

2023 年 03 月 15 日

豆粕：“盘久价跌”悬念小，预期差异哪些大

吴光静

投资咨询从业资格号：Z0011992

wuguangjing015010@gtjas.com

报告导读：

近期豆粕期价重心下移，后期或仍有下降空间。2023 年 1 月以来，美豆及豆粕期价以横盘格局为主，其原因：巴西丰产预期压制上方空间、阿根廷减产担忧限制下方空间。近期盘局转变、豆价重心下移，其原因：自身基本面缺乏上行动能可能是内因（阿根廷减产利多边际递减、巴西大豆丰产的现实压力、豆粕需求疲弱），外在利空事件（USDA 论坛上调美国玉米种植面积、美国硅谷银行破产事件）可能是外因。从目前预期差角度，“阿根廷减产”超预期，后期该预期若无修正，可能限制豆价短期深跌。从潜在预期差角度，“新作美豆种植面积”存在可能性：目前市场对此预期偏低（持平或微增），若 3 月底 USDA 面积报告给出新作美豆扩种预期，则可能形成偏空的预期差交易。（个人观点，仅供参考，上述内容在任何情况下均不构成投资建议）。

(正文)

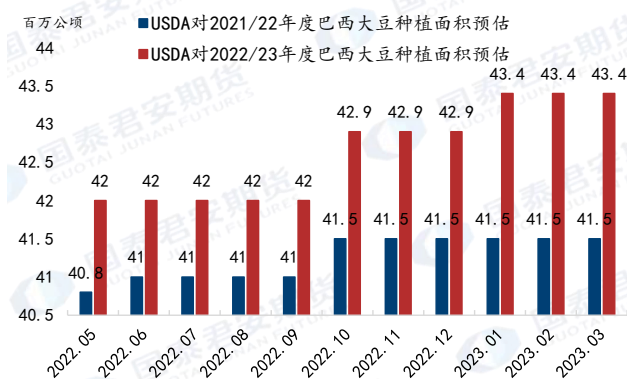
1. 横盘格局形成与转变：基本面缺乏上行动能 & 外在利空事件影响

2023年2月底3月初及3月中旬，美豆指数价格和连豆粕主力合约期价跌至近两个月低位（2月28日、3月14日美豆指数价格均跌破前期低点，3月2日连豆粕2305合约期价创下阶段性低点），横盘两余月之后，价格重心下移，本次盘整格局可能迎来转变。

1.1 本次盘局的形成：巴西丰产预期形成压力，阿根廷减产担忧带来支撑

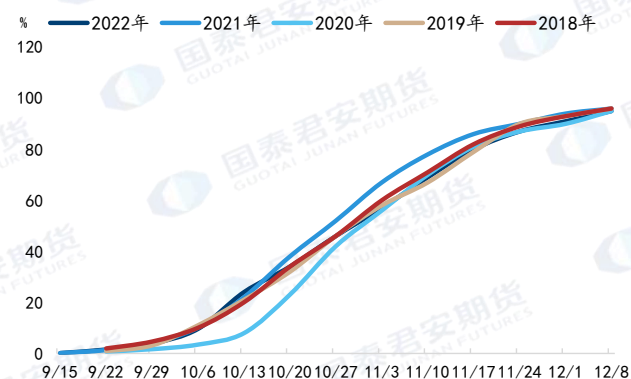
巴西大豆扩种及多数主产区天气良好，支撑巴西大豆丰产预期。1) USDA不断上调巴西大豆种植面积预估，为丰收预期奠定基础。自从2022年5月USDA首次预估2022/23年度全球大豆供需情况以来，USDA对巴西大豆种植面积维持历史最高预估、且不断上调：2022年5月~9月，巴西大豆种植面积预估为4200万公顷，10月上调至4290万公顷，2023年1月上调至4340万公顷。据此预估，2022/23年度巴西大豆种植面积同比增加190万公顷，增幅约4.6%。若用前五年巴西大豆平均单产（3.39吨/公顷）估算，该新增面积将带来约644万吨大豆产量；若以去年巴西大豆遭遇不利天气时的单产（3.12吨/公顷）估算，该新增面积将生产约593万吨大豆，即在相对保守情景下，该新增面积能够贡献约600余万吨的大豆产量，扩种有利于巴西大豆维持丰产预期。2) 巴西大豆种植、生长、收获总体良好，南里奥格兰德州不利天气影响有限，大丰收概率增加。2022年9月中旬至12月上旬，巴西大豆播种进度正常，开局良好。2022年12月至2023年2月，巴西大豆关键生长期，大多数主产区天气正常，主要是南部产区的南里奥格兰德州遭遇干旱天气，但该州产量的不利影响被其他产区作物生长良好及扩种带来产量增加所抵消：2022年10月至2023年3月期间，巴西大豆单产预估略微下调，但总产量预估则有所上调。2023年1月至今，巴西大豆逐步进入收获期，初期收获进度偏慢，因马托格罗索州降水影响；随着2月以来该州降水减少，收获进度加快并逐步完成：据巴西国家商品供应公司（CONAB）预估，截至3月4日当周，马托格罗索州大豆收获进度90.3%；据咨询公司Safras & Mercado预估，截至3月10日当周，该州收获进度达到95%。从全国范围来看，3月上旬巴西大豆收获过半：据咨询机构AgRural称，截至3月9日当周，巴西大豆收获进度53%，前五年同期均值约55%。随着巴西大豆收获逐步推进及完成，产区天气对产量影响下降，巴西大豆大丰收概率提高。

