

供应宏观齐施压 豆系价格重寻底

主要内容：

第一部分：上半年行情回顾

第二部分：全球供需形势

第三部分：国内供需形势

第四部分：展望及策略

国联期货研究所 农产品事业部

2022年12月

摘要

基于主产国大豆供应逐渐改善以及宏观经济下行的预期，豆粕、豆油价格中枢将会逐渐下移。豆粕方面，目前南美天气状况还具有一定的不确定性，国内进口大豆盘面榨利仍不理想，大豆到港节奏因物流问题推迟，再加上豆粕库存绝对水平仍然偏低，因而明年一季度豆粕价格或将维持偏强运行。南美如果不发生大范围减产，待天气交易过后豆粕价格将承压下行。由于美国及全球大豆库销比仍处于偏低状态，预计豆粕价格下行幅度不会太深，下半年美豆生长期仍会有上行行情。豆油方面受到大豆供应及宏观的双重影响。年初考虑到国内的疫情冲击因素，预计豆油价格弱势运行，随疫情影响消退，豆油消费或将呈现淡季需求回暖状况。一季度后，棕榈油进入增产周期，叠加宏观的滞后效应，豆油价格预计承压，全年重点关注宏观对油脂板块的冲击。操作建议上，豆粕可等待天气交易结束后逢高做空，豆油可采取波段做空方式，注重把握市场节奏切换。

一、2022 年行情回顾

1、CBOT 大豆行情回顾

2022 年 CBOT 大豆走势可大致分为四个阶段。2022 年开年至 3 月中旬，CBOT 大豆呈持续上涨走势。自 1 月起，USDA 连续下调 2021/22 年度巴西和阿根廷的大豆产量，至 2022 年 4 月，两国大豆产量已较 2021 年年末时累计下调 2500 万吨。与此同时，俄乌冲突于 2022 年 2 月底爆发，黑海粮食出口通道受到影响，乌克兰在葵油的生产、出口以及向日葵种植等方面受到打击，影响全球油脂供应。全球多国拉响粮食危机警报，采取了不同形式的出口限制措施，进一步推升美豆涨势。3 月下旬至 6 月中旬，美豆维持高位宽幅震荡。这一阶段，南美产量基本确定，USDA 供需报告对巴西、阿根廷产量进行了修正式上调；美国 3 月底公布的种植意向报告预计大豆种植面积达到创纪录的 9100 万英亩，CBOT 大豆上涨动力相对减弱，呈现区间宽幅震荡走势。6 月中旬，美豆在创下 1784 美分价格顶点之后开始下行。这一阶段主要受到美国加息政策的影响，宏观经济的悲观预期冲击大宗商品市场，美豆走出下行趋势。但这一阶段，美国大豆处于关键生长期，受到干旱天气影响，部分时段存在天气炒作，8 月 Pro Farmer 田间巡查差强人意的单产数据以及 9 月份 USDA 大幅下调美豆单产均阶段性的给与美豆上涨动力。10 月以后，CBOT 大豆在 1350-1500 美分区间震荡。这一阶段，美豆基本定产，南美大豆处于种植阶段，巴西天气情况对大豆种植和生长较为有利，市场缺乏大的驱动，等待南美天气状况进一步明确。

图1 美大豆连续合约走势



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

2、国内豆粕行情回顾

国内豆粕走势总体跟随美豆，8月中旬以后内盘明显强于外盘。一季度除受到南美减产和俄乌冲突的影响外，国内2、3月份大豆到港量偏低，豆粕供应较为紧张，期货价格强势上涨。3月末，随着进口大豆到港量的增加，豆粕价格承压下跌，随后保持震荡偏强走势。6月中旬，在宏观冲击下出现疾跌，但相比美豆和豆油，连盘豆粕跌幅相对较小，6月下旬即转为震荡走势。出现这一现象主要是由于今年大豆进口盘面榨利深度亏损，油厂进口意愿不足，6月及之后的月份大豆进口量一直维持在偏少的状态，10月大豆进口量创出2014年以来新低。8月中下旬以来，生猪行业逐渐走出低谷期，养殖利润改善刺激饲料消费增长，豆粕供应的不足与需求增长之间存在突出矛盾，连盘豆粕也彻底与美豆走势分化，价格进入上涨通道。10月，美国密西西比河水位下降、巴西卡车司机罢工等供应链方面的问题频频扰动市场，致使大豆出口装运效率受影响，大豆到港推迟，主力合约豆粕基差扩大至1400元/吨，豆粕价格维持高位震荡。11月中下旬大豆到港量、压榨量逐渐增加，豆粕现货基差大幅回落，期货价格向现货价格回归。

图2 豆粕主连走势



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

3、国内豆油行情回顾

2022 年国内豆油走势基本可以分为三段。年初至 6 月上旬，受到美豆减产及俄乌冲突的影响，豆油一路上行。今年 6 月美联储将加息幅度提高到 75 个基点，引发市场恐慌情绪，大宗商品普跌，而油脂由于能源属性日渐加强，在这一次宏观冲击中的跌幅更大，至 7 月中旬，跌幅已超过 25%。随着宏观悲观情绪释放完毕，豆油出现了一定的超跌反弹，但经济逐渐步入衰退的预期难以证伪，豆油上方压力仍在，叠加印尼棕榈油累库的压力，限制了豆油反弹高度。国内方面，油厂豆油库存维持低位，但多地爆发的疫情形势限制了餐饮消费，导致豆油出现震荡走势。年末国内颁布疫情防控优化政策，对远期豆油消费存在一定利好。但随即美国环保署公布的可再生燃料政策不及预期打压了豆油工业消费增长预期。国内大范围受到疫情冲击，在疫情防控政策放松的短暂利好之后，旺季消费遇冷的预期再度主导市场。

图 3 豆油主连走势



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

二、全球供需形势

1、美国大豆供需情况

USDA 公布的 12 月供需报告未对大豆供需平衡表做出调整。大豆供应量 46.34 亿蒲，包括 2.74 亿蒲期初库存、43.46 亿蒲产量以及 1500 万蒲进口。美豆已完成收获，USDA 延续了 12 月不调产量的惯例，等待 1 月的定产报告。USDA 在 8-11 月频繁调整美豆单产，最终将单产调整至 50.2 蒲式耳。结合美豆生长期的天气情况、略低于往年的优良率以及偏快的收获进度，美豆产量调增的空间或已不大，预计供应端基本维持在当前水平。虽然 2022/23 年度美豆产量较上一年度减少 326 万吨，但从历史产量来看，本年度 1.18 亿吨的产量处于历史第四高位。在这样的产量水平下，美豆产需缺口为 187

万吨，产需缺口不大，但在上一年南美减产的背景下，当前的大豆供应难言宽松，未来更多的变化体现在需求端。

图4 美国大豆单产和优良率

图5 美国大豆产需缺口



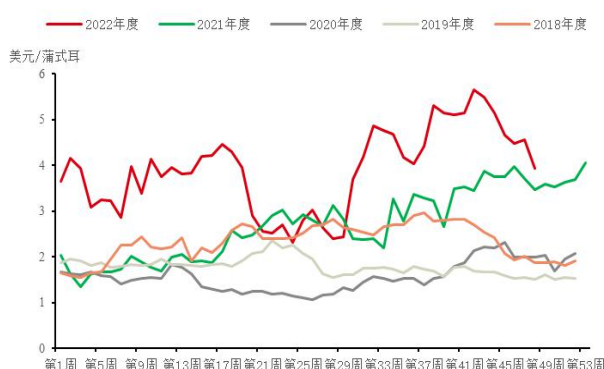
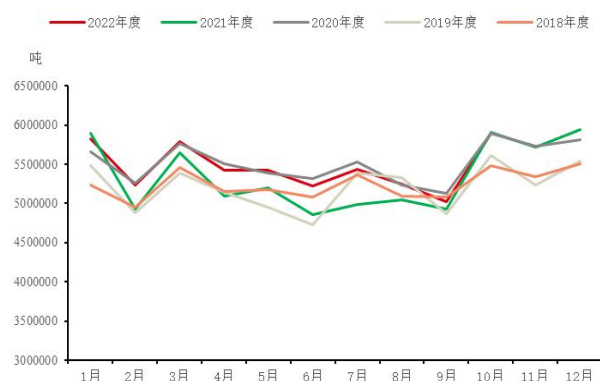
数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

12月USDA供需报告分别给出22.45亿蒲的压榨需求和20.45亿蒲的出口需求。相较于产量，需求后续调整的空间更大，无论压榨还是出口都存在高估的可能。

从压榨方面来看，目前的压榨利润为3.81美元/蒲式耳，压榨利润处于历史同期高位；今年1-10月，美豆压榨量累计达到5454万吨，压榨量处于近五年同期高位，仅次于2020年的5470万吨。如此高的压榨量和压榨利润主要受益于美国可再生燃料政策的发展以及此前不断上涨的原油价格。美国二代生物柴油产能处于上升阶段，2022年新增产能在300万吨/年左右，投产计划基本完成，2023年仍有接近350万吨的投产计划。

