

## 【建投专题】农产品策论：眺望 2023 及十大猜想

发布日期：2022 年 11 月 30 日

分析师：田亚雄

电话：023-81157334

期货投资咨询号：Z0012209

### 引言：

2022 年是近几十年全球农业历史上的前所未有的段落，意味着我们必然经历或正在经历可能是研究范式的知识型的演变过程。置身在这个全新的现实当中，我们体认到某一种无力感和困顿。

面对全新的情景，我们直觉性的行动是在既有的历史和记忆之中，在农业历史和价格复盘去寻找可供参考的样本，试图通过这样的比对和附会去理解和把握我们置身其间的世界现实并期望去对于预判有所指引，但事后发现这很徒劳。

这个研究过程中焦虑的形成在提示着我们，面对历史的失效，我们正置身在一个无知或正在求知的状态，并需要去寻找新的知识范式，而承认所处的无知情景和无力的状态，有助于我们直面现实的挑战。

2022 年全球国际合作的改变对农产品的影响是继 2018 年中美贸易争端后的再一次集中矛盾爆发，表征为全球农产品的供应链出现深刻问题，粮食问题在新型国际竞争中被工具化和武器化的，以至于此类逆全球化带来的对农产品价格的冲击高过了传统供应和需求层面的问题。

与其说 2023 年国际合作环境有望大幅缓和，不如直面当下全球各国对农产品，特别是粮食类商品确保安全稳供的诉求被强调的现实，过去 20 年以来的“效率”逻辑让位于“安全”逻辑，这是一种颠覆，进而引致各国开启农产品库存冗余的建立，种植结构的优化和农产品种业，进出口等制度的变革。

此外我们也清晰地看到 2020 年下半年农产品价格低位起飞以来全球农产品的耕地面积增长的偏缓慢的，这跟基于经典蛛网周期的第一直觉相悖——种植利润驱动的种植面积新增是显著低于预期的。

关于 2023 年农产品的未来供需展望上，我们认为关键词有：

全球供应链韧性，耕地面积拓荒放缓，可再生原料加速和全球经济疲弱拖累

这也构成了本文的叙述顺序：

1. 脆弱的农产品供应链
2. 蛛网魔咒：缺乏弹性的供应
3. 能源安全诉求下的生物质燃料产业扩张
4. 经济衰退前景与农产品需求

## 5、2023 年农产品市场机会十大猜想

## 6、2022 年农产品的投研体认

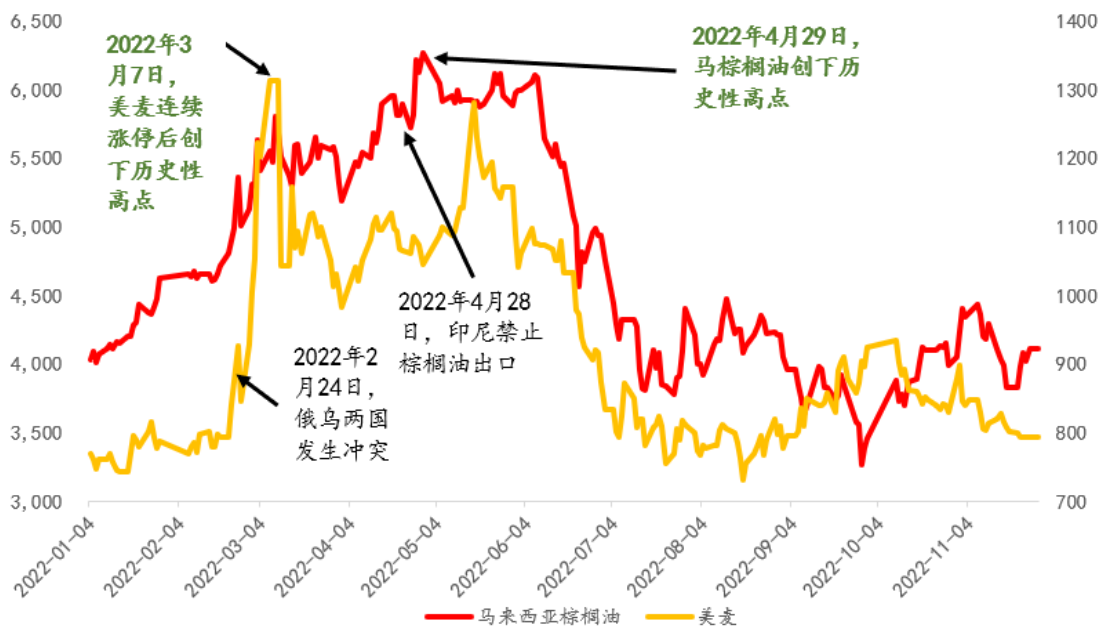
正文：

### 01-脆弱的农产品供应链

如果你控制了石油，你就控制了所有国家；如果你控制了粮食，你就控制了全人类——基辛格。

俄乌冲突下的小麦和印尼棕榈油出口新政是本年度的国际合作变局影响农产品价格的集中体现。这些事件都给我们留下了反直觉的宝贵经验。

首先我们期待刻画的是在高流动性环境下的博弈特征——市场对这类共识性利多的定价是一蹴而就的，但也基本标志着价格高点的临近和阶段性拐点的来临。



数据来源：wind，中信建投期货

具体而言，俄乌冲突于2月24日发生，美麦在3月7日见顶；4月28日印尼禁止马来西亚棕榈油出口后，马棕榈油于4月29日见顶。一方面，突出事件的出现即价格巅峰，市场对信息的消化非常快；另一方面这些巅峰极有可能是该品种非常长期的历史峰值。

### 供应链脆弱环境下的两种选择

虽然小麦和棕榈油的预期交易已经迈过高峰，但值得我们进一步刻画的是驱动这些品种底部上移或中枢抬升的基本面还仍旧扎实，在未来一年，我们大致有两种选择：

一是要去质疑 2022 年因为农产品减产，工业需求旺盛和全球贸易环境恶化形成的向上定价的基本面，并参与长期空头交易；

二是去等待价格回落到运行中枢后，仍旧坚持这些关键基本面事实并未发生松动，并尝试多头入场。

路径选择的差异取决于也就主要取决于全球农产品产量恢复进程，全球农产品工业消费增量和经济衰退前景下的需求展望，这也构成了本文撰写的主要线索。

**乌克兰的小麦出口被欧洲其他国家增量有效抵补**

全球小麦出口变化(千吨, %)						
国家	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	同比
澳大利亚	9,006	9,136	23,773	27,532	26,000	-5.56%
欧盟	24,686	39,788	29,740	31,904	35,000	9.70%
俄罗斯	35,863	34,485	39,100	33,000	42,000	27.27%
美国	25,503	26,373	27,048	21,782	21,092	-3.17%
乌克兰	16,019	21,016	16,851	18,844	11,000	-41.63%
全球	176,200	193,969	203,330	202,837	208,651	2.87%

数据来源：USDA，中信建投期货

2022 年俄乌两国发生冲突，事后来看全球的虽然俄乌两国小麦出口占全球的 25.4%，两国玉米出口 33%，但全球小麦出口受影响并不大，2021-22 年度全球小麦出口 2.0283 亿吨，2022-23 年度预计出口 2.0865 亿吨，同比增长 2.87%，其重要原因是俄罗斯和欧盟相当程度的弥补了乌克兰的出口缺口，按照美国农业部的预估俄罗斯和欧盟 2022-23 年同步出口分别增加 900 万吨和 310 万吨。

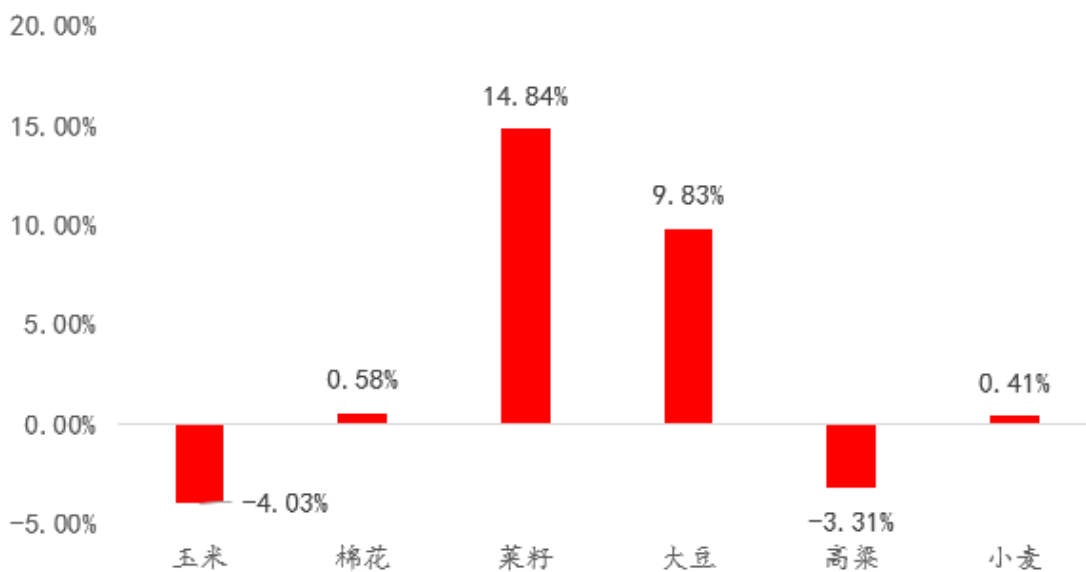
**全球玉米和高粱的供应问题相对突出**

全球玉米出口变化(千吨, %)						
国家	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	同比
阿根廷	37,244	36,252	40,942	36,500	41,000	12.33%
巴西	39,663	35,139	21,023	44,500	47,000	5.62%
俄罗斯	2,770	4,072	3,989	4,000	4,000	0.00%
乌克兰	30,321	28,929	23,864	27,000	15,500	-42.59%
美国	52,538	45,175	69,776	62,776	54,613	-13.00%
全球	182,628	172,286	182,603	201,834	182,740	-9.46%

