



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2024-03-28

豆粕：近期观点更新

王 俊

农产品分析师

从业资格号：F0273729

交易咨询号：Z0002942

☎ 028-86133280

✉ wangja@wkqh.cn

斯小伟（联系人）

农产品分析师

从业资格号：F03114441

☎ 028-86133280

✉ sxwei@wkqh.cn

报告要点：

国内豆粕的现货榨利目前较高，倾向于现货会逐步回落。对于 05 合约，我们用 2 月底到 3 月底平均大豆成本来看，其盘面榨利在 116 元/吨到 358 元/吨之间，这个榨利对于季节性国内大豆及豆粕库存偏低时期来说较为合理，我们倾向于豆粕 05 合约的定价在 3100-3400 元/吨之间。

对于远月豆粕，我们认为根据历史播种前期表现及季节性，美豆的估值底部相应调高，对应到国内远月 3000 元/吨的豆粕具有较强的支撑。

从历史上种植面积预估来看，5 月 USDA 月报会沿用 3 月的种植意向调查，因而这份报告可能会决定 4、5 月两个月的交易基础。报告发布后市场表现来看，历史上，近 10 年，调高种植面积的年份有 2015、2017、2021、2022 年，这四年均在发布报告后回落，或许也暗示今年报告后的偏空格局。

因此，我们认为若报告显示种植面积增加，叠加大豆逐步到港，阿根廷进入收获季节，盘面利空较多，短期美豆及豆粕或有调整需求，直到一个相对低位，再布局可能的天气（拉尼娜）及 5、6 月新作种植面积的逐步调整带来的估值修复交易，推荐短期观望，逢低布局多单和正套。

一、近期行情回顾

3月2日我们的公众号文章建议在豆粕低位逢低试多，逢低正套为主。逻辑是豆粕及价差处于低位区间，且巴西大豆尚未收获、阿根廷部分地区预报可能有大量降雨，引发市场对2016年4月的遐想，从而可能在这个时间节点触发空头回补。当下此策略已奏效，但未来两个月的行情似乎更难判断，一方面，阿根廷即将进入收割期，供应的增加似乎会再次压制美豆及豆粕盘面，但巴西升贴水报价近期坚挺，美豆下跌则升贴水上涨，导致到港成本并没有明显回落；另一方面，美国大豆即将进入播种季节，目前的降水情况来看，前面确实有些干旱，不过未来两周又明显好转，最主要的是北京时间3月29日凌晨将迎来美国种植意向调查报告。南美的收获季与美国的播种季叠加，当前的巴西升贴水及未来美豆、豆粕盘面如何理解？我们仍然尝试从估值与基本面的对比给出预判。

二、倾向于现货会逐步回落，远月豆粕期货3000元/吨具有较强支撑

美豆端的估值近期有所变动，旧作的供应其实没有太大变化，但播种季节带来了供应预期的变化，我们之前的文章总结出来发现美豆跌破种植成本的时间区间一般都会在种植初期结束，因而当下对美豆端的估值应有所小幅看高，之前我们预估区间是1100-1200美分/蒲，即跌破美豆种植成本50-150美分/蒲，盘面基本实现预期。而当下进入种植期，美豆若跌太多，势必会引起企业及农户种植面积预期的改变，因而美豆的盘面种植利润应也有所上移。

就国内豆粕05合约而言，其对应的交割品是由已经到港大豆形成的库存压榨而来，成为近月合约，其估值一般会在美豆盘面的基础上，更多反应国内的供需关系。当前豆粕及大豆库存与去年同期类似，豆粕库存略少，饲料企业库存天数比去年高，因而今年的库存表现与去年几乎一致，在近五年中算中等偏高库存。

对应到估值，国内豆粕的现货榨利目前是较高的，倾向于现货会逐步回落。而对于05合约，我们用2月底到3月底平均大豆成本来看，其盘面榨利在116元/吨到358元/吨之间，这个榨利对于季节性国内大豆及豆粕库存偏低时期来说较为合理，我们倾向于豆粕05合约的定价在3100-3400元/吨之间。

对于远月豆粕，我们认为根据历史播种前期表现及季节性，美豆的估值底部相应调高，对应到国内远月3000元/吨的豆粕具有较强的支撑。

三、近期可能表现？

近期主要的问题是面临种植意向报告的公布及4月国内进口的巴西大豆即将到港或对盘面形成供给压力。

种植面积预估上，讨论已经非常多，我们认为即使在当前盘面种植利润亏损下，出现预估大豆面积小幅增加也是比较合理的。实际上，根据美国农业部的农场财富报告，对于美国而言，约有10%的美国农作物产量是由在种植上不赚钱的小种植户种植的，但这些种植户的户均年收入仍然达到7万美元以上，来自于其他方面的各种收入，大型种植户往往都是赚钱的，即使在盘

面种植利润亏损年份，利润率还比较高。所以种植面积小幅增加对美国农场的利润来说影响不会太大。

从历史上种植面积预估来看，5月USDA月报会沿用3月的种植意向调查，因而这份报告可能会决定4、5月两个月的交易基础。报告发布后市场表现来看，历史上，近10年，调高种植面积的年份有2015、2017、2021、2022年，这四年均在发布报告后回落，或许也暗示今年报告后的偏空格局。

因此，我们认为若报告显示种植面积增加，叠加国内大豆逐步到港，阿根廷进入收获季节，盘面利空较多，短期美豆及豆粕或有调整需求，直到一个相对低位，再布局可能的天气（拉尼娜）及5、6月新作种植面积的逐步调整带来的估值修复交易。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn