

策略报告-农产品

农产品月度策略跟踪（第3期）

东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

报告日期:

2025年4月17日

★策略推荐

油脂: 棕榈油方面, 产地供应恢复已经逐步兑现, 短期印度与中国的补库对价格形成支撑, 但按照柴油价格进行锚定, 棕榈油价格仍有下行空间。豆油方面, 近端国内大豆到港的压力使得豆油价格依旧偏弱, 但远月由中美贸易战带来的供应偏紧预期仍未交易; 菜油方面, 在加菜籽反倾销调查的影响下, 市场依旧更偏向于多配。综上所述, 推荐关注多配 Y2601、空配 P2509、Y9-1 反套的机会, 菜油由于政策具备不确定性, 以谨慎做多为主。

生猪: 当下累库的剧情将继续推动近强远弱格局的形成, 在下行周期尤其。我们从3月农业部仔猪、母猪的监测来看, 生猪养殖仍处于小幅增产阶段, 长周期拐点并未出现。叠加库存压力在未来的陆续释放, 受制于高温限制, 二季度末将是重要出栏释放节点。持续性的远月升水结构或给到产业较好的套保机会, 策略上, 关注现货价格支撑转弱信号给出后, 沽空主力的机会。警惕宏观配置与饲料原料价格波动风险, 投机资金谨慎操作。

玉米: 近一月关注华北干旱、小麦增储传闻、东北去库加快能否成为催化剂 (华北地区小麦的干旱正在加深, 随着时间的推移, 引动市场情绪的可能性预计也将增加, 此外关注小麦以高于托市价增储的传闻能否兑现; 东北粮源已如期加速外流, 关注能否刺激贸易商情绪)。若未能催化, 则旧作玉米的第二轮向上修复, 预计只能在05交割之后, 由现实端玉米库存的逐步趋紧来驱动。

★强弱排序及多空配置建议

短中期强弱排序: 粕类>玉米类>软商品>油脂>养殖类

多空配置建议: **短中期:** 宜多配豆粕、菜油、玉米; 空配棕榈油、生猪。 **中长期:** 宜关注逢低多配豆粕的机会; 关注逢高空配白糖及棕榈油的机会。

★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

首席分析师(棉花&糖)

从业资格号:

F3039861

投资咨询号:

Z0010565

Tel:

8621-63325888-2737

Email:

huiling.fang@orientfutures.com

黄玉萍

资深分析师 (油籽&豆菜粕)

从业资格号:

F3079233

投资咨询号:

Z0015897

Tel:

8621-63325888-3907

Email:

yuping.hang@orientfutures.com

吴冰心

高级分析师 (生猪&鸡蛋
&原木)

从业资格号:

F03087442

投资咨询号:

Z0019498

Tel:

8621-63325888-4192

Email:

bingxin.wu@orientfutures.com

杨云兰

高级分析师 (玉米&玉米淀粉)

从业资格号:

F 03107631

投资咨询号:

Z0021468

Tel:

8621-63325888-4192

Email:

yunlan.yang@orientfutures.com

联系人

李兆聪

分析师 (油脂)

从业资格号:

F03117868

Tel:

8621-63325888-4192

Email:

zhaocong.li@orientfutures.com

重要事项: 本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成交易建议, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺, 见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、 上期策略回顾.....	4
2、 本期策略推荐.....	5
2.1、 单边策略.....	5
2.2、 套利策略.....	6
2.3、 推荐策略逻辑详述及相关指标跟踪.....	6
2.3.1、 油脂板块.....	6
2.3.2、 玉米板块.....	8
2.3.3、 养殖板块.....	9
3、 农产品品种间强弱排序.....	11
3.1、 农产品各主要品种观点.....	11
3.2、 主要指标跟踪.....	14
3.2.1、 资金面动态.....	14
3.2.2、 各品种基差及基差率（2025 年 4 月 14 日）	14
3.2.3、 农产品期货强弱排序及多空配置策略.....	15
4、 风险提示.....	17

图表目录

图表 1：过去一个月农产品期货品种主力合约涨跌幅情况.....	5
图表 2：马棕库存开始积累.....	7
图表 3：POGO 价差仍处高位.....	7
图表 4：国际豆棕价差仍倒挂.....	7
图表 5：4-5 月大豆到港预计充足.....	7
图表 6：深加工企业玉米库存消费比.....	8
图表 7：饲料企业玉米库存天数.....	8
图表 8：工业饲料产量对应的能量原料耗用量估计.....	9
图表 9：小麦替代玉米优势价差.....	9
图表 10：5 月交割基差处于修复阶段.....	10
图表 11：主要合约期货结算价.....	10
图表 12：现货价格难跌.....	10
图表 13：库存压力继续抬升(卓创)	10
图表 14：过去一个月期货版块间资金流动情况.....	14
图表 15：过去一个月农产品各品种间资金流动情况.....	14
图表 16：国内农产品主力合约基差率排序.....	15

1、上期策略回顾

豆粕菜粕：上期策略月报中推荐“M-RM 09 做缩”以及“RM 5-9 反套”，策略表现欠佳，尤其是前者。过去一个月，中国对进口加拿大菜籽反倾销调查仍无裁决结果，这期间市场还充斥着各种关于菜籽进口的消息，市场对未来国内菜粕供应紧张的预期并未强化、反而急剧削弱。同时国内清明小长假开始中美贸易战不断升级，对豆粕的利多提振相对更直接（虽然豆粕涨幅也很有限）。因此 M-RM 09 价差从 3 月 18 日的 201 扩大至 4 月 15 日的 393, RM 5-9 价差从 3 月 18 日的 -128 扩大至 4 月 15 日的 -89、但仍维持正向结构。

