



2020 年 12 月

等闲识得东风面，万紫千红总是春

——2021 年豆粕 ETF 行情展望及投资策略

✍ 吴光静 投资咨询从业资格号：Z0011992 ✉ wuguangjing015010@gtjas.com
✍ 崔佳（联系人）

报告导读：

我们的观点：豆粕 ETF 跟踪豆粕期货指数，从豆粕基本面角度而言，2021 年生猪生产和豆粕饲料消费仍处于上升周期，虽然 2021 年全球大豆或继续扩种，但是一方面天气仍有不确定性，另一方面 2020/21 年度仍处于降库周期，所以预计 2021 年豆粕期货价格仍有上升空间。此外，豆粕 ETF 还具备展期收益和配置价值等特征，由此 2021 年豆粕 ETF 价格仍有上升空间，同时具备投资价值。

我们的逻辑：

首先，豆粕 ETF 运行良好。价格表现方面，截至 2020 年 11 月 30 日，豆粕 ETF 累计收益率 21.46%，跑赢同类商品 ETF 产品；市场运行方面，豆粕 ETF 成交活跃、跟踪误差小、展期平稳，豆粕 ETF 整体运行良好。

其次，豆粕 ETF 价格仍有上升空间。由于 2021 年我国生猪生产仍处于上升周期，由此带动豆粕饲料需求处于上升周期，虽然 2020 年全球豆价上升将会激励 2021 年全球大豆扩种，但是一方面天气仍有不确定性，另一方面 2020/21 年度仍处于降库周期，所以预计 2021 年豆粕期货仍有上升空间，从而豆粕 ETF 价格仍有上升空间。

最后，豆粕 ETF 具有展期收益及配置价值等特征。由于豆粕期货大多数处于远月合约贴水近月合约格局，所以豆粕 ETF 具有展期收益特征；由于豆粕期货价格与股票债券具有一定程度负相关性，传统股债投资组合中加入豆粕 ETF 可以降低组合风险或者增厚收益。

投资建议：（1）趋势波段策略：逢低补仓、逢高减仓、波段操作；（2）定投策略；（3）溢价/折价套利策略等。

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。

崔佳：分析师，哥伦比亚大学金融数学硕士。2020 年期货从业，致力于数据分析、量化研究等。

目录

1. 2020 年豆粕 ETF 市场回顾	3
1.1 2020 年豆粕 ETF 市场回顾	3
1.1.1 收益靓丽	3
1.1.2 成交活跃	4
1.1.3 跟踪良好	6
1.1.4 展期平稳	7
1.2 2020 年豆粕期货价格回顾	8
1.2.1 豆粕期价回顾	8
1.2.2 豆粕期货市场运行回顾	9
2. 2021 年豆粕基本面主要逻辑展望	10
2.1 需求端：饲料需求上升周期仍将支撑粕价	10
2.2 产量端：2021 年全球大豆扩种对粕价具有压力	14
2.3 库存端：2020/21 年度降库周期仍支撑粕价	15
2.4 驱动端：天气市或仍提振豆粕价格	16
3. 2021 年豆粕 ETF 价格展望	19
3.1 豆粕期货价格展望	19
3.2 豆粕 ETF 价格展望	21
3.3 投资策略	22
3.3.1 趋势波段策略	22
3.3.2 定投策略	23
3.3.3 溢价/折价套利策略	24

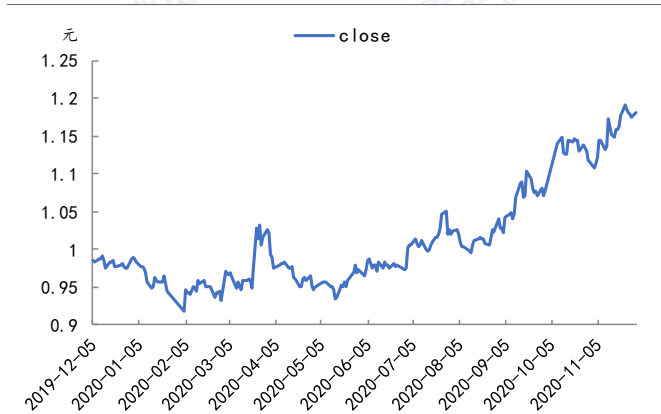
1. 2020 年豆粕 ETF 市场回顾

1.1 2020 年豆粕 ETF 市场回顾

1.1.1 收益靓丽

2020 年 1-11 月豆粕 ETF 价格¹和单位净值²处于上涨趋势，迭创新高。2020 年 11 月 23 日豆粕 ETF 二级市场价格最高 1.196 元，创下上市以来新高。截至 2020 年 11 月 30 日，豆粕 ETF 收盘价格 1.1810 元，单位净值 1.1776 元，仍处于年内高位区间。

图 1 豆粕 ETF 价格（收盘价）走势图



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

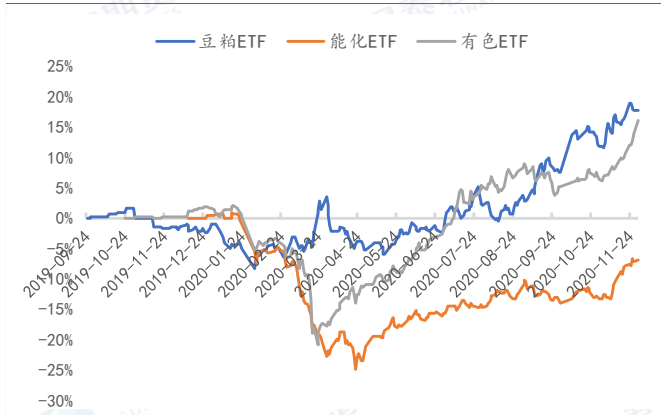
图 2 豆粕 ETF 单位净值走势图



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

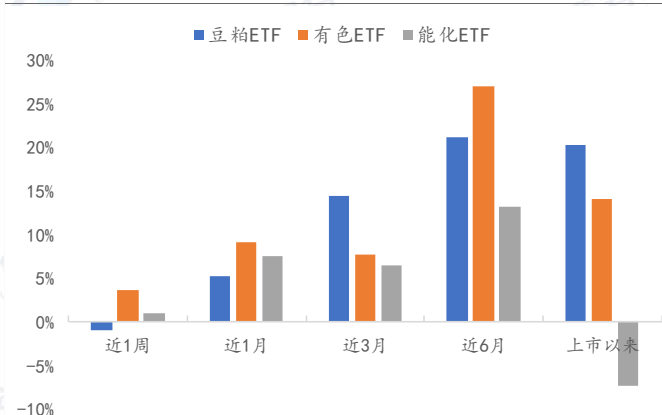
截至 11 月 30 日，豆粕 ETF 上市以来收益率 20.21%，跑赢同类产品。自从豆粕 ETF 于 2019 年 12 月 5 日二级市场上市以来，其累计收益率已经达到 20.21%，远远高于市场预期，并且跑赢同类产品：能化 ETF 上市以来收益率-7.46%、有色 ETF 上市以来收益率 14.12%。如果按照 2020 年 1-11 月期间豆粕 ETF 最低点（0.908 元）和最高点（1.196 元）测算，那么 2020 年以来豆粕 ETF 收益率高达 31.72%，收益率表现靓丽，远远高于市场对于商品 ETF 收益率偏低的预期。

图 3 豆粕 ETF、有色 ETF 和能化 ETF 收益率对比



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 4 豆粕 ETF、有色 ETF 和能化 ETF 收益率（截至 11.30）



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

¹ ETF 价格 (P)：是指单位 ETF 份额在二级市场的价格。

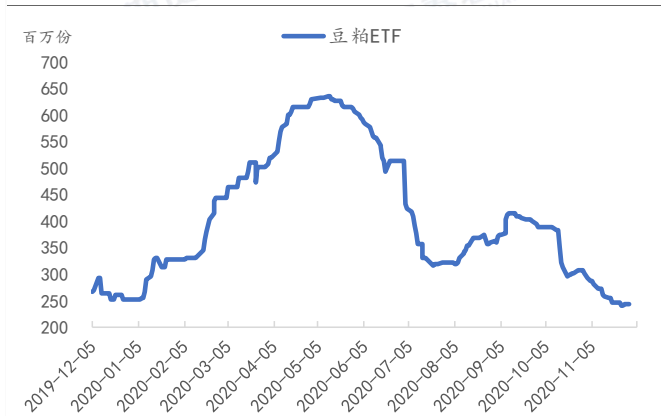
² ETF 基金资产净值 (NAV)：指计算日基金资产净值除以计算日基金份额总数。

1.1.2 成交活跃

● 一级市场基金份额高于有色 ETF/能化 ETF

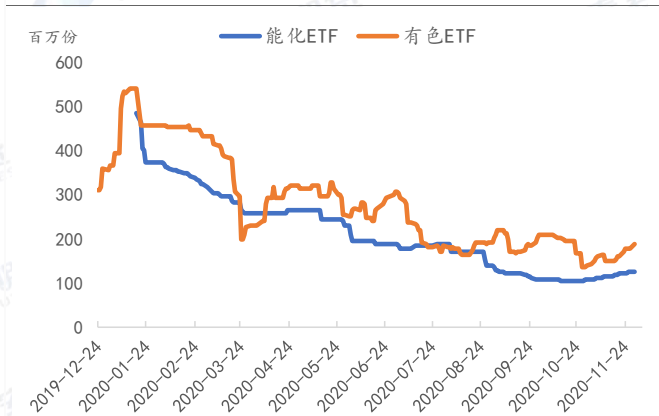
豆粕 ETF 场内流通份额高于有色 ETF/能化 ETF。根据统计，2019 年 12 月 5 日-2020 年 11 月 30 日，豆粕 ETF 场内流通份额均值约 4.058 亿份，最高份额为 5 月 11 日和 12 日 6.3672 亿份，最低份额为 11 月 24 日和 25 日 2.4072 亿份。有色 ETF 和能化 ETF 流通份额均值约 2.7634 亿份和 2.0921 亿份，两者均低于豆粕 ETF 场内流通份额。

图 5 豆粕 ETF 场内流通份额



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 6 有色 ETF 和能化 ETF 场内流通份额



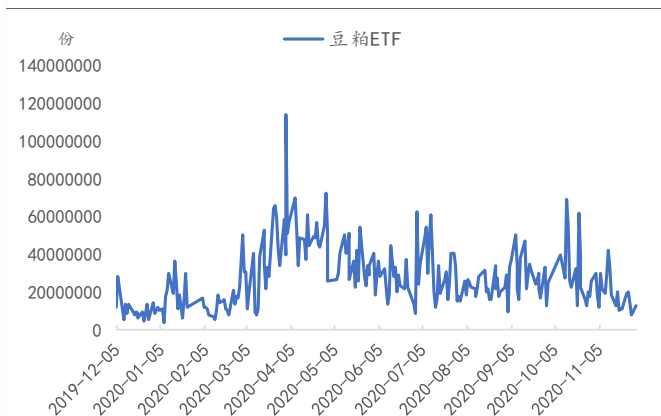
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

● 二级市场 ETF 成交活跃

豆粕 ETF 成交活跃，市场参与热情较高。2019 年 12 月 5 日-2020 年 11 月 30 日，豆粕 ETF 日均成交量约 2739 万份，中位数约 2379 万份，日均成交额约 2772 万元，**峰值成交额约 1.146 亿元**。相比而言，2019 年 12 月 24 日-2020 年 11 月 30 日，有色 ETF 日均成交量约 2967 万份，中位数约 1882 万份，日均成交额约 2897 万元，峰值成交额约 1.948 亿元；2020 年 1 月 17 日-2020 年 11 月 30 日，能化 ETF 日均成交量约 513 万份，中位数约 349 万份，日均成交额约 435 万元，峰值成交额约 4363 万元。由此，豆粕 ETF 日均成交额略低于有色 ETF，但远远高于能化 ETF，豆粕 ETF 总体成交较为活跃，市场参与热情较高。

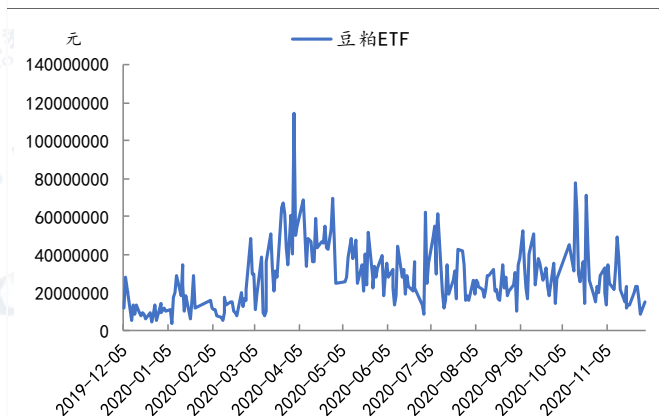
豆粕 ETF 上市初期成交相对平淡，后期成交活跃度增加，与豆粕期货价格波动有一定关联性。从豆粕 ETF 场内（二级市场）成交量走势图可以看出，豆粕 ETF 上市初期成交量相对平淡：上市首月（2019 年 12 月）日均成交量约 1046 万份，2020 年 1-2 月日均成交量约 1564 万份，2020 年 3 月以来豆粕 ETF 日均成交量则有明显攀升：其中 2020 年 4 月豆粕日均成交量约 5265 万份，4 月 1 日豆粕 ETF 单日成交量约 1.143 亿份，创下上市以来月度及单日最高成交量，这与豆粕期货价格年内第一次创新高时间吻合：豆粕期货于 2020 年 3 月 30 日年内第一次创新高，所以豆粕 ETF 成交量除了受到上市时间影响之外，与豆粕期货价格波动也有一定关联性。

