

供应趋松，蛋白粕熊市周期将启

【摘要】

从全球大豆供需格局来看，2023 年全球大豆维持供需两强的预期。2022 年美国大豆丰产缓解全球大豆供应紧张格局，随着美豆种植结束，市场视线开始转向美豆出口销售以及南美大豆种植情况。2022-2023 年是连续第三年的拉尼娜现象，2022 年第四度末南美天气炒作逐渐升温，不过迄今市场对巴西大豆产量预估仍较为乐观，各机构仍维持 1.5 亿吨产量的预期，而对阿根廷大豆产量预期仍不乐观。随着全球大豆主要采购方中国加大需求，全球大豆销售端预期强劲。

从国内豆粕供需格局来看，2023 年将转向供应端宽松预期，国内主要油厂利润存在持续回暖预期，需求端仍需继续关注生猪养殖情况。随着 2022 年四季度进口大豆大量到港，国内进口大豆、豆粕库存拐点相继显现，累库周期下，豆粕出现趋势性上行概率较低。

对于 2023 上半年国内蛋白粕单边行情，我们持偏弱看待。南美天气炒作可能于一季度支撑蛋白粕高位运行，但国内供应端的压力将持续限制粕类上方空间。

投资咨询业务资格：
京证监许可【2012】76 号

姜振飞
电话：010-84555100

邮 箱
yjzx@guoyuanqh.com

期货从业资格号
F3073825

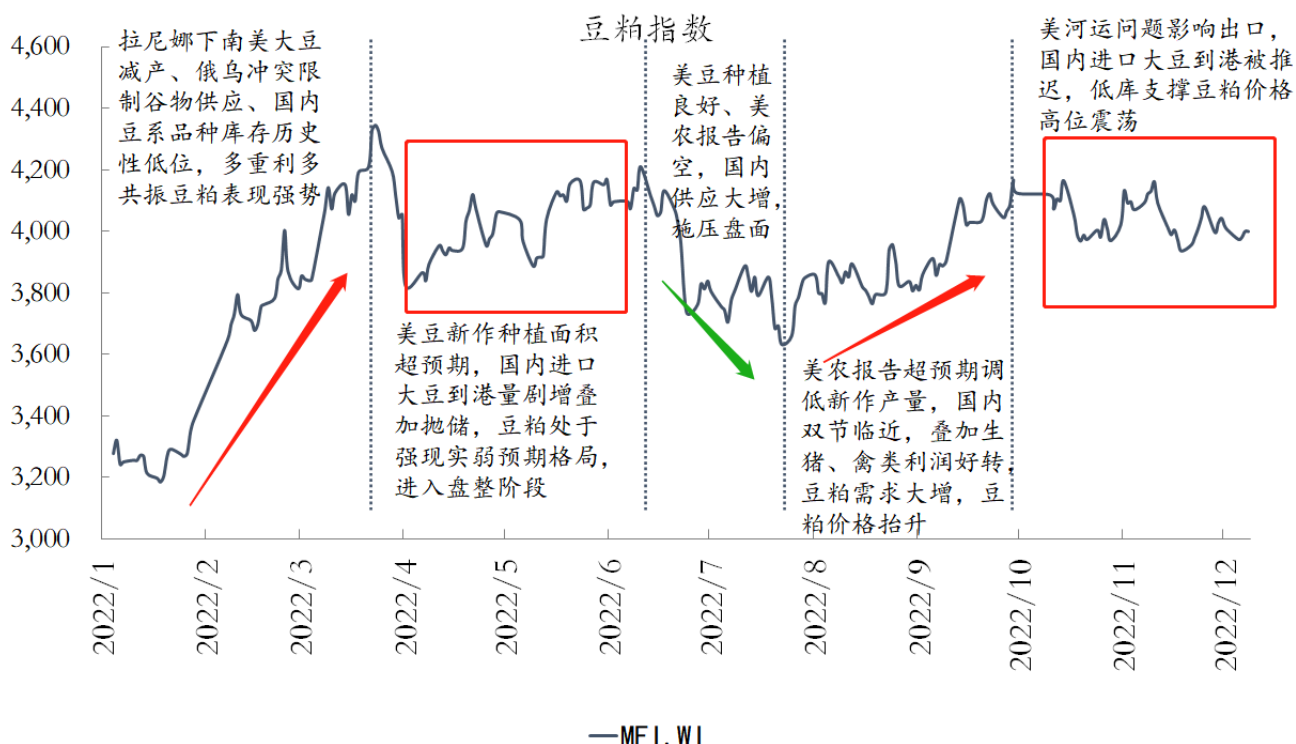
投资咨询资格号
Z0016238

【目 录】

一、行情回顾.....	3
二、全球大豆基本面分析.....	4
2.1 全球大豆基本面概览——美豆增产与南美减产相抵，期末库存修高显示宽松预期.....	4
2.2 美豆基本面分析.....	6
2.2.1 美豆供应情况——种植期故事寥寥，新作单产及产量存在上调空间.....	6
2.2.2 美豆需求情况——内外需求均表现旺盛，主要采购方中国后市需求存在增长预期.....	7
2.3 巴西大豆基本面分析——新作种植面积激增，但仍需警惕天气问题.....	8
2.4 阿根廷基本面分析——减产预期较强，出口端受汇率调整及惜售情绪双重影响.....	10
三、国内大豆及豆粕基本面分析.....	12
3.1 中国进口大豆供需情况.....	12
3.1.1 中国大豆供需平衡表.....	12
3.1.2 国内大豆进口情况——全年进口量偏低.....	12
3.2 国内豆粕供需情况.....	13
3.2.1 中国豆粕供需平衡表——较 2021 年大幅收窄.....	13
3.2.2 国内豆粕供应情况——大豆到港量、油厂压榨量双双偏低，供应紧张.....	13
3.2.3 国内豆粕需求情况——生猪养殖利润回暖，豆粕需求量大.....	14
3.2.4 国内豆粕库存情况——初现拐点，但仍为近 8 年历史性低位.....	16
3.3 替代品菜粕供需情况——豆菜粕差跃至历史性高位，关注菜粕替代可能性.....	16
3.3.1 加拿大菜籽产量有所恢复.....	17
3.3.2 年末大量到港，国内菜籽菜粕库存明显增长.....	17
四、2023 年行情展望.....	18
4.1 基本面风险提示.....	18
4.1.1 饲料替代中长期降低豆粕需求.....	18
4.1.2 拉尼娜天气炒作贯穿南美大豆生长期.....	20
4.2 行情展望.....	21
4.2.1 单边行情展望及投资策略.....	21
4.2.2 套利机会提示.....	22

一、行情回顾

图表 1 2022 年豆粕指数走势



数据来源：Wind、国元期货

2022 年连粕在经历春节跳空高开后，整体在 3600-4500 的历史高位运行，交易重点从拉尼娜造成的南美减产、俄乌冲突，到美豆新作周期的天气炒作问题，再到新一轮南美大豆种植周期开始，期间国内库存始终低于近年平均水平，始终支撑盘面下方。整体来看，2022 年连粕运行经历了五个阶段：

第一阶段：年初-3 月下旬，此阶段多重利多共振下，连粕盘面直线抬升至 4300 的历史性高位平台附近。春节国内期市停盘期间，南美受严重的拉尼娜现象影响，大豆产量预期悲观，天气升水注入美豆盘面，美盘连涨七天，国内节后开盘首日跳空高开，此后主力合约价格重心稳步抬升。在此期间俄乌冲突逐步升温，全球谷物供应存在担忧，叠加国内处于降库周期，内外供应忧虑助推连粕居高不下；

第二阶段：4 月上旬-6 月中旬，美豆市场题材相对短缺，除供应端紧张外利多驱动不足，俄乌局势缓和，谷物供应忧虑缓解，巴西大豆收割进度过半、阿根廷大豆质量好转，南美减产恐慌逐步被消化，美豆 3 月新作种植面积预估超市场预期，市场对美豆新作产量预期较为宽松；国内豆粕供需来看，油厂榨利表现不佳，一季度进口大豆到港量有限，油厂存在停机现象，压榨量偏低，下游提货积极性不高，需求端偏弱看待，进口大豆、豆粕库存再度下滑，低库支撑盘面；

第三阶段：6 月下旬-8 月上旬，二季度国内进口大豆到港量增长，油厂提货量及成交量受下游需求不佳影响偏低，国内进口大豆及豆粕库存迅速增加，内盘受基本面拖累走势不及美豆。下半月随着美联储加息及外围油脂暴跌，豆粕呈现崩跌式回落，由 4100 运行区间跌至 3800 支撑位附近；

第四阶段：8月中旬-10月初，8月受美豆天气炒作推动，反复试探 3800 阻力位，但随着 USDA8 月报告对美豆单产预估超市场预期，美豆回落拖累豆粕走低，下旬随着 Pro Farmer 巡查结果陆续公布，市场情绪由减产忧虑升温到落地，天气炒作窗口随着新豆收割期临近而继续收窄，美豆继续冲高动能有限，不过，国内进口大豆到港量持续下滑、油厂限电等持续限制豆粕供应，而水产养殖旺季叠加生猪利润好转，双节降至提振豆粕下游备货积极性，豆粕库存锐减至 5 年低位，于现货端支撑豆粕价格。9 月美豆行情波动较为剧烈。PF 报告之后，各机构提高对美豆产量及单产的信心，美豆价格一路承压，内盘豆粕受紧库存，期现价格表现坚挺。然而，中旬 USDA 报告超预期调低美豆新作单产至 50.5 蒲/英亩水平，CBOT 大豆直线拉涨，连粕主力中秋后跳空高开至 4000 之上，市场对美豆种植问题忧虑始终盘旋于盘面。中下旬，随着南美大豆新作种植面积的预估发布，市场交易视线开始转向南美大豆丰产预期，美豆承压高位震荡为主，内盘来看，油脂大幅下挫刺激豆粕套利进场，叠加蛋白粕供应偏紧，豆粕价格仍较为强势，主力于 4000 关口附近震荡。

第五阶段：10月中旬-12月中旬，美豆新季大豆基本定产，USDA9 月、10 月报告连续调低美豆单产及产量，超出市场预期。随着巴西大豆进入种植期，市场对巴西大豆丰产的预期开始进入交易，限制美豆盘面继续上行空间。三季度国内大豆进口较少、油厂压榨偏低，但下游需求旺盛，豆粕库存持续消耗至近 7 年历史性低位，市场缺货问题较为严重。11 月初受俄乌问题带来的全球谷物供应危机影响，美豆走出一波上扬行情，豆粕与美豆走势分化，一方面受到美豆成本端支撑，另一方面，受疫情和美豆河运问题影响，进口大豆到港被推迟 15-20 天，晚于此此前预期，国内豆粕库存持续下滑，反弹拐点被延后，而元旦和春节将近，下游养殖利润支撑下，豆粕需求仍较为强劲，现货价格居高不下，豆粕主力盘面表现坚挺。

二、全球大豆基本面分析

2.1 全球大豆基本面概览——美豆增产与南美减产相抵，期末库存修高显示宽松预期

美国、巴西、阿根廷是全球主要三大大豆主产国，截至 11 月末，美豆新作基本定产，南美大豆陆续进入种植期，其中巴西大豆种植进度已超 90%，阿根廷大豆种植受到干旱天气影响有所推迟。根据 11 月 USDA 报告数据显示，美豆新作单产及产量有所修高，巴西大豆种植面积连续增长，市场对其产量仍维持乐观估计，大部分机构仍给出 1.5 亿吨产量的预期。不过需要关注的是，2022 年年末-2023 年初，南美将继续遭遇连续三年的拉尼娜现象，拉尼娜带来的干旱将影响南美大豆的主要种植周期。从 12 月数据来看，天气升水早于去年同期注入 CBOT 大豆盘面，预计阿根廷预计将继续成为炒作的重点，而巴西大豆产量后市也存在下修的空间。

