

草蛇灰线，伏延千里

报告要点

回顾 2023 年，天气干扰供应，蛋白粕先抑后扬。展望 2024 年，全球宽松倚赖南美增产，天气扰动不容忽视。进口大豆采购进度加快，下游亏损仍是最大症结。性价比凸显，豆菜粕价差有望收窄。预计美豆短期抗跌，2024 年重心预计下移。连粕短期结转库存预增，长期成本下移。菜粕价格优势凸显，豆菜粕价差有望回落。

摘要：

行情回顾：天气干扰供应，蛋白粕先抑后扬。上半年市场偏弱，主因①美联储加息②南美 22/23 年度增产③市场预期厄尔尼诺带来美豆增产④养殖需求低于预期。下半年市场偏强，主因①美国干旱指数飙升，市场担忧产量受损②美豆单产不断下调③养殖亏损，豆粕添加比下降④人民币贬值。此外豆菜粕基差大幅走高。基差趋势性走弱。

2024 年分析与展望：全球宽松倚赖南美增产，天气扰动不容忽视。进口大豆采购进度加快，下游亏损仍是最大症结。性价比凸显，豆菜粕价差有望收窄。

宏观方面：美联储加息周期或结束，人民币贬值压力减弱。

CBOT 美豆展望：美豆短期抗跌，2024 年重心预计下移。

首先，供应端 2023/24 年度全球大豆市场转宽松严重倚赖南美豆顺利增产。**其次，**南美豆当前正面临旱情，天气炒作不可证伪。短暂的降水或为市场降温，但天气炒作彻底熄灭需要更多降水。持续关注未来 2-3 个月南美天气情况。**再次，**南美能否顺利增产，增产的幅度如何？这不仅关系到全球大豆市场供需平衡表，还通过与美豆抢占出口市场，进而影响美豆供需平衡表，进而影响美豆价格的运行区间。如果南美尤其巴西 500 万吨增产无法实现，导致美豆出口上调 2%、4%、6%，对应美豆平衡表库存消费比分别为 5.04%、4.17%、3.32%。**最后，**更长时期关注 24/25 作物年度大豆播种、生长、产量和需求。**总体上，**一季度美豆价格或坚挺，预计【1200-1400】美分/蒲式耳，一季度之后预计美豆价格重心下移，美豆价格预计【1050-1250】美分/蒲式耳。

连粕展望：短期结转库存预增，长期成本下移。

2024 年国内豆粕结转库存预增，豆粕基差或有季节性上涨，但总体预计保持低位，价格承压。当前巴西大豆天气炒作难证伪，但种植利润刺激增产逻辑下，预计上游大豆产量增长趋势不变。国内进口到港保持高位，大豆压榨量参考去年同期。而下游需求节后消费淡季，提货预计难以增长。总体上，2024 年 1-4 月豆粕库存可能持续累库。**长期走势，成本端受制于美豆，**同时也受到豆油价格影响。按照豆油【6000-9000】，美豆【1000-1400】测算连粕价格【3300-4200】元/吨。美豆 2024 年预计运行重心下移，国内豆粕成本下行，连粕价格运行区间走低。**长期走势，需求端看下游养殖，**预计生猪和肉鸡产能去化，蛋鸡存栏或小幅缓增。

菜粕展望：菜粕价格优势凸显，豆菜粕价差有望回落。

操作建议：长线逢高空；短线区间操作；现货逢低买基差，待盘面下跌点价。豆菜粕价差做缩。

风险提示：恶劣天气频发；美豆出口旺盛；美豆压榨保持增长；中国豆粕需求超预期；水产旺季不旺。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号

农业组研究团队

李兴彪
从业资格号：F3048193
投资咨询号：Z0015543

李青
从业资格号：F3056728
投资咨询号：Z0014122

刘高超
从业资格号：F3011329
投资咨询号：Z0012689

王聪颖
从业资格号：F0254714
投资咨询号：Z0002180

吴静雯
从业资格号：F3083970
投资咨询号：Z0016293

李艺华
从业资格号：F03086449
投资咨询号：Z0019380

程也
从业资格号：F03087739
投资咨询号：Z0019480

目 录

摘要:	1
一、行情回顾：天气干扰供应，蛋白粕先抑后扬	4
二、2024 年分析与展望	5
（一）宏观：美联储加息周期或结束，人民币贬值压力减弱	5
（二）CBOT 美豆展望：全球宽松倚赖南美增产，天气扰动不容忽视	7
1. 供给：高利润驱动增产，关注天气干扰	7
2. 需求：出口预计持续走弱，压榨或高位震荡	11
3. 展望：美豆短期抗跌，2024 年重心预计下移	13
（三）连粕展望：进口大豆采购进度加快，下游亏损仍是最大症结	14
1. 供应：中美大豆外交重启，大豆采购进度加快	14
2. 需求：饲料增长较快，养殖亏损拖累豆粕添比	16
3. 展望：短期结转库存预增，长期成本下移	20
（四）菜粕展望：菜粕性价比凸显，豆菜粕价差有望收窄	22
1. 供需：全球和加菜籽减产，菜籽供需偏紧	22
2. 展望：菜粕价格优势凸显，豆菜粕价差有望回落	23
三、风险提示	23
免责声明	24

图表目录

图表 1:	巴西大豆升贴水报价上半年快速下跌，美豆优良率偏低刺激美豆价格上涨	5
图表 2:	豆菜粕期现货价格及基差和价差走势	5
图表 3:	美国 10 月 CPI 超预期下调	6
图表 4:	美国 10-2 年国债收益率差回升至一年来最高水平，中美利差创新低	7
图表 5:	美国主要作物种植利润比较	8
图表 6:	美国/玉米比价较高，暗示 2024 年美豆面积增长	8
图表 7:	大豆玉米比价与大豆面积终值同比、终值/意向变化幅度呈正相关	9
图表 8:	美豆平衡表	9
图表 9:	厄尔尼诺发生时，全球气候特征	10
图表 10:	2023 年 5 月底美干旱指数快速飙升一度超越 2012 年同期（左）；巴西大豆产区累计降水偏低	10
图表 11:	2023/24 年度全球大豆供需转宽松的动力几乎全部来自南美的增产	11
图表 12:	巴西是全球大豆第一大出口国，占比已远超美国	12
图表 13:	美豆出口不乐观，出口量或进一步下调	12
图表 14:	美豆压榨利润尚可，压榨量预计持稳	13
图表 15:	若美豆出口上调或下调，美豆平衡表收紧或宽松	14
图表 16:	进口大豆采购进度有所加快	15
图表 17:	进口大豆盘面榨利多亏损	15
图表 18:	进口大豆现货榨利从高位回落	16

中信期货研究|2024 年策略报告（蛋白粕）

图表 19: 饲料总产量维持高位, 猪饲料是最大增长点	17
图表 20: 蛋禽饲料恢复性增长, 肉禽饲料小幅增长	17
图表 21: 水产饲料产量同比下降, 反刍动物饲料稳步向好	18
图表 22: 宠物饲料继续增长, 养殖亏损预混料同比大增	18
图表 23: 养殖亏损直接导致豆粕添比降低	19
图表 24: 饲料中豆粕添比同比下降	19
图表 25: 单位蛋白比价显示豆粕无优势, 饲料产量增, 豆粕用量反而下降	20
图表 26: 豆粕结转库存预计走高, 豆粕基差或有季节性上涨, 但总体预计保持低位	20
图表 27: 连粕价格运行区间测算显示, 随着美豆价格下行, 连粕价格运行区间走低	21
图表 28: 下游养殖利润偏差, 畜禽存栏可能去化	21
图表 29: 中国大豆供需平衡表	22
图表 30: 全球和中国菜籽供需平衡表	23
图表 31: 加菜籽供需平衡表	23

一、行情回顾：天气干扰供应，蛋白粕先抑后扬

2023 年天气干扰供应，蛋白粕先抑后扬。

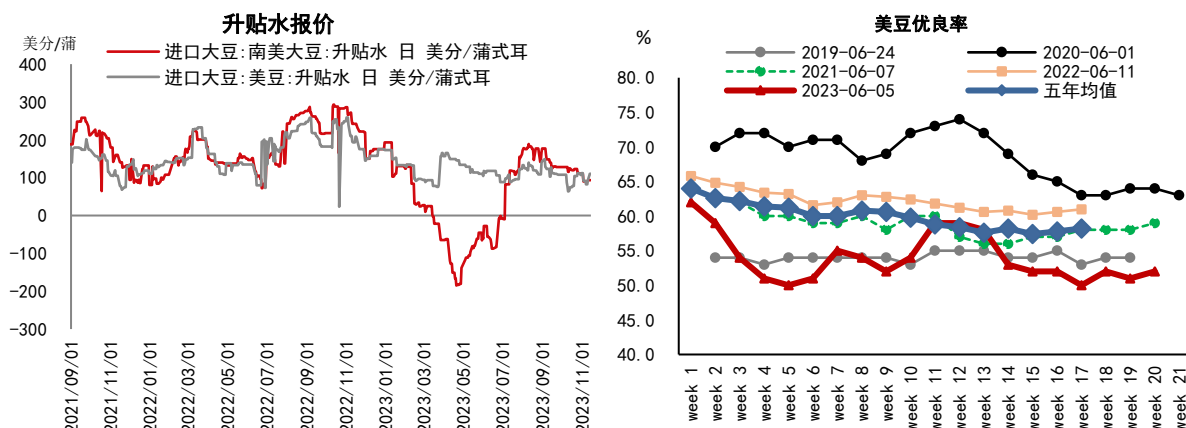
宏观方面，2022 年 3 月开启激进加息周期在 2023 年上半年持续施压市场。9 月初随着美联储宣布，将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%至 5.5%的水平不变，这一压力才得以释放。10 月美国 CPI 超预期降温，美联储加息近尾声，宏观压力逐步解除。

2023 年上半年市场走弱。年初下游养殖延续亏损，油厂榨利持续萎缩，全市场等待种植端增产降价来续命。上半年巴西 22/23 年度增产与阿根廷减产对冲有余，升贴水报价刷新历史新低，使得油厂和下游略有喘息之机。加之市场预期厄尔尼诺气候主导下，美豆丰产无虞，内外盘市场走出一波顺畅下跌。5 月底，美豆主力合约最低至 1270，连粕主力合约最低 2872，郑菜粕主力合约最低 2382。

下半年市场偏强运行。6 月开始北美 23/24 年度大豆产区干旱指数快速飙升，一度超越 2012 年同期水平，大豆长势欠佳，生长优良率一度险些跌破 50%。市场交易美豆大幅减产预期，虽然 USDA 迟迟不下调单产预估。田间巡查之后美豆 23/24 年度单产预估下调，明显低于趋势单产 52 蒲/英亩。最新 11 月单产预估 49.9 蒲/英亩，对应美豆平衡表仍偏紧。虽然下游养殖仍亏损，但养殖基数仍在，上游供应因天气阻碍而无法顺利实现增产，叠加人民币贬值，美豆反弹，连粕强于美豆。郑菜粕则受制于进口菜籽大量到港走势相对弱于连粕。两者价差在 7 月中旬之后快速走高。

