

2023年12月01日

山高路滑凛欲跌，拄杖赖有青童君

——油料&蛋白粕2024年年度投资策略

东海策略

农产品

分析师：

刘兵

从业资格证号：F03091165

投资咨询证号：Z0019876

电话：021-68757827

邮箱：liub@qh168.com.cn

联系人：

陈宇蓉

从业资格证号：F03113400

邮箱：chenyr@qh168.com.cn

投资要点：

- 2023/24年全球油料产量预期将增加近3000万吨至6.615亿吨，其中大豆产量或达到创纪录的4亿吨，同比增加7.6%；其中巴西预估增加200-500万吨，美豆预计将减少300-400万吨，阿根廷+巴拉圭大豆产量增产确定性较高，预计将增加2400-2500万吨。从大豆消费上看，阿根廷增加520万，美豆国内消费增加320万，中国增加400万。全球大豆供需盈余近1500万，其中阿根廷大豆库存将至少增加700-800万吨至正常的2500万左右水平，巴西或增加逾600万至近4000万的库存，创历史记录。需要注意的是，虽然是增加了逾2800万吨的产量，但美豆出口预计将继续缩减300万以上，全球大豆的贸易却是缩减的。综合看，2023/24年需求尤其是中国的预期目标偏高，盈余压力可能比预期的要大，国内库存增库空间不大，这势必会影响到进口。2023/24年大豆供应增量主要是阿根廷在恢复安全库存，不过巴西额外的库存压力会更大。如果阿根廷出台新的刺激政策，预计南美大豆出口窗口延期及抛售情况要比今年更普遍，现货价格压力或明显高于期货。
- 我们观察到今年美豆的消费结构转变进一步深化。在2023/24年度美豆的总需求预期中，压榨消费占比或从51%提高到55%，出口消费占比或从46%减少到42%。尽管目前美豆压榨形势也向好，但目前2023/24美豆压榨目标相对产能而言，再上调空间不多，相反，美豆出口预期目标后期仍有下调空间。预期后期，美国国内压榨消费对价格的敏感性还是要高于出口消费。我们预期美国大豆产能投放情况将是保证压榨消费能缓解超预期出口压力的首要条件，也是保障美豆能在成本价上下100点行情区间运行的关键。
- 2024年油料蛋白供应充足，预计油料价格将明显强于蛋白粕的价格。若全球4亿吨大豆产量兑现，南美大豆在国内上市高峰期，可能会出现较大的现货压力。此外，明年三大蛋白粕中菜粕的供给压力相对小，预计豆菜粕价差或保持低位运行，豆葵粕价差保持高位运行。
- 近两年豆菜粕01价差均出现明显反差，11-1月豆粕的反季节性上涨行情是造成豆菜粕基差走扩的主要原因。至2023年底，豆粕01合约预计不会出现同2022年的多头拥挤行情，随着豆粕高位回调行情兑现，预期豆菜粕01价差仍有望出现断崖式收缩。
- 基于目前乐观的天气前景，我们对南美大豆依然保持丰产预期。丰产无牛市，2024年国内主要关注季节性交易行情，一是2024年2-4月巴西大豆的装船风险偏高，警惕3-4月阶段性的供需错配行情；二是7-8月美豆、菜籽干旱天气行情依然需要警惕；三是8-10月巴西大豆出口窗口预期会延期，且对美豆的出口市场挤压压力预计会更大；四是2023年12月-1月和2024年9月-10月，大豆产情确定之后利多出尽行情。

➤ **结论:**

- 1、预计2023年12月豆菜粕01价差或加速收缩。
- 2、目前看，我们预计美豆主流的价格区间在1150-1350美分/蒲。这其中2024年上半年价格受南美季节性上市压力的影响要明显，价格偏弱，下半年天气市场预计仍会出现100点的上涨空间。
- 3、若巴西大豆维持1.58亿吨以上的产量，大豆丰产预期兑现，预计明年1-3月的趋势性下跌行情可能会出现，豆粕M2405关注3000-3300底部区间支撑。
- 4、2024年3-4月大概率会出现延迟到港情况，豆粕M05-07@-50左右正套参与安全边际。
- 5、2024年5-9月，预计厄尔尼诺现象会持续到美豆播种期，北半球油料干旱炒作天气依然有基础，弱现实强预期结构凸显，预计豆粕会出现负基差。

➤ **风险因素:**

- 1、南美天气导致大豆种情发生不可逆的损伤
- 2、美国生柴政策调整引发油料多头行情
- 3、国内海关检验政策突然收紧
- 4、物流因素导致国内出现阶段性供需错配，市场悲观预期下，错配引发的行情会比较大。

