

巴西减产难敌南美增产

主要内容：

第一部分：2023 年行情回顾

第二部分：全球供需形势

第三部分：国内供需形势

第四部分：总结及策略

姜颖

从业资格证号：F3063843

投资咨询证号：Z0013161

苏亚菁（联系人）

从业资格证号：F03098916

2023 年 12 月 9 日

期货交易咨询业务资格：证监许可[2011]1773 号

摘要

2023/24 年度美国大豆减产 383 万吨，供需维持偏紧状态。中国对美豆采购量增加、美豆压榨需求旺盛，均对 CBOT 大豆价格形成支撑。巴西大豆播种开局不利，北旱南涝导致播种进度延迟。巴西大豆已进入关键生长期，近期中西部地区降雨增加以及产量下调不及预期导致市场炒作热情减退，但中期来看，巴西大豆关键生长期仍面临干旱威胁，预计后续产量还会进行下修。阿根廷大豆产量预计有较大幅度增加，天气对大豆生长较为有利。预计 2022/23 年度巴西、阿根廷增产超 2000 万吨，2024 年二季度南美大豆集中上市后，国际大豆价格将面临较大压力。国内豆粕累库，养殖行业较为低迷，豆粕定价向需求端倾斜。但在南美大豆上市前，国内豆粕供应受采购、物流等因素影响，或仍存在结构性失衡情况，预计年末至明年一季度豆粕价格以震荡为主，二季度价格承压下行。国内豆油短期内供需双增，受制于国内植物油高库存，豆油期价上涨乏力，但下方亦存在基本面支撑，预计在较长时间内维持区间宽幅震荡。2024 年南美大豆上市后，豆油面临供应压力，豆油价格或在油脂板块中表现偏弱，可关注品种间价差机会。2024 年重点关注宏观经济、美国生物柴油政策变化对豆油价格的影响。

风险点：南美产量增加、美豆需求下滑、国内供需失衡、宏观风险等。

一、2023 年行情回顾

1、豆粕行情回顾

2023 年豆粕走势经历了弱势下跌、上涨、高位震荡三个阶段。年初至 5 月底，豆粕价格震荡下行，主力合约由接近 4000 元/吨高位下跌至 3400 元/吨下方。这段时间市场主要交易巴西大豆增产的压力。虽然 2022/23 年度阿根廷因严重干旱导致产量同比减少近 2000 万吨，但巴西 2750 万吨的大豆增产仍然令国际大豆供应较为宽松。今年上半年市场见证了巴西大豆 FOB 贴水跌至负值并在较长时间内弱势徘徊的状况，这在历史上是十分罕见的。同一时期，国内豆粕需求疲弱，下游谨慎采购，物理库存天数趋于下降，国内豆粕弱需求与国际大豆供应显著增加共振，共同促成了豆粕价格的下跌。6-9 月，市场进入美豆天气市交易阶段，上涨行情由美豆播种面积超预期下调引爆，并在美国主产区干旱天气的影响下不断走高。这一阶段美豆优良率经历了快速下跌、向上修复到再次下降的过程，产量下调幅度达到 1000 万吨，彻底扭转了前期美豆增产的市场预期。受上涨行情驱动，国内饲料养殖企业加速备货进度，同样在需求上支撑国内豆粕价格上行。9 月份以来因为美豆天气交易结束，美豆需求和国内豆粕需求疲软，导致豆粕盘面价格从高位回落，随后又因南美不利天气上涨，维持 3800-4200

元/吨的区间宽幅震荡。这一阶段豆粕价格的支撑和压力并存，支撑因素主要来自于美豆平衡表的紧张格局以及 1200 美分/蒲式耳附近美豆种植成本的强支撑，压力则来自于市场对 2023/24 年度南美大豆增产的强预期，南美天气变化成为市场关注的重点。国内方面，生猪价格下行，肉禽养殖利润较差，均限制养殖端豆粕需求增长。国内大豆在年底大量到港，豆粕市场处于供强需弱格局中，豆粕基差持续下行，盘面价格高位震荡。

图 1 豆粕主连走势



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

2、豆油行情回顾

豆油的价格变化、趋势方向基本与豆粕基本相同。1-5 月在经历 3 个月的震荡后开启快速下跌走势，驱动因素除了国内居高不下的植物油库存压力外，宏观方面美国银行业暴雷事件在 3 月初加速了豆油的下跌，下跌幅度超过 2000 元/吨。6-8 月，美豆种植面积和不利天气为豆油上涨提供了动力，此外，美国可再生燃料政策上调了 2024、2025 年生物柴油的强制掺混义务量，市场预期豆油工业消费增长，给豆油价格带来新的上涨驱动。进入 9 月后，豆油重回宽幅震荡格局，主力合约震荡区间在 8600-7700 元/吨之间。这一阶段，美豆天气交易的落幕、原油价格下跌、生物柴油 RINs 价格下跌、国内植物油库存震荡走高等因素成了豆油价格的主要压力，而南美天气的不确定性以及美联储暂停加息的举措在一定程度上对豆油价格形成支撑，国内豆油也进入供需双增的博弈当中。这一阶段豆油市场缺乏强劲的上涨或下跌驱动，供需基本处于均衡状态，价格转向宽幅震荡。

图2 豆油主连走势



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

二、全球供需形势

1、美国大豆供需情况

2023/24 年度美豆供需紧平衡是当前豆系市场的现状。根据 USDA 供需报告，23/24 年度美豆产量为 41.29 亿蒲，比上年度减产 1.41 亿蒲，总体是小幅减产的状态。减产的主要原因来自于今年收获面积的下降，8280 万英亩的收获面积较 2022/23 年度减少 3.9%。单产方面，虽然大豆生长初期五大湖周边几个主产州的干旱问题比较突出，但随着后期降雨情况的改善，单产亦得到一定的提升，11 月公布的美豆单产为 49.9 蒲式耳/英亩，较 2022/23 年度增长 0.6%。需求方面，美豆压榨需求继续增长，23 亿蒲的预期压榨量创出历史新高。美豆出口受到巴西大豆的竞争，出口量下降至 17.55 亿蒲，下降到 2014 年以来的低位区间。美豆的期末库存预计下降到 2.45 亿蒲，较 2022/23 年度减少 2300 万蒲，库销比较上年度进一步收紧至 5.86%。偏低的结转库存和历史低位区间的库销比反映出美豆偏紧的供需格局，近 15 年中，美豆在这一库销比水平下基本对应着 CBOT 大豆 1200-1500 美分的价格区间。2022 年 CBOT 大豆价格曾达到 1700 美分之上，当时的背景是巴西和阿根廷都出现了较大幅度的减产，两国产量下降幅度共计超过 1100 万吨，而 2023/24 年度在厄尔尼诺气候影响下，南美较难再次出现这种程度的减产，预计南美大豆定产前，CBOT 大豆价格在 1200-1500 美分区间震荡运行。

表 1 美豆供需平衡表

	2021/22	2022/23	2023/24	同比
单位：百万英亩				
播种面积	87.2	87.5	83.6	-3.9
收获面积	86.3	86.2	82.8	-3.4
单位：蒲式耳				
单产	51.7	49.6	49.9	0.3
单位：蒲式耳				
期初库存	257	274	268	-6
产量	4465	4270	4129	-141
进口	16	25	30	5
总供应量	4738	4569	4428	-141
压榨	2204	2212	2300	88
出口	2152	1992	1755	-237
种用	102	97	101	4
残值	6	0	26	26
总需求量	4464	4301	4182	-119
期末库存	274	268	245	-23
库销比	6.14%	6.23%	5.86%	

数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

图 3 美国大豆产需情况

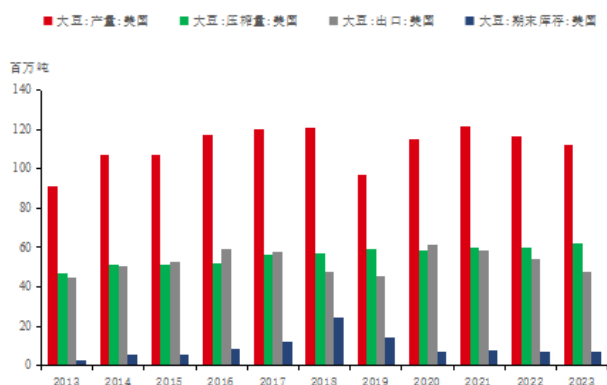
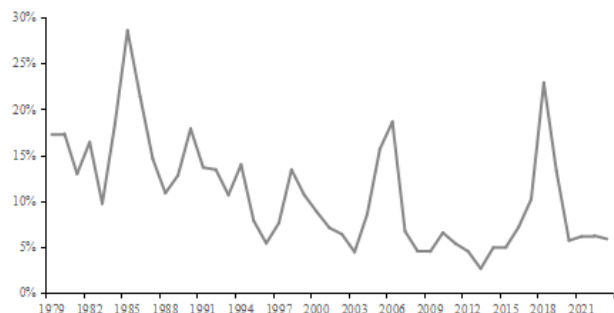


