

新旧交替后或迎来黎明

豆粕年报2023/12/06

大地期货研究院

陈晓燕

从业资格证号：F03113174

投资咨询证号：Z0018709

研究联系方式：chenxy@ddqh.com

联系人：刘慧华

从业资格证号：F03113154

联系方式：liuhh@ddqh.com

我公司依法已获取期货投资咨询业务资格，证监许可[2012]117号

依托大地 共创未来



- **2023年Q4总结：**美国供应偏紧，油粕需求旺盛，持续挺价。巴西出口同比旺盛，但余粮渐少，新作10-11月天气偏差有收割上市和产量下调风险。盘面期货在旧作紧张挺价和新作预期丰产下高位震荡。国内到港多，养殖亏损导致豆粕现货信心不足，消费转差，库存宽松，豆粕基差一路下跌至负值，目前仍处于偏弱行情中。
- **产地供应：**1-2月主要针对旧作，上游供应紧张，持续挺价，不利于油厂采购。2月巴西预估上市，关注上市量和运输情况。预估南美丰产改变24年全球大豆紧张情况，待巴西上市后，大豆市场或长期承压。
- **大豆进口：**12-2月采购少，榨利差，采购慢，1-2月缺口仍在，导致国内2-3月大豆到港或不足。3月后预估巴西大豆大量到港，在巴西丰产和大量出口下，巴西季预估国内大豆供应宽松，现货豆粕基差料承压。23/24年度大豆进口预估1亿吨，难有大增量。
- **豆粕需求：**Q4养殖亏损严重，消费转差，预估23/24年度豆粕消费增幅偏小约2%-3.8%之间。
- **豆粕库存基差：**预估12-1月豆粕供应充足，库存中性偏多。2月春节开机下降，库存明显回落。3月后库存回升，在4-8月巴西季，预估到港和开机高，豆粕库存预估宽松，基差承压。
- **基差月差：**短期旧作紧张和2-3月到港缺口大依然对M01和M03有较强支撑，巴西天气改善和丰产预期施压M05，M1-5和M3-5在此基础上仍有现货支撑，后关注采购是否加快，或有反套机会（着重关注M3-5）。05、07、09合约短期没有太大矛盾，不确定性高，预估波动不大。



行情回顾

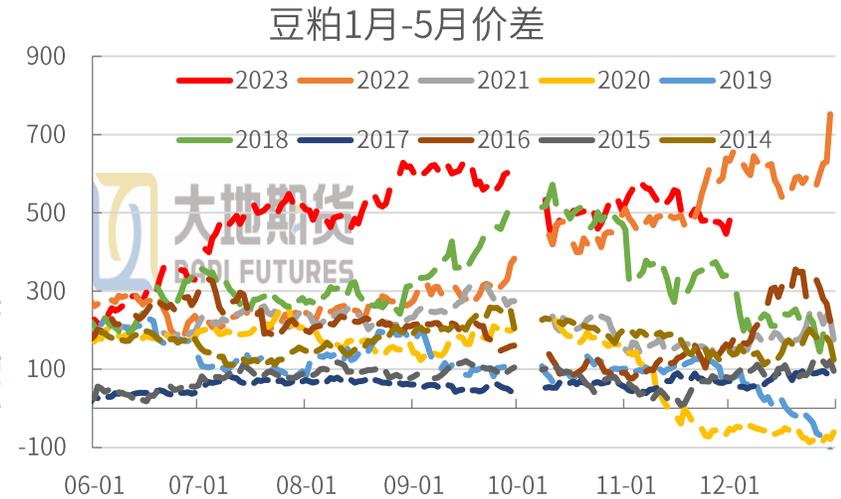
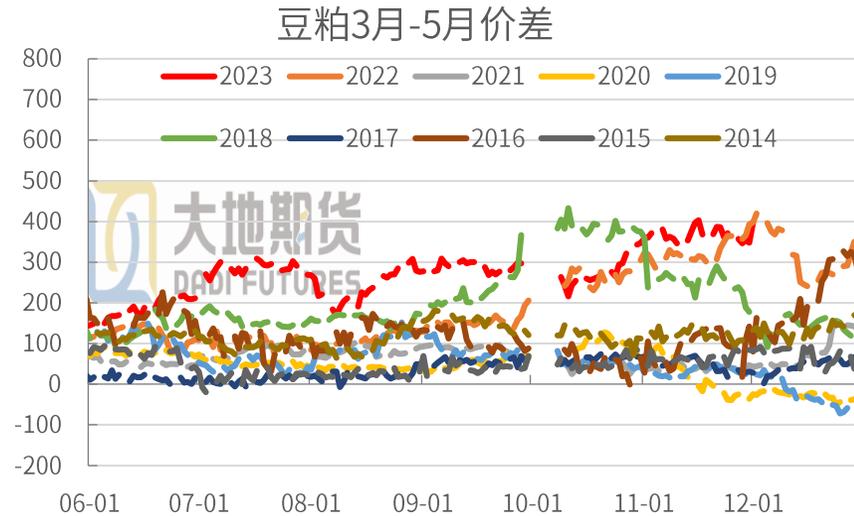
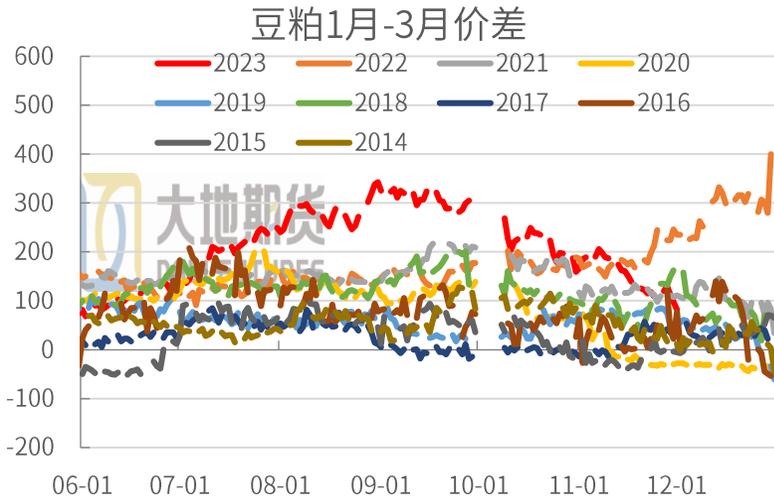
2024：期待新旧交替后的黎明



| 2024年预估 | Q1 (第一季度) | Q2 (第二季度) | Q3 (第三季度) | Q4 (第四季度) |
|---------|----------------------------------|----------------------------|--------------------------------|------------------|
| 南美 | 12-1南美天气仍有不确定。预期整体南美产量乐观，改善全球供应。 | 南美出口旺季，预计供应压力大。 | 巴西大豆出口旺盛。 | 巴西出口和新作产量预估继续乐观。 |
| 美国 | 旧作供应紧张，新作产量预计回升。 | 美国面积和大豆播种，关注新作预期 | 美国天气市。因面积增量有限，天气对产量影响大，行情易受支撑。 | 美国出口季节，关注物流和产量。 |
| 中国 | 巴西影响2-3月到港，目前2-3月仍有缺口，预计4月后供应宽松。 | 预计巴西大豆大量到港，国内供应宽松，基差或长期承压。 | 巴西供应宽松下，国内进口预计顺畅。 | 消费旺季，美国出口旺季。 |

数据来源：Wind，大地期货研究院

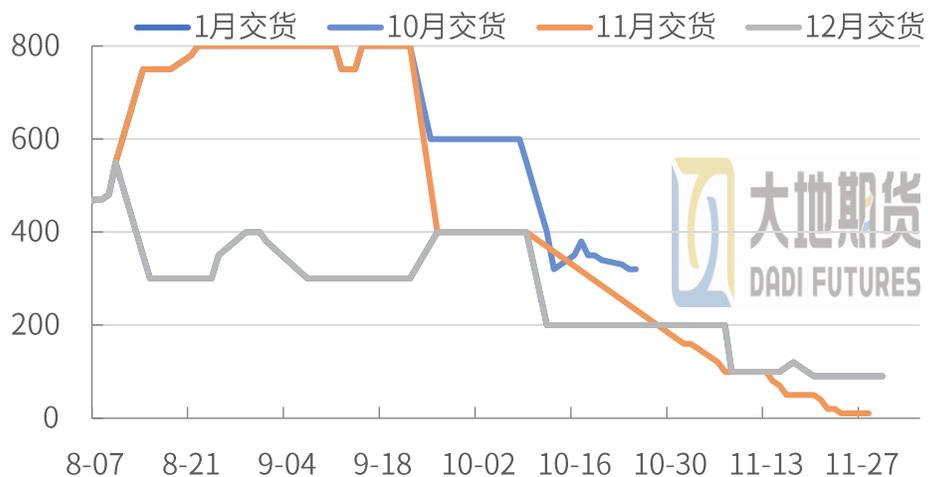
短期月差仍有正套支撑但空间偏小



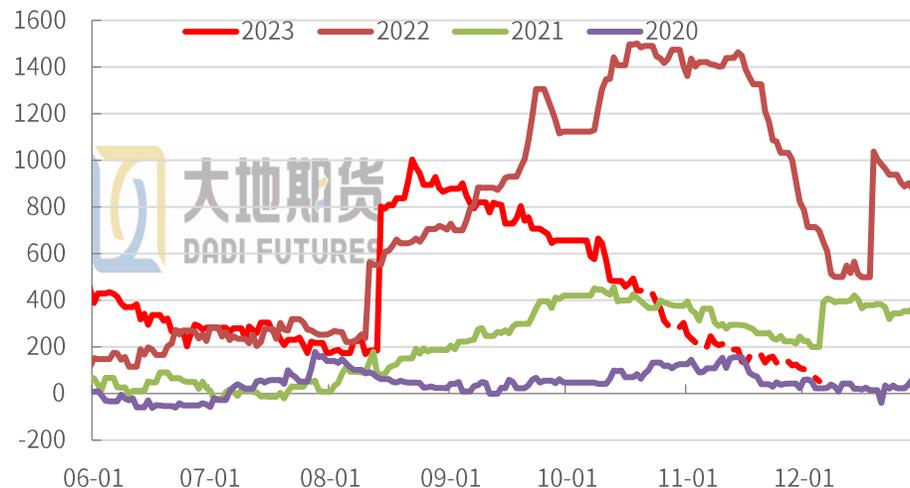
- **巴西美国分化加剧**：巴西出口旺季2-8月，年出口近1亿吨；美国出口旺季10-1月，年出口约4800万吨，分化加剧。24年月差预计仍有此底层逻辑支持。
- **短期月差正套仍有支撑**：1-2月大豆榨利差，采购慢，缺口严重，影响2-3月大豆的到港供应，短期仍支撑M1-5和M3-5月差。若采购好转，有反套机会和空间。M1-7和M3-7月差逻辑相似。2-3月短缺利好M01和M03，巴西天气好转和丰产预期利空M05及M07合约。
- 长期看，M2409更多在巴西供应丰富下，反应美国的天气市，一般易涨难跌，M7-9月差预估空间偏小。

巴西上市后基差或长期承压

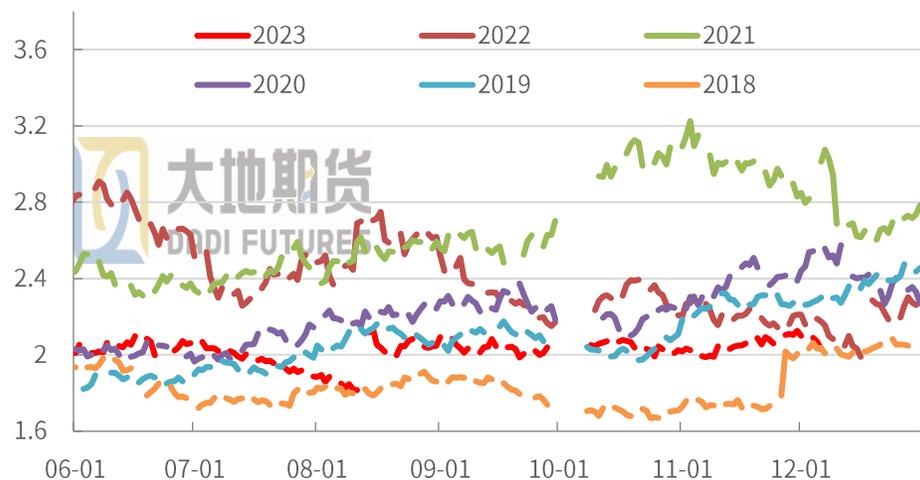
江苏油厂豆粕基差 (对M01)



