西大豆收割进度较快, 随着收割压力逐步释放, CBOT 美豆回测巴西大豆成本线支撑, 同时, 巴西大豆CNF出现企稳迹象, 对巴西大豆到港成本形成支撑。阿根廷方面, 阿根廷大豆2月份进入关键结荚期, 随着二月中旬降水好转, 阿根廷大豆丰产潜力较大, 3月下旬阿根廷大豆将初步展开收割, 全球大豆供应压力将阶段性上升。

国内方面, 节后油厂陆续开机, 短期开机水平偏低, 且2、3月份进口大豆到港处于低位, 豆粕短期供应压力不明显, 但是, 随着4月份南美大豆集中到港, 加之豆粕进入消费淡季, 而生猪养殖利润持续处于偏低水平, 豆粕需求较为疲弱, 二季度豆粕供应压力将逐步增加。

综合来看, 2023/24年度巴西大豆产量仍有不确定性, 且巴西大豆库容压力小于上年, 2月份巴西大豆升贴水有所企稳, CBOT 美豆在1100美分/蒲存在较强成本支撑, 但是, 2023/24年度阿根廷大豆丰产格局基本确立, 将带动全球大豆供需向宽松转化, 对大豆价格长期施压, 需关注二季度阿根廷大豆卖压释放情况。短期内, 大豆及豆粕或维持震荡走势, 操作上建议M2405空单分批止盈。

风险点: (1) 巴西大豆产量面临较大分歧, 若巴西大豆实际产量降幅超预期, 建议空单离场。

(2) 阿根廷大豆产量前景乐观, 但农户销售进度偏慢, 关注农户销售进度。

2024年2月29日

上海中期期货研究所
农产品研发团队

王舟懿
Z0000394

雍恒
Z0011282

影响因素分析

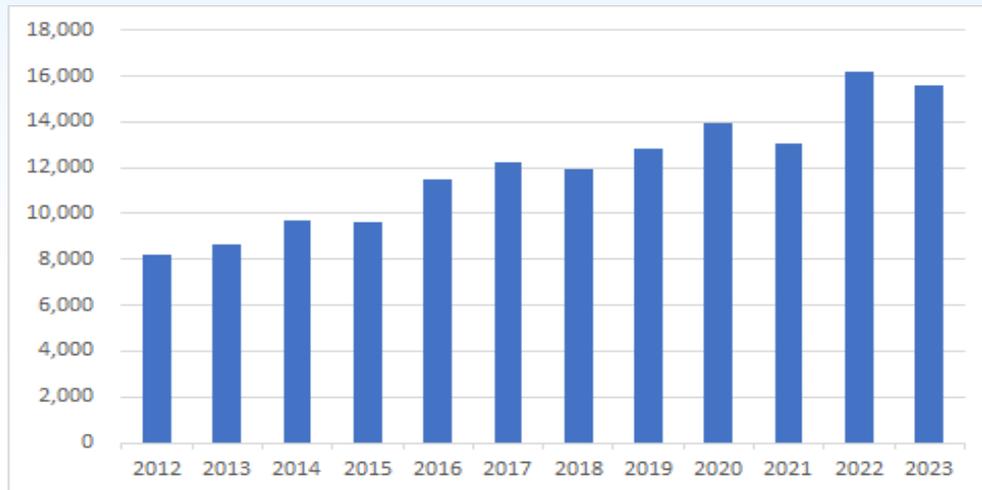
一、巴西大豆产量仍有不确定性，关注升贴水变化情况

表 1：巴西大豆供需平衡表（单位：万吨）

	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23		2023/24	
						2月报告	月度变化	2月报告	月度变化
期初库存	3211	3270	3334	2042	2958	2760	0	3735	200
产量	12340	11970	12850	13950	13050	16200	200	15600	(100)
进口量	18	14	55	102	54	15	0	45	0
压榨量	4421	4253	4674	4668	5071	5310	0	5375	0
国内总消费	4686	4518	4984	4988	5396	5690	0	5750	0
出口量	7614	7489	9214	8165	7906	9551	0	10000	50
期末库存	3270	3334	2042	2940	2760	3735	200	3630	50
库存消费比	26.59%	27.77%	14.38%	22.35%	20.75%	24.51%	1.31%	23.05%	0.25%