图 1：USDA 上调 2022/23 年度巴西大豆种植面积



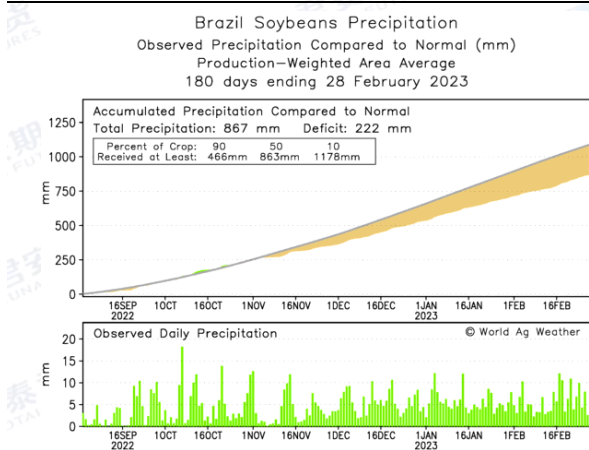
资料来源：Wind，USDA，国泰君安期货研究

图 2：2022/23 年度巴西大豆播种进度正常



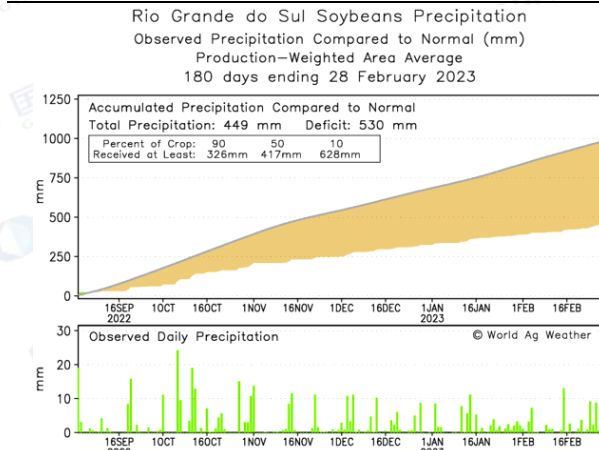
资料来源：根据新闻整理，AgRural，国泰君安期货研究

图 3：2022 年 9 月中旬至 2023 年 3 月初，巴西大豆主产区累计降水量正常至略偏少



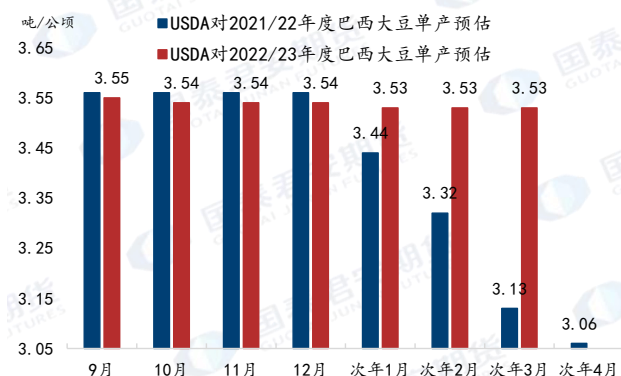
资料来源：Agweather

图 4：2022 年 9 月中旬至 2023 年 3 月初，巴西大豆主产区主要是南里奥格兰德州偏干



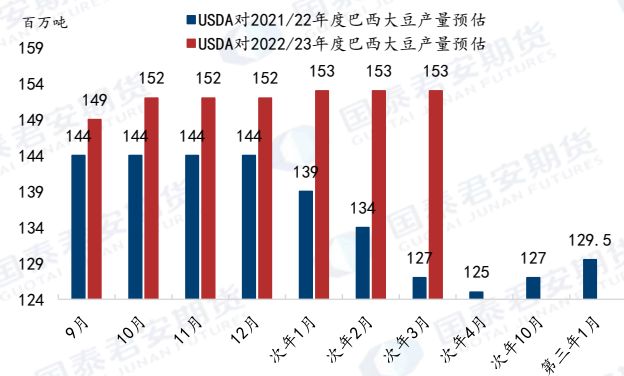
资料来源：Agweather

图 5：USDA 对 2022/23 年度巴西大豆单产预估小幅下调，仍然远高于 2021/22 年度单产



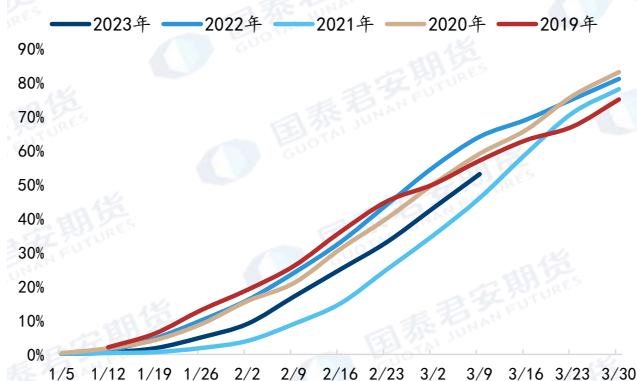
资料来源：Wind, USDA, 国泰君安期货研究

图 6：USDA 对 2022/23 年巴西大豆产量小幅上调，较 2021/22 年度产量高出约 2350 万吨



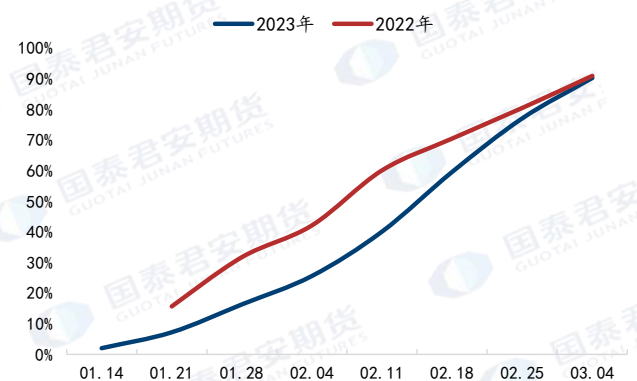
资料来源：Wind, USDA, 国泰君安期货研究

图 7：截至 3 月 9 日当周，2023 年巴西大豆收割进度约 53%，去年同期 64%，前五年均值约 55%



资料来源：根据新闻整理，AgRural，国泰君安期货研究

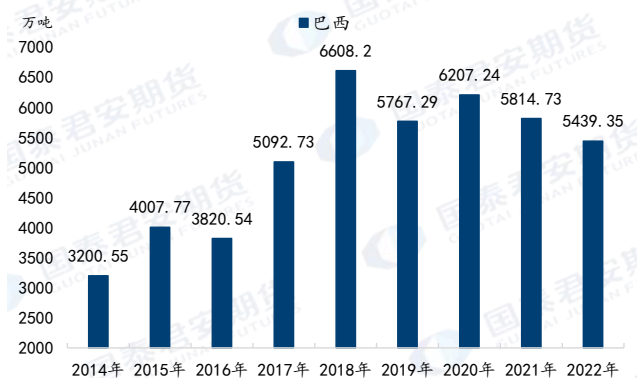
图 8：巴西大豆头号产区马托格罗索州收割进入尾声：截至 3 月 4 日当周，该州大豆收割进度约 90%



资料来源：CONAB，国泰君安期货研究

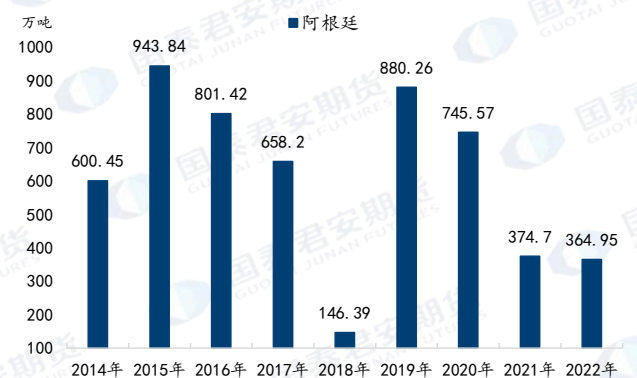
巴西大豆大丰产、高出口前景可稳定我国豆粕供应充足预期，制约连豆粕期价上方空间。近些年来，我国对于南美地区大豆进口主要是巴西大豆，阿根廷大豆进口作为补充，其原因：巴西大豆具有价格竞争优势、且供应相对稳定，而阿根廷大豆及产品则以制成品出口为主、原料出口为辅（可将加工利润留在国内），同时阿根廷农户将大豆作为抵抗通胀工具、且供应不稳定。根据我国海关数据显示，2018 年以来，我国进口巴西大豆维持高位，而对阿根廷大豆进口明显下降。2018 年阿根廷大豆大幅减产，我国对阿根廷大豆进口量降低至约 146 万吨；2019 年阿根廷大豆大幅增产，我国对其进口量恢复；2020 年~2022 年阿根廷大豆连续减产，我国对其进口量下降；最近两年我国对阿根廷大豆进口量均值约 370 万吨，在我国大豆进口比重中占比仅约 7.5%。此外，2022 年 9 月和 12 月，阿根廷实行优惠汇率鼓励大豆出口，增加部分大豆供应。所以，对于我国大豆进口而言，巴西大豆出口供应更加重要，阿根廷大豆可作为补充。在巴西大豆维持大丰产、高出口预期背景下，我国大豆进口和豆粕供应充足预期稳定，从而制约豆粕远期价格的上方空间。