数据来源: USDA, 中信建投期货

2022-23 年度全球玉米产量 11.68 亿吨, 同比减少 4908 万吨, 其中欧盟, 乌克兰和美国减产幅度最大, 分别达到 1618 万吨, 1063 万吨和 2906 万吨。全球玉米减产也直接引致可出口玉米总量同比下降 9.5% 或 1909 万吨, 主要出口国中乌克兰和美国降幅最大。

### 全球主要农产品2022/23年度产量同比对比



数据来源: USDA, 中信建投期货

在全球的主要农产品中我们重点对比了 USDA 对玉米, 棉花, 菜籽, 大豆, 高粱和小麦的产量和库消比预估, 其中玉米和高粱是唯一减产的品种, 但受全球经济的负面展望, 大多数农产品的需求都被一定程度下调, 因此即使玉米减产, 其库消比仍有上调, 在这些农产品中唯有高粱和小麦有略微的库消比的下行。

全球主要农产品库消比					
品种	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023
玉米	13.79%	10.57%	8.49%	5.79%	8.87%
棉花	68.96%	94.63%	70.49%	73.20%	76.00%
菜籽	13.79%	10.57%	8.49%	5.79%	8.87%
大豆	33.11%	26.35%	27.50%	26.07%	26.87%
高粱	9.39%	6.60%	6.50%	7.13%	6.12%
小麦	38.59%	40.29%	37.55%	35.02%	34.11%

数据来源：USDA，中信建投期货

但在我们的投研实务中已经越来越倾向于就 USDA 的数据质疑作为预期差的来源，虽然从数据表象上我们看到大多数农产品的库消比有望出现边际性回升，对价格有一定的抑制作用，但这样的库消比回升又显得非常勉强，大多数源自于需求一定程度的走弱，而非供应的大幅扩张，因此在 2022 年 Q4 这样的宽松预期并没有有效地让价格下台阶，光讨论需求对农产品价格波动的解释力是偏低的。

进而，值得进一步讨论的是当下之局面犹在进一步反映蛛网周期的范式，供应弹性显著低于需求弹性，而更为反直觉的是，2021-2022 年农产品的种植利润创下近年最高水平，但全球农业的种植意愿却没有出现趋势性增长，甚至没有集体创出耕地面积的新高。我们理解耕地约束是回答长期农产品价格的迫切性问题。

## 02-怪相：种植利润达峰与种植意愿走软的错配

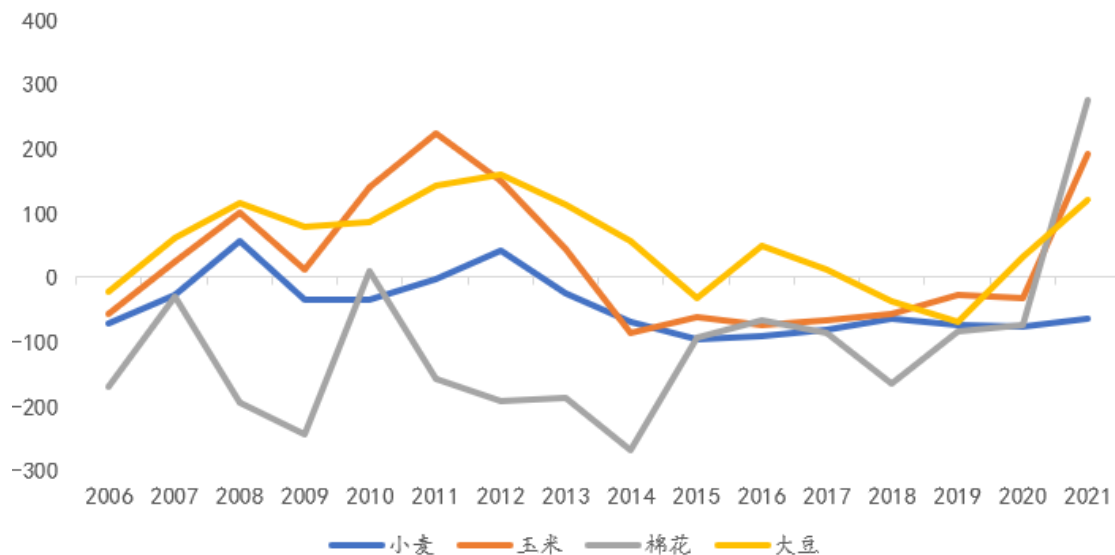
近年全球主要农产品品种收获面积变化（千公顷）					
品种	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023
玉米	192,688	194,401	199,035	207,259	202,570
棉花	33,216	34,467	31,367	32,314	32,407
大豆	125,458	123,196	128,997	130,935	135,027
小麦	215,387	215,491	220,510	222,116	220,407

数据来源：USDA，中信建投期货

2018-2022 这 5 年间，农产品价格大幅上行，但我们监测的玉米，棉花，大豆和小麦这四大主要农产品作物收获面积竟然多数没有突破 2018-2021 年的面积高点，之于此我们理解在农产品价格—种植利润—次年种植面积—次年收获面积之间存在非表象的传导机制。

参照美国农业部的数据，2022-23 年度四大作物的收获面积分别为玉米 2.03 亿公顷，棉花 3241 万公顷，大豆 1.35 亿公顷和小麦 2.2 亿公顷，最新的种植面积预估除了大豆以外，其他作物均未创下近几年的收获面积新高，而这与不断走高的种植利润形成巨大的反差——美豆，美玉米，美棉花种植利润均创下新高水平。

美国主要农产品历年种植利润 美金/英亩



数据来源：USDA，中信建投期货

对于种植利润达峰和种植面积迟迟没有跟进，我们理解有以下几点关键解释：

- 1、全球耕地面积受制于多年滥伐，可用作余量调整的空间不大
- 2、疫情改变美国农业从业者的积极性，重新思考工作和生活的平衡
- 3、由于种植成本的大幅上移，导致结合成本投入考虑的种植收益率的增幅远不及种植利润增长幅的绝对水平，但集约化农业决策更多以收益率为决策依据
- 4、高位的农产品价格也同样意味着种植风险的提升。

全球农业用地面积约为 50 亿公顷，占全球陆地面积的 38%。其中约三分之一用作耕地，其余三分之二为草地和牧场，用于放牧牲畜。在农田中，大约 10% 的面积用于种植永久性作物，如果树、油棕和可可，21% 为

灌溉农田。

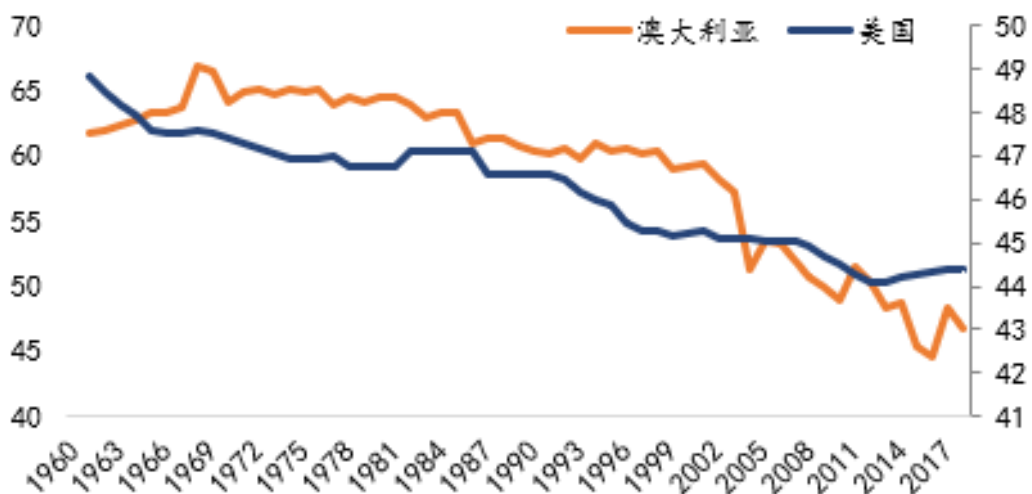
过去 30 年间，各大主要农业国农业用地占土地面积比例走势出现分化，除南美洲和印尼以外，亚洲主要国家，美国和澳大利亚均出现农业用地占比的下降：