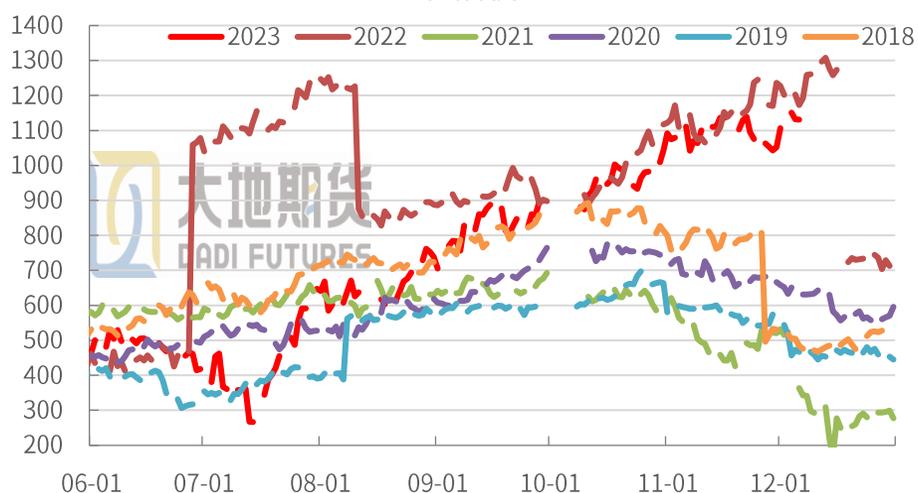
豆粕现货基差



油粕比



豆菜粕价差



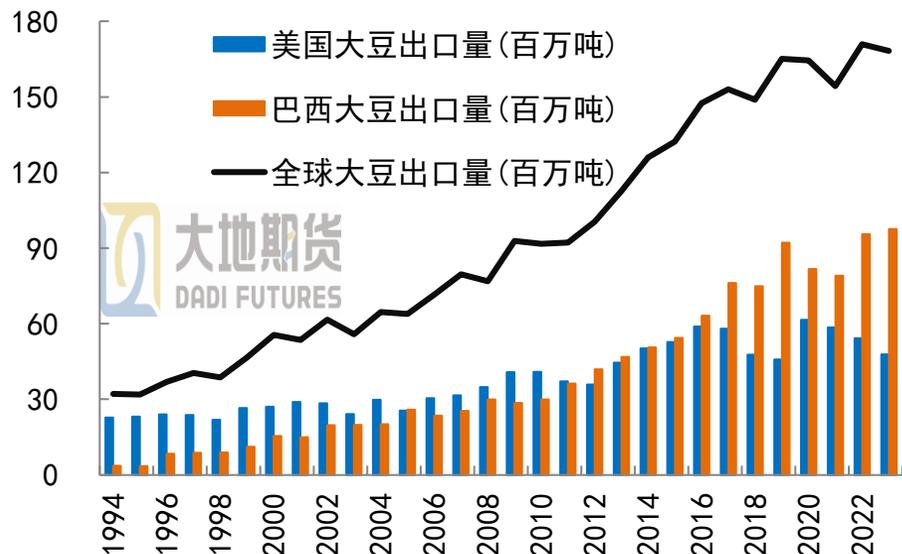
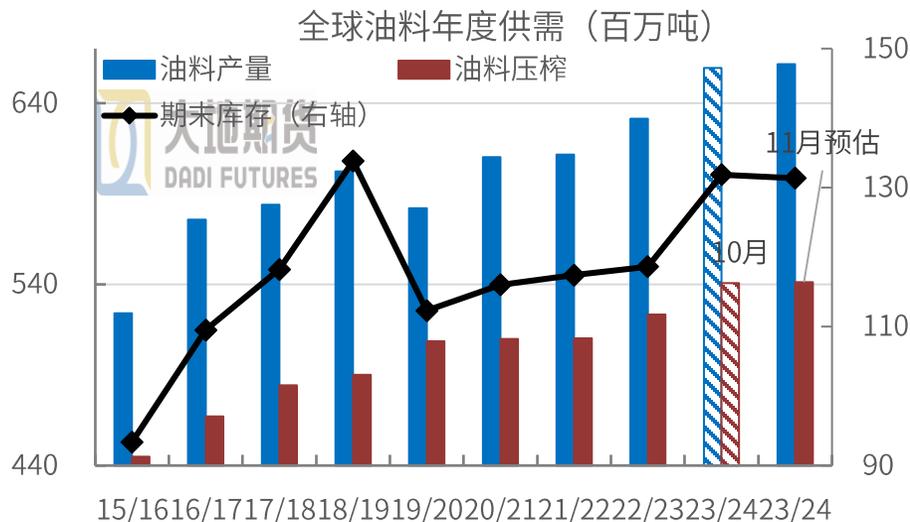
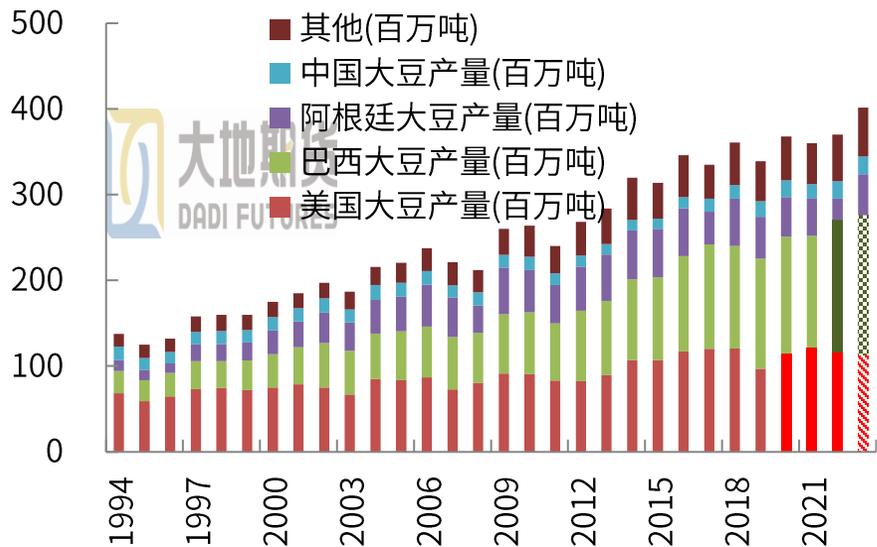
■ **豆粕基差**：2-3月供应偏紧，基差或有反弹，3月后预估供应宽松，基差或长期偏低。

■ **油粕比**：南美产量若兑现，明年豆粕价格重心或继续下移。关注05合约及之后做多油粕比的机会。

■ **豆菜粕价差**：今年杂粕和菜粕供应增加，尤其是菜粕进口增加，处于消费淡季，价差偏高，但短期没有做缩的逻辑。豆粕在蛋白粕中仍占主导地位。

24年预计大豆供应转宽松

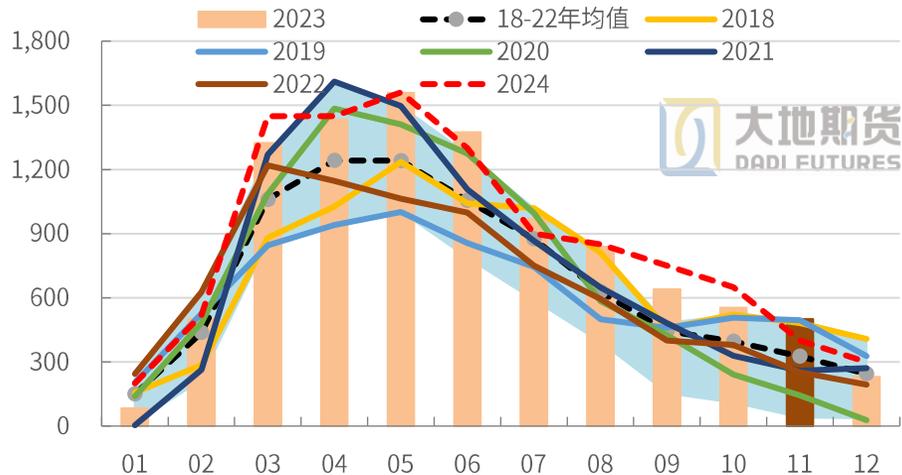
南美预计丰产改善24年大豆供应



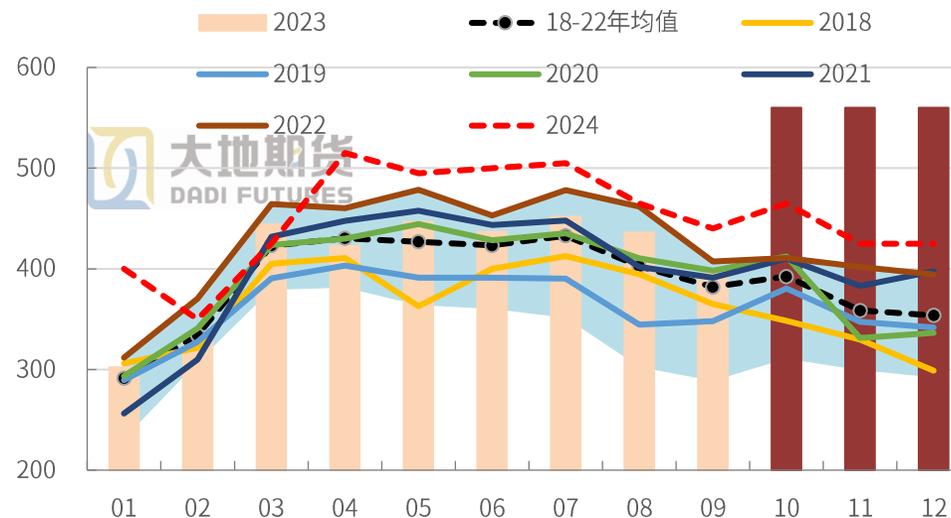
- 基于南美大豆产量乐观基础之上，预计23/24年度全球油料和大豆供应转宽松。
- 目前巴西10-11月产区偏干旱，或有减产可能。新作最快1月上市供应。
- 新作上市前，旧作供应依然偏紧。新作若丰产兑现，供应宽松，全球大豆类价格将承压下行。即便巴西小幅减产，依然难改变大豆供应转宽松的事实。

巴西23年旧作12-1月出口偏紧

巴西大豆月度出口预估 (万吨)



巴西大豆月度压榨预估 (万吨)



巴西大豆12月底大豆余量 (万吨)



- 23年旧作产量约1.57亿吨，目前农户卖货88.48%。23年1-11月累计出口大豆约9778万吨，年度约1亿吨。1-9月压榨大豆3664万吨，月均407万吨。Abiove预估年度压榨5350万吨，相当于10-12月需压榨1686万吨，月均562万吨，兑现难度大，因历史上月度压榨最多约500万吨；10-12月月均最高约400万吨。
- 目前预估今年12月底大豆库存551万吨，同比+180万吨。若压榨下调，预估库存或超700万吨，那么1月巴西大豆出口或有200多万的潜力。
- 目前中国1月对巴西大豆采购只有53万吨。

数据来源：Abiove，大地期货研究院

巴西24年供应整体偏宽松

2024年巴西大豆产量预估 (万吨)

| | | | | | | | | | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 期初库存 | 552 | | | | | | | | | |
| 面积 | 4,529 | | | | | 4,560 | | | | |
| 单产 (吨/公顷) | 3.10 | 3.30 | 3.40 | 3.51 | 3.59 | 3.10 | 3.20 | 3.40 | 3.50 | 3.58 |
| 产量 | 14,040 | 14,946 | 15,399 | 15,897 | 16,241 | 14,136 | 14,592 | 15,504 | 15,960 | 16,325 |
| 同比 | -1,422 | -516 | -63 | 435 | 779 | -1,326 | -870 | 42 | 498 | 863 |
| 出口预估 | 8,700 | 9,200 | 9,400 | 9,650 | 9,800 | 8,750 | 9,150 | 9,500 | 9,700 | 9,900 |
| 压榨预估 | 5,050 | 5,100 | 5,200 | 5,300 | 5,400 | 5,100 | 5,100 | 5,300 | 5,350 | 5,450 |
| 其他 | 250 | | | | | | | | | |
| 期末库存 | 592 | 1,198 | 1,351 | 1,499 | 1,593 | 838 | 894 | 1,256 | 1,462 | 1,527 |