正文目录

1. 美豆行情回顾及新作物年度供需展望	5
2. 豆粕&菜粕行情回顾及价差分析	7
3. 2024 年豆粕&菜粕主要行情逻辑分析	10
4. 结论	13

图表目录

图 1 2023 年 CBOT 大豆 11 月合约行情	5
图 2 USDA 美国大豆平衡表	6
图 3 豆粕基差 (元/吨)	7
图 4 全国油厂月度压榨量	7
图 5 豆菜粕价差 (元/吨)	8
图 6 豆棉粕价差 (元/吨)	8
图 7 豆葵粕价差 (元/吨)	8
图 8 豆花粕价差 (元/吨)	8
图 9 中国大豆进口量 (吨)	8
图 10 全国主要油厂豆粕库存 (吨)	8
图 11 进口菜籽压榨产粕量+菜粕进口量 (吨)	9
图 12 豆菜粕 01 合约价差 (元/吨)	9
图 13 2023 年 ICE 菜籽 JAN24 合约行情	9
图 14 USDA 全球大豆供需平衡表	10
图 15 全球主要油料产量增减情况 (百万吨)	11
图 16 全球主要油料库存增减情况 (百万吨)	11
图 17 Model Predictions of ENSO from Oct 2023	11
图 18 Official NOAA CPC ENSO Probabilities	11
图 19 Model Predictions of ENSO from Oct 2023	12
图 20 Official NOAA CPC ENSO Probabilities	12
图 21 马托格罗索未来 15 天的降雨预期	12
图 22 巴西大豆产区未来 15 天气温预期	12

1. 美豆行情回顾及新作年度供需展望

图 1 2023 年 CBOT 大豆 11 月合约行情



资料来源：博易大师 东海期货整理

2022/23 年巴西大豆增产 2550 万达到创记录的 1.56 亿吨水平，巴拉圭大豆也恢复性增加，完全弥补了阿根廷大豆减产影响。随着南美大豆上市，全球大豆供应预期改善，美豆在一季度开始见顶回落。2022/23 年美豆结转库存紧缩成为美豆主要支撑，3 月底季度库存数据为九年来最低。进入二季度，美豆阶段性利多出尽，随着欧美银行业危机发酵和美联储加息引发衰退风险增加，美豆基金净多头持仓兴趣将逐步降低。此外，5 月北半球油籽春播形势良好，USDA 对 2023/24 年油籽供需形势展望将进一步引导远月价格回归。美豆 11 合约在二季度加速下跌至 1130 美分/蒲式耳高位，自年初的 1400 美分/蒲式耳高位回落，跌幅高达 19.3%。进入 6 月，美豆产区高温干旱天气显现，美豆油基于生柴掺混政策预期提振的上涨，同时也带动美豆多头回补，美豆 11 合约价格快速从底部反弹 1380 美分/蒲；进入 6 月下旬，EPA 提高了 2023 到 2025 年美国生物燃料的强制掺混量但幅度低于行业预期，CBOT 美豆油主力合约回吐部分涨幅，同时月末降雨增加，美豆 11 月合约又跌至 1250 美分/蒲式耳支撑。尽管如此，6 月末的美国 2023/24 年大豆播种面积和 6 月 1 日库存数据远低于预期，美豆 11 合约当日收盘上涨逾 6%，为年内日内最高涨幅。

进入三季度，天气市场进入炒作高峰期，7 月虽然美豆 11 合约价格一路高歌猛进，达到年内高点 1435 美分/蒲。但是月末，美豆产区未来天气形势预期转好，同时出口形势压力不减，黑海等风险事件带来的利多题材出尽，美豆出现阶段性回调。此外，8 月、9 月、10 月，USDA 连续三个月将超预期下调美豆单产至 49.6 蒲/英亩。同时，由于巴西丰产，结转库存处于历史高位，大豆销售周期延长，出口装运量也同比大幅增加，美豆因此出口需求受到明显限制，出口目标也再不断下调，最终 2023/24 美豆的结转库存预期保持再 200 百万蒲以上，美豆 11 月合约 1400 美分/蒲的价格始终没有有效突破。9 月进入新作年度之后，美豆利多出尽后也开始从高位回落，集中上市压力凸显。到四季度，美豆出口转船进度逐步加快，巴西大豆出口压力大幅缓解之后，美豆的销售进度也在慢慢增加，美豆 11 月合约在触及 1250 美分的成本支撑区间之后看，开始反弹。自阿根廷大豆遭受大减产之后，大豆供

应青黄不接，国内产能被动闲置，国际豆粕供应也出现明显短缺，巴西和美豆国内压榨利润丰厚。10月，美豆粕出口价格相比巴西豆粕出现了价格优势，出口增加明显，这使得美国国内大豆月度压榨量更是创下了历史新高，也缓解了美豆国内集中上市和出口下滑压力。此外，巴西中西部核心产区较慢的播种进度开始引发市场高度关注。11月，中美关系阶段性缓解，民间互动增加，国内油厂的采购积极性也明显增加，巴西大豆产区季风也再迟到，由此把美豆 01 合约价格再次拉高至合约的年内高位 1400 美分/蒲。

