豆粕：北美天气市仍有期待 豆粕步入震荡筑顶期

—2021 年上半年豆粕行情回顾和下半年展望

作者：油脂油料组 车红婷

执业编号：F3065836（从业） Z0014771(投资咨询)

联系方式：010-68578971/ chehongting@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2021年7月11日星期日

上半年，国内豆粕市场价格整体较美豆走势偏弱，主要表现为豆粕需求疲软及油粕比价关系影响。目前南、北美大豆市场呈现紧平衡状态，中国将按第一阶段协议内容增加美豆的采购，随着巴西可供出口大豆供应放缓，市场关注点也将再次转至美国出口及新作产量预期，USDA 美国大豆种植面积小于预期给与一定支撑，后期随着美豆生长季的到来，天气炒作仍可期待，进而有望提振美豆市场价格波段反弹态势，天气尤为重要。

国内市场来看，国内油厂大豆、豆粕库存快速增加，超过 19、20 年水平，据当前油厂压榨水平看 3 季度豆粕供应偏充足，豆粕现货价差疲软态势难改，综合来看，豆粕市场短期节奏看供给端，7 月份之后巴西对中国出口趋紧，关注美豆出口节奏及产量前景将决定短期价格走势，三季度豆粕市场价格存在波段反弹预期，而美国天气炒作能否配合及油厂榨利水平将决定后期反弹高度。长期运行趋势看需求，生猪养殖及禽类养殖效益转降，随着中国养殖量达到高峰，国内市场饲料需求见顶过程，且待南、北美大豆创纪录丰产兑现，粕价高位也将面临回调压力。2021 年国内下半年豆粕指数合约价格重心或略有下降，预计价格重心落在 3200-3800 元区间内运行。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

目 录

豆粕：北美天气市仍有期待 豆粕市场步入震荡筑顶期 1
第一部分 期货行情回顾 4
一、CBOT 大豆期货行情 4
二、豆粕期货行情 6
第二部分 基本面分析及预测 7
一、全球大豆供需情况分析 7
二、种植生长环节—巴西大豆丰产 美豆种植面积增幅不及预期 9
三、贸易环节—巴西大豆外运逐渐放缓 美豆库存耗尽 12
四、国内市场大豆压榨环节—大豆、豆粕库存增至高位，现货基差表现疲软 15
五、国内豆粕市场需求—饲料终端需求增速放缓，关注“豆粕减量替代” 17
第三部分 基金持仓分析 19
第四部分 套利机会分析 20
一、油粕比-关注油粕比高位做空机会 20
二、饲用豆粕需求担忧，豆菜价差缓慢回升过程 21
第五部分 豆粕供需平衡表预测及解读 22
第六部分 主要结论及操作建议 23
一、综合分析及操作建议 23
二、企业套保策略 24
三、豆粕指数季节性分析 25
四、期权策略 26
第七部分 相关股票 27

研究报告全部内容不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议

摘要

1、全球大豆低库存仍为主基调　21/22 年度主要增长需依赖南半球大豆供应。2021 年上半年，中国市场强劲需求推动巴西大豆出口持续发力，巴西大豆出口创纪录，7 月份之后随着巴西农民手中可卖旧作量越来越少，市场关注焦点也将逐渐转至美国。目前 2020/21 年度全球大豆的产量已定型，2021/22 年全球大豆供需情况下半年取决于美豆的产量前景及出口节奏，未来 3 个月是美国大豆生长关键期，天气尤为重要，且美国生物燃料油需求存不确定性，美豆出口、压榨节奏及中国需求也需持续关注。

2、养殖端效益不佳，饲料终端需求逐渐见定。预计 2021 年猪料需求增量将较为显著，饲料总产量相比 2020 年微增，但由于小麦对玉米替代降低豆粕添比 2-3%，其它蛋白原料对豆粕替代，全年有望降低豆粕 300-450 万吨用量，折算大豆 350-550 万吨。未来饲料终端蛋白需求增量将更多依赖“饲料配方+生猪出栏体重”、以及养殖端养殖效益情况，若养殖端效益不佳导致补栏积极性大幅下降，整体饲料端需求将呈现探顶过程，不利于长期豆粕市场需求表现。

3、天气题材继续影响豆类价格走势。目前南、北美大豆市场呈现紧平衡状态，中国将按第一阶段协议内容增加美豆的采购，后期随着美豆生长季的到来，天气炒作仍可期待，进而提振美豆市场价格波段反弹态势，但长期随着养殖量达到高峰及南、北美大豆创纪录丰产兑现，粕价高位也将面临回调压力。2021 年国内下半年豆粕指数合约价格重心或略有下降，预计价格重心落在 3200-3800 区间内运行。

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议

第一部分 期货行情回顾

一、CBOT 大豆期货行情

从美豆历年走势来看基本 4-6 年一个运行周期，2000 年以前大豆市场运行较为平稳，而进入 2000 年之后大豆周期的重心不断上移，2012 年后的周期高点不及前高，2015 年一度跌至 08 年经济危机时水平。2016 年新的周期启动，巴西汇率大幅贬值，阿根廷遭遇洪水，美国进入加息周期，整体对商品及豆类有一定压制，2018 年 3 月份至今，中美贸易关系的升级及缓解扰动美豆市场价格，美豆库存天量积累，中国需求减弱，美豆价格中枢继续下移。2020 年运行周期末端，全球大豆供需最为宽松的一年已经过去，美豆市场迎来新的转机，2021 年美豆超低库存及全球大豆偏低库存支撑，美豆延续涨势，但南、北美大豆均将扩种，且中国养殖产能逐渐见顶，供应偏紧格局将逐渐缓解，美豆缺乏驱动，或呈现逐渐筑顶过程。

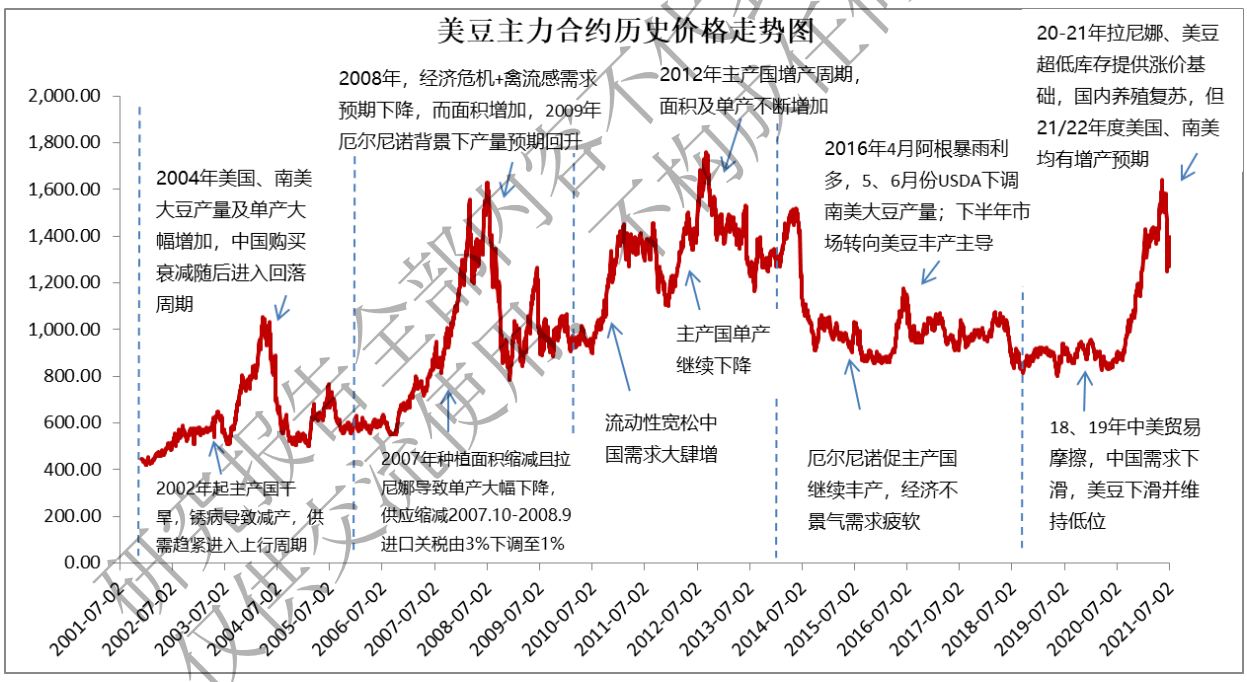


图 1-1：2001 年以来 CBOT 大豆活跃合约价格走势图

数据来源：文华财经、方正中期研究院整理

2021 年上半年，美豆主力合约维持上涨趋势，创近六年新高 1480 美分/蒲后围绕 1400 美分/蒲一线宽幅波动，截至 6 月 30 日美豆收盘价较年初上涨 24.4%。

1-5 月中旬，南、北美大豆供应转换期，美豆库存几乎被“搬空”是美豆价格强劲走势的基础，20/21 年度巴西大豆创纪录丰产以及创纪录的销售及装运节奏制约阶段行情，而 USDA

研究报告全部内容不作买卖决策建议
仅供公司客户使用，不构成任何投资建议

供需报告则提供短期指引，报告将 20/21 年度美豆结转库存自最高 1659 万吨后下调至 2 月份的 325 万吨后，美豆上行动能减弱，3 月末种植意向报告虽上调美豆新作种植面积至 8760 万英亩，同比增幅 5.4%，但较 2 月份农业展望论坛的 9000 万英亩及市场预期的 8999.6 万英亩大幅降低，报告超乎意外利多，5 月份之后美豆种植及天气引领市场，因巴西二季玉米经历严重干旱引发全球大豆供应偏紧的担忧，美豆和美玉米存面积之争，且美国大豆播种初期西部天气偏干燥，尤其是南、北科达他洲干旱严重，多重因素共振，支撑美豆上行走势。

5 月中-6 月份，美豆价格处于高位宽幅波动期，超低结转库存利多逐渐兑现后，上行缺乏驱动，且这一阶段是南美大豆集中上市阶段，供应偏紧格局逐渐缓解，且此阶段受美国生物柴油用量可能减少的消息面利空影响，6 月份高价调整加速，不过 6 月末的季度库存报告及种植面积报告超预期兑现偏低的种植及库存数据，报告利多促使美豆一度拉涨，但 7 月上旬美国天气形势有所好转令美豆急挫。目前市场对美国天气的关注度逐渐上升，未来市场关注焦点将在于美豆于 7-8 月美豆关键的开花、灌浆期天气对产量形势的影响及美豆出口销售和压榨等影响需求因素的指引，美豆市场价格有望呈现先抑后扬走势，价格重心将落在 1200-1500 美分/蒲，后期美豆优良率、单产、Pro Farmer 美国考察团报告值得关注。

图 1-2 美豆主力合约价格走势图

资料来源：博易大师、方正中期研究院整理

研究报告全部内容不代表公司观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

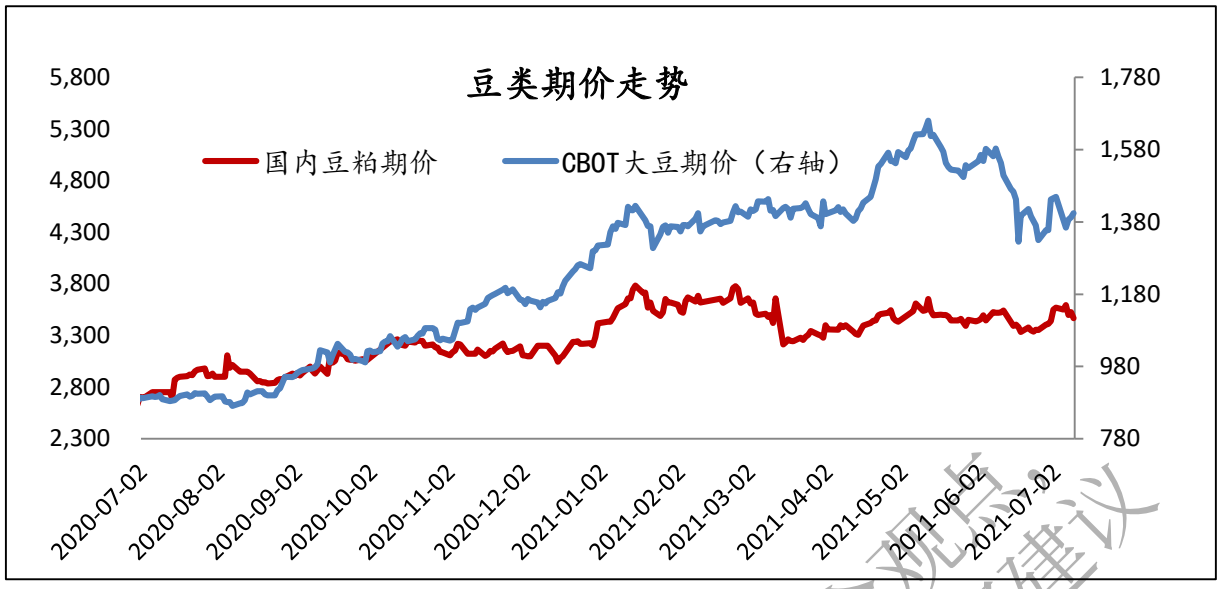


图 1-3 内外盘豆类市场价格走势

资料来源：博易大师、方正中期研究院整理

二、豆粕期货行情

2021 年上半年，连粕市场高位宽幅震荡，截至 6 月 30 日主力合约收盘价较年初上涨 0.8%。

1-3 月中旬，国内豆粕市场价格创近 7 年新高 3825 元/吨后调整。此阶段国内豆粕价格走势整体表现较外盘偏弱，主要表现为豆粕需求疲软及油粕比价关系影响，一方面，春节前后局地非瘟疫情复发，生猪市场恐慌性出栏增加拖累上半年生猪存栏的恢复节奏，豆粕需求疲软；另一方面，国际原油及植物油价格强劲，生物燃料油需求强劲背景下，国内油厂豆油库存降至历年低位，库存重建偏缓预期下令豆粕价格走势偏弱于豆油市场。