图7 豆粕ETF二级市场成交量



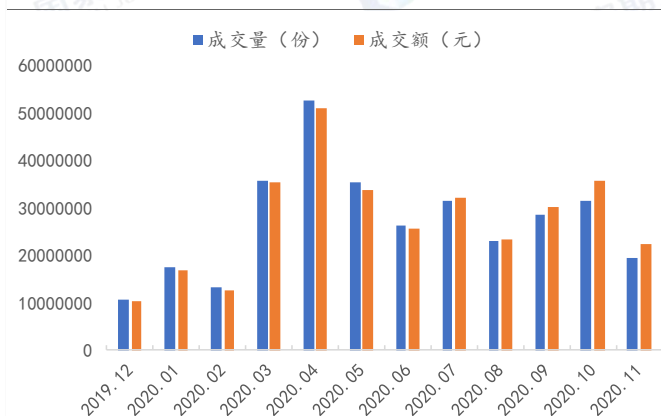
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图8 豆粕ETF二级市场成交额



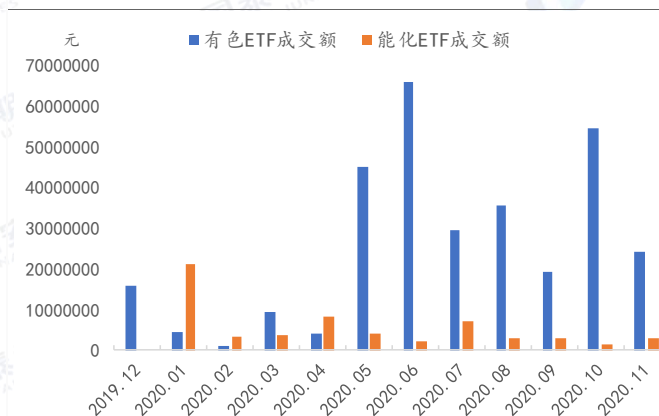
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图9 豆粕ETF月均成交量及成交额



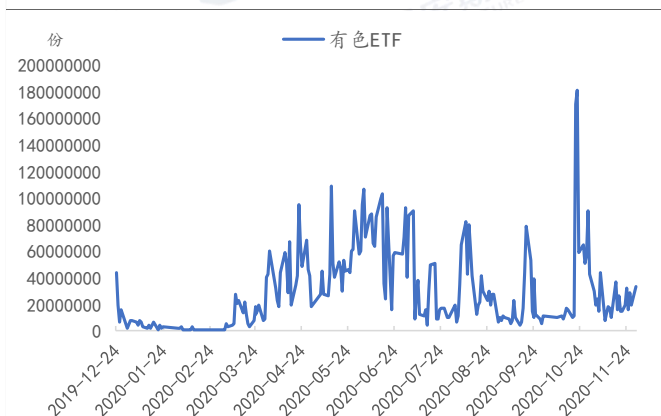
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图10 有色ETF和能化ETF二级市场月均成交额



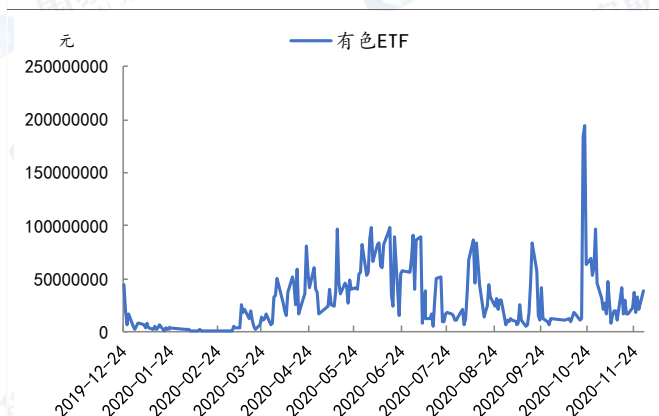
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图11 有色ETF二级市场成交量



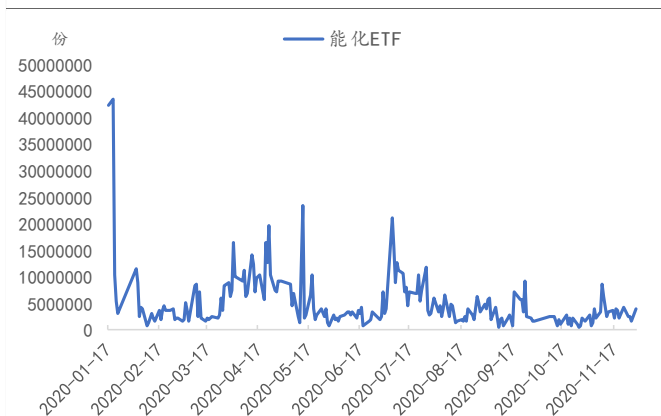
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图12 有色ETF二级市场成交额



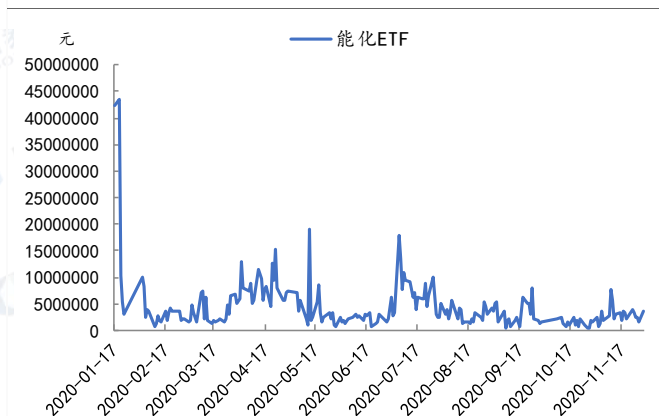
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 13 能化 ETF 二级市场成交量



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

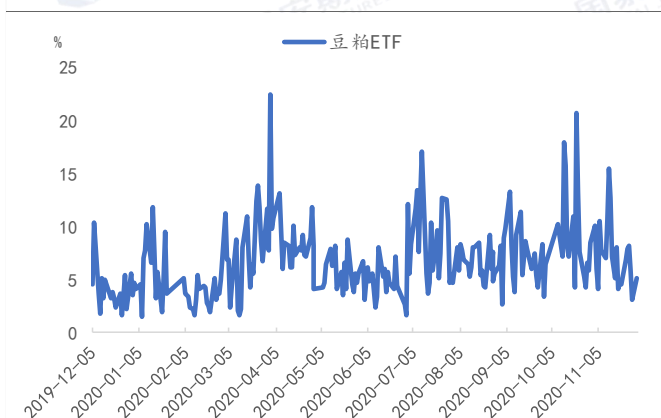
图 14 能化 ETF 二级市场成交额



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

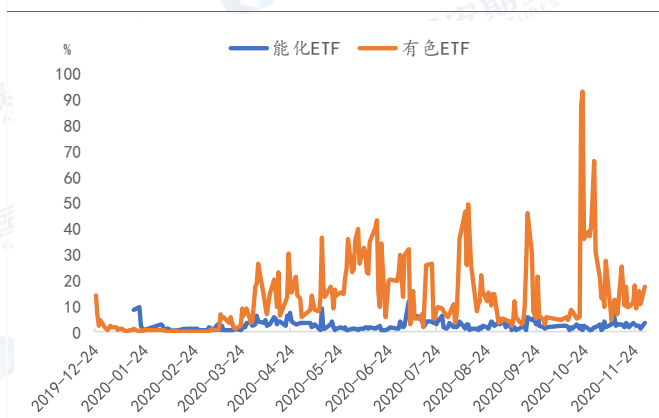
豆粕 ETF 上市以来日均换手率约 6.72%，较为活跃。根据统计，豆粕 ETF、有色 ETF 和能化 ETF 上市以来日均换手率分别为 6.72%、13.04% 和 2.48%，豆粕 ETF 日均换手率低于有色 ETF，高于能化 ETF，相对较为活跃。

图 15 豆粕 ETF 二级市场换手率



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 16 有色 ETF 和能化 ETF 二级市场换手率

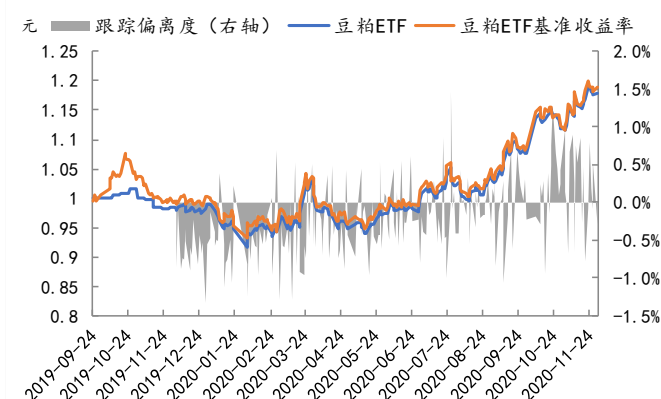


资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

1.1.3 跟踪良好

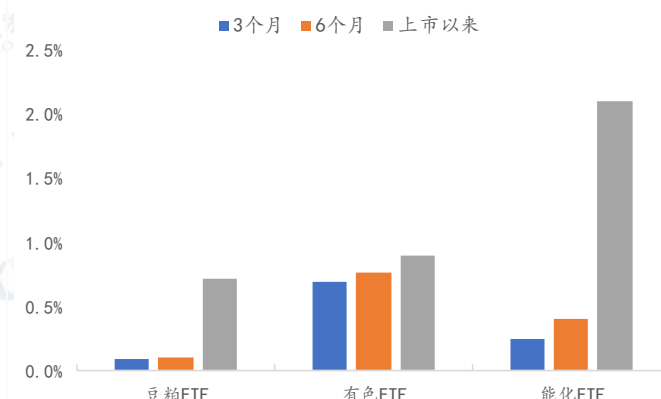
豆粕 ETF 跟踪情况较好。2019 年 12 月 5 日至 2020 年 11 月 30 日，豆粕 ETF 跟踪误差 0.72%，6 个月跟踪误差 0.10%，3 个月跟踪误差 0.08%。成立初期跟踪误差较高是由于当时有 3 个月左右的建仓期，建仓完成后，最近 6 个月和最近 3 个月跟踪误差越来越低，说明基金跟踪标的指数情况较好。豆粕 ETF 跟踪误差小于有色 ETF 和能化 ETF：有色 ETF 和能化 ETF 近 6 个月跟踪误差分别约 0.76% 和 0.41%，近 3 个月跟踪误差分别约 0.67% 和 0.24%。

图 17 豆粕 ETF 跟踪偏离度 (截至 11.30)



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 18 豆粕 ETF、有色 ETF 能化 ETF 跟踪误差 (截至 11.30)

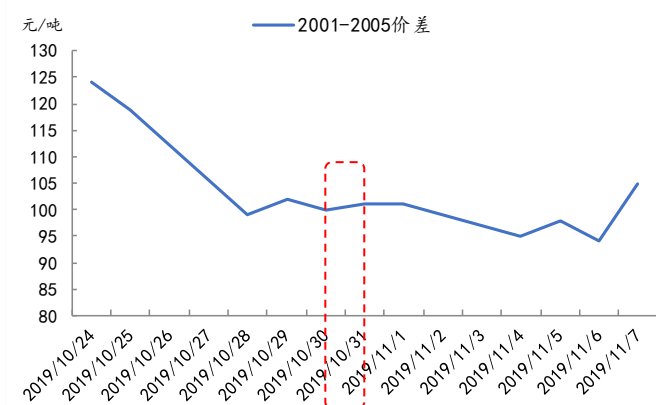


资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

1.1.4 展期平稳

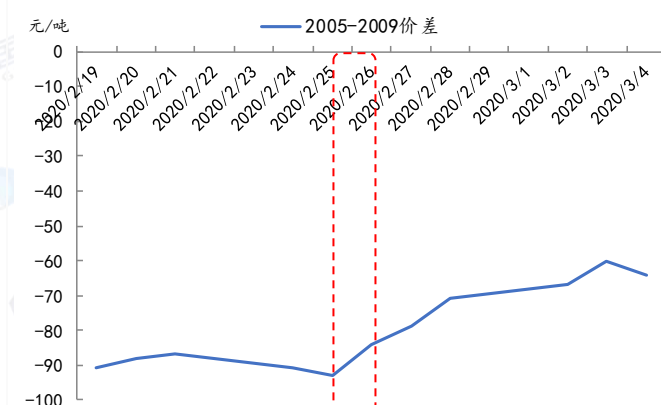
豆粕 ETF 平稳展期。截至 2020 年 11 月，豆粕 ETF 经过四次展期，均实现平稳展期，并没有出现“展期期间的豆粕期货展期合约价差出现异常情况，即两者之间无异常价差缩窄（近弱远强）”，在豆粕 ETF 展期期间，主力和次主力期货合约价格依然按照基本面情况运行，并没有出现异常波动。例如，2020 年 3 月期间，当时豆粕期货主力 2005 合约由于南美大豆供应链担忧出现大幅攀升，从而 5-9 合约价差上升（5 月强、9 月弱），并没有因为豆粕 ETF 展期而出现 5-9 合约突然走弱现象。