单位: 万吨, 万公顷, 吨/公顷

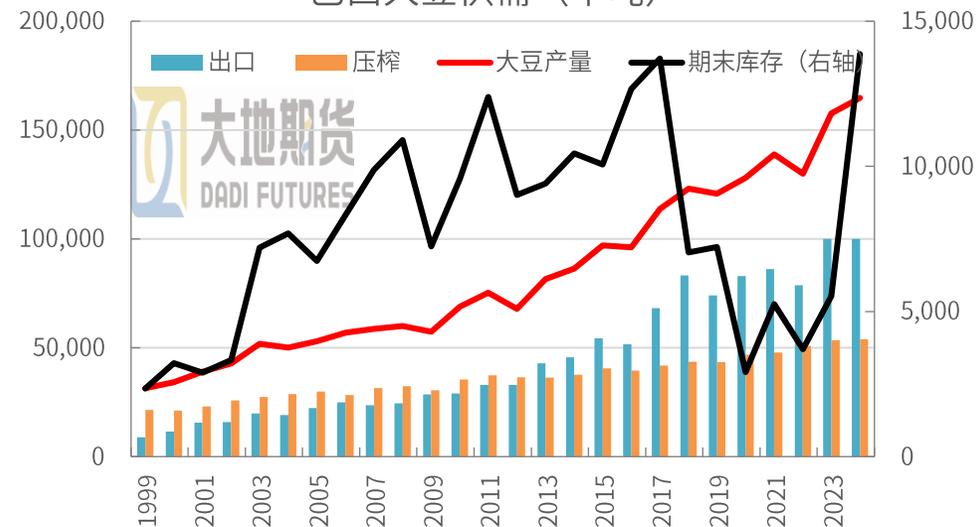
11月USDA预估23/24巴西面积4560, 单产3.6, 产量1.63亿, 出口9750万, 压榨5575万。

11月CONAB预估2023巴西面积4529.56, 单产3.586, 产量1.624亿

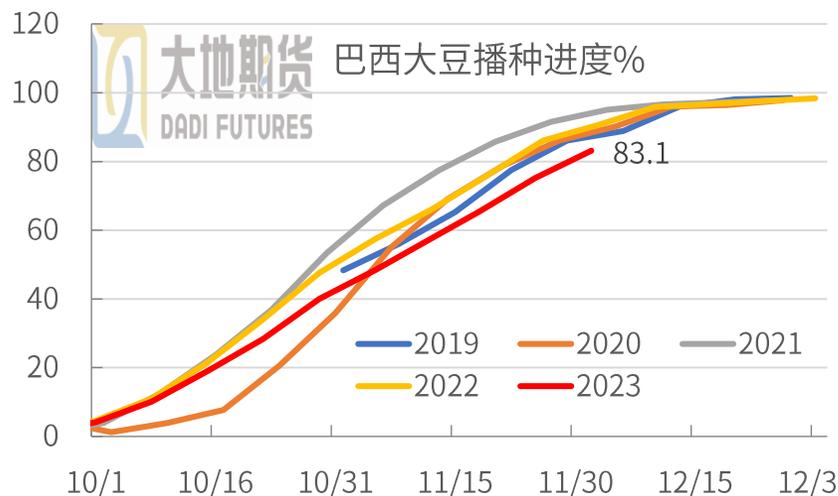
Abiove预估24年巴西产量1.647亿, 出口1亿, 压榨5400万

- 市场产量预估: 巴西产量预估区间大致在1.52亿-1.63亿吨。因10-11月天气偏差, 市场下调产量。不过12-1月天气依然很关键, 产量不确定性大。
- 假设减产至1.5亿吨, 巴西依然有能力出口9200-9300万吨大豆, 对华约占70%或6400万吨, 出口量依然庞大。
- 假设减产至1.4亿吨, 单产约3.1吨/公顷, 属于严重灾年。这时候巴西出口能力下滑, 库存大概率维持紧张水平。

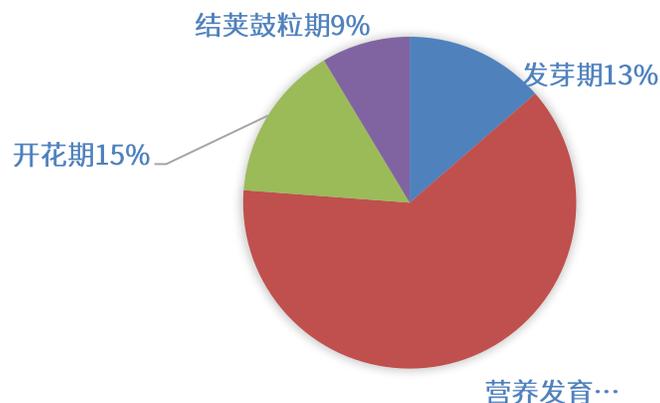
巴西大豆供需 (千吨)



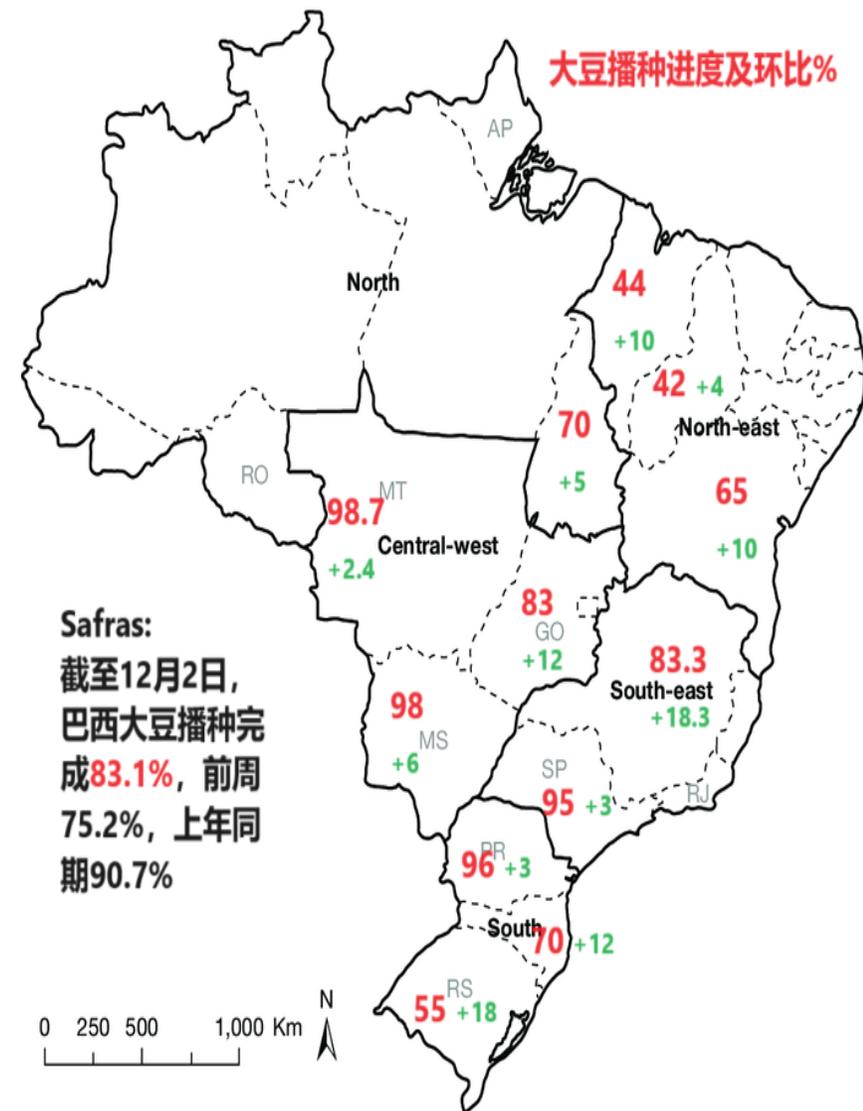
巴西新作大豆播种偏慢



巴西大豆生长进度 (20231202)

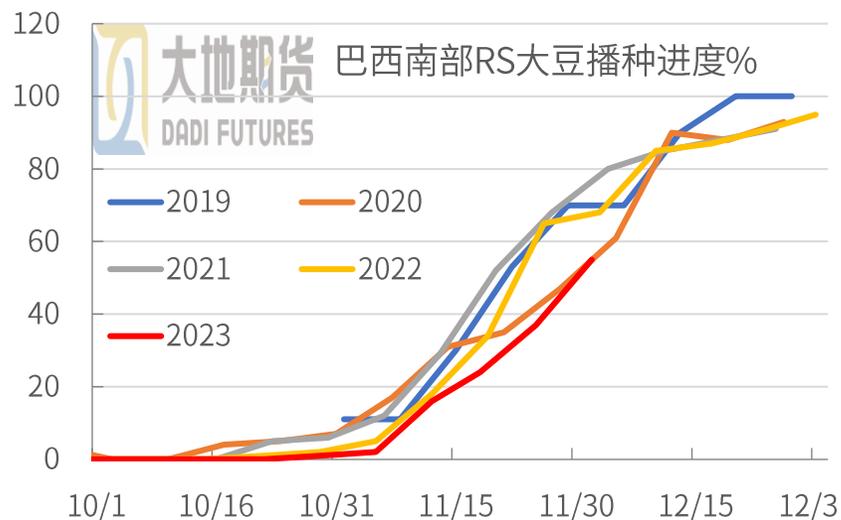
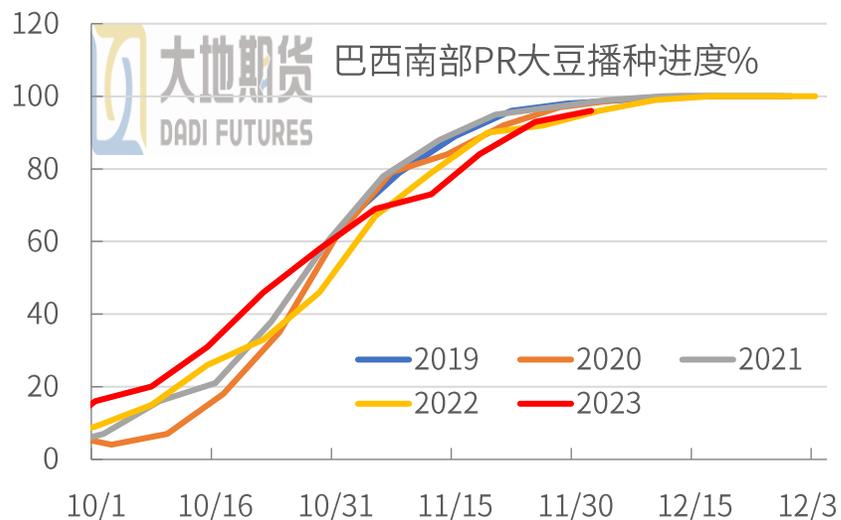
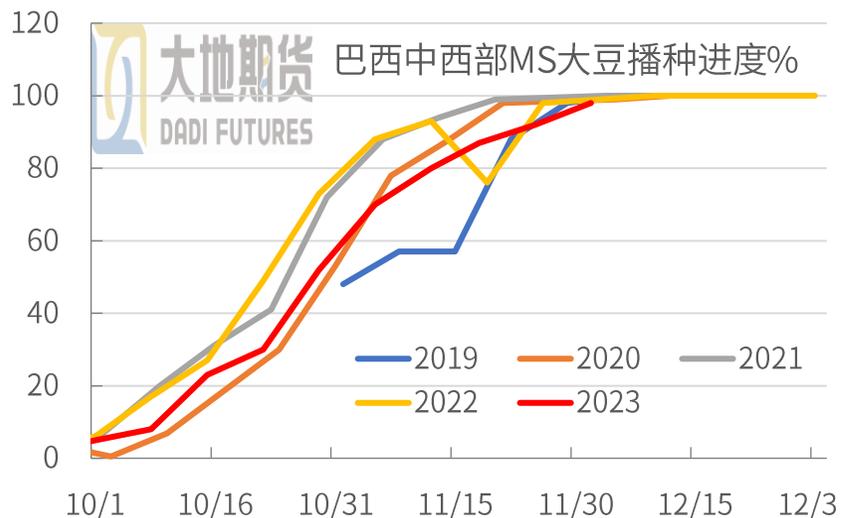
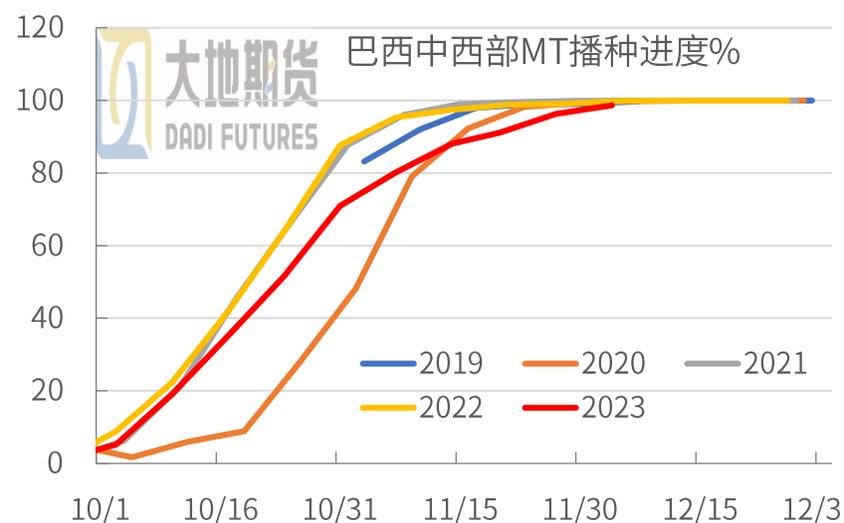


