



2022 年 2 月 23 日

## 俄乌冲突对豆粕期价影响几何

✍ 吴光静

投资咨询从业资格号: Z0011992

✉ wuguangjing015010@gtjas.com

报告导读:

俄乌冲突对豆粕直接影响不大,或有一些间接影响。从供应端而言,市场对俄乌冲突担忧主要来自相关商品出口中断或减少带来的影响。对于豆粕而言,或无直接影响,而有间接影响。俄乌两国主要出口贸易品种(葵油、麦类、玉米)并不直接参与豆粕的供应链,所以从该角度而言,俄乌冲突对豆粕供应的直接影响有限。从间接影响角度:1) 麦类(美麦)-玉米(美玉米)-美豆-连豆粕:俄乌冲突使得其麦类/玉米出口减少,那么或将间接带动豆粕价格上涨;2) 植物油-豆粕:短期而言,俄乌冲突使得葵油/菜油出口减少,那么其他植物油需求上升推升其价格,豆粕因为“油强粕弱”交易而偏弱;中期而言,植物油价格上涨带动油籽价格上涨,再通过油籽成本传导至豆粕价格上涨。3) 原油-豆粕:短期而言,俄罗斯原油出口下降带来美原油出口需求上升,从而带动美原油价格上涨,植物油可能跟随原油上涨,豆粕也可能交易“油强粕弱”逻辑而偏弱;中期而言,原油价格上涨推升商品通胀,豆粕从通胀逻辑受益而有所上涨。从需求端而言,市场对俄乌冲突担忧主要来自该地缘冲突对于全球经济的负面影响,从该角度而言,如果该冲突是短期冲突,那么豆粕或有一定的避险需求,豆粕价格或相对偏强;如果陷入中期冲突导致全球经济全面衰退,那么对豆粕也是负面影响,豆粕价格也将下跌。目前来看,市场对于俄乌冲突事件的交易,主要仍是预期交易,因为目前双方冲突情况(时间、规模等)不确定、是否会影响相关产品的出口及影响程度不确定、是否对全球经济造成负面影响及程度也不确定。如果仅仅是短期冲突,那么预计主要还是预期层面的短期影响,对豆粕直接影响不大,有一些间接影响。

(正文)

## 1. 俄乌主要出口农产品：葵油、麦类、玉米

### 1.1 俄乌主要国际贸易出口产品：葵花籽类及麦类

从生产角度而言，俄罗斯和乌克兰的葵花籽类（葵花籽、葵花籽粕、葵花籽油）和麦类（小麦、大麦、黑麦、燕麦）农产品产量全球占比较大。据 USDA 统计，2021/22 年度俄罗斯和乌克兰葵花籽产量分别为 1550 万吨和 1750 万吨，占全球葵花籽产量比例分别为 27% 和 31%，两者合计占比约 58%；葵花籽油产量占比约 59%，葵花籽粕产量占比约 55%；两国产小麦、大麦、黑麦和燕麦产量在全球占比约 14%、19%、18% 和 19%。由此，从生产角度而言，俄罗斯和乌克兰最主要生产的农产品是葵花籽类和麦类产品。

从出口角度而言，俄罗斯和乌克兰参与国际贸易的出口环节主要农产品：菜籽、葵花籽、菜籽油、葵花籽油、葵花籽粕、玉米和麦类。据 USDA 统计，2021/22 年度俄罗斯和乌克兰菜籽出口量在全球占比约 23%、葵花籽出口占比约 33%、菜籽油出口占比约 17%、葵花籽油出口占比约 78%、葵花籽粕出口占比约 81%、玉米出口占比约 19%、小麦出口占比约 29%、大麦出口占比约 31%、黑麦出口占比约 52%。