白糖：在上期的策略月报中，我们仍建议关注郑糖逢高沽空机会，策略运行表现不佳。3 月中旬-4 月中旬，外盘整体表现符合预期，ICE 原糖 5 月合约在 17-20 美分区间运行，但内盘表现强于预期，近月 5 月合约涨至 6000 元/吨之上运行，并触发我们设置的止损位 6100-6150 元/吨，主要原因在于国内糖厂较强的挺价惜售意愿以及广西主产区持续干旱令市场对下榨季产量前景担忧，资金推涨盘面重心上移，5 月合约运行于 6000-6200 元/吨，9 月合约运行于 5900-6100 元/吨。随着 5 月合约临近交割，主力资金资金移仓换月，目前 9 月合约已成为主力合约。

生猪：上期策略中推荐了“关注 LH5 月合约超涨后沽空机会。建议止盈位 13200-13400、止损位 13800-14000”。该策略在盘面上得到了迅速的反馈，中间亦多次到达止盈位（且未突破止损下边界），给出了较好的止盈机会。近几个交易日，受现货异常坚挺影响，05 合约跟随反弹，我们已逐渐将目光移向 09 合约，后续可继续关注下行周期沽空机会。

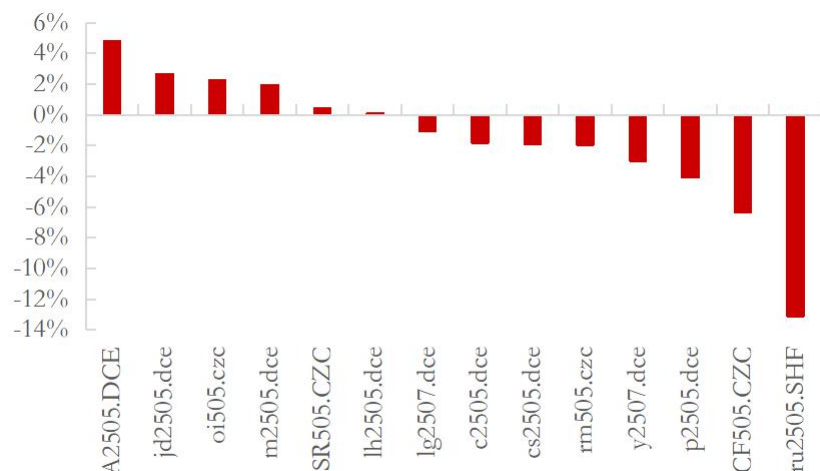
玉米：上期策略中推荐了中长期“关注玉米 07 合约的逢低做多机会”，过去一个月，07 合约依旧围绕 2300 元/吨震荡，第二轮向上修复迟迟未能启动。主要原因在于经历过去数年的亏损后，贸易商信心缺失，积极出货、套保，预期端的利多因素驱动力不足，而我们此前低估了贸易商信心缺失的程度，在库存紧张成为现实之前，市场对利空因素反应更为敏感。当前玉米现实端依旧供应仍然不缺，上涨动力有限。但小麦托市价对 07 合约的底部支撑力较强，基差修复、走强的过程中，以现货上涨为主，07 合约回调有限。

油脂：上期单边策略中推荐了“P2509 做空机会”，建议止盈位 7900-8000 元/吨，止损位 8600-8700 元/吨。上期报告发布后，P2509 一度跌至 8100 元/吨附近，但随后在美国生物燃料政策带动美豆油大涨的情况下走强至 8700 元/吨附近，随后又在全球宏观动荡的影响下下跌至 7800 元/吨附近，给出了较好的止盈点位，随后回归基本面围绕 8000 元附近震荡。上期在套利策略中推荐了 P59 正套与 YP09 做扩策略。P5-9 在策略发布后走强至 800 元/吨附近，随后 05 资金换月导致月差回落。YP09 在策略发布后一度突破 -300 元，但随后伴随棕榈油的走强再度回落，之后维持震荡走势，暂未表现出较强的趋势性。

强弱配置策略：上一期的农产品多空配置中，我们推荐短期多配豆粕、玉米；空配生猪、鸡蛋，相当于做缩养殖利润。在 4 月初因为贸易战的影响，策略表现出较好的收益情况，之后收益有所回吐。截止 4 月 14 日的过去一个月，农产品累计涨幅最大的为豆一，月涨幅 4.8%，其后是鸡蛋、菜油和豆粕，月涨幅在 2% 以上；农产品跌幅最大的为橡胶，实现了 13.1% 的月度跌幅水平，其次是棉花（月跌幅 6.4%）、棕榈油（月跌幅 4.1%）。总体而言，该多空配置组合表现有 2.6% 的亏损，不过，5 月合约临近交割，部分品种主力

移仓换月，对于策略表现的跟踪上有一定的影响。

图表 1：过去一个月农产品期货品种主力合约涨跌幅情况



资料来源：Wind

2、本期策略推荐

2.1、单边策略

品种	方向	时间	主要逻辑	风险	策略关注
棕榈油	偏空	1-2 个月	棕榈油价格在产地供应逐步恢复的情况下明显偏弱，虽然补库需求对价格形成了支撑。但印尼生物柴油需求的低迷将逐渐显现，棕榈油价格预计将以柴油价格与国际豆油价格为锚，呈现逐步修复的阶段。	产地虫害问题恶化、美国生物燃料政策等。	关注 9 月合约 (P2509) 做空机会，建议止盈位 7500 元，止损位 8300 元。
豆油	偏多	3 个月以上	无论是国内豆油亦或是国际豆油价格，相较于棕榈油均具备较高的性价比。目前市场并未反应中美贸易争端可能带来的四季度与明年一季度进口大豆不足导致的豆油供应趋紧，无论从基本面的角度，还是从当前植物油间价差的角度，多配远月豆油均是不错的选择。	中美贸易关系缓和、美豆丰产等	关注 1 月合约 (Y2601) 做多机会，建议第一止盈位 8000 元，止损位 7400 元。
玉米	偏多	1-3 个月	近一月关注华北干旱、小麦增储传闻、东北去库加快能否成为催化剂。华北地区小麦的干旱正在加深，随着时间的推移，引动市场情绪的可能性预计也将增加，此外关注小麦以高于托市价增储的传闻能否兑现；东北粮源已如期加速外流，关注能否刺激贸易商情绪。若未能催化，则旧作玉米的第二轮向上修复，预计只能在 05 交割之后，	进口玉米储备拍卖超预期；糙米拍卖底价低于预期；能量原料饲用需求大幅不及预期	中长期关注玉米 07 合约逢低做多机会。建议止盈位 2450-2500、止损位 2250-2270。

