



玉在椟中求善价

——贴水格局下天气变数博弈南美较强丰产预期

倍特期货有限公司

2023年12月20日

詹娅书

投资咨询资格证号：Z000361



- 01 近期走势回顾及12月供需报告解读
- 02 贴水格局下天气变数博弈南美丰收预期
- 03 需关注的宏观及现货情况
- 04 观点小结与操作策略建议

- 研讨嘉宾观点仅代表个人看法，不代表公司官方立场
- 本次研讨所有分析、评论、具体观点均是以独立研究者角度展开，关联逻辑和如果出现主观的分析结论及建议也都体现独立、中立的原则，既不有意保护也不刻意损及任何他方利益，凡是引用观点和我们的观点均有明确区分。
- 本次研讨，作为不针对特殊用途的“通用性质”报告宣传，只用于一般分析思考，**并不构成直接投资建议**；因此也就没有考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，媒体受众应考虑本报告的任何意见或建议是否符合自身特定状况。
- 研讨采访互动嘉宾可能持有讨论议题中存在利益相关的证券股票，提请投资者注意潜在的利益冲突，我们将尽可能秉持客观中立立场

第一章

近期走势回顾及12月供需报告解读



10月USDA供需报告出台后美豆1月合约于1270一线止跌，随后在南美天气隐忧推动下，反抽收复1300美分并震荡上行最高触及1398美分。11月USDA报告将美豆单产上调至49.9蒲/英亩，恰逢巴西主产区出现降雨，1月合约未能突破1400，天气升水回吐，交易重心回落至1300一线。



偏多的10月供需报告出后美豆企稳反抽，连粕受美盘提振修复前期缺口及60日均线，最高反抽至4162，但未能突破8月高点，随后1月合约在3900-4000区间震荡减仓。12月中旬在现货基差走弱带动下，跌破3900，但此时交易时间窗已收窄，大量资金已离场。



5月合约接棒成为主力合约。其对应南美新季丰产的基本面，盘面价格明显低于1月。目前期价下破3400，均线系统空头排列，处于下行波段中。或向下测试，前期3308低点。但12月至明年1月是南美大豆关键生长期，天气题材还有发挥空间。3300一线作为消化美豆上市压力的季节性低点，或存在支撑。



USDA 12月供需报告：美豆单产**49.9**蒲式耳/英亩，维持11月预估数据不变，高于10月预估的**49.6**蒲式耳/英亩，产量预估**41.29**亿蒲，压榨和出口预估均保持不变，美豆**23/24**期末库存**2.45**亿蒲，高于10月预估的**2.2**亿蒲。

美国大豆	2021/22	2022/23 12月预估	2023/24 11月预估	2023/24 12月预估	调整幅度
	百万英亩				
播种面积	87.2	87.5	83.6	83.6	0
收割面积	86.3	86.2	82.8	82.8	0
	蒲式耳/英亩				
单产	51.7	49.6	49.9	49.9	0
	百万蒲式耳				
期初库存	257	274	268	268	0
产量	4465	4270	4129	4129	0
进口量	16	25	30	30	0
总供应量	4738	4569	4428	4428	0
压榨量	2204	2212	2300	2300	0
出口量	2152	1992	1755	1755	0
种子用量	102	97	101	101	0
残余用量	6	0	26	26	0
总消费量	4464	4301	4182	4182	0
期末库存	274	268	245	245	0
库存消费比 (据上述数据计算)	0.06	0.06	0.06	0.06	0
平均农场价格 (美元/蒲式耳)	13.3	14.2	12.9	12.9	0

USDA12月供需报告小幅调降巴西23/24年度大豆产量预期至1.61亿吨，低于11月预估的1.63亿吨。但维持阿根廷产量预期4800万吨不变。南美新季大豆产量预期将突破2亿吨。整体来看全球大豆供应大概率走向宽松。

值得一提的是，USDA在11月报告将巴西22/23大豆产量上修200万吨至1.58亿吨的基础上，12月报告中再度上修巴西旧作产量200万至1.6亿吨，累积至23/24年度贡献库存增量。

大豆 (百万吨)		2023/24 12月预估	2023/24 11月预估	2023/24 调整幅度	2022/23 12月预估	2021/22
巴西	产量	161	163	-2	160	130.5
	出口	99.5	97.5	2	95.51	79.06
阿根廷	产量	48	48	0	25	43.9
	出口	4.6	4.6	0	4.19	2.86
中国	进口	102	100	2	100.85	90.5
全球 (不包括中国)	产量	378.38	379.92	-1.54	354.11	344.04
	期末库存	78.52	80.83	-2.31	68.13	68.75
全球	产量	398.88	400.42	-1.54	374.39	360.43
	期末库存	114.21	114.51	-0.3	101.92	98