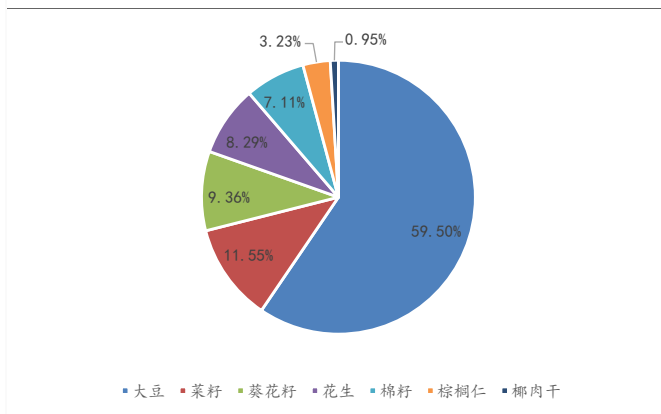
表 1：2021/22 年度俄罗斯和乌克兰主要农产品产量、出口量及全球占比

	油料			植物油			粕类			谷物				
	大豆	菜籽	葵花籽	豆油	菜籽油	葵花籽油	豆粕	菜粕	葵花籽粕	玉米	小麦	大麦	黑麦	燕麦
全球产量（百万吨）	363.86	70.62	57.26	60.28	28.3	22.07	251.4	40.62	23.499	1205.345	776.418	145.788	12.561	22.655
俄罗斯产量（百万吨）	4.8	2.8	15.5	0.897	0.851	5.844	3.94	1.28	5.818	15	75.5	17.5	1.7	3.75
乌克兰产量（百万吨）	3.7	3.05	17.5	0.293	0.163	7.289	1.263	0.228	7	42	33	10.2	0.6	0.465
俄罗斯产量占全球比例	1.32%	3.96%	27.07%	1.49%	3.01%	26.48%	1.57%	3.15%	24.76%	1.24%	9.72%	12.00%	13.53%	16.55%
乌克兰产量占全球比例	1.02%	4.32%	30.56%	0.49%	0.58%	33.03%	0.50%	0.56%	29.79%	3.48%	4.25%	7.00%	4.78%	2.05%
俄/乌产量合计占比	2.34%	8.28%	57.63%	1.97%	3.58%	59.51%	2.07%	3.71%	54.55%	4.73%	13.97%	19.00%	18.31%	18.61%
全球出口量（百万吨）	165.03	13.473	3.82	12.178	5.555	13.348	68.639	7.66	9.203	203.669	206.693	34.232	0.627	2.434
俄罗斯出口量（百万吨）	1.25	0.45	0.9	0.635	0.8	3.8	0.6	0.335	1.85	4.5	35	4.5	0.075	0.15
乌克兰出口量（百万吨）	1.85	2.7	0.35	0.3	0.165	6.65	0.6	0.19	5.6	33.5	24	6	0.25	0.015
俄罗斯出口占全球比例	0.76%	3.34%	23.56%	5.21%	14.40%	28.47%	0.87%	4.37%	20.10%	2.21%	16.93%	13.15%	11.96%	6.16%
乌克兰出口占全球比例	1.12%	20.04%	9.16%	2.46%	2.97%	49.82%	0.87%	2.48%	60.85%	16.45%	11.61%	17.53%	39.87%	0.62%
俄/乌出口合计占比	1.88%	23.38%	32.72%	7.68%	17.37%	78.29%	1.75%	6.85%	80.95%	18.66%	28.54%	30.67%	51.83%	6.78%

资料来源：USDA，国泰君安期货产业服务研究所

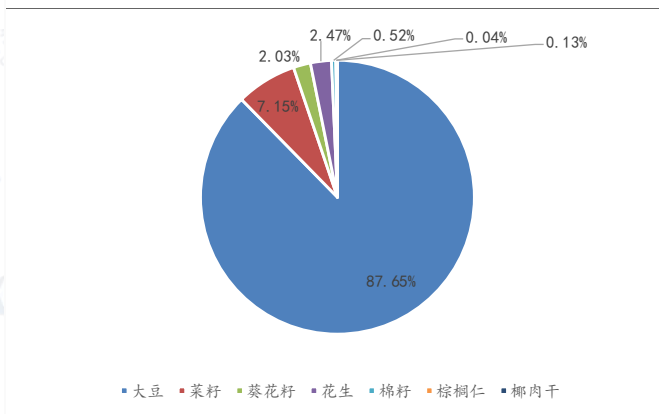
从全球油料作物产量来看，大豆产量占比领先优势较大，菜籽和葵花籽相对较少。据 USDA 统计，2021/22 年度全球大豆产量在全球油料作物占比约 59.5%，菜籽和葵花籽产量占比分别约 11.6% 和 9.4%。从全球油料作物出口量占比来看，大豆占据绝对优势，菜籽和葵花籽出口占比很少。据 USDA 统计，2021/22 年度全球大豆出口量在全球油料作物占比约 87.7%，而菜籽和葵花籽出口量在全球油料作物出口量占比仅仅分别约 7% 和 2%。由此，全球油料作物出口贸易中，大豆是最主要的全球油料作物提供者，而菜籽和葵花籽参与国际油料作物出口贸易很少。