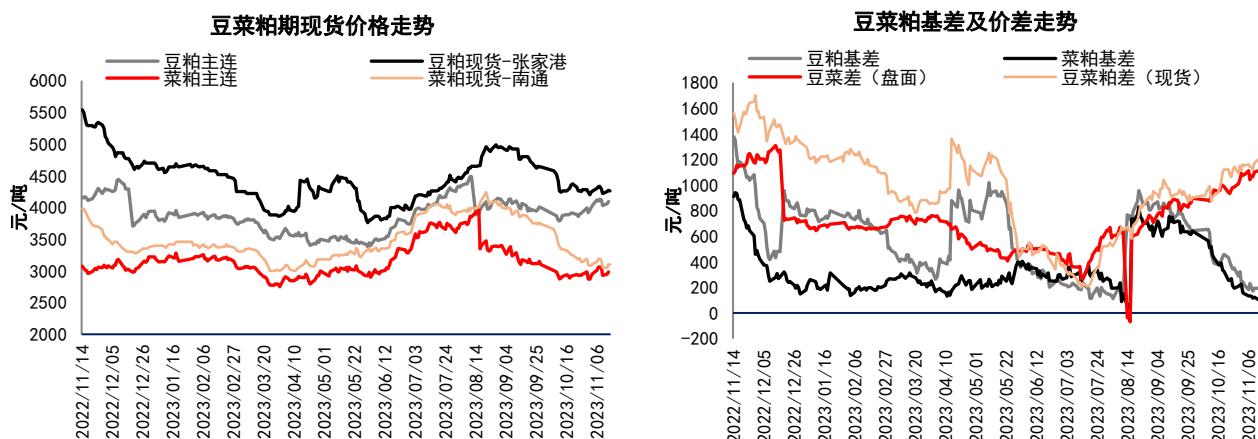
基差方面，趋势性走弱为主。主力换月带来基差跳涨，但现货走货慢，下游提货不积极，油厂豆粕累库，均造成基差报价走低。

图表1：巴西大豆升贴水报价上半年快速下跌，美豆优良率偏低刺激美豆价格上涨



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表2：豆菜粕期现货价格及基差和价差走势



资料来源：Wind 中信期货研究所

二、2024 年分析与展望

（一）宏观：美联储加息周期或结束，人民币贬值压力减弱

美国劳工统计局最新公布数据显示，美国 10 月消费者价格指数（CPI）以及核心 CPI 全面降温，核心 CPI 降至两年多以来的低点。

美国劳工统计局 11 月 14 日的数据显示，美国 10 月 CPI 环比与上月持平，为一年多年来首次环比持平，低于此前市场预期的增长 0.1%；同比增长 3.2%，低于市场预期，也低于 9 月的 3.7%。

剔除掉波动较大的食品和能源后的核心 CPI 环比增长 0.2%，低于预期的 0.3%；同比增长 4.0%，低于预期的 4.1%，为两年多年以来最小涨幅。

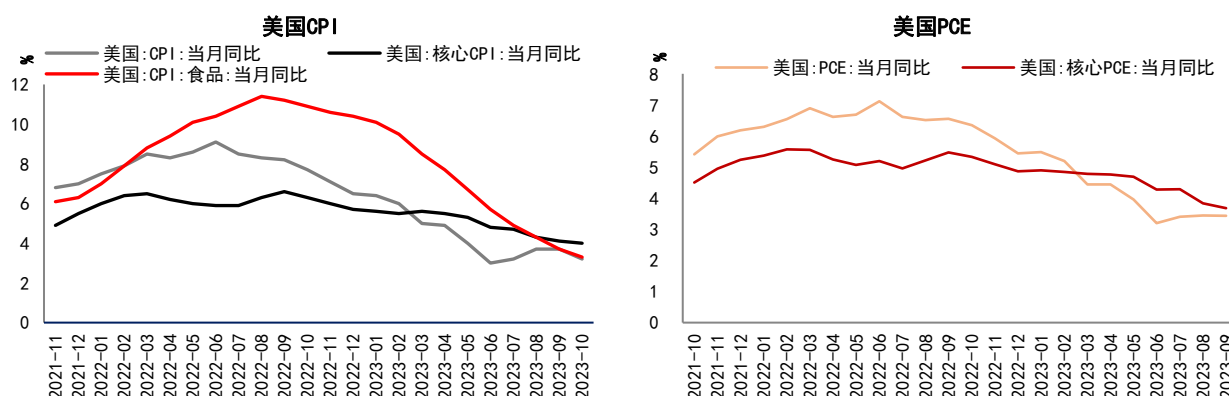
10 月的能源指数环比下降 2.5%，汽油指数下跌达到 5.0%，燃油指数环比下降 0.8%。同比来看，10 月能源指数下降 4.5%，汽油指数下降 5.3%，燃油指数下降 21.4%。

10 月 CPI 数据出炉后，众多分析师和投资者认为美联储的加息周期已经结束。从去年 3 月开始到今年 7 月，美联储共加息 11 次，累计加息超过 525 个基点，美国联邦基金利率目标区间已升至 5.25%到 5.50%。

美国银行全球研究周二公布的调查显示，76%的受访基金经理认为美联储已结束加息周期，高于上一次调查的 60%。

被称为“美联储喉舌”的《华尔街日报》记者 Nick Timiraos 在 X 平台发文指出，10 月的薪资数据和通胀数据“强烈表明”，今年 7 月就是美联储的最后一次加息。高盛集团首席美国分析师 David Mericle 也认为，通胀战最困难的部分已经结束。

图表3: 美国 10 月 CPI 超预期下调

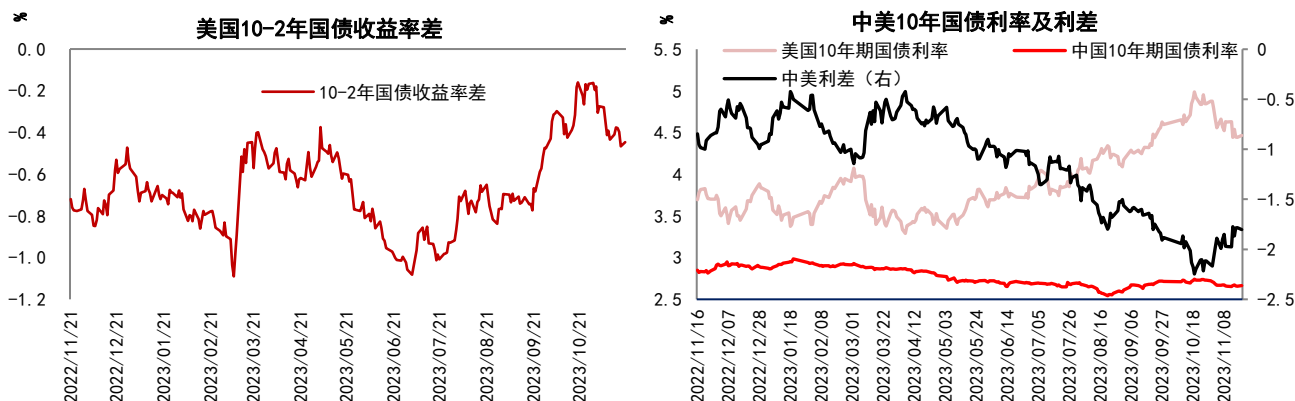


资料来源: Wind 中信期货研究所

美国 10-2 年国债收益率差持续回升至最近一年来最高水平-0.4，中美利差创新低至-1.78。尽管中国 10 年期国债利率有些许回升，但美国 10 年期国债利率同等幅度走高，且保持更快增长，中美利差进一步走低，人民币承压。从计价角度看，受益于人民币贬值，国内连粕强于美豆。展望 2024 年，预计人民币运行运行区间在 6.8 - 7.3。

综上，无论加息，还是相对贬值，压力不断缓解。

图表4: 美国 10-2 年国债收益率差回升至一年来最高水平, 中美利差创新低



资料来源: Wind 中信期货研究所

（二）CBOT 美豆展望：全球宽松倚赖南美增产，天气扰动不容忽视

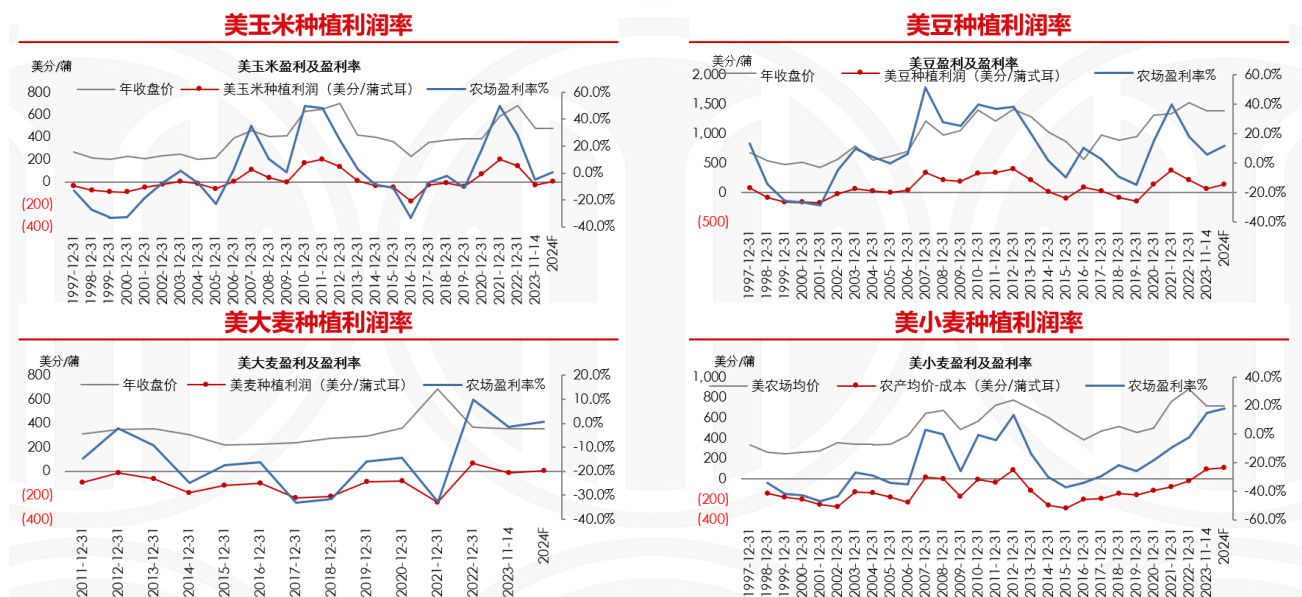
1. 供给：高利润驱动增产，关注天气干扰

大豆产业链利润分布仍集中在种植端。高种植利润刺激种植面积增长，驱动大豆增产。但全球气候变化可能带来的天气干扰不可忽视。

对美国主要农作物种植利润进行比较，大豆仍具有种植比价优势。虽然美小麦种植利润率更高，但与最强劲的争地作物玉米相比，大豆优势明显。2023 年种植玉米可能面临亏损 25 美分/蒲，农场亏损率-4.9%，而种植大豆利润为 69 美分/蒲，农场盈利率仍可达到 5.7%。预计 2024 年玉米种植小幅盈利 4 美分/蒲，农产盈利率 0.8%。种植大豆盈利增长至 134 美分/蒲，农场盈利率增长至 11.6%。