图 2 USDA 美国大豆平衡表

名称					USDA11月	USDA11月
百万 英亩/蒲					旧作	新作
项目	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
种植面积	89.2	76.1	83.4	87.2	87.5	83.5
收获面积	87.6	74.9	82.6	86.3	86.3	82.7
收获率	98%	98%	99%	99%	99%	99%
单产	50.6	47.4	51	51.7	49.5	40.9
期初库存	438	909	525	257	274	268
产量	4428	3552	4216	4465	4276	4129
进口	14	15	20	16	25	30
总供给	4880	4476	4761	4738	4569	4428
压榨	2092	2165	2141	2204	2212	2300
出口	1752	1679	2261	2158	1992	1755
种用	88	96	101	102	97	101
残余	39	12	1	1	0	26
总需求	3971	3952	4504	4464	4320	4182
期末库存	909	525	257	274	268	245
库需比	22.9%	13.3%	5.7%	6.1%	6.2%	5.9%
农场价格	8.48	8.57	10.80		14.20	12.70

资料来源：USDA 东海期货整理

目前，自 11 月 USDA 报告修正了美豆单产至 49.9 蒲/英亩，库存预期边际增加，但库存比依然处于 6% 以下。2023/24 美豆紧供应下，出口及压榨数据使得价格的敏感度大大增加，成本价格区间的支撑意义依然很强，后期，巴西大豆产区天气发展依然存在较大不确定性，局部高温干旱也使得权威机构纷纷下调了单产预期。预计年内，美豆 01 合约主流运行区间便在 1300-1400 美分/蒲。若是 12 月 USDA 保持巴西大豆 1.63 亿吨的产量预期不变，且中西部高温干旱天气缓解，预计 01 合约仍有可能触及 1270 美分/蒲支撑。

综合看 2023 年美豆市场行情，今年南美和北美大豆在上市初期，产情既定的时候均出现了季节性下跌行情，且美豆 11 月合约是从 1400 美分/蒲高位价格趋势性回落至 1250 美分/蒲的成本支撑区间。今年三季度美豆油的季节性上涨行情依然突出，四季度美豆粕上涨行情被特殊的出口市场环境而放大，均带动美豆触底反弹。今年 7-8 月天气炒作期间主流价格运行区间 1300-1400 美分/蒲，预期的盘面利润最高在 10% 以内，明显收缩。11 月-12 月南美天气交易窗口预计的波动区间也将在 1300-1400 美分/蒲。

除此之外，我们观察到今年美豆的消费结构转变进一步深化。在 2023/24 年度美豆的总需求预期中，压榨消费占比或从 51% 提高到 55%，出口消费占比或从 46% 减少到 42%。尽

管目前美豆压榨形势也向好,但目前 2023/24 美豆压榨目标相对产能而言,再上调空间不多,相反,美豆出口预期目标后期仍有下调空间。截至 11 月 16 日统计,新季美豆的出口销售进度仅完成 59%, 低于去年的 66%。预期后期,美国国内压榨消费对价格的敏感性还是要高于出口消费。美国大豆产能投放情况将是保证压榨消费能缓解超预期出口压力的首要条件,也是保障美豆能在成本价上下 100 点行情区间运行的关键。目前看,我们预计美豆主流的价格区间在 1150-1350 美分/蒲。这其中 2024 年上半年价格受南美季节性上市压力的影响要明显,价格偏弱,下半年天气市场预计仍会出现 100 点的上涨空间。

2. 豆粕&菜粕行情回顾及价差分析

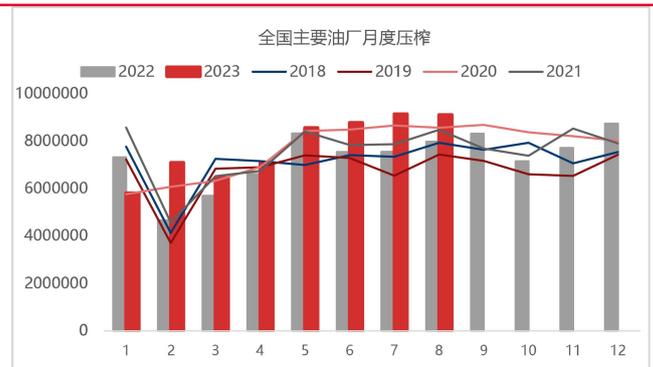
2024 年 1-3 月,受美豆下跌行情影响,豆粕连续三个月收跌,其中 05 合约自 3950 回落至 3500 一线,且跌幅逐月扩大。4 月,就在国内进口的大豆到港之际,港口进关及检测政策收紧,进口大豆到厂不继,断豆停机,豆粕出现阶段性供需错配,叠加下游库存普遍偏低,恐慌性补库引发基差大幅反转,近月蛋白粕 05 月期货合约走强。5 月,国内海关政策继续影响大豆到厂,港口到油厂的物流障碍直到 5 月下旬才基本得到解除。月末大宗商品抛售,美豆 07 合约刺破 1300 美分/蒲支撑,豆粕 M09 迎来 3400 元/吨以下行情。截至 5 月底,华东豆粕现货价自上月 4300 跌至 3640 元/吨,跌幅 18%。随着现货价格下跌,下游采购观望情绪加重,现货补库需求减少,远月基差采购停滞,豆粕库存触底出现反弹。