23/24年度美豆种植面积预估8350.5万英亩，较2022年实际种植面积为8745万英亩，减少了400万英亩。美豆收获已结束，单产基本定调。市场对供应压力有所消化，关注焦点转向南美，新季巴西种植较去年落后，能否实现创记录产量存在一定变数。1250美分一线形成阶段性支撑。



中国大豆供需平衡表

国产大豆种植面积10443千公顷，1.57亿亩。单产2055公斤/公顷（274斤/亩），产量2089万吨，较10月预估下调158万吨，相比去年增加60万吨。

但也有观点认为今年国产大豆产量或不及去年。

后续关注收储政策、加工企业补贴等。

中国大豆供需平衡表

	2021/22	2022/23 (12月估计)	2023/24 (11月预测)	2023/24 (12月预测)
千公顷 (1000 hectares)				
播种面积	8400	10243	10443	10443
收获面积	8400	10243	10443	10443
公斤/公顷 (kg per hectare)				
单产	1952	1980	2000	2000
万吨 (10000 tons)				
产量	1640	2029	2089	2089
进口	9030	9870	9725	9725
消费	10797	11415	11692	11692
压榨消费	9054	9593	9778	9778
食用消费	1355	1432	1500	1500
种子用量	88	90	84	84
损耗及其它	300	300	330	330
出口	10	9	15	15
结余变化	-137	475	107	107
元/吨 (yuan per ton)				
国产大豆销区批发均价	6472	5982	5600-5800	5600-5800
进口大豆到岸税后均价	4940	5288	4800-5000	4800-5000

注释：大豆市场年度为当年10月至下年9月。

第二章

贴水格局下天气变数 博弈南美丰收预期



截止12月16日，巴西23/24年度大豆已播94.6%，低于去年同期的96.7%。马托格罗索州、南马托格罗索州和帕拉纳州已完成种植。

由于此前巴西北部严重干旱，马托格罗索州部分农民放弃大豆转而种植棉花等其他作物，马托格罗索州棉花生产者协会（AMPA）预计23/24年度该州棉花种植面积将增长8%，达到约130万公顷。

NOAA的预测显示，巴西中部和北部大豆种植区，12月份将再次出现干旱。马托格罗索州雨量仍低于正常水平，温度偏高继续影响单产潜力。而巴西最南端南里奥格兰德州，又因为过度潮湿限制种植进度。目前，油世界已将巴西大豆产量预估降至1.52亿吨，比一个月下降了800万吨，较为悲观。咨询机构Safras & Mercado，将巴西23/24年度大豆产量预测下调至1.5823亿吨。

USDA仍对巴西丰产有较强的预期，目前来看，丰产的预期尚未发生实质转变，巴西新季大豆种植面积在去年基础上增加2.9%，远南地区的产量预期会大幅提高，一定程度上能缓冲中西部地区的一些损失。但由于关键生长期天气不确定因素尚存，也就存在着预期差。

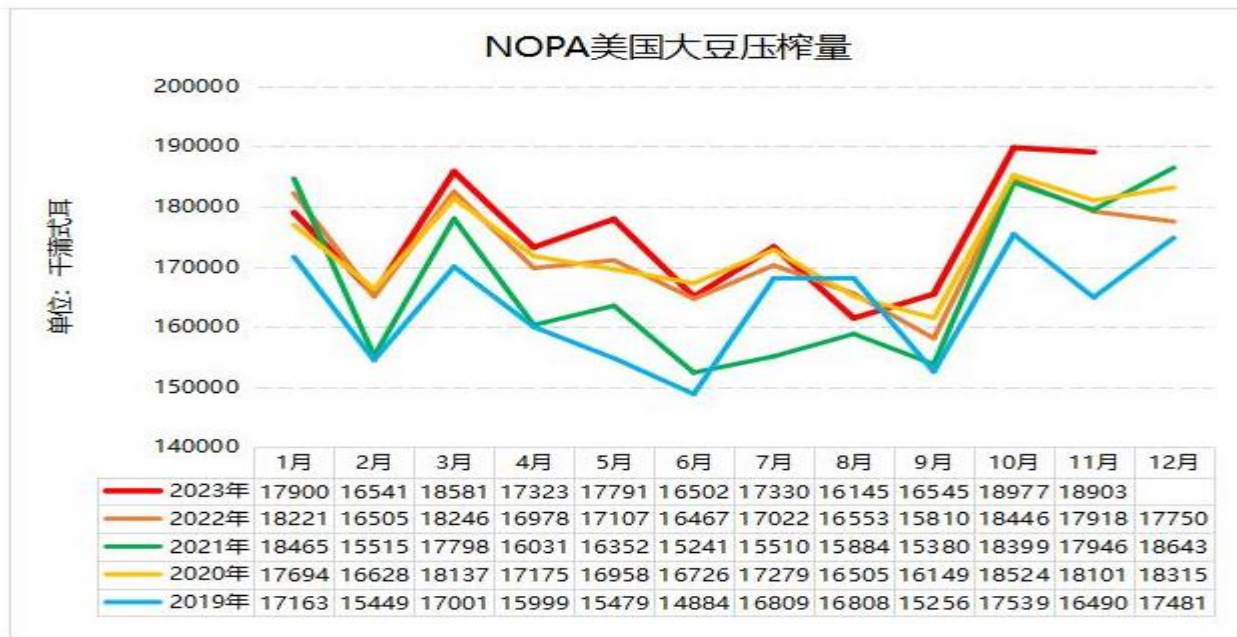
布交所：截止12月6日，阿根廷23/24年度大豆已播51.7%，前周43.8%，去同37.1%，五年均47%。