据 11 月 USDA 报告显示，2022/23 年度中，全球大豆产量从 10 月 3.9099 亿吨小幅下调至 3.9053 亿吨。虽然美豆产量是增加的，但因增幅不及阿根廷大豆产量的减幅，因此全球大豆产量减少。同样，虽然美国大豆调增了预估出口数据，但同时也调增了国内的压榨数据，所以最终期末库存维持在 599 万吨。南美方面，阿根廷大豆产量较 10 月预估调减至 0.49 亿吨，巴西大豆产量仍维持在 1.52 亿吨，和市场预期差异不算太大。巴西大豆期末库存小幅调减至 3124 万吨，阿根廷大豆期末库存减至 2400 万吨。从全球大豆的角度来看，11 月 USDA 报告数据显示大豆期末库存增加至 1.0217 亿吨，库消比月环比增长至 18.6%。

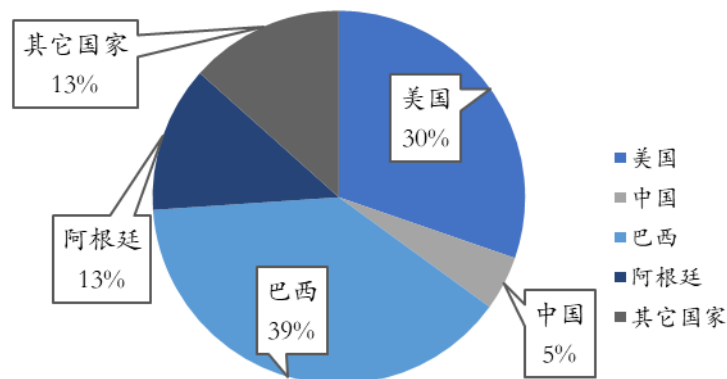
图表 2 全球大豆供需平衡表

全球大豆供需平衡表									
单位：百万吨		期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费	出口	期末库存	库销比
2021/22年	11月	100.03	355.59	156.24	314.51	363.17	154.02	94.67	18.30%
	10月	100.05	355.69	154.41	314.69	363.58	154.18	92.38	17.84%
	较10月变动	-0.02	-0.1	1.83	-0.18	-0.41	-0.16	2.29	0.46%
	2020/2021年度	94.74	368.52	165.54	315.43	363.76	165	100.03	18.92%
	较上一年度变动	5.29	-12.93	-9.3	-0.92	-0.59	-10.98	-5.36	-0.61%
2022/23年	11月	94.67	390.53	166.28	329.28	380.17	169.14	102.17	18.60%
	10月	92.38	390.99	166.23	329.44	380.24	168.84	100.52	18.31%
	较10月变动	2.29	-0.46	0.05	-0.16	-0.07	0.3	1.65	0.29%
	2021/2022年度	100.03	355.59	156.24	314.51	363.17	154.02	94.67	18.30%
	较上一年度变动	-5.36	34.94	10.04	14.77	17	15.12	7.5	0.30%

数据来源：USDA、国元期货

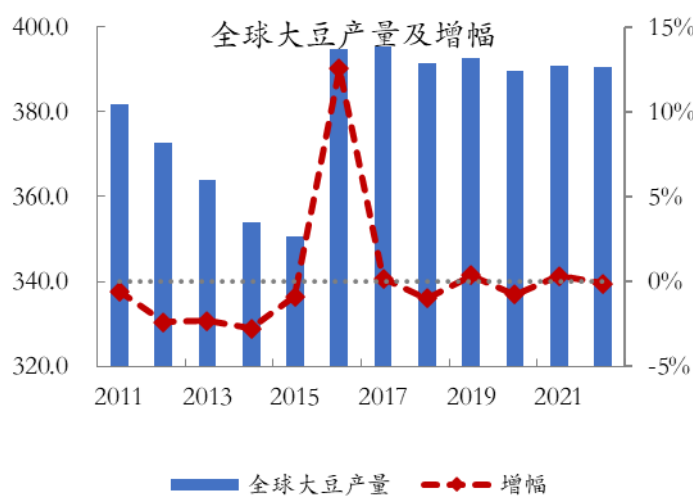
图表 3 全球大豆产量国别占比

全球大豆产量占比（2022年统计）

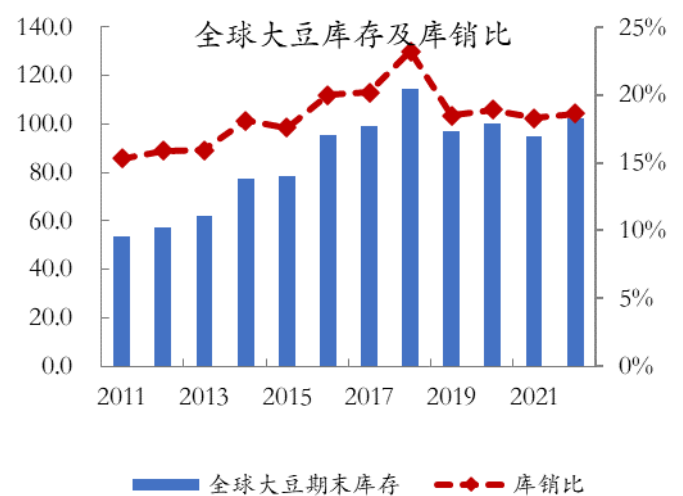


数据来源：USDA、国元期货

图表 4 全球大豆产量（单位：百万吨）



图表 5 全球大豆期末库存情况（单位：百万吨）



数据来源：USDA、国元期货

2.2 美豆基本面分析

2.2.1 美豆供应情况——种植期故事寥寥，新作单产及产量存在上调空间

相较 2021/22 年度美豆生长周期的跌宕起伏,2022/23 年度美豆新作种植期整体表现较为平稳,产地充分的降水,以及 Pro Farmer 调研结果显示的各州生长状态良好,使得本周期美豆生长过程中天气炒作的空间有限。但 USDA 在 9 月重要报告期发布的数据,对美豆单产及产量的预估相当悲观。USDA9 月报告预计美豆新作产量为 43.78 亿蒲式耳,低于 8 月报告的 45.31 亿蒲,也低于 Pro Farmer 预计的 45.35 亿蒲,同时大豆单产预测为 50.5 蒲/英亩,较 8 月的 51.9 蒲/英亩下降 1.4 蒲式耳/英亩,也低于 Pro Farmer 预估的 51.7 蒲/英亩。

不过随着后期美豆收获期完成,USDA 开始逐渐修高对美豆新作的单产及产量预期,11 月 USDA 美豆供需平衡表数据中性为主,2022/23 年度美国大豆由于单产从 10 月的 49.8 蒲/英亩上调至 11 月 50.2 蒲/英亩,导致产量上调 0.33 亿蒲。种植面积维持在 87.5 百万英亩。11 月美豆结转库存小幅上调至 2.2 亿蒲,库消比升至 4.99%,虽然本次报告上调期末库存对美豆行情利空,但因上调后的库存仍处于历史较低水平,因此也削弱了利空的影响力。

整体来看,美豆 2022/23 年度供应以偏松看待,后市调整方向存在继续调高单产及产量的预期。

图表 6 美豆供需平衡表 (单位: 百万吨)

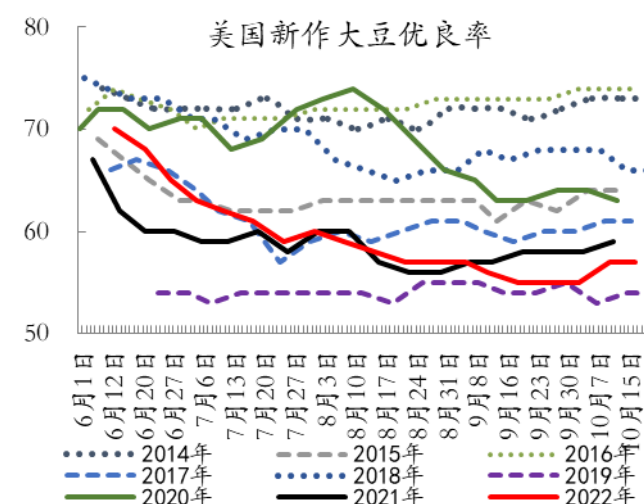
美豆供需平衡表									
单位: 百万吨		期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费	出口	期末库存	库销比
2020/21 年	11 月	6.99	121.53	0.43	59.98	62.78	58.72	7.45	6.13%
	10 月	6.99	121.53	0.43	59.98	62.78	58.72	7.45	6.13%
	较 10 月变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
	2020/2021 年度	6.99	121.53	0.43	59.98	62.78	58.72	7.45	6.13%
	较上一年度变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
2021/22 年	11 月	7.45	118.27	0.41	61.1	64.48	55.66	5.99	4.99%
	10 月	7.45	117.38	0.41	60.83	64.15	55.66	5.44	4.54%
	较 10 月变动	0	0.89	0	0.27	0.33	0	0.55	0.45%
	2021/2022 年度	6.99	121.53	0.43	59.98	62.78	58.72	7.45	6.13%
	较上一年度变动	0.46	-3.26	-0.02	1.12	1.7	-3.06	-1.46	-1.15%

数据来源: USDA、国元期货

图表 7 美豆播种面积及单产 (单位: 百万英亩; 蒲式耳/百万英亩)

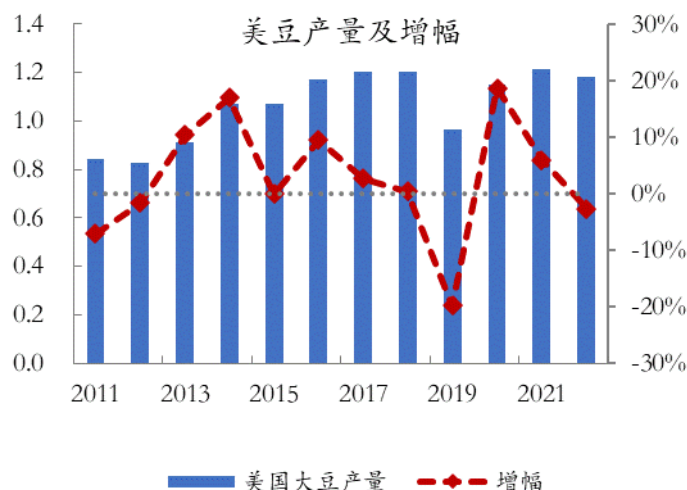


图表 8 美豆种植优良率 (%)



数据来源: USDA、国元期货

图表 9 美国大豆产量（单位：百万吨）



图表 10 美国大豆期末库存情况（单位：百万吨）



数据来源：USDA、国元期货

2.2.2 美豆需求情况——内外需求均表现旺盛，主要采购方中国后市需求存在增长预期

美国全国油籽加工商协会（NOPA）11月15日发布的月度压榨报告显示，2022年10月份该协会会员企业的大豆压榨量季节性增长，符合市场预期；豆油库存出现8个月来的首次增长。NOPA会员占到美国大豆压榨量的95%左右。10月份压榨了1.84464亿蒲大豆，比9月份的1.58109亿蒲高出16.7%，比去年10月份的1.83993亿蒲提高0.3%。报告出台前分析师们预计9月份大豆压榨量达到1.84464亿蒲，预测区间从1.75亿到1.9134亿蒲不等，中值为1.85亿蒲。随着大豆收获上市，大豆压榨利润位于历史高位，提振大豆加工量增长。美国农业部在11月供需报告里将2022/23年度美国大豆压榨量调高1000万蒲，达到22.45亿蒲，这也是连续第二个月上调，比2021/22年度的22.04亿蒲提高1.9%。

相较旺盛的内需，美豆本年度出口表现也十分亮眼。USDA 11月报告对旧作2022/23年度美国大豆出口10月的预估的5872万吨持平。

美豆累计出口装船量来看，11月之后，随着密西西比河航运问题的缓解，美国大豆累计出口装船量继续保持较高水平，据USDA周度出口报告显示，截至12月1日当周，美国大豆出口装船224.76万吨，较前四周均值增加1.2%。按历年表现来看，进入11月份之后，美国大豆出口装船往往会继续回升后回落，今年11月之后出口装船保持相对较高水平。自11月10日上次美国农业部公布月度作物供需报告以来，美国大豆出口装船继续保持高位，其中周均装船量为227万吨，远高于10月份周均装船的205万吨，也高于前四年同期均值的189万吨。