3 月中-4 月间，外盘强势带动国内豆粕市场价格反弹接近前期高点附近。此阶段处于南、北美大豆转换期，大豆到港逐渐增多，国内豆粕市场需求依旧疲软，豆粕供应依旧偏充足，但美国大豆播种初期天气干扰，国际植物油价格拉涨利好美豆压榨，美豆低库存进一步强化利多，连粕市场受外盘带动震荡走升，致使现货基差走势也降至历年最低水平。

5-6 月份，连粕市场价格再次转入调整，巴西大豆集中到港，国内大豆、豆粕库存累库阶段，豆粕库存逐月环比增速偏快，下游养殖效益不佳，尤其是生猪市场价格全面跌破 13 元/公斤，养殖效益全面亏损，同时拖累肉禽养殖效益有正转负，养殖恢复进程放缓预期下，下游企业谨慎备货，粕价震荡走弱，未来国内豆粕基差疲软态势能否缓解将取决于养殖端能否再次兑现较好养殖效益，关注国内油厂压榨。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

5 月中下旬-至今，豆粕市场价格低位震荡略强。5 月中下旬市场关注焦点转移至对进口成本及远期大豆进口的担忧层面，巴西大豆升贴水坚挺令进口成本增加，中美再现紧张局面，若后期影响到协议的执行，将造成四季度大豆供应问题，消息面推动下支撑粕价反弹，之后横盘整理。目前看 6 月末季度库存数据及播种面积数据超预期利多，美国天气不确定性仍存，连粕料呈现震荡筑顶阶段。

图 1-4 豆粕主力合约价格走势图

资料来源：博易大师、方正中期研究院整理

研究报告全部内容不构成协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议

第二部分 基本面分析及预测

一、全球大豆供需情况分析

21/22 年度美豆超低库存及全球大豆低库存仍为主基调，2021/22 年度全球大豆库存消费比为 16.72%，2020/2021 年度全球大豆库存消费比为 16.28%，2019/20 年度全球大豆库存消费比为 18.47%，2018/19 年度为 23.22%，2021//22 年度全球大豆库存消费比小幅增加，但仍处于近 8 年低位水平，从供应数据来看，虽然 2021 年美豆播种面积同比增加 4.8%，但美豆播种面积的增加并不能弥补供应的缺口，新年度产量的增加将主要依赖于南美的大幅扩种，下半年，全球大豆供应依旧处于偏紧格局，且美豆的产量及出口将决定中短期美豆价格走向，目前美豆播种已完成，在 10-11 月美豆上市收获之前，需要重点关注美豆种植面积及产量预期的修订；

而巴西大豆上市供应压力最大的时刻已经过去，美豆库存即将耗尽，而原油方面因 OPEC+持续讨论增产未果，生物燃料油需求仍具有不确定性，关注 USDA 供需平衡表对美豆出口销售目标及国内压榨需求的修正。

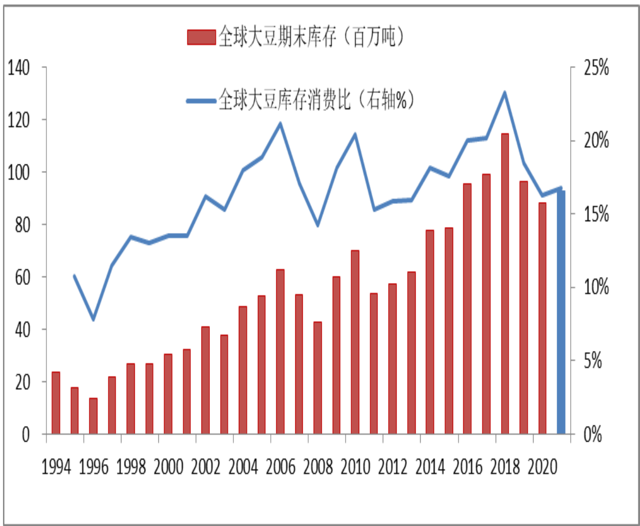


图 2-1 全球大豆期末库存及库存消费比

资料来源：wind、方正中期研究院整理

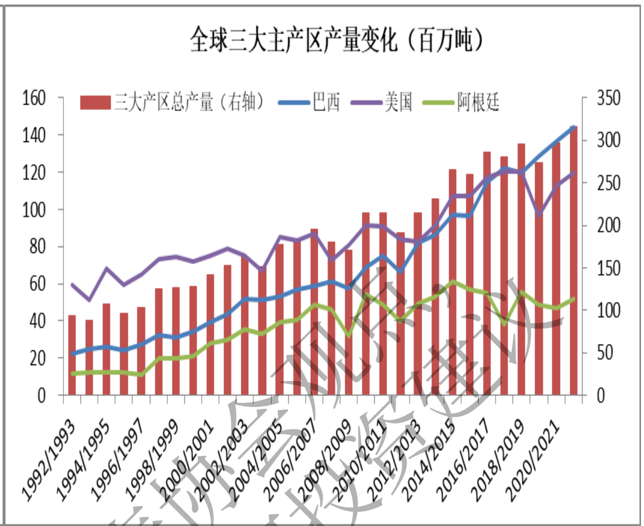


图 2-2 全球三大主产区大豆产量对比

资料来源：wind、方正中期研究院整理

表 1：全球大豆主产国供需平衡表

全球大豆供需平衡表（百万吨）									
			期初库存	产量	进口量	压榨消费量	国内总消费	出口量	期末库存
2020/21年度	全球	5月	96.52	362.95	167.77	322.4	369.33	171.36	86.55
		6月	96.52	364.07	167.81	322.06	368.99	171.41	88
		变动	0	1.12	0.04	-0.34	-0.34	0.05	1.45
	美国	5月	14.28	112.55	0.95	59.6	62.47	62.05	3.25
		6月	14.28	112.55	0.95	59.19	62.06	62.05	3.66
		变动	0	0	0	-0.41	-0.41	0	0.41
	巴西	5月	20.74	136	0.7	46.75	49.4	86	22.04
		6月	20.74	137	0.7	46.75	49.4	86	23.04
		变动	0	1	0	0	0	0	1
	阿根廷	5月	26.7	47	4.7	41.5	48.7	6.35	23.35
		6月	26.7	47	4.7	41.5	48.7	6.35	23.35
		变动	0	0	0	0	0	0	0
	中国	5月	26.8	19.6	100	96	114.5	0.1	31.8
		6月	26.8	19.6	100	96	114.5	0.1	31.8
		变动	0	0	0	0	0	0	0
2021/22年度	全球	5月	86.55	385.53	172.71	331.69	380.78	172.9	91.1
		6月	88	385.52	172.71	331.69	380.78	172.9	92.55
		变动	1.45	-0.01	0	0	0	0	1.45
	美国	5月	3.25	119.88	0.95	60.56	63.81	56.47	3.81
		6月	3.66	119.88	0.95	60.56	63.81	56.47	4.22
		变动	0.41	0	0	0	0	0	0.41
	巴西	5月	22.04	144	0.65	47.7	50.35	93	23.34
		6月	23.04	144	0.65	47.7	50.35	93	24.34
		变动	1	0	0	0	0	0	1
	阿根廷	5月	23.35	52	4.7	42.5	49.85	6.35	23.85
		6月	23.35	52	4.7	42.5	49.85	6.35	23.85
		变动	0	0	0	0	0	0	0
	中国	5月	31.8	19	103	100	119.7	0.1	34
		6月	31.8	19	103	100	119.7	0.1	34
		变动	0	0	0	0	0	0	0

资料来源：USDA、方正中期研究院整理

二、种植生长环节—巴西大豆丰产 美豆种植面积增幅不及预期

美豆种植面积意外利多，推升美豆市场价格一度日内大幅拉涨 6.3%，不过大豆单产仍将取决于作物实际长势水平，7 月份的天气对豆类影响不太大，因此在 8 月份的天气预报发布之前，天气对于豆类的影响仍不能确定，未来天气对美豆作物长势和价格的影响也将逐渐凸显。6 月 30 日美国农业部作物种植意向报告及季度库存报告出炉，播种面积方面，美国大豆种植面积预估为 8755.6 万英亩，低于分析师预期的 8895.5 万英亩，3 月末预估 8760 万英亩，2 月 18-19 日的 USDA 展望论坛中预计将为 9000 万英亩；季度库存报告数据显示，截至 6 月 1 日当季大豆库存为六年最低的 7.67 亿蒲式耳，低于市场预期的 7.87 亿蒲式耳。

7-8 月份美豆作物评级将频繁变动。截至 2021 年 7 月 4 日当周，美国大豆优良率为 59%，市场预估均值为 60%，之前一周为 60%，去年同期为 71%；美国大豆开花率为 29%，之前一周为 14%，上年同期为 29%，五年均值为 24%；美国大豆结荚率为 3%，去年同期 2%，五年均值 3%。目前美豆仍处于生长初期，7 月下旬和 8 月中旬将进入关键生长期，大豆长势水平在此期间变化较频繁，8 月中旬至 9 月下旬美国大豆将进入成熟期，优良率水平也将相对稳定。**目前美豆价格是市场在对 50.8 蒲式耳/英亩的单产进行交易，如果天气仍在继续恶化，则价格可能会继续冲击新高，偏低的种植面积留给单产的容错空间很小。**

巴西大豆旧作丰产，新作产量有望再创记录。巴西农业部下属的国家商品供应公司(CONAB)7 月 8 日发布报告，将 2020/21 年度巴西大豆产量预测值调高到创纪录的 1.35912 亿吨，略高早先预测值，比上年提高 1106.7 万吨或 8.9%；7 月 6 日消息，美国农业部海外农业局发布的参赞报告将 2020/21 年度巴西大豆播种面积数据上调 30 万公顷，为 3880 万公顷，产量预测数据上调 300 万吨，达到创纪录的 1.37 亿吨。虽然干旱耽搁播种，随后降雨过量又耽搁了收获，但是巴西农户收获了产量最高的大豆。

参赞将 2021/22 年度巴西大豆播种面积预计为 4030 万公顷，产量预计达到 1.435 亿吨，单产预计为每公顷 3.56 吨。

拉尼娜四季度卷土重来概率上升。NINO3.4 指标显示，2020 年 8 月-2021 年 4 月，全球气候呈现拉尼娜特征。2021 年 5 月开始，厄尔尼诺-南方涛动(ENSO)各项指标均是中性。国际八个气候模型预计 NINO3.4 中性将至少持续到 9 月，其中一个模式在 9 月达到拉尼娜阈值。但美国气候预测中心(U.S.ClimatePredictionCenter)（7 月 8 日）发布的拉尼娜现象监测报告显

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

示，在今年 11 月至明年 1 月间的某个时期，拉尼娜现象连续第二年出现的几率升至 66%。有个别气象学家的观点认为，今年下半年拉尼娜有可能会卷土重来，形成“驼峰型”拉尼娜。

表 2： 2016-2021 年美国大豆玉米播种面积、种植收益及比价对比

2016-2021年美国大豆玉米播种面积、种植收益及比价对比								
	大豆播种面积（万英亩）	玉米播种面积（万英亩）	大豆种植收益（美元/英亩）	玉米种植收益（美元/英亩）	两者面积总和（（万英亩））	大豆价格（美分/蒲）	玉米价格（美分/蒲）	美大豆/美玉米比价
2016	8345	9400	331	263	17745	862	357	2.41
2017	9016	9020	296	273	18036	1037	373	2.78
2018	8917	8890	285	301	17807	1055	381	2.77
2019	7610	8970	230	327	16580	910	370	2.46
2020	8383	9080	307	340	17463	892	368	2.42
2021	8760	9114	435	475	17874	1400	549	2.55
	8800	9260			108060			