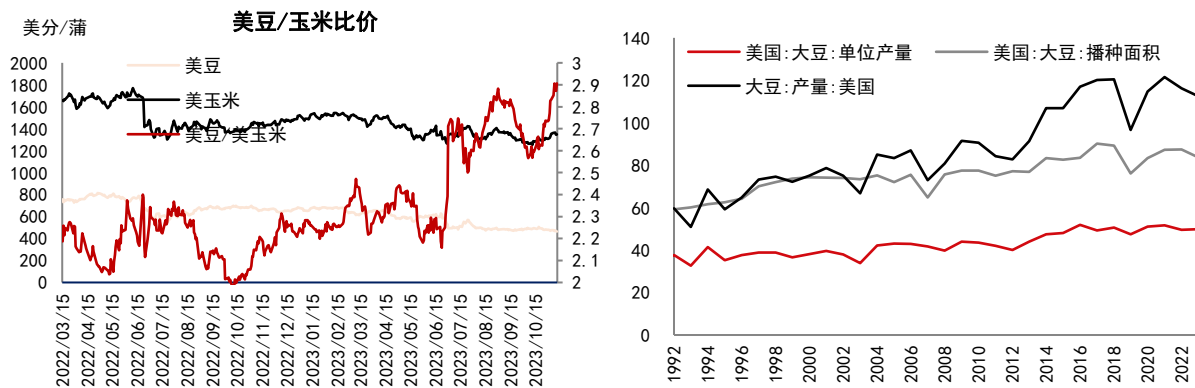
当前美豆/玉米比值较高，在 2.9 附近，如果这种比价持续，利于 2024 年美豆面积增长。回顾历史，1992-2003 年美豆面积、单产、产量实现三增。1992 年美豆面积、单产、产量分别为 5918 万英亩、37.6 蒲式耳/英亩、5961 万吨。2023 年预计美豆面积、单产、产量分别为 8360 万英亩、49.9 蒲式耳/英亩、1.1239 亿吨。美豆面积、单产、产量累计增幅分别为 41.3%、32.7%、88.5%，年均增幅分别为 3.4%、2.7%、7.4%。美豆面积峰值为 2017 年的 9016 万英亩，较 2023 年种植面积高 7.8%。按照历史规律看，大豆/玉米比价与大豆面积终值同比、终值/意向变化幅度呈正相关。2024 年 3 月以后关注大豆/玉米比价走势，以此判断大豆面积变化。

图表5: 美国主要作物种植利润比较

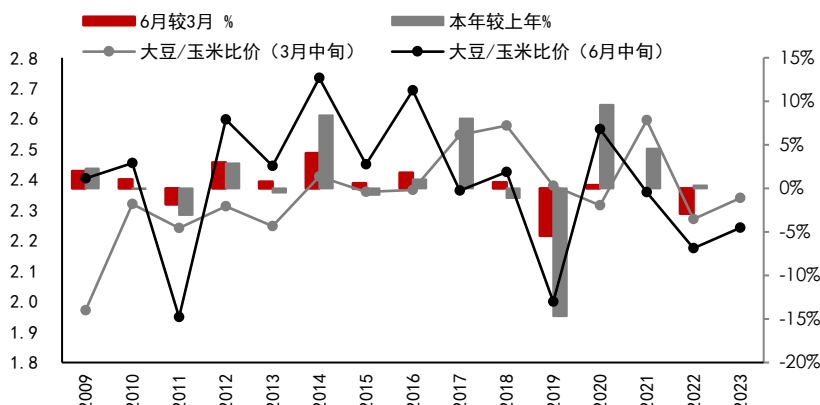


资料来源: Wind USDA 中信期货研究所

图表6: 美国/玉米比价较高, 暗示 2024 年美豆面积增长



资料来源: Wind USDA 中信期货研究所



图表8：美豆平衡表

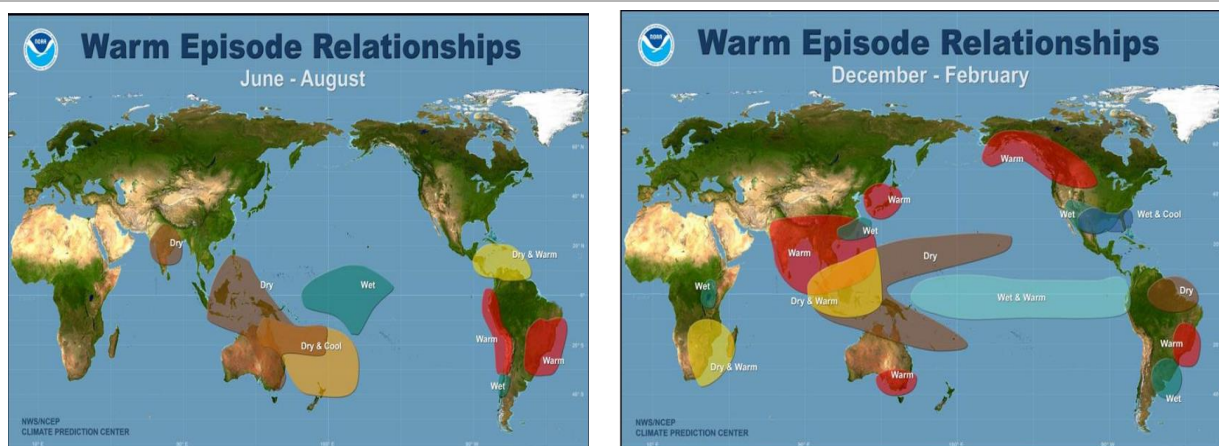
美豆供需平衡表								
	2021/22	2022/23预	2022/23	预测	2023/24预测	2023/24预	环比%	同比%
美豆		测 (10月)	(11月)	(10月)	测 (11月)			
种植面积	87.2	87.5	87.5	83.6	83.6	0.00%	-4.5%	
收割面积	86.3	86.2	86.2	82.8	82.8	0.00%	-4%	
	蒲式耳/英亩							
单产	51.7	49.6	49.6	49.6	49.9	0.6%	1%	
	百万蒲式耳							
期初库存	257	274	274	268	268	0.0%	-2%	
产量	4465	4270	4270	4104	4129	0.6%	-3%	
进口	16	25	25	30	30	0.0%	20%	
总供应	4738	4569	4569	4403	4428	0.6%	-3%	
压榨	2204	2212	2212	2300	2300	0.0%	4%	
出口	2152	1992	1992	1755	1755	0.0%	-12%	
留种	102	97	97	101	101	0.0%	4%	
损耗	6	0	1	27	26	-3.7%	2500%	
总需求	4464	4301	4301	4183	4182	0.0%	-3%	
期末库存	274	268	268	220	245	11.4%	-9%	
农场均价 (美元/蒲)	13.3	14.2	14.2	12.9	12.9	0.0%	-9%	
库消比	6.14%	6.23%	6.23%	5.26%	5.86%	0.6%	-0.37%	

9 / 24

中信期货研究|2024 年策略报告（蛋白粕）

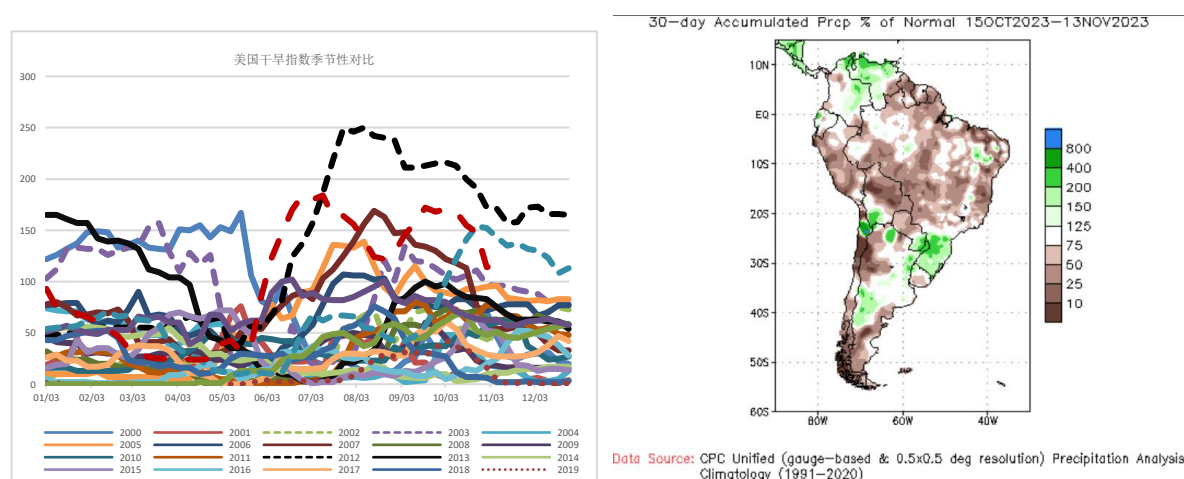
遇的旱情，并造成美豆大减产，最终单产低于 40 蒲/英亩。2023 年美豆单产目前预估 49.9 蒲/英亩，也远低于趋势单产。另一方面，近期南美大豆产区降水也不乐观。过去 30 天南美大豆产区累计降水偏低。未来一周降水可能缓解旱情。但旱情解除有待降水增强。考虑上半年旱情对美豆单产的影响，当下南美大豆天气炒作无法证伪。

图表9：厄尔尼诺发生时，全球气候特征



资料来源：Wind USDA 中信期货研究所

图表10： 2023 年 5 月底美干旱指数快速飙升一度超越 2012 年同期（左）；巴西大豆产区累计降水偏低



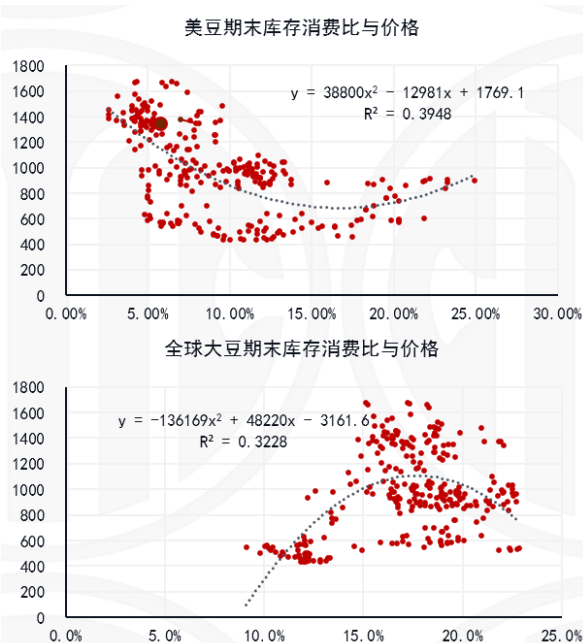
资料来源：Wind USDA 中信期货研究所

而巴西大豆 2023/24 年度能否增产直接关系着全球大豆供需平衡表能否转宽松？按照 USDA 的预估，2023/24 年度全球大豆供需转宽松的动力几乎全部来自南美的增产。2023/24 年度全球大豆产量增长 2818 万吨，其中阿根廷增产 2300 万

吨, 巴西增产 500 万吨, 南美大豆增产合计 2800 万吨。南美顺利实现增产, 全球豆类市场转宽松。南美豆升贴水下调, 美豆相对坚挺或者南北美豆报价同比走低, 美豆盘面松动。

