

天气炒作下豆类油脂价格重心上移，油粕比存在上升可能

2023年11月24日 星期五

兴证期货·研究咨询部

商品研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

胡卉鑫

从业资格编号：F03117395

联系人

胡卉鑫

邮箱：

hhx@xzfutures.com

核心观点

巴西降水与种植环境干旱扰动下，美豆价格快速上升，一度接近 1400 美分高位，但随着巴西降水的好转，盘面迅速挤出天气升水，价格回落。当前在巴西种植偏慢、产量下调担忧与关键期降水改善的双重影响下，外盘大豆与国内豆类油脂价格震荡区间均有所上升，随着种植关键期的到来，天气因素将导致价格波动进一步加剧。

国内豆类油脂基本面均呈现供强需弱格局，但品种运行强度仍然存在一定差异。豆粕潜在供应量持续上升，但是下游成交持续清淡，部分地区豆粕涨库可能导致油厂停工，但是在油厂大豆持续到港情况下，停工概率与时长相对有限，豆粕累库压力下价格承压较为明显，偏弱运行。豆油虽然同样受美豆影响，但是棕榈油的相对稳定运行同样缓和了豆油的下跌压力，下游消费情况与往年水平基本持平，基本面支撑以及外围环境相对好于豆粕，随着豆粕累库力度的逐渐上升，油粕比存在上升可能。

目录

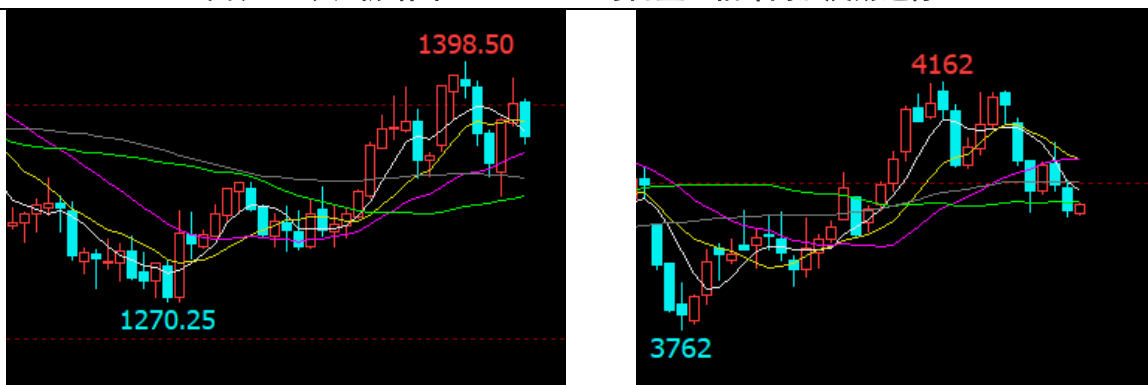
一、近期美豆价格重回高位	1
二、降水情况持续扰动盘面，南美产量容错度有所提升	1
三、国内豆类延续震荡运行，关注油粕比上升可能	4

一、近期美豆价格重回高位

自 11 月初起，天气炒作对盘面影响逐渐加深，大豆价格波动在巴西大豆产量的担忧情绪推动下有所放大。一方面，11 月至今两段快速上升行情的推动因素为巴西大豆种植进度偏慢、土壤干旱程度加深与实际降水不及预期，其本质均为巴西降水减少与区域降水不均带来的一系列产量担忧；另一方面，阿根廷恢复性增产以及种植面积扩大在一定程度上同样缓解了巴西大豆的产量担忧，这也为美豆价格回落提供了一定的下方空间。

受此影响，CBOT 大豆价格震荡区间由 1270-1330 美分/蒲上升至 1340-1400 美分/蒲，最高价格达到 1398.5 美分/蒲，回升至 8 月底高位价格，但是在巴西降水回升后迅速回落至 1336 美分附近，国内豆粕价格跟随外盘走势，价格中枢同样有所抬升，价格最高反弹至 4119 元/吨。

