

## 巴西升贴水坚挺，豆粕持续反弹

2024年3月11日 星期一

兴证期货·研究咨询部

农产品研究团队

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

南美卖压尚未完全释放，出口升贴水存在转跌可能。目前，市场已提前交易一轮巴西卖压，升贴水有所反弹。巴西收割进度达 47.3%，南部产区也即将开始收割，一般收割进度达 60%-70%左右卖压将达到最大，本年度阿根廷大豆 2500-2700 万吨左右的增产规模在上市后同样将对巴西大豆出口形成威胁；同时，本年度巴西销售进度相对较慢，目前销售进度达 35%左右，但是巴西港口库容占用率较高，库容紧张情况下，农户大豆销售未来存在加速可能，在内外利空影响下，巴西大豆升贴水存在下降可能。

当前巴西升贴水整体较为坚挺，3 月外盘豆价预计仍将维持高位震荡，但是国内二季度大豆到港量回升，豆粕供应趋松未发生改变，供应端宽松叠加海外卖压共振下，豆粕在临近阿根廷大豆上市时价格预计有所下降。

## 目录

一、豆粕近期走势 .....	1
二、豆粕反弹原因 .....	2
三、豆粕后市运行情况 .....	3

## 一、豆粕近期走势

目前市场对大豆供应趋松达成共识，但是围绕该利空是否被完全定价展开博弈。空方依托于全球大豆供应上升与美豆预计修复性增产逻辑，于1月起持续交易该信息，并认为价格应跌破 3000 元/吨，但是多方基于豆粕偏低定价以及南美丰产消息钝化、2月种植展望利空出尽影响，认为豆粕已跌至底部，做多性价比上升，同时在巴西大豆产量下降与升贴水上升推动下，顺势做多。受其影响，本周豆粕延续上周五破位上行动力，价格持续反弹，上半周价格快速回升至 3150 元/吨，下半周则围绕 3150 元/吨震荡。

图表 1：豆粕破位上行



数据来源：文华财经，兴证期货研究咨询部

图表 2：美豆价格筑底



数据来源：文华财经，兴证期货研究咨询部

## 二、豆粕反弹原因

1、巴西升贴水回升，进口成本上升。

本周美豆整体运行较为平稳，周度出口量超预期带动美豆价格有所上升，整体围绕 1150-1170 美分/蒲运行，美豆对国内豆粕行情提振有限，豆粕反弹动力主要来源于巴西大豆升贴水持续上升。节后受阿根廷 1 月中旬后降水偏少以及巴西大豆产量超预期调降至 1.49 亿吨水平影响，南美大豆本年度丰产恐不及预期，巴西大豆出口升贴水开始上升。并且，巴西 2024 年将实施 B14 计划，国内大豆压榨需求预计上升 500-800 万吨，大豆出口总量下降同样为升贴水回升提供支撑。巴西升贴水过早回落同样为起提供反弹空间。本年度巴西出口贴水前置，往年 CNF 升贴水一般于 4、5 月降至低位，今年升贴水低点提前至 3 月份，远低于往年水平，升贴水低位叠加基本面利多同样给予巴西大豆升贴水反弹空间。

图表 3：巴西升贴水下降早于往年



数据来源：汇易网，兴证期货研究咨询部

2、豆粕利空出尽，估值偏低对利多消息较为敏感。市场提前交易巴西卖压，国内豆粕价格回落时间早于外盘，同时受春节需求偏弱影响，国内豆粕先于外盘大豆下跌，叠加巴西丰产以及新季大豆种植面积上升持续释放利空，内外利空因素共振，底部横盘震荡，豆粕筑底，估值处于低位水平。Conab 下调巴西大豆产量使得市场意识到巴西大豆产量可能确实存在一定问题，农户惜售同样助推出口升贴水走高。临近 USDA3 月报告发布时间，市场预测本次报告整体利多，巴西大豆产量存在调降可能，盘面提前