图表11: 2023/24 年度全球大豆供需转宽松的动力几乎全部来自南美的增产

国家	年度	月份	期初库存	全球大豆供需平衡表	产量	进口	国内压榨	国内消费	出口	期末库存	库存比
全球	2022/23年度	10月	99.1	370.2	167.0	312.6	363.7	170.9	101.9	19.06%	
		11月	98.1	372.2	165.1	313.4	364.2	171.0	100.3	18.75%	
		12月	101.9	399.5	165.8	328.5	383.3	168.2	115.6	20.96%	
2023/24年度	10月	100.3	400.4	165.8	329.5	383.7	168.3	114.5	20.75%		
	11月	68.8	350.0	65.0	218.6	248.0	170.8	65.1	15.54%		
	12月	68.8	352.0	64.3	218.4	247.7	170.9	66.5	15.90%		
全球(不含中国)	2022/23年度	10月	65.3	370.0	65.3	231.5	263.3	168.1	70.9	18.10%	
		11月	66.5	379.9	65.8	231.5	263.2	168.2	80.8	18.74%	
		12月	7.5	116.2	0.7	60.2	62.8	54.2	7.3	6.24%	
美国	2022/23年度	11月	7.5	116.2	0.7	60.2	62.8	54.2	7.3	6.24%	
		12月	7.3	111.7	0.8	62.6	66.1	47.8	6.0	5.25%	
		10月	7.3	112.4	0.8	62.6	66.1	47.8	6.7	5.87%	
美国之外	2022/23年度	10月	91.7	254.0	166.4	252.4	300.8	116.7	94.6	22.66%	
		11月	90.6	256.0	164.4	253.2	301.3	116.7	93.0	22.25%	
		12月	94.6	287.8	164.9	265.9	317.2	120.5	109.7	25.05%	
主要出口国	2022/23年度	10月	93.0	288.0	164.9	266.9	317.6	120.5	107.8	24.61%	
		11月	51.9	190.8	9.5	86.4	96.7	106.2	49.3	24.29%	
		12月	51.9	192.8	9.3	86.5	96.8	106.3	51.0	25.11%	
2023/24年度	10月	49.3	223.9	6.2	93.9	105.3	110.5	65.2	29.43%		
	11月	51.0	223.9	6.2	93.9	105.3	110.5	65.0	30.22%		
	12月	23.9	25.0	9.2	30.3	36.5	4.1	17.5	43.10%		
阿根廷	2022/23年度	10月	23.9	25.0	9.1	30.3	36.6	4.2	17.2	42.22%	
		11月	17.5	48.0	5.7	34.5	41.8	4.6	24.9	53.61%	
		12月	17.2	48.0	5.7	34.5	41.8	4.6	24.6	52.99%	
巴西	2022/23年度	10月	27.6	156.0	0.2	53.0	56.8	95.5	31.5	20.65%	
		11月	27.6	158.0	0.2	53.0	56.8	95.5	33.4	21.96%	
		12月	31.5	163.0	0.5	55.8	59.7	97.5	37.7	23.98%	
巴拉圭	2022/23年度	10月	33.4	163.0	0.5	55.8	59.7	97.5	39.7	25.25%	
		11月	0.2	9.1	0.0	3.1	3.2	5.8	0.3	2.90%	
		12月	0.2	9.1	0.0	3.1	3.2	5.8	0.3	2.90%	
主要进口国	2022/23年度	10月	0.3	10.0	0.0	3.5	3.7	6.0	0.6	6.53%	
		11月	0.3	10.0	0.0	3.5	3.7	6.0	0.6	6.53%	
		12月	33.2	23.7	134.2	121.9	151.2	0.3	39.6	26.14%	
2023/24年度	10月	32.1	23.7	132.5	122.7	151.7	0.3	36.3	23.91%		
	11月	39.6	24.5	133.6	126.3	157.1	0.4	40.2	25.52%		
	12月	36.3	24.5	133.6	127.2	157.5	0.4	36.5	23.11%		
中国	2022/23年度	10月	30.3	20.3	102.0	94.0	115.7	0.1	36.8	31.78%	
		11月	29.3	20.3	100.9	95.0	116.5	0.1	33.8	28.98%	
		12月	36.8	20.5	100.0	97.0	120.0	0.1	37.2	30.97%	
2023/24年度	10月	33.8	20.5	100.0	98.0	120.5	0.1	33.7	27.94%		
	11月	1.7	2.6	13.5	14.5	16.1	0.2	1.4	8.77%		
	12月	1.7	2.6	13.4	14.4	15.9	0.2	1.4	8.85%		
欧盟	2022/23年度	10月	1.4	3.1	13.8	15.0	16.6	0.3	1.4	8.23%	
		11月	1.4	3.1	13.8	15.0	16.6	0.3	1.4	8.29%	
		12月	0.6	0.5	8.5	4.2	9.1	0.0	0.7	8.17%	
日本	2022/23年度	10月	0.8	0.5	8.5	4.1	8.9	0.0	0.8	9.23%	
		11月	0.9	0.5	9.9	5.1	10.3	0.0	1.0	9.53%	
		12月	0.7	0.5	9.9	5.0	10.2	0.0	1.0	9.53%	
墨西哥	2022/23年度	10月	0.3	0.2	6.4	6.5	6.6	0.0	0.3	5.04%	
		11月	0.3	0.2	6.4	6.5	6.6	0.0	0.2	3.35%	
		12月	0.2	0.2	6.4	6.5	6.6	0.0	0.2	3.35%	



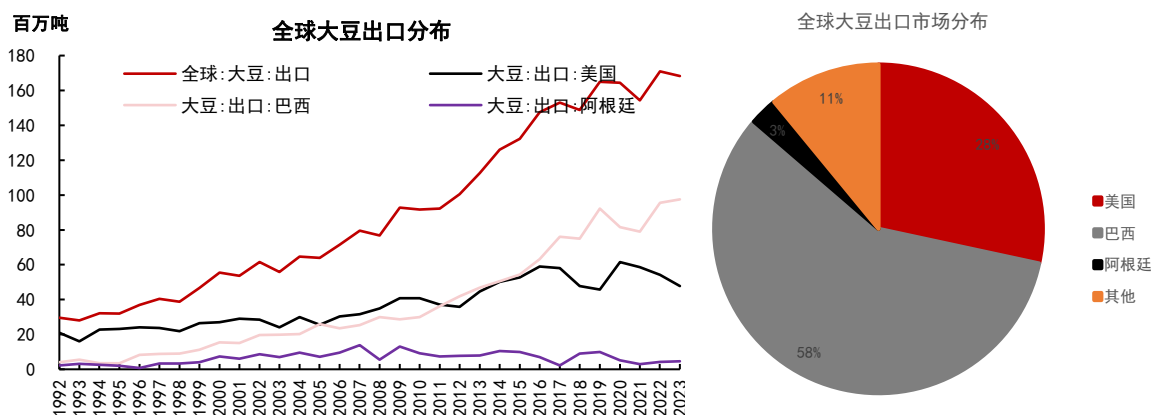
资料来源: Wind USDA 中信期货研究所

2. 需求: 出口预计持续走弱, 压榨或高位震荡

当下正处于美豆出口旺季, 但从美豆周度出口数据看, 出口形势并不乐观。2023 年 11 月 2 日当周, 美豆出口量 223.7 万吨, 当前市场年度净销售量 108.0 万吨。截至 2023 年 11 月 2 日, 美豆 2023/24 年度销售总量 2424.1 万吨, 同比-24.8%。截至 2023 年 11 月 2 日, 2023/24 年度销售未装船 1224.9 万吨, 同比-45.3%。

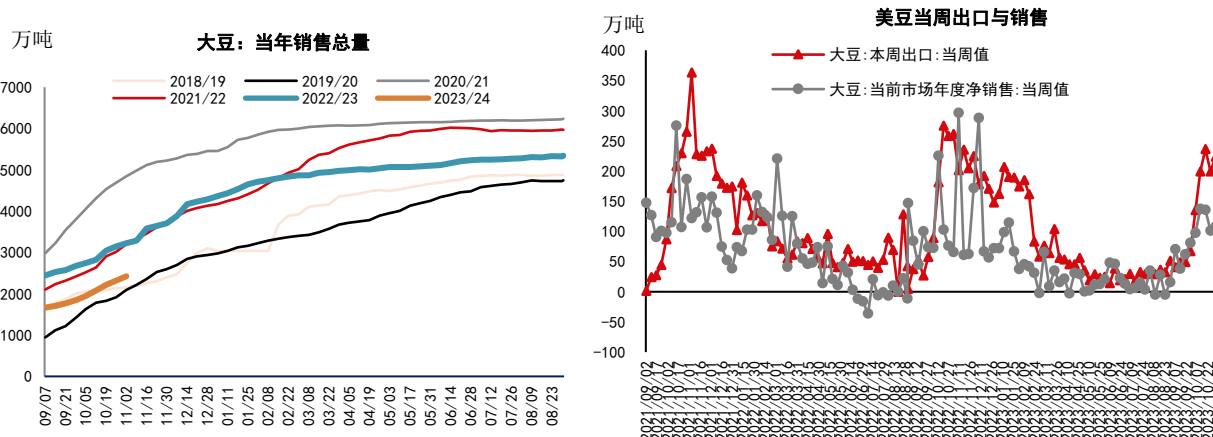
预计 2023 年美豆出口 4776 万吨, 较上年的 5421 万吨降低 645 万吨, 降幅 12%。美国大豆出口量在 2020 年达到峰值 6152 万吨, 而巴西大豆出口量在 2012 年首次超过美国, 之后保持了增长势头, 尤其 2017 年以来巴西大豆出口量明显高于美国。预计 2023 年巴西大豆出口 9750 万吨, 占全球出口市场 58%, 远超美国的 28%。如果巴西大豆生长正常, 顺利实现增产, 不排除美国农业部继续下调美豆出口预估。

图表12： 巴西是全球大豆第一大出口国，占比已远超美国



资料来源：Wind 中信期货研究所

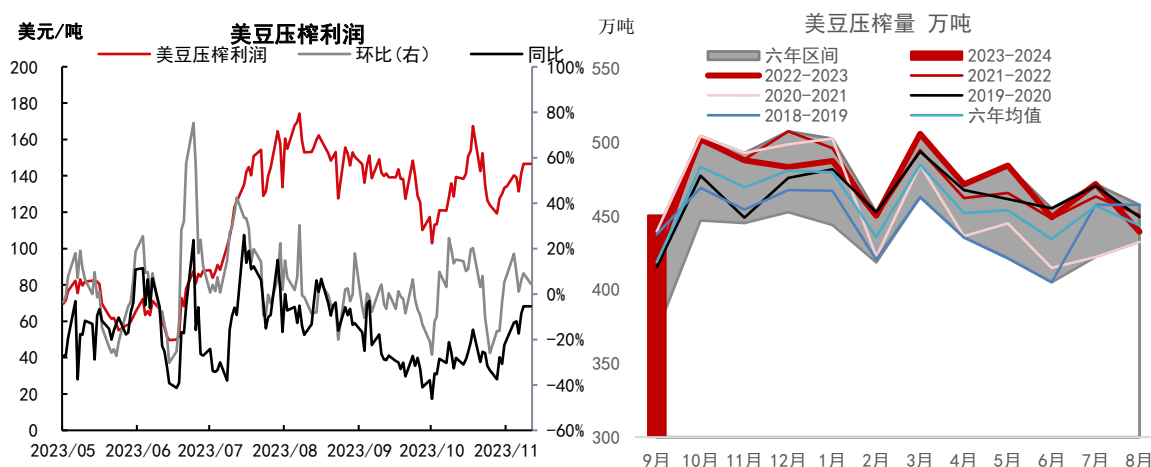
图表13： 美豆出口不乐观，出口量或进一步下调



资料来源：Wind 中信期货研究所

美豆压榨利润尚可，美豆压榨量保持较高水平。11月16日美豆压榨利润143.02美元/吨，环比+7.26%，同比-7.69%。NOPA数据显示，会员企业10月大豆压榨1.89774亿蒲，较9月的1.65456亿蒲增14.7%，较去年同期的1.84464亿蒲增2.9%；会员企业豆油库存为10.99亿磅，创2014年12月以来新低。按照2-3%的增幅计算，预计2023/24年度NOPA会员压榨量2122-2143百万蒲，按照90%比例折算，美国2023/24年度大豆压榨量2357-2381百万蒲，11月供需报告压榨预估值2300百万蒲相对合理。

