



2020.03.17

往事不如烟 豆粕再复盘



吴光静

021-33038621

Wuguangjing015010@gtjas.com

证书编号 Z0011992

近期报告：

20200217:《豆油：不念过往 不畏将来》

20200220:《豆类油粕强弱现 空油多粕择良机》

20200304:《豆油跌势 未完待续》

20200306:《豆粕：其疾如风 其徐如林》

20200311:《豆类：复盘 08 把握当下》

投资要点：

本文通过对 2009-2019 年期间豆粕上涨周期（阶段）直接驱动因素回顾分析，得出以下结论：

- 1、 直接驱动往往来自于供应端事件
- 2、 供应端事件包括生产和运输环节
- 3、 生产环节事件包括：种植、生长、收获时期遇到不利天气产生减产忧虑。其中，不利天气包括洪涝、干旱（或干燥、干热等）、高温、早霜等，虽然对于大豆而言，影响产量的实质性不利天气主要是干旱和早霜，但是在遭遇洪涝、高温等天气时，市场也会出现担忧，从而推升豆价。
- 4、 运输环节事件包括：罢工、港口拥堵等造成运输延误
- 5、 利多 USDA 报告也可能成为豆价上涨周期启动时间窗口
- 6、 意外事件：中美贸易战，当时市场对于中美贸易战对大豆影响的担忧其实也是落脚于供应角度，担心缺少采购美豆之后，中方进口大豆来源不足，从而推升价格。

我们前期报告中已经指出：豆粕阶段性见底概率增加，如果出现直接驱动因素，豆粕或将正式开启上涨周期。目前已有部分驱动因素，如：阿根廷上调大豆及其制成品出口关税、非洲猪瘟疫苗进展、巴西和阿根廷部分产区干热天气、巴西大豆运输有延迟担忧等。后期主要观察南美产区后续天气情况和巴西大豆运输情况。



我们在前期豆类系列报告《豆粕：其疾如风 其徐如林》、《豆类：复盘 08 把握当下》等中指出：豆粕阶段性见底概率增加，如果出现直接驱动因素，豆粕或将正式开启上涨周期。那么本文就对以往（2009-2019 年，2008 年在前期报告中已经复盘）豆粕开启上涨周期的直接驱动因素进行复盘，从而对当前豆粕可能出现的直接驱动因素做出参考，以便我们更好的把握本轮豆粕上涨周期。

1. 复盘 2009-2019：豆粕上涨直接驱动因素

1.1 2009 年：阿根廷遭遇 50 年不遇旱灾

2009 年美豆和连豆粕上涨阶段为 3 月-6 月，直接驱动包括：南美干旱天气事件（阿根廷遭遇 50 年不遇旱灾）、阿根廷罢工事件和美豆播种延迟。2009 年 3 月 2 日-6 月 11 日，美豆指数从最低 827.1 美分/蒲上涨至最高 1171.7 美分/蒲，涨幅约 42%。2009 年 3 月 3 日至 6 月 5 日，连豆粕指数从最低 2403 元/吨上涨至最高 3212 元/吨，涨幅约 34%。

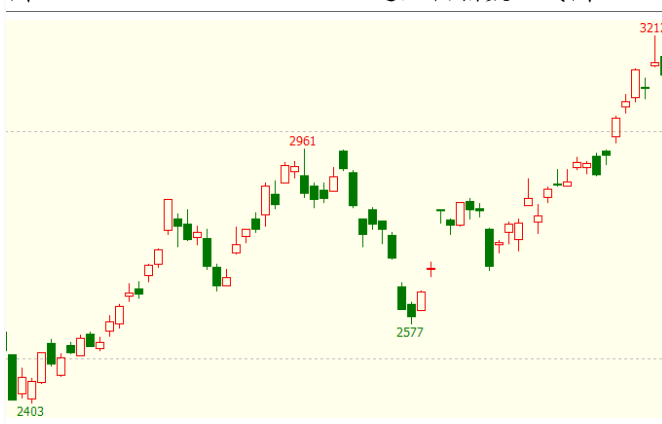
直接驱动因素：（1）2009 年 1 季度南美干旱天气，阿根廷遭遇 50 年不遇严重旱灾，USDA 不断下调阿根廷大豆产量预估，阿根廷严重减产。从 2008 年 12 月中下旬开始，市场便热衷于对南美干旱天气的炒作。巴西方面，USDA 从 2008 年 11 月开始连续下调巴西大豆产量预估：11 月预估 6000 万吨，较上月下调 200 万吨；12 月预估 5900 万吨，下调 100 万吨；2009 年 2 月预估 5700 万吨，较 1 月下调 200 万吨，3-4 月持平该预估（2009 年巴西大豆最终产量 5780 万吨，产量同比下降约 5%）。阿根廷方面，USDA 从 2009 年 1 月开始连续下调大豆产量预估：1 月预估 4950 万吨，较上月下调 100 万吨；2 月预估 4380 万吨，较 1 月下调 570 万吨；3 月预估 4300 万吨，下调 80 万吨；4 月预估 3900 万吨，下调 200 万吨；5 月预估 3400 万吨，下调 500 万吨；6 月预估 3200 万吨，下调 200 万吨（2009 年阿根廷大豆最终产量 3200 万吨，产量同比下降 31%）。（2）2009 年 3 月 22 日阿根廷农民发起大罢工，暂停谷物、油籽和牛肉销售；阿根廷政府 7 月 31 日调整了部分农业政策，其中包括全面恢复小麦和玉米等农产品出口。（3）新季美豆种植进度延缓，因降雨影响，当时美豆主产区伊利诺伊州因降雨大豆播种未能展开，远远低于五年播种进度均值 28%。

图 1 2009.03.02-2009.06.11 美豆指数 K 线图



资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

图 2 2009.03.03-2009.06.05 连豆粕指数 K 线图



资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

1.2 2010 年：USDA 供需报告 & 阿根廷干燥天气

2010-2011 年美豆和连豆粕主要上涨阶段为 2010 年 10 月-2011 年 2 月，直接驱动包括：利多的 10 月 USDA 报告和阿根廷天气忧虑。2010 年 7 月 1 日至 2011 年 2 月 9 日，美豆指数从最低 903.1 美分/蒲上涨至最高 1446.5 美分/蒲，涨幅约 60%；连豆粕方面，2010 年 6 月 6 日至 2011 年 2 月 10 日，连豆粕指数从最低 2729 元/吨上涨至最高 3590 元/吨，涨幅约 32%。