图 4 美豆库销比



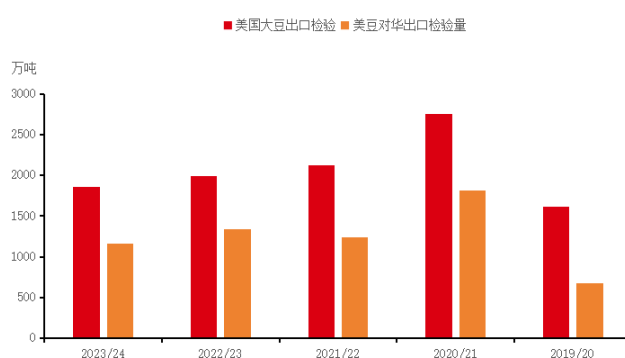
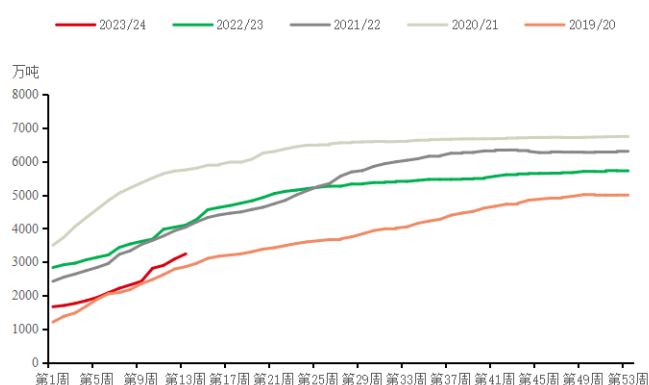
数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

目前市场对美豆的关注焦点落在美豆需求，尤其是出口需求上。截至 11 月末，2023/24 年度美豆出口净销售量为 3239.98 万吨，完成计划出口目标的 67.8%，美豆累计出口量为 1832.29 万吨，完成计划出口目标的 38.4%。无论是出口销量还是实际出口量，相较于近年同期而言的推进速度都是偏慢的。这也是 9-10 月造成 CBOT 大豆价格疲软的主要原因。近期由于中美关系缓和，中国向美国签订了数十亿美元的农产品采购订单，对大豆的采购也明显提速，这其中包括部分国储大豆的补充。中国

大豆需求的增加对美豆价格形成一定支撑。从升贴水情况来看，由于巴西大豆销售接近尾声，升贴水较前期反弹上涨，而美国的升贴水报价更具竞争力，国内油厂的采购也更多的向美豆倾斜。考虑到巴西今年播种进度偏慢，大豆收获时间预计也会存在一定的延迟，明年1月巴西大豆出口量或将处于偏低水平，美豆出口销售从而获得了更多的时间。过去4年中，美豆在12月至次年一月的出口检验量均值为1541万吨，若按照周均130万吨的出口检验量计算，至1月末美豆累计出口检验量将达到3024万吨，出口检验进度63.3%，基本追上正常出口进度。按照中国12月、1月船期550万吨的美豆采购量计算，完成这一目标仍有一定难度，美豆出口需求不宜做太乐观的预估。

图5 美国大豆出口销售进度

图6 美国大豆出口检验量



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

压榨方面，今年美豆的压榨量一直处于历史同期高位区间，9月、10月两个月的压榨量均创出历史同期新高，美豆的压榨利润也处于较高水平。美豆压榨量的增长主要有3个方面的原因。一是美国大豆的压榨产能还处于扩张阶段。截至2023年1月，美国拥有一代生物柴油工厂59座，年产能20.86亿加仑；拥有二代生物柴油工厂17座，年产能30亿加仑。2022年美国一代、二代生柴的工厂和产能数量分别是72座、22.55亿加仑和11座、17.5亿加仑。虽然一代生柴的产能在收缩，但二代生柴产能扩张速度较快，整体年产能比2022年初时增加10.86亿加仑。生物柴油产能的增长是支撑美国大豆压榨量增加的重要保障。其次美国生物柴油产量和消费量今年总体维持在高位，1-8月美国生物柴油产量为27.73亿加仑，同比增长39%，生物柴油消费量也有25%的增幅。虽然市场一度担忧RINs价格下跌将导致生物柴油产量过剩，但这一过程需要较长时间传导，依赖于新年度可再生燃料标准的制定、原油价格等多重因素，短期内难以从消费端传导至压榨端，对大豆压榨量的整体影响有限。支撑美豆压榨量的第三个因素来自于阿根廷豆粕产量和出口量的下降。由于上年度大幅减产，阿根廷国内的大豆压榨量连续走低，产能闲置率达到73%，作为头号豆粕出口国，可供出口的豆粕量已经捉襟见肘，而巴西自7月起大豆压榨量也出现走低。根据USDA预估，2022/23年度阿根廷的豆粕出口量将较上年度减少584万吨，这一缺口部分由美豆粕进行填补，从而增加了美豆压榨需求，美豆粕价格

亦保持相对坚挺的状态。

图7 美国大豆压榨量 (NOPA)

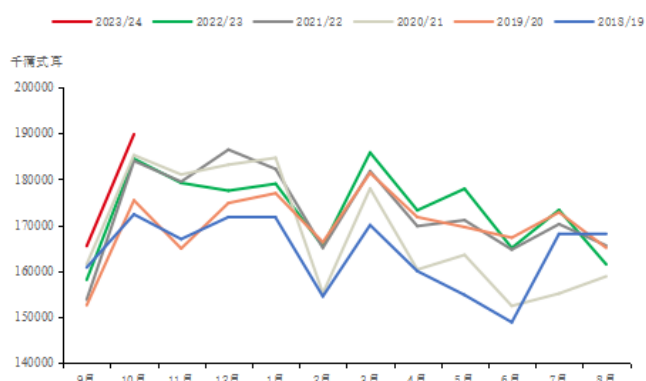


图8 美国大豆压榨利润

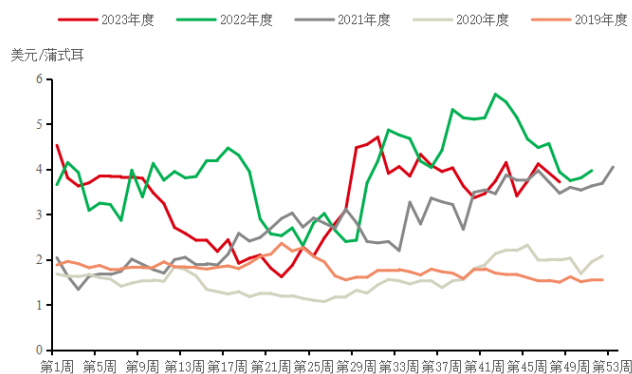


图9 美国生物柴油产量

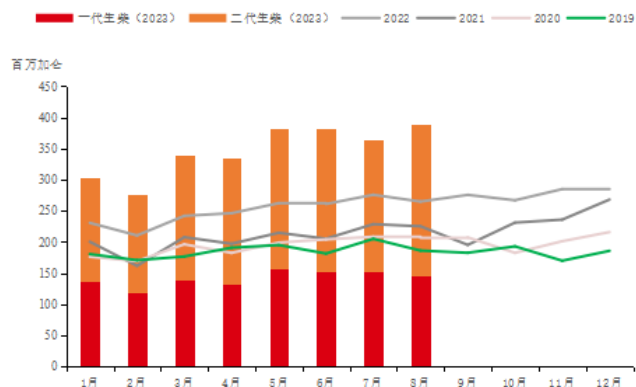


图10 美国生物柴油消费量

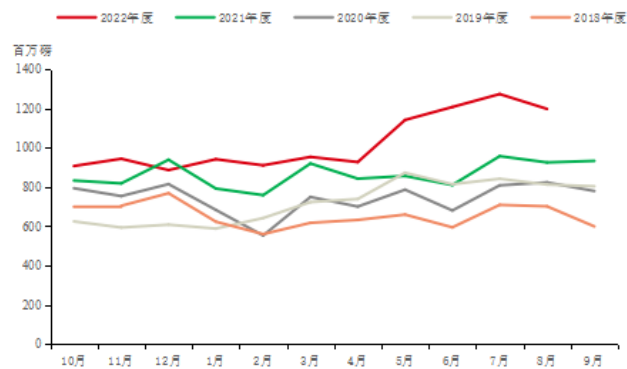


图11 阿根廷大豆压榨量

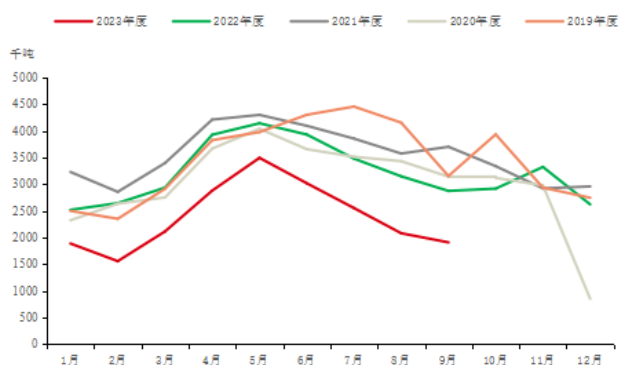
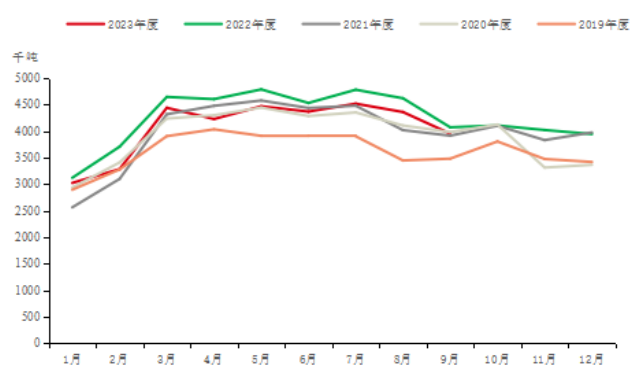