与此同时，从美国大豆的出口销售来看，截止到12月1日当周，美国2022/23市场年度大豆出口销售净增171.62万吨，远高于上周的69万吨，也高于去年同期的157万吨。较上周增加147%，较四周均值增加82%，市场预估为净增60万吨至净增145万吨。11月USDA供需报告发布以来，美国大豆出口净销售保持净增态势。其中周均出口销售量为103万吨，低于10月份周均的123万，但高于过去四年同期周均的98万吨。

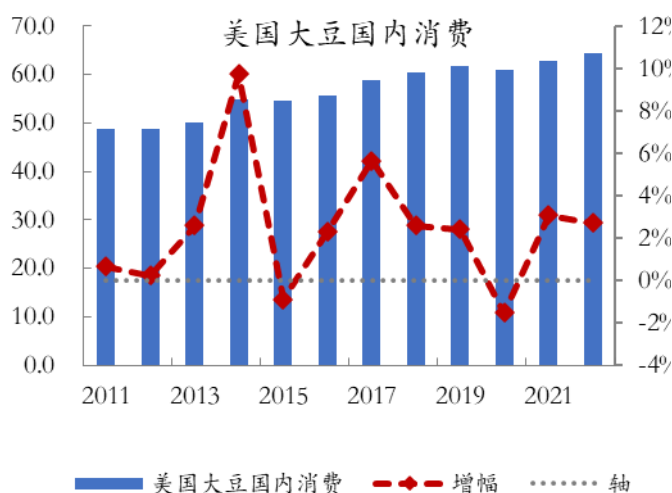
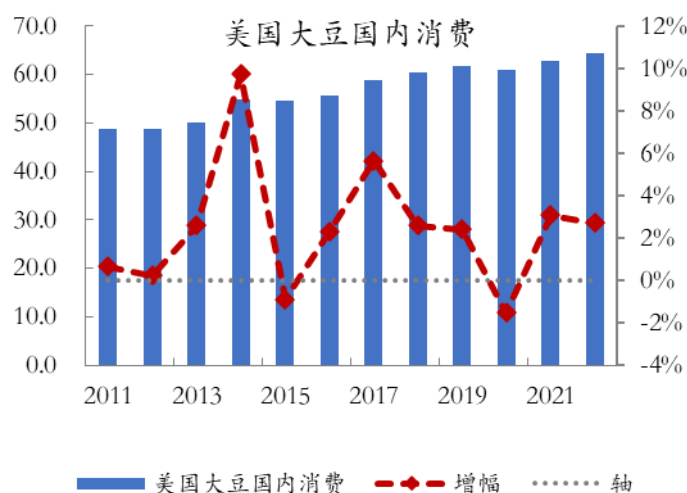
至此，美国大豆2022/23年度未完结的出口销售量为1770.08万吨，加上已装船的量，美国大

豆的出口销售总量为 3887.39 万吨，与 11 月份 USDA 对出口量预估相比，已经完成进度的 66.2%；而美国大豆出口销售总量完成进度的五年均值为 64.98%，截止到 12 月 1 日的美国大豆销售总量的进度整体偏快。

按照 11 月份 USDA 对大豆出口 5872 万吨的预估，目前美国大豆出口装船离预估还差 3755 万吨左右，而大豆出口销售还差 1985 万吨。从 12 月 1 日算起，到 2023/24 年度结束（8 月 31 日），还有 39 周的时间，大豆出口装船周均需完成 96 万吨，此前四年同期剩余时间的周均出口装船量是 80 万吨；与此同时，美国大豆出口销售方面，大豆出口销售周均需完成 51 万吨，此前四年同期剩余的时间里美国大豆周均净销售量为 49 万吨。从这一角度来看，虽然还有较长的销售周期，美国大豆净销售变化空间较大，需要继续观察装船和销售进度，但美豆出口预估或将上调。

图表 11 美国大豆出口（单位：百万吨）

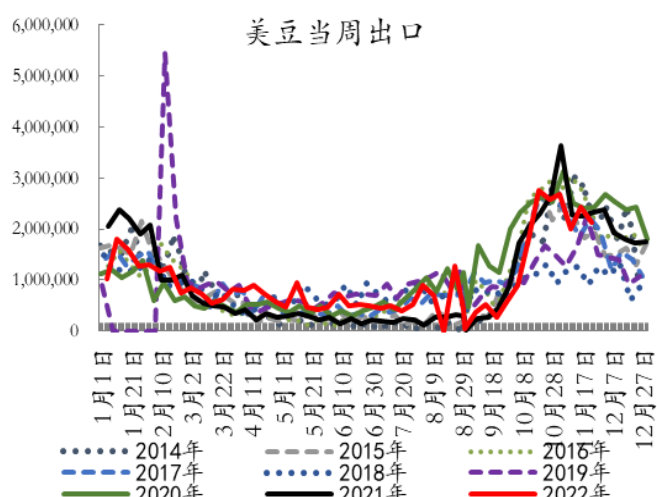
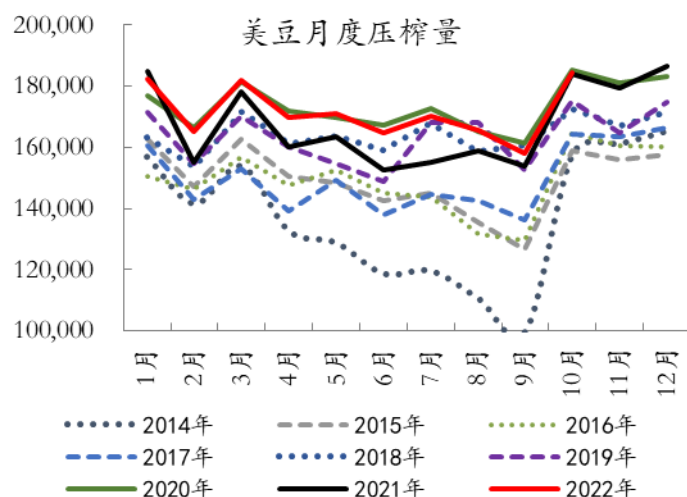
图表 12 美国大豆国内消费（单位：百万吨）



数据来源：USDA、国元期货

图表 13 美国月度压榨量（单位：千蒲式耳）

图表 14 美国出口检验量（单位：吨）



数据来源：USDA、国元期货

2.3 巴西大豆基本面分析——新作种植面积激增，但仍需警惕天气问题

巴西仍为全球第一大豆生产国，据 USDA 报告数据整理显示，2022 年在巴西大豆在全球大豆产

量占比达 39%，且种植面积仍有继续增长预期。在美豆收割季结束后，全球大豆供应将开始进入南美大豆驱动周期。咨询机构 DATAGRO 预计 2022/23 年度南美大豆播种面积将达创纪录的 6685 万公顷，比上年度 6387 万公顷高 5%，播种面积连续第六年增长。预计南美大豆产量 2.1816 亿吨，比上年度 1.8176 亿吨增加 20%。其中，预计巴西大豆播种面积从 4180 万公顷增至 4379 万公顷，大豆产量 1.5332 亿吨，比上年度 1.3882 亿吨增加 11%。此外，基于播种面积达到 4320 万公顷，比上年提高 4%，以及单产达到趋势线水平，AgRural 预计巴西 2022/23 年度大豆产量为 1.505 亿吨。

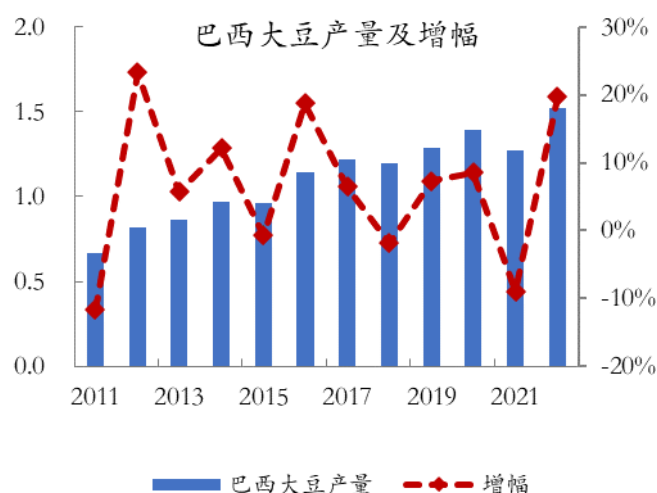
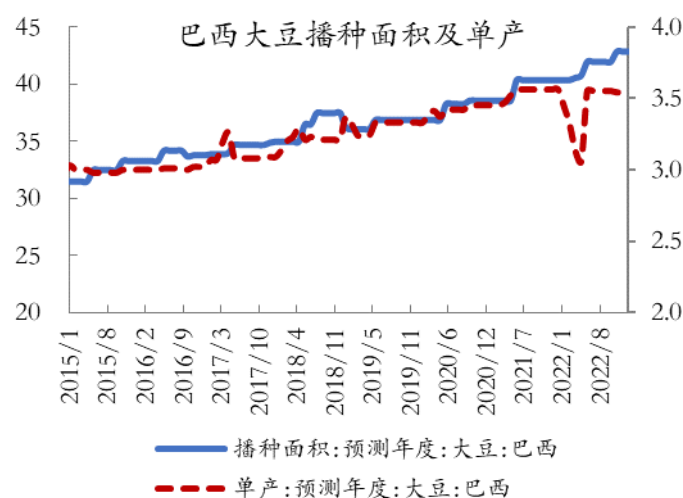
不过需要关注的是，据美国国家大气海洋管理局（NOAA）气象报告显示，今年是全球遭遇拉尼娜现象的第三个年度，可能影响巴西的谷物收获。2022 年初巴西南部地区的三个州，南马托格罗索州、圣保罗州和米纳斯吉拉斯州的大豆生产受到不利影响。气象学家说今年的拉尼娜强度介于弱和中等之间，对巴西南部的作物影响最大。报告显示，拉尼娜现象将在 2023 年 2 月至 4 月之间转为中性天气模式。因此，尽管当前各机构给出巴西的产量预估仍在 1.5 亿吨以上，但不排除后期干旱加剧对巴西南部州造成减产冲击。

图表 15 巴西大豆供需平衡表

巴西大豆供需平衡表									
单位：百万吨		期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费	出口	期末库存	库销比
2020/21年	11月	29.4	127	0.54	51	54.25	79.36	23.34	17.47%
	10月	29.4	127	0.55	51	54.25	79.55	23.16	17.31%
	较10月变动	0	0	-0.01	0	0	-0.19	0.18	0.16%
	2020/2021年度	29.4	127	0.54	51	54.25	79.36	23.34	17.47%
	较上一年度变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
2021/22年	11月	23.34	152	0.75	51.75	55.35	89.5	31.24	21.57%
	10月	23.16	152	0.75	51.5	55.1	89.5	31.31	21.65%
	较10月变动	0.18	0	0	0.25	0.25	0	-0.07	-0.09%
	2021/2022年度	29.4	127	0.54	51	54.25	79.36	23.34	17.47%
	较上一年度变动	-6.06	25	0.21	0.75	1.1	10.14	7.9	4.10%

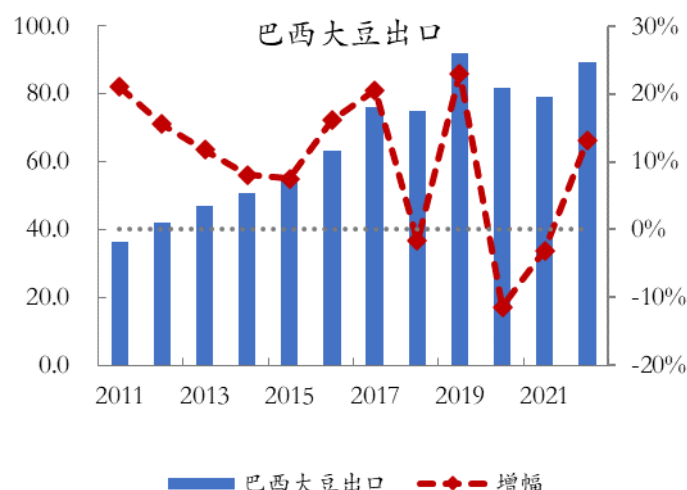
数据来源：USDA、国元期货

图表 16 巴西大豆播种面积及单产（单位：百万公顷；吨/公顷）



数据来源：USDA、国元期货

图表 18 巴西大豆出口 (单位: 百万吨)