本轮美豆和连豆粕价格上涨启动阶段为 10 月至次年 2 月，主要启动事件是 10 月 8 日 USDA 月度供需报告。当时 USDA 意外下调美豆单产和期末库存预估，报告出台后 CBOT 大豆轻松收获涨停板，大豆期价涨幅指向 70 美分，正式开启本轮价格上涨周期。后期 USDA 报告连续下调美豆期末库存预估，美豆价格延续涨势。

此外，11月-次年1月期间，拉尼娜天气模式下南美种植区干燥气候使得播种进程放缓及对阿根廷大豆产量担忧，成为豆价后续上涨周期接力因素；元旦期间，市场继续担忧阿根廷干旱天气，助推美豆和连粕涨势，其价格于也于2月上旬创下新高。2011年1月USDA下调阿根廷大豆产量至5050万吨，较上月下调150万吨；2月USDA预估阿根廷大豆产量4950万吨，继续下调100万吨；3-7月USDA均维持该预估不变（8月USDA继续下调阿根廷大豆产量50万吨至4900万吨，同比下降约10%）。不过当年巴西大豆产量则处于上调趋势，所以当阿根廷天气忧虑结束之后，本轮美豆和连豆粕价格上涨周期也就告一段落。

图3 2010.07.01-2011.02.09 美豆指数K线图



资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

图4 2010.06.09-2011.02.10 连豆粕指数K线图

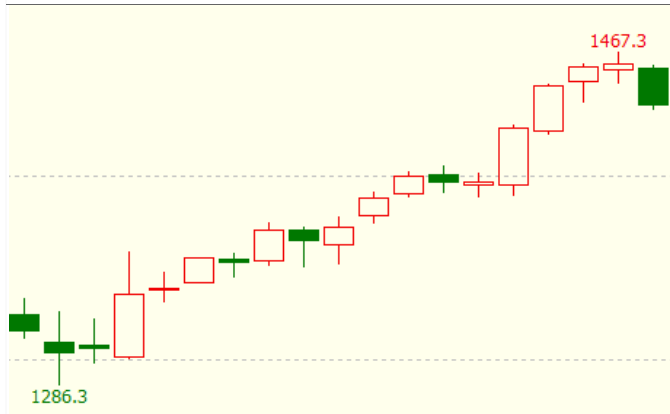


资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

1.3 2011年：USDA供需报告 & 美豆产区干热天气

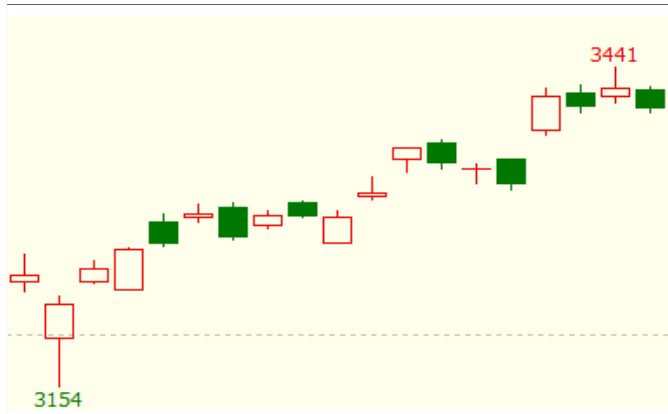
2011年8月期间美豆和豆粕价格上涨主要驱动为利多的USDA供需报告及美豆产区天气忧虑。2011年2-8月美豆和豆粕价格箱体震荡，9-12月则进入下跌趋势。主要的亮点出现在8月11日至8月31日期间，当时美豆价格从最低1300.7美分/蒲上涨至最高1467.3美分/蒲，短短十五个交易日涨幅达到12.8%，连豆粕涨幅约9%。直接驱动事件为：利多的8月USDA供需报告和美豆产区炎热干燥天气忧虑。8月USDA大幅下调2011年美国大豆产量、库存等关键数据：2011年美国大豆产量预估为30.56亿蒲（约8317万吨），较7月预估下调1.69亿蒲（下调约460万吨）；美豆期末库存预估1.55亿蒲（约422万吨），较7月下调0.2亿蒲（下调约56万吨），降幅11.4%。8月USDA报告调低产量原因在于当大豆作物开始播种时，过于潮湿的天气和洪水导致大豆种植面积减少，7月炎热天气、8月大豆主产区降水不足使得大豆优良率下滑。截至8月28日当周，美国大豆优良率为57%，为2007年以来同期最低水平，因中西部大部分地区炎热干燥天气状况导致作物枯萎。

