

策略报告-农产品

农产品月度策略跟踪（第1期）

东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

报告日期:

2025年2月18日

★策略推荐

油脂: 棕榈油供应紧俏的基本面短期难有改善, 近月合约仍宜以偏多思路对待; 关注近月豆棕做缩机会与远月豆棕做扩机会。3月斋月结束后, 产地供应将逐步复苏, 棕榈油的刚需也将逐步下降; 而美豆新作种植面积大概率下降, 叠加09合约对应易发生美豆天气炒作, 预计4-5月过后, 豆棕价差将逐步呈现修复的态势。

生猪: 5、7合约或优于3月合约反弹布空。理由如下: 1、3月面临开学、开工与冻品入库的关键时点, 价格或呈现缓跌走势, 目前盘面给出向下空间有限; 2、趋势性交易资金移仓换月或带动主力5、7月继续下跌。

鸡蛋: 后续仍可关注反弹做空3、4、5机会, 当然老鸡的淘汰或是阶段性利多信号, 但兑现时间并非近月, 反套策略可持续关注。此外, 8、9合约暂不适合持续追空, 据往年旺季前合约表现, 易出现资金拉涨可能, 建议以回调后做多为主。

玉米: 逢低多05、07合约。贸易商完成建仓后预计有惜售心态, 下游也将逐渐去库, 饲用需求的周期性回暖预计也将加快, 且小麦在天气、政策上亦有利多可能性, 届时市场对玉米产需缺口预期预计将上修。风险: 政策粮拍卖超预期、饲用总需求不及预期。

白糖: 短期料偏强震荡为主, 上方空间有限, 维持长期熊市周期的观点不变, 关注逢高布局远月合约空单的机会。

★强弱排序及多空配置建议

短期强弱排序: 油脂>粕类>玉米类>软商品>养殖类

多空配置建议:

短期: 宜多配棕榈油、豆油; 空配生猪、鸡蛋。

中长期: 宜多配玉米及玉米淀粉, 宜空配白糖。

★风险提示

产地天气风险、产业政策风险及宏观金融市场动荡风险等。

方慧玲

从业资格号:

投资咨询号:

Tel:

Email:

首席分析师(棉花&糖)

F3039861

Z0010565

8621-63325888-2737

huiling.fang@orientfutures.com

黄玉萍

从业资格号:

投资咨询号:

Tel:

Email:

资深分析师(油籽&豆类粕)

F3079233

Z0015897

8621-63325888-3907

yuping.hang@orientfutures.com

吴冰心

从业资格号:

投资咨询号:

Tel:

Email:

高级分析师(生猪&鸡蛋
&原木)

F03087442

Z0019498

8621-63325888-4192

bingxin.wu@orientfutures.com

杨云兰

从业资格号:

投资咨询号:

Tel:

Email:

高级分析师(玉米&玉米淀粉)

F03107631

Z0021468

8621-63325888-4192

yunlan.yang@orientfutures.com

联系人

李兆聪

从业资格号:

Tel:

Email:

分析师(油脂)

F03117868

8621-63325888-4192

zhaocong.li@orientfutures.com

目录

1、 本期策略推荐	3
1.1、 单边策略	3
1.2、 套利策略	4
1.3、 推荐策略逻辑详述及相关指标跟踪	4
1.3.1、 油脂板块	4
1.3.2、 玉米板块	6
1.3.3、 养殖板块	7
1.3.4、 白糖	9
2、 农产品品种间强弱排序	12
2.1、 农产品各主要品种观点	12
2.2、 主要指标跟踪	14
2.2.1、 资金面动态	14
2.2.2、 各品种基差及基差率	15
2.2.3、 农产品期货强弱排序及多空配置策略	16
3、 风险提示	17

1、本期策略推荐

1.1、单边策略

品种	方向	时间	主要逻辑	风险	操作策略建议	止盈	止损
棕榈油	偏多	1 个月	国际方面，供应端，产地 2 月天气依旧不乐观，有进一步减产的可能性，叠加斋月造成的劳动时间减少，4 月前产量难有效恢复；需求端，斋月备货叠加印尼 B40，需求有望复苏；国内方面，3-4 月进口利润仍显著倒挂，5 月前买船较少，国内预计继续缓慢去库。	印尼 B40 执行不及预期；印尼供应情况好于预期。	关注 5 月合约 (P2505) 做多机会，与 4 月后 9 月合约 (P2509) 做空机会。	9500	8800
玉米	偏多	1-3 个月	贸易商完成建库后预计有惜售心态，下游或也将逐渐转入被动去库状态，加上饲用需求预计将跟随生猪存栏周期而持续回暖，下游玉米的库存预计将给予市场缺口预期上修的支撑；小麦在天气、收储上可能也在利多因素扰动。	陈小麦储备、进口玉米储备拍卖超预期；能量原料饲用需求不及预期	关注玉米 05、07 合约逢低做多机会	2400	2250
生猪	偏空	1-2 个月	当下进入需求萎缩阶段，屠宰端开工率维持低位，消费拖累伴随出栏节奏恢复，对应基本面较差。我们认为现下仍未进入交易屠宰入库支撑的阶段，主力或跟随现货震荡走弱。	猪病；出栏节奏；饲料价格上涨风险。	关注 5 月合约 13100 (LH2505) 以上逢高沽空机会。	12500	13200
鸡蛋	偏空	1-2 个月	2 月在产蛋鸡存栏仍存高位，供应增量将主导市场价格偏空走势。从需求角度来看，春节后支撑更弱，有开工及下游采购补库需求，但显然不比节前旺季增量，且有节日期间库存积累的压制。整体来看，当下鸡蛋期货交易空间有限，但前期积累的利润出清是长期趋势。	老鸡超淘；饲料价格上涨风险。	关注 3-5 月合约 (JD2503\JD2504\JD2505) 逢反弹沽空机会。	3000	3400
郑糖	偏空	3 个月以上	25Q1 供应有限，外盘 3 月合约临近交割，盘面预计短期坚挺。但全球供应长期前景宽	主产国天气风险；巴西乙醇政策风险。	关注 5 月合约 6000 以上逢高沽空远月 (SR2509 或 SR2601)	5600	6100

			松，25/26 榨季全球供需预计过剩；国内节后连续第二年增产，虽然产量可能低于此前预期，但同比或仍增产，受套保盘压制，郑糖上方空间预计不大，长期熊市观点维持不变。		的机会。		
--	--	--	---	--	------	--	--

