



农产品上涨预期，催生 CPI 上行压力

报告要点：

王 俊

农产品研究员

从业资格号：F0273729

投资咨询号：Z0002942

周方影

农产品研究员

从业资格号：F3036146

投资咨询号：Z0014900

张 利

农产品研究员

从业资格号：F3003549

投资咨询号：Z0015099

以史为鉴，美豆价格易涨难跌：

复盘 2000 年至今美豆涨幅超过 20% 的行情，其背后均伴随着大豆的减产和去库，若供给与需求产生共振，则涨幅往往更大且行情更加流畅。2010-2012 年与 2020-2022 年的美豆行情非常相似，以史为鉴，预计 2022 年 5-9 月美豆价格可能大涨。

成本驱动，国内农产品价格上行：

我国 80% 以上的大豆依赖进口，饲用蛋白原料豆粕和食用豆油几乎 100% 依赖进口大豆压榨产出。若未来 2-6 个月之内美豆大涨，则势必会通过进口成本传导至国内油粕市场，进而带动产业相关商品价格上行，如菜粕、玉米、生猪、鸡蛋等，尤其是对国内 CPI 影响较大的生猪价格。

农产品上涨，催生 CPI 上行压力：

成本端美豆上涨导致国内饲料原料和生猪价格上涨，保守预估，2020 年 CPI 将重回高增长区间 2%-3%。更长期看，明年猪价高点相对当前价位有至少翻倍的空间，而全球大豆等粮食库存重建之路布满荆棘且需要时间，未来物价持续高位乃至继续走高的空间和概率都很大。

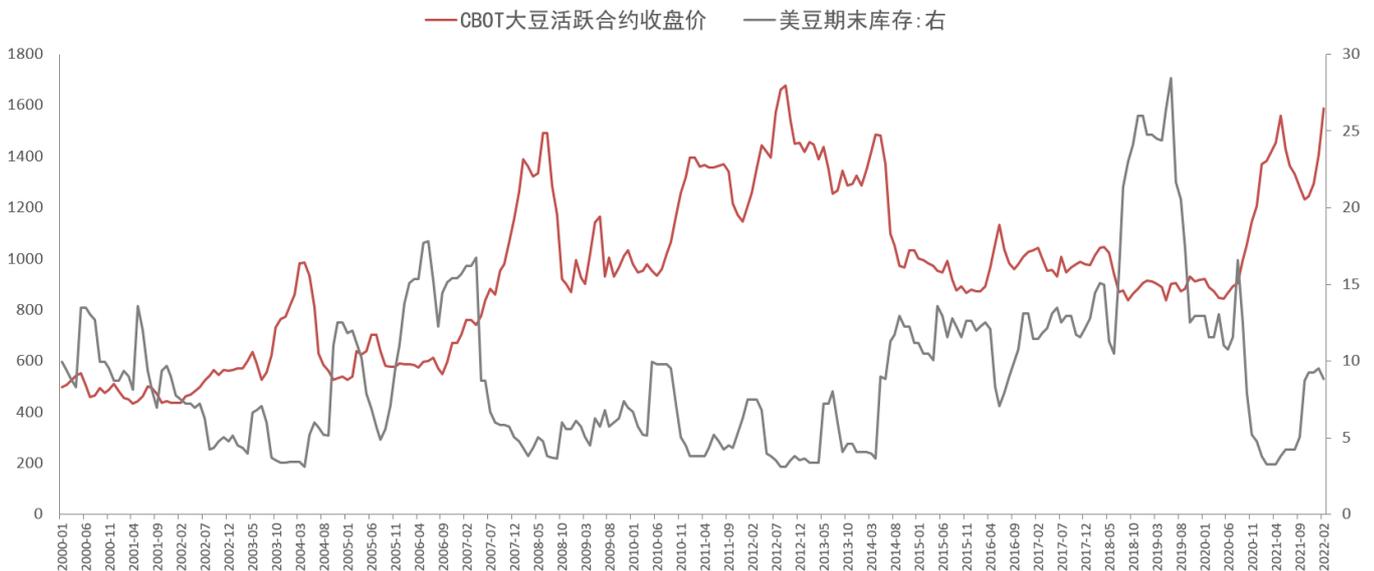


农产品上涨预期，催生 CPI 上行压力

一、复盘归纳，美豆价格驱动因素

美豆中长期价格走势和库存高度负相关。供需变动导致库存动态调整，需求端关注中国生猪周期，边际波动小，而供给端重点关注大豆种植面积和单产情况，产量容易受到天气影响，边际变化大。整理 2000 年至今美豆涨幅超过 20% 的行情，我们发现其背后均伴随着大豆的减产和去库（如 2007、2008 年）。如果供给与需求产生共振，导致库存大幅去化，则涨幅往往更大且行情更加流畅（如 2010 年、2020 年）。

