



2020.03.20

豆粕：时光不负 脱离底部



吴光静

021-33038621

Wuguangjing015010@gtjas.com

证书编号 Z0011992

近期报告：

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》

20200317:《往事不如烟 豆粕再复盘》

投资要点：

我们在前期报告复盘豆粕价格启动上涨周期相关直接驱动因素的基础上，本文进一步分析近期可能引发豆粕价格启动上涨周期的直接驱动，我们认为，近期启动豆粕价格启动上涨周期的直接驱动主要仍在供应链忧虑，包括运输和生产忧虑。

在新冠肺炎疫情背景下，因巴西和阿根廷采取相关疫情防控措施带来的供应链运输延迟忧虑则首当其冲，这使得近期豆粕价格突破前期平台，并逐步脱离底部区域，如果后期供应链忧虑进一步加重，那么或将正式启动本轮豆粕价格上涨周期。



2020年3月20日，DCE豆粕2005合约最高2850元/吨，DCE豆粕指数最高2832元/吨，突破前期（2019年11月下旬至2020年1月上旬）平台，DCE豆粕2009合约最高2825元/吨，虽然暂时尚未突破前期平台，但是也创下了2020年1月10日以来近两个月的最高点。我们在前期报告中指出：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。目前DCE豆粕指数价格突破前期平台，我们认为，**豆粕价格或脱离底部区间，有望正式开启上涨周期**。对于豆粕开启上涨周期的直接驱动因素，我们在前期报告中指出：豆粕上涨周期的直接驱动往往来自于供应端事件。**本次豆粕价格突破前期平台、脱离底部区间的直接驱动或在于南美大豆供应链忧虑**。本文就从目前豆粕供应链（运输和生产）角度，对于启动本轮豆粕价格上涨的直接驱动因素做出进一步分析，并得出相关结论，从而更好地把握本轮豆粕价格上涨周期。

1. 供应链忧虑之：南美港口运输延迟

1.1 巴西：若发运延迟，3-6月中国大豆到港量均可能下降

1.1.1 新冠肺炎疫情事件及防控措施

新冠肺炎事件：据新闻报道，截至当地时间3月18日20时，巴西20个州政府及联邦区共上报514例新冠肺炎确诊病例，仅有6个州还没有出现确诊病例。在疫情最严重的圣保罗州，已出现4例死亡病例。

疫情防控措施：

3月18日，据巴西船代消息，考虑到新型冠状病毒（COVID-19）影响和所有安全原因及工人在港口和船舶上职责所面临的风险，巴西桑托斯港装卸工人决定从2020年3月18日停止活动至少14天。除为防控疫情所需药品可卸船外，桑托斯港其他商品暂停装卸。

3月18日下午，巴西总统博索纳罗与8位部长及国家卫生监督局局长就政府加强针对新冠病毒应对措施举办新闻发布会。总统博索纳罗要求议会宣布巴西进入公共灾难状态：从18日起，未来15天内巴西政府将暂时关闭与委内瑞拉相邻部分边境，巴西司法和公共安全部长塞尔吉奥·莫罗表示正在研究暂时关闭巴西与其他国家边界可行性。经济部长保罗·盖德斯在发布会上表示，一旦国会宣布巴西进入公共灾难状态，经济部将支出150亿雷亚尔用于帮助疫情中社会弱势群体，这笔经费将发放给包括没有固定工作的自由职业者和失业人员在内的社会弱势群体，每月发放200雷亚尔（约合人民币280元）紧急救助金，以此来保障他们生活，将有1500万至2000万民众因此受益。在疫情最严重的圣保罗州，州长若昂·多里亚下令从3月23日起直到4月30日，关闭所有大型商场和健身房。大圣保罗地区七个城市的市政公共交通从3月25日起停止服务。圣保罗市实体店（除药店、食品店、超市等）也将从3月27日起暂停营业。

3月19日，港口运营商称，桑托斯港将维持常规运转，周三（3月18日）曾与码头工人和相关部门开会讨论采取措施防范新冠肺炎疫情传播。运营商组织 Sopesp 主席 Regis Prunzel 称，港口利益相关方代表组建危机委员会。达成措施之一是减少海港作业范围大型集会，港口活动将继续进行，工人们同意新方案。3月20日危机委员会重新开会，公布新版安全指导方针，以保护港口所有工作人员的健康。

3月19日，路透社消息，3月18日巴西爆发冠状病毒疫情，更多巴西政治精英受到传染，并引发对总统博索纳罗强烈抗议。博索纳罗儿子卷入了与中国外交争端。博索纳罗国家安全顾问、矿业能源部长以及参议院议长3月18日检测结果均呈阳性。博索纳罗因对疫情处理不严而受到越来越多批评。博索纳罗说，巴西正在考虑关闭所有陆地边界。此前，巴西颁布了一项法令，禁止向委内瑞拉人开放边境。这项法令不包含运送货物卡车，也不包含卫生官员此前批准的跨境人道主义援助。法令还指出，从委内瑞拉进入巴西的15天禁令可能会延长。另一项限制边境交通的措施是，陆路运输监管机构 ANTT 宣布所有国际巴士服务暂停60天。邻近巴西最大都市圣保罗的7个城市表示，它们将开始减少市政交通，在3月29日全面停运。在几乎空无一人的国会下院，议员们批准了一项宣布全国进入紧急状态的总统令，允许政府放弃财政目标，释放预算资源。该法令预计将于下周在参议院获得通过。

