



2020.02.04

## 信心比黄金更重要 豆粕具备投资价值

近期报告:

 201912:《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》


吴光静

021-33038621

Wuguangjing015010@gtjas.com

证书编号 Z0011992

### 投资要点:

2020 年春节期间新冠肺炎疫情意外发酵,全球多数资产价格呈现普跌格局。春节后首个交易日,国内证券期货市场延续普跌格局,主要期货品种中仅黄金等避险资产飘红。我们认为,情绪上或无需过于悲观,信心比黄金更重要。当市场情绪冷静之后,市场投资依然会遵循投资逻辑而进行。

我们通过新冠肺炎疫情对豆粕投资逻辑的影响分析,得出以下结论:

1、本轮疫情没有改变豆粕的核心逻辑,豆粕价格仍有望进入上升趋势。豆粕的核心逻辑是猪周期逻辑,意外疫情并没有打破猪周期的核心逻辑。国内生猪依然处于复产周期,畜禽饲料需求仍将稳步增加,从而豆粕需求仍处于上升周期。

2、本轮疫情强化了豆油需求走弱的逻辑,或提前驱动豆油进入下降趋势。本轮疫情使得豆油的酒店餐饮消费和生物柴油工业消费下降,在豆油这两大消费下降的基础上,豆油消费将继续走弱,所以本轮疫情可能提前驱动豆油进入下降趋势。

3、本轮疫情或提前驱动“油弱粕强”格局。

4、豆粕具备投资价值。长期而言,本轮疫情或将引发食品安全需求,增加规范化畜禽养殖的需求,对于优质蛋白饲料原料豆粕而言,或将是长期利多因素,可考虑豆粕 ETF 作为长期投资工具进行投资。

## 1. 疫情事件

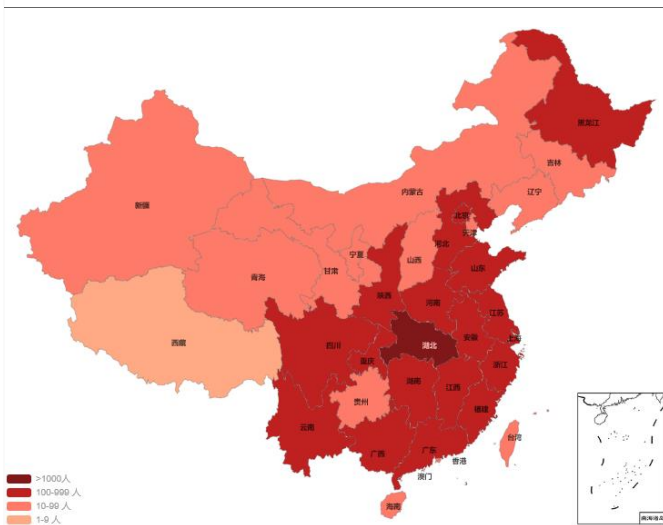
### 1.1 疫情事件

2020 年春节前后，新型冠状病毒感染肺炎疫情持续发酵。2019 年 12 月以来，湖北省武汉市陆续发现了多例新型冠状病毒感染的肺炎患者，随着疫情的蔓延，我国其他地区及境外也相继发现此类病例。目前已将该病纳入《中华人民共和国传染病防治法》规定的乙类传染病，并采取甲类传染病的预防、控制措施。2020 年 1 月下旬以来，随着病例数量迅速增加，新型冠状病毒感染肺炎疫情持续发酵：其中 1 月 23 日和 24 日，全国累计确诊病例分别上升至 830 例和 1287 例，较 1 月 22 日确诊病例 571 例出现大幅快速上升趋势。截至 2 月 3 日，累计确诊病例已经达到 20438 例。此外，2020 年 1 月 30 日世界卫生组织宣布，将新型冠状病毒疫情列为国际关注的突发公共卫生事件。

### 1.2 疫情通报

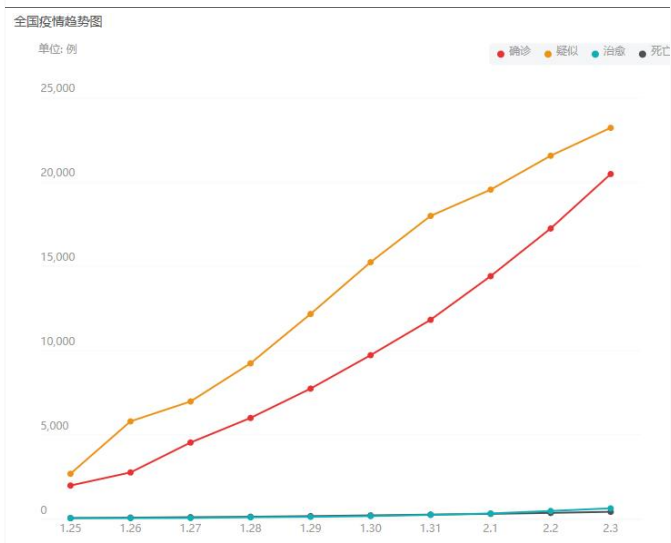
截至 2 月 3 日 24 时新型冠状病毒肺炎疫情累计确诊病例 20438 例，疑似病例 23214 例。根据国家卫生健康委员会官方网站数据，截至 2 月 3 日 24 时，国家卫生健康委收到 31 个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团累计报告确诊病例 20438 例（黑龙江省核减 2 例），现有重症病例 2788 例，累计死亡病例 425 例，累计治愈出院病例 632 例，现有疑似病例 23214 例。目前累计追踪到密切接触者 221015 人，当日解除医学观察 12755 人，现有 171329 人正在接受医学观察。累计收到港澳台地区通报确诊病例 33 例：香港特别行政区 15 例，澳门特别行政区 8 例，台湾地区 10 例。

