



2019.12

## 粕上油下，风展红旗如画

——2020 年豆类期货行情展望及投资策略



投资咨询从业资格号：

**吴光静**

021-33038621

wuguangjing015010@gtjas.com

Z0011992

### 报告导读：

- ◆ **我们的观点：**本轮猪通胀周期中，豆油主逻辑是 CPI 逻辑。豆油价格与 CPI 具有同步性，豆油领先豆粕上涨，也将提前结束上涨周期：2019 年 12 月-2020 年 1 月，豆油价格或阶段性见顶。豆粕主逻辑就是猪周期逻辑。在猪通胀后周期的作用下，豆粕价格将会进入上涨周期。天气虽然不是豆粕价格周期的核心逻辑，但对于豆粕价格节奏具有重要影响，2020 年“天气市”或仍是豆粕价格的主驱动。从周期角度来说，当豆粕完成上涨周期之后，本轮猪通胀周期可能就告一段落。从波动率角度，预计 2020 年豆粕波动率将会增加。

- ◆ **我们的逻辑：**

**猪通胀前期，豆油领先受益。**豆油核心逻辑是 CPI 逻辑，豆油价格与 CPI 高度相关，豆油价格通常提前于 CPI 见顶。豆油通常领先于豆粕价格上涨，也将提前见顶。考虑到本轮 CPI 高点可能在 2020 年 1 月左右，那本轮豆油价格阶段性见顶时间预计 2019 年 12 月-2020 年 1 月。

**猪通胀后期，豆粕滞后受益。**豆粕核心逻辑是猪周期。本轮猪通胀后周期，在经济和政策的双轮驱动下，国内生猪生产进入复产周期，由此将会带动饲料和豆粕需求回升。豆粕价格与猪价同步性较弱，豆粕牛市周期一般均滞后于猪价上涨周期，滞后时间上没有明显规律性。在猪通胀后周期的作用下，豆粕价格预计逐步进入上涨周期。

**豆粕上涨期，驱动仍看天气。**天气对豆粕价格节奏具有重要影响。“天气市”核心逻辑主要是“短期难以证伪”。2020 年如果大豆产区出现异常天气事件，那么将会驱动豆粕价格进入快速上涨周期。从周期角度来说，当豆粕完成上涨周期之后，那么本轮猪周期可能就告一段落。

- ◆ **投资建议：**(1) 从期货趋势策略角度而言，关注“逢低做多 DCE 豆粕 2005 合约或 2009 合约”、“逢低做多 DCE 豆一 2005 或 2009 合约”等；(2) 从期货套利策略角度而言，关注“做多 DCE 豆粕/做空 DCE 豆油”等；(3) 从期权策略角度而言，关注“买入 DCE 豆粕看涨期权”、“同时买入数量相等、执行价格相同的豆粕看涨期权和看跌期权”等；(4) 从 ETF 策略角度而言，可考虑逢低买入豆粕 ETF 策略。

### 作者简介：

**吴光静：**农产品分析师，华东师范大学经济学硕士。2007 年期货从业，致力于豆类、油脂品种等农产品期货研究，获得“2015 年期货日报-证券时报最佳农产品期货分析师”、“2015 年大连商品交易所油脂油料期货品种优秀研究员”、“2016 年度大商所十大期货投研团队”成员等。

## 目录

<b>1. 2019 年豆类期货市场回顾 .....</b>	<b>3</b>
1.1 2019 年豆类期货价格回顾 .....	3
1.2 2019 年豆类期价波动率回顾 .....	4
<b>2. 2020 年豆类市场主要驱动逻辑展望 .....</b>	<b>5</b>
2.1 猪通胀前周期，豆油领先受益 .....	5
2.1.1 CPI 构成：我国食品类 CPI 权重较高 .....	5
2.1.2 CPI 预期：2020 年 1 月或达年内高点 .....	6
2.1.3 豆油价格与 CPI 高度相关 .....	7
2.1.4 大豆产业链反向传导：从下游豆油价格往上游大豆价格传导 .....	10
2.2 猪通胀后周期，豆粕滞后受益 .....	12
2.2.1 生猪复产周期的“双轮驱动”：经济驱动 & 政策驱动 .....	12
2.2.2 饲料生产进入恢复周期 .....	19
2.2.3 豆粕饲料需求进入复苏周期 .....	21
2.2.4 豆粕牛市周期滞后于猪价上涨周期 .....	23
2.3 豆粕上涨周期驱动因素展望：天气市或仍是主驱动 .....	25
2.3.1 天气市核心逻辑：短期难以证伪 .....	25
2.3.2 2019/20 年南美大豆产量仍有不确定性 .....	26
2.3.3 2020 年大豆产区天气或仍是重要驱动 .....	27
<b>3. 结论观点和投资策略 .....</b>	<b>29</b>
3.1 结论观点 .....	29
3.2 投资策略 .....	29

## 1. 2019 年豆类期货市场回顾

### 1.1 2019 年豆类期货价格回顾

2019 年 CBOT 豆类市场期货价格呈现“先跌后涨”格局。2019 年 1-4 月，美豆类三剑客期价以下跌趋势为主（图 1-图 3 阶段①）；5-11 月，美豆类三剑客则进入上升趋势（图 1-图 3 阶段②）。其中，7-11 月，美豆油和美豆粕之间呈现“油强粕弱”：美豆油保持上升趋势，而美豆粕则重回下降阶段（图 2 阶段③，图 3 阶段②）。具体而言，上半年美豆类处于下跌阶段时，主要是由于全球大豆丰产压力、中美贸易摩擦等影响，尤其是 4 月期间，中美贸易磋商遇到挫折，美豆类快速下跌。而 5 月开始美豆类进入上涨阶段，首先是由于 2019 年春耕时节，美国大豆产区遇到数十年不遇的洪涝灾害，影响美豆春耕进度和播种面积，从而 2019 年美豆播种面积大幅下降；其次，美豆生长季节中，由于晚播影响，美豆单产水平同比下降，美豆总产量和期末库存不断下调；最后，2019 年 9 月上旬以来，中美贸易摩擦重新缓和，中方重启美豆采购、中美有望达成第一阶段协议等均激励美豆类价格。美豆粕和美豆油之间“跷跷板”：预计美豆粕走弱因豆粕需求疲弱，而美豆油走强是由于中国豆油和马来西亚棕榈油上涨带动。

图 1 2019 年 CBOT 大豆期货指数价格走势



资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

图 2 2019 年 CBOT 豆粕期货指数价格走势



资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

图 3 2019 年 CBOT 豆油期货指数价格走势



资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

图 4 2019 年 DCE 豆一期货指数价格走势



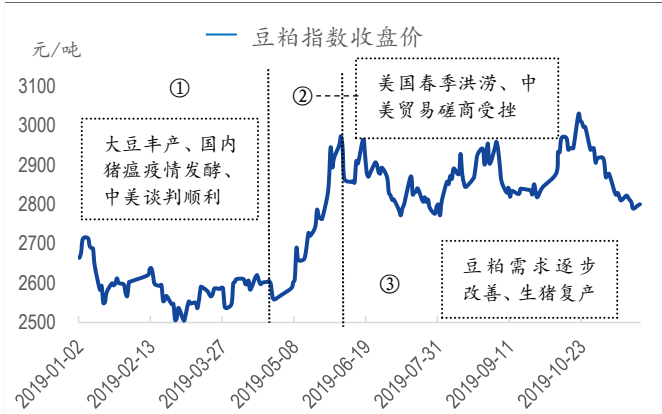
资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

2019 年 DCE 豆类市场期货价格同样“先跌后涨”，与 CBOT 豆类价格走势基本相同。2019 年 1-4 月，DCE 豆类也基本以下跌趋势为主；5-11 月，DCE 豆类也进入上升趋势。国内豆类油粕强弱关系上有一定阶段性特征：2019 年 1-2 月“油强粕弱”，5-6 月“粕强油弱”，7 月“油强粕弱”，8-10 月期间，豆油和豆粕先后创下年内新高：8 月 26 日豆油创下年内新高，10 月 22 日豆粕创下年内新高，随后 11 月 11 日豆油再创两年半新高。总体上，2019 年豆油价格走势均领先于豆粕。

DCE 豆类与 CBOT 豆类供需面影响因素基本相同，差异主要在于中美贸易摩擦。2019 年 1-5 月，DCE 豆粕和豆一也承压于全球大豆供应压力，同时国内非洲猪瘟疫情和中美磋商顺利也利空国内豆粕和豆一（图 4 和

图 5 阶段①)，而国内豆油走强则是受到年初印度下调棕榈油进口关税、中加关系偏紧等因素的影响（图 6 阶段①）；5-6 月受益于美国春耕天气担忧，国内豆粕和豆一均上涨（图 4 和图 5 阶段②），但是豆油则走弱，预计是由于现货疲弱和油粕跷跷板共同影响。7-11 月（截至收稿时止），DCE 豆油价格进入上升趋势，主要受到国内人民币汇率破 7、CPI 上涨的影响（图 6 阶段③）；9-10 月国内豆粕走强，受生猪养殖恢复边际利多影响（图 5 阶段③）。

图 5 2019 年 DCE 豆粕期货指数价格走势



资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

图 6 2019 年 DCE 豆油期货指数价格走势

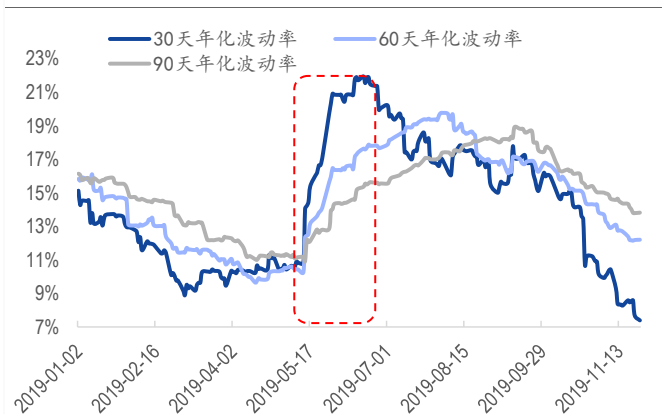


资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

## 1.2 2019 年豆类期价波动率回顾

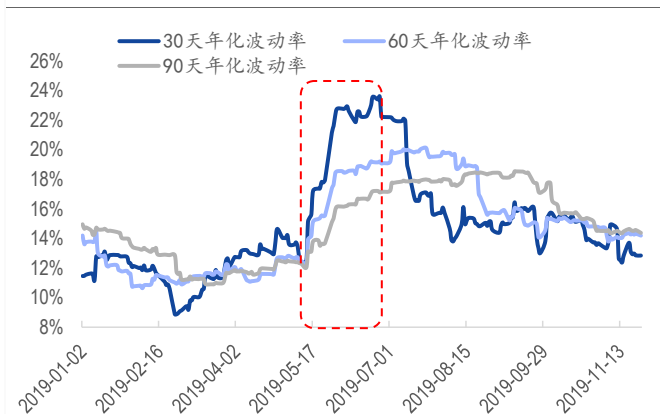
2019 年 CBOT 大豆和豆粕波动率下降，CBOT 豆油波动率上升。2019 年 1-11 月，从 30 天年化波动率来看，美豆、美粕和美豆油波动率均值分别为 14.21%、14.86%和 15.43%，波动率区间分别为 7.39%-21.95%、8.86%-23.60%和 11.16%-20.45%；从 60 天年化波动率来看，美豆三剑客波动率均值分别为 14.75%、14.86%和 15.45%，波动率区间分别为 9.64%-19.77%、10.63%-20.13%和 12.11%-19.04%。由此可见，对于美豆三剑客而言，无论是 30 天还是 60 天年化波动率，美豆油高于美豆和美豆粕；从年度对比来看，美豆油波动率较 2018 年有所上升，而美豆和美豆粕均同比下降。从驱动因素上看，美豆和美豆粕波动率上升的 5-6 月期间正值美国大豆春耕天气忧虑期，即美豆和美豆粕波动率上升主要是由于“天气市”所驱动。而美豆油波动率上升也是美豆油期货价格上涨期间，主要与中国豆油、马来西亚棕榈油价格上涨有关。

图 7 2019 年 CBOT 大豆期货指数波动率走势图



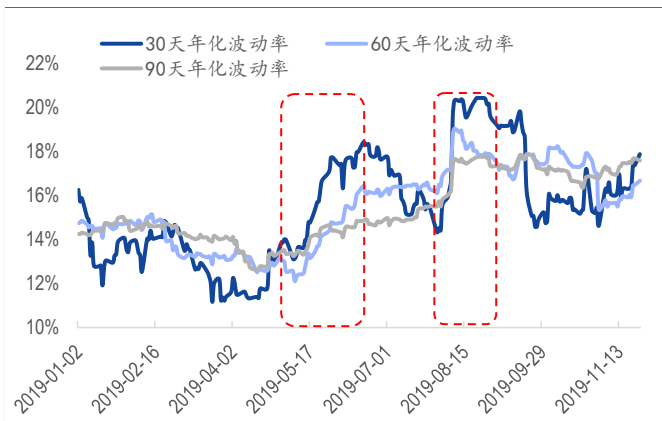
资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

图 8 2019 年 CBOT 豆粕期货指数波动率走势图



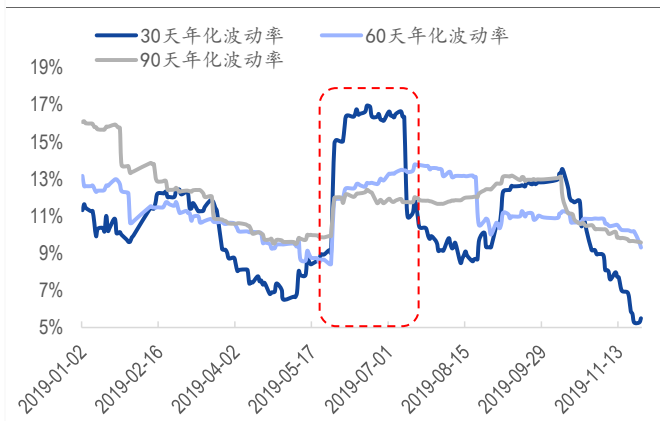
资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

图 9 2019 年 CBOT 豆油期货指数波动率走势图



资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

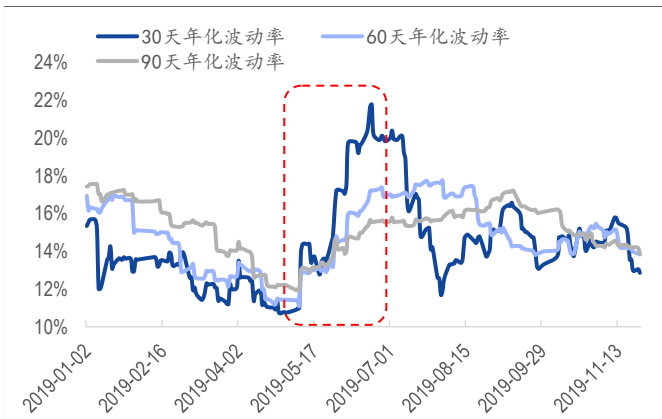
图 10 2019 年 DCE 豆一期货指数波动率走势图



资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

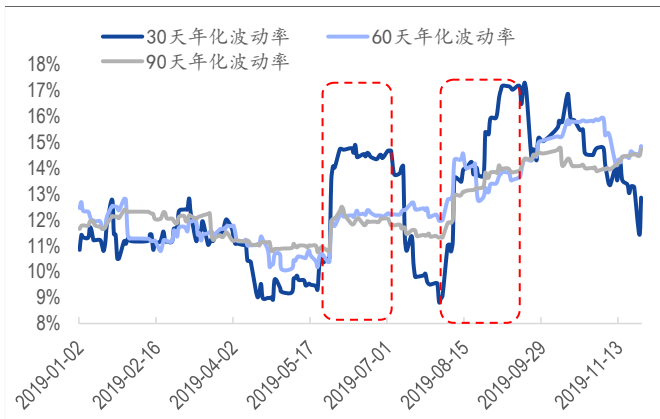
2019 年 DCE 豆油波动率同比上升，DCE 豆粕和 DCE 豆一波动率同比下降，豆油波动率仍不及豆粕。2019 年 1-11 月，从 30 天年化波动率来看，连豆一、连豆粕和连豆油波动率均值分别为 10.77%、14.46%和 12.59%，波动率区间分别为 5.28%-16.95%、10.73%-21.77%和 8.82%-17.31%；从 60 天年化波动率来看，连豆类三剑客波动率均值分别为 11.37%、14.83%和 12.62%，波动率区间分别为 8.42%-13.78%、11.11%-17.74%和 10.10%-15.93%。由此可见，连豆类三剑客波动率高低顺序分别为：豆粕、豆油和豆一，连豆粕波动率相对最高（与美豆类不同，美豆类中是美豆油最高）。从年度对比来看，无论是 30 天还是 60 天波动率，豆油波动率均高于 2018 年（2018 年豆油 30 天和 60 天波动率均值分别约 11.22%和 11.20%），豆一和豆粕均低于 2018 年（2018 年豆一和豆粕 30 天波动率均值分别约 14.57%和 17.11%，60 天波动率分别为 14.62%和 16.93%）。波动率上升均伴随着豆类期货价格上涨，豆粕和豆一波动率上升阶段也是美国春季“天气市”阶段。

图 11 2019 年 DCE 豆粕期货指数波动率走势图



资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

图 12 2019 年 DCE 豆油期货指数波动率走势图



资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

## 2. 2020 年豆类市场主要驱动逻辑展望

### 2.1 猪通胀前周期，豆油领先受益

#### 2.1.1 CPI 构成：我国食品类 CPI 权重较高

我国 CPI 中食品类（含烟酒）权重较高。我国 CPI 调查内容按照用途分为 8 个大类 262 个基本分类，其中，大类包括食品、烟酒、衣着、家庭设备用品及维修服务、医疗保健和个人用品、交通和通信、娱乐教育文化用品及服务、居住。美国 CPI 分为 8 大类 211 个基本分类，日本分为 10 大类 585 个代表商品，欧元区综合 HICP 分为 12 大类 700 多个代表商品。我们将上述主要国家 CPI 分类和权重做出对比可知，我国食品类 CPI 高于美国、日本和欧元区国家，居住类（家庭设备用品及维修服务、水电燃气）与交通类权重低于美国和日本。



