

农产品历史复盘专题

美元周期对农产品价格的影响机制与历史复盘

优于大市

核心观点

弱美元不是农产品价格上涨的充分条件，供需变化对周期的驱动影响要优先于货币因素。我们选取 1970 年以来的美元与玉米、大豆、白糖、棕榈油等代表性农产品进行历史复盘，可以得到结论：一、不能仅看美元方向做农产品交易，还需要叠加供需因素综合判断。虽然弱美元环境理论上有利于农产品定价，但很难独立触发牛市，典型的时期比如 1985-1995 年弱美元但供需宽松的情形下，农产品价格表现仍低迷。另外强美元环境虽然不利于农产品，但在供需格局收紧的背景下，也不能阻止农产品牛市发生，典型的时期比如 2022 年强美元环境下，农产品仍暴涨。二、农产品周期驱动因子存在明确的优先级排序。首先需要考虑的是供需冲击，包括天气、战争、政策等变化，以及能源推动带来的生柴需求抬升或者生产成本上涨，其次是考虑货币金融因素的影响，包括美元、利率、流动性等对大宗商品配置的影响，当供需层面出现强驱动时，货币的负面影响会被覆盖。

在叠加低库存、减产、能源上涨、贸易限制、弱美元的共同驱动下，农产品更易形成趋势牛市。弱美元影响农产品的传导机制包括，一，抬升美元计价商品的名义价格，并可能增强美国农产品出口竞争力，但该效应更多体现为价格中枢抬升，而非趋势性暴涨。二，在低实际利率、通胀预期上升和商品金融化程度提高的环境中，资金对农产品资产配置的需求增加。三，若原油价格上涨，农产品不仅受益成本支撑，还可能通过生物燃料需求重塑需求曲线。四，在弱美元和通胀环境中，出口国更可能收紧出口，进口国更可能提前备库，从而放大全球边际供给紧张。综合来看，弱美元对农产品的影响是条件依赖型，当与低库存、供给冲击、能源上涨和政策收紧等多因素形成共振时，才更容易推动农产品进入趋势性上涨阶段。

超强厄尔尼诺已形成，新一轮农产品上行周期或将于 2027 年开启。一方面，目前全球大部分农产品库存处于低位或去库通道，为未来价格上涨提供了比较好的基础，同时，本轮厄尔尼诺强度正刷新历史纪录，叠加高油价共振，我们认为大宗农产品持续下跌 4 年后已见拐点，将进入易涨难跌阶段。品种弹性展望来看，预计棕榈油、白糖、天然橡胶>玉米、大豆。

风险提示：恶劣天气带来的不确定性风险；宏观事件冲击需求风险等。

投资建议：超强厄尔尼诺已形成，新一轮农产品上行周期有望开启。核心推荐：1) 种植：北大荒、苏垦农发。2) 白糖：骑士乳业等。3) 橡胶：海南橡胶。4) 种业：隆平高科、敦煌种业、康农种业等。5) 生猪：牧原股份、华统股份、温氏股份等。6) 牧业：华统股份、骑士乳业。

行业研究 · 行业专题

农林牧渔

优于大市 · 维持

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

liruinan@guosen.com.cn

S0980523030001

证券分析师：江海航

jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《农产品研究跟踪系列报告（225）-生猪价格持续走弱，三季度能繁母猪加速去化》——2026-10-25

《农林牧渔 2026 年 10 月投资策略-超强厄尔尼诺有望催化新一轮农产品上行周期》——2026-10-19

《农产品研究跟踪系列报告（224）-超强厄尔尼诺已形成，农产品有望开启新一轮上行周期》——2026-10-12

《农产品研究跟踪系列报告（223）-假期猪价价格底部震荡，原糖价格加速上行》——2026-10-08

《农产品研究跟踪系列报告（222）-仔猪价格环比下跌，本轮厄尔尼诺海温异常值持续升高》——2026-09-30

内容目录

美元影响农产品定价的三条传导路径分析	6
计价效应：美元贬值推动以美元计价的农产品价值被动重估	7
购买力转移效应：弱美元通过需求侧改善出口与消费	7
资产配置效应：实际利率为负，资金更愿意持有实物资产	8
历史复盘：四种典型的美元与农产品供需情形下的价格表现分析	9
弱美元加供需共振型农产品牛市	9
弱美元但供需不配合，未演化为大级别牛市	21
强美元但仍有农产品大涨：供需冲击覆盖货币逆风	26
强美元加供需宽松：货币与基本面同向压制农产品价格	31
新周期展望：低库存与极端天气等多因素共振，农产品 2027 年有望开启超级新周期	37
棕榈油：需求刚性、库存偏低，极端天气冲击下价格有望爆发	37
白糖：从旧作过剩转向新作短缺，巴西糖醇分流与印度出口约束下天气扰动有望放大	37
天然橡胶：供给弹性差的长周期品种，天气扰动将进一步放大供给脆弱性	39
玉米：全球消费增速高于产量，库存下行奠定了较好的涨价基础	40
大豆：去库已启动，生柴需求、及天气风险有望支撑价格中枢上移	41
牧业板块：肉牛大周期或迎拐点，看好海内外肉奶景气共振上行	42
生猪板块：2027 年猪价有望企稳上行，预计开启新周期	43