图 9：2018 年以来，我国对巴西大豆进口维持高位



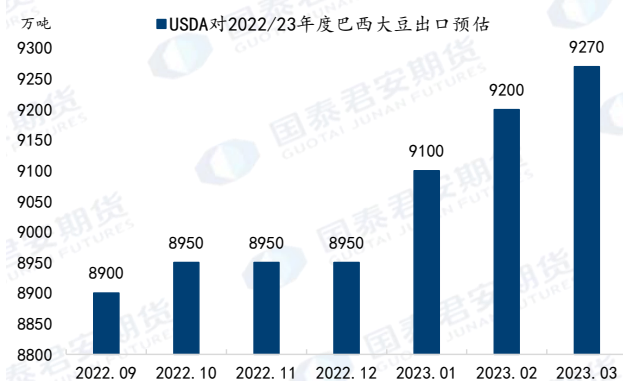
资料来源：Wind，中国海关总署，国泰君安期货研究

图 10：2018 年以来，我国对阿根廷大豆进口下降



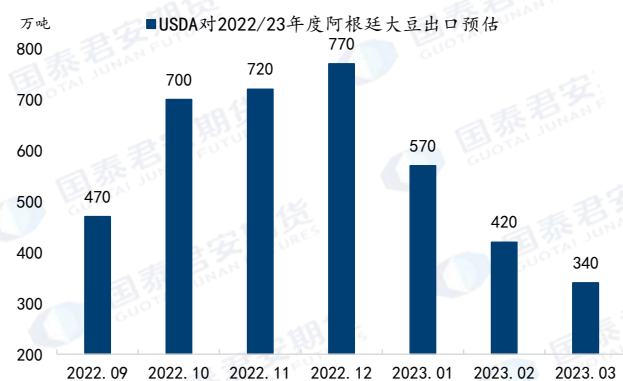
资料来源：Wind，中国海关总署，国泰君安期货研究

图 11: USDA 不断调高 2022/23 年度巴西大豆出口预估, 有利于我国进口巴西大豆, 保障豆粕供应



资料来源: Wind, USDA, 国泰君安期货研究

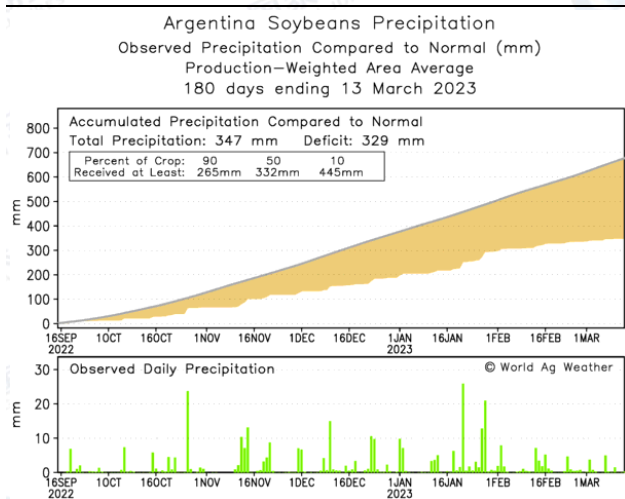
图 12: USDA 对于 2022/23 年度阿根廷大豆出口预估: 先上调 (优惠汇率激励出口) 后下调 (减产影响)



资料来源: Wind, USDA, 国泰君安期货研究

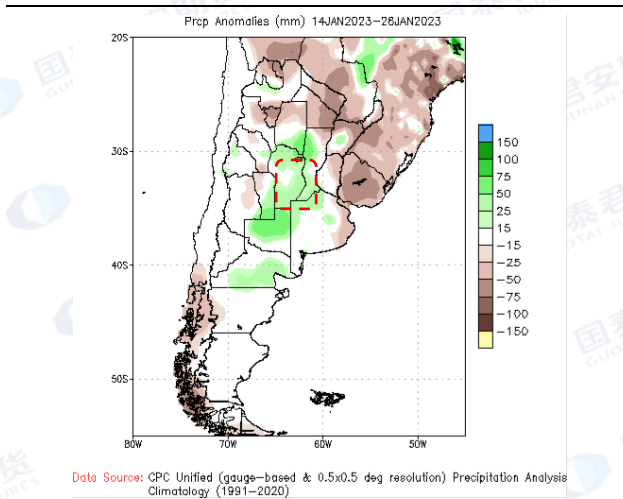
阿根廷主产区阶段性降水特点, 使得减产担忧与缓解交替而行, 驱动价格涨跌互现、区间运行。2022 年 11 月至今, 阿根廷产区降水总体上呈现“累计降水不足、但伴随阶段性降水”的特点。在阿根廷大豆播种季节, 主产区每周均有降水, 但累计降水不足, 导致播种进度缓慢, 驱动豆价涨势为主。2023 年 1 月阿根廷产区降水改善: 某些阶段降水量较大、累计降水量高于均值, 如 1 月中下旬等, 驱动豆价下跌。2023 年 2 月至 3 月上旬, 阿根廷大豆主产区恢复“有阶段性降水、但累计降水偏少”格局, 减产担忧仍在, 驱动豆价反弹。

图 13: 2022 年 9 月中旬至 2023 年 3 月中上旬, 阿根廷大豆主产区总体偏干, 累计降水量低于均值



资料来源: Agweather

图 14: 阿根廷主产区也有阶段性降水充足的时期: 如 1 月中下旬 (红色框线部分为主产区)



资料来源: CPC, 国泰君安期货研究

1.2 本次盘局的转变: 基本面缺乏上行动能是内因, 外在利空事件是外因

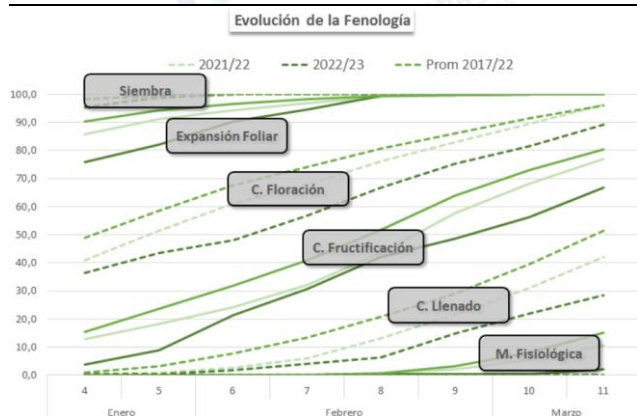
豆粕自身基本面缺乏上行动能可能是盘局转变的内在原因。1) 阿根廷减产利多边际递减、且无新增实质性利多。本次盘局主要的利多因素为“阿根廷不利天气及减产”忧虑, 该因素从阿根廷大豆播种开始交易, 直至生长后期, 时间跨度约从 2022 年 11 月下旬至 2023 年 3 月上旬。该利多因素一方面支撑及提