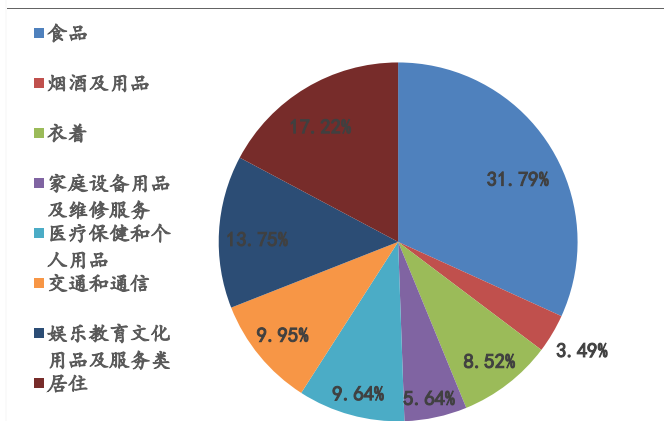
表 1：中国与主要国家 CPI 构成项目和权重对比

中国		美国		日本		欧元区	
CPI 大类	权重%	CPI-U 大类	权重%	CPI 大类	权重%	HICP 大类	权重%
食品	31.79	食品与饮料	15.256	食品	25.25	食品	17.394
烟酒及用品	3.49					烟酒及用品	4.657
居住	17.22	居住	41.02	居住	21.22	居住与水电燃气	7.278
家庭设备用品及维修服务	5.64			家庭设备用品及维修服务	3.45	家庭设备用品及维修服务	9.325
				水电燃气	7.04		
衣着	8.52	衣着	3.562	衣着	4.05	衣着	6.975
医疗保健和个人用品	9.64	医疗	7.061	医疗	4.28	医疗	2.758
交通和通信	9.95	交通	16.875	交通与通信	14.21	交通	14.421
		通信	3.581			通信	2.352
娱乐教育文化用品及服务	13.75	教育	3.216	教育	3.34	教育	1.004
		娱乐	6.044	文华与娱乐	11.45	文华与娱乐	10.307
						餐饮与酒店	18.195
		其他	3.385	其他	5.69	其他	5.334
合计	100		100		99.98		100

资料来源：方霞，蒋美云《CPI 与大宗商品期货价格波动的实证研究》p. 135、国泰君安期货产业服务研究所

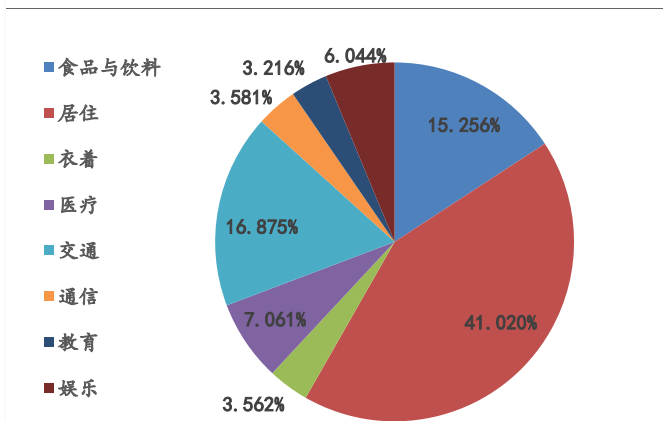
近几年来我国 CPI 构成项目中食品比重虽然有所下降，但是占 CPI 权重依然较高。根据 wind 统计，2016-2019 年我国食品烟酒在 CPI 中的权重分别为 29.61%、30%、30%和 29.64%，较 2011 年食品及烟酒用品权重 35.28%有明显下降，但是依然占据 CPI 分类中的最高权重，由此食品价格对于我国 CPI 影响较大。

图 13 我国 CPI 分类和权重（2011 年）



资料来源：相关资料，国泰君安期货产业服务研究所

图 14 美国 CPI 分类和权重（2011 年）

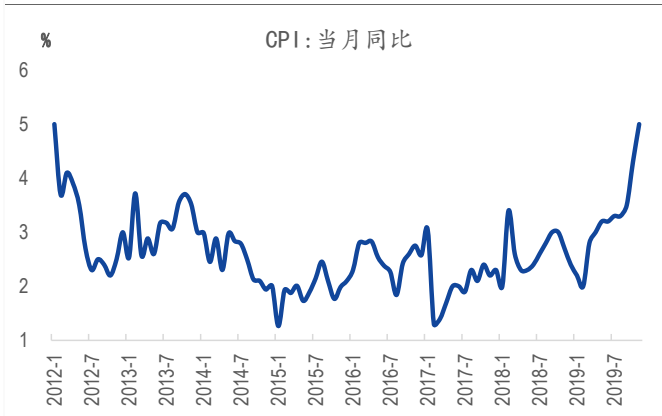


资料来源：相关资料，国泰君安期货产业服务研究所

### 2.1.2 CPI 预期：2020 年 1 月或达年内高点

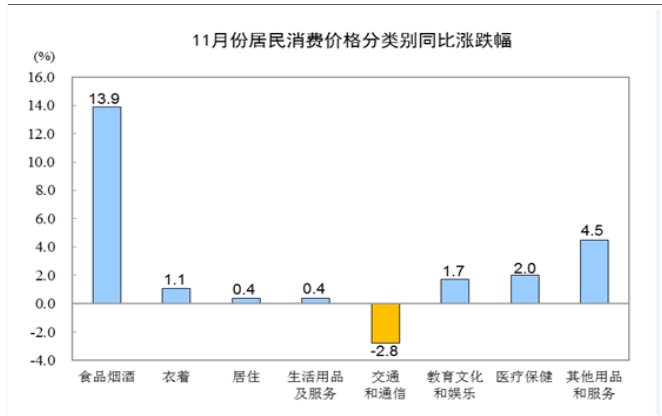
2019 年 11 月我国 CPI 同比上涨 4.5%，创下 2012 年 2 月以来的新高。根据国家统计局数据，2019 年 11 月我国 CPI 同比上涨 4.5%，创下 2012 年 2 月以来新高。其中，城市上涨 4.2%，农村上涨 5.5%；食品价格上涨 19.1%，非食品价格上涨 1.0%；消费品价格上涨 6.5%，服务价格上涨 1.2%。具体而言，食品烟酒类价格同比上涨 13.9%，影响 CPI 上涨约 4.10 个百分点。食品中，畜肉类价格上涨 74.5%，影响 CPI 上涨约 3.27 个百分点，其中猪肉价格上涨 110.2%，影响 CPI 上涨约 2.64 个百分点。其他七大类价格同比“六涨一降”：其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 4.5%、2.0%和 1.7%，衣着、居住、生活用品及服务价格分别上涨 1.1%、0.4%和 0.4%；交通和通信价格下降 2.8%。由于本轮 CPI 上涨中贡献度最大的是猪肉价格，所以我们也称本轮 CPI 上涨周期称之为“猪通胀”。展望后期 CPI 同比涨幅，目前市场上普遍预期 2020 年 1 月左右 CPI 同比涨幅可能会达到 5%以上，达到全年最高点。

图 15 2012-2019 年我国 CPI 同比涨幅



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 16 2019 年 11 月 CPI 分类别同比涨跌幅



资料来源：国家统计局，国泰君安期货产业服务研究所

### 2.1.3 豆油价格与 CPI 高度相关

#### ● 豆油价格与 CPI 高度相关

**豆油价格与 CPI 高度相关。**我们对豆类品种价格与 CPI 相关性做出简单测算，结果如下：对于豆类期货价格而言，豆一、豆粕和豆油期货价格与 CPI 相关性分别为：0.59、0.57 和 0.73；对于豆类现货价格而言，大豆、豆粕和豆油现货价格与 CPI 相关性分别为：0.47、0.22 和 0.70。由此可见，无论是期货价格还是现货价格，豆油价格与 CPI 相关性最高。

表 2：中国豆类与 CPI 相关系数测算

CPI	黄大豆 1 号 期货价格	豆粕 期货价格	豆油 期货价格	大豆 现货价格	豆粕 现货价格	豆油 现货价格
CPI: 当月同比	0.59	0.57	<b>0.73</b>	0.47	0.22	<b>0.70</b>
CPI: 非食品: 当月同比	0.47	0.47	0.22	0.24	0.00	0.20
CPI: 食品: 当月同比	0.53	0.49	<b>0.75</b>	0.43	0.25	<b>0.76</b>

资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

#### ● 豆油期价与 CPI 具有同步性，同时豆油通常提前于 CPI 见顶

**CBOT 豆油价格与 CPI 具有同步性，同时 CBOT 豆油通常提前于 CPI 见顶。**我们对 1960-2010 年期间 CBOT 豆油期货价格牛市周期中豆油期货价格峰值出现的时间与当月美国 CPI 同比涨幅进行对比后发现，CBOT 豆油期货价格牛市周期中豆油期货价格峰值出现的时间基本上与 CPI 同比涨幅的阶段性高点出现的时间吻合，并且 CBOT 豆油期货价格峰值出现的时间通常提前于 CPI 同比涨幅阶段性见顶的时间。

表 3：CBOT 豆油牛市峰值时期与美国 CPI 同比涨幅对比

CBOT 豆油 牛市序列	时间阶段	价格区间 (美分/磅)	涨幅	美国 CPI：当月同比
①	1962.07-1966.08	7.41-14.48	95.41%	1966 年 8 月美国 CPI 同比涨幅 3.5%，是 1962-1966 年期间次高点，CPI 同比最高点是 1966 年 10-11 月的 3.8%
②	1968.10-1974.09	6.94-49.35	611%	1974 年 9 月美国 CPI 同比涨幅 11.90%，是 1968-1974 年期间次高点，CPI 同比最高点是 1974 年 12 月的 12.30%
③	1976.01-1977.05	14.95-32.67	118%	1977 年 5 月美国 CPI 同比涨幅 6.7%，是 1976-1977 年期间次高点，CPI 同比最高点是 1977 年 6 月的 6.9%
④	1983.01-1984.05	15.99-41.07	157%	1984 年 5 月美国 CPI 同比涨幅 4.2%，是 1974-1985 年期间第三高点，最高点和次高点分别是 1984 年 3 月 4.8% 和 4 月 4.6%
⑤	1986.09-1988.07	13.07-32.95	152%	1988 年 7 月美国 CPI 同比涨幅 4.1%，是 1986-1988 年期间第四高点，其余高点时间分别为：1987 年 10-11 月 4.5%，1987 年 9 月和 12 月 4.4%，1987 年 8 月 4.3%
⑥	2001.10-2004.03	14.78-34.85	136%	2004 年 3 月美国 CPI 同比涨幅 1.7%，在 2001-2004 年期间处于较低位置，而在此期间，美国 CPI 同比涨幅最高点分别为 2004 年 11 月 3.5% 和 6 月 3.3%
⑦	2005.02-2008.03	18.86-70.40	273%	2008 年 3 月美国 CPI 同比涨幅 4.0%，在 2005-2008 年期间，2008 年 3 月美国 CPI 同比涨幅处于高位区间，最高点是 2008 年 6 月 5.6%
⑧	2008.12-2011.04	29.22-59.73	104%	2011 年 4 月美国 CPI 同比涨幅 3.2%，在 2008-2011 年期间，2011 年 4 月美国 CPI 同比涨幅处于高位区间，最高点是 2011 年 9 月 3.9%

资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

**DCE 豆油与 CPI 具有同步性，同时通常提前于 CPI 见顶。**我们再对 DCE 豆油期货价格牛市周期中 DCE 豆油期货价格指数峰值出现的时间与当月中国 CPI 同比涨幅进行对比，我们同样发现，DCE 豆油期货价格峰值出现的时间与 CPI 同比涨幅的阶段性高点出现的时间基本吻合，并且 DCE 豆油期货价格峰值出现的时间也通常提前于中国 CPI 同比涨幅阶段性见顶的时间。

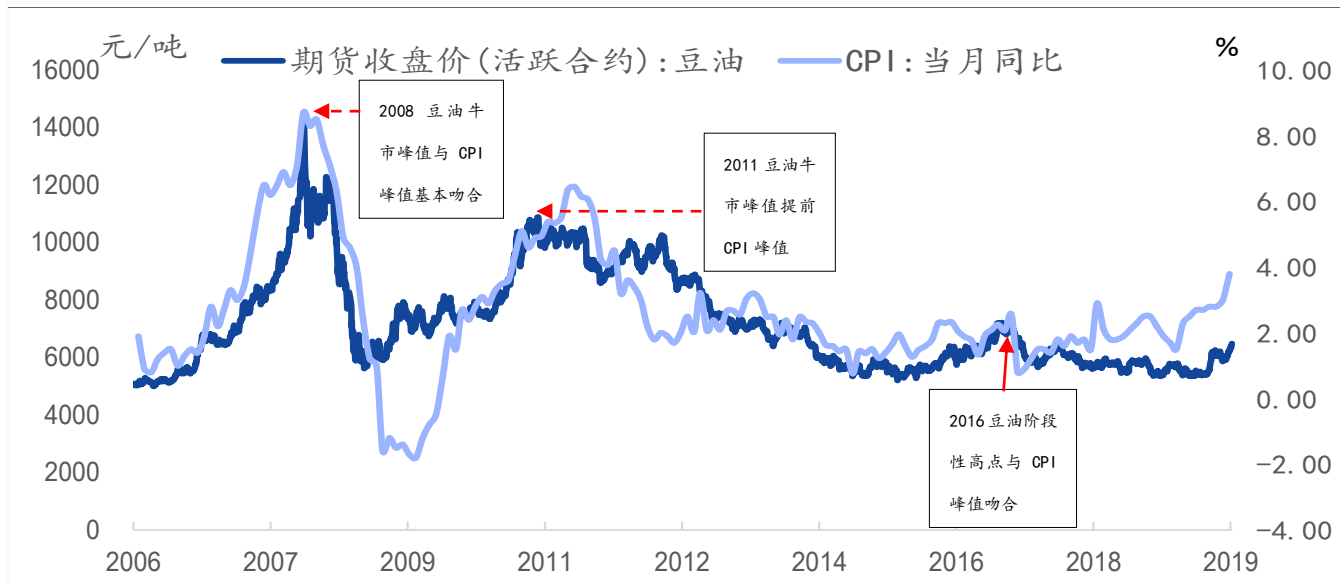
表 4：DCE 豆油牛市阶段（包括主要的阶段性上涨）与中国 CPI 同比涨幅对比

DCE 豆油 牛市序列	时间阶段	价格区间 (元/吨)	涨幅	中国 CPI：当月同比
①	2006.01-2008.03	4560-15000	229%	2008 年 3 月中国 CPI 同比涨幅 8.3%，创下 1996 年 8 月以来第三高点，最高点和次高点分别为 2008 年 2 月 8.7% 和 2008 年 4 月 8.5%
②	2008.10-2011.02	5580-10400	86%	2011 年 2 月中国 CPI 同比涨幅 4.94%，创下 2008 年 9 月以来最高点，随后 CPI 继续上升，直至 2011 年 7 月创下最高点 6.45%
③	2015.07-2016.12	5168-7340	42%	2016 年 12 月中国 CPI 同比涨幅 2.08%，在 2015-2017 年期间处于高位区间，阶段性高点为 2017 年 1 月 2.55%

资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所



图 17 2006-2019 年我国豆油期货价格与 CPI 同比涨幅对比

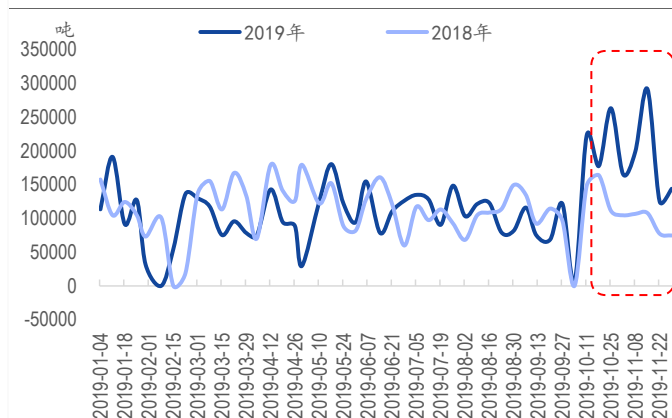


资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

### ● 豆油现货与 CPI 具有同步性：现货同步走强

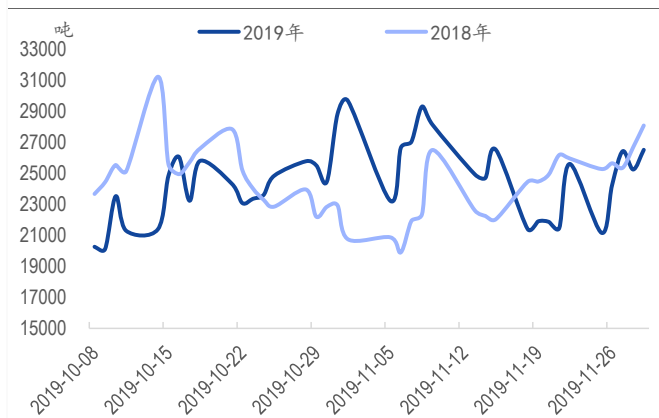
2019 年 1-11 月国内豆油成交量好转，国庆节后豆油成交显著上升。根据第三方机构（天下粮仓）统计，2019 年 1 月-11 月 29 日，国内散装豆油成交量累计约 563.5061 万吨，日均成交量约 2.5614 万吨，同比增加 6.34%，6 月下旬-8 月中旬和国庆节之后豆油成交量明显好转。提货量方面，2019 年 1 月-11 月 29 日，纳入统计口径 72 家油厂提货量累计约 499.534 万吨，日均提货量约 2.281 万吨。其中，2019 年 10 月 8 日-11 月 29 日，上述油厂日均提货量约 2.4524 万吨，2018 年同期日均提货量约 2.4437 万吨，2019 年上述时间豆油日均提货量同比增加约 0.40%。