图 3 豆粕基差 (元/吨)



资料来源: iFind 东海期货整理

图 4 全国油厂月度压榨量



资料来源: Mysteel 东海期货整理

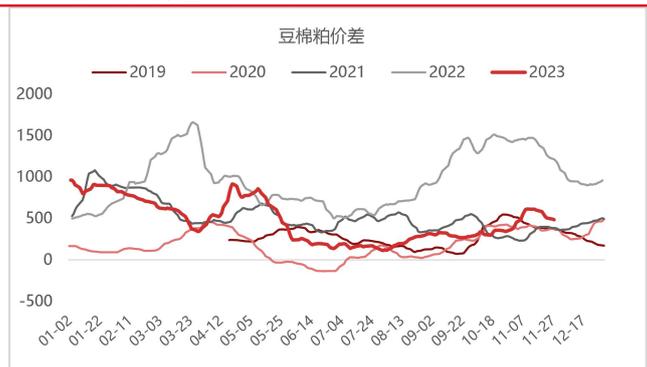
6 月-8 月,豆粕出现趋势性上涨, M09 合约从 3340 一路上涨至 5000 历史高位。6 月和 7 月末美豆的大幅回撤行情并没有对豆粕造成带来影响。除美豆上涨影响以及人民币贬值引发的资金风险偏好之外,6-8 月豆粕表观需求较好,支撑油厂压榨利润修复。根据我的农产品网统计的 111 家样本数据可知,2023 年 6-8 月月均压榨 816 万吨,同比增加 7.09%。另外,从豆粕的比价上看,6-8 月杂粕可供应货源季节性短缺,油厂对豆粕的议价能力很强。

图5 豆菜粕价差（元/吨）



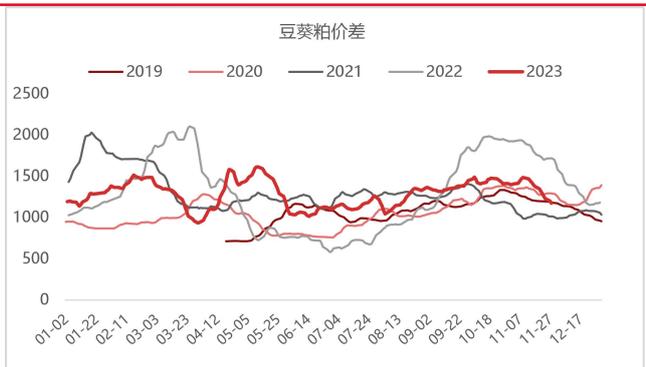
资料来源：iFind 东海期货整理

图6 豆棉粕价差（元/吨）



资料来源：iFind 东海期货整理

图7 豆葵粕价差（元/吨）



资料来源：iFind 东海期货整理

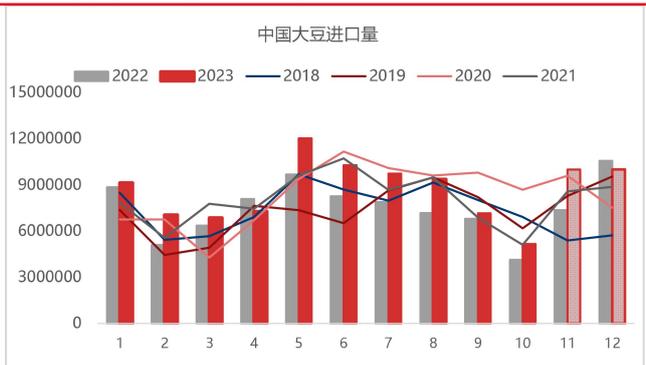
图8 豆花粕价差（元/吨）



资料来源：iFind 东海期货整理

9-12月国内大豆到港相对顺利，海关对于转基因大豆监管严查期已过，国内大豆供应稳定。据海关数据统计，预期国内9-12月月均到港量同比将增加12%，且四季度随着生猪出栏季节性增加，豆粕消费边际下滑，此外杂粕供应也在陆续增加，国内豆粕供需面利多出尽，产业悲观情绪蔓延，也导致豆粕现货基差从历史高位水平主趋向0。从期盘价看，尽管豆粕供需面压力持续积聚，但美豆上涨行情及油厂榨利支撑，豆粕多头看涨意愿较强。但进入11月后，下游豆粕库存增加后高价下补库意愿减弱，豆粕增库迹象出现，资金随着美豆天气升水外溢而开始出兑。预计至2023年底，不排除相对集中的转月需求，对近月01合约的价格支撑，也不排除12月的关键生长期巴西大豆出现不可逆的损伤，但预期豆粕顶部已被产业确认，现货压力下，预计豆粕01合约4000的价格将是顶部价格。