图表14： 美豆压榨利润尚可，压榨量预计持稳



资料来源：Wind 中信期货研究所

3. 展望：美豆短期抗跌，2024 年重心预计下移

首先，供应端 2023/24 年度全球大豆市场转宽松严重倚赖南美豆顺利增产。**其次**，南美豆当前正面临旱情，天气炒作不可证伪。短暂的降水或为市场降温，但天气炒作彻底熄灭需要更多降水。持续关注未来 2-3 个月南美天气情况。**再次**，南美能否顺利增产，增产的幅度如何？这不仅关系到全球大豆市场供需平衡表，还通过与美豆抢占出口市场，进而影响美豆供需平衡表，进而影响美豆价格的运行区间。如果南美尤其巴西 500 万吨增产无法实现，导致美豆出口上调 2%、4%、6%，对应美豆平衡表库存消费比分别为 5.04%、4.17%、3.32%。**最后**，更长时期关注 24/25 作物年度大豆播种、生长、产量和需求。

总体上，一季度美豆价格或坚挺，预计【1200-1400】美分/蒲式耳，一季度之后预计美豆价格重心下移，美豆价格预计【1050-1250】美分/蒲式耳。

操作建议：保持区间思路。

风险：恶劣天气频发；美豆出口旺盛；美豆压榨保持增长。

图表15： 若美豆出口上调或下调，美豆平衡表收紧或宽松

美豆	美豆供需平衡表										
	2021/22	2022/23	2022/23 预	2023/24 预	2023/24 预	2023/24 年度（预	2023/24 年度（预	2023/24 年度（预	2023/24 年度（预	2023/24 年度（预	2023/24 年度（预
		预测（10月）	测（11月）	测（10月）	测（11月）	测1）	测2）	测3）	测4）	测5）	测6）
种植面积	87.2	87.5	87.5	83.6	83.6	83.60	83.60	83.60	83.60	83.60	83.60
收割面积	86.3	86.2	86.2	82.8	82.8	82.80	82.80	82.80	82.80	82.80	82.80
蒲式耳/英亩											
单产	51.7	49.6	49.6	49.6	49.9	49.9	49.9	49.9	49.9	49.9	49.9
百万蒲式耳											
期初库存	257	274	274	268	268	268	268	268	268	268	268
产量	4465	4270	4270	4104	4129	4132	4132	4132	4132	4132	4132
进口	16	25	25	30	30	30	30	30	30	30	30
总供应	4738	4569	4569	4403	4428	4430	4430	4430	4430	4430	4430
压榨	2204	2212	2212	2300	2300	2300	2300	2300	2300	2300	2300
出口	2152	1992	1992	1755	1755	1790	1825	1860	1720	1685	1650
留种	102	97	97	101	101	101	101	101	101	101	101
损耗	6	0	1	27	26	26	26	26	26	26	26
总需求	4464	4301	4301	4183	4182	4217	4252	4287	4147	4112	4077
期末库存	274	268	268	220	245	213	178	142	283	318	353
农场均价（美元/蒲）	13.3	14.2	14.2	12.9	12.9	5.04%	4.17%	3.32%	6.82%	7.73%	8.66%
库消比	6.14%	6.23%	6.23%	5.26%	5.86%						

资料来源：Wind 中信期货研究所

（三）连粕展望：进口大豆采购进度加快，下游亏损仍是最大症结

1. 供应：中美大豆外交重启，大豆采购进度加快

中美大豆外交重启。10月，中粮国际和中储粮等中国买家在衣阿华州的一个签字仪式上和ADM、邦吉以及嘉吉等公司签署了11项协议，采购数十亿美元的美国农产品，其中主要为大豆。作为全球最大的大豆进口国，中国在11月6日就从美国购买了超过300万吨大豆。

进口大豆采购进度有所加快。粮油商务网监测数据显示，截止到11月14日，11月船期累计采购了838.2万吨，周度增加33万吨，采购进度为94.18%。12月船期累计采购了396万吨，周度增加165万吨，采购进度为64.92%。2024年1月船期累计采购了171.6万吨，周度增加132万吨，采购进度为34.32%。2024年2月船期累计采购了396万吨，周度增加99万吨，采购进度为48.29%。2024年3月船期累计采购了396万吨，采购进度为34.43%。2024年4月船期累计采购了337.4万吨，采购进度为31.24%。

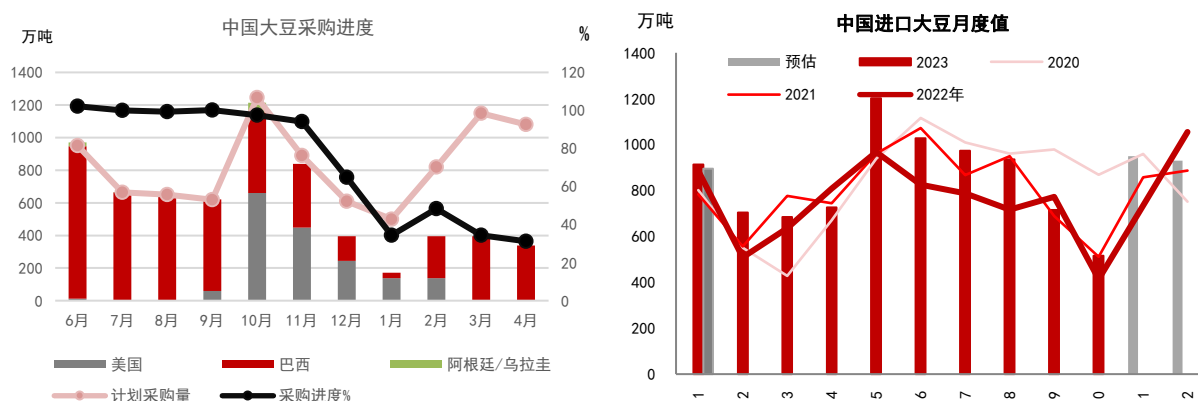
大豆进口量同比增长，未来几个月进口到港量仍呈现增长趋势。据海关数据显示，2023年10月大豆进口量为516万吨，环比-27.9%，同比24.59%。2023年1-10月累计进口量8397万吨，累计同比14.71%。11-1月大豆进口预估950（-50）、930（+20）、895（+25）万吨，预报累计2775万吨，预报累计同比2.7%，预报累计环比28.1%。

从进口利润看，盘面榨利多亏损，现货榨利从高位回落。据钢联农产品数据测算进口大豆盘面榨利，2023年11月15日，12月交货美湾-71元/吨，4月交

中信期货研究|2024 年策略报告（蛋白粕）

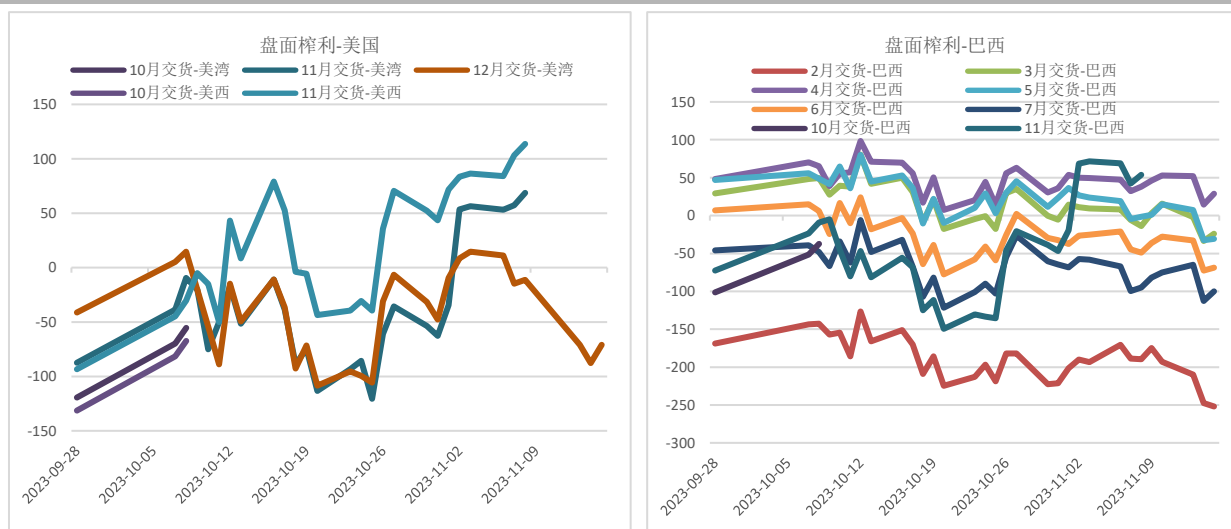
货巴西大豆盈利 29 元/吨，其他月份亏损 30-250 元/吨不等，其中 2 月亏损额最高。据钢联农产品数据测算进口大豆现货榨利，2023 年 11 月 15 日，12 月交货美湾盈利 15 元/吨，明年 2-7 月交货巴西盈利 338-604 元/吨不等。

图表16： 进口大豆采购进度有所加快



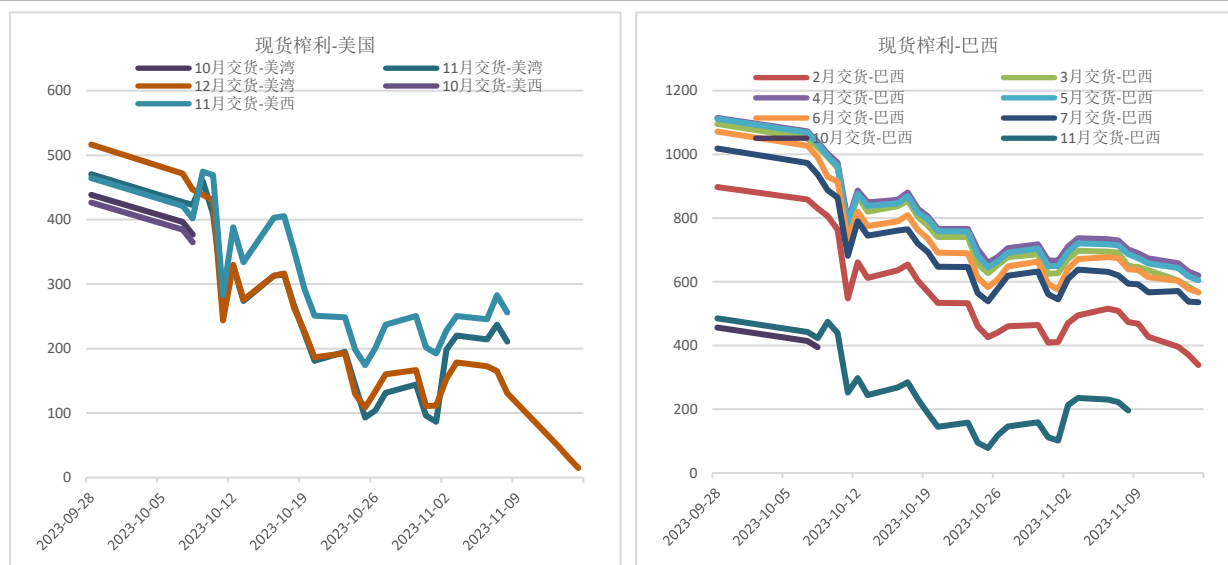
资料来源：粮油商务网 中信期货研究所

图表17： 进口大豆盘面榨利多亏损



资料来源：钢联农产品 中信期货研究所

图表18： 进口大豆现货榨利从高位回落



资料来源：钢联农产品 中信期货研究所

2. 需求：饲料增长较快，养殖亏损拖累豆粕添比

在生猪产能充足、规模化进程加快等需求因素拉动下，饲料产量较快增长。据中国饲料工业协会数据，2023 年前三季度，全国工业饲料总产量 23264 万吨，同比增长 5.3%。其中，配合饲料、添加剂预混合饲料产量同比分别增长 5.3%、14.0%；浓缩饲料同比下降 0.1%。