图表 1: 天气炒作下 CBOT 大豆与内盘豆粕冲高后震荡运行



数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研究咨询部

二、降水情况持续扰动盘面，南美产量容错度有所提升

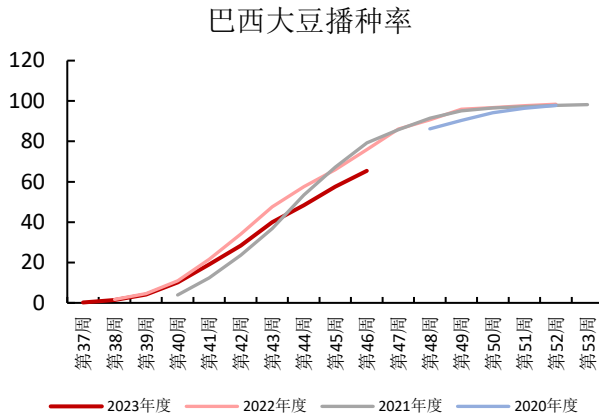
巴西方面，降水不均贯穿整个播种期，产区干旱目前尚未得到明显改善。降水方面，9 月 15 日至今巴西累计降水量达 360.39mm，好于去年水平与历史平均水平，整体开局似乎较为有利。但是在区域降水中，马州、南马州与戈亚斯州等大豆主产区从播种开始时就存在干旱威胁，当前三州累计降水分别为 206.26mm、229.77mm 与 245.99mm，均低于正常水平，以上地区土壤墒情持续上升，而巴西南部南里奥格兰德

州、巴拉纳州降水偏多，累计降水量分别高于往年 386.02mm 与 142.8mm，并且，随着厄尔尼诺天气的发展，巴西主产区两极分化情况预计仍将延续。巴西中部与南部降水的明显分化导致了巴西种植进度慢于往年水平这一事实，在土壤情况得到明显改善前，产量担忧下市场更倾向于交易降水下降形成的减产逻辑，价格下沿明显上移，只有涉及种植面积扩大等实质增产因素时价格才会出现明显回落。

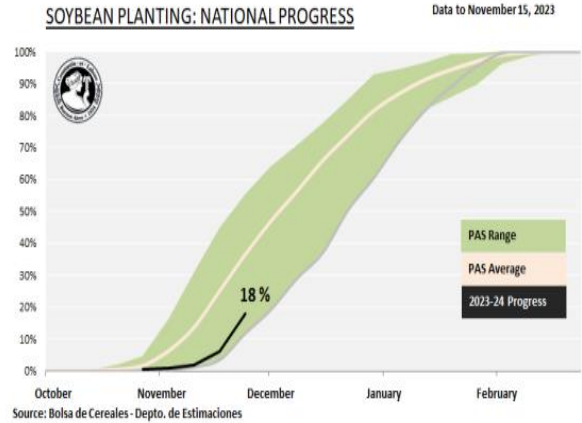
大豆产量恢复性增产与种植面积共同作用下，大豆产量容错率有所提升。巴西作为全球大豆库销比修复主力，其产量变动将对盘面形成重要影响。目前巴西中北部产区降水不及正常降水量的 20%-60%，受此影响，Agroconsult 下调马州产量 760 万吨，供应端似乎存在减产担忧。但是受良好降水影响，南里奥格兰德州大豆种植面积预计上升 2.9%，种植面积预计达 4570 万公顷，巴西产量仍然存在高于去年 1.597 亿吨、维持 1.6 亿吨及以上数量可能。阿根廷修复性增产叠加种植面积上升同样强化了南美大豆供应充裕预期。虽然当前阿根廷同样面临一定程度的干旱，但是厄尔尼诺气候影响下，2023/24 年度降水情况整体好于去年，并且阿根廷大豆种植面积同样将上调 7.1% 至 1735 万公顷，交易所同样上调大豆产量至 5000 万吨，气候环境与种植基础的双重改善利好大豆增量落地。巴西与阿根廷大豆种植面积的双双上升无形中赋予了巴西大豆产量相对较大的容错空间，大豆供应趋松预期暂时无法证伪。

未来巴西整体降水仍然存在修复预期，降水回升不确定性仍将对盘面价格形成扰动。长期而言，市场对巴西仍存在一定降水预期，Conab 降水预测显示，今年 11 月至次年一月间巴西中北部降水存在明显好转迹象，未来 15 日内南部主产州降水持续回升，马州与戈亚斯州降水同样分别回升至 66mm 与 83mm，但是实际降水情况仍然不及往年正常水平，大部分地区缺水现象严重，短期内降水对干旱改善有限。进入生长关键期后，降水变动对大豆的影响将进一步上升，旱情与降水的预期差将成为市场博弈的主要依据。预计在厄尔尼诺气候影响下，巴西南部降水充沛现象仍将延续，巴西中北部产区的种植环境情况将成为盘面重要影响因素。若整体土壤情况向有利方向发展，降水反复带来的高位天气升水将产生一定的做空条件。