图9 中国大豆进口量（吨）



资料来源：海关总署 东海期货整理

图10 全国主要油厂豆粕库存（吨）



资料来源：Mysteel 东海期货整理

5月豆粕现货基差月初冲高破 M09+1000 元/吨，下旬豆粕基差急转而下回落至 M09+350 元/吨。5月国内海关政策继续影响大豆到厂，港口到油厂的物流障碍直到5月下旬基本得到解除，月末大宗抛售，美豆 07 合约刺破 1300 美分/蒲支撑，

图 11 进口菜籽压榨产粕量+菜粕进口量（吨）



资料来源：海关总署 东海期货整理

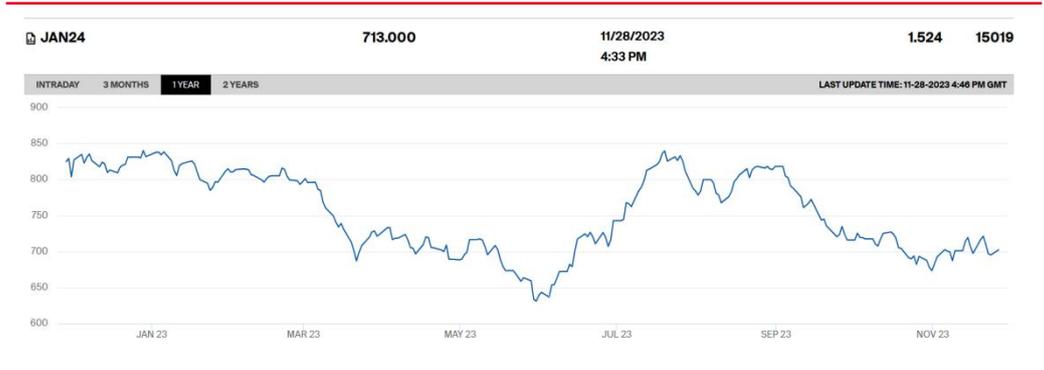
图 12 豆菜粕 01 合约价差（元/吨）



资料来源：iFind 东海期货整理

菜粕市场，2022/23 年全球菜籽扩种，加拿大菜籽也恢复性增产，国际菜籽供应充足，今年 1-5 月随着国内进口的菜籽大量到港，油厂静默的压榨产能也逐步恢复，豆菜粕 01 价差始终处于同期高位，且随着菜粕备货及消费旺季到来，豆菜粕高位价差出现季节性收缩。7 月，国内菜粕可供应量出现明显断崖式下滑，同期豆菜粕 01 也跌至年内低点。7 月底，加拿大菜籽产区降雨增加，且临近收割天气炒作空间收窄，ICE 菜籽价格出现趋势性下滑，国内菜系消费疲软，受外盘影响双双承压，豆菜粕 01 合约价差趋势走强。

图 13 2023 年 ICE 菜籽 JAN24 合约行情



资料来源：ICE

以往豆菜粕价差在 11-1 月走缩的季节性规律很强，主要驱动因素在于，蛋白粕供应充足，均处于增库周期；需求上消费淡季，其中水产旺季已过，菜粕需求稳定，猪饲料消费转淡变化一般此时较为明显，豆粕往往会驱动豆菜粕收缩。近两年豆菜粕 01 价差均出现明显反差，其中 2022 年豆粕季节性供应压力受物流影响而滞后，且进入 12 月资金背靠高基差追多，导致 M01 出现反常的上涨行情。今年豆粕供需压力兑现，现货基差趋势性收缩，但资金受美豆上涨及天气炒作给予了豆粕 M01 过多的升水。由此看，11-1 月豆粕的反季节性上涨行情是造成豆菜粕基差走扩的主要原因。至 2023 年底，预计豆粕 01 合约不会出现同 2022