图6 美国大豆压榨量

图7 美国大豆压榨利润



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

图8 美国豆油投料量

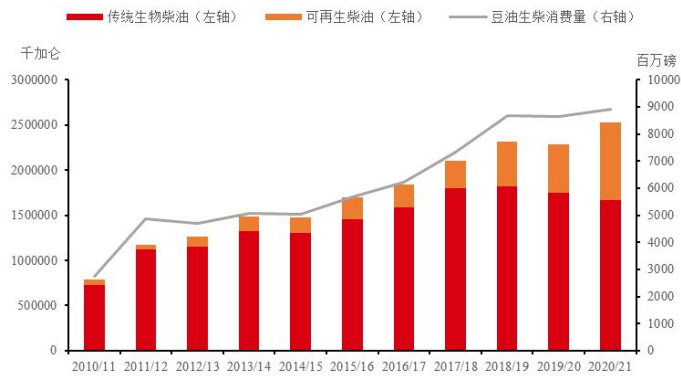
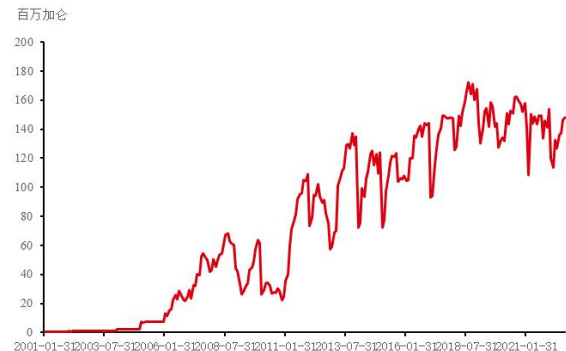


图9 美国生物柴油产量（月度）



数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

数据来源：EIA、国联期货农产品事业部

12月美国环保署公布的可再生燃料掺混义务打破了可再生柴油持续增长的预期。根据EPA拟定的标准，2023年的可再生燃料混合义务规模为208.2亿加仑，2024年增加到218.7亿加仑，2025年增加到226.8亿加仑。其中2023年的可再生燃料总量仅比2022年增加1.9亿加仑，远低于2021、2022年17亿加仑以上的增量，其中常规生物燃料没有增量，高级生物燃料增加1.9亿加仑，分配至生物质柴油的增量仅为6000万加仑。与此同时，EPA还将菜油纳入到生物质柴油的原料当中，这将进一步挤占豆油的投料量。此外，电力也被纳入到可再生能源当中，未来随着电力占比的逐渐提升，对油脂的需求量会有所下降。

表1 美国可再生燃料年度标准

| 单位：十亿加仑 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 高级生物燃料 | 2.88 | 3.61 | 3.61 | 4.29 | 4.92 | 4.63 | 5.05 | 5.63 | 5.82 | 6.62 | 7.43 |
| 生物质柴油 | 1.73 | 1.9 | 2 | 2.1 | 2.1 | 2.43 | 2.43 | 2.76 | 2.82 | 2.89 | 2.95 |
| 纤维素燃料 | 123 | 230 | 311 | 288 | 418 | 0.51 | 0.56 | 0.63 | 0.72 | 1.42 | 2.13 |
| 常规生物燃料 | 14.05 | 14.5 | 15.67 | 15 | 15 | 12.5 | 13.79 | 15 | 15 | 15.25 | 15.25 |
| 可再生燃料总量 | 16.93 | 18.11 | 19.28 | 19.29 | 19.92 | 17.13 | 18.84 | 20.63 | 20.82 | 21.87 | 22.68 |
| 可再生燃料总量变化 | 0.65 | 1.18 | 1.17 | 0.01 | 0.63 | -2.79 | 1.71 | 1.79 | 0.19 | 1.05 | 0.81 |

数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

按照1加仑可再生柴油需要3.5磅豆油投料计算，6000万加仑可生物质柴油增量对应2.1亿磅豆油。而12月USDA供需报告中，虽然将2022/23年度豆油用于生物燃料的量从11月的118亿磅下调至116亿磅，这一规模仍然较上一年度高出12.52亿磅。此前市场给出的预期是2023年可再生燃料掺混义务规模在210-211亿加仑，如果按照这一数据粗略计算，美豆油在生物燃料的消费量还有大约4-8亿磅的调降空间。

表 2 美豆油供需平衡表

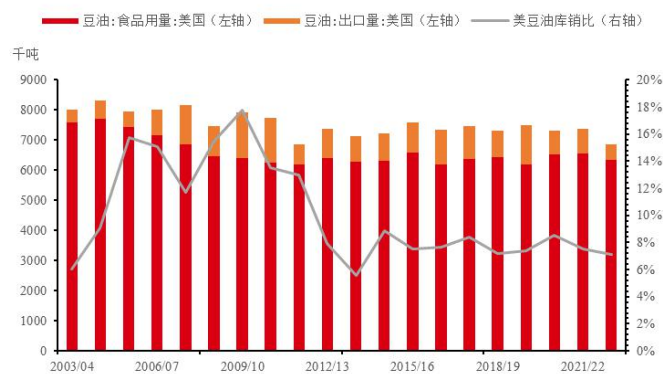
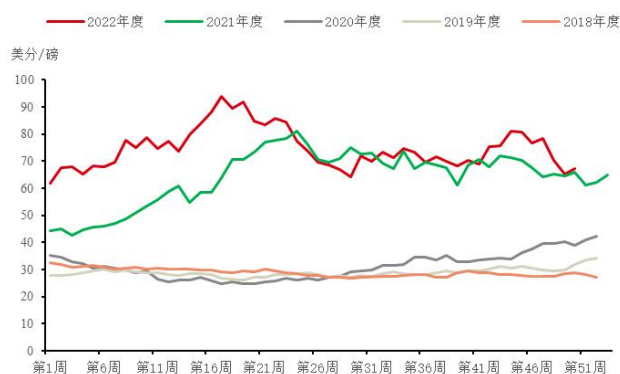
| 单位：百万磅 | 2020/2021 | 2021/2022 | 2022/2023 (11月) | 2022/2023 (12月) | 环比变化 |
|--------------|-----------|-----------|--------------------|--------------------|------|
| 期初库存 | 1,853 | 2,131 | 1,999 | 1,991 | -8 |
| 产量 | 25,023 | 26,143 | 26,310 | 26,310 | 0 |
| 进口量 | 302.00 | 303.00 | 500.00 | 300.00 | -200 |
| 总供应 | 27,177 | 28,578 | 28,809 | 28,601 | -208 |
| 国内消费量 | 23,314 | 24,813 | 25,650 | 25,600 | -50 |
| 生物燃料 | 8,920 | 10,348 | 11,800 | 11,600 | -200 |
| 食用、饲用、其他工业用量 | 14,394 | 14,465 | 13,850 | 14,000 | 150 |
| 出口量 | 1,731 | 1,773 | 1,300 | 1,100 | -200 |
| 总需求 | 25,046 | 26,587 | 26,950 | 26,700 | -250 |
| 期末库存 | 2,131 | 1,991 | 1,859 | 1,901 | 42 |
| 库销比 | 8.51% | 7.49% | 6.90% | 7.12% | 0 |

数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

在高压榨产能下，美豆油生柴需求下降的直接结果是存在过剩的豆油产出，供给增加施压价格，伊利诺伊州毛豆油卡车报价已连续数周下跌，跌幅接近 20%。这部分过剩产量将主要转化为食用消费和出口，豆油期末库存预计增加。食用消费方面，美国豆油在 2004/05 年度达到 770.9 万吨峰值，随后开始下降，近年维持在 620-650 万吨之间。12 月供需报告中将食用消费上调至 635 万吨，消费量仍有一定的上调空间，但受制于餐饮习惯的转变，食用量上的增长较为有限。出口方面，按照 USDA 供需报告中 50 万吨的预估，出口量处于历史低位，考虑宏观经济下滑对油脂消费存在一定影响，美豆油出口应该也有 10-30 万吨增量。美豆油价格下跌通过国际贸易方式传导至进口国，表现为进口成本下行。处于低位的美豆油库销比预计也将出现一定回升。美豆油平衡表会在后续月份中逐步调整，供应与需求的再平衡也需要持续观察。生柴政策的变化对于大豆压榨量的影响是间接的，压榨利润虽有一定下滑但仍处于历史高位，近年较高的新增产能也会对压榨量形成支撑。如果美国生柴掺混规模的长期增长放缓，大豆压榨量或将下降。考虑宏观下行因素，压榨量的调减可能会在 2023 年见到。