图 19 豆粕 ETF 第一次展期



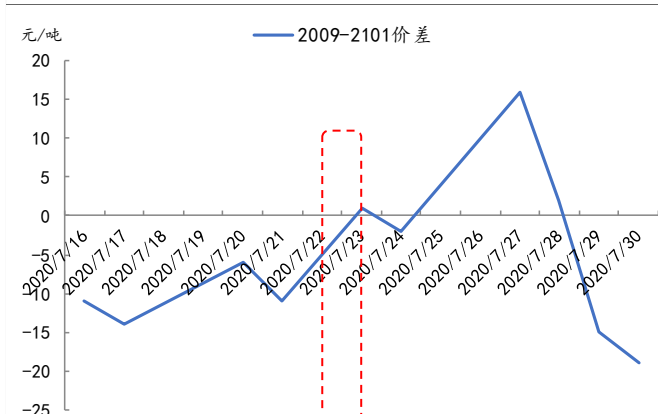
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 20 豆粕 ETF 第二次展期



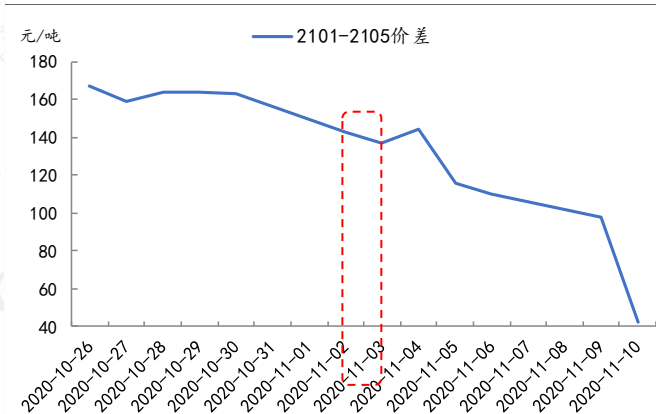
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 21 豆粕 ETF 第三次展期



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 22 豆粕 ETF 第四次展期



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

1.2 2020 年豆粕期货价格回顾

1.2.1 豆粕期价回顾

2020 年 1-11 月 DCE 豆粕期价整体呈现上升趋势。2020 年 1 月 DCE 豆粕期货出现短暂跌势，主要因中美签署第一阶段协议，市场担忧中方大量进口美国大豆及放开 DDGS 进口，从而 1 月中上旬豆粕期价出现下跌；而意外新冠肺炎疫情又从市场情绪上打压豆粕价格，DCE 豆粕期货于 2 月 3 日创下年内最低点。随后豆粕期货价格则正式开启全年涨势：豆粕价格重心逐步抬升，并不断创下新高。11 月 11 日，DCE 豆粕期货指数价格最高 3230 元/吨，较 2 月 3 日最低点 2561 元/吨涨幅约 26.12%。本轮豆粕涨势最主要还是得益于国内生猪养殖恢复带动豆粕饲料需求好转，意外新冠肺炎疫情对生猪复产周期影响有限，所以豆粕饲料消费并未受到影响，豆粕期价整体呈现上升趋势。其次，美国大豆价格偏强从成本端支撑国内豆粕。美国大豆库存调低、产量不及预期、良好出口需求及计价货币美元偏弱等，提振美国大豆价格创下 2016 年 6 月 13 日以来新高。最后，市场对于拉尼娜天气担忧也支撑了豆粕价格。具体而言：

2020 年 2-3 月，豆粕阶段性上涨：虽然 1 季度生猪饲料消费尚未好转，但由于巴西大豆到港延后及疫情引发南美大豆供应链担忧（阿根廷、巴西等南美国家采取封国封境封城等措施引发市场对于南美大豆能否如期运抵中国的担忧）驱动 2-3 月期间豆粕现货和期货价格均快速上涨，现货价格涨幅高于期货价格；

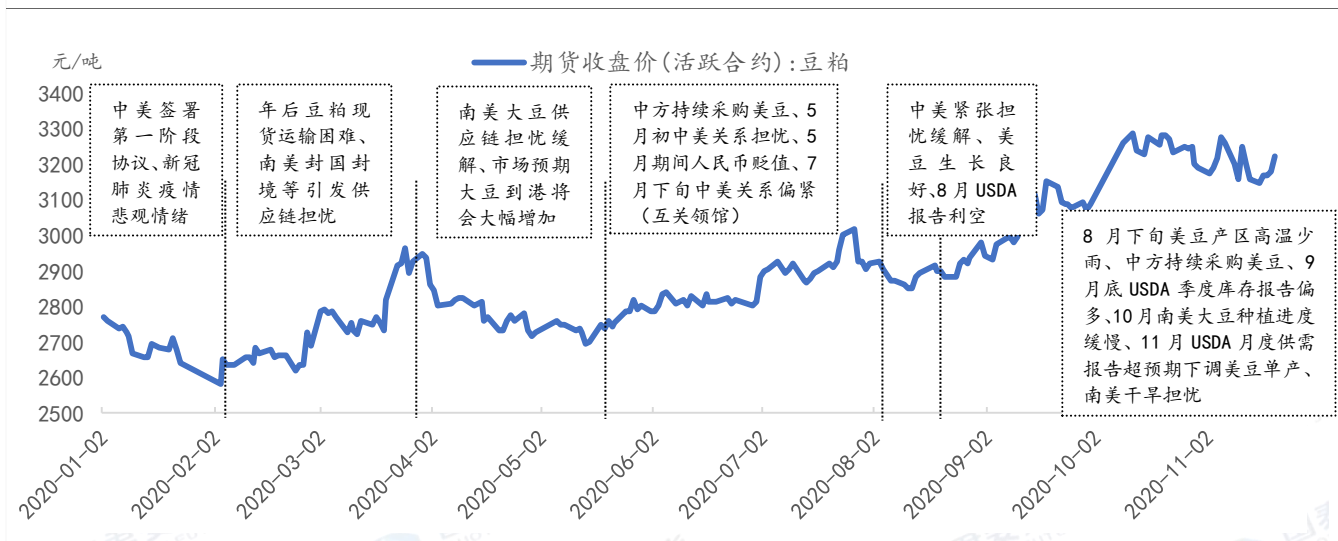
2020 年 4 月，豆粕阶段性下跌：南美大豆供应链担忧缓解（南美国家相关封锁措施对于南美大豆运输并未造成实质性影响）驱动豆粕价格下跌调整；

2020 年 5 月 15 日-7 月 27 日，豆粕再度上涨：中方持续采购美豆、美元走弱以及中美关系紧张担忧（美中互关领馆）驱动国内豆粕价格再度走高；

2020 年 7 月 28 日-8 月 12 日，豆粕阶段性下跌：中美关系担忧部分缓解、美豆产区天气良好、8 月 USDA 报告大幅上调美国大豆单产；

2020 年 8 月 13 日-11 月 23 日，豆粕价格重拾升势，DCE 豆粕期货指数创下 2018 年 10 月 23 日以来新高。主要驱动因素：中方持续采购、8 月下旬美国大豆产区高温少雨、美豆优良率下调、9 月底 USDA 季度库存报告偏多、10 月南美干燥天气影响大豆种植进度缓慢、11 月 USDA 月度供需报告下调 2020/21 年度美豆单产超预期、南美干旱担忧等。

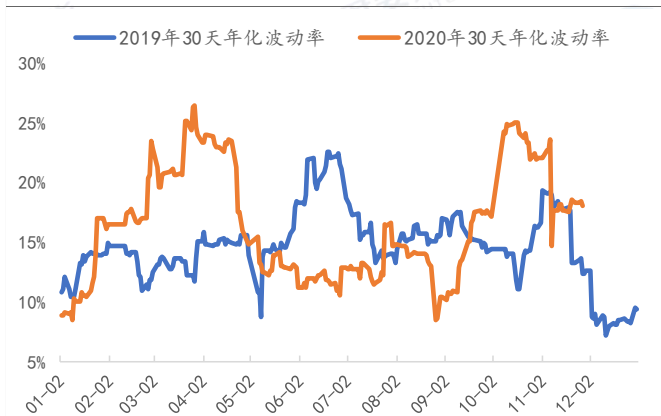
图 23 2020 年 1-11 月 DCE 豆粕期货主力合约走势图



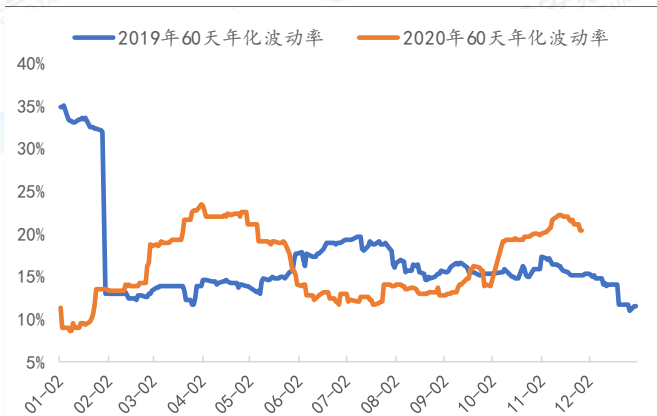
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

2020 年 1-11 月豆粕期货 30 天波动率同比小幅上升，60 天和 90 天波动率小幅下降。2020 年 1-11 月，DCE 豆粕期货主力合约 30 天、60 天和 90 天年化波动率均值分别约 16.32%、16.21%和 16.11%，2019 年同期三者波动率均值分别约 15.16%、17.13%和 18.31%。由此，2020 年 1-11 月 DCE 豆粕期货 30 天波动率同比小幅上升，60 天和 90 天波动率小幅下降。2020 年豆粕波动率上升驱动因素主要有：3 月期间南美大豆供应链担忧、7 月下旬中美关系紧张（双方互关领馆）、10 月-11 月美豆价格大幅走高等。

图 24 2019 年-2020 年 DCE 豆粕期价 30 天年化波动率



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 25 2019-2020 年 DCE 豆粕期价 60 天年化波动率³

资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

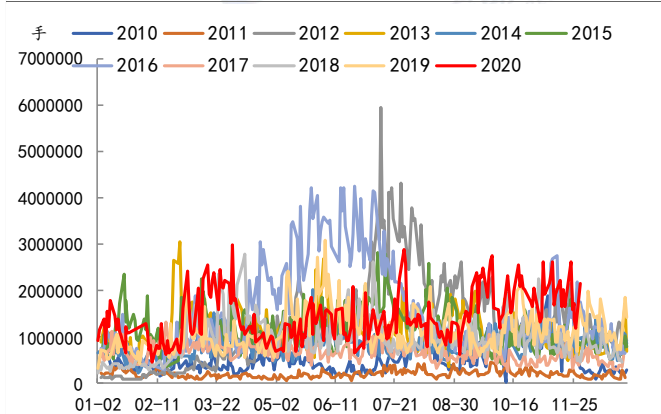
1.2.2 豆粕期货市场行情回顾

2020 年 1-11 月 DCE 豆粕期货持仓量和沉淀资金均为历史最高，成交则相对平稳。根据统计，2020 年 1-11 月，豆粕期货持仓量均值约 251 万手，同比增加约 61%；成交量均值约 144 万手，同比增加约 30%，2010-2020 年成交量均值约 99.6 万手；2020 年 1-11 月，豆粕期货成交持仓比均值约 0.58，2019 年同期均值约

³ 豆粕期货波动率异常值（2019 年 1 月 60 天年化波动率）由主力合约换月引起：2018 年 11 月 26 日主力合约（m1901）收盘价 3040 元/吨，11 月 27 日主力合约（m1905）收盘价 2663 元/吨。