			由现实端玉米库存的逐步趋紧来驱动。		
生猪	偏空	1-2 个月	当前价格难跌并非在于供应端存在缺口，而在于供应压力释放节奏滞缓。以头均体重代表的库存压力仍继续上升，根据母猪、仔猪推测，目前仍处于出栏继续增量阶段，未来价格上涨几乎不存在投机以外的驱动。我们认为在交易完高基差之后，现货压力带动价格下跌的趋势将成为交易重心，策略上，关注超涨之后远月合约的逢高套保机会。	猪病；出栏节奏；饲料价格上涨风险。	关注 9 月合约超涨后沽空机会。建议止盈位 14100-14200、止损位 14800-14900。

2.2、套利策略

品种及合约	策略建议	时间	主要逻辑	风险
Y2509-Y2601	反套	1-3 个月	豆油 9-1 反套策略主要依旧大豆到港近多远少的预期。由于本年度巴西大豆产量较高，以及中美贸易争端可能会影响四季度与明年一季度美豆的采购，故中国可能会进一步增加二季度与三季度的巴西大豆采购，使得国内四季度前国内供应较为充足，故推荐关注豆油 9-1 反套机会。	三季度大豆到港不及预期、美国生物燃料政策变动等。

2.3、推荐策略逻辑详述及相关指标跟踪

2.3.1、油脂板块

单边策略—关注 P2509 做空机会，Y2601 做多机会

➤ 逻辑

目前棕榈油价格在产地供应逐步恢复的情况下明显偏弱，但由于库存水平依旧偏低，印度的补库需求对价格形成了支撑。伴随产地库存水平增加以及印度补库的完成，印尼生物柴油需求的低迷将逐渐显现，产地将从供应紧张向供应宽松过渡，这一阶段棕榈油价格预计将以柴油价格与国际豆油价格为锚，呈现逐步修复的阶段。当价格修复至一定水平，棕榈油的需求增量依旧会恢复，价格可能才会回到再度走强的趋势，故短期可关注短空机会。

目前无论是国内豆油亦或是国际豆油价格，相较于棕榈油均具备较高的性价比。且目前市场并未对中美贸易争端可能带来的四季度与明年一季度进口大豆不足导致的豆油供应趋紧做出反应，主要交易仍集中在南美大豆的集中上市带来的近端充足供应，故当前的豆油价格仍未体现出远端可能供应紧张的预期，无论从基本面的角度，还是从当前植物油间价差的角度，多配远月豆油均是不错的选择，且若未来美国生物燃料的乐观预期兑现，美豆油需求的大幅增加将促进美豆的压榨，从而通过抬升美豆以及巴西 CNF 升贴水价格来抬升国内的进口成本。风险在于近端大豆高到港的现实可能依旧会对豆油价格形成压制，短期价格上涨动能可能不足。

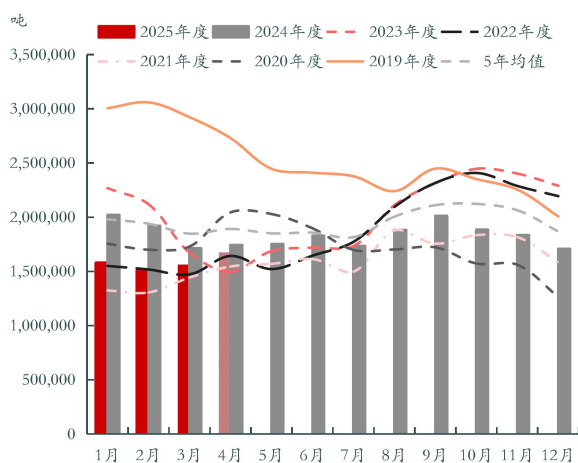
套利策略—关注豆油 9-1 反套机会

➤ 逻辑

豆油 9-1 反套策略主要依旧大豆到港近多远的预期。由于本年度巴西大豆产量较高，以及中美贸易争端可能会影响四季度与明年一季度美豆的采购，故中国可能会进一步增加二季度与三季度的巴西大豆采购，使得国内四季度前国内供应较为充足，故推荐关注豆油 9-1 反套机会。

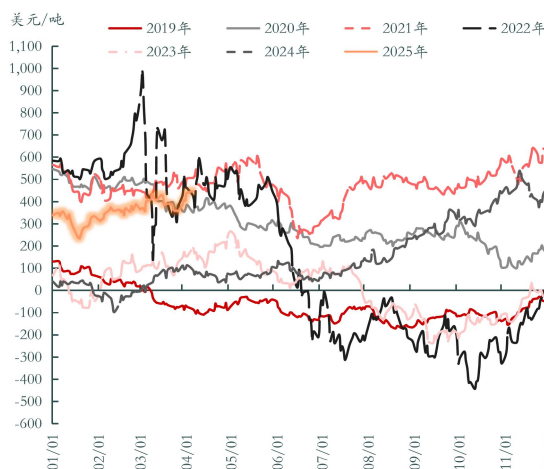
➤ 重点指标跟踪

图表 2：马棕库存开始积累



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 3：POGO 价差仍处高位



资料来源：Reuters，东证衍生品研究院

图表 4：国际豆棕价差仍倒挂



资料来源：iFinD，东证衍生品研究院

图表 5：4-5 月大豆到港预计充足



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

2.3.2、玉米板块

单边策略—中长期关注玉米 07 合约逢低做多机会

➤ 逻辑

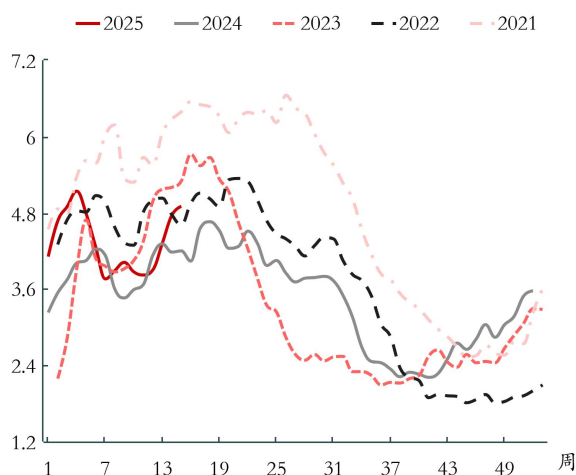
若无规模化替代，7 月中下旬缺口预计将基本完全暴露，我们继续维持这一观点，只是此前我们低估了贸易商信心缺失的程度。未来一个月主要关注两方面的催化剂：

