

熟悉的天气行情，不改的周期变化

——2023 年豆类半年报

观点概述

从农产品板块看，上半年市场持续交易的是供给改善，需求走弱预期。但进入 6 月以来，季节性的天气行情成为主导驱动，从长周期看，农业技术尤其是种子技术的改善使得农作物抗干旱能力明显提升，尤其是当前尚未完全进入到直接影响单产的花期或者是灌浆期，最终天气影响依然存在较大的不确定性。基于厄尔尼诺天气模式下最终美豆单产以及美豆趋势单产情况，我们认为最终大幅减产概率较低，美豆突破 1600 美分概率偏小，三季度美豆高位震荡后季节性回落概率较大，我们认为下半年美豆波动区间是 1450-1100 美分。

南美方面目前影响有限，基于当下价格以及我们对行情的预估，我们认为四季度巴西新季面积依然处于供给扩张周期，豆类供应继续改善将继续对价格施压。国内总体来看乏善可陈，豆粕需求我们认为下半年是先降后升的节奏，总体增幅较上半年略有下降，豆油需求略有提升。需要关注的是进口政策的影响以及油厂采购策略变动造成的月间波动。另外，去年以来人民币汇率波动较为剧烈，尤其是 6 月贬值速度偏快，需要防范因汇率波动造成的内外行情差异。

风险提示：

- 1、原油意外大幅上涨。
- 2、当季美国天气严重干旱，最终单产下调幅度较大。

研究员：王晨希

邮箱：wangcx@ghlsqh.com.cn

TEL：0571-85135805

从业资格号：F3019654

投资咨询资格号：Z0011802

发表时间：2023/6/20

一、行情简要回顾

图 1：CBOT 大豆连续合约走势



数据来源：同花顺，国海良时期货研究所

图 2：豆油、豆粕连续合约走势



数据来源：同花顺，国海良时期货研究所

上半年豆类市场走出了一波非典型行情，传统的季节性、天气驱动等行情范式并未发生作用，商品市场整体情绪及宏观驱动压倒豆类自身的供需驱动。一季度美豆虽然震荡走高，但价格重心上移有限，整体依然以横盘为主，当时市场缺乏明确驱动，巴西大豆开始上市，虽然二三月份市场开始交易阿根廷干旱、霜冻等天气题材，但这种传统的供给驱动并未给盘面提供动力，在美国农业部展望论坛公布的美豆种植面积不如预期之后，美豆反而破位下行，这是当时习惯了传统供需分析架构的研究员和机构不能理解的现象。现在回顾这段行情，我们可能需要从高一点的中观和宏观角度去看待当时的行情，这也可能为我们分析下半年市场走势提供一个好的角度。

二、农产品板块的影响

图 3：CBOT 大豆与国内商品走势



数据来源：同花顺，国海良时期货研究所

图 4：美豆与国内农产品指数



数据来源：同花顺，国海良时期货研究所

2.1 农产品的高度联动性

美豆和国内商品指数尤其是农产品指数走势保持了较高的相关性，如果剔除利率影响，则美豆与

国内农产品指数走势更是高度一致。这种高度一致性个人认为受两方面因素影响，CBOT 市场农产品由于种植替代等因素影响，价格运行趋势多数时间保持一致，种植利润导致大豆、小麦及玉米保持趋势一致。国内农产品指数中油脂、粕类的成本跟随美豆，而玉米近两年伴随进口的逐步增长，国内玉米定价基准开始向美盘玉米靠拢。表现出来的就是国内农产品指数与美豆的一致性在持续提升。所以从中观层面，我们需要判断当前美农产品市场主要品种的跌势是否已经结束，否则这种下跌趋势的惯性将持续拖累国内的油脂油料市场。从价格分位看，目前玉米、小麦包括大豆的绝对价格水平依然处于中等或中等偏高水平，从种植利润水平看，目前三个主要品种的种植都没有出现亏损状况，结合农产品种植规律，我们认为当前美国农产品价格在下半年出现大涨的概率较低，期价进一步寻求底部或低位震荡仍是大概率事件。