- Safras: 截至12月2日, 巴西播种完成**83.1%**, 前周75.2%, 上年同期90.7%, 四年均值约90%。
- 东南部MG: 降雨恢复, 种植进度加快, 土壤水分改善也有利于作物生长恢复。
- 东北部的MA: 降雨增加, 但种植仍然不规则。PI: 由于缺乏显著的降雨, 播种进展甚微。BA: 播种跟随降雨进行。
- 北部PA: 天气条件依然不利。
- **生长进度**: 目前发芽期占9.6%, 生长期占62%, 开花期占18.9%, 结荚期占9.2%。



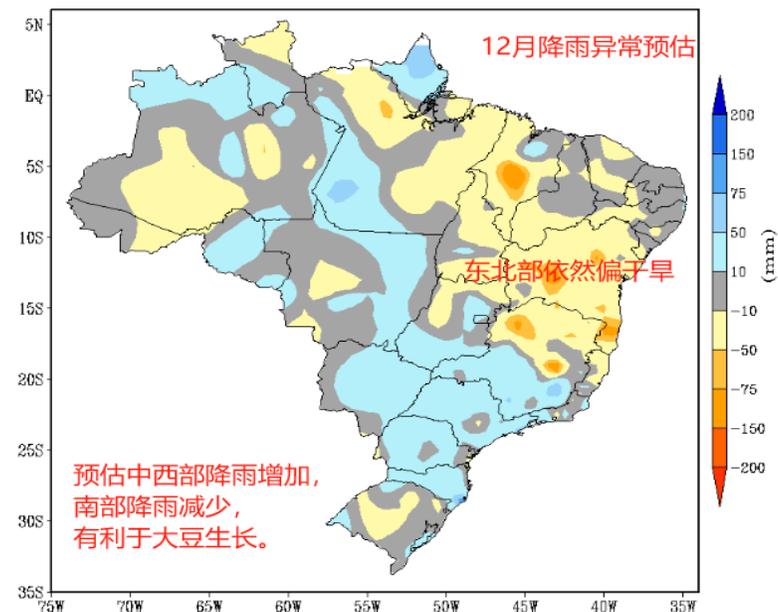
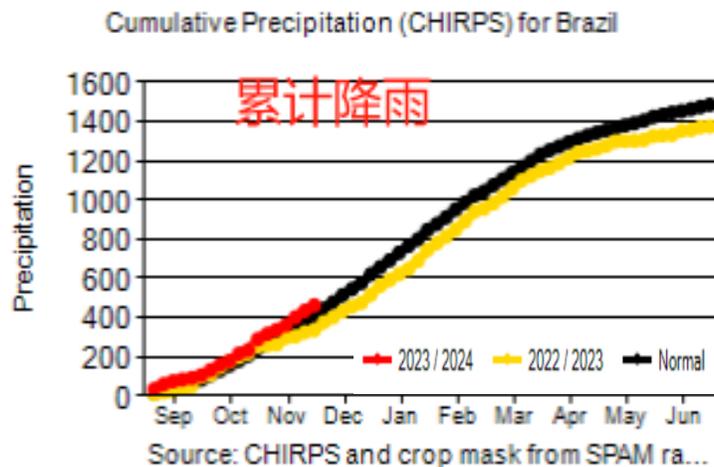
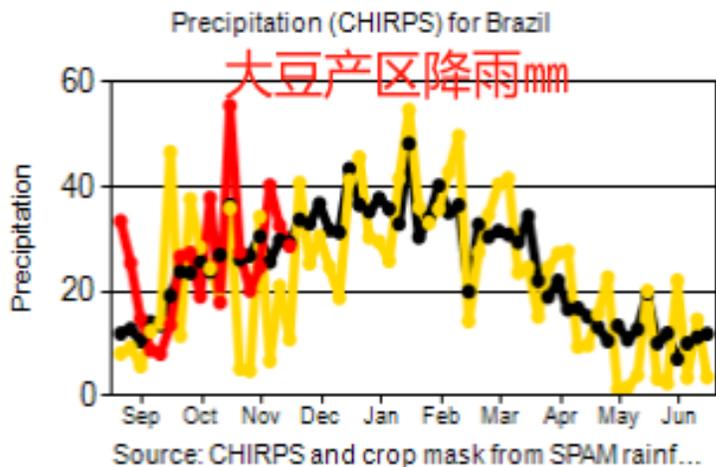
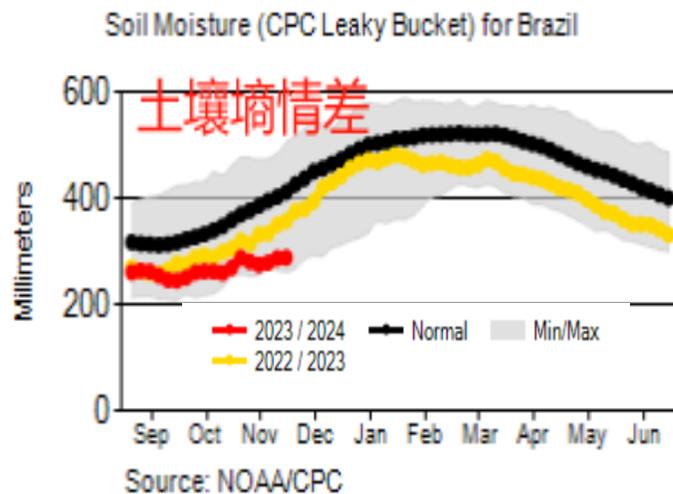
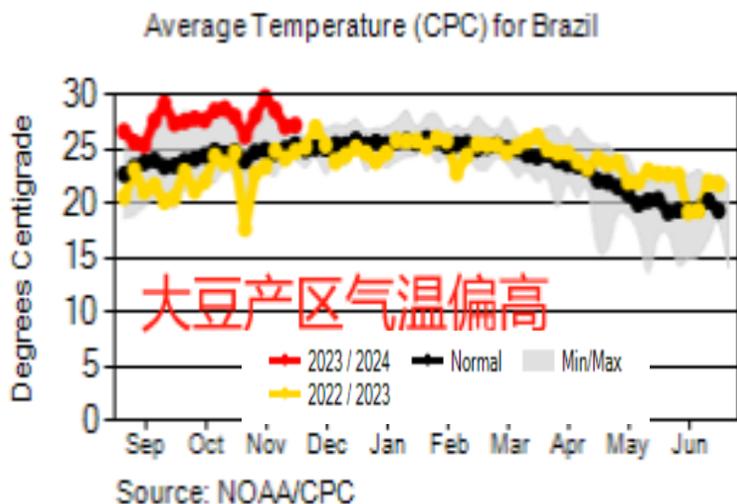
数据来源: Safras, 大地期货研究院

中西部和东南部播种进入尾声



- 中西部和东南部播种进入尾声，东北部和南部播种偏慢。
- **中西部**：MT播种基本完成，降雨不足已经影响该州几个地区的大豆生长。GO和MS：降雨恢复，种植进度加快，土壤水分增加有利于重新播种，作物的生长状况有所改善。
- **南部**：RS天气转干，周度播种进度增加18个百分点，但仍低于上年同期。PR：降雨阻碍播种和生长。
- 中西部一般播种最早，收获最快。MT一般1月最早进入收割。今年播种慢，或导致收割延误，进而导致2-3月的巴西大豆出口供应，**进而影响中国2-3月巴西新豆的到港。**
- 目前中国采购2月巴西豆近300万吨，3月463万吨。

12预估天气条件较好



- 巴西南部多雨潮湿，北部干旱少雨，气候条件偏差。
- 中西部大豆主产区，大面积降雨不规则，气温偏高，雨量较小，土壤含水量差，不利于大豆的播种和生长。12月大豆需水量高，对大豆产量影响大，需要持续关注降雨能否改善。
- 目前预估12月中西部和南部天气条件较好。

数据来源：USDA，INMET，大地期货研究院

阿根廷产量恢复概率大



23/24年度阿根廷大豆产量预估 (万吨)

| | | | | | | | | |
|----|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 面积 | 1640 | | | | 1730 | | | |
| 单产 | 2.7 | 2.9 | 3.1 | 3.3 | 2.7 | 2.9 | 3.1 | 3.3 |
| 产量 | 4428 | 4756 | 5084 | 5412 | 4671 | 5017 | 5363 | 5709 |

阿根廷单产受天气影响大，正常情况下的单产水平约3吨/公顷，表现好的时候能达到3.2-3.3。

近五年面积平均为1613万公顷，单产2.7吨/公顷。

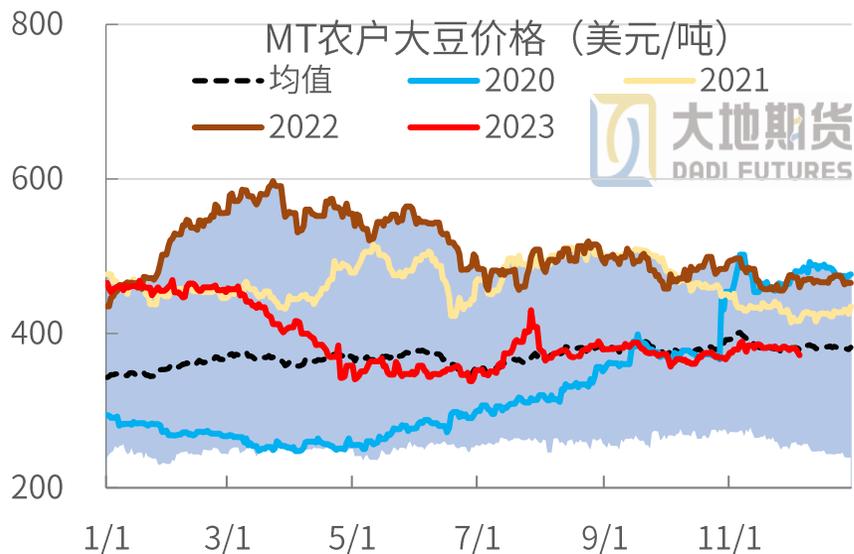
USDA预估23/24预估面积1640万吨，单产2.9吨/公顷，产量4800万吨。

阿根廷农业部预估新作面积1730万公顷，单产2.89吨/公顷，产量5000万吨。

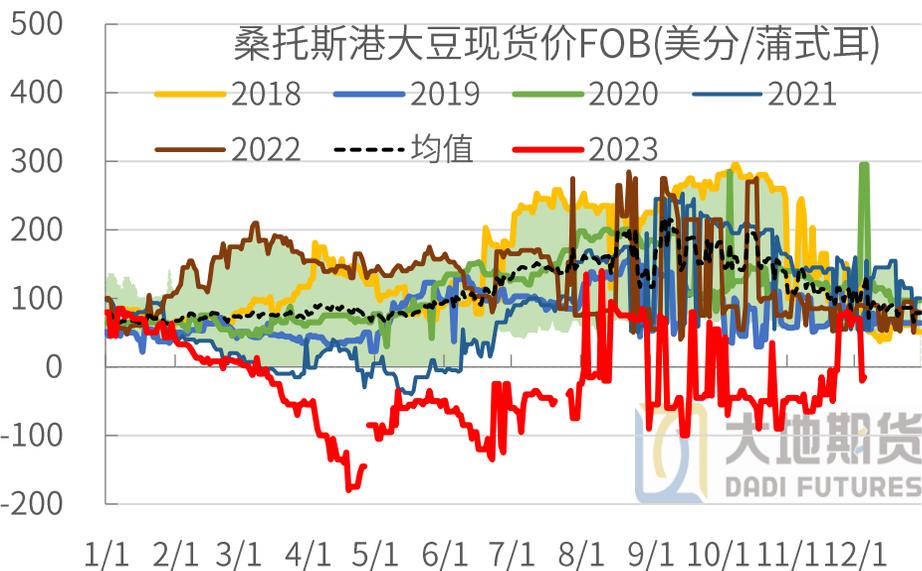
- 阿根廷新作大豆预估产量恢复，USDA 预估恢复至2800万吨，阿根廷农业部 预估产量恢复至5000万吨。
- 目前阿根廷天气整体较好，大豆播种正 常，截至11月29日，大豆播种已经完 成43.8%。
- 厄尔尼诺现象持续，正常情况下利多巴 西南部和阿根廷的降雨增加，因此当前 市场对阿根廷产量并不担心。还是需要 关注12-1月阿根廷的天气情况，对单产 影响偏大。