图 1：2000 年至今美豆活跃合约收盘价与美豆期末库存走势图（美分/蒲，百万吨）



数据来源：USDA、五矿期货研究中心

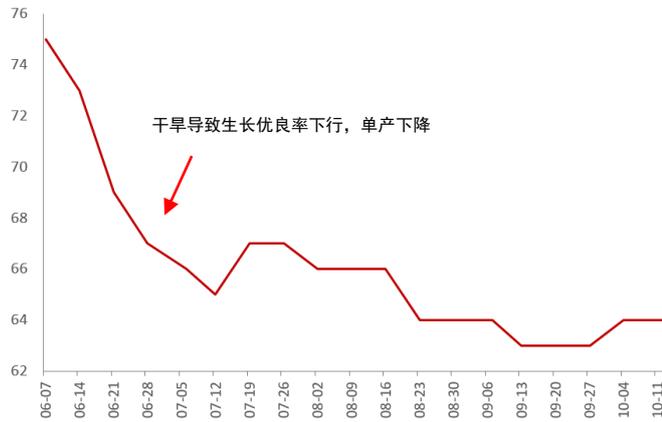
二、以史为鉴，美豆价格易涨难跌

通过复盘，我们发现 2020 年至今美豆价格的趋势节奏及背后原因与 2010-2012 年的非常相似。

2010-2012 年美豆的价格分为三涨一跌四个阶段：第一波上涨发生在 2010 年 7 月-2011 年 1 月，因 2010 年 8 月中国能繁母猪存栏见底带动需求预期向好，且北美大豆受干旱影响产量降幅达 5%，属于供需共振行情；第二波上涨发生在 2011 年 12 月-2012 年 5 月，因南美产区干旱导致大豆减产，减产幅度达 15%；第三波上涨发生在 2012 年 5 月-9 月，因北美产区干旱导致大豆减产，减产幅度达 17%；其中的一波下跌发生在 2011 年 9 月-12 月，受累于中国需求疲弱下的累库预期。

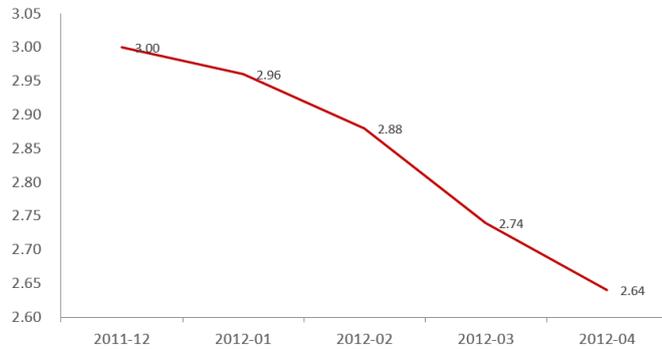


图 2：2010 年美豆生长优良率 (%)



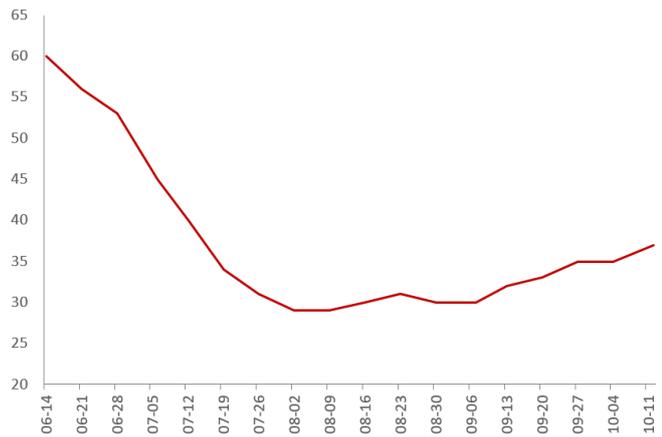
数据来源：USDA、五矿期货研究中心

图 4：2011. 12-2012. 4 巴西大豆单产 (吨/公顷)