图 18 2018-2019 年豆油周度成交量对比图



资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

图 19 2018-2019 年 10-11 月豆油提货量对比图



资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

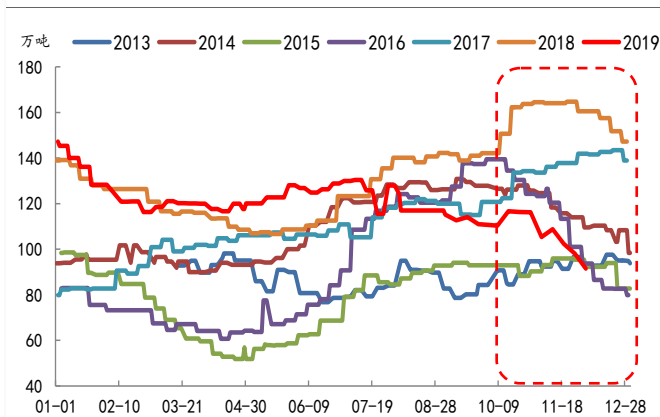
2019 年 1-11 月国内豆油港口库存处于下降趋势。2019 年 1 月-11 月 26 日，豆油港口库存均值约 122.89 万吨，较 2018 年均值同比下降 7.46%，较 2017 年均值高出约 9.38%。从库存下降的时间看，2013-2019 年期间，豆油港口库存峰值出现在 2018 年 11 月中下旬，此后国内豆油港口库存就进入下降趋势。从年内库存变化来看，2019 年 7 月中旬以后，豆油库存进入较为明显的下降趋势：截至 12 月 3 日当周，豆油港口库存已经下降至 2013 年以来同期最低水平。

图 20 2013-2019 年豆油港口库存



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 21 2013-2019 年豆油港口库存



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

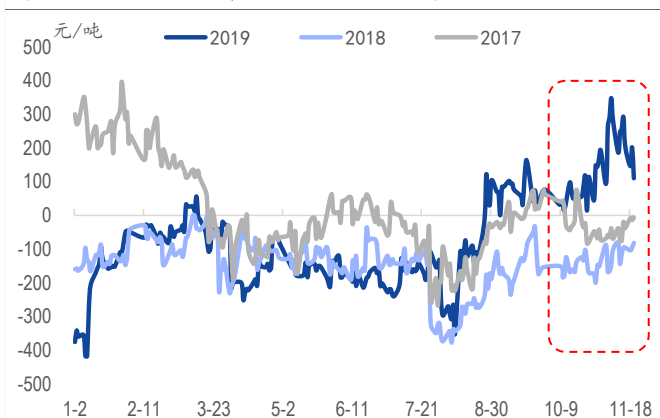
2019 年 1-11 月豆油基差处于上升趋势。我们采用“豆油基差 = 张家港四级豆油现货价格 - 豆油期货主力合约收盘价”作为观察豆油基差的指标，根据该统计口径，2019 年 1 月 9 日至 11 月 7 日，豆油基差从 -418 元/吨上涨 348 元/吨，11 月中旬以后豆油基差有所下降。其中，8 月 12 日至 11 月 7 日期间，豆油基差加速上涨：从 -326 元/吨上涨至 348 元/吨，11 月 7 日豆油基差也创下了 2019 年以来最高值（截至收稿时止）。

图 22 2017-2019 年豆油基差



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 23 2017-2019 年豆油基差对比图



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

豆油现货同步走强，与期价和 CPI 均有同步性。我们通过格兰杰因果检验对于豆油和 CPI 因果关系的验证结果是：“豆油价格是 CPI 的格兰杰原因”。我们从豆油现货成交量、提货量、库存和基差等现货指标可以看出，2019 年 1-11 月豆油现货情况确实有所改善，尤其是 2019 年 7 月-10 月期间豆油现货均处于相对偏强格局，豆油现货与期货和 CPI 同步走强。

#### 2.1.4 大豆产业链反向传导：从下游豆油价格往上游大豆价格传导

##### ● 大豆产业链反向传导：从下游豆油价格往上游大豆价格传导

大豆产业链价格存在反向传导关系，从下游豆油价格往上游大豆价格传导。根据相关研究<sup>1</sup>，对于大豆产业链上三种价格：“大豆批发价格”、“豆油批发价格”和“豆油零售价格”三者之间存在反向传导，即：豆油零售价格是豆油批发价格的原因，豆油批发价格是大豆批发价格变化的原因。反之，大豆批发价格的变化不是豆油批发价格变化的原因，豆油批发价格也不是豆油零售价格变化的原因。由此，大豆产业链是下游价格往上传导的传导，反之则不成立。即豆油零售价格上涨（下跌）可能导致豆油批发价格上涨（下跌），豆油批发价格上涨（下跌）可能导致大豆批发价格上涨（下跌）；而大豆批发价格的涨跌对于豆油批发价格及豆油零售价格则没有同样的传导机制。

<sup>1</sup> 刘宏曼 《中国大豆产业安全实证研究》p. 78-79 和 p. 85

对于这种现象，该研究解释为：（1）豆油市场属于需求导向型市场，最终消费者的需求决定豆油零售价格。豆油市场行情变化、消费者收入变化、豆油替代品的价格变化、零售商的市場力量等等是导致豆油零售价格变化的主要原因，而作为前端成本的大豆批发价格和豆油批发价格则相对不重要，即上游对下游价格传导的因果关系不存在。（2）纵向价格传递中存在着下游对上游的反向传导，即下游价格涨跌可以带动上游价格涨跌，说明“大豆批发-豆油批发-豆油零售”产业链条中，豆油零售商和豆油批发商占据主导地位，对价格存在一定的控制能力。

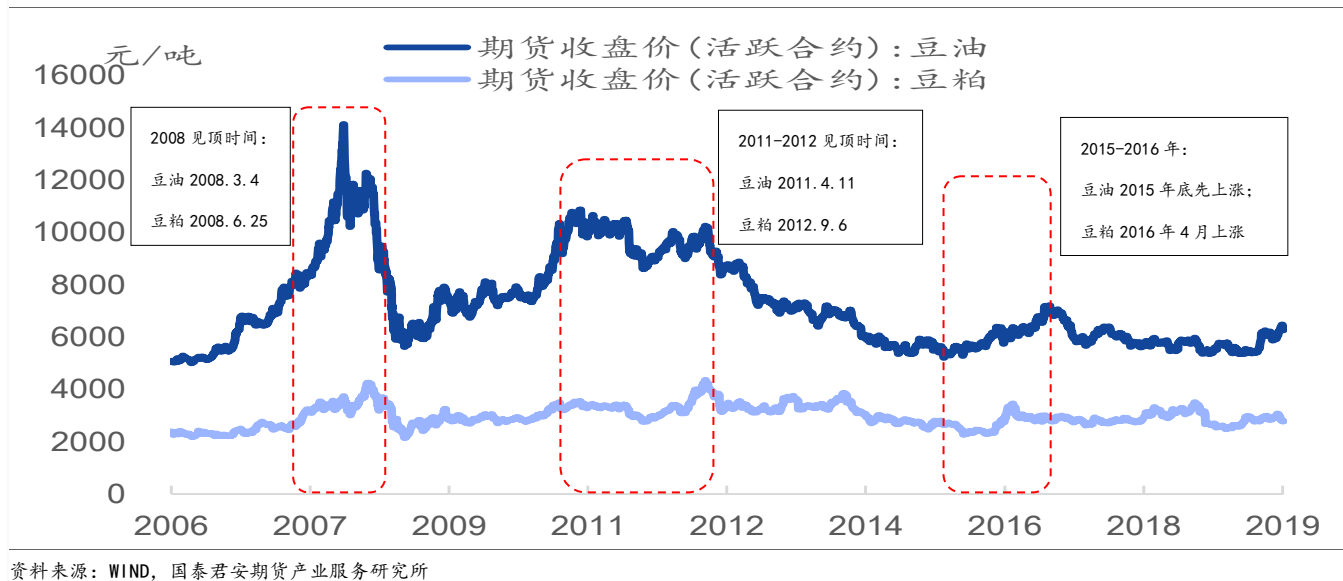
此外，在短期传递速度上，大豆产业链的下游价格对上游价格的传递速度均滞后一期，并均表现为正向影响；在短期传递强度上，存在非对称性，同时豆油批发价的传递强度最高，其次是豆油零售价格，而大豆批发价格传递强度最低。

对于豆油价格周期领先于大豆和豆粕价格周期的特征，我们认为，除了上文所分析的豆油消费市场特点之外，可能还与豆油的工业领域用途有关。虽然国内豆油基本上都是食用消费，但是其他豆油主产国（美国、巴西、阿根廷）豆油均用作生物柴油消费，这样豆油与原油价格具有较高的相关性。如果原油价格上涨，就会带动豆油等植物油价格上涨。原油价格周期与宏观经济周期密不可分，我们也可以简单的用美林时钟来理解：当经济处于繁荣期时，投资需求增加，从而带动工业品价格进入上升周期；当经济处于滞胀期时，农产品则更受青睐，即工业品价格一般会领先于农产品价格上涨。比如 2007-2008 年牛市周期中，原油价格出现大幅上涨，也带动了当时植物油价格上涨。由此，由于豆油具备生物柴油消费的工业消费特征，而工业品周期通常领先于农产品周期，所以从这个角度而言，豆油价格周期会领先于大豆和豆粕价格周期。

#### ● 大豆产业链反向传导的实际验证：豆油牛市周期通常领先于豆粕牛市周期

**DCE 豆油牛市周期通常领先于豆粕牛市周期。**自从国内豆油期货自 2006 年上市以来，经历过两次牛市周期（这里我们对于牛市周期的界定为“价格从谷值到峰值翻一倍”），分别为 2007-2008 年牛市和 2011-2012 年牛市。在这两轮牛市周期中，豆油价格均提前于豆粕上涨，同时也提前于豆粕价格见顶：2008 年牛市周期中，豆油价格见顶时间 3 月 4 日，豆粕价格见顶时间 6 月 25 日；2011-2012 年牛市周期中，豆油价格见顶时间 2011 年 4 月 11 日，而豆粕价格见顶时间为 2012 年 9 月 6 日。此外，对于 2015-16 年豆油和豆粕价格表现，我们界定为“阶段性上涨”，即价格涨幅较大、但是价格涨幅没有达到翻倍的标准。在这一阶段性上涨周期中，豆油依然领先于豆粕上涨，2015 年底豆油就进入上涨周期，而豆粕直到 2016 年 4 月才开始上涨。但是豆油价格经历了两次见顶时间：第一次豆油价格于 2016 年 6 月见顶，此时仍是领先于豆粕见顶时间，豆粕直到 2016 年 7 月 1 日才见顶。但是豆油出现了第二次上涨，最终见顶时间为 2016 年 12 月 15 日，而豆粕在 7 月 1 日见顶之后就进入下降趋势，没有出现二次见顶。如果我们把观察周期再缩小，仅就 2019 年来说，其实我们依然可以发现豆油领先于豆粕：豆油出现第一次阶段性高点在 2019 年 3 月 4 日，而豆粕第一次阶段性高点出现在 2019 年 6 月 4 日；豆油出现第二次阶段性高点在 8 月 26 日，豆粕出现第二次阶段性高点在 10 月 22 日。这两次阶段性高点出现的时间豆油分别领先于豆粕 3 个月和 2 个月左右。所以，通过上述统计，豆油价格周期通常领先于豆粕价格周期。

图 24 2006–2019 年我国豆油期货价格与豆粕期货价格对比



### ● 小结: 本轮猪通胀周期中, 豆油或仍将提前见顶

本轮猪通胀周期中, 豆油周期依然领先于豆粕周期。本轮食品价格上涨周期主要是由猪价引起, 即终端食品价格先上涨, 所以我们认为, 本轮食品价格上涨的传导顺序将是终端食品到上游原料的反向传导, 越接近终端食品的产品价格将会领先上涨。由此, 我们对于豆油和豆粕价格上涨顺序的判断是: 先是接近终端产品的豆油上涨, 然后才是中间品豆粕的上涨。

2019 年 12 月-2020 年 1 月, 国内豆油价格可能阶段性见顶。展望后期 CPI 同比涨幅, 目前市场上普遍预期 2020 年 1 月左右, CPI 同比涨幅可能会达到 5% 以上, 达到全年最高点。根据我们前文对于豆油和 CPI 关系分析, 豆油价格一般会提前 CPI 见顶。我们认为, 在本轮猪通胀周期中, 豆油价格提前上涨, 预计也将提前结束。所以, 豆油价格阶段性见顶时间早则 2019 年 12 月, 晚则 2020 年 1 月。

## 2.2 猪通胀后周期, 豆粕滞后受益

### 2.2.1 生猪复产周期的“双轮驱动”: 经济驱动 & 政策驱动

#### ● 经济驱动: 高猪价驱动生猪产量增加

##### (1) 蛛网模型: 生猪市场属于发散型蛛网, 高猪价将会驱动生猪产量增加

蛛网模型观察本期价格波动对下一期产量的影响及由此产生的价格与产量的周期波动规律。蛛网模型通过引进时间变化的因素, 连续考察属于不同时期的需求量、供应量和价格之间的相互作用, 用动态的方法分析农产品、畜牧产品类生产周期较长的商品产量和价格在偏离均衡状态以后的实际波动过程及结果。蛛网模型基本假定为: 商品前一期价格  $P_{t-1}$  决定本期的产量  $Q_t$ , 即供应函数为  $Q_t = f(P_{t-1})$ ; 商品本期需求量  $Q_d$  决定于本期的价格  $P_t$ , 即需求函数为  $Q_t = f(P_t)$ 。

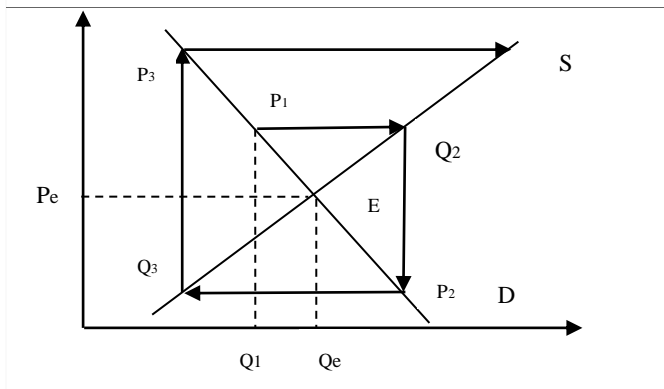
生猪市场呈现发散式蛛网特征。发散式蛛网, 即如果商品的供应价格弹性大于需求价格弹性 (供应曲线的斜率小于需求曲线斜率), 则当市场受到外力干扰偏离原有的均衡状态之后, 实际价格和产量上下波动的幅度会越来越大, 不能恢复至均衡状态。表现在图形上, 就是商品产量和价格的波动逐渐加剧, 偏离均衡点越来越远, 形成一个向外扩散的蛛网。生猪市场是典型的完全竞争市场, 其供应弹性大于需求弹性, 在没有外部反方向干扰的情况下, 会呈现出发散式蛛网特征 (如图 25 和 26)。

生猪市场发散式蛛网特征使得市场形成按照即期价格进行价格预期的生产方式。对于生猪供求市场的发散式蛛网特征而言, 当市场上生猪供应量为  $Q_1$  时, 此时生猪供应量小于均衡量  $Q_e$ , 供不应求决定其价格  $P_1$  高于均衡价格  $P_e$ , 养猪者按此价格进行价格预期, 把生猪的供应增加到高于需求水平  $Q_2$ 。但是因为从补栏仔猪到育肥猪出栏需要 4 个月左右, 在仔猪长大出栏上市以前, 虽然仔猪数量已经超过它们育肥后上市时市场对生猪的需求量, 但是生猪供求市场上显现出来的仍然是供不应求, 所以生猪价格居高不下, 人们也不断



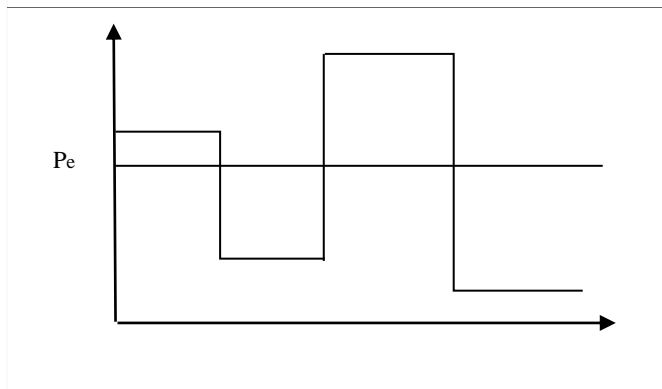
按此价格继续增加补栏。4 个月后，仔猪长大出栏，生猪市场的供不应求变成供过于求，于是生猪价格下跌至  $P_2$ ，养殖户再次按照低于均衡价格水平进行价格预期，从而大量减少仔猪补栏，使生猪供应量降至  $Q_3$ ，有的甚至不堪亏损宰杀母猪。4 个月后又造成供不应求，导致价格上涨至  $P_3$ 。正是这种按照即期价格进行价格预期的生产决策方式，使生猪产量时高时低，加大市场“蛛网”式波动状态。