1.2、套利策略

品种及合约	策略建议	时间	主要逻辑	风险	止盈	止损
Y2505-P2505	做缩 Y-P 价差	1-2 个月	对于 5 月合约而言，豆油从大豆供应端，即便近期南美天气不佳导致巴西大豆收获偏慢，但是实际上并不会影响到 05 合约的大豆供应；而棕榈油方面，即便 4 月进口利润后续逐步好转，但也需要等待至斋月结束，故棕榈油至少存在 1 个月左右的强势期。	美国关税政策；印尼 B40 政策。	-1500	-800
Y2509-P2509	做扩 Y-P 价差	3 个月以上	棕榈油方面，3 月斋月结束后，产地供应将逐步复苏，棕榈油的刚需也将逐步下降，棕榈油相对豆油的性价比缺失将更加明显；而豆油方面，2025/26 年度美豆种植面积大概率下降，叠加 09 合约对应易发生美豆天气炒作，预计 4-5 月过后，豆棕价差将逐步呈现修复的态势。	美国生物柴油政策。	0	-1000

1.3、推荐策略逻辑详述及相关指标跟踪

1.3.1、油脂板块

单边策略—关注棕榈油近月合约做多机会，以及二季度后远月合约做空机会

➤ 逻辑

棕榈油：国际方面，在 MPOB1 月报告库存超预期下降后，产地的供应情况愈发紧张，且 2 月气象预报显示 2 月底产地依旧有强降雨风险，叠加斋月将横跨整个 3 月，劳动时间将大幅减少，4 月前产地产量难出现实质性恢复。需求方面，随着斋月临近，斋月备货将逐步开启，2 月底开始产地出口有望逐步复苏。而印尼宣布 3 月起全面实施 B40，目前 B35 库存已基本消化完毕，或将进一步提振市场情绪。我们预计 3 月份马来库存可能会降至 130 万吨以下的水平。国内方面，3-4 月进口利润依旧明显倒挂，目前 3-4 月共计到港不足 20 万吨，而国内每月刚需约为 20 万吨左右，故预计国内棕榈油库存会持续去库至 4 月，库存水平可能会降至 30 万吨左右，存在挤仓风险。

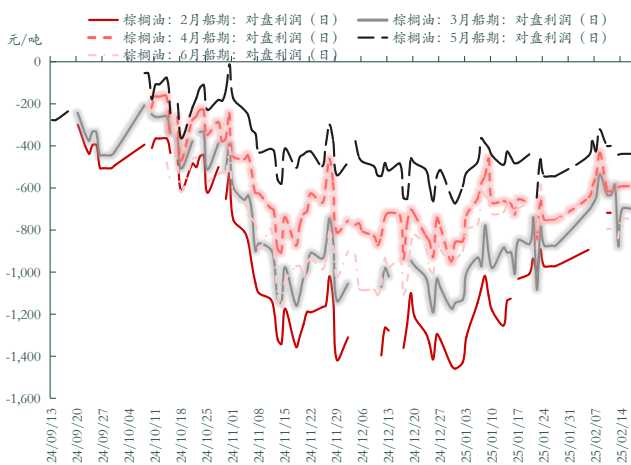
套利策略—关注近月豆棕做缩机会与远月豆棕做扩机会

棕榈油一端的逻辑在上文中已经阐述，而对于豆油一端来说，主要驱动则在于国际大豆

的供应。由于南美大豆仍然处于丰产，我国4-5月份大豆到港并不缺乏。而对于09合约而言，交易逻辑则转变为美豆。新季美豆种植面积大概会有所下降，而潜在的天气炒作一直是每年美豆在播种期容易发生的驱动。而在需求端，随着斋月备货的棕榈油刚需结束，国际市场棕榈油的需求将进入平淡期，需求的替代也将逐步引领豆棕价差逐步回归至合理区间。

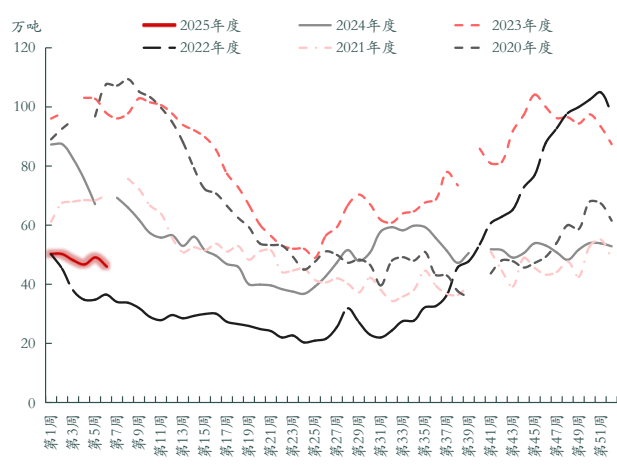
重点指标跟踪

图表 1：3-4 月国内棕榈油进口利润倒挂



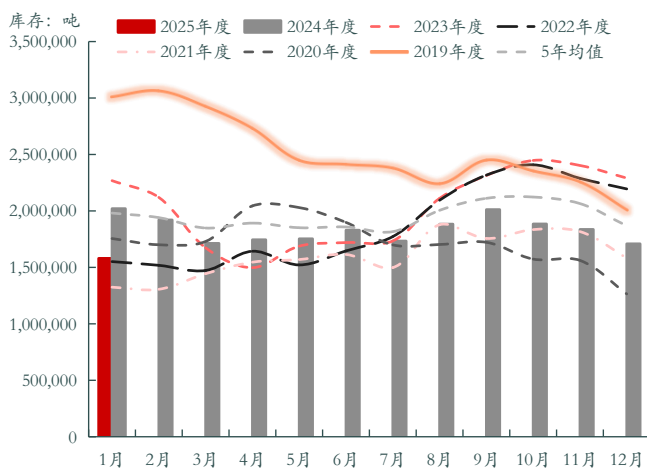
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 2：国内棕榈油库存继续下降



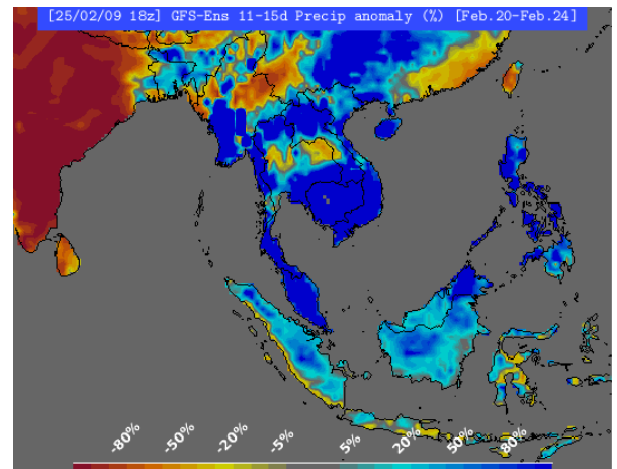
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 3：预计马来棕榈油库存继续下降