数据来源：USDA，阿根廷农业部，大地期货研究院

巴西旧作报价坚挺，新作价格承压



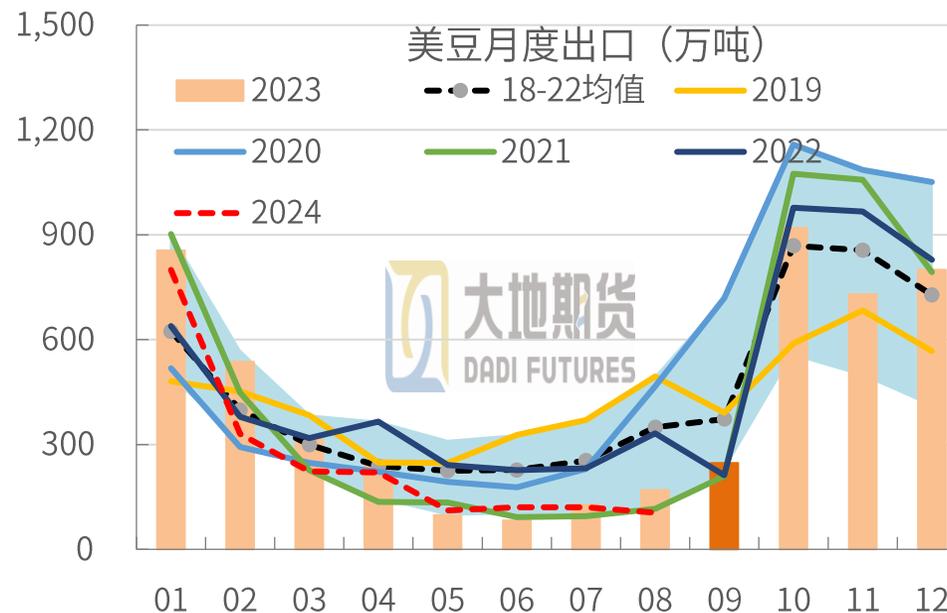
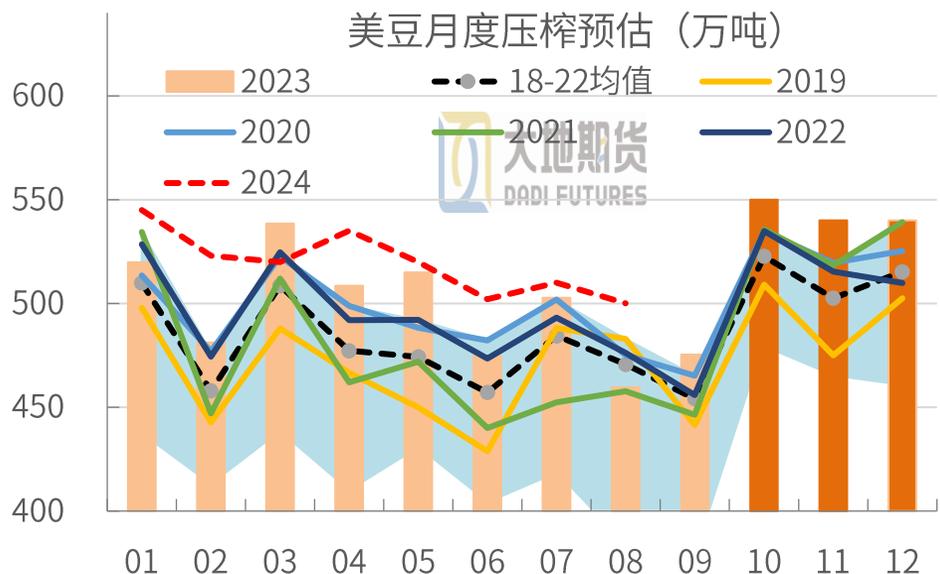
■ 旧作基差报价：旧作农户销售进度偏慢，国内供应日渐减少，价格稳定偏强。关注巴西天气改善下旧作价格是否有松动，影响1-2月旧作对中国的出口量。



■ 新作基差报价：新作预估1月进入收割，2-3月不断上市。因对南美产量乐观，全球供应增加大于需求，不断累库预期下，明年巴西新作报价承压。目前仍处于弱势震荡行情之中。

美国：23/24预估持续紧平衡

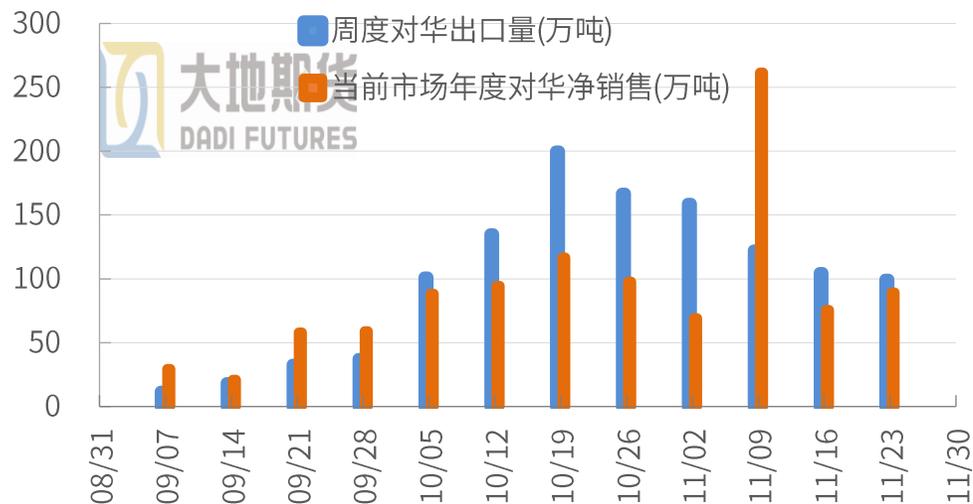
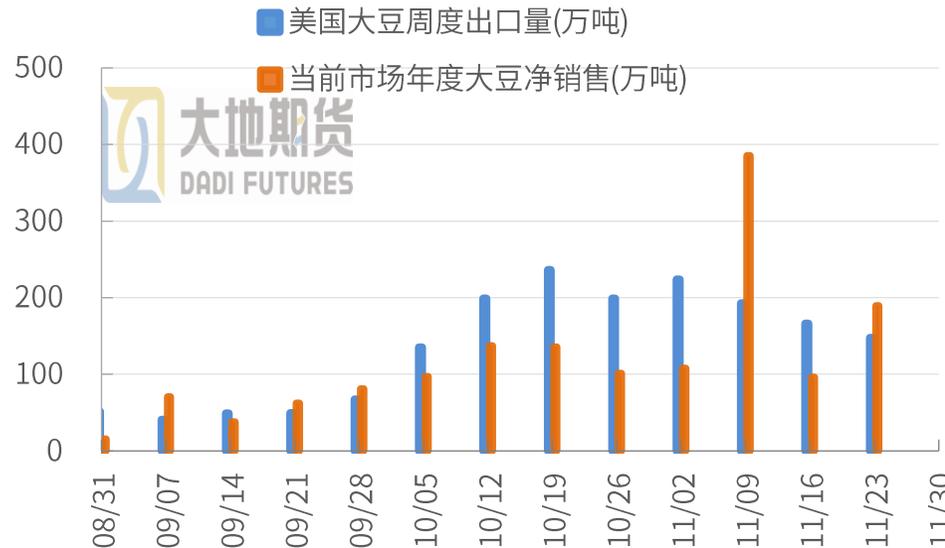
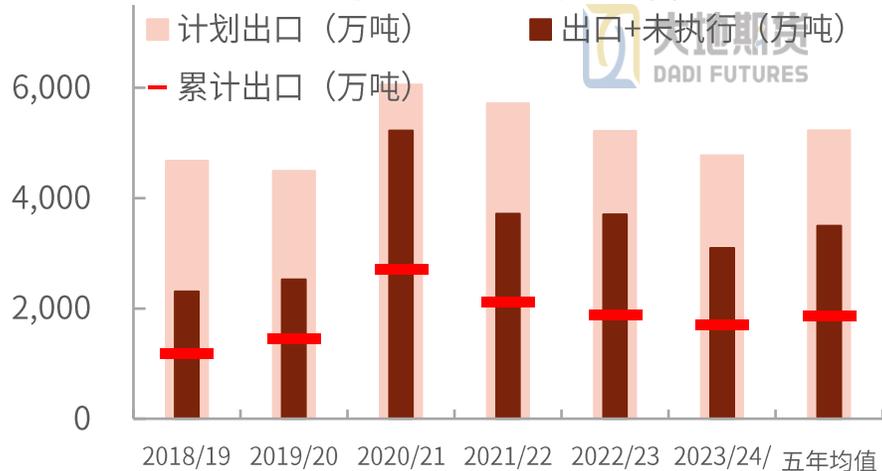
23/24年度大豆系供不应求



- 大豆：因面积和单产的双跌，23/24年度美豆供应紧张，出口大幅减少，在新作上市前，紧张情况无法缓解。
- 美豆油：生柴利好国内消费，美豆油出口份额被挤压，压榨被提振。
- 美豆粕：阿根廷减产，美豆粕出口需求增加。
- 美豆压榨利润较好，全美国大豆系供应偏紧，支撑行情。

23/24年度大豆销售偏差

截至11月16日美豆出口销售



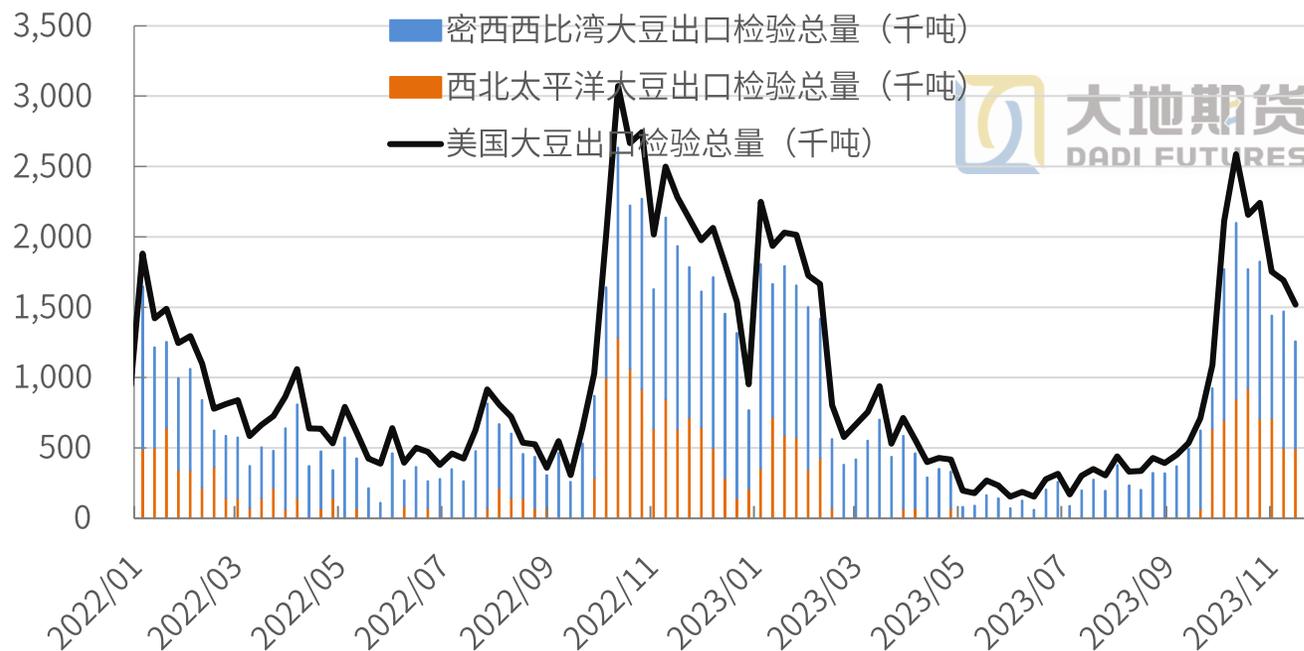
- 上周美豆销售190万吨，近七周平均周度销售大豆165万吨，平均周度出口195万吨。
- 截至11月23日当周，累计出口新作1706万吨，未执行1390万吨，**出口+未执行3095万吨**，约占年度出口计划4776万吨的**65%**，上年同期71%，五年均值67%。
- 对华销售差：迄今23/24累计对华出口**1188万吨**，近七周平均约141万吨。对华未执行510万吨，出口+未执行**1698万吨**，上年同期2260万吨，同比偏慢。