图表 19 巴西大豆期末库存情况 (单位: 百万吨)



数据来源: USDA、国元期货

2.4 阿根廷基本面分析——减产预期较强，出口端受汇率调整及惜售情绪双重影响

USDA 预计 2022/23 年度阿根廷大豆产量 5100 万吨，环比下调 150 万吨，因为干旱影响面积增幅，但产量仍同比增加 560 万吨；压榨量 3975 万吨，环比下调 75 万吨，同比增加 92 万吨；出口量 720 万吨，环比上调 20 万吨，同比增加 710 万吨；期末库存 2400 万吨，环比下调 20 万吨，同比增加 10 万吨。

阿根廷种植进度稍落后于往年，且预计将成为拉尼娜炒作的重点。阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所表示，由于阿根廷正在经历严重的干旱，且预计未来数日降雨非常有限，阿根廷 2022/23 年度大豆作物的播种正面临严重推迟。交易所表示，截至 11 月 25 日为止大豆的播种仅完成 19.4%，低于去年同期的 19.9%。尽管今年的播种面积预计为 1670 万公顷（4130 万英亩），略高于去年的 1630 万公顷（4030 万英亩），但干旱导致土壤中几乎没有水分。

此前布宜诺斯艾利斯谷物交易所表示，如果未来两个季度的天气有所改善，阿根廷 2022/23 年度大豆单产将与 2021/22 年度类似。该交易所的数据显示，2021/22 年度阿根廷大豆单产为 2.8 公吨/公顷，这是 2014/15 年度以来的第三低点。阿根廷大豆种植工作从 10 月底开始，大部分田间工作在 11 月和 12 月进行。交易所称，如果气象预测准确，中部地区的单产可能与 2021/22 年度相似，东部偏远地区的单产可能低于平均水平。

另外，从需求端看，今年阿根廷压榨行业持续低迷，阿根廷官方数据显示，2022 年 10 月阿根廷大豆压榨量 291 万吨，比 9 月份 287 万吨增长 1.3%，但比上年同期 333 万吨降低 12.6%。

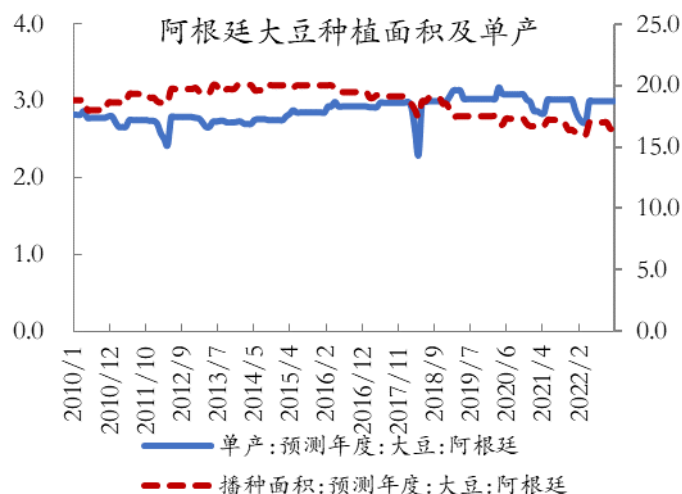
而且在 2022 年苏季度，阿根廷经济部长针对大豆及其衍生品的阿根廷比索兑美元汇率为 230，将于周一开始实施。目前，官方汇率约为 165 比索。该调整将至少带来 30 亿美元。这项政策旨在鼓励出口，因为许多阿根廷人担心，在高通胀率下，本币会进一步贬值，一些农民宁愿将大豆储存起来，也不愿以不利的价格出售。此外，阿根廷央行正寻求增加外汇储备，这在很大程度上是为了满足偿还债务的需要。

图表 20 阿根廷大豆供需平衡表

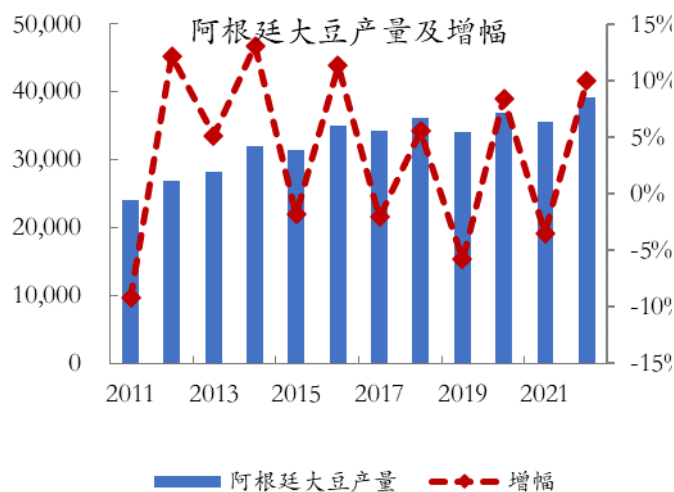
阿根廷大豆供需平衡表									
单位: 百万吨		期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费	出口	期末库存	库销比
2020/21年	11月	25.06	43.9	3.84	38.83	46.04	2.86	23.9	48.88%
	10月	25.06	44	3.85	39.75	46.96	2.8	23.15	46.52%
	较10月变动	0	-0.1	-0.01	-0.92	-0.92	0.06	0.75	2.35%
	2020/2021年度	25.06	43.9	3.84	38.83	46.04	2.86	23.9	48.88%
	较上一年度变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
2021/22年	11月	23.9	49.5	4.8	39.75	47	7.2	24	44.28%
	10月	23.15	51	4.8	40.5	47.75	7	24.2	44.20%
	较10月变动	0.75	-1.5	0	-0.75	-0.75	0.2	-0.2	0.08%
	2021/2022年度	25.06	43.9	3.84	38.83	46.04	2.86	23.9	48.88%
	较上一年度变动	-1.16	5.6	0.96	0.92	0.96	4.34	0.1	-4.59%

数据来源: USDA、国元期货

图表 21 阿根廷大豆播种面积及单产 (单位: 百万公顷; 吨/公顷)

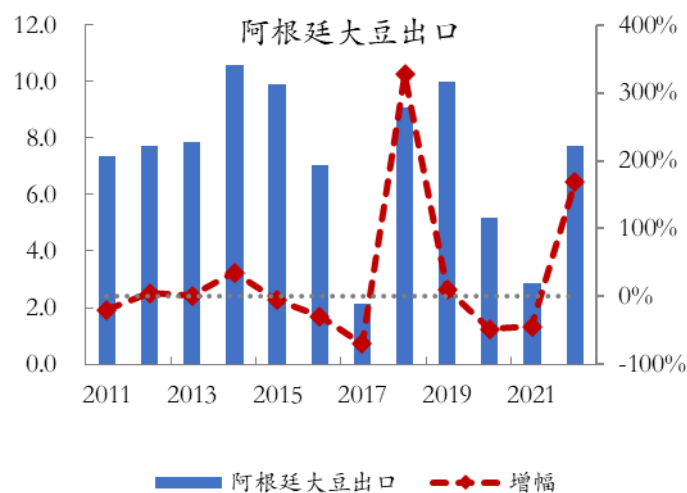


图表 22 阿根廷大豆产量 (单位: 百万吨)

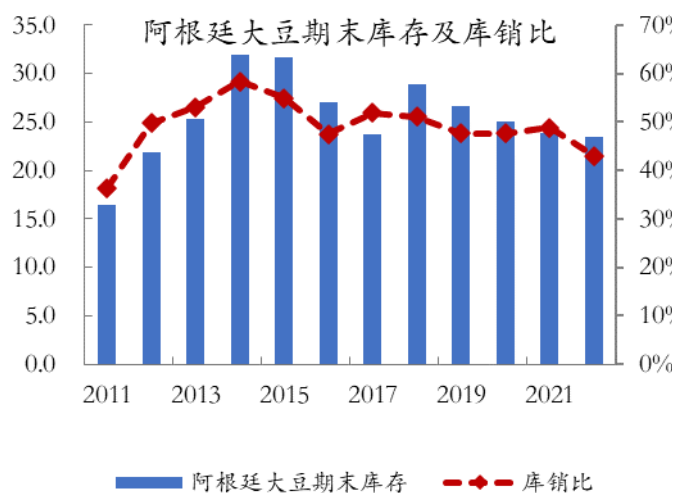


数据来源: USDA、国元期货

图表 23 阿根廷大豆出口 (单位: 百万吨)



图表 24 阿根廷大豆期末库存情况 (单位: 百万吨)



数据来源: USDA、国元期货

三、国内大豆及豆粕基本面分析

3.1 中国进口大豆供需情况

3.1.1 中国大豆供需平衡表

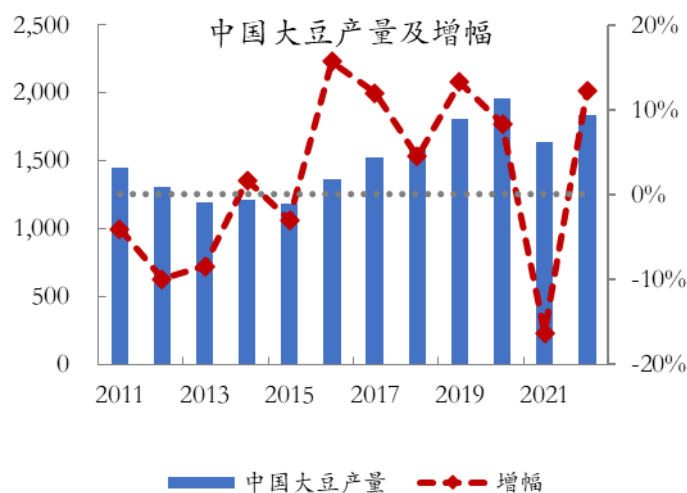
据 USDA 供需报告显示, 2022/23 年度中国大豆供需均较上一年度明显增长, 主要受到本年度中国豆粕需求端提振影响, 一方面在于生猪养殖利润回暖, 下游采购较为积极, 另一方面中国进口大豆存在补库需求, 市场对于中国后市采购预期乐观。11 月最新报告显示中国 22/23 年度大豆进口量 9800 万吨, 环比 10 月份持平, 期末库存 3150 万吨, 较 10 月报告增加 104 万吨, 但受到中国国内消费预期大涨的影响, 2022/23 年度期末库存同比有所下降。

图表 25 中国大豆供需平衡表

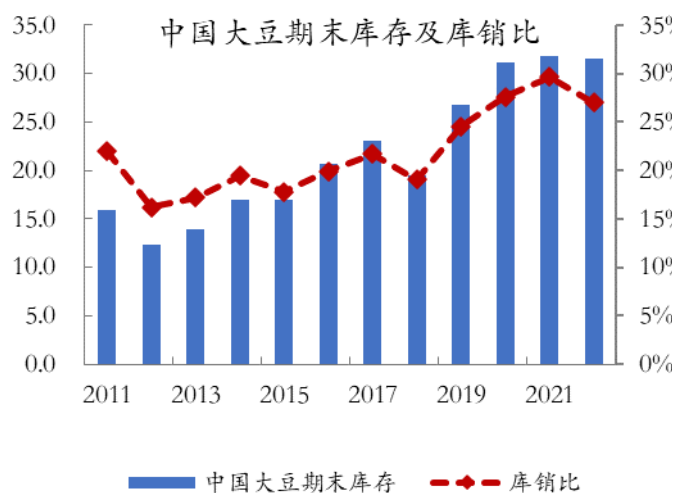
中国大豆供需平衡表									
单位: 百万吨		期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费	出口	期末库存	库销比
2021/22 年	11 月	31.15	16.4	91.57	87.5	107.22	0.1	31.79	29.62%
	10 月	31.16	16.4	90	87	106.72	0.1	30.74	28.78%
	较 10 月变动	-0.01	0	1.57	0.5	0.5	0	1.05	0.84%
	2020/2021 年度	31.15	16.4	91.57	87.5	107.22	0.1	31.79	29.62%
	较上一年度变动	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
2022/23 年	11 月	31.79	18.4	98	96	116.59	0.1	31.5	26.99%
	10 月	30.74	18.4	98	96	116.59	0.1	30.46	26.10%
	较 10 月变动	1.05	0	0	0	0	0	1.04	0.89%
	2021/2022 年度	31.15	16.4	91.57	87.5	107.22	0.1	31.79	29.62%
	较上一年度变动	0.64	2	6.43	8.5	9.37	0	-0.29	-2.63%