- 1) **东北库存。**此前“东北粮源外流加速、库存去化加快”的预期，目前已经开始出现兑现的迹象，数据上体现为北港库存连续 3 周下降，北港下海量、火运量等呈现增加趋势等。关注这一现象能否持续，以及能否调动贸易商情绪。
- 2) **华北干旱情况，以及小麦增储传闻能否兑现。**目前冬小麦已经进入需水量较大的定产关键期，而华北地区小麦的干旱已经持续一段时间且正在加深，且随着时间的推移，干旱引动市场情绪的可能性预计将增加，小麦丰产可能有不及预期的风险。此外，去年小麦未启动托市收购，但中储粮以明显高于托市价的水平进行了调节性储备增储收购，目前有传闻称今年也将继续增储、令小麦的政策底部价格上移，关注能否兑现。

不过，也需要关注进口玉米储备提前拍卖的风险，虽然拍卖数量上大概率不会超出我们的预期，但在现实缺口显现之前，若东北去库加速、小麦天气及增储都未能提升贸易商的信心，则进口拍卖恐将进一步打压市场情绪。届时第二轮向上修复的启动时点预计将后移至 05 交割之后。估值方面，继续维持小麦托市价为 07 合约底部支撑线的观点，中长期看，高点有望到 2450-2500 区间（主要取决于政策粮的拍卖价格和饲用成本）。

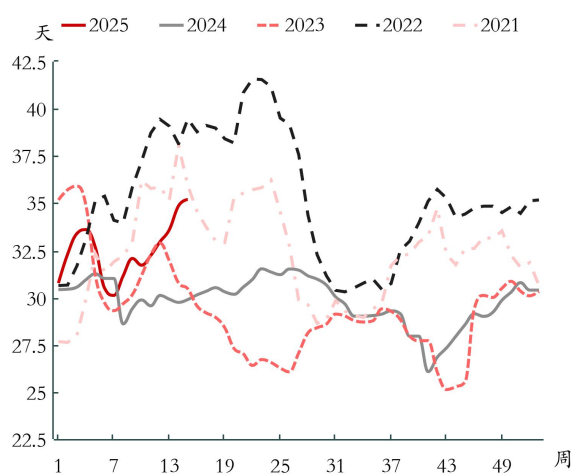
➤ 重点指标跟踪

图表 6：深加工企业玉米库存消费比



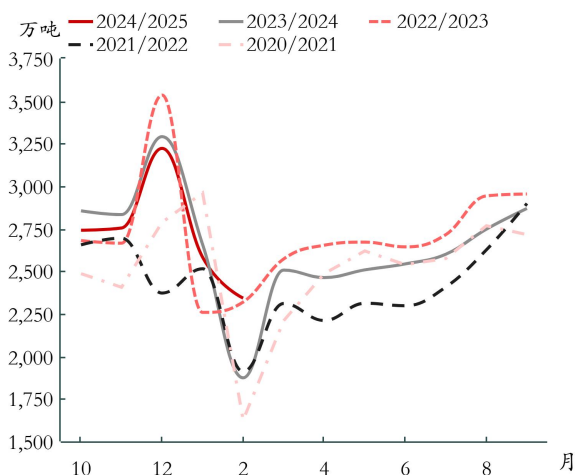
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 7：饲料企业玉米库存天数



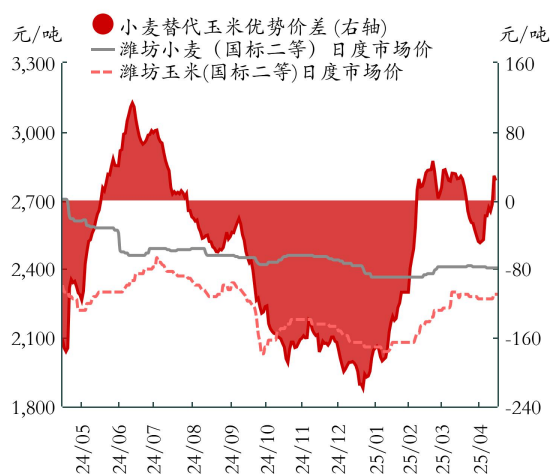
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 8：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 9：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

2.3.3、养殖板块

单边策略—关注 LH 超涨后沽空 7、9 合约的机会

➤ 逻辑

近一个月，生猪主力已由 LH2505 切换至 LH2509。期间，LH2505 经历三次曲折大跌，每次超跌后均呈现基差修复逻辑下的连续反弹，近日，进入交割月前半月限仓阶段，05 延续修复思路，在其深度贴水的基础上震荡上行。主力合约同样也是旺季合约的 LH2509 在 3 月下旬跟随当时主力 05 震荡下行，而进入 4 月后，呈现连续性的反弹上行，创 2025 年以来历史新高。从价差表现来看，套利逻辑在正反套之间切换，均基于市场在出栏节奏（出栏、压栏、二育）之间不确定性的预期改变。近几个交易日，5-7 正套与 7-9 反套呈现较大行情。

