

专题报告

3月底USDA报告意味着什么

2023年04月02日

USDA 报告专题点评

美豆指数走势图



资料来源：文华财经，招商期货

核心观点：

- 1、美豆季度库存低于市场平均预期，潜在美豆旧作产量高估？严格意义上目前暂难以回答，但能相对确定的是美豆当下供应比市场预期的要少，且从库存结构上看下游渠道和终端库存明显少于去年同期，支撑了美豆相对强现实。
- 2、美豆新作面积低于市场预期，内卷或是常态。本次 USDA 面积报告无大的意外，基本符合美国当下及远期格局，未来更多通过单产提升增加供给，而面积内卷或是常态。当然美豆亦不例外，依赖新季单产提升去完成阶段性全球库存重建。
- 3、展望未来，年度视角看，全球旧作偏紧、新季步入库存重建预期，近强远弱。去年南美大减产奠定了全球大豆低库存格局，虽然今年南美整体供给恢复，但面临供需双增，22/23 年度全球大豆库存难言重建。阶段性来看，目前巴西创历史记录产量集中供应全球，压制了当下价格，但当巴西卖压结束后，全球油料蛋白市场将呈现近强远弱格局，中期关注月间正套机会。

王真军

0755-82548575

wangzhenjun@cmschina.com.cn

F0282372

Z0010289

一、美豆季度库存低于市场预期，潜在美豆旧作产量高估？

美豆和美玉米季度库存报告利多。首先，从美豆总库存的角度来看，截止到3月1日美豆库存为16.85亿蒲氏耳，低于市场平均预期的17.42亿蒲氏耳，及去年同期的19.32亿蒲氏耳。单数据层面线性外推，若按照市场平均预期，美豆库存同比差为1.9亿蒲氏耳，刚好持平产量差。而实际上目前库存差为2.46亿蒲氏耳，则潜在美豆旧作产量或被高估？当然，更准确地理解是当下美豆供应比市场预期的要少，支撑偏紧格局。其次，从美豆库存结构来看，美豆农销售进度与去年同期差不多，高达82%，但贸易环节和工厂等下游库存比去年同期少了2.46亿蒲氏耳。因此无论是总量还是结构上，今年美豆供给比去年同期偏紧，且潜在旧作产量被高估。

表 1: 美豆库存低于市场平均预期 (3月1日美豆库存, Unit: 1,000 bushels)

	On farms	Off farms	Total all positions	市场平均预期	产量	农民销售进度
2022	750,000	1,181,817	1,931,817	1,931,817	4,465,382	83%
2023	749,500	935,918	1,685,418	1,742,000	4,276,123	82%
增减	(500)	(245,899)	(246,399)	(189,817)	(189,259)	-1%

资料来源: USDA, 招商期货

表 2: 美玉米库存低于市场平均预期 (3月1日美玉米库存, Unit: 1,000 bushels)

	On farms	Off farms	Total all positions	市场平均预期	产量	农民销售进度
2022	4,080,000	3,678,036	7,758,036	7,758,036	15,073,820	73%
2023	4,106,000	3,294,553	7,400,553	7,470,000	13,729,719	70%
增减	26,000	(383,483)	(357,483)	(288,036)	(1,344,101)	-3%

资料来源: USDA, 招商期货

二、美豆新作面积低于市场预期，内卷或是常态

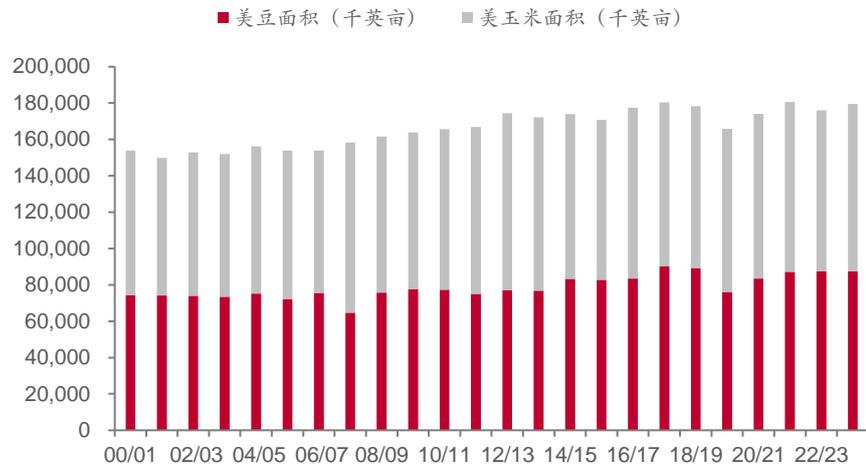
美豆新作面积利多，而谷物利空。3月底 USDA 报告正式拉开了北美新作的序幕，市场供应的焦点将逐步转移到美新作。美豆新作面积预期为8751万英亩，低于市场平均预期的8824万英亩，持平于去年同期。而美谷物面积均高于市场预期和去年同期，说明了在利润比较优势下谷物扩种意愿强。其次，我们也留意到了，尽管近些年整体美农作物处于相对高价下，但整体总面积趋于平缓，更多是通过面积之争去分配，内卷或是常态。且长周期下，未来北美季产量的提升更多是通过单产增长去实现。