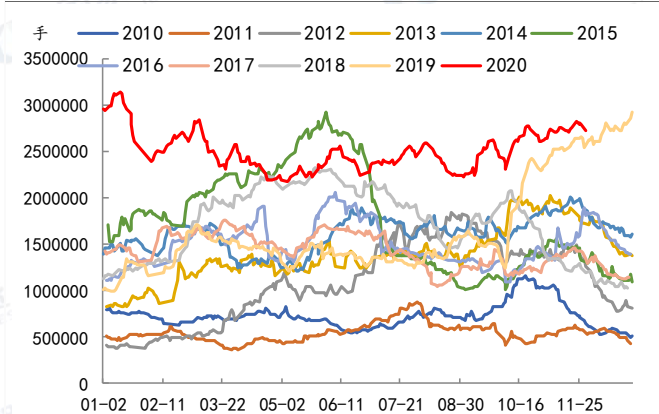
0.73, 2010-2020 年成交持仓比均值约 0.69; 2020 年 1-11 月, 豆粕期货沉淀资金均值约 109 亿, 同比增加约 68%。由此可见, 2020 年豆粕期货持仓量和沉淀资金均处于 2010 年以来最高水平, 成交量高于 10 年均值水平, 成交/持仓比则低于 10 年均值水平, 成交相对平稳。

图 26 2010-2020 年豆粕期货成交量



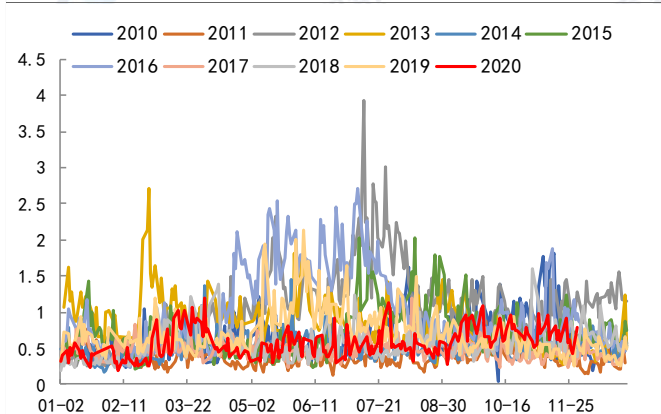
资料来源: WIND, 国泰君安期货产业服务研究所

图 27 2010-2020 年豆粕期货持仓量



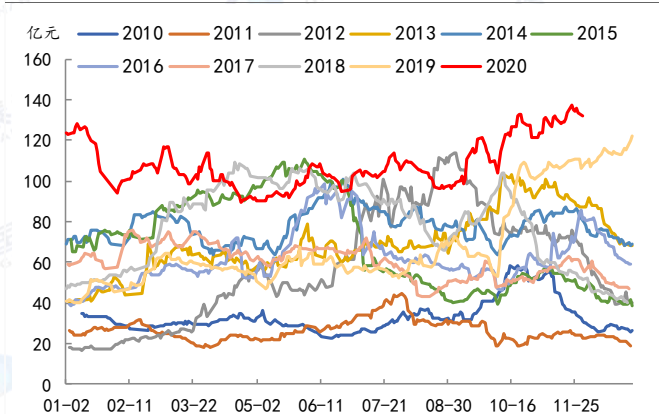
资料来源: WIND, 国泰君安期货产业服务研究所

图 28 2010-2020 年豆粕期货成交/持仓比



资料来源: WIND, 国泰君安期货产业服务研究所

图 29 2010-2020 年豆粕期货沉淀资金



资料来源: WIND, 国泰君安期货产业服务研究所

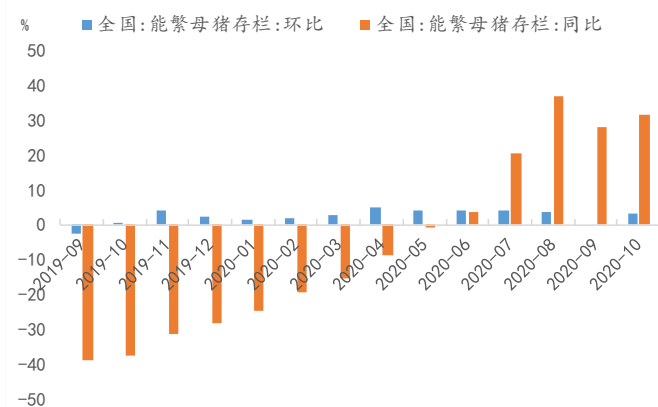
2. 2021 年豆粕基本面主要逻辑展望

2.1 需求端: 饲料需求上升周期仍将支撑粕价

生猪生产处于上升周期。(1) 产能端: 全国能繁母猪保持增长。2019 年 10 月-2020 年 10 月, 能繁母猪存栏连续 13 个月增长, 同比增幅约 32%。其中: 2020 年 6 月能繁母猪存栏同比增长 3.6%, 这是自 2018 年 4 月份以来首次实现同比增长, 形成重要拐点。(2) 生猪端: 生猪存栏也保持增长。2020 年 2 月-10 月, 我国生猪存栏连续 9 个月环比增长, 同比增长 27%, 其中: 2020 年 7 月生猪存栏同比增长 13.1%, 这也是自 2018 年 4 月份以来生猪存栏首次实现同比增长。截至 2020 年 10 月, 我国生猪存栏 3.87 亿头, 连续 9 个月增长, 比去年同期增长 27%, 生猪产能已经恢复到 2017 年年末的 88% 左右; 能繁母猪存栏达到 3950 万头, 连续 13 个月增长, 比去年同期增长 32%。出栏方面, 2020 年 3 月至 8 月期间, 生猪出栏连续 6 个月环比增长; 9 月份生猪出栏同比首次由降转增, 这是出栏下降 25 个月后首次同比增长; 10 月份同比增长 38.5%, 增幅继续扩大。(3) 2021 年展望: 预计 2021 年生猪产量仍处于上升周期。据我国农业农村部预测, 2021

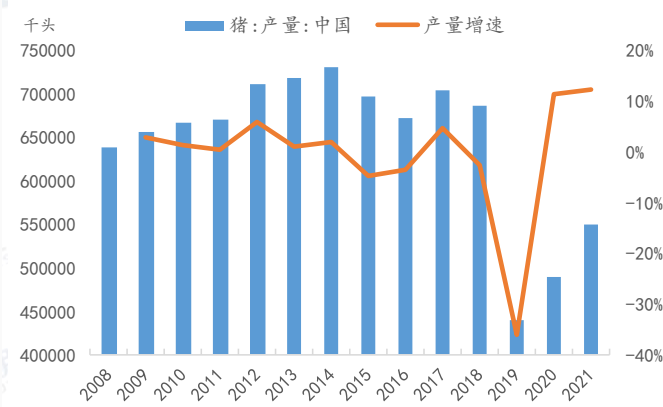
年2季度,全国生猪存栏将基本恢复到正常年份的水平。据USDA预估,2021年中国猪产量5.5亿头,同比增加约12.24%,恢复至2019年以来最高位。据第三方机构(汇易咨询)2020年12月预估,2021年我国能繁母猪存栏量4268万头,生猪存栏量4.41亿头,生猪出栏量7.05亿头,同比分别增长6.13%、6.49%和19.47%,均创2016年以来新高。

图 30 全国能繁母猪存栏环比及同比增速



资料来源: iFind (同花顺), 国泰君安期货产业服务研究所

图 31 2008-2021 年中国猪产量

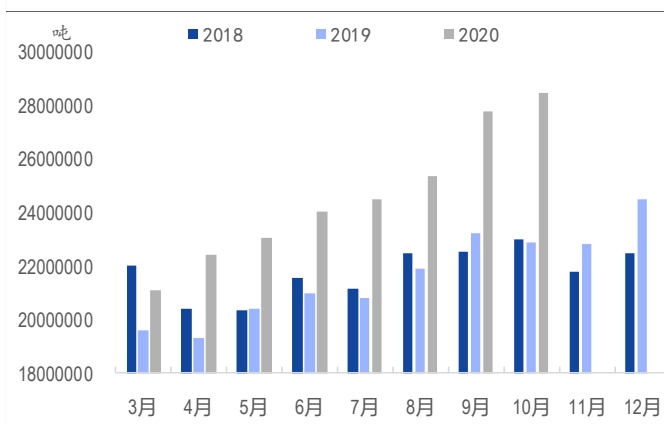


资料来源: WIND, USDA, 国泰君安期货产业服务研究所

饲料生产处于上升周期。(1) 据统计局数据,截至2020年10月,全国饲料产量累计约2.35亿吨,累计同比增长8.3%;其中,4-10月各月饲料产量均保持同比增长趋势,10月饲料产量同比增幅达到22.4%。

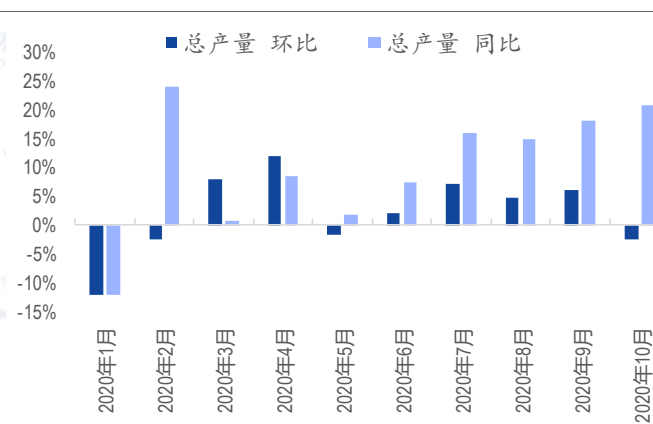
(2) 据饲料工业协会数据,2020年1-10月,国内工业饲料总产量约2.06亿吨,同比增长约9.2%;其中,猪饲料、蛋禽饲料、肉禽饲料、水产饲料和反刍饲料累计产量分别约6783万吨、2865万吨、7764万吨、1915万吨和1012万吨,累计同比增幅分别约5.4%、13.8%、14.5%、-4.8%和13.8%;仔猪料、母猪料和育肥猪料累计产量分别约2158万吨、1306万吨和2943万吨,同比增幅分别约0.2%、46.2%和-0.6%。(3) 据第三方机构(天下粮仓)调研数据,2020年10月国内1135家饲料企业饲料总产量约1191万吨,同比增长约30.61%;其中,猪饲料产量约563万吨,同比增长约62.53%;此外,2020年1-10月,调研企业饲料总产量和猪饲料产量均呈现逐月增长趋势。

图 32 2018-2020 年全国饲料月度产量



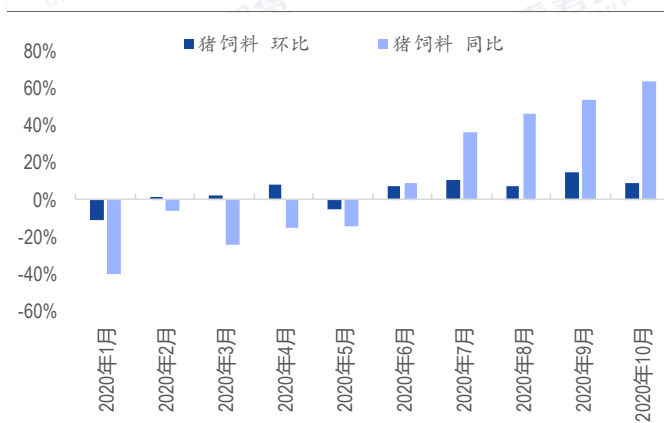
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 33 2020 年我国工业饲料总产量月度环比/同比增速