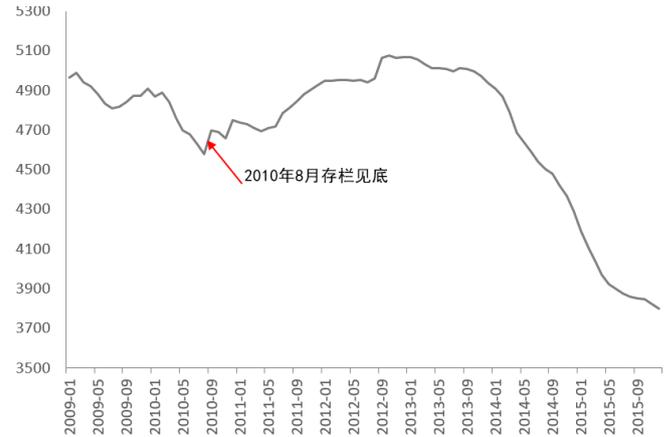
数据来源：USDA、五矿期货研究中心

图 6：2012 年美豆生长优良率 (%)



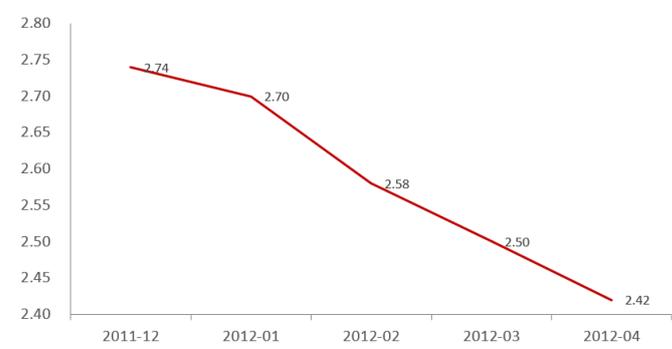
数据来源：USDA、五矿期货研究中心

图 3：2009-2015 年中国能繁母猪存栏 (万头)



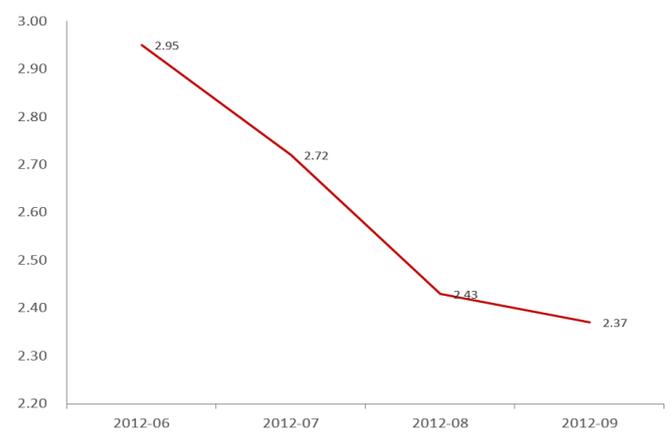
数据来源：中国政府网、五矿期货研究中心

图 5：2011. 12-2012. 4 阿根廷大豆单产 (吨/公顷)



数据来源：USDA、五矿期货研究中心

图 7：2012. 6-2012. 9 美国大豆单产 (吨/公顷)



数据来源：USDA、五矿期货研究中心

2020-2022 年至今美豆价格已经走出二涨一跌三个阶段：第一波上涨发生在 2020 年 7 月-2021 年 1 月，因 2020 年 9 月中国能繁母猪存栏见底带动需求向好，且北美大豆受干旱影响产量降幅达 7%，属于供需共振行情；第二波上涨发生在 2021 年 12 月至今，因南美产区干旱导致大豆减产，减产幅度达 12%；其中的一波下跌发生在 2021 年 6 月-11 月，受累于需求疲弱下的累库预期。

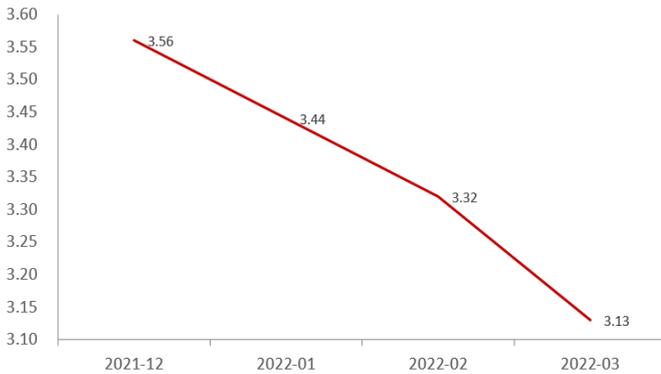


图 8：2020 年美豆生长优良率 (%)



