

下神坛，留傲骨

——2023 年豆系年报

研究员：孙 啸

邮 箱：sunx@ghlsqh.com.cn

从 业 资 格 号：F03105353

投资咨询资格号：Z0018239

报告时间：2022/12/14

观点概述

回顾 2022 年，美豆、连豆油与连豆粕在南美干旱减产、俄乌冲突、能源危机、印尼出口禁令等一系列利多因素驱动下屡创多年新高，未来获得新多头逻辑接力的可能性较低。

展望 2023 年上半年，国际大豆价格预计上冲乏力，价格重心下移为主，主要驱动来自于海外宏观经济衰退压力、植物油生物燃料需求增速不及预期的拖累、以及巴西丰产无法证伪下全球大豆供需向宽松转化三个方面。但海外新季大豆种植成本的上移或对美豆价格形成有力支撑。预计 2023 年上半年美豆主力期价在 1280-1510 美分/蒲式耳区间运行。

国内方面，在国际大豆重心下移的背景下，美元兑人民币与海外大豆榨利共同见顶回落或使得国内榨利与进口大豆供应局面迎来明显改善，一季度大豆进口量或维持季节性偏高水平。

豆油方面，价格继续向需求端寻求支撑，也是餐饮类消费信心重建的过程，面对疫情民众难以避免地将经历由恐慌到克服的阶段。预计 2023 年一季度价格承压为主，二季度或迎来修复性上涨机会。

豆粕方面，美豆重心下移以及养殖需求的由盛及衰或使得豆粕价格逐步下移。然而巨大的基差将使得连盘豆粕难以展开趋势性下跌。在目前豆粕的期限结构下，做空 M2305 的安全边际极难把握。如果这样的结构持续保持，一季度油脂价格的弱势结合进口大豆到港成本届时或给予豆粕近月合约阶段性基差修复机会。建议投资者适当降低收益期望，区间操作，以稳为主。

风险因素

巴西再遇极端天气；疫情走向及相关政策超预期变动；人民币汇率超预期走弱

一、行情回顾

（一）国际大豆完成牛熊转换

2022 年上半年国际大豆价格先后在南美干旱减产、俄乌冲突爆发、原油价格高企的接力影响下持续冲高。CBOT 大豆主力合约在 2 月份一度触及 1759.25 美分/蒲，逼近历史最高价，并在此平台运行至 6 月。在这一时期美豆走势与原油表现出很强的同步性，宏观与地缘政治因素的影响不断增强。

下半年随着通胀压力的持续增加，美国 6 月份 CPI 当月同比录得史无前例的 9.1%。在现实与目标渐行渐远的情况下，美联储加息动作也不得不愈演愈烈。在此影响之下，市场对于经济衰退及宏观需求收缩的担忧开始显现。自 6 月初开始，商品市场与权益市场开始无差别下跌，直至 7 月中旬 CBOT 大豆主力合约止跌企稳，累计跌幅逾 22%。

图 1 CBOT 大豆主力与布伦特原油主力

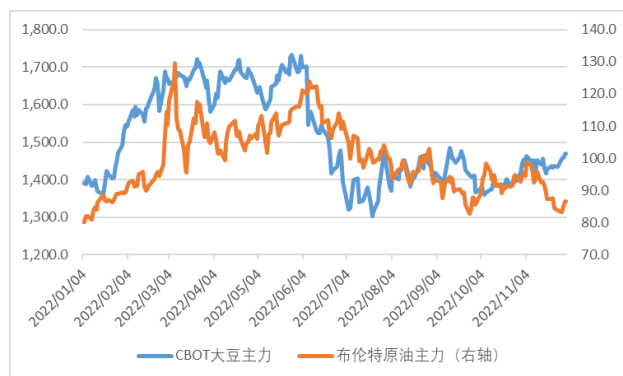
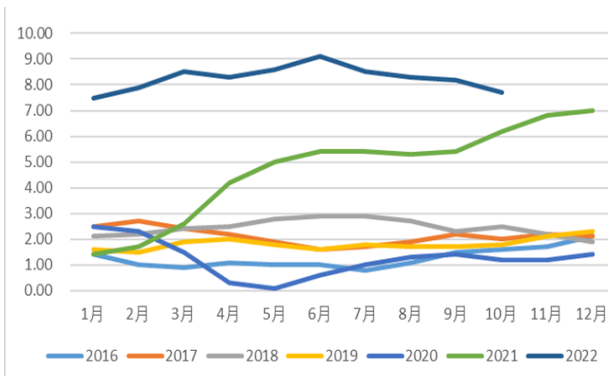


图 2 美国 CPI 当月同比 (%)



数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

数据来源：美国劳工局、国海良时期货研究所

随后的 7 至 9 月份，由于美国大豆产区偏干的土壤条件，USDA 接连下调新季美豆产量预测使得期末库存看不到回升希望，叠加本就极低的旧作结转库存因素，供应的捉襟见肘再一次暴露在市场面前。在这样的情况下 CBOT 大豆重心逐步上移，回到 1460 美分/蒲附近。