数据来源: USDA、国元期货

图表 26 中国大豆产量及增幅 (单位: 百万吨)



图表 27 中国大豆期末库存及库销比 (单位: 百万吨)

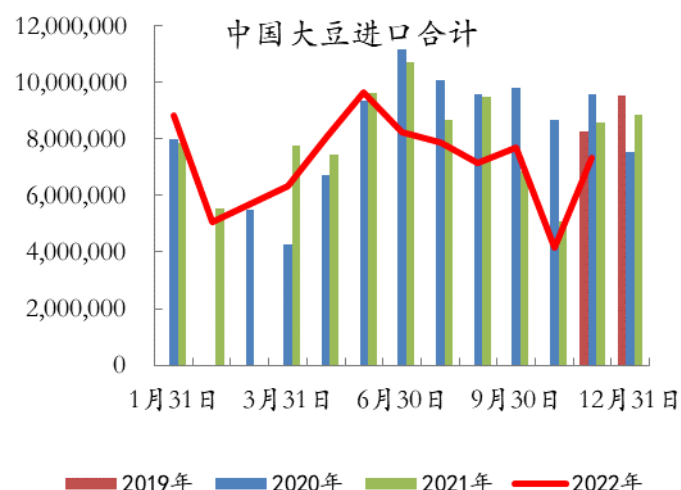


数据来源: USDA、国元期货

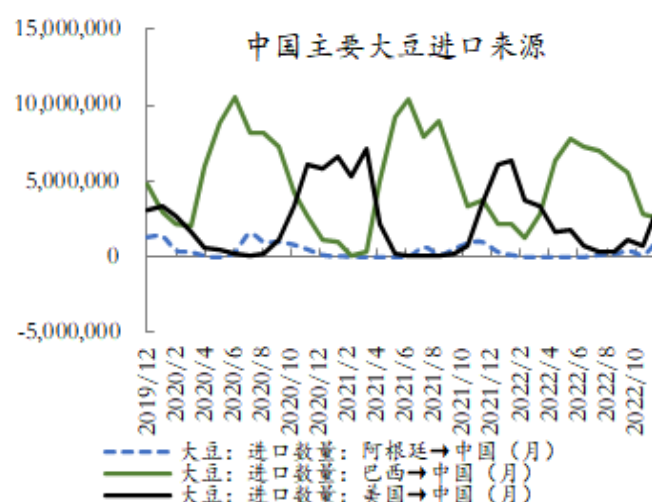
3.1.2 国内大豆进口情况——全年进口量偏低

据海关数据显示, 中国 10 月大豆进口 413.6 万吨, 环比减少 357.9 万吨, 减幅 46.4%, 比上年同期的 510.9 万吨减少 19%。1-10 月我国累计进口大豆 7317.7 万吨, 同比减少 7.4%。此外, 据 Mysteel 农产品团队对 2023 年 1 月及 2 月的进口大豆数量初步统计, 其中 1 月进口大豆到港量预计 750 万吨, 2 月进口大豆到港量预计 530 万吨。2022 年 12 月份国内主要市场油厂进口大豆到港量预计 140 船, 共计约 910 万吨 (本月船重按 6.5 万吨计)。

图表 28 中国大豆进口合计（单位：吨）



图表 29 中国主要大豆进口来源（单位：吨）



数据来源：海关总署、国元期货

3.2 国内豆粕供需情况

3.2.1 中国豆粕供需平衡表——较 2021 年大幅收窄

本年度国内豆粕供需转势，供应端来看，2022 年全年国内进口大豆量低于近年同期水平，油厂压榨情况表现一般，致使 22 年豆粕产量仅为 6853 万吨，低于 2021 年 7146 万吨水平，期末库存同样低于 2021 年的 953 万吨水平，仅为 649 万吨。预计随着 23 年累库周期的到来，豆粕供需平衡表将趋松。

图表 30 2022 年国内豆粕市场供需平衡表

2022年国内豆粕供需平衡表（单位：万吨）							
	豆粕产量	期初库存	进口	出口	消费	期末库存	库消比
2022年1月	578	61	1	5	602	33	5.48%
2022年2月	368	33	0	7	359	36	10.03%
2022年3月	446	36	1	5	447	30	6.71%
2022年4月	523	30	0	4	507	42	8.28%
2022年5月	639	42	0	9	578	94	16.26%
2022年6月	595	94	1	5	577	107	18.54%
2022年7月	596	107	0	3	608	93	15.30%
2022年8月	630	93	1	2	652	69	10.58%
2022年9月	656	69	0	1	681	43	6.31%
2022年10月	566	43	0	1	586	23	3.92%
2022年11月	584	23	0	2	578	27	4.67%
2022年12月	672	27	0	3	644	52	8.07%
合计	6853	658	4	47	6819	649	9.52%
速览							

数据来源：我的农产品网、国元期货

3.2.2 国内豆粕供应情况——大豆到港量、油厂压榨量双双偏低，供应紧张

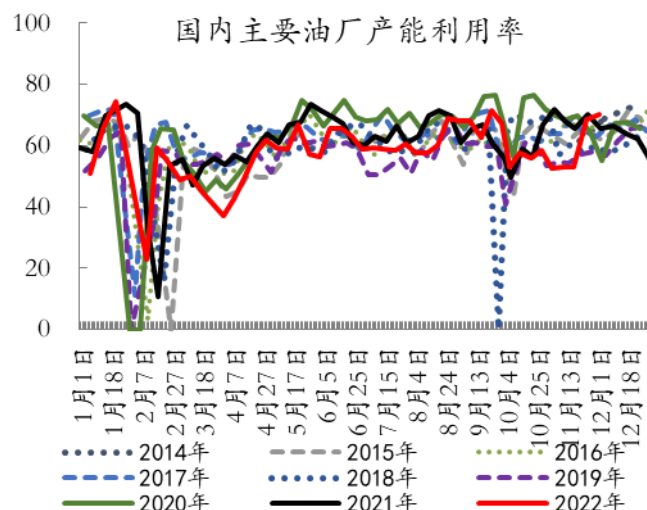
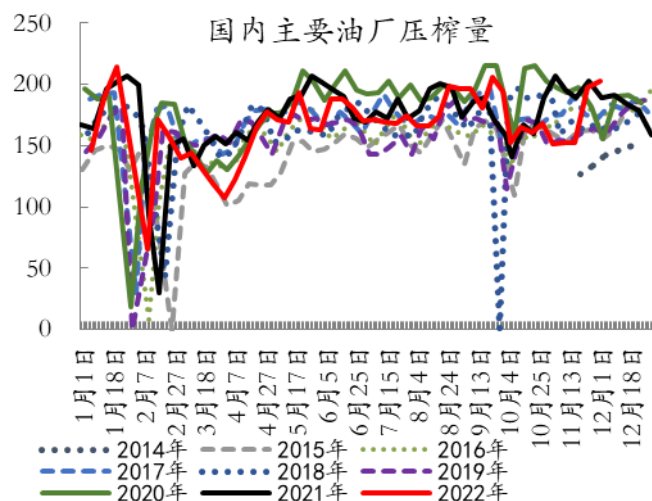
从供应形势来看，2022 年全年大豆到港量相较往年偏低，在 6 月南美市的到港高峰期，国内进口大豆库存补充也相对有限，三季度豆粕供应一度出现缺货问题，四季度国内进口大豆受到美国河运问题以及国内疫情影响，被推迟了进度，导致国内进口大豆、豆粕库存一度跌至近 8 年历史性低位。油厂压榨表现也较为低迷，据 Mysteel 农产品团队对国内主要油厂跟踪统计，2022 年 11 月，全国油厂大豆压榨为 739.62 万吨，较上月增加 24.88 万吨，增幅 3.38%；较去年同期减少 117.38 万吨，减幅 13.7%。2022 年自然年度（始于 2022 年 1 月 1 日）全国大豆压榨量为 7825.78 万吨，

较去年同期减幅 5.26%。

库存来看，四季度新作美豆收割结束，上市大豆逐步到港国内，11 月上半月延迟到港的大豆，在下旬集中到港，大豆库存开始累库。据 Mysteel 农产品团队统计数据显示，截止 11 月底，国内油厂大豆库存为 342.14 万吨，较上月底增加 48.34 万吨，较去年同期减少 47.91 万吨。

图表 31 进口大豆压榨量 (单位: 万吨)

图表 32 国内主要油厂产能利用率 (%)



数据来源：我的农产品网、国元期货

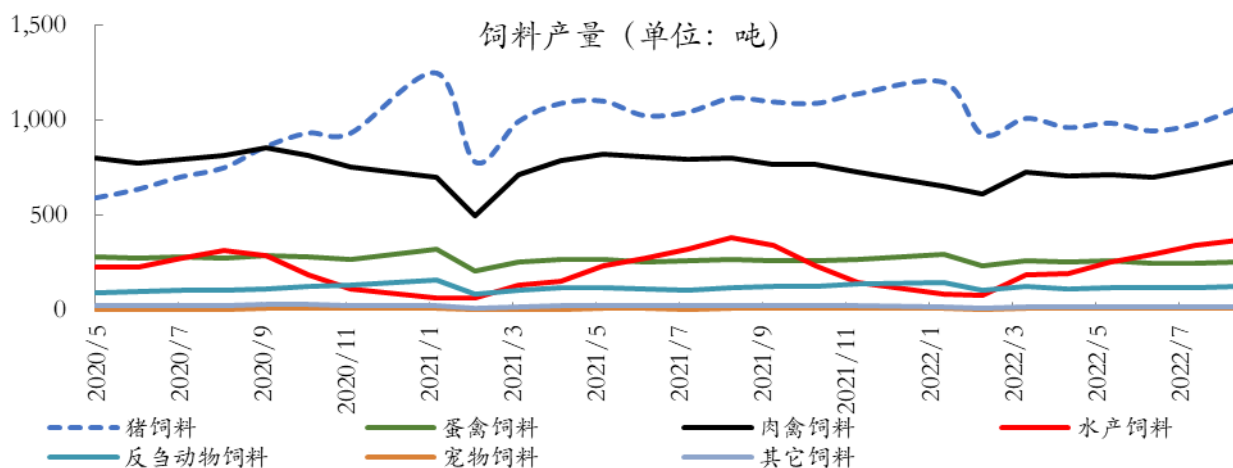
3.2.3 国内豆粕需求情况——生猪养殖利润回暖，豆粕需求量大

2022 年豆粕下游需求情况较上一年度明显回暖，主要受到生猪养殖利润提振。据中国饲料工业协会数据显示，据样本企业数据测算，2022 年 10 月，全国工业饲料产量 2672 万吨，环比下降 5.7%，同比增长 0.2%。主要配合饲料、浓缩饲料产品出厂价格环比小幅增长，添加剂预混合饲料产品出厂价格以降为主。饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比为 34.3%，环比增长 3.6 个百分点；配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比 15.2%，环比下降 0.2 个百分点。