图表 2: 巴西大豆种植进度偏慢

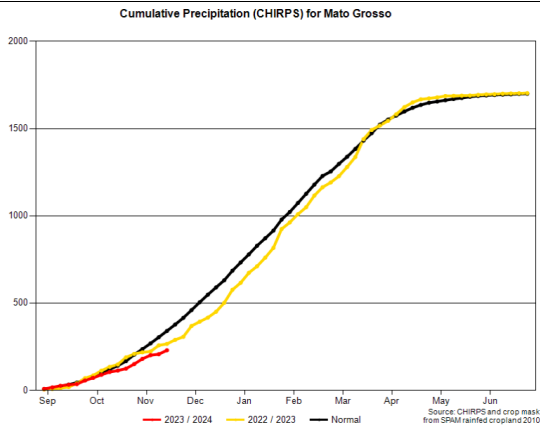


图表 3: 阿根廷大豆种植进度偏慢

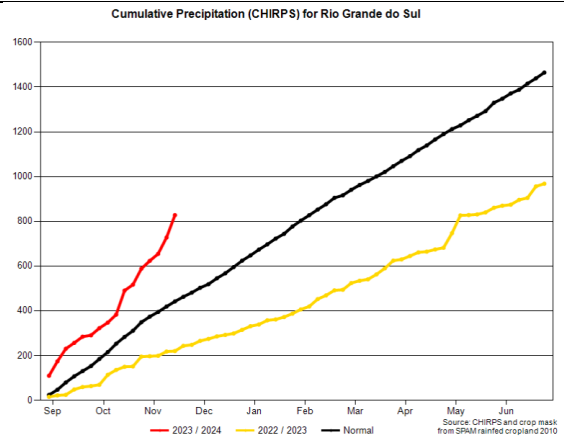


数据来源: USDA, 兴证期货研究咨询部

图表 4: 马托格罗索州降水偏少

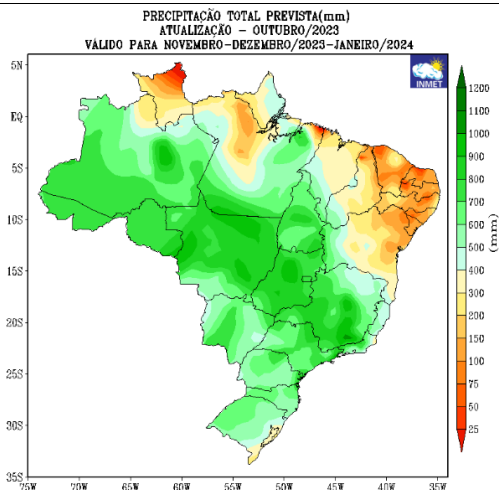


图表 5: 南里奥格兰德州降水偏多

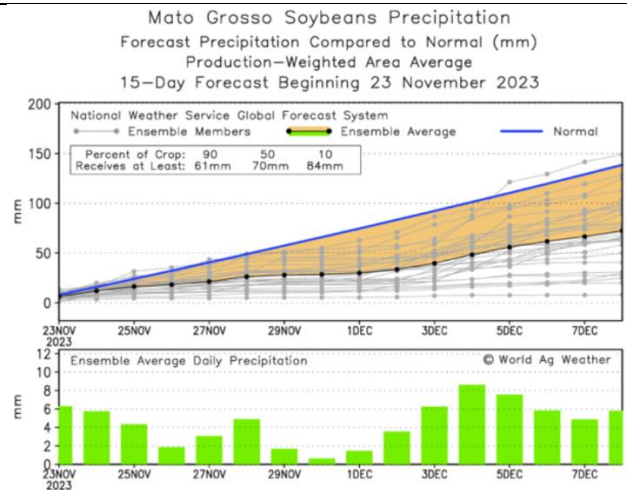


数据来源: USDA, 兴证期货研究咨询部

图表 6: 种植关键期内巴西降水预期良好



图表 7: 马托格罗索州短期降水对干旱改善有限



数据来源: USDA, 兴证期货研究咨询部

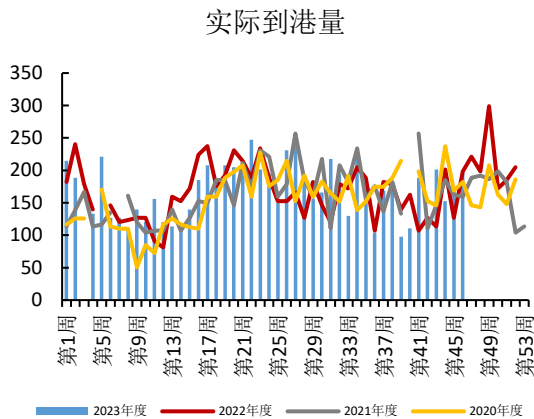
三、国内豆类延续震荡运行，关注油粕比上升可能

9月起豆粕基差由900元/吨快速回落至180元/吨附近，需求疲软与供应阶段性回升是本次基差快速回落的主要原因。

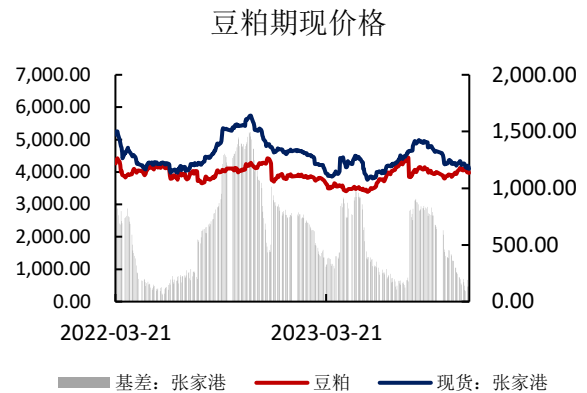