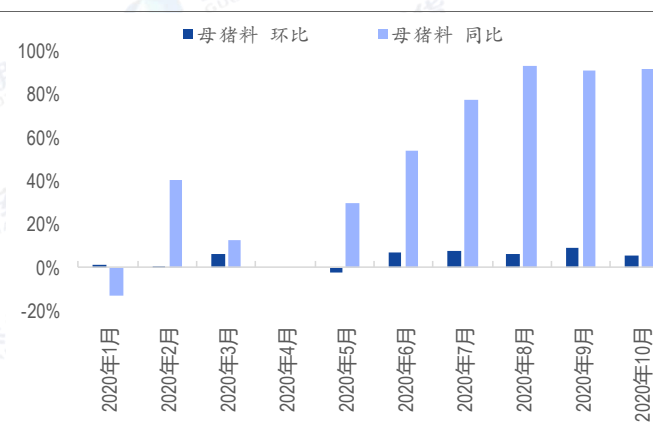
资料来源：饲料工业协会，国泰君安期货产业服务研究所

图 34 2020 年全国猪饲料月度产量环比/同比增速



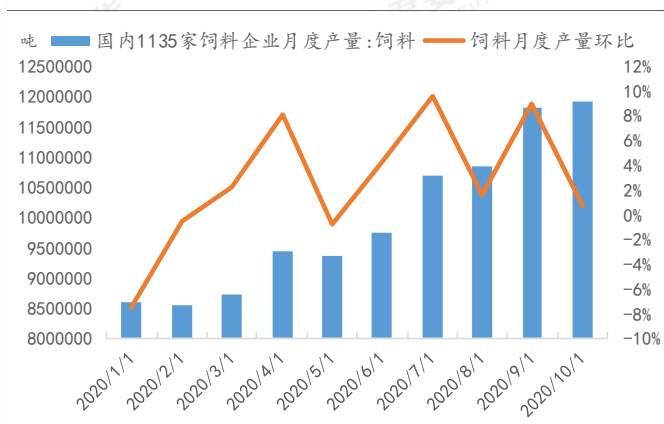
资料来源：饲料工业协会，国泰君安期货产业服务研究所

图 35 2020 年我国母猪饲料月度产量环比/同比增速



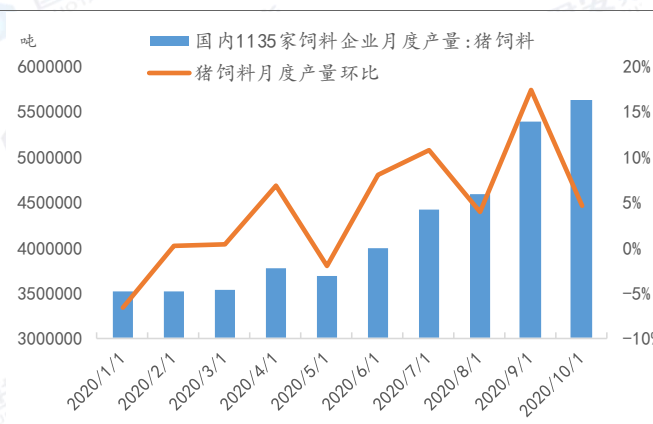
资料来源：饲料工业协会，国泰君安期货产业服务研究所

图 36 2020 年 1-10 月调研企业饲料产量及环比增速



资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

图 37 2020 年 1-10 月调研企业猪饲料产量及环比增速

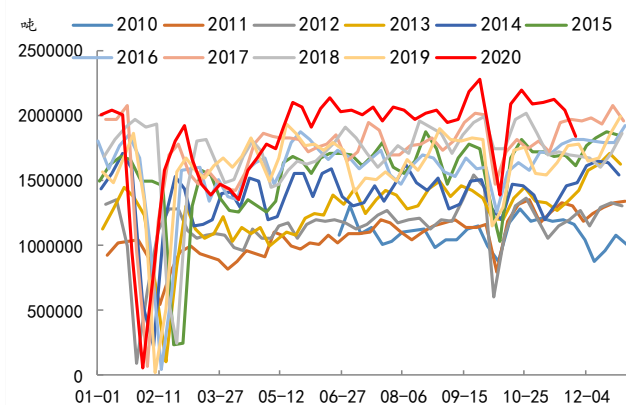


资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

豆粕需求处于上升周期。（1）2020 年 1-11 月，国内豆粕需求同比增长。据第三方机构（天下粮仓）统计数据，2020 年 1-11 月，国内大豆累计压榨量约 8722 万吨，同比增长约 14.12%；出粕量约 6891 万吨，同比增长约 14.13%；豆粕成交量（部分厂家）约 4415 万吨，同比下降约 6.22%；豆粕提货量（90 家企业）约 3378 万吨，同比增长约 4.23%；（2）2020/21 年度豆粕需求同比增长约 8%左右。据 USDA 预估，2020/21

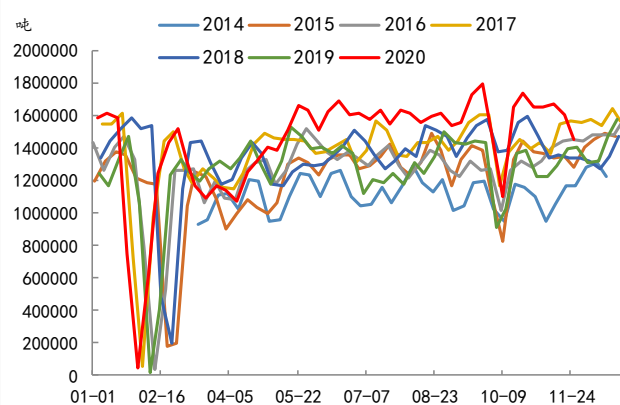
年度（2020 年 10 月-2021 年 9 月）中国豆粕饲料用量约 7617 万吨，同比增长约 8.41%；中国大豆压榨量 9900 万吨，同比增速约 8.20%，两者均创历史新高。据中国农业农村部预估，2020/21 年度（2020 年 10 月-2021 年 9 月）中国大豆压榨量 9500 万吨，同比上升约 4.40%。据国家粮油信息中心预估，2020/21 年度我国豆粕饲料消费量 7520 万吨，同比增长约 7.7%。由此，2020/21 年度豆粕需求仍处于上升周期。

图 38 2010-2020 年大豆压榨量对比图



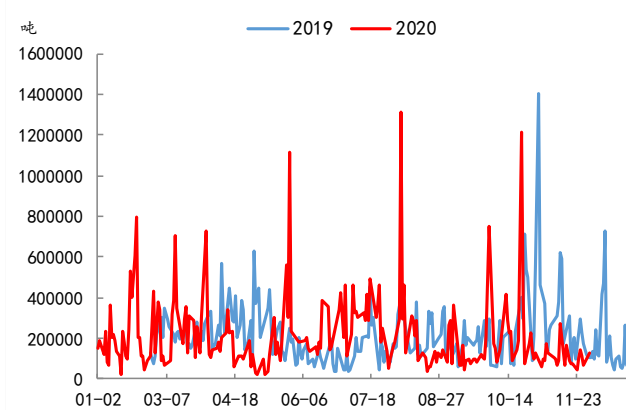
资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

图 39 2014-2020 年豆粕产量对比图



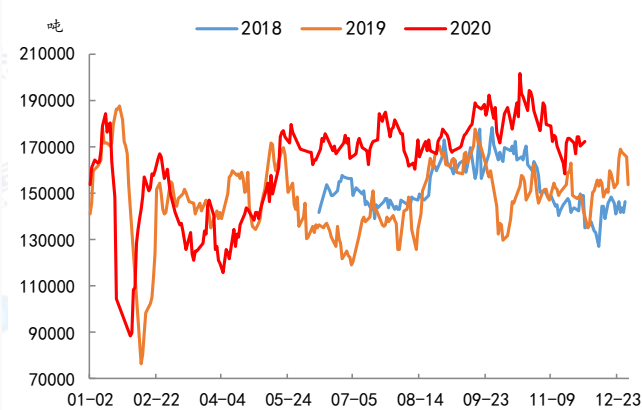
资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

图 40 2019-2020 年豆粕成交量对比图（部分企业）



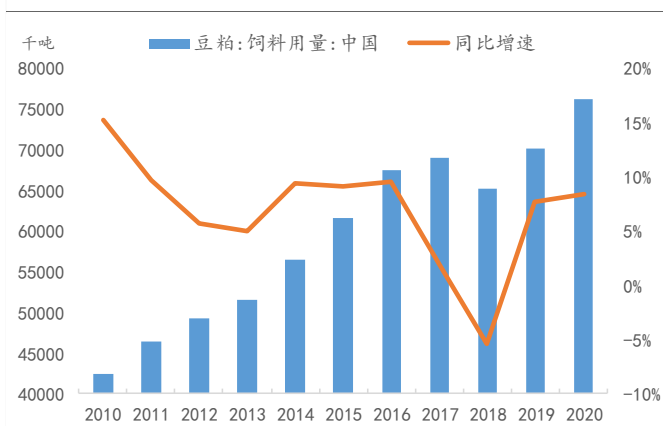
资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

图 41 2018-2020 年豆粕提货量对比图（90 家企业）



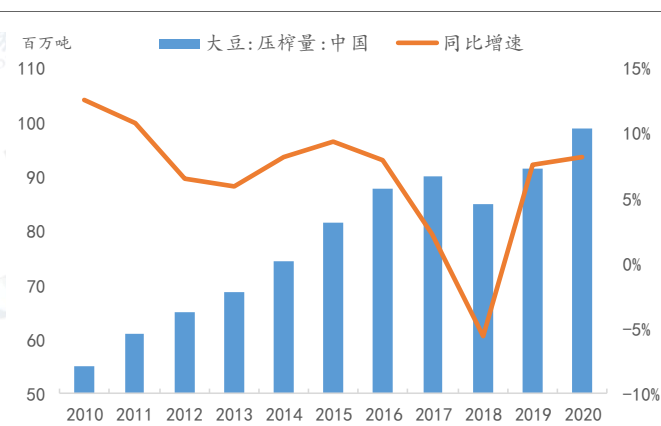
资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

图 42 2010-2020 年中国豆粕饲料用量及同比增速



资料来源: WIND, USDA, 国泰君安期货产业服务研究所

图 43 2010-2020 年中国大豆压榨量及同比增速

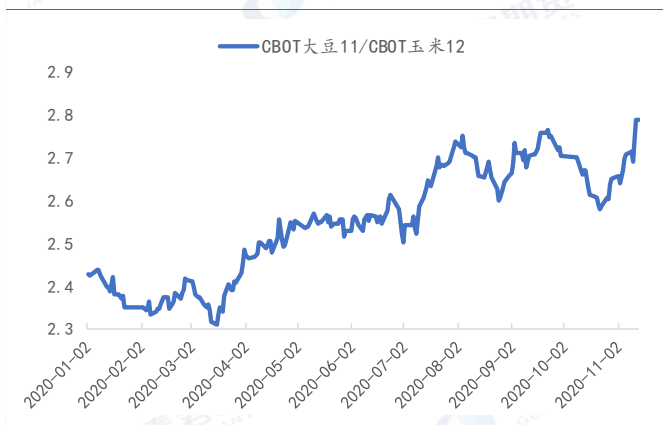


资料来源: WIND, USDA, 国泰君安期货产业服务研究所

2.2 产量端: 2021 年全球大豆扩种对粕价具有压力

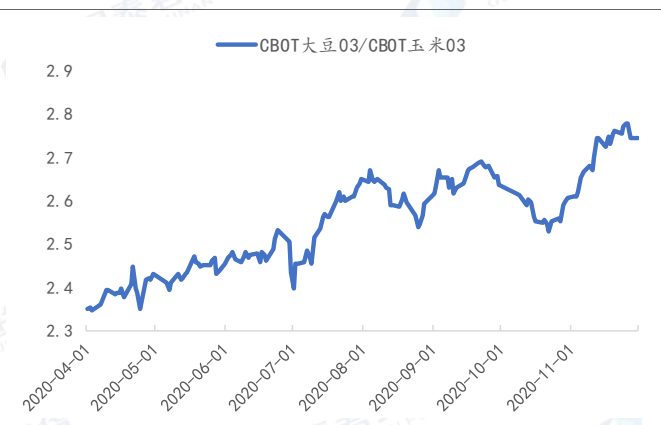
2020 年全球大豆价格飙升, 激励 2021 年全球大豆继续扩种。目前 CBOT 大豆/CBOT 玉米比价不断攀升: 2020 年 11 月以来, CBOT 大豆 11 月合约/CBOT 玉米 12 月合约、CBOT 大豆 3 月合约/CBOT 玉米 3 月合约、CBOT 大豆 5 月合约/CBOT 玉米 5 月合约比价均已经升至 2.7-2.8 期间。两者正常比价约 2.5, 当比价高于 3 时, 大豆种植面积会显著增加; 当比价低于 2 时, 玉米种植面积会显著增加。目前大豆/玉米高比价预计将会激励大豆种植: 2020 年 4 季度处于南美大豆种植季节, 大豆/玉米如此高比价预计对于 2020 年 4 季度南美大豆种植具有激励作用 (巴西大豆种植面积已有增加); 2021 年 2 季度进入美国大豆种植季节, 如果届时 CBOT 大豆/CBOT 玉米仍维持高比价, 那么预计将会激励 2021 年美国大豆种植; 同样, 如果 2021 年前三季度大豆/玉米比价维持高位, 也将激励 2021 年 4 季度南美大豆种植, 上述由于 2021 年全球大豆种植面积增加而带来的供应增加压力 (2021 年 4 季度新季美国大豆收获上市、2022 年 2 季度新季南美大豆收获上市) 预计主要对于 2021 年 4 季度和 2022 年 2 季度豆粕价格具有压力。

图 44 CBOT 大豆 11 月合约/玉米 12 月合约比价



资料来源: WIND, 国泰君安期货产业服务研究所

图 45 CBOT 大豆 3 月合约/玉米 3 月合约比价

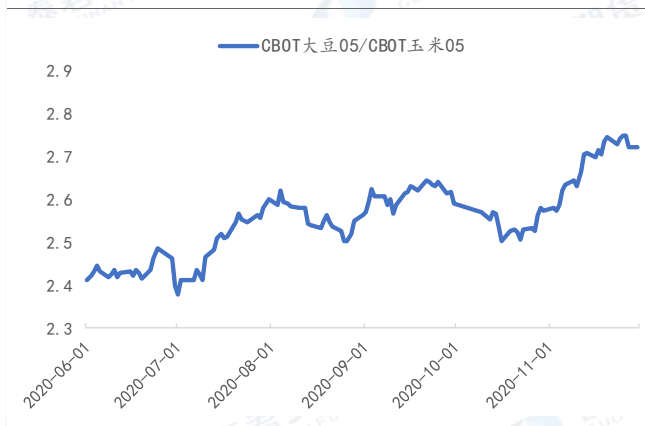


资料来源: WIND, 国泰君安期货产业服务研究所

目前市场预期 2021 年美国大豆种植面积将会大幅增加。2020 年 11 月 USDA 已经给出初步预估: 2021 年美国大豆种植面积或上升至 8900 万英亩, 2020 年美国大豆种植面积为 8310 万英亩。如果 2021 年美国大豆种植面积升至 8900 万英亩, 那么美国大豆种植面积将重新回升至历史高位区间: 美国大豆种植面积最高请务必阅读正文之后的免责条款部分