振价格阶段性上涨，另一方面也存在边际效用递减效应，市场对此提前交易且较为充分。截至 2023 年 3 月初，阿根廷布宜诺斯艾利斯交易所预估大豆产量约 2900 万吨，较 2022 年 9 月最初预估的 4800 万吨下调幅度约 40%，较 2021/22 年度产量 4330 万吨下调幅度约 33%。USDA 对阿根廷大豆产量预估也从最初 5100 万吨下调至 3300 万吨，下调幅度约 35%，同比减幅约 25%。由此，阿根廷大豆产量调减幅度较大、市场对此有所交易。3 月中下旬，阿根廷大豆关键生长期逐步结束、降水改善，预计产量再度大幅调减空间有限，该利多因素边际效用预计递减。此外，截至目前，尚无新增实质性利多因素出现。

2) 巴西大豆丰产由预期转为现实，供应冲击构成利空因素。随着巴西大豆收获逐步完成，市场将面临巴西大豆供应增加的现实压力。对于连豆粕 2305 合约而言，只需要 2023 年 3~5 月巴西大豆到港正常即可。对照往年同期，2020 年~2022 年 3~5 月期间，我国进口巴西大豆分别约 1690 万吨、1463 万吨和 1696 万吨，对于 5 月单月而言，2020 年~2022 年 5 月，我国进口巴西大豆分别约 886 万吨、924 万吨和 779 万吨。对于巴西大豆供应而言，1 月中旬~4 月中旬期间，只需要保障 1500~1700 万吨对中国出口供应量（据第三方统计，2023 年 1 月~3 月 9 日当周，巴西大豆已对中国装运数量约 869 万吨，3 月 9 日当周装运量约 285 万吨），其中 3 月中旬~4 月中旬，只需要保障 800~1000 万吨左右的单月供应量（从目前已装运量来看，未来 1 个月只需要装运约 630~830 万吨大豆）。从巴西大豆收获进度而言，据咨询机构 AgRural 称，2 月初巴西农户已经收获超过 1400 万吨大豆，3 月初巴西大豆收割进度约 43%，按照巴西大豆产量 1.53 亿吨估算，巴西大豆收获约 5679 万吨。虽然收获大豆仅部分对中国出口（产量部分转化为贸易量），但上述收获的大豆已经可以保障中方需求。

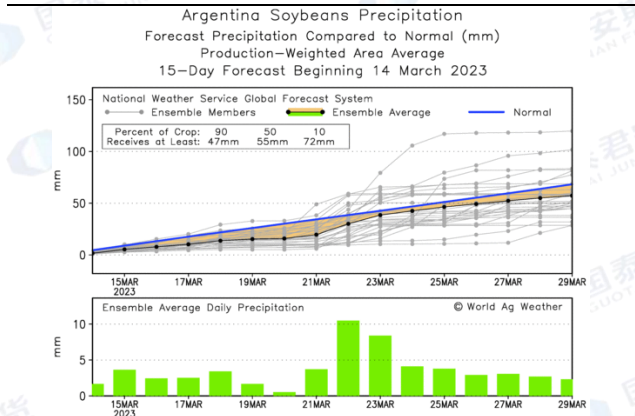
3) 2023 年 1 季度国内豆粕现货需求疲弱，主要因：季节性淡季、养殖利润不佳、其他原料替代等因素影响。根据第三方统计，2023 年 1 季度以来，豆粕现货成交清淡：除了 1 月 30 日至 2 月 1 日（春节后补货及担忧巴西大豆到港延迟采购）和 2 月 6 日至 8 日（5-9 月的远月低价基差合同吸引市场采购）之外，豆粕现货成交均维持低位。豆粕库存总体上处于上升趋势，2 月下旬至 3 月上旬，油厂通过减少压榨来解决豆粕库存累积问题。

图 15：2023 年 3 月 9 日当周，阿根廷大豆开花率 89.3%，结荚率 66.8%，鼓粒率 28.5%



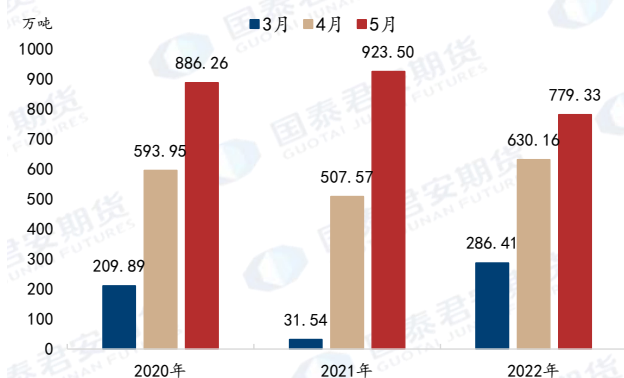
资料来源：布宜诺斯艾利斯交易所

图 16：2023 年 3 月中下旬，阿根廷大豆主产区降水改善



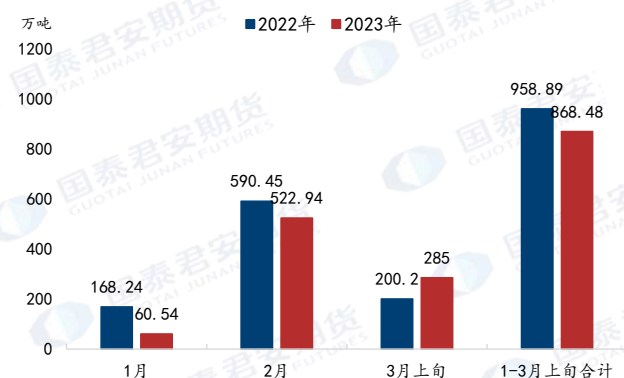
资料来源：Agweather

图 17: 2020 年~2022 年, 3~5 月我国实际进口巴西大豆数量



资料来源: Wind, 中国海关总署, 国泰君安期货研究

图 18: 2021 年~2022 年, 1~3 月上旬巴西大豆对中国装运量估算



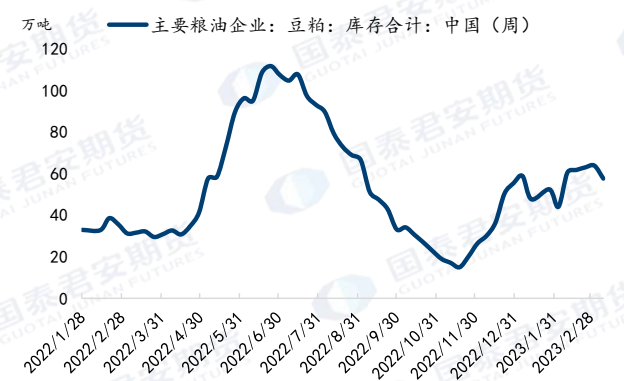
资料来源: 钢联, 国泰君安期货研究

图 19: 2023 年 1 季度豆粕成交清淡 (2 月 6 日至 8 日, 豆粕成交放量来自于远月 5-9 月基差合同采购)