资料来源：方正中期研究院整理

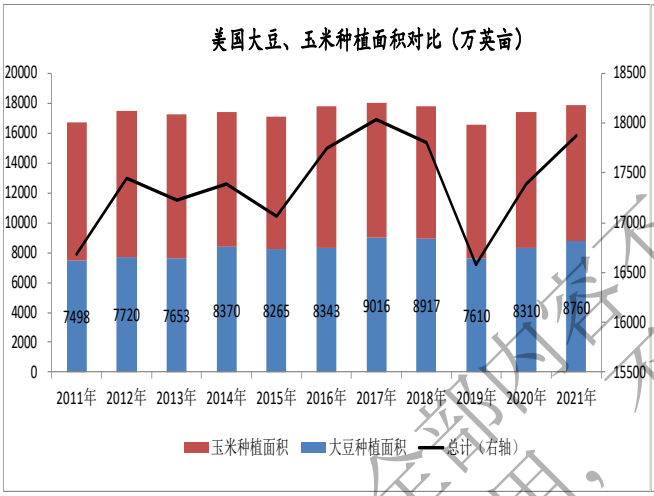


图 2-3 美国大豆、玉米种植面积对比

资料来源：wind、方正中期研究院整理

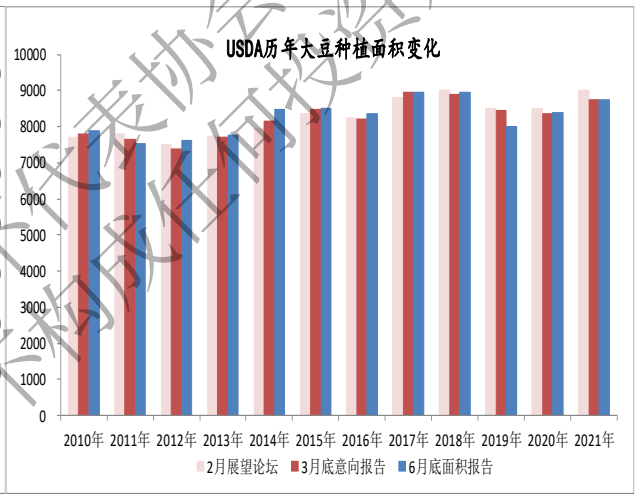
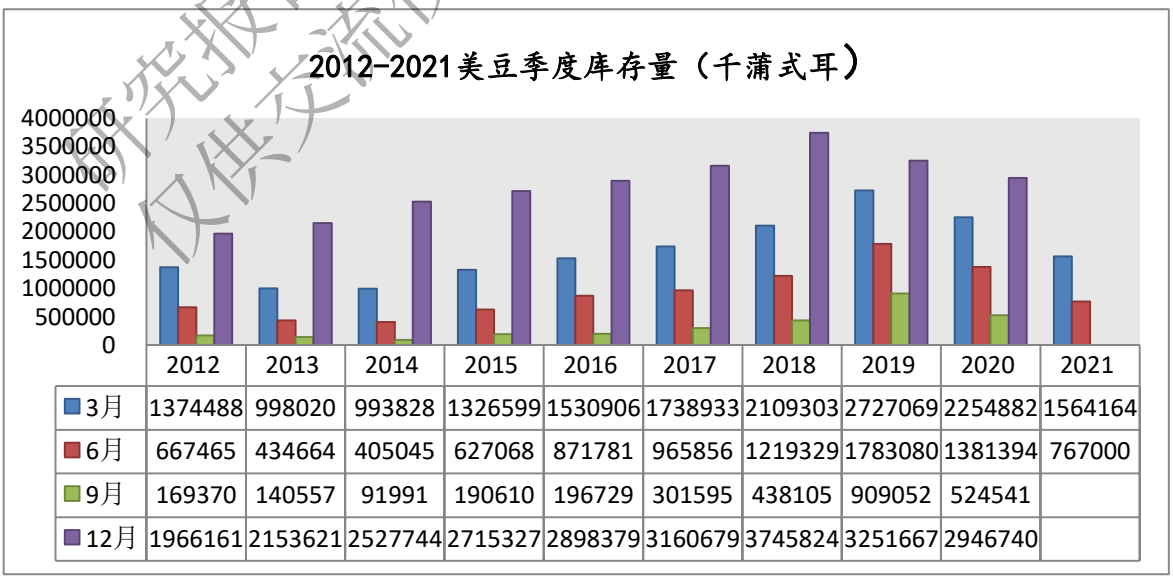


图 2-4 美豆种植面积预估

资料来源：USDA、方正中期研究院整理



	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
3月	1374488	998020	993828	1326599	1530906	1738933	2109303	2727069	2254882	1564164
6月	667465	434664	405045	627068	871781	965856	1219329	1783080	1381394	767000
9月	169370	140557	91991	190610	196729	301595	438105	909052	524541	
12月	1966161	2153621	2527744	2715327	2898379	3160679	3745824	3251667	2946740	

图 2-5 2012-2021 美豆季度库存量（千蒲式耳）

请先报告全部内容个人表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

资料来源：博易大师、方正中期研究院整理

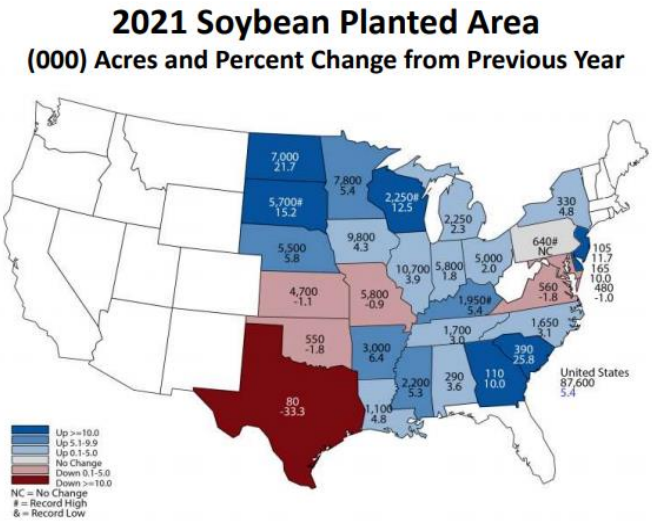


图 2-6 2021 年美国大豆种植面积布局

资料来源：USDA、方正中期研究院整理

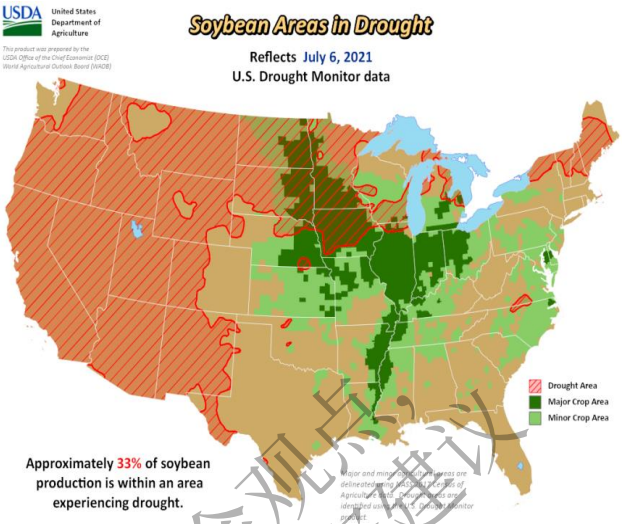


图 2-7 美国大豆产区 33%的区域面临干旱

资料来源：NOAA、方正中期研究院整理

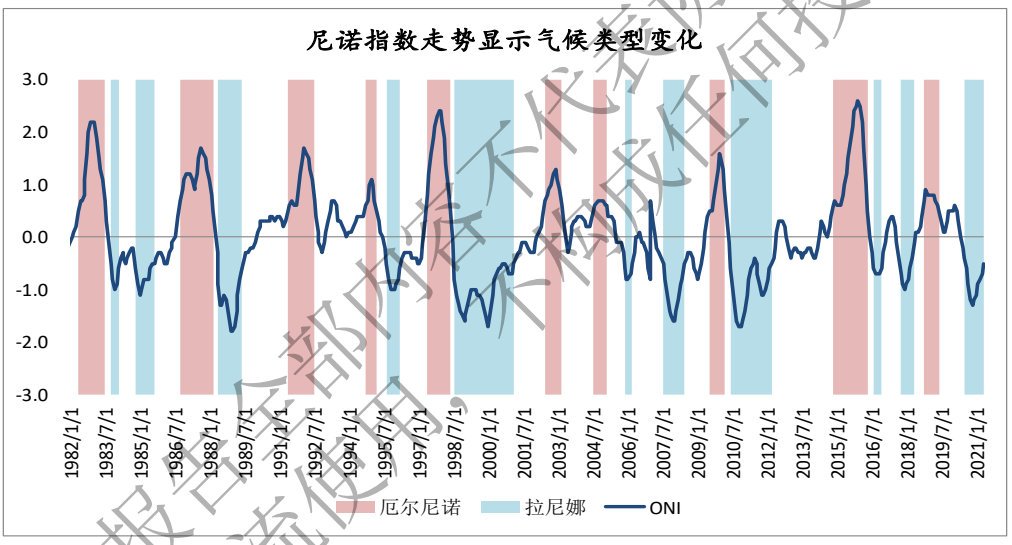
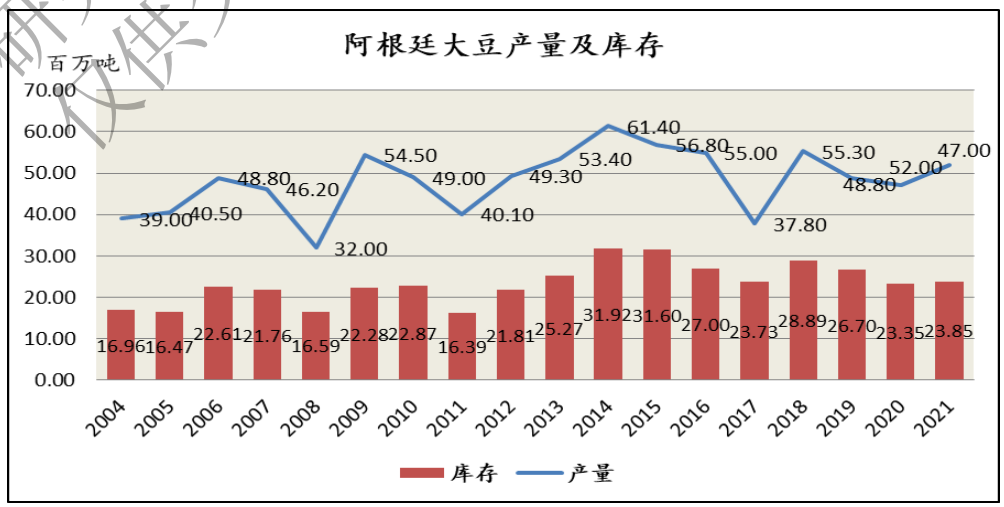


图 2-8：尼诺指数走势显示气候类型变化

数据来源：wind、方正中期研究院整理



研究报告仅部内资不代表协会观点，不构成任何投资建议
仅供交流使用

图 2-9：阿根廷大豆产量及库存

数据来源：wind、方正中期研究院整理

表 3：巴西大豆供需平衡表

Oilseed, Soybean Brazil as of June 2021							
Attribute	21/22 Jun'21	Change	21/22 May'21	20/21	19/20	18/19	17/18
Area Harvested (1000 HA)	40,400	-	40,400	38,600	36,900	35,900	35,150
Beginning Stocks (1000 MT)	23,036	+1000(+4.54%)	22,036	20,736	32,472	32,696	32,112
Production (1000 MT)	144,000	-	144,000	137,000	128,500	119,700	123,400
MY Imports (1000 MT)	650	-	650	700	549	140	175
Total Supply (1000 MT)	167,686	+1000(+.6%)	166,686	158,436	161,521	152,536	155,687
MY Exports (1000 MT)	93,000	-	93,000	86,000	92,135	74,887	76,136
Crush (1000 MT)	47,700	-	47,700	46,750	46,000	42,527	44,205
Food Use Dom. Cons. (1000 MT)	0	-	0	0	0	0	0
Feed Waste Dom. Cons. (1000 MT)	2,651	-	2,651	2,650	2,650	2,650	2,650
Total Dom. Cons. (1000 MT)	50,351	-	50,351	49,400	48,650	45,177	46,855
Ending Stocks (1000 MT)	24,335	+1000(+4.29%)	23,335	23,036	20,736	32,472	32,696
Total Distribution (1000 MT)	167,686	+1000(+.6%)	166,686	158,436	161,521	152,536	155,687
Yield (MT/HA)	3.56	-	3.56	3.55	3.48	3.33	3.51

资料来源：方正中期研究院整理

三、贸易环节—巴西大豆外运逐渐放缓 美豆库存即将耗尽

因中国需求强劲，大豆主产国美国和巴西出口竞争持续，而在中美第一阶段协议正履行阶段，其他国家的出口优势再次下降，且阿根廷经济疲软，农户出口大豆意愿降低，出口量也将维持低位，当前全球大豆贸易结构性问题仍在，未来中美贸易关系继续影响全球大豆贸易格局，价格变动仍需考虑大豆主产国不同阶段的主要供需矛盾影响。

2021 年上半年巴西大豆出口量创历年纪录水平。巴西大豆收获初期因大量的降雨及持续的阴雨天气，使得成熟的大豆很难及时收获，较往年正常收获延迟 2-3 周，上市压力延后，给美豆市场提供利多支撑。但由于前期预购进度较快，3 月份开始巴西大豆出口增长势头良好，3-5 月份出口量均为创纪录水平，巴西谷物出口商协会 ANEC 称，7 月份巴西大豆出口量可能达到 764 万吨到 800 万吨之间，低于去年 7 月份的 803 万吨，因为巴西大部分大豆已经出口，巴西大豆卖货影响最大的时候可能已经过去。