图 1 新型冠状病毒肺炎疫情地图(截止 2 月 4 日 08:50)



资料来源：公开资料，国泰君安期货产业服务研究所

图 2 全国疫情趋势图(截止 2 月 4 日 08:50)



资料来源：公开资料，国泰君安期货产业服务研究所

### 1.3 疫情防控措施

2020 年 1 月期间，我国对于新型冠状病毒感染的肺炎疫情出台主要防控措施时间轴如下：

2020 年 1 月 8 日，国家卫健委组织中国疾控中心、中国医学科学院、中国科学院、军事科学院军事医学研究院等单位对病例样本进行实验室平行检测。初步确认了新型冠状病毒为此次疫情的病原。

2020 年 1 月 11 日，中国将与世界卫生组织分享新型冠状病毒基因序列信息。

2020 年 1 月 19 日，国家卫生健康委积极开展新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作。召开全国卫生健康系统电视电话会议，对全国疫情防控工作进行全面部署。印发病例诊疗、防控方案（涵盖监测、流调、密切接触者管理、实验室检测等内容），在全国建立了“日报告、零报告”制度。专家研判认为，当前疫情仍可防可控。但新型冠状病毒传染来源尚未找到，疫情传播途径尚未完全掌握，病毒变异仍需严密监控。

2020 年 1 月 20 日，新型冠状病毒感染的肺炎纳入法定传染病管理。根据《传染病防治法》的相关规定，



基于目前对新型冠状病毒感染的肺炎的病原、流行病学、临床特征等特点的认识，报国务院批准同意，国家卫生健康委决定将新型冠状病毒感染的肺炎纳入法定传染病乙类管理，采取甲类传染病的预防、控制措施。新型冠状病毒感染的肺炎纳入法定传染病管理，各级人民政府、卫生健康行政部门、其他政府部门、医疗卫生机构可以依法采取病人隔离治疗、密切接触者隔离医学观察等系列防控措施，共同预防控制新型冠状病毒感染的肺炎疫情的传播。

2020年1月20日，国家卫生健康委党组传达贯彻习近平总书记重要指示精神和李克强总理批示要求研究部署新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作。主要措施有：一是健全联防联控工作机制，完善多部门联防联控疫情预案，强化对地方工作的指导和支持。二是坚决遏制武汉疫情扩散蔓延。强化应急响应，严格落实市场关闭和野生动物管控措施，严格落实机场、车站、码头等体温筛检措施，减少人群聚集性活动。三是强化病例救治，调配好医疗资源，中西医结合，落实集中救治措施，最大程度减少死亡。四是依法做好全国面上防控。按照《中华人民共和国传染病防治法》等有关要求，强化发热门诊作用，加强疫情监测和报告，做好密切接触者追踪管理。加大环境卫生整治力度。五是加强科技攻关。争取尽快查明传染源、传播途径，密切监测病毒毒力、传播力的变化。六是加强信息发布工作。及时、公开、透明发布信息，加强防控工作正面报道。七是深化国际交流合作。八是部署好全系统春节期间值班值守工作。

2020年1月20日下午，国家卫生健康委员会高级别专家组就新型冠状病毒感染的肺炎疫情答记者问。钟南山院士回答记者提问中说到：**证实了有人传人的传染。**

2020年1月23日凌晨，武汉市疫情防控指挥部发布消息，为全力做好疫情防控工作，有效切断病毒传播途径，自1月23日10时起，**武汉全市城市公交、地铁、轮渡、长途客运暂停运营；无特殊原因，市民不要离开武汉；机场、火车站离汉通道暂时关闭。**

2020年1月23日，国家卫生健康委、公安部、交通运输部、海关总署、民航局、国铁集团等六部门印发《关于严格预防通过交通工具传播新型冠状病毒感染的肺炎的通知》，要求做好汽车、火车、飞机等交通工具和车站、机场、码头等重点场所卫生管理工作，最大限度防止疫情扩散蔓延。

2020年1月23日，世界卫生组织宣布，新型冠状病毒疫情尚未构成国际关注的突发公共卫生事件。

2020年1月25日（农历正月初一），中共中央政治局常务委员会召开会议，研究新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作。中共中央总书记习近平主持会议。会议决定，党中央成立应对疫情工作领导小组，在中央政治局常务委员会领导下开展工作。党中央向湖北等疫情严重地区派出指导组，推动有关地方全面加强防控一线工作。习近平强调，全党全军全国各族人民都同你们站在一起，都是你们的坚强后盾。**生命重于泰山。疫情就是命令，防控就是责任。**各级党委和政府必须按照党中央决策部署，全面动员，全面部署，全面加强工作，把人民群众生命安全和身体健康放在第一位，把疫情防控工作作为当前最重要的工作来抓。只要坚定信心、同舟共济、科学防治、精准施策，我们就一定能打赢疫情防控阻击战。

2020年1月25日，为遏制疫情蔓延，**武汉25日宣布将进一步阻断武昌、汉口、汉阳“武汉三镇”之间的公共交通**，1月26日0时始，除经许可的保供运输车、免费交通车、公务用车外，中心城区区域实行机动车禁行管理。

2020年1月26日，国务院新闻办新闻发布会，记者提问“关于交通限制的问题”。交通运输部副部长刘小明回答：“**因为交通运输，特别是交通工具是可能传播病毒的一个途径，一些地方和城市对交通工具、交通运输的方式有所限制，这是必要的，可以有效地通过这种方式来阻断病毒传播的通道。**”