图5 2011.08.09-2011.08.31 美豆指数K线图



资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

图6 2011.08.09-2011.08.31 连豆粕指数K线图



资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

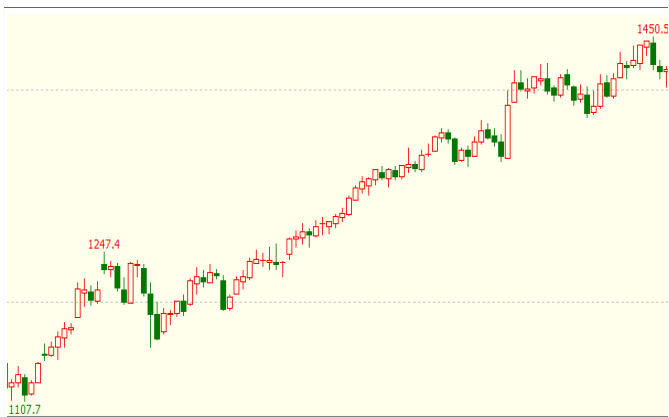


1.4 2012 年：南美产区干旱 & 美豆产区大旱

2012 年是美豆和豆粕牛市周期年，直接驱动为：上半年南美产区干旱，下半年美豆产区大旱。从年度周期来看，美豆指数从 2011 年 12 月 14 日最低 1107.7 美分/蒲上涨至 2012 年 9 月 4 日最高 1738.7 美分/蒲，涨幅约 57%。如果分阶段来看，2012 年美豆牛市周期年可以分别两个阶段：2012 年 1-5 月和 6-9 月，这两个阶段直接驱动因素都是天气事情，分别为南美大豆产区干旱和美国大豆产区大旱。具体而言：2011 年 12 月 14 日至 2012 年 5 月 2 日，美豆指数从最低 1107.7 美分/蒲上涨至最高 1450.5 美分/蒲，涨幅约 31%；2011 年 11 月 24 日至 2012 年 4 月 9 日，连豆粕指数从最低 2742 元/吨上涨至最高 3416 元/吨，涨幅约 25%。本轮美豆和连豆粕价格上涨周期，连豆粕领先美豆 20 天左右。

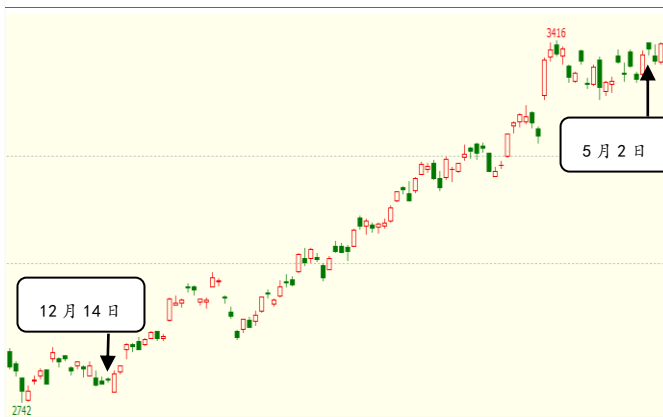
2012 年 1-5 月南美大豆产区干旱。本次南美天气事件中，南美大豆产区早期雨水丰沛，从 2011 年 11 月开始南美天气转为干旱模式，市场忧虑提升。随后 1 月中旬和 2 月上旬，阿根廷和巴西也迎来降雨，不过随后天气模式依然干燥。2 月末以来巴西南里奥格兰德州因缺少降雨导致亩产降低。阿根廷和巴拉圭大豆产量也因干旱忧虑出现下调预期。从 USDA 报告调整来看，USDA 从 2012 年 1 月开始就不断下调巴西和阿根廷大豆产量预估：2012 年 1 月 USDA 预估巴西大豆产量 7400 万吨，较上月下调 100 万吨；2 月预估 7200 万吨，下调 200 万吨；3 月预估 6850 万吨，下调 350 万吨；4 月预估 6600 万吨，下调 250 万吨；5 月预估 6500 万吨，下调 100 万吨（2012 年巴西大豆最终产量为 6650 万吨，同比下降约 12%）；阿根廷方面，1 月预估 5050 万吨，较上月下调 150 万吨；2 月预估 4800 万吨，下调 250 万吨；3 月预估 4650 万吨，下调 150 万吨；4 月预估 4500 万吨，下调 150 万吨；5 月预估 4250 万吨，下调 250 万吨（2012 年阿根廷大豆最终产量为 4010 万吨，同比下降约 18%）。

图 7 2011.12.14-2012.05.02 美豆指数 K 线图



资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

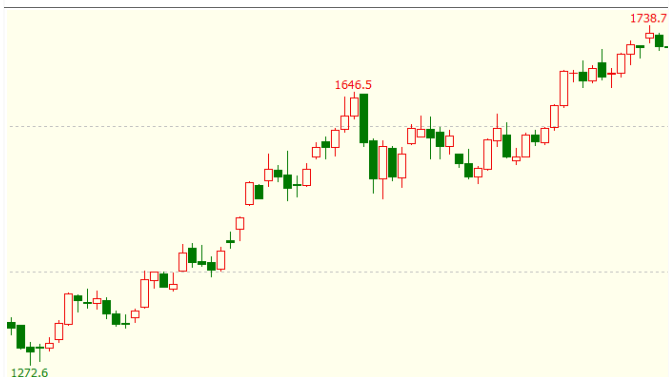
图 8 2011.11.24-2012.05.02 连豆粕指数 K 线图



资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

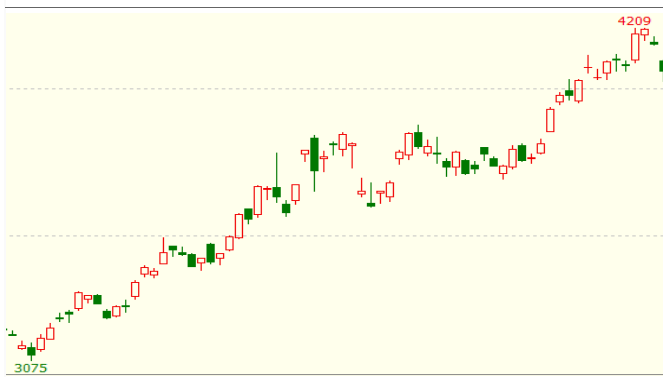
2012 年 6-8 月美豆产区遭遇数十年不遇大旱。2012 年 6 月 1 日至 9 月 4 日，美豆指数从最低 1272.6 美分/蒲到最高 1738.7 美分/蒲，涨幅约 37%；连豆粕指数从 6 月 4 日最低 3075 元/吨上涨至 9 月 3 日最高 4209 元/吨，涨幅约 37%。该阶段豆价上涨的直接驱动是美豆产区遭遇数十年不遇干旱。2012 年由于美豆产区偏干，当年美豆种植进度非常快，5-6 月 USDA 报告中对美豆产量均作出了丰产预估。但是 6-8 月期间美豆产区遭遇严重干旱天气，而且由于美豆种植进度提前，从而导致花期和结荚期均相应提前，这样就使得花期和部分结荚提前的大豆受到美国中西部地区干旱天气影响。自 6 月 3 日 USDA 首次公布大豆优良率以来，大豆优良率连续五周下降。7 月 USDA 供需报告中也大幅下调美豆单产预估至 40.5 蒲/英亩，较前两月预估下调约 7.7%；美豆产量预估为 8301 万吨，较上月下调 422 万吨，调降幅度约 4.8%。虽然 7 月下旬美豆产区迎来了降水，但是降水不足以缓解之前干旱造成损失。截至 7 月 22 日当周，美国大豆生长优良率下滑至 31%。8-9 月 USDA 月度供需报告中继续大幅下调美豆产量预估：8 月预估为 7327 万吨、9 月预估为 7169 万吨，按照 9 月预估，当年美豆减产幅度约 15%，由此也将美豆价格在 9 月初推升至历史最高位。