3月19日，巴西总统博索纳罗向国会致信，考虑到世界卫生组织将新冠病毒定义为世界流行病，要求在今年12月31日前承认巴西进入国家灾难状态。这是在昨天确认巴西出现首个新冠死亡病例情况下采取的举措。

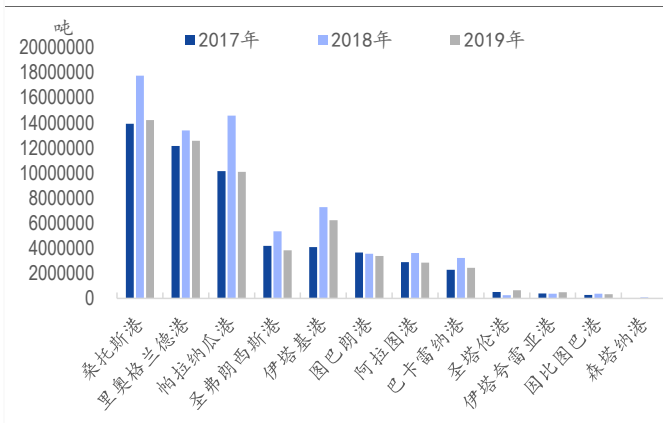
3月19日，据新闻称，巴西近50家农业团体联名寻求联邦政府支持，要求保障巴西港口在新冠肺炎疫情中持续运营。

港口方面，截至 3 月 18 日，巴西港口均维持正常运行，桑托斯港口防控措施为：经过仔细检查航海健康申报单和医疗记录后，通常在轮船到达前的 48 小时前请求和发放船舶入境卫生检疫证，船舱预检可在港外泊地进行，船组人员登/下船正常，其他港口防控措施差别不大。后期继续关注巴西疫情防控措施。

1.1.2 疫情防控措施下，港口运输忧虑增加

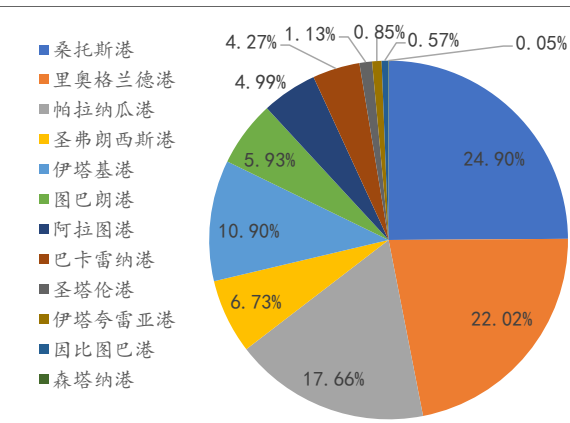
如果巴西疫情防控升级影响港口运输，那么 5-6 月期间巴西大豆运抵中国数量将下降。据船代机构数据，2017-2019 年巴西桑托斯港出口大豆分别约 1393 万吨、1777 万吨和 1422 万吨，占总出口量比例分别约 25.56%、25.44 和 24.90%；第二大港口里奥格兰德港 2017-2019 年大豆出口比例分别约 22.31%、19.19%和 22.02%；第三大港口帕拉纳瓜港 2017-2019 年大豆出口比例分别约 18.62%、20.88%和 17.66%；由此，2017-2019 年期间，巴西前三大港口桑托斯港、里奥格兰德港和帕拉纳瓜港大豆出口量占比分别约 25.3%、21.17%和 19.05%，上述三大港口大豆出口比例占全国大豆出口比例总和约 65.52%。截至 2020 年 3 月 10 日，巴西大豆主要港口装运数量分别为桑托斯港 284.8 万吨和帕拉纳瓜港 114.85 万吨，里奥格兰德港、圣弗朗西斯港、伊塔基港和巴卡雷纳港的装运数量约 32-42 万吨之间。如前所述，截至 3 月 18 日巴西各港口正常运行，也就是说，目前巴西港口运输还没有因为疫情防控受到影响。如果 4 月巴西大豆因疫情防控措施而导致大豆装运速度下降，那么按照 45 天船期匡算，5 月中旬至 6 月中旬巴西大豆运抵中国数量将会下降。至于巴西大豆延期时间，就看巴西大豆出口运输是否会因为疫情防控受到影响以及受到影响的时间。