2020年1月26日，国务院办公厅发布关于延长2020年春节假期的通知：2020年春节假期延长至2月2日（农历正月初九，星期日）。

2020年1月27日，国务院新闻办新闻发布会，国家卫生健康委员会疾病预防控制局一级巡视员贺青华介绍，根据应对新型冠状病毒感染的肺炎联防联控工作机制印发的**新型冠状病毒感染的肺炎疫情社区防控工作方案**，社区是实施网格化管理的基础，是传染病防控的第一道防线，切实落实综合防控措施，做到“早发现、早报告、早隔离、早诊断、早治疗”，将有效的遏制疫情的扩散和蔓延。目前疫情防控正处于关键时刻，必须充分发挥基层社区包括农村社区的动员能力，**实行地毯式的追踪、网格化的管理**，将防控措施落实到户、到人，群防群控，稳防稳控，才能有效实现防输入、防蔓延、防输出。此外，发布会上也有记者提到：目前30个省都启动了应急的一级响应，社区的排查工作已经在进行中。

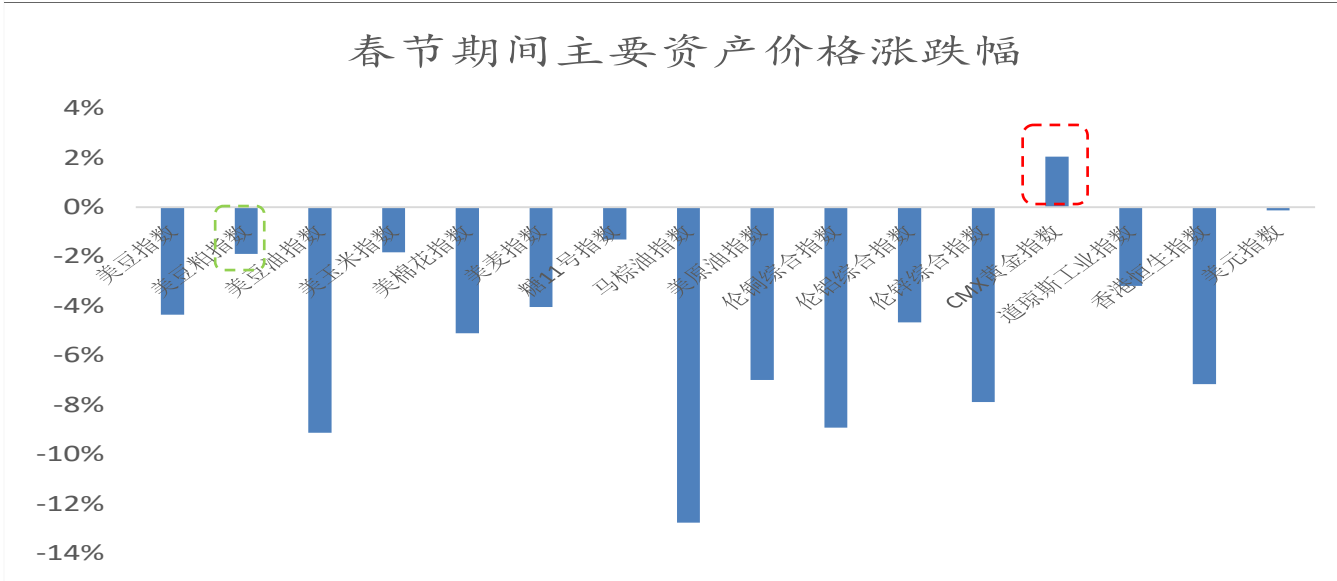


## 1.4 主要资产价格对疫情反应：豆粕相对抗跌

### 1.4.1 春节期间：CBOT 豆粕相对抗跌

2020 年春节期间，美豆粕期货相对抗跌。截至 1 月 31 日，美豆指数、美豆粕指数和美豆油指数收盘价分别为 887.2 美分/蒲、296.5 美元/短吨和 30.37 美分/磅，较春节前 1 月 22 日收盘价分别下跌 4.36%、1.89% 和 9.13%（计算方法以收盘价计算，下同）。整体而言，春节期间，无论是股票市场还是商品市场，主要资产价格呈现普跌格局，仅有黄金等避险资产飘红。跌幅榜前三位的分别是马棕油、美豆油和伦铜，跌幅分别为 12.77%、9.13% 和 8.92%；美原油跌幅约 6.99%，跌幅也较大。美豆粕指数跌幅 1.89%，在普跌市场环境中，美豆粕相对抗跌。避险资产中黄金飘红（涨幅 2.05%），美元微跌（跌幅 0.13%）。