图 3 美国大豆预测年度产量（百万吨）

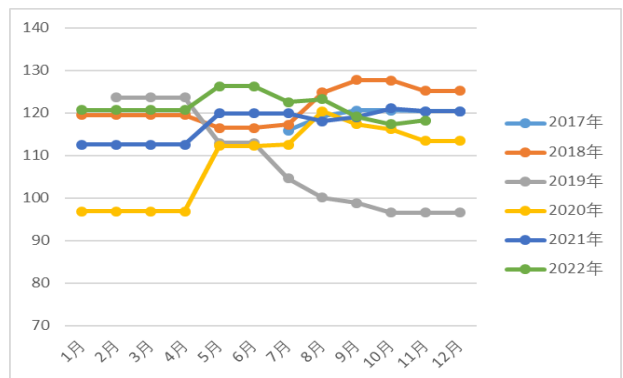
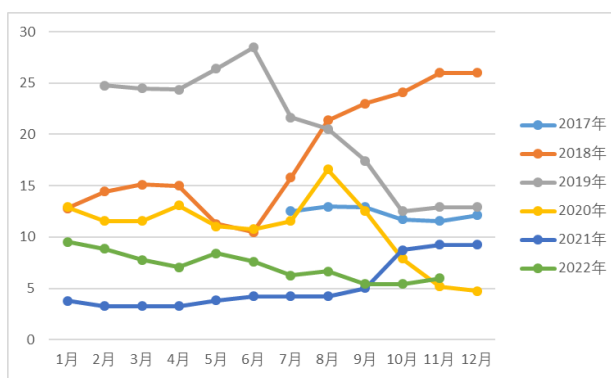


图 4 美国大豆预测年度期末库存（百万吨）

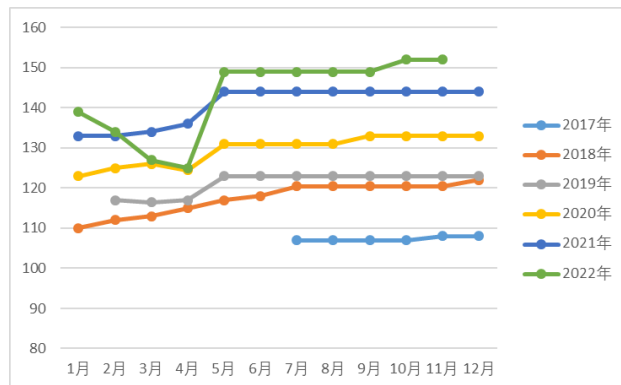


数据来源：USDA、国海良时期货研究所

数据来源：USDA、国海良时期货研究所

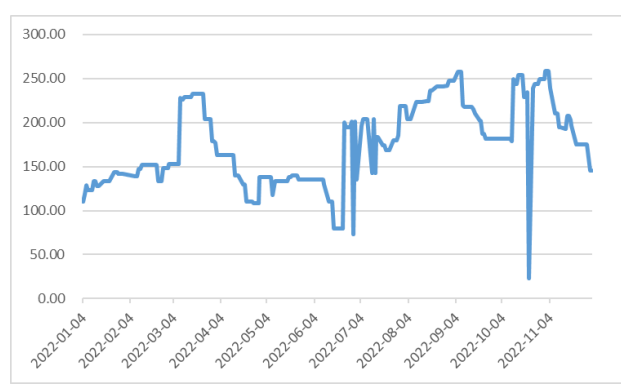
9月之后，美国密西西比河下游航道水位过低限制美湾出口效率与阿根廷农产品出口汇率优惠政策加大出口竞争在现实层面来回拉扯美豆价格。而南美新作种植面积增加且巴西干旱天气的持续缓解使得未来南美丰产预期不断加强，美湾离岸基差冲高回落。而12月初美国环保署（EPA）发布的2023至2025年可再生燃料计划大幅不及市场预期，利空美豆油。美豆受此拖累再度下跌。自7月以来，美豆基本维持既有区间1350至1510美分/蒲运行。

图5 巴西大豆预测年度产量（百万吨）



数据来源：USDA、国海良时期货研究所

图6 美湾大豆近月离岸基差



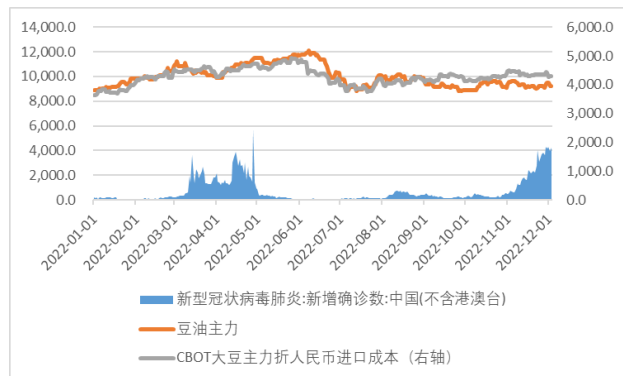
数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

（二）连豆油自身供需无亮点，跟随为主

2022年5月之前，连豆油在国际大豆价格上涨推动下逐步走高。但国内疫情的反弹和随之而来的防控措施持续施压下游实际需求，连豆油整体表现不及成本端。4月底印尼令人意外地出台棕榈油出口禁令使得植物油市场再获溢价，在棕榈油的带领下Y2209合约冲上12280元/吨。然而出口禁令在印尼的胀库压力下仅维持了不足一个月，5月底印尼解除棕榈油出口禁令。棕榈油产地政策的反转与宏观经济衰退的双重打击使得连豆油瀑布式急跌，至7月中旬累计跌幅逾27%。

8月之后连豆油再次回到成本支撑的逻辑当中，而第三波疫情反弹再次打压其价格，9月底价格下探至前期运行区间下沿8800位置。之后印尼的主动去库进程快于市场预期，马来西亚的棕榈油产量则继续受劳工不足限制，主产国棕榈油库销比再度回到正常水平，豆油跟随棕榈油低位反弹。11月后，海外成品油价格逐步走弱叠加美国生柴政策不及预期，豆油期价再次遇阻回落向8800点靠近。自7月以来，Y2301基本维持既有区间8800至10000元/吨运行。