在10月底和11月初降雨后，阿根廷农户开始播种大豆。目前看来开局较为顺利。交易所当前预期23/24年度阿根廷大豆种植面积为1730万公顷，高于前期预估的1710万公顷，比上年的1620万公顷提高7.1%。布宜诺斯艾利斯谷物交易所预测23/24年度阿根廷大豆产量将达到5000万吨，同比提高138%，罗萨里奥谷物交易所预测阿根廷大豆产量达到4780万吨，同比提高139%。美国农业部预计阿根廷大豆产量将达到4800万吨，同比提高92%。

当地时间12月10日，新一任阿根廷总统哈维尔·米莱正式就任。阿根廷公布新的“出口美元”计划，以80%官方汇率+20%黑市汇率结算，令农户获得的美元价格提高5%。小麦和玉米出口关税调高3个百分点至15%，官方理由为汇率水平的提高将吸收出口关税的增加。

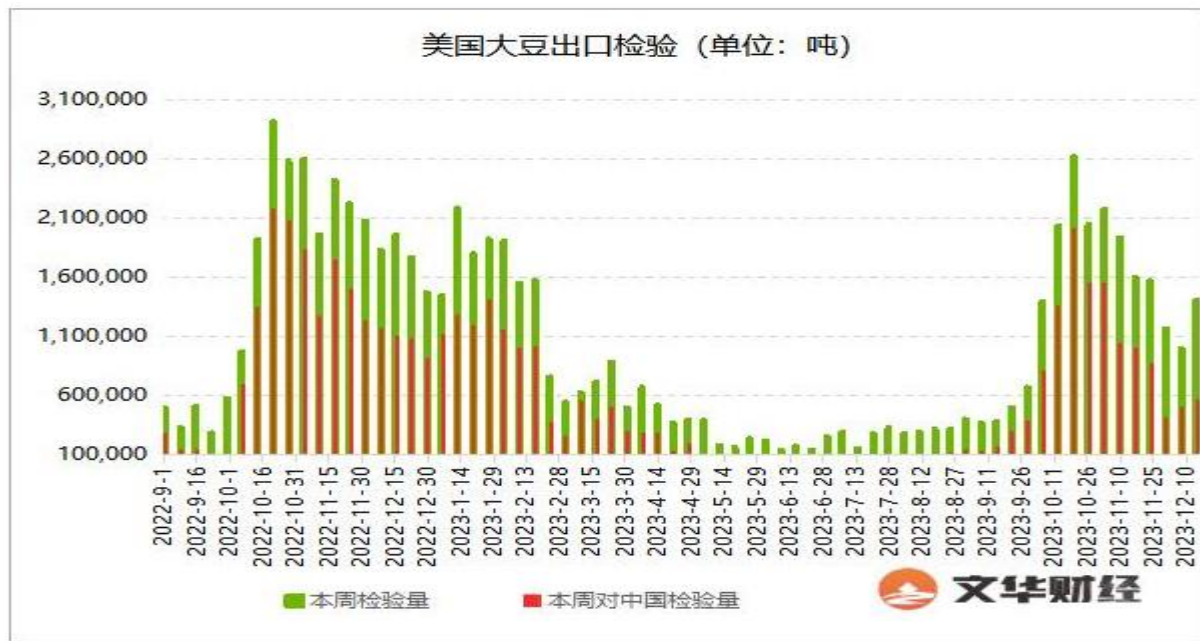
巴拉圭大豆长势良好，产量可能突破1000万吨。

NOPA报告显示，美国会员单位11月大豆压榨量1.89038亿蒲，2022年11月为1.79184亿蒲，为创纪录的第二高位。NOPA会员单位大豆压榨量全美占比约95%。10月压榨量创历史高位，超过2021年12月创下的1.86438亿蒲式耳的前高。