四季度虽说是生猪及家禽的养殖需求旺季，饲料养殖企业对饲料豆粕需求较为旺盛，加之生猪及家禽养殖利润良好，对饲料豆粕的需求数量有可能增加；不过，不少饲料养殖企业已经提前分批购买了远期的合同，现货需求数量增加有限。特别是随着近日基差的回落，饲料企业看空后市情绪升温，普遍处观望态度，以随买随用为主，成交数量出现大幅的下滑。就算是后期的冬至、元旦等春节需求旺季的到来，饲料企业及养殖场在大豆到港高峰后采购豆粕现货的数量亦有限，贸易商降低风险亦减少备货需求。

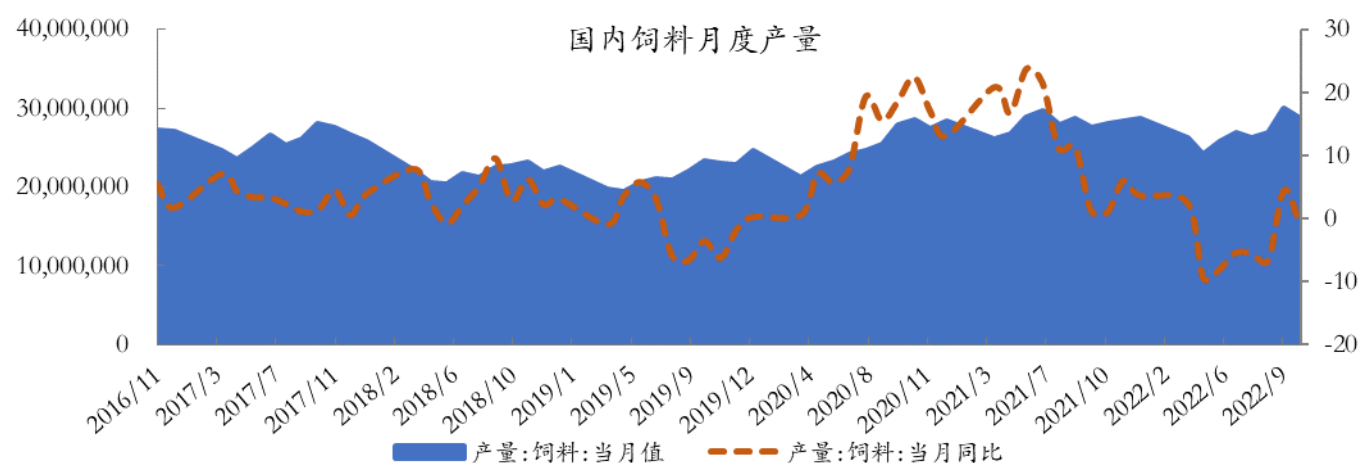
生猪养殖情况来看，从供应方面来看，大多企业月度出栏计划环比小增，且二次育肥猪源临近预期出栏时间段，整体供应基本稳定；而猪价下行阶段二次育肥养殖户压栏情绪松动，当前市场猪源相对充足。从需求方面来看，由于今年气温整体偏高，下游腌腊窗口延迟开启，且多地新冠疫情出现反复，人员及物流限制多有影响；当前经济环境相对低迷，整体消费情绪难有起色，需求仍待观望。

图表 33 全国工业饲料生产情况



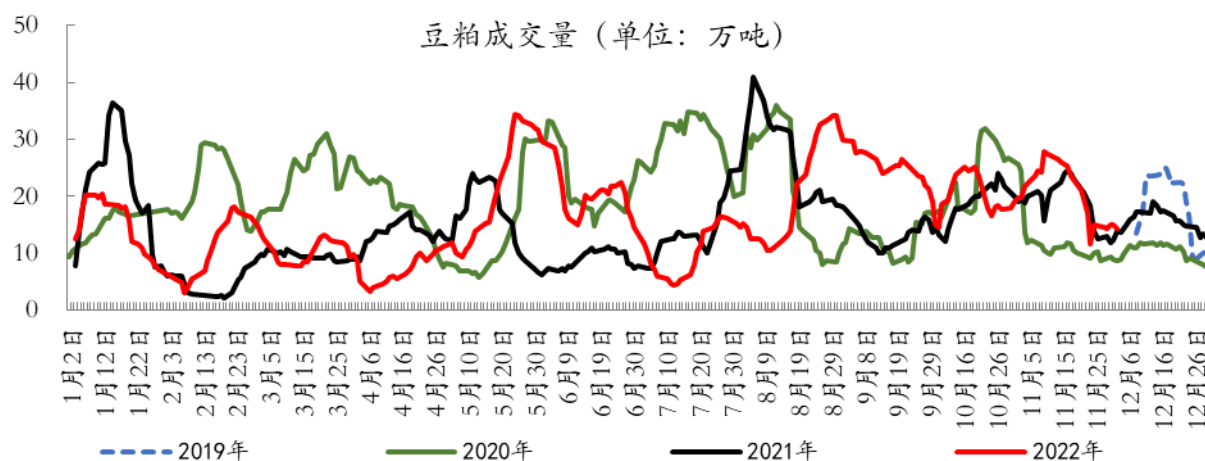
数据来源: 中国饲料工业协会、国元期货

图表 34 国内饲料产量 (单位: 吨)



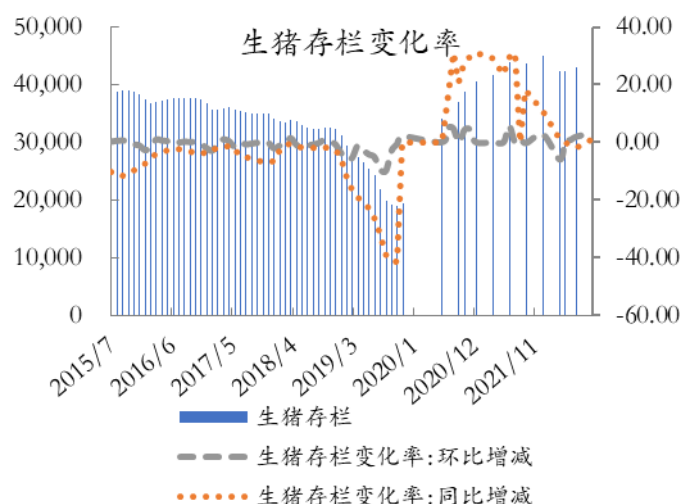
数据来源: Wind、国元期货

图表 35 国内主要油厂豆粕成交量 (单位: 吨)



数据来源: 我的农产品网、国元期货

图表 36 生猪存栏情况 (单位: 万头)



图表 37 生猪存养殖利润率

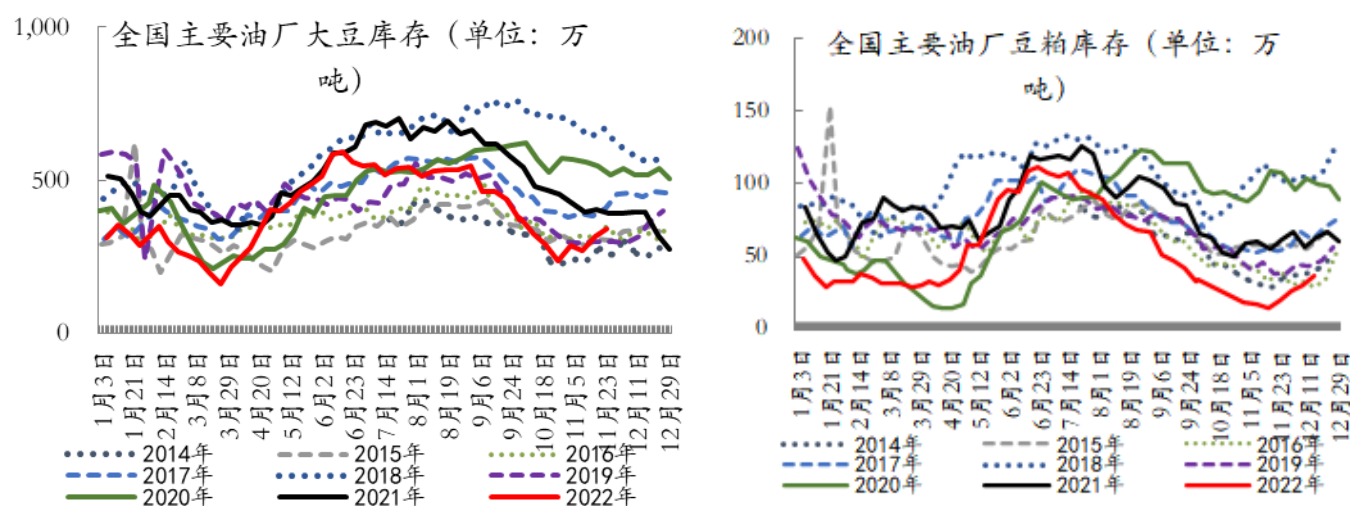


数据来源: Wind、国元期货

3.2.4 国内豆粕库存情况——初现拐点，但仍为近 8 年历史性低位

据国家粮油信息中心数据统计，截至 11 月 21 日，国内大豆到港量增加，油厂压榨量维持低位，大豆库存大幅回升。全国主要油厂进口大豆商业库存 342 万吨，比前一周增加 45 万吨，比上月同期增加 12 万吨，比上年同期减少 90 万吨。美国大豆收获完成，美国密西西比河水位预期上升，大豆到港速度有望加快，考虑油厂开机情况逐渐好转，预计大豆库存持续上升。上周大豆压榨量维持低位，豆粕产出仍然较少，库存继续下降。国内主要油厂豆粕库存 17 万吨，比上周同期减少 2 万吨，比上月同期减少 9 万吨，比上年同期减少 38 万吨，比过去三年同期均值减少 31 万吨，为历史最低水平。

图表 38 国内主要油厂大豆及豆粕库存情况 (单位: 万吨)



数据来源: 我的农产品网、国元期货

3.3 替代品菜粕供需情况——豆菜粕差跃至历史性高位，关注菜粕替代可能性

从替代品消费层面来看，菜粕、棉粕在价格具有相对优势时能够产生一定的替代，菜粕是一种重要的饲料蛋白原料，在水产饲料使用中最为广泛，菜粕的最主要需求用于水产饲料生产，能够占总生产比重一半以上的水平，在鱼类养殖的配合饲料中菜籽粕的添加量可达到 30-40%，部分养殖户

甚至直接将菜粕用来喂鱼。其次在家禽、猪以及反刍动物饲料中也有使用，但是由于菜粕含有有毒有害物质，在畜牧养殖中菜粕使用量有限。一般幼雏不会使用菜粕，鸭饲料中菜籽粕用量在 10-15%，肉鸡用量在 10% 以下，蛋鸡以及种鸡在 8% 左右，未经脱毒处理的菜粕在猪饲料中在 5% 以下。

22 年豆菜粕差从历史性低位一跃而至历史性高位，让市场开始关注菜粕对豆粕替代的性价比，目前市场情况来看，替代效率仍相对有限，主要因素在于菜粕的毒性致使水产养殖饲料需求之外，菜粕难以覆盖对豆粕的使用。

3.3.1 加拿大菜籽产量有所恢复

2021/2022 年度加拿大遭遇严重干旱，菜籽大幅减产，期末库存降至历史性低位。2022/23 年度加拿大菜籽种植周期相对平稳，据加拿大农业暨农业食品部（AAFC）发布的供需报告显示，2022/2023 年度加拿大油菜籽产量预计为 1909.9 万吨，较上年增加 38.8%。目前加拿大油菜籽已经收获完毕，处于集中上市期。但菜籽需求并不乐观。据加拿大谷物委员会最新发布的数据，截至 11 月 20 日当周，加拿大油菜籽出口量较前周减少 8.4% 至 27 万吨，之前一周为 29.49 万吨。自 8 月 1 日至 11 月 20 日，加拿大油菜籽出口量为 237.66 万吨，较上一年度同期的 214.23 万吨增加 10.9%。截至 11 月 20 日，加拿大油菜籽商业库存为 123.33 万吨。加拿大油籽加工商协会（COPA）发布的油籽压榨数据显示，2022 年 10 月，加拿大油菜籽压榨量为 885331 吨，环比增 11.52%；菜籽油产量为 366915.0 吨，环比增 10.62%；菜籽粕产量为 525999.0 吨，环比增 11.89%。