阿根廷上半年大豆出口销售进度同比下滑。阿根廷农业部发布的报告显示，截至 6 月 30 日，阿根廷农户已经销售了 2370 万吨大豆，比一周前增加了 78.88 万吨，落后上年同期的 2630 万吨，尽管国际价格高企，阿根廷农户仍然不愿出售大豆，将大豆作为抵御比索走软的硬通货。阿根廷比索汇率为 95.92 比索兑 1 美元，较去年底的 84.61 比索兑 1 美元下跌 13.4%。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

美豆旧作出口供应即将耗尽，从出口节奏来看，截止 2021 年 7 月 1 日，美豆 2020/21 年度累计出口销售量为 61904357 吨，销售进度为 99.77%，去年同期为 100.12%，美豆 2020/21 年度周度出口装船量为 58,494,041.00 吨，装船进度为 94.49%，去年同期为 82.02%。截止 2021 年 7 月 1 日，美豆 2020/21 年度对中国的销售总量为 3582.7 万吨，美豆 2020/2021 年度周度对中国的装船量为 3504 万吨，装船进度为 97.81%，去年同期为 79.80%。美豆高价令中国油厂大豆压榨持续亏损，也增加了中国进口美豆洗船的现象，4-5 月份中国对美豆的进口出现 5 次洗船现象，但美豆偏紧预期仍存，目前根据美国农业部的预期，当前仅有近 14 万吨 2020/21 年度美豆尚未出口，目前国际大豆市场供应问题仍较为突出，未来任何关于令美豆库存趋紧的因素都可能形成新的助推动力。

中美贸易方面，2020 年 1 月 15 日中美两国签署了第一阶段贸易协议，根据协议内容，以 2017 年为基准，中国将在 2020 和 2021 年多采购 125 亿和 195 亿美元美国农产品，目前中国履行协议内容采购包括大豆在内的美国农产品。国务院关税税则委员会 2020 年 2 月 6 日发布公告，调整对原产于美国约 750 亿美元进口商品的加征关税措施，自 2020 年 2 月 14 日 13 时 01 分起，2019 年 9 月 1 日起已加征 10%关税的商品，加征税率调整为 5%；已加征 5%关税的商品，加征税率调整为 2.5%。其中黄大豆属于第三个部分，原加征 5%，2 月 14 日后调整为 2.5%。此前黄大豆进口关税为 33%，调整后变为 30.5%。2020 年 2 月 18 日中国关税税则委员会发布公告称，开展对美加征关税商品市场化采购排除工作，自 2020 年 3 月 2 日起，关税税则委员会将受理免关税进口美国农产品的申请，其中包括大豆、小麦等。

中国大豆进口同比显著增加，据海关数据显示，2021 年 1-5 月，我国进口大豆累计 3823.4 万吨，同比增加 12.8%，进口均价为 3290.7 元/吨，同比上涨 18.7%；其中单 5 月进口大豆约 961 万吨。此外，6 月进口大豆预估约 978 万吨。

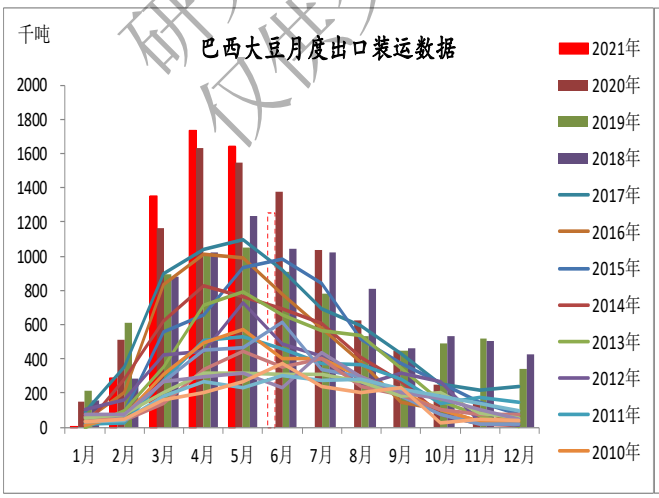


图 2-10：巴西大豆月度出口数据

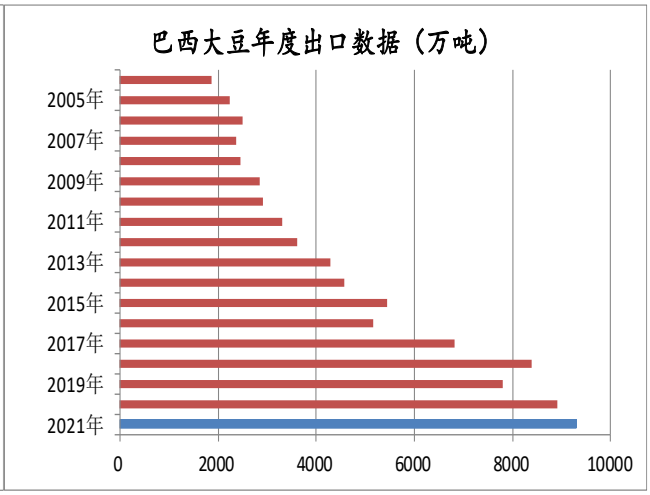


图 2-11：巴西大豆年度出口量

研究报告全部内容不代表机构观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

数据来源：wind、方正中期研究院整理

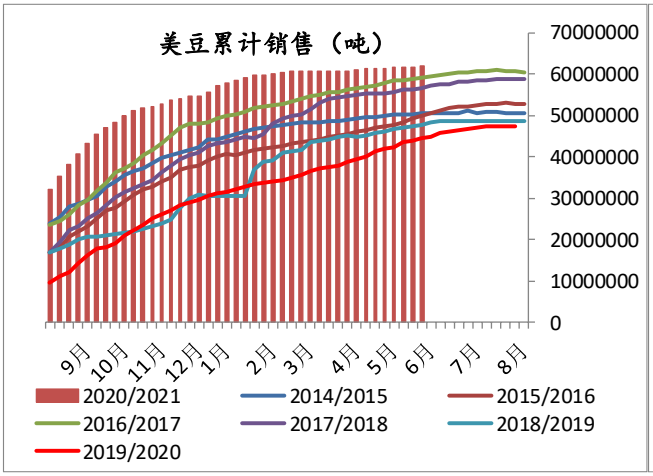


图 2-12：美豆累计销售量

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

数据来源：wind、方正中期研究院整理

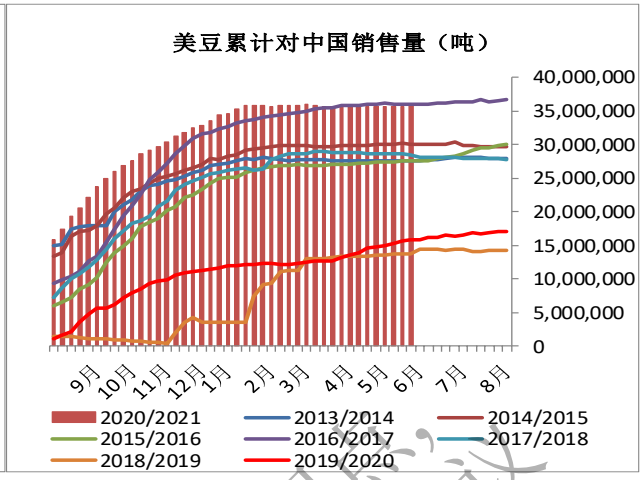


图 2-13：美国累计对中国销售量

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

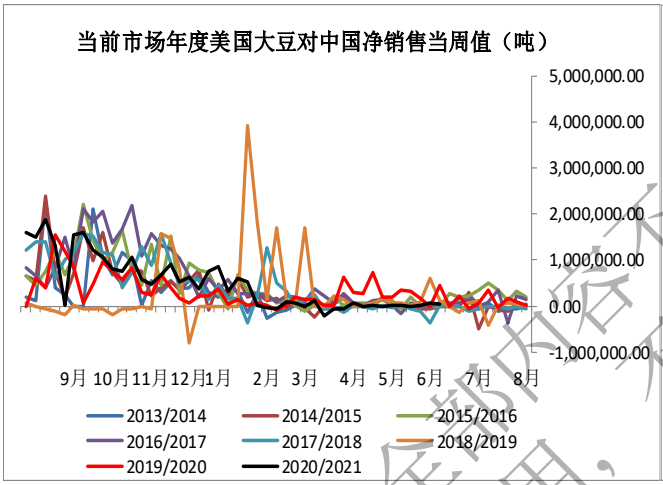


图 2-14：当前市场年度美国大豆对中国净销售

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

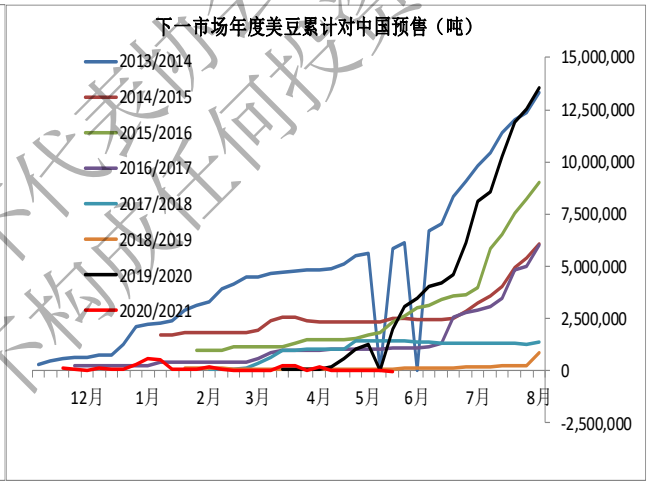


图 2-15：下一市场年度美国大豆对中国预售

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

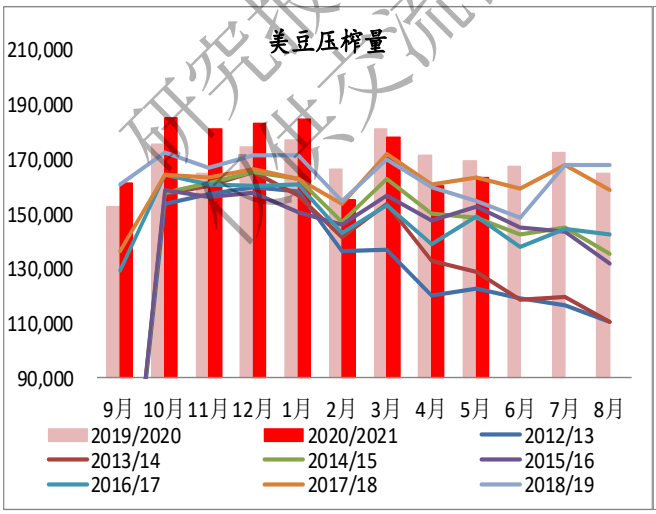


图 2-16：NOPA 报告美豆压榨量

数据来源：wind、方正中期研究院整理

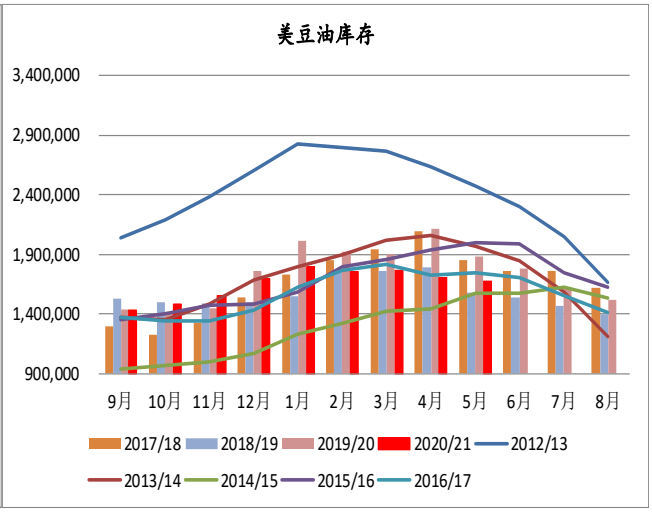


图 2-17：NOPA 报告美豆油库存量

数据来源：wind、方正中期研究院整理

研究报告定期内容不代表期货观点，不构成任何投资建议
仅供交流使用，

表 4：美国大豆供需平衡数据及未来美豆新作供需数据预测

美国大豆供需平衡数据及美豆新作供需数据预测								
类别	2018/19	2019/20	2020/21（4月）	2020/21（6月）	2021/22（6月）	2021/21Est	2021/22Est	2021/22Est
单位：百万英亩								
种植面积	89.20	76.10	83.10	83.10	87.60	87.60	87.60	87.60
收割面积	87.60	74.90	82.30	82.30	86.70	86.70	86.70	86.70
单产(蒲/英亩)	50.60	47.40	50.20	50.20	50.80	50.00	52.00	50.80
单位：百万蒲式耳								
期初库存	438.00	909.00	525.00	525.00	135.00	135.00	135.00	135.00
产量	4428.00	3552.00	4135.00	4135.00	4405.00	4335.00	4508.40	4404.36
进口	14.00	15.00	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00
总供应	4880.00	4476.00	4695.00	4695.00	4575.00	4495.00	4668.60	4635.05
压榨	2092.00	2165.00	2200.00	2175.00	2225.00	2225.00	2225.00	2225.00
出口	1752.00	1682.00	2250.00	2280.00	2075.00	2075.00	2075.00	2200.00
种用	88.00	96.00	104.00	102.00	104.00	108.00	108.00	108.00
残值	39.00	9.00	21.00	4.00	15.00	4.00	4.00	4.00
总需求	3971.00	3952.00	4575.00	4560.00	4420.00	4412.00	4412.00	4537.00
期末库存	909.00	525.00	120.00	135.00	155.00	83.00	256.60	98.05
库存消费比	22.89%	13.28%	2.62%	2.96%	3.51%	1.88%	5.82%	2.16%