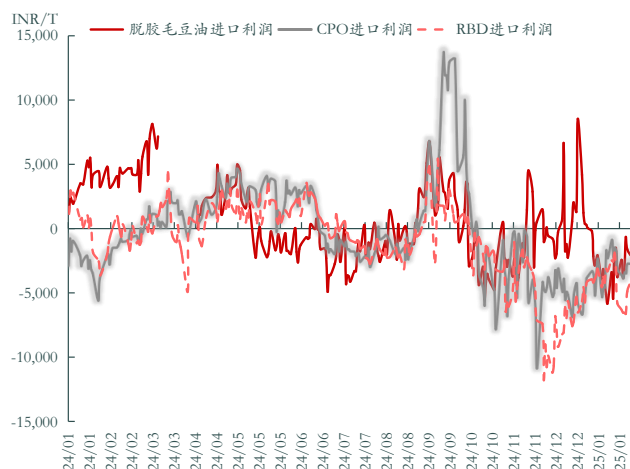
资料来源：MPOB，东证衍生品研究院

图表 4：2 月底东南亚气象图



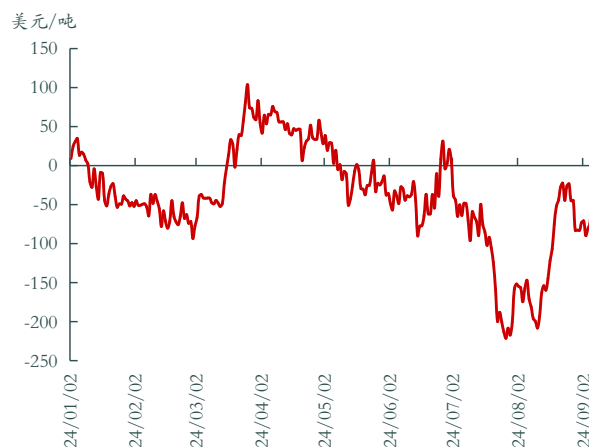
资料来源：REFINITIV，东证衍生品研究院

图表 5：印度豆油进口利润依旧具有性价比



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 6：国际豆棕价差持续倒挂



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

1.3.2、玉米板块

单边策略—关注玉米 05、07 合约逢低做多机会

➤ 逻辑

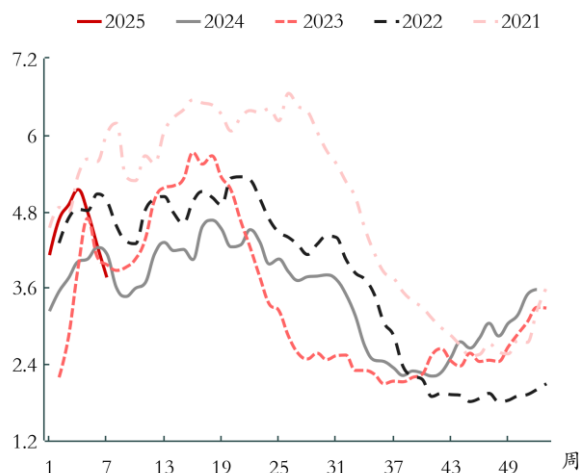
本年度至今，由于玉米价格较低，基本无替代品进入饲用，未来其需要替代品补足产需缺口基本是市场共识，分歧在于缺口大小以及对应的玉米估值。由于贸易商过去数年囤货的亏损以及上一年对平衡表的错判，目前多数预期较为保守。近一月现货价格上涨，配额内的进口玉米、华北小麦等替代品已经开始候场，围绕玉米产需缺口大小的博弈预计将加剧。

但中期看，贸易商在 4、5 月将基本完成建库，预计将有传统惜售心态；下游或也将逐渐转入被动去库状态，由于前期没有替代品，玉米消耗量较大，玉米社会库存预计同比较低；加上饲用需求预计将跟随生猪存栏周期而持续回暖，下游企业玉米的库存水平或者去库速度，预计将给予市场缺口预期上修的支撑；此外，小麦在天气、收储上可能也在利多因素扰动。届时玉米有望大幅突破 2300 的阻力位，并在 07 合约上出现全年高点。

三季度为本玉米年度的尾声，预计市场将根据玉米现货价格、库存以及替代品的情况，对此前的预期进行修正，不确定性更强，若缺口大小符合预期则预计玉米保持高位震荡，但也存在前期超涨后期下修的可能性。9 月之后华北新玉米陆续上市，在低成本新粮的季节性卖压之下，玉米预计将转跌，不过新作在天气和产情上存在不确定性。

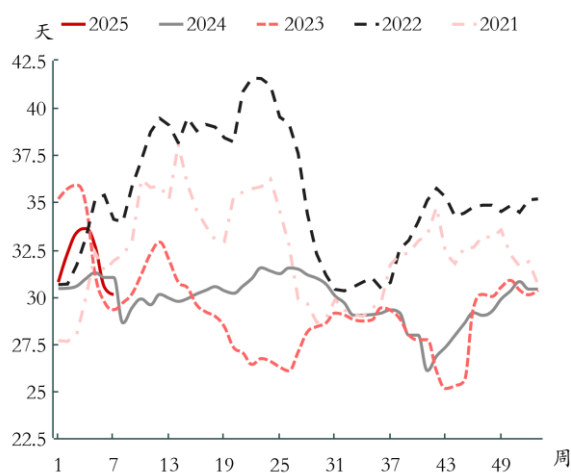
重点指标跟踪

图表 7：深加工企业玉米库存消费比



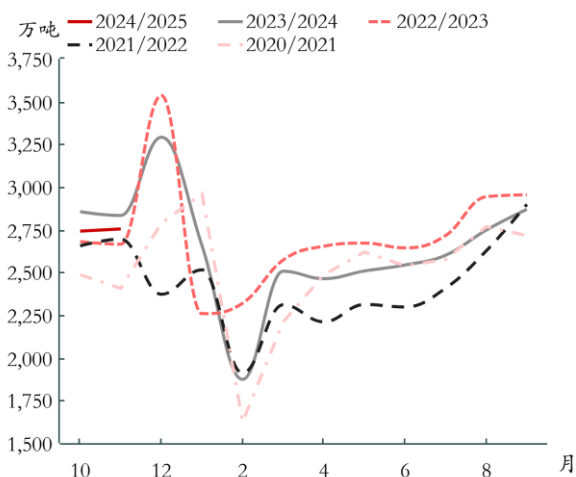
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 8：饲料企业玉米库存天数



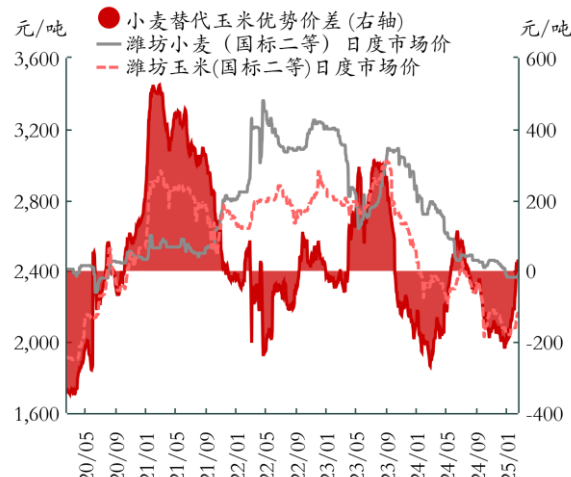
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 9：工业饲料产量对应的能量原料耗用量估计