图表目录

图 1: 1971 年以来美元指数与全球豆粕、玉米价格拟合情况一览	6
图 2: 美国玉米、大米期货与美元指数拟合情况	7
图 3: 美国大豆、小麦期货与美元指数拟合情况	7
图 4: 全球小麦产量与出口量情况对比 (1970-1982 年)	9
图 5: 全球小麦期末库存与库销比情况对比 (1970-1982 年)	9
图 6: 美国小麦产量与单价情况对比 (1970-1982 年)	10
图 7: 1971-1980 年美元指数与全球玉米价格拟合情况	10
图 8: 美国玉米产量与单价情况对比 (1970-1982 年)	11
图 9: 美国玉米期末库存与库销比情况 (1970-1982 年)	11
图 10: 1971-1980 年美元指数与全球豆粕价格拟合情况	11
图 11: 1971-1980 年美元指数与全球白糖价格拟合情况	12
图 12: 全球糖产量与出口量情况对比 (1970-1982 年)	13
图 13: 全球糖期末库存与库销比情况对比 (1970-1982 年)	13
图 14: 1971-1980 年美元指数与全球棕榈油价格拟合情况	13
图 15: 马来西亚棕榈油产量与出口量情况对比 (1970-1982 年)	14
图 16: 印尼棕榈油产量与出口量情况对比 (1970-1982 年)	14
图 17: 1970-1982 年布伦特原油与全球棕榈油价格拟合情况	14
图 18: 2002-2012 年美元指数与 FAO 食品价格指数、WIT 原油期货价格拟合情况	15
图 19: 美国用于燃料乙醇的玉米占产量比例自 2005 年开始加速增长	15
图 20: 全球主要农产品期末库销比在 2008 年回落至周期内较低分位	16
图 21: 2002-2011 年美元指数与 CBOT 玉米价格拟合情况	16
图 22: 美国玉米产量与单价情况对比 (2000-2012 年)	17
图 23: 美国玉米期末库存与库销比情况 (2000-2012 年)	17
图 24: 美国大豆产量与单价情况对比 (2000-2012 年)	17
图 25: 美国大豆期末库存与库销比情况 (2000-2012 年)	17
图 26: 2002-2011 年美元指数与全球豆粕价格拟合情况	18
图 27: 中国大豆压榨量与进口量情况对比 (2000-2012 年)	18
图 28: 全球大豆产量与进口量情况对比 (2000-2012 年)	18
图 29: 2002-2011 年美元指数与全球白糖价格拟合情况	19
图 30: 全球糖产量与消费量情况对比 (2000-2012 年)	19
图 31: 全球糖期末库存与库销比情况 (2000-2012 年)	19
图 32: 2002-2011 年美元指数与全球棕榈油价格拟合情况	20
图 33: 全球棕榈油产量与消费量情况对比 (2000-2012 年)	20
图 34: 全球棕榈油期末库存与库销比情况 (2000-2012 年)	20
图 35: 1985-1995 年美元指数与全球玉米价格拟合情况	21
图 36: 美国玉米产量与单价情况对比 (1985-1995 年)	22
图 37: 美国玉米期末库存与库销比情况 (1985-1995 年)	22

图 38: 1985-1995 年美元指数与全球豆粕价格拟合情况	22
图 39: 美国大豆产量与单价情况对比 (1983-1995 年)	23
图 40: 美国大豆期末库存与库销比情况 (1983-1995 年)	23
图 41: 全球大豆产量与消费量情况对比 (1992-1999 年)	23
图 42: 全球大豆期末库存与库销比情况 (1992-1999 年)	23
图 43: 1985-1995 年美元指数与全球白糖价格拟合情况	24
图 44: 全球糖产量与消费量情况对比 (1983-1995 年)	24
图 45: 全球糖期末库存与库销比情况 (1983-1995 年)	24
图 46: 1985-1995 年美元指数与全球棕榈油价格拟合情况	25
图 47: 马来西亚棕榈油产量与出口量情况对比 (1983-1998 年)	25
图 48: 印尼棕榈油产量与出口量情况对比 (1983-1998 年)	25
图 49: 中国棕榈油消费量与进口量情况对比 (1981-1998 年)	26
图 50: 印度棕榈油消费量与进口量情况对比 (1981-1998 年)	26
图 51: 1985-1999 年原油价格与全球棕榈油价格拟合情况	26
图 52: 1994-2000 年美元指数与全球玉米价格拟合情况	27
图 53: 美国玉米产量与单价情况对比 (1990-2000 年)	27
图 54: 美国玉米期末库存与库销比情况 (1990-2000 年)	27
图 55: 1994-2000 年美元指数与全球大豆价格拟合情况	28
图 56: 美国大豆产量与单价情况对比 (1990-2000 年)	28
图 57: 美国大豆期末库存与库销比情况 (1990-2000 年)	28
图 58: 2020-2023 年美元指数与全球玉米价格拟合情况	29
图 59: 美国玉米产量与单价情况对比 (2016-2025 年)	29
图 60: 美国玉米期末库存与库销比情况 (2016-2025 年)	29
图 61: 2020-2023 年美元指数与全球大豆价格拟合情况	30
图 62: 美国大豆产量与单价情况对比 (2016-2025 年)	31
图 63: 全球大豆期末库存与库销比情况 (2016-2025 年)	31
图 64: 2014-2019 年美元指数与全球玉米价格拟合情况	32
图 65: 美国玉米产量与单价情况对比 (2010-2020 年)	32
图 66: 美国玉米期末库存与库销比情况 (2010-2020 年)	32
图 67: 美元升值对标准化大宗农产品的冲击较为显著	33
图 68: 2014-2019 年美元指数与全球大豆价格拟合情况	33
图 69: 美国大豆产量与单价情况对比 (2010-2020 年)	34
图 70: 美国大豆期末库存与库销比情况 (2010-2020 年)	34
图 71: 2014-2019 年美元指数与全球白糖价格拟合情况	34
图 72: 全球糖产量与出口量情况对比 (2010-2020 年)	35
图 73: 全球糖期末库存与库销比情况 (2010-2020 年)	35
图 74: 2014-2019 年美元指数与全球棕榈油价格拟合情况	35
图 75: 马来西亚棕榈油产量与出口量情况对比 (2010-2020 年)	36
图 76: 印尼棕榈油产量与出口量情况对比 (2010-2020 年)	36
图 77: 2026 年全球糖期末库销比已显著下降	38
图 78: 1960 年以来, 厄尔尼诺发生时, 导致全球甘蔗减产的概率为 41%	39