数据来源：USDA、方正中期研究院整理

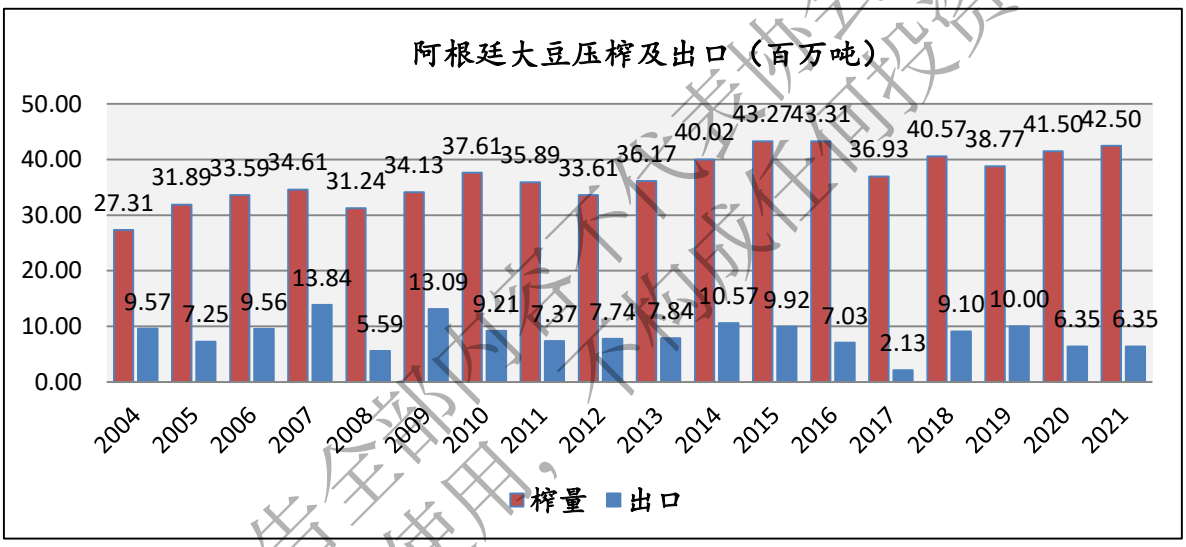


图 2-18：阿根廷大豆压榨及出口

数据来源：wind、方正中期研究院整理

四、国内市场大豆压榨环节—大豆、豆粕库存增至高位，现货基差表现疲软

上半年，国内油厂大豆、豆粕库存呈现降至低谷后快速增加的过程。春节前后，国际大豆供应青黄不接期，且国内市场人员流动减少，叠加国内市场短期运输问题，造成短期内大豆、豆粕供应下降，豆粕市场价格走势坚挺，下游提货加快，令豆粕库存降至历年低位水平。后期国内油厂大幅增加巴西大豆进口量，随着进口大豆陆续到港，国内大豆、豆粕库存快速增加，目前国内油厂继续维持超高开机水平，致使豆粕库存连续上升并增至 110 万吨以上，预计 3 季度豆粕供应偏充足，目前国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量 118 万吨，周比增加 1.84%，同比增加 18.02%，油厂存在胀库停机现象，且催提货现象严重。大豆供应方面，7、8 月份大

研究报告全部内容不代表投资公司观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

豆月均到港量约 875 万吨，中期大豆供应偏充足，三季度季度国内豆粕市场供应去产能进程不变，豆粕市场基差疲软态势暂难改变。

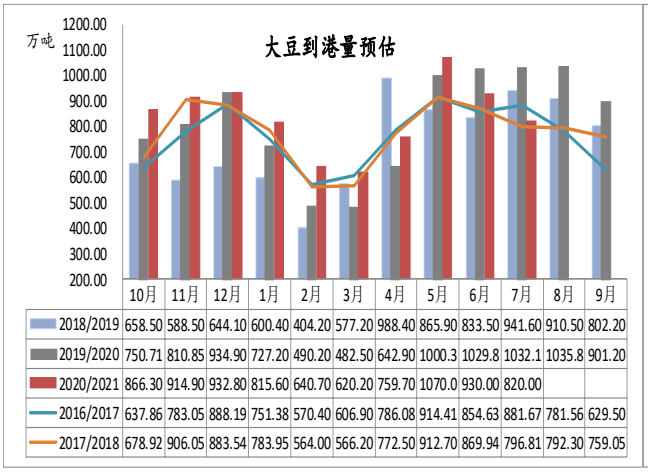


图 2-19：中国大豆到港预估

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

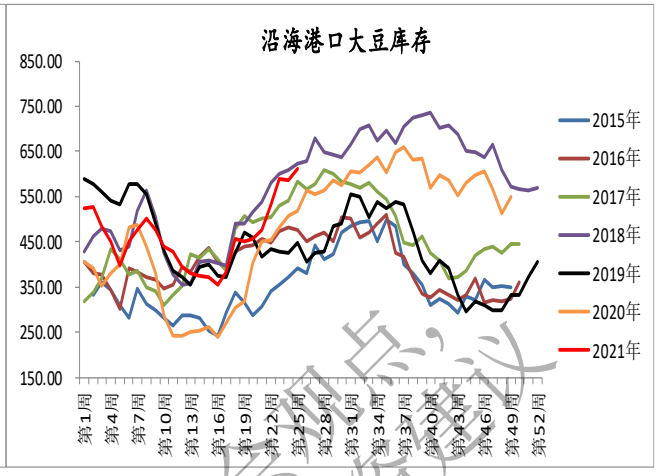


图 2-20：国内沿海港口大豆库存

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

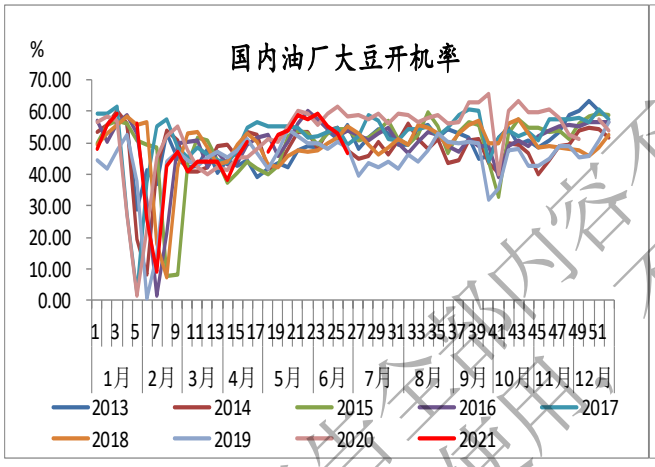


图 2-21：国内沿海油厂开机

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

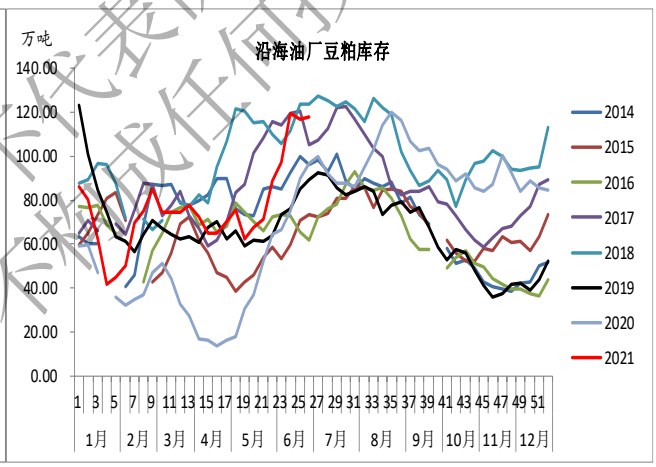


图 2-22：国内沿海油厂豆粕库存

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

图 2-23：进口大豆压榨利润

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

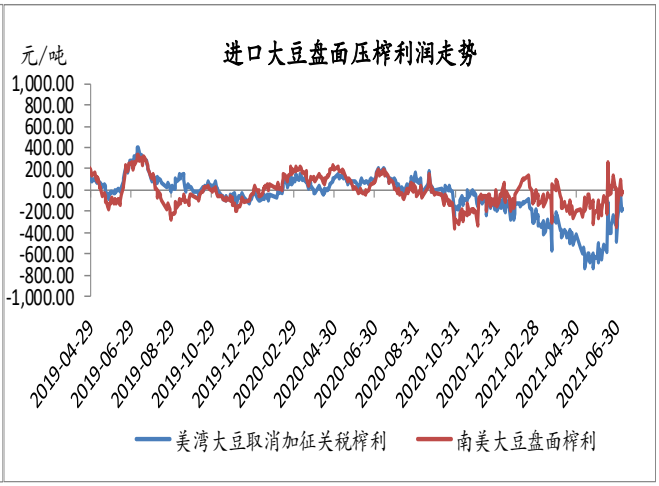


图 2-24：进口大豆压榨利润

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

研究报告全部内容不代表本公司观点，不构成任何投资建议
仅供交流使用

五、国内豆粕市场需求—饲料终端需求增速放缓，关注“豆粕减量替代”

从饲料用量层面看豆粕需求变化。2020 年以来生猪市场产能逐渐修复过程，工业饲料总产量开启增势，2020 年全国工业饲料总产量 25276.1 万吨，同比增长 10.4%。其中，猪料同比增 16.4%，达到 2018 年历史最高产量的 86%；蛋禽料同比增 7.5%，肉禽料同比增 8.4%，反刍料同比增 18.9%，均创历史新高；水产料同比降 3.6%。

2021 年 1-5 月，全国饲料总产量 11452 万吨，同比增长 21.5%，其中猪饲料产量 5219 万吨，同比增长 75.4%；水产、反刍动物饲料产量分别为 647 万吨、579 万吨，同比增长 5.8%、19.5%；蛋禽、肉禽饲料产量分别未 1315 万吨、3525 万吨，同比分别下降 10.5%、5.6%。预计 2021 年猪料需求增量将较为显著，饲料总产量相比 2020 年微增；但由于小麦对玉米替代降低豆粕添比 2-3%，其它蛋白原料对豆粕替代，全年有望降低豆粕 300-450 万吨用量，折算大豆 350-550 万吨。未来饲料终端蛋白需求增量将更多依赖**“饲料配方+生猪出栏体重”、以及养殖端养殖效益情况。**

从养殖层面来看，春节前后，生猪市场疫情局部地区复发较为严重，尤其是疫苗毒影响较大，猪价持续下跌养殖端恐慌性出栏，延缓生猪产能恢复进程，进而弱化短期内对饲用蛋白的需求量，致使上半年在外盘大豆走强过程中，国内豆粕市场价格涨势相对受限。后期伴随生猪价格下滑并跌至 13 元/公斤以下，低价养殖被动压栏及大猪出栏常态化，修复部分饲料终端需求，预计三季度生猪出栏体重将逐渐下降，猪价缓慢回升，但生猪存栏也将逐渐见顶，因此饲料终端需求增幅也将逐渐放缓。**从禽类养殖市场来看，**2021 年禽类养殖去产能进程持续，3 月下旬以来的肉禽养殖效益进入亏损或微利，而蛋禽养殖自 3 月份以来逐渐好转，整体禽类养殖去产能道路仍需一定时间，不会一蹴而就，预计 2021 年禽料需求同比略降，但较往年正常水平相比仍处于高位。综合看，未来若养殖端效益不佳导致补栏积极性大幅下降，整体饲料端需求将呈现探顶过程，不利于长期豆粕市场需求表现。

从豆粕替代层面看，需关注“饲料豆粕减量”替代的影响，农业农村部发布：猪鸡饲料玉米豆粕减量替代技术方案。针对此技术方案，我们认为目前市场上已经有小麦替代玉米、豆粕情况，并且小麦的蛋白含量相对较高，影响了部分豆粕需求，市场预计 2020/21 年度（6-5）饲麦用量达 4000 万吨，替代豆粕比例 400 万吨。不过，替代在去年豆粕价格上涨过程已逐渐增加，目前继续深入替代空间有限，且寻找相关替代品的数量及货物来源仍需一定时日，因此短期对市场的影响边际减弱。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