资料来源: 钢联, 国泰君安期货研究

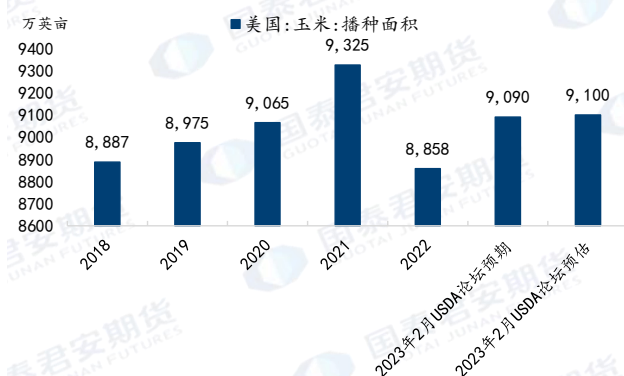
图 20: 2023 年 1 季度豆粕库存上升 (2 月下旬至 3 月上旬, 油厂通过减少压榨来解决累库问题)



资料来源: 钢联, 国泰君安期货研究

利空事件影响可能是盘局转变的外在因素。1) USDA 论坛上调美国玉米种植面积预估, 间接带动美豆价格下行。2023 年 2 月下旬 USDA 论坛预估, 2023 年美国玉米种植面积约 9100 万英亩, 同比增加约 242 万英亩, 增幅约 2.7%。本次论坛预估 2023 年美豆种植面积 8750 万英亩, 低于市场预期 8860 万英亩, 持平 2022 年。本次预估对美豆而言, 直接影响不大, 因为该预估数据与预期差异不大 (市场对 2023 年美豆种植面积预期以持平去年或小幅增长为主, 该数据符合预期)、且往年该数据与 USDA 官方预估差异较大 (两者的估算方法不同)。该数据主要引发美国玉米价格下跌, 因美国玉米面积同比增加。由于大豆/玉米比价效应影响, 美玉米价格下跌间接带动美豆价格下跌: 若美豆/美玉米比价偏高, 美豆可能争夺部分种植面积、增加供应, 利空价格。2) 美国硅谷银行破产事件, 引发全球经济忧虑, 带动美豆及连豆粕价格下行。据新华社讯, 3 月 10 日美国硅谷银行因资不抵债遭金融监管部门关闭。这是自 2008 年金融危机以来美国破产的最大银行, 市场担忧危机可能在银行业蔓延。该事件引发市场对全球经济担忧升温, 3 月 13 日美豆期价和 3 月 14 日连豆粕期价均有所下跌。

图 21：2023 年 2 月 USDA 论坛预估美玉米种植面积 9100 万英亩，同比增幅 2.7%，引发美玉米价格下跌



资料来源：Wind，根据新闻整理，国泰君安期货研究

图 22：美豆/美玉米比价制约，美玉米价格下跌间接带动美豆价格下跌



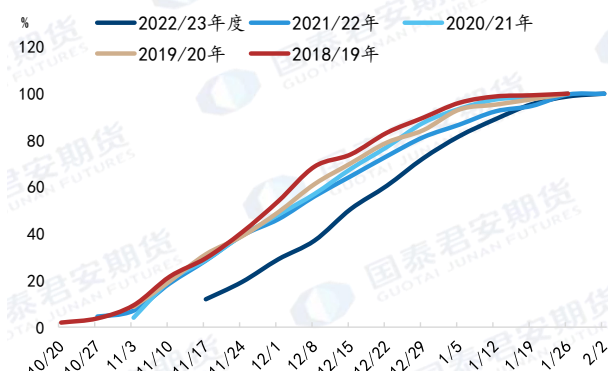
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2. 预期差异：阿根廷减产超预期，新作美豆面积或有预期差

2.1 “阿根廷减产”超预期

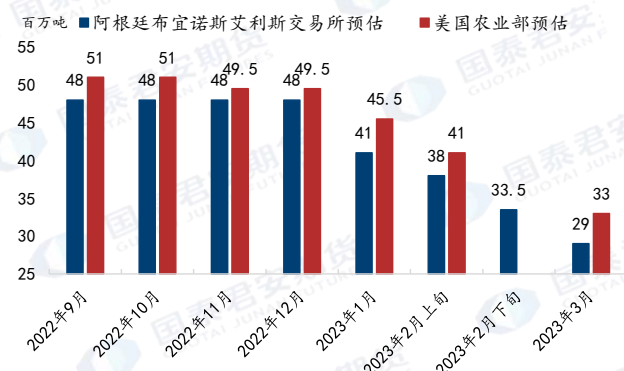
“阿根廷减产”超出预期。1) 本次“阿根廷天气市”交易贯穿播种季和生长季，不利天气时间超预期。2022 年 11 月至 12 月，阿根廷大豆种植缓慢、且伴随干旱担忧，市场对此交易：推升美豆及连豆粕期价在 2022 年 12 月底及 2023 年 1 月初创下阶段性高点。2023 年 1 月阿根廷大豆产区降雨好转，但 2 月降水减少，产区重回偏干状态。除了降水之外，2023 年 1-2 月阿根廷大豆产区也经历了气温异常过程：如 1 月上旬、2 月上旬及 3 月初等气温偏高过程。2 月中旬局部地区（如中西部的圣路易斯省局部地区，非主产区）低温，市场产生“霜冻”担忧，2 月 20 日及 2 月 21 日连豆粕和美豆对此交易，期价上涨。2) 截至目前，本次“阿根廷天气市”交易时间约 3.3 个月，时间长度高于往年、超出预期。往年阿根廷“天气市”交易主要集中于某个阶段：生长期或收获期，交易时间约 1.5~2.5 个月。如：① 2009 年 1 季度南美大豆生长期的干旱天气，阿根廷遭遇 50 年严重旱灾，巴西和阿根廷产量均下调，市场主要交易时间为 2008 年 12 月中下旬至 2009 年 2 月上旬，约 1.5 个月；② 2016 年 4-6 月阿根廷大豆收获季节，阿根廷产区遭遇洪灾，市场交易时间为 4 月中下旬至 6 月上旬及 7 月初（美豆与连豆粕见顶时间有差异），约 2~2.5 个月；③ 2018 年 1 季度阿根廷生长期遭遇干旱，市场主要交易时间约 2018 年 1 月上旬至 3 月初，约 1.5 个月。本次“阿根廷天气市”交易时间约为 2022 年 11 月下旬至 2023 年 3 月上旬，交易时间约 3.3 个月，较往年“天气市”交易时间长。3) 市场预估阿根廷大豆减产约 40%，减产程度超预期。一般而言，南美大豆关键生长期干旱天气，对最终产量影响较大。如：2009 年和 2018 年 1 季度干旱天气，当时阿根廷大豆同比减产约 31%。而 2016 年 2 季度阿根廷大豆收获期的洪灾影响，虽然当时市场大幅下调产量预估，但实际减产程度远远小于预期。本次阿根廷干旱天气主要在播种季（2022 年 11 月~12 月）和部分生长期（2023 年 2 月），同时也出现过阶段性改善情况。目前市场对于阿根廷大豆减产预估接近或超过 2009 年和 2018 年两次严重干旱的减产预估（USDA 预估同比减产约 25%，布宜诺斯艾利斯交易所预估同比减产约 33%），减产程度超预期。4) 不利天气影响下，市场预期与实际产量存在差异。虽然农作物产量受到天气较大影响，但是由于农作物生长的复杂性，市场预期与实际产量存在差异。如 2016 年阿根廷收获季节洪水影响，市场预期严重减产，但实际情况仅小幅减产。再如，2012 年美国大豆生长期遭遇严重干旱，USDA 对美豆产量最高下调幅度约 18%，但后期重新上调产量，最终产量较最初预估仅减少约 5%，同比仅减产约 1.7%。本次阿根廷大豆实际减产程度是否有如此严重，也可能存在预期差。