图 79: 全球天然橡胶单产近年下滑明显	40
图 80: 主要产区树龄结构一览	40
图 81: 美国大豆产量与压榨量对比 (2014-2026 年)	41
图 82: 美国大豆期末库存与库销比情况 (2014-2026 年)	41
图 83: 2025 年国内牛肉价格淡季不淡开启上行	42
图 84: 国内肉牛存栏 2024 年结束增长	42
图 85: 国内原奶价格目前仍处于完全成本以下	43
图 86: USDA 预计中国 2026 年期初奶牛总存栏将进一步下降	43
图 87: 国内仍存在较多的小规模奶牛养殖户	43
图 88: 历史复盘来看, 仔猪价格接近生猪价格的时候意味着行业情绪悲观, 行业基本触底	44
图 89: 官方能繁母猪存栏自 2025 年底深度亏损后加速去化	44
图 90: 钢联能繁母猪存栏 2026 年 Q3 环比去化加速	44
表 1: 美元影响农产品定价的三条传导路径	6
表 2: 1972/73 作物年度美国农民获得的大豆季节平均价格中有 47% 来自美元贬值贡献	12
表 3: 全球 21/22 年度大豆产量预期明显下调, 库消比降至 25.15%	30
表 4: 2026 年全球棕榈油期末库销比已显著下降	37
表 5: ANRPC 成员国天然橡胶供需平衡表 (未包含科特迪瓦等非会员国家)	39
表 6: 2026 年全球玉米期末库销比已较 2016 年显著下降约 11.11pcts	40
表 7: 2026 年中国玉米期末库销比已较 2016 年显著下降约 36.50pcts	40
表 8: 2026 年全球大豆期末库销比已较 2018 年下降约 5.15pcts	41

美元影响农产品定价的三条传导路径分析

历史复盘来看，美元是农产品定价的重要宏观变量，但不是决定农产品牛熊的第一因子。美元贬值通常通过计价效应、非美国国家购买力改善、资金配置转向实物资产三条路径，对农产品价格形成系统性支撑。但真正决定农产品价格斜率、高点和持续性的，仍然是库存、天气、战争、出口政策、能源成本与生物燃料需求这些供需变量。

一方面，弱美元不必然带来农产品牛市，1985-1995 年就是典型反例，美元在广场协议后显著走弱，但大部分农产品处于供给宽松与政策去紧缺化的阶段，因此压制了价格弹性，农产品整体并未进入持续牛市。

相反，强美元也未必能压住农产品自身的大涨趋势。2021-2022H1 在美元走强、加息启动的环境下，由于实际利率仍为负、叠加俄乌冲突扰动黑海供应、油价与化肥成本飙升，FAO 食品价格指数仍在 2022 年升至 144.5 的高位，显著高于 2021 年的 125.7 和 2020 年的 98.1。

表1: 美元影响农产品定价的三条传导路径

传导路径	作用机制	对价格的直接影响	生效条件	典型时期
计价效应	农产品以美元计价，美元贬值时，同样实物对应更多美元价格	美元弱→农产品美元标价上行	国际定价权集中、贸易流通顺畅	2002-2011、2020-2021
购买力转移效应	非美国国家以本币购买美元农产品，美非美国国家需求增强→出口改善 元走弱降低本币采购成本	→价格支撑	进口国需求有弹性、出口流向不受政策压制	部分 1970 年代、部分 2000 年代
资产配置效应	实际利率下行或为负，持有实物资产流动性宽松→农产品金融属性 机会成本下降，资金流向商品	抬升	实际利率低、通胀高、商品具备叙事	2002-2011、2021-2022H1

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图1: 1971 年以来美元指数与全球豆粕、玉米价格拟合情况一览



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

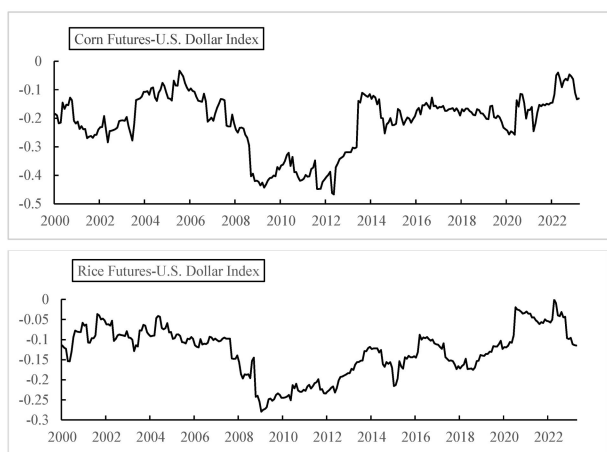
计价效应：美元贬值推动以美元计价的农产品价值被动重估

农产品国际贸易高度依赖美元定价，美国在全球农产品贸易与定价体系中处于核心地位。美元贬值时，其他货币持有者以本币购买同样数量农产品的成本下降，因此在美元计价体系下，商品价格往往表现为被动上涨；反之美元升值，则压制价格。

中国农业科学院农业经济与发展研究所的研究也验证了这一点，美元指数对国际谷物期货存在单向且逆向影响，相关系数大体处于-0.45至-0.15区间。从统计数据上看，美元走弱通常对谷物、油籽价格形成抬升。