供应方面，巴西旧作大豆销售挤占美豆份额，叠加美豆新作上市压力，全球大豆供应阶段性趋松，同时我国四季度大豆到港量整体较为充裕，大豆供应预计好于往年水平。根据船期判断，11月、12月与次年1月大豆到港量分别为1058万吨、891万吨以及648万吨，大豆供应较为充裕，豆粕潜在供应量存在进一步上升可能。需求方面，豆粕提货量整体尚可，国庆节后成交量虽然回升至往年水平，但是本月成交量依然清淡，仅为往年30%左右。从成交结构上看，现货成交量有所好转，物理库存天数下降导致下游现货采购力度上升，但是远月采购量并未出现明显好转。库存方面，受现货疲软影响，部分油厂已经出现涨库情况，随着大豆陆续到港，油厂停机概率与时长均相对较低，豆粕累库预期持续，预计将回升至70万吨以上，供强需弱格局预计进一步强化，在降水情况未出现明显变化前，预计将延续偏弱震荡。

豆油目前同样受美豆价格影响，价格跟随降水情况变动，但是价格下跌程度弱于豆粕。豆油价格变动不仅受美豆价格波动影响，同样也受棕榈油等油脂品种影响。就自身基本面而言，豆油未来同样存在累库可能，但是下游消费情况整体持平于往年水平，豆油基本面情况相对好于豆粕。棕榈油减产同样为豆油价格提供一定支撑。航运机构高频数据显示，11月1-20日棕榈油产量环比下降6.01%，虽然出口数量同样调降对产地累库压力减轻预期形成一定影响，但是产量端的边际下降仍将减轻马棕累库压力，整体而言，棕榈油在减产支撑情况下，近期运行相对较为稳定，在一定程度上分担了豆油的随美豆波动的下跌压力。在此情况下，若豆粕累库情况进一步加深，油粕比预计存在走高可能。