图 7 连豆油、美豆进口成本及大陆新冠新增确诊数



数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

图 8 豆油主力与马棕进口成本

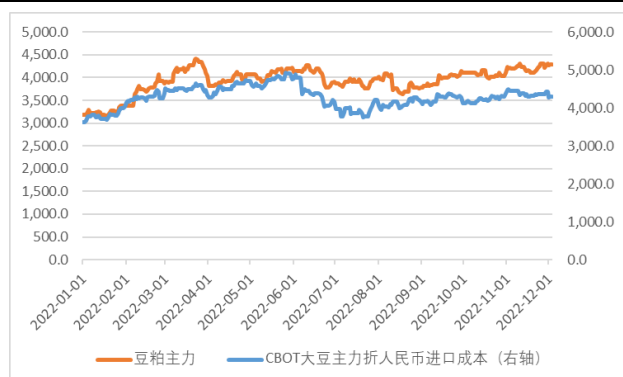


数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

（三）连豆粕受生猪养殖高利润提振，居高不下

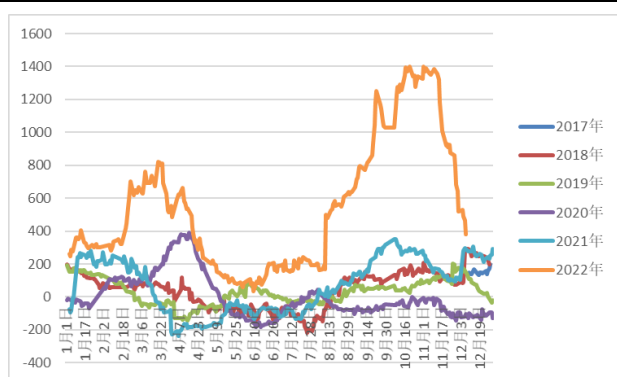
2022 年一季度，连豆粕先在国际大豆的多头氛围中节节攀升。而到了 4 月份，生猪存栏量的下滑叠加生猪养殖亏损的进一步扩大使得连豆粕走势有所软化，趋向成本端波动。直到 6 月份，在猪肉收储政策等因素的支撑下，生猪养殖利润逐步转正，连豆粕相对其成本端明显抗跌。随后的 6 至 9 月份在汇率等因素的影响下，国内进口大豆榨利倒挂程度持续扩大，使得至 11 月份的油料大豆供应都极为不足。而另一边，生猪压栏惜售、二次育肥与养殖利润形成正反馈，养殖户对饲料涨价并不敏感。供应受限叠加下游利润高企使得油厂挺粕价的意愿浓厚。连豆粕走出了一波明显强于成本端的多头行情，在 11 月初 M2301 基差更是达到了 1400 元/吨的惊人水平。随后现货价格开始松动，期货高位维持，主力合约基差持续收缩。直到 12 月初，主力 M2301 发力向现货靠拢，再次站上 4400 元/吨一线，逼近 3 月份时前高。

图 9 连豆粕与美豆进口成本



数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

图 10 江苏豆粕主力基差



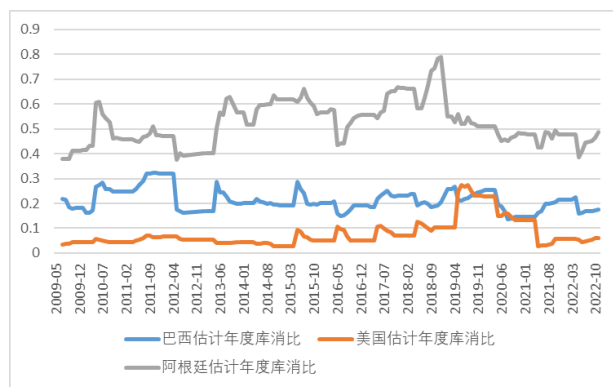
数据来源：Mysteel、国海良时期货研究所

二、2023 年豆系行情展望

（一）国际大豆供需转宽松，但种植成本攀升限制跌幅

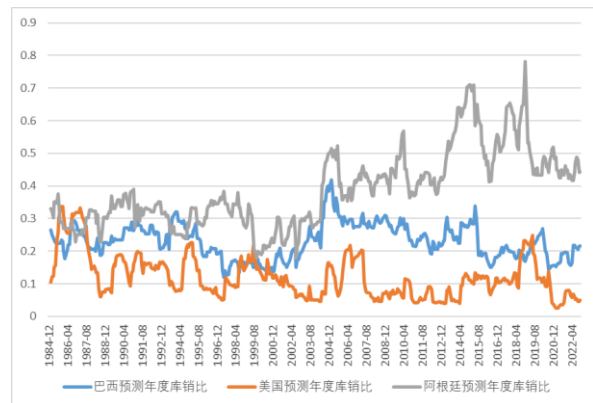
美国新季大豆基本定产 1.18 亿吨，比去年 1.21 亿吨下降 2.5%，根据 USDA 报告预测，22/23 年度美国大豆库销比为 4.99%，低于 21/22 年度 6.13%，在南美大豆上市之前，国际大豆延续强现实状态。同时，市场注意焦点逐步移向南美大豆产量前景。因为大豆较高的种植收益和相对抗干旱性，巴西、阿根廷新季大豆播种面积均有增量，Conab 预测巴西 22/23 年度大豆种植面积达 4340.8 万公顷，上一年度为 4149.2 万公顷，增加 4.6%；阿根廷农业部预测该国 22/23 年度大豆种植面积达到 1645.7 万公顷，上一年度为 1609.4 万公顷，增加 2.3%。目前 USDA 对于南美的新季产量预测较为乐观，巴西 1.52 亿吨，阿根廷 4950 万吨，基本属于丰产水平。在此水平下 G3 综合大豆库销比为 19.1%，高于上年度的 18.0%。