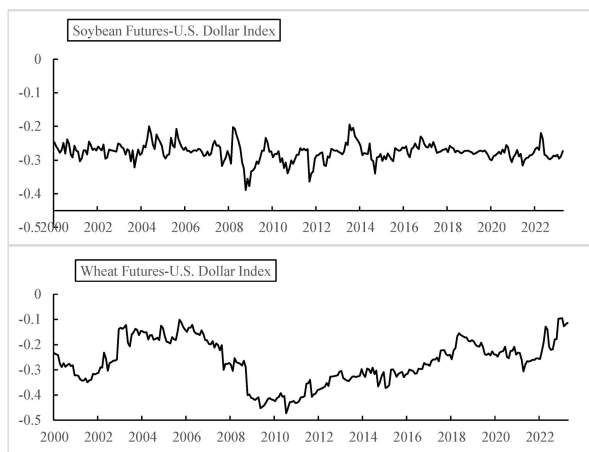
但需要注意的是，美元计价效应不是线性的，美元变化能否传导到商品，取决于市场是否同时认可该汇率变化对应的是更宽松的金融条件、更强的全球需求，或更高的通胀容忍度。若库存高企、供给宽松，即便美元走弱，计价效应也可能只带来反弹而非牛市；但若库存极低，计价效应会显著放大上涨斜率。

图2：美国玉米、大米期货与美元指数拟合情况



资料来源：中国农业科学院农业经济与发展研究所，国信证券经济研究所整理

图3：美国大豆、小麦期货与美元指数拟合情况



资料来源：中国农业科学院农业经济与发展研究所，国信证券经济研究所整理

购买力转移效应：弱美元通过需求侧改善出口与消费

弱美元会提升非美经济体的本币购买力，进而增强其对以美元计价农产品的进口能力。1970年代初的粮食行情中，这一机制表现得较为典型。布雷顿森林体系瓦解后美元持续贬值，美国农产品竞争力提升，美国大豆出口量从1970年的1184万吨增至1980年的2177万吨，出口占产量比例从27%提升到阶段高点45%。同期全球农业贸易也显著扩张，美国农业部USDA研究指出，全球小麦出口在1971-1972年间增加近29%，而美元贬值正是推动美国农产品更具竞争力的重要因素之一。

但购买力转移效应同样受制于两个约束。一，美元指数本身未必准确反映美国农产品主要贸易对手的购买力。美元指数对欧元、日元、英镑权重过高，而中国、墨西哥等关键农产品进口方并不在其核心篮子内，因此美元指数下跌超过12%并不必然等价于美国农产品贸易加权汇率同步明显走弱。二，农产品需求不少是刚性需求，汇率变化会改变成本，但未必线性改变消费量。

因此，购买力转移对出口竞争力和边际需求确有影响，但仍需与库存、竞争国汇率、贸易政策结合起来具体分析。

资产配置效应：实际利率为负，资金更愿意持有实物资产

农产品兼具实物与金融属性，当实际利率为负时，现金与债券的真实回报受损，资金更倾向配置实物资产和商品期货，以对冲通胀与货币购买力下降。具体来看，拆解为三方面因素驱动，一是持有成本：如果利率上升会提高库存商品的融资成本，理论上压制商品持有，反之亦然；二是汇率渠道：利率上升通常推升美元，使美元计价商品对非美买家更贵；三是风险偏好渠道：实际利率转正后，债券相对吸引力上升，商品等风险资产承压。

其中，需要注意的是，真正牵引资产价格的是实际利率，而非名义利率。美国联邦基金利率受央行控制较强，10 年期或更长期的实际利率更能反映真实全球资金成本和长期增长预期。2020 年大规模量化宽松之后，10 年期美国国债实际收益率持续处于负区间，为 2020-2021 年商品与农产品反弹提供了重要金融背景。

但美元对农产品的资产配置效应影响同样也要放在其供需背景下理解。2022 年就是典型的例子，虽然美联储进入加息周期、美元显著走强，但 2022 上半年实际利率仍处于由负值向上修复的过程中，真实金融条件并未立刻收紧到足以压垮商品，再加上拉尼娜与俄乌冲突又引发能源与粮食供给冲击，因此农产品并未因名义加息立即转熊，反而在 2022 年创出阶段性高位。

历史复盘：四种典型的美元与农产品供需情形下的价格表现分析

弱美元加供需共振型农产品牛市

1970-1978：货币变革、石油危机与粮食危机的三重共振

本轮全球农产品在货币制度重构、全球谷物库存低位、天气扰动和石油危机成本传导等因素的共同触发下，形成了一轮长牛的价格上涨。上世纪 70 年代处于全球货币体系发生重大变化的阶段，1971 年 8 月尼克松宣布停止美元与黄金兑换，12 月《史密森协定》推动美元正式贬值，主要国家随后转向浮动汇率制度。美元指数自 1971 年 1 月约 120.53 下行至 1973 年 7 月约 90.54，累计贬值约 25%。美元信用锚发生变化后，全球流动性环境趋于宽松。同时，1972 年前后全球多地出现异常天气，苏联及亚洲部分地区粮食减产，推动全球谷物进口需求显著上升。叠加 1973 年和 1979 年两次石油危机推升全球能源价格和通胀预期，大宗商品整体进入强势周期。