图 25 发散式蛛网与价格波动



资料来源：《中国生猪市场价格波动研究》，国泰君安期货产业服务研究所

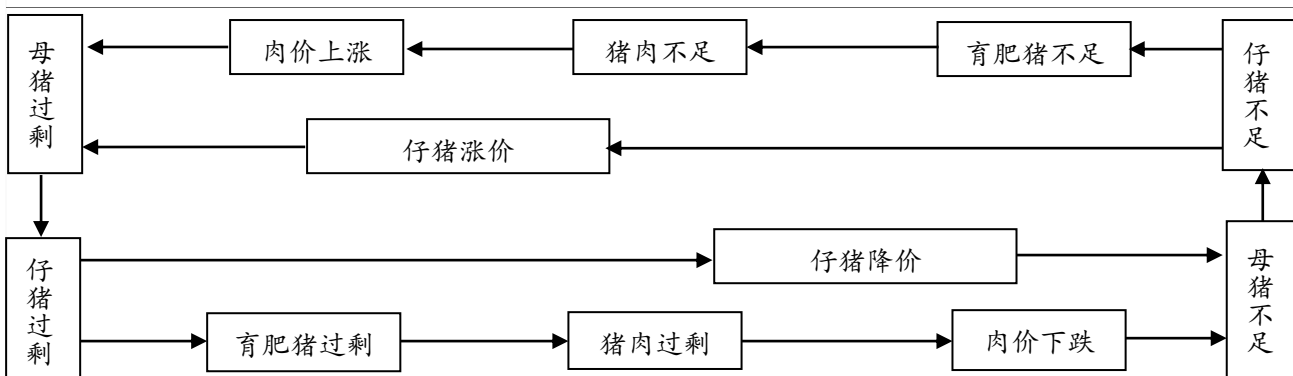
图 26 发散式蛛网与价格波动



资料来源：《中国生猪市场价格波动研究》，国泰君安期货产业服务研究所

生猪市场蛛网特征和生猪生产周期特征共同作用，当生猪价格高企时，生猪生产会呈现趋同性增加趋势。生猪生产的周期循环（如图 27）和蛛网特征是不可分割的整体。从育肥猪不足到育肥猪过剩及期间伴随着母猪和仔猪的增减变化完全取决于生产者的价格预期，这种价格预期基本上是对当前价格呈现出正方向的反应。当生猪价格高时增加饲养量，价格低时减少饲养量，这种增加容易造成生产的趋同性。

图 27 猪生产周期性循环示意图



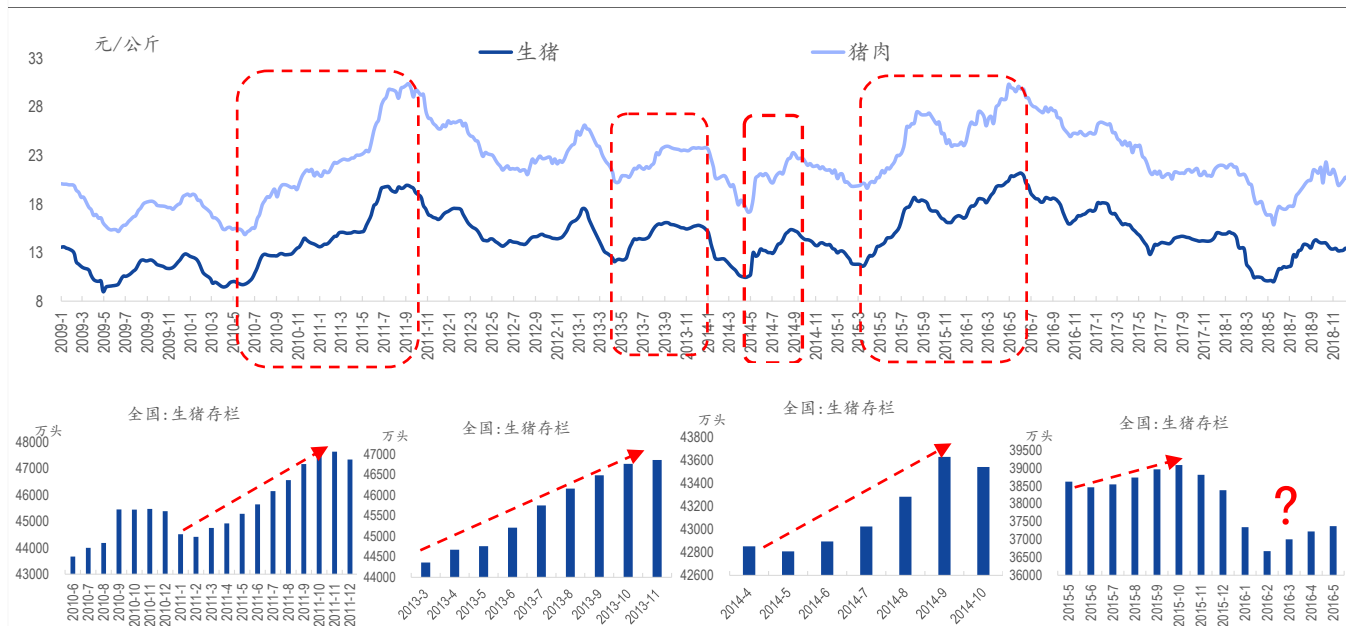
资料来源：吕杰《中国生猪市场价格波动研究》p75-76，国泰君安期货产业服务研究所

## (2) 高猪价驱动生猪生产增加的实际验证

生猪价格高企引起生猪存栏量增加的实际验证。2009-2018 年期间，对于猪价上涨的四个阶段：2010.07-2011.09、2013.05-2014.01、2014.05-2014.09 和 2015.05-2016.05，前面三个阶段都对应生猪存栏量的上升（如图 28 和表 5），只有 2015.05-2016.05 期间，在猪价上涨期间，生猪存栏量前五个月小幅增加，而 2015.11-2016.05 期间，生猪存栏量出现下降。在此期间，生猪存栏量和猪价出现背离，主要是由于环保政策的影响，如图 29 所示。2014.04-2016.12 月期间，我国出台大量环保法律法规，在执行过程中出现部分“一刀切”现象，对于生猪养殖做出限制，从而我国生猪存栏量不升反降。除了过度执行环保政策时期之外，在猪价高企时均伴随生猪存栏量上升。



图 28 2009–2018 年我国猪价和猪肉价格与存栏量对比图



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

表 5：2009–2018 年期间我国猪价上涨对应的生猪存栏变化情况

时间周期	生猪价格（元/千克）	猪价变化情况	生猪存栏（万头）	存栏变化情况
2010.07–2011.09	10.89–19.92	82.92%	44000–47158	7.18%
2013.05–2014.01	12.25–15.82	29.14%	44758–75731	2.17%
2014.05–2014.09	10.76–15.23	41.54%	42809–43628	1.91%
2015.05–2016.05	13.84–21.12	52.60%	38615–37372	-3.22%

资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 29 近年来部分生猪养殖环保规定

时间	法规名称	部门	相关内容
2014.04	《环境保护法》	全国人大	畜禽选址应符合相关规定，畜禽粪便、尸体和污水等废弃物进行科学处置，防止污染环境
2015.04	《水污染防治行动计划》	国务院	2017 年底前，依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场（小区）和养殖专业户，京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成
2015.11	《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》	农业部	大力发展生猪标准化规模养殖，提高养殖的生产效率和生产水平
2016.06	《全国生猪生产发展规划（2016–2020 年）》	农业部	将全国分为重点发展区、约束发展区、潜力增长区和适度发展区 4 个区域。推进标准化规模养殖，促进养殖废弃物综合利用
2016.12	《关于进一步加强畜禽养殖污染防治工作的通知》	环境保护部、农业部	加强畜禽养殖污染防治的执法能力建设，将畜禽养殖污染防治纳入日常监管范围，对存在违法问题的养殖场要严肃处理

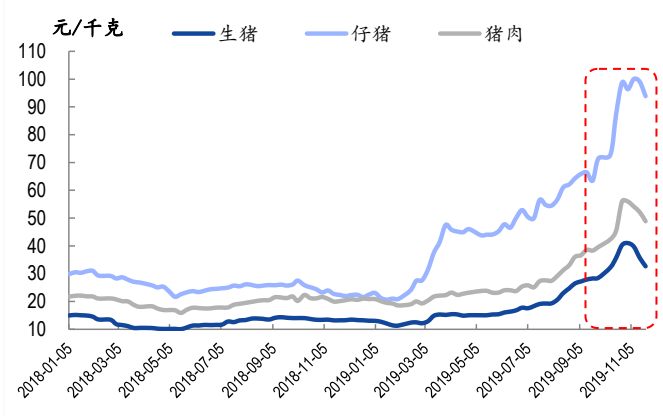
资料来源：任泽平《猪价创新高引发的深层次思考》，国泰君安期货产业服务研究所

### （3）高猪价、高养殖利润将会激励生猪生产进入复苏周期

2019 年 11 月猪价和养殖利润均创历史新高，这将激励生猪生产进入复苏周期。2018 年 5 月我国猪价进入上涨周期，2018 年 5 月 18 日–2019 年 11 月 1 日，我国 22 省市生猪平均价从 10.01 元/公斤上涨至 40.98 元/公斤，涨幅约 309%；2018 年 5 月 18 日–2019 年 10 月 25 日，猪肉平均价从 15.86 元/公斤上涨至 56.02 元/公斤，涨幅约 253%；2019 年 1 月 18 日至 11 月 8 日，仔猪平均价从 20.63 元/公斤上涨至 100.03 元/公斤，涨幅约 385%。截至 2019 年 11 月，我国猪价经过前期 19 个月上涨，猪价高点价格已经较前期低点价格上涨 2–3 倍，创下历史新高。养殖利润方面，2019 年 1–11 月，我国自繁自养生猪和外购仔猪养殖利润均值分别为 896.2 元/头和 826.61 元/头，利润均值水平创下 2010 年以来新高。其中，11 月 1 日当周，自繁自养

生猪和外购仔猪养殖利润分别为 3079.73 元/头和 2781.06 元/头，均创历史新高。我们认为，高猪价、高养殖利润会激励生猪生产进入复苏周期。

图 30 2006-2019 年我国 22 省市生猪、猪肉、仔猪价格



资料来源：WIND、国泰君安期货产业服务研究所

图 31 2010-2019 年自繁自养生猪和外购仔猪养殖利润



资料来源：WIND、国泰君安期货产业服务研究所

### ● 政策驱动：生猪复产的关键因素

政策驱动是国内生猪生产恢复的关键驱动因素。2019 年 8 月以来我国促进生猪生产政策密集出台。首先，农业农村部会同国家发改委、财政部、自然资源部、生态环境部、交通运输部、银保监会等部门出台 17 条政策措施支持生猪生产发展。这些政策措施主要包括基础设施、贷款贴息、保险、粪污处理、补助补贴、养殖用地、禁养区划定、运输、抵押贷款、农机等十个方面，如图 32。其次，近 24 个省份相继出台稳定恢复生猪生产的具体方案，如图 33。再次，8 月 21 日以来国务院、农业部会议频繁提出要恢复生猪生产，其中 11 月 17 日农业部会议上提出：**各地要把加快恢复生猪生产作为当前的政治任务，全力推动生猪生产加快恢复。**此外，目前（截至收稿时止）各级农业类会议上不断指出要恢复生猪生产：如 11 月 30 日全国畜牧业工作会议上，中共中央政治局委员、国务院副总理胡春华指出：**像抓粮食生产一样抓生猪生产**，全面落实各项政策措施，坚决完成恢复生产目标任务，确保元旦春节和全国“两会”期间猪肉市场供应稳定。12 月 2 日农业农村部召开党组会议强调千方百计加快恢复生猪生产，要总结推广各地的典型复养增养模式，引导大型养猪企业发挥自身优势，采取“公司+农户”、生产托管、入股加盟、租赁等方式，带动中小养殖场户尽快补栏增养、恢复生产。12 月 6 日，农业农村部关于出台《加快生猪生产恢复发展三年行动方案》，在生产恢复目标中对于生猪恢复生产提出“两个确保”：今年要尽快遏制生猪存栏下滑势头，**确保年底前止跌回升**，确保明年元旦春节和全国“两会”期间猪肉市场供应基本稳定；**确保 2020 年年底前产能基本恢复到接近常年的水平，2021 年恢复正常。**

由此，目前国内关于加快生猪生产的各项政策不断涌现，这与前几年环保政策中对于生猪养殖的限制形成鲜明对比。我们认为，目前密集出台促进生猪生产政策是国内生猪生产恢复的关键驱动因素，而且生猪生产恢复进度还可能出现超预期情况。

图 32 多部委出台 17 条措施支持生猪生产发展

政策	主要内容
基础设施	对 2020 年底前新建、改扩建种猪场、规模猪场（户）和禁养区内规模猪场（户）异地重建等给予适当补助，支持动物防疫、粪污处理、养殖环境控制、自动饲喂等基础设施建设；2019 年适当增加生猪调出大县奖励资金规模，重点支持生猪生产发展、动物疫病防控和流通基础设施建设
贷款贴息	种猪场、规模猪场流动资金贷款贴息实施期限延长至 2020 年 12 月 31 日，在延长期内，将符合规定的种猪场、规模猪场用于新建、改扩建的建设资金纳入支持范围
保险	自 2019 年 5 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，暂时将能繁母猪保额从 1000-1200 元增加至 1500 元、育肥猪保额从 500-600 元增加至 800 元，鼓励具备条件的地方把握时间窗口，持续开展并扩大生猪价格保险试点
粪污处理	扩大畜禽粪污资源化利用整县推进项目实施范围，2020 年优先选择 100 个生猪存栏量 10 万头以上的非畜牧大县开展畜禽粪污资源化利用
补助补贴	2019 年实施生猪良种补贴，补贴标准每头能繁母猪每年不超过 40 元；非洲猪瘟强制扑杀补助经费由现行按年结算调整为每半年结算发放一次，中央和省级财政资金下达后，县市要在三个月内将补助资金给付到位；强化省级财政的统筹作用，对非洲猪瘟防控经费保障、落实稳定生猪生产、强制扑杀补助等政策措施确有困难的县市，可降低或取消县市财政承担比例
养殖用地	生猪养殖用地按农用地管理，不需办理建设用地审批手续，在不占用永久基本农田的前提下，合理安排生猪养殖用地空间，允许生猪养殖用地使用一般耕地，作为养殖用途不需耕地占补平衡；生猪养殖圈舍、场区内通道及绿化隔离带等生产设施用地，根据养殖规模确定用地规模，增加附属设施用地规模，取消 15 亩上限规定，保障生猪养殖生产的废弃物处理等设施用地需求
禁养区划定	依法科学划定禁养区，国家法律法规和地方法规之外的其他规章和规范性文件不得作为禁养区划定依据；开展禁养区划定情况排查，立即整改违反法律法规规定超划禁养区情形；加强禁养区整改调整政策支持，对禁养区内关停需搬迁的规模化养殖场户，优先支持异地重建，对符合环保要求的畜禽养殖建设项目，加快环评审批，对确需关闭的养殖场户，给予合理过渡期，严禁采取“一律关停”等简单做法
运输	从 2019 年 9 月 1 日起，对整车合法运输仔猪及冷鲜猪肉的车辆，恢复执行鲜活农产品运输“绿色通道”政策，在 2019 年 9 月 1 日至 2020 年 6 月 30 日期间，对整车合法运输种猪及冷冻猪肉的车辆，免收车辆通行费
抵押贷款	在辽宁、河南、广东、重庆开展土地经营权、养殖圈舍、大型养殖机械抵押贷款试点，支持具备生猪活体抵押登记、流转等条件的地区按照市场化和风险可控原则，积极稳妥开展生猪活体抵押贷款试点；对符合授信条件但暂时遇到经营困难的种猪场（地方猪保种场）、生猪规模养殖场和屠宰加工企业，不得盲目限贷、抽贷、断贷
农机	将全国农机购置补贴机具种类范围内的所有适用于生猪生产的机具品目原则上全部纳入省级补贴范围，对生猪养殖场（户）购置自动饲喂、环境控制、疫病防控、废弃物处理等农机准备应补尽补

资料来源：农业农村部网站，国泰君安期货产业服务研究所

图 33 各地出台稳定生猪生产措施

部门	发布时间	政策主要内容
山东省委、省政府	2019.08	力争今年生猪核心产能保持稳定，净调出 280 万头；2020 年，产能恢复加快，净调出 320 万头；2022 年，净调出 420 万头。强化政策扶持，如生猪养殖保险政策、种猪场直补政策、生猪养殖屠宰企业贴息政策、担保政策、冻猪肉储备政策、养殖用地政策、环评政策、绿色通道政策、农机购置补贴政策、扑杀补助政策等。
湖北省政府	2019.09	对 13 个核心种猪场和地方品种保种场给予一次性补助，对万头以上的规模猪场给予贷款贴息，对育肥猪保险试点县给予保费补贴。对存栏 500 头以上的能繁母猪场，每头给予 100 元的一次性补助
广东省委、省政府	2019.09	严格实行生猪生产红线制度。修订《广东省生猪生产发展总体规划和区域布局（2018-2020 年）》，明确各地市最低生猪出栏量，确保全省生猪自给率稳定在 70% 以上。制定实施稳产保供“猪十条”
四川省委、省政府	2019.09	印发《促进生猪生产保障市场供应九条措施》，确保稳产保供尽快见成效，稳定市场预期。鼓励支持有条件的养殖场户扩大生产，重点支持龙头企业在四川布局发展
江西省委、省政府	2019.09	生猪净调出量力争每年达到 1000 万头以上，全面启动生猪复产增养行动计划，通过加强政策引导，龙头企业带动，加大引种扩繁力度，加强复产增养技术指导，新建、改扩建一批标准化生猪规模养殖场，增加生猪存栏规模
安徽省农业农村厅、安徽省财政厅等	2019.09	发布《关于落实稳定生猪生产保障市场供给若干政策措施的通知》，加强财政扶持力度，安徽省级财政安排 2000 万元，重点支持受影响较大的生猪调出大县规模化养殖场（户）临时性生产救助
湖南省人民政府办公厅	2019.09	发布《关于促进生猪生产保障市场供应的政策措施》，出台 12 条措施，稳定生猪生产
中华人民共和国自然资源部	2019.09	发布《自然资源部办公厅关于保障生猪养殖用地有关问题的通知》，生猪养殖用地作为设施农用地，按农用地管理，不需办理建设用地审批手续，生猪养殖圈舍、场区通道及绿化隔离带等生产设施用地，根据养殖规模确定用地规模
国务院办公厅	2019.09	发布《国务院办公厅关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》，稳定当前生猪生产，规范禁养区划定与管理，持续加强非洲猪瘟防控，加强生猪产销监测，加快构建现代养殖体系，完善动物疫病防控体系，健全现代生猪流通体系
河南省人民政府办公厅	2019.10	发布《关于加快稳定生猪生产保障市场供应的通知》，出台 13 条具体措施，进一步落实政府属地管理和部门联防联控责任，继续严格落实“五控一隔离”、疫情监测排查报告、突发疫情应急处置等综合防控措施
江苏省人民政府办公厅	2019.10	发布《关于稳定生猪生产保障市场供应推动生猪产业高质量发展的实施意见》，落实生猪稳产保供各项举措，推动生猪产业高质量发展，确定各市最低猪肉自给率目标任务（2020-2022）
山东省人民政府办公厅	2019.10	发布《关于稳定生猪生产促进转型升级的实施意见》，出台了 10 条具体措施，稳定生猪生产
安徽省人民政府办公厅	2019.11	发布《关于稳定生猪生产促进转型升级的实施意见》，出台了 16 条具体措施，切实稳定当前生猪生产
天津市农业农村委、市发改委、市财政局	2019.11	发布《关于稳定生猪生产保障市场供应暨加强非洲猪瘟防控的实施方案》，发布多条措施稳定生猪生产，如对核心育种场和新建种猪场引进种猪每头给予 1000 元补贴，补贴期限从政策发布之日起到 2020 年底等