猪饲料是最大增长点。前三季度，猪饲料产量再创历史新高，产量达 10660 万吨，同比增长 10.3%。其中，仔猪饲料、母猪饲料、育肥猪饲料同比分别增长 9.5%、9.1%、12.6%。今年 1-7 月，猪价持续低位运行，生猪养殖连续长时间亏损，猪饲料需求环比波动回落，二季度 3 个月产量环比分别下降 0.5%、1.8%、2.1%。进入三季度，由于猪价震荡上涨、生猪养殖出现扭亏迹象，生猪补栏和饲喂积极性提振，二次育肥比重增大，猪饲料产量环比连续三个月小幅增长，分别增长 2.4%、6.7%、1.5%。

蛋禽饲料恢复性增长。自上年 3 月以来，蛋鸡养殖连续 19 个月盈利，叠加蛋鸭养殖恢复性增长，养殖场户补栏、扩栏积极性提高，拉动蛋禽饲料需求。前三季度，蛋禽饲料产量 2386 万吨，同比增长 0.2%，处于近五年平均水平。其中，蛋鸡饲料同比下降 2.6%，蛋鸭饲料增长 6.2%。

肉禽饲料小幅增长。基于肉禽养殖周期、禽肉价格上涨和养殖户盈利水平提升等因素，上半年肉禽养殖积极性总体较高，利好肉禽饲料需求。前三季度，肉禽饲料产量 6882 万吨，同比增长 4.9%，处于近五年同期高位水平，其中，肉鸡、

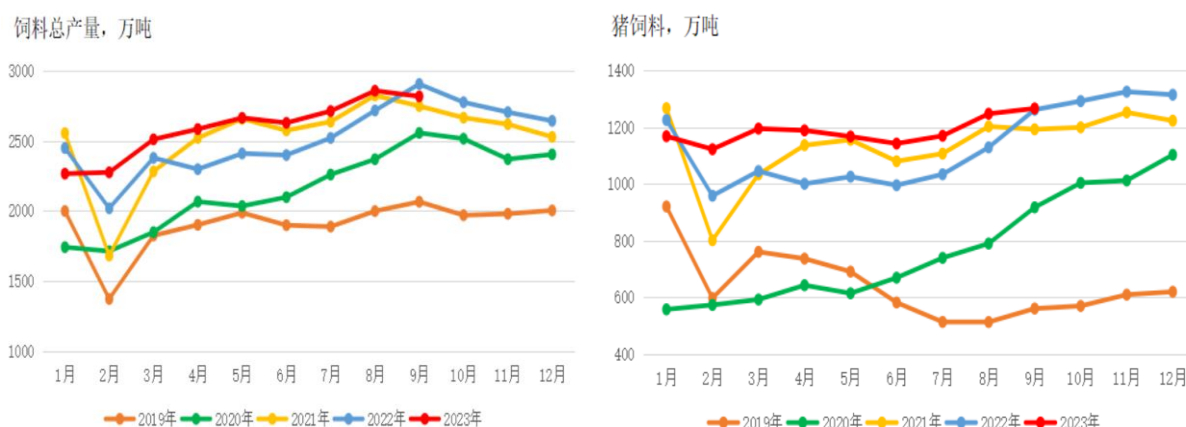
肉鸭饲料同比分别增长 5.2%、4.2%。

水产饲料需求不及上年。受年初正常养殖节奏被打乱，叠加消费回暖不及预期，水产品压塘去产能缓慢影响，水产行情持续低迷，水产饲料需求不及预期。前三季度，水产饲料产量 1876 万吨，同比下降 9.3%。其中，淡水养殖、海水养殖饲料同比分别下降 10.6%、0.1%。

反刍动物饲料稳步向好。随着规模化程度不断提升，产能稳步增加，养殖方式加快转变，反刍动物饲料需求向好。前三季度，反刍饲料产量 1203 万吨，同比增长 3.0%。其中，奶牛、肉牛、肉羊饲料分别增长 3.5%、3.9%、0.9%。

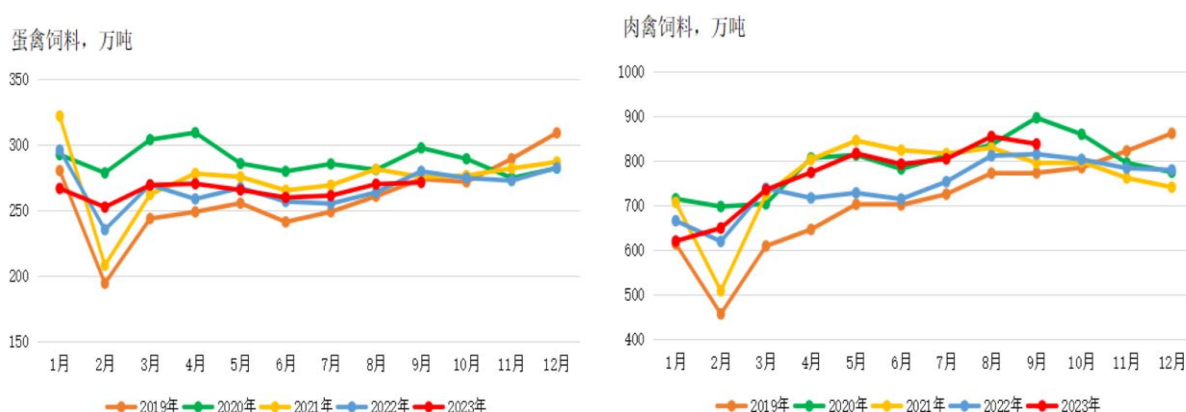
宠物饲料继续增长。宠物饲料产业继续保持良好发展势头，市场规模不断扩大。前三季度，宠物饲料产量 95.7 万吨，同比增长 10.4%。

图表19： 饲料总产量维持高位，猪饲料是最大增长点



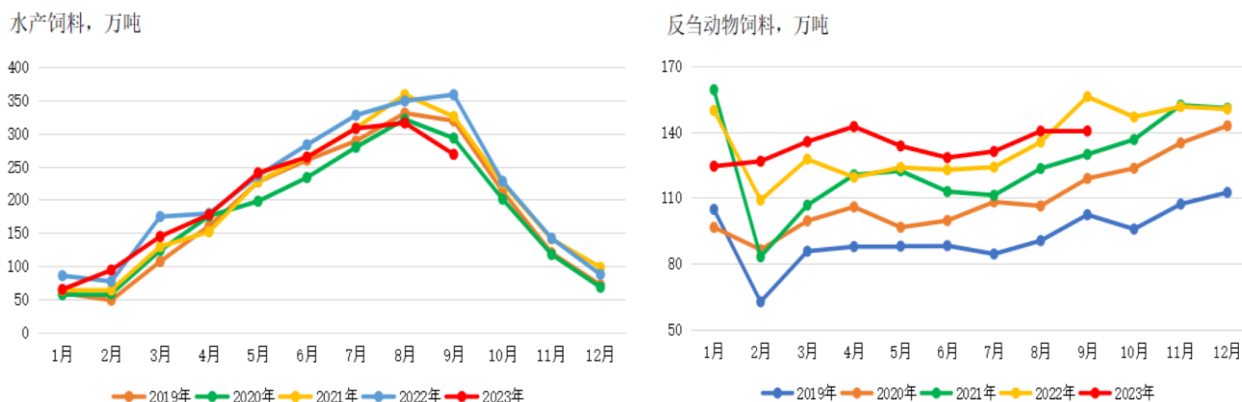
资料来源：农业农村部畜牧兽医局 中国饲料工业协会 中信期货研究所

图表20： 蛋禽饲料恢复性增长，肉禽饲料小幅增长



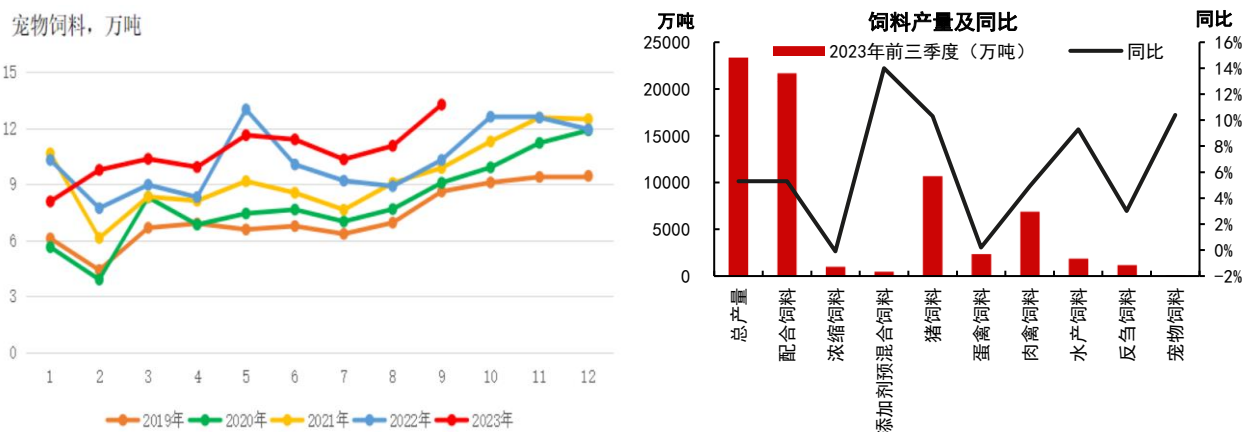
资料来源：农业农村部畜牧兽医局 中国饲料工业协会 中信期货研究所

图表21： 水产饲料产量同比下降，反刍动物饲料稳步向好



资料来源：农业农村部畜牧兽医局 中国饲料工业协会 中信期货研究所

图表22： 宠物饲料继续增长，养殖亏损预混料同比大增

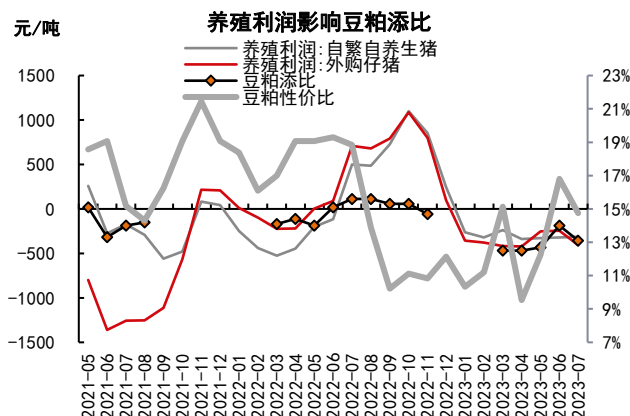


资料来源：农业农村部畜牧兽医局 中国饲料工业协会 中信期货研究所

值得注意的是，豆粕在饲料中添比呈下降趋势。一方面，养殖利润亏损，蛋白粕需求走弱。另一方面，企业优先选择使用蛋白比价高的饲料原料。

养殖亏损直接导致豆粕添比降低。饲料工业协会据样本企业数据测算，2023 年 8 月饲料豆粕添比 11.9%，9 月为 12.1%，明显低于去年同期的 15.6% 和 15.3%。2022 年饲料豆粕添比均值为 14.9%，2023 年至今饲料豆粕添比均值仅 12.69%。数据显示，养殖利润与豆粕添比之间相关系数较高，线性关系明显。大致计算，在利润上升期间，自繁自养利润提高 581 元，豆粕添比上升 1 个百分点。在利润下降期间，自繁自养利润下降 480 元，豆粕添比下降 1 个百分点。