资料来源：饲料工业协会，东证衍生品研究院

图表 10：小麦替代玉米优势价差



资料来源：Wind、卓创，东证衍生品研究院

1.3.3、养殖板块

单边策略—关注 LH、JD 逢反弹沽空近月合约的机会

逻辑









生猪：从长期产能波动来看，据悉，农业部农村部 1 月能繁母猪存栏数据显示产能已结束近一年时间的增产，转而进入到减产阶段（当月数据小幅微降）；三方机构（涌益、卓创、钢联）数据略有出入，但从趋势上来看，不同样本产能已呈现增幅缩减或环比为负的

状态。我们依然相信生猪的强趋势性特点。在长期交易中，养殖利润主导的产能波动是猪价的决定性因素，那么当下 25 年上半年整体盘面表现应当最弱，下半年旺季合约相对上半年表现更强，年底或缓慢迎接新一轮价格转折。当然这里我们同样从库存角度对淡季的弱进一步予以支持，从出栏体重来看，市场仍未进入到快速去库阶段，下行阶段投机需求不足与消费淡季终端承接有限的两大特点下，基本面暂未释放利多信号。其次在合约选择上，5、7 合约或优于 3 月合约反弹布空。理由如下：1、3 月面临开学、开工与冻品入库的关键时点，价格或呈现缓跌走势，目前盘面给出向下空间有限；2、趋势性交易资金移仓换月或带动主力 5、7 月继续下跌。

鸡蛋：多空博弈加剧，二者视角亦有区别：鸡龄偏高、老鸡或面临超淘的现实，这是多头仍期待鸡蛋期货反弹的核心理由；而空头则更倾向于交易弱现实，我们观察到春节后鸡蛋现货价格表现疲弱，冷库蛋走货较差，在产存栏历史持续创历史新高这一点是预期承压的主要因素。盘面定价从锚定现货转移向锚定成本，大跌后市场暂看不到上涨信心，后续仍可关注反弹做空 3、4、5 机会，当然老鸡的淘汰或是阶段性利多信号，但兑现时间并非近月，反套策略可持续关注。此外，8、9 合约暂时不适合持续追空，根据往年旺季前合约表现，容易出现资金拉涨可能，建议以逢回调后做多为主。

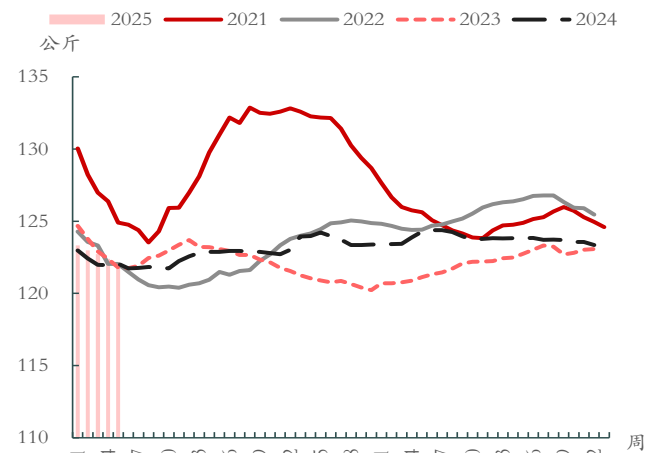
重点指标跟踪

图表 11：不同机构监测能繁母猪存栏变化

样本类型	涌益		钢联			卓创		
	小样本	大样本	综合（规模+中小散）	规模	中小散	118家	166家	196家
2023年至2025年1月存栏变化曲线								
较上一轮减产期末存栏至今累计增幅	10.3%	7.7%	5.1%	4.8%	15.6%	19.0%	19.5%	16.5%