三、全球及美大豆供需分析

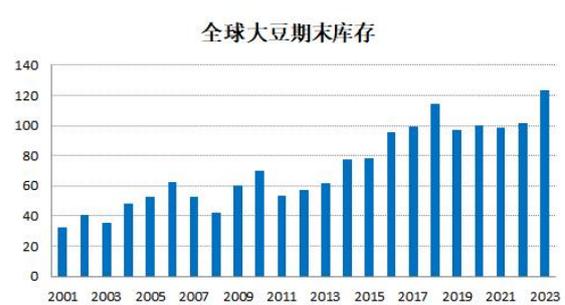
3.1 全球产量回升，库存继续改善

图 5：全球大豆产量



数据来源：USDA，国海良时期货研究所

图 6：全球大豆期末库存



数据来源：USDA，国海良时期货研究所

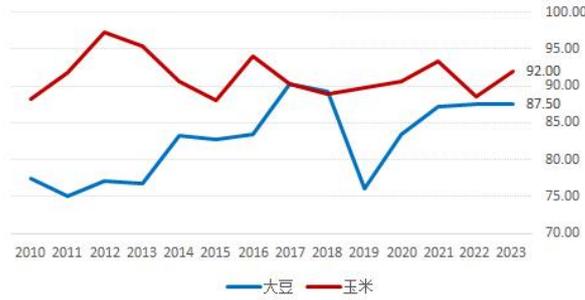
从全球大豆供应层面看，USDA 预计新年度主要产地大豆产量继续保持增长，尤其是阿根廷很难再出现类似 23 年的严重减产，给出的下一年度产量预估是 4800 万吨，基本恢复到正常年度水准，巴西的新季产量预估是 1.63 亿吨，较 22-23 年度增长 4.5%，考虑到当前的大豆价格,巴西的汇率以及种植利润情况，我们认同这个预估水准。

当前商品市场交易的驱动愈发向预期转移，不仅在工业品板块，农产品尤其是油料品种的行情特征也愈加清晰。3-5 月的下跌以及 6 月的反弹更多体现的是市场对下一年度市场供需预期的变化，中间掺杂了季节性行情周期以及市场现货节奏变化。

3.2 美大豆面积不及预期，天气模式转变降低容错率

图 7：美大豆玉米面积

美国大豆玉米种植面积

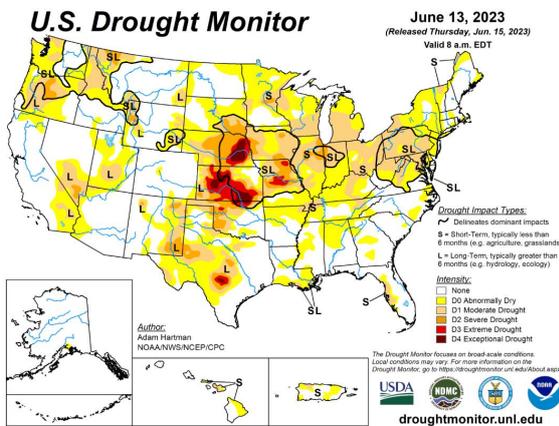


数据来源：USDA，国海良时期货研究所

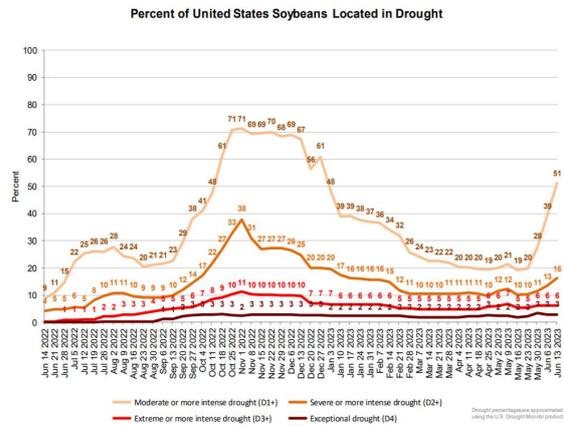
目前 USDA 给的当季美豆面积预估是 8750.5 万英亩，与去年基本持平，这个预估水平低于当时主要机构给出的预期水准，不过从历史数据看，该面积依然处于过去 20 年以来的高值区域。在趋势单产预估下，USDA 给出的新季美豆产量预估也创下历史新高，这也带动美豆新季结转预估出现明显改善。在外围尤其是农产品整体表现不佳，加之南美出口高峰窗口背景下，美豆出现较大幅度下跌也在情理之中，毕竟新季预期是供需进一步改善的过程，尤其是南美出口旺季窗口，给巴西人添一下堵就更锦上添花了。