美豆对华出口粗略预估

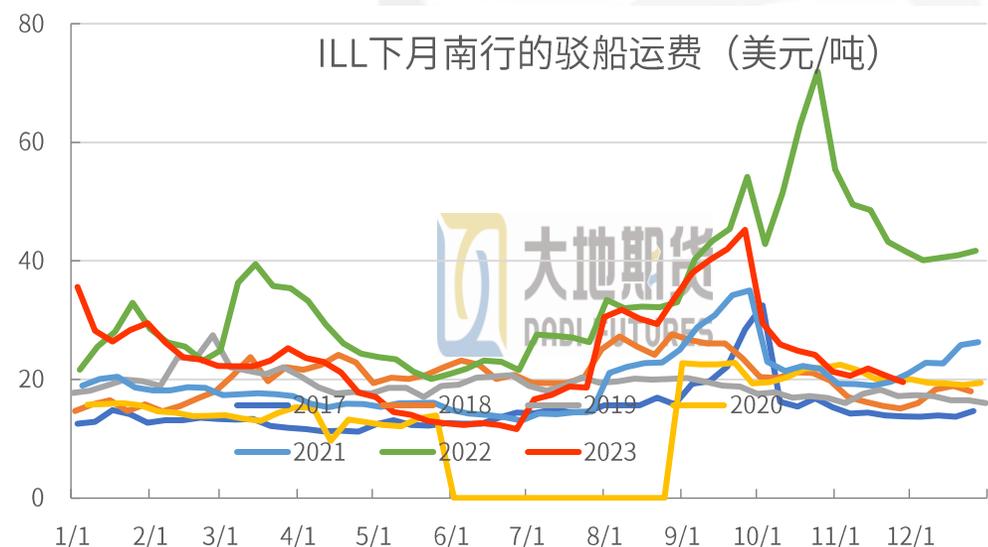
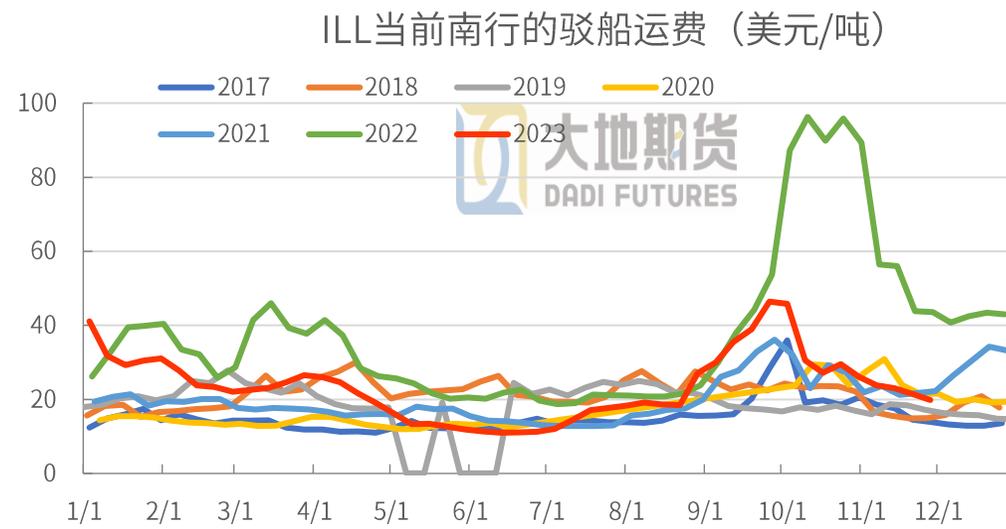
| | 美国大豆出口流向（万吨） | | | | | | | | | | |
|-----------|--------------|-------|-----|-----|-----|-----|-------|-------|-------|-----------|-------|
| | 总出口 | 中国 | 墨西哥 | 埃及 | 印尼 | 日本 | 其他 | 中国占比 | 五国占比 | 四国合计(除中国) | 四国占比 |
| 2016/17 | 5,812 | 3,615 | 367 | 81 | 230 | 214 | 1,307 | 62.2% | 77.5% | 891 | 15.3% |
| 2017/18 | 5,635 | 2,768 | 423 | 244 | 242 | 215 | 1,742 | 49.1% | 69.1% | 1,125 | 20.0% |
| 2018/19 | 4,677 | 1,337 | 492 | 270 | 244 | 244 | 2,090 | 28.6% | 55.3% | 1,250 | 26.7% |
| 2019/20 | 4,493 | 1,627 | 462 | 380 | 222 | 227 | 1,575 | 36.2% | 64.9% | 1,291 | 28.7% |
| 2020/21 | 6,057 | 3,536 | 472 | 278 | 232 | 211 | 1,328 | 58.4% | 78.1% | 1,193 | 19.7% |
| 2021/22 | 5,719 | 3,022 | 545 | 408 | 181 | 241 | 1,322 | 52.8% | 76.9% | 1,375 | 24.0% |
| 2022/23 | 5,343 | 3,152 | 463 | 115 | 188 | 239 | 1,186 | 59.0% | 77.8% | 1,005 | 18.8% |
| 2023/24迄今 | 3,095 | 1,698 | 291 | 218 | 54 | 104 | 730 | 54.9% | 76.4% | 667 | 21.6% |
| 5年均值 | 5,258 | 2,535 | 487 | 290 | 213 | 233 | 1,500 | 47.0% | 70.6% | 1,223 | 23.6% |

- 23/24年度美豆预估年度出口4776万吨，迄今出口+未执行共3095万吨，其中约55%出口到中国，约22%出口到墨西哥、埃及、印尼和日本。五个主要的出口目的地共占比约76%，比较符合过去三年的出口现象。
- 假设中国年度占比55%，目前预估出口4776万吨，那么对华年底出口约2627万吨，目前累计出口1188万吨，未执行510万吨，出口+未执行1698万吨，剩余年度可售约**929万吨**，可对华出口约**1439万吨**。
- 12月预估对华出口约300万吨。保守估计1-3月累计对华的可出口量约880万吨，4-8月对华出口约200万吨。
- 迄今12月采购美豆约230万吨，1-3月对美国的采购量已经完成约600万吨，粗略推算，**还能采购量约280万吨**。
- 目前中国1月待采约110万吨，2月待采约320万吨，3月待采约600万吨。

美国驳船运费区域稳定



- 美豆出口检验：近两三美湾和美西的出口明显回落，近三周美湾平均周度出口大豆82万吨，美西57万吨。Q3的大部分时间里，密西西比河的低水位引发船只吃水和拖拽的严格限制，**进而导致驳船供应减少**。美国**出口销售偏低**，全球散货运输需求也比较疲软。
- 驳船运费继续下降至正常水平：9-10月因水位偏低引发运力担忧，驳船运费上涨。但国庆后运费持续下降，目前已经恢复至历史同期正常水平。



数据来源：USDA，大地期货研究院

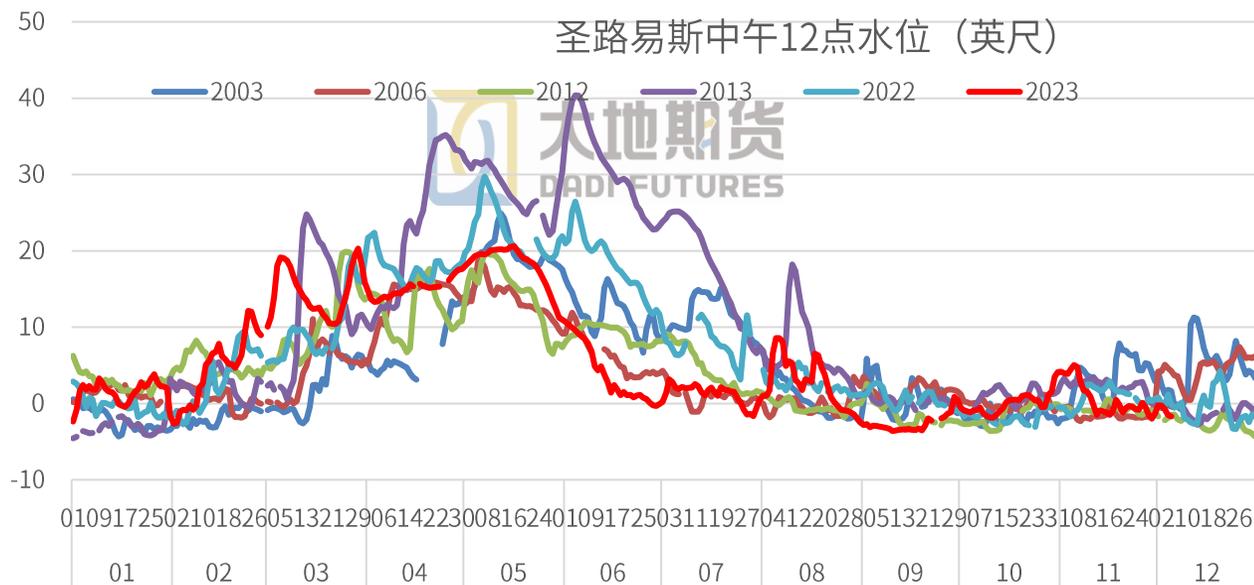
巴拿马、美国和巴西相关水位偏低影响运输



■ 从密西西比河到巴拿马运河，再到巴西北部亚马逊河，今年的干旱导致水位极低，预期水位恢复缓慢，扰乱农业运输和贸易。

■ 全球每年海上贸易量约35%通过巴拿马运河，巴拿马运河也是美国农产品出口到亚洲的重要路线。2022年，美国出口的大豆，超过26%的比例通过巴拿马运河，主要是运往亚洲。因为当前水位偏低，运量下降，等待时间较长，已经有一部分美湾的谷物已经放弃巴拿马运河，选择苏伊士运河，这种趋势可能持续到巴拿马干旱消退。