交易利多提振带动豆粕价格上升。

图表 4：巴西产量下调

REGIÃO/UF	ÁREA (Em mil ha)			PRODUTIVIDADE (Em kg/ha)			PRODUÇÃO (Em mil t)		
	Safra 22/23	Safra 23/24	VAR. %	Safra 22/23	Safra 23/24	VAR. %	Safra 22/23	Safra 23/24	VAR. %
	(a)	(b)	(b/a)	(c)	(d)	(d/c)	(e)	(f)	(f/e)
<b>NORTE</b>	<b>3,010.5</b>	<b>3,243.4</b>	<b>7.7</b>	<b>3,373</b>	<b>3,095</b>	<b>(8.2)</b>	<b>10,153.4</b>	<b>10,037.3</b>	<b>(1.1)</b>
RR	123.0	142.1	15.5	2,800	3,000	7.1	344.4	426.3	23.8
RO	595.0	601.0	1.0	3,423	3,260	(4.8)	2,036.7	1,959.3	(3.8)
AC	12.0	12.0	-	3,808	3,240	(14.9)	45.7	38.9	(14.9)
AM	6.9	9.4	36.2	2,880	2,960	2.8	19.9	27.8	39.7
AP	7.4	7.4	-	2,658	2,593	(2.4)	19.7	19.2	(2.5)
PA	939.5	1,001.5	6.6	3,063	3,063	-	2,877.7	3,067.6	6.6
TO	1,326.7	1,470.0	10.8	3,625	3,060	(15.6)	4,809.3	4,498.2	(6.5)
<b>NORDESTE</b>	<b>4,019.2</b>	<b>4,243.4</b>	<b>5.6</b>	<b>3,785</b>	<b>3,494</b>	<b>(7.7)</b>	<b>15,213.2</b>	<b>14,824.8</b>	<b>(2.6)</b>
MA	1,112.7	1,181.7	6.2	3,514	3,268	(7.0)	3,910.0	3,861.8	(1.2)
PI	976.6	1,072.3	9.8	3,634	3,436	(5.4)	3,549.0	3,684.4	3.8
CE	4.6	4.6	-	3,894	3,373	(13.4)	17.9	15.5	(13.4)
AL	5.6	5.6	-	3,405	3,063	(10.0)	19.1	17.2	(9.9)
BA	1,919.7	1,979.2	3.1	4,020	3,661	(8.9)	7,717.2	7,245.9	(6.1)
<b>CENTRO-OESTE</b>	<b>20,494.5</b>	<b>20,826.5</b>	<b>1.6</b>	<b>3,792</b>	<b>3,278</b>	<b>(13.5)</b>	<b>77,708.2</b>	<b>68,278.4</b>	<b>(12.1)</b>
MT	12,086.0	12,134.3	0.4	3,773	3,184	(15.6)	45,600.5	38,635.6	(15.3)
MS	3,775.0	4,001.5	6.0	3,723	3,335	(10.4)	14,054.3	13,345.0	(5.0)
GO	4,547.4	4,602.0	1.2	3,900	3,474	(10.9)	17,734.9	15,987.3	(9.9)
DF	86.1	88.7	3.0	3,699	3,500	(5.4)	318.5	310.5	(2.5)
<b>SUDESTE</b>	<b>3,468.2</b>	<b>3,513.8</b>	<b>1.3</b>	<b>3,823</b>	<b>3,420</b>	<b>(10.5)</b>	<b>13,257.9</b>	<b>12,015.7</b>	<b>(9.4)</b>
MG	2,171.3	2,216.9	2.1	3,844	3,431	(10.7)	8,346.5	7,606.2	(8.9)
SP	1,296.9	1,296.9	-	3,787	3,400	(10.2)	4,911.4	4,409.5	(10.2)
<b>SUL</b>	<b>13,087.7</b>	<b>13,261.5</b>	<b>1.3</b>	<b>2,925</b>	<b>3,337</b>	<b>14.1</b>	<b>38,276.8</b>	<b>44,247.5</b>	<b>15.6</b>
PR	5,799.2	5,793.4	(0.1)	3,860	3,350	(13.2)	22,384.9	19,407.9	(13.3)
SC	733.4	795.0	8.4	3,918	3,713	(5.2)	2,873.5	2,951.8	2.7
RS	6,555.1	6,673.1	1.8	1,986	3,280	65.2	13,018.4	21,887.8	68.1
<b>NORTE/NORDESTE</b>	<b>7,029.7</b>	<b>7,486.8</b>	<b>6.5</b>	<b>3,608</b>	<b>3,321</b>	<b>(8.0)</b>	<b>25,366.6</b>	<b>24,862.1</b>	<b>(2.0)</b>
<b>CENTRO-SUL</b>	<b>37,050.4</b>	<b>37,601.8</b>	<b>1.5</b>	<b>3,488</b>	<b>3,312</b>	<b>(5.1)</b>	<b>129,242.9</b>	<b>124,541.6</b>	<b>(3.6)</b>
<b>BRASIL</b>	<b>44,080.1</b>	<b>45,088.6</b>	<b>2.3</b>	<b>3,507</b>	<b>3,314</b>	<b>(5.5)</b>	<b>154,609.5</b>	<b>149,403.7</b>	<b>(3.4)</b>

数据来源：conab，兴证期货研究咨询部

### 三、豆粕后市运行情况

南美卖压尚未完全释放，出口升贴水存在转跌可能。目前，市场已提前交易一轮巴西卖压，升贴水有所反弹。巴西收割进度达 47.3%，南部产区也即将开始收割，一般收割进度达 60%-70%左右卖压将达到最大，本年度阿根廷大豆 2500-2700 万吨左右的增产规模在上市后同样将对巴西大豆出口形成威胁；同时，本年度巴西销售进度相对较慢，目前销售进度达 35%左右，但是巴西港口库容占用率较高，库容紧张情况下，农户大豆销售未来存在加速可能，在内外利空影响下，巴西大豆升贴水存在下降可能。

当前巴西升贴水整体较为坚挺，3 月外盘豆价预计仍将维持高位震荡，但是国内二季度大豆到港量回升，豆粕供应趋松未发生改变，供应端宽松叠加海外卖压共振下，豆粕在临近阿根廷大豆上市时价格预计有所下降。

## 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。