图 8：截至 6 月 13 美干旱监测

图 9：截至 6 月 13 日美豆受干旱影响面积比例



数据来源：USDA，国海良时期货研究所

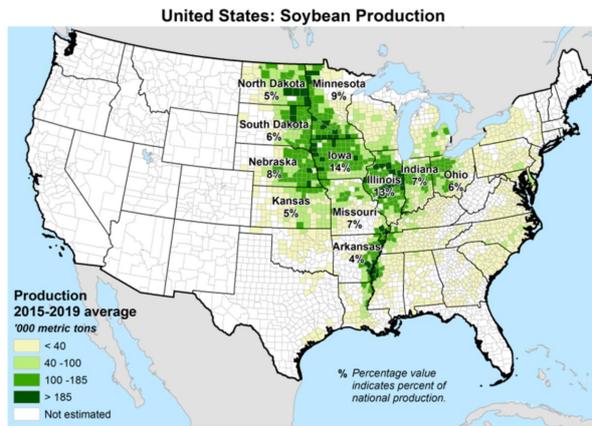


数据来源：USDA，国海良时期货研究所

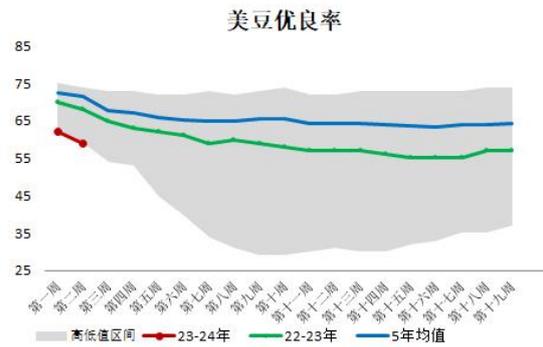
但面积仅仅是新增供给的其中一个参数，一旦关键生长期天气不乐观，季节性行情窗口下的快速反弹就立等可现，天气是 6 月以来美豆快速大幅反弹的主要驱动。

图 10：美国大豆种植分布

图 11：美豆优良率



数据来源：USDA，国海良时期货研究所

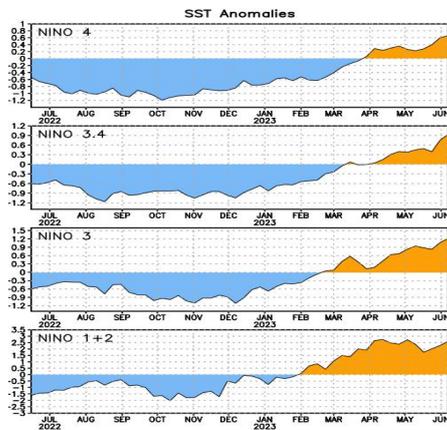


数据来源：USDA，国海良时期货研究所

由于面积增长未能与价格匹配，8750 万英亩的面积使得美豆容错率有限，5 月以来美干旱监测数据库显示，爱荷华州东部及南部部分地区始终遭遇持续较为严重的干旱状态，并且干旱面积及严重程度持续提升，随后市场快速切换到传统的天气行情。USDA 公布的美豆优良率也从另一个方面验证了糟糕天气的影响，截至 6 月 11 日，美豆优良率仅仅只有 59%，创下 10 年以来同期的新低。