■ 美国农业运输严重依赖密西西比内河水系，每年有驳船向南运送大豆和玉米等商品作物。干旱导致从圣路易斯到孟菲斯的密西西比河水位较低，影响运量。



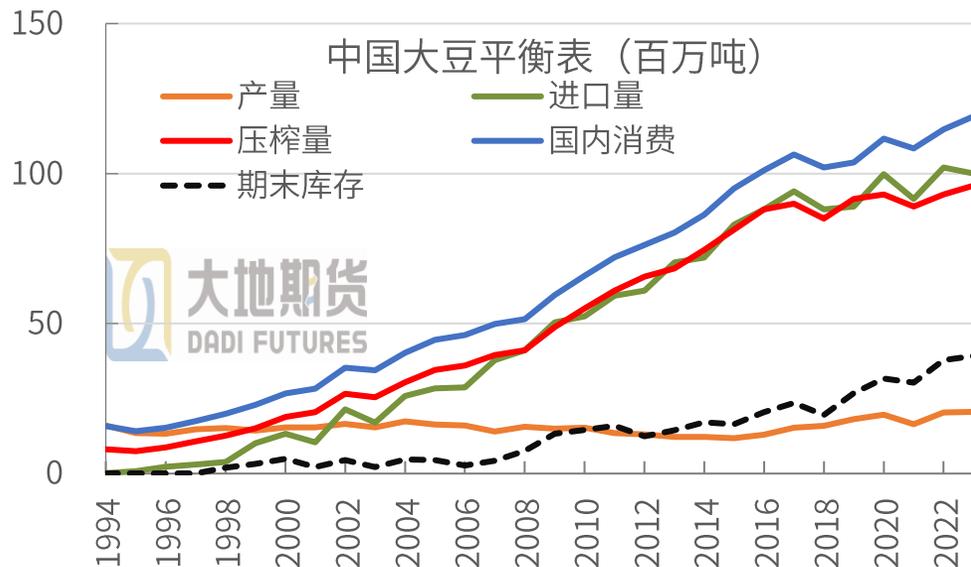
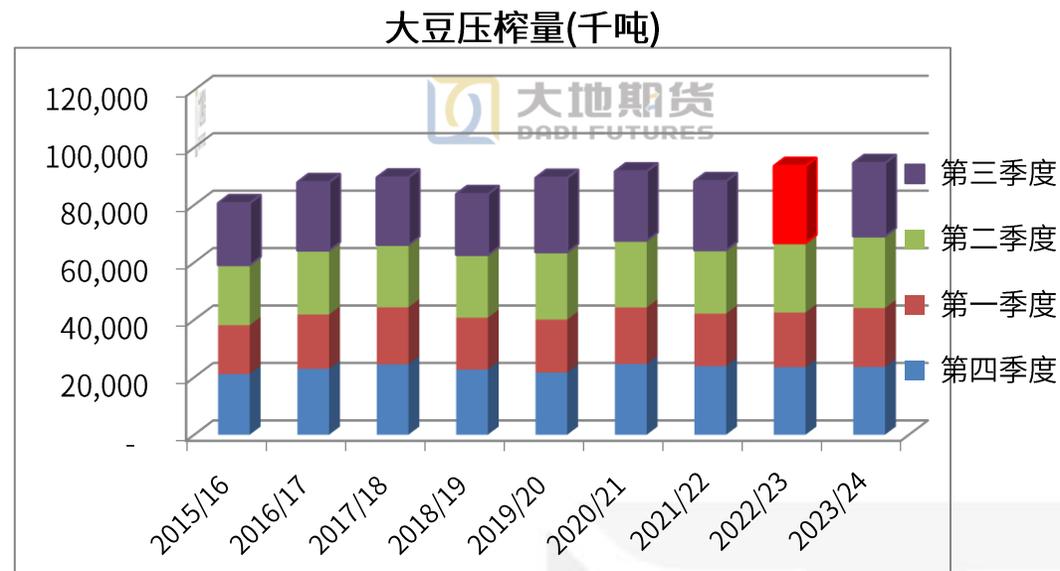
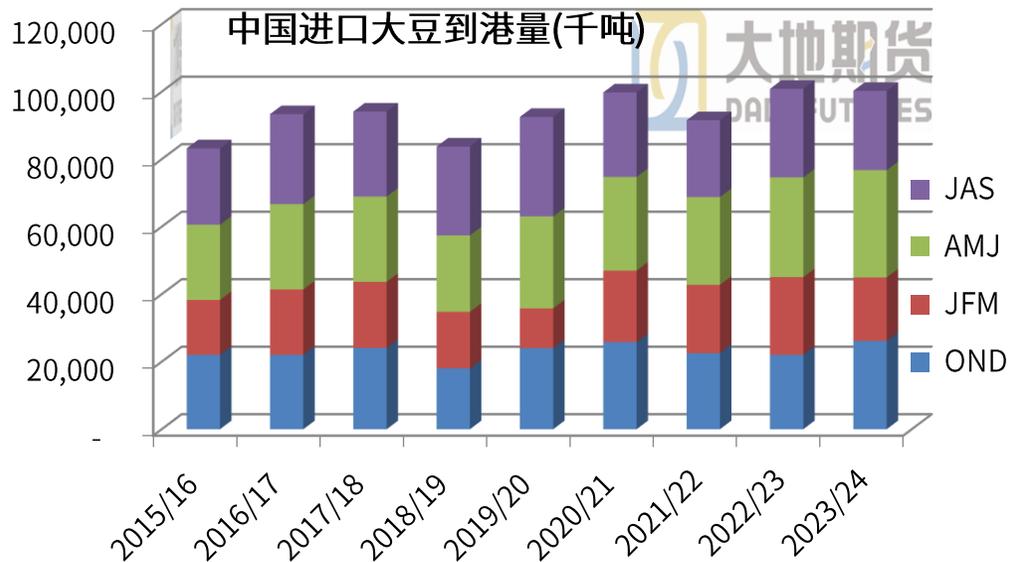
水位不佳增加运输难度



- 极端气候不但影响作物生长，还增加内陆河海运的运输困难，此外，还影响海运费的变化。
- 进入9月，BDI指数开启上涨，9月初为1065,10月初涨至1737,11月初继续上涨至1401。目前继续上涨至3143，增加了运输成本。
- 旧作大豆出口报价震荡偏弱，承压于新作天气改善和丰产预期。目前美豆近月FOB报价500美元/吨，巴西报480美元。

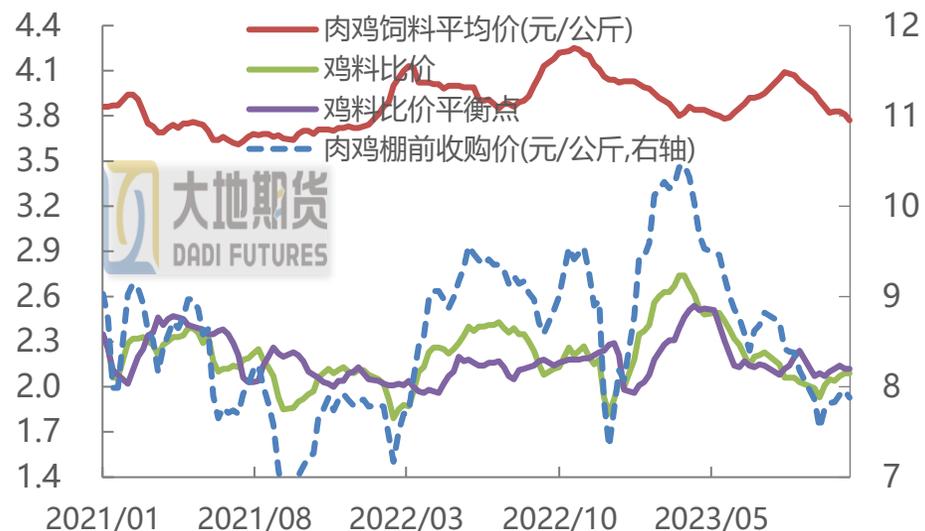
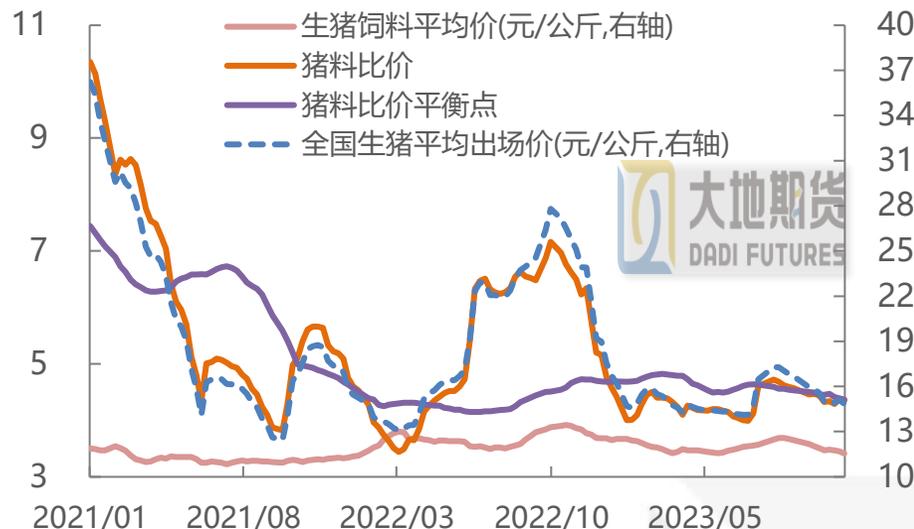
中国：熬过黎明前的黑暗时刻

23/24大豆进口和压榨增长缓慢



- 2000年以来中国大豆进口和压榨量不断增加，近五年随着猪瘟疫情、中美贸易关系、极端天气导致上游供应紧张等问题，中国大豆进口量增速放缓。22/23年度进口大豆1亿吨，预估23/24年度进口增量有限，年度进口约1亿吨。
- 因进口增量有限，国内养殖业严重亏损还在持续，预估23/24年度大豆压榨同比增加只有1%，豆粕消费同比增加约2%。

养殖亏损或将持续

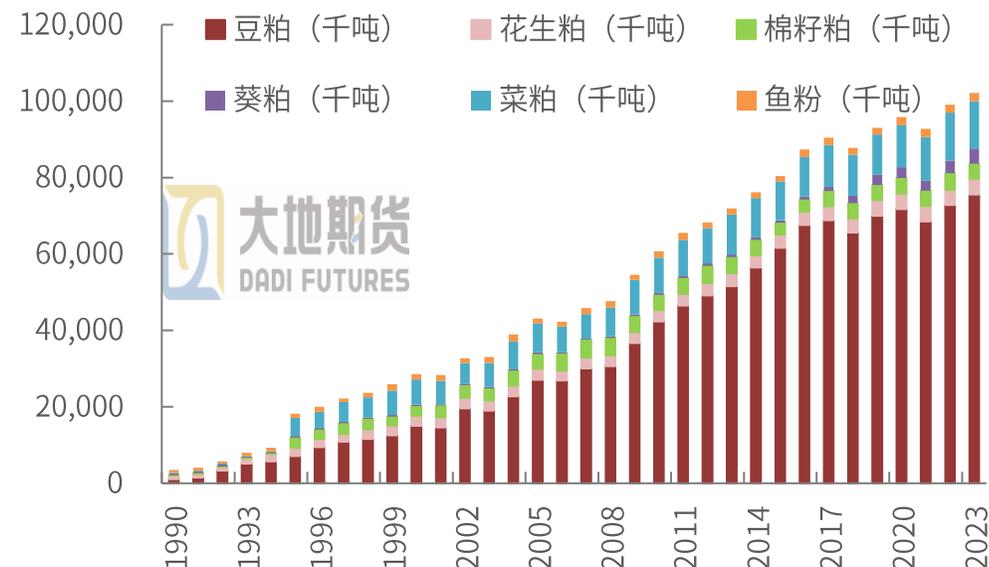


- 今年养殖业普遍亏损，尤其是肉类（生猪、肉鸡肉鸭、牛羊肉、鱼虾等）养殖亏损严重。一是供应增加，第二是成本高昂不下。随着养殖亏损的持续，资金紧张或导致高价豆粕的添加比例不断下调，进而不利于豆粕的消费。

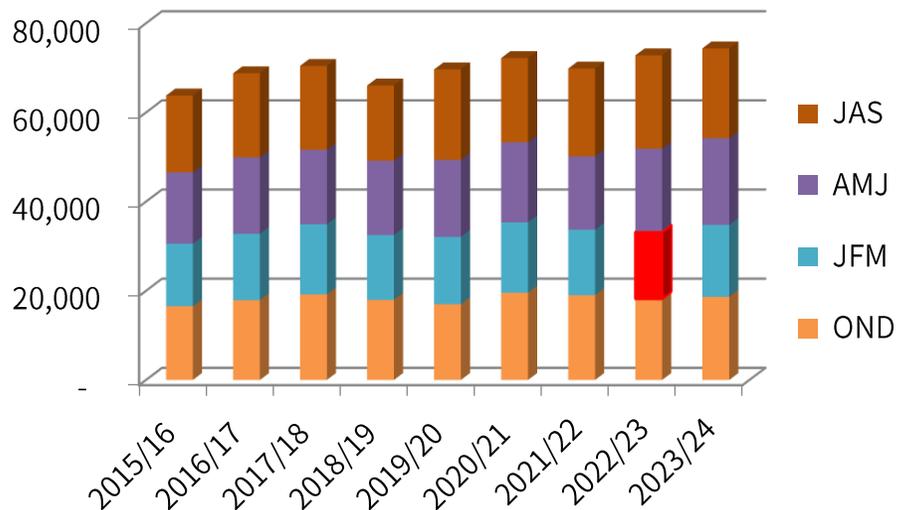
国内豆粕消费年度预估增加

| 国粮中心饲料用量预估 (千吨) | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| | 21/22 | 22/23 | 23/24 | 同比% |
| 豆粕 | 71,000 | 73,550 | 76,100 | 3.47 |
| 菜籽粕 | 11,860 | 13,450 | 13,600 | 1.12 |
| 花生粕 | 3,360 | 3,400 | 3,390 | -0.29 |
| 棉籽粕 | 3,930 | 4,245 | 3,930 | -7.42 |
| 葵花粕 | 2,050 | 3,050 | 2,600 | -14.75 |
| 合计 | 92,200 | 97,695 | 99,620 | 1.97 |

| 国粮中心饲料产量预估 (千吨) | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|-------|
| | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 同比% |
| 配合饲料 | 270,171 | 280,212 | 288,025 | 2.79 |
| 浓缩饲料 | 15,511 | 14,262 | 13,261 | -7.02 |
| 添加剂与混合 | 6,631 | 6,522 | 6,393 | -1.98 |
| 饲料产量 | 293,443 | 302,234 | 309,015 | 2.24 |