图 1 2017-2019 年巴西港口发运大豆数量



资料来源：中国汇易、国泰君安期货产业服务研究所

图 2 2019 年巴西各港口发运大豆数量比例



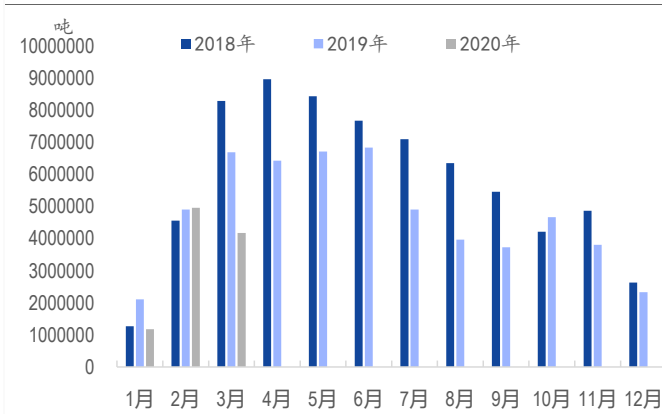
资料来源：中国汇易、国泰君安期货产业服务研究所

1.1.3 目前巴西大豆运抵中国已有延误

2020 年 1-3 月中旬巴西大豆发运数量下降，2 月中旬至 4 月下旬巴西大豆运抵中国数量将同步下降。据船调机构数据，2020 年 1 月和 2 月，巴西大豆发运中国数量分别约 118 万吨和 496 万吨，同比变动为-44.03%和+1.03%，即 1 月巴西大豆发运数量明显下降，2 月略微增加。从巴西大豆运抵中国时间按照 45 天匡算，那么 1 月巴西发运大豆将在 2 月中旬-3 月中旬左右陆续运抵中国，2 月巴西发运大豆将会在 3 月中旬至 4 月中旬陆续运抵中国，以此类推。由于 1 月巴西大豆发运数量同比大幅下降，所以 2 月中旬-3 月中旬巴西大豆运抵中国数量同比下降。再根据巴西商贸部数据，2020 年 1 月和 2 月装运大豆分别约 148.83 万吨和 511.57 万吨，较去年同期分别变动为-27%和+8%。截至 2020 年 3 月 15 日（10 个工作日），巴西大豆装运数量约 429.33 万吨，同比下降约 3.56%，所以 3 月中旬以前，巴西大豆装运数量同比仍下降，由此 4 月下旬巴西大豆运抵中国数量也将同步下降。