年类似的多头拥挤行情，随着豆粕高位回调行情兑现，豆菜粕 01 价差很有可能会出现断崖式收缩。

3. 2024 年豆粕&菜粕主要行情逻辑分析

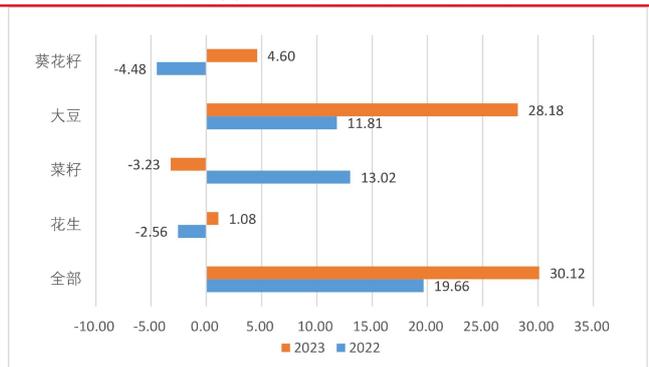
图 14 USDA 全球大豆供需平衡表

world soy							旧作	新作
(1000 MT)	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
期初库存	80,410	94800	100660	115,240	95100	100260	98060	100310
产量	349310	342090	361040	339970	368600	360430	372240	400420
US Prod	116930	120070	120520	96670	114750	121530	116220	112390
Arg Prod	55000	37800	55300	48800	46200	43900	25000	48000
Bra Prod	114600	122000	119700	128500	139500	130500	158000	163000
进口	144220	153230	145880	165120	165490	155580	165110	165750
CN	93500	94100	82540	98530	99740	90500	100850	100000
总供给	570650	590280	604640	620280	629810	617610	629570	663940
压榨量	287280	294610	298530	312310	315820	314500	313430	329470
国内总需求	330780	338030	344280	358320	363970	363970	364150	383680
China	103500	106300	102000	109200	112740	108400	116500	120500
United States	55,720	58870	60400	61850	60910	62920	62840	66060
Argentina	49,810	43630	47450	45920	47410	46040	36570	41750
Brazil	43,060	46510	45180	49840	49710	53960	56800	59700
出口	147500	153080	148830	165170	164860	154250	170950	168290
US Exp	58960	58070	47680	45700	61670	58570	54210	47760
Arg Exp	7030	2130	9100	10000	5200	2860	4190	4600
Bra Exp	63140	76140	74890	92140	81650	79060	95510	97500
总需求	478280	491110	493110	523490	528830	518220	535100	551970
期末库存	95650	99020	114480	96840	100350	98060	100310	114510
US Stock	8210	11920	24740	14280	6990	7470	7300	6680
Arg Stock	27000	23730	28890	26650	25060	23900	17210	24560
Bra Stock	33210	32740	32470	20420	29580	27600	33440	39690
CN Stock	20660	23060	19460	26790	31150	29250	33790	33690
全球大豆库存比	20.0%	20.2%	23.2%	18.5%	19%	19%	18.7%	20.7%
美豆农场价格	9.47	9.33	8.48	8.57	10.80		14.20	12.70

资料来源：USDA 东海期货整理

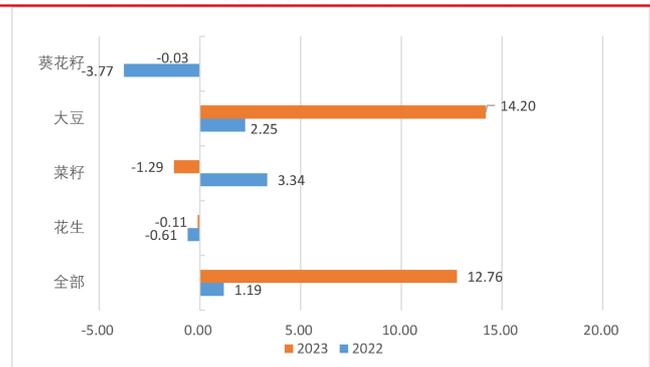
从最近的 USDA 供需报告数据看，2023/24 年全球油料产量预期将增加近 3000 万吨至 6.615 亿吨，其中大豆产量或达到创记录的 4 亿吨，同比增加 7.6%；其中巴西预估增加 200-500 万吨，美豆预计将减少 300-400 万吨，阿根廷+巴拉圭大豆产量增产确定较高，预计将增加 2400-2500 万吨。从大豆消费上看，阿根廷增加 520 万，美豆国内消费增加 320 万，中国增加 400 万。全球大豆供需盈余近 1500 万，其中阿根廷大豆库存将至少增加 700-800 万吨至正常的 2500 万左右水平，巴西或增加逾 600 万至近 4000 万的库存，创历史记录。需要注意的是，虽然是增加了逾 2800 万吨的产量，但美豆出口预计将继续缩减 300 万以上，全球大豆的贸易却是缩减的。综合看，2023/24 年需求尤其是中国的预期目标偏高，盈余压力可能比预期的要大，国内库存增库空间不大，这势必会影响到进口。2023/24 年大豆供应增量主要是阿根廷在恢复安全库存，不过巴西额外的库存压力会更大。如果阿根廷出台新的刺激政策，预计南美大豆出口窗口延期及抛售情况要比今年更普遍，现货价格压力或明显高于期货。