南美洲：巴西农业用地 90 年代前扩张明显(18%→28%)，近年维持稳定阿根廷兜兜转转又回高峰(50%→54%)，进入 21 世纪后农业再次扩张，近年维持稳定

亚洲：印尼(21%→33%)、马来西亚(9.4%→26%)持续扩张；印度、中国近年长期持稳

发达国家：澳大利亚农业用地占比明显减少（60%以上→46%）；美国农业用地稳步减少，但幅度较小（48.8%→44%）

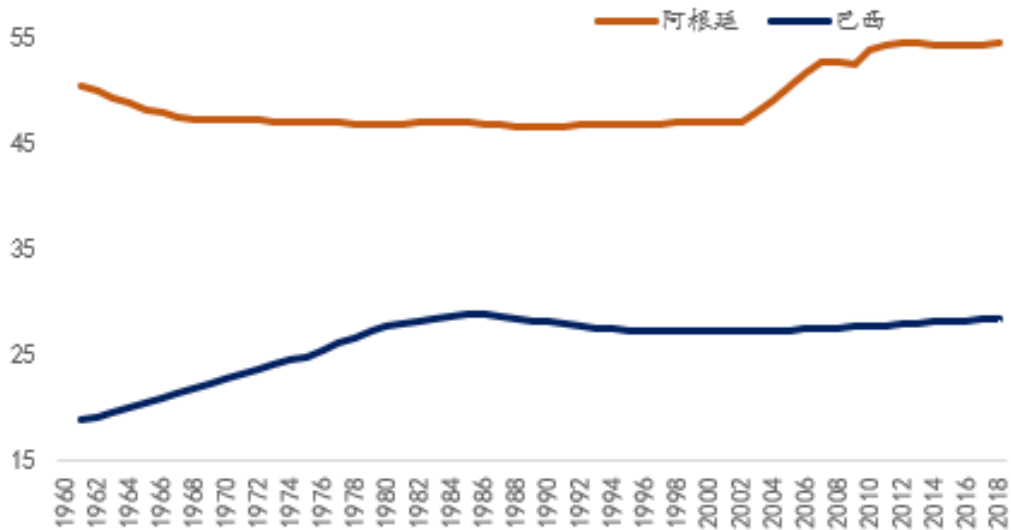
农业用地占土地面积比例：澳&美



数据来源：世界粮农组织，中信建投期货

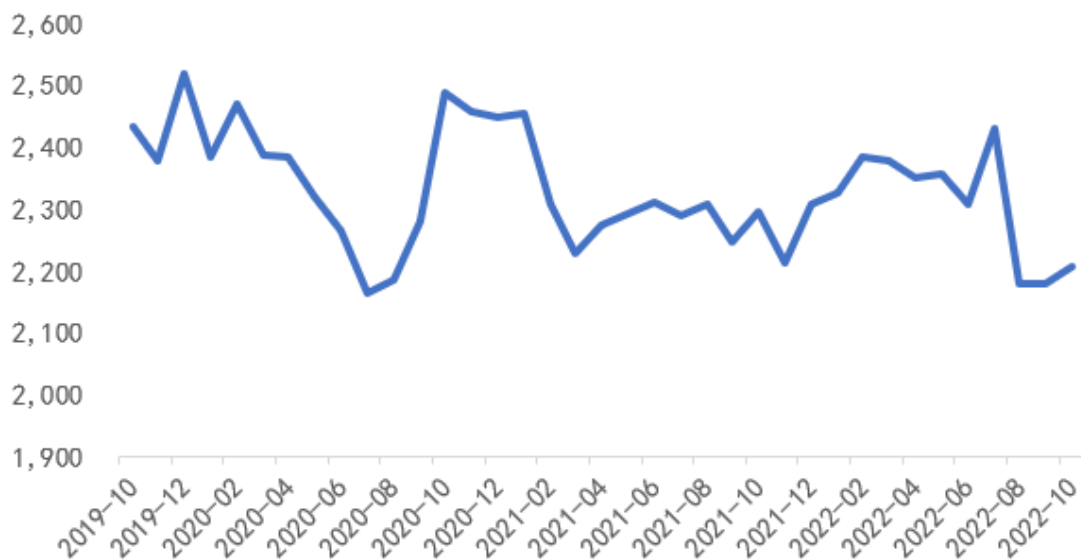


### 农业用地占土地面积比例：南美



数据来源：世界粮农组织，中信建投期货

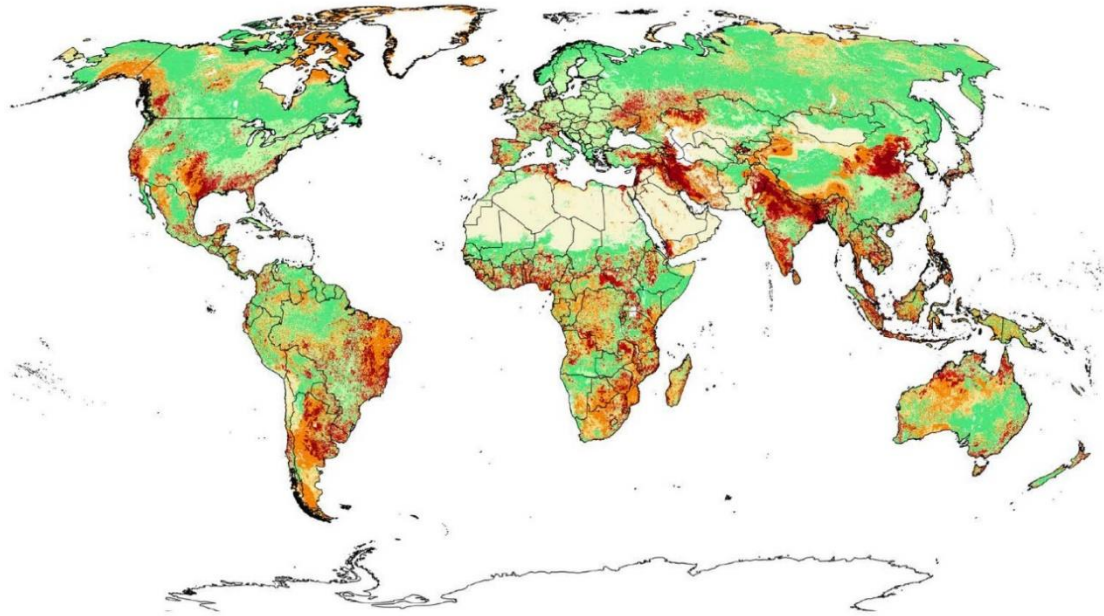
### 美国：就业人数：农业及相关产业：季调



数据来源：美国劳工部，中信建投期货

随着农业逐步集约化，各种实证同时反映出土地退化的规模和严重程度，具体表现为土壤侵蚀、养分耗竭、盐碱度上升。34%（16.6 亿公顷）的农地已经面临人为造成的退化。其中 8.5 亿公顷农地重度退化。而土地退化伴随的碳、养分、土壤生物多样性的流失会导致我们难以进一步扩大耕地面积。





数据来源：世界粮农组织，中信建投期货

在此环境中，受利润驱动，供应获得快速恢复，引致价格向下倾覆的逻辑基本证伪，这在 2021 和 2022 年度 3 月底的美国种植意向公布时都给了市场非常深刻的印象，远低于预期的种植意向数据都给当年的市场定下了北美种植季时段做天气升水的条件铺垫。那么：2023 年是否仍旧重复这一供应低弹性的范式，是后续值得回答的问题，此间最值得关注的是巴西。

在未来农业的进一步开疆扩土受阻的大环境下，巴西成为未来缓解全球农业供应压力的希望：

预计 2022/23 年度巴西大豆种植面积为 4,288 万公顷，为历史最高，较去年的 4,180 万公顷增长 2.6%。预计 2022/23 年度巴西玉米种植面积达到 2260 万公顷，同比增长 4.6%。

在更远景的未来 10 年，巴西农业部预估主要农作物有望迎来产量的加速提升，且其增量目标非常激进。

2021-2031年巴西农作物产量增长预估				
品种	大豆	玉米	白糖	棉花
2021-22年度	1.26	1.13	0.3505	0.0255
2031-32年度	1.79	1.5	0.434	0.037
增量	0.53	0.37	0.0835	0.0115
巴西增产/当前全球产量	13.59%	3.17%	4.64%	4.55%