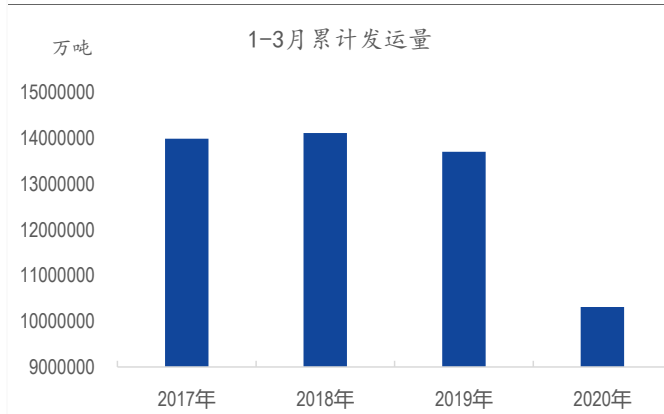


图3 2018-2020年各月巴西大豆发运数量



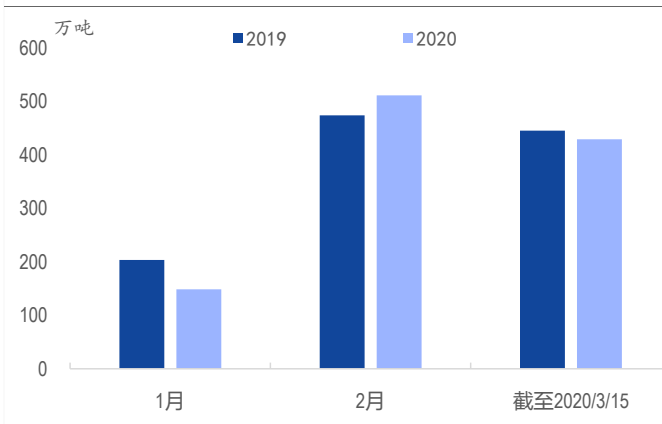
资料来源：中国汇易、国泰君安期货产业服务研究所

图4 2017-2019年1-3月累计（2020年截至3月中旬）



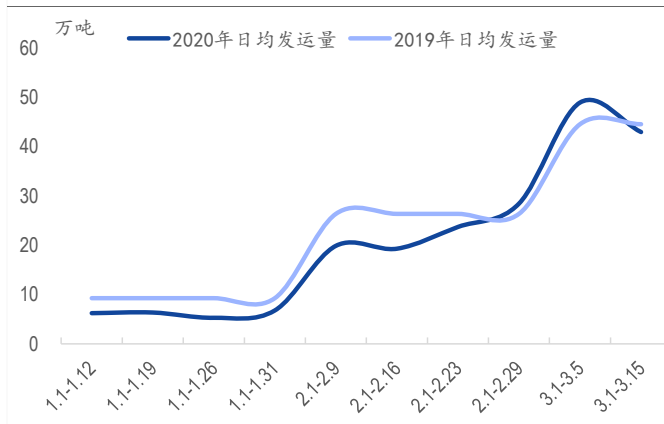
资料来源：中国汇易、国泰君安期货产业服务研究所

图5 2019-2020年1-3月中旬巴西大豆发运数量



资料来源：巴西商贸部、国泰君安期货产业服务研究所

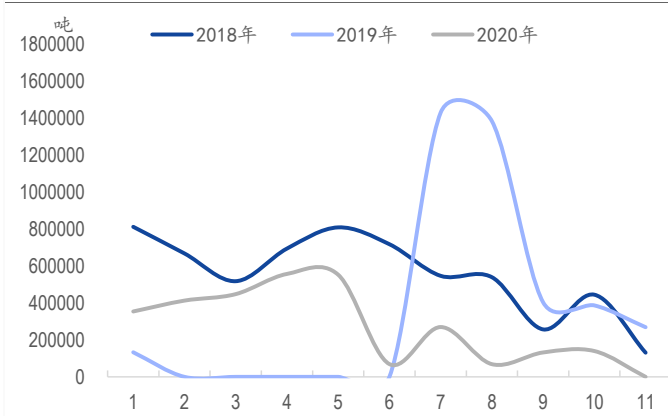
图6 2019-2020年1-3月中旬巴西大豆日均发运数量



资料来源：巴西商贸部、国泰君安期货产业服务研究所

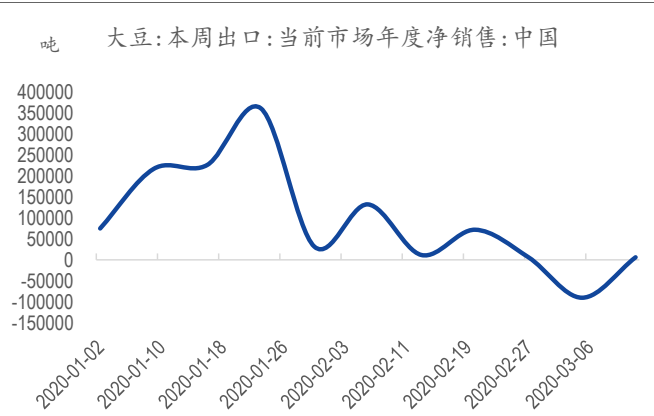
2020年1-3月美豆至中国装船和采购数量均大幅下降。从美豆至中国装船数量来看，2018年-2020年前11周（1月至3月第2周）累计装船数量分别约614万吨、400万吨和300万吨，可见2020年前11周期间美豆至中国装船数量最低，虽然2018年代表贸易战之前水平，但是2019年同期则基本代表贸易战期间的情况，也就是说，2020年前11周美豆至中国装船数量还低于贸易战期间的数量。如果除去1月装船数量（因为按照美豆运抵中国30天船期匡算，1月美豆至中国装船数量已于2月运抵中国），我们观察2月-3月第2周末美豆至中国装船数量（这部分美豆将于3月至4月第2周末运抵中国），2018年-2020年分别约264万吨、387万吨和68万吨，由此可见2020年2月-3月第2周末美豆至中国装船数量较去年同期减少319万吨，理论上这期间美豆减少的缺口应由巴西大豆来弥补，但是如前所述，2020年2月-3月中旬期间，巴西大豆发运中国数量不增反降，也就是说，从2-至3月第2周末期间，美国和巴西大豆发运数量下降300万吨左右，那么3月-4月第2周末中国进口大豆到港数量就会相应减少300万吨左右，这也可以解释目前国内大豆到港下降的原因：前期美豆和巴西大豆装船数量均下降导致目前国内大豆到港下降。

图 7 2018-2020 年前 11 周美豆发运中国数量



资料来源：WIND、国泰君安期货产业服务研究所

图 8 2020 年 1-3 月中旬中国采购美豆数量



资料来源：WIND、国泰君安期货产业服务研究所

1.1.4 若后期巴西大豆发运延迟，国内大豆到港仍将下降

由于前期中方很少采购美豆，所以如果后期巴西大豆发运延误，那么国内大豆到港仍将下降。截至 2020 年 3 月 12 日当周，美豆未装船数量仅剩 6.9 万吨，中国对美豆新采购订单 0.6 万吨，也就是说，3-4 月期间就基本上全部靠巴西大豆进口，如果 4 月期间中方依然没有太多数量的美豆采购，那么我们依靠巴西大豆的时间就将延续到 5 月，即 3-5 月这三个月期间中方到港大豆基本上全部依赖于巴西大豆，这就要求巴西大豆运抵中国时间不能再出一点问题，换句话说，巴西港口大豆运输就不能出现封港、罢工等延迟发运的情况，这种情况如果放在以前可能还没那么严重，因为以前中方还有前期采购美豆的订单作为补充，如果巴西大豆运输出现问题，还有美豆作为补充，但是今年中方前期采购的大豆基本上全部是巴西大豆，所以这就决定了后期巴西大豆发运时间不能延长，否则国内缺豆现象还将延续。

1.2 阿根廷：疫情防控升级，后期港口运输也有延误可能

目前阿根廷新冠肺炎疫情事件及防控措施如下：

新冠肺炎疫情：据新闻称，截至 3 月 20 日，阿根廷确诊病例 97 例，死亡病例 2 例。

疫情防控措施：

3 月 15 日，阿根廷总统阿尔贝托·费尔南德斯在新闻发布会上宣布，为抗击新冠疫情，阿根廷将关闭边境和公立学校，直至 3 月 31 日。在未来 15 天里禁止外国人入境。

3 月 16 日，阿根廷植物油行业商会和谷物出口商会(CIARA-CEC)负责人 Gustavo Idigoras 表示，港口方面仍有困惑，装货作业也未处于正常状态。罗萨里奥港口压榨商工会秘书长 Daniel Succì 表示，压榨企业正常运营，但工会要求企业允许高风险工种停工，以防感染病毒。港口工作范围和规模存在一定不确定性，工会威胁要举行罢工，以解决健康问题。