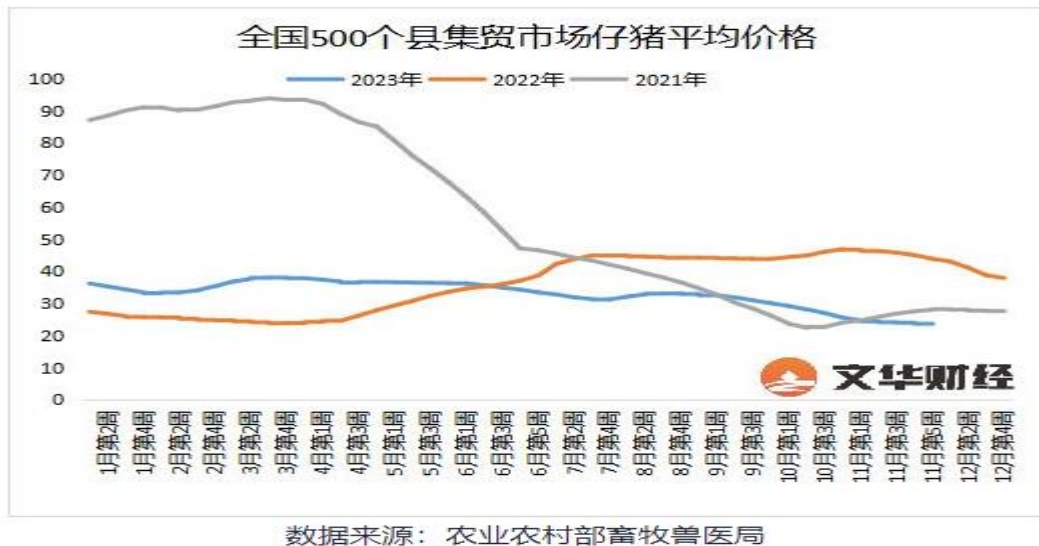


美豆出口落后于去年同期

进入四季度，巴西大豆继续挤占美豆出口市场。近期美豆出口检验量明显增加，但仍落后于去年同期。



生猪养殖长期亏损，养殖户补栏情绪偏弱，仔猪价格跌跌不休。11月第3周，全国仔猪价格大面积下跌，至12月初，连续14周下跌，跌破逾两年低点。2023年，第三批中央猪肉储备收储工作截至11月30日已经完成，本次收储挂牌量为1万吨。收购数量和实际成交价格不及市场预期。12月第一个交易日，生猪期货低开低走。2401合约创下上市以来新低。



今年腌腊启动晚于常年。临近冬至，南方腌腊需求上升，市场情绪尚可，但北方需求一般，加之局部猪瘟疫情再起，猪价大跌，南北现货出现分化，生猪供给依然供大于求。



第三章

需关注的宏观及现货情况

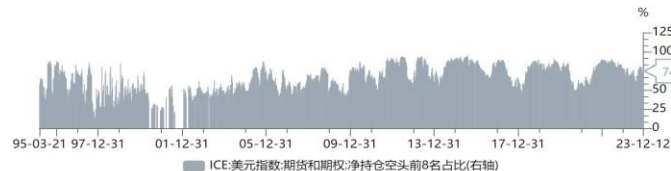
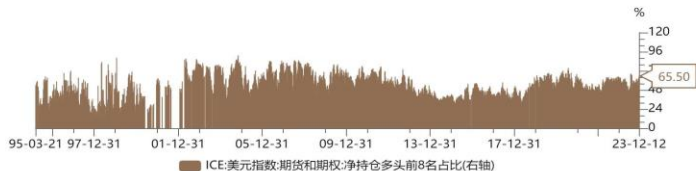
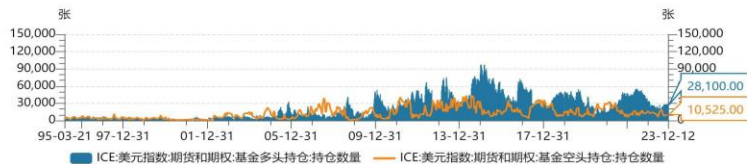