图12 巴西大豆压榨量



数据来源：钢联、EIA、国联期货农产品事业部

2、南美大豆供需情况

目前市场交易的重点在于南美主产国大豆产量的变化。根据 USDA 预估，2023/24 年度南美大豆产量预期会出现较大增长，其中巴西产量预计增加 100 万吨，达到 1.61 亿吨，阿根廷产量也恢复性

的增长 2300 万吨，达到 4800 万吨。值得注意的是，USDA 在 12 月的供需报告中将巴西 2023/24 年度的产量下调了 200 万吨，同时将 2022/23 年度的产量由 1.58 亿吨继续上调至 1.6 亿吨，新作产量的下调被旧作产量和期末库存的上升所抵消。相比之下，CONAB 将巴西 2023/24 年度的产量下调至 1.6 亿吨，更有机构直接将产量下调到 1.5~1.55 亿吨，USDA 的下调幅度较为保守。在 2023/24 年度巴西大豆供应量总体稳定的前提下，USDA 又将出口量上调了 200 万吨，导致全球大豆出口进一步增加，这显著增加了 CBOT 大豆的价格压力。USDA 12 月的供需报告中没有对阿根廷大豆的平衡表进行调整，预计阿根廷的播种面积和单产都会有较大幅度的提升，其中收获面积预计为 1640 万公顷，同比增长 14%，单产预计为 2.93 吨/公顷，同比增长 68%，相比之下，阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所已经将种植面积调整至 1730 万公顷，产量调整至 5000 万吨。另外巴拉圭和乌拉圭两国的大豆产量均预计增长，合计增产 315 万吨。2023/24 年度南美主要出口国产量预计增加 2715 万吨，出口量预计增加 618 万吨。

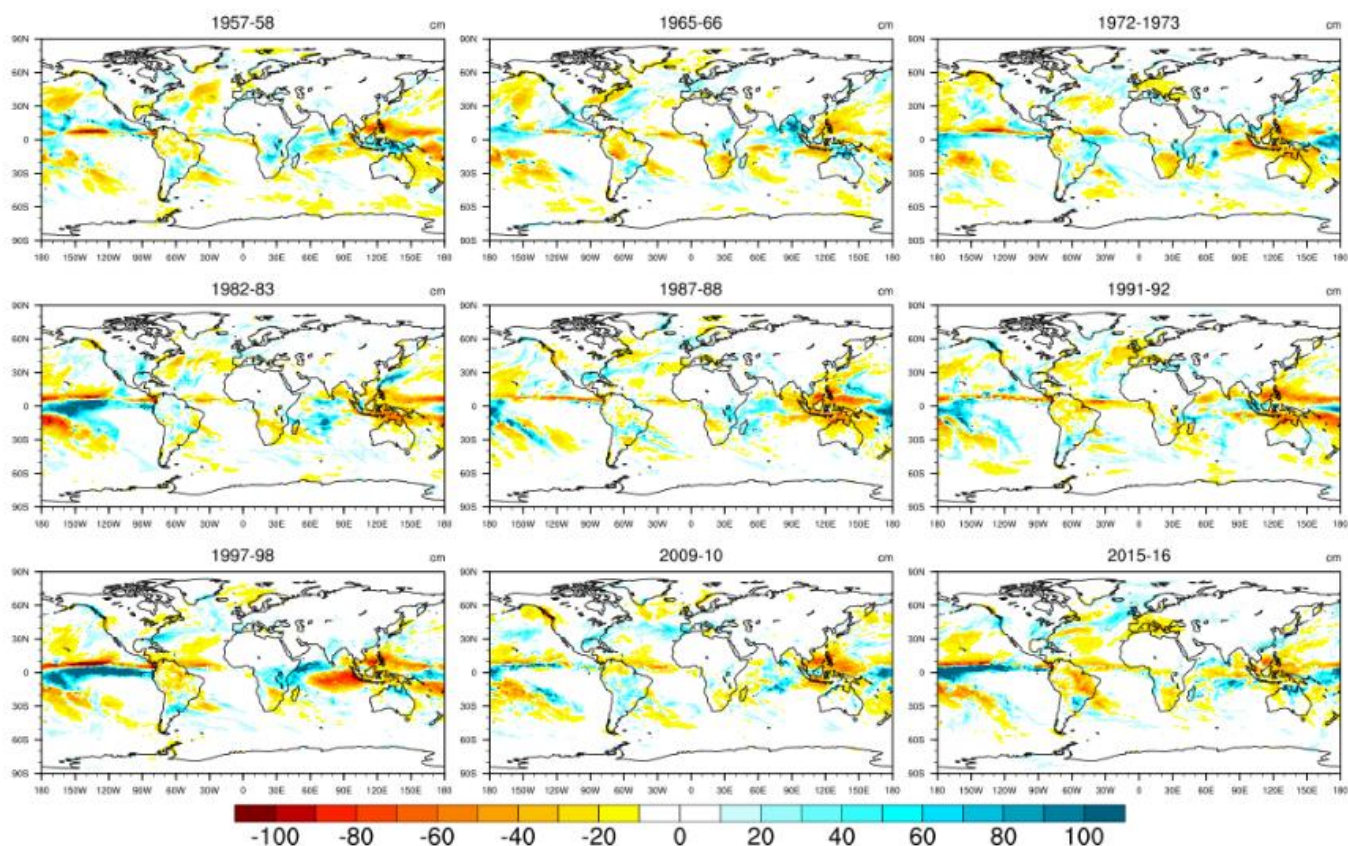
表 2 南美大豆供需平衡表

单位：百万吨	期初库存	产量	进口量	国内压榨量	国内消费量	出口量	期末库存
2021/22							
南美主要出口国	55.39	181.82	4.43	91.83	102.47	87.25	51.93
阿根廷	25.06	43.9	3.84	38.83	46.04	2.86	23.9
巴西	29.58	130.5	0.54	50.71	53.96	79.06	27.6
巴拉圭	0.48	4.18	0.04	2.2	2.25	2.27	0.18
乌拉圭	0.27	3.24	0.01	0.09	0.22	3.06	0.25
2022/23							
南美主要出口国	51.93	194.75	9.32	86.51	96.81	106.32	52.87
阿根廷	23.9	25	9.06	30.32	36.57	4.19	17.21
巴西	27.6	160	0.15	53.1	56.9	95.51	35.35
巴拉圭	0.18	9.05	0.01	3.05	3.18	5.8	0.26
乌拉圭	0.25	0.7	0.1	0.04	0.16	0.82	0.05
2023/24							
南美主要出口国	52.87	221.9	6.18	93.85	105.34	112.5	63.12
阿根廷	17.21	48	5.7	34.5	41.75	4.6	24.56
巴西	35.35	161	0.45	55.75	59.7	99.5	37.6
巴拉圭	0.26	10	0.02	3.5	3.65	6	0.63
乌拉圭	0.05	2.9	0.01	0.1	0.24	2.4	0.33

数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

今年 4 月以来，赤道太平洋东部和中部海域海水显著增温超过 0.5℃，标志着厄尔尼诺气候形成。厄尔尼诺主要通过削弱秘鲁寒流的冷水上泛，使寒流水温异常升高，从而对南美洲及全球气候造成影响。厄尔尼诺的影响通常发生在北半球的冬季和早春季节，在厄尔尼诺气候模式下，南美洲东南部将出现更多的降雨，而南美洲东北部则更加干旱。1950 年至今，强厄尔尼诺现象（NINO3.4 海区平均温度比正常年份高 1.5℃-1.9℃）总共出现过 9 次，其中 5 次对南美洲中北部地区造成较为严重的干旱，另有 3 次干旱程度较轻，南美洲东南部偏湿的次数则相对较多。