数据来源：巴西农业部，中信建投期货

巴西农业部 11 月公布的研究长期 10 年展望报告显示：未来 10 年里巴西大豆，玉米，白糖和棉花等主要农作物产量都有望显著增长，其中大豆的产量增幅最为显著，有望实现 1.79 亿吨，较当前水平提高 5300 万吨，其增幅有望较全球产量增加 13.6%。

除巴西以外的待开垦土地中，例如非洲东部，俄罗斯远东的种植和运输条件还不足以支撑大规模的集约化农业，未来巴西农产品产量是否能如期扩产成为农产品供需的关键变量。

但需要进一步指出的是巴西新增的大量农业投资幕后的资金来源大多来自于美国，因此即使农产品丰产，其贸易条件是否能保持开放又是另一大风险，毕竟粮食类农产品的政策化和工具化的苗头已经屡见不鲜。

#### 粮食安全诉求驱动种植结构调整引致新的矛盾

2022 年俄乌冲突对农产品的诸多影响中，我们理解谷物的供应问题尚不是最突出的，其最大影响在于凸显了能源和农产品在大国博弈中的意义，甚至兴起一轮“奖入限出”的贸易保护主义抬头，在此过程中，农产品被政治化，工具化，甚至武器化。全球粮食安全议题的讨论热度直逼上世纪 70-80 年代的危机时代。

在促进粮食安全的政策选择上，受制于耕地约束等资源禀赋的限制，政策取向一方面寄希望于多元化进口渠道的新建，另一方面诉诸于本国种植结构的重新规划和调整，这或将引致新一轮的矛盾。

降低农产品的对外依存度，增加跟民生相关的作物供应的自给率是政策主线，比如在乌克兰存在较多原用于葵花籽种植的面积改种玉米和小麦等粮食作物，而我国有较大面积的玉米，水稻等作物面积改种大豆，这也带来的结构性的矛盾，一旦政策刺激在传导过程中存在放大，那么对农产品的供需影响会显著偏大。在本轮我国对油料作物的种植激励下，国产大豆或国产大豆/玉米比价或迎来趋势性的下行。

**供给侧的小结：**整体来看，未来农业供应弹性不足仍是制约农产品价格急速下行的掣肘。从种植利润向次年的种植面积传导过程并非一蹴而就，其过程存在诸如农业从业者减少，成本上行后投资收益率下降，农产品高波动导致投资风险提高，因此在 2021 和 2022 年度北美的扩种不及预期都成为上涨行情的引爆点。

我们把 2023 年最重要的农产品宽松来源放在巴西，2023 年的第一季度是巴西玉米及大豆的关键生长期，或迎来价格波动率的上行。基于农产品供给侧的判断，我们理解油籽的宽松有望领先于其他品种，宽松方向时间的大致排序是菜籽>大豆>白糖>棉花>小麦>玉米>高粱。

### 03-能源安全诉求下的生物质燃料产业扩张

2022 年农产品的定价一定程度偏向于需求侧，或者说需求有从钝化转变为敏感的趋势，这背后有两个关键驱动：

- 1、生物质燃料的需求
- 2、经济衰退预期对农产品传统需求的抑制

对于传统农产品而言最重要的需求弹性是由能源替代引发的，2022 年的原油高价格背景下，生物质燃料的替代需求增长明显，大多清洁燃料的生产都附带有可交易的碳积分副产品生成，很大程度托底了生产利润，因此生物乙醇和生物柴油的产量都较上一个年度有显著抬升，并进一步激发投产计划。

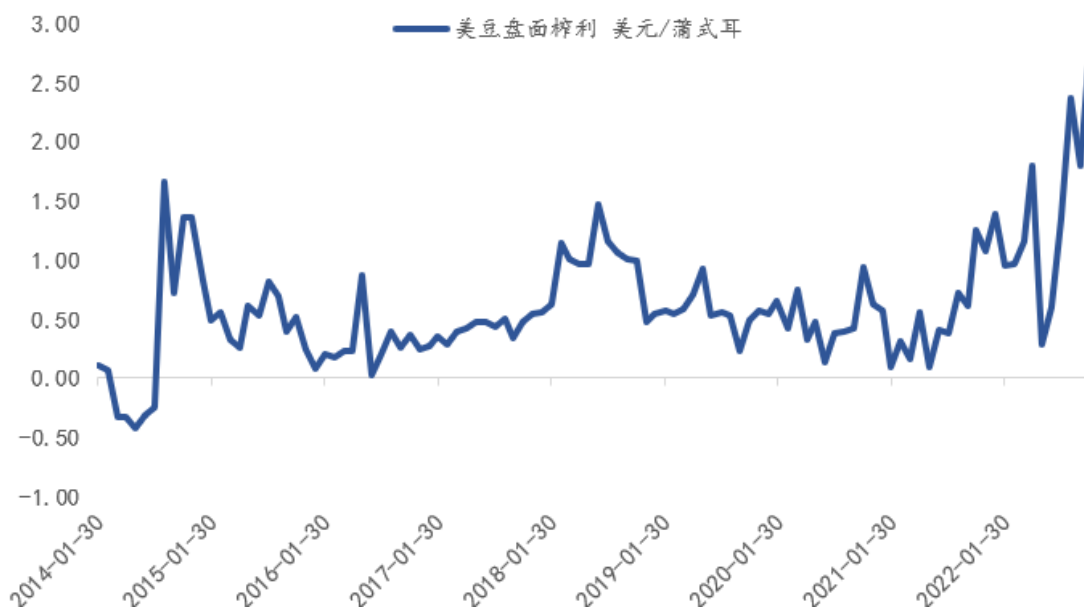
#### 生物柴油和燃料乙醇的发展现状

全球生物柴油产量					
	2018年	2019年	2020年	2021年	2022F
欧盟27国	14.19	15.01	15.4	15.24	15.3
美国	7.2	7.35	7.85	8.49	9.5
印尼	5.37	7.48	7.35	7.47	7.6
巴西	4.68	5.16	5.62	5.91	5.31
阿根廷	2.43	2.15	1.18	1.72	2.2
中国	0.94	1	1.5	1.8	1.8
新加坡	1.35	1.75	1.8	1.8	1.75
泰国	1.32	1.65	1.65	1.6	1.5
马来西亚	1.09	1.42	0.91	0.92	0.95
哥伦比亚	0.57	0.58	0.53	0.67	0.69
加拿大	0.55	0.57	0.64	0.67	0.58
英国	0.42	0.44	0.31	0.33	0.31
其他国家	1.73	1.85	1.68	1.66	1.58
总计	41.84	46.42	46.4	48.28	49.07

数据来源：油世界，中信建投期货

2022 年全球生物柴油产量有望增长到至 4907 万吨（大致占到全球植物油需求的 24%），同比增加 1.6%，增幅偏小的主要原因是植物油供应偏紧，导致产能利用率不足，这在巴西等国的产量抑制上影响显著，但因为柴油的涨幅偏高，尤其是 2022 年的 3 季度之后，植物油的掺混利润都显著修复，美国生柴利润显著走

高，增长到 0.24 美元/加仑（不含可再生柴油掺混编码销售收入），2021 年该生产利润仅为-0.55 美元/加仑。



数据来源：Wind，中信建投期货

在生物柴油利润的驱动下，美豆压榨利润创新高，产业形成正反馈，或进一步提升未来美豆压榨产能设计，并提高大豆需求量。

当前美豆年度压榨量维持在 22-23 亿蒲，未来 2025 年或升至 25-26 亿蒲。美国每年的大豆产量在 43-46 亿蒲之间，未来压榨需求将占到美豆年度产量的 57% 以上，受此影响，可供出口的美豆势必受到美国国内压榨消费的挤压，而美国大豆在全球的出口市场也将不可逆地让渡给南美。

另一个重要的变化是燃料乙醇，我们预计 2022 年燃料乙醇产量大致持平于 2021 年，全球燃料乙醇大多来自玉米，高粱和甘蔗，其产量在美国和巴西为主，这两个国家分别占全球产量的 55% 和 27%。从生产效率来看每吨乙醇消耗 2.89 吨玉米和 4 吨甘蔗。乙醇的热值大致相当于汽油的 60%，因此当二者比价低于 0.6 时，乙醇消费通常会受到抬升。