美联储12月继续暂停加息

美联储12月继续暂停加息。至此，市场主流观点认为，美联储本轮加息周期结束。

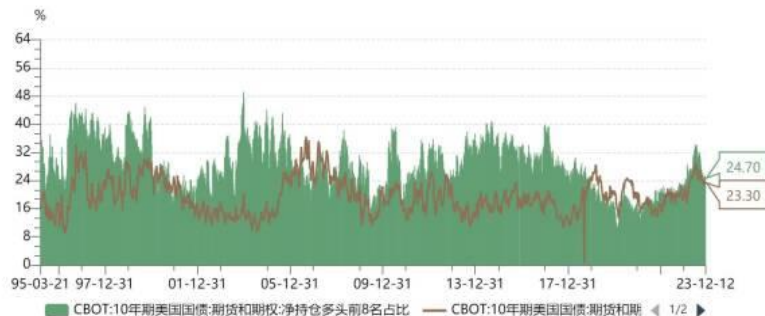
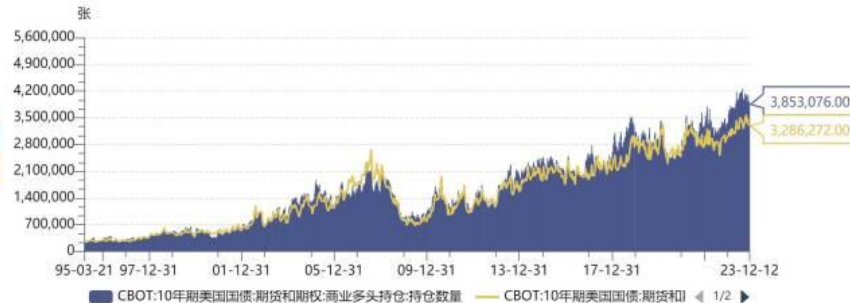
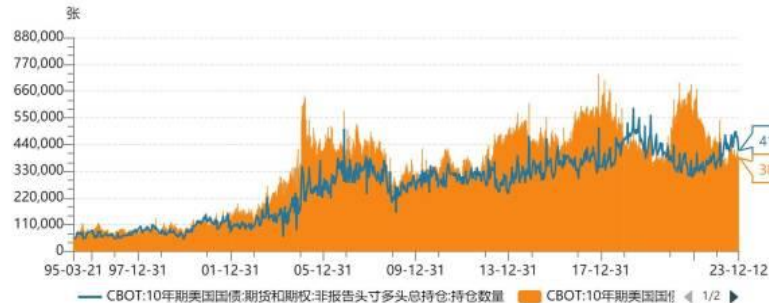
当地时间12月13日，美国联邦储备委员会结束为期两天的货币政策会议，宣布将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%之间不变。这是自今年9月议息会议以来，美联储连续第三次暂停加息。美联储自2022年3月开启本轮加息周期，截至今年7月，共加息11次，累计加息幅度达525个基点。

CFTC期货和期权持仓:美元指数各类型持仓结构对比



鉴于美国整体通胀压力持续缓解，高利率对经济活动的抑制作用不断显现，外界普遍预计美联储明年将开启降息通道，美股大涨，道琼斯创出历史新高。而**10年期美债利率跌破4%**，随之而来的是美国长端实际利率暴跌，**10年期通胀保值债券利率2天下跌35个基点**，创下**2022年12月1日**以来最大单日绝对值跌幅。

十年期美债期货与期权合计的持仓头寸变化对比



美国的核心通胀指标确实处于放缓下行通道中，但金融市场与机构之间就何时降息的分歧较大。

非农就业人数不同行业的改善对比



数据来源: Wind

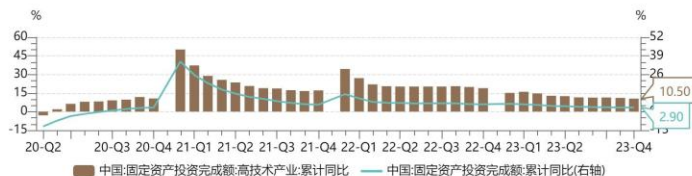
我国经济回升向好、长期向好的基本趋势没有改变



12月11日至12日，中央经济工作会议在北京举行。开拓奋进，巩固和增强经济回升向好态势。

中央农村工作会议19日至20日在北京召开。2023年，我们克服较为严重的自然灾害等多重不利影响，粮食产量再创历史新高，农民收入较快增长，农村社会和谐稳定。

国内经济增长各环节对比与社融数据



数据来源: Wind

新冠疫情后由于美国实施强刺激经济快速复苏，再加上通胀水平不断上升，美联储持续紧缩，利率水平不断攀升，导致中美息差持续拉大。在美联储暂停加息、中美元首会晤、中国经济复苏等多重因素影响下，人民币从11月初开始连续升值。市场预计，明年人民币汇率有望继续回升，并在逐步回升到7以内区间后，在合理均衡水平上保持基本稳定。