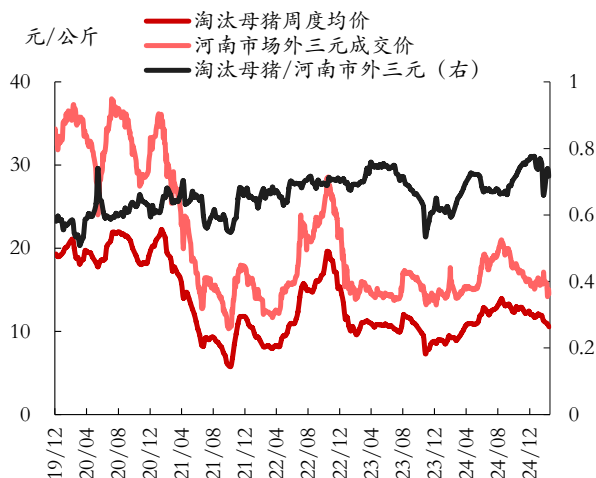
资料来源：钢联农产品、涌益咨询、卓创资讯，东证衍生品研究院

图表 12: 商品猪出栏均重



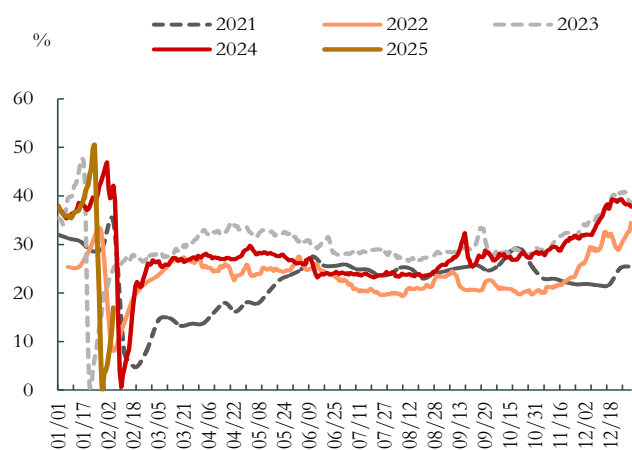
资料来源: 钢联农产品, 东证衍生品研究院

图表 13: 母猪淘汰量增加, 比价下行



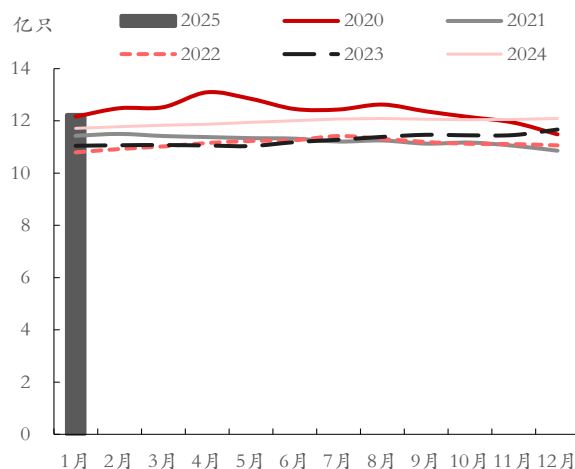
资料来源: 卓创资讯, 东证衍生品研究院

图表 14: 屠宰企业开工率



资料来源: 卓创资讯, 东证衍生品研究院

图表 15: 在产蛋鸡存栏历史处于历史高位



资料来源: 钢联农产品, 东证衍生品研究院

1.3.4、白糖

单边策略—关注 SR 逢高沽空远月合约的机会

逻辑

ICE3 月白糖及 3 月原糖期货将在 2 月份相继临近到期交割, 25Q1 国际现货供应紧俏为盘面提供支撑。25Q1 巴西中南部大多糖厂处于季节性休榨阶段, 目前巴西糖低库存, 可供出口量较少; 印度产业机构已将 24/25 榨季该国净食糖产量预估下调至 2700 多万吨, 处于产不足需的格局, 该国出口政策公布后, 该国国内现货价格快速飙升, 目前出口已处于亏损状态, 出口速度正放缓; 干燥的天气令泰国压榨进度较快, 但毕竟规模有限。

25Q1 国际贸易流短期供应极为有限为盘面提供支撑，但进入 Q2 后，随着巴西中南部新榨季开榨生产的推进，市场供应形势预计将逐步改善。

预计 3 月中下旬巴西中南部就将有糖厂开榨，尽管由于 2024 年持续干旱损及作物生长，今年开榨进度预计偏慢，市场有观点认为 4-5 月份巴西新增供应仍较为有限，国际贸易流在 4-5 月份供应预计仍偏紧，这将支撑 ICE5 月合约维持偏坚挺的格局。但我们认为，盘面涨至 20 美分已部分计价该风险因素，3 月合约交割后存在阶段性回落风险，后续需关注巴西天气状况以及实际开榨进度情况。巴西雨季迄今降水整体情况尚可，目前国际机构多预期巴西中南部新榨季糖产量在 4100 万吨之上的高位水平；印度、泰国下榨季种植面积预期增加，拉尼娜气候影响下，预计东南亚降水充沛，有利于糖产量的增加，其中印度下榨季增产的潜力较大，全球供应长期前景宽松，25/26 榨季全球供需预计过剩。外盘短期料偏坚挺，但继续向上的空间预计不大；25Q2 全球贸易流供需预计将趋于均衡，长期预期仍处于熊市格局，下半年国际市场供应过剩压力预计将加大，后续需密切关注巴西天气状况以及新榨季的开榨进度情况。

国内方面，目前主产区广西糖厂开始提前收榨，受持续旱情影响，甘蔗及糖产量可能不及此前预期，目前产业机构多预计 24/25 榨季广西最终糖产量在 630-650 万吨，但由于甜菜糖产量及云南糖量可能高于预期，在一定程度上抵消了广西糖估产的下滑，沐甜科技对全国 24/25 榨季糖产量预估在 1080-1100 万吨，较此前预期的 1100 万吨降幅不大，预计仍将能实现连续第二年增产。

目前国内糖浆及预拌粉进口仍处于停滞状态；一季度国内进口糖量少，且加工厂进口糖库存较低，很多加工厂未能开机，进口糖与广西糖的高价差均有利于国产糖的销售，糖厂销售压力暂未体现，再加上外盘短期偏坚挺的表现，国内期现货价格短期将获支撑。但考虑到本榨季产量绝对值并不小、年后进入消费淡季、全球长期供应前景宽松，糖厂料以顺价销售为主，盘面 6000 以上面临的套保压力较重。郑糖短期料偏强震荡为主，上方空间有限。长期而言，国内糖市周期大势上跟随外盘，维持长期熊市周期的观点不变，但需注意节奏。2025 年内外糖价料总体呈现震荡向下、前高后低的走势，25Q1 料为全年高点，Q2 重心料略下移，下半年压力预计偏大，关注逢高布局远月合约空单的机会。

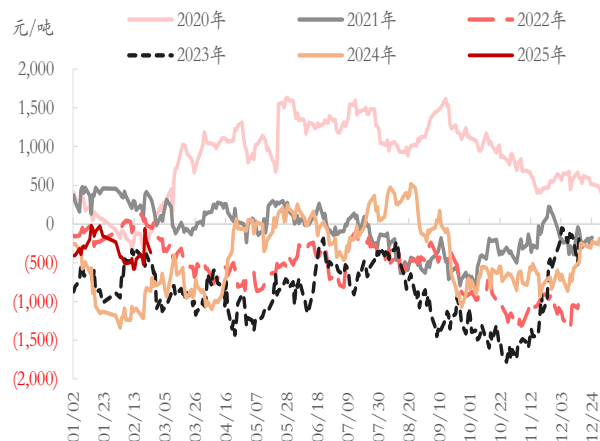
重点指标跟踪

图表 16: 国内加工糖与广西糖价差



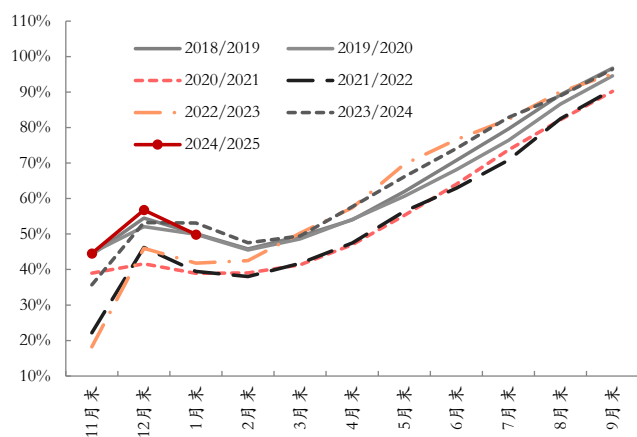
资料来源: 钢联, 东证衍生品研究院

图表 17: 配额外进口巴西糖利润 (与日照白糖现价比)