图 1：2021/22 年度全球油料作物产量占比



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

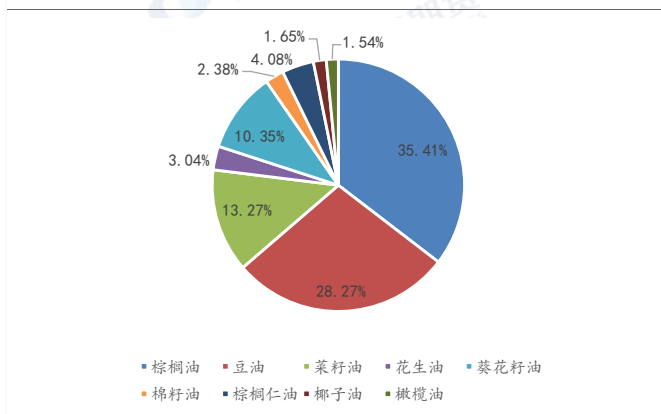
图 2：2021/22 年度全球油料作物出口量占比



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

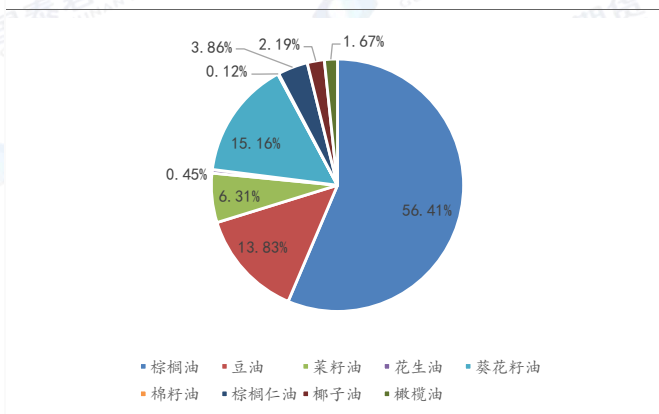
从全球各类植物油产量和出口来看，虽然棕榈油生产和出口也居于首位，但是各油品生产和出口份额差距有限，相对分散。油料作物中的大豆生产贸易则占据绝对优势，其余油料作物影响相对较小；而植物油中的第四大油脂葵花籽油在油脂出口贸易环节具有一定影响力。据 USDA 统计，2021/22 年度棕榈油、豆油、菜籽油和葵花籽油产量在全球植物油产量占比分别约 35%、28%、13%和 10%，棕榈油、葵花籽油、豆油和菜籽油出口量在全球占比分别约 56%、15%、14%和 6%。由此，从植物油角度而言，植物油的生产 and 出口均没有油料作物集中，相对分散；虽然棕榈油生产和出口贸易位居首位，但是各油品产量占比相差不是特别大；从贸易出口环节来看，葵花籽油出口占比位居第二位左右，在植物油出口贸易环节中也较为重要。

图 3：2021/22 年度全球各类植物油产量占比



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 4：2021/22 年度全球各类植物油出口量占比

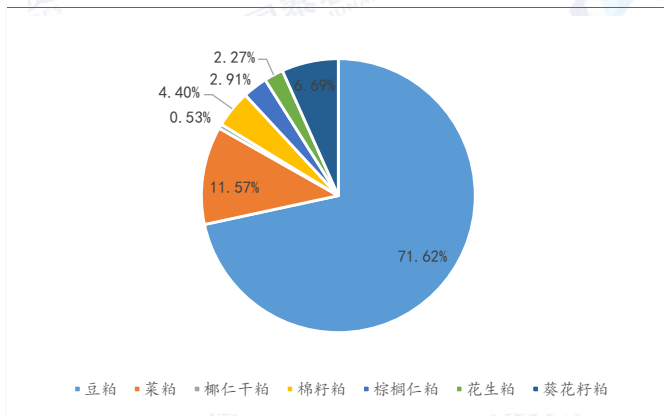


资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

从全球植物蛋白粕产量和出口来看，豆粕占据绝对优势，其余粕类占比较小，影响也就相对较小。据 USDA 统计，2021/22 年度豆粕、菜粕、葵花籽粕、棉籽粕、棕榈仁粕、花生粕和椰肉干粕产量分别约 2.514 亿吨、4062 万吨、2350 万吨、1546 万吨、1023 万吨、797 万吨和 185 万吨，占比分别约 71.62%、11.57%、6.69%、4.4%、2.91%、2.27%和 0.53%。从全球植物蛋白粕类出口角度而言，2021/22 年度全球豆粕出口占比约 72.7%，葵花籽粕出口占比约 9.75%，菜粕出口占比约 8.11%，棕榈仁粕占比约 8.26%。由此，豆粕生产和出口占据绝对领先优势，葵粕出口占比虽然处于第二位，但是和豆粕相差很大，所以葵粕在植物蛋白粕的影响力也就较小。