数据来源：钢联数据

11月中旬以来，胡塞武装开始在红海对“与以色列有关的船只”实施袭击。红海局势的紧张气氛令全球航运业感到不安。进入12月，多家集装箱船运公司陆续宣布暂停其集装箱船只在红海及附近海域航行。由于红海地区局势紧张，苏伊士运河至红海航线的中断将增加航运成本，并最终导致消费品价格上涨。

美国密西西比河水位严重下降，对居民用水及农业区造成影响。水位下降，会让河运船只运输能力变差、效率降低、成本增高。而九成以上的美国粮油作物是经密西西比河运输的，这里面包括出口全球的各种谷物、大豆。

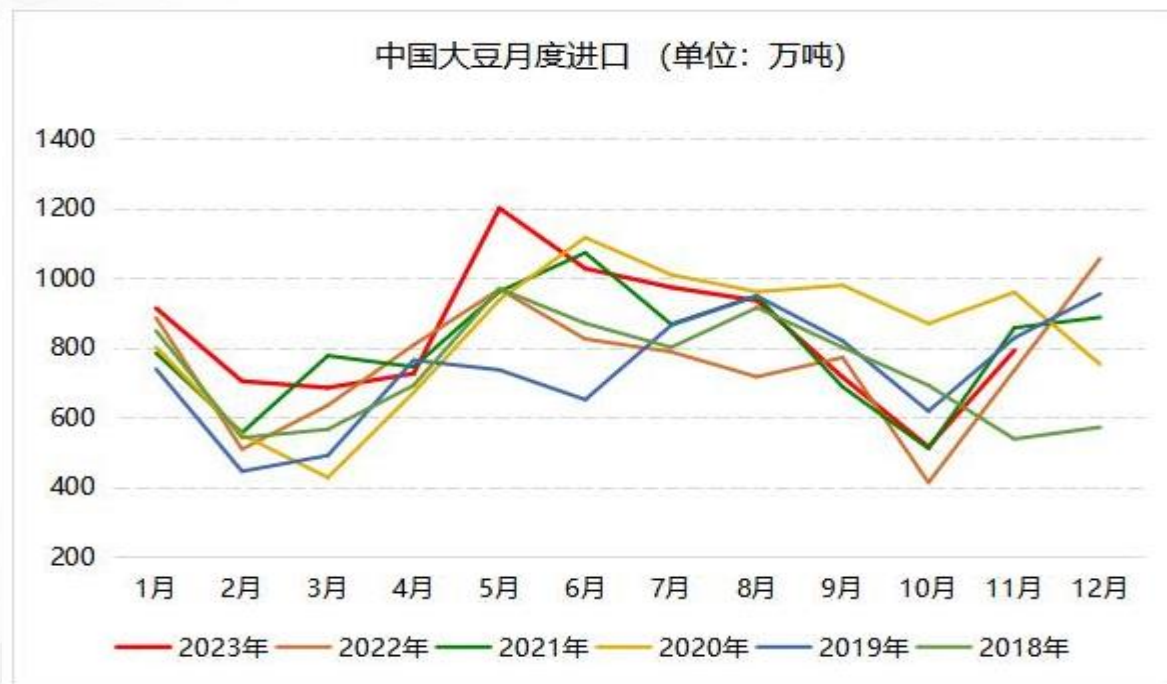
Crude oil tankers tracked



Source: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank. Note: includes vessels last seen 90 days ago
*Dover Strait is typically regarded as a second shipping point

11月大豆进口792万吨

海关总署：11月大豆进口792万吨，低于市场预期。10月大豆进口515.8万吨，1-10月大豆进口为8,241.5万吨。11月进口大豆中，巴西大豆占529万吨，仍为主要供应国，创下同期历史最高记录。市场预计12月进口大豆到港超1000万吨。



由于华北部分油厂停机，国内主要油厂的大豆压榨量连续第二周下调。在此前提下豆粕仍然累库，也从侧面反应需求较为疲软。**12月中旬寒潮来袭，中央气象台12月11日06时继续发布寒潮蓝色预警，关注寒冷天气对压榨以及运输的影响。**