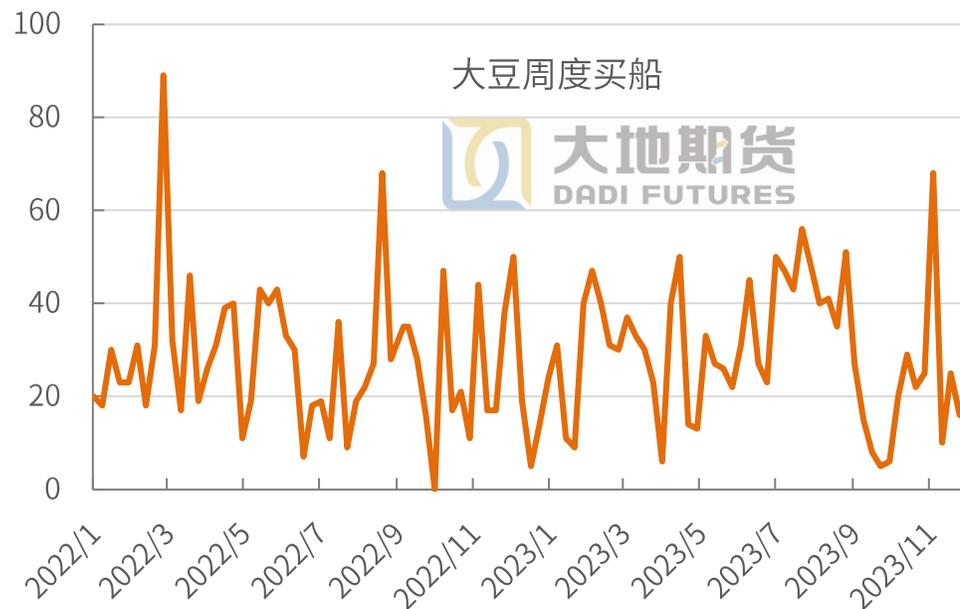
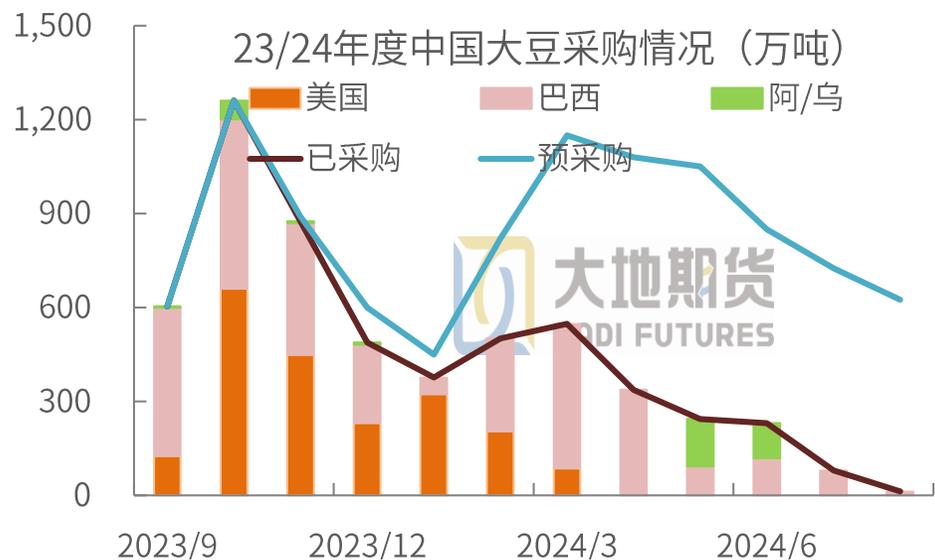


豆粕消费量(千吨)



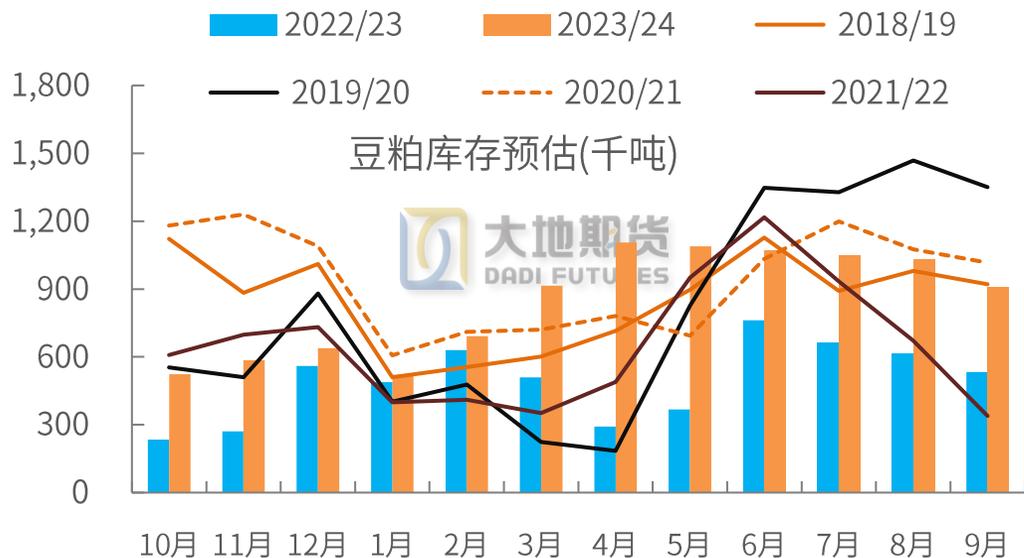
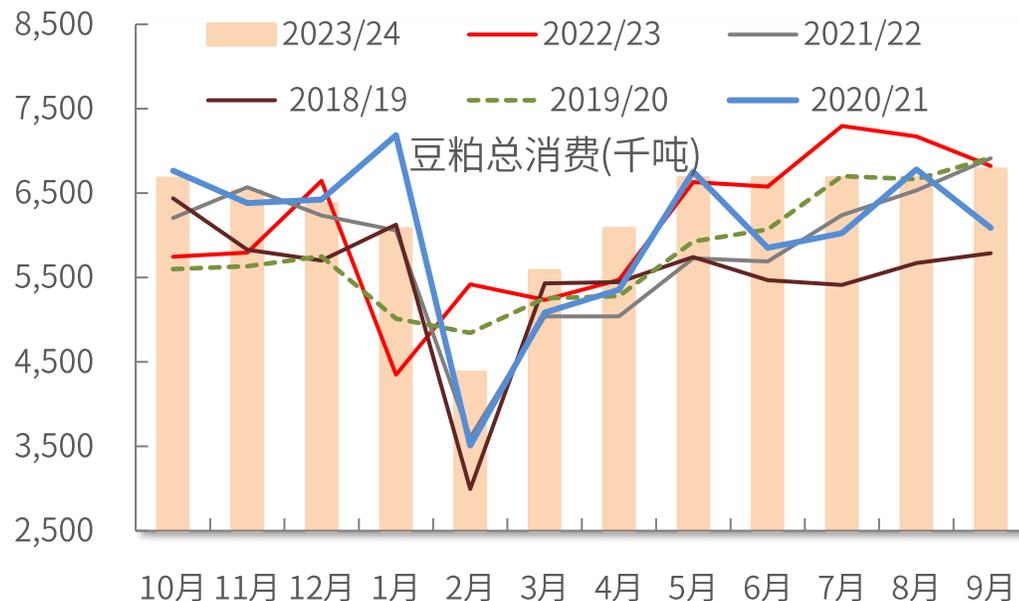
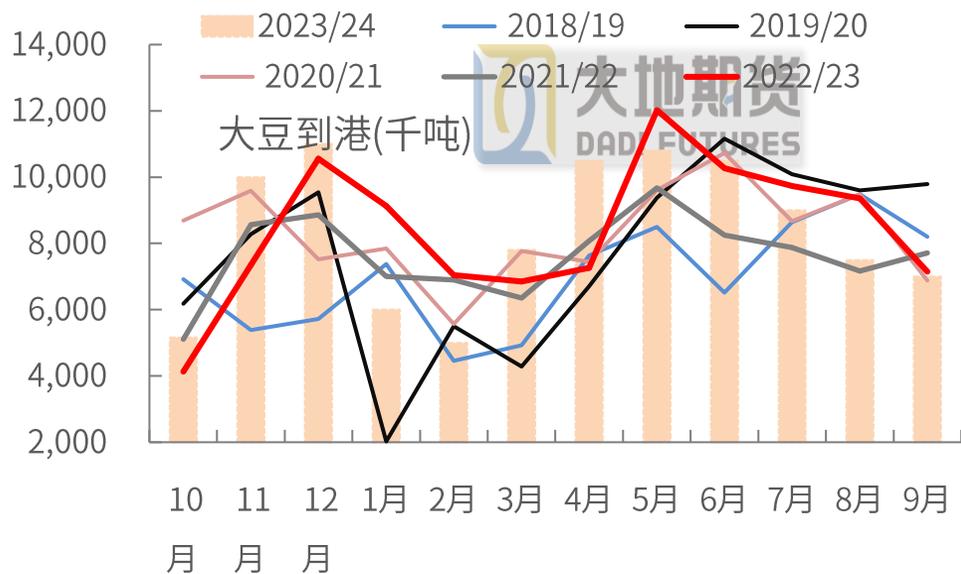
- 因大豆进口增速放缓，养殖业长期亏损不利于豆粕消费，初步预估23/24年度全国豆粕消费同比增加**2%**，低于USDA预估的**3.86%**的增速。
- USDA预估23/24年度6种主要蛋白粕合计消费1.02亿吨，同比+3.17%，低于22/23年度的6.75%。其中预估葵粕同比+21%，鱼粉+7%，棉粕-9%，花生粕+2%，菜粕-1.8%。
- 国粮中心预估23/24年度豆粕消费同比+**3.47%**，略低于USDA预估。

国内大豆采购差导致2-3月供应仍有缺口



- 12月完成大豆采购488万吨，1月目前采购完成376万吨，2月完成500万吨。
- 因榨利差，油厂采购慢的现象长期持续，2-3月到港的缺口迟迟得不到解决，现货供应仍是严重问题，支撑M1-5和M3-5豆粕的月差偏强。
- 11-12月大豆到港较为宽松，1月虽然到港少，但供应不成问题。但2-3月因上游采购少（1-2月预计采购1250万吨，已采880万吨，待采370万吨），供应难题仍不好解决。
- 1-2月巴西旧作偏少，中国采购主要依赖美国。还需要关注巴西新作上市出口节奏。

3月后预估国内供应充足至宽松



- **大豆到港**: 正常情况下, 最晚4月巴西大豆将大量到港, 4-10月巴西到港量丰富, 中国大豆供应预计宽松, 基差或长期偏弱。
- **豆粕消费**: 虽然养殖亏损, 豆粕消费市场信心差, 但Q4是传统消费旺季, 刚需仍在, 预估11-1月豆粕消费月均630万吨。
- **豆粕库存**: 12月豆粕库存预计持续宽松, 1月预估仍有70万左右。2月春节, 库存或明显回落。3月后随着巴西供应的增加, 国内豆粕库存预估长期处于正常至宽松状态。

数据来源: 大地期货研究院

本报告由大地期货有限公司撰写，报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或暗示。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保或保证。本公司对于报告所提供信息所导致的任何直接的或间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

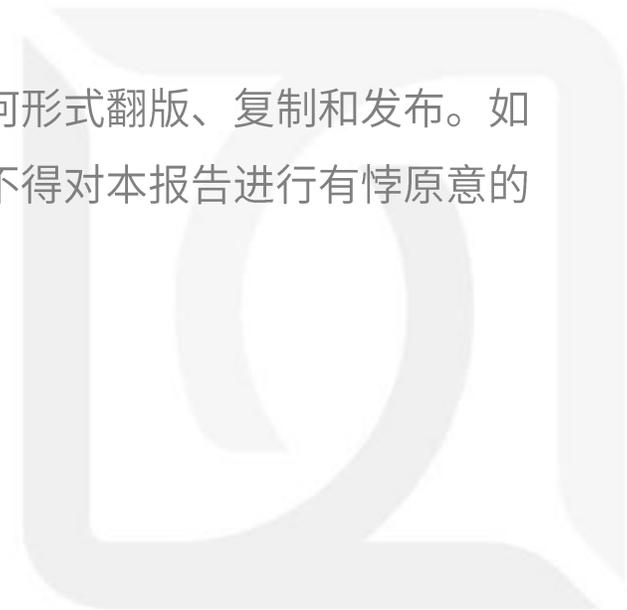
本报告版权仅归大地期货有限公司所有，未获得事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如征得本公司同意引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“大地期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

大地期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区四季青街道香樟街39号24、25层

联系电话：4008840077

邮政编码：310016



感谢关注!

THANKS FOR YOUR ATTENTION



大地期货研究院

扫一扫看更多



大地期货农产品研究

依托大地 共创未来