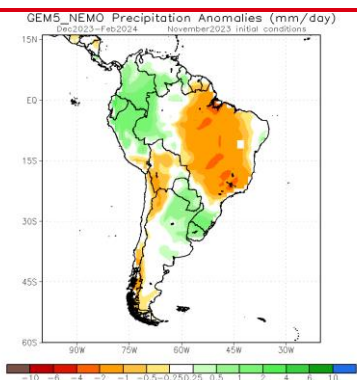
图 13 厄尔尼诺气候下降雨异常情况（12 月）



数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

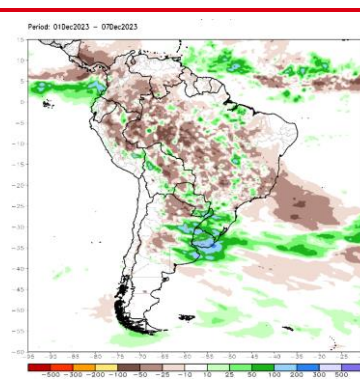
厄尔尼诺指数显示，8-10 月 NINO3.4 海区的海温距平指数首次超过 1.5°C ，意味着强厄尔尼诺气候开始形成。从大部分天气模型的预测情况来看，今年 12 月至明年 2 月期间，巴西中部、北部的大部分地区降雨量低于正常值 $2\text{mm}/\text{天}$ 左右，巴西南部及阿根廷东北部则会出现 $0.5\text{--}2\text{mm}/\text{天}$ 的偏多降雨，这样的预测基本符合厄尔尼诺气候在南美洲的典型特征。虽然近期巴西中西部地区降雨量显著增加，完成由旱季向雨季的切换，但从 12 月累计降雨异常图上仍能够清楚的看出降雨量低于正常值 $25\text{--}50\text{mm}$ 。

图 14 12-2 月南美洲降雨异常



数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

图 15 12 月南美洲累计降水异常

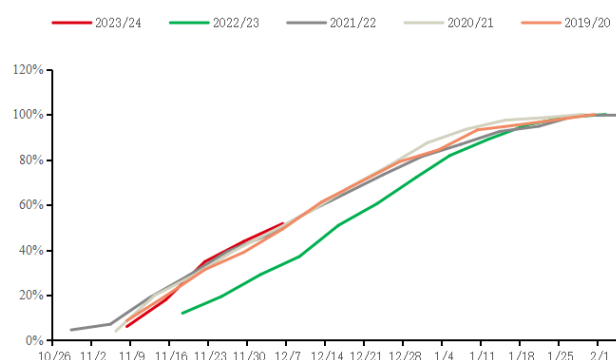
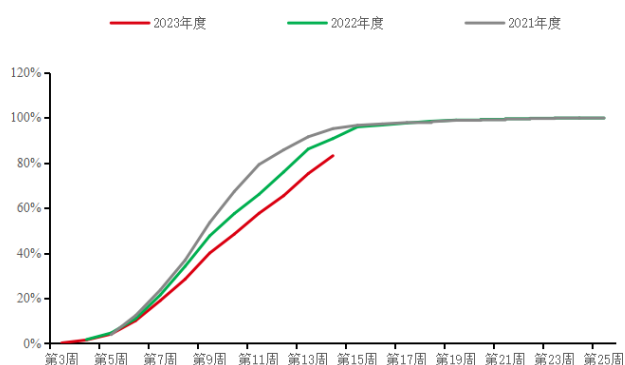


厄尔尼诺气候对巴西中北部造成的干旱更为显著，巴西南部及阿根廷大豆主产区的降雨情况相对更有保障。对于巴西而言，大豆主产区与干旱区域高度重合，大豆的关键生长期基本落在干旱影响的时间范围内。根据 CONAB 的预估，2023/24 年度巴西大豆的种植面积为 4530.9 万公顷，产量为 1.6 亿吨，其中北部、西北部和中西部地区的播种面积预计为 2853.36 万公顷，产量预计为 1.01 亿吨，面积和产量的占比均为 63%。在美豆平衡表偏紧的状况下，巴西一旦出现大面积干旱，对大豆价格的影响将更加剧烈。相比之下，正常年份阿根廷大豆产量不足 5000 万吨，而 2022/23 年度阿根廷的减产令 CBOT 大豆上涨近 150 美分/蒲式耳，巴西中部、北部的大豆产量几乎是阿根廷的两倍。

在厄尔尼诺气候影响下，今年巴西大豆的播种开局不利。巴西南部出现过多降雨，而北部、中西部和东北地区缺乏雨水，导致种植进度整体偏慢。头号大豆生产州马托格罗索州受干旱影响，导致需要重播和补种的面积有所增加，而其中一部分面积可能被用于种植其他作物，这对于 2023/24 年度巴西大豆种植面积 2.8% 的增幅打上了一个问号。巴西南部因将与过多，一度出现洪涝灾害，目前南里奥格兰德州的播种工作完成 55%，比去年落后 13 个百分点。阿根廷与巴西的情况相反，由于前期降雨量偏低，一些原本意向种植玉米和向日葵的地区可能改种大豆，近期有利的降雨也使土壤墒情得到改善。目前巴西的大豆播种进度为 83.1%，处于花期和结荚期的大豆占比 23.8%；阿根廷播种率已达到 51.7%，优良率为 98%。

图 16 巴西大豆播种进度

图 17 阿根廷大豆播种进度



数据来源：钢联、布交所、国联期货农产品事业部

厄尔尼诺现象对阿根廷大豆单产的影响是比较正向的。2001 年以来总共出现过 7 次厄尔尼诺现象，仅有 2015/16 年度造成阿根廷大豆单产下滑，减幅为 8.2%，其余 6 次阿根廷大豆单产均出现增长，平均增幅达到 23%。厄尔尼诺对于巴西大豆单产的影响则显得不那么有迹可循。根据历史统计数据，自 1976 年以来的 46 年间，总共出现了 16 次厄尔尼诺现象，其中有 5 个年份巴西大豆单产是下降的，对应的厄尔尼诺强度分别为 3 次弱厄尔尼诺事件、1 次中等强度厄尔尼诺和 1 次极强厄尔尼诺。从数据上看，厄尔尼诺及其强弱似乎与巴西大豆单产的变化没有直接关系，但回顾巴西大豆种植扩张

的历史会发现，上世纪七十年代巴西大豆 80%以上的种植区域集中在巴西南部的南里奥格兰德州、帕拉纳州和圣卡塔琳娜州，巴西中西部的种植面积不足 10%。随着巴西大豆种植面积的扩张，种植区域也由南向北推进，截至目前，巴西南部的种植面积占比已缩减至 29%，而中西部种植面积跃居至 46%，中西部马托格罗索州更是成为最大的大豆种植州，种植面积和产量逼近南部 3 个州的总和。如前所述，厄尔尼诺主要对南美洲的东北部造成干旱影响，而巴西中西部诸州正处于这一区域，在中西部大豆产量占据主导的当下，不能再静态地以历史情况来进行推断。事实上从 2004/05 年度巴西中西部种植面积增长至 1000 万公顷以上后，6 次厄尔尼诺中巴西有 3 次受影响而出现单产下滑，减幅在 4% 上下，而在此前的厄尔尼诺年份中巴西大豆单产下降发生的比例仅为 22%。由此可见，随着巴西大豆种植区域向中西部扩张，单产暴露在厄尔尼诺气候下的风险是增加的。此外通过对比可以发现，厄尔尼诺的强弱程度对巴西大豆单产下降的影响并不大，而连年的厄尔尼诺更易造成巴西大豆单产下滑。

图 18 厄尔尼诺与阿根廷大豆单产

图 19 厄尔尼诺与巴西大豆单产

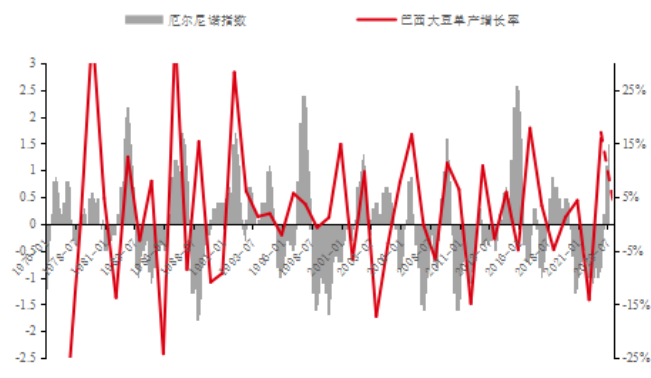
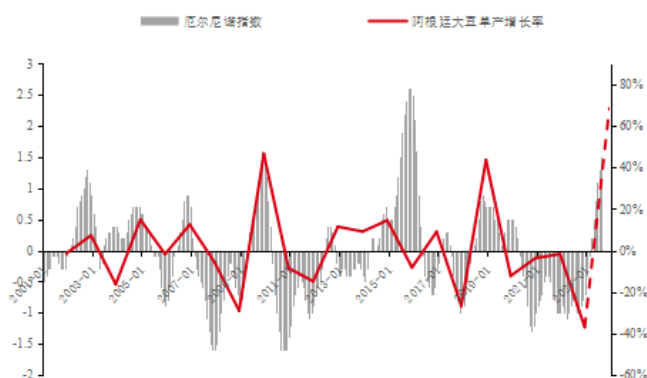
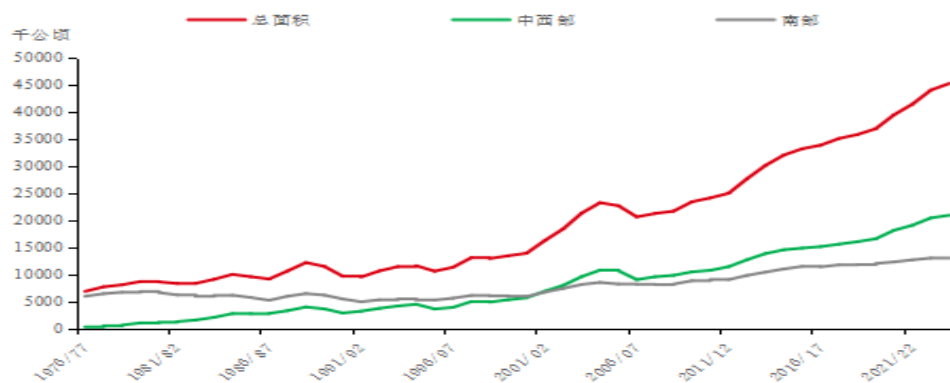