图表23： 养殖亏损直接导致豆粕添比降低



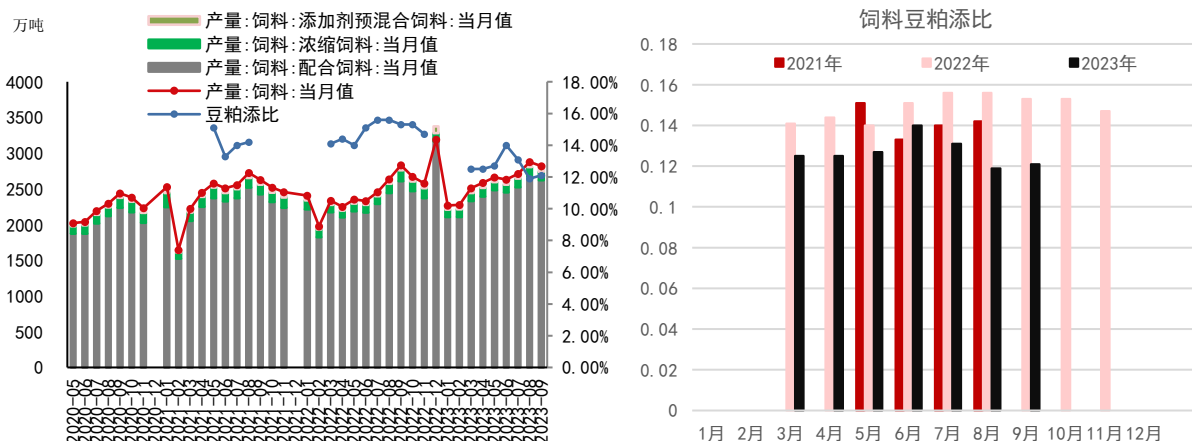
资料来源：Wind 中国饲料工业协会 中信期货研究所

从比价看，豆粕无优势。从单位蛋白比价看，2023 年大部分时间豆粕没有比价优势。豆粕蛋白仅比 DDGS 便宜，比其他大部分原料蛋白都贵。这导致饲料养殖企业选用葵粕等其他原料替代豆粕。

需要指出的是，2023 年 6 月初-8 月底，豆粕蛋白价格比菜粕便宜。一方面水产旺季，刚需利多菜粕价格。另一方面，当时是因为芽麦对玉米替代的同时也冲击了蛋白需求。玉米蛋白质含量 8%，小麦 12%。预计国内芽麦 2500-3000 万吨。假设这些芽麦全部替代玉米，将额外增加 $(2500-3000) \times 4\% = 100-120$ 万吨的蛋白，按照豆粕占比 70%测算，折合 43%豆粕 162.75-195.3 万吨，3 个月均 54.25-65.1 万吨。

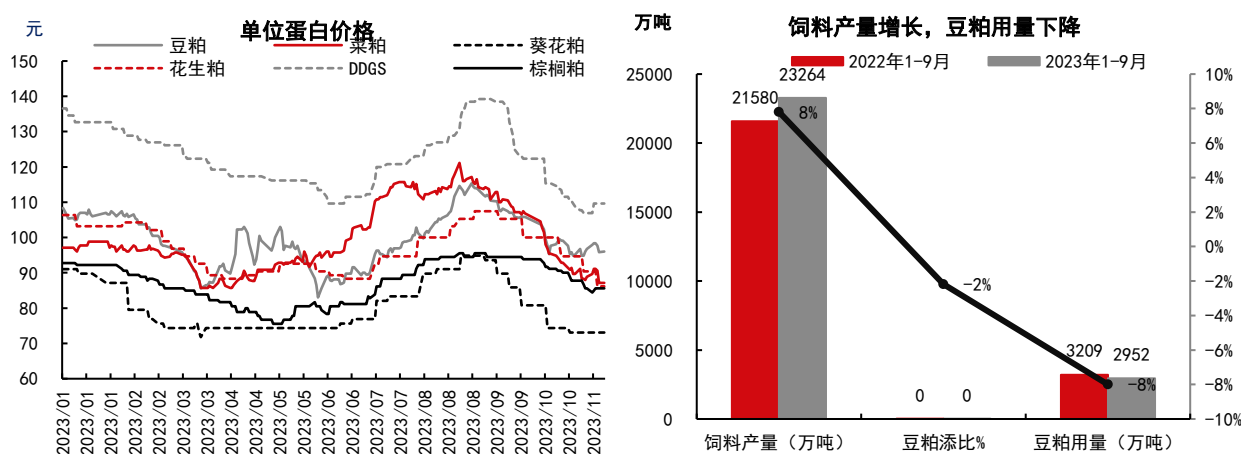
综合看来，2023 年前三季度，饲料产量增，豆粕用量减。国内饲料产量同比增 8%，豆粕添比同比降低 2 个百分点，豆粕用量同比降 8%。

图表24： 饲料中豆粕添比同比下降



资料来源：Wind 中国饲料工业协会 中信期货研究所

图表25： 单位蛋白比价显示豆粕无优势，饲料产量增，豆粕用量反而下降

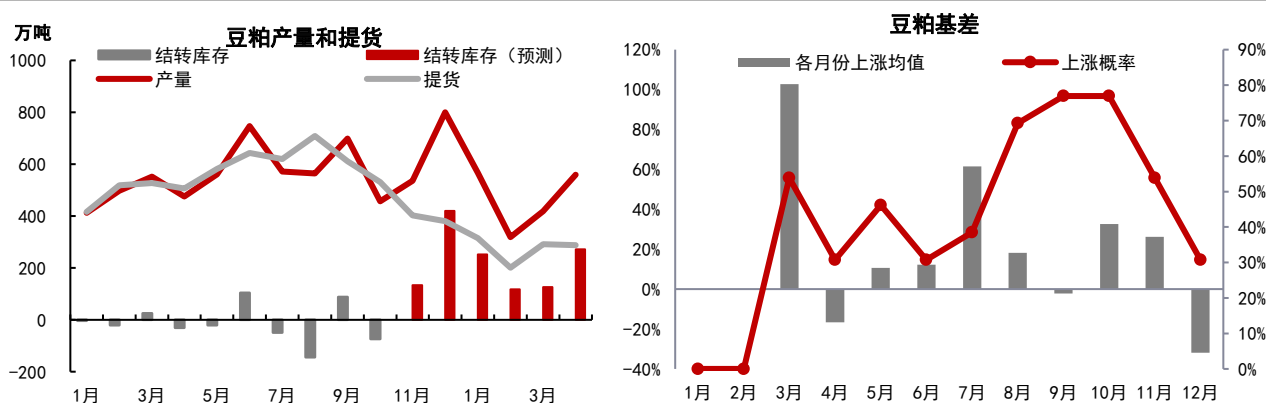


资料来源：Wind 中信期货研究所

3. 展望：短期结转库存预增，长期成本下移

2024 年国内豆粕结转库存预增，豆粕基差或有季节性上涨，但总体预计保持低位，价格承压。当前巴西大豆天气炒作难证伪，但种植利润刺激增产逻辑下，预计上游大豆产量增长趋势不变。国内进口到港保持高位，大豆压榨量参考去年同期。而下游需求节后消费淡季，提货预计难以增长。总体上，2024 年 1-4 月豆粕库存可能持续累库。

图表26： 豆粕结转库存预计走高，豆粕基差或有季节性上涨，但总体预计保持低位



资料来源：Wind 中信期货研究所

长期走势，成本端受制于美豆，同时也受到豆油价格影响。按照豆油 6000-9000 区间, 美豆 1000-1400 区间测算连粕价格【3300-4200】(剔除极端值)。美豆 2024 年预计运行重心下移，国内豆粕成本下行，连粕价格运行区间走低。

图表27： 连粕价格运行区间测算显示，随着美豆价格下行，连粕价格运行区间走低

美豆								巴西大豆							
	美豆价格	1000	1080	1160	1240	1320	1400		CBOT大豆价格	1000	1080	1160	1240	1320	1400
	美湾近月升贴水	105	105	105	105	105	105		巴西近月升贴水	98	98	98	98	98	98
	美豆价格 美元/吨	406	435	465	494	524	553		巴西豆价格 美元/吨	403	433	462	492	521	550
豆油价格	进口到港成本	3740	3979	4219	4458	4697	4937	豆油价格	进口到港成本	3711	3950	4189	4429	4668	4907
6000		3350	3655	3960	4265	4570	4875	6000		3313	3618	3923	4228	4533	4837
6500		3232	3537	3842	4147	4452	4757	6500		3195	3500	3805	4110	4415	4720
7000	豆粕价格（关税	3115	3419	3724	4029	4334	4639	7000	豆粕价格（关税	3078	3382	3687	3992	4297	4602
7500	3%，增值税9%）	2997	3302	3606	3911	4216	4521	7500	3%，增值税9%）	2960	3265	3569	3874	4179	4484
8000		2879	3184	3489	3793	4098	4403	8000		2842	3147	3452	3756	4061	4366
8500		2761	3066	3371	3676	3981	4285	8500		2724	3029	3334	3639	3943	4248
9000		2643	2948	3253	3558	3863	4168	9000		2606	2911	3216	3521	3826	4130

美豆								阿根廷大豆							
	美豆价格	1000	1080	1160	1240	1320	1400		CBOT大豆价格	1000	1080	1160	1240	1320	1400
	美湾近月升贴水	105	105	105	105	105	105		阿根廷近月升贴水	-82	-82	-82	-82	-82	-82
	美豆价格 美元/吨	406	435	465	494	524	553		阿根廷豆价格 美元	337	367	396	425	455	484
豆油价格	进口到港成本	3740	3979	4219	4458	4697	4937	豆油价格	进口到港成本	3181	3420	3659	3899	4138	4377
6000		3185	3490	3795	4099	4404	4709	6000		2638	2943	3247	3552	3857	4162
6500		3067	3372	3677	3982	4286	4591	6100		2520	2825	3130	3434	3739	4044
7000	豆粕价格（关税	2949	3254	3559	3864	4169	4473	6200	豆粕价格（关税	2402	2707	3012	3317	3621	3926
7500	3%，增值税	2831	3136	3441	3746	4051	4356	6300	3%，增值税9%）	2284	2589	2894	3199	3504	3808
8000	9%），考虑基差	2714	3018	3323	3628	3933	4238	6400		2166	2471	2776	3081	3386	3691
8500		2596	2901	3205	3510	3815	4120	6500		2049	2353	2658	2963	3268	3573
9000		2478	2783	3088	3392	3697	4002	6600		1931	2236	2540	2845	3150	3455