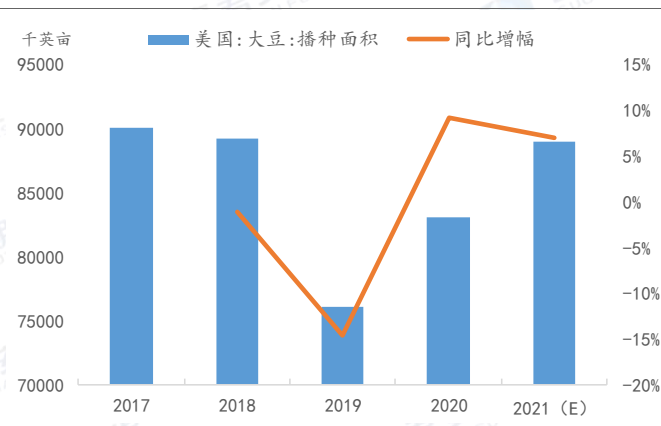
为 2017 年 9014 万英亩，其次为 2018 年 8920 万英亩。随后由于中美贸易摩擦，美国大豆需求量下降等因素，2019 年美国大豆种植面积大幅下降至历史低位区间 7610 万英亩。我们认为，随着美国大豆价格回升至中美贸易摩擦之前，中国对美国大豆进口需求良好，2021 年美国大豆种植面积有望也回升至中美贸易摩擦之前水平。2021 年 2 月 USDA 论坛和 3 月底 USDA 种植面积意向报告将再度给出大豆等作物种植面积预估，如果届时大豆种植面积超出市场预期，那么预计将阶段性打压豆粕价格。2021 年 6 月底 USDA 将会给出第二份大豆作物面积预估报告，这两份预估报告在 2021 年度预计都会比较重要，对于阶段性豆粕价格都会产生重要影响。

图 46 CBOT 大豆 5 月合约/玉米 5 月合约比价



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 47 2017-2021 年美国大豆种植面积

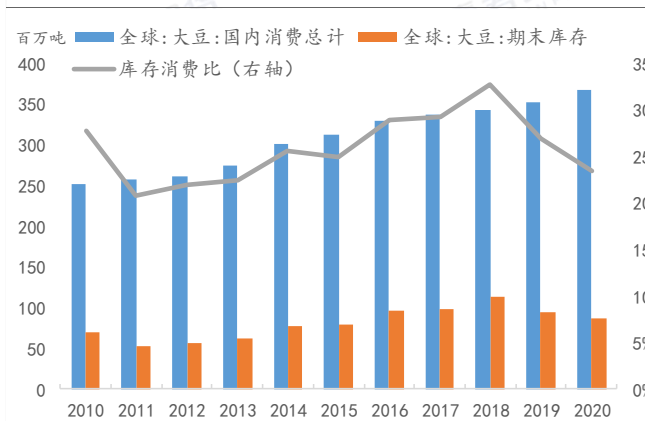


资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

2.3 库存端：2020/21 年度降库周期仍支撑粕价

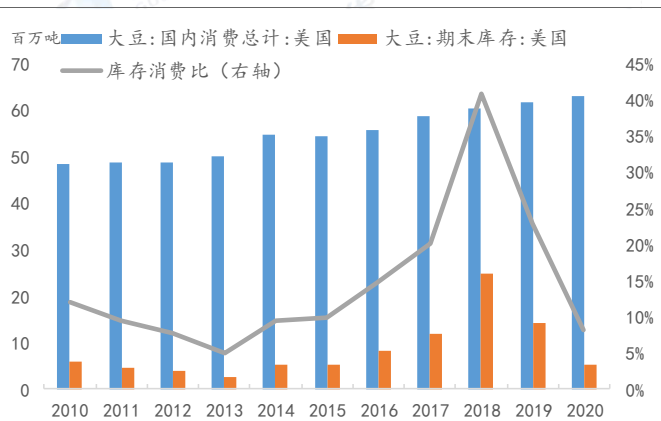
2020/21 年度（2020 年 9 月-2021 年 8 月）全球大豆处于降库周期。据 USDA 预估，2020/21 年度全球大豆消费量约 3.69 亿吨，期末结转库存 8652 万吨，处于 2016 年以来最低位；库存消费比约 23.45%，则降至 2013 年以来最低位；2020/21 年度美国大豆期末结转库存 517 万吨，库存消费比 8.19%，降至 2014 年以来最低位；由此，2020/21 年度全球和美国大豆仍处于降库周期，这也是支撑大豆和豆粕价格的原因。

图 48 2010-2020 年全球大豆库存消费比



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

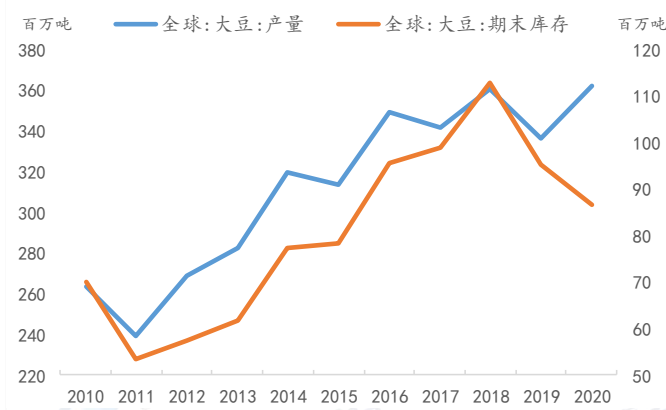
图 49 2010-2020 年美国大豆库存消费比



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

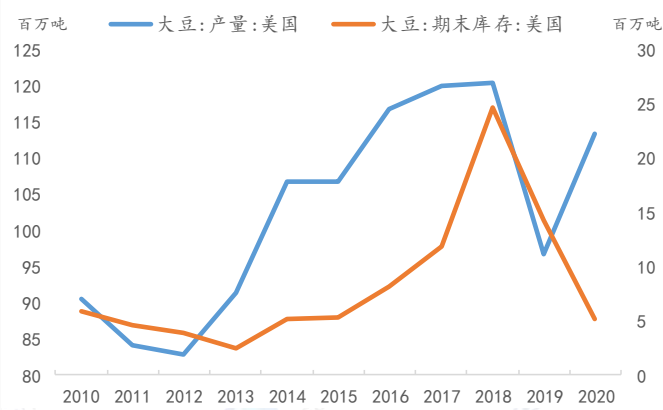
2021/2022 年度（2021 年 9 月-2022 年 8 月）全球大豆库存或上升。如前所述，2021 年全球大豆种植面积预计将会增加，在天气正常情况下，全球大豆产量也将增加；但是一方面消费同步增加，另一方面 2020/21 年度全球大豆期末库存处于近五年以来最低水平，所以从 2021 年全球大豆产量增加到新一轮大豆库存增加，中间可能具有一定的时滞效应（主要看产量增量与消费增量幅度），所以全球大豆库存增加预计主要体现在 2021/2022 年度。而 2020/21 年度全球大豆处于降库周期及上述可能存在的时滞效应预计仍将支撑 2021 年度豆粕价格，尤其是 2021 年前三季度豆粕价格。

图 50 2010-2020 年全球大豆产量及库存对比



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 51 2010-2020 年美国大豆产量及库存对比

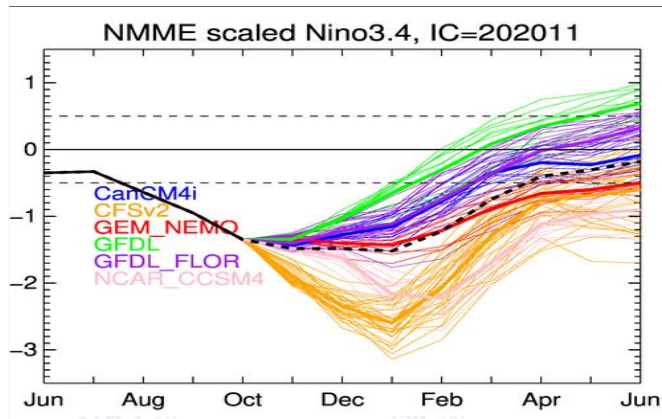


资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

2.4 驱动端：天气市或仍提振豆粕价格

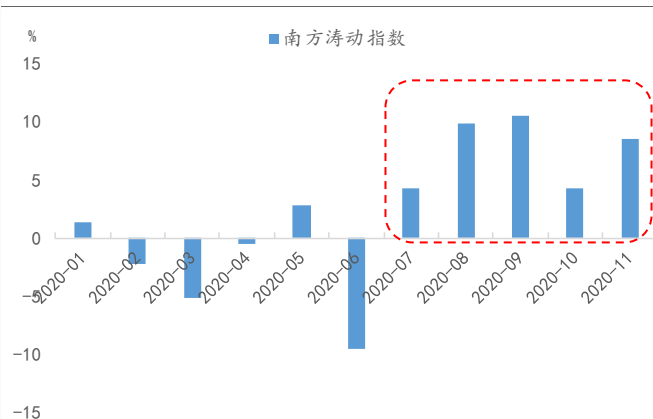
2020年4季度-2021年1季度，拉尼娜天气事件担忧提振豆粕价格。如前所述，2021年全球大豆供需两旺格局下（豆粕饲料需求和大豆原料供应均会增加），主要看供应端是否有意外天气事件冲击，或是否会出现天气事件担忧，从而供应端预期会出现阶段性波动：当出现天气忧虑时，此时市场预期大豆产量下降，供应不足需求，此时豆粕价格出现阶段性上涨；反之，当天气忧虑缓解时，市场重新预期大豆产量上市，供应满足需求，此时豆粕价格就会出现阶段性下跌。目前而言，2020年4季度-2021年1季度，市场对拉尼娜天气事件有所担忧。据NOAA预报，2020年8月-2021年2月，拉尼娜天气事件概率增加。此外据新闻称，10月29日世界气象组织发布新版《全球季节性气候更新》指出，拉尼娜现象已经形成，预计2020年拉尼娜现象强度为中等到强，并将持续至2021年，影响世界诸多地区的温度、降水和风暴类型。世界气象组织该最新季节性气候预报显示，热带太平洋海面温度在2020年年底之前很可能（有90%可能性）保持在拉尼娜水平，并可能持续到2021年第一季度（有55%可能性）。

图 52 拉尼娜预报



资料来源：NOAA，国泰君安期货产业服务研究所

图 53 南方涛动指数



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

拉尼娜天气事件下，美国和阿根廷大豆单产同比大多数下降，巴西大豆单产则大多数同比上升。根据统计，1950-2018年期间，拉尼娜天气事件15次，覆盖美国大豆主要生长期14次（有的1次天气事件覆盖2个作物生长期），大多数单产下降（14次覆盖美豆生长期拉尼娜天气事件中，单产下降8次，持平2次）；1998-2018年期间，拉尼娜天气事件6次，覆盖巴西和阿根廷大豆7个生长期，巴西大豆单产5次同比上升，2次同比下降；阿根廷大豆单产2次同比上升，5次同比下降。目前市场对于本次拉尼娜事件已有预期，2020年11月USDA月度供需报告将阿根廷大豆产量从5350万吨下调至5100万吨。11月下旬巴西和阿根廷部分种植区迎来降雨，后期产量形成情况仍有调整空间。

表 1 拉尼娜天气事件下，美国、巴西和阿根廷大豆单产同比变化情况

序号	起止年月	长度（月）	峰值时间	强度等级	美国		巴西		阿根廷		作物年度
					是否覆盖 生长期	单产同比 变化	是否覆盖 生长期	单产同比 变化	是否覆盖 生长期	单产同比 变化	
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%	覆盖生长期	8.23%	覆盖生长期	-12.50%	1998/1999
					覆盖生长期	-5.91%	覆盖生长期	-2.80%	覆盖生长期	0.82%	1999/2000
11	2000.10-2001.02	5	2000.12	弱	不覆盖生长期		覆盖生长期	3.29%	覆盖生长期	8.10%	2000/2001
12	2007.08-2008.05	10	2008.01	中等	生长期后期	-2.80%	覆盖生长期	11.72%	覆盖生长期	-5.69%	2007/2008
13	2010.06-2011.05	12	2010.12	中等	覆盖生长期	-1.14%	覆盖生长期	5.78%	覆盖生长期	-8.53%	2010/2011
14	2011.08-2012.03	8	2011.12	弱	生长期后期	-3.68%	覆盖生长期	-14.47%	覆盖生长期	-14.93%	2011/2012
15	2017.10-2018.03	6	2018.01	弱	不覆盖生长期		覆盖生长期	2.66%	覆盖生长期	-8.20%	2017/2018