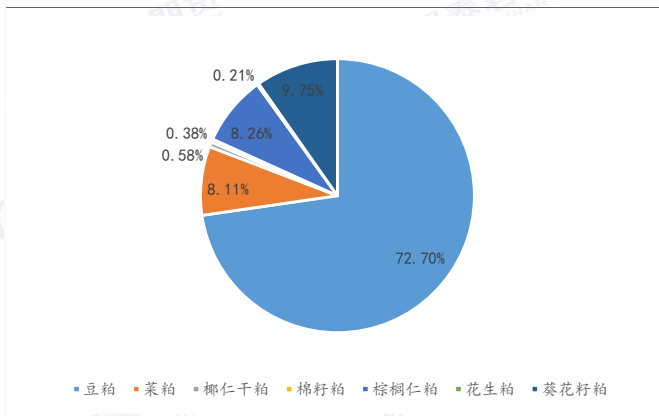


图 5：2021/22 年度各种植物蛋白粕产量占比



资料来源：USDA，国泰君安期货产业服务研究所

图 6：2021/22 年度全球各种植物蛋白粕出口量占比



资料来源：USDA，国泰君安期货产业服务研究所

## 1.2 我国主要进口俄乌农产品：葵油、菜油、葵粕、玉米和大麦

2021 年我国主要进口俄罗斯和乌克兰的农产品为：葵花籽油、菜籽油、葵花籽粕、玉米和大麦，其中葵花籽油和菜油在植物油进口部分占比较大，在植物油整个供应中比重较小，其他农产品在我国国内整个供应端占比份额均较小。1) 2021 年我国从俄乌两国进口葵油和菜油在植物油进口比重约 15.8%，而在我国植物油整个供应端占比份额较小。据我国海关数据统计，2021 年我国进口葵花籽油（初榨及其他）128.3 万吨，其中从俄罗斯进口约 36.4 万吨，从乌克兰进口约 88.7 万吨，两者合计占比约 97.5%，即我国进口的葵花籽油基本上全部来自乌克兰和俄罗斯两国；菜籽油方面，2021 年我国进口菜籽油（初榨的低芥子酸菜子油、其他低芥子酸菜子油及其分离品、初榨的菜子油）约 193 万吨，从俄罗斯进口约 33 万吨（进口占比约 17%），从乌克兰进口约 5.6 万吨（占比约 3%），两者合计约 20%。再从我国进口葵油和菜油占全部植物油进口比重来看，葵油进口占比约 12.3%，再按照俄罗斯和乌克兰占比折算，我国从俄乌两国进口葵油占全部植物油进口约 12%；菜油进口比重约 19%，再按照俄罗斯和乌克兰占比折算，我国从俄乌两国进口菜油占全部植物油进口约 3.8%；由此，我国从俄乌两国进口葵油和菜油占全部植物油进口的比例约 15.8%（葵油约 12%、菜油约 3.8%）。根据国家粮油信息中心报告，2020/21 年度我国植物油总供应约 4367 万吨（生产量约 3102 万吨，进口量约 1265 万吨），由此我国从俄乌两国进口的葵油和菜油在整个植物油供应量中占比也较小。2) 我国主要从乌克兰进口葵花籽粕，但该进口在粕类供应中占比较小。据我国海关数据统计，2021 年我国进口葵花籽粕约 227 万吨，其中从乌克兰进口约 201 万吨，由此可见，我国进口的葵花籽粕基本上来自乌克兰。根据国家粮油信息中心报告，2020/21 年度（作物年度）我国蛋白粕总供应量约 1.0066 亿吨（生产量约 9628.5 万吨，进口量约 438 万吨），由此从乌克兰进口葵花籽粕数量在整个蛋白粕的供应中占比约 2%，份额较小。3) 我国从乌克兰进口部分玉米和大麦，但是该进口部分在我国玉米和麦类供应中份额也较小。2021 年我国进口玉米约 2834 万吨，其中进口乌克兰的玉米约 824.3 万吨，占比约 29%；根据国家粮油信息中心报告，2020/21 年度（作物年度）我国玉米总供应量约 2.9 亿吨（生产量约 2.6 亿吨，进口量约 2955 万吨），由此我国从乌克兰进口玉米占国内玉米总供应量比例约 2.8%；麦类方面，2021 年我国进口大麦约 1249 万吨，其中进口乌克兰的大麦约 321.2 万吨，占比约 26%。据国家粮油信息中心报告，2020/21 年我国小麦总供应量约 1.44 亿吨（其中产量约 1.34 亿吨，进口量约 1043 万吨），由此我国从乌克兰进口的大麦在国内麦类供应中份额也较小。

### 1.3 小结

俄罗斯和乌克兰在国际出口贸易环节影响较大的农产品为：葵花籽油、麦类和玉米；对于我国而言，我国进口的葵花籽油基本上全部来自乌克兰和俄罗斯；我们进口的玉米和大麦有一部分来自乌克兰，但是由于我国玉米和麦类进口份额在总供应中的比重很少，所以对我国玉米和麦类进口略有影响，但是从国内玉米和麦类整体供应而言，影响不大。

## 2. 当前豆粕市场主要矛盾：南美减产忧虑 & 美豆出口需求好转

2021 年 11 月中旬-2022 年 2 月上旬，连豆粕期价低位反弹、开启涨势并创下新高：2022 年 2 月 11 日连豆粕主力 2205 合约最高 3903 元/吨，较 2021 年 11 月 8 日最低点 2890 元/吨涨幅约 35%，突破 2021 年 1 月 13 日高点，目前仅次于 2014 年 5 月 5 日高点 3998 元/吨和 2008 年 6 月 30 日最高点 4058 元/吨；从豆粕指数来看，2022 年 2 月 11 日高点 3879 元/吨，创下 2012 年 9 月 21 日以来新高，仅次于 2012 年 9 月 3 日高点 4209 元/吨和 2008 年最高点 4311 元/吨。我们认为，本轮豆粕涨势的主要驱动力来自于南美大豆减产忧虑和美豆出口好转。我们在 2022 年豆类年报《豆粕：涨势仍可期》中已经详细分析了豆粕上涨的驱动和逻辑，在此就不再赘述。我们主要对上述逻辑是否能够延续做出补充分析说明。

### 2.1 目前南美大豆减产逻辑仍延续，直至市场不再下调产量或重新上调产量预估

2022 年 2-3 月左右，南美大豆减产逻辑或仍延续，直至市场不再下调其产量、或者重新上调产量预估。2021 年 12 月中下旬开始，市场逐步交易南美大豆产区天气忧虑及产量受损，美豆价格获得支撑并逐步走高。对于南美大豆产量受损的逻辑，我们认为：1) 目前该逻辑仍持续，即市场对于南美大豆产量仍处于下调过程、南美部分产区天气仍有干旱担忧（详见表 2）。从 USDA 角度而言，虽然前期 USDA 也已经连续下调南美大豆产量预估，但是仍相对高于市场预估，所以 3 月 USDA 报告仍有下调南美大豆产量的空间，就看下调的幅度如何。如果 USDA 继续较大幅度下调南美大豆产量预估，那么可能还会提振美豆价格再度冲高。如果 USDA 仅仅小幅下调南美大豆产量：如将巴西大豆产量下调 200 万吨、阿根廷下调 100 万吨等小级别下调，那么利多影响就不大。2) 该逻辑的边际利多或有所弱化。目前市场对南美大豆产量的预估基本上给出了“很差”的预期：巴拉圭大豆减产一半、阿根廷可能重现 2018 年旱情（当年阿根廷产量同比降幅约 30%）、巴西大豆产量预估低位区间约 1.22-1.25 亿吨（较前期丰产预估的 1.44 亿吨下调 2000 万吨左右）。随着时间推移，南美大豆关键生长期逐步结束；同时随着巴西大豆逐步收获，巴西大豆产量逐步明朗化，“天气市”时间窗口逐步减少；此外，2 月下旬开始，南美产区天气也有一些改善的迹象。3) 当该逻辑再无边际利多、或者市场及 USDA 重新上调南美大豆产量预估，则该逻辑也将结束。后期如果市场对于南美大豆产量已经不再下调（无边际利多）、市场开始重新上调南美大豆产量、4 月 USDA 报告也重新上调南美大豆产量（前期利多转为利空），那么本次南美大豆减产逻辑就将结束。