图 9 2012. 06. 01-2012. 09. 04 美豆指数 K 线图



资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

图 10 2012. 06. 04-2012. 09. 03 连豆粕指数 K 线图

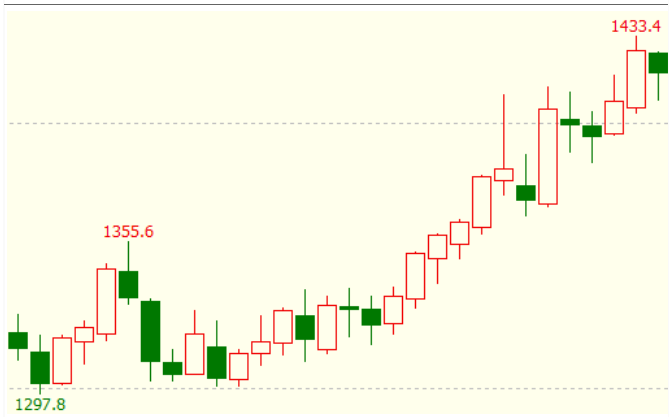


资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

1.5 2013 年：4-5 月巴西大豆运输延误 & 8 月美豆产区高温天气

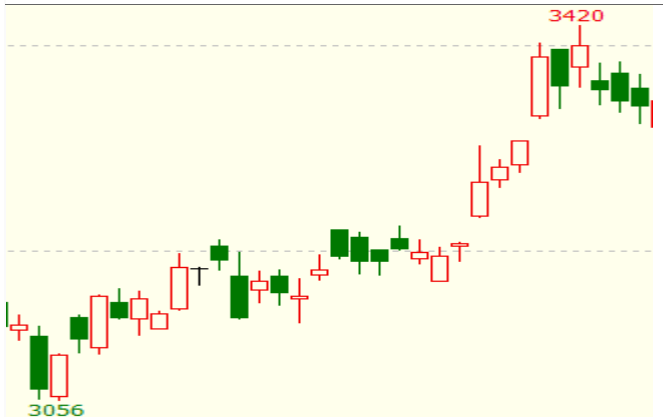
2013 年 4-6 月美豆和连粕上涨的直接驱动为巴西大豆到港延误。2013 年美豆和连豆粕整体处于下跌趋势，但是在 4 月下旬至 6 月初出现阶段性上涨，直接驱动因素为巴西大豆运输延误，国内大豆到港数量下降，推升国内豆粕价格。2013 年 4 月 24 日美豆指数从最低 1297.8 美分/蒲上涨至 6 月 3 日最高 1433.4 美分/蒲，涨幅 10.45%；2013 年 4 月 25 日连豆粕指数价格从最低 3056 元/吨上涨至 6 月 5 日最高 3420 元/吨，涨幅约 12%。2013 年南美大豆大丰收，但是由于巴西大豆产量巨大而且国内基础设施落后，导致大量大豆滞留港口，造成发运延缓，到港延误，巴西大豆运抵中国到港时间也就一延再延，国内油厂大豆库存不足，开工率低，限量发货，形成国内 5 月豆粕现货偏紧。国内原本预期在南美大豆丰产的情况下豆粕价格将处于弱势，但是意外运输延误事件使得国内豆粕现货供应偏紧，期货价格也是快速攀升：5 月 28 日至 6 月 3 日四个交易日 DCE 豆粕指数涨幅约 6.6%。这种情况一直到 6 月中下旬左右才有所缓解，也就是说，即使南美大豆大丰收，但是由于运输原因，国内豆粕价格还是出现了快速上涨格局，所以我们对于运输问题不能不重视。

图 11 2013. 04. 24-2013. 06. 03 美豆指数 K 线图



资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

图 12 2013. 04. 25-2013. 06. 05 连豆粕指数 K 线图

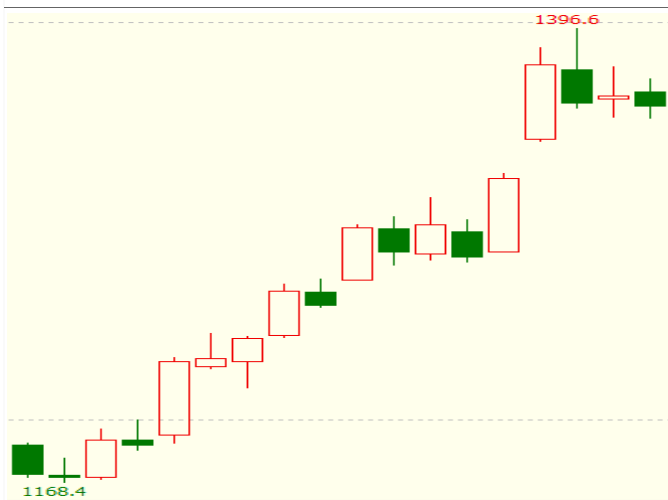


资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

2013 年 8 月美豆和豆粕上涨驱动为 USDA 供需报告和美豆产区高温天气。2013 年 8 月 7 日-8 月 27 日，美豆指数从最低 1168.4 美分/蒲上涨至最高 1396.6 美分/蒲，14 个交易日中美豆涨幅达到约 19.5%；2013 年 8 月 7 日至 9 月 13 日，连豆粕指数价格从最低 3113 元/吨上涨至最高 3621 元/吨，涨幅约 16.32%。8 月 USDA 供需报告大幅下调美豆单产、产量和期末库存等关键项目：8 月 USDA 预估美豆单产 42.6 蒲/英亩，7 月预估为 44.5 蒲/英亩；美豆产量 8860 万吨，下调 448 万吨；美豆期末库存 599 万吨，下调 205 万吨。此外，8 月下旬美豆价格快速上涨驱动为高温天气，当时市场担忧美国中西部天气炎热造成的“高温天气对于大豆作物生长有所损害”，由此推升豆粕价至高位。