数据来源：USDA，上海中期

图 1：巴西大豆产量走势（单位：万吨）

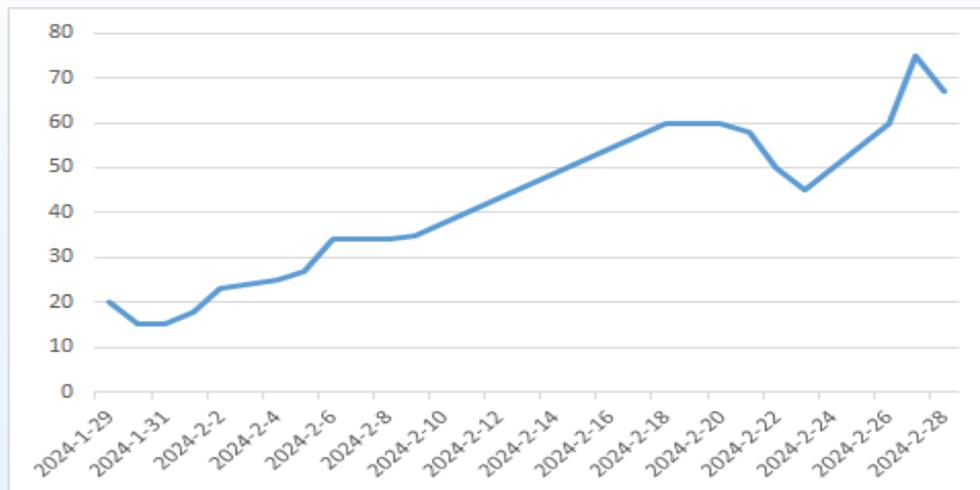


数据来源：USDA，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 2：巴西大豆 4 月船期 CNF（单位：美分/蒲）



数据来源：同花顺，上海中期

巴西大豆产量方面，USDA 2 月供需报告下调巴西大豆产量 100 万吨至 1.56 亿吨，目前市场对于巴西大豆产量分歧较大，CONAB 将巴西大豆产量预估由 1 月预测的 1.552 亿吨下调至 1.494 亿吨，其他机构对巴西大豆产量预估多集中在 1.5 亿吨左右，USDA 对巴西大豆产量预估存在偏高可能。产量损失最大的区域主要为马托格洛索州（同比下降 695 万吨，-15.3%）、帕拉纳州（同比下降 298 万吨，-13.3%）和戈亚斯州（同比下降 175 万吨，-9.9%）。

2023/24 年度巴西大豆收割进度较快，截至 2 月 24 日，巴西大豆收割进度 38%，快于去年同期的 34%，2023/24 年度巴西大豆产量面临较大不确定性，若实际产量降至 1.5 亿吨上下，相较上年度 1.62 亿吨的产量，库容压力将明显减轻。同时，巴西大豆在 1100 美分/蒲具有较强成本支撑，随着 CBOT 美豆回测巴西大豆成本线，2 月份以来巴西大豆 4 月船期 CNF 报价出现企稳迹象。另一方面，4 月份之后阿根廷大豆收割压力将逐步上升，目前阿根廷大豆 CNF 报价较巴西大豆偏低，将抑制巴西大豆升贴水上方空间。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