简单计算，把全球的燃料乙醇换算成初级农产品相当于 2.5 亿吨的玉米或 4400 万吨的甘蔗，相当于全球玉米产量的 21%，相当于全球食糖产量的 24%。

全球燃料乙醇产量（百万吨）							
国家/地区	2016	2017	2018	2019	2020	2021	全球占比
美国	46.68	48.26	48.73	47.78	42.22	45.43	54.92%
巴西	20.80	20.47	24.47	26.62	24.47	22.71	27.46%
欧盟	3.76	4.00	4.12	4.18	3.82	3.94	4.76%
中国	2.21	2.57	2.45	3.06	2.82	2.60	3.15%
印度	0.82	0.64	1.27	1.42	1.54	2.48	3.00%
加拿大	1.36	1.39	1.39	1.51	1.30	1.33	1.61%
泰国	1.00	1.15	1.18	1.30	1.18	1.18	1.43%
阿根廷	0.73	0.88	0.88	0.88	0.64	0.79	0.95%
其他国家	1.90	2.01	2.21	2.07	2.00	2.24	2.71%
合计	79.25	81.37	86.70	88.82	79.98	82.70	100.00%

数据来源：Wind，中信建投期货

2022 年度全球乙醇的生产主要受到消费增长但原料（玉米，甘蔗）减产的影响，故全球产量增幅受限，但未来印度和泰国均有意效仿巴西，在本国增设甘蔗-乙醇的产能投放。印度和泰国是全球糖的第二和第三出口国，在全球糖市的出口份额占比分别为 11.49%和 6.38%，当这些国家的乙醇产能投放后，全球贸易流或受到明显的收紧压力。

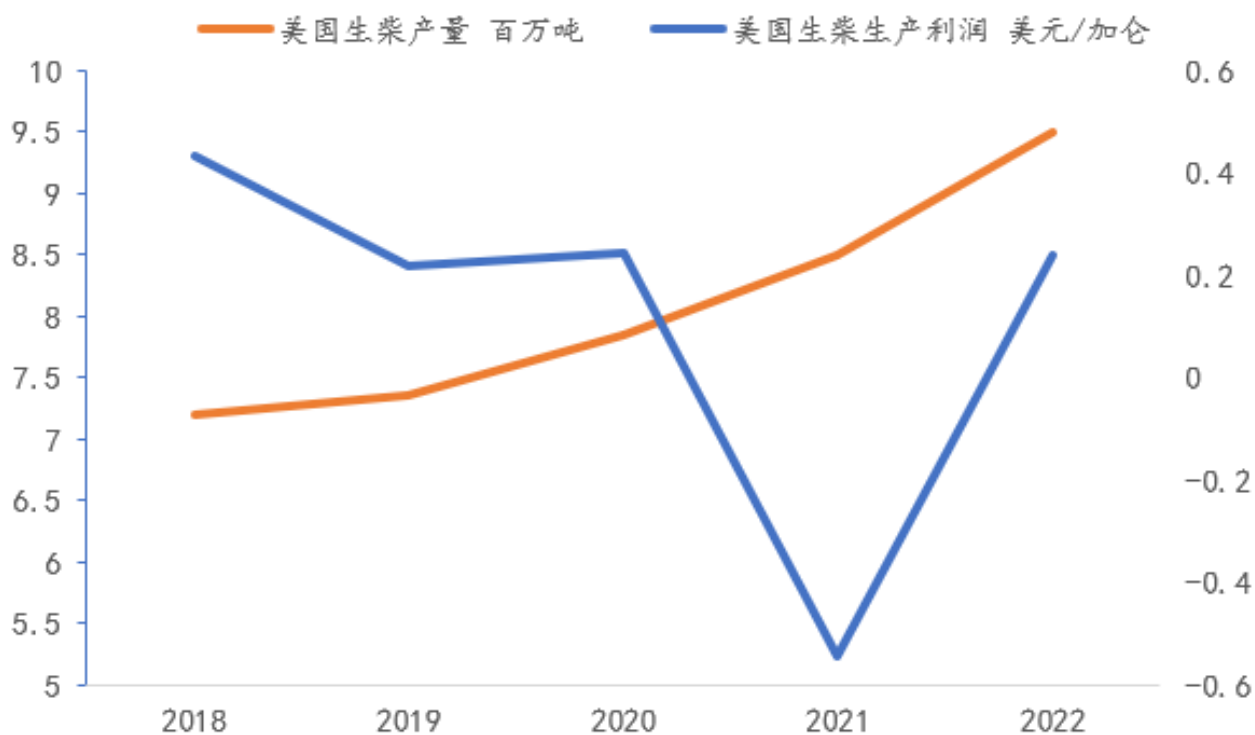
### 全球的生物质燃料的发展正值加速发展期，实质是资本对制度租金的抢占

我们通常以利润-产量的相互影响关系来界定产业周期，当下生物柴油和燃料乙醇的产量均在扩张期，即在产业平均利润走弱的背景下，产量仍有较大幅度增长，随着未来农产品供应的宽松，2023-2025 年生物质燃料的产量或仍有大幅增长的潜力。

如此强劲的投资热在传统制造业上是偏反常的，其主要的原因是资本对制度租金的抢占。美国和巴西均设计了可再生能源生产碳信用额度的交易机制，且在全球清洁能源革命的大时代，这些可交易的碳信用价格均出现相当大的上涨幅度，变相补贴了可再生能源的生产厂商：

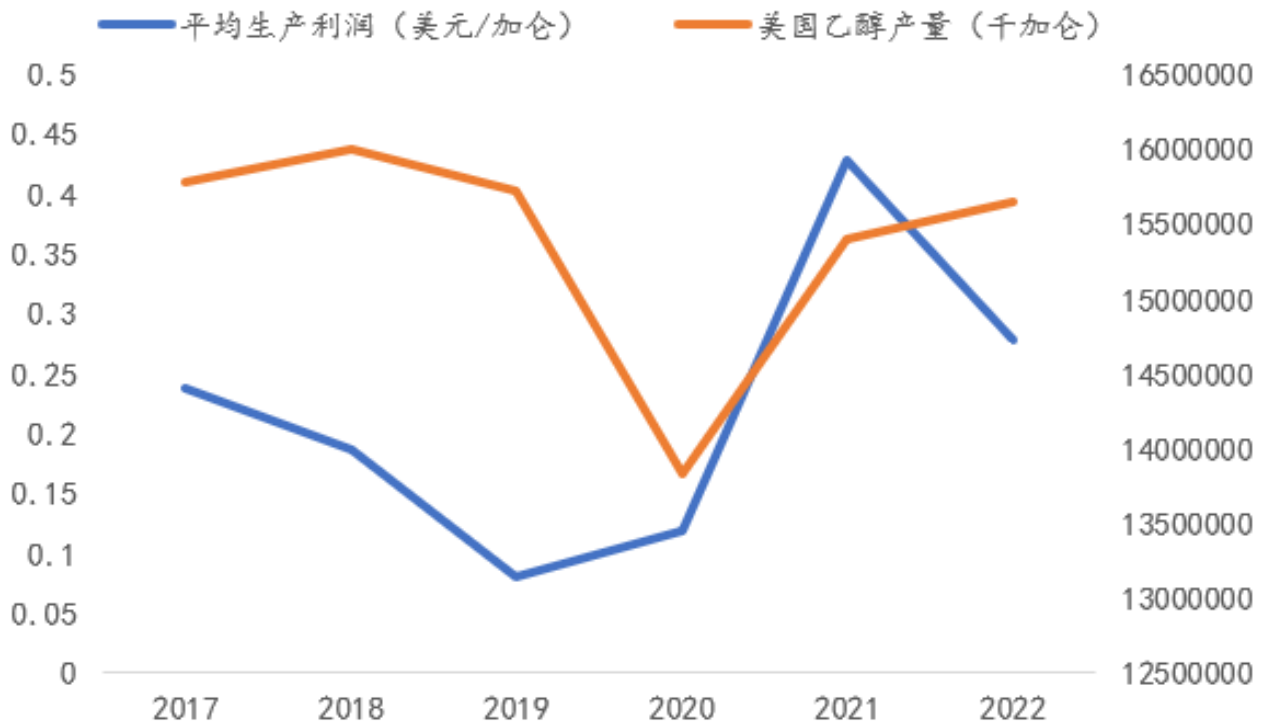
- A. 巴西 B3 交易所碳信用 CBI0s 的价格在 2022 年最高翻了 3 倍，从 65 雷亚尔/unit 的均值水平上升至 200 雷亚尔/unit 以上，意味着糖厂每销售一磅的乙醇可以最高获得 1.27 美分左右的额外收益，相当于乙醇销售价格的 8%。
- B. 美国 EPA 每年都会给可再生能源义务掺混商分配一定数量的法定掺混额度，需要他们获得相应数量的可再生能源编码来完成。D4 的价格从 2018 年的 0.5 美元上涨至当前 2022 年的 1.7 美元。一般生物燃料自带

可再生能源编码，比如一加仑生物柴油对应 1.5 个 RINs-D4，相当于每加仑生物柴油可获得 2.55 美元的收入，按每加仑生柴销售价格 5.3 美元计算，这 RINS 的销售收入可以相当程度增厚利润，而美豆的高额的榨利实则是参与了这政策红利的分配。除此以外，美国的生柴工厂还可以获得税收抵免的收入。