图 10 伊利诺伊州毛豆油卡车报价

图 11 美豆油需求情况



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

美国大豆 5566 万吨的出口需求同样存在高估的可能。美国大豆一半以上出口到中国，按照 USDA 预估，中国 2022/23 年度大豆进口量为 9800 万吨，而实际上我国大豆进口在 2020 年达到 1 亿吨峰值后开始出现下滑，2021 年进口量为 9654 万吨，今年则更低。截止至今年 11 月，我国累计进口大豆 8055 万吨，同比下滑 8%。中国大豆进口量的下降受到猪周期、饲料原料价格高企、国内扩种油料作物、推广饲用玉米豆粕减量替代方案等方面的共同影响，而这些因素预计仍将在 2023 年延续。根据农业农村部公布的大豆供需平衡表，2022/23 年度我国大豆产量为 1948 万吨，高于 USDA 预估的 1840 万吨；我国大豆进口量为 9520 万吨，低于 USDA 9800 万吨的预估。虽然我国大豆市场年度为当年 10 月至次年 9 月，较 USDA 数据滞后一个月，但基本可以反映出 USDA 偏乐观的预估。另外从目前的出口检验量上来看，截止至 12 月 15 日，美国大豆累计出口检验量为 2503.61 万吨，出口至中国的大豆累计检验量为 1685.63 万吨，中国占比 67.33%。对中国中规中矩的出口检验量却对应着较高的检验占比，反映出美国大豆出口的疲弱。今年的出口检验总量和占比均与 2015 年同期数据接近，相比之下，2015/16 年度美豆出口仅为 5286 万吨。

图 12 美国大豆出口检验情况

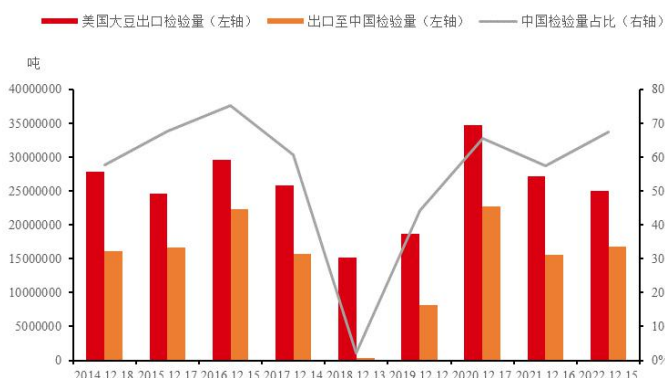
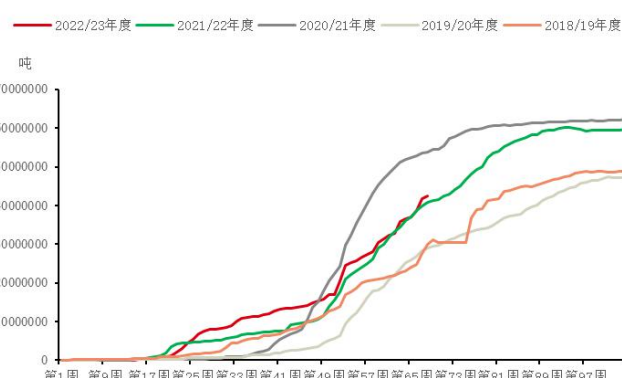


图 13 美国大豆出口净销售



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

除中国大豆进口量可能存在高估外，阿根廷今年为增加外汇储备，两次实施大豆销售的优惠汇率政策，对美豆销售造成压力。9 月首次实施时采用 1 美元兑 200 比索的汇率，直接导致 9 月、10 月阿根廷大豆出口激增至 328 万吨，同比增长 176%。目前阿根廷正在实施第二轮的优惠汇率政策，汇率设置为 1: 230，政策窗口期截止至 12 月底。阿根廷比索在持续贬值过程中，截至 12 月 19 日的汇率为 1: 173.644，官方优惠汇率具有较好的吸引力。市场预估本次优惠汇率政策将刺激阿根廷农户出售 400-600 万吨大豆，大部分流入压榨行业，增加豆油供应，施压豆油价格，另一部分直接流入出口市场，与美豆竞争市场份额。首轮政策执行后，USDA 将阿根廷 2022/23 年度大豆出口量由 8 月份的 430 万吨上调至 11 月的 720 万吨，上调幅度为 290 万吨。第二轮政策执行时，USDA 只将阿根廷的出口量上调了 50 万吨，这样的调整幅度是比较保守的，此后存在继续调增的可能。

图 14 阿根廷大豆出口量

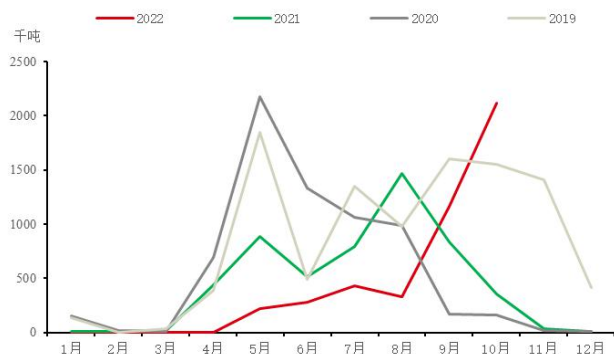


图 15 阿根廷豆油离岸价



数据来源：阿根廷农业部、国联期货农产品事业部

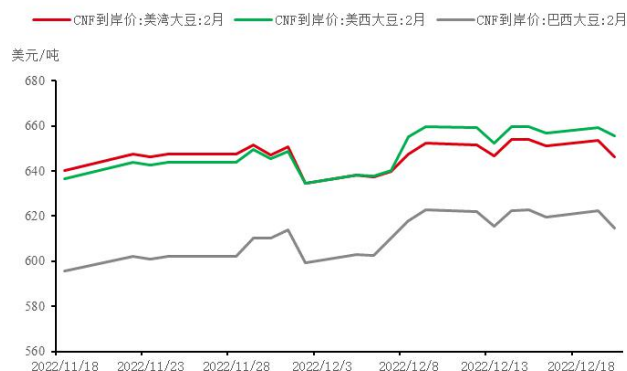
数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

巴西大豆的丰产预期是制约美豆出口的另一个关键因素。留给美豆出口的有利时间窗口已只剩一个月，如果巴西大豆大幅增产，1月中下旬上市后将进一步压低出口价格。从目前的 CNF 报价来看，巴西 1 月船期大豆在 650 美元/吨左右，略低于美湾大豆价格，巴西 2 月船期报价在 615 美元/吨左右，较美湾大豆低 31 美元/吨。巴西大豆较低的价格会更具出口竞争力，不排除美国大豆出现洗船的可能性。这一预期目前尚难证实，因为巴西大豆的生长情况还需要进一步观察，如果对美豆出口形成压力，USDA 供需报告的调整会在 2023 年逐步体现。

图 16 1 月船期大豆 CNF 报价



图 17 2 月船期大豆 CNF 报价



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

从美豆供需平衡表来看，供应方面 2022/23 年度产量调整的空间或已不大，12 月底公布的季度库存数据对供应有一定影响，但供应整体缺乏亮点。2022/23 年度后续平衡表的调整主要落在需求端，宏观走弱、美国生柴政策调整以及来自南美的压力对美豆出口和压榨产生影响，需求存在逐渐下调的可能。我们预估 2022/23 年度美豆期末库存将回升至 2.91 亿蒲，库销比回升至 6.68%。

表 3 美豆供需平衡表

| | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 (12月) | 2022/23 (国联期货) |
|----------|---------|---------|------------------|-------------------|
| 单位：百万英亩 | | | | |
| 播种面积 | 83.4 | 87.2 | 87.5 | 87.5 |
| 收获面积 | 82.6 | 86.3 | 86.6 | 86.6 |
| 单位：蒲式耳 | | | | |
| 单产 | 51 | 51.7 | 50.2 | 50.3 |
| 单位：百万蒲式耳 | | | | |
| 期初库存 | 525 | 257 | 274 | 274 |
| 产量 | 4216 | 4465 | 4346 | 4356 |
| 进口 | 20 | 16 | 15 | 15 |
| 总供应 | 4761 | 4738 | 4634 | 4645 |
| 压榨 | 2141 | 2204 | 2245 | 2225 |
| 出口 | 2266 | 2158 | 2045 | 2005 |
| 种用 | 101 | 102 | 102 | 102 |
| 残值 | -4 | 2 | 22 | 22 |
| 总需求 | 4504 | 4465 | 4414 | 4354 |
| 期末库存 | 257 | 274 | 220 | 291 |
| 库销比 | 5.71% | 6.14% | 4.98% | 6.68% |

数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

2、南美大豆供需情况

2022/23 年度全球大豆产量的增长主要依赖南美大豆的增产。根据 USDA 预估，2022/23 年度巴西产量将达到 1.52 亿吨，较上年度增长 2500 万吨。阿根廷和巴拉圭产量分别达到 4950 万吨和 1000 万吨。南美主要出口国产量合计达到 2.14 亿吨，较上年度增加 3583 万吨。南美的预期增产使全球大豆产量增加至 3.91 亿吨，由上一年度产不足需状态转变为产量有盈余，盈余规模为 1029 万吨，较上月小幅下调。