二、阿根廷大豆丰产格局基本确立，后期上市压力逐步加大

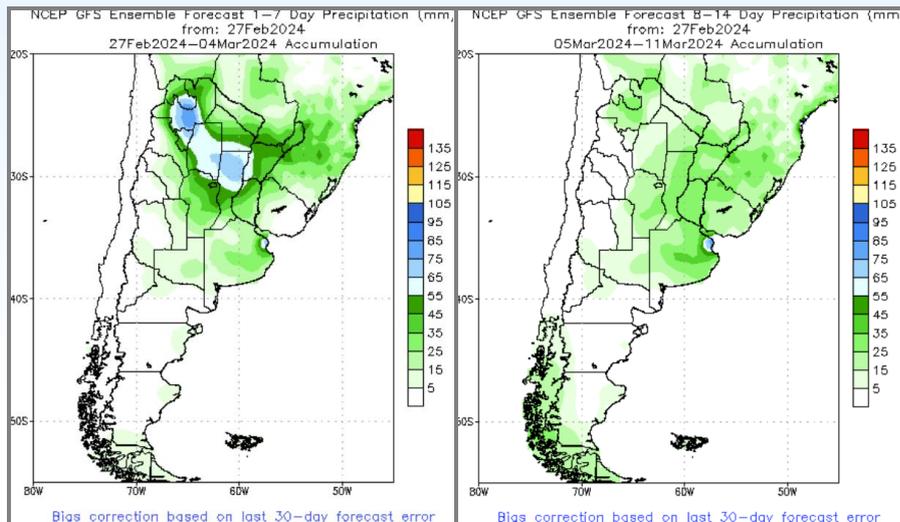
表 2：阿根廷大豆供需平衡表（单位：万吨）

	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23		2023/24	
						2月报告	月度变化	2月报告	月度变化
期初库存	2700	2373	2889	2665	2506	2390	0	1721	0
产量	3780	5530	4880	4620	4390	2500	0	5000	0
进口量	470	641	488	482	384	906	0	610	0
压榨量	3693	4057	3877	4016	3883	3032	0	3550	0
国内总消费	4363	4745	4592	4741	4604	3657	0	4275	0
出口量	213	910	1000	520	286	419	0	460	0
期末库存	2373	2889	2665	2506	2390	1721	0	2596	0
库存消费比	51.86%	51.09%	47.66%	47.63%	48.88%	42.22%	0.00%	54.83%	0.00%

数据来源：USDA，上海中期

图 3：阿根廷未来 1-7 天降水累计

图 4：阿根廷未来 8-14 天降水累计



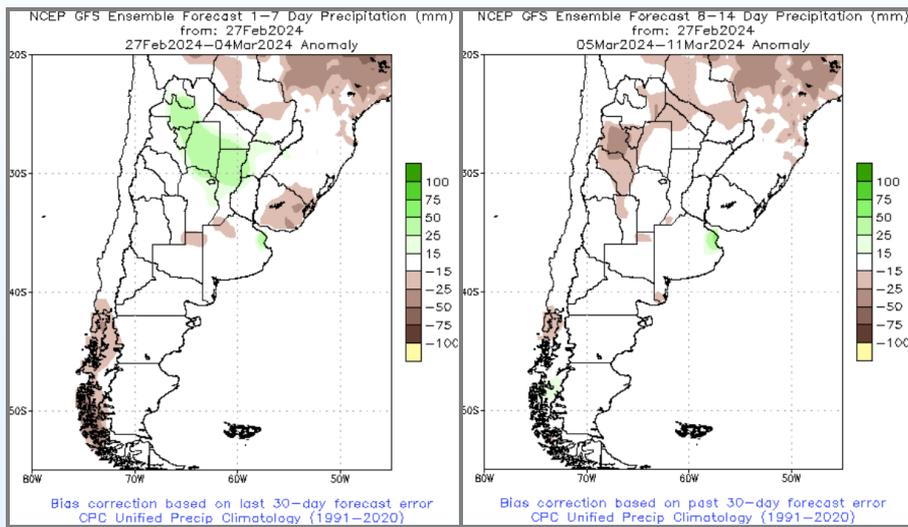
资料来源：NOAA，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 5：阿根廷未来 1-7 天降水偏离