图表 39 加拿大菜籽耕作及国内菜粕消费周期

	分类	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月
加拿大油菜籽耕作时间分布	春油菜				种植期		开花期			收获期			
菜粕饲料使用周期					水产饲料企业开始备货	水产养殖旺季						用于禽饲料	

数据来源：新闻整理、国元期货

图表 40 加拿大菜籽供需平衡表

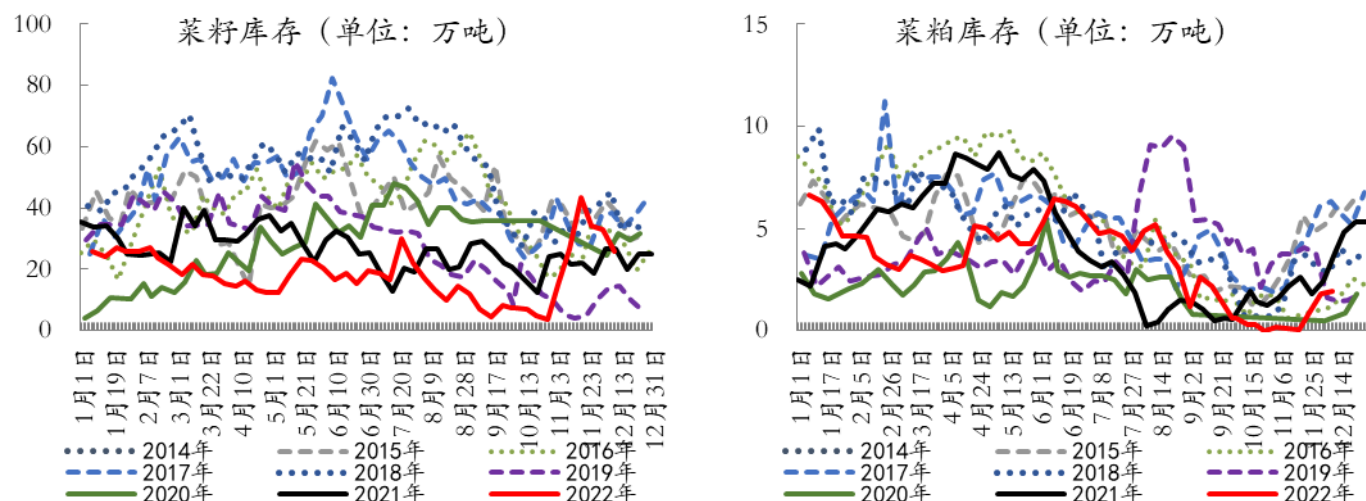
万公顷/万吨	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	变动
收获面积	823.3	839.2	836.4	826.3	927.3	912.0	847.1	832.5	894.9	860.0	
期初库存	58.8	300.8	257.3	209.1	134.2	263.6	443.5	345.7	177.6	87.5	
产量	1,855.1	1,641.0	1,837.7	1,959.9	2,145.8	2,072.4	1,991.2	1,948.5	1,375.7	1,900.0	
压榨量	697.9	736.0	831.5	919.1	926.9	929.5	1,012.9	1,042.5	855.5	1,000.0	
进口量	6.6	7.7	10.5	9.5	10.8	14.6	15.5	12.5	10.5	12.5	
总供应量	1,920.5	1,949.5	2,105.5	2,178.5	2,290.8	2,350.6	2,450.2	2,306.7	1,563.8	2,000.0	
出口量	917.5	921.6	1,028.2	1,102.2	1,084.8	920.2	1,004.1	1,058.9	526.8	790.0	
饲料用量	4.3	34.6	36.7	23.0	15.5	57.4	87.5	27.7	94.0	45.0	
国内消费量	702.2	770.6	868.2	942.1	942.4	986.9	1,100.4	1,070.2	949.5	1,045.0	
期末库存	300.8	257.3	209.1	134.2	263.6	443.5	345.7	177.6	87.5	165.0	

数据来源：USDA、国元期货

3.3.2 年末大量到港，国内菜籽菜粕库存明显增长

据商务部对外贸易司 22 日数据显示，11 月上半月油菜籽进口实际装船 28.59 万吨，同比上升 347.06%；11 月进口预报装船 31.30 万吨，同比上升 106.57%；12 月进口预报装船 0.98 万吨，同比下降 94.13%。11 月上半月实际到港 12.84 万吨，同比上升 12740.00%；11 月下半月预报到港 36.68 万吨，同比上升 563.36%；11 月实际到港 49.52 万吨，同比上升 779.64%；12 月预报到港 18.02 万吨，同比下降 21.70%。国内菜籽补充有限，油厂以消耗旧库为主。12 月随着进口菜籽大量到港，菜系品种供应获得补充。

图表 41 国内油厂菜籽菜粕库存（单位：万吨）



数据来源：我的农产品网、国元期货

四、2023 年行情展望

4.1 基本面风险提示

4.1.1 饲料替代中长期降低豆粕需求

饲料粮替代的消息并非首次提出，当前市场上已经启动小麦替代饲用玉米现象，且因小麦蛋白含量较高，进而替代少量豆粕需求，因此饲料粮替代的议案可谓豆粕及玉米市场需求端的“灰犀牛”。今年上半年，农业农村部发布《饲料中玉米豆粕减量替代工作方案》以及《猪鸡饲料玉米豆粕减量替代技术方案》，尽管短期受寻找稳定的替代品供货来源等限制，日粮配方调整尚需时日，但难变该方案对豆粕需求端的长期影响。

近日新华社北京 10 月 31 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《粮食节约行动方案》，让饲料粮替代再度引起市场重视。原文如下：“推广猪鸡饲料中玉米、豆粕减量替代技术，充分挖掘利用杂粮、杂粕、粮食加工副产物等替代资源。改进制油工艺，提高杂粕质量。完善国家饲料原料营养价值数据库，引导饲料企业建立多元化饲料配方结构，推广饲料精准配方技术和精准配制工艺。加快推广低蛋白日粮技术，提高蛋白饲料利用效率，降低豆粕添加比例。增加优质饲草供应，降低牛羊养殖中精饲料用量。”

该方案一出，让饲料粮减量替代重回市场视线，结合此前的替代方案，让需求端本就偏弱的豆粕雪上加霜。替代方案的提出一方面出自豆粕价格偏高，以及国内豆粕原料大豆主要来自于从美国进口，受中美关系及运输影响较大，另一方面利用其它粕类的价格优势及营养成分配比，可以合理发挥我国国产蛋白粕的产量优势。

如下是此前替代方案的整理，在猪饲料方面，华北华中地区的豆粕将完全由其它蛋白粕及其它饲料粮用料替代，而其它地区的用量亦继续下滑。鸡饲料中豆粕减幅相对有限。方案若全面落地，豆粕需求端将受打压。

图表 42 《饲料中玉米豆粕减量替代工作方案》摘要

猪饲料玉米豆粕减量替代方案示例				
	玉米替代		豆粕替代	
	替代方案	替代效果（玉米用量降幅）	替代方案	替代效果（豆粕用量降幅）
东北地区	10%-20%的稻谷 5%-10%的米糠	15%	5%的玉米蛋白粉 5%-15%的DDGA合成氨基酸	10%
华北地区	10%-20%的小麦 5%-15%的小麦麸或次粉	15%	5%的玉米蛋白粉 5%-15%的DDGS 5%-8%的棉粕 5%-10%的花生仁粕和合成氨基酸	100%
华中地区	10%-20%的糙米或稻谷 5%-15%的小麦麸或次粉 5%-10%的米糠粕	100%	5%-15%的菜粕 5%-15%的DDGS 5%-8%的棉粕和合成氨基酸	100%
华南地区	10%-15%的高粱 10%-20%的木薯粉 5%-10%的米糠粕 10%-15%的大麦	100%	5%-15%的菜粕和合成氨基酸	5%
西南地区	10%-20%的小麦 10%-20%的糙米或稻谷 5%-15%的小麦麸或次粉	100%	5%-8%的棉粕和合成氨基酸	5%
西北地区	10%-15%的高粱 10%-15%的大麦 10%-20%的青稞	100%	5%-8%的棉粕和合成氨基酸	5%

猪饲料玉米豆粕减量替代方案示例				
	玉米替代		豆粕替代	
	替代方案	替代效果（玉米用量降幅）	替代方案	替代效果（豆粕用量降幅）
东北地区	10%-20%的稻谷 5%-10%的米糠	15%	5%的玉米蛋白粉 5%-15%的DDGA合成氨基酸	10%
华北地区	10%-20%的小麦 5%-15%的小麦麸或次粉	15%	5%的玉米蛋白粉 5%-15%的DDGS 5%-8%的棉粕 5%-10%的花生仁粕和合成氨基酸	100%
华中地区	10%-20%的糙米或稻谷 5%-15%的小麦麸或次粉 5%-10%的米糠粕	100%	5%-15%的菜粕 5%-15%的DDGS 5%-8%的棉粕和合成氨基酸	100%
华南地区	10%-15%的高粱 10%-20%的木薯粉 5%-10%的米糠粕 10%-15%的大麦	100%	5%-15%的菜粕和合成氨基酸	5%
西南地区	10%-20%的小麦 10%-20%的糙米或稻谷 5%-15%的小麦麸或次粉	100%	5%-8%的棉粕和合成氨基酸	5%
西北地区	10%-15%的高粱 10%-15%的大麦 10%-20%的青稞	100%	5%-8%的棉粕和合成氨基酸	5%

蛋鸡饲料玉米豆粕减量替代配方方案示例	
	替代方案
育雏期蛋鸡	40%-50%的小麦或大麦、15%-20%的玉米、豆粕、合成氨基酸和酶 20%-30%的糙米或高粱、30%-40%的玉米、豆粕、合成氨基酸和酶 玉米、豆粕、3%-5%的棉籽饼粕、合成氨基酸和酶
育成期蛋鸡	40%-70%的小麦或大麦、5%-20%的玉米、5%-10%的小麦麸或次粉、豆粕、合成氨基酸和酶 20%-30%的糙米或高粱、30%-40%的玉米、5%-15%的小麦麸或次粉、豆粕、合成氨基酸和酶 玉米、5%-8%的棉籽饼粕、5%-8%的葵花粕、5%-8%的米糠粕、5%-15%的小麦麸或次粉、合成氨基酸和酶 20%-50%的小麦或大麦、20%-40%的糙米或高粱、5%-8%的棉籽饼粕、5%-8%的菜籽饼粕、3%-8%的芝麻粕、3%-8%的棕榈仁粕、合成氨基酸和酶
产蛋期蛋鸡	40%-60%的小麦或大麦、10%-20%的玉米、豆粕、5%-15%的DDGS、3%-5%的玉米蛋白粉、合成氨基酸、色素和酶 50%-65%的玉米、8%-10%的葵花粕、8%-10%的棕榈仁粕、8%-10%的菜籽饼粕、3%-5%的玉米蛋白粉、合成氨基酸和酶 30%-40%的糙米或高粱、25%-35%的玉米、10%~15%的棉籽饼粕、10%-15%的菜籽饼粕、豆粕、3%-5%的玉米蛋白粉、合成氨基酸、色素和酶 50%-65%的小麦或大麦、5%-8%的玉米胚芽粕、5%-8%的棉籽蛋白、8%-10%的双低菜粕、5%-15%的DDGS、合成氨基酸、色素和酶 20%-50%的小麦或大麦、20%-40%的糙米或高粱、10%-15%的菜籽饼粕、8%-10%的棉籽饼粕、3%-8%的葵花粕、3%-5%的棕榈仁粕、合成氨基酸、色素和酶