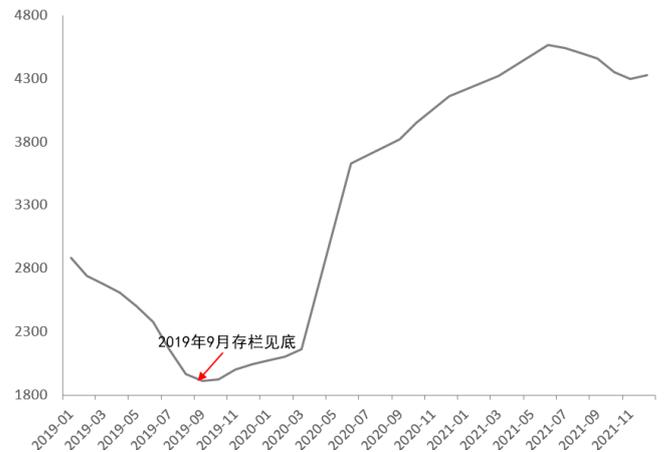
数据来源：USDA、五矿期货研究中心

图 10：2021. 12-2022. 3 巴西大豆单产 (吨/公顷)



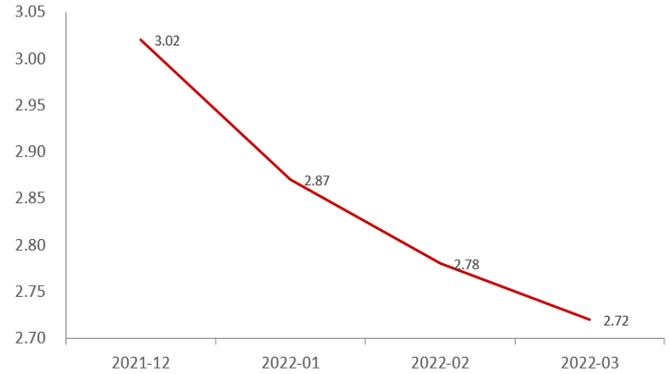
数据来源：USDA、五矿期货研究中心

图 9：2019-2021 年中国能繁母猪存栏 (万头)



数据来源：中国政府网、五矿期货研究中心

图 11：2021. 12-2022. 3 阿根廷大豆单产 (吨/公顷)



数据来源：USDA、五矿期货研究中心

通过对比分析可以看出，上述两轮大周期的行情具有极高的相似度：中国需求和美豆减产双重利多催化第一波上涨，回调整理之后南美大豆减产引发第二波上涨。结合北美产区天气情况，我们预计 2022 年 5 月-9 月极有可能复制 2012 年第三波上涨行情。

那么如何监测美豆后期走势，我们认为需要关注以下三点：第一，密切关注 3 月底美豆种植面积意向报告，如果报告不明显利多叠加商品整体高位，价格可能会调整一次。第二，4 月中旬密切关注美国中西部天气，如果有干旱预期，那么美豆调整后就应该相对低位慢慢向上。第三，等待美豆优良率情况，该阶段决定美豆能否走出预期兑现的加速行情。若种植面积意向报告中性且优良率向下，在南美大豆已然大幅减产的背景下，美豆有望涨 50%至 2250 美分/蒲。