图 6：阿根廷未来 8-14 天降水偏离



资料来源：NOAA，上海中期

图 7：阿根廷大豆产量走势（单位：万吨）



数据来源：USDA，上海中期

2 阿根廷大豆逐步进入结荚期，尽管 1 月下旬至 2 月初阿根廷大豆产区降水偏低引发优良率下滑，但 2 月中旬阿根廷产区降水明显增加，阿根廷大豆优良率止跌，未来两周阿根廷大豆产区降水尚可，有利于稳定大豆生长状况。阿根廷大豆维持丰产预期，2 月份 USDA 报告对阿根廷大豆产量预估维持 5000 万吨不变，布交所产量预估上调 50 万吨至 5250 万吨，罗萨里奥谷物交易所预估下调 250 万吨至 4950 万吨。

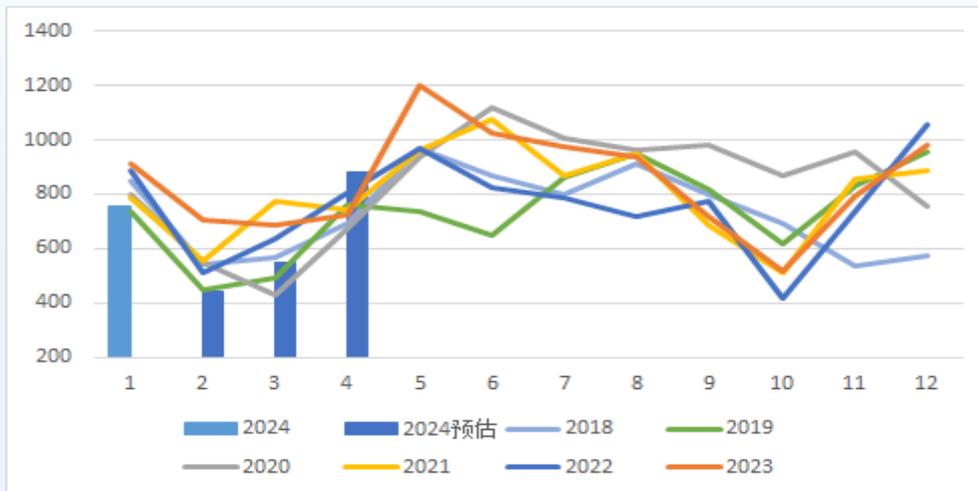
2023/24 年度阿根廷大豆丰产将带动全球大豆供需向宽松转化，3 月下旬阿根廷大豆将初步展开收割，4-5 月阿根廷大豆将进入上市高峰期，4 月份之后阿根廷大豆出口和压榨压力将显著上升，阿根廷大豆供应冲击将对全球油籽油粕价格形成抑制。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