图 20 巴西大豆种植面积变化



数据来源：同花顺、CONAB、国联期货农产品事业部

事实上巴西的降雨不均已经对大豆生长造成了一定影响。马托格罗索州和南马托格罗索州 10 月均存在累计降雨不足的情况。从反映植被覆盖度的 NDVI 指数来看，马托格罗索州自 11 月植被情况有了较为明显的改善，而南马托格罗索州的植被覆盖情况仍然是低于均值的，反映出大豆苗期发育相对

较弱。土壤墒情方面，两个州均降至偏低水平。总体而言大豆苗期的需水量相对较少，较好的土壤墒情能够在一定程度上弥补前期降雨的不足，11月末到1月的降雨情况对大豆生长更为重要。

图 21 马托格罗索州累计降雨量

图 22 南马托格罗索州累计降雨量

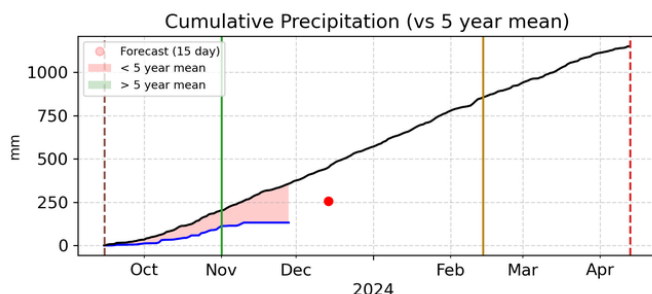
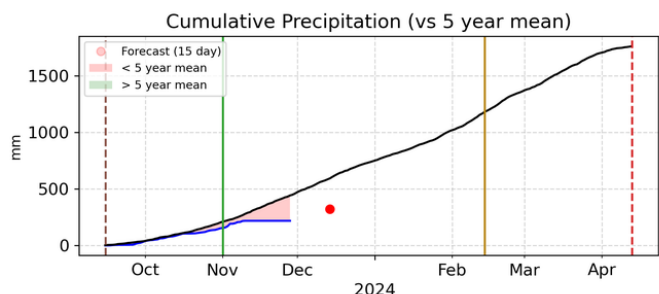


图 23 马托格罗索州 NDVI 指数

图 24 南马托格罗索州 NDVI 指数

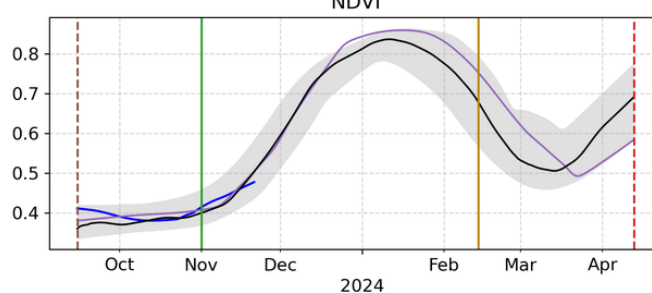
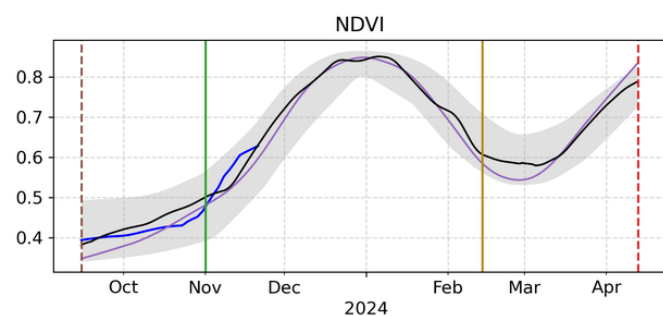
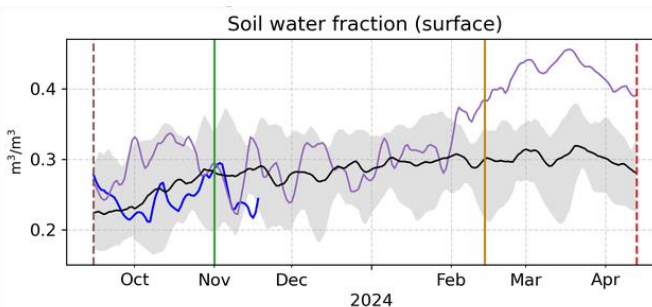
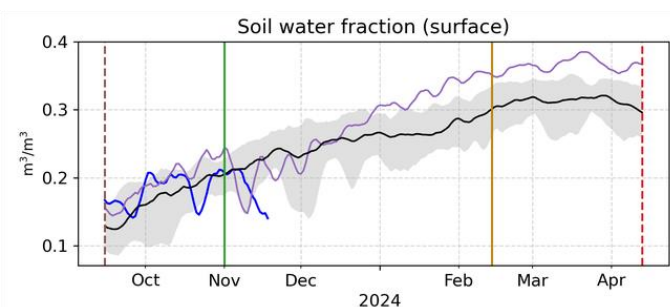


图 25 马托格罗索州土壤墒情

图 26 南马托格罗索州土壤墒情



数据来源: Crop Monitor、国联期货农产品事业部

综合上述因素判断，巴西大豆在关键生长期仍面临干旱的扰动，2023/24 年度巴西大豆的产量后续仍存在下修风险，市场情绪有继续推高 CBOT 大豆价格的动因。但考虑到巴西大豆的播种面积继续增长，且关键生长期天气改善，能够部分抵消前期干旱和过涝对单产的影响，预计整体产量预计

不会较 2022/23 年度出现大幅下降,按照 USDA 口径给予 1.58 亿吨的产量预估,低于 USDA 预估的 1.61 亿吨,较 2022/23 年度减产 200 万吨。阿根廷方面,厄尔尼诺现象导致的较多降雨能够显著改善土壤墒情及大豆生长状况,大豆播种面积也存在一定的增量,预计 2023/24 年度大豆产量为 4850 万吨,较 USDA 预估上调 50 万吨。预计 2023/24 年度巴西、阿根廷两国大豆产量合计为 2.065 亿吨,较 2022/23 年度增产 2150 万吨,阿根廷大豆的增产能够有效填补巴西大豆产量的下滑,南美总体呈增产状态。南美关键生长期,预计豆系品种盘面价格仍会受到巴西天气变化的扰动,存在上涨驱动,但若南美天气炒作证伪,交易思路则将有多转空,后期需要更加关注基本面逻辑的切换。

三、国内供需形势

1、国内大豆进口情况

今年我国大豆进口量存在明显增长,1-11 月累计进口大豆 8962.52 万吨,同比增长 13.3%,与历史同期相比,大豆进口量仅次于 2020 年。根据船期统计,预计 12 月大豆到港量为 1000 万吨,如果实现,今年我国的大豆进口量或将接近 1 亿吨。是什么因素造成今年大豆的大量进口,进口量的增长又导致国内市场出现什么样的变化?一方面,巴西的丰产压制了国际大豆价格,去年较差的盘面榨利在今年出现了一定程度的修复,甚至偶尔能够给出盘面利润,导致油厂采购行为增加。另一方面,国内养殖业的高存栏对豆粕消费形成支撑,也促使大豆进口量在 2-3 季度达到峰值。但大豆的大量进口却给豆油供应和价格带来了比较大的压力,豆油基差表现疲软,油粕比长时间下行,低点一度达到 1.82。

展望 2023/24 年度中国大豆的进口情况,USDA 给出了 1.02 亿吨较为乐观的预估,进口量较 2022/23 年度增加 115 万吨;我国农业农村部的估计则相对谨慎,预计 2023/24 年度(当年 10 月至次年 9 月)国内大豆进口量为 9725 万吨,较 2022/23 年度下降 145 万吨。总体来看 2023/24 年度我国的大豆进口量相对较高,但边际上存在减量。导致进口总量较高的原因主要在于南美大豆丰产带来的国际大豆价格下跌以及人民币升值对盘面榨利和进口成本的优化,而进口量低于 2022/23 年度的主要原因则在于下游需求的下滑。展望新年度,中国经济的逐步复苏与美国加息周期向降息周期的转变有利于人民币进入升值通道,但由于中美利差仍然倒挂,且美国加息时间存在不确定性,不应对人民币的升值空间和升值速度抱有过高的预期,长周期来看,2024 年下半年人民币的升值幅度或将大于上半年。