图 15 全球主要油料产量增减情况（百万吨）



资料来源：海关总署 东海期货整理

图 16 全球主要油料库存增减情况（百万吨）

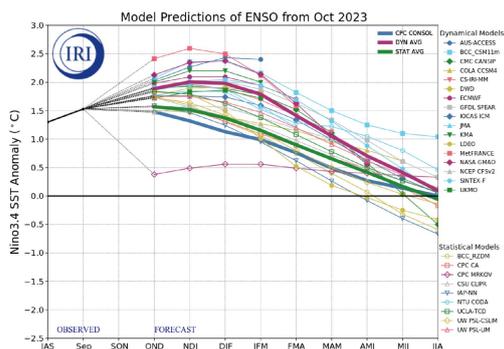


资料来源：iFind 东海期货整理

此外，2023/24 全球菜籽产量将达到 8558 万吨，同比减少 3.23%；葵籽产量将达到 5698 万吨，同比增加 4.6%，其中俄罗斯和乌克兰分别增加 124 万、230 万，至 1750 万、1450 万，这将带动 100 万吨的葵粕出口。俄罗斯和乌克兰的葵粕出口量占全球 70%。今年全球菜籽主要是澳大利亚减产 317 万、加拿大菜籽减产约 90 万。今年加拿大农户销售菜籽的积极性较差，根据最新的加拿大谷物协会的数据，目前作物年度累计销售仅 404 万吨，是 2014 年以来的同期最低水平，不过目前已累计压榨 242 万吨，较五年均值 222 万吨显著偏快。加拿大出口不再是拖累价格的主要原因。从加拿大菜籽和美豆库存结构看，“低库存+成本”都是后期核心支撑逻辑。

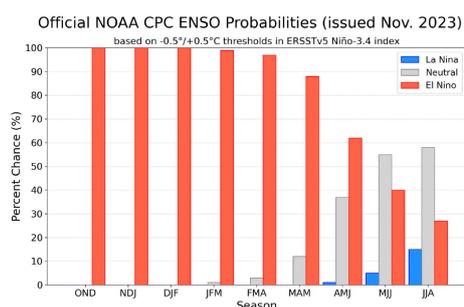
由此可以看出，2024 年油料蛋白供应充足，预计油料价格将明显强于蛋白粕的价格。若全球 4 亿吨大豆产量兑现，南美大豆在国内上市高峰期，可能会出现较大的现货压力。此外，三大蛋白粕中，菜粕的供给压力相对小，豆菜粕价差或保持低位运行，豆葵粕价差保持高位运行。

图 17 Model Predictions of ENSO from Oct 2023



资料来源：NOAA

图 18 Official NOAA CPC ENSO Probabilities



资料来源：NOAA

2023 年主要油料作物面积既定，单产是觉得丰产能否兑现的关键。天气和单产水平存在必然的联系。从最近的 NOAA 预计数据看，厄尔尼诺现象在北半球持续到明年 3 月份的可能性超过 55%，还有 35% 的可能性达到“历史最强”。此外，厄尔尼诺预计将持续到北半球春

季(2024年4月至6月期间有62%的可能性。如果明年1-3月出现更强的厄尔尼诺事件,往往会产生更严重问题,比如会加重巴西北部干旱、加拿大菜籽产区 and 美国中南部产区干旱,美湾出现极端风暴的情况也会增加。此外,它还会导致巴西中南部和阿根廷的作物种植区出现更多降雨,巴西南部大豆种情、收割及二茬玉米的种植都有可能出现风险。另外,印度、澳大利亚地区干旱可能会造成油料作物减产,巴拿马的部分地区干旱将进一步限制通航能力。

图 19 Model Predictions of ENSO from Oct 2023

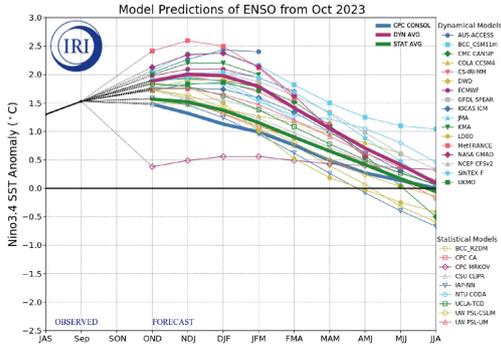


Figure 6. Forecasts of sea surface temperature (SST) anomalies for the Niño 3.4 region (5°N-5°S, 120°W-170°W). Figure updated 19 October 2023 by the International Research Institute (IRI) for Climate and Society.