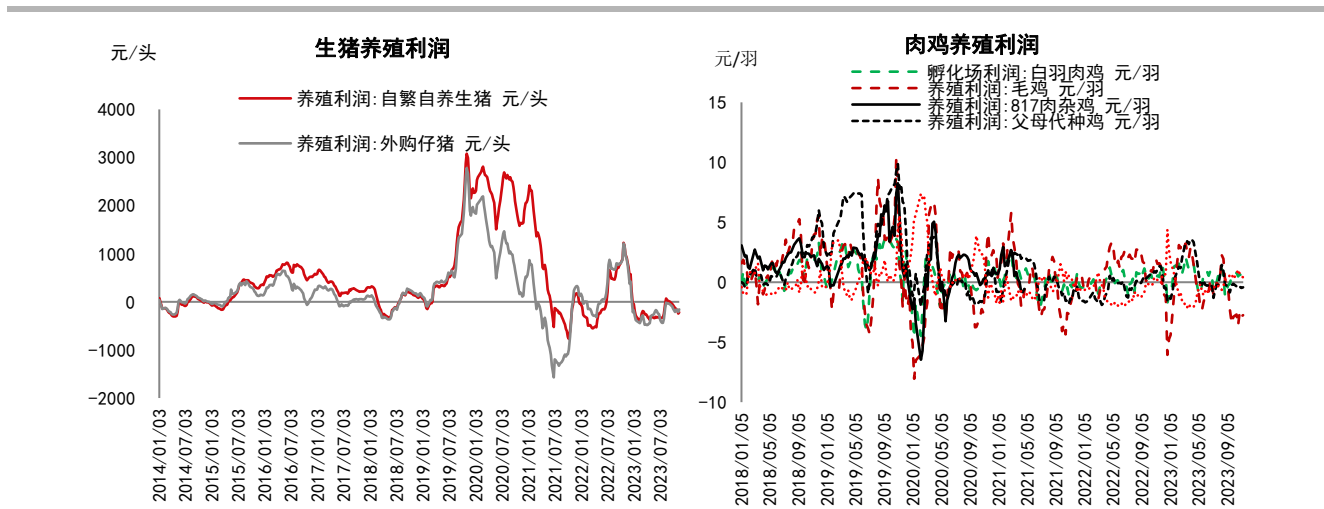
资料来源：Wind 中信期货研究所

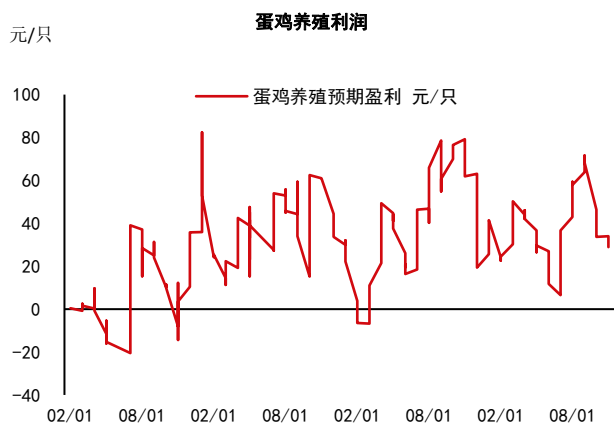
长期走势，需求端看下游养殖，预计生猪和肉鸡产能去化，蛋鸡存栏或小幅缓增。养殖利润偏差，畜禽存栏可能去化。生猪行业大供给主导价格，养殖利润仍处于大的亏损周期。7 月以来猪价回升，亏损幅度收窄，甚至出现部分盈利，缓解了现金流压力，但同时行业去产能也放缓。10 月中旬以来疫情或加剧产能出清。

肉鸡周期短，整体养殖利润处于盈亏线附近波动。存栏增长，但增幅预计下滑。明年预计因引种偏低而存栏下降。

蛋鸡养殖整体有利润。鸡苗补栏对应存栏仍有缓慢增长。

图表28： 下游养殖利润偏差，畜禽存栏可能去化





资料来源：Wind 中信期货研究所

图表29： 中国大豆供需平衡表

中国大豆供需平衡表(万吨)														
作物年度	播种面积	收获面积	单产	产量	进口量	消费量	压榨消费量	食用消费量	种子用量	损耗及其它	出口量	结余变化量	批发平均价: 国产大豆:销区	到岸完税 价:进口大豆
	千公顷	千公顷	公斤/公顷	万吨	万吨	万吨	万吨	万吨	万吨	万吨	万吨	万吨	元/吨	元/吨
2016/2017年	6,590	6,590	1,762	1,161	8,323	9,667	8,289	1,035	54	289	12	-196	4,300	3,215
2017/2018年	7,208	7,202	1,796	1,294	9,349	10,811	9,290	1,118	64	339	12	-180	4,635	3,315
2018/2019年	8,245	8,245	1,853	1,528	9,413	10,705	9,112	1,204	69	320	14	222	4,100	3,400
2019/2020年	8,400	8,400	1,905	1,600	8,261	10,293	8,672	1,253	78	290	12	-444	4,065	3,300
2020/2021年	9,354	9,354	1,935	1,810	9,853	10,860	9,100	1,380	80	300	9	794	4,938	3,213
2021/2022年	9,882	9,882	1,983	1,960	9,978	11,326	9,500	1,420	76	330	6	606	5,952	4,317
2022/2023年 (10月估计)	10,243	10,243	1,980	2,029	9,986	11,507	9,685	1,432	90	300	10	498	5,982	5,296
2022/2023年 (11月估计)	10,243	10,243	1,980	2,029	9,984	11,507	9,685	1,432	90	300	9	497	5,982	5,263
2023/2024年 (10月估计)	10,443	10,443	2,055	2,146	9,725	11,692	9,778	1,500	84	330	15	164	5,700	4,900
2023/2024年 (11月估计)	10,443	10,443	2,000	2,089	9,725	11,692	9,778	1,500	84	330	15	107	5,700	4,900
环比	0	0	-55	-57	0	0	0	0	0	0	0	-57	0	0
同比	200	200	20	60	-259	185	93	68	-6	30	6	-390	-282	-363

资料来源：Wind 中信期货研究所

（四）菜粕展望：菜粕性价比凸显，豆菜粕价差有望收窄

1. 供需：全球和加菜籽减产，菜籽供需偏紧

供需平衡表显示，2023/24 年度全球菜籽同比-3.6%，期末库存-16.5%。期末库存消费比下降 1 个百分点。2023/24 年度中国菜籽产量同比-0.8%，期末库存-21.8%。期末库存消费比下降 2.7 个百分点。

加拿大全球最大菜籽主产国和出口国。预计 2023/24 年度加菜籽面积同比+3%，单产同比-10%。产量同比-7%，出口同比-3%，期末库存-34%，期末库存消费比同比下降 2.5 个百分点。

因此，2023/24 年度菜籽供需偏紧。

中信期货研究|2024 年策略报告（蛋白粕）

图表30： 全球和中国菜籽供需平衡表

全球菜籽供需平衡表（百万吨）							中国菜籽供需平衡表（百万吨）						
	产量	进口	出口	国内消费	期末库存	库存消费比		产量	进口	出口	国内消费	期末库存	库存消费比
2014/2015年	70.43	14.32	15.11	70.63	7.26	8.5%	2014/2015年	13.91	4.59	0.00	18.55	1.21	6.5%
2015/2016年	68.74	14.15	14.35	70.14	6.25	7.4%	2015/2016年	13.86	4.01	0.00	18.00	1.08	6.0%
2016/2017年	69.49	15.79	16.13	70.93	5.19	6.0%	2016/2017年	13.13	4.26	0.00	17.30	1.17	6.7%
2017/2018年	75.28	15.72	16.53	72.10	8.14	9.2%	2017/2018年	13.27	4.71	0.00	17.80	1.35	7.6%
2018/2019年	73.38	14.64	14.68	71.84	9.77	11.3%	2018/2019年	13.28	3.49	0.00	16.98	1.15	6.7%
2019/2020年	70.32	15.82	16.01	72.23	7.64	8.7%	2019/2020年	13.49	2.56	0.00	15.99	1.20	7.5%
2020/2021年	74.72	16.66	18.14	74.52	6.36	6.9%	2020/2021年	14.05	2.80	0.00	16.53	1.52	9.2%
2021/2022年	75.79	13.84	15.32	76.18	4.49	4.9%	2021/2022年	14.71	1.66	0.00	17.03	0.87	5.1%
2022/2023年	88.81	19.97	20.21	85.24	7.83	7.4%	2022/2023年	15.53	5.34	0.00	19.33	2.41	12.5%
2023/2024年	85.58	15.76	16.89	85.74	6.54	6.4%	2023/2024年	15.40	3.40	0.00	19.33	1.88	9.7%
同比	-3.6%	-21.1%	-16.4%	0.6%	-16.5%	-1.1%	同比	-0.8%	-36.3%		0.0%	-21.8%	-2.7%

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表31： 加菜籽供需平衡表

加拿大农业部油菜籽供需平衡表(2023.10.23)													
项目	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019-2020	2020-2021	2021-2022	2022-2023(9月)	2022-2023(10月)	2023-2024(9月)	2023-2024(10月)	环比	同比
种植面积(千公顷)	8363	8236	9313	9232	9016	8572	9016	8659	8659	8,936	8936	0%	3%
收获面积(千公顷)	8322	8119	9273	9120	8949	8471	8949	8,596	8596	8,844	8844	0%	3%
单产(吨/公顷)	2.21	2.41	2.3	2.2	1.6	2.4	1.5	2.17	2.17	1.96	2.0	0%	-10%
产量(千吨)	18377	19601	21328	20343	14248	19912	13757	18,695	18695	17368	17368	0%	-7%
进口量(千吨)	105	95	108	146	105	155	105	121	121	100	100	0%	-21%
总供应量(千吨)	21055	21786	22778	22988	16129	24502	15638	20,140	20149	18,974	18974	0%	-6%
出口量(千吨)	10299	11016	10783	9141	5248	10040	5268	7948	7954	7,700	7700	0%	-3%
食用及工业用量(千吨)	8315	9191	9269	9295	8555	10129	8555	9,961	9961	10,000	10000	0%	0%
种用及损耗(千吨)	365	163	160	397	935	838	878	661	663	223	223	0%	-66%
国内总需求(千吨)	8740	9422	9496	9754	9553	11028	9496	10,687	10689	10,274	10274	0%	-4%
期末库存量(千吨)	2016	1348	2499	4094	1328	3435	875	1506	1506	1000	1000	0%	-34%
平均价格(美元/吨)	509	529	539	497	1075	484	1075	857	857	815	765	-6%	-11%
库存消费比	10.6%	6.6%	12.3%	21.7%	9.0%	16.3%	5.9%	8.1%	8.1%	5.6%	5.6%	0.0%	-2.5%

资料来源：Wind 中信期货研究所

2. 展望：菜粕价格优势凸显，豆菜粕价差有望回落

2023 年中国进口菜籽量持续偏高，叠加水温低、台风影响等因素，水产消费旺季不旺，菜粕消费低迷，导致国内菜粕价格偏弱。豆粕菜粕价差超过 1000 元/吨。菜粕价格优势凸显，关注对豆粕的替代。展望 2024 年，随着 2023/24 年度海外减产落地，中国进口菜籽利润预计下降，进口菜籽量预计同比下滑。清明节后，关注水产启动，叠加菜粕优势凸显，可关注豆菜粕价差持续回落的机会。

操作建议：长线逢高空；短线区间操作；现货逢低买基差，待盘面下跌点价。豆菜粕价差做缩。

三、风险提示

风险：恶劣天气频发；美豆出口旺盛；美豆压榨保持增长；中国豆粕需求超预期；水产旺季不旺。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信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、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。