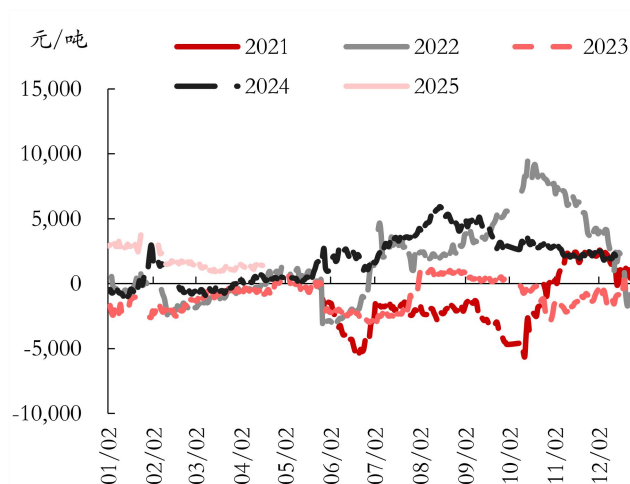
上述市场表现主要系以下几点原因：1) 3-4 月二育压栏持续施压未来供应，出栏均重继续抬升；2) 关税政策反复，饲料原料端不确定性加强，带动远月成本支撑抬升；3) 避险资金配置农产品板块。从均重来看，二育的存在与潜在供应压力后置风险的提升得到验证。

那么当下累库的剧情将继续推动近强远弱格局的形成，在下行周期尤其。我们从 3 月农业部仔猪、母猪的监测来看，生猪养殖仍处于小幅增产阶段，长周期拐点并未出现。叠加库存压力在未来的陆续释放，受制于高温限制，二季度末将是重要出栏释放节点。

持续性的远月升水结构或给到产业较好的套保机会，策略上，关注现货价格支撑转弱信号给出后，沽空主力的机会。警惕宏观配置与饲料原料价格波动风险，投机资金谨慎操作。

重点指标跟踪

图表 10: 5 月交割基差处于修复阶段



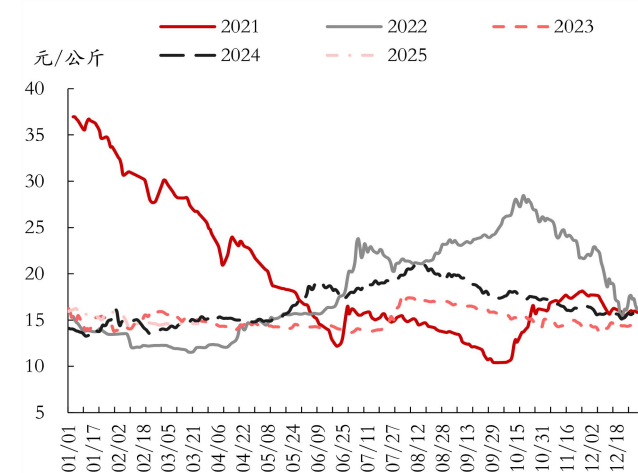
资料来源: WIND, 东证衍生品研究院

图表 11: 主要合约期货结算价



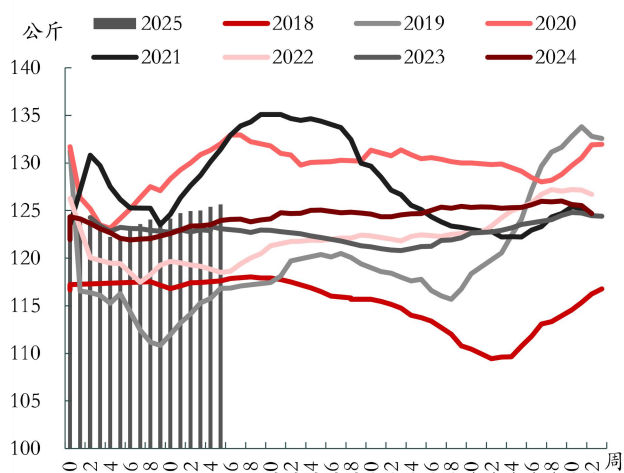
资料来源: WIND, 东证衍生品研究院

图表 12: 现货价格难跌



资料来源: 钢联农产品, 东证衍生品研究院

图表 13: 库存压力继续抬升(卓创)



资料来源: 卓创资讯, 东证衍生品研究院

3、农产品品种间强弱排序

3.1、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	⊕	★	★	市场密切关注中美贸易战发展及其可能对豆粕的影响。2-3 季度巴西豆完全能够满足我国进口大豆需求,中美贸易战升级后我国进口巴西豆成本变化不大,限制豆粕期价上涨空间。未来重点关注中美关系发展及美国 25/26 年度平衡表变化。由于每年 4 季度至次年 1 季度中国需要进口的美豆数量增加,届时若进口美豆完全被排除在外,国内豆粕可能面临供应紧缺。另外美豆种植面积下降确定,新作播种也已经开始,未来若出现天气炒作导致美国产量不及预期,豆粕期价也将有所抬升(虽然贸易战背景下我国不从美国进口大豆,但美国产量仍将通过影响全球平衡表而影响国际大豆价格中枢)。
RM	⊕	★	★	单边跟随豆粕。未来重点关注政策变化,尤其是我国对进口加拿大菜籽反倾销调查结果;还需关注在反倾销调查结果落地前是否有油厂在高利润刺激下增加进口加菜籽,以及我国增加从其它国家采购菜籽的情况。
P	☆	☆	⊕	在目前的国际需求下,产量端的恢复使供应已经逐步从紧张向中性修复。但是由于特朗普的对等关税政策造成全球市场巨震,棕榈油价格也应声下跌,使得印度的棕榈油进口与精炼利润均显著修复,给到了印度补库窗口期,这仍将对短期价格形成支撑,但难以改变马棕开始逐步进入累库的趋势。中长期来看,决定棕榈油需求的仍是印尼的生物柴油,在目前的 POGO 价差与印尼国内的生柴 HIP-柴油价差情况下,印尼的 B40 依旧难以很好的执行,故在印度的补库逐步结束后,棕榈油的价格中枢依旧需要关注国际柴油以及美豆油的价格。
Y	⊕	★	★★	国际市场方面,在市场情绪企稳后,美国生物燃料的乐观预期依旧利好国际油脂价格。而国内方面,中美贸易关系的进一步恶化可能会使得后续对新季美豆的采购大幅减少,对于远月豆油价格利好,但是第二季度巴西大豆到港充足,国内供应并不缺乏,近月豆油价格预计依旧承压,但由于市场目前完全未交易远月可能的供应紧张,故目前豆油做多性价比较好。
OI	★	★	★	菜油受制于加菜籽反倾销调查影响,市场做空意愿差,一旦反倾销调查结果落地,国内菜油供应将受到极大影响。此外,从基本面看,欧菜籽产区遭遇干旱,供应依旧难言宽松,菜油预计仍将维持震荡偏强的走势。
C、CS	⊕	★	⊕	近一月关注华北干旱、小麦增储传闻、东北去库加快能否成为催化剂,若贸易商信心缺失,积极出货、套保的情况未改,则旧作玉米的第二轮向上修复,预计只能在 05 交割之后,由现实端玉米库存的逐步趋紧来驱动。而 5 月预计现实库存依旧相对充足,若有进口储备拍卖进一步打压市场情绪,则或还有回调压力。中期继续维持“若无规模化替代,7 月中下旬缺口预计将基本完全暴露”这一观点。当新作丰产基础较为明确之后,新作合约可逐渐转空。淀粉单边跟随玉米波动,但当前的期货 CS-C 价差影响因素复杂,综合影响