表 4 南美及全球大豆供需平衡表

| 单位：百万吨 | 年度 | 期初库存 | 产量 | 进口 | 压榨 | 国内消费 | 出口 | 期末库存 |
|--------|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 巴西 | 2020/21 | 20.42 | 139.5 | 1.02 | 46.68 | 49.88 | 81.65 | 29.4 |
| | 2021/22 | 29.4 | 127 | 0.54 | 50.75 | 54 | 79.14 | 23.81 |
| | 2022/23 (11月) | 23.34 | 152 | 0.75 | 51.75 | 55.35 | 89.5 | 31.24 |
| | 2022/23 (12月) | 23.81 | 152 | 0.75 | 51.75 | 55.35 | 89.5 | 31.71 |
| 阿根廷 | 2020/21 | 26.65 | 46.2 | 4.82 | 40.16 | 47.41 | 5.2 | 25.06 |
| | 2021/22 | 25.06 | 43.9 | 3.84 | 38.83 | 46.04 | 2.86 | 23.9 |
| | 2022/23 (11月) | 23.9 | 49.5 | 4.8 | 39.75 | 47 | 7.2 | 24 |
| | 2022/23 (12月) | 23.9 | 49.5 | 4.8 | 39.75 | 47 | 7.7 | 23.5 |
| 全球 | 2020/21 | 94.73 | 368.52 | 165.54 | 315.43 | 363.76 | 164.99 | 100.03 |
| | 2021/22 | 100.03 | 355.61 | 157.14 | 314.78 | 363.38 | 153.82 | 95.59 |
| | 2022/23 (11月) | 94.67 | 390.53 | 166.28 | 329.28 | 380.17 | 169.14 | 102.17 |
| | 2022/23 (12月) | 95.59 | 391.17 | 166.21 | 329.32 | 380.88 | 169.38 | 102.71 |

数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

USDA 对巴西大豆产量的预估采取了相对保守的态度。USDA 预计巴西 2022/23 年度的种植面积为 4290 万公顷，单产为 3.54 吨/公顷，产量为 1.52 亿吨。巴西 CONAB 则不断上调种植面积，由 10 月份 4289 万公顷预估上调至 12 月的 4340 万公顷，种植面积较 USDA 预估高出 50 万公顷。单产方面，12 月 CONAB 给出了与 USDA 一致的预估，环比减少 14.93 千克/公顷，减少 0.4%，主要由于部分区域受到干旱天气影响。最终 CONAB 对于巴西大豆的产量预估达到 1.534776 亿吨。咨询机构对于 2022/23 年度巴西大豆产量的预估基本在 1.53 亿吨以上，乐观的达到 1.55 亿吨。布宜诺斯艾利斯谷物交易所预计 2022/23 年度阿根廷的大豆种植面积为 1670 万公顷，相比之下 USDA 的预估为 1650 万公顷。

种植进度方面，截至 12 月 17 日，巴西大豆播种率为 96.7%，播种接近完成。全国大部分主产区进入开花期，部分早播地区进入结荚鼓粒期。今年巴西降水量总体充沛，从土壤墒情来看，南里奥格兰德州稍显干旱，巴西中部地区也有一些旱情。阿根廷旱情较为严峻，干旱影响了播种进度，截止 12 月 16 日，阿根廷大豆播种进度为 50.9%，落后于历史同期水平。近期由于降水改善，阿根廷大豆播种有所提速，但干旱情况并没有得到根本性的扭转。

图 18 南美土壤墒情

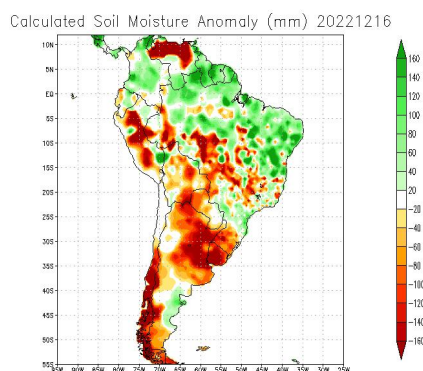
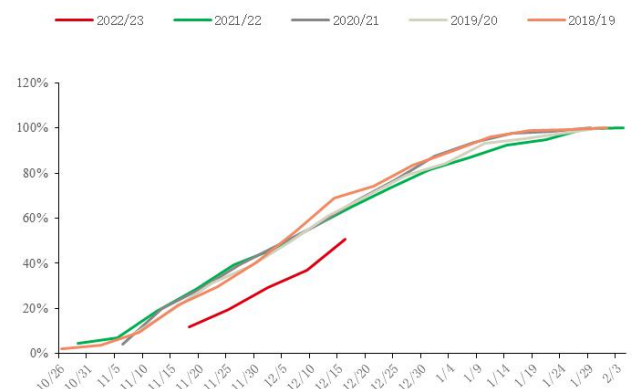


图 19 阿根廷大豆播种进度



数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

今年在三峰拉尼娜气候环境的影响下，南美大豆关键生长期内的天气情况仍然值得关注。根据 NOAA 预测，今年 12 月至 2023 年 2 月拉尼娜气候出现的概率超过 75%。虽然拉尼娜气候并不直接造成南美大豆减产，但在全球大豆供需仍然维持紧平衡的状态下，拉尼娜带来的干旱问题或将为期货价格注入更高的升水。根据未来 90 天的降水预报，阿根廷大部分大豆主产区、巴西南部、巴西中部零星区域存在降水异常偏少的状况，市场对天气情况恶化或将更加敏感。总体来看，阿根廷天气是未来南美大豆生长期的薄弱环节，在巴西大部分地区降水良好的预期下，南美大豆增产的概率更大，天气市交易结束后，在巴西大豆大量上市的压力下，国内豆粕期价将跟随美豆下行。

图 20 拉尼娜出现概率

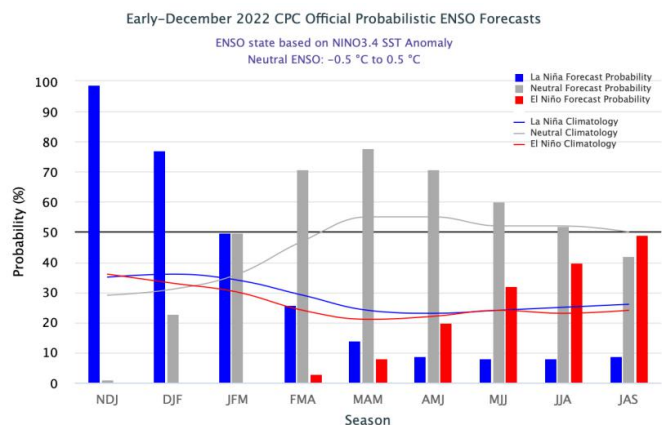
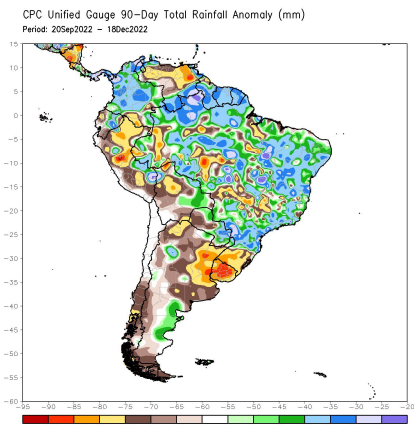


图 21 南美降水预报



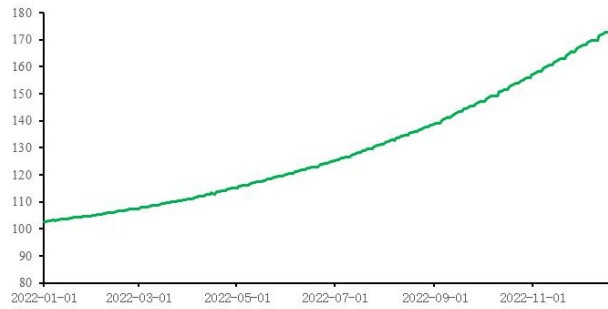
数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

另外需要关注的是巴西和阿根廷的大豆销售进度问题。截至 12 月初，2022/23 年度巴西大豆预售数量相当于预期产量的 23.6%，低于上年同期 32.5%以及 37.6%的历史平均进度。巴西大豆预售进度偏慢主要是由于雷尔在今年下半年处于偏强的状态，不利于巴西大豆出口。如果 2022/23 年度巴西大豆丰产，预售进度偏慢带来的销售压力会更大。阿根廷则由于比索持续贬值，大豆被视为硬通货，农户存在较强的惜售情绪。但在汇率优惠政策刺激下，今年阿根廷大豆出口增加，一定程度上透支了 2023 年的出口规模，2023 年阿根廷大豆出口或将回到相对低位。