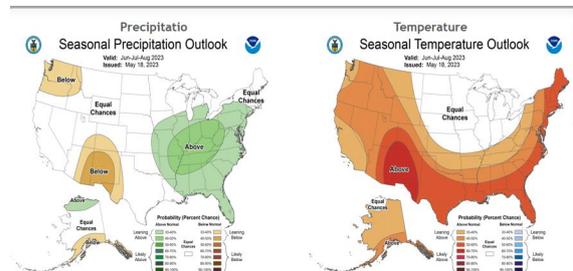
3.3 长期天气预估不佳

图 12：底层海表温度偏离



数据来源：NOAA，国海良时期货研究所

图 13：6-8 月气温及降雨预报

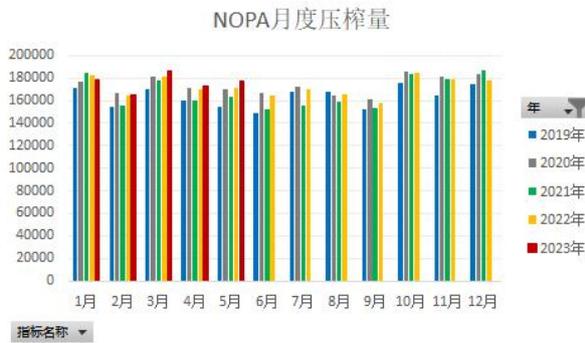


数据来源：NOAA，国海良时期货研究所

现有的信息让我们无法有效预估最终单产和产量如何变化，从美国国家气象局公布的信息显示，当前厄尔尼诺现象正在持续增强，预计将延续到今年冬季。不过基于厄尔尼诺的影响以及 NOAA 的中长期天气预报，我们认为在关键的 7、8 月内天气极端恶化的概率较低，当前市场对天气的炒作可能推动美豆回到 1350-1400 一带，进一步的上行需要美国 7-8 月天气给予更有力的配合，可能需要 7 月底 8 月初的天气能给我们提供更有效的天气信息。不过综合厄尔尼诺模式下美豆单产表现，我们认为出现明显减产的概率较低，参考 12 年、16 年情况，我们认为高点可能出现在 8 月，伴随时间推移，预计随后美豆价格将逐步回归偏弱格局。

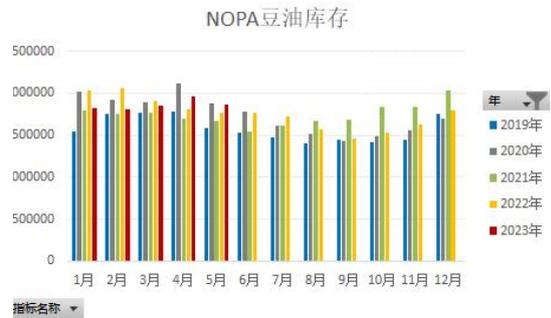
3.4 美豆需求中的不确定性

图 14: 月度压榨数据



数据来源: NOPA, 国海良时期货研究所

图 15: NOPA 豆油库存



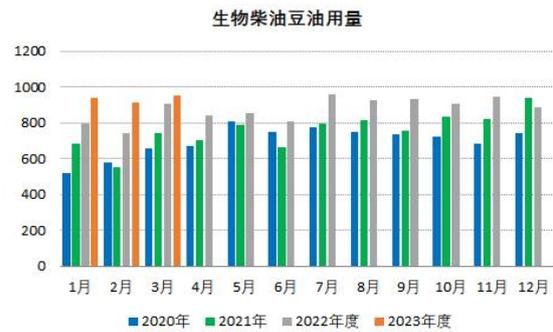
数据来源: NOPA, 国海良时期货研究所

图 16: 美国生物质柴油月度产量



数据来源: IEA, 国海良时期货研究所

图 17: 生物柴油消耗豆油量



数据来源: IEA, 国海良时期货研究所

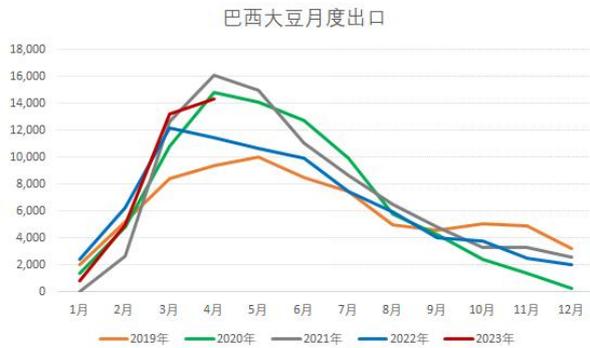
需求方面, USDA 给的新季美豆出口环比下降 1.25%, 国内压榨提升 4%, 总需求增长 1.6%。这个预估基本反映了当季巴西大豆的丰产出口竞争力以及当前美国国内的榨利水平。另外 USDA 预估的新季生柴对豆油需求增长 7.75%, 较上一年度预估的环比 12% 增幅有明显的下降, 22-23 年度前面几个月生柴需求增长不及预期使得 USDA 向现实低了头。不过一季度生物柴油消耗的豆油用量同比增幅较大, 同比增幅达到 14.9%。考虑到二季度豆油的大幅下跌, 预计在利润刺激下 22-23 年度豆油生物燃料消费仍然有达到预期的可能。而 5 月中旬以来有议员提出阻止将电动汽车制造商产生信用的途径纳入其中, 要求美国环保署撤回其拟议的 eRIN 计划, 部分协会亦要求白宫提高生物柴油和可再生柴油掺混量, 一直青睐绿色能源的民主党总统也倾向于提高生物燃料的掺混目标, 尤其是在面临换届选举背景下, 不排除通过政策调整吸引选票的可能, 这也是 6 月以来美盘豆油反弹尤为强劲的一个重要驱动。