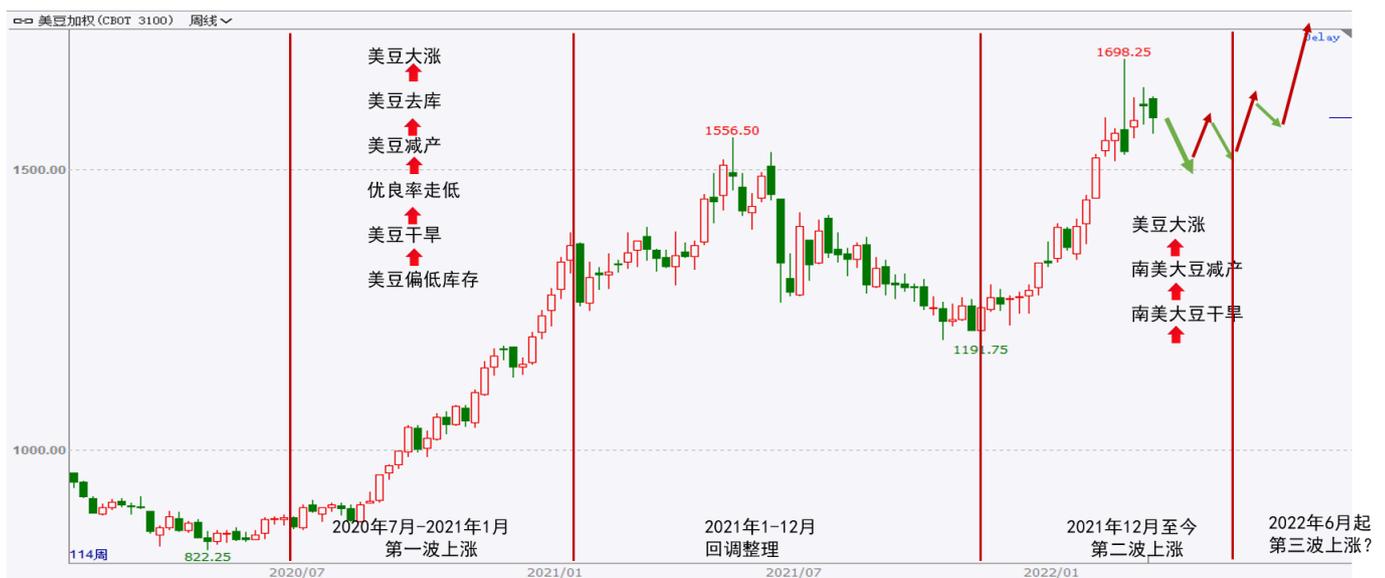


图 12：2010-2012 年美豆价格走势图



数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

图 13：2020-2022 年美豆价格走势图

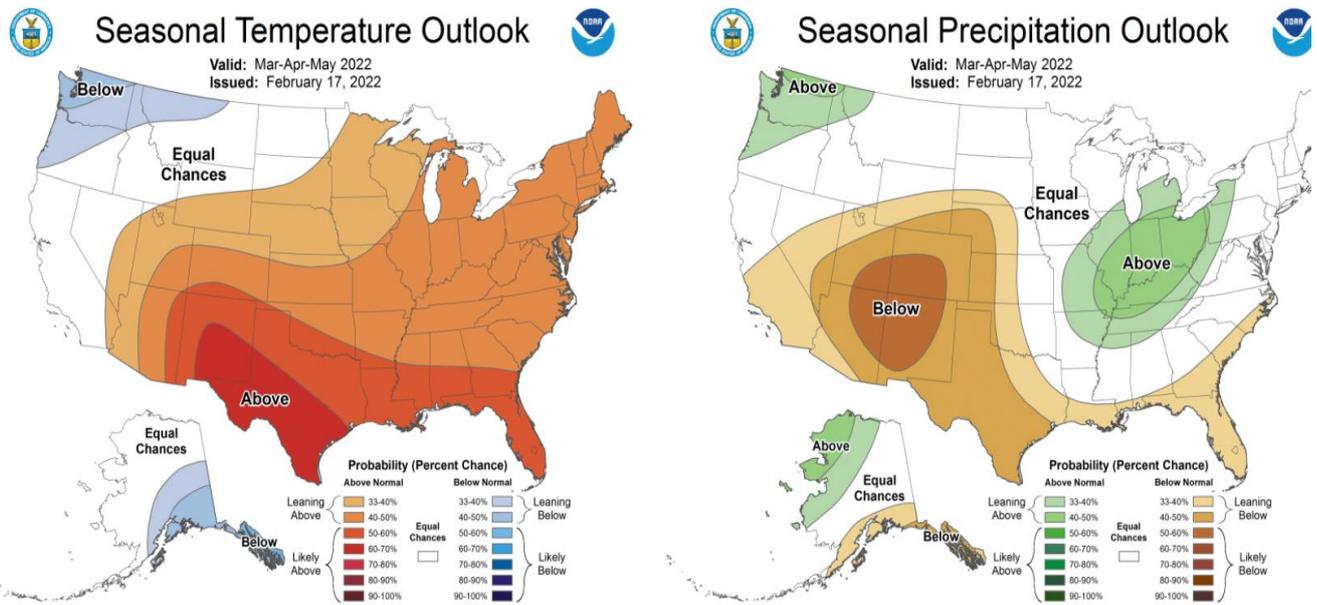


数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

美国气象局预报，2022 年 3 月-5 月美国大豆主产区大概率出现高温和干旱气象，密切关注产区天气变化，若北美大豆再遭减产，则届时价格易涨难跌。（左下图是 3-5 月美国气温预测，颜色越橙表示气温高于正常水平的概率越大，颜色越蓝表示气温低于正常水平的概率越大，白色表示气温与正常水平接近。右下图是 3-5 月美国降雨预测，颜色越绿表示降雨高于正常水平的概率越大，颜色越橙表示降雨低于正常水平的概率越大，白色表示降雨与正常水平接近。）



图 14：2022 年 3-5 月美国气温和降雨预报