◆ 玉米：供需危机主导涨价，弱美元进一步放大出口需求和价格弹性

美国玉米价格由 1971 年的 1.08 美元/蒲式耳涨至 1974 年的 3.02 美元/蒲式耳，涨幅约 179.6%。全球谷物库存坍塌是本轮玉米涨价的核心驱动因素，1972/73 生产年度，全球多个主要产粮地区同时遭遇不利天气，包括苏联、印度、中国及东南亚部分国家均有减产。其中，苏联歉收的冲击关键，1972 年苏联先遭遇了严寒少雪导致冬小麦大面积冻害，随后又由于干旱和高温，东部部分地区受降雨影响收割困难。1972 年苏联粮食产量约为 1.6 亿吨，较 1971 年 1.8 亿吨明显回落，较官方目标低约 20%。在此背景下，苏联迅速转向国际市场大规模采购。1972 年 7 月至 8 月，苏联与美国粮商密集签约，迅速采购约 4.4 亿蒲式耳小麦，并进一步购买玉米和大豆；根据美国农业部经济研究局的报告，到 1972/73 年，苏联合计从国际市场采购谷物约 2800 万吨，其中约 1800 万吨来自美国。

图4：全球小麦产量与出口量情况对比（1970-1982 年）



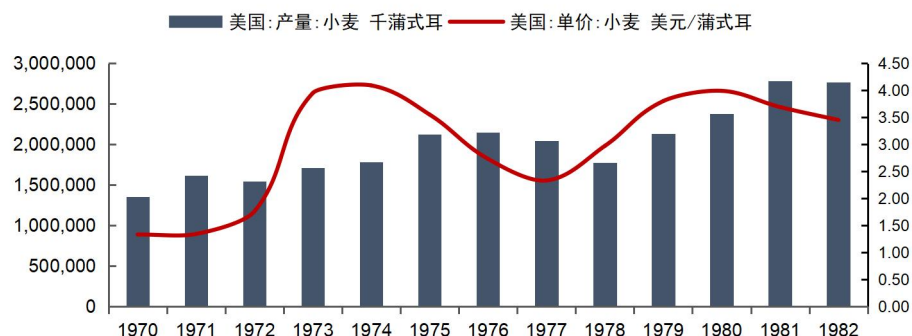
资料来源：澳大利亚农业、渔业和林业部，国信证券经济研究所整理

图5：全球小麦期末库存与库销比情况对比（1970-1982 年）



资料来源：澳大利亚农业、渔业和林业部，国信证券经济研究所整理

图6: 美国小麦产量与单价情况对比（1970-1982 年）

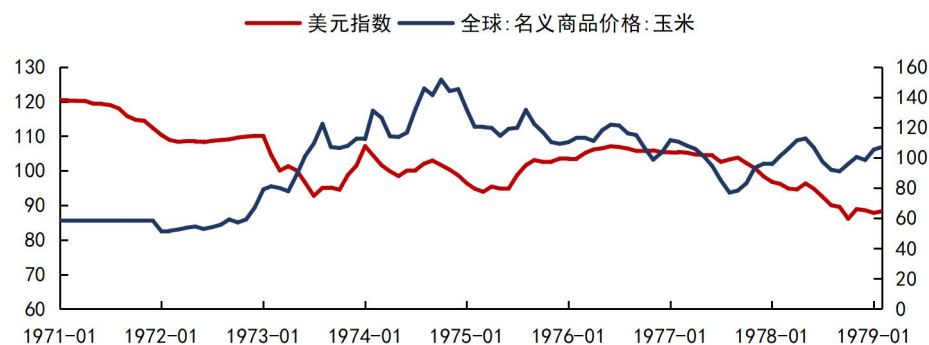


资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

美元贬值使美国产品更具国际竞争力，玉米作为美国核心出口农产品，出口需求和价格同步上升。国际市场上，由于小麦及豆粕供应不足，玉米成为下游饲料所需的重要替代品，其价格从1972年5月的1.28美元/蒲式耳升至1973年5月的2.32美元/蒲式耳。因此，玉米1971-1974年的暴涨主因来自全球供需及库存低位，弱美元在此阶段作为催化剂，显著增强了美国谷物出口链条的价格传导效率。

随着1975-1976年随着玉米产量恢复、库存回补，虽然1977年开始美元再走弱，玉米价格却没复制1974年的上涨斜率。1976年美国玉米期末库销比已回升至27%，明显高于1972-1973年10-15%的极端低位水平。这说明当玉米库存安全垫恢复后，弱美元只能支撑价格中枢，难以单独驱动供应短缺型牛市。

图7: 1971-1980 年美元指数与全球玉米价格拟合情况



资料来源：世界银行，美联储，国信证券经济研究所整理

图8: 美国玉米产量与单价情况对比（1970-1982 年）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图9: 美国玉米期末库存与库销比情况（1970-1982 年）

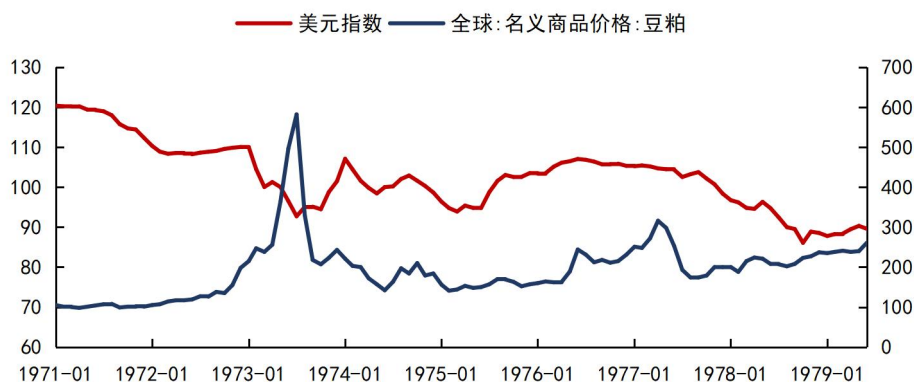


资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

◆ 豆粕：1970 年代的生产与出口相对集中于美国，相对主粮更受益于美元走弱带来的出口需求增长

美国豆粕 1972-1973 年涨价约 315%，价格弹性更高于主粮品种。据美国经济研究局 ERS 统计，美国豆粕价格从 1972 年 5 月的每吨 94 美元上涨至 1973 年 5 月的每吨 390 美元，累计上涨了 315%，部分原因是大豆替代品供应减少，同时由于大豆供应不足刺激了重要替代品玉米的需求，同一阶段，美国玉米从 1972 年 5 月的每蒲式耳 1.28 美元上涨至 1973 年 5 月的每蒲式耳 2.32 美元，累计上涨了 81%。对比来看，豆粕的弹性强于玉米，主要系豆粕是高蛋白饲料核心原料，替代品更少，同时秘鲁作为最大的鱼粉出口国，由于洋流变化导致鱼类游向更深水域，渔获量大幅减少，秘鲁仅出口了其正常出口量 180 万吨鱼粉约 25%，进一步放大了国际市场对于豆粕的需求。