图 22 巴西雷亚尔汇率



图 23 阿根廷比索汇率



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

生物柴油方面，在 2023 年 3 月 31 日之前，巴西生物柴油的强制掺混比例将保持在 10%。从 4 月起将提高到 15%。按照 15%的要求，到 2023 年，用于生产生物柴油的大豆总需求将增至约 3000 万吨，增量超过 1000 万吨。不确定因素在于，巴西下一届政府将于明年 1 月就职，这一政策是否执行还需要继续跟踪。从历史情况看，巴西对于生柴政策的执行力度是不及预期的。阿根廷方面宣布上调生物柴油价格，以 11 月 15-30 日期间 242000 比索/吨（1449 美元）为基础，在接下来的几个月内逐月上调 4%。这一政策将促使阿根廷压榨需求增长。

三、国内供需形势

1、进口大豆供应情况

今年我国大豆进口量总体偏低，下半年尤为显著，主要是由于前期油厂榨利较差买船不足导致，下游需求的增长加剧了供应不足的矛盾。买船不足的情况在美豆上市后有所改善，10月、11月进口大豆采购量分别达到1056万吨和957万吨，但由于密西西比河水位过低、巴西卡车司机抗议等运输方面的问题导致到港延后。目前物流问题依然存在，12月16日据巴拿马运河管理局消息，巴拿马运河船闸因爆发火灾暂时停止航行，尚不清楚影响持续时间以及影响到的大豆运输规模，因此12月至明年年初的到港不宜持过分乐观态度，同时也意味着大豆到港压力将进一步后移。据钢联数据，12月大豆到港量预计为910万吨，2021年1月预计到港750万吨，2月预计到港530万吨。明年年初的到港数据还存在调整的可能，相较于历史同期进口量，1、2月750万吨和530万吨的到港量略显不足。

买船方面，12月采购超额完成，合计采购660万吨，1月合计采购500万吨。1月船期的采购量并不是非常乐观，580万吨的预计采购量本身是偏少的，在此基础上以采购的大豆数量并不理想。1月的盘面榨利仍然是深度亏损状态，亏损幅度超过800元/吨，近期人民币升值有助于改善油厂盘面榨利，但在深度亏损的情况下，除非CBOT大豆价格出现大幅下挫，否则很难使盘面榨利回归正常水平，也就意味着一季度末的大豆到港量不宜过分乐观。2、3月份的盘面榨利目前在-500元/吨和-400元/吨左右，采购进度尚可，未来还有一定的时间和空间。

图 24 大豆累计进口量

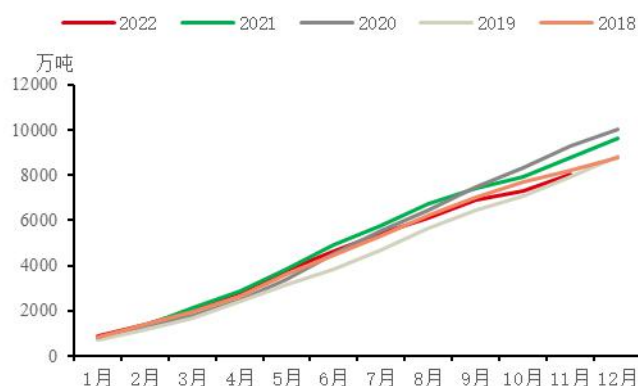
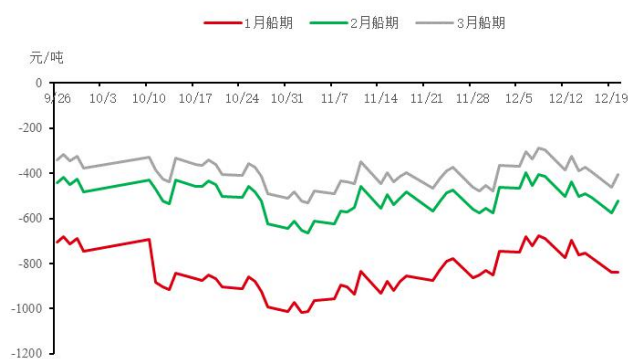


图 25 进口大豆最优盘面榨利



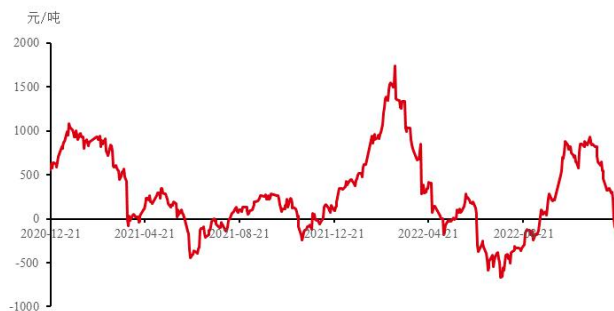
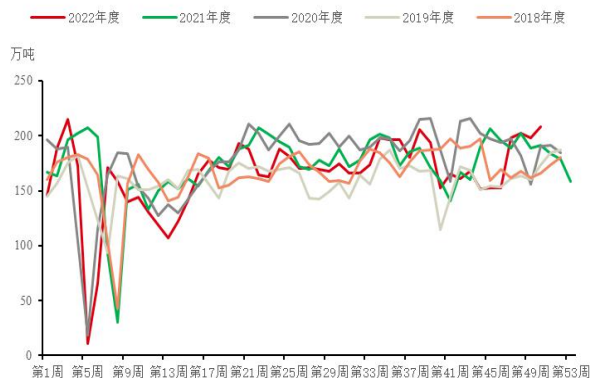
数据来源：同花顺、钢联、国联期货农产品事业部

大豆到港量增加，加上11月份较好的现货榨利，促使油厂压榨开机率显著提升。近期油厂周度压榨量维持在200万吨上下，开机率保持在历史高位，高压榨量预计将在12月持续。1月份有春节假期，加上疫情冲击对于油厂工人出勤的影响，大豆压榨量预计回落，油厂后续压榨情况将跟随大豆

供应节奏和下游需求情况变化，我们持相对偏谨慎的态度，高开机率不会一直持续。此外现货榨利目前已跌至成本线下方，如果趋势延续，也不支持油厂维持高开机率。进口大豆港口库存及油厂大豆库存出现回升，港口库存恢复至 600 万吨左右，油厂库存出现拐点，基本恢复至历史同期正常水平。

图 26 大豆压榨量

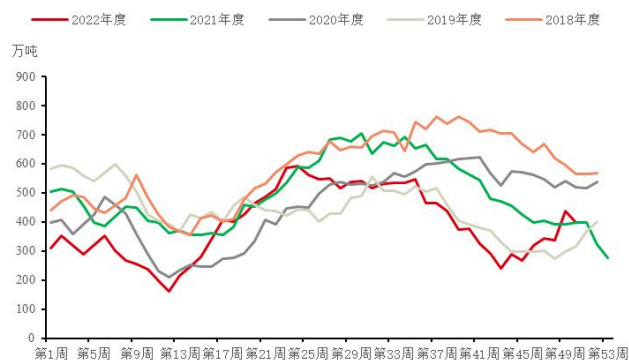
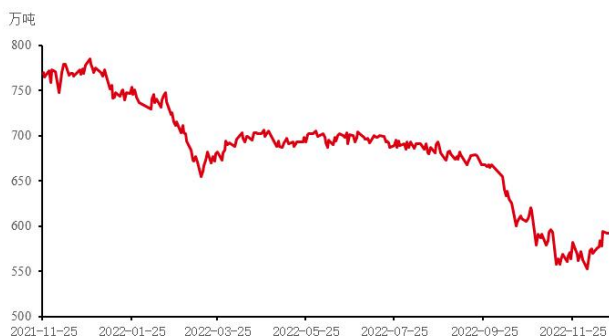
图 27 张家港进口大豆压榨利润



数据来源：钢联、同花顺、国联期货农产品事业部

图 28 进口大豆港口库存

图 29 全国主要油厂大豆库存



数据来源：钢联、同花顺、国联期货农产品事业部

2、国内豆粕供需情况

油厂豆粕处于补库周期中，截至 12 月 16 日，全国主要油厂豆粕库存恢复至 36.46 万吨，较前期低点增加 21.54 万吨。豆粕库存虽然恢复但仍处于历史同期偏低水平。一季度下游饲料需求处于相对淡季，大豆到港量及压榨量维持相对高位，豆粕库存将进一步增长。考虑到现货榨利回落以及一月份不太乐观的大豆采购数据，预计油厂对开机率的增长会采取相对克制的态度，豆粕补库进程将被延长。

豆粕基差显著下行，01 合约基差已较高点跌超 1100 元/吨。截至 12 月 20 日，油厂报价 01 合约基差跌至 240-340 元/吨，2-3 月基差为 05 合约+700 元/吨左右。从油厂定价来看，2023 年一季度仍然维持较高的基差，二季度基差下行至 400-450 元/吨左右，三季度进一步下行至 250 元/吨下方。基差报价侧面反映出油厂对于豆粕价格未来走势的看法，至少从 2023 年一季度来看，豆粕价格维持高