图 9 G3 估计年度库销比



数据来源：USDA、国海良时期货研究所

图 10 G3 预测年度库销比



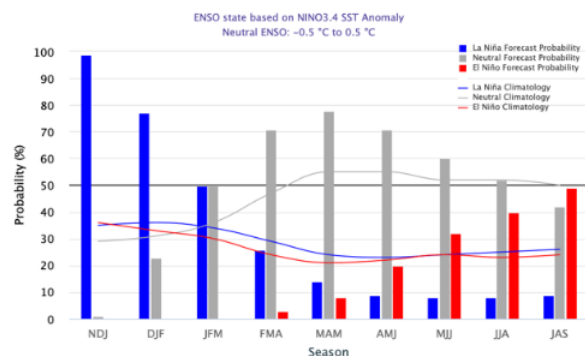
数据来源：USDA、国海良时期货研究所

根据 NOAA 预测数据显示，2022 年延续 2021 年拉尼娜现象，是第三个拉尼娜年，预计在 2023 年 2 月过渡到厄尔尼诺中性的概率为 50%。而南美大豆关键生长期将在 1 月份开启，届时南美天气大概率仍在拉尼娜影响下，降雨是否有保障具有不确定性。目前来看，巴西地区的降雨改善情况较好，土壤墒情持续好转，大豆播种进展顺利，已播种大豆生长评级良好。Conab 周度报告显示，截至 12 月 3 日当周，巴西大豆种植进度为 90.7%，落后于去年同期的 95.1%，但仍达到五年平均水平。已播种大豆除了南里奥格兰德州部分南部地区土壤条件偏干外，其余地区评级均为“适宜”。目前巴西丰产尚不能证伪。

图 11 月度移动厄尔尼诺-拉尼娜指标

Year	DJF	JFM	FMA	MAM	AMJ	MJJ	JJA	JAS	ASO	SON	OND	NDJ
2010	1.5	1.2	0.8	0.4	-0.2	-0.7	-1.0	-1.3	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
2011	-1.4	-1.2	-0.9	-0.7	-0.6	-0.4	-0.5	-0.6	-0.8	-1.0	-1.1	-1.0
2012	-0.9	-0.7	-0.6	-0.5	-0.3	0.0	0.2	0.4	0.4	0.3	0.1	-0.2
2013	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3
2014	-0.4	-0.5	-0.3	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.5	0.6	0.7
2015	0.5	0.5	0.5	0.7	0.9	1.2	1.5	1.9	2.2	2.4	2.6	2.6
2016	2.5	2.1	1.6	0.9	0.4	-0.1	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6
2017	-0.3	-0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.1	-0.1	-0.4	-0.7	-0.8	-1.0
2018	-0.9	-0.9	-0.7	-0.5	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.5	0.8	0.9	0.8
2019	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.3	0.1	0.2	0.3	0.5	0.5
2020	0.5	0.5	0.4	0.2	-0.1	-0.3	-0.4	-0.6	-0.9	-1.2	-1.3	-1.2
2021	-1.0	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.7	-0.8	-1.0	-1.0
2022	-1.0	-0.9	-1.0	-1.1	-1.0	-0.9	-0.8	-0.9	-1.0	-1.0		

图 12 月度移动厄尔尼诺与拉尼娜概率预测



数据来源：NOAA、国海良时期货研究所

数据来源：NOAA、国海良时期货研究所

然而阿根廷干旱问题较为严重，主产省布宜诺斯艾利斯、科尔多瓦等地区均出现严重干旱，整体播种进度延迟，且未来暂时看不到降水持续增加希望，产量前景堪忧。根据阿根廷农业部数据，截至 12 月 7 日当周，阿根廷大豆种植进度为 52%，落后于去年同期的 59%，更落后于五年平均水平 63%，今年的播种条件似乎比去年更困难。预计阿根廷新季大豆产量还有下调空间，综合种植面积增加以及与去年干旱程度对比，阿根廷新季大豆产量可能远不及 USDA 预测的 4950 万吨水平，估计在 4500 万吨左右。

美国生物燃料消费方面，12 月 1 日美国环境保护署（EPA）公布了 2023 至 2025 年可再生燃料计划。2023 年可再生燃料掺混义务量为 208.2 亿加仑，相较 2022 年略高出 1.9 亿加仑。按照生柴生产消耗与豆油基原料使用占比大致估算增加豆油消费 33 万吨。而 USDA 此前预计的美豆油工业消费增量近 66 万吨，两者相距甚远。市场立刻对于未来 USDA 将调减豆油需求量的可能做出反应。如果说掺混要求量的不及预期是在植物油工业需求总量上对美豆油造成利空，那将电动汽车电力纳入可再生燃料计划就是从原料消费结构上对美豆油形成二次打击。电动车电力的纳入意味着拜登政府可能在未来更多地依靠清洁电力而非目前的动植物基生物燃料来推动环保目标的完成。尽管 USDA12 月报告中对美豆油生柴需求预测从 11 月的 118 百万磅下调至 116 百万磅，但根据 EPA 公布的掺混要求，预计美豆油的生柴需求还有下调空间，估算位置预计在 111 百万磅左右，折算美国国内大豆压榨需求预测下调 175 万吨左右。