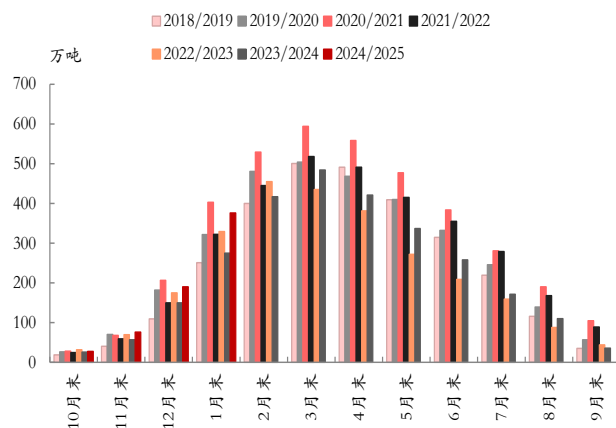
资料来源: 泛糖科技网, 东证衍生品研究院

图表 18: 全国国产糖产销率



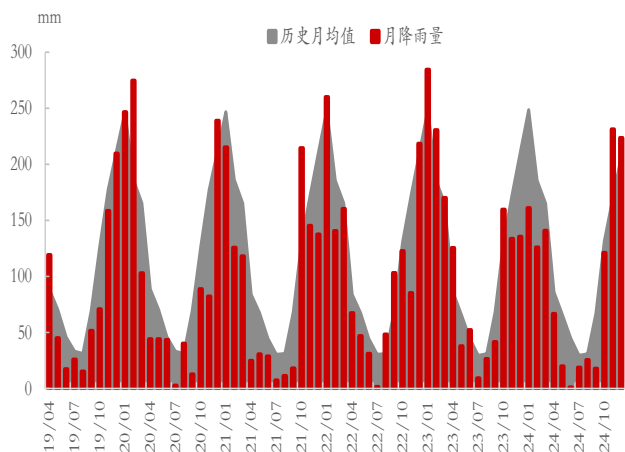
资料来源: 中糖协

图表 19: 全国国产糖工业库存



资料来源: 中糖协

图表 20：巴西主产区降水情况



资料来源：Unica

图表 21：巴西醇糖价差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2、农产品品种间强弱排序

2.1、农产品各主要品种观点

品种	短期 (1-2 周)	中期 (3 个月内)	长期 (3 个月以上)	主要逻辑
M	⊕	★	★	<p>短期：巴西收获进度偏慢，但上周提速，且巴西总产仍大概率创历史最高纪录。阿根廷此前干旱导致产量下调，但短期气象预报显示一周后降水增加。迄今为止特朗普政策并未明显利空美豆需求，但未来美豆需求前景仍不容乐观。国内豆粕主力期价以跟随进口大豆成本波动为主。</p> <p>中长期：重点关注巴西出口速度、阿根廷天气及产量调整。此外，市场将陆续开始交易美国 25/26 年度平衡表，美豆种植面积下降基本确定，2 月 27 日 USDA 农业展望论坛、3 月 31 日 USDA 种植意向报告都值得重点关注。4 月底美豆开始播种后还需谨防天气炒作。</p>
RM	⊕	★	★	<p>菜粕单边跟随豆粕，因此单边评级和豆粕保持一致。我国对进口加莱籽反倾销调查悬而未决，美加关系也会影响我国进口莱籽及菜粕成本，政策走向是影响豆菜粕价差的最重要因素。</p>
P	★	★★	☆☆	<p>短期博弈点在于印尼 B40 能否顺利执行以及斋月备货何时开始逐步显现，且气象预测的准确性并不是一定的，依旧具备不确定性。中期随着斋月的开启，或将复刻去年 2-3 月份的行情，斋月对产量的影响确定性较大，且在该时期，产地在库存本身就较为紧张的情况下基本不会降价出售给中国买家，价格上涨驱动力加强。产地斋月结束后，博弈点将来到 4 月的进口利润能否好转。产地在 4 月开始产量恢复的可能性较大，但是较低的库存可能仍不会使产地过早的下调报价进行出售。若 4 月进口利润仍大幅倒挂，可能会打开 05 合约继续向上突破的空间，若进口利润出现好转迹象，棕榈油的上涨可能便告一段落，将迎来一波较为明显的回调行情。</p>

C、CS	⊕	★	⊕	<p>玉米短期在缺乏驱动也缺乏反向验证缺口大小的线索时，或较难大幅突破2300；近一月现货价格上涨，配额内的进口玉米、华北小麦等替代品已经开始候场，围绕玉米产需缺口大小的博弈预计将加剧。但中期看，4、5月之后贸易商基本完成建库，预计将有传统惜售心态；随着玉米大量消耗，下游或也将逐渐转入被动去库状态；小麦在天气、收储上可能也在利多因素扰动；市场预计将逐步交易玉米缺口较大、需要大量小麦替代的预期，有望大幅突破2300的阻力位，并在07合约上出现全年高点。长期看，预计市场将根据玉米现货价格、库存以及替代品的情况，对此前的预期进行修正，不确定性更强。</p> <p>淀粉单边跟随玉米波动，CS-C价差预计不会超出常规波动范围。短期淀粉盈利仍在高位，近月淀粉-玉米期货价差或会回归现货盈利，回升至380（正常加工费）以上；从中期及长期来看，随着木薯淀粉-玉米淀粉价差持续下滑，淀粉预计将逐渐回到过剩状态，同时淀粉副产品也有跟随豆粕走强而挤压淀粉盈利的可能性，淀粉-玉米期货价差预计将走弱。</p>
LH	☆	☆☆	☆☆	<p>从长期产能波动来看，据悉，农业部农村部1月能繁母猪存栏数据显示产能已结束近一年时间的增产，转而进入到减产阶段（当月数据小幅微降）；三方机构（涌益、卓创、钢联）数据略有出入，但从趋势上来看，不同样本产能已呈现增幅缩减或环比为负的状态。我们依然相信生猪的强趋势性特点。在长期交易中，养殖利润主导的产能波动是猪价的决定性因素，那么当下25年上半年整体盘面表现应当最弱，下半年旺季合约相对上半年表现更强，年底或缓慢迎接新一轮价格转折。当然这里我们同样从库存角度对淡季的弱进一步予以支持，从出栏体重来看，市场仍未进入到快速去库阶段，下行阶段投机需求不足与消费淡季终端承接有限的两大特点下，基本面暂未释放利多信号。其次在合约选择上，5、7合约或优于3月合约反弹做空。理由如下：1、3月面临开学、开工与冻品入库的关键时点，价格或呈现缓跌走势，目前盘面给出向下空间有限；2、趋势性交易资金移仓换月或带动主力5、7月继续下跌。</p>
JD	⊕	☆	☆☆	<p>多空博弈加剧，二者视角亦有区别：鸡龄偏高、老鸡或面临超淘的现实，这是多头仍期待鸡蛋期货反弹的核心理由；而空头则更倾向于交易弱现实，我们观察到春节后鸡蛋现货价格表现疲弱，冷库蛋走货较差，在产存栏历史持续创历史新高这一点是预期承压的主要因素。盘面定价从锚定现货转移向锚定成本，大跌后市场暂看不到上涨信心，后续仍可关注反弹做空3、4、5机会，当然老鸡的淘汰或是阶段性利多信号，但兑现时间并非近月，反套策略可持续关注。此外，8、9合约暂时不适合持续追空，根据往年旺季前合约表现，容易出现资金拉涨可能，建议以逢回调后做多为主。</p>
SR	⊕	☆	☆☆	<p>ICE3月白糖及3月原糖合约将在2月相继到期交割，25Q1国际现货供应紧俏，外盘短期料偏坚挺；25年全球供应长期前景宽松，25/26榨季全球供需预计过剩，盘面继续向上的空间预计不大；长期预期仍处于熊市格局。国内糖浆及预拌粉进口仍处于停滞状态；一季度国内进口糖量少，且加工厂进口糖库存较低，进口糖与广西糖的高价差均有利于国产糖的销售，产</p>