位的概率更大。

图 30 全国主要油厂豆粕库存

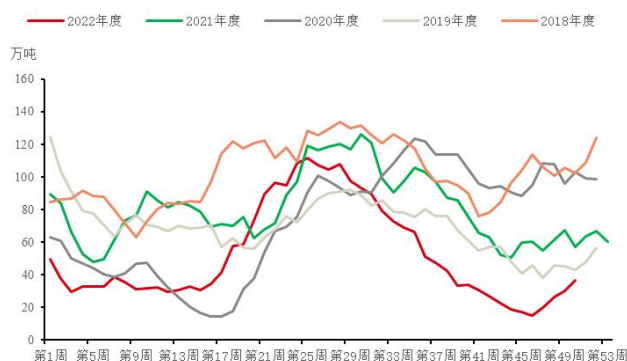


图 31 山东豆粕基差



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

豆粕下游需求出现转弱迹象。根据农业农村部数据，能繁母猪存栏量自今年 5 月开始回升，截至 2022 年 10 月，全国能繁母猪存栏量达到 4379 万头，相当于正常保有量 4,100 万头的 106.8%，生猪产能进入相对高位，已进入农业农村部规定的黄色预警区间。今年 12 月，在前期二次育肥大量增加和年前需求不振的共同作用下，生猪价格出现急速下挫，生猪养殖利润自 10 月末开始下行，目前自繁自养利润已跌至 241.98 元/头，外购仔猪养殖利润跌至 90.13 元/头。养殖利润下滑或将导致行业淘汰母猪行为增加，企业对于高价饲料的接受程度也在减弱，预计 2023 年生猪产业进入缓慢下行周期。

禽类需求方面，白羽肉鸡产业面临禽流感疫情下的祖代种鸡减量问题，引种量减少导致后续环节产生不同程度的缺口。近期白羽肉鸡价格下行，鸡苗及种蛋价格均下滑，养殖利润处于亏损状态，产业对后市预期较为悲观。在产蛋鸡存栏量处于历史同期偏低位置，目前处于供需双弱局面，养殖利润尚可，四季度以来鸡苗价格反弹可能反应补栏积极性在逐步回归。

从饲料生产情况来看，1-10 月我国累计生产饲料 2.66 亿吨，同比增长 2%。考虑到今年 4 季度下游需求较为旺盛，预计全年饲料产量较上年小幅增长。2023 年疫情防控政策放开，又兼有扩大内需政策提振，如果玉米、豆粕等饲料原料价格出现下跌，则有助于饲料需求改善，但养殖规模和养殖利润仍是饲料需求的主要决定因素。

图 32 能繁母猪存栏量

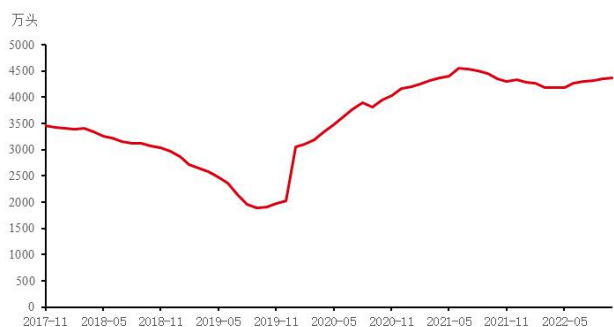
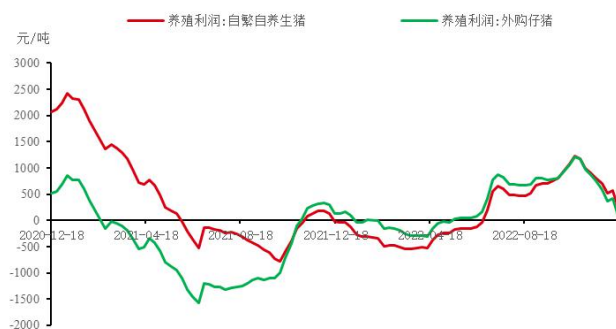


图 33 生猪养殖利润



数据来源：钢联、同花顺、国联期货农产品事业部

图 34 白羽肉鸡存栏量

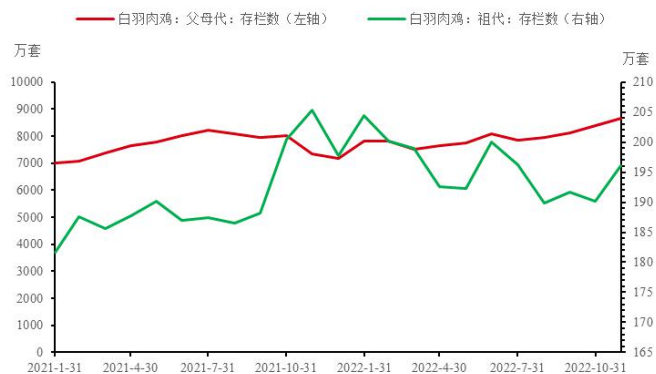
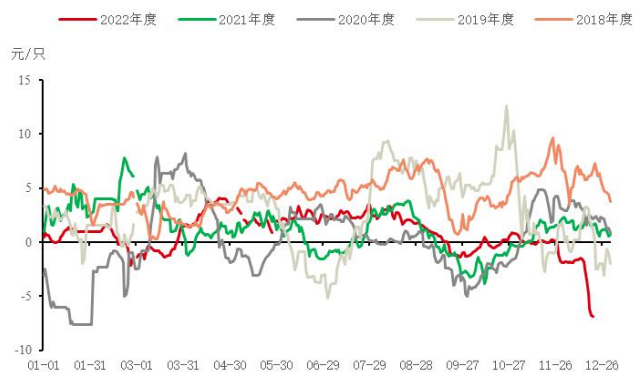


图 35 白羽肉鸡养殖利润



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

图 36 蛋鸡存栏量

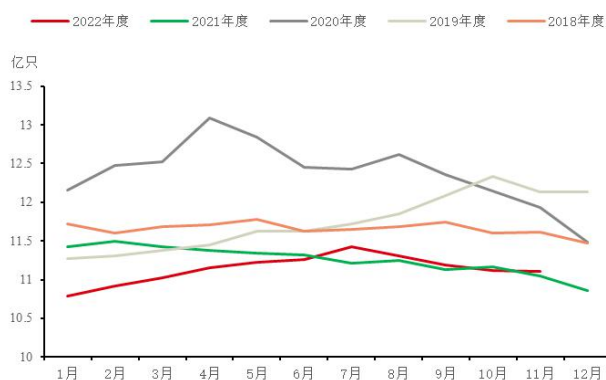
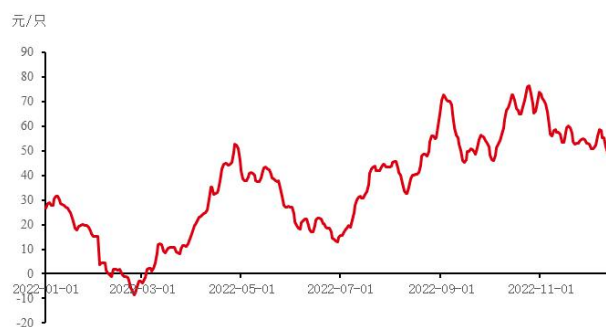


图 37 蛋鸡养殖利润



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

图 38 全国饲料产量

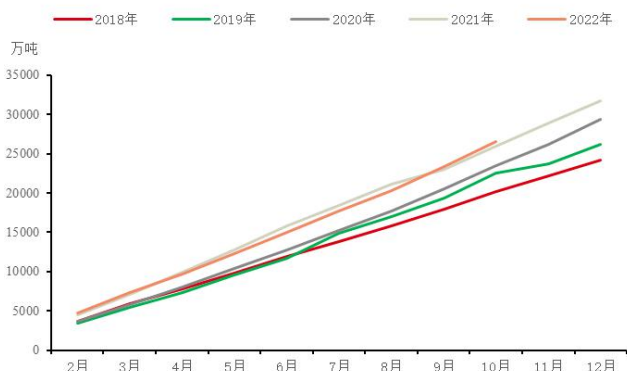


图 39 饲料企业物理库存天数



数据来源：钢联、同花顺、国联期货农产品事业部

3、国内豆油供需情况

大豆压榨量增加同样带动豆油产量增加，豆油现货基差下行。各地一级豆油报价存在一些差异，报价区间为 05 合约+750~1000 元/吨，2-5 月基差降至 470-650 元/吨。豆油库存增长较慢，截至 12 月 16 日，全国主要油厂豆油库存为 75.302 万吨，处于历史同期偏低水平。豆油库存增长缓慢主要是受到国内疫情防控政策优化利好的支撑，市场预计未来需求好转，存在阶段性补库需求。但近期全国受到疫情冲击，人员流动、聚集减少，油脂在春节的旺季消费可能落空，市场情绪偏谨慎。根据相关预测，今年冬季疫情或将持续 3 个月，春节前后达到感染高峰，市场情绪短期内难言好转。从更长的时间周期来看，餐饮行业复苏是确定性事件，今年 1-11 月我国餐饮收入为 3.98 万亿，同比下滑 5.4%，这是在 2022 年全年多地存在长时间的疫情管控下取得的成果。2023 年随着疫情逐渐正常化，餐饮消费预计将会出现恢复性增长。此外，住宿和餐饮业近两年的固定资产投资增速保持良好，预计这部分增量将对豆油消费起到支撑作用。