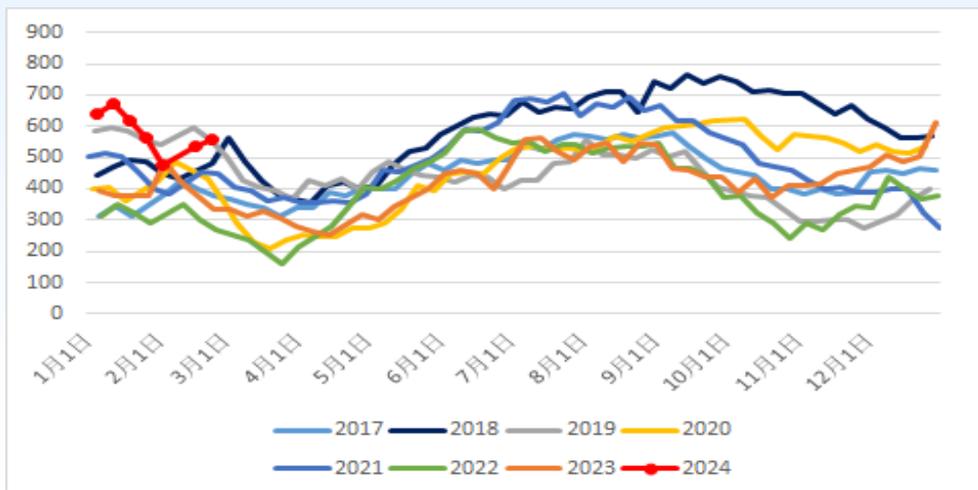
三、豆粕短期供应压力不大，二季度到港压力增加

图 8：国内大豆月度进口量（单位：万吨）



数据来源：我的农产品网，上海中期

图 9：国内主要油厂大豆库存（单位：万吨）



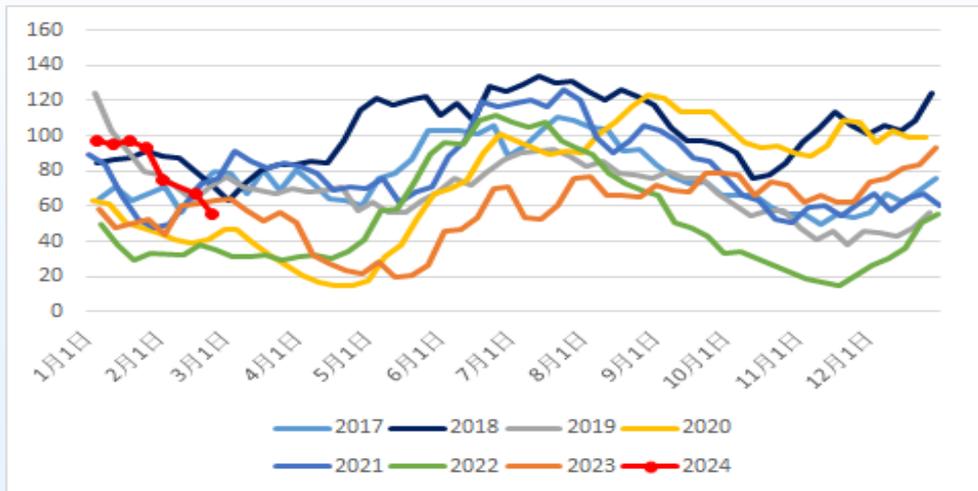
数据来源：我的农产品网，上海中期

国内方面，2、3 月份国内进口大豆到港量偏低，我的农产品网预估，2/3 月份进口大豆到港分别为 442 万吨/550 万吨，较上年同期下降 262 万吨/135 万吨，需密切关注到港节奏。中期来看，在巴西大豆上市压力下，4 月大豆到港量整体较为充足，4 月份进口大豆到港升至 880 万吨，较上年同期增加 154 万吨，后期南美大豆到港压力逐步增加。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 10：国内主要油厂豆粕库存（单位：万吨）



数据来源：我的农产品网，上海中期

春节期间油厂开机降至低位水平，节后油厂陆续开机，但短期供应水平偏低，豆粕库存自高位迅速回落，截至 2 月 23 日当周，国内豆粕库存为 55.56 万吨，环比减少 17.54%，同比减少 11.82%。豆粕短期供应压力不明显，但是，生猪养殖利润持续处于偏低水平，且豆粕进入消费淡季，豆粕需求较为疲弱，而近期巴西大豆进口利润大幅改善，随着后期南美大豆到港压力增加，二季度豆粕供应压力将逐步增加。

综合来看，2023/24 年度巴西大豆产量仍有不确定性，且巴西大豆库容压力小于上年，巴西大豆升贴水有所企稳，CBOT 美豆在 1100 美分/蒲存在较强成本支撑，但是，2023/24 年度阿根廷大豆丰产格局基本确立，将带动全球大豆供需向宽松转化，对大豆价格长期施压，需关注二季度阿根廷大豆卖压释放情况。短期内，大豆及豆粕或维持震荡走势，操作上建议 M2405 空单分批止盈。

- 风险点：**（1）巴西大豆产量面临较大分歧，若巴西大豆实际产量降幅超预期，建议空单离场。
（2）阿根廷大豆产量前景乐观，但农户销售进度偏慢，关注农户销售进度。

（执笔：雍恒）

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。