图10: 1971-1980 年美元指数与全球豆粕价格拟合情况



资料来源：世界银行，美联储，国信证券经济研究所整理

美元贬值强化了在全球供应偏低时期的美豆出口需求。上世纪 70 年代初期全球大豆供应与出口高度集中于美国，发达国家畜牧业发展支撑美豆出口需求持续扩张。根据 ERS 的 1973 年的研究显示，1973 财政年度美国大豆生产占全球产量的 73%，其出口占全球贸易的 90%。同时，美国 1973 财政年度大豆出口同比增加了

约 7500 万蒲式耳，达到 5.06 亿蒲式耳，连续六年创历史新高。据 ERS 统计，1973 年前的过去十年美国大豆出口每年增长约 10%，大部分增长来自于西欧国家、日本、加拿大和其他发达国家的畜牧业生产持续增长。美国一半以上的大豆作物以豆粕或大豆形式出口，1973 财政年度占世界油籽及粕类出口的 75%以上。

1972/73 作物年度美国农民获得的大豆季节平均价格中有 47%来自美元贬值贡献。据 ERS 统计，美国农民获得的大豆季节平均价格已从 1971-72 作物年度的每蒲式耳 3.03 美元上升到 1972-73 作物年度估计的每蒲式耳 4.23 美元，对应农民获得价格净增加 1.20 美元。其中，外国需求增加贡献了 1 美元，其余 20 美分的价格上涨是由国内需求引起。具体来看，价格增加 1.2 美元/蒲式耳中，有 15 美分归因于苏联对美国的大豆采购；56 美分归因于美元贬值；15 美分归因于进口美国大豆国家的畜牧业扩张；14 美分归因于竞争性油籽作物在全球供应量的减少，包括秘鲁鱼粉产量受洋流变化影响下降；另外 20 美分归因于美国牲畜价格上涨，从而增加了美国国内对豆粕的需求。总体上，对高蛋白粕的国际需求在美元贬值的推动下增长显著。

表2: 1972/73 作物年度美国农民获得的大豆季节平均价格中有 47%来自美元贬值贡献

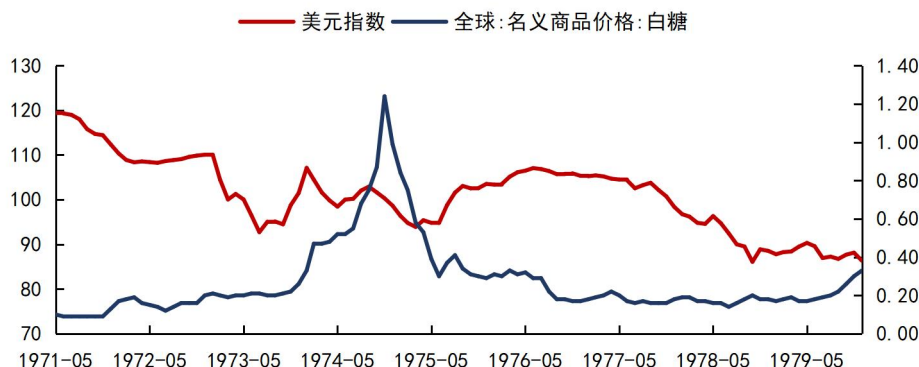
1972/73 作物年度美豆价格同比上一年度增加来源	美分/蒲式耳	贡献占比
总计净增加	120	100%
美国国内的豆粕需求增加	20	17%
美元贬值	56	47%
进口美国大豆国家的畜牧业扩张	15	13%
苏联对美国的大豆采购	15	13%
其他竞争性油籽作物、鱼粉等全球供应量的减少	14	12%

资料来源：美国经济研究局 ERS，国信证券经济研究所整理

◆ 白糖：与美元表现有一定负相关，但来自供需、能源传导的影响更显著

白糖是上世纪 70 年代波动弹性较强的软商品之一，弹性显著高于谷物。1970 年到 1973 年白糖价格从不足 5 美分/磅上行至约 10 美分/磅，并在第一次原油危机期间快速拉升，在 1975 年达到接近 56 美分/磅高点。根据联合国粮农组织 FAO 的分析，上世纪 70 年代，全球糖的进口市场约 2/3 由美国、日本、加拿大等发达国家主导，由于这些国家的人均收入高、糖消费占可支配收入比例低，当时美国、日本约 85%的糖用于食品工业（当时用途以软饮为主），企业更在意保住终端产品市场份额，而不是压缩原料采购，因此当 1974 年价格急剧上涨时，进口量并未显著减少，这进一步推动了价格上涨。

图11: 1971-1980 年美元指数与全球白糖价格拟合情况



资料来源：世界银行，美联储，国信证券经济研究所整理

图12: 全球糖产量与出口量情况对比（1970-1982 年）



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图13: 全球糖期末库存与库销比情况对比（1970-1982 年）