				<p>下预计围绕正常加工费波动。供需方面，淀粉企业亏损情况未改，但持续加深的亏损或会给予后期大幅降开机的预期；此外，华北小麦大量替代的预期支持华北-东北的区域价差未来转弱；且豆粕现货近期走强，不排除未来副产品支撑企业盈利，压制淀粉盈利的可能性。</p>
JD	★	☆	☆☆	<p>供应端，结合补苗量、存栏量与淘汰趋势来看，二季度在产蛋鸡存栏仍大概率维持增势。淘汰速度虽与利润息息相关，但与确定性的补栏相比，过去的补栏比当下的淘汰更容易影响中期市场供应，淘汰在产能上的的反馈相对滞后一些。此外，就产蛋率来看，二季度产蛋率呈现季节性下滑，但并未进入全年表现最差阶段，当下我们仍认为4-6月的市场行情围绕鸡蛋供应增长交易。长期的供应可能存在一些变化：诸如产蛋率慢慢来到季节性低位、淘鸡速度因利润走弱行情而加速等等，因此这里我们并没有那么看空三季度的市场，后续再做跟踪判断。</p> <p>需求端，采购需求的季节性对短期行情影响较大，正常来说，伴随气温抬升，鸡蛋存储时间是约束各环节备货的重要因素。6-7月的梅雨季节鸡蛋面临各环节做库存需求走弱的风险，支撑蛋价的来自节日效应，但综合来看，二季度鸡蛋市场需求主导因素仍在于环节性储备。相反，三季度的重点将倾斜向终端消费。</p> <p>总结而言，二季度面临做库存需求走弱与产蛋量增加的双重压力，蛋价或继续承压。阶段性反弹应当挂钩清明、端午等节假日。此外，三季度从供应、需求视角存在支撑，在当下价格区间，方向仍有待评估。当下市场围绕现货偏强交易，且叠加资金情绪扰动，可暂时观望。</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合约适合反弹布空。理由如下：当前价格难跌并非在于供应端存在缺口，而在于供应压力释放节奏滞缓。以头均体重代表的库存压力仍继续上升，根据母猪、仔猪推测，目前仍处于出栏继续增量阶段，未来价格上涨几乎不存在投机以外的驱动。我们认为在交易完高基差之后，现货压力带动价格下跌的趋势将成为交易重心，策略上，关注超涨之后沽空近月合约的机会。</p>
SR	⊕	☆	⊕	<p>短中期：随着巴西的开榨，预计25Q2全球贸易流供需将由目前的偏紧逐渐趋向于均衡，并或在Q3趋于过剩，国际市场交易题材或将由“强现实”逐步转向“松预期”。尽管巴西干燥的天气令最终产量存在较大变数，但我们认为影响可能更多体现在榨季中后期的生产上。国内方面，随着全国糖厂压</p>

				<p>榨近尾声，国产糖即将进入纯销售期，后续需关注去库进度。糖厂因较快的销售进度而挺价惜售，再加上广西持续干旱令市场担心新作产量前景等，郑糖抗跌性相对较强。不过，用糖企业对高糖价接受度不高，终端采购缓慢，随着盘面走弱，基差走强，贸易商销售积极性提升，但整体走货情况不是很好；外盘跌至 18 美分之下，配额外进口利润窗口再度打开，而巴西进入新榨季，国际贸易流供应转松的预期或令外盘后市承压，进而将对国内市场的压制作用将加大。配额外进口许可证即将下发，后期进口糖量预期将逐步增加。再加上贸易战已令全球金融市场陷入动荡风险，预计 25Q2 郑糖将在外盘主导下震荡偏弱，后续需继续关注产地天气及巴西压榨生产情况。</p> <p>长期而言，考虑到下榨季全球扩种增产的预期，维持长期熊市的判断，但主产国天气存在较大不确定性，尤其巴西、中国正面临干旱天气风险，天气对供应端带来的变数或将令市场节奏受到较大扰动，需警惕。</p>
CF	★	★	★	<p>二季度：</p> <p>国际市场：1、全球贸易战激烈令全球需求蒙阴，美棉需求前景不乐观、新作出出口签约进度预计缓慢；2、美棉种植面积预计减少，但后续天气更重要，尤其 6-8 月份美产区天气情况，4 月天气因素影响权重相对不太大，ENSO 中性的气候背景下旱情是否会继续发展存在不确定，且巴西的扩种高产预期或在一定程度上削弱美棉种植面积减少的影响。</p> <p>国内市场：1、二季度下游纺织将逐步进入淡季，因“抢出口”令需求前置及贸易战加征重税的影响，外需压力在二季度将进一步显现，或导致淡季更淡，纺企库存存在被动抬升的风险，产业信心不足。2、贸易战还在博弈高峰期，金融市场还不稳定，市场保持谨慎、担忧情绪暂难消散。二季度起或是开始验证预期的时候，需求下行压力是否会超预期？</p> <p>内外棉上方阻力较重，二季度行情预计仍不乐观，但考虑到国内棉花资源集中度较高、基差坚挺等因素，郑棉暂看 12000 支撑较强，总体料维持低位弱势震荡格局，后续需继续关注宏观政策动态、下游订单及产地天气情况。</p> <p>长期：对下半年行情持谨慎偏多的观点，7 月之后，宏观形势带来的紧张情绪或稍改善：因 1、美和非美尤其中国最激烈的博弈或在二季度，利空担忧情绪集中在 2 季度释放；2、美国对内减税政策或将推出，为了对冲经济下行压力，不排除减税力度超预期；3、美联储或在下半年降息；4、国内经济下行压力下可能也会推出更大规模的经济扶持政策。基本面上，下半年有“金九银十”的纺织旺季，经过二季度贸易上的暴风骤雨后，市场及产业或逐步适应新变局；四季度新疆新作收购上市，籽棉收购价可能不会比 22/23 疫情封城时还低，盘面低估值有助于吸引采购积极性。但产业链贸易重建需要较长时间，多方博弈之下，市场波动风险仍较大，期价上方空间仍将受限。</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：☆