图表 8: 大豆市场及到港量未来预计上升

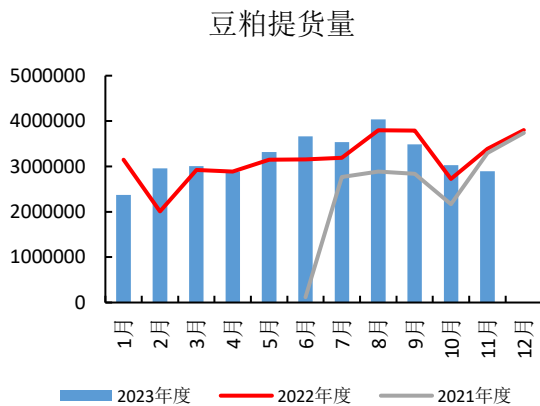


图表 9: 豆粕基差快速回落

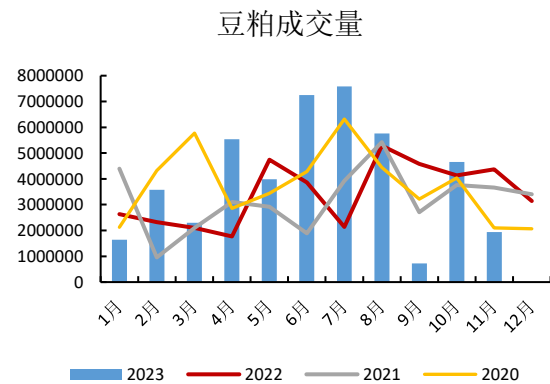


数据来源: MPOB, 兴证期货研究咨询部

图表 10: 豆粕提货量尚可

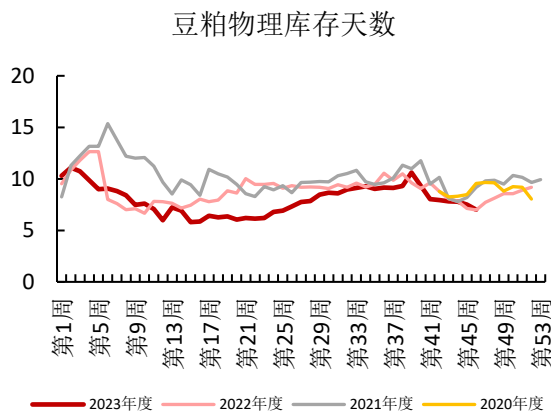


图表 11: 豆粕成交仍然较为冷清

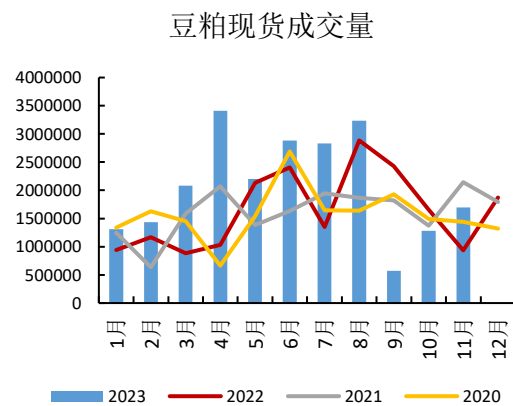


数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询部

图表 12: 豆粕物理库存天数回落

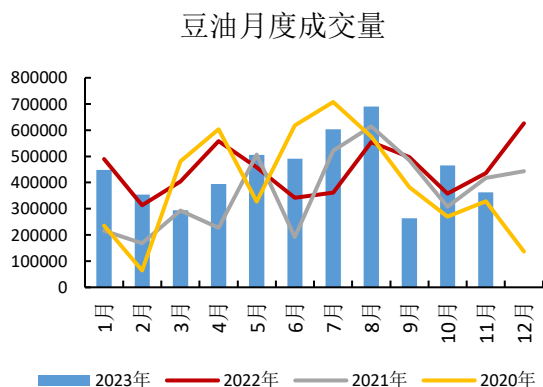


图表 13: 豆粕现货交易有所好转

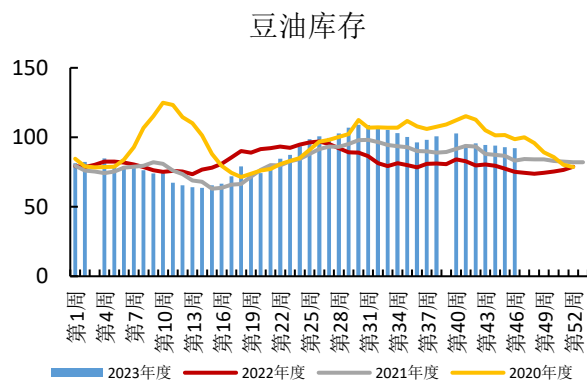


数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询部

图表 14: 豆油成交情况



图表 15: 豆油库存情况



数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询部

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。