巴西生物燃料消费方面，2018 年 10 月的 CNPE 16 号决议将生柴掺混率逐年提高 1%，直到 2023 年达到 15%，该决议的实施推动了近几年巴西生柴产量及豆油需求的快速增长。然而，在近两年偏紧的大豆供应形势下，巴西的生物柴油掺混完成情况并不好，2020 年以来遭遇数次调降。在调降 2021 年 11-12 月的生柴掺混比例至 10%后，巴西维持 2022 年 10%的掺混比例。如果按照巴西政府最早的掺混路线图，2023 年 1 月份柴油中的生物燃料掺混比例将达到 14%，3 月份起将提高到 15%。在 11 月 28 日，巴西矿业和能源部表示在 2023 年 3 月 31 日前，巴西的生物柴油强制掺混比例将保持在 10%，从 4 月份起将提高至 15%。综合来看，如果按照上述巴西最新官方表态，则 2023 年巴西生物柴油强制掺混综合比例将不到 B14 水平，与之前掺混路线相比是调降的，但豆油的生柴消费仍然较 2022 年实行 B10 时期增加 176 万吨。根据 Abiove 预计，豆油生柴消费的增量将主要依靠豆油出口的减少来提供，而新增

大豆压榨需求增量仅为 100 万吨左右。巴西豆油出口如果减少，是会转向其他产区的豆油出口提升还是由其他植物油去弥补具有较大的不确定性，也可能受植物油间价差影响。另一方面，新当选的卢拉总统将从 2023 年 1 月 1 日起就任总统，具体的生柴实施计划需要与过渡团队进行讨论，下届政府的组阁成员还有不确定性，而且卢拉的自由党和许多农商企业存在意识形态分歧。因此巴西生柴政策仍有变数。从量上看，如果 2023 年欧盟淘汰豆油基生物柴油消费，根据欧盟的豆油生柴消费量在 100-200 万吨，几乎与巴西豆油生柴消费增量冲抵，全球生物柴油方面的豆油供需平衡可能依旧维持，不会对大豆需求造成大的影响。

综上所述，预计南美新季大豆上市后 G3 综合库销比可能在 18.7%，环比上年度回升，但可能低于 USDA 当前预测值。因此，南美大豆上市或使得全球大豆供需偏紧格局得到缓解，在没有 2022 年同样的流动性宽松背景以及地缘战争刺激下，国际大豆价格或难以冲高。

种植成本方面，根据 USDA 相关数据计算的美豆种植成本来看，由于 2022 年受到能源紧张和地区战争的影响，大豆种植化肥成本环比 2021 年继续上涨 50%，化学品成本上涨 12%，燃料及电力成本上涨 9%。2022/23 年度，美豆种植成本在 1120 美分/蒲左右。根据 Conab 数据计算，巴西转基因大豆丰产的种植成本在 1076-1210 美分/蒲区间。而巴西大豆主产区之一马托格罗索州的大豆机构 IMEA 在 11 月报告中对该国转基因大豆种植成本再度调增。尽管种子、化肥价格有所下调，但除草剂、人工费、设备折旧以及土地机会成本不同程度的上升使得巴西不同地区的转基因大豆种植成本上升 3%-15%，在巴西雷亚尔汇率不出现大幅波动的情况下预计巴西新作大豆成本上升至 1143-1279 美分/蒲区间。

根据历史经验来看，CBOT 大豆主力合约价格很少出现长期跌破种植成本的情况。唯一一次例外是在 2018-2019 年期间，中美贸易战以及国内遭受非洲猪瘟的影响，在需求端给予美豆重大打击。因此，在不出现贸易争端或严重畜类疫病的情况下，即便南美丰产，预计 CBOT 大豆盘面价格在 1280 美分/蒲位置或有较强支撑。

图 13 CBOT 大豆主力与美豆种植成本



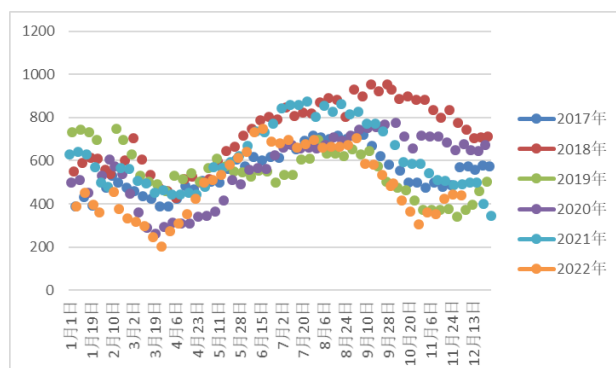
数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