从目前的大豆的采购情况来看,已采购 12 月船期大豆 488.4 万吨,完成采购计划的 81.4%,1

月船期大豆已采购 376.2 万吨，完成采购计划的 83.6%，后续月份大豆采购进度完成情况相对较快。盘面榨利情况，目前 12 月船期大豆的盘面榨利的倒挂幅度在 100 元/吨以内，1 月船期榨利也存在一定的修复。从后续的大豆采购情况来看，1 月船期大豆采购量仅给予了 450 万吨的采购计划，对应 3 月大豆到港量或存在一定缺口，近 3 年 3 月的大豆进口量基本在 700 万吨上下。同时，由于干旱影响，巴拿马运河水位依旧偏低，这仍然是大豆国际运输当中面临的一个问题。

图 27 大豆进口量

图 28 人民币汇率

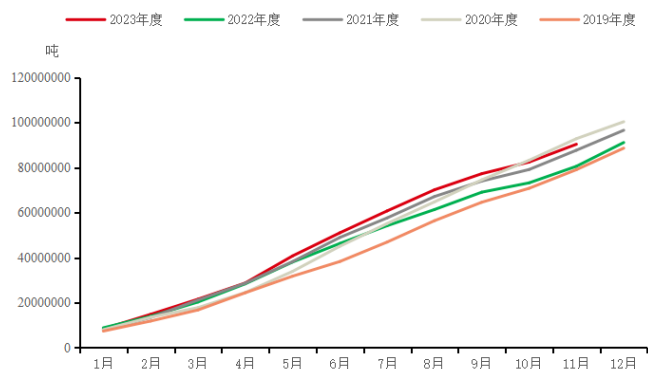
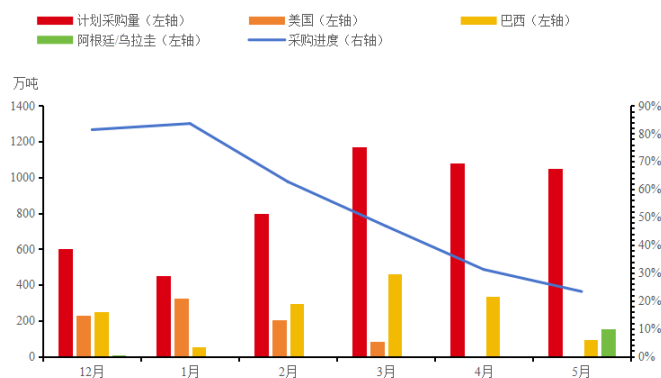
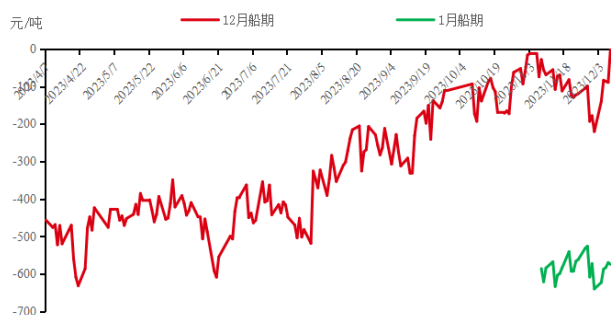


图 29 进口大豆盘面榨利

图 30 大豆采购进度



数据来源：同花顺、粮油商务网、国联期货农产品事业部

2、国内豆粕供需情况

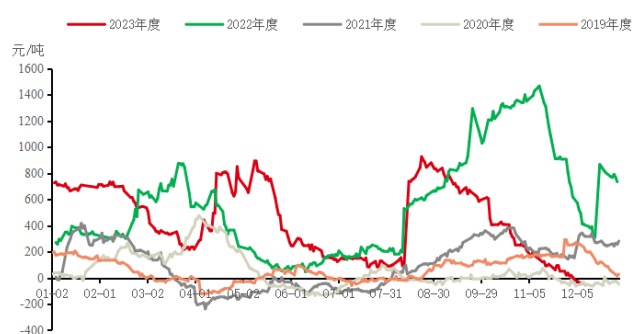
9 月以来，市场感受最明显的就是豆粕现货价格和基差的同步下跌。目前华东、广东、山东等地豆粕基差均已跌至负值。2015 年以来，豆粕基差在四季度跌至负值的情况并不常见，仅有 2020 年出现过类似的情况，当年大豆进口量创下了 1 亿吨以上的新高，并在 11、12 月进口了 1711 万吨大豆。今年大豆进口量的大幅增长使得豆粕在 4 季度供应相对宽松，饲料养殖企业低迷的需求情况进一步加剧了宽松的程度。9 月份豆粕创下了单月最低成交量 72.04 万吨；10 月因为远月基差下跌导致远月基差采购出现一定的增量，但豆粕的现货成交依然低迷；11 月成交量恢复至 209.95 万吨，仍然处于偏低的水平。10 月份国内豆粕表观消费量为 520 万吨，同比下降 8%，环比降幅为 14%。

国内豆粕的供应从目前到明年1月份都是不缺的。11月大豆采购量预计为875万吨，基本能够满足1月份的需求量。此外目前油厂的豆粕库存为73.79万吨，库存水平偏高，对豆粕的供应也有一定的保障。11月中上旬大豆到港和油厂压榨进度偏慢，随着到港量的增加，油厂开机率提升，周度压榨量已恢复至180万吨以上，而油厂的大豆库存仍然维持在472.34万吨的较高位置。虽然近期华北地区存在大豆卸港进度较慢、部分油厂停机等问题，但这只会延后大豆进入压榨环节，给12月至1月的豆粕供应增加压力。

从饲料养殖端的情况来看，生猪和禽类的高存栏是目前豆粕需求的主要支撑，养殖利润上无论生猪、肉禽还是水产都难言乐观，尤其是生猪，几乎全年都处于亏损状态，利润改善的时间段很短，并且近期北方猪瘟的加剧加速了中小养殖户退出的步伐，旺季不旺的二次育肥并没有为豆粕带来多少需求的增量。10月国内饲料产量2801.7万吨，同比下降2%，环比下降1.2%。饲料企业的物理库存降至不到7天的偏低水平，但现货采购还是维持刚需补库的状态，由于油厂货源充足，下游企业备货并不急迫。豆粕成交偶有增长，但不具备持续性，很快又回到比较低迷的状态。目前国内豆粕市场已由卖方市场转换至买方市场，在养殖周期下行、筑底的过程中，下游被动的弱需求可能会在较长的时间内存在，需求端的变化在豆粕的定价中会占据更大的权重。尤其应该关注明年上半年生猪行业是否发生产能加速淘汰的情况，如果出现下游需求的断崖式下跌，再叠加大豆供应的增加，将导致豆粕价格面临更大的压力。从历史上看，豆粕价格和生猪价格存在一定的正相关性，虽然两个产业受各自供需基本面影响，但二者价格高点和低点出现的一致性较强，春节后猪肉消费进入淡季，叠加产能出清的影响，下游的需求不振将对豆粕价格形成较强的负反馈。