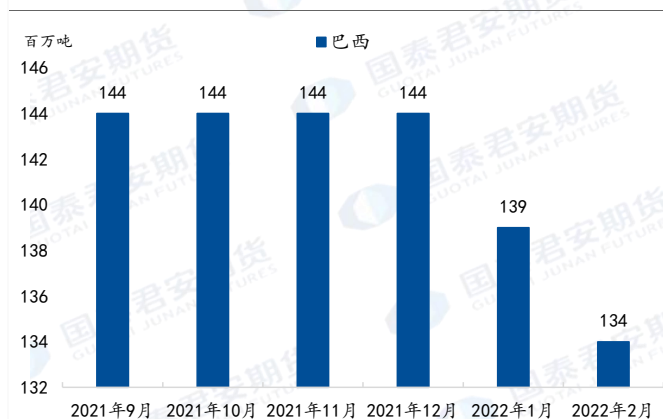


表 2：2021 年 11 月-2022 年 2 月中旬，市场主要机构下调南美大豆产量情况

时间	市场主要机构下调南美大豆产量预估情况
2021/11/25	巴西农业资源（AgResource）将2021/22年度巴西大豆产量预测值下调到1.4103亿吨，较9月预估调低266万吨
2021/12/16	咨询公司AgRural下调巴西大豆产量预估至1.447亿吨，较前期预估下调约70万吨
2021/12/22	巴西帕拉纳州农村经济所（DERAL）将该州大豆和玉米产量预测数据分别下调了12%和13%
2021/12/28	一些估计南美洲大豆产量将下降多达1000万吨，而其他人士则认为仅仅巴西产量损失就达到1000万吨；布兰达里茨咨询公司顾问维拉米尔·布兰达里茨估计南美大豆产量损失接近2000万吨
2021/12/30	巴西帕拉纳州农业经济厅（DERAL）将该州大豆产量调低12%，玉米产量调低13%
2022/1/3	作物分析公司（Planalytics）预估2021/22年度巴西大豆平均单产3.52吨/公顷，略低于早先预期的3.53吨/公顷
2022/1/4	咨询公司StoneX预计巴西2021/22年度大豆产量1.34亿吨，比去年12月预测减少约1100万吨
2022/1/5	南美作物专家迈克尔·科尔多涅博士将巴西大豆调低200万吨至1.38亿吨，将阿根廷大豆调低300万吨至4500万吨
2022/1/6	农业资源巴西公司（AgResource）将2021/22年度巴西大豆产量预测值调低到1.31亿吨，较之前的预测调低1000万吨
2022/1/6	独立咨询公司AgRural预估，2021/22年度巴西大豆产量预计1.334亿吨，较一个月前的预测值调低1130万吨
2022/1/6	巴西南里奥格兰德州农业合作联盟（FecoAgro/RS）表示，南里奥格兰德州大豆产量预计1552万吨，比早先预期减少了24%
2022/1/11	巴西商品供应公司（CONAB）将2021/22年度巴西大豆产量预测值调低230万吨至1.405亿吨
2022/1/12	巴西私营咨询机构家农商公司（PAN）将2021/22年度巴西大豆产量预期值调低到1.3624亿吨，较前期预测下调940万吨
2022/1/13	巴西农业咨询机构AgroConsult公司将2021/22年度巴西大豆产量调低到1.34亿吨，较11月预测值调低7%
2022/1/13	罗萨里奥谷物交易所将2021/22年度阿根廷大豆产量预计为4000万吨，低于早先预期4500万吨
2022/1/16	咨询机构SAFRAS & Mercado公司预计2021/22年度巴西大豆产量1.3233亿吨，低于11月份预测1.447亿吨
2022/1/19	美国农业部海外农业局发布的参赞报告将2021/22年度巴西大豆产量下调到1.36亿吨
2022/1/19	咨询机构DasAgro公司预计巴拉圭大豆产量为665.5万吨
2022/1/27	巴西植物油行业协会（ABIOVE）将巴西大豆产量预测值调低到1.358亿吨，较早先预期调低420万吨
2022/1/27	帕拉纳州农业经济部门DERAL将该州大豆产量预计为1283万吨，低于12月底预测的1840万吨
2022/1/31	AgRural最新预计巴西大豆产量为1.285亿吨，低于早先预测的1.334亿吨
2022/2/1	农业资源公司（AgResource）将巴西大豆产量调低到1.25亿吨，低于早先预期的1.31亿吨
2022/2/2	南美作物专家迈克尔·科尔多涅博士将2021/22年度巴西大豆产量预测值下调400万吨至1.30亿吨，将阿根廷大豆产量预测下调100万吨至4200万吨，维持巴拉圭大豆产量预估600万吨不变
2022/2/2	咨询公司Datagro将巴西大豆产量调低到1.3亿吨，低于该公司12月预测的1.4205亿吨
2022/2/2	咨询机构COGO公司将巴西大豆产量预测值调低到1.25亿吨，低于早先预期的1.31亿吨
2022/2/3	布宜诺斯艾利斯交易所将阿根廷大豆产量预估从此前的4400万吨下调至4200万吨
2022/2/9	对冲点全球市场（HedgePoint）预计巴西2021/22年度大豆产量为1.333亿吨，较1月份预测值减少约500万吨
2022/2/10	巴西商品供应公司（CONAB）估计巴西大豆产量1.2547亿吨，低于1月份预测1.405亿吨
2022/2/13	巴拉圭农业畜牧业部长圣地亚哥·波尔托尼表示，巴拉圭大豆产量可能降至500万吨
2022/2/14	巴西南里奥格兰德州的农业机构Emater估计南里奥格兰德州的大豆产量为1120万吨，低于最初预测的1990万吨
2022/2/15	美国农业部海外农业局发布的参赞报告称，2021/22年度巴西大豆产量预计为1.345亿吨
2022/2/15	巴西私营分析机构—家农商公司（PAN）预计巴西2021/22年度大豆产量为1.22亿吨，低于1月份预测的1.3624亿吨
2022/2/16	巴西咨询机构Agroconsult再次削减巴西大豆产量预期，将21/22年度巴西大豆调低到1.258亿吨，较早先预期下调840万吨

