

南美丰产格局难改

全球大豆供需或进一步转向宽松

1月USDA报告对大豆市场影响偏空

根据本次USDA月报,2023/2024年度巴西大豆产量下调400万吨至1.57亿吨,主要原因是主产州马托格罗索和戈亚斯的旱情导致单产受损,带动巴西全国大豆单产水平从2023年12月预估的3.53吨/公顷下调至3.44吨/公顷。而今年风调雨顺的阿根廷则受益于面积和单产的双双上调,产量上调至5000万吨;天气情况亦佳的巴拉圭,大豆产量上调30万吨至1030万吨,主要受益于单产上调。

因此,2023年巴西、阿根廷和巴拉圭大豆总产量将达到2.17亿吨,创下历史纪录,同比增加2255万吨,同时带动2023/2024年度全球大豆产量增长至3.99亿吨,期末库存同比增加1273万吨,确认供需转向宽松格局。

USDA对2023/2024年度美国大豆平衡表也进行了调整。主产州伊利诺伊、密苏里和北达科他的大豆产量调增带动全国大豆单产大幅增加至50.6蒲式耳/英亩,抵消了收获面积小幅下调的不利影响,整体产量增加至41.65亿蒲式耳。在需求端数据没有调整的情况下,2023/2024年度美国大豆期末库存增加至2.8亿蒲式耳,库销比上调至6.7%,而2023年12月这两个数据分别为2.45亿蒲式耳和5.86%。

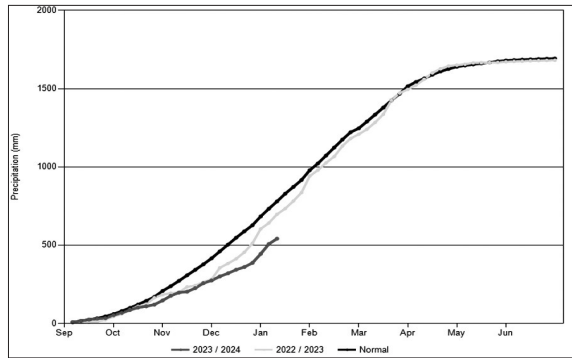
从南、北美洲主要国家大豆产量的调整情况来看,本次报告再次确认了2023/2024年度全球大豆供需逐步走向宽松的格局。而美国大豆本身供需紧张的改观以及南美丰产的确认会继续施压CBOT大豆价格。但从报告发布后CBOT大豆价格的走势来看,2403合约在1200美分/蒲式耳的支撑较强。短期来看,在南美产量预期已经交易得较为充分的情况下,CBOT大豆继续大幅下跌的空间有限;中期来看,需要2024年美国大豆种植面积扩大预期被再次确认才能压制CBOT大豆价格。

新年度南重大豆有望整体保持高产

中西部干旱拖累巴西大豆产量

2023/2024年度,巴西大豆经历了典型的厄尔尼诺年份,中西部以及偏北部大豆产区干旱少雨,而南部产区雨水充沛。

自产季初期至今,以马托格罗索州为代表的巴西中西部大豆主产区就在经历持续的高温干旱气候,导致大豆作物生长不尽如人意。在CONAB的1月报告中,将2023/2024年度产季马托格罗索州大豆单产预估下调至3.29吨/公顷,是最近8年的最低水平,同比下降12.8%;该州产量预估下调至4020万吨,较期初预估值减少近10%。

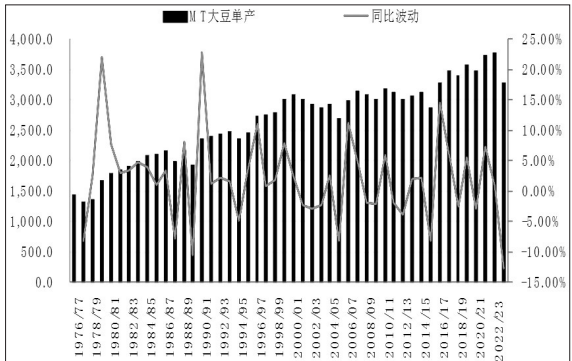


图为巴西MT累计降雨情况
高温干旱天气除了对作物结荚和鼓粒造成不良影

■ 吴晓杰

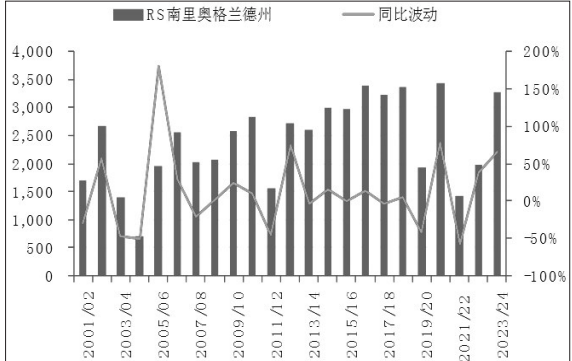
最新USDA全球农产品供需月报发布,市场关注的美国大豆和南重大豆供需数据均有较大调整。报告发布前市场最为关注的是2023/2024年度巴西大豆产量调整情况,因2023年12月中旬巴西新季大豆收割工作开展以来,已收获区域的作物产量表现并不乐观,导致巴西本国多家商业机构大幅下调新季巴西大豆产量预估,部分下调幅度甚至超过千万吨。市场需要USDA确认新年度巴西大豆产量究竟落在哪个区间。