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

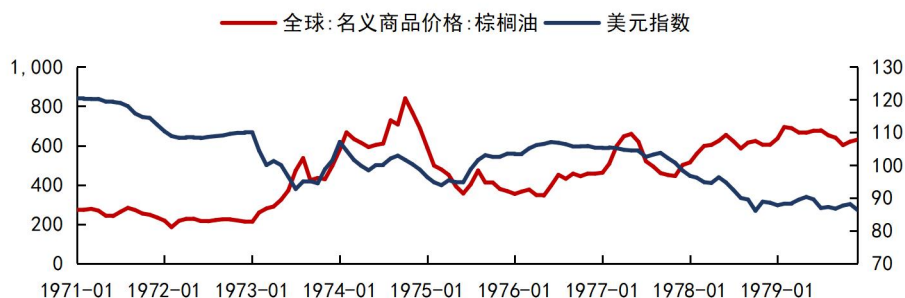
1970 年代白糖与美元指数的负相关拟合程度不如谷物。弱美元对糖价的影响分为部分：一，名义价格重估；二，油价和能源替代逻辑对糖供给分配的影响。第一次原油危机时，白糖与原油高度联动；油价长期高位抬升了燃料乙醇经济性，巴西糖厂提升制乙醇比例、压缩食糖产量。

从价格节奏来看，白糖在 1970-1973 年先温和上涨，而在 1974-1975 年出现极端上冲。这与美元指数的下跌方向一致，但节奏并不完全同步。核心原因在于：1) 糖价更容易被单个年度的供需错配放大；2) 低弹性的进口需求使白糖价格上涨斜率更大；3) 与油价共振进一步拉大波幅。因此，该阶段弱美元是糖价上行催化剂，但不是 1974-1975 年极端涨幅的首要变量，糖价斜率更多由糖市自身的低弹性结构、供给波动和能源价格传导决定。

◆ 棕榈油：更受益于油脂替代，弱美元是必要非充分条件

1973 年起受油价上行驱动，棕榈油开始显著上涨。总体上，在该轮弱美元时期（1971-1973 年、1976-1978 年）棕榈油价格都处在平稳或上行通道，但 1971-72 年的弱美元初期的价格上行并不明显。上世纪 70 年代棕榈油处于产业扩张和应用扩散期。供给端，马来西亚种植园高速扩张，但初始基数较小，其棕油出口量从 1970 年 524 千吨增长至 1974 年 1024 千吨，再到 1978 年 2524 千吨，但在全球油脂总盘子里，棕油占比仍低于豆油；印尼同期产量更小。需求端，上世纪 70 年代早期，分提工艺问世，扩展了棕榈油在食品和其他领域的应用。因此 1970 年代的棕榈油属于供需双增的成长型油脂品种。

图14: 1971-1980 年美元指数与全球棕榈油价格拟合情况



资料来源: 世界银行, 美联储, 国信证券经济研究所整理

图15: 马来西亚棕榈油产量与出口量情况对比（1970-1982年）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

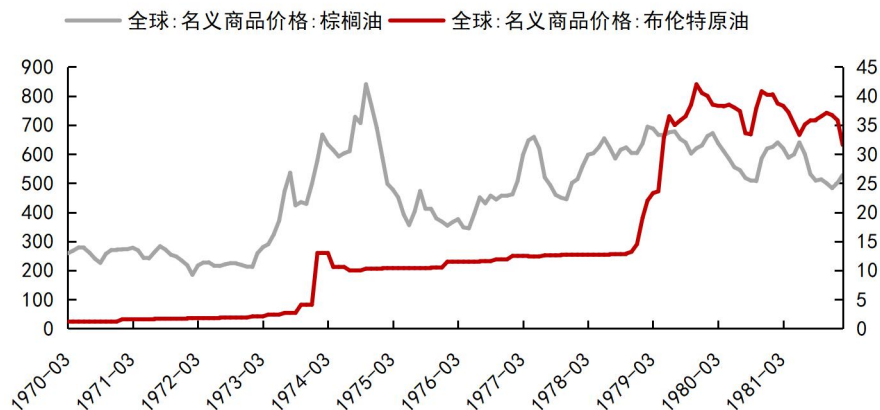
图16: 印尼棕榈油产量与出口量情况对比（1970-1982年）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

弱美元对棕榈油的影响方面，弱美元非核心因素，油价上行驱动更加明显。从传导因素看，棕榈油价格在上世纪70年代受益于两方面：一是美元走弱抬升大宗商品名义价格；二是油脂替代与能源价格上行强化植物油需求预期。1973-74年油价暴涨，同步带动化肥价格上行，棕榈种植采摘、压榨、海运成本全链条抬升，同时豆油制生物柴油概念雏形出现，燃料替代需求开始明显增加。