图 40 全国主要油厂豆油产量（月度）

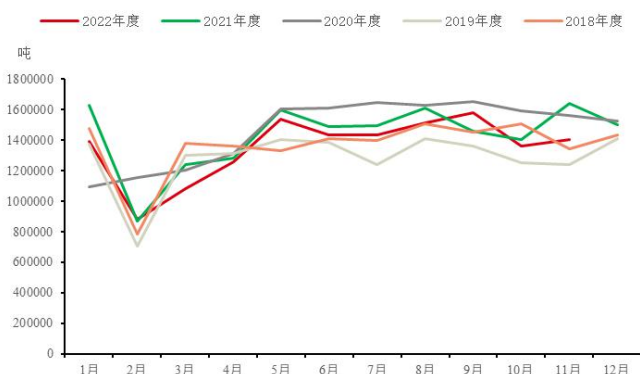


图 41 广州一级豆油基差



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

图 42 全国主要油厂豆油库存

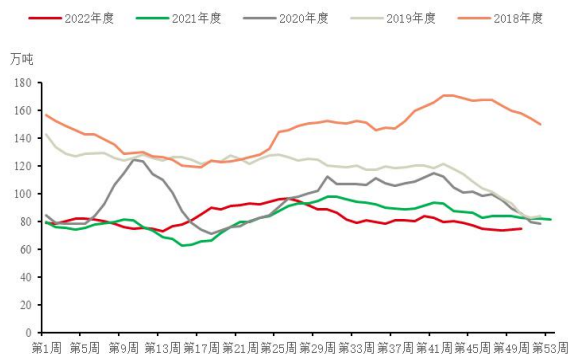
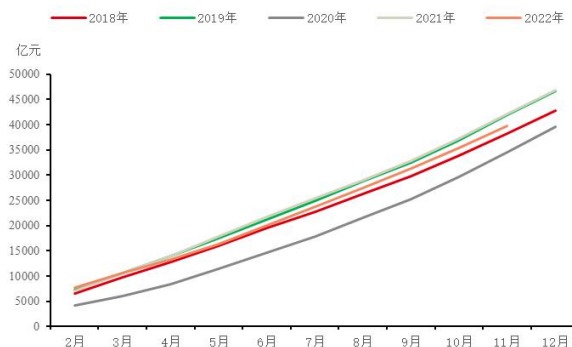


图 43 餐饮收入累计值



数据来源：钢联、同花顺、国联期货农产品事业部

图 44 重点城市交通健康指数

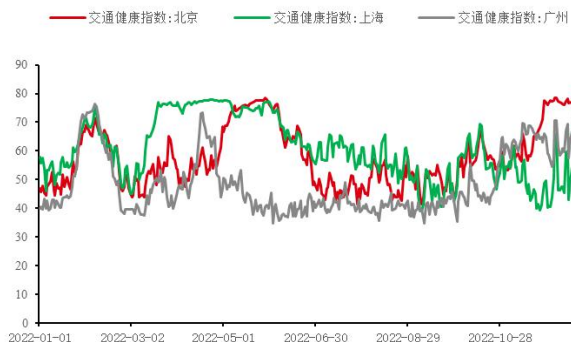


图 45 住宿和餐饮业固定资产投资增长率



数据来源：同花顺、钢联、国联期货农产品事业部

今年豆油的直接进口同样是偏低的，1 至 11 月累计进口豆油 27 万吨，较去年同期减少 74.6%，豆油进口利润大幅倒挂是重要原因。美国可再生燃料政策不及预期，加上阿根廷优惠汇率政策刺激形成的大豆压榨增量，使国际豆油价格下行，有助于改善国内豆油进口成本。目前阿根廷 1 月船期的豆油进口利润已收窄到-2500 元/吨附近。在这些因素作用下，11 月我国豆油进口 6 万吨，同比增长 1239.2%，这也是继 9 月、10 月连续两个月 0 进口后的增长。

图 46 豆油累计进口量

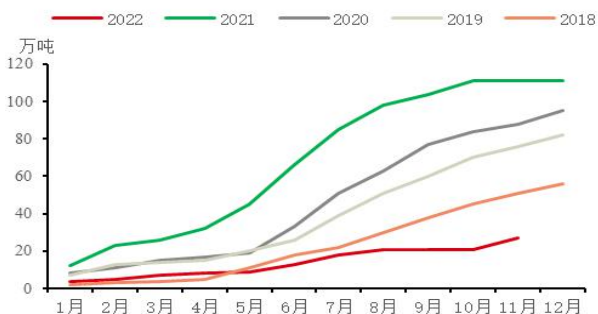
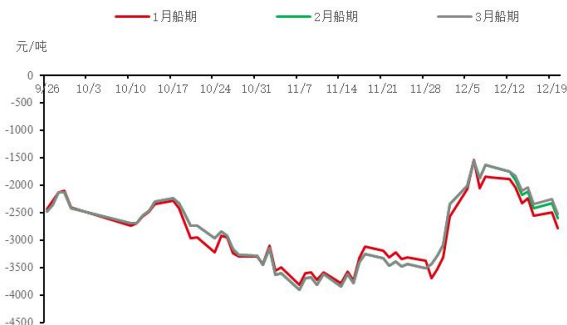


图 47 阿根廷进口豆油盘面利润



数据来源：同花顺、钢联、国联期货农产品事业部

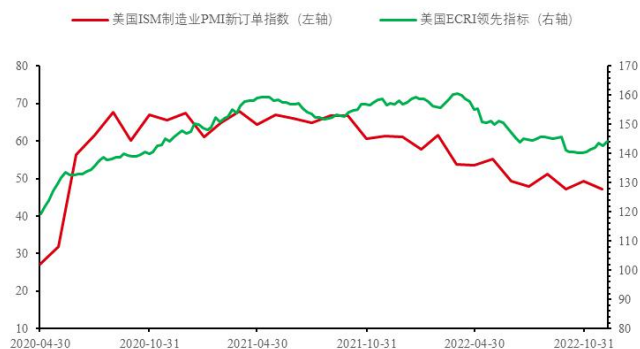
四、展望及策略

1、宏观

2022 年美联储开启加息进程，全年加息 7 次，基准利率从 0.25%-0.5% 区间上升至 4.25%-4.5% 区间。本次美联储加息呈现出加息幅度大、加息节奏快的特点，预计到 2023 年 3 月继续加息 50-75 个基点。本轮大幅加息与 2020 年新冠疫情后美国的无限量化宽松政策密不可分，近 40 年以来的高通胀很难通过几次加息得到根治，目前美联储尚离 2% 的通胀目标距离较远。短期内美国 CPI 和 PCE 物价指数均有所下行，美联储放缓加息步伐，商品市场情绪出现回暖，但现在说美国经济能够软着陆还为时尚早。本轮通胀叠加了疫情、地缘冲突、能源危机等多方面的影响，2023 年全球局势还存在诸多不确定性，衰退风险将继续存在。美国制造业 PMI 中新订单指数从今年 6 月开始低于荣枯线，ECRI 领先指标从 4 月开始出现下行趋势；10 年期与 2 年期美债收益率倒挂持续，倒挂幅度加大；续请失业金人数上升，劳动力市场出现降温迹象。这些经济前瞻指标的走弱均指向未来出现衰退的可能。

图 48 美国通胀指数

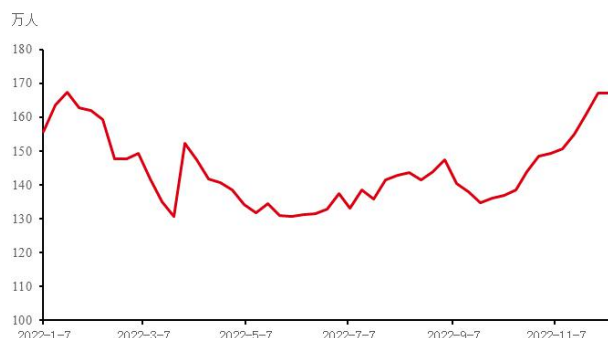
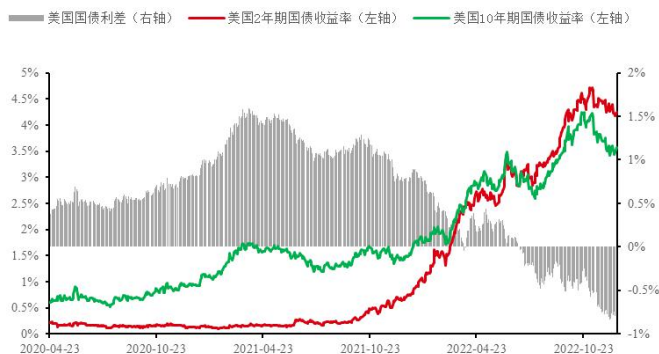
图 49 美国经济领先指标