综上所述，预计 2023 年上半年北美大豆种植炒作期之前，CBOT 大豆主力合约或在 1280-1510 美分/蒲区间运行。

（二）国内供应：进口大豆紧平衡预计有所改善

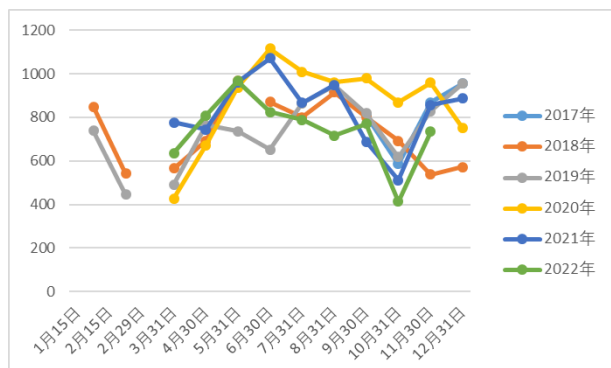
在 2022 年前三季度，国内进口大豆供应严重不足，导致大豆港口库存持续去化至历史最低。根据海关公布数据，2022 年 11 月进口大豆量报 735 万吨，同比减少 14.2%；1-11 月大豆累计进口 8052.6 万吨，同比减少 8.1%。国内大豆港口库存在 10 月底创下历史同期最低的 306.6 万吨。部分油厂继 2022 年 3 月份后再次出现缺豆停机，限制了油、粕供应。

图 14 大豆港口库存（万吨）



数据来源：Mysteel、国海良时期货研究所

图 15 大豆进口量（万吨）



数据来源：海关总署、国海良时期货研究所

造成大豆进口不足的主要原因是成品油价格高企背景下，海外生物燃料消费增速预期高，带动海外

大豆压榨利润攀升，而国内榨利受制于人民币汇价疲软和疫情，亏损严重。根据美国农业部数据显示，受能源价格高企推动，2022 年全年美豆压榨利润均维持在历史最高水平，美豆油的高溢价为榨利提供主要贡献。在 10 月下旬，美豆榨利达到创纪录的 5.66 美元/蒲。因此，国际粮油企业减少了在中国的大豆压榨量。

图 16 美国大豆压榨利润（美元/蒲）

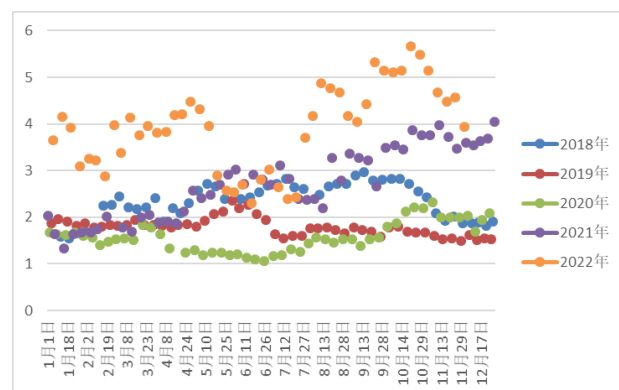
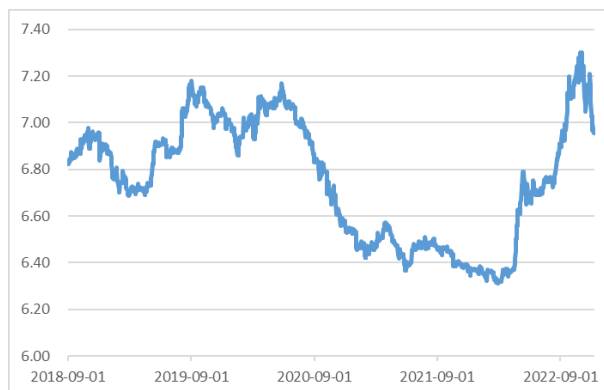


图 17 美元兑人民币



数据来源：Mysteel、国海良时期货研究所

数据来源：XE、国海良时期货研究所

对于 2023 年，国内榨利预计不会像 2022 年前三季度那样倒挂严重。原因在于美联储加息压低通胀的背景下宏观需求收缩不允许海外成品油价格维持高位，并且美国 2023 年生物燃料掺混要求不及预期也在一定程度上反映出当下高植物油价格不是海外所愿意承受的。国际植物油价格的下跌必然带动海外大豆榨利向下回归，国际大豆价格也将承压并带动缩小与国内榨利差距。

人民币汇率方面，2022 年 5 月以来，随着美联储开启加息周期，国内实行“以我为主”的货币政策，美元兑人民币汇率一路走高，在 10 月底突破 7.3 关口。之后国内“一行两会一局”联合发声稳定汇市预期，叠加美国通胀超预期下滑，美元兑人民币触顶回落。随着人民币全球化的不断推进以及国内对于疫情防控政策的优化调整，中国经济的边际复苏可能性高，在美联储进一步抬升加息终点的必要性降低的情况下美元兑人民币汇价可能已处于下降通道。

此外，阿根廷由于缺少外汇储备而推出的两轮“大豆美元”计划也加剧了大豆销售竞争，有助于降低进口成本。在 2022 年 9 月期间阿根廷政府推出 200 比索兑 1 美元的汇率优惠政策鼓励农户出口手中大豆，彼时美元兑比索汇率在 145 左右，即静态销售收入增加 37%。政策一经实施，当地农户大豆销售意愿明显增强，9 月份累计销售大豆 800 万吨，较往年增加 1 倍左右。而在 11 月底，阿根廷政府再度推出类似汇率优惠政策，以 230 比索兑 1 美元替代即期 165 比索兑 1 美元，静态销售收入增加 39%。预计带动大豆出口 300-400 万吨。阿根廷的出口鼓励政策有助于缓和北美旧作向南美新作过渡期间的旧作偏紧状况。综上所述，预计 2023 年上半年进口大豆榨利较 2022 年二、三季度会有明显改善，一季度进口豆供应水平或维持季节性偏高水平。