图 20 Official NOAA CPC ENSO Probabilities

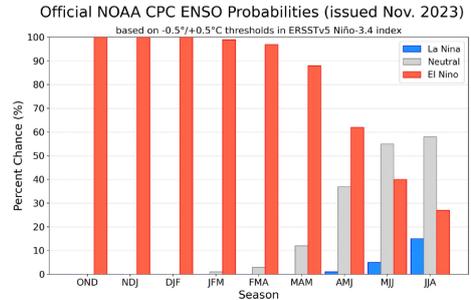


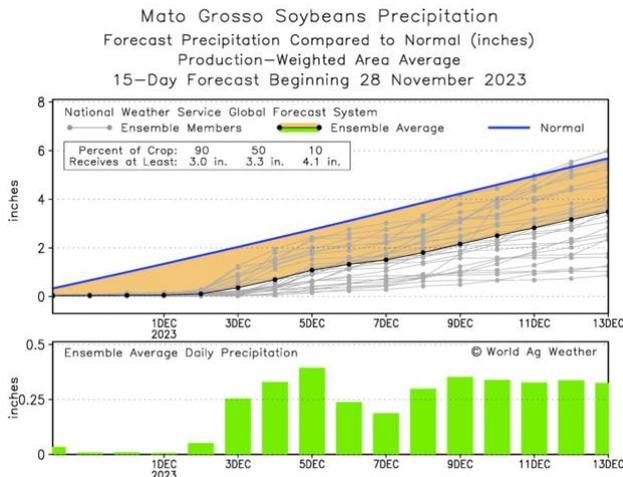
Figure 7. Official ENSO probabilities for the Niño 3.4 sea surface temperature index (5°N-5°S, 120°W-170°W). Figure updated 9 November 2023.

资料来源: NOAA

资料来源: NOAA

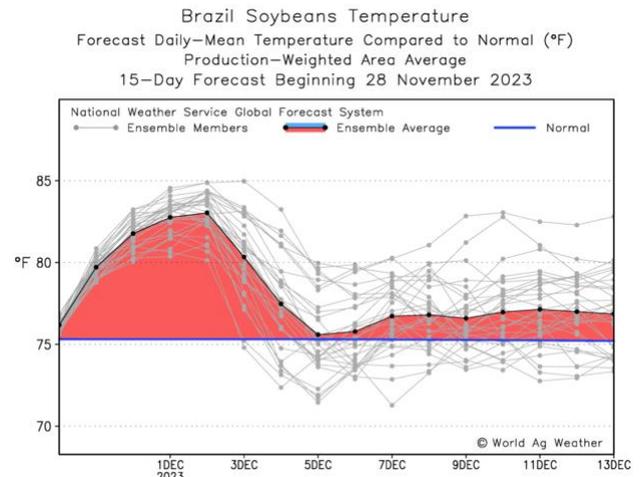
短期看,12月将进入巴西大豆生长的关键期,从本周开始马托格罗索州也将进入雨季,降雨增多,但是未来一周巴西大豆产区仍将遭受的高温天气的困扰。这种高温天气预计将在12月上旬得到缓解。阿根廷的天气模式与过去几年相比发生了非常有利的转变,目前预计大豆产量将恢复“正常”。

图 21 马托格罗索未来 15 天的降雨预期



资料来源: World Ag Weather

图 22 巴西大豆产区未来 15 天气温预期



资料来源: World Ag Weather

基于目前乐观的天气前景,我们对南美大豆依然保持丰产预期。丰产无牛市,2024年国内主要关注季节性交易行情,一是2024年2-4月巴西大豆的装船风险偏高,警惕3-4月阶段性的供需错配行情;二是7-8月美豆、菜籽干旱天气行情依然需要警惕;三是8-10月

巴西大豆出口窗口预期会延期，且对美豆的出口市场挤压压力预计会更大；四是 2023 年 12 月-1 月和 2024 年 9 月-10 月，大豆产情确定之后利多出尽行情。

4. 结论

2023 年 12 月预期美豆盘中天气升水会出来，且豆粕 M2401 不存在逼仓风险，预计豆菜粕 01 价差或加速收缩。2024 年生猪及蛋鸡被动去化导致的蛋白粕整体需求或出现下滑，若巴西大豆维持 1.58 亿吨以上的产量，大豆丰产预期兑现，预计明年 1-3 月的趋势性下跌行情可能会出现，豆粕 M2405 关注 3000-3300 底部区间。2024 年 3-4 月大概率会出现延迟到港情况，豆粕 M05-07@-50 左右正套参与安全边际高。2024 年 5-9 月，预计厄尔尼诺现象会持续到美豆播种期，北半球油料干旱炒作天气依然有基础，弱现实强预期结构凸显，预计豆粕会出现负基差行情。

,

重要提示

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL：Jialj@qh168.com.cn