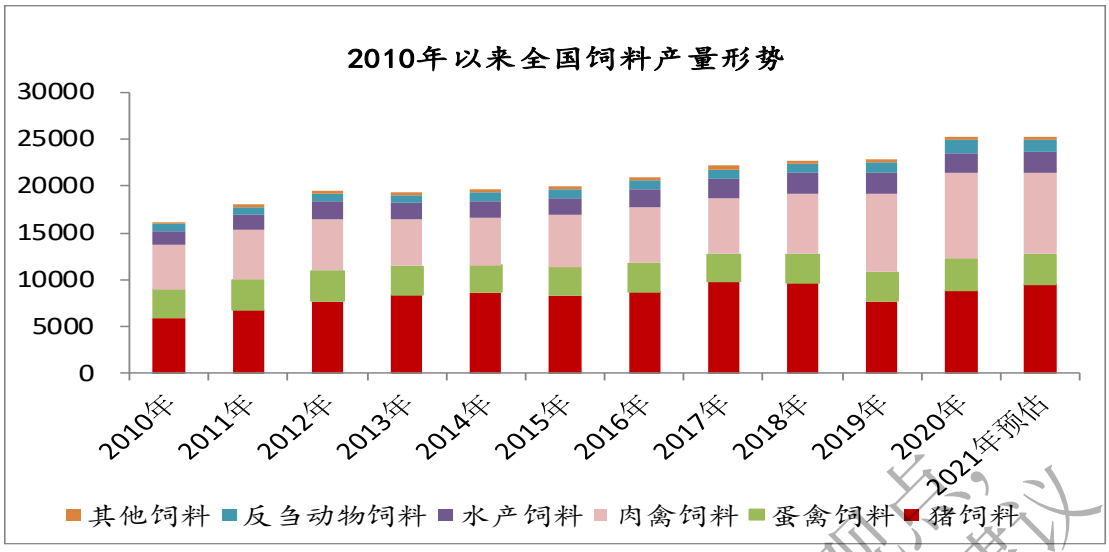


图 2-25：2010 年以来全国饲料产量形势

数据来源：NOAA、方正中期研究院整理

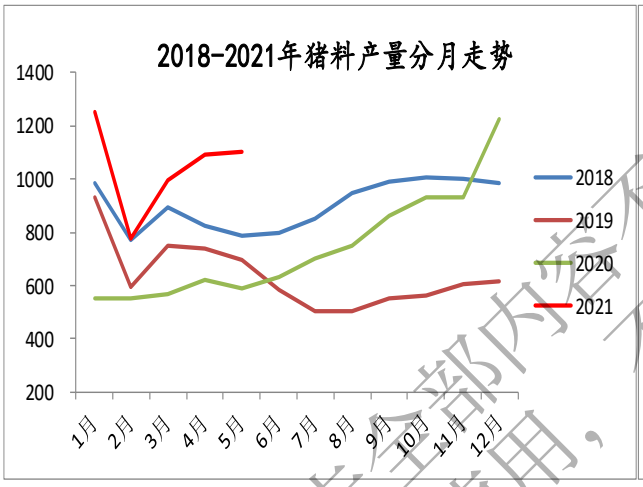


图 2-26：2018-2021 年猪料产量分月走势

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

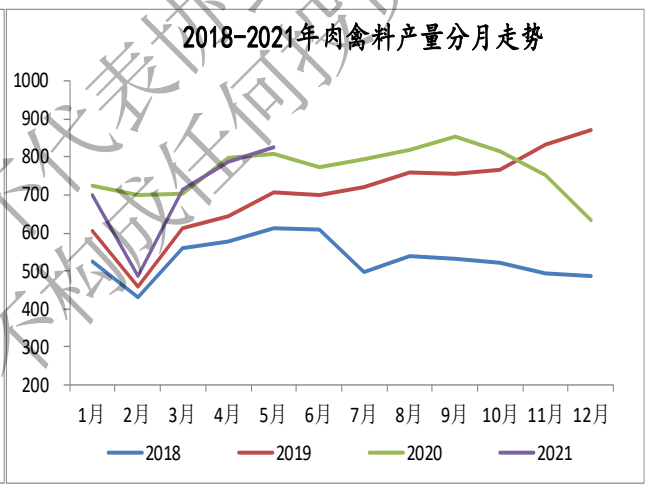


图 2-27：2018-2021 年禽料产量分月走势

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

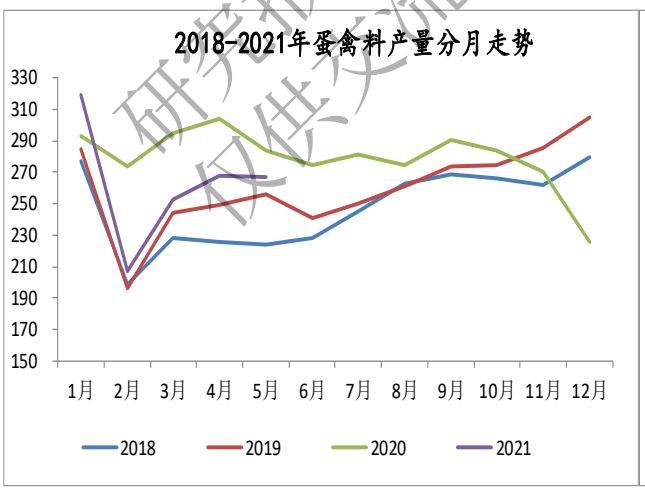


图 2-28：2018-2021 年蛋禽料产量分月走势

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

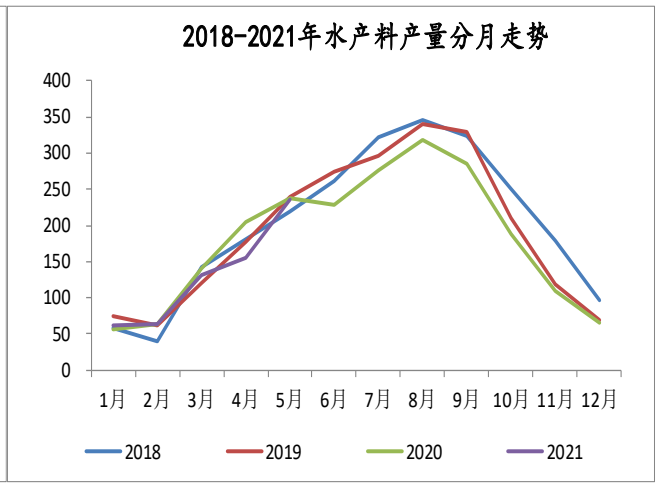


图 2-29：2018-2021 年水产料产量分月走势

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

研究报告全部内容不代表协会观点，不构成任何投资建议
仅供交流使用，

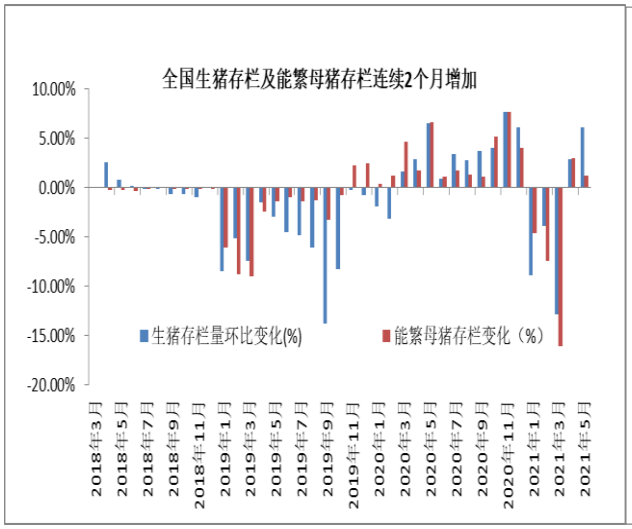


图 2-30：全国生猪及能繁母猪存栏量变化

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

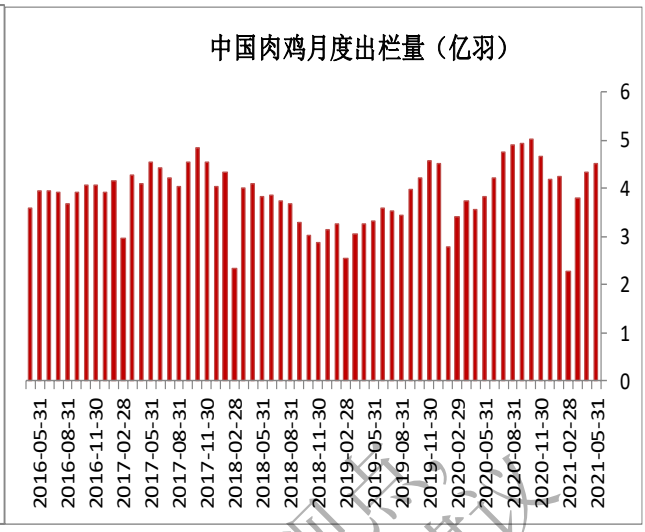


图 2-31：中国肉鸡月度出栏量

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

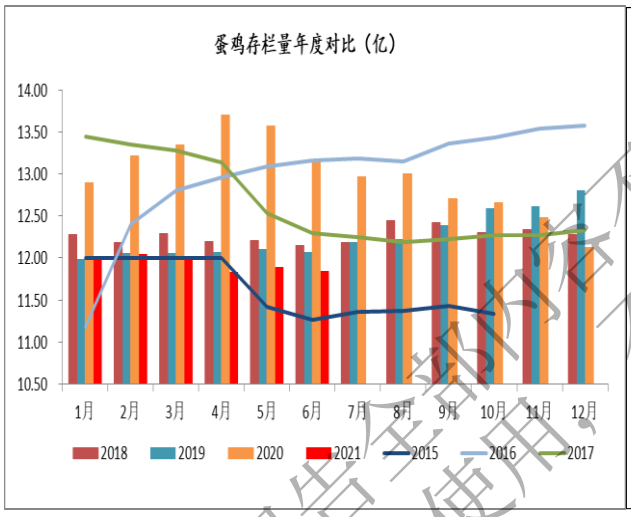


图 2-32：蛋鸡存栏月度对比

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

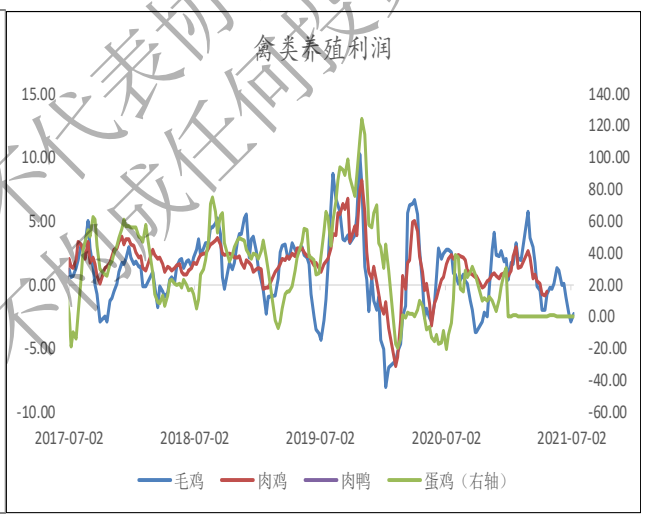


图 2-33：禽类养殖利润

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

第三部分 基金持仓分析

从美豆基金持仓表现来看，自 2020 年 3 月初由净空头转为净多头，且基金多头持仓在 11 月末达到 28.1 万张高位，12 月初有所撤离，截至 2021 年 2 月 16 日多头持仓为 23.6 万张左右；美豆粕市场资金转换较为迅速，波动也较为剧烈。2020 年 7 月初由净空头转为净多头，12 月有所撤离，截至 2021 年 2 月 16 日多头持仓为 9.7 万张。美豆超低库存背景下对天气较为敏感，天气层面仍存变数，但未来随着美豆产量得到确定后，南、北美大豆纷纷增产预期也

研究报告全部内容不代表协会观点，不构成任何投资建议，仅供交流使用

将释放偏紧格局，后期多头资金面的助推动能可能逐渐减弱，但资金面因势而变，仅作为行情判断的辅助指标。

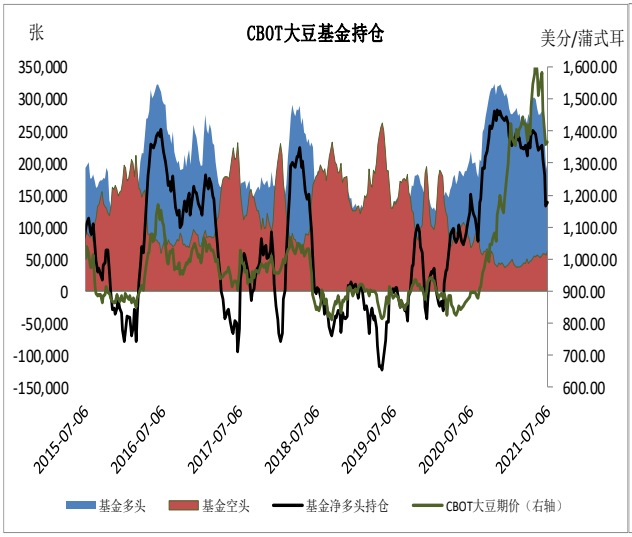


图 3-1：CBOT 大豆基金持仓

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

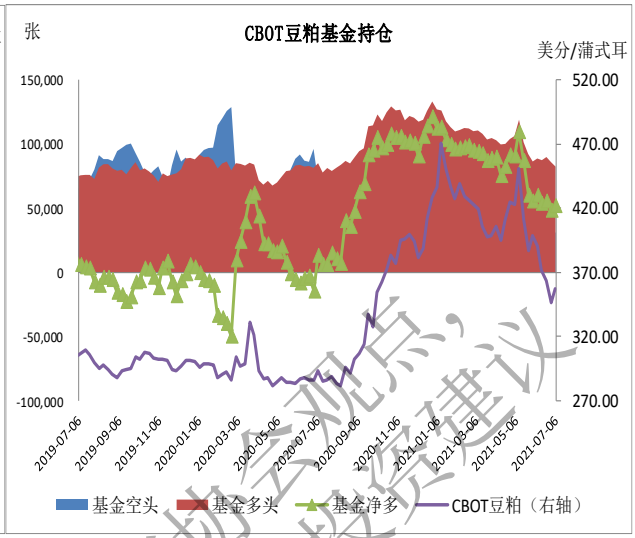


图 3-2：CBOT 豆粕基金持仓

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

第四部分 套利机会分析

一、油粕比-关注油粕比高位做空机会

6 月份以来，09 合约油粕比整体围绕 2.3-2.5 区间内趋弱波动，目前美豆超低库存及全球大豆低库存仍为主基调，因前期交易充分，转为构成支撑因素，美豆播种加快及国际植物油价格高位调整制约美豆走势，内外盘豆类市场价格高位弱势盘整，即将进入 7-8 月份美豆最关键的灌浆期，美豆供应趋紧预期下，我国油脂油料市场供应偏紧的格局暂难改善，油粕比将维持高位，后期需继续关注我国大豆进口及压榨节奏影响，后期我国大豆进口供应量降逐渐充足，若国内压榨维持高位，豆油供应偏紧格局不断改善，且伴随生猪市场产能逐月环比回升，且 7-8 月为禽类消费旺季，存栏趋于稳定，且小麦继续深度替代蛋白需求空间有限，饲料终端需求缓增预期，未来压榨将主要考虑满足饲用蛋白的需求，则豆油市场供应将相对过剩，关注油粕比高位做空机会，油粕比参考运行区间 1.9-3。