3 月 17 日，URGARA 卸货工人工会称，港口区域新冠肺炎防疫措施未被遵守，如果不公布明确规则，将在 3 月 18 日早上停止作业。

3 月 17 日，阿根廷交通运输部发布措施，货船进入阿根廷港口不会被禁止，如有必要，无症状且已在海上超过 14 天未靠岸的外籍船员可以下船。如果船员下船不是必要的流程，则 15 天内不得下船。

3 月 17 日，一私营航运公司称，由于阿根廷港口针对抗击新冠肺炎疫情所采取各种措施导致混乱，可能给出口商造成不便。阿根廷港口采取疫情防控措施包括，所有直接从巴西、智利、中国、欧洲、伊朗、日本、韩国和美国抵达的船只应提前向卫生部门提供一份船只医疗记录，包括每个船员体温。该机构表示，有报告称，一些港口，如 San Lorenzo 和 Bahia Blanca 港，卫生部门没有发放“防疫通行证，因为它们正寻求政府当局来明确所应采取的步骤。

3 月 18 日，海事港口活动商会称，在公布冠状病毒船舶贸易方案后，阿根廷罗萨里奥谷物港活动恢复正常。此前，阿根廷港口运行出现中断。

3 月 19 日，国家众议院议长塞尔吉奥·马萨在议会大楼举行新闻发布会。马萨表示，在阿根廷抗击新型



冠状病毒肺炎疫情背景下，政府正在评估实施全国封城的防疫政策。马萨说道，“阿根廷政府和阿根廷人民要避免疫情进一步蔓延，我们的任务就是，让每个人都能够照顾好自己。政府所采取的政策并不想伤害任何人，其目的是保护好所有国民。”马萨强调，如今阿根廷各政党代表均已把政治分歧放在一边，反对党的领导人们都在为疫情提出解决方案。即日起，每隔 15 天政府都将和反对党代表举行以此会议，以贯彻落实针对疫情的公共政策。

3 月 19 日，根据阿根廷船代消息，阿根廷布宜诺斯艾利斯港口卫生当局现已收到布宜诺斯艾利斯卫生当局总部确切指示，指示允许所有到达船只进港，包括来自 Covid-19 疫区国家船只，只要没有船员存在新冠肺炎症状，并同时遵守所有港口到达前健康检查和相关要求措施。

3 月 19 日，阿根廷联邦总统阿尔贝托·费尔南德斯做出重大决定：实施强制性检疫隔离戒严，从 3 月 20 日 00:00 时起，至 3 月 31 日 23:59 时结束，限制民众活动以求防止或减缓新冠病毒蔓延。隔离戒严将限制民众出行以及采购，政府要求若需上街，市民需单独出行，并且避开人流密集区。现政府所允许的三种出行活动为：1. 采购食物、2. 采购药物、3. 出门照顾他人。任何不属于上述三种需求行为均被禁止出行。政府还将派联邦安全部队、省安全部队以及市安全部队上街巡逻，以确保民众遵守隔离戒严规定。当地时间下午，阿根廷全国强制居家隔离细节公布，违反将被视为刑事犯罪。

3 月 19 日，据路透新闻称，阿根廷北部主要粮食出口中心罗萨里奥一个重要港口城镇廷比斯表示，将暂停港口活动，以遏制冠状病毒蔓延。

由于疫情防控措施，阿根廷港口运输也出现延迟现象，虽然目前还不是阿根廷大豆主要出口季节，所以目前阿根廷港口运输延迟对大豆、豆粕、豆油出口影响有限，但随着时间推移，阿根廷疫情变化和可能引发罢工事件对于大豆等出口影响程度会增加。另一方面，由于 3 月初阿根廷已经提高了大豆及其制品出口关税，这也限制了阿根廷大豆及其制品出口，尤其是豆粕，如果后期阿根廷豆粕出口受到影响，那么将继续推升美国豆粕价格。

2. 供应链忧虑之：南美大豆产量下调 & 美豆春播面积或维持低位

2.1 巴西：3 月中旬部分市场机构开始下调大豆产量预估

我们前期报告中已经指出：今年巴西大豆产区天气并不完美，目前市场对于巴西部分产区也产生天气忧虑，并且有下调大豆产量的情况：

3 月上旬，Emater 服务公司下调南里奥格兰德州大豆产量至 1650 万吨，较前期预估下调约 300 万吨，调降幅度约 16%。

3 月 12 日，Emater 服务公司称，如果南里奥格兰德州持续干旱天气，他们对大豆预估可能会降低。

3 月 16 日，农业咨询机构 AgRural 将 2020 年巴西大豆产量下调至 1.243 亿吨，较 2 月预估下调 130 万吨。该咨询机构称，巴西南里奥格兰德多地区降雨不足将减少该州大豆产量，同时也影响到邻近圣卡塔琳娜州部分地区。