				<p>销两旺的格局下，糖厂销售压力暂未体现，再加上外盘短期偏坚挺的表现，国内期现货价格短期将获支撑。但考虑到产量预期仍连续第二年增产，绝对量并不低、年后进入消费淡季、全球长期供应前景宽松，糖厂料以顺价销售为主，盘面 6000 以上面临的套保压力预计较重，郑糖短期料偏强震荡为主，上方空间有限，维持长期熊市周期的观点不变，关注逢高布局远月合约空单的机会。</p>
CF	⊕	☆	⊕	<p>短期：美关税政策真空期、3 月初国内两会临近的宏观政策利多预期、纺织旺季前的产业备货预期、美棉意向面积可能减少。这些因素短期可能为市场提供利多支撑，但目前订单少，未来订单情况还不确定，产业信心不足、谨慎观望的心理较强。上游方面，24/25 疆棉超预期丰产，上半年国内库存供应充足，考虑到轧花厂大量未套保和后点价的头寸压制，郑棉上方空间仍将受限，短期料偏强震荡为主，后续需关注宏观政策动态、下游订单及产业链补库情况。</p> <p>中期：美棉意向面积可能减少，但巴西产量预期高位、中国可能扩种、印度 MSP 支持植棉意向等，而需求前景受制于特朗普 2.0 逆全球化阴影，若天气正常，25/26 全球供需或仍难言紧张。国内方面，上半年阶段性供应宽松，新疆新棉意向面积预期小增，关税战影响下旺季可能不旺；外部环境方面，美对华加征 10% 关税或仅为起步，后续贸易战政策风险犹存；关税战或加剧美国通胀，美联储降息预期放缓。上半年盘面向下的风险或大于向上的风险。</p> <p>长期：低位震荡等待需求前景信心改善的信号出现，我们对国内外棉价长期并不是特别悲观：1、目前全球棉纺产业链中下游库存不高，企业维持低库存运行心态等待信心恢复的信号和补库周期的开启。一旦市场信心改善，产业内外投机需求回升，隐性需求将大幅增加需求弹性，进而将引导价格重心上移。2、从外部宏观角度看，美国长期仍将是寻求利率向下，弱美元是长期需求，否则就不能 MAGA；而中国政策导向终将引导国内走出通缩，虽远但将至。这或有利大宗的长期走牛，但启动时间尚不明朗，需谨慎等待信号的出现。</p>

注：看涨等级：强烈 ★★★；中度 ★★；震荡偏强：★

看跌等级：强烈☆☆☆；中度☆☆；震荡偏弱：☆

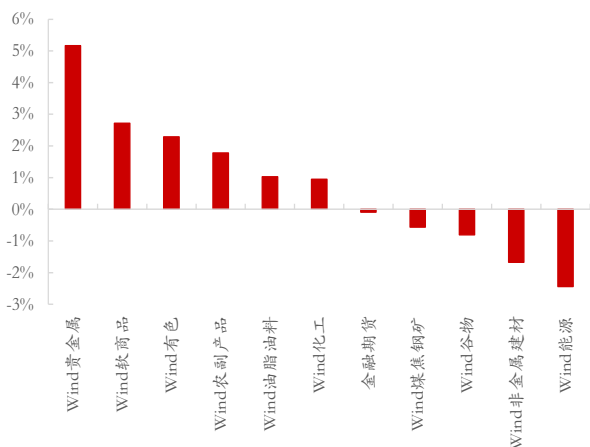
震荡：⊕

2.2、主要指标跟踪

2.2.1、资金面动态

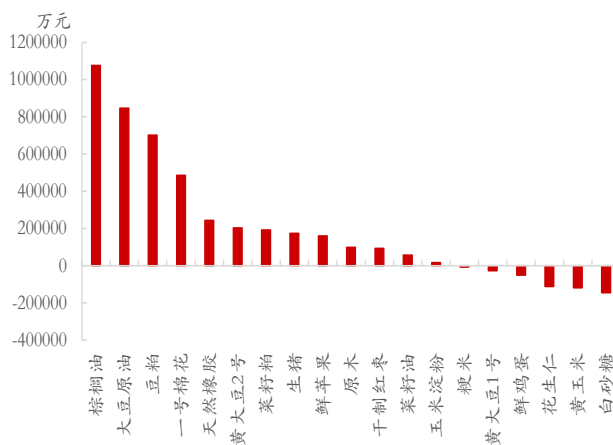
过去一个月（截至 2025 年 2 月 14 日），农产品期货板块资金以流入为主，其中棕榈油、豆油、豆粕及棉花品种的资金流入量位居前四。

