

今年以来农产品期货指数温和上升，涨幅超3%。油脂油料、水果期货等板块受到资金关注。其背后有何逻辑？未来农产品板块投资机会在哪里？本栏目邀请国投安信期货农产品研发团队负责人杨蕊霞和一德期货农产品分析师李晓威就此进行分析。

避险需求推动

中国证券报：如何看待今年以来农产品期货板块频繁吸引资金涌入的现象？

杨蕊霞：今年以来农产品和工业品期货走势分化。从农产品期货指数来看，市场人气较高，资金不断涌入，农产品期货指数价格一路走高。从宏观面来看，今年以来我国宏观经济趋弱，经济下行压力较大，同时外部扰动因素不断，内外部均面临较大压力。在经济整体下行背景下，货币政策转向宽松，美联储开启了新一轮降息，整体流动性充裕，资金主动寻求低风险或避险资产。可以看到，今年以来和宏观经济走势相关性较高的股市、工业品期货均表现不佳，而避险品种如贵金属、债市，则迎来一轮牛市行情。农产品期货作为传统的与经济低相关性的资产，亦获得资金青睐。同时，农产品价格长期处于低位，安全边际较高。

李晓威：从宏观角度看，在经济增长疲弱的背景下，工业品受冲击较大，价格下行较多，而农产品大多属于刚性消费品，受经济下行影响相对较小，价格下行压力小于工业品。在这种背景下，资金卖出工业品买入农产品，通过配置农产品对冲工业品价格的下跌风险。

从供需结构寻找内在逻辑

中国证券报：以主要农产品期货为例，如何把握行情内在逻辑？

杨蕊霞：商品价格受到宏观经济、自身供需基本面以及资金面等多重影响。就农产品期货而言，因其与经济低相关性，因此总体受宏观面影响较小，更多受到自身供需基本面和资金面影响。从供需来看，由于农产品需求相对刚性，其需求弹性较小，供给则更多受到天气、政策、周期等因素影响，需求弹性很大。尤其是天气因素，难以预测，一旦遭遇恶劣天气，供应遭受较大损失，对价格影响大，如去年的苹果期货。而今年以来生猪价格快速上行，也是由于猪价上行周期叠加疫情影响所致。由此可以看出，农产品供应层面容易产生大幅波动，这往往导致其价格剧烈波动。此外，农产品的种植成本或生产成本对其价格有底部刚性支撑作用，因绝对价格一旦持续低于其成本，农民会去减少种植或改种其他品种，供应端开始减少驱动价格恢复上行。因此，在资金面较为宽松，而农产品价格又处于绝对低位的时候，农产品期货往往会成为吸引资金大量涌入的一个市场。

李晓威：产品的价格变动原因根本在供需结构，即所谓的供需平衡表的预估和判断，农产品期货都有其自身的旺季和淡季，不同的生产季节和消费季节，不同时间节点影响供需矛盾的焦点会发生转移和变化，但根本上还是通过对供应和需求端的影响最终导致供需压力的变化，进而影响价格。所以分析农产品的价格逻辑根本在于分析供需结构，具体体现在对供需平衡表的各个项目的分析，结合不同阶段的变量和相对稳定的量，衡量阶段性的交易核心点，再结合市场宏观因素的干扰和资金等外围因素的扰动，评估主要矛盾和次要矛盾间的关系强弱最终传导至价格端。期货不同于现货，期货交易的是预期，是对未来某个时间节点和事件的判断，最终证明为真，则价格也会提前在事实落地前反应完毕，最终结果为假，价格也会对预判的失误进行修正。

部分农产品投资机会浮现

中国证券报：未来看好哪些农产品投资机会？原因是什么？

杨蕊霞：从中长期来看，我们认为油脂油料和鸡蛋期货具备投资价值，从油料来看，油料定价核心是全球大豆，经过前几年持续的增产压力释放之后，当前全球大豆已经进入减产周期，2019/2020年度美国大豆产量同比下滑幅度大，全球大豆进入去库存阶段。从油脂来看，油脂定价核心是棕榈油，国际市场棕榈油经过持续两年多的增产周期后，市场基本已经消化其供应压力。而另一品种菜籽油，前几年我国临储菜油不断流入市场，但当前临储菜油已经全部消化完毕。此外，由于油脂油料市场高度依赖国际进口，由于外部扰动因素未缓解，我国大豆和菜籽进口显著减少，也给国内油脂油料市场带来了更多上行动力。鸡蛋方面，当前鸡蛋现货价格高企，蛋鸡养殖利润处于历史最高水平，补栏方面我们观察到上半年至今养殖户蛋鸡补栏热情很高，同比补栏量大增，同时蛋鸡苗价格处于历史最高水平也暗示补栏积极，预计下半年将进入产蛋高峰期，鸡蛋价格具有长期下行压力。

李晓威：去年棉花品种一度受到资金热捧，但很快超预期回归市场本源。长周期来看，棉花下个年度面积和产量增加预期较高，供应压力增加。中短期看棉花受宏观经济影响很大，很多时候已经超出了产品本身的供需逻辑。未来的机会更多是产品之外的因素决定的，且风险很高，不确定性较大。

白糖是逐渐引起资金关注的品种，资金的视角是牛市来临或即将来临。牛市在今年10月份开始的新榨季能否真正到来值得怀疑，但不影响资金对未来的乐观预期，牛市来临是确定的事件，不确定的是来临的时间。基本面的牛市可能延期，甚至超过市场预期的延后，但资金和投资者往往会提前布局，中短期的压力和远期愿景之间的矛盾会导致资金参与积极性增加，波动空间增加，值得重点关注。

鸡蛋和苹果品种是中短期的炒作因素较多，整体波动空间较大，但趋势性行情的证

据并不充分。

玉米和淀粉年度供应整体宽松，需求端也并没有明显转好，虽然价格不具备大跌的可能，但四季度依然不乐观。

豆类油脂方面，国际市场虽然变数较多，但全球大豆供应充足的局面暂难转变，菜粕单边跟随豆粕或者美豆，油粕比对价格影响大于豆粕，菜籽利润好于大豆，基本上豆类油脂都可找到相对明晰的判断，但目前阶段更多是宏观方面影响因素，风险和不确定性增加。

本文源自中国证券报

更多精彩资讯，请来金融界网站(www.jrj.com.cn)