图 3 2020 年春节期间主要资产价格涨跌幅对比图

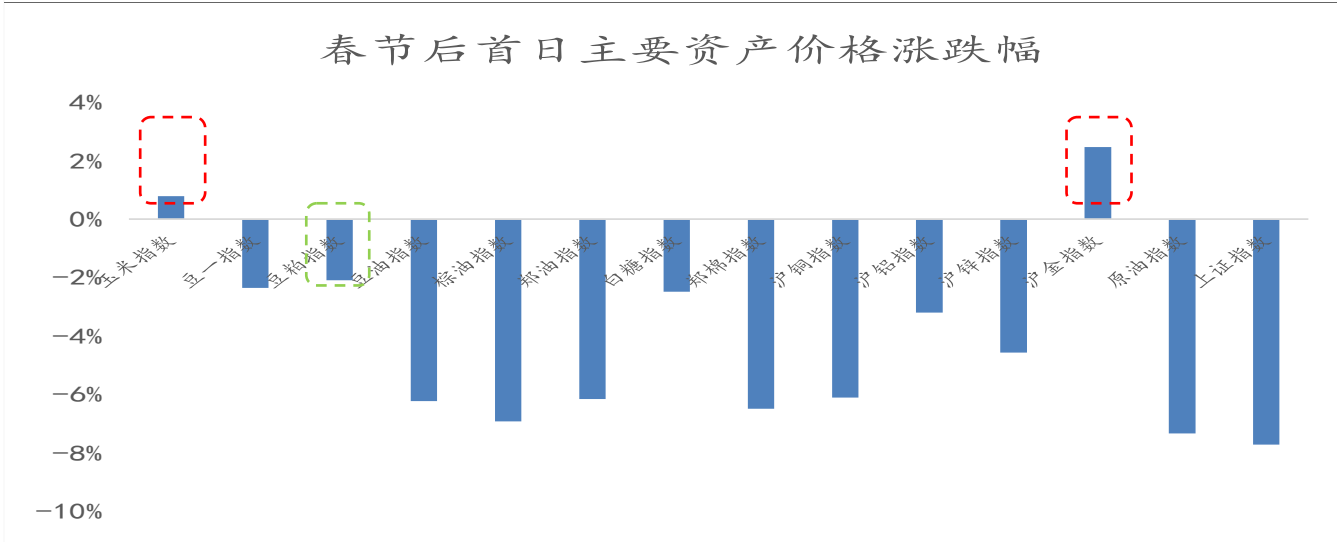


资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

### 1.4.2 首日开盘：DCE 豆粕相对抗跌

2020 年春节后首日开盘，DCE 豆粕期货相对抗跌。2020 年 2 月 3 日，春节后首个交易日，DCE 豆粕指数跌幅 2.09%，跌幅榜中位居末尾。除了黄金、玉米等少数飘红品种之外，DCE 豆粕跌幅相对最小，充分体现抗跌性。股票市场中的上证指数和商品市场中原油和植物油处于跌幅榜前列。

图 4 2020 年春节期间主要资产价格涨跌幅对比图



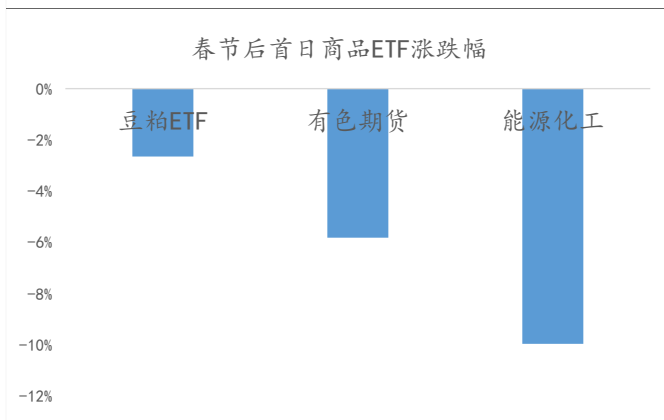
资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所



### 1.4.3 ETF 表现：豆粕 ETF 相对抗跌，成交活跃

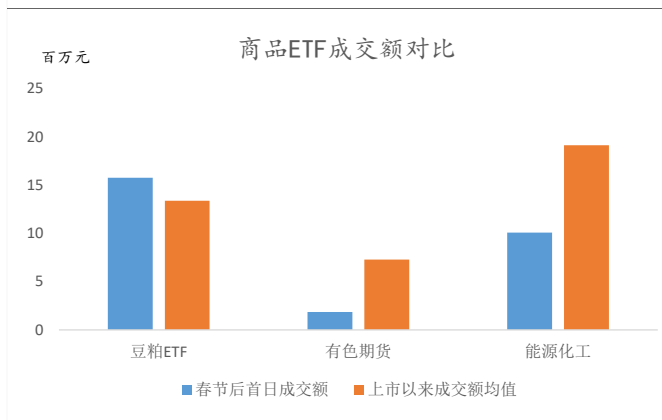
商品 ETF 产品中，豆粕 ETF 价格抗跌，成交活跃。2020 年 2 月 3 日，春节后首个交易日，目前国内已经上市的三个商品 ETF 产品中，豆粕 ETF（159985）、有色期货（159980）和能源化工（159981）跌幅分别为：2.65%、5.82%和 9.96%。从成交量上看，豆粕 ETF、有色期货和能源化工当日成交额分别为 1575 万元、186 万元和 1008 万元。所以无论从价格还是成交情况来看，豆粕 ETF 表现均相对较好。

图 5 春节后首日商品 ETF 涨跌幅



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 6 商品 ETF 成交额对比



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

## 2. 疫情对豆粕影响分析

### 2.1 SARS 疫情：影响有限，豆粕价格重心上移

#### 2.1.1 SARS 疫情主要集中于 2003 年 2-5 月

2003 年 SARS 疫情主要集中于 2-5 月。我们根据公开资料（百度百科）对于 2003 年 SARS（严重呼吸系统困难症）事件主要时间轴做出梳理。我们可知，SARS 疫情主要集中于 2003 年 2-5 月期间。

世界首例病例：2002 年 12 月 5-6 日，在深圳打工的河源市人黄某出现类似风寒感冒症状，于附近诊所看病，医生说问题不大。随后该病人多次就诊。2003 年 1 月 2 日，河源市将有关情况报告省卫生厅，不久后中山市同时出现了几起医护人员受到感染的病例。广东省派出专家调查小组到中山市调查，并在 2003 年 1 月 23 日向全省各卫生医疗单位下发了调查报告，要求有关单位引起重视，认真抓好该病预防控制工作。