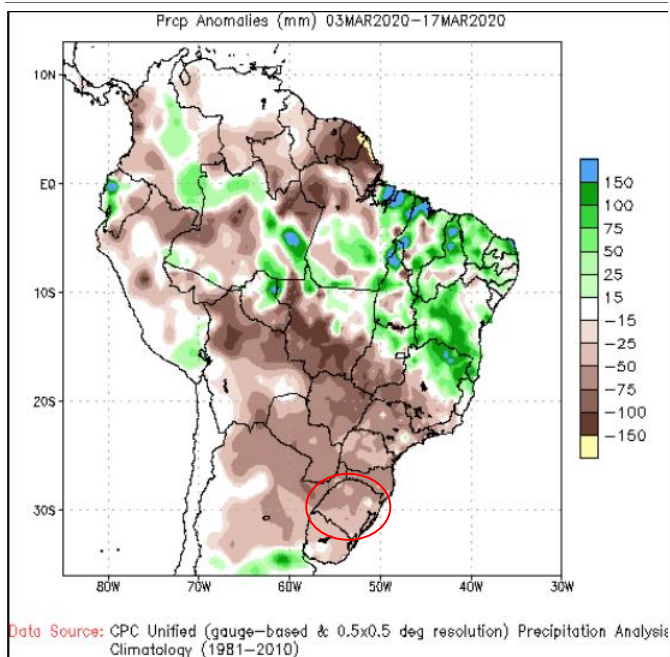
3 月 17 日，巴西大豆种植户协会 Aprosoja 表示，2020 年巴西大豆产量预估 1.206 亿吨，较 2 月预估下调 240 万吨。

3 月 19 日，南里奥格兰德州联邦农畜联合会将其对该州产量预估从 1900 万吨下调至 1000 万吨。同时，该州农村技术援助研究所也将产量预估下调至 1300 万吨。

3 月 19 日，据南美农业专家迈克·科尔多涅博士称，巴西南部的南里奥格兰德州天气高温干燥，已经影响到当地大豆作物。巴西农业部下属国家商品供应公司 (Conab) 3 月报告预计南里奥格兰德州大豆产量 1690 万吨，不过该州官员已经将大豆产量预测数据下调到 1330 万吨，他们表示，如果近期内没有显著降雨，产量预测数据可能下调到 1000 万吨。

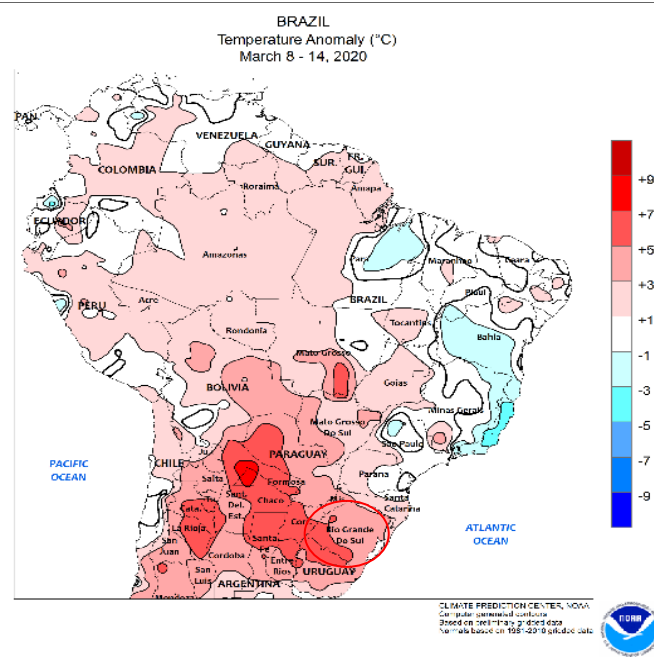
由此，目前市场机构对于巴西南里奥格兰德州大豆产量下调数量约 300 万吨-950 万吨，对于巴西全国产量调减数量约 130 万吨-240 万吨。我们从巴西降雨距平图和气温距平图可以看出，3 月 3 日至 17 日期间，巴西南部地区偏干、气温偏高，如果市场继续对巴西大豆产量有所担忧，那么预计将支撑豆粕价格。

图9 巴西降水距平图 (2020.03.03-03.17)



资料来源: NOAA、国泰君安期货产业服务研究所

图10 巴西气温距平图 (2020.03.08-03.14)



资料来源: NOAA、国泰君安期货产业服务研究所

2.2 阿根廷: 3月中旬市场下调大豆产量预估

阿根廷部分产区也有天气忧虑, 3月中旬开始, 阿根廷部分机构也开始下调大豆产量预估:

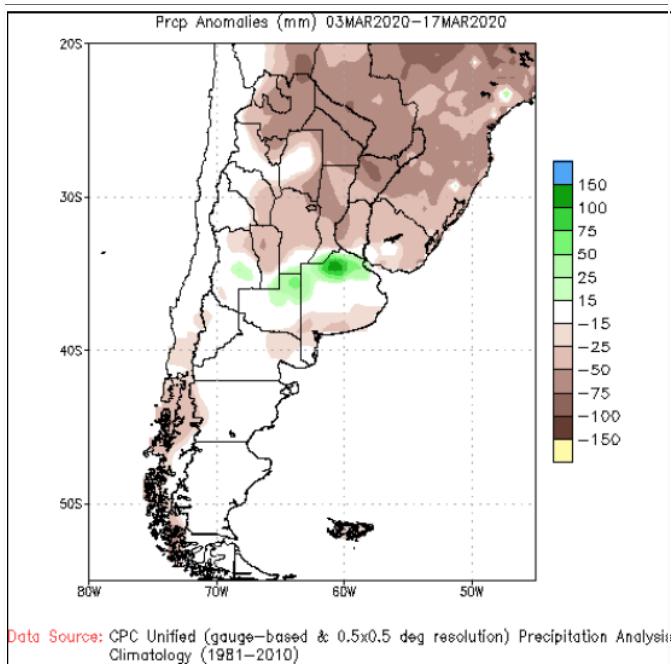
3月11日, 罗萨里奥证券交易所预估2020年阿根廷大豆产量5150万吨, 较前期预估下调350万吨。