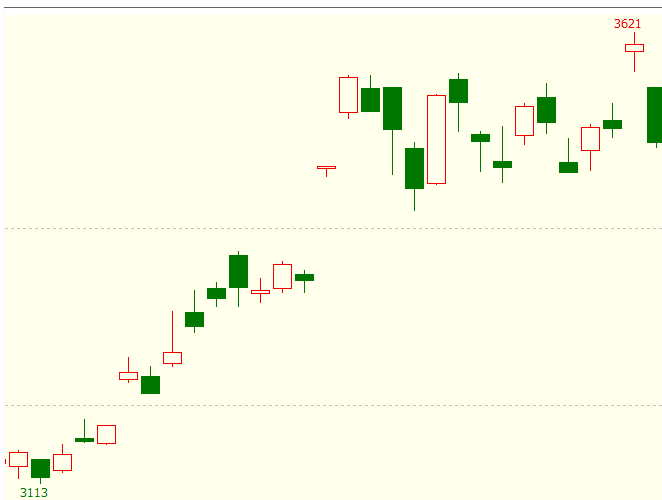


图 13 2013. 08. 07–2013. 08. 27 美豆指数 K 线图



资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

图 14 2013. 08. 07–2013. 09. 13 连豆粕指数 K 线图



资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

1.6 2014 年：南美干热天气 & 国内大豆贸易融资泡沫破灭 & 美豆收割延误

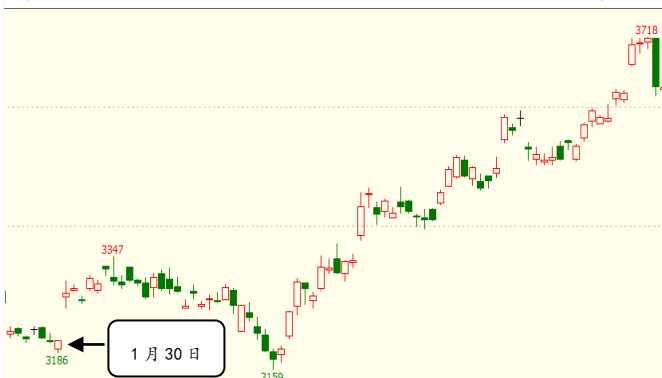
2014 年 2–5 月美豆和连豆粕上涨主要因南美干热天气和国内大豆贸易融资泡沫破灭、取消巴西大豆订单从而担忧到港延误。2014 年美豆主要上涨阶段为 2–4 月，连豆粕为 3 月中旬至 5 月中旬。2014 年 1 月 30 日美豆指数从最低 1219.8 美分/蒲上涨至 4 月 17 日最高 1423.6 美分/蒲，涨幅 16.7%，5 月 22 日美豆出现次高点 1410.2 美分/蒲；连豆粕指数则从 3 月 17 日最低点 3159 元/吨上涨至 5 月 26 日最高 3718 元/吨，涨幅约 18%。由此可见，本轮美豆价格上涨周期提前于连豆粕，美豆最低点和最高点出现均提前连豆粕，连豆粕滞后出现阶段性高点。本次价格周期主要驱动有两点：**首先仍是 1–2 月期间南美干热天气忧虑**，3 月 USDA 供需报告下调 2014 年巴西大豆产量至 8850 万吨，较 2 月报告下调 150 万吨，因南部地区在作物开花和灌浆期炎热干燥天气影响；报告下调巴拉圭大豆产量至 810 万吨，较 2 月预估下调 120 万吨，因炎热干旱气候时间延长。4 月 USDA 报告再次下调巴西大豆产量 100 万吨至 8750 万吨（2014 年巴西大豆最终产量 8670 万吨，同比增加约 5.73%），而阿根廷虽然也有干热天气担忧，但是产量仅在 2 月下调 50 万至 5400 万吨（2014 年阿根廷最终产量 5340 万吨，同比增幅约 8.32%）。**其次，对于国内豆粕而言，依然是到港延误问题**。2014 年国内大豆贸易融资泡沫破灭，当时中方部分采购商取消了大量巴西大豆订单，由此也造成巴西大豆到港不足的担忧，从而推升国内豆粕价格。

图 15 2014. 01. 30–2014. 04. 17 美豆指数 K 线图



资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

图 16 2014. 03. 17–2014. 05. 26 连豆粕指数 K 线图

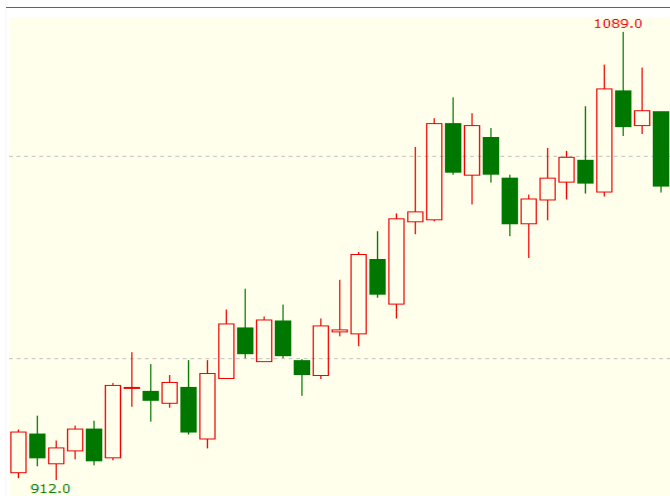


资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

2014 年 10 月美豆收割延迟驱动美豆阶段性上涨，连豆粕弱于美豆。2014 年 10 月 1 日–11 月 12 日美豆指数从最低 912 美分/蒲上涨至最高 1089 美分/蒲，涨幅约 19.4%。2014 年 9 月 30 日–10 月 30 日，连豆粕指数从最低 2797 元/吨上涨至最高 3078 元/吨，涨幅约 10%，本轮豆价阶段性上涨过程中，连豆粕弱于美豆，11 月 12 日美豆创下新高，但当日连豆粕最高 3044 元/吨，未能再创新高。美豆上涨主要因为降雨令收割延