豆粕库存连续五周增长

2023年第50周末，国内豆粕库存为84.7万吨，较上周的80.3万吨增加4.4万吨，连续五周保持增加态势。



12月18日，国内主流油厂豆粕成交5.09万吨，持续清淡。其中现货3.59万吨，基差成交1.5万吨，成交价3938.39元，跌破近两周低点。

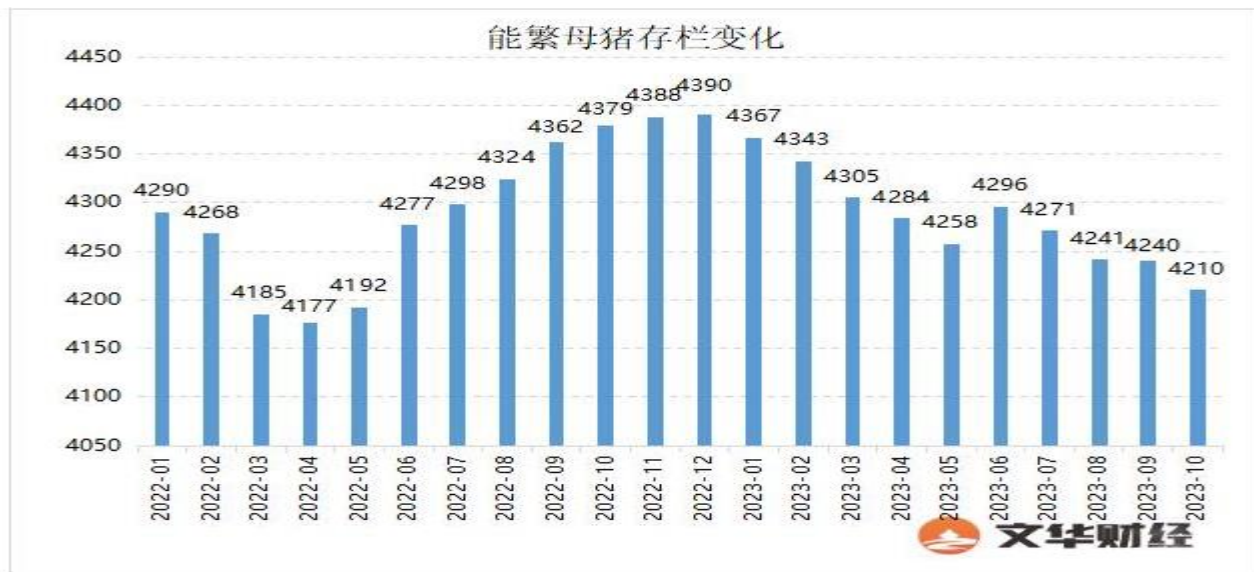


豆粕现货压力最大是民营企业，12月以来出现了负基差的情况。华东汇福对01合约基差-60，福建民营油厂基差-100。

主力合约基差图



农业农村部：今年2-7月份，全国新生仔猪数同比增长8.4%，处于近年来的较高水平。预示着之后六个月的生猪市场供应将明显高于去年同期。从供应看，养殖场户压栏惜售和二次育肥将为后市提供更多大肥猪。10月，国内能繁母猪存栏4210万头，产能小幅收缩，但整体去化幅度较慢，仍较正常保有量高出2.7%。



数据来源：农业农村部

为深入贯彻党的二十大精神和习近平总书记重要指示批示精神，落实中央农村工作会议和中央1号文件部署，农业农村部制定了《饲用豆粕减量替代三年行动方案》。在确保畜禽生产效率保持稳定的前提下，力争饲料中豆粕用量占比每年下降0.5个百分点以上，到2025年饲料中豆粕用量占比从2022年的14.5%降至13%以下。

这两年豆粕极致的基差走势对下游进行倒逼，结果就是低蛋白日粮的普遍，通过技术提高、杂粕替代等各种方式，使得猪料里豆粕的添加比例从往年的18%以上到现在的15%以下，有的甚至降到13%以下，禽料也是一样节奏。

值得一提的是。一开始，下游是由于豆粕价高导致被动下调，但现在逐步习惯了多元配方。产业内也就低蛋白日粮技术开展了更为专业的探讨和交流。由于选择更多了，未来豆粕价格下跌也许会带来添加比例的回升，但很难再回到原来最初的状态。