表 3: 美豆新作面积低于市场平均预期，而谷物新作面积高于市场平均预期 (Mln Acres)

	USDA3月	市场平均预期	USDA2月农业展望	去年种植面积	预期差
大豆	87,505	88,242	87,500	87,500	(737)
玉米	91,996	90,880	91,000	88,600	1,116
小麦	49,855	48,852	49,500	45,700	1,003

资料来源: USDA, 招商期货

图 1: 美豆和美玉米种植总面积逼近历史高点

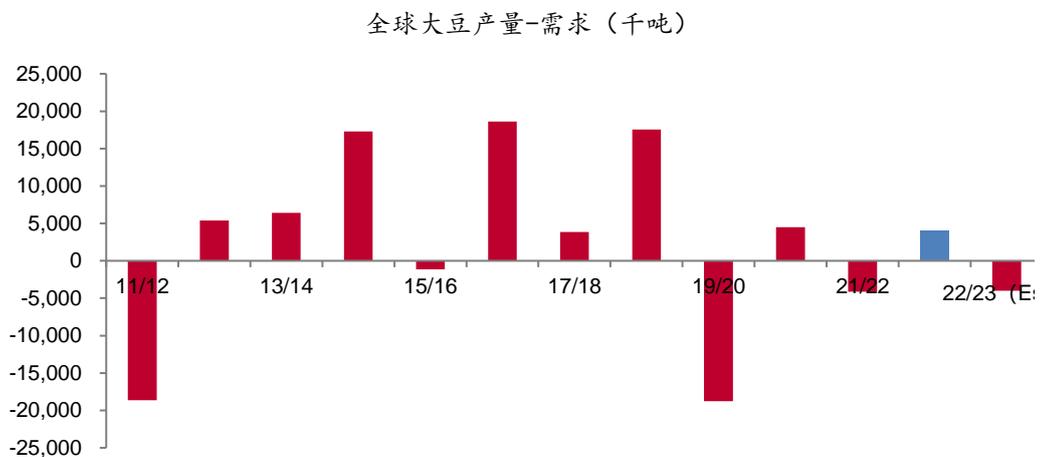


资料来源:USDA, 招商期货

三、全球旧作偏紧、北美新作面积持平，中期近强远弱

22/23 年度全球大豆供需仍大概率维持偏紧格局。目前布交所最新预期阿根廷大豆产量为 2500 万吨，而 USDA 预估是在 3300 万吨，潜在一定的下调空间。若按对半下调，则当季全球大豆产量和需求预期刚好持平，因此全球大豆库存难以重建，仍维持去年同期偏紧格局。新作维度，北美新作开始成为市场的焦点，且最新面积预期与去年同期持平，能否增产大概率依赖于天气，且考虑 22-23 年度全球仍是低库存状态，阶段性依赖于美豆新季供应。因此，全球大豆市场在美豆新季未确认丰产前或呈现高位震荡格局，特别是在巴西阶段性卖压结束后，全球油料蛋白市场将呈现近强远弱格局，中期潜在月间正套机会。

图 2: 全球大豆旧作库存偏紧



资料来源:USDA, 招商期货

表 1: 美豆新作取决于单产

	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24
种植面积 (千英亩)	82,700	83,400	90,200	89,200	76,100	83,400	87,200	87,500	87,505
收获面积	81,800	82,700	89,500	87,600	74,900	82,600	86,300	86,300	86,300
期初库存	191	197	302	438	909	525	257	274	210
产量 (百万蒲氏耳)	3,926	4,296	4,412	4,428	3,552	4,216	4,465	4,276	4,490
进口	24	22	22	14	15	20	16	15	15
总供应	4,141	4,515	4,736	4,880	4,476	4,761	4,738	4,565	4,715
压榨	1,886	1,899	2,055	2,092	2,165	2,141	2,204	2,220	2,240
出口	1,936	2,174	2,134	1,748	1,682	2,266	2,158	2,015	2,025
食用消费	0	0	0	0	0	0	0	0	0
种用残值	122	140	109	131	104	97	102	120	126
总需求	3,944	4,213	4,298	3,971	3,951	4,504	4,464	4,355	4,391
美豆库存	197	302	438	909	525	257	274	210	324
库存消费比	5.0%	7.2%	10.2%	22.9%	13.3%	5.7%	6.1%	4.8%	7.4%
大豆单产	48.0	51.9	49.3	50.5	47.4	51.0	51.7	49.5	52.0

资料来源: USDA, 招商期货

研究员简介

王真军：招商期货农业首席，兼研究所所长助理，中南大学数理金融硕士，曾就职于国内某大型现货企业负责期货套期保值工作。在多年的研究和投资工作中，逐步形成了较系统的商品投研框架体系，并对商品的定价和投资策略有较深刻地认识。拥有期货从业人员资格（证书编号：F0282372）及投资咨询资格（证书编号：Z0010289）

重要声明

本报告由招商期货有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2011】1291号）。《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为C3及C3以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对他人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。