响外,也加速了作物的成熟,因此今年马托格罗索州大豆收割工作开展较早。据IMEA数据,截至1月12日,2023/2024年度马托格罗索州大豆收割已经完成6.46%,是最近5个产季同期最快的收割进度,2023年同期仅为2.4%。早收割的连锁反应就是今年市场对巴西大豆的出口压力交易较早,1月初开始,巴西—3月船期出口大豆的贴水报价就开始快速下跌,比2023年提前了大半个月。



图为MT大豆单产变化(单位:千克/公顷)

2023/2024年度的巴西东北部同样经历了高温少雨天气,大豆生长受损。以东北部的大豆种植大州——巴伊亚州为例,截至1月中旬,本产季区域累计降雨量仅为正常降雨量的40%。但东北部大豆播种较晚,目前仍处于生长关键期,作物状态仍有改善空间,因此CONAB在1月报告中对东北部地区大豆单产调整相对温和,后期或仍有调整空间。



图为RS州大豆单产变化(单位:千克/公顷)

而受厄尔尼诺现象的影响,巴西南部产区一改前面三年干旱少雨气候,2023/2024年度获得了显著高于历史均值的雨水。虽然在前期对播种造成一些不利影响,但整体仍有利于大豆生长,因此单产预估表现较好。CONAB在1月报告中对南里奥格兰德州大豆的单产预

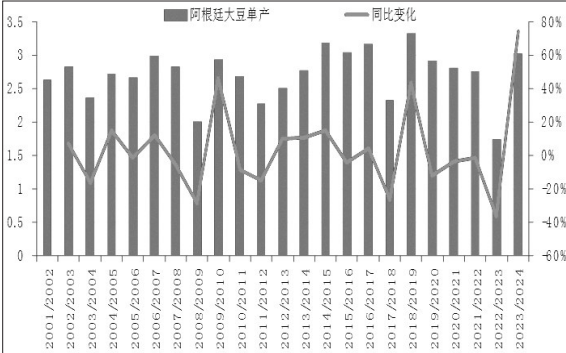
估为3.28吨/公顷,呈恢复性增长,较前一年增长幅度达到65%。

综合来看,2023/2024年度巴西大豆产区天气差异较大,中西部主产区遭遇连续高温干旱而作物受损,南部产区产量恢复性增长。从全国来看,2023/2024年度巴西大豆产量仍位于高水平范围,CONAB预估为1.55亿吨,USDA预估为1.57亿吨。

阿根廷大豆长势良好

今年阿根廷大豆作物“一雪前耻”,获得了充足的降雨和较高的产量估值。得益于产季以来持续的强降雨覆盖以及相对舒适的气温,阿根廷大豆产区在2023/2024年度可谓风调雨顺。截至1月中旬,2023/2024年度阿根廷大豆播种已经基本结束,作物先后进入关键生长期。根据布宜诺斯艾利斯交易所的预估,截至1月10日,阿根廷全国的大豆生长状态非常积极,有高达97%的比例处于正常至良好的水平,只有3%处于较差的状态,是最近4年同期最好的水平。

因此市场对阿根廷大豆产量的预估也逐月上调。USDA在1月报告中对2023/2024年度阿根廷大豆产量的预估已经上调至5000万吨,与布宜诺斯艾利斯交易所的预估持平,而罗塞里奥交易所的预估更是上调至5200万吨。总体来看,目前阿根廷大豆产量生长非常顺利,2023/2024年度获得高水平产量的概率较大。



图为阿根廷大豆单产变化(单位:千克/公顷)

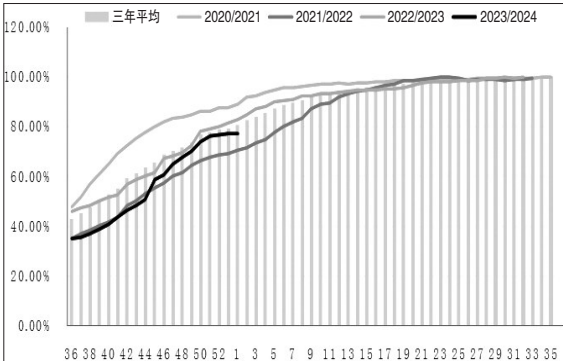
因此即使巴西大豆产量预估下调,但因阿根廷和巴拉圭的丰产,2023/2024年度南美主要国家大豆总产量仍高达2.17亿吨,为创纪录水平,整体丰产格局不变。