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

图 50 美债收益率

图 51 美国连续领取失业救济金人数



数据来源：钢联、同花顺、国联期货农产品事业部

加息的外溢效应致使美元走强，在预期加息进程放缓后，美元开始回调。2022 年 9 月末美元指数

数涨至 114 左右，随后出现下行趋势，美元阶段性顶部已经确立。鉴于美联储加息步伐仅是放缓而并未停止，预计美元回调后将继续上行，长期目标 120 以上。人民币汇率阶段性升值，在疫情防控优化与着力推动经济发展的预期之下，人民币升值状态或将持续。中美利差倒挂仍然存在，倒挂幅度短期内收窄但并未消除，2023 年上半年在美国继续加息而中国维持流动性合理宽裕的不同货币政策之下，中美利差存在走阔的基础，长期来看人民币的贬值压力依然存在。

图 52 人民币汇率中间价

图 53 中美利差



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

2、替代品

USDA 预测 2022/23 年度全球植物油产量将达到 2.17 亿吨，较上年度增长 860 万吨，全球四大油脂均出现增产，其中棕榈油增产 339 万吨，豆油增产 250 万吨，菜籽油增产 258 万吨，葵油增产 208 万吨。2022/23 年度全球植物油消费为 2.13 亿吨，同样较上年度增长 860 万吨，全球植物油产需盈余为 475 万吨。全球植物油食用需求 1.57 亿吨，较上年度增长 571 万吨，低于总需求的增长，生物柴油需求增量对油脂消费存在支撑。

在宏观下行、原油需求不振、植物油供应宽松以及美国生柴政策不及预期等背景下，预计豆油存在长期下行趋势。短期内，棕榈油主产国处于减产周期，马来西亚累库进程中断，印尼库存恢复至正常水平，对棕榈油存在一定支撑。印尼政策多变，是油脂市场的一个不确定因素，对豆油节奏的变化也存在较大影响。考虑到 2023 年国内经济恢复对餐饮消费有一定的促进作用，豆油价格中枢或将逐步下行。若宏观形成较大冲击，豆油下跌的速度和幅度将更加剧烈。

图 54 全球植物油产需

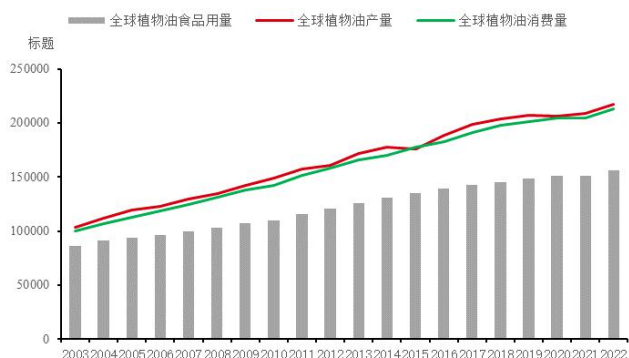


图 55 主产国棕榈油库存



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

豆粕与其他杂粕仍然维持着相对较高的价差。目前豆粕与菜粕的现货价差在 1400 元/吨以上，豆粕与葵粕的现货价差在 1100 元/吨以上。高价差下杂粕对豆粕具有一定的替代优势，尤其是在今年菜籽增产、下游养殖企业利润不佳的情况下，杂粕对于豆粕的替代将逐渐增加。此外，近几年我国无论是进口大豆量还是豆粕产量都遇到了天花板，2020 年全国主要油厂豆粕产量达到 7302 万吨后出现下降，截至今年 11 月，国内豆粕产量为 6182 万吨，处于历史同期偏低水平。在推广饲料中玉米豆粕减量替代工作的过程中，氨基酸逐渐受到重视，产量呈现逐年攀升态势。截至 12 月 16 日，国内氨基酸产量 364.21 万吨，较去年同期增长 6%。

图 56 豆粕-菜粕价差

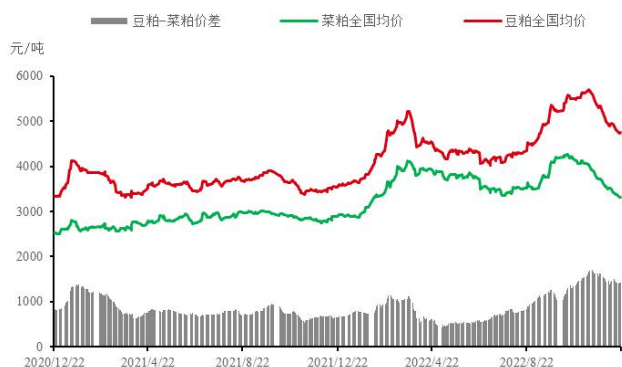


图 57 豆粕-葵粕价差



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

图 58 豆粕产量

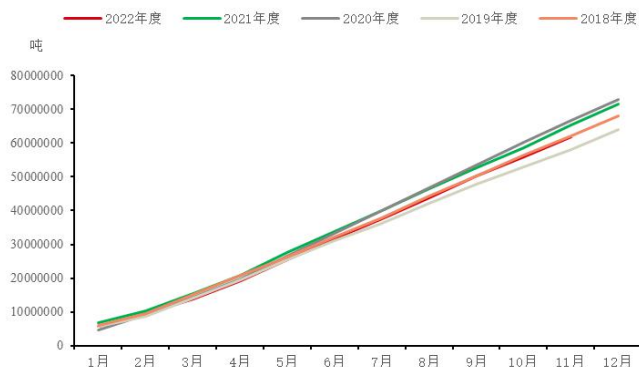
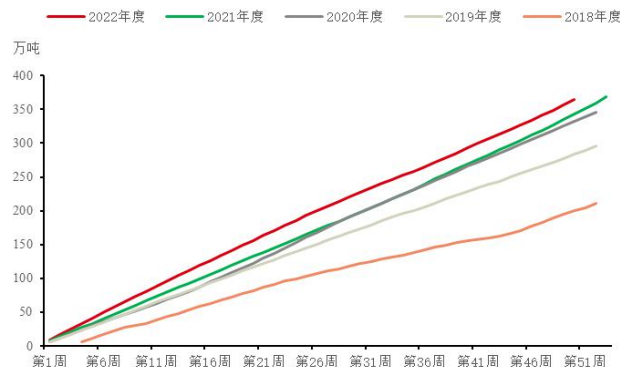


图 59 氨基酸产量



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

3、美国大豆种植展望

2月下旬 USDA 将召开农业展望论坛，对新年度作物的播种面积和生长情况做出预测。每年 2 月份 CBOT 11 月大豆与 12 月玉米合约的比价是决定种植面积的重要因素，届时市场交易重点将逐渐转移至美豆新作种植情况上来。从当前的情况来看，大豆玉米比价处于相对低位，比值在 2.26 左右，种植玉米或将具有更高的性价比。但考虑到 2022 年由于化肥成本过高导致玉米的意向种植面积下降，在化肥成本仍处于绝对高位的环境下，大豆的种植面积预计难有大幅下降。天气方面来看，美豆关键生长期气候转变为中性的概率较大，极端天气对于美豆单产的影响可能减小。

4、策略

基于主产国大豆供应逐渐改善以及宏观经济下行的预期，豆粕、豆油价格中枢将会逐渐下移。豆粕方面，目前南美天气状况还具有一定的不确定性，国内进口大豆盘面榨利仍不理想，大豆到港节奏因物流问题推迟，再加上豆粕库存绝对水平仍然偏低，因而明年一季度豆粕价格或将维持偏强运行。南美如果不发生大范围减产，待天气交易过后豆粕价格将承压下行。由于美国及全球大豆库销比仍处于偏低状态，预计豆粕价格下行幅度不会太深，下半年美豆生长期仍有上涨行情。豆油方面受到大豆供应及宏观的双重影响。年初考虑到国内的疫情冲击因素，预计豆油价格弱势运行，随疫情影响消退，豆油消费或将呈现淡季需求回暖状况。一季度后，棕榈油进入增产周期，叠加宏观的滞后效应，豆油价格预计承压，全年重点关注宏观对油脂板块的冲击。操作建议上，豆粕可等待天气交易结束后逢高做空，豆油可采取波段做空方式，注重把握市场节奏切换。

联系方式

国联期货研究所农产品事业部

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

电 话：0510-82758631

传 真：0510-82757630

E-mail: glqhyfb@126.com



国联期货微信公众号

免责声明

本报告中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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