图 23：2022 年 11-12 月期间，市场交易 2022/23 年度阿根廷大豆播种进度缓慢，激励豆价上涨



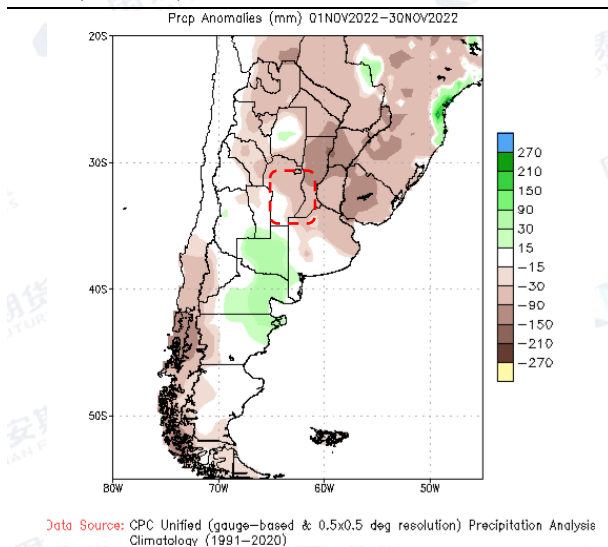
资料来源：根据新闻整理，布宜诺斯艾利斯交易所，国泰君安期货研究

图 24：USDA 对 2022/23 年度阿根廷大豆产量调减幅度约 35%，同比减产约 25%，因播种生长期干旱



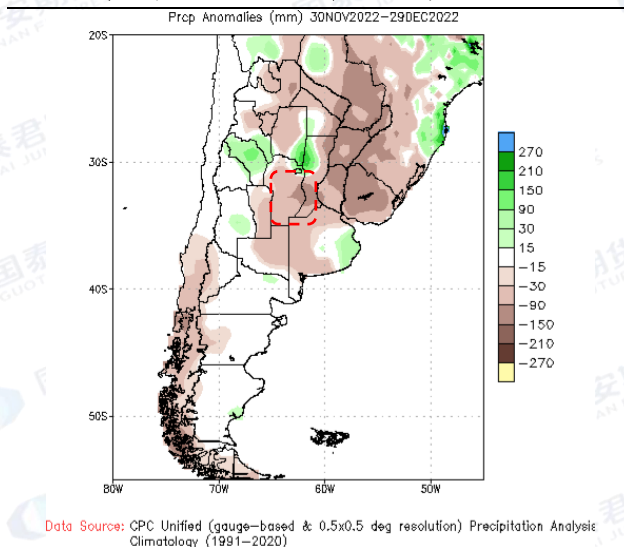
资料来源：根据新闻整理，USDA，国泰君安期货研究

图 25：2022 年 11 月阿根廷大豆主产区偏干（红色框线部分为主产区）



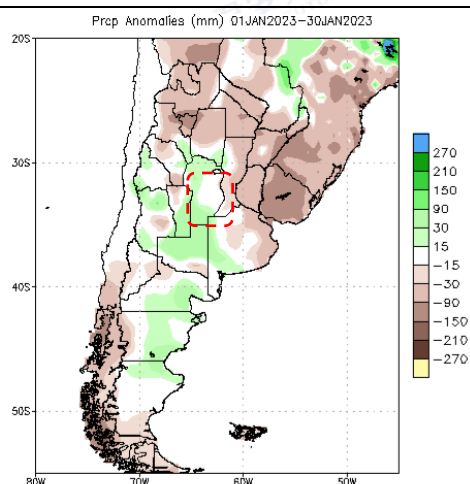
资料来源：CPC，国泰君安期货研究

图 26：2022 年 12 月阿根廷大豆主产区偏干，部分地区略有改善（红色框线部分为主产区）



资料来源：CPC，国泰君安期货研究

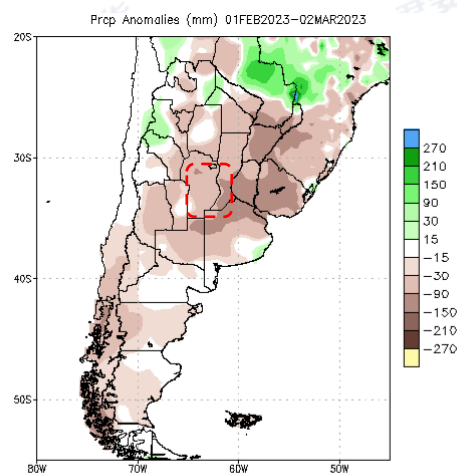
图 27：2023 年 1 月阿根廷大豆主产区迎来降水，干旱缓解，多数地区正常（红色框线部分为主产区）



Data Source: CPC Unified (gauge-based & 0.5x0.5 deg resolution) Precipitation Analysis Climatology (1991–2020)

资料来源：CPC，国泰君安期货研究

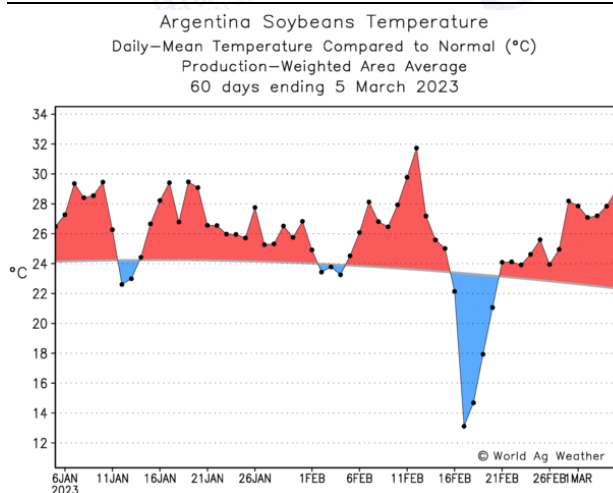
图 28：2023 年 2 月阿根廷大豆主产区重回偏干状态（红色框线部分为主产区）



Data Source: CPC Unified (gauge-based & 0.5x0.5 deg resolution) Precipitation Analysis Climatology (1991–2020)