图 18 国际大豆近月盘面榨利（元/吨）

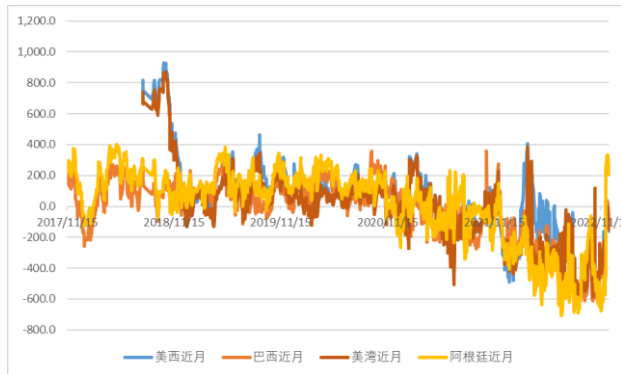
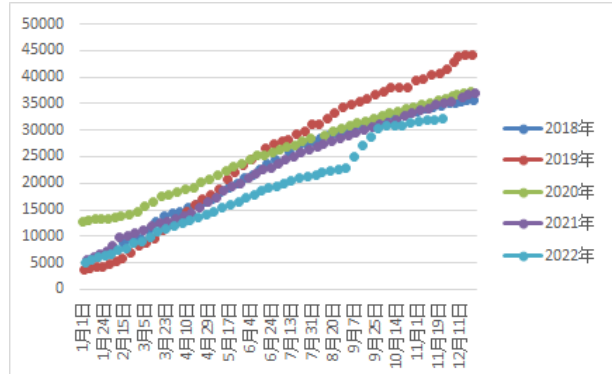


图 19 阿根廷本年度大豆累计销售（千吨）



数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

数据来源：阿根廷农业部、国海良时期货研究所

（三）国内油粕需求：豆油前低后高，豆粕需求支撑减弱

豆油方面，终端消费依旧与疫情发展节奏密切相关，但起决定性作用的不再是疫情管控政策力度而是民众对于自身抵抗疫情的信心。随着国家关于疫情强制管控措施的逐步优化退出，餐饮类终端消费也将告别“管则差，放则好”的简单循环。在“当好自身健康的第一责任人”背景下，民众不可避免地经历从恐慌到克服的过程，油脂需求也将随之起伏。在恐慌阶段，民众为了避免暴露在第一时间疫情冲击中或自我设定严格的健康管理措施，餐饮消费难见起色。

对于第一波疫情冲击的时间点方面，参考欧美地区奥密克戎变异毒株流行期间感染人数发展情况可以发现，新毒株自2021年12月底开始传播，至2022年1月份达到感染峰值，之后传播速度明显下降，在3月份回归正常传播水平。按照类似的方法推算，对于大多数已经放开的地区有望在春节人员流动高峰后达到感染峰值，在明年3月份回归正常。预计2023年一季度豆油需求延续弱势，库存止降回升，二季度需求有望回暖，累库速度趋缓，价格重心前低后高。

图 20 豆油港口库存（万吨）

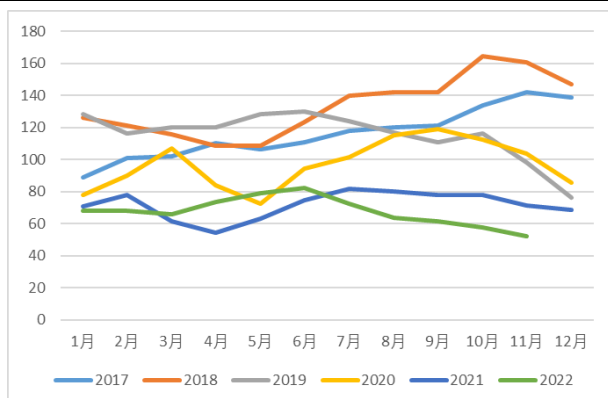
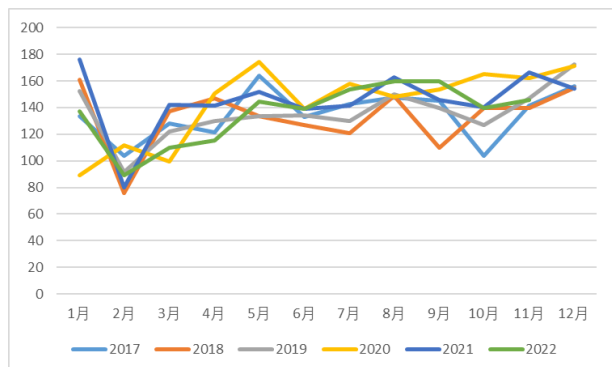


图 21 豆油表观需求（万吨）



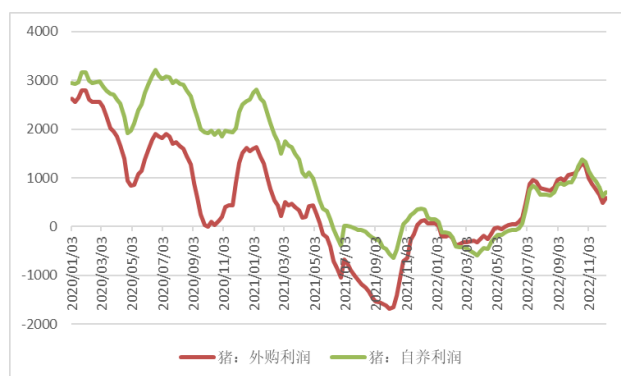
数据来源：Mysteel、国海良时期货研究所

数据来源：Mysteel、国海良时期货研究所

豆粕方面，国家统计局数据显示，2022年10月饲料产量2859.9万吨，环比下降4.56%，同比上升2.28%。1-10月累计饲料产量26602万吨，同比上升2.40%。2022年9月后生猪养殖与二次育肥利润攀