研究报告全部内容不代表协会观点，
不构成任何投资建议
仅供交流使用。

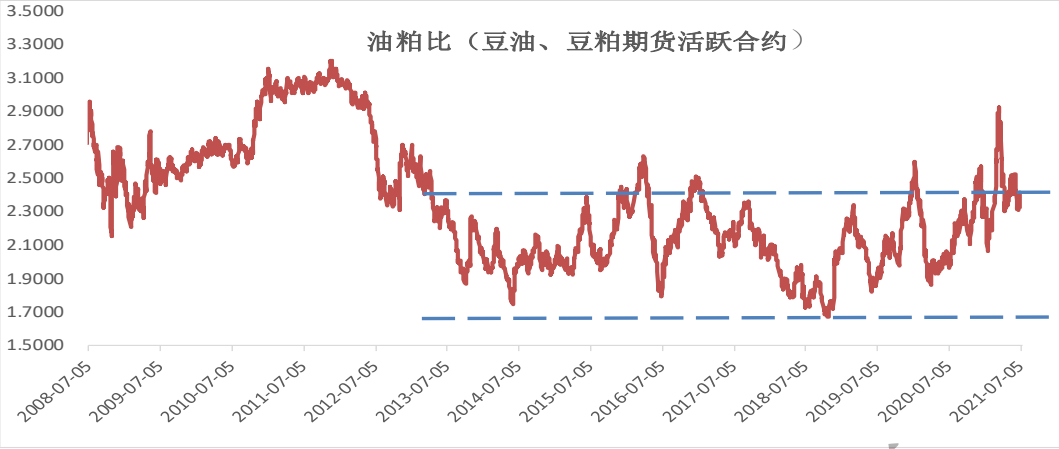


图 4-1 主力合约油粕比

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

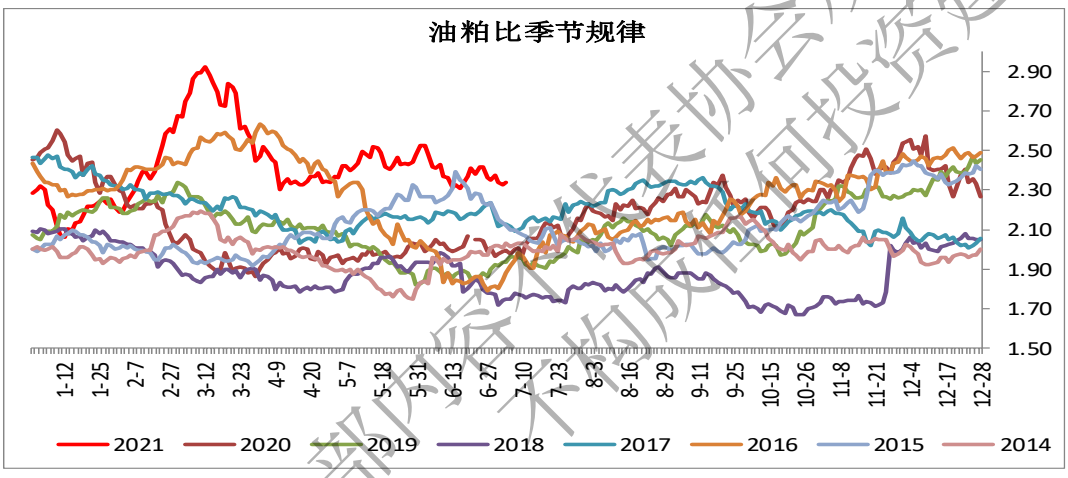


图 4-2 主力合约油粕比季节规律

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

二、饲用豆粕需求担忧，豆菜价差缓慢回升过程

6 月份，9 月份合约豆菜价差整体窄幅波动。2、3 月份水产养殖开始复苏，菜粕需求逐渐回暖，且生猪市场价格大幅回落，养殖端恐慌性出栏增加，令豆菜价差降至年内低位 510 附近，之后整体震荡缓慢走扩，4-5 月份以来，生猪市场养殖效益继续缩水，非瘟疫情担忧仍存抑制市场补栏情绪，但养殖户惜售情绪升温，前期二次育肥生猪带来的豆粕需求增量有所体现，支撑豆粕现货市场基差反弹，目前来看，6-7 月份大豆到港量较为充裕，市场关注焦点转向庞大的大豆到港与需求增量的匹配，基于长期随着生猪产能的逐渐恢复，豆粕饲用需求增量将较为明显，建议关注三季度 09 合约豆-菜粕价差扩大的机会，价差参考运行区间 450-700。

研究报告全部内容代表协会观点，仅供会员使用，不构成任何投资建议

图 4-3 豆菜粕 5 月价差

资料来源：wind、方正中期研究院整理

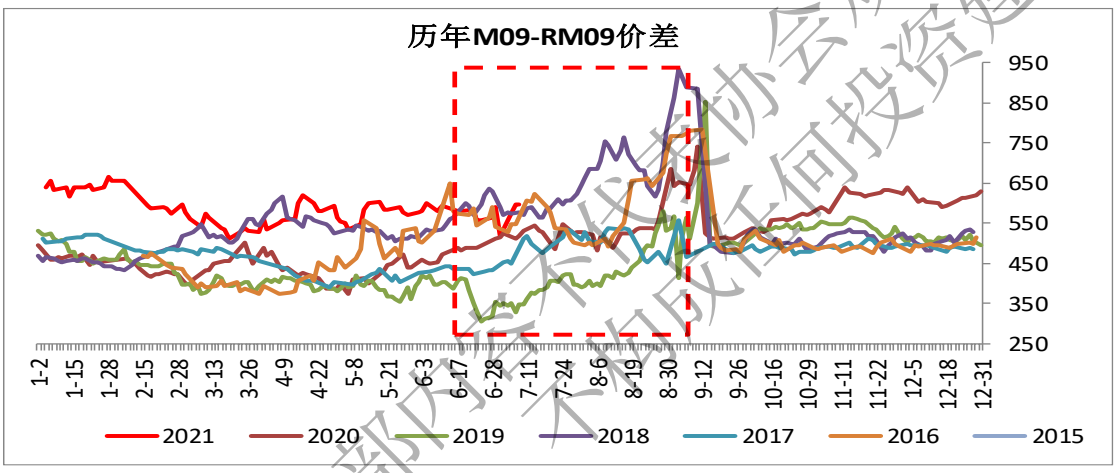


图 4-4 豆菜粕 9 月价差

资料来源：wind、方正中期研究院整理

第五部分 豆粕供需平衡表预测及解读

表 4：国内豆粕供需平衡表

项目/年度	15/16年度	16/17年度	17/18年度	18/19年度	19/20年度		20/21年度	
	估计值	估计值	估计值	估计值	1月估计值	2月估计值	1月估计值	2月估计值
期初库存	83	70	98	95	71	71	108	108
国内产量	6464	6992	7114	6707	7248	7248	7586	7664
进口量	2	2	2	7	8	8	8	8
总供应量	6549	7064	7214	6809	7327	7327	7702	7780
国内消费量	6290	6839	6984	6648	7114	7114	7474	7555
出口量	189	127	135	90	105	105	110	110
总消费量	6479	6966	7119	6738	7219	7219	7584	7665
期末库存	70	98	95	71	108	108	118	115
库存消费比	1.08%	1.43%	1.33%	1.05%	1.50%	1.50%	1.56%	1.50%

数据来源：方正中期研究院整理

研究报告全部内容不代表公司观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议

整体来看，2021/22 年度豆粕市场供需紧平衡状态向供需平衡过渡，中国进口大豆将达到 9000 吨，需求层面来看，今年以来受局地非瘟疫情复发影响，市场恐慌性出栏，养殖效益持续下滑，放缓生猪市场产能恢复节奏，但随着前期投产产能逐渐释放，豆粕消费有望逐渐修复，此外对于小麦等其他蛋白原料的替代，在去年 11 月份已经逐渐产生，目前可深入替代空间也将有限，全年豆粕需求有望继续增加，预期增至 7870 万吨，同比预计增加 3.21%，猪料消费增量将较为显著，在该消费预期下，大豆压榨将是 9960 万吨左右，国内豆粕市场的供应水平仍将取决于主产国供应情况及下游需求增量，因此中国大豆进口节奏及国内油厂压榨利润将会对豆粕的阶段性供需形成影响。

第六部分 主要结论及操作建议

一、综合分析及操作建议

上半年，国内豆粕市场价格整体较美豆走势偏弱，主要表现为豆粕需求疲软及油粕比价关系影响，一方面，春节前后局地非瘟疫情复发，生猪市场恐慌性出栏增加拖累上半年生猪存栏的恢复节奏，豆粕需求疲软；另一方面，国际原油及植物油价格强劲，生物燃料油需求强劲背景下，国内油厂豆油库存降至历年低位，库存重建偏缓预期下令豆粕价格走势偏弱于豆油市场。目前南、北美大豆市场呈现紧平衡状态，中国将按第一阶段协议内容增加美豆的采购，随着巴西可供出口大豆供应放缓，市场关注点也将再次转至美国出口及新作产量预期，USDA 美国大豆种植面积小于预期给与一定支撑，后期随着美豆生长季的到来，天气炒作仍可期待，进而有望提振美豆市场价格波段反弹态势，天气尤为重要。

国内市场来看，国内油厂大豆、豆粕库存快速增加，超过 19、20 年水平，据当前油厂压榨水平看 3 季度豆粕供应偏充足，豆粕现货价差疲软态势难改，综合来看，豆粕市场短期节奏看供给端，7 月份之后巴西对中国出口趋紧，关注美豆出口节奏及产量前景将决定短期价格走势，三季度豆粕市场价格存在波段反弹预期，而美国天气炒作能否配合及油厂榨利水平将决定后期反弹高度。长期运行趋势看需求，生猪养殖及禽类养殖效益转降，随着中国养殖量达到高峰，国内市场饲料需求见顶过程，且待南、北美大豆创纪录丰产兑现，粕价高位也将面临回调压力。2021 年国内下半年豆粕指数合约价格重心或略有下降，预计价格重心落在 3200-3800 区间内运行。

研究报告全部内容不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议

操作上，长线待美豆产量前景确定后，结合植物油需求政策，可考虑逢高布局豆粕期货空配。关注市场信号选择入场时机：1. 美国天气炒作落空；2. 国内豆粕库存积累加速；3. 中美关系影响进口贸易；4、非洲猪瘟疫情大面积复发。

图 6-1 豆粕主力合约价格走势图

资料来源：wind、方正中期研究院整理

二、企业套保策略

目前即将进入 7、8 月美豆生长关键期，美豆超低库存背景下对美豆单产的要求较高，一旦天气出现问题，则可能再次提振美豆市场重回涨势，因此，对于油厂、豆粕销售企业来说，存在豆粕价格下跌带来的收益下降的风险，短期建议顺势出货为主，但**价格高位仍存一定风险**，如宏观环境不利、天气显著好转，美豆价格高位抑制中国需求等因素出现，可能造成美豆价格的转向，届时可考虑逢高卖出套期保值策略。**合约选择 09 合约，参考入场区间 4100-4200 元/吨，实际入场时机可结合基差及供需面出现反转因素来确定。**

对于饲料生产企业、豆粕贸易企业来说，需要注意对原料的成本控制，美豆产量仍存在不确定性，叠加全球粮食紧张担忧背景下，若出现不利于美豆产量形成的条件时，可考虑在期货市场买入，锁定成本。合约选择 M2109，建仓区间：3200-3300。