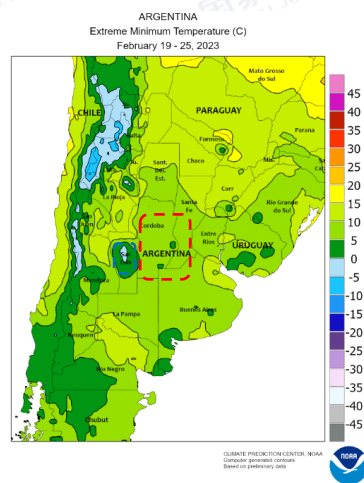
资料来源：CPC，国泰君安期货研究

图 29：2023 年 1–2 月，阿根廷大豆主产区出现过短暂高温、低温等异常温度情况，市场有所交易



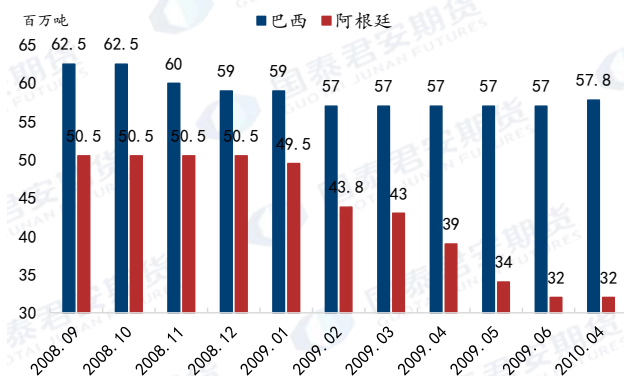
资料来源：Agweather

图 30：2023 年 2 月中旬，阿根廷中西部的圣路易斯省局部地区（蓝色框线部分）低温，该地区并非大豆主产区（红色框线部分为主产区），市场有所交易



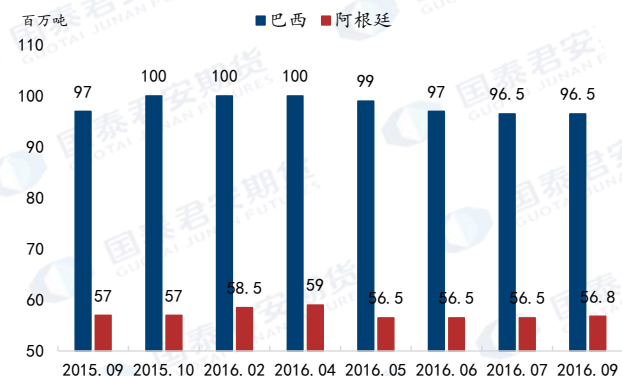
资料来源：CPC，国泰君安期货研究

图 31: USDA 对 2008/09 年巴西和阿根廷大豆产量调整: 阿根廷主要在 2009 年 2-5 月生长收获期, 交易生长期干旱



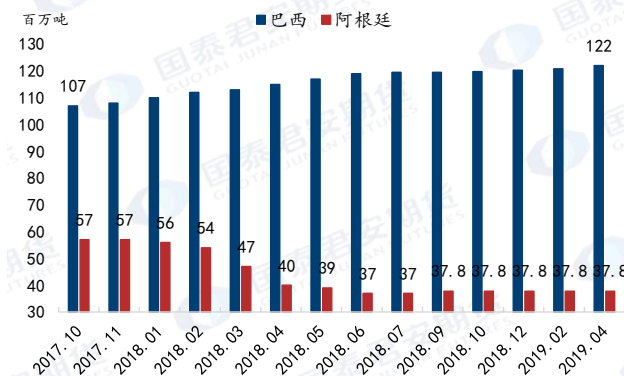
资料来源: USDA, 国泰君安期货研究

图 32: USDA 对 2015/16 年阿根廷大豆产量调整: 主要在 2016 年 5 月收获期, 交易洪水影响, USDA 调减幅度远远小于市场预期, 后期重新小幅上调



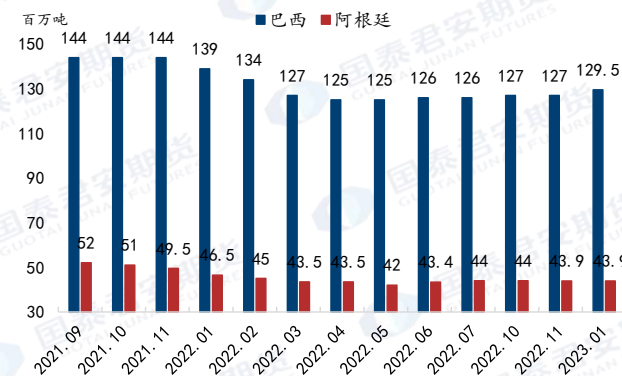
资料来源: USDA, 国泰君安期货研究

图 33: USDA 对 2017/18 年巴西和阿根廷大豆产量调整: 巴西调增, 阿根廷调减主要在 2018 年 2-4 月生长期, 交易生长期干旱



资料来源: USDA, 国泰君安期货研究

图 34: USDA 对 2021/22 年阿根廷大豆产量调整: 主要在 2022 年 1 月至 3 月生长期, 交易干旱, 但调减幅度较小, 后期重新调增



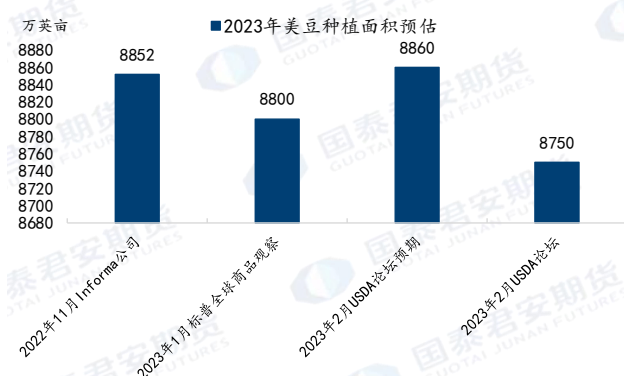
资料来源: USDA, 国泰君安期货研究

2.2 新作美豆种植面积存在预期差可能性

目前市场对 2023 年美豆种植面积预期较低, 后期可能存在预期差异。1) 目前市场对 2023 年美豆种植面积预期偏低, 以“持平或微增”为主。2023 年 2 月 USDA 论坛预估, 2023 年美豆种植面积 8750 万英亩, 基本持平 2022 年。除此之外, 市场预估区间约 8800~8860 万英亩, 同比增幅约 0.6%~1.3%。2) USDA 对 2023 年美豆种植面积的预估及调整, 如果与目前预期差异较大, 可能会形成预期差交易。由于 2 月 USDA 论坛和 3 月底 USDA 美豆种植面积意向报告的预估方法不同, 所以两者数据存在差异。如果差异较大, 则可能会形成预期差交易。如 2022 年 2 月 USDA 论坛预估美豆种植面积 8800 万英亩, 3 月底 USDA 种植面积意向报告预估约 9100 万英亩, 当时该高面积引发美豆价格较大跌幅。3) 目前美豆期价处于历史高位、美豆/美玉米比价走高, 新作美豆缩减种植面积概率较低。2023 年 2 月下旬以来, 美豆/美玉米比价走高、且美豆本身价格也处于历史高位, 这有利于美豆争夺种植面积, 退一步而言, 目前价格情况下, 美豆缩减种植面积的驱动力有限。若 3 月 USDA 面积报告对新作美豆种植面积给出持平或略增预估, 符合市场预期, 美豆价格可能波动不大或受美玉米价格波动影响; 如果 3 月底 USDA 报告上调美豆面积预估,