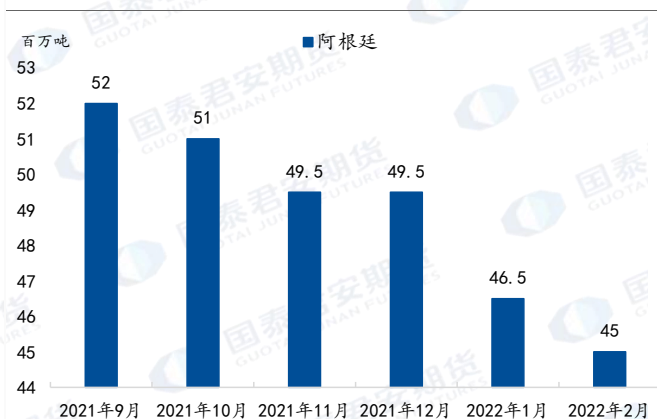
资料来源：公开资料整理，国泰君安期货产业服务研究所

图 7：USDA 对 2021/22 年度巴西大豆产量预估



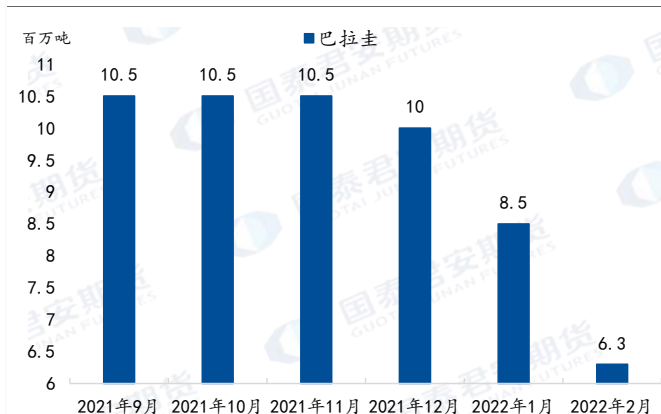
资料来源：USDA，国泰君安期货产业服务研究所

图 8：USDA 对 2021/22 年度阿根廷大豆产量预估



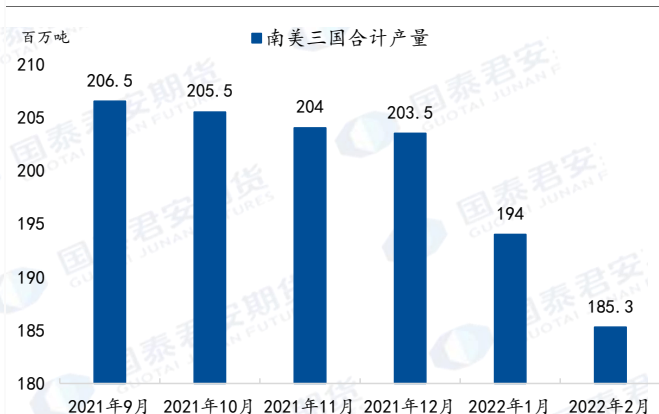
资料来源：USDA，国泰君安期货产业服务研究所

图 9：USDA 对 2021/22 年度巴拉圭大豆产量预估



资料来源：USDA，国泰君安期货产业服务研究所

图 10：USDA 对 2021/22 年度南美三国大豆合计产量预估

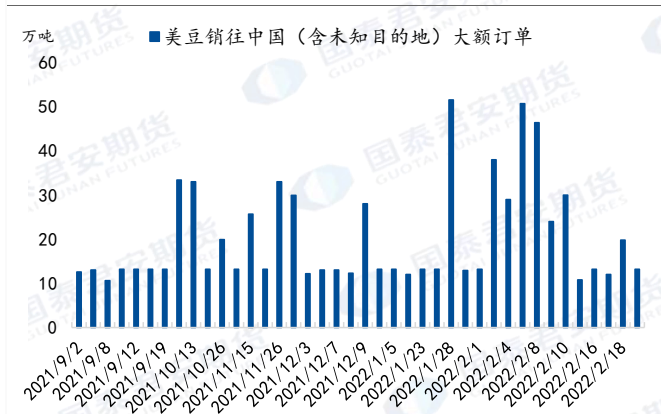


资料来源：USDA，国泰君安期货产业服务研究所

## 2.2 美豆出口好转逻辑仍在持续：南美减产&中方持续采购

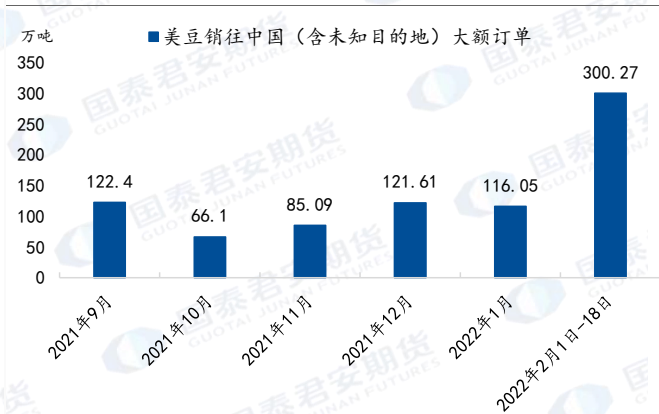
目前美豆出口好转的逻辑也仍在持续，一方面南美大豆减产带来的美豆出口好转预期，另一方面中方近期持续大规模采购美豆提供了现实基础。2022 年 1 月底-2 月中旬，中方连续大规模采购美豆也是驱动豆价上涨的重要因素。根据统计，2022 年 1 月 28 日-2 月 22 日，中方采购美豆大额订单（单日采购超过 10 万吨）累计约 364.72 万吨，该采购数据处于近几个月来的最高值、也是最密集的时期，这推升了美豆价格。至于该采购逻辑是否持续，一般而言，采购利润对于采购行为具有一定的正反馈：即当出现采购利润或者采购利润较高的时候，采购行为会增加。从盘面压榨利润（估算）来看，2021 年 12 月上旬开始进口大豆盘面榨利进入负数区间，截至目前，进口大豆盘面榨利仍维持较高的负值；从现货榨利来看，目前进口大豆仍有现货榨利。从长期而言，采购利润依然会发生作用，即如果采购利润持续亏损，那么采购行为将不能长期持续。对于后期，我们一方面关注中方采购的数量，即在中方大量采购之后，可能会有阶段性暂缓采购；另一方面则关注采购利润。