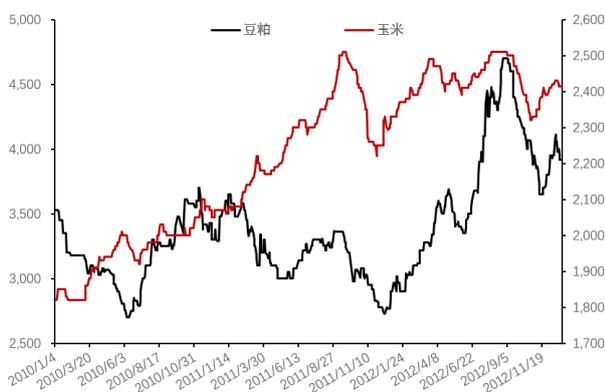
数据来源：NOAA、五矿期货研究中心

三、成本驱动，国内农产品价格上行

我国 80%以上的大豆依赖进口，主要饲用蛋白原料豆粕几乎 100%依赖进口大豆压榨产出。若未来 2-6 个月之内美豆大涨，则势必会通过进口成本传导至国内豆粕市场，进而带动饲料产业链相关商品价格上涨，如玉米、生猪、饲料价格等，尤其是对国内 CPI 影响较大的生猪价格。

2010-2012 年，由于宏观流动性充裕以及全球性粮食减产助推，以豆粕和玉米为代表的饲料原料大幅上涨，滞后影响了生猪价格，令猪价从 2012 年年中开始，上涨幅度超过 30%。从猪周期角度看，2012 年尚处于生猪和母猪存栏偏高、价格的下行周期，然而依旧受到原料上涨的明显支撑。

图 15：2010-2012 年豆粕和玉米现货价格走势(元/吨)



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 16：2011-2012 年饲料与生猪价格走势(元/公斤)