国际大豆出口市场竞争进一步加剧

2023年,得益于创纪录的大豆产量,巴西大豆出口量同样达到创纪录水平。根据巴西外贸秘书处(SE-

CEX)的数据,2023年巴西大豆出口量达到1.019亿吨,同比增长29.4%;根据巴西全国谷物出口商协会(AN-EC)的数据,2023年巴西大豆出口量同样超过1亿吨达到1.0137亿吨,同比增长30.3%。

从目前来看,2024年1月,巴西仍然在延续这种势头。ANEC估计1月巴西将至少出口大豆130万吨,低于2023年12月的380万吨,但仍然高于2023年同期的94万吨。而今年因为马托格罗索州大豆收割工作提前展开,市场也早早开始交易新作巴西大豆的出口压力,压制巴西大豆出口贴水报价在元旦后快速下跌。



图为美豆旧作累计出口销售进度

从巴西大豆对中国的CNF报价来看,截至1月17日,巴西2月船期贴水已经跌至80美分/蒲式耳,较元旦前报价几乎腰斩,拖累中国进口大豆成本较元旦前下跌近400元/吨。

巴西大豆出口贴水大幅下跌的另一个影响是对美豆的出口挤压。横向比较美湾、美西和巴西三个主要出口港的大豆出口贴水报价,2月及之后装期的巴西大豆价格优势较前期进一步扩大,令全球买家特别是中国买家进一步倾向采购巴西大豆而缩减对美豆的采购欲望。

截至1月4日,2023/2024年度美国大豆累计出口销售量为3683万吨,较2023年同期减少751万吨;完成年度销售任务的77%,低于过去3年的平均水平。其中对中国大豆销售总量为1969万吨,同比减少703万吨或26.3%。由此可见,美国大豆销售进度缓慢主要因对中国销售进度缓慢。

目前国际大豆市场竞争激烈,巴西大豆在2月船期以后的竞争优势已经非常明显,留给美国大豆出口的机会并不充分,完成年度出口目标存在难度,不排除后期USDA或在月报中小幅下调美豆出口目标的可能。

关注巴西收割工作推进带来的压力

1月USDA报告对美国大豆产量和巴西大豆产量的调整略微超出预期,对市场影响偏空。一方面,2023/2024年度美国大豆期末库存和库销比上调,改善了其本身供需紧张的格局;另一方面,阿根廷以及其他国家大豆产量的上调弥补了巴西大豆产量下调,没有改变全球大豆整体丰产的格局。因此,报告后CBOT大豆价格仍承压。但短期南美产量压力交易已经较为充分,后期CBOT大豆价格继续下行需要南美产量确认以及新季美豆扩种的再冲击。

另外,国际大豆市场还要关注巴西大豆收割工作推进带来的压力,这或压制巴西大豆出口贴水进一步下行,毕竟2023年市场经历了负值的CNF贴水报价。若巴西大豆出口贴水继续下行,一方面会继续打压美国大豆出口空间;另一方面也会从成本端压制中国大豆进口成本和国内豆企估值。如中国国内下游市场情绪没有明显改善,包括豆粕和豆油在内的豆制品价格中期维持看空思路。(作者单位:中州期货)

芝商所投资教育专栏

美联储缩表有望提前结束 美股波动加大

■ 程小勇

自去年年底以来,美股在降息预期和美国经济韧性的双重驱动下不断创下新高。2023年,美国财政扩张暂时对冲了美联储缩表,加息的两大不利冲击,流动性并没有因加息而过度收紧。而疫情期间美国对居民的财政补贴带来超额储蓄,消费对美国经济的支撑让美国经济减速甚至衰退延迟,这些都支撑美股超预期上涨。

展望未来一到两个季度,美股面临的宏观环境复杂多变,但利率下行整体上有利于美股维持高位,甚至再创新高。风险点在于美国可能在二季度出现流动性风险,这是美股出现大幅调整的最大利空因素,但可能是短期的扰动,因美联储可能会提前结束缩表。

美国经济减速传导至企业端还需时间

从经济指标来看,美国经济2023年四季度减速非常明显,GDP增速较2023年三季度明显下滑。花旗经济意外指数显示,1月美国经济还处于减速的状态,截至1月15日,花旗美国经济意外指数下降至5.4,2023年12月在10以上。而美国ISM制造业PMI指数在2023年12月虽然略微反弹至47.4,但是依旧低于50的荣枯分水岭,说明美国经济还在减速,只不过减速的势头较2023年11月略有放缓。而纽约联储公布的商业活动指数在2023年12月降至负值,为-14.5,创下2023年9月以来最低纪录。对美国经济贡献较大的非制造业PMI同样在2023年12月下滑,降至50.6,逼近50的荣枯分水岭。