3月12日, 阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所预估2020年阿根廷大豆产量5200万吨, 较前期预估下调200万吨, 因炎热且干燥天气影响产出前景。

我们从阿根廷降水距平图和气温距平图上也可以看出, 3月3日至3月17日之间, 阿根廷中部北部地区偏干、气温偏高。3月中下旬, 阿根廷上述部分地区迎来降雨, 但是截至目前为止, 市场认为降雨不足以缓解前期干旱情况, 上述机构基本上均维持前期调减大豆产量预估的情况。同样, 后期我们也继续对阿根廷产区情况, 如果市场对阿根廷大豆产量仍有忧虑, 那么也将继续支撑豆粕价格。

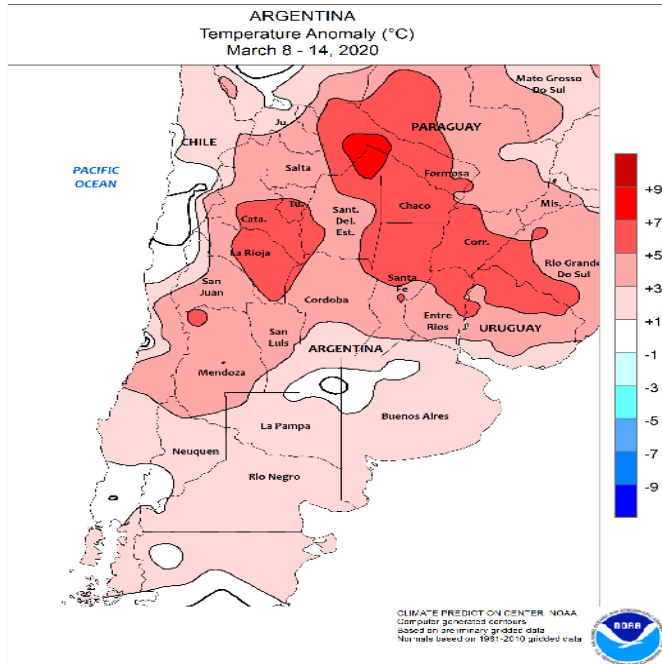


图 11 阿根廷降水距平图 (2020. 03. 03-03. 17)



资料来源: NOAA、国泰君安期货产业服务研究所

图 12 阿根廷气温距平图 (2020. 03. 08-03. 14)



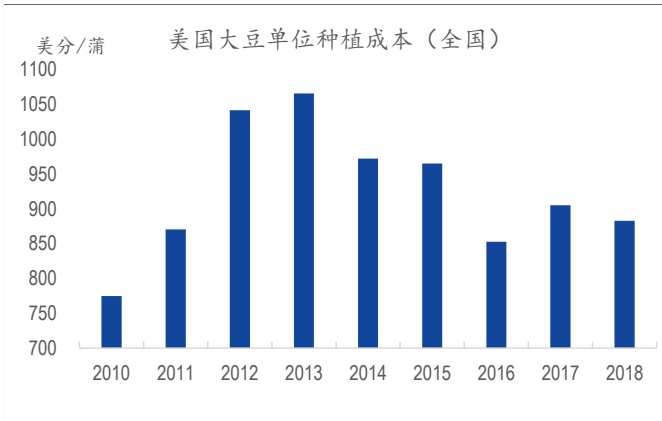
资料来源: NOAA、国泰君安期货产业服务研究所

2.3 美国: 2020 年春耕面积预估或维持低位

2020 年 2 月 USDA 论坛预估 2020 年美豆种植面积 8500 万英亩。2 月 20 日美国农业部论坛预计, 美国今年春季大豆种植面积 8500 万英亩, 高于 2019 年 7610 万英亩, 2017-2018 年美国大豆种植面积分别约 9016 万英亩和 8920 万英亩, 如果按照 2 月 USDA 论坛预估, 那么 2020 年美豆春耕面积将处于历史第三高位。其他市场机构预估方面, 3 月 18 日分析机构 Allendale Inc 预估 2020 年美国大豆种植面积 8374 万英亩, 前期有机构预估约 8000 万英亩左右。如果 3 月底 USDA 种植面积意向报告预估 2020 年美豆种植面积低于 2 月预估或者低于市场预期, 那么对于豆粕价格也具有激励作用。

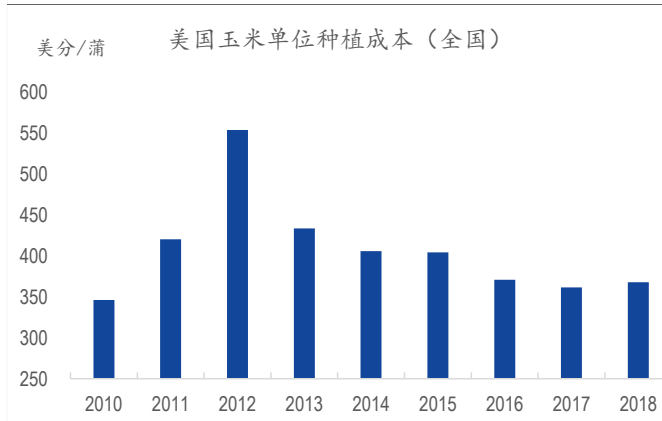
目前美国大豆价格低于种植成本。2020 年 3 月以来, 美国大豆价格大幅下跌: 截至 3 月 18 日, CBOT 大豆指数价格最低 828.4 美分/蒲, 该价格远远低于最近几年以来美国大豆种植成本: 2016-2018 年美国大豆单位种植成本均值约 880 美分/蒲。此外, 目前美国玉米价格也低于其种植成本: 2016-2018 年美国玉米单位种植成本约 367 美分/蒲, 3 月 18 日 CBOT 玉米期货指数最低价格 340.6 美分/蒲, 也低于最近几年种植成本。