数据来源：EPA, WIND, 中信建投期货





数据来源：EPA, WIND, 中信建投期货

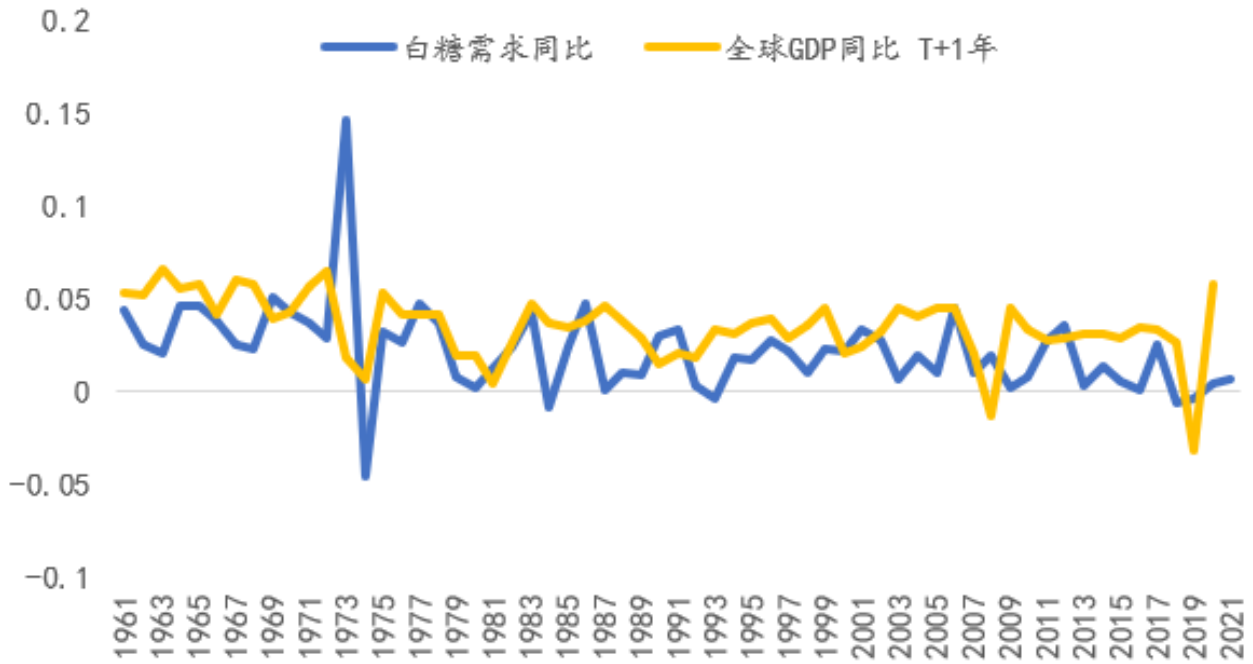
全球清洁能源革命给农产品带来需求侧的重大变化，在此过程中，补贴型政策设计正成为产业大步流星扩大资本开支的指挥棒，而不断扩大的汽油/柴油与生物质能源价差也成为该产业加速扩张的催化剂，且在此过程中商业利润的优先级低于政策国对能源安全的诉求。

未来这类政策的落地节奏将成为植物油，玉米和白糖需求突变，以至于反转供求预期的关键。从需求潜力上看，甘蔗基乙醇>生物柴油>玉米基乙醇。

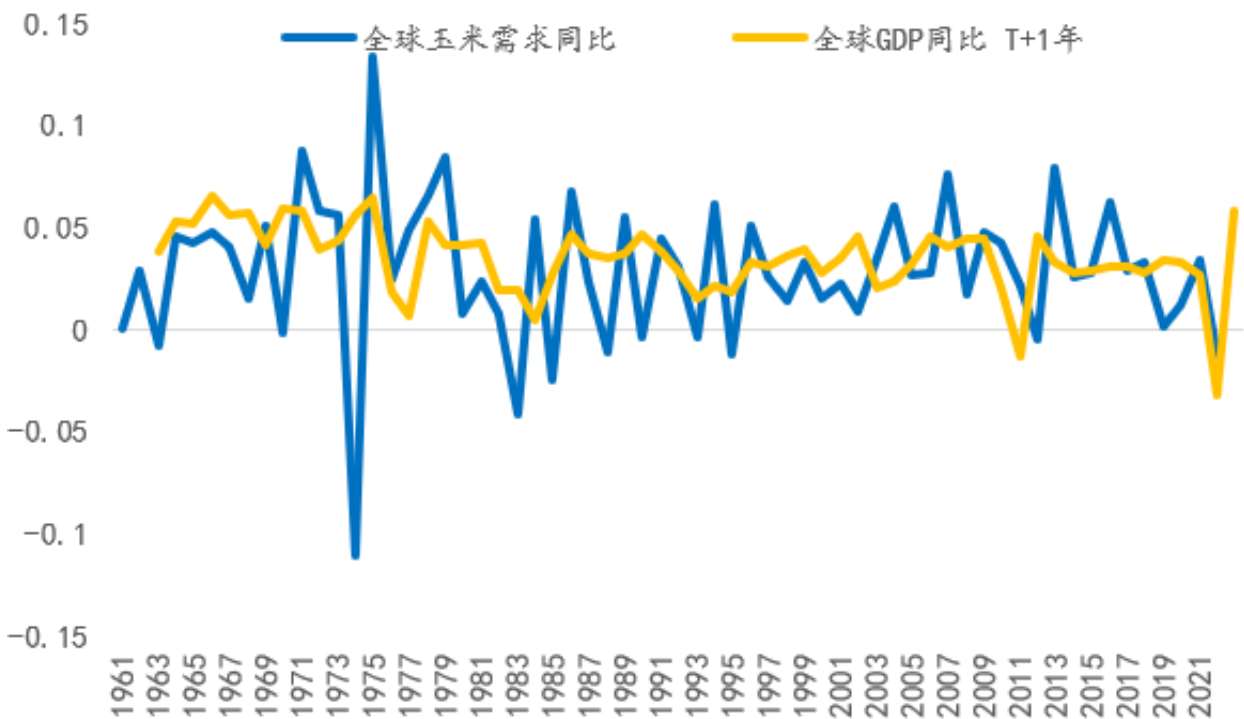
#### 04-经济衰退前景与农产品需求

联合国预测，2022年，全球GDP增速将放缓至2.5%，2023年更是降至2.2%。经济下滑明显的国家主要是：俄罗斯（-12.6%）、印尼（-9.2%）、印度（-7.8%）、英国和德国（-6.8%）、法国（-6.6%）、墨西哥（-5.8%）、加拿大（-5.4%）、欧元区（-5.1%）、美国（-4.5%）。