资料来源：公开资料，USDA，国泰君安期货产业服务研究所

“天气市”核心逻辑主要是“短期难以证伪”。我们在前期报告中指出，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。以 2020 年为例，8 月中下旬美国大豆产区高温少雨、10 月前后巴西和阿根廷因拉尼娜天气影响而出现干燥天气并进一步影响播种进度，这些“天气市”因素均支撑了豆粕价格。

“天气市”行情中豆粕价格运行节奏更加重要。如前所述，由于“天气市”核心逻辑在于“短期难以证伪”，所以“天气市”行情通常会出现价格大幅波动：当出现一些有利的天气信号时，如出现降雨预报或者降水超出预期，那么价格就可能随之调整；反之，当市场仍担忧天气时，价格可能又再度反弹，所以 2021 年我们需要更加注意对豆粕价格阶段性运行特征的把握。

豆粕价格上涨驱动也会出现其他因素，如运输、中美关系等。我们对于 2008-2019 年期间，豆粕价格上涨的直接驱动因素做出总结，我们可以得知：豆粕价格上涨的直接驱动因素基本上是供应端事件，包括但

不限于“天气市”，其他因素如运输忧虑等也会驱动豆粕价格出现阶段性上涨。2020 年南美大豆供应链担忧，就是对于进口大豆运输环节的担忧从而驱动豆粕价格快速上涨；此外，中美关系紧张也会驱动国内豆粕价格出现阶段性上涨。2018 年中美贸易摩擦以来，国内豆粕也曾多次因此而阶段性上涨。

表 2 2008-2019 年期间，豆粕价格上涨直接驱动因素

时间段	最低价（元/吨）	最高价（元/吨）	涨幅	直接驱动（导火索）
2008. 04. 02-2008. 07. 03	2990	4311	44. 18%	阿根廷罢工&美豆产区春季洪水
2009. 03. 03-2009. 06. 05	2403	3212	33. 67%	阿根廷产区遭遇 50 年不遇干旱
2010. 06. 06-2011. 02. 10	2729	3590	31. 55%	USDA 利多报告&阿根廷产区干燥天气
2011. 08. 09-2011. 08. 31	3154	3441	9. 10%	USDA 利多报告&美豆产区干热天气
2011. 11. 24-2012. 04. 09	2742	3416	24. 58%	南美产区干旱
2012. 06. 04-2012. 09. 03	3075	4209	36. 88%	美豆产区大旱
2013. 04. 25-2013. 06. 05	3056	3420	11. 91%	巴西大豆运输延误
2013. 08. 07-2013. 09. 03	3113	3621	16. 32%	USDA 供需报告&美豆产区高温天气
2014. 03. 17-2014. 05. 26	3159	3718	17. 70%	南美干热天气&巴西大豆运输延误
2014. 09. 30-2014. 10. 30	2729	3078	12. 79%	美豆收割延迟
2015. 06. 16-2015. 07. 14	2456	2868	16. 78%	美豆春播遭遇洪涝天气
2016. 03. 11-2016. 07. 01	2291	3517	53. 51%	阿根廷大豆收获遭遇洪涝天气
2017. 06. 26-2017. 07. 11	2639	2959	12. 13%	种植面积和季度库存报告好于预期&美豆产区炎热天气
2018. 01. 15-2018. 04. 09	2718	3396	24. 94%	阿根廷遭遇严重干旱&中美贸易摩擦
2019. 04. 30-2019. 06. 04	2538	3022	19. 07%	美豆春播遭遇洪涝灾害

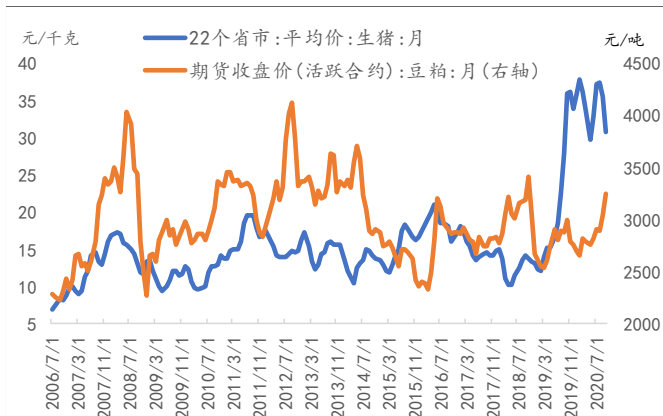
资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

3. 2021 年豆粕 ETF 价格展望

3.1 豆粕期货价格展望

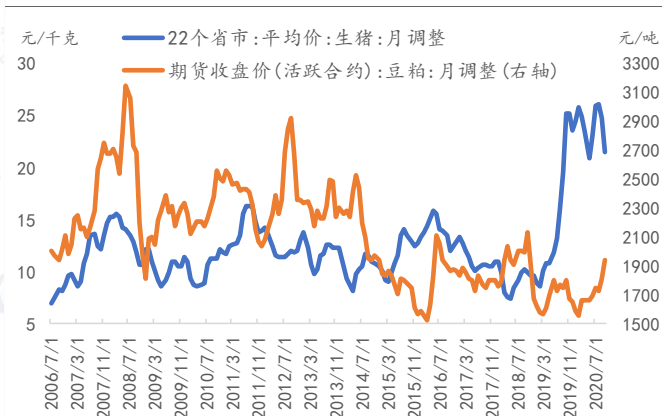
豆粕价格周期滞后于生猪价格周期。（1）猪价周期领先猪饲料消费周期：生猪繁育周期约 1.5 年，猪价上涨到猪饲料消费增加，具有时滞性；（2）猪饲料消费周期决定豆粕消费周期：中国猪饲料占比约 60%，猪饲料消费周期基本决定了豆粕消费周期；（3）2006-2020 年期间，豆粕价格周期均滞后于猪价周期。

图 54 豆粕价格与生猪价格对比图



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

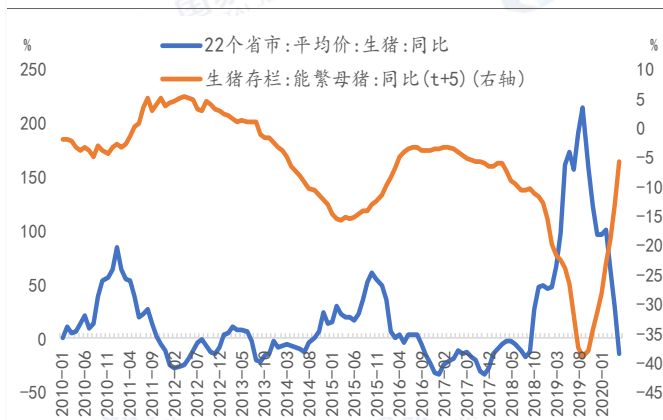
图 55 豆粕价格与生猪价格对比图（剔除 CPI）



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

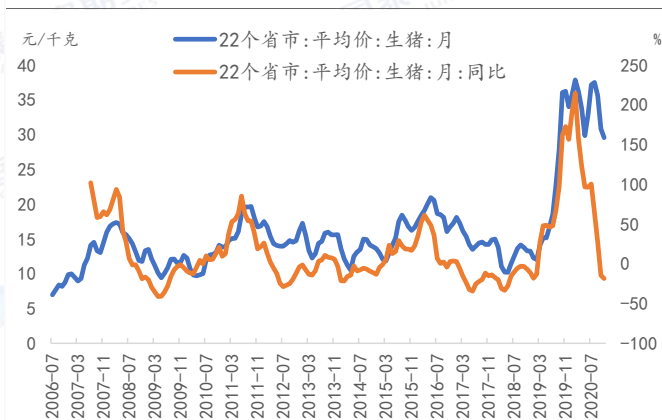
2020 年 3 月生猪价格同比增速进入下降周期。我们测算得到，2009-2020 年期间，能繁母猪存栏同比增速领先于生猪价格同比增速约 5 个月。2019 年 10 月我国能繁母猪存栏降幅首次缩窄，即能繁母猪同比增速开始进入上升周期，由此推论，2020 年 3 月生猪价格同比增速将进入下降周期：从图 57 中可以验证，2020 年 3 月我国生猪价格同比增速进入下降周期。

图 56 生猪价格同比与能繁母猪存栏同比 (t+5)



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

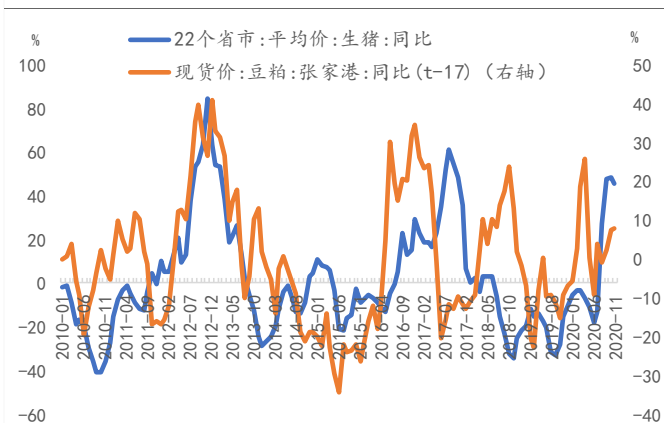
图 57 我国生猪价格及同比增速



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

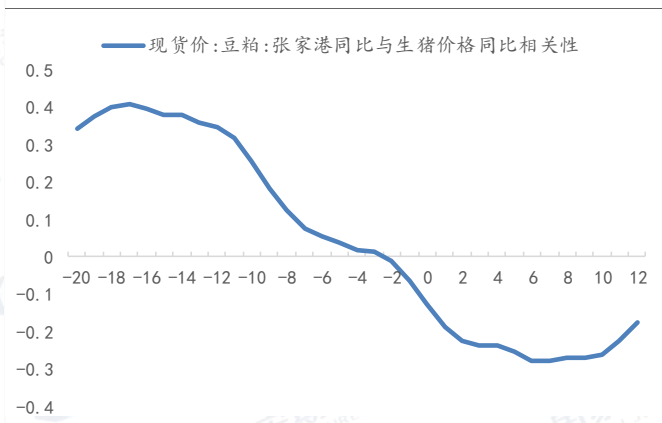
2021 年豆粕价格仍有上升空间。我们采用 2006-2020 年期间豆粕（张家港）现货价格同比增速与生猪价格同比增速数据测算，得到结论：豆粕现货价格同比滞后生猪价格同比约 17 个月。由此，豆粕现货价格同比增速或将于 2021 年 8 月左右进入下降周期，那么 2021 年豆粕价格仍有上升空间，尤其是前三季度。

图 58 豆粕价格同比与生猪价格同比 (t-17)



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 59 豆粕价格同比与生猪价格同比相关性



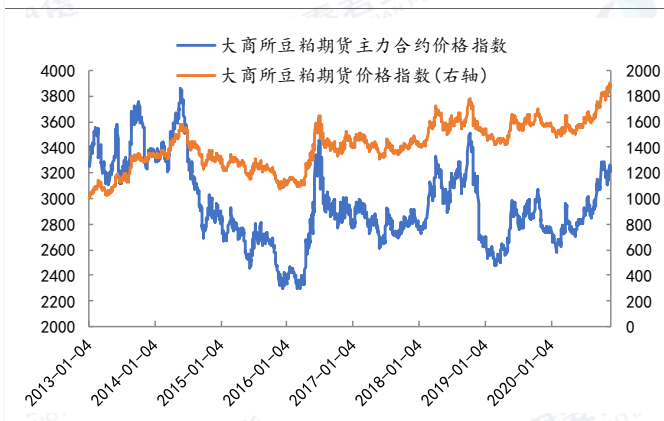
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

3.2 豆粕 ETF 价格展望

豆粕 ETF 价格或仍处于上升趋势。如前所述，在豆粕期货仍处于上升周期的背景下，豆粕 ETF 跟踪豆粕期货，所以豆粕 ETF 仍处于上升趋势。

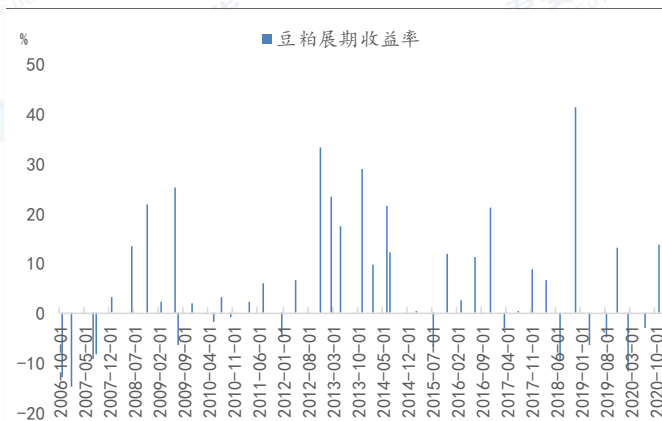
豆粕 ETF 具有展期收益。一般而言，由于豆粕期货大多数处于远月合约贴水近月合约格局，所以豆粕 ETF 具有展期收益。豆粕 ETF 基准为大商所豆粕期货价格指数，从大商所豆粕期货价格指数历史走势来看，基准走势强于豆粕期货价格，所以对于豆粕 ETF 而言，具备展期收益。此外，我们统计测算得知，2006-2020 年期间，豆粕期货共有 43 次展期，其中 28 次展期收益为正数，占比约 65%。