图 13 美国大豆单位种植成本



资料来源: USDA、国泰君安期货产业服务研究所

图 14 美国玉米种植成本

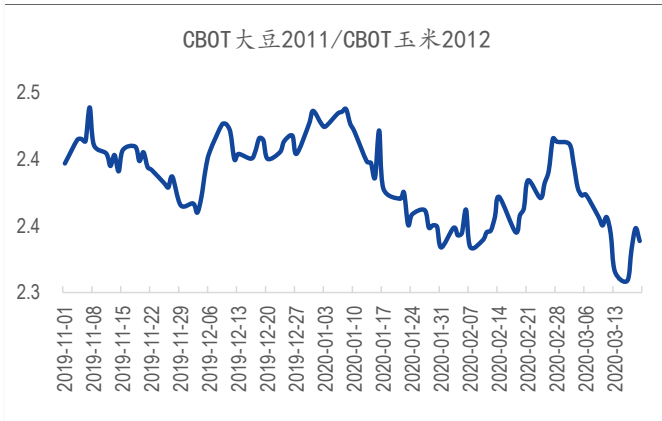


资料来源: USDA、国泰君安期货产业服务研究所

目前美豆大豆/玉米比价较低。我们再考虑美国大豆和玉米比价情况, 目前两者比价仍维持低位: 2020 年 3 月以来, CBOT 大豆 2111/CBOT 玉米 2112 合约比价均值约 2.35, CBOT 大豆 2103/CBOT 玉米 2103 合约比

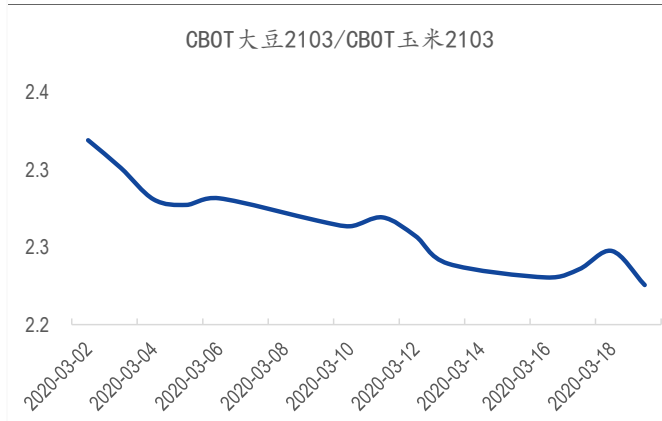
价均值约 2.28，该比值低于大豆/玉米正常比价 2.5，即当两者比价 2.5 时，农户会根据播种情况选择种植大豆或玉米；但是当两者比价低于 2.5 时，农户就会增加玉米种植，减少大豆种植。

图 15 CBOT 大豆 2011/CBOT 玉米 2012 比价



资料来源：WIND、国泰君安期货产业服务研究所

图 16 CBOT 大豆 2103/CBOT 玉米 2103 比价



资料来源：WIND、国泰君安期货产业服务研究所

2020 年美豆春耕面积维持低位概率较大。在上述情况下，预计 3 月底 2020 年美豆面积报告较 2 月报告再次上调美豆种植面积预估概率较小，而在 2 月 USDA 论坛基础上减少预估面积可能性较大，如果 2020 年美豆春耕面积预估为 8300 万英亩左右，那么该面积不仅是 2014 年以来的低位面积，也将使得美国大豆播种面积连续两年维持低位区间，那对于下一作物年度全球大豆供应将产生较大影响。目前美国大豆价格越低，那么美豆春耕面积维持低位概率就越大。如果 3 月底 USDA 种植面积意向报告预估 2020 年美豆种植面积低于 2 月预估或者低于市场预期，那么对于豆粕价格具有激励作用。至于目前市场担忧美国大豆春耕问题，预计将会在 4-5 月期间引起市场更高关注度，如果美豆春耕进度延迟，同样将会激励豆粕价格。

3. 结论

我们在前期报告复盘豆粕价格启动上涨周期相关直接驱动因素的基础上，本文进一步分析近期可能引发豆粕价格启动上涨周期的直接驱动，我们认为，近期启动豆粕价格启动上涨周期的直接驱动主要仍在供应链忧虑，包括运输和生产忧虑。

在新冠肺炎疫情背景下，因巴西和阿根廷采取相关疫情防控措施带来的供应链运输延迟忧虑则首当其冲，这使得近期豆粕价格突破前期平台，并逐步脱离底部区域，如果后期供应链忧虑进一步加重，那么或将正式启动本轮豆粕价格上涨周期。



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