资料来源：国泰君安证券，公开资料，国泰君安期货产业服务研究所

图 34 2019 年 8 月下旬以来国务院、农业部等会议频繁提出加快恢复生猪生产

时间	会议	政策
2019.08.21	国务院常务会议	确定稳定生猪生产和猪肉保供稳价措施：（1）综合施策恢复生猪生产；（2）立即取消超出法律法规的生猪禁养、限养规定；（3）发展规模养殖，支持农户养猪。取消生猪生产附属设施用地 15 亩上限；（4）加强动物防疫体系建设，提升疫病防控能力；（5）保障猪肉供应
2019.09.04	国务院常务会议	保持物价总体稳定，落实猪肉保供稳价措施
2019.09.11	国务院新闻办公室新闻发布会	稳定生猪生产
2019.09.25	农业农村部会议	大型生猪养殖企业稳定生猪生产发展研讨会，促进生猪产能稳定恢复
2019.09.26	国务院常务会议	通过取消不合理禁养限养规定、保证主产区饲料供应等，促进生猪产能加快恢复
2019.10.17	农业农村部会议	三季度重点农产品市场运行情况举行发布会：政策扶持是加快生猪生产恢复发展的关键
2019.11.07	国务院常务会议	继续多措并举恢复生猪生产，深入清理各地不合理禁养规定
2019.11.17	农业农村部会议	各地要把加快恢复生猪生产作为当前的政治任务，全力推动生猪生产加快恢复

资料来源：公开资料，国泰君安期货产业服务研究所

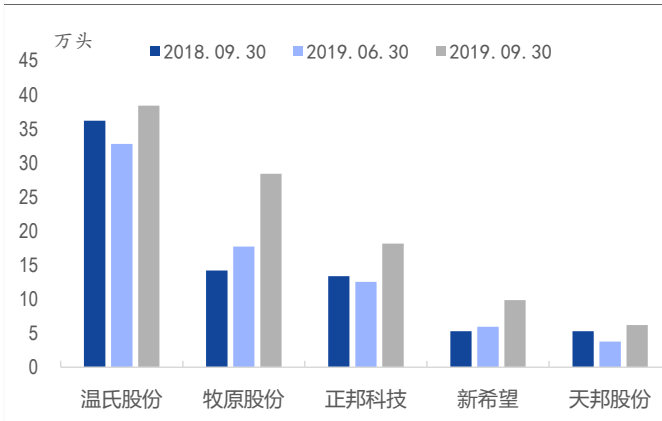


## ● 生猪复产的实际效果：母猪存栏止跌回升，产能拐点浮现

### (1) 2019 年 3 季度大型养殖企业率先扩张母猪产能

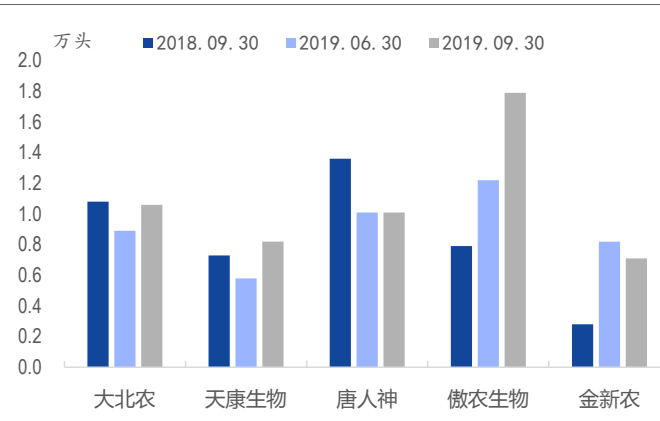
**大型养殖企业率先扩张母猪产能。**根据相关研究，集团化企业由于做了完整的疫情防控投入，母猪环节已经做到完全可控，各地集团化企业利用资金和技术优势正在加快产能投放。从养殖行业的龙头企业——温氏股份、牧原股份、正邦科技、新希望、天邦股份、大北农、天康生物、傲农生物和金新农在 2019 年三季度末时生产性生物资产（母猪）环比变化情况可以看出，上述龙头企业在 2019 年三季度时生产性生物资产均出现环比上升趋势。

图 35 大型养殖企业生产性生物资产



资料来源：公开资料、国泰君安期货产业服务研究所

图 36 大型养殖企业生产性生物资产



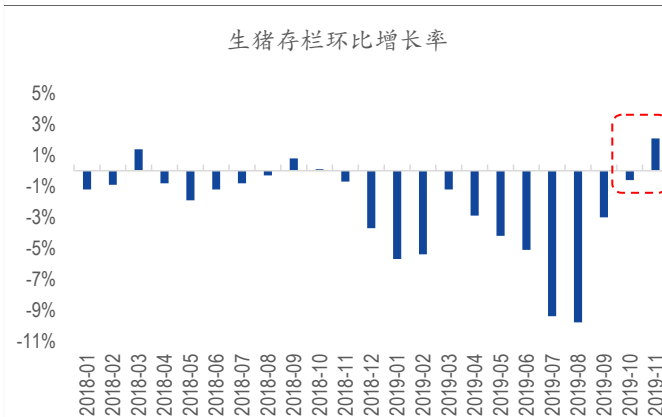
资料来源：公开资料、国泰君安期货产业服务研究所

### (2) 2019 年 10-11 月母猪存栏连续环比转正，产能拐点浮现

**10-11 月全国能繁母猪存栏连续环比转正，产能拐点浮现。**据 12 月 9 日农业农村部畜牧兽医局局长杨振海介绍，2019 年 11 月全国能繁母猪存栏环比增长 4%，这是自去年 4 月份以来能繁母猪存栏环比连续两个月回升（10 月环比上升 0.6%）。规模猪场方面，11 月全国年出栏 5000 头以上规模猪场的生猪和能繁母猪存栏环比增幅分别为 1.9% 和 6.1%，均比 10 月份扩大 1.4 个百分点，已连续 3 个月环比增长。

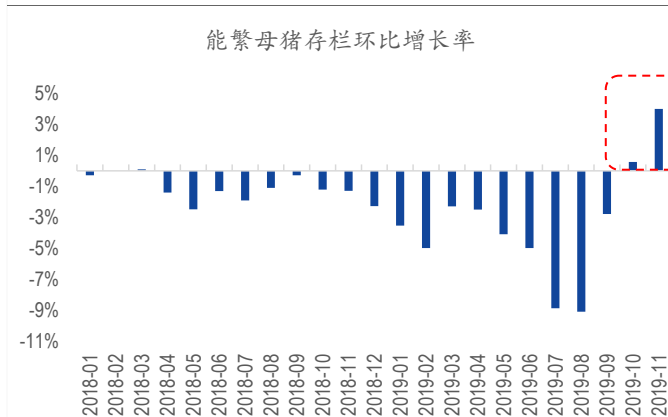
**11 月全国生猪存栏环比转正，生猪生产恢复面扩大。**据农业农村部对全国 400 个县定点监测，11 月份生猪存栏环比增长 2%，自去年 11 月份以来首次回升。10 月开始全国生猪生产恢复面不断扩大：东北、西北和黄淮海地区生猪恢复比较快，西南、华南地区产能下滑也趋缓。比如，黑龙江、陕西、河南、吉林、山东、安徽等 12 个省份生猪存栏止降回升，恢复最快的省份环比增幅超过 7%，另有 9 个省份环比降幅收窄。黑龙江、河南、河北、山东、江西、湖北等 17 个省能繁母猪存栏止降回升，比 9 月份增加 4 个省份，有的省份环比增幅超过 10%。从 11 月生猪存栏和能繁母猪存栏这两个重要生产指标双双止降回升来看，表明全国生猪生产整体趋稳向好。11 月 22 日农业部发布会上的判断“当前全国生猪产能下滑已基本见底，年底前存栏有望止降回升”已经基本实现，并且生猪存栏止降回升进度还略快于预期。

图 37 2018-2019 年全国生猪存栏环比增速



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 38 2018-2019 年能繁母猪存栏环比增速

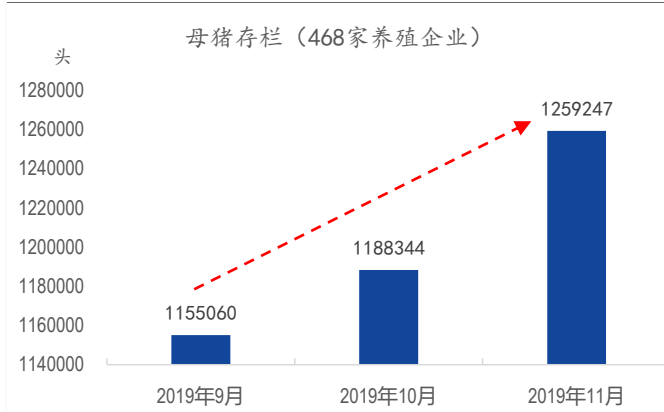


资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所



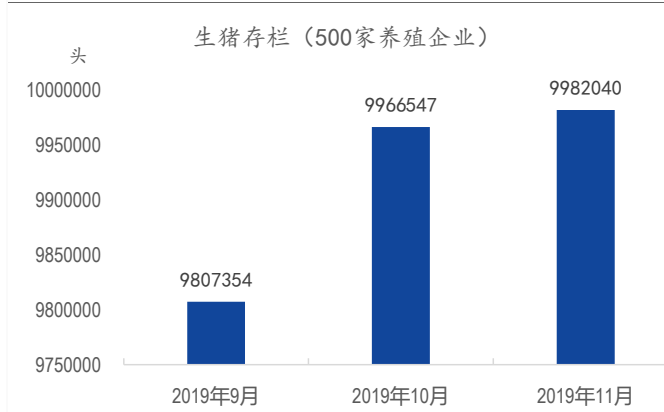
第三方调研数据显示 11 月母猪和生猪存栏量环比均上升。据第三方调研数据（天下粮仓），母猪存栏量方面，调研 468 家养殖企业 11 月母猪存栏量 125.9247 万头，月度环比增加约 5.97%；调研 585 家养殖企业 11 月母猪存栏量 154.4981 万头，月度环比增加约 6.89%。生猪存栏量方面，调研 500 家养殖企业 11 月生猪存栏量 998.204 万头，月度环比增加约 0.16%；调研 615 家养殖企业 11 月生猪存栏量 1169.4692 万头，月度环比增加约 1.57%。

图 39 2019 年 9-11 月母猪存栏量情况（468 家企业）



资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

图 40 2019 年 9-11 月生猪存栏量情况（500 家企业）

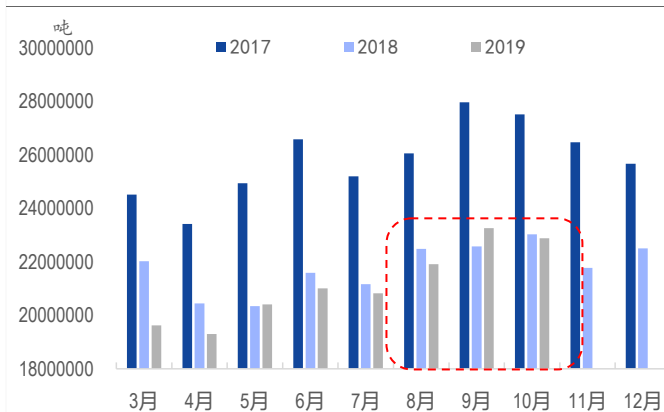


资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

## 2.2.2 饲料生产进入恢复周期

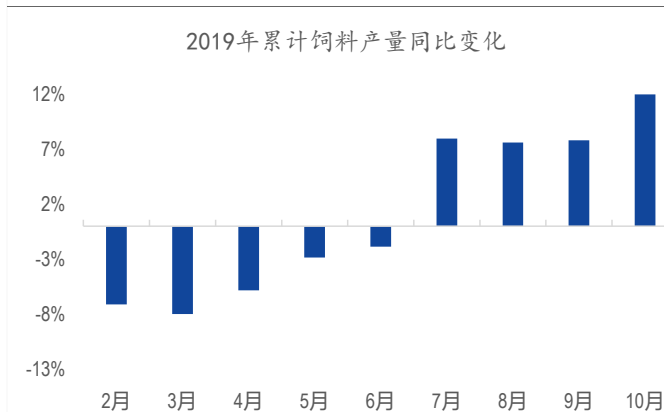
国家统计局数据显示，2019 年 1-10 月我国饲料总产量同比增加。根据国家统计局数据，2019 年 1-10 月我国饲料累计产量约 2.258 亿吨，同比增加约 11.99%。从累计饲料产量同比变化幅度来看，2019 年 1-6 月之前我国饲料累计产量同比均下降，而 1-7 月饲料产量则开始同比增加；从月度产量环比变化看，8-9 月饲料产量环比均增加，10 月产量环比略微下降，所以如果按照统计局统计口径，从 2019 年 7-8 月开始，我国饲料生产情况已经有所改善。

图 41 2019 年我国饲料月度产量



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

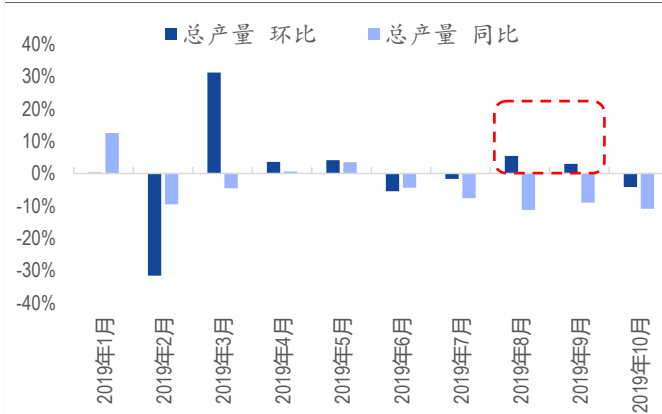
图 42 2019 年我国饲料产量同比变化



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

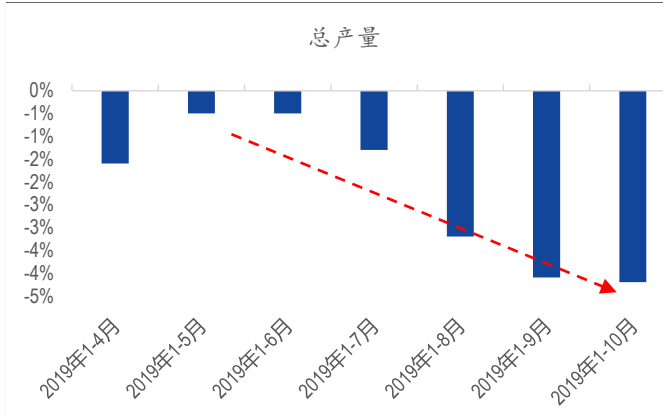
饲料工业协会数据显示，2019 年 1-10 月我国饲料总产量同比下降约 4.2%，2019 年 9-11 月猪料产量连续三个月环比增加。2019 年 1-10 月我国饲料总产量同比下降约 4.2%，猪饲料同比降幅 25.70%、蛋禽饲料同比增幅 8.20%、肉禽饲料同比增幅 15.40%、水产饲料同比降幅 1.90%、反刍饲料同比增幅 9.20%。2019 年 1-10 月饲料产量同比下降，最主要依然是猪料同比降幅较大。不过就猪料而言，虽然 1-11 月累计产量同比下降，但是 2019 年 9-11 月猪料产量已经连续三个月环比增加，增幅分别为 10%、2.1%和 6.9%，这也是 2019 年 4 月以来猪饲料产量连续三个月环比转正。此外，2019 年 8-9 月仔猪料环比分别增加 2.2%和 12.7%，连续两个月环比转正，仔猪料从 8 月开始好转；2019 年 9-10 月母猪料环比分别增加 8.7%和 5.9%，母猪料从 9 月开始好转。