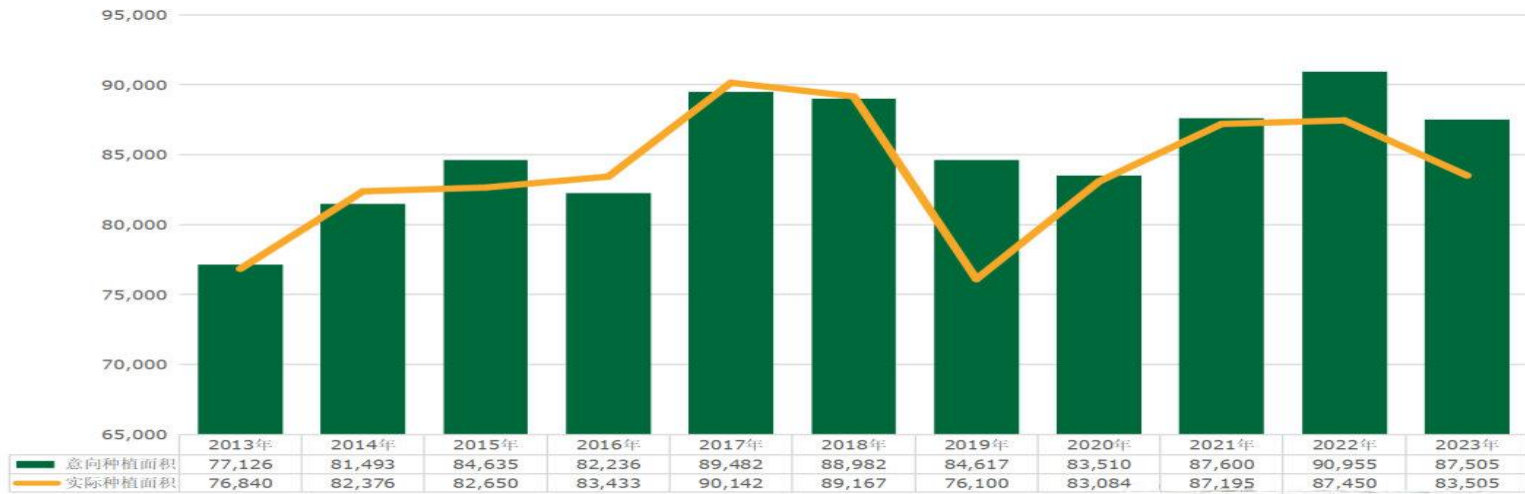
第四章

观点小结与操作策略



随着美豆收割完成，季节性上市压力被市场逐步消化。单产定格于49.9蒲/英亩，美豆结转库存偏紧的格局有所好转。由于干旱影响，阿根廷压榨行业在年末或将面临无豆可用的局面，在新季南美大豆补充之前，美豆出口整体向好，会对美盘形成提振。但在2024年，美国农户可能播种更多的大豆。

2013年-2023年，美国大豆种植意向及实际种植面积数据（单位：千英亩）



南美新季大豆进入关键生长期，天气隐忧炒作博弈市场丰产预期。运输环节，地缘政治等也会带来搅动，但只要不出现极端灾害性气候，新季南美丰产预期将逐步兑现，全球大豆供求关系将大概率走向宽松。



四季度是一年中豆粕需求最为旺盛的季节，但生猪和肉鸡养殖普遍亏损背景下，下游积极探索低蛋白日粮技术，降低豆粕用量。加之局部猪瘟疫情干扰，市场偏向认为今年四季度传统的消费旺季对豆粕的需求数量或不及往年同期。此前连粕01盘面反抽，但现货调涨幅度相对温和，5粕目前盘面价格较低，处于贴水现货格局。南美天气仍是市场主要关注因素。



数据来源：我的农产品网

根据12月USDA供需报告，美豆单产49.9蒲式耳/英亩的数据，本年度美豆基本定产，结转库存偏紧情况有所好转。南美产量的不确定性会是未来一个阶段的交易热点。

四季度，生猪及家禽处于一年中的消费旺季，但国内消费疲弱，低蛋白日粮技术的普及加北方猪瘟疫情影响，使得消费端表现难言乐观。供应环节上，随南美种植的推进，天气炒作开始博弈丰产预期，运输环节、地缘政治等方面也存在一定题材。中期来看，南美丰产是大概率的事件，但5月豆粕目前盘面价格贴水现货，在一定程度上对丰产预期进行了提前消化。

接下来要关注：南美天气、需求端表现、疫情影响、国内豆粕库存以及人民币汇率情况。



全国统一客服热线：**400-8844-998**

公司网址：**BTQH.COM** ▶

总部地址：成都市高新区锦城大道**539**号盈创动力大厦**A座406**

邮政编码：**610041**





THANKS



THANKS



倍特期货有限公司
BRILLIANT FUTURES CO.,LTD.