图 31 豆粕基差

图 32 豆粕成交量



数据来源：粮油商务网、钢联、同花顺、国联期货农产品事业部

图 33 豆粕表观消费量

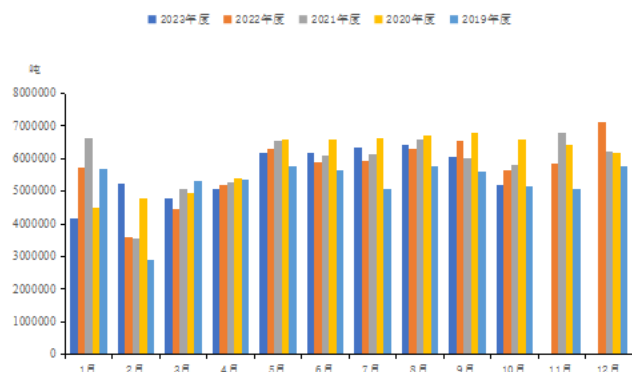


图 34 主要油厂豆粕库存

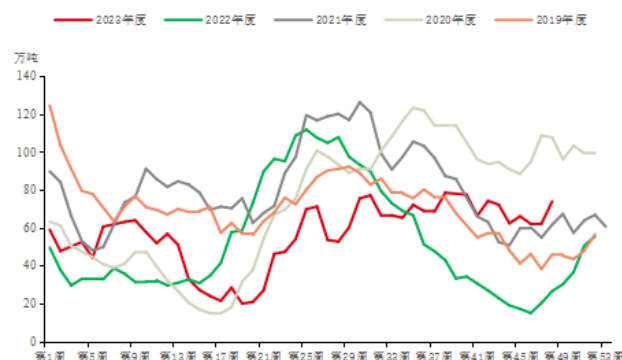


图 35 畜禽存栏量

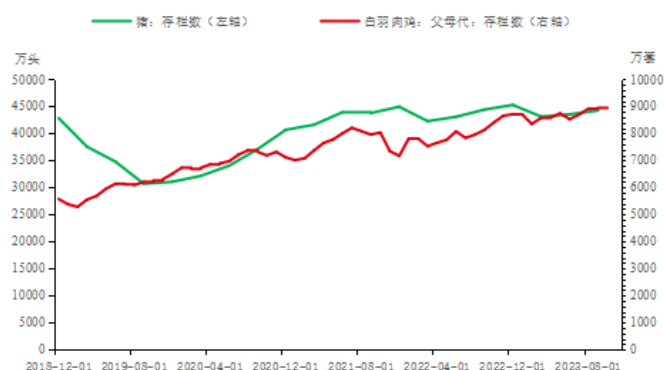


图 36 养殖利润

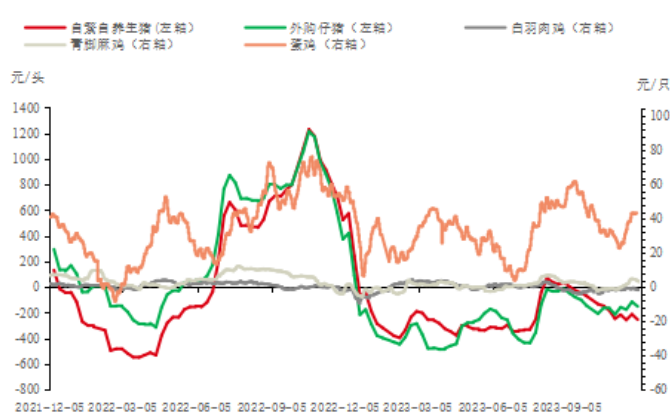


图 37 饲料企业物理库存天数

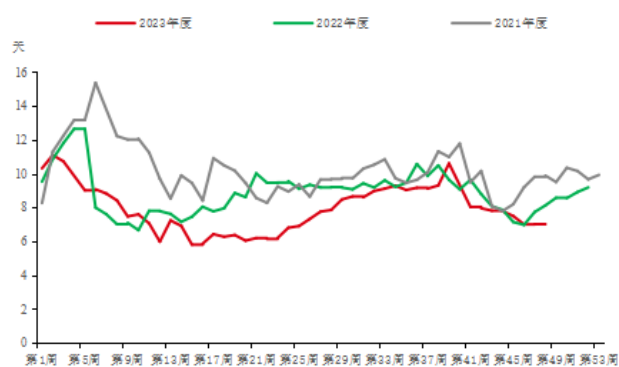
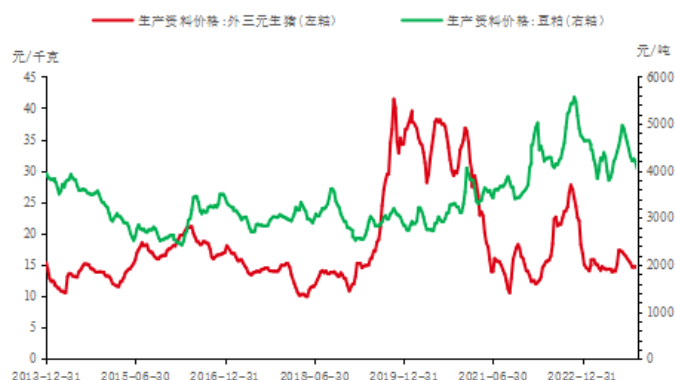


图 38 豆粕价格与生猪价格



数据来源：钢联、同花顺、国联期货农产品事业部

3、国内豆油供需情况

豆油在经历了 6-8 月的上涨之后进入宽幅震荡阶段。从供应上看，在年末大豆集中到港的压力下，豆油供应趋于增长，油厂豆油库存已经达到 97.01 万吨的相对高位，随着油厂压榨量增加，预计豆油供应端存在一定压力。除豆油外，国内其他植物油库存也处于高位。棕榈油方面，虽然主产地已经进

入减产季，但目前尚未有明确的减产信号，马来西亚棕榈油库存降幅或较为有限，国内买船较多，而随着天气转冷棕榈油需求逐渐减少，导致棕榈油库存攀升至 96 万吨高位。菜油方面，四季度加拿大菜籽大量供应国内市场，在巨量的菜籽到港情况下，沿海菜籽压榨厂开机率再次提升至 40%以上，并有进一步提升的空间，菜油进口量依旧居高不下，导致菜油去库速度缓慢，油厂及华东、华南的菜油库存量维持 36 万吨高位。国内三大植物油库存 229.86 万吨，同比增长 21%，此外葵油进口量和库存今年也有较大增长，在植物油整体供应压力下，豆油很难向上走出趋势性行情。

需求端在国内经济复苏的带动下，餐饮收入呈现增长态势，1-10 月累计实现餐饮收入 4.19 万亿元，同比增长 18.5%，餐饮收入的绝对量已超过 2019 年同期水平，这对于豆油的消费起到了较好的支撑作用。油厂的豆油成交量也反映出豆油需求的恢复，1-11 月累计成交豆油 496.72 万吨，同比增长 41%，仅低于 2018 年 514.94 万吨的成交量，可以说豆油消费已经恢复至正常年份水平。从人员流动情况来看，铁路旅客周转量自今年 4 月份 2019 年，民航旅客运输量从 6 月开始也基本恢复到疫情前水平，说明国内人员流动在增加，这也会相应带来餐饮业的复苏，利好油脂消费。同时，时间来到年末节日备货的阶段，预计下游的补库备货行为将有所增加，亦会对豆油需求形成支撑。总体来看，豆油供需弱平衡，在较高的植物油库存基数下，豆油价格弱势运行，基差弱稳，基本面暂无强劲的驱动因素。

图 39 豆油库存

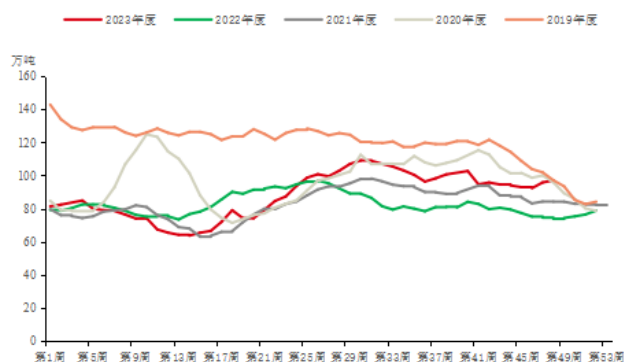
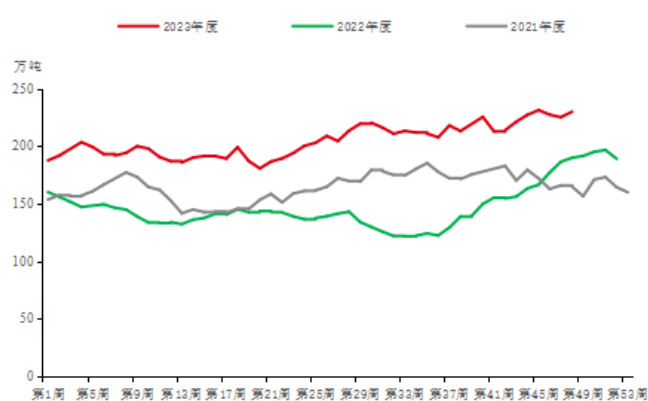


图 40 国内三大油脂库存



同花顺、钢联、国联期货农产品事业部

图 41 国内餐饮收入

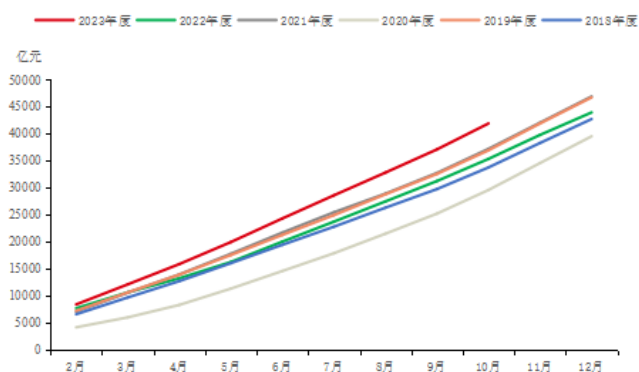


图 42 油厂豆油成交量

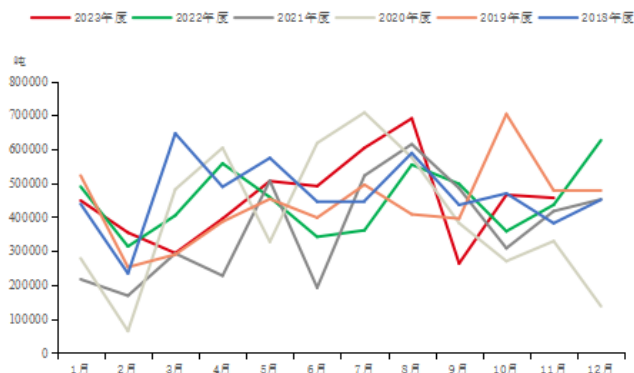


图 43 铁路旅客周转量

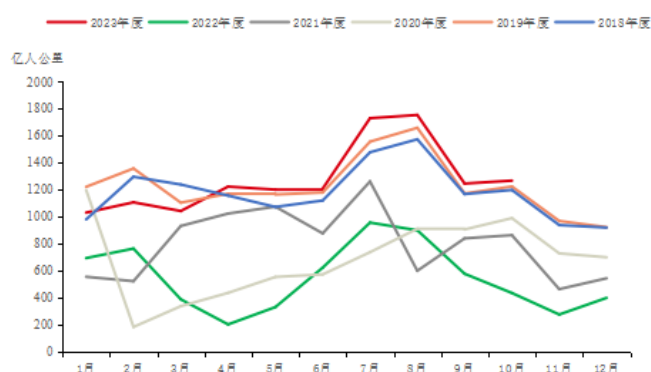
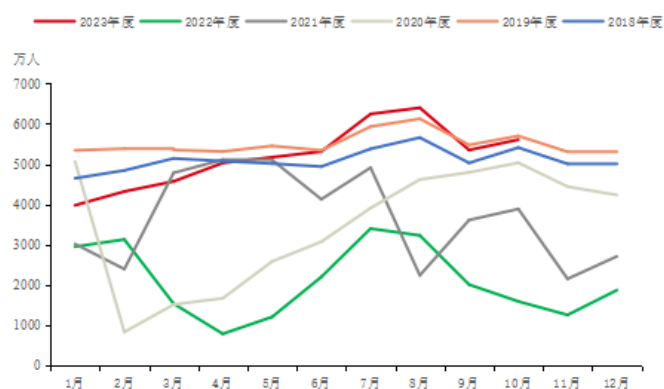