图 43 2019 年 1-10 月我国饲料月度产量变化



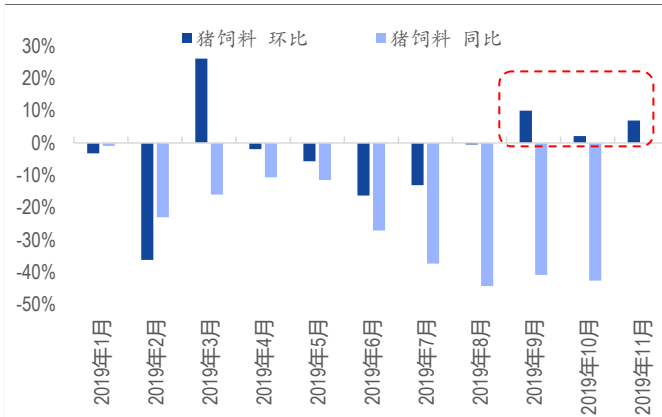
资料来源：饲料工业协会，国泰君安期货产业服务研究所

图 44 2019 年 1-10 月我国饲料产量累计同比变化



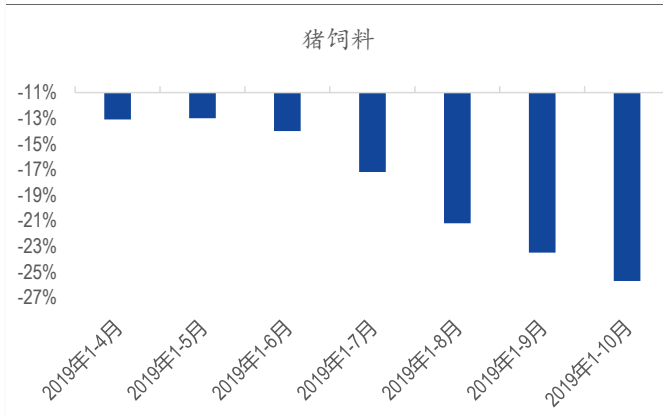
资料来源：饲料工业协会，国泰君安期货产业服务研究所

图 45 2019 年 1-11 月我国猪饲料月度产量变化



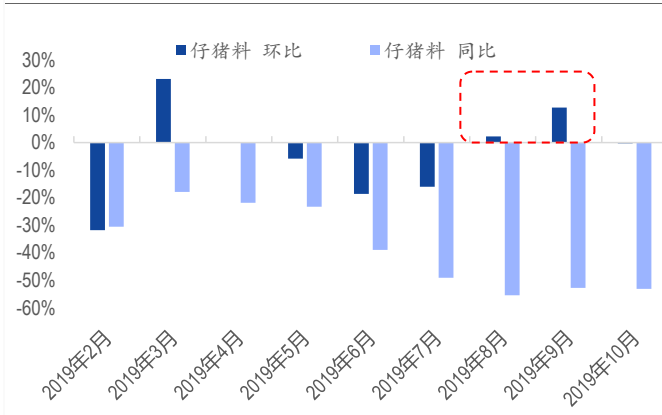
资料来源：饲料工业协会，国泰君安期货产业服务研究所

图 46 2019 年 1-10 月我国猪饲料产量累计同比变化



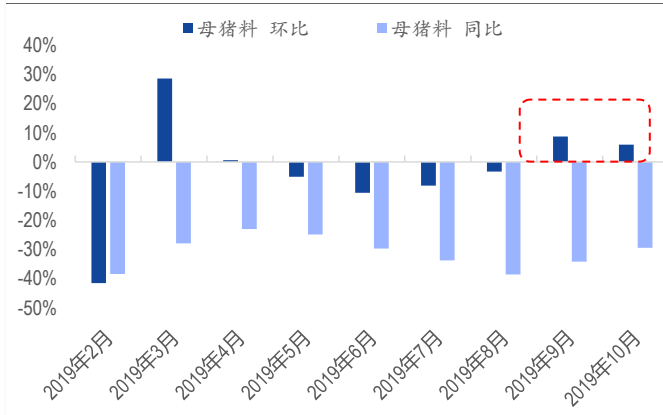
资料来源：饲料工业协会，国泰君安期货产业服务研究所

图 47 2019 年 1-10 月我国仔猪料月度产量变化情况



资料来源：饲料工业协会，国泰君安期货产业服务研究所

图 48 2019 年 1-10 月我国母猪料月度产量变化情况

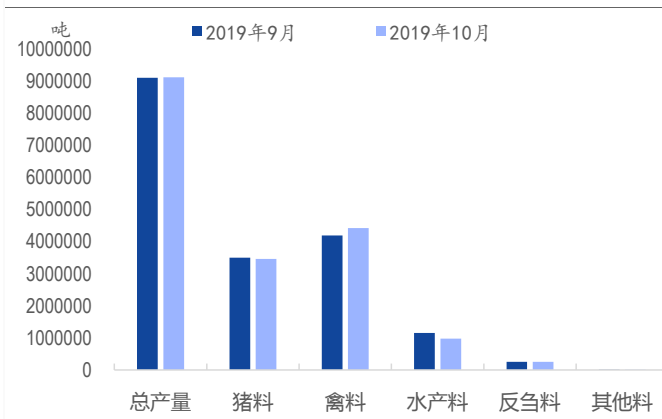


资料来源：饲料工业协会，国泰君安期货产业服务研究所

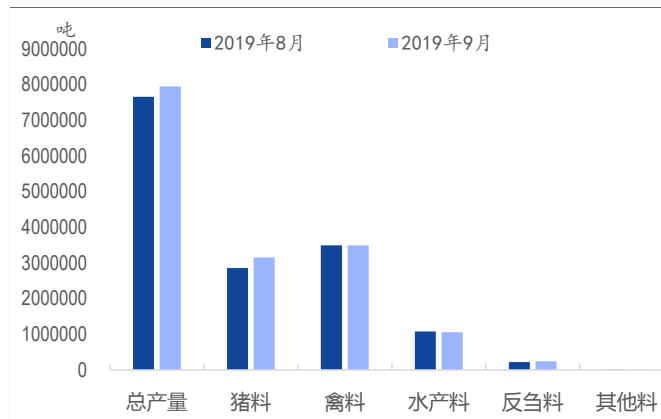
根据第三方调研数据，2019 年 9-10 月调研企业饲料产量均环比增加，9 月猪料产量环比增加 10.4%。根据第三方调研机构（天下粮仓）数据，2019 年 10 月纳入调研的全国 1135 家饲料企业饲料总产量 911.9858 万吨，月度环比增加约 0.17%；其中，猪料、禽料、水产料、反刍料和其他料分别为 346.2788 万吨、441.9404 万吨、97.528 万吨、25.6686 万吨和 0.58 万吨，月度环比变化分别为-0.99%、+5.37%、-15.57%、+1.57%和+13.73%。

对比 9 月情况，2019 年 9 月纳入调研的全国 938 家饲料企业饲料总产量 795.4683 万吨，月度环比增加约 0.17%；其中，猪料、禽料、水产料、反刍料和其他料分别为 315.8417 万吨、349.636 万吨、105.67 万吨、23.91 万吨和 0.41 万吨，月度环比变化分别为+10.40%、+0.04%、-2.07%、+9.00%和-48.75%。

图 49 2019 年 9-10 月调研企业饲料产量 (1115 家企业) 图 50 2019 年 8-9 月调研企业饲料产量 (938 家企业)



资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所



资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

### 2.2.3 豆粕饲料需求进入复苏周期

#### ● 2019 年豆粕饲料需求测算：同比下降约 6%-7%

##### (1) 自上而下测算：通过上游大豆压榨量估算下游豆粕需求

我们采取自上而下的方法，通过大豆压榨量估算 2019 年豆粕需求同比降幅约 4.83%至 6.24%。对于 2019 年豆粕需求下降幅度的预估，我们采用两种方法：一是采用自上而下的预估方法，即根据大豆压榨量去预估豆粕需求量；二是采取自下而上的方法，即根据肉类禽蛋等终端产品产量去倒推畜禽饲料产量，从而进一步倒推豆粕用量。首先，我们采取自上而下的方法，根据大豆压榨量去预估豆粕需求量，对于大豆压榨量数据，我们采用美国农业部 (USDA)、中国农业部农产品供需形势分析报告 (CASDE) 和第三方调研数据作为参考，并相互验证。据 12 月 USDA 报告预估，2018/19 年度 (2018 年 10 月-2019 年 9 月) 中国豆粕产量 6732 万吨，同比下降约 5.6%；中国大豆压榨量 8500 万吨，同比下降约 5.6%；饲料用量约 6525.5 万吨，同比下降约 5.4%；国内消费量 6640.5 万吨，同比下降约 5.28%。据 12 月中国农业农村部《中国农产品供需形势分析 (CASDE)》预估，2018/19 年度 (2018 年 10 月-2019 年 9 月) 中国大豆压榨量 8672 万吨，同比下降约 4.83%。据第三方调研数据 (天下粮仓)，2019 年 1 月 4 日-11 月 29 日当周，国内大豆压榨量约 7643.07 万吨，同比下降约 5.57%；出粕量约 6038.0247 万吨，同比降幅约 5.78%。由此，从大豆压榨量数据来观察，根据 USDA、CASDE 和第三方调研数据可知，2018/19 年国内大豆压榨量、豆粕产量、豆粕饲料用量同比降幅约-5.78%至-4.83%。

表 6: USDA、CASDE 和第三方调研机构对 2018/19 年度和 2019 年 1-11 月中国大豆压榨量、豆粕产量预估

预估机构	预估年度	大豆压榨量 (万吨)	同比 (%)	豆粕产量 (万吨)	同比 (%)	豆粕饲料用量 (万吨)	同比 (%)
USDA	2018/19 (2018.10-2019.09)	8500	-5.6	6732	-5.6	6525.5	-5.4
CASDE	2018/19 (2018.10-2019.09)	8672	-4.83	na	na	na	na
天下粮仓	2019.01-2019.11	7643.07	-5.57	6038.0247	-5.78	na	na

资料来源：USDA、CASDE、天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

##### (2) 自下而上测算：通过下游猪禽肉产量倒推上游豆粕需求

我们采取自下而上的方法，从肉类禽蛋等需求终端产品倒推 2019 年豆粕需求同比降幅约 6%-7%。我们简单倒推过程如下表所示：根据国家统计局数据，2018 年我国猪肉、禽肉和禽蛋产量分别约 5404 万吨、1994 万吨和 3128 万吨，猪肉和禽肉产肉率分别按照 0.75 和 0.8 预估，那么猪和禽产量分别约 7205 万吨和 2493 万吨；肉料比 (饲料转化率) 方面，猪、肉禽和蛋禽分别按照 2.8、1.7 和 2 预估，我们就可以倒推出猪饲料、肉禽饲料和蛋禽饲料产量分别为 2.0174 亿吨、4237 万吨和 6256 万吨，由此猪禽饲料总产量约 3.0667 亿吨。豆粕添加比例方面，猪料、肉禽料和蛋禽料中豆粕添加比例匡算为 0.2、0.25 和 0.25，那么猪料、肉禽料、蛋禽料中豆粕用量分别为 4035 万吨、1059 万吨和 1564 万吨，三者合计约 6658 万吨。

2019 年猪肉、禽肉和禽蛋产量同比变化幅度，我们根据目前统计数据 and 11 月 22 日农业部发布会上介绍

的数据（预计全年禽肉增产 300 万吨以上、禽蛋增产 80 万吨以上），分别用猪肉同比下降 20%（统计局数据，截至 3 季度，2019 年猪肉产量同比下降约 17%，我们预估 2019 年猪肉产量下降 20%）、禽肉同比增加 15% 和禽蛋增加 80 万吨来预估，那么 2019 年猪肉、禽肉和禽蛋产量分别约 4323 万吨、2293 万吨和 3208 万吨。其他系数维持不变，我们可以倒推出 2019 年猪料禽料总产量约 2.7429 亿吨，同比下降约 10.56%。如果 2019 年上述三种饲料中的添加比例维持不变，那么豆粕用量同比下降约 9.13%。但是如果 2019 年豆粕添加比例有所提高，那么 2019 年豆粕用量同比降幅将不到 9.13%，这也就是饲料产量下降，而豆粕用量不一定同比例下降的原因。假设 2019 年猪禽饲料中豆粕添加百分比均提高 1 个百分点，那么猪禽饲料中豆粕用量将会增加至 6324 万吨，那么同比降幅则约 5%，较原先降幅（9.13%）缩小约 4 个百分点。由于 2019 年豆粕价格相对低廉，从市场反映的情况看，2019 年豆粕添加比例较 2018 年有所提高，所以 2019 年豆粕用量同比降幅低于饲料产量同比降幅（由于豆粕添加比例难以精确统计，所以目前只能做定性预估）是较为合理的情况。上述预估中，我们是以饲料占比中最大的猪禽料为对象匡算的，对于水产料、反刍料和其他料（占比约 12% 左右）尚未纳入匡算范围，如果考虑到水产饲料等同比略有增加以及豆粕添加量稍有提高的情况，那么预计 2019 年豆粕饲料用量同比降幅预计在 9% 以内。

图 51 2018 年和 2019 年猪禽饲料中豆粕饲料消费变化测算

	2018 年				2019 年 (E)				
	猪肉	禽肉	禽蛋	猪禽饲料产量	猪肉	禽肉	禽蛋	猪禽饲料产量	同比变化
猪禽肉类、禽蛋产量(万吨)	5404	1994	3128		4323	2293	3208		
产出率(产肉率)	0.75	0.80	1.00		0.75	0.80	1.00		
猪禽产量万吨(万吨)	7205	2493	3128		5764	2867	3208		
肉料比 (饲料转化率)	2.80	1.70	2.00		2.80	1.70	2.00		
猪禽饲料产量(万吨)	20174	4237	6256	<b>30667</b>	16139	4873	6416	<b>27428</b>	<b>-10.56%</b>
豆粕添加比例	0.20	0.25	0.25		0.20	0.25	0.25		
豆粕需求量(万吨)	4035	1059	1564	<b>6658</b>	3228	1218	1604	<b>6050</b>	<b>-9.13%</b>

资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

### (3) 小结：2019 年豆粕饲料需求同比降幅约 6%-7%

2019 年国内豆粕需求预计同比降幅约 6%-7%。我们通过两种方法（即自上而下通过压榨量去看豆粕需求和自下而上通过猪禽产品产量去倒推豆粕需求）来验证 2019 年豆粕需求变化情况，两种方法基本上能够相互验证：从定性角度来说，豆粕饲料用量同比降幅要低于饲料产量同比降幅；从定量的角度来说，我们综合上述两种方法预估的数据区间，我们预估 2019 年豆粕饲料消费同比降幅约 6%-7% 左右。

## ● 2020 年豆粕需求预估：同比增幅 3% 左右

### (1) 自上而下预估：2020 年豆粕需求同比增幅约 2%-4%

我们采取自上而下的方法，通过大豆压榨量估算 2020 年豆粕需求同比增幅约 3%-4%。目前我们按照 USDA 和 CASDE 给出的大豆压榨量预估数据来匡算 2020 年豆粕需求复苏情况。据 USDA 预估，2019/20 年度（2019 年 10 月-2020 年 9 月）中国大豆压榨量 8450 万吨，中国豆粕饲料用量预估为 6487.4 万吨，两者均同比下降约 0.6%。据中国农业农村部《中国农产品供需形势分析（CASDE）》12 月预估，2019/20 年度（2019 年 10 月-2020 年 9 月）中国大豆压榨量 8856 万吨，同比上升约 2.12%。由于 USDA 和 CASDE 预估的年度均为作物年度，所以上述预估时间不包括 2020 年四季度情况，2020 年 5 月 USDA 和 CASDE 将会首次预估 2020/2021 年度情况。如果我们以日历年度来算，由于生猪生产周期影响，2020 年中国生猪复产过程将会呈现“前低后高”的格局：1-4 季度生猪生产逐步增加，所以 2020 年 10-12 月期间生猪产量、饲料需求和豆粕需求将会进一步增加。由此如果从日历年度算的话，我们在上述两个机构的基础上再将豆粕需求量上调 1 至 2 个百分点，从而预计 2020 年国内豆粕饲料消费同比增幅约 2%-4%。上述两个机构每个月均会对于大豆供需平衡表做出调整（CASDE 报告就在 12 月预估中上调国内大豆压榨量 56 万吨，因豆粕饲用消费增加），所以我们后期也继续关注他们对于大豆压榨量调整情况。此外我们仍将关注 2020 年第三方调研数据，从而对于大豆压榨量实际情况做出跟踪判断。



## (2) 自下而上预估：2020 年豆粕需求同比增幅约 9%（静态估算）

我们采取自下而上的方法，从肉类禽蛋等需求终端产品倒推出 2020 年豆粕需求同比增加约 9.27%（静态时点估算数据）。倒推方法和上文相同，主要是对于 2020 年猪肉、禽肉、禽蛋产量预估，其中最主要的还是生猪产量的预估。我们按照 2019 年 11 月 22 日农业部所称：到 2020 年底“生猪存栏基本恢复到常年 80%左右的水平”的标准来预估 2020 年猪肉产量。2010-2017 年我国生猪存栏量均值约 4.6387 亿头，我们以此作为基准，那么到 2020 年底生猪存栏量约  $4.6387 \times 0.8 = 3.711$  亿头；2017 年我国生猪出栏量/存栏量比值约 1.59，根据该比值，我们可以推算出 2020 年生猪出栏量约 5.9 亿头。出栏生猪体重我们按照 110 公斤匡算，那么出栏生猪产量约 6490 万吨，按照 0.75 产肉率，那么 2020 年我国猪肉产量约 4868 万吨。2020 年禽肉增幅我们调降为 10%（2019 年同比增幅约 15%），禽蛋增幅预估为 2%（2019 年同比增幅约 2.56%），那么禽肉和禽蛋产量分别约 2523 万吨和 3272 万吨。根据上述参数的调整，我们预估初 2020 年猪禽饲料产量约 3.0079 亿吨，同比增加约 9.66%；我们预估 2020 年猪禽饲料中豆粕用量约 6611 万吨，同比增加约 9.27%。上述数据是根据农业部所称“2020 年底存栏恢复至常年 80%”的目标粗略估算的，仍有几个问题：首先，生猪存栏能否恢复至上述目标，仍有不确定性，目前市场谨慎预期生猪存栏要恢复至上述目标难度较大；其次，上述数据是时点数据，不能很好的反应需求变化的动态过程，即我们上文所说的从定性角度，2020 年饲料需求恢复将会呈现“前低后高”的格局，所以上述数据只是按照农业部的目标所估算的一个静态时点数据。