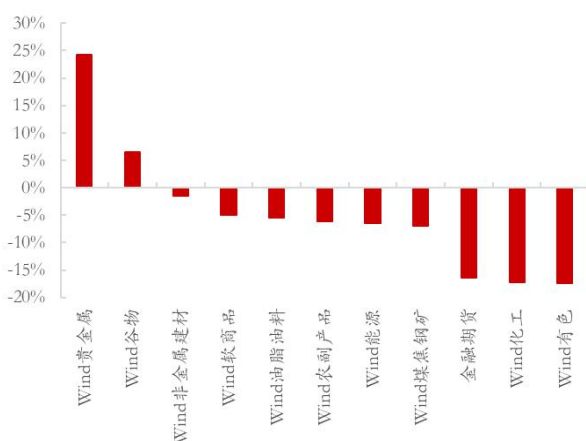
震荡：⊕

3.2、主要指标跟踪

3.2.1、资金面动态

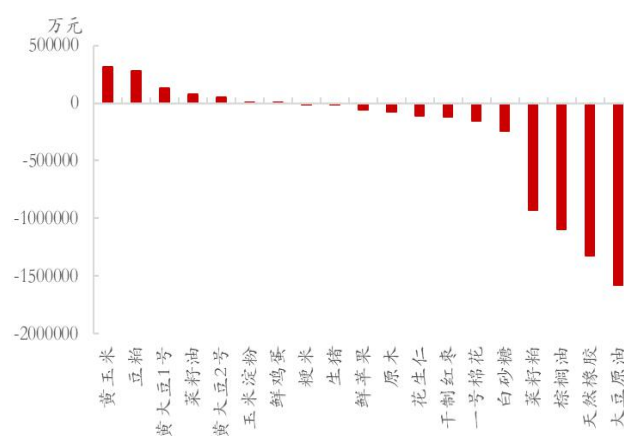
过去一个月（截至 2025 年 4 月 14 日），农产品期货板块资金净流出，其中豆粕、玉米、豆一等品种的资金流入量位居前列，而油脂（豆油、棕榈油）及橡胶资金呈现大幅流出的状况。

图表 14：过去一个月期货版块间资金流动情况



资料来源：Wind

图表 15：过去一个月农产品各品种间资金流动情况



资料来源：Wind

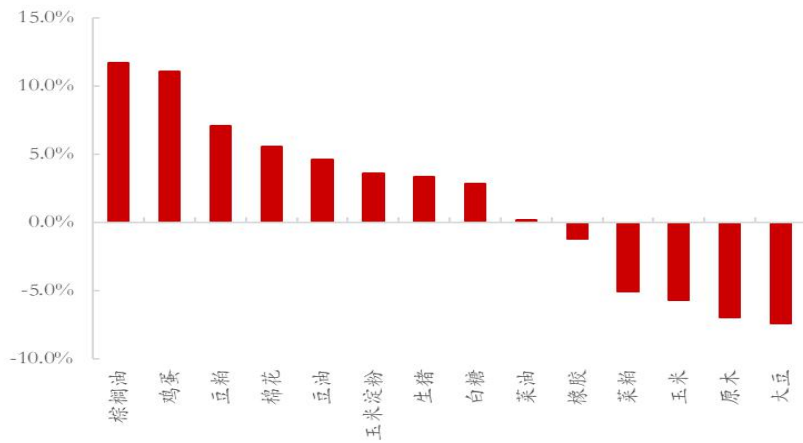
3.2.2、各品种基差及基差率 (2025 年 4 月 14 日)

品种	单位	主力合约	期货	现货	基差	基差率
棉花	元/吨	CF509	12990	13750	760	5.53%
白糖	元/吨	SR509	5918	6090	172	2.82%
大豆	元/吨	A2507	4232	3940	-292	-7.41%
豆粕	元/吨	m2509	3104	3340	236	7.07%
菜粕	元/吨	rm509	2721	2590	-131	-5.06%
豆油	元/吨	y2509	7698	8070	372	4.61%
棕榈油	元/吨	p2509	8170	9250	1080	11.68%
菜油	元/吨	oi509	9414	9430	16	0.17%
玉米	元/吨	c2507	2310	2185	-125	-5.72%
玉米淀粉	元/吨	cs2507	2661	2760	99	3.59%
生猪	元/吨	lh2509	14470	14970	500	3.34%
鸡蛋	元/500 千克	jd2506	2998	3370	372	11.04%
原木	元/立方米	lg2507	834.5	780	-54.5	-6.99%
橡胶	元/吨	ru2509	15080	14900	-180	-1.21%