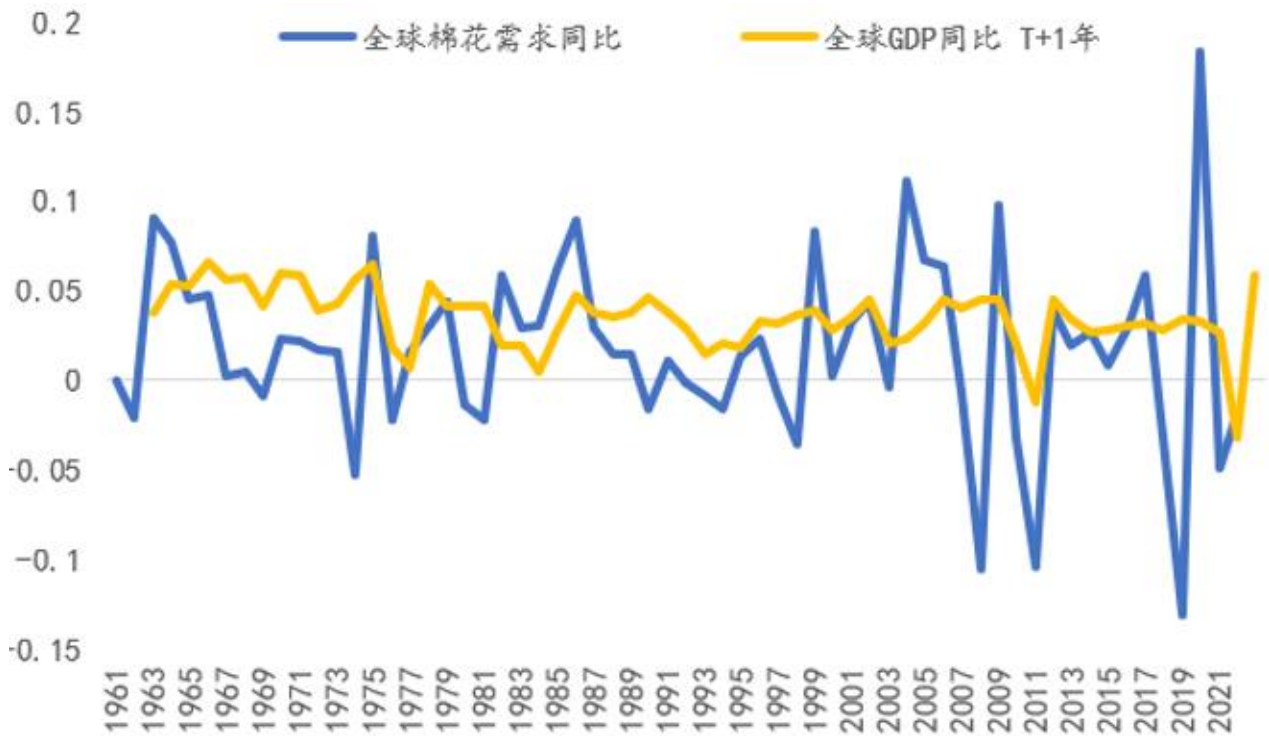




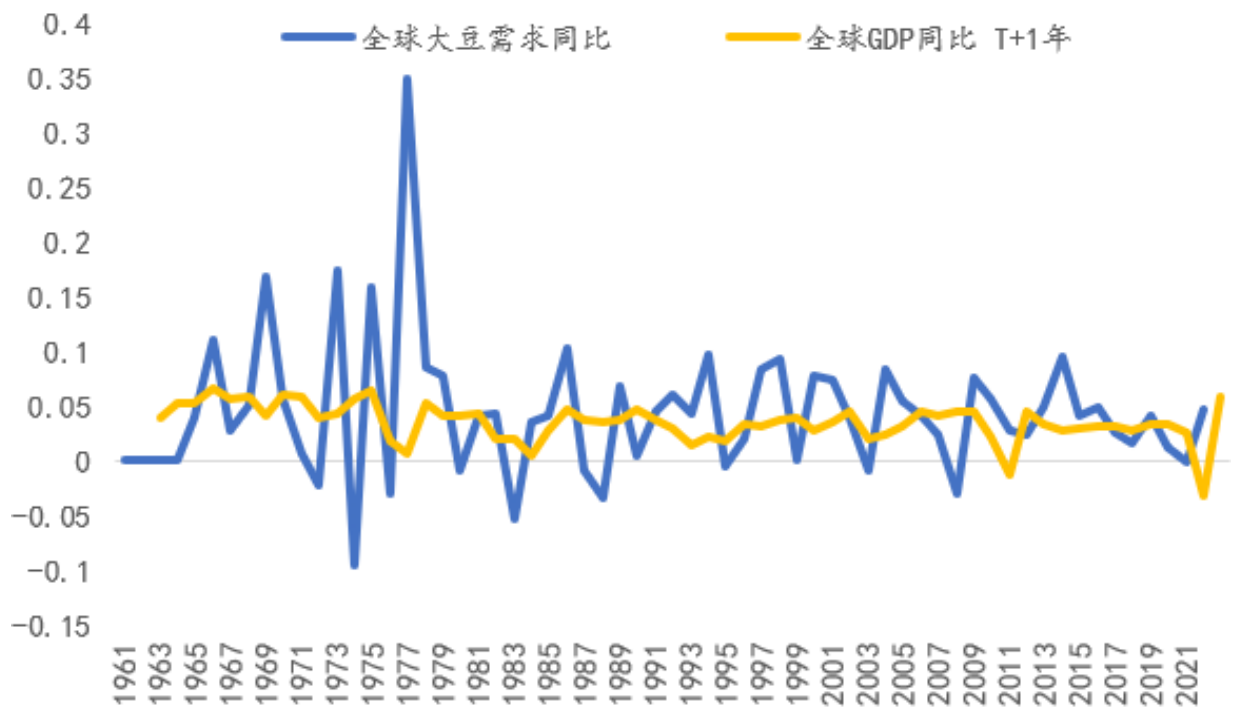
数据来源：USDA，Wind，中信建投期货



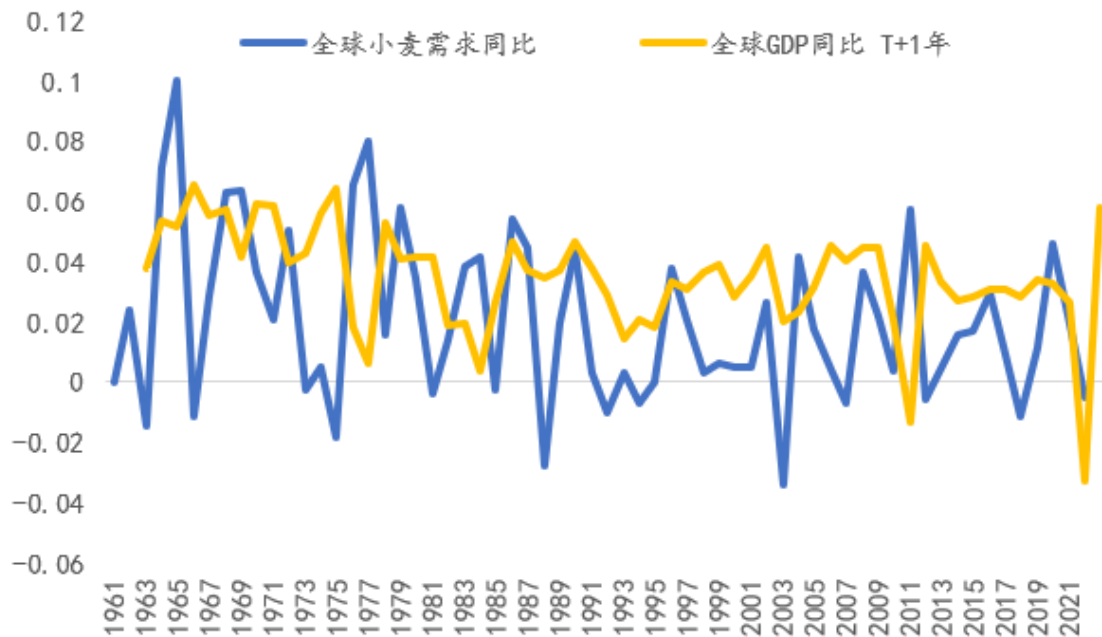
数据来源：USDA，Wind，中信建投期货



数据来源：USDA，Wind，中信建投期货

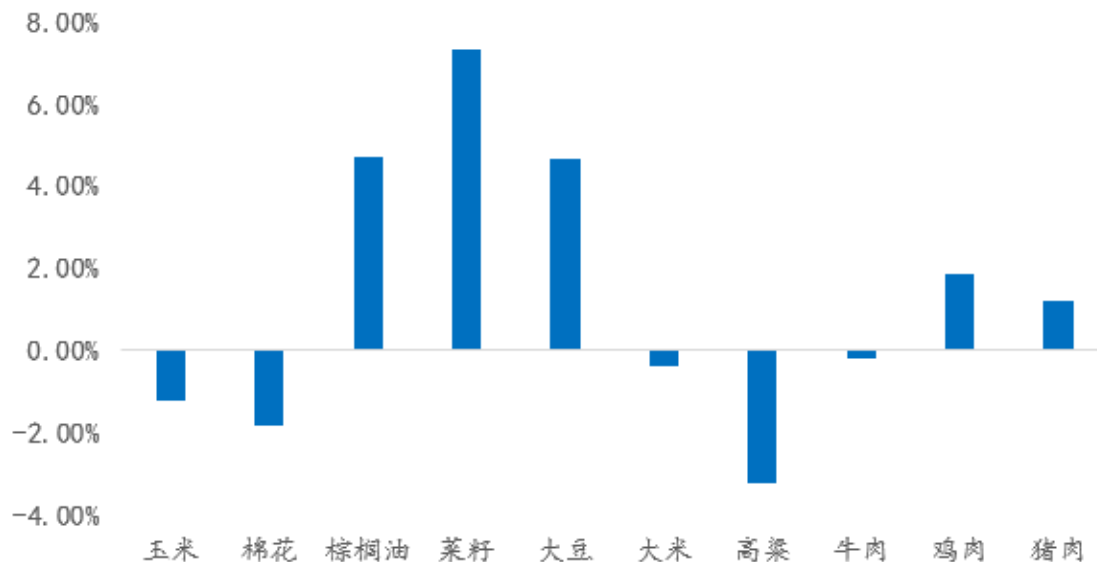


数据来源：USDA，Wind，中信建投期货



数据来源：USDA, Wind, 中信建投期货

### 2023年全球主要农畜产品需求同比增速



数据来源：USDA, 中信建投期货

农产品作为非耐用品存在需求刚性，其跟随全球走弱的大逻辑并不很清晰，在我们的具体复盘白糖，棉花和玉米需求跟领先一年的全球经济增长速有一定相关性，但小麦和大豆并不显著。反而在美国农业部刻画的需求预测中，2023年棕榈油，菜籽，大豆，肉类等农畜产品有消费增量，我们理解对农畜产品是供应决定需求，中间以价格调节。