资料来源：农村农业部、国元期货

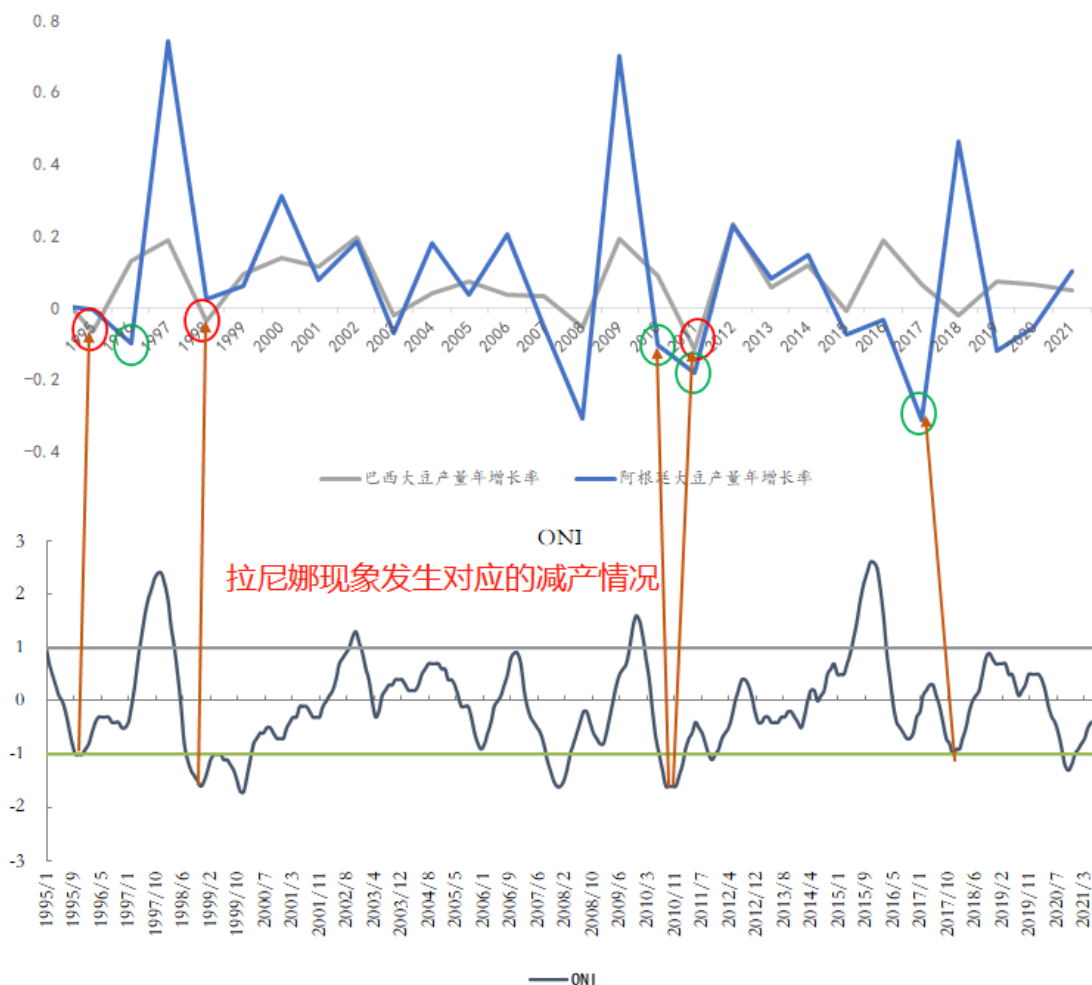
4.1.2 拉尼娜天气炒作贯穿南美大豆生长期

国元农产品小组统计近年拉尼娜发生与南美大豆减产情况，发现在 1995-2022 年间，拉尼娜发生的年份，巴西大豆发生 4 次减产（1995，1998，2010，2021），而阿根廷大豆发生 5 次减产（1995，2010，2011，2017，2021），整体可以看出，拉尼娜对于巴西大豆影响相对有限，而主要对种植期较晚的阿根廷影响更明显。巴西大豆种植基本收尾，阿根廷大豆种植进度稍落后于往年同期。巴西南部天气转干旱，市场恐慌情绪已助推 CBOT 大豆走高，21/22 年度巴西扩大的种植面积或抵消部分干旱影响，产量受冲击相对有限，而对于种植面积再降的阿根廷而言，拉尼娜造成减产的概率较高，因而阿根廷也将成为本次拉尼娜现象的炒作重点，直到收割季结束。

图表 43 拉尼娜现象对全球大豆主产区影响

拉尼娜对全球大豆主产区影响				
	巴西中西部	巴西南部	阿根廷	美国
9-11月	播种生长：正常	播种生长：干旱	播种：干旱	收割：温暖
12-2月	结荚收获：低温	结荚收获：低温	生长：低温	收获完毕、尚未播种
3-5月	收获末期	收获末期	结荚收获	播种生长：正常
6-8月	收获完毕、尚未播种	收获完毕、尚未播种	收获完毕、尚未播种	开花结荚：温暖干燥

拉尼娜与南美大豆减产情况



资料来源: Wind、国元期货

4.2 行情展望

4.2.1 单边行情展望及投资策略

从全球大豆供需格局来看, 2023 年全球大豆维持供需两强的预期。2022 年美国大豆丰产缓解全球大豆供应紧张格局, 随着美豆种植结束, 市场视线开始转向美豆出口销售以及南美大豆种植情况。2022-23 年是连续第三年的拉尼娜现象, 2022 年第四季度末南美天气炒作逐渐升温, 不过迄今市场对巴西大豆产量预估仍较为乐观, 各机构仍维持 1.5 亿吨产量的预期, 而对阿根廷大豆产量预期仍不乐观。随着全球大豆主要采购方中国加大需求, 全球大豆销售端预期强劲。

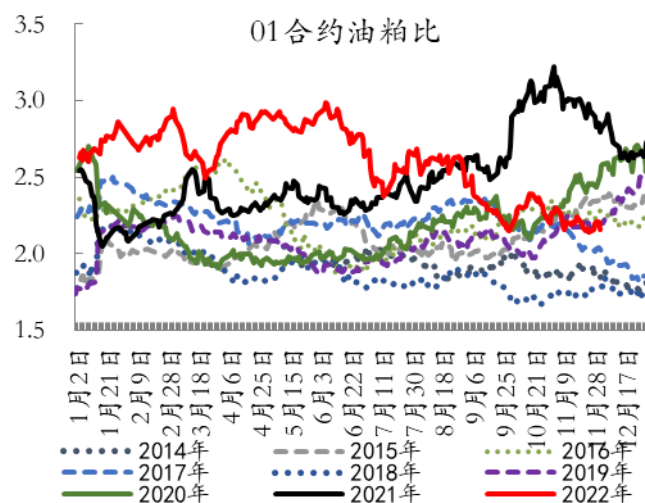
从国内豆粕供需格局来看, 2023 年将转向供应端宽松预期, 国内主要油厂利润存在持续回暖预期, 需求端仍需继续关注生猪养殖情况。随着 2022 年四季度进口大豆大量到港, 国内进口大豆、豆粕库存拐点相继显现, 累库周期下, 豆粕出现趋势性上行概率较低,

对于 2023 上半年国内蛋白粕单边行情, 我们持偏弱看待。南美天气炒作可能于一季度支撑蛋白粕高位运行, 但国内供应端的压力将持续限制粕类上方空间。

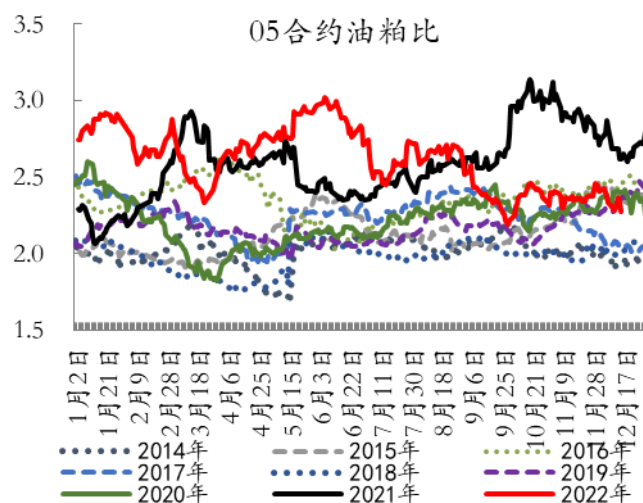
4.2.2 套利机会提示

(1) 油粕比

图表 44 01 合约油粕比



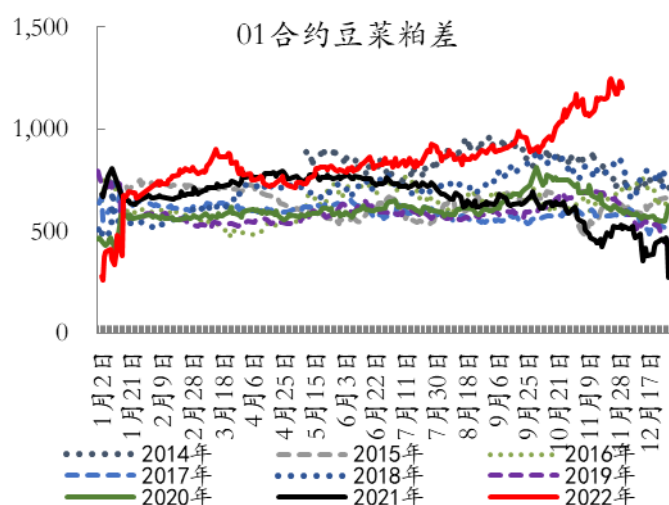
图表 45 05 合约油粕比



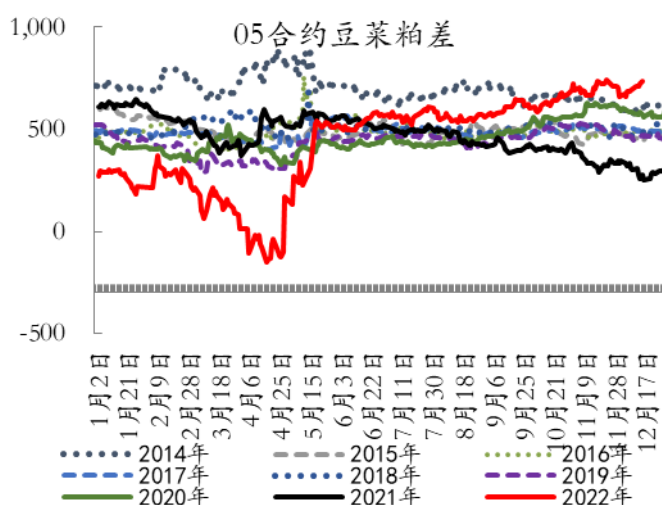
数据来源: Wind、国元期货

(2) 豆菜粕差

图表 46 01 合约豆菜粕差



图表 47 05 合约豆菜粕差



数据来源: Wind、国元期货

重要声明

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货有限公司。未经国元期货许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、链接、修改、翻译本报告的全部或部分内容。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。违反前述要求侵犯国元期货著作权等知识产权的，国元期货将保留追究其相关法律责任的权利。

本报告基于国元期货及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但国元期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何明确或隐含的保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，本报告及该报告仅反映研究人员的不同设想、见解及分析方法，为免生疑，本报告所载的观点并不代表国元期货立场。

本报告所载全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资、法律、会计或税务的操作建议，国元期货不对因使用本报告而做出的操作建议做出任何担保，不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，且国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户，请交易者务必独立进行投资决策。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，
9 层 906、908B

电话：010-84555000

合肥分公司

地址：安徽省合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座 6 楼
601-607

电话：0551-62895515

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即
磐基商务楼 2501 室）

电话：0592-5312922

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A
座期货大厦 2407、2406B。

电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔
6 层 06 室

电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国(上海)自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层(实际
楼层 13 层)04 室

电话：021-50872756

合肥营业部

地址：安徽省合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层

电话：0551-68115888

郑州营业部

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号 1103 户

电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008
号中国凤凰大厦 1 号楼 10B

电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢
2201-3 室

电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12
层西侧

电话：0475-6380818

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A
单元

电话：020-89816681