图 44 民航旅客运输量



数据来源：同花顺、钢联、国联期货农产品事业部

除国内供需基本面外，宏观因素的变化以及国际豆油的变化也是 2024 年影响豆油价格的重要因素。宏观方面，美联储自 7 月加息 25 个基点后，已经连续 4 个月停止加息步伐，虽然鲍威尔最新的表态称谈论降息“为时过早”，但市场主流预期基本认为明年下半年美国会进入降息通道，这对于油脂来说无疑是一项利好。在进入降息通道之前的一段时间内，美国利率水平仍然维持高位，高利率环境是否会导致美国经济暴雷是市场需要关注的问题。目前美国劳动力市场出现降温迹象，新增非农就业人数呈现下降趋势，失业率开始出现一定的增长，续请失业金人数也呈现上升状态，制造业 PMI 触及 46.7，低于荣枯线的时间已长达一年以上。美国经济的降温是否会导致新的黑天鹅事件的发生，是否会给油脂市场带来新的下跌驱动，是 2024 年上半年需要关注的问题。

图 45 美国联邦基金利率

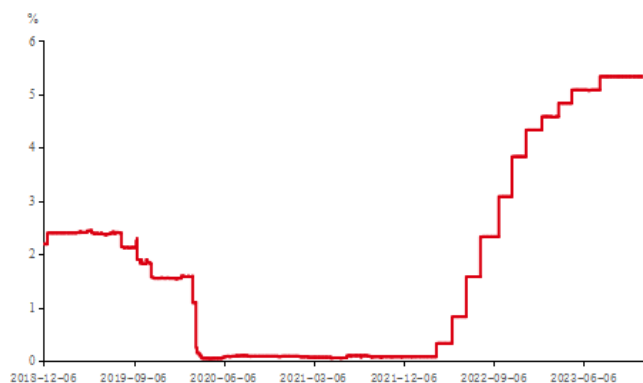


图 46 美国新增非农就业人数

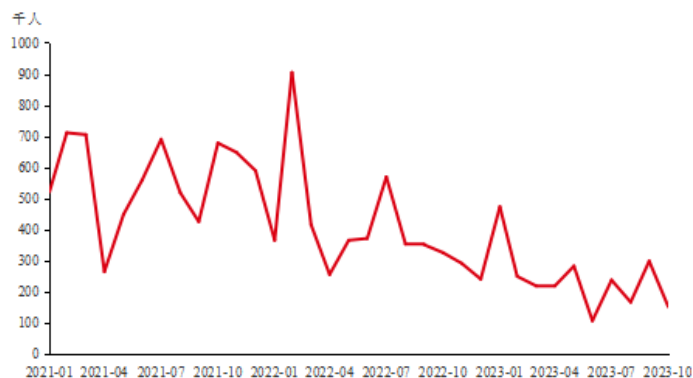


图 47 美国 ISM 制造业 PMI

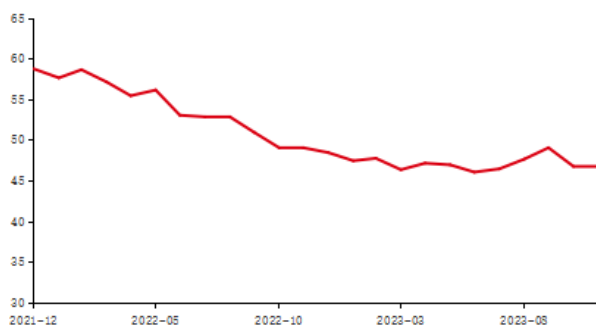


图 48 美国续请失业金人数



数据来源：同花顺、钢联、国联期货农产品事业部

国际豆油方面，受阿根廷 2022/23 年度大豆减产、压榨量大幅下降以及美国生物柴油对豆油消费旺盛等因素的影响，G3 国家豆油库存水平整体偏低。截至 9 月，G3 国家豆油库存为 107.1 万吨，环比减少 9%，同比减少 32%，库存量降至 2020 年以来最低水位。这一情况在阿根廷豆油产量恢复前难有明显的改善。2024 年巴西预计将把生物柴油掺混比例由 12% 提升至 13%，有利于巴西国内豆油需求的增长。美国方面，美国环保署制定的可再生燃料标准计划不能匹配美国生物柴油产能的长期增长，如果原油价格下行导致生柴生产利润下滑，美国是否会出现豆油供应过剩，这是需要长期跟踪的问题，此外美国生柴政策的调整也牵动市场神经。短期来看，美国豆油维持供需双旺的市场格局，消费保持较为强劲的势头，尚未出现明确的转势信号。

图 49 G3 国家豆油库存

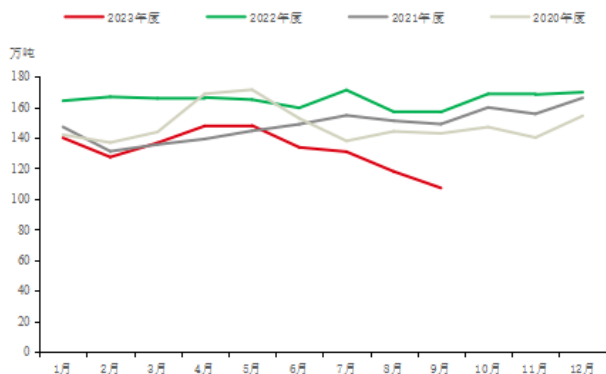
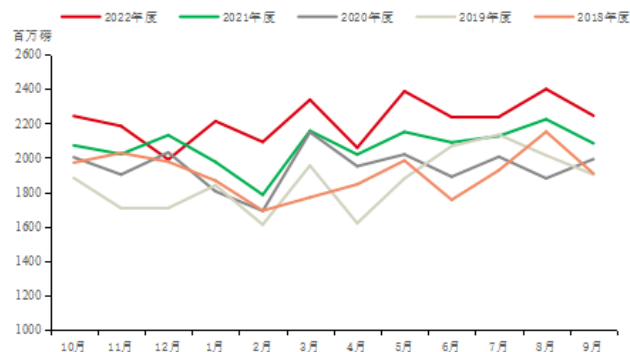


图 50 美国豆油消费量



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

四、总结及策略

2023/24 年度美国大豆减产 383 万吨，供需维持偏紧状态。中国对美豆采购量增加、美豆压榨需求旺盛，均对 CBOT 大豆价格形成支撑。巴西大豆播种开局不利，北旱南涝导致播种进度延迟。巴西大豆已进入关键生长期，近期中西部地区降雨增加以及产量下调不及预期导致市场炒作热情减退，但中期来看，巴西大豆关键生长期仍面临干旱威胁，预计后续产量还会进行下修。阿根廷大豆产量预计有较大幅度增加，天气对大豆生长较为有利。预计 2022/23 年度巴西、阿根廷增产超 2000 万吨，2024 年二季度南美大豆集中上市后，国际大豆价格将面临较大压力。国内豆粕累库，养殖行业较为低迷，豆粕定价向需求端倾斜，但在南美大豆上市前，国内豆粕供应受采购、物流等因素影响，或仍存在结构性失衡情况，预计年末至明年一季度豆粕价格以震荡为主，二季度价格承压下行。国内豆油短期内供需双增，受制于国内植物油高库存，豆油期价上涨乏力，但下方亦存在基本面支撑，预计在较长时间内维持区间宽幅震荡。2024 年南美大豆上市后，豆油面临供应压力，豆油价格或在油脂板块中表现偏弱，可关注品种间价差机会。2024 年重点关注宏观经济、美国生物柴油政策变化对豆油价格的影响。

风险点：南美产量增加、美豆需求下滑、国内供需失衡、宏观风险等。

联系方式

国联期货研究所农产品事业部

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼(214121)

电 话：0510-82758631

传 真：0510-82757630

E-mail: glqhyfb@126.com



国联期货微信公众号

免责声明

本报告中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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