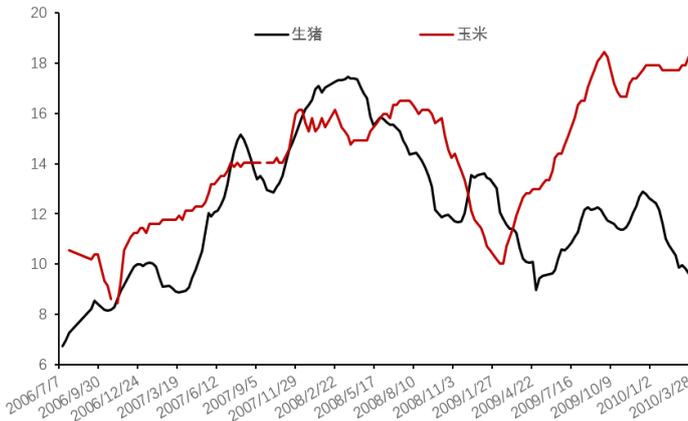


数据来源：WIND、五矿期货研究中心



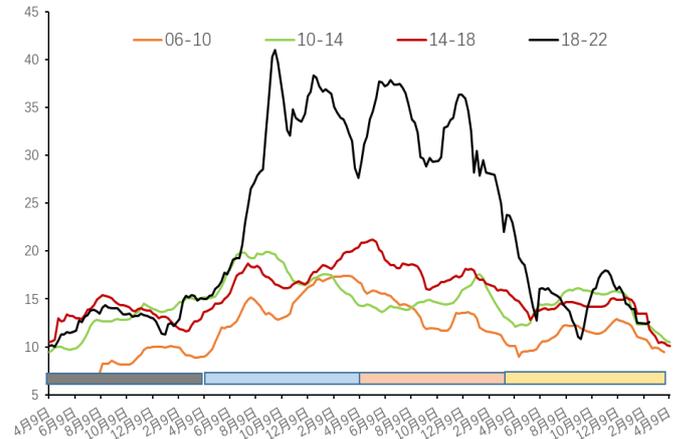
如果猪价上行周期再叠加成本的大幅抬升呢？正如我们在 2006-2007 年度所看到的一样，当年猪价从周期低点的涨幅明显超过正常年份（仅次于受非瘟影响程度较深的 2018-2022 年度），达到了 200%以上，主要就是饲料原料上涨与生猪价格上行产生了共振，即将到来的 2022-2023 年度与之处于猪周期中的类似位置。

图 17：2006-2010 周期猪价与原料关系(元/吨，元/公斤)



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 18：四轮猪周期分解（元/公斤）



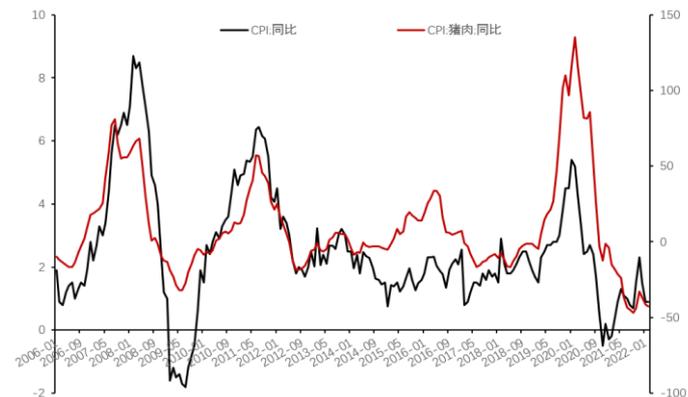
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

2021 年猪价见顶回落以来，由高点下跌的时间已经超过了 15 个月，最大跌幅 75%，养殖端处于深度亏损状态。能繁母猪存栏已经自去年 6 月见顶回落，截止目前母猪平均去化幅度接近 10%，由此推导，新一轮猪周期极有可能从今年年中开启。结合 2006-2007 年及 2010-2012 年生猪价格上涨幅度，保守估计 2022 年下半年开启的生猪价格上行周期涨幅至少达到 50%。

四、农产品价格上涨，催生 CPI 上行压力

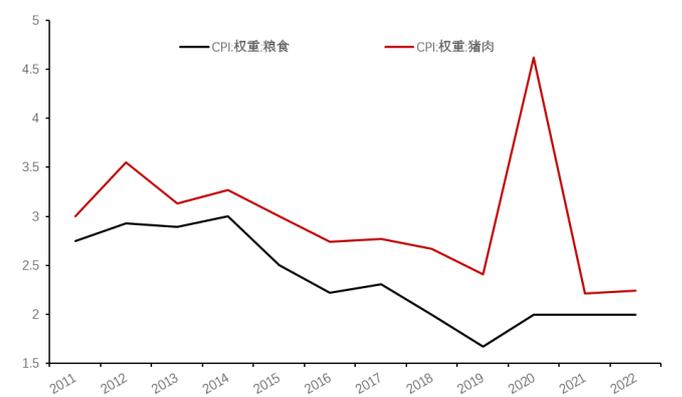
保守预估，今年下半年，猪肉有望震荡回升，同比涨幅接近 50%，美豆上涨导致国内豆菜粕同比涨幅接近 30%，玉米和小麦涨幅在 20%，则单此几项对 CPI 的提振幅度贡献已超过 2%，将领衔助推 CPI 重回高增长区间 2%-3%。更长期看，明年猪价高点相对当前价位有至少翻倍的空间，而全球大豆等粮食库存重建之路布满荆棘且需要时间，未来物价持续高位乃至继续走高的空间和概率都很大。

图 19：CPI 同比和猪肉 CPI (%)



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 20：猪肉和粮食在 CPI 构成中所占比重 (%)



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于研究所信箱（research@wkqh.cn），欢迎您及时告诉我您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为**五矿期货有限公司**所有。本刊所含文字、数据和图表未经**五矿期货有限公司**书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkjyqh.com