图 52 2020 年猪禽饲料中豆粕饲料消费变化测算

	2019 年 (E)				2020 年 (E)				
	猪肉	禽肉	禽蛋	猪禽饲料产量	猪肉	禽肉	禽蛋	猪禽饲料产量	同比变化
猪禽肉类、禽蛋产量(万吨)	4323	2293	3208		4868	2523	3272		
产出率(产肉率)	0.75	0.80	1.00		0.75	0.80	1.00		
猪禽产量万吨(万吨)	5764	2867	3208		6491	3153	3272		
肉料比 (饲料转化率)	2.80	1.70	2.00		2.80	1.70	2.00		
猪禽饲料产量(万吨)	16139	4873	6417	<b>27429</b>	18174	5360	6545	<b>30079</b>	<b>+9.66%</b>
豆粕添加比例	0.20	0.25	0.25		0.20	0.25	0.25		
豆粕需求量(万吨)	3228	1218	1604	<b>6050</b>	3635	1340	1636	<b>6611</b>	<b>+9.27%</b>

资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

## (3) 小结：2019 年豆粕饲料需求同比增幅约 3%左右，仍低于 2018 年水平

2020 年国内豆粕需求预计同比增幅约 3%左右，仍低于 2018 年水平。对于 2020 年猪禽饲料和豆粕需求的估算我们依然采用自上而下和自下而上两种方法，根据大豆压榨量来预估 2020 年豆粕需求同比增幅得出的数据约 2%-3%，根据猪禽肉倒推 2020 年豆粕需求同比增幅得出数据约 9.27%。但是后者数据是根据目前农业部给出“2020 年底国内生猪存栏恢复至常年 80%”目标估算的一个静态时点数据，目前市场对于能否达到上述目标仍处于谨慎态度。由此，我们目前对于 2020 年豆粕需求预估也采取保守预估：即需求同比增加 3%左右。如果从定性角度来说，我们预计 2020 年豆粕饲料需求好于 2019 年，但仍不及 2018 年。

### 2.2.4 豆粕牛市周期滞后于猪价上涨周期

从猪肉价格与豆粕价格同步性角度看，两者同步性没有明显规律。根据统计，在 2006 年 7 月-2019 年 11 月的 13 年期间，分成 22 个时间段（以猪肉价格涨跌为划分依据），猪肉价格与豆粕现货价格涨跌趋势相同的有 13 次，占比 59%；在涨跌趋势同步的背景下，同步性较强的有 7 次，其中有 5 次是同步下跌；可见，猪肉价格与豆粕价格同步上涨，同时相关性较强的比例只有 2/22，约 9%。由此，从猪肉价格与豆粕价格同步性角度看，两者的同步性没有明显规律。



图 53 2006 年 7 月-2019 年 11 月猪周期与豆粕价格周期对比图（价格单位：元/公斤）

时间段	猪肉价格	趋势	幅度	豆粕现货价格	趋势	幅度	同步性	同步性强弱
2006.07.28-2007.08.03	11.18-23.81	上涨	113%	2.19-2.66	上涨	21%	是	弱
2007.08.03-2007.10.12	23.81-20.04	下跌	-16%	2.66-3.42	上涨	29%	否	
2007.10.12-2008.03.14	20.04-26.21	上涨	31%	3.42-4.08	上涨	20%	是	强
2008.03.14-2008.07.18	26.21-22.71	下跌	-13%	4.08-4.77	上涨	17%	否	
2008.07.18-2009.05.22	22.71-15.34	下跌	-32%	4.77-3.31	下跌	-31%	是	强
2009.05.22-2010.01.22	15.34-18.41	上涨	20%	3.31-3.59	上涨	8%	是	弱
2010.01.22-2010.06.04	18.41-14.86	下跌	-20%	3.59-3.08	下跌	-14%	是	强
2010.06.04-2011.09.02	14.86-30.23	上涨	103%	3.08-3.39	上涨	10%	是	弱
2011.09.02-2012.08.10	30.23-21.04	下跌	-30%	3.39-4.28	上涨	26%	否	
2012.08.10-2013.02.01	21.04-25.65	上涨	22%	4.28-4.08	下跌	-5%	否	
2013.02.01-2013.04.26	25.65-20.34	下跌	-21%	4.08-4.06	持平	-0.50%	否	
2013.04.26-2013.09.18	20.34-23.85	上涨	17%	4.06-4.39	上涨	8%	是	弱
2013.09.18-2014.05.02	23.85-17.31	下跌	27%	4.39-3.86	下跌	-12%	否	
2014.05.02-2014.09.05	17.31-23.12	上涨	34%	3.86-3.80	下跌	-2%	否	
2014.09.05-2015.03.27	23.12-19.63	下跌	-15%	3.80-3.27	下跌	-14%	是	强
2015.03.27-2015.09.25	19.63-27.03	上涨	38%	3.09-2.60	下跌	-16%	否	
2015.12.25-2016.05.27	24.02-30.13	上涨	25%	2.49-3.18	上涨	28%	是	强
2016.05.27-2017.06.27	30.13-21.39	下跌	-29%	3.60-2.70	下跌	-25%	是	强
2017.06.27-2018.05.18	21.39-15.86	下跌	-26%	2.70-3.40	上涨	26%	否	
2018.05.18-2018.10.12	15.86-22.33	上涨	41%	2.90-3.65	上涨	26%	是	
2018.10.12-2019.02.01	22.33-18.54	下跌	-17%	3.65-2.86	下跌	-22%	是	强
2019.02.01-2019.11.01	18.54-56.02	上涨	202%	3.10-3.22	上涨	4%	是	弱

资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

豆粕价格牛市周期滞后于猪价上涨周期，但是滞后时间没有明显规律性。我们再从猪价上涨周期与豆粕牛市价格周期时间对比来看，我们发现，2006 年-2019 年期间，豆粕价格牛市周期均滞后于猪价上涨周期，豆粕价格牛市周期启动时间滞后猪价上涨时间从 1 个月到 24 个月不等，从豆粕价格牛市周期对于猪价上涨时间的具体滞后期来看，没有明显的规律性。

图 54 2006 年 7 月-2019 年 11 月，猪价上涨周期与豆粕价格牛市周期对比图

猪价上涨时间周期	豆粕价格上涨时间周期	豆粕牛市启动时间滞后猪价上涨启动时间
2006.07.28-2008.04.04	2006.08.15-2008.07.01	滞后 1 个月
2010.06.04-2011.09.16	2011.11.17-2012.08.31	滞后 17 个月
2014.04.25-2016.05.27	2016.04.08-2016.07.01	滞后 24 个月

资料来源：WIND，文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

豆粕牛市周期见顶时间均滞后于猪价上涨周期见顶时间。我们再从 2008-2019 年期间豆粕牛市周期见顶时间和猪价上涨周期见顶时间来观察，情况如下：

**2008 年牛市周期：**2008 年 3 月 21 日生猪价格见顶，2008 年 7 月 25 日豆粕价格见顶，豆粕价格见顶时间滞后猪价见顶时间约 4 个月；

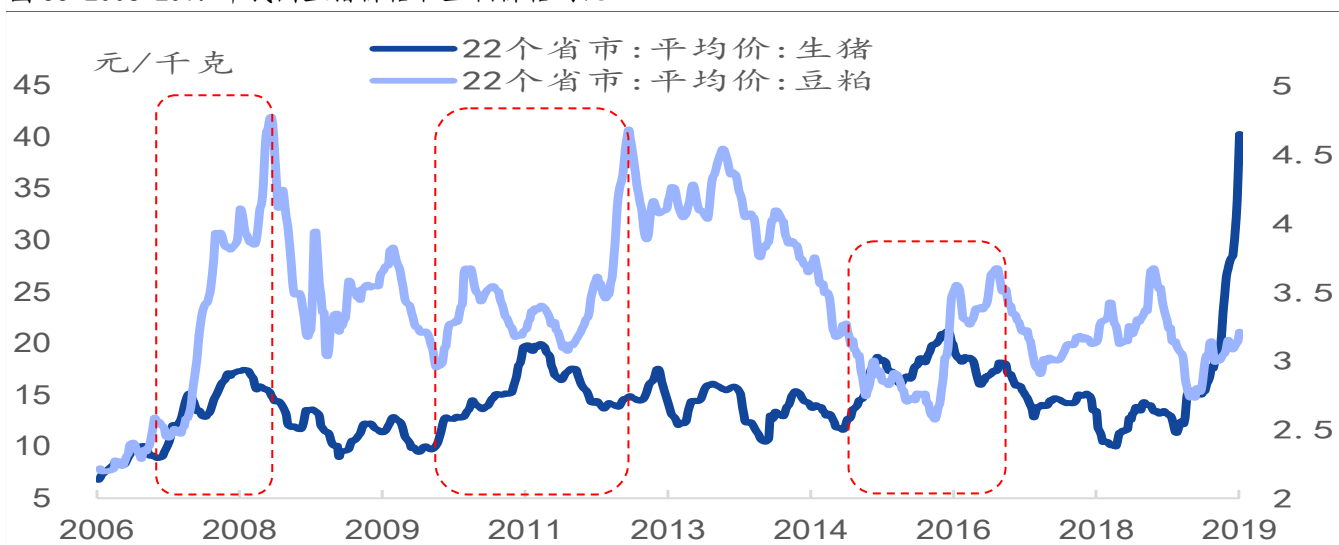
**2011-2012 牛市周期：**2011 年 9 月 2 日生猪价格见顶，2012 年 9 月 21 日豆粕现货价格见顶，豆粕价格见顶时间滞后生猪价格见顶时间约 12 个月；

**2016 年阶段性上涨周期：**2016 年 6 月 3 日生猪价格见顶，2016 年 7 月 8 日豆粕现货价格见顶，豆粕价格见顶时间滞后生猪价格见顶时间约 1 个月。

由此，在上述豆粕牛市（或者阶段性上涨）周期中，豆粕价格见顶时间均滞后于生猪价格见顶时间，滞

后时间长度从1个月至12个月不等。

图 55 2006-2019 年我国生猪价格和豆粕价格对比



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

## 2.3 豆粕上涨周期驱动因素展望：天气市或仍是主驱动

### 2.3.1 天气市核心逻辑：短期难以证伪

“天气市”核心逻辑主要是“短期难以证伪”。回顾历次豆粕牛市周期（或者阶段性上涨周期）的驱动因素，基本上都与“天气市”有关，这与豆粕上游原料大豆的生长习性有关，大豆作为一种农作物，毋庸置疑，其生长过程受到自然因素影响，而自然因素不仅自身相对复杂而且对于农作物生长的影响则更加复杂，这就造成了短期内难以准确评估自然因素对于农作物生长的实际影响（尤其是难以定量评估），更多地是根据当时的自然因素情况对于农作物产量做出评估，后期再根据具体情况进行调整。由于农作物生长受到自然因素影响而在短期内难以精确评估影响程度的特性，农作物价格经常会在“不利天气”时出现快速上涨的现象，也就是我们说的上涨周期的驱动因素。

“天气市”对豆粕价格影响在不同情况下影响不同，短期难以证伪的减产预估往往成为价格上涨的驱动。我们对于 2012-2019 年期间“大豆产区主要天气事件”-“大豆减产情况”-“美豆及连豆粕价格表现”三者做出梳理，我们发现，（1）天气事件严重程度与大豆减产幅度不一定匹配。如 2012 年 6-9 月期间，美豆产区遭遇数十年不遇的严重干旱，但是美豆实际减产仅仅 122 万吨，同比降幅仅约 1.45%；（2）大豆实际减产程度与价格涨幅并不一定匹配。当大豆实际产量仅仅小幅减产时，豆粕价格有可能出现大幅上涨：如 2016 年 4-5 月，阿根廷产区遭遇洪涝，阿根廷大豆仅减产 460 万吨，同比降幅约 7.5%，但连豆粕涨幅达到 50%。当大豆出现严重减产时，豆粕价格仅小幅上涨：如 2018 年 1-3 月，阿根廷产区遭遇严重干旱，阿根廷大豆产量减产 1720 万吨，同比降幅约 31%，连豆粕涨幅仅约 15%；再比如，2019 年 5-12 月，美豆减产 2390 万吨，同比降幅约 19.8%，美豆和连豆粕涨幅仅约 20%。此外，还出现大豆产量小幅下降时，豆粕价格还会出现“不涨反跌”的现象：如 2019 年 2-3 月，巴西大豆减产 500 万吨，同比降幅 4%，连豆粕价格不仅没有上涨，反而下跌 5.6%。（3）短期难以证伪的减产预估往往成为价格上涨的驱动。如 2012 年美豆（连豆粕）价格牛市周期中，价格快速上涨阶段出现在 6-8 三个月期间，此时美豆产区严重干旱，USDA 不断下调美豆产量预估：美豆减产最高预估为 1148 万吨，同比降幅 13.8%，此时无法对于美豆实际减产情况做出验证，价格只有不断攀升；10 月以后 USDA 再根据具体情况不断上调美豆产量预估，直到 2013 年 1 月才能对美豆实际产量做出评估；如 2016 年 4-5 月期间，虽然 USDA 对于阿根廷大豆减产预估最高也只有 490 万吨，但是当时市场其他预估机构最高有给出 1000 万吨左右的减产预估。而最高减产预估恰恰反映了在短期内难以证实或证伪减产情况，退一步说，即使市场以 USDA 预估为准，也至少需要等待一个月（USDA 供需报告每个月出具一次）或者几个月（USDA 在后期报告中重新调整）。而市场价格的上漲往往就集中在这 1-2 个月期间，即集中在市场无法证伪的期间。

表 7：“大豆产区主要天气事件”-“大豆减产情况”-“美豆及连豆粕价格表现”

时间	天气事件	最高减产预估	实际减产情况	美豆（美分/蒲）	连豆粕（元/吨）
2012.06-09	美国产区干旱	美豆减产 1148 万吨至 7169 万吨	美豆实际减产 122 万吨至 8297 万吨	1272.6-1738.7 (涨幅 37%)	2113-4209 (涨幅 35%)
2016.04-05	阿根廷产区洪涝	阿根廷减产 490 万吨至 5650 万吨	阿根廷减产 460 万吨至 5680 万吨	910.2-1187.4 (涨幅 30.45%)	2327-3515 (涨幅 51%)
2018.01-03	阿根廷产区干旱	阿根廷减产 1800 万吨至 3700 万吨	阿根廷减产 1720 万吨至 3780 万吨	953-1076 (涨幅 13%)	2718-3130 (涨幅 15%)
2019.02-03	巴西部分产区干旱	巴西减产 550 万吨至 1.165 亿吨	巴西减产 500 万吨至 1.17 亿吨	944.4-897.2 (降幅 5%)	2642-2493 (降幅 5.6%)
2019.05-12	美豆产区洪涝	美豆减产 2390 万吨至 9662 万吨	na	801.4-961.4 (涨幅 20%)	2538-3033 (涨幅 19.5%)

资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

### 2.3.2 2019/20 年南美大豆产量仍有不确定性

2019/20 年度美豆大幅减产，期末库存和库存消费比同比大幅下降。据 12 月 USDA 月度供需报告预估，2019/2020 年度美国大豆产量 9662 万吨，同比下降约 19.83%，处于 2014 年以来的最低位。美豆期末库存 1292 万吨，同比下降约 48%；美豆期末库存消费比 21.26%，同比下降约 19.88%。

2019/20 年度全球大豆产量、期末库存和库存消费比均降至近四年低位。据 12 月 USDA 月度供需报告预估，2019/2020 年度全球大豆产量 3.3748 亿吨，同比下降约 5.79%；全球大豆期末库存 9640 万吨，同比下降约 12.20%；全球大豆期末库存消费比 27.57%，同比下降约 4.41%。由此，2019/20 年度全球大豆产量、期末库存和库存消费比均降至 2016 年以来的低位。

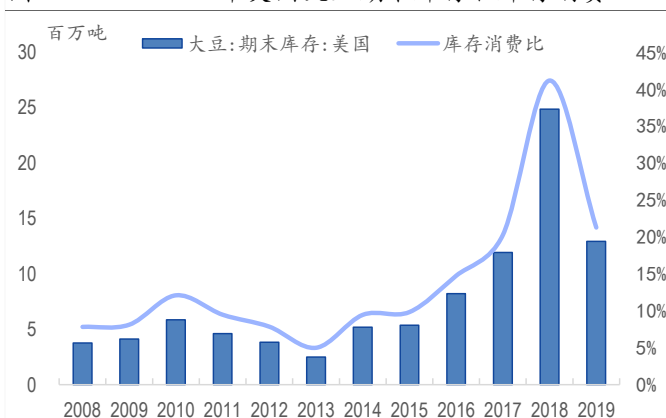
2019/20 年度南美大豆产量虽然目前预估丰产，但“种植-生长-收获期”天气仍有不确定，所以产量仍有不确定性。据 USDA 预估，2019/20 年度巴西和阿根廷大豆产量分别为 1.23 亿吨和 5300 万吨，同比分别增加 5.13%和下降 4.16%，两国合计 1.76 亿吨，同比增加 370 万吨，增幅约 2.15%。不过目前还处于南美大豆种植季节，南美大豆能否如期实现增产仍有不确定性。因为 2019/2020 年度情况与 2018/2019 年不同，2018/19 作物年度时美国大豆大丰产，所以即使南美大豆产量略有下降，影响也不大（实际情况也正是如此，2018/19 年度巴西大豆减产 500 万吨，但是对价格并没有影响）；而 2019/20 年度由于美国大豆已经大幅减产，所以南美大豆产量就“只能增、不能减”。但是大豆的“种植-生长-收获”周期长达约 9 个月，在此期间，南美大豆产区天气是否能够非常完美，不出现一点问题，也将面临很大的考验，我们认为，南美大豆产量依然存在变数，这也是 2020 年 1-2 季度影响豆价最大的变量。