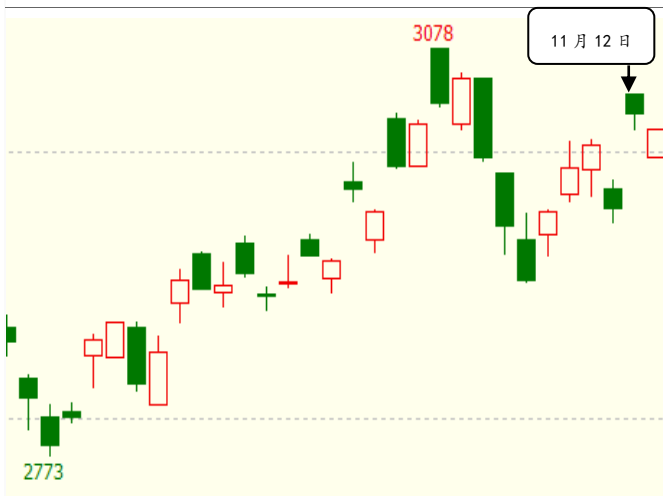
迟，特别是中西部东部的作物种植带，限制了新作美豆在加工厂和内河地区的交割。

图 17 2014. 10. 01-2014. 11. 12 美豆指数 K 线图



资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

图 18 2014. 10. 01-2014. 11. 12 连豆粕指数 K 线图

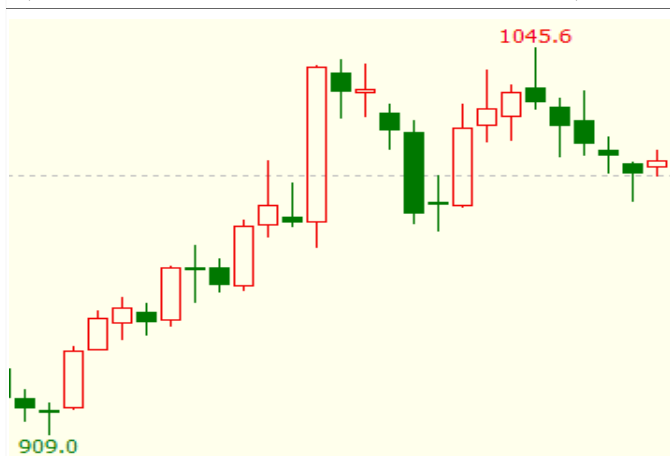


资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

1.7 2015 年：美豆春播洪涝天气

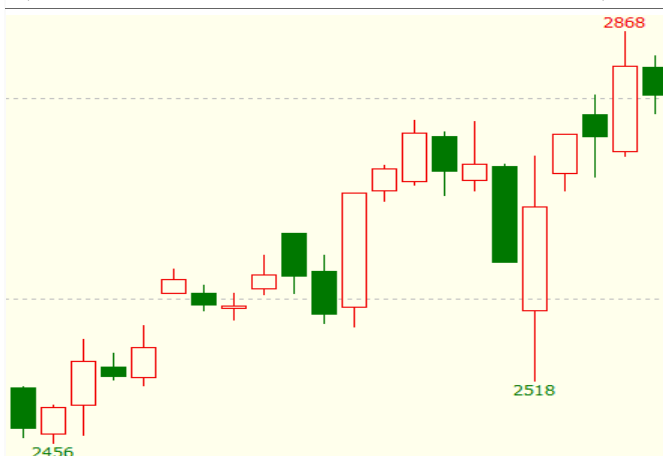
2015 年 6 月中旬-7 月中旬美豆和连豆粕价格上涨，直接驱动为美豆春播期间遭遇洪涝天气。2015 年 6 月 16 日-7 月 14 日，美豆指数从最低 909 美分/蒲上涨至最高 1045.6 美分/蒲，涨幅 15%；连豆粕从最低 2456 元/吨上涨至 2868 元/吨，涨幅约 16.78%。本次豆价上涨直接驱动为：美豆春播期间遭遇洪水事件。当时美国国家气象局称，截至到 6 月 22 日当周，美国中西部部分地区降雨量比正常水平高出六倍之多。2015 年美国大豆播种进度为 1996 年以来最慢水平。美国农业部 6 月 22 日发布报告显示，在包括伊利诺伊斯、密苏里、印第安纳以及俄亥俄在内的地区，过去一周适合田间作业天数不超过 2 天。

图 19 2015. 06. 16-2015. 07. 14 美豆指数 K 线图



资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

图 20 2015. 06. 16-2015. 07. 14 连豆粕指数 K 线图



资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

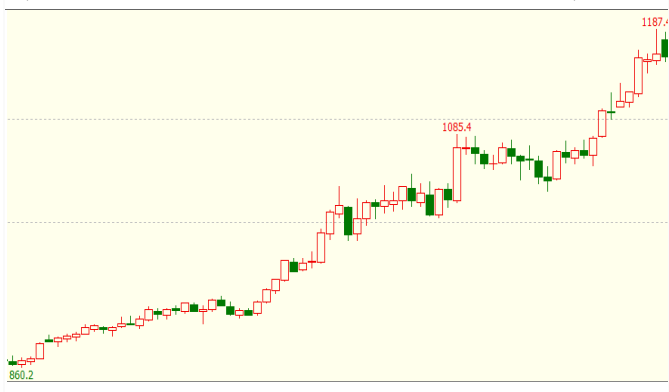
1.8 2016 年：阿根廷洪涝天气

2016 年 4-6 月美豆和连豆粕价格快速上涨，连豆粕明显强于美豆，直接驱动为阿根廷洪涝事件。2016 年 3 月 2 日-6 月 10 日美豆指数从最低 860.2 美分/蒲上涨至最高 1187.4 美分/蒲，涨幅 38%；2016 年 3 月 11 日至 7 月 1 日，连豆粕指数从最低 2291 元/吨上涨至最高 3517 元/吨，涨幅约 54%。本轮豆价上涨直接驱动因素为阿根廷洪灾事件。本轮国内豆粕价格启动上涨周期从 4 月中旬开始，而 1-3 月南美产区天气良好，USDA 维持巴西大豆高产预估不变，同时不断上调阿根廷大豆产量预估：4 月 USDA 供需报告将阿根廷大豆产量上调