从 IEA 公布的截至 2023 年 3 月 FAME 生物柴油和可再生柴油的细分数据, 我们可以发现技术水平更高的可再生生物柴油月度产量持续快速提升, 目前月度产量已超过传统生柴产量。如果最终 EPA 提高 23-25 年度掺混目标, 这对下半年豆油市场消费将是极大提振, 豆油或将恢复对豆粕的相对强势地位。

四、南美尘埃落定

4.1 巴西持续高速出口

图 18: 巴西大豆月度出口量



数据来源: Abiove, 国海良时期货研究所

图 19: 巴西大豆库存 (单位千吨)



数据来源: Abiove, 国海良时期货研究所

巴西方面已基本盖棺定论, USDA 预估当季产量为 1.56 亿吨, Abiove 在 5 月中旬预估为 1.55 亿吨, 出口 Abiove 预估为 9570 万吨, 高于 USDA 预估水准。供给端不确定性已基本消失, 市场关注的重点在于出口节奏变化带来的成本冲击影响。从 Abiove 公布的数据看, 巴西新季大豆上市以来出口基本在往年同期水准, 1-4 月累计出口 3344 万吨, 同比增长 3.25%, 一季度节奏与 2020 年较为接近, 但二季度出口较快, 巴西对外贸易秘书处 (Secex) 公布的出口数据显示, 巴西 5 月出口大豆 1560.78 万吨, 明显高于去年同期, 巴西全国谷物出口商协会 (ANEC) 的数据显示, 巴西 6 月份大豆出口量可能在 1270 万吨到 1475.7 万吨, 如果预期能够实现, 后续的出口压力将有一定缓解。总体来看, 从出口季节性规律看, 目前高峰期已过, 后续南美供应压力已消化较多, 需防范成本冲击影响。

图 20: 美元兑雷亚尔



数据来源: 同花顺, 国海良时期货研究所

图 21: 巴西大豆港口升贴水



数据来源: 同花顺, 国海良时期货研究所

另外影响到成本以及出口节奏的就是雷亚尔汇率及巴西大豆升贴水变化, 目前看到的雷亚尔汇率在过去一年相对比较稳定, 近期有所升值, 利于当地大豆出口, 不过升贴水自去年以来持续走低, 整体重心下移, 不利于刺激出口。

对下半年影响较大的应该是接下来四季度美豆价格保持在何水平，是否能够有效刺激巴西豆农维持或继续提升大豆种植面积，这需要取决于三季度美豆变化，根据当前的价格走势，我们预计四季度巴西大豆面积持稳至小幅增长概率较大。

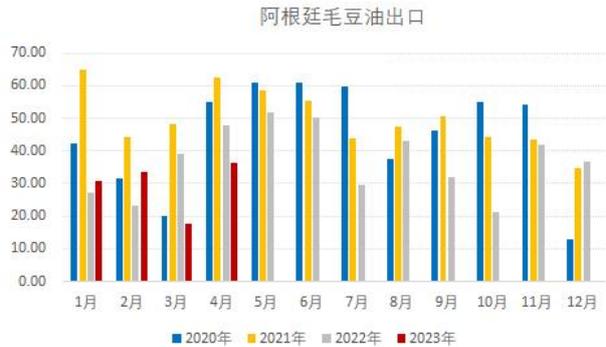
4.2 阿根廷出口

图 22: 阿根廷豆粕出口



数据来源: 阿根廷农业部, 国海良时期货研究所

图 23: 阿根廷毛豆油出口



数据来源: 阿根廷农业部, 国海良时期货研究所

阿根廷大豆 23 年的大幅减产的影响尚未有效显现，我们能看到的 1-4 月阿根廷豆粕、豆油出口同比的明显下降一方面是来自供给收紧的预期，另一方面则是市场对持续大幅贬值比索的自然应对，考虑到阿根廷大豆的收割进度，减产在供给端的发酵将是下半年的主要基调。尤其是在汇率大幅贬值背景下，阿根廷的供应能力萎缩甚至反向进口可能是下半年市场的另一个确定性，但更多是情绪层面而不是实际供应层面。

五、国内供应改善，需求预计有所下滑

图 24: 大豆月度进口



数据来源: 中国海关, 国海良时期货研究所

图 25: 港口大豆库存



数据来源: 我的农产品网, 国海良时期货研究所

5 月海关进口数据明显超预期，6、7、8 月船期预估累计进口超去年同期水准，国内大豆港口库存目前也处于季节性累库阶段，三季度国内应该处于季节性供应充裕阶段。目前巴西大豆盘面榨利较佳，有利于刺激油厂船期采购定价，预计三季度进口不会发生较大变化。