2003 年 1 月 12 日起，个别外地危重病人开始转送到广州地区部分大型医院治疗。截止到 2003 年 2 月 9 日，广州市已经有一百多例病，死亡 2 例。此时国家卫生部对广东发生的病例开始关注。

2003 年 2 月 11 日，广东省主要媒体报道了部分地区先后发生非典型肺炎病例的情况，报道称：截至 2 月 10 日下午 3 时统计，共发现 305 例，死亡 5 例。

2003 年 2 月 14 日，媒体报道非典型肺炎疫情影响不大，广州旅游市场淡季不淡。

2003 年 3 月 6 日，北京接报第一例输入性非典病例。

2003 年 3 月 12 日，世界卫生组织发出了全球警告，美国疾病控制与预防中心发行了另一个健康警告。世界卫生组织建议隔离治疗疑似病例，并且成立了一个医护人员的网络来协助研究 SARS 疫情。

2003 年 3 月 15 日，世界卫生组织正式将该病命名为 SARS。

2003 年 3 月 15 日后，世界很多地方都出现了“严重呼吸系统困难症（SARS）”的报道，从东南亚传播到澳大利亚、欧洲和北美。印尼、菲律宾、新加坡、泰国、越南、美国，加拿大等国家都陆续出现了多起非典型肺炎案例。

2003 年 4 月 2 日，中国政府承诺会与世界卫生组织全面合作。中国向 WHO 申报了所有案例。中国广东省 3 月份有 361 起新病例，9 人死亡。同时，中国北京、山西、湖南也有人感染。

2003 年 4 月 10 日，中方通报疫情数据为：截至 4 月 9 日，中国大陆共报告非典型肺炎 1290 例，已经治愈出院 1025 人，占总病例数的 79%。



2003 年 4 月 16 日，世界卫生组织正式宣布 SARS 的致病原为一种新的冠状病毒，并命名为 SARS 病毒。

2003 年 4 月 20 日，实行“疫情一日一报制”。北京市非典确诊病例数从前一天 37 例增至 339 例。北京新增病例超过 100 例，疑似病例增至 600 人以上。原定于 5 月 1 日开始的五一“黄金周”暂停施行一次，北京多所高校已经宣布停课。

2003 年 4 月 27 日，香港特区死于非典人数全球居首，累积死亡人数高达 133 人。

2003 年 5 月 4 日，台湾非典疑似病例暴增，“行政院卫生署”统计，SARS 可能病例累计为 116 例。

2003 年 5 月 9 日，北京医务人员非典感染比例已呈明显下降趋势：4 月 21 日到 5 月 1 日，每天平均是 15.81 人；5 月 2 日到 5 月 8 日，平均每天 6.3 人。北京非典病例呈大幅下降趋势。

2003 年 5 月 19 日，北京非典新增病例数降至个位。

2003 年 5 月 29 日，北京非典新增病例首现零记录。

2003 年 6 月 10 日，北京连续三天保持确诊病例、疑似病例、既往疑似转确诊病例、既往确诊病例转为疑似病例数均为零的“四零”纪录。

2003 年 6 月 15 日，中国内地实现确诊病例、疑似病例、既往疑似转确诊病例数均为零的“三无”纪录。

2003 年 7 月 13 日，全球非典患者人数、疑似病例人数均不再增长，本次非典过程基本结束。

### 2.1.2 SARS 疫情期间，DCE 豆粕指数价格重心上移

2003 年 2-6 月期间，DCE 豆粕指数价格重心上移，SARS 疫情影响有限。我们对 2003 年 2-6 月期间，DCE 豆粕期货价格走势复盘可知：2003 年 6 月 30 日 DCE 豆粕指数收盘 2092 元/吨，较 2003 年 1 月 29 日收盘价 1967 元/吨上涨幅度约 6.35%。2003 年春节假期为 1 月 30 日至 2 月 9 日，春节之后首个交易日 2 月 10 日 DCE 豆粕低开高走，较节前跌幅 0.46%。2003 年 3 月 15 日，当世界多地出现 SARS 报道之后，在 3 月 17 日至 3 月 31 日期间，DCE 豆粕价格表现平稳，其价格从 1917 元/吨上升至 1933 元/吨。4 月上旬，DCE 豆粕价格出现上涨趋势，并于 4 月 21 日创下阶段性新高 2195 元/吨。4 月 21 日至 6 月 3 日期间，DCE 豆粕期货价格则从最高 2195 元/吨下跌至最低 2004 元/吨，跌幅约 8.7%，随后 DCE 豆粕期货指数价格上涨至 2100 元/吨左右。总体而言，2003 年 SARS 事件对当时豆粕价格影响有限，豆粕整体价格重心还出现了上移。

图 7 2003 年 2-6 月我国豆粕期货指数走势图



资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

## 2.2 本轮疫情：不改变豆粕核心逻辑，粕价仍将进入上升趋势

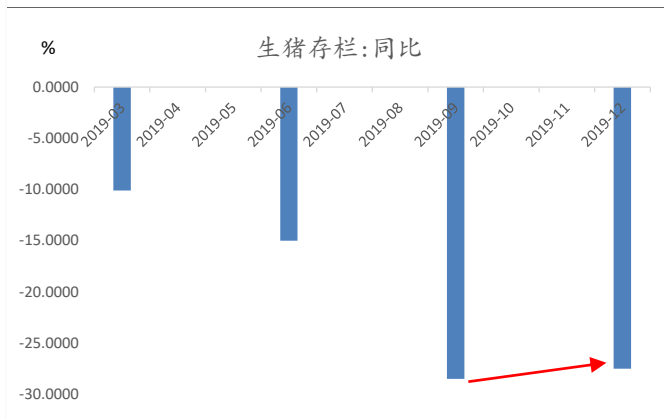
### 2.2.1 本轮疫情没有打破豆粕的核心逻辑

豆粕的核心逻辑是猪周期逻辑，本轮疫情并没有打破猪周期的核心逻辑。我们在 2020 年豆类年报中已经说明：本轮豆粕价格的核心逻辑是猪周期。本轮猪通胀后周期，在经济和政策的轮驱动下，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。虽然本次疫情意外，但是疫情主要影响的是外出饭店