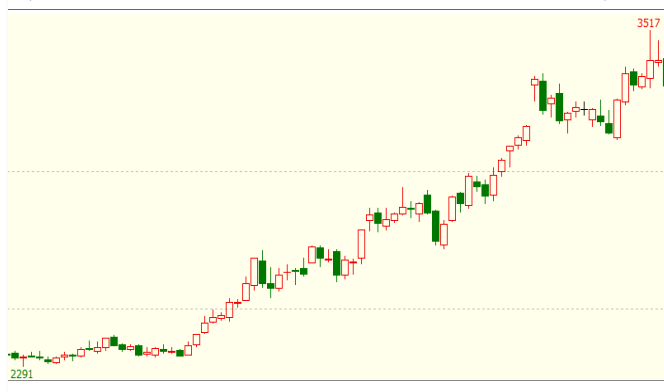
至 5900 万吨，较 1 月预估上调 200 万吨。但是 4 月中旬开始阿根廷部分地区“洪涝天气事件”引起市场高度关注，市场产生对阿根廷大豆产生减产预期并且减产预期不断强化：当时最悲观的预估为减产 1000 万吨。USDA 从 5 月也开始下调巴西、阿根廷大豆产量预估：5 月预估巴西和阿根廷产量分别为 9900 万吨和 5650 万吨，分别下调 100 万吨和 250 万吨；6 月 USDA 供需报告将巴西大豆产量下调 200 万吨至 9700 万吨，而阿根廷大豆产量则维持不变。由此，从 USDA 对于两国大豆产量调整来看，阿根廷洪涝天气事件影响其实相当有限，但是当时在没有 USDA 预估数据之前、在市场其他机构大幅下调阿根廷大豆产量预估的情况下，美豆和连豆粕价格快速上涨，尤其是连豆粕，在 6 月 USDA 报告没有再次下调阿根廷大豆产量和美豆种植面积及季度库存等利空报告背景下仍然上涨至 7 月 1 日，当时豆粕主力合约盘中触及涨停板，完成本轮价格上涨周期。

图 21 2016.03.02-2016.06.10 美豆指数 K 线图



资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

图 22 2016.03.11-2016.07.01 连豆粕指数 K 线图

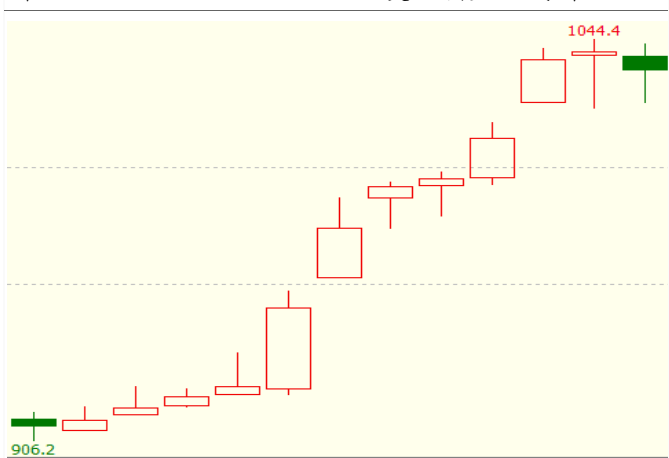


资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

1.9 2017 年：USDA 报告好于预期 & 美豆产区炎热天气

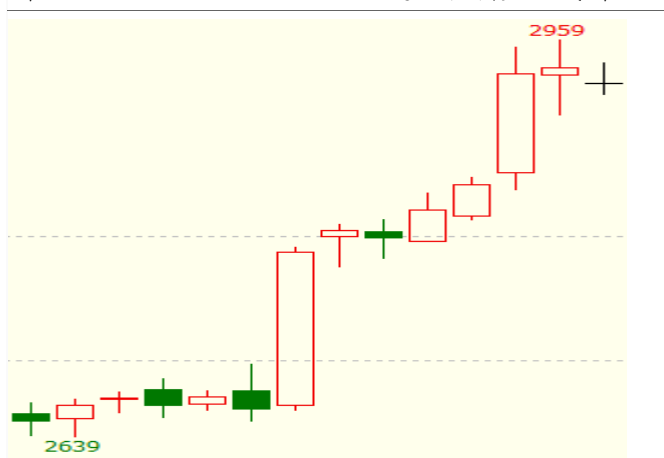
2017 年 6 月底至 7 月上旬美豆和豆粕价格上涨，直接驱动为 USDA 种植面积报告和季度库存报告好于预期及 7 月上旬美豆产区炎热天气。2017 年 6 月 26 日-7 月 11 日，美豆价格指数从最低 909.6 美分/蒲上涨至最高 1044.4 美分/蒲，涨幅 14.8%，出现 11 连阳走势。连豆粕指数从 2639 元/吨上涨至最高 2959 元/吨，涨幅约 12.13%。本次豆价上涨主要是因为 6 月底 USDA 种植面积意向报告和季度库存报告好于预期，同时 7 月上旬美豆产区出现炎热天气，三者叠加，驱动了当时美豆价格的快速上涨。

图 23 2017.06.26-2017.07.11 美豆指数 K 线图



资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

图 24 2017.06.26-2017.07.11 连豆粕指数 K 线图



资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

1.10 2018 年：阿根廷严重干旱 & 中美贸易战

2018 年 1-3 月美豆和连豆粕均上涨，因阿根廷遭遇严重干旱；3 月下旬-4 月 9 日和 9 月中下旬-10 月上旬连豆粕快速上涨，则因中美贸易战。2018 年 1 月 12 日美豆指数从最低 953.2 美分/蒲上涨至 3 月 2 日最高