图表 22：过去一个月期货版块间资金流动情况



资料来源：Wind

图表 23：过去一个月农产品各品种间资金流动情况



资料来源：Wind

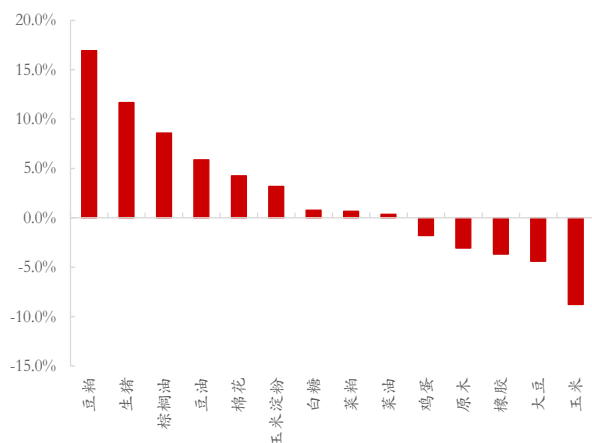
2.2.2、各品种基差及基差率

品种	单位	期货	现货	基差	基差率	外盘近月-次近月价差及价差率			
						品种	单位	价差	价差率
棉花	元/吨	13740	14350	610	4.25%	ICE2 号棉	美分/磅	-1.17	-1.74%
白糖	元/吨	5981	6027	46	0.76%	ICE11 号糖	美分/磅	1.25	6.13%
大豆	元/吨	4071	3900	-171	-4.38%	CBOT 大豆	美分/蒲	-16.75	-1.62%
豆粕	元/吨	2883	3470	587	16.92%	CBOT 豆粕	美元/短吨	-8.1	-2.74%
菜粕	元/吨	2533	2550	17	0.67%	ICE 菜籽	加元/吨	-11.8	-1.78%
豆油	元/吨	7964	8460	496	5.86%	CBOT 豆油	美分/磅	-0.43	-0.93%
棕榈油	元/吨	9078	9930	852	8.58%	BMD 马棕	林吉特/吨	106	2.27%
菜油	元/吨	8799	8830	31	0.35%	ICE 菜籽	加元/吨	-11.8	-1.78%
玉米	元/吨	2303	2117.5	-185.5	-8.76%	CBOT 玉米	美分/蒲	-12.5	-2.52%
玉米淀粉	元/吨	2672	2760	88	3.19%	CBOT 玉米	美分/蒲	-12.5	-2.52%
生猪	元/吨	12975	14690	1715	11.67%				
鸡蛋	元/500 千克	3308	3250	-58	-1.78%				
原木	元/立方米	876	850	-26	-3.06%				
橡胶	元/吨	17935	17300	-635	-3.67%				

资料来源：Wind，钢联，泛糖科技，TTEB

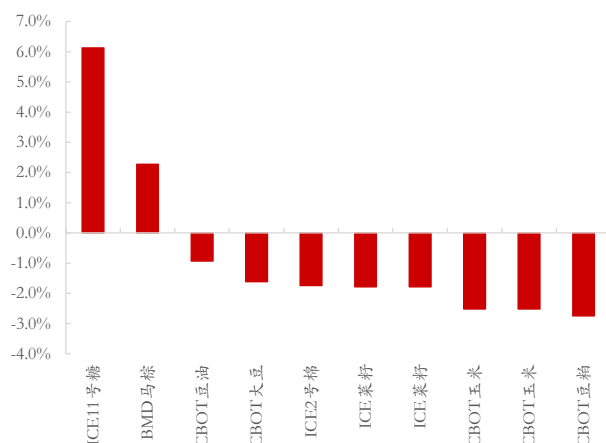
备注：品种现货价格的选取上，棉花：3128 级棉花现货价格（TTEB）；白糖：广西白糖现货成交价格指数（泛糖科技）；大豆：黑龙江哈尔滨国产大豆收购价（wind）；豆粕：江苏张家港普通蛋白豆粕出厂价（wind）；菜粕：江苏南通普通菜籽粕出厂价（wind）；豆油：江苏南通一级散装豆油出厂价（wind）；菜油：江苏南通国标三等成品菜籽油市场价（钢联）；棕榈油：广东 24 度棕榈油现货价（wind）；玉米：鲅鱼圈港玉米(国标二等)市场价（钢联）；玉米淀粉：山东玉米淀粉国标一等价格（钢联）；生猪：河南新郑生猪(外三元)价格（wind）；鸡蛋：中国主产区鸡蛋均价（钢联）；原木：山东日照港辐射松原木 3.9 中（3.8A）现货价（钢联）；橡胶：上海天然橡胶(云南国营全乳胶)市场价（wind）。

图表 24：国内农产品主力合约基差率



资料来源：Wind，钢联，泛糖科技，TTEB

图表 25：外盘农产品近月-次近月价差率



资料来源：Wind

2.2.3、农产品期货强弱排序及多空配置策略

基于上述对基本面、资金及基差指标情况的综合评判，本期我们对农产品品种间的强弱排序如下：

短期强弱排序：油脂＞粕类＞玉米类＞软商品＞养殖类；细分的话，棕榈油＞豆油＞菜油＞豆粕＞菜粕＞白糖＞棉花＞生猪＞鸡蛋

中长期基本面强弱情况：

从基本面前景来看，国际大豆市场下年度供应前景仍偏宽松，但价格处于历史低位，受外盘主导下的大连豆粕则属于“低价值+弱驱动”品种，警惕后续主产国天气风险和贸易政策风险；

油脂方面，棕榈油主导油脂市场，短期基于产地棕榈油减产季、低库存、穆斯林斋月需求及印尼 B40 政策等因素高位坚挺的局面难改，但后续随着增产季的逐渐开启，价格向上驱动力将逐步减弱甚至可能转为向下，属于“高价值+强驱动”逐步向“高价值+弱驱动”转化的品种；豆油与菜油方面，仅从基本面来看，05 合约的菜油或强于豆油，主要驱动来自于 2024 年全球菜籽（尤其是欧盟）的减产使得 2025 年上半年全球菜籽的紧张，而大豆供应端随着南美大豆的上市，对应到 05 合约的供应并不缺乏。而对于远月来说，美豆种植面积的下落以及天气炒作可能会使豆油逐步偏强，而菜籽方面，在欧盟采购加菜籽的窗口期结束后，全球菜籽依旧紧张，需关注欧盟新作菜籽的生长是否顺利。此外，美国的关税政策与生物柴油政策也是非常重要的变量。

棉花方面，美对外关税战的不确定以及国内经济面临的压力令内外需前景蒙阴，尽管下年度美棉面积可能减少，但在巴西庞大的产量预期、中国意向面积增加等情况下，若天气正常，全球供需前景或难言紧张，我们将其归类于“低价值+弱驱动”品种；

糖或是农产品中基本面前景最偏空的品种，中长期趋势受外盘主导，虽然短期国际糖市

供应紧俏，但进入 Q2 后，随着巴西中南部新榨季开榨生产的推进，市场供应形势将逐步改善，下榨季 25/26 榨季全球供需预计过剩，内外糖市预期处于熊市格局中，因此，白糖属于“偏高价值+驱动向下”品种，中长期而言适宜空配；

玉米类：国内玉米存在供需缺口、需要替代品补足，在缺口大小上存在不确定性。当 4、5 月贸易商完成建库后，基于利润修复的需要，预计有传统的惜售行为，而缺口预期将为此提供基本面支撑。进入三季度，预计市场将根据现货情况对期货和预期进行修正。9 月之后新玉米大量上市且成本预计更低，大概率再转跌。因此上半年属于“低价值+向上驱动”的品种，未来将逐渐转向“高价值+向下驱动”。

养殖板块：由于能繁母猪产能尚未进入到去化阶段，整体仔猪出生减量不多，至少上半年供应仍偏宽松，但绝对价值低位，且基差较大，令下行受到制约，将该品种归类于“低价值+弱向下驱动”；鸡蛋基本面弱于生猪，产能出清未能兑现，6 月之前产蛋率预计仍偏高，属于“低价值+向下驱动”的品种。

则相应的多空配置策略为：

短期：宜多配棕榈油、豆油；空配生猪、鸡蛋。

中长期：宜多配玉米及玉米淀粉，宜空配白糖。

3、风险提示

产地天气风险、产业政策风险及宏观金融市场动荡风险等。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证期货衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com