餐饮需求，外出聚集性酒店餐饮需求直线下降，但是这对于猪肉类需求影响有限。一方面，由于前期猪肉价格飙升，高猪价已经抑制了部分饭店餐饮类猪肉需求，所以前期猪肉在饭店餐饮需求中已经有所下降；另一方面，即使仍有部分饭店餐饮类猪肉禽肉等需求下降，也只是降低了猪肉禽肉需求，并没有降低猪禽饲料需求，即短时间内饭店肉类需求的下降并没有传导至畜禽饲料需求的下降。相反，如果由于饭店集团餐饮肉类短期需求下降，导致春节期间猪禽屠宰量下降，原本预计春节期间出栏的猪禽可能延后出栏，这反而增加了部分猪禽饲料需求。所以本轮疫情并没有改变生猪复产周期逻辑，从而也就没有改变豆粕需求增加的逻辑。

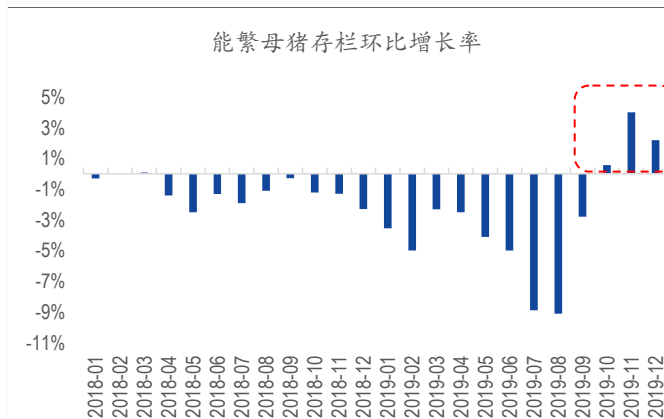
**全国生猪基础产能积极恢复，猪饲料需求处于恢复周期。**根据国家统计局1月19日最新通报数据，2019年四季度末全国生猪存栏31041万头，同比减少11776万头，下降27.5%；但比三季度末增加366万头，环比增长1.2%。再根据1月8日农业部新闻发布会介绍：首先，生猪基础产能持续恢复。2019年12月份全国能繁母猪存栏环比增长2.2%，连续3个月环比增长，比9月份增长了7.0%，显示全国生猪基础产能回升势头逐步稳固。12月份猪饲料产量环比增长2%，连续4个月增长；其中母猪饲料大幅增长10%，这也说明了全国生猪基础产能在积极恢复。其次，规模猪场产能恢复更快。据监测，12月份全国年出栏5000头以上规模猪场生猪和能繁母猪存栏环比分别增长2.7%和3.4%，均连续4个月增长，能繁母猪存栏环比增幅高于全国平均水平。由此，目前无论是生猪基础产能、还是生猪存栏量以及饲料产量，三者均处于积极恢复周期。此外，2月3日，农业农村部党组召开专题会议，研究应对新型冠状病毒感染肺炎疫情工作，部署抓好“菜篮子”产品生产保供等重点工作，**会议强调：继续推动生猪生产恢复。**

图8 生猪存栏同比变化



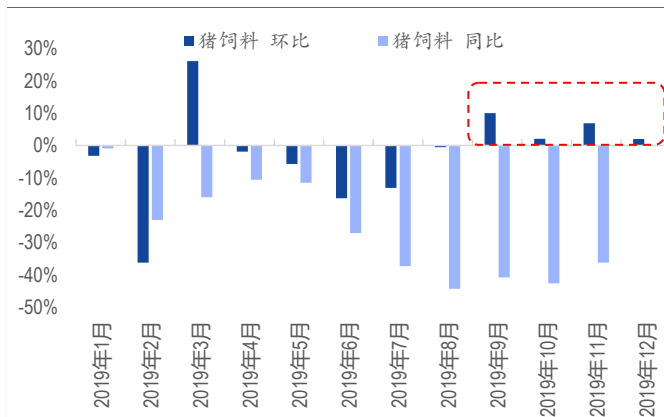
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图9 能繁母猪存栏量月度环比增速



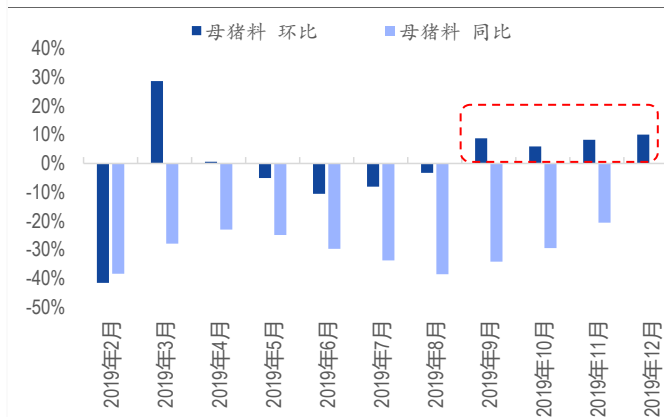
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图10 2019年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11 2019年我国母猪料月度产量变化