图 60 大商所豆粕期货价格指数与期货主力合约指数



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 61 2006-2020 年以来豆粕展期收益率

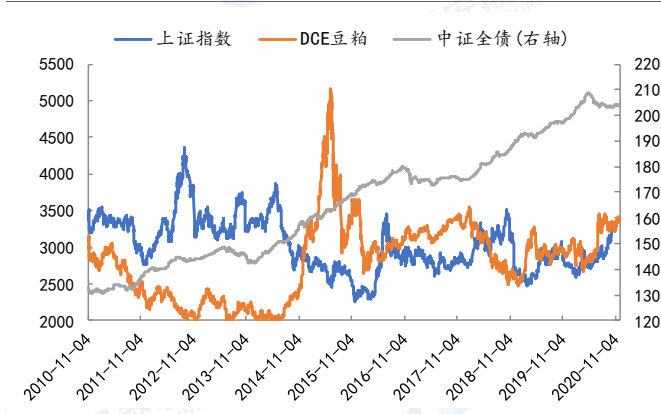


资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

豆粕 ETF 具备配置价值，投资组合中加入豆粕 ETF 可以降低组合风险或者增厚收益。根据测算，2010-2020 年期间，DCE 豆粕期货价格与上证指数和中证全债指数总体相关系数分别为 -0.6236 和 -0.5560，由此，豆粕期货价格与股债具有一定负相关性，在股债组合中可考虑配置豆粕期货，以降低组合风险，或增厚收益。我们构建两类资产组合：一种是传统的基准投资组合（我们选取“沪深 300 指数”代表股票资产、选取“中证全债指数”代表债券资产，构成传统基准投资组合），另一种投资组合为：在基准投资组合基础上加入“豆粕 ETF 资产”构建“基准组合+豆粕 ETF”投资组合，计算“有效前沿”，即“收益-波动率”曲线，

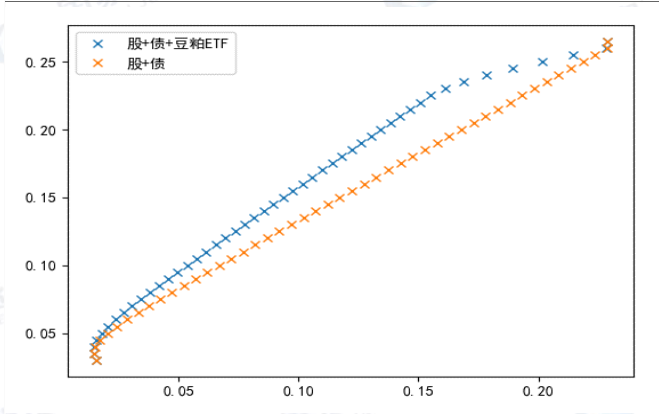
如图 63 所示。通过该图，我们可知，“基准组合+豆粕 ETF”资产组合有效前沿曲线相比“基准投资组合（传统股票债券组合）”有比较明显的上移，即：在相同的风险水平下能获得更高的平均收益或在相同的收益水平下有更低的风险，商品 ETF 优化投资组合的效果明显。

图 62 DCE 豆粕和股债呈现负相关性



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 63 股债和股债+ETF 组合有效前沿



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

3.3 投资策略

3.3.1 趋势波段策略

豆粕 ETF 价格仍有上升空间，或呈现波段上升，可考虑趋势波段策略。我们以豆粕期货 2012 年牛市周期为例，从 2008 年金融危机之后，豆粕期货价格经历了一次牛市周期，时间约 4 年，DCE 豆粕期货价格指数从最低 2126 元/吨上涨至最高 4209 元/吨，涨幅约 98%。即使在这样的牛市周期中，豆粕期货价格依然呈现阶段性波动，我们简单统计可知，DCE 豆粕期货主要上涨阶段有 6 次，下跌阶段有 5 次。由此，即使是豆粕价格牛市周期，也有很多阶段性波动，此时我们或可考虑趋势波段策略，即尽量把握豆粕期货价格阶段波动节奏，从而“逢高减仓”、“逢低补仓”，降低持仓成本，降低风险，增厚收益。对于本轮豆粕价格上涨周期而言，由于 2020 年 DCE 豆粕期货已经有所上涨，那么目前至 2021 年期间，则是尽量把握回调节奏，从而“波段操作”。我们再从 2008-2012 年豆粕牛市周期豆粕价格阶段性波动的统计中可知，豆粕期货价格阶段性跌幅从 10% 左右至 23% 左右不等，10% 左右回调幅度有 3 次（分别为 13.08%、11.42% 和 9.85%），最大跌幅 23.62% 有 1 次，还有 1 次跌幅约 16.69%。我们以上述统计为参考，10% 左右回调幅度为较大概率事件，同时也有 23% 左右的大幅度回调。由此，趋势波段策略中，可以考虑：回调幅度 10% 左右时进行部分补仓，回调幅度 23% 左右时将补仓比例提高；同理，在阶段性上涨过程中，当价格涨幅达到一定程度，可考虑“逢高减仓”。由此，通过波段操作，降低风险，增厚收益。

表 3 2008-2012 年期间，DCE 豆粕期货价格指数牛市周期主要波动阶段

时间段	最低价 (元/吨)	最高价 (元/吨)	最低价 (元/吨)	涨幅	跌幅
2008. 12. 05-2009. 06. 05	2126	3212		51.08%	
2009. 06. 05-2009. 09. 28		3212	2676		-16.69%
2009. 09. 28-2009. 12. 07	2676	3115		16.41%	
2010. 01. 07-2010. 02. 02		3112	2705		-13.08%
2010. 06. 09-2010. 11. 10	2729	3564		30.60%	
2010. 11. 10-2010. 11. 18		3564	3157		-11.42%
2010. 11. 29-2011. 02. 10	3156	3590		13.75%	
2011. 02. 10-2011. 11. 24		3590	2742		-23.62%
2011. 11. 24-2012. 04. 09	2742	3416		24.58%	
2012. 05. 04-2012. 06. 04		3411	3075		-9.85%
2012. 06. 04-2012. 09. 03	3075	4209		36.88%	

资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

3.3.2 定投策略

基金定投，即定期投资基金，是指在固定的时间、以固定的金额、自动扣款投资到指定的开放式基金。

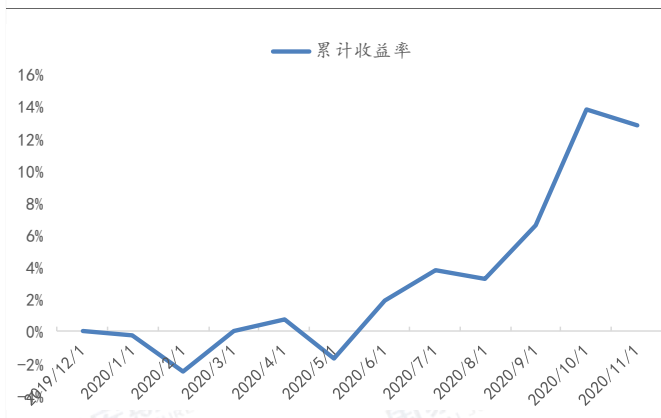
如果我们将定投策略运用至豆粕 ETF 基金，我们假定 2 种定投策略：月度定投策略和周度定投策略。

月度定投策略：2019 年 12 月 5 日豆粕 ETF 二级市场上市交易，我们假设每个月 5 号（若 5 号为非交易日则顺延至下一交易日）投入 1000 元买入豆粕 ETF，买入价格为当日开盘价。截至 11 月 5 日，共投入 12 期，累计投入金额 12000 元。按照 11 月 30 日收盘价测算，该月度定投策略累计收益率测算约 17.14%。

周度定投策略：2019 年 12 月 5 日（周四）豆粕 ETF 二级市场上市交易，由此我们假设从 2019 年 12 月 5 日起每周四投入 250 元买入豆粕 ETF，买入价格为当日开盘价。截至 11 月 26 日（周四），共投入 48 期，累计投入金额 12000 元。按照 11 月 30 日豆粕 ETF 收盘价测算，该周度定投策略累计收益率测算约 17.36%。

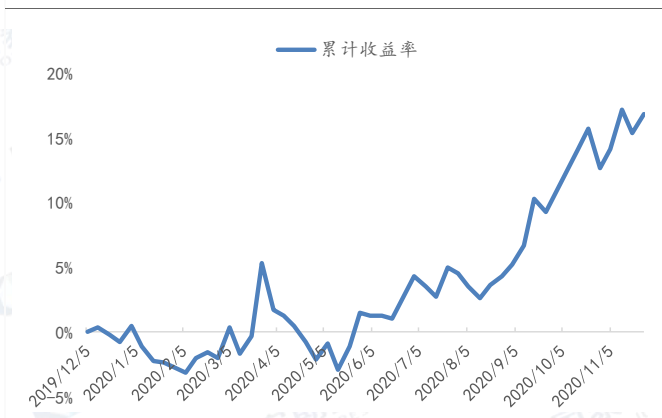
基金定投策略不考虑择时、择价等因素，而是“化整为零”定时定额投资，获取投资收益。上述两种定投策略累计收益率相差不大，周度定投策略收益率略高于月度定投策略，较豆粕 ETF 上市以来累计收益率 20.21%略低一些，所以也可以考虑基金定投策略对豆粕 ETF 进行投资。

图 64 豆粕 ETF 月度定投策略收益率测算（截至 11.30）



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 65 豆粕 ETF 周度定投策略收益率测算（截至 11.30）



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

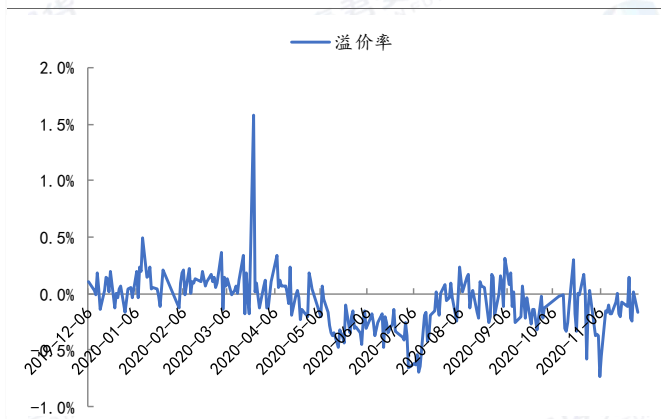
3.3.3 溢价/折价套利策略

豆粕 ETF 二级市场价格与一级市场净值（IOPV）误差较小，可考虑溢价/折价策略。根据统计，2019 年 12 月 5 日-2020 年 11 月 30 日期间，豆粕 ETF 二级市场价格与一级市场净值差额相当于其净值比例约 0.18%，由此，豆粕 ETF 二级市场价格与一级市场净值（IOPV）误差较小，可考虑溢价/折价套利。

溢价套利（正向套利），当豆粕 ETF 二级市场价格（P）大于豆粕 ETF 基金份额参考净值（IOPV）时，则在一级市场中申购豆粕 ETF 份额，然后在二级市场卖出豆粕 ETF。

折价套利（反向套利），当豆粕 ETF 二级市场价格（P）小于豆粕 ETF 基金份额参考净值（IOPV）时，则在二级市场买入豆粕 ETF，然后在一级市场赎回豆粕 ETF 基金份额。如图 67 所示，可考虑折价套利。

图 66 豆粕 ETF 溢价率



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 67 豆粕 ETF 分时走势图（举例）



资料来源：WIND，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

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您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，不应凭借本内容进行具体操作。

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。

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

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

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

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

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

辽宁分公司

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

河南分公司

郑州市郑东新区商务外环路 30 号期货大厦 1105 房间

电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168

山东分公司

济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室

电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210191

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: 0592-5886155 传真: 0592-5886122

天津营业部

天津市和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层

电话: 022-23304956 传真: 022-23300863

杭州营业部

杭州市江干区五星路 185 号泛海国际中心 6 幢 1 单元 501-B 室

电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517

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

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: 0431-85918811 传真: 0431-85916622

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

上海银城路营业部

上海浦东新区银城路 88 号 27 楼 06 单元

电话: 021-58590368

广东分公司

广州市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

河北分公司

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

陕西分公司

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

湖北分公司

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

深圳分公司

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

北京三元桥营业部

北京市曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元

电话: 010-64669008 传真: 010-64669884

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: 0532-80993638

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

长沙营业部

长沙市雨花区韶山中路 489 号万博汇名邸三期 2401 房

电话: 0731-82258088 传真: 0731-82256453

 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