下游需求方面，目前生猪存栏偏高，养殖处于亏损状况，下半年市场依然处于压缩产能周期，综合禽类养殖利润水平，我们预计下半年饲料需求将出现同比增幅收窄状态，节奏上整体需求先降后增。油脂方面，考虑到当前的油脂价差以及表需情况，预计豆油消费需求将有小幅提升，将继续挤占其他油脂市场份额。

图 26：生猪养殖利润



数据来源：同花顺，国海良时期货研究所

图 27：禽类养殖利润



数据来源：同花顺，国海良时期货研究所

库存方面，目前豆油豆粕均处于季节性累库阶段，考虑到进口大豆供应充足以及榨利有利，预计三季度将延续库存累积节奏，总体来看，前期由于大豆进口检验检疫政策影响，开机受到一定干扰，目前豆粕库存处于同期偏低水准，对现货有一定支撑，但下半年随着市场逐步适应，预计库存累积速度或有一定提升。考虑到现货影响，预计三季度豆粕延续偏强概率较大。

图 28：主要油厂豆粕库存



数据来源：同花顺，国海良时期货研究所

图 29：主要油厂豆油库存

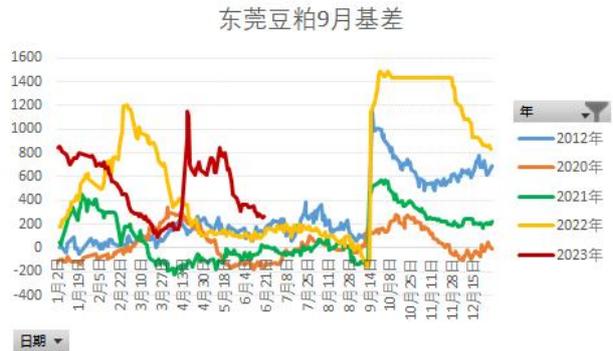
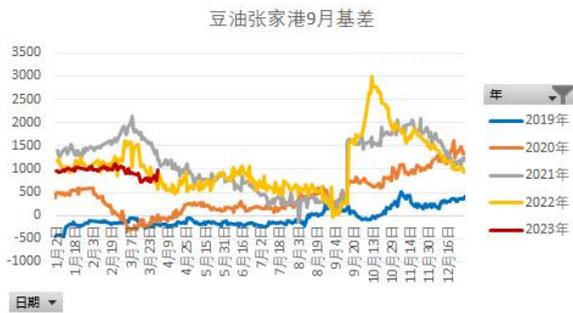


数据来源：同花顺，国海良时期货研究所

价格结构方面，随着检疫政策影响弱化，目前豆粕基差逐步回归正常区间，不过目前仍处于同期偏高水准，豆油 9 月基差结构也处于同期偏高水准，预计三季度前半段在市场热炒北美天气情况下，市场可能会维持强基差结构，但天气市结束之后基差料将进一步回归。

图 30：张家港豆油 9 月基差

图 31：东莞豆粕 9 月基差



数据来源：同花顺，国海良时期货研究所

数据来源：同花顺，国海良时期货研究所

六、总结

从农产品板块看，上半年市场持续交易的是供给改善，需求走弱预期。但进入6月以来，季节性的天气行情成为主导驱动，从长周期看，农业技术尤其是种子技术的改善使得农作物抗干旱能力明显提升，尤其是当前尚未完全进入到直接影响单产的花期或者是灌浆期，最终天气影响依然存在较大的不确定性。基于厄尔尼诺天气模式下最终美豆单产以及美豆趋势单产情况，我们认为最终大幅减产概率较低，美豆突破1600美分概率偏小，三季度美豆高位震荡后季节性回落概率较大，我们认为下半年美豆波动区间是1450-1100美分。

南美方面目前影响有限，基于当下价格以及我们对行情的预估，我们认为四季度巴西新季面积依然处于供给扩张周期，豆类供应继续改善将继续对价格施压。国内总体来看乏善可陈，豆粕需求我们认为下半年是先降后升的节奏，总体增幅较上半年略有下降，豆油需求略有提升。需要关注的是进口政策的影响以及油厂采购策略变动造成的月间波动。另外，去年以来人民币汇率波动较为剧烈，尤其是6月贬值速度偏快，需要防范因汇率波动造成的内外行情差异。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，未免发生疑问，所请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。

本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用请遵循原文本意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有期货投资咨询业务资格。