图 11：美豆销往中国（含未知目的地）大额订单（日度）



资料来源：公开资料整理，国泰君安期货产业服务研究所

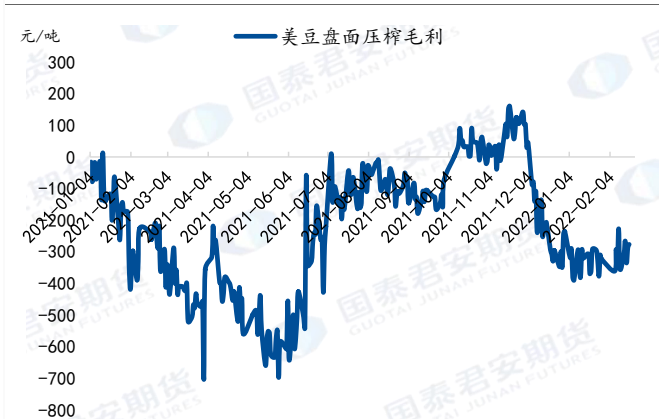
图 12：美豆销往中国（含未知目的地）大额订单（月度）



资料来源：公开资料整理，国泰君安期货产业服务研究所



图 13：美豆盘面压榨毛利（盘面榨利估算）



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 14：进口大豆压榨利润（现货榨利）



资料来源：WIND，国家粮油信息中心，国泰君安期货产业服务研究所

### 3. 俄乌冲突对豆粕影响分析

#### 3.1 供应端：交易冲突带来相关商品出口供应中断的逻辑，对豆粕无直接影响，或有间接影响

从供应端而言，市场对俄乌冲突担忧主要来自相关商品出口中断或减少带来的影响。对于豆粕而言，或无直接影响，而有间接影响。从供应端而言，目前市场对俄乌冲突带来的影响，主要集中于担忧两国冲突对其相关商品出口可能会造成一定影响。从前面的分析可知，俄乌两国主要参与国际出口贸易的农产品为：葵油、麦类和玉米，所以基于市场对两国冲突带来其出口受限影响的角度，市场可能会去交易的品种主要为：葵油、麦类和玉米品种。对于豆粕而言，豆粕供应链的主要国家为美国、巴西、阿根廷和中国，俄乌两国主要出口贸易品种并不直接参与豆粕的供应链，所以从该角度而言，俄乌冲突对豆粕供应的直接影响有限。再从目前豆粕市场主要交易逻辑“南美大豆产量受损及美豆出口好转”来看，豆粕市场主要交易逻辑与俄乌冲突事件也没有直接关系，同时由于可能受到影响的俄乌相关品种（葵油、麦类和玉米）对豆粕供需均没有直接明显的影响，即预计豆粕市场的主要交易逻辑也不会转化为俄乌冲突逻辑，所以俄乌冲突对于豆粕的直接影响预计较小。