资料来源：饲料工业协会，国泰君安期货产业服务研究所

长期而言，食品安全需求将会促使规范化、规模化畜禽养殖需求增加，长期利多优质蛋白饲料豆粕。一方面，随着疫情终将消退，饭店餐饮等肉类需求也将逐步恢复；另一方面，随着猪肉价格逐步下降，饭店餐饮对于猪肉需求也将增加。此外，畜禽肉类主要提供蛋白需求，而蛋白需求是生命体的基本需求，所以长期而言本轮疫情也不会影响畜禽需求，还有可能增加养殖畜禽需求，因为本轮疫情发酵也再次对食用野生动物敲响警钟，食品安全需求将会促使规范化、规模化畜禽养殖需求增加，这将长期利多优质饲料蛋白原料豆粕。





## 2.2.2 本轮疫情或提前驱动“油弱粕强”格局

**本轮疫情或提前驱动豆油进入下跌趋势。**我们在 2020 年豆类年报中已经说明：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。也就是说，如果没有本轮意外疫情，那么随着后期 CPI 逐步下降，豆油也会进入下降周期。我们认为，本次疫情可能会提前驱动豆油进入下跌趋势，主要逻辑有两点：（1）本次疫情严重影响酒店餐饮和旅游等行业，餐饮消费急速下降驱动豆油酒店餐饮消费锐减；而相对于家庭消费，酒店餐饮消费在豆油食用消费中比重和弹性更大，所以酒店餐饮消费锐减将会直接减少豆油的食用消费需求；（2）本轮疫情对于短期经济发展影响偏空，原油价格急速下跌，由此也会驱动豆油的生物柴油消费需求下降。在豆油这两大需求均走弱的情况下，后期豆油提前进入下跌趋势的概率增加。

**2020 年 1 月上旬豆油或已阶段性见顶。**2020 年 1 月 10 日，DCE 豆油主力 2005 合约出现阶段性高点 6950 元/吨，随后就开始连续下跌。一般而言，在豆油价格出现阶段性高点之后，我们往往都需要对本次高点进行观察以及确认，所以如果没有意外疫情，目前我们对于豆油价格的判断仍处于拐点观察期。但是突如其来的疫情强化了豆油需求走弱的逻辑：即原来豆油需求下降的逻辑主要是由于生猪生产恢复，动物脂肪的增加将会逐步减少植物脂肪的替代作用，从而豆油消费将会逐步下降。而现在突发的疫情则使得豆油的酒店餐饮消费和生物柴油工业消费下降，所以本次疫情其实是强化了豆油需求走弱的逻辑，由此豆油 1 月 10 日高点价格成为趋势拐点的概率就相应增加。

**本轮疫情或提前驱动“油弱粕强”格局。**我们在 2020 年年报中对于豆油和豆粕的领先滞后逻辑已经有所说明：猪通胀前期，豆油领先受益；而猪通胀后期，豆粕滞后受益。所以豆油和豆粕的强弱关系将会逐步转变为“油弱粕强”格局。如前所述，本轮疫情其实是强化了豆油需求下降的逻辑，那么疫情就可能提前驱动豆油进入下跌趋势。在油粕跷跷板效应下，豆粕就相对偏强，所以本轮疫情或提前驱动“油弱粕强”格局。

## 2.2.3 本轮疫情或驱动豆粕现货偏紧

### ● 畜禽饲料消费或稳中有增

**相对于豆油餐饮消费的锐减，豆粕作为畜禽饲料消费或稳中有增。**如前所述，本轮疫情主要影响的是餐饮消费，食用油消费首当其冲。而畜禽饲养仍在进行时，并且由于交通运输不便利以及活禽交易暂停等因素，春节期间畜禽出栏量相应减少，此时畜禽饲养变成被动式压栏，需要继续消耗饲料消费，畜禽饲料消费或稳中有增。

**饲料生产恢复需求，增加豆粕需求。**1 月 30 日，农业农村部办公厅、交通运输部办公厅、公安部办公厅联合印发《关于确保“菜篮子”产品和农业生产资料正常流通秩序的紧急通知》，要求保障“菜篮子”产品和农业生产资料正常流通秩序。饲料生产和屠宰企业在做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控的基础上，要加快生产恢复、满足畜禽养殖饲料需求，增加畜禽产品有效供给。如果饲料企业恢复生产，那么将继续增加对于豆粕等饲料原料的生产需求。

### ● 豆粕短期供应或有所下降

**由于防控疫情，春节假期延长，豆粕短期供应或下降。**1 月 26 日，国务院办公厅发布关于延长 2020 年春节假期的通知：2020 年春节假期延长至 2 月 2 日（农历正月初九，星期日）。此后，继国务院通知延长春节假期到 2 月 2 日（周日）后，各地也陆续出台延长春节假期规定。如上海、江苏、浙江等均通知企业不早于 2 月 9 日 24 时前复工。而湖北省政府要求各类企业复工日期在 2 月 13 号 24 点之后。由于多地企业复工时间延后，油厂生产豆粕的时间相应顺延，从而豆粕短期供应或有所下降。

**由于防控疫情，交通运输不便，豆粕短期供应或下降。**如前所述，为了切断病毒传染途径，1 月 26 日左右国内多地均实施交通管制措施，带来一定程度的运输不便利性，从而可能造成部分地区饲料原料短期供应不足的问题。如湖北省畜禽饲料原料不足首当其冲，大部分养殖场面临“断粮”。如 1 月 30 日，湖北省家禽业协会也发出紧急支援玉米豆粕等饲料原料的请求，饲料工业协会也提倡会员单位按照市场价格支援湖北省 18000 吨玉米和 12000 吨豆粕，并组织运力配送湖北，解决饲料原料短缺问题。