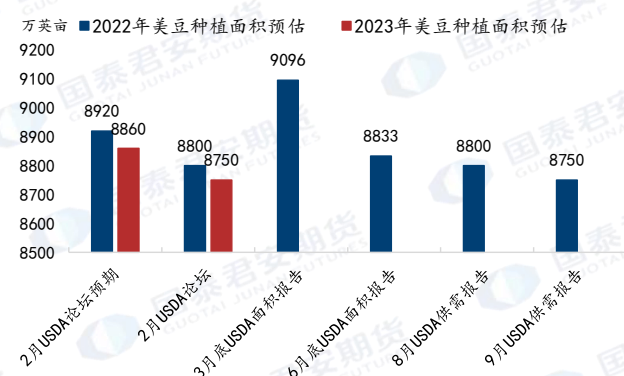
则可能形成偏空的预期差交易。

图 35：目前市场对 2023 年美豆种植预期持平或略增



资料来源：根据新闻整理，国泰君安期货研究

图 36：2022 年美豆种植面积调整：先上调、后下调



资料来源：根据新闻整理，USDA，国泰君安期货研究

2.3 意外事件冲击带来预期差异

意外事件形成预期差异，影响豆价运行节奏及波动率。2018 年以来，影响美豆及豆粕市场的意外事件主要有：2018 年中美贸易摩擦、2020 年新冠疫情、2022 年俄乌冲突等。1) **中美贸易摩擦事件，连豆粕期价先涨后跌。**2018 年阿根廷大豆因干旱大幅减产，但 3 月下旬中美贸易摩擦事件意外影响，美豆和豆粕市场随即转为事件交易，从贸易摩擦发生到中美磋商，连豆粕价格先涨后跌，美豆期价先跌后涨。2019 年~2020 年豆粕市场对中美贸易摩擦事件仍有交易（如中美磋商、签署第一阶段协议、中美互关领馆等），边际影响下降。2) **2020 年新冠疫情，影响豆粕价格阶段性波动。**2020 年初，新冠疫情初期，市场情绪悲观，对美豆及豆粕价格造成短期利空影响；3 月下旬，巴西、阿根廷封国封境引发供应链担忧，连豆粕价格跳涨；4 月南美大豆供应链担忧缓解，封锁措施对南美大豆运输并未造成实质性影响，豆粕价格下跌。3) **2022 年俄乌冲突，对豆粕价格以情绪影响为主，豆粕价格阶段性波动。**2022 年 2 月下旬，俄乌冲突事件，虽然对豆粕直接影响有限，但豆粕仍受到市场担忧情绪影响，价格短期上涨。后期谷物市场对该事件的交易以黑海粮食出口协议是否签署、续签等问题为主：若出现担忧，美麦、美玉米价格上涨；担忧缓解时，美麦及美玉米价格下跌。美麦及美玉米价格波动间接带动美豆价格波动：如 2022 年 10 月底 11 月初，黑海协议担忧下，美麦、美玉米及美豆价格均上涨；近期（2022 年 3 月中旬），黑海协议续签问题也间接影响美豆及豆粕价格波动。意外事件具有不确定性，存在预期差异，影响价格运行节奏和波动。

图 37：2018 年以来，影响美豆及豆粕价格的意外事件主要有：2018 年中美贸易摩擦、2020 年新冠疫情、2022 年俄乌冲突等



资料来源: Wind, 根据新闻整理, 国泰君安期货研究

3. 结论

近期豆粕期价重心下移，后期或仍有下降空间。2023 年 1 月以来，美豆及豆粕期价以横盘格局为主，其原因：巴西丰产预期压制上方空间、阿根廷减产担忧限制下方空间。近期盘局转变、豆价重心下移，其原因：自身基本面缺乏上行动能可能是内因（阿根廷减产利多边际递减、巴西大豆丰产的现实压力、豆粕需求疲弱），外在利空事件（USDA 论坛上调美国玉米种植面积、美国硅谷银行破产事件）可能是外因。从目前预期差角度，“阿根廷减产”超预期，后期该预期若无修正，可能限制豆价短期深跌。从潜在预期差角度，“新作美豆种植面积”存在可能性：目前市场对新作美豆种植面积预期偏低（持平或微增），若 3 月底 USDA 面积报告给出新作美豆扩种预期，则可能形成偏空的预期差交易。

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

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，若给您造成不便，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。

国泰君安期货研究所

上海市静安区新闸路 669 号博华大厦 29、30 楼 电话: 021-33038635 传真: 021-33038762

机构金融部

上海市静安区新闸路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038803 传真: 021-33038720

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1501 号国华人寿大厦
1003 室
电话: 021-58385758 传真: 021-58385058

国际业务部

上海市静安区新闸路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038895 传真: 021-33038683

上海延安东路营业部

上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室
电话: 021-63331738 传真: 021-63332282

北京分公司

北京市朝阳区建国门外大街乙 12 号双子座大厦
西塔 25 层 07-08 单元
电话: 010-58795779 传真: 010-58795787

辽宁分公司

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心
A 座-大连期货大厦 1904、1905
电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759

河南分公司

郑州市郑东新区商务外环路 30 号期货大厦 1105 房间
电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168

山东分公司

济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室
电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210172

厦门分公司

厦门市思明区湖滨东路 95 号华润大厦 B 座 1508-
1509 单元
电话: 0592-5886155 传真: 0592-5886122

天津营业部

天津市和平区赤峰道 136 号天津国际金融中心大厦 15 层 01、03 号
电话: 022-23304956 传真: 022-23300863

浙江分公司

杭州市江干区五星路 185 号民生金融中心 A 座 6 楼
电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517

宁波分公司

宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 <6-1>
电话: 0574-87916522 传真: 0574-87916513

河北分公司

石家庄市裕华区裕华东路 133 号方北大厦 B 座 803、804 室
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907

产业发展部

上海市静安区新闸路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038719

上海市大连路营业部

上海市杨浦区霍山路 398 号光大安石中心 T2 座
2606、0607 单元
电话: 021-55892500 传真: 021-65447766

上海中山北路营业部

上海市中山北路 3000 号长城大厦 507、508 单元
电话: 021-32522836 传真: 021-32522823

上海银城路营业部

上海市浦东新区银城路 88 号 2706 单元
电话: 021-58590368

广东分公司

广东省广州市天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心
1102 房
电话: 020-38628010 传真: 020-38628583

吉林分公司

吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号川渝泓泰
国际环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室
电话: 0431-85918811 传真: 0431-85916622

陕西分公司

西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 1802 室
电话: 029-88220218 传真: 029-63091956

湖北分公司

武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室
电话: 027-82886695 传真: 027-82888027

深圳分公司

深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 15 楼 1502、
1503、1504 室
电话: 0755-23980587 传真: 0755-23980597

北京三元桥营业部

北京市曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元
电话: 010-64669008 传真: 010-64669884

青岛分公司

青岛市崂山区香港东路 195 号 11 号楼杰正财富 501 室
电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993630

江苏分公司

南京市建邺区江东中路 347 号国金中心一期 3701 室
电话: 025-87780990 传真: 025-87780991

湖南分公司

长沙市雨花区韶山中路 489 号万博汇云谷 2401 室
电话: 0731-82258088 传真: 0731-82256453国泰君安证券各营业部受理 IB 业务 客户服务中心: 95521 <http://www.gtjaqh.com>

国泰君安期货客户服务电话 95521