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 16：国内农产品主力合约基差率排序



资料来源：Wind，钢联，泛糖科技，TTEB

3.2.3、农产品期货强弱排序及多空配置策略

目前正处于贸易战背景之下，中美互相加征重税，双方面临着脱钩断链的风险，虽然在 4 月上半月金融市场已很大程度上反应了，对农产品影响较大的品种如豆类、棉花也分别经历了不同幅度的涨跌，但我们认为贸易战的影响并未完全出尽，后续各国尤其中美边打边谈仍将给市场带来动荡风险。该背景对农产品而言，将对豆类提供支撑，通过成本端对养殖类品种带来偏多影响，但重税之下直接冲击国内纺服出口，令棉花笼罩在利空氛围之中，其次由于宏观经济下行压力之下，原油受拖累较重也不利于棕榈油。

从各品种基本面和季节性上看，北半球进入新作种植期，市场进入天气炒作的窗口，尤其是大豆（豆粕）、棉花，豆粕和棉花的估值处于历史低位，豆粕短期因进口大豆供应充足而基本面向上驱动不强，但下方空间有限，长期偏好，存在多配价值；棉花需求面受宏观影响较大，虽然估值低，天气也有潜在风险，但天气风险主要在美国，中国新疆的棉花种植管理技术令天气风险没那么小，而中美面临脱钩令内外盘关联性减弱，巴西的高产预期也在一定程度上削弱了美棉供应炒作的潜力，相反，市场对于需求面更为担忧，作为对美出口依赖度较高的纺服原料，在宏观经贸局势稳定之前，棉花不敢贸然抄底，更何况即将进入纺织淡季，该品种上方阻力较重、存在一定的向下风险。油脂的主导品种棕榈油进入增产季，叠加贸易战背景下对棕榈油需求的利空影响，虽然低库存还需要一段时间累积后才能让卖压显现出来，盘面或有震荡反复，但基本面整体驱动向

下；豆油受进口大豆贸易形势的影响下方支撑相对强于棕榈油；菜油因中加贸易政策的不确定不好看空。养殖类基本面驱动仍向下；白糖方面，由于产地干旱的天气风险令供应面存在较大变数，市场存在一定的分歧，后续盘面走势仍将很不顺畅。随着巴西的开榨，全球或由目前供应偏紧的现实逐渐转松，随着配额外进口利润窗口打开，国内面临的压制将加大，但在天气风险的扰动下，糖价高位向下的驱动力被大幅削弱。玉米类受外部宏观环境影响相对有限，上半年价格或仍需要向上以争取小麦进入饲来填补本年度产需缺口。

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

中长期基本面强弱情况：

粕类方面，南美丰产基本确定，全球 24/25 年度大豆期末库存连续第三年增加，但增加幅度较此前预估明显收窄。目前美国 25/26 年度大豆播种已经开始，面积下降的情况下若出现天气炒作则可能利多美豆及豆粕期价。此外，中美贸易战不断升级，我国对进口美豆征收高额关税，若贸易战持续则国内四季度可能存在缺口，潜在利多豆粕。

油脂方面，棕榈油方面，随着供应端炒作空间减少，需求端的低迷将逐步压低棕榈油的价格，低产量低库存的现实、印度潜在的补库需求以及国内较差的进口利润与低库存可能是最后支撑棕榈油价格的因素，一旦产地卖货意愿逐步增加，以及印度的补库逐步完成，棕榈油价格或将面临转势下跌的局面。豆油方面，近端面临较高大豆到港以及国内高库存的影响，但远月交易的美豆种植面积下降以及天气炒作对 09 合约有较强支撑，且中美关系可能随时成为四季度豆油价格上涨的催化剂，呈现远强近弱格局。菜油方面，近端较为充足的菜油与菜籽库存对近月价格显著施压，且目前大幅好转的菜籽榨利可能会催生新的近月买船。而远月买船受制于加拿大菜籽反倾销调查影响明显较少，且市场不必担忧有多余的加拿大菜油直接进入中国，故远月走势预计强于近月。

棉花：因“抢出口”令需求前置及贸易战加征重税，二季度或淡季更淡；贸易战还在博弈高峰期，金融市场还不稳定。郑棉 25Q2 行情预计仍不乐观，总体料低位弱势震荡。对下半年行情谨慎偏多，因预计宏观动荡的形势在下半年或有缓和，以及对“金九银十”的纺织旺季和对新疆新作收获上市期籽棉收购方面的考量。但产业链贸易重建需要较长时间，多方博弈之下，市场波动风险仍较大，且纺织企业在生存压力下对棉价的承受度有限。因此，我们仍将其归类于“低价值+弱驱动”品种。

白糖：随着巴西的开榨，全球贸易流供需将由目前的偏紧逐渐转松，当前市场总体对下榨季产需仍持过剩的预估，基本面驱动向下。主产国天气存在较大不确定性，尤其巴西、中国正面临干旱天气风险，天气对供应端带来的变数或将令市场节奏受到较大扰动，糖价高位向下的驱动力被大幅削弱，盘面走势很不顺畅。

玉米类：20/21 年至今玉米始终存在产需缺口，但同样的产需缺口叙事，24/25 与过去两年相比最核心的不同之处在于：1) 小麦已无大幅下跌的空间；2) 进口谷物的政策限制及风险相对更大。目前玉米现货估值仅能令主产区少量小麦进入饲用，而盘面远月估值给出的小麦饲用优势也不够显著。因此对于旧作玉米宜以偏多思路应对为主，当新作丰

产基础较为明确之后，09 之后的合约可逐渐转空。上半年玉米属于“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”；鸡蛋基本面近期围绕淘鸡加速开展，短中期基本面受到支撑，但养殖利润未出清的同时，未来反弹空间反而趋弱，逐渐转向“高价值+向下驱动”。

则相应的多空配置策略为：

短中期：宜多配豆粕、菜油、玉米；空配棕榈油、生猪。

中长期：宜关注逢低多配豆粕的机会；关注逢高空配白糖及棕榈油的机会。

4、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