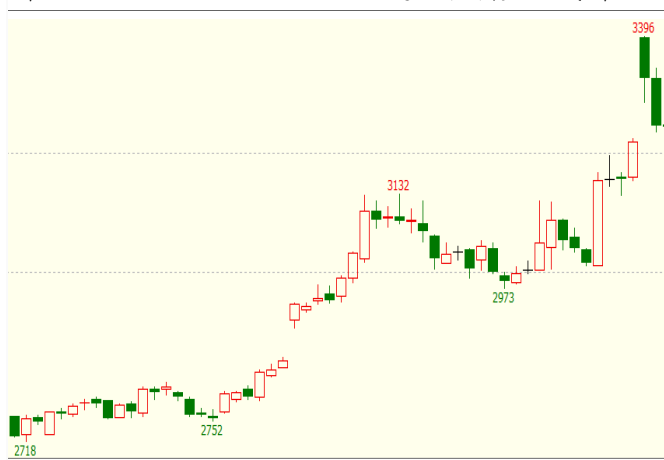
1076.4 美分/蒲，涨幅 12.9%；连豆粕从 1 月 15 日最低 2718 元/吨上涨至 4 月 9 日最高 3396 元/吨，涨幅约 25%。2018 年阿根廷大豆产量 3780 万吨，同比下降约 31%，在阿根廷大豆出现大幅减产情况下，美豆价格涨幅仅约 12.9%，主要是因为中美贸易战因素，美豆价格上涨偃旗息鼓，而国内豆粕价格则出现快速上涨。

图 25 2018.01.12-2018.03.02 美豆指数 K 线图



资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

图 26 2018.01.15-2018.04.09 连豆粕指数 K 线图



资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

1.11 2019 年：美豆春播遭遇洪涝灾害

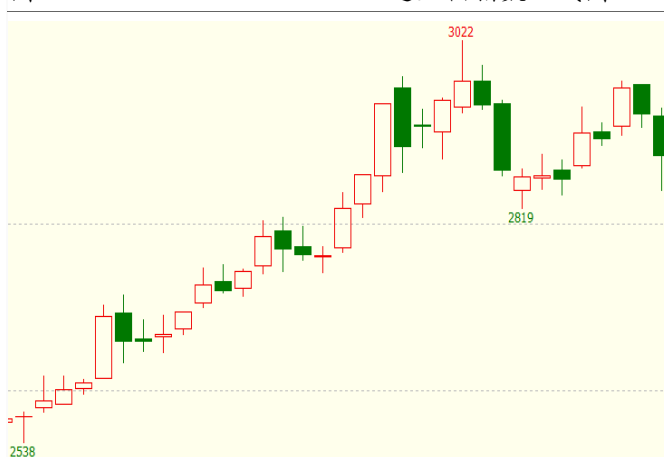
2019 年 5 月中旬-6 月中旬，美豆和连豆粕快速上涨，直接驱动为美豆春播季节遭遇洪涝，美豆播种进度创下近 20 多年来最低。2019 年 5 月 13 日至 6 月 18 日，美豆指数从最低 801.4 美分/蒲上涨至最高 938.4 美分/蒲，涨幅 17%；连豆粕从 4 月 30 日最低 2538 元/吨上涨至 6 月 4 日最高 3022 元/吨，涨幅约 19%。

图 27 2019.05.13-2019.06.18 美豆指数 K 线图



资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

图 28 2019.04.30-2019.06.04 连豆粕指数 K 线图



资料来源：文华财经、国泰君安期货产业服务研究所

2. 结论

本文通过对 2009-2019 年期间豆粕上涨周期（阶段）直接驱动因素回顾分析，同时结合我们前篇报告《豆类：复盘 08 把握当下》对于 2008 年豆价上涨直接驱动因素的回顾分析，我们对于 2008 年-2019 年期间豆粕上涨周期（阶段）直接驱动因素，得出以下结论：

- 1、直接驱动往往来自于供应端事件
- 2、供应端事件包括生产和运输环节
- 3、生产环节事件包括：种植、生长、收获时期遇到不利天气产生减产忧虑。其中，不利天气包括洪涝、



干旱（或干燥、干热等）、高温、早霜（过去 12 年美豆尚未遭遇严重早霜事件）等，虽然对于大豆而言，影响产量的实质性不利天气主要是干旱和早霜，但是在遭遇洪涝、高温等天气时，市场也会出现担忧，从而推升豆价；同样从大豆生长季节来说，影响大豆产量形成的主要是关键生长期，而种植和收获季节对于产量形成影响有限，但是在大豆种植和收获季节出现不利天气事件也会出现减产忧虑从而推升豆价，所以说天气事件推升豆价的时间窗口包括种植、生长和收获季节，而不仅仅是生长期。天气事件的核心逻辑，我们在前期报告中已经指出：不利天气对于大豆产量造成的影响短期内难以证伪，所以一旦出现严重不利天气事件，往往就会推升豆价。

- 4、运输环节事件包括：罢工、港口拥堵等造成运输延误
- 5、利多 USDA 报告也可能成为豆价上涨周期启动时间窗口
- 6、意外事件：中美贸易战，当时市场对于中美贸易战对大豆影响的担忧其实也是落脚于供应角度，担心缺少采购美豆之后，中方进口大豆来源不足，从而推升价格。

如前所述，我们前期报告中已经指出：**豆粕阶段性见底概率增加，如果出现直接驱动因素，豆粕或将正式开启上涨周期。**目前已有部分驱动因素，如：阿根廷上调大豆及其制成品出口关税、非洲猪瘟疫苗进展、巴西和阿根廷部分产区干热天气、巴西大豆运输有延迟担忧等。**后期主要观察南美产区后续天气情况和巴西大豆运输情况**，此外 3 月底 USDA 种植面积报告如果意外利多，也有可能成为上涨驱动的时间窗口之一。



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

机构金融部

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