不过,从美国银行业公布的业绩看,经济减速传导至企业利润端还需要时间,2023年四季度美国上市公司利

润降幅并不明显,预计到一季度利润才会出现大幅下行,这将对美股上涨空间有抑制作用。1月16日,高盛、摩根士丹利公布的2023年四季度及全年财报显示,2023年四季度,高盛净利润为20.1亿美元,稀释后每股普通股收益(EPS)为5.48美元,2022年同期为3.32美元;摩根士丹利净利润为15亿美元,较2022年同期的22亿美元有所下滑,但好于预期。

美国通胀回落趋势不变但仍存在扰动因素

美国劳工统计局公布的数据显示,美国2023年12月CPI同比增速有所反弹,同比上涨3.4%,较2023年11月反弹0.3个百分点,为3个月来的最高涨幅。不过,剔除食品和能源成本的核心通胀同比增速继续回落,下滑至3.9%,较2023年11月回落0.1个百分点,为2021年5月以来首次跌破4%。2023年12月CPI同比增速较这一轮高点(9.1%)回落明显,核心CPI同比增速较这一轮高点(6.6%)回落相对缓慢。

2024年一季度,地缘政治危机对美国通胀回落的进程正构成扰动。2023年年底以来,红海局势持续紧张,英美联军空袭也门后冲突进一步升级,在直接影响油价的同时,也加剧了通胀的上行风险,从而给美国通胀回落的进程构成扰动。红海(苏伊士运河-曼德海峡)是全球重要的航运通道,全球近15%的海运贸易(包括8%的谷物贸易、12%的海运石油贸易、8%的LNG贸易)都需要通过红海。在动荡的红海局势下,贸易成本大幅上升,短期构成供应担忧。不过,目前多数经济体处于限制性货币政策环境,因此航运成本上涨的很大一部分会被商品利润率吸收。此外,全球需求疲软、库存偏高导致全球石油

天然气价格走低,有助于全球减少通胀受到的冲击。

美元流动性危机在二季度出现的概率较大

从我们构建的美股定价模型来看,美元流动性决定了美股中长期走势,尤其是美元实际利率与美股呈现高度负相关性。2023年11—12月股市在债券收益率的下挫下大涨,小盘股跑赢了大盘股,周期性股票表现优于防御性股票。不过,今年1月中旬,由于美国公布的数据显示2023年12月CPI同比增速和环比增速反弹,带动美债收益率反弹,债券涨势见顶,美股短期陷入调整。1月5日,衡量美元实际利率的10年期TIPS收益率一度反弹至1.83%。



图为标普500指数收盘价与美元实际利率对比

展望2024年,我们认为美元利率下行趋势还将持续:一方面,美国经济减速甚至高利率冲击下滞后性衰退风险并没有解除;另一方面,美元流动性危机在二季度出现的概率较大,短期可能对美股构成较大冲击,或触发美

联储提前结束缩表。从历史经验来看,在通胀回到美联储政策目标前美联储降息的情况有过先例,那就是爆发美元流动性危机的年份。

由于美国银行储备金规模快速流失,以及隔夜逆回购工具余额下降速度快于预期,美联储正考虑减缓缩表。2023年12月美联储会议纪要显示几位官员已经建议尽快开始正式讨论缩表计划。数据显示,1月9日,美联储隔夜逆回购协议使用规模为6760.50亿美元,较峰值减少了超1.8万亿美元。当隔夜逆回购规模的持续缩水甚至接近“枯竭”,美联储缩表带来的压力将转向准备金。纽约联储研究表明,2010年以来的经验显示,当准备金下降到商业银行总资产的11%以下时,显示准备金短缺;当其大于14%时,准备金过剩,充足水平在11%—14%。截至1月10日,美国存款机构准备金约为3.54万亿美元,占商业银行总资产的15.2%,到二季度将跌至11%以下。

综上所述,美国经济减速尚未传导至企业利润端,短期美股调整风险较小。美国通胀回落进程可能受到地缘政治危机升级的扰动,例如红海危机引发国际贸易成本攀升,这使得美元利率下行存在反复,导致美股波动加剧。不过,美元利率下行的趋势并不会逆转,尤其是美联储可能因流动性风险而提前结束缩表,甚至降息。因此,美股还将维持高位,甚至再创新高,但波动会加大,需要关注二季度美元流动性风险可能导致美股出现阶段性的大幅调整。投资者可以运用芝商所的微型E-迷你股指系列合约捕捉长期上涨机会,且规避阶段性的回调风险,如买入E-迷你标普500指数或纳斯达克的期货远月合约,卖出近月合约来进行对冲。

(作者单位:广州金控期货)