图 56 2008-2019 年美国大豆产量



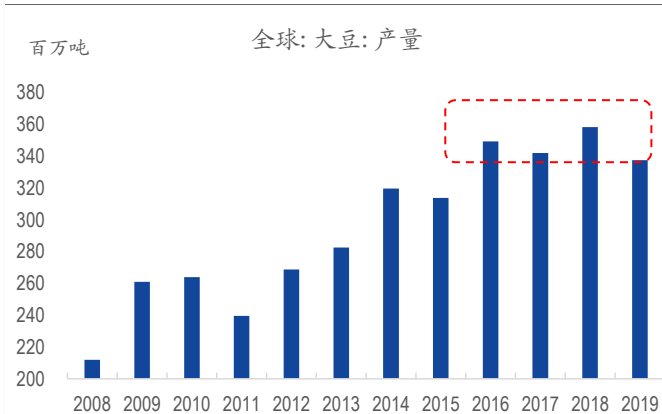
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 57 2008-2019 年美国大豆期末库存和库存消费比



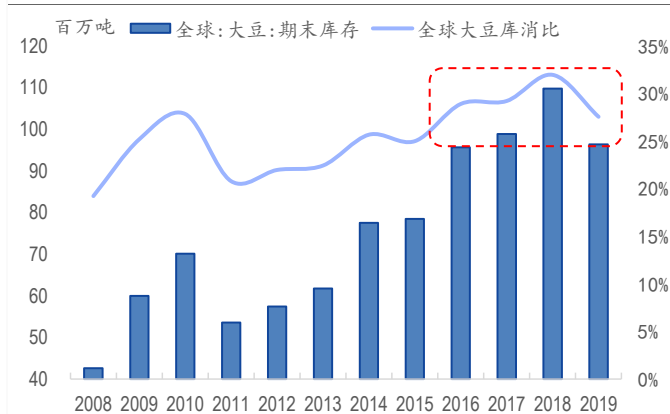
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 58 2008-2019 年全球大豆产量



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 59 2008-2019 年全球大豆期末库存和库存消费比



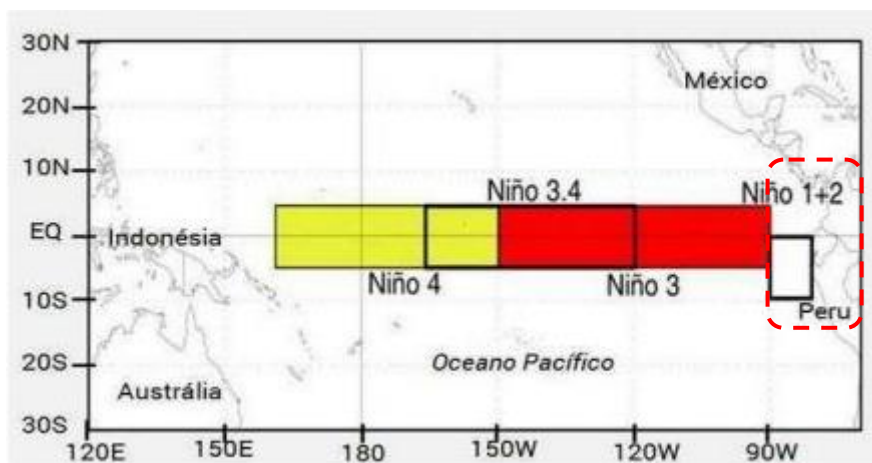
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

### 2.3.3 2020 年大豆产区天气或仍是重要驱动

#### ● 2020 年 1-2 季度看南美天气：生长期担忧巴西部分产区干旱

2020 年 1-2 季度，南美大豆处于生长和收获期，我们对南美天气观察主要看 Nino1+2 指标。如前所述，2019/20 年度南美大豆产量对于全球大豆产量影响重大，因为美国大豆产量已经大幅减产，南美大豆产量就“只能增、不能减”，此时南美大豆产区天气的重要性愈发突出。我们对于南美天气的观察主要看 Nino1+2 指标。根据 NOAA/CPC 将太平洋海温依其对于显著年际变异所区分四个指标海域，分为 Nino1+2(西经 90 度-西经 80 度、赤道-南纬 10 度)、Nino3(西经 150 度-西经 90 度、北纬 5 度-南纬 5 度)、Nino4(西经 150 度-东经 160 度、北纬 5 度-南纬 5 度)与 Nino3.4(西经 170 度-西经 120 度、北纬 5 度-南纬 5 度)。目前，通常使用 Nino3.4 作为折中的指标，定义厄尔尼诺或者拉尼娜事件在广义上是否出现。但我们在研究 ENSO 对南美天气影响时，不能简单的使用 Nino3.4 来作为某一年是否厄尔尼诺年的判断依据。这是因为中东太平洋距离南美洲较近，上述不同区域的海温变化对南美洲气温和降水的影响较为直接且完全不同。所以，对于南美天气的观察，我们更多地使用 Nino1+2 指标。

图 60 Nino1+2、Nino3、Nino3.4 和 Nino4 区域



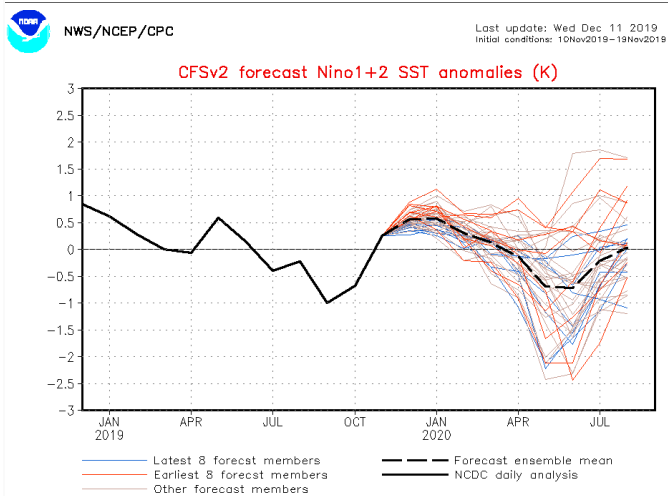
资料来源：公开资料，国泰君安期货产业服务研究所

2019 年 12 月-2020 年 1 月，Nino1+2 指数处于弱厄尔尼诺和中性偏弱厄尔尼诺状态概率较大，此时巴西部分产区通常干旱较为严重。根据相关研究，Nino1+2、Nino3、Nino3.4 和 Nino4 指数对于厄尔尼诺和拉尼娜天气事件的界定大部分相同，但也有不同的情况。2019 年 12 月-2020 年 1 月期间，Nino1+2 指数处于弱厄尔尼诺和中性偏弱厄尔尼诺状态概率较大，而在 Nino1+2 厄尔尼诺天气模式下，巴西的马托格罗索、南马托格罗索、戈亚斯州和东北其他产区通常干旱较为严重，进入 1 月后可能稍稍缓解，而阿根廷地区降水相对较



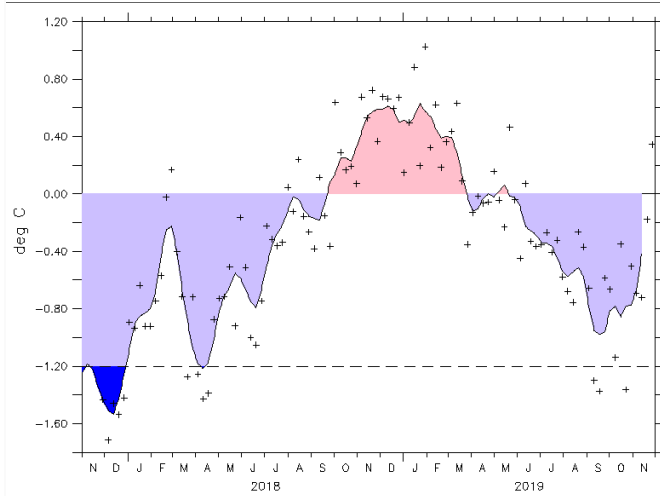
多。进入2-3月之后，巴西东部地区可能会缺水，而阿根廷多雨的情况则逐步减少。所以2019年12月-2020年3月期间，南美产区天气依然存在担忧。

图 61 Nino1+2 指数及预报模式 (2019.12.11 预报)



资料来源：NOAA，国泰君安期货产业服务研究所

图 62 Nino1+2 (2018-2019 年)



资料来源：NOAA，国泰君安期货产业服务研究所

### ● 2020 年 2-3 季度看美国天气：担忧拉尼娜天气模式

2020 年 2-3 季度，如果美国产区天气模式进入拉尼娜模式，那么美豆单产同比下降概率较大。2020 年，我们将会担心天气模式可能会由上一年度的厄尔尼诺模式转变为拉尼娜模式（厄尔尼诺-拉尼娜模式两者通常交替出现）。根据我们前期对于厄尔尼诺和拉尼娜天气事件对大豆单产的影响研究（此处我们对于天气模式的界定是根据 Nino3.4 区域界定的），拉尼娜天气事件时，美国大豆单产一般同比下降。所以如果 2020 年美国大豆生长季节时，天气模式进入拉尼娜天气模式，有可能引发“天气市”行情，驱动豆粕价格快速上涨。

表 8：1950 年以来拉尼娜事件时美国大豆单产同比变化对照表

序号	起止年月	长度（月）	峰值时间	强度等级	是否覆盖生长期	单产同比变化	作物年度
1	1950.01-1951.02	12	1950.01	中等	覆盖生长期	-2.69%	1950/1951
2	1954.07-1956.04	22	1955.10	中等	覆盖生长期	9.89%	1954/1955
					覆盖生长期	0.50%	1955/1956
3	1964.05-1965.01	9	1964.11	弱	覆盖生长期	-6.56%	1964/1965
4	1970.07-1972.01	19	1971.01	中等	覆盖生长期	-2.55%	1970/1971
					覆盖生长期	3.00%	1971/1972
5	1973.06-1974.06	13	1973.12	中等	覆盖生长期	0.00%	1973/1974
6	1975.04-1976.04	13	1975.12	中等	覆盖生长期	21.94%	1975/1976
7	1984.10-1985.06	9	1985.01	弱	不覆盖生长期		1984/1985
8	1988.05-1989.05	13	1988.12	强	覆盖生长期	-20.35%	1988/1989
9	1995.09-1996.03	7	1995.11	弱	不覆盖生长期		1995/1996
10	1998.07-2000.06	24	2000.01	中等	覆盖生长期	0.00%	1998/1999
					覆盖生长期	-5.91%	1999/2000
11	2000.10-2001.02	5	2000.12	弱	不覆盖生长期		2000/2001
12	2007.08-2008.05	10	2008.01	中等	生长期后期	-2.80%	2007/2008
13	2010.06-2011.05	12	2010.12	中等	覆盖生长期	-1.14%	2010/2011
14	2011.08-2012.03	8	2011.12	弱	生长期后期	-3.68%	2011/2012

资料来源：WIND、国泰君安期货产业服务研究所



### 3. 结论观点和投资策略

#### 3.1 结论观点

通过我们认为 2020 年豆类市场最主要的驱动逻辑分析，我们观点和结论总结如下：

**1、猪通胀前期，豆油领先受益。**豆油的核心逻辑是 CPI 逻辑，豆油价格与 CPI 高度相关，两者具有趋同性，豆油价格通常提前于 CPI 见顶。大豆产业链具有反向传导特点，豆油价格通常领先于豆粕价格上涨，并且提前豆粕价格见顶。考虑到本轮 CPI 高点可能在 2020 年 1 月左右出现，那本轮豆油价格阶段性见顶时间就预估为 2019 年 12 月-2020 年 1 月左右。

**2、猪通胀后期，豆粕滞后受益。**豆粕的核心逻辑在于猪周期逻辑。本轮猪通胀后周期，在经济和政策的驱动下，国内生猪生产进入复产周期，产能拐点浮现。生猪复产周期将会带动饲料需求回升，从而带动豆粕需求回升。从豆粕价格周期与猪价周期关系来看，豆粕价格与猪价同步性较弱，豆粕牛市周期一般均滞后于猪价上涨周期，滞后时间上没有明显规律性。在猪通胀后周期的作用下，豆粕价格预计逐步进入上涨周期。

**3、豆粕上涨期，驱动仍看天气。**天气虽然不是豆粕价格周期的核心逻辑（市场经济中，商品价格周期的核心逻辑还是在于经济规律，而非自然规律），但天气因素在驱动豆粕价格快速上涨阶段时功不可没。“天气市”核心逻辑主要是“短期难以证伪”。2020 年豆粕价格驱动预计仍主要落在“天气市”因素。2020 年 1-2 季度，看南美天气；2020 年 2-3 季度，看美国天气。无论是南美还是美国产区天气，如果出现异常天气事件，预计将会驱动豆粕价格进入阶段性上涨周期。从周期角度来说，当豆粕完成上涨周期之后，那么本轮猪周期可能就告一段落。至于本轮猪周期是否还会有第二阶段，那就看猪生产周期的情况：有研究表明，蛛网模型下的猪周期中， $t+1$  年和  $t+3$  年是猪产量增加的主要阶段，因为  $t+3$  年生猪生产可能进入新的扩张周期。由此本轮猪周期下一个阶段可能在 2022 年，那么豆粕下一个周期可能将滞后于 2022 年。

综上所述，我们认为，本轮猪通胀周期中，豆油主逻辑是 CPI 逻辑。豆油价格与 CPI 具有同步性，豆油领先豆粕上涨，也将提前结束上涨周期：2019 年 12 月-2020 年 1 月，豆油价格或阶段性见顶。豆粕主逻辑就是猪周期逻辑。在猪通胀后周期的作用下，豆粕价格将会进入上涨周期。天气虽然不是豆粕价格周期的核心逻辑，但对于豆粕价格节奏具有重要影响，2020 年“天气市”或仍是豆粕价格的主驱动。从周期角度来说，当豆粕完成上涨周期之后，本轮猪通胀周期可能就告一段落。从波动率角度，预计 2020 年豆粕波动率增加。

#### 3.2 投资策略

根据上述结论观点，我们从投资策略角度而言，我们对于 2020 年豆类品种给出以下投资策略，以供参考。目前豆粕投资工具有期货、期权和 ETF，我们主要就从这三方面做简单探讨。

表 9 2020 年豆类主要投资策略探讨

投资策略		策略逻辑	策略操作
期货趋势	做多国内豆粕	生猪复产周期带动豆粕需求回升，豆粕供应端存在天气市的可能性	逢低做多 DCE 豆粕 2005 合约或 2009 合约； 买入 DCE 豆粕看涨期权
	做多国内大豆	植物蛋白对动物蛋白部分替代	逢低做多 DCE 豆一 2005 合约或 2009 合约；
期货套利	豆粕套利	强弱逻辑、饲料需求恢复而豆油食用需求没有亮点、CPI 逐步下降	做多豆粕 2005/做空豆油 2005 合约； 做多豆粕 2009/做空豆油 2009 合约；
	豆粕月间套利	主要看天气市行情，如果 2020 年上半年出现南美天气市行情，则考虑 5-9 正套	做多豆粕 2005/做空豆粕 2009；（南美天气市） 做多豆粕 2009/做空豆粕 2101；（美国天气市）
期权	做多豆粕波动率	豆粕波动率处于历史低位或者天气市时间窗口	同时买入数量相等、执行价格相同的豆粕看涨期权和看跌期权
ETF	买入豆粕 ETF	豆粕方向看涨，但是节奏难以把握	逢低买入豆粕 ETF（低风险偏好）

资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

**本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格****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。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本研报发布的观点和信息仅供风险承受能力合适的投资者参考。若您并非风险承受能力合适的投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或者服务的风险及特征，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。

## 国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话: 021-33038635 传真: 021-33038762

**广东分公司**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**金融理财部**上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼  
电话: 021-33038803 传真: 021-33038720**上海期货大厦营业部**上海市自由贸易试验区松林路 300 号期货大厦 2001B 室  
电话: 021-68401886 传真: 021-68402738**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**深圳营业部**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**大连营业部**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 2703  
电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759**宁波营业部**宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 <6-1>  
电话: 0574-87916522 传真: 0574-87916513**天津营业部**天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层  
电话: 022-23304956 传真: 022-23300863**郑州营业部**郑州市郑东新区商务外环路 30 号 1105 房间  
电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168**青岛营业部**青岛市崂山区香港东路 195 号 11 号楼杰正财富 5 楼 501 室  
电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993630**北京三元桥营业部**北京曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元  
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907**济南营业部**济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室  
电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210177**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: 0592-5886138**北京分公司**北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元  
电话: 010-58795771 传真: 010-58795787**产业发展部**上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼  
电话: 021-33038719**上海国宾路营业部**上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室  
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**长春营业部**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: 0431-81907955 传真: 0431-85916622**杭州营业部**杭州江干区五星路 185 号泛海国际中心 6 幢 1 单元 501-B 室  
电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517**南京营业部**南京市建邺区庐山路 168 号 1911 室  
电话: 025-87780990 传真: 025-87780991**武汉营业部**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**西安营业部**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**石家庄营业部**石家庄市裕华区裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层 803 室、804 室  
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907**长沙营业部**长沙市芙蓉中路一段 442 号新湖南大厦产业楼 3404 室  
电话: 0731-82258088 传真: 0731-82256453**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**上海银城路营业部**中国(上海)自由贸易试验区银城路 88 号 27 楼(实际楼层 24 楼) 06 单元  
电话: 021-58590368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