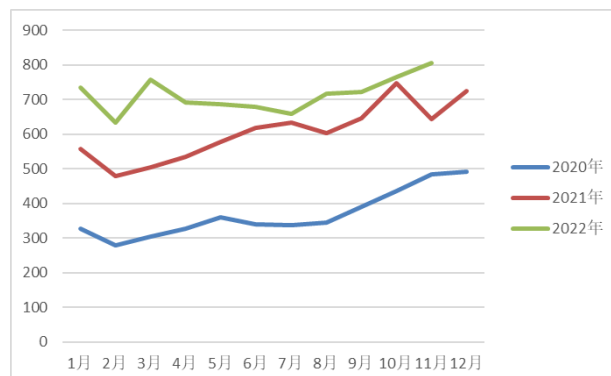
升叠加养殖户压栏惜售心态形成正反馈，下游对于豆粕价格上涨并不敏感，豆粕价格在生猪存栏并没有同比增加的情况下大幅走高。随着春节前大企业集中出栏，二次育肥告一段落，豆粕的刚性需求将出现明显松动。另一方面，疫情对于民众消费信心的打击仍在，腌腊季肉类需求不及预期或加速养殖利润与二次育肥利润下滑，对于高价豆粕的接受度逐步减弱。2022 年商转繁现象也将对明年豆粕刚需产生一定负面影响。预计 2023 年豆粕需求是逐步回归刚需的过程，一季度累库速度较 2022 年同期或明显加快，现货价格重心下移为主，期货受制于深贴水结构或难展开趋势性下跌。

图 22 生猪养殖利润（元/头）



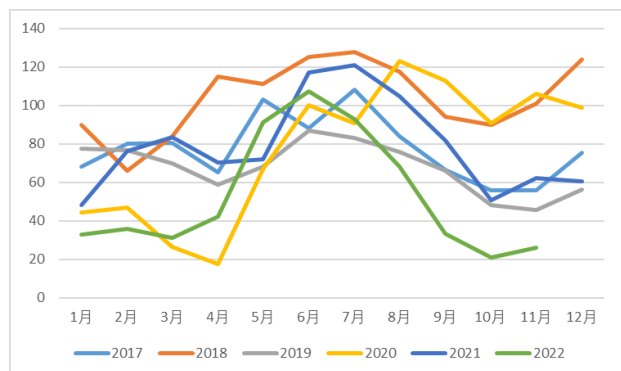
数据来源：Mysteel、国海良时期货研究所

图 23 商品猪出栏数（万头）



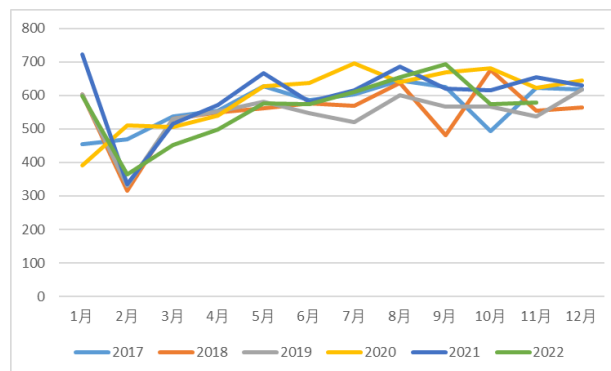
数据来源：Mysteel、国海良时期货研究所

图 24 豆粕油厂库存（万吨）



数据来源：Mysteel、国海良时期货研究所

图 25 豆粕表观需求（万吨）



数据来源：Mysteel、国海良时期货研究所

三、总结

展望 2023 年上半年，国际大豆价格预计上冲乏力，价格重心下移为主，主要驱动来自于海外宏观经济衰退压力、植物油生物燃料需求增速不及预期的拖累以及巴西丰产无法证伪下全球大豆供需向宽松转化三个方面。但海外新季大豆种植成本的上移或对美豆价格形成有力支撑。预计 2023 年上半年美豆主力期价在 1280-1510 美分/蒲式耳区间运行，大方向重心下移。

国内方面，在国际大豆重心下移的背景下，美元兑人民币与海外大豆榨利共同见顶回落或使得国内榨利与进口大豆供应局面迎来明显改善，一季度大豆进口量有望维持季节性偏高水平。豆油方面，价格继续向需求端寻求支撑，也是餐饮类消费信心重建的过程，面对疫情民众难以避免地将经历由恐慌到克服的阶段。预计 2023 年一季度价格承压为主，二季度或迎来修复性上涨机会。豆粕方面，美豆重心下移以及养殖需求的由盛及衰或使得豆粕价格逐步下移。然而巨大的基差将使得连盘豆粕难以展开趋势性下跌。简单地做一个推算，目前 M2305 对 M2301 的贴水程度高达 15%，几乎等于美豆完成从 1510 到 1280 的下跌幅度。在这样的条件下，做空 M2305 的安全边际极难把握。如果这样的期限结构持续保持，一季度油脂价格的弱势结合进口大豆到港成本届时或给予豆粕近月合约阶段性基差修复机会。建议投资者适当降低收益期望，区间操作，以稳为主。

风险关注：巴西再遇极端天气；疫情走向及相关政策超预期变动；人民币汇率超预期走弱

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，未免发生疑问，所请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。

本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用请遵循原文本意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有期货投资咨询业务资格。