研究报告全部内容不代表公司观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议

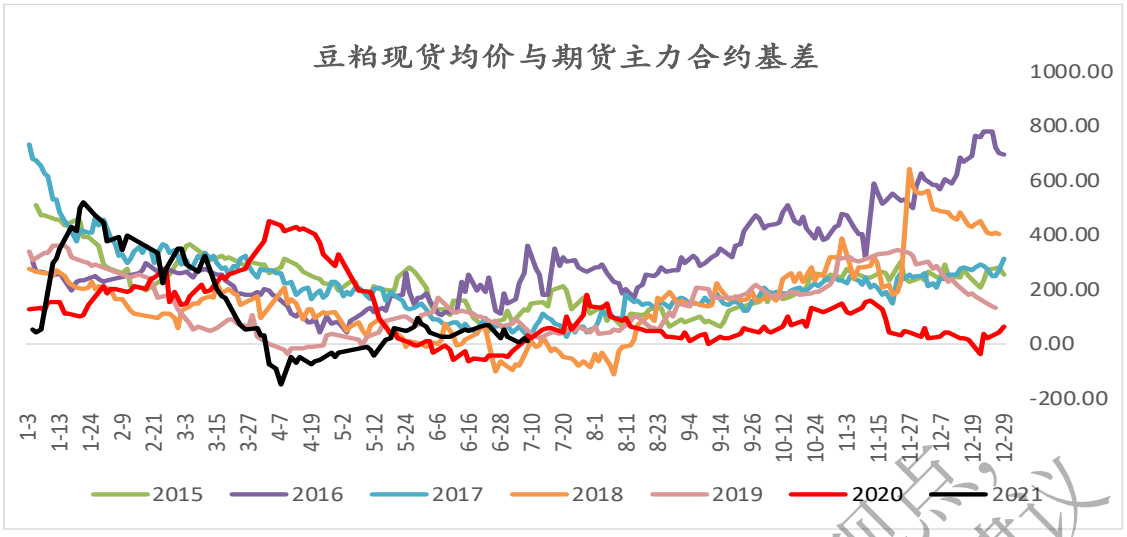
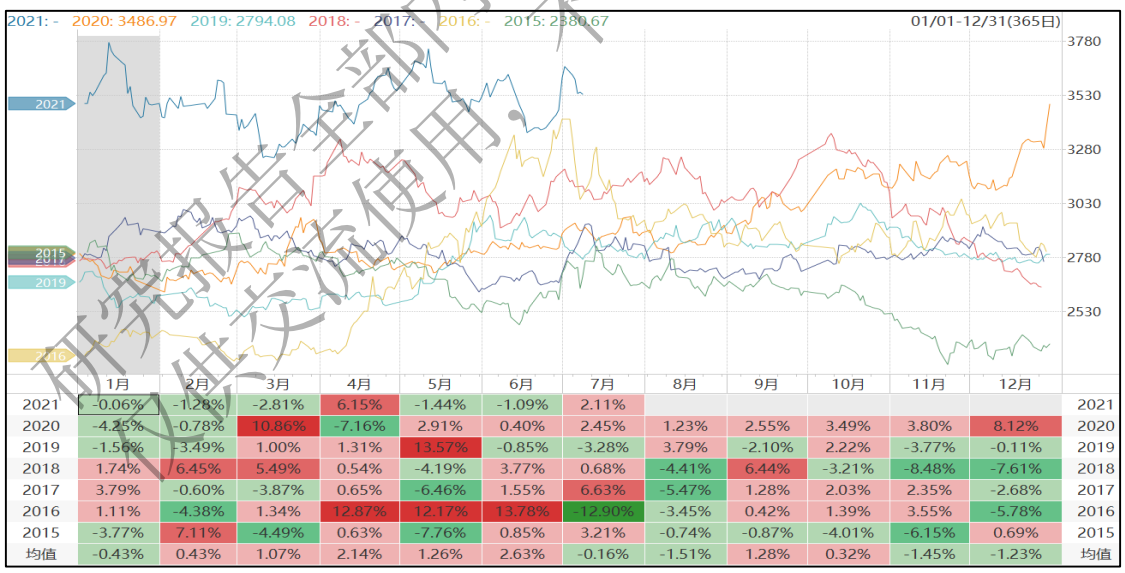


图 6-2：豆粕基差走势年度对比

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

三、豆粕指数季节性分析

从豆粕期货市场历年价格走势来看，选取 2015 年到 2021 年豆粕期货指数价格进行统计分析，得到月度涨跌概率中，7 月份上涨概率最大；3 月份和 12 月份下跌概率最大。在各月份与当年价格中，7 月份价格多为一年最高，12 月末往往达到年内最低点。



	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
2021	-0.06%	-1.28%	-2.81%	6.15%	-1.44%	-1.09%	2.11%						2021
2020	-4.25%	-0.78%	10.86%	-7.16%	2.91%	0.40%	2.45%	1.23%	2.55%	3.49%	3.80%	8.12%	2020
2019	-1.56%	-3.49%	1.00%	1.31%	13.57%	-0.85%	-3.28%	3.79%	-2.10%	2.22%	-3.77%	-0.11%	2019
2018	1.74%	6.45%	5.49%	0.54%	-4.19%	3.77%	0.68%	-4.41%	6.44%	-3.21%	-8.48%	-7.61%	2018
2017	3.79%	-0.60%	-3.87%	0.65%	-6.46%	1.55%	6.63%	-5.47%	1.28%	2.03%	2.35%	-2.68%	2017
2016	1.11%	-4.38%	1.34%	12.87%	12.17%	13.78%	12.90%	-3.45%	0.42%	1.39%	3.55%	-5.78%	2016
2015	-3.77%	7.11%	-4.49%	0.63%	-7.76%	0.85%	3.21%	-0.74%	-0.87%	-4.01%	-6.15%	0.69%	2015
均值	-0.43%	0.43%	1.07%	2.14%	1.26%	2.63%	-0.16%	-1.51%	1.28%	0.32%	-1.45%	-1.23%	均值

图 6-3：豆粕指数季节性走势

资料来源：博易大师、方正中期研究院整理

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

四、期权策略

目前巴西大豆销售节奏逐渐放缓，且在 7—8 月间美国大豆大规模进入开花、灌浆期。届时天气炒作发生概率大，价格波动率会显著上升，且价格上涨概率远大于下跌概率，结合天气题材，可考虑进行做多波动率的策略和看多期货上涨的策略。

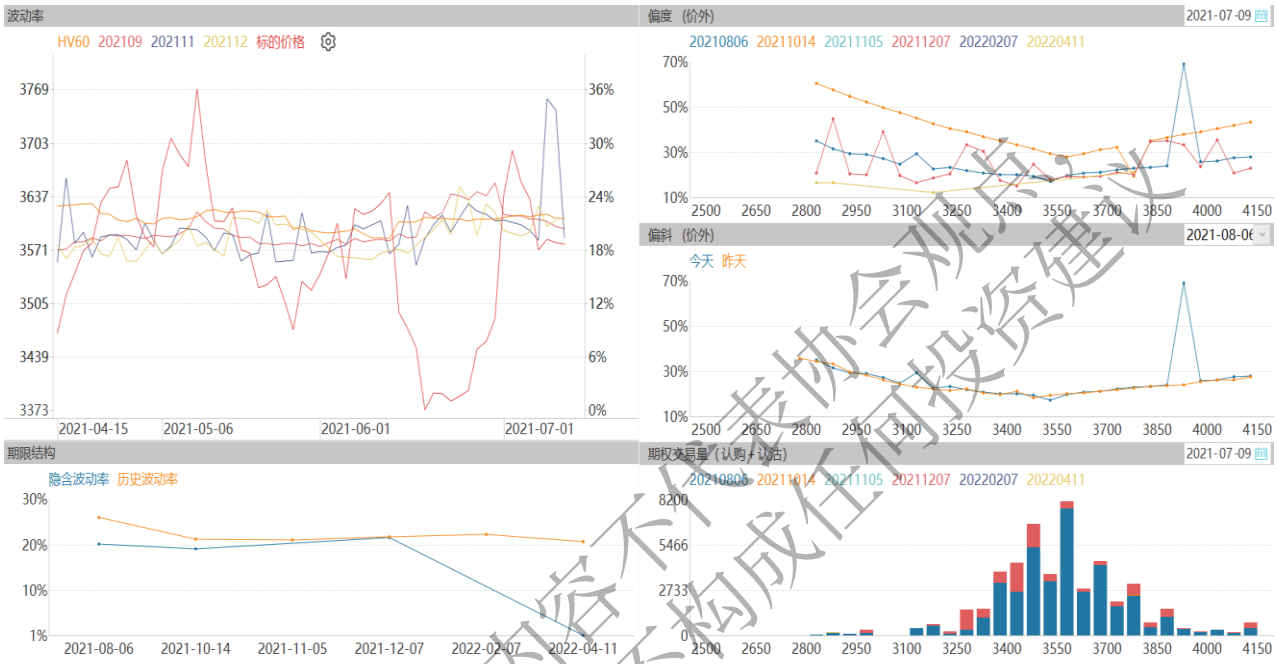


图 6-4：豆粕 09 合约期权波动率分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

从套期保值角度看，豆粕加工销售企业在粕价尚未上涨至期货卖保目标价格之前，为防止价格大幅走弱，结合当前连粕波动率处于偏高水平，可考虑逢高卖出虚值看涨期权策略进行风险控制。（值得注意的是，如想通过卖出看跌期权收取权利金来对冲采购成本，则建议有效上破 4000 元/吨区域压力后平掉期权头寸止损。以防价格大幅上涨，因被行权造成较大亏损。）

- 例如：7 月 2 日，以 2000 吨豆粕对应 200 张豆粕期权合约，卖出 M2109-C-3950 期权合约，卖出价格为 24.5 元/吨为例。一次性卖出 200 手期货合约，赚取权利金=200 手*10 吨/手*24.5 元/吨=4.9 万元权利金。
- 所需保证金=200 手*1836 元/手=36.7 万。
- 启动金=36.7-4.9=31.8 万元。
- 到期后分两种情况：

A、豆粕 2109 合约期货价格小于或等于 3974.5 元/吨（3950+24.5），则看涨期权买方不会行权，期权卖方净得权利金，达到降低成本的效果。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

B、豆粕 2109 合约期货价格大于 3974.5 元/吨，如达到 3980 元/吨，则期权买方会行权，届时，期权卖方需要购入期货合约。持仓的期货合约可以在期货市场上平仓，损益为 3950-3980+24.5=-6.5 元/吨。

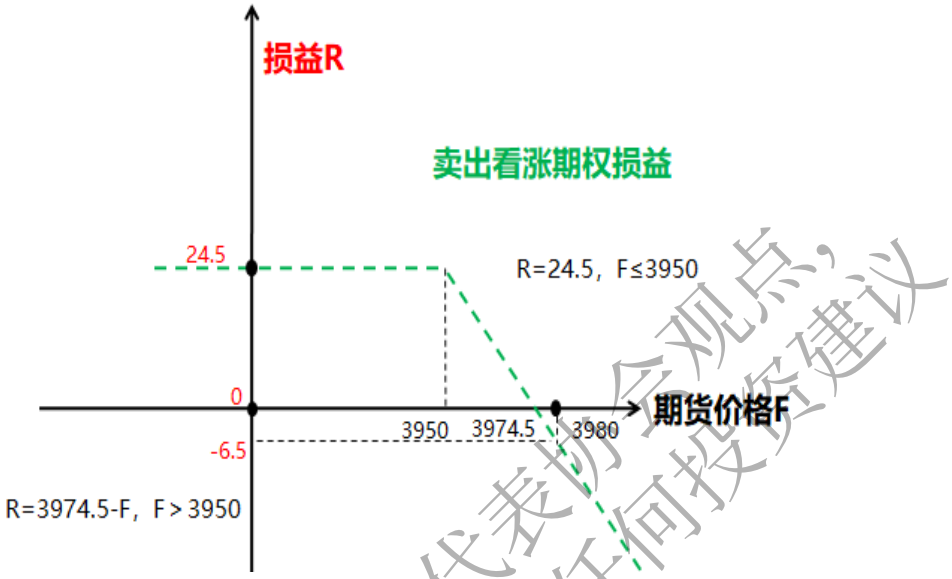


图 6-5：卖出豆粕看涨期权损益图

数据来源：方正中期研究院

第七部分 相关股票

表 5：豆粕期货相关股票

证券代码	证券简称	1月4日收盘价	7月9日收盘价	年初以来涨跌幅(%)	相关产品
000702.SZ	正虹科技	6.01	4.86	-19.13%	饲料生产
000876.SZ	新希望	24.64	13.65	-44.60%	饲料
002157.SZ	正邦科技	18.74	11.40	-39.17%	饲料
002124.SZ	天邦股份	16.06	6.65	-58.59%	饲料
002548.SZ	金新农	8.77	5.63	-35.80%	饲料加工

资料来源：方正中期研究院整理

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

联系我们：

分支机构	地址	联系电话
	总部业务平台	
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦7C	
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦11层	
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
	分支机构信息	
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东南路360号2307室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区中华大街89号大连友谊时代广场B座1105室	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市市南区香港中路61号阳光大厦21楼EH单元	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号909室、906室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
上海南泉北路营业部	上海市浦东新区南泉北路429号1703	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	南京市秦淮区洪武路359号1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
广州营业部	广州市天河区林和西路3-15号35层07,35层08,35层09	020-38783861
	风险管理子公司	
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路450 号新天国际大厦24 楼	021-20778922

重要事项：

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。

研究报告全部内容不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议