从间接影响角度而言，我们主要从俄乌两国主要出口的农产品和原油对豆粕的间接影响角度分析，做出以下几种情况的分析：

##### 1) 麦类（美麦）-玉米（美玉米）-美豆-连豆粕

供应端：俄乌冲突影响两国麦类/玉米出口减少-市场对于美麦/美玉米需求增加-美麦/美玉米价格上涨-美豆价格上涨（一方面，美玉米和美豆具有争地关系，美玉米价格上涨带动美豆期价上涨；另一方面，如果美麦和美玉米大幅上涨，则美国谷物市场偏多氛围也带动美豆上涨）-连豆粕价格上涨。

需求端：俄乌冲突影响两国麦类/玉米出口减少-市场对于美麦/美玉米需求增加-美麦/美玉米价格上涨-美麦/美玉米需求受到高价抑制而减少-美豆粕需求增加（饲料原料替代逻辑，虽然能量饲料小麦玉米和蛋白饲料豆粕没有直接替代，但是可以从各种原料蛋白需求含量方面替代，如：小麦用量下降，豆粕用量上涨，主要是因为小麦蛋白含量略高，当小麦使用量下降之后，就需要其他原料来补充蛋白含量）-美豆粕价格上涨-美豆价格上涨-连豆粕价格上涨。

##### 2) 植物油-豆粕



短期：“油粕跷跷板”效应：俄乌冲突影响两国葵油/菜油出口减少-其他植物油（如豆油）需求增加-其他植物油（如豆油）价格上涨-大豆压榨量增加（豆油需求增加带动大豆压榨量增加）-豆粕需求不变，在大豆压榨量增加时，豆粕供应增加-豆粕价格受到抑制而下降或者偏弱，市场交易“油粕跷跷板”，即“油强粕弱”。

中期：俄乌冲突影响两国葵油/菜油出口减少-其他植物油（如美国豆油）需求增加-植物油（美国豆油）价格上涨-油料（美豆）价格上涨（美豆油价格上涨带动对美豆需求增加，再带动美豆价格上涨）-连豆粕上涨。

### 3) 原油-豆粕

短期影响：俄乌冲突影响俄罗斯原油出口供应减少-美原油需求增加-美原油价格上涨-商品价格上涨（成本通胀逻辑）-植物油价格上涨-油粕跷跷板效应：豆粕偏弱。

中期影响：俄乌冲突影响俄罗斯原油出口供应减少-美原油需求增加-美原油价格上涨-商品价格上涨（成本通胀逻辑）-豆粕价格上涨（通胀逻辑）。

## 3.2 需求端：主要交易俄乌冲突对全球经济造成负面影响，对豆粕也是间接影响

从需求端而言，市场对俄乌冲突担忧主要来自该地缘冲突对于全球经济的负面影响，从该角度而言，如果该冲突是短期冲突，那么豆粕或有一定的避险需求，豆粕价格或相对偏强（豆粕需求主要是饲料养殖需求，短期而言，饲料养殖需求受到经济影响较小，短期具有避险作用）；如果陷入中期冲突导致全球经济全面长期衰退，那么对豆粕也是负面影响，豆粕价格也将下跌。

## 3.3 小结

俄乌冲突对豆粕直接影响不大，或有一些间接影响。从供应端而言，市场对俄乌冲突担忧主要来自相关商品出口中断或减少带来的影响。对于豆粕而言，或无直接影响，而有间接影响。俄乌两国主要出口贸易品种（葵油、麦类、玉米）并不直接参与豆粕的供应链，所以从该角度而言，俄乌冲突对豆粕供应的直接影响有限。从间接影响角度：1) 麦类（美麦）-玉米（美玉米）-美豆-连豆粕：俄乌冲突使得其麦类/玉米出口减少，那么或将间接带动豆粕价格上涨；2) 植物油-豆粕：短期而言，俄乌冲突使得葵油/菜油出口减少，那么其他植物油需求上升推升其价格，豆粕因为“油强粕弱”交易而偏弱；中期而言，植物油价格上涨带动油籽价格上涨，再通过油籽成本传导至豆粕价格上涨。3) 原油-豆粕：短期而言，俄罗斯原油出口下降带来美原油出口需求上升，从而带动美原油价格上涨，植物油可能跟随原油上涨，豆粕也可能交易“油强粕弱”逻辑而偏弱；中期而言，原油价格上涨推升商品通胀，豆粕从通胀逻辑受益而有所上涨。从需求端而言，市场对俄乌冲突担忧主要来自该地缘冲突对于全球经济的负面影响，从该角度而言，如果该冲突是短期冲突，那么豆粕或有一定的避险需求，豆粕价格或相对偏强；如果陷入中期冲突导致全球经济全面衰退，那么对豆粕也是负面影响，豆粕价格也将下跌。目前来看，市场对于俄乌冲突事件的交易，主要仍是预期交易，因为目前双方冲突情况（时间、规模等）不确定、是否会影响相关产品的出口及影响程度不确定、是否对全球经济造成负面影响及程度也不确定。如果仅仅是短期冲突，那么预计主要还是预期层面的短期影响，对豆粕直接影响不大，有一些间接影响。

## 本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

## 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

## 版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。