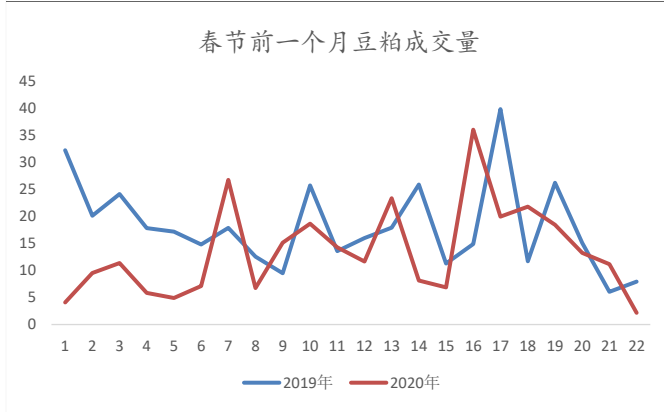


## ● 豆粕年后或有备货需求

**2020年春节前豆粕备货清淡。**根据天下粮仓统计，春节前一个月期间，2019年12月20日至2020年1月21日，国内豆粕成交量累计约297.665万吨，日均成交量约13.53万吨；38家油厂日均提货量约8.1512万吨，90家油厂日均提货量约16.5769万吨。相比去年同期，即2019年春节前一个月，2019年1月2日至1月31日期间，国内豆粕日均成交量约18.14万吨，38家油厂日均提货量约7.9019万吨，90家油厂日均提货量约16.925万吨。由此可见，2020年春节前夕国内豆粕日均成交量和提货量（90家油厂）均不及去年同期，同比分别下降约25.41%和2.06%。

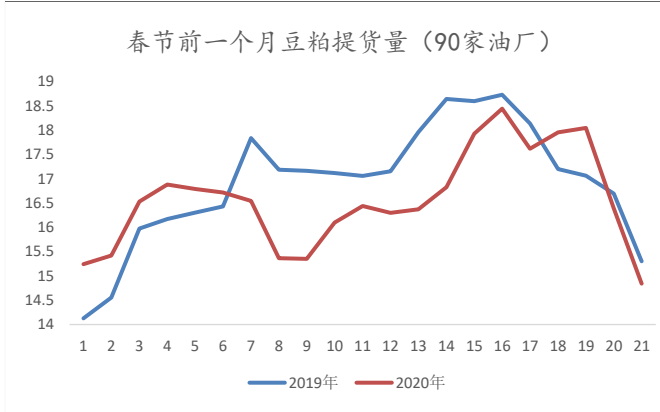
**2020年春节后豆粕或有备货行情。**由于年前备货清淡，目前企业延后复工、运输不便等因素造成豆粕短期供应能力下降，而畜禽饲料需求稳中有增，所以节后可能会出现豆粕重新备货行情，这对于豆粕价格也有支撑，尤其是对于豆粕现货将有带动作用。

图 12 2020 年和 2019 年春节前一个月豆粕成交对比图



资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

图 13 2020 年和 2019 年春节前一个月豆粕提货对比图



资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

## 3. 结论

2020 年春节期新冠肺炎疫情意外发酵，全球多数资产价格呈现普跌格局。春节后首个交易日，国内证券期货市场延续普跌格局，主要期货品种中仅黄金等避险资产飘红。我们认为，情绪上或无需过于悲观，**信心比黄金更重要**。当市场情绪冷静之后，市场投资依然会遵循投资逻辑而进行。

我们通过本轮新冠肺炎疫情对于豆粕投资逻辑的影响分析，得出以下几点结论：

**1、本轮疫情没有改变豆粕的核心逻辑，豆粕价格仍有望进入上升趋势。**豆粕的核心逻辑是猪周期逻辑，意外疫情并没有打破猪周期的核心逻辑。国内生猪依然处于复产周期，畜禽饲料需求仍将稳步增加，从而豆粕需求仍处于上升周期。

**2、本轮疫情强化了豆油需求走弱的逻辑，或提前驱动豆油进入下降趋势。**我们 2020 年报中得出“2020 年 1 月前后豆油可能阶段性见顶”结论的逻辑在于 CPI 逻辑，即当 2020 年 1 月 CPI 迎来年内高点之后，CPI 将进入下降周期，而豆油可能提前 CPI 见顶。而本轮 CPI 逻辑其实还是猪通胀逻辑，当生猪进入复产周期之后，动物脂肪将逐步增加，植物脂肪替代需求将会下降，这就是豆油进入下跌趋势的核心逻辑。目前豆油的 CPI 逻辑没有变化，本轮疫情强化了豆油需求走弱的逻辑：即本轮疫情使得豆油的酒店餐饮消费和生物柴油工业消费下降，在豆油这两大消费下降的基础上，豆油消费将继续走弱，所以本轮疫情可能提前驱动豆油进入下降趋势。

**3、本轮疫情或提前驱动“油弱粕强”格局。**如前所述，本轮疫情可能提前驱动豆油进入下降趋势，在豆粕跷跷板效应下，豆粕或相对走强。

**4、豆粕具备投资价值。**长期而言，本轮疫情或将引发食品安全需求，增加规范化畜禽养殖的需求，对于优质蛋白饲料原料豆粕而言，或将是长期利多因素，可考虑豆粕 ETF 作为长期投资工具进行投资。



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

## 国际业务部

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

## 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