因此，简单以表观需求的刚性和回暖，而忽视相应的供应回升去界定经济衰退周期对农产品定价的影响并不客观。全球经济之于农产品定价的主线有以下几个：

- 1、原油价格与农产品生产成本息息相关，而农产品的上涨有较大的权重是成本驱动的。全球需求拖累原油走低后，次年的农业种植成本下移，引致农产品远月合约估值中枢下移，这条主线在历次的复盘中都得到印证，在每一次商品的大周期，能源和农产品多同步走低。
- 2、市场的流动性环境和风险偏好也深刻影响着农产品定价。在今年的国内苹果大幅减产的环境下，果农和贸易商的定价博弈一度抛弃了减产逻辑而更侧重与需求的悲观，暗示贸易收购环节的风险偏好大幅走低，进而驱动果价不涨反跌。

#### 05-2023 年农产品市场机会十大猜想：（具体的品种逻辑请关注我们的品种年度报告）

1. 棉花跌至 11000 以下有趋势性多头机会，按 5-5.5 元每斤的籽棉售价，皮棉生产成本 11500-12500 元每吨，若下探或现趋势性多头性机会。
2. 国内种植结构的深刻变革，带来国产大豆趋势做空的机会，伴随种植利润恶化引致的种植成本下移，或有望下破 5000 元/吨关口。
3. 生猪价格逐步下行至优势企业养殖成本线 15-16 元每千克，甚至有跌破风险。
4. 5700 元每吨是豆粕现货价格超长周期的顶价，下行路径纠结，但 3000 元左右的价格虽迟但到。
5. 花生 1-4 的正向价差结构或被颠覆成反向结构。
6. 棕榈油坐稳农产品波动率的王者之位，保持高弹性的震荡，豆棕价差由扩转缩，【650，800】是价差的上边际。
7. 国内糖价处在国产糖成本和进口成本的中间位置，国内糖价波动幅度显著低于原糖，但海外原糖或在 16-17 美分存在大周期支撑。
8. 国内玉米的供应受到减产和进口减量的双向收紧，有望强于其他农产品，未来一年下方底部 2500-2600 或已探明，但 3000 以上的调控压力也限制涨幅。
9. 在减产的既定事实下，苹果的定价依赖消费，受疫情扰动，苹果已经错失提价的最好时期，预计 2023 年 1H 下边际在 7500-7800，上边际在 9200-9500。红枣面临与苹果类似的消费困境，2022 年较 2020 年等正常年份减产约 2 成，但消费恢复带来的估值弹性不及苹果，需要警惕 2312 合约起生效的新交割标准，即廉价的三级枣可贴水参与交割，或带来供给端的放松。

10. 造纸行业利润总额深度下滑，是至少 2015 年以来最低的单月值，同比降幅则达到 40%，纸浆的价格拐点有望在 2023 年 Q1 形成。（纸浆是本轮商品周期中跌幅最小的品种之一）

#### 06-2022 年农产品的投研体认：

面对地缘政治，美洲干旱，清洁能源革命和供应缺乏弹性等全新的基本面情景，我们直觉性的行动是在既有的历史和记忆之中，在农业历史和价格复盘去寻找可供参考的样本，试图通过这样的比对和附会去理解和把握我们置身其间的世界现实并期望去对于预判有所指引，但事后发现这很徒劳。这个研究过程中焦虑的形成在提示着我们，面对历史的失效，我们正置身在一个无知或正在求知的状态，并需要去寻找新的知识范式，而承认所处的无知情景和无力的状态，有助于我们直面现实的挑战，并展开思考：

#### A. 什么是农产品投研的唯一性重要积累？

如何更进一步提升产业数据获取的便利性是当下商品市场我们反思性的主轴，多年以后很可能只有在这条线索上能有硕果仅存，这是农产品投研的唯一性重要积累。

我们参与农产品国内数据的解读，但市场公布的进出口和压榨数据大多存在着诸多的滞后，因为运输运距导致买船的订单多领先于到港 1 个月，领先到港数据的公布 1 个半月以上，以至于国内数据的公布和市场行情的联动性并不高，这暗示国内的农产品数据在全球定价的商品系统中意义小，质量差。另一方面，国内公开的农业数据的滞后性也侧面反应了产业寡头持有信息的领先优势，在这个语境下，他们是信息的生成者，也应当是行情的领跑者。

在 Y301-305, M209-M301, M301-M305, O1211-M301 和 YP01 上，买船信息和国内基差拐点都应被奉为金矿，毫不夸张的说，2022 年是个油脂油料月间价差和品种间价差的黄金时代，打破产业圈层壁垒是掘金者需要练就的本领。

#### B. 高流动市场的博弈性特征显著：有共识就有抢跑

期货是个短久期的资产，因此再好的逻辑都天然有寿命，当利好转为共识，在流动性充裕的市场对其定价则相当激进，以至于在预期最鼎盛的时候出现大量的左侧抢跑型交易，以下的反共识性左侧交易都应在农产品交易史上被铭记：

1、10 月下旬在全市场预期四季度的季节性消费助推生猪价格上 30 关口之时，市场即刻凌厉反转，2301 合约下跌 15% 以上。

2、在美国农产品刚刚开启播种期的 5 月，天气恶化的现实尚未兑现，但 CBOT 农产品市场再度提前兑现利多，创下了本周期的棉花，玉米和大豆的外盘高点，而当天气实际兑现为干旱之时，价格早已越过高峰。

3、预期的向上定价发源于现实的破位。2022 年 11 月最突出的市场表现是原油的弱势，受此影响植物油走

弱，但当原油下破 80 后，植物油市场并未继续跟随破位，随后展开 5% 以上级别的反弹。

### C、强大现实引领近交割月合约突发行情，向上修复基差

翻牌交易是最近我们创造的名词——当逼近交割月，未来原料到港量逐步明晰后，前期受需求抑制的近月合约以飙涨的方式向上修复基差，其要点在于农产品供应难以调节的背景下的高确定性，同时，此前需求的向下交易将多头介入的安全边际给的相当充分，这逐步成为油脂油料基本面交易的主流演武场。

进一步深挖高基差形成的原因，我们理解基差本质是油厂对盘面榨利亏损的弥补性要价，当榨利弥补不足而国内外维持深度倒挂，那么定价的天平则倾向卖方，并在交割月前夕集中兑现溢价权力。

### D、空利润：是孤勇者的暗巷，也是英雄的起源

做空利润长期被视为期货交易的禁区，每一次的产业利润的爆发都是多重因素的共振，以至于大多数人缺乏对产业利润高度的想象力，例如种植成本 3000 林吉特每吨的棕榈油上行至 7000 以上，过剩的国内大豆压榨行业能享有超 400 元每吨的背对背进口榨利。因此，错误时间入场做空均有较大爆仓风险。

研究的高手有两类：一种是觉得自己可以参与设计研究框架，并推进新旧框架的迭代；另一种是观察这个框架并利用人性不变的底层逻辑判断价格的周期性位置。每一轮利润高点也是市场非理性的巅峰，但总归价格不是被提前预设，而是所有市场参与者共同以下决断的投票创造出来的。市场已经过度渲染了低位做多的优势，但周期下行同样是适合博取的机会，且天然附带赚贝塔钱的加持。

### 尾声：

最后我们也清醒的意识到，上文内容仍旧是在时间尺度上以上帝视角后视镜式归纳这些市场特征，对逻辑的抽丝剥茧，去粗取精在这样的语境下与其说是某种经验型能力，不如归纳为后视镜下刻意美化，而一旦经验出错的案例往往被避而不谈。因此，我想强调的是商品期货投资的逻辑范式恐怕尚未有经得起推敲的系统性回答。另一方面，去尝试性得总结和归纳又是作为卖方不得已而为之必须。

我们很清楚某一天这些范式又会被重新打破，当今基本面的理解定式和逻辑阐释都披上了主观论调之外衣，来实现其营造的客观表述之合法性。外衣之下是路径依赖型的思维模式和碎片化的信息散落。不过，令我们无需过度悲观的是，几乎所有的决策都是在不完备信息下做出的，市场的不可知性对每一个市场参与者都是公平的。

**2023，CFC 农产品研究与您一路同行！**



## 重要声明

本内容仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。中信建投期货不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户，投资者依据本报告内容作出的任何决策与中信建投期货或作者无关。

本报告发布内容如属于系列解读，则投资者可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解，提请投资者参阅我司已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险。

中信建投期货对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证，本报告意见仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据我司后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

本报告发布内容为中信建投期货所有。未经我司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经我司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)