图17: 1970-1982年布伦特原油与全球棕榈油价格拟合情况



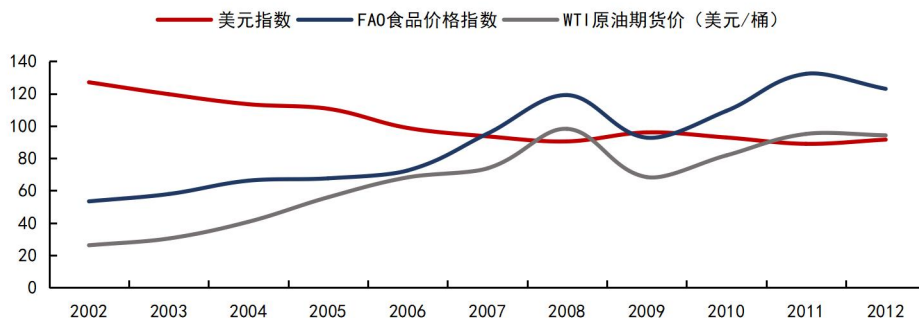
资料来源：世界银行，国信证券经济研究所整理

2002-2011年：弱美元、生物燃料、新兴需求与金融化共同塑造超级农产品周期

2002-2011年是农产品的金融属性、能源属性与供需属性首次深度耦合的阶段。2002年以后，美元指数进入一轮较长周期的下行阶段，美国经常账户赤字扩大、全球储备多元化、新兴市场汇率弹性上升，以及全球流动性环境总体宽松。尤其在2008年全球金融危机前后，美元流动性扩张和实际利率下行进一步强化了大宗商品的名义价格支撑。与1985-1995年不同，这一轮弱美元周期发生在全球商品金融化程度显著提升的背景下。商品指数基金、商品ETF及机构投资者配置比例上升，使大宗商品不仅是实物贸易品，也越来越具备金融资产属性。弱美元带来

的资金再配置效应因此更加明显。美元指数自 2002 年均值 127 下行至 2011 年均值 89，累计贬值约 30%；同期 FAO 食品价格指数年均值由 53.4 升至 132.2，2011 年约为 2002 年的 2.5 倍；WTI 原油年均值由 2002 年 26.2 美元/桶升至 2011 年 95.0 美元/桶。

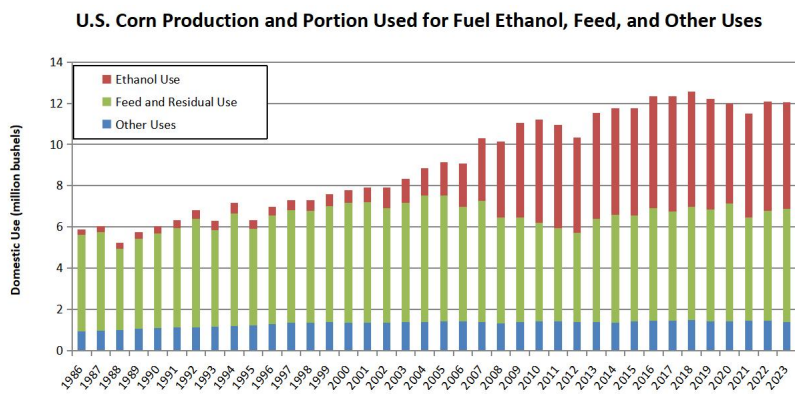
图18：2002-2012 年美元指数与 FAO 食品价格指数、WIT 原油期货价格拟合情况



资料来源：世界银行，美联储，国信证券经济研究所整理

本轮弱美元周期中的全球农产品重要变化在于，生物燃料应用重构了农产品需求端。美国 2005 年《能源政策法案》、2007 年 RFS 扩容，推动燃料乙醇和生物柴油需求快速增长，玉米、豆油、菜籽油、棕榈油等开始被重新定价为能源替代品。2008 年全球玉米乙醇产量达到 670 亿公升，同比增长 34%；美国燃料乙醇产量全球占比由 2002 年的 39% 升至 2008 年的 53%；2007/08 年度美国用于乙醇生产的玉米达到 37 亿蒲式耳，同比增加 12.5 亿蒲式耳；2007 年全球玉米总消费量中约 12% 用于生产乙醇。更长维度看，美国用于乙醇的玉米从 2006/07 年度的 5400 万吨增至 2011/12 年度的 1.27 亿吨，占美国玉米产量比重超过 40%。

图19：美国用于燃料乙醇的玉米占产量比例自 2005 年开始加速增长



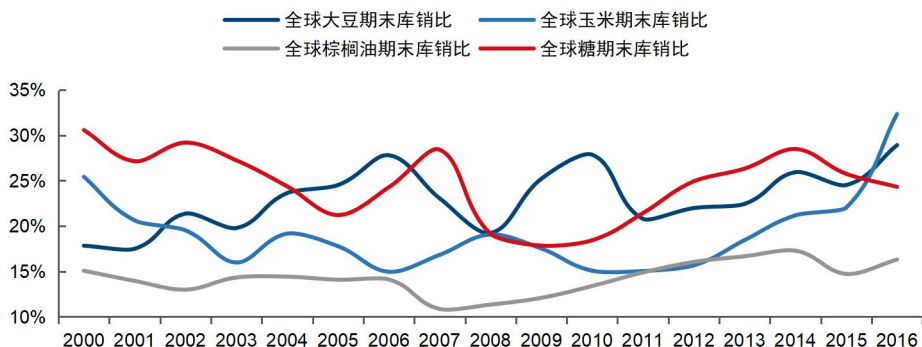
资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

2000 年代的另一个关键变化，是农产品定价在投资市场的金融属性强化。机构投资者首次将商品视为与股票、债券并列的独立资产类别，大量被动指数资金、养老金、对冲基金和掉期资金进入商品期货市场。2006 年至 2011 年初农业商品市场金融投机者总资产从 650 亿美元升至 1260 亿美元。以美国小麦期货市场为例，金融投机者交易占比从 90 年代中期的 12% 升至 2011 年的 61%，由此农产品价格波动被金融市场进一步放大。

同时，本轮弱美元周期中，全球极端天气频发、以及农产品处于低库存水平共同奠定了供给端的脆弱性。2006-2008 年全球气象灾害频发，美国高温、欧洲和北美风暴、亚洲洪涝与寒潮共同压缩全球谷物供给，2008 年全球谷物期末库销比降

至 16%，为过去 45 年最低水平。2007-2008 年在农产品价格飙升阶段，FAO 食品、谷物、油脂价格指数自 2007 年初到 2008 年 6 月高点分别上涨 91%、155%和 180%。

图20: 全球主要农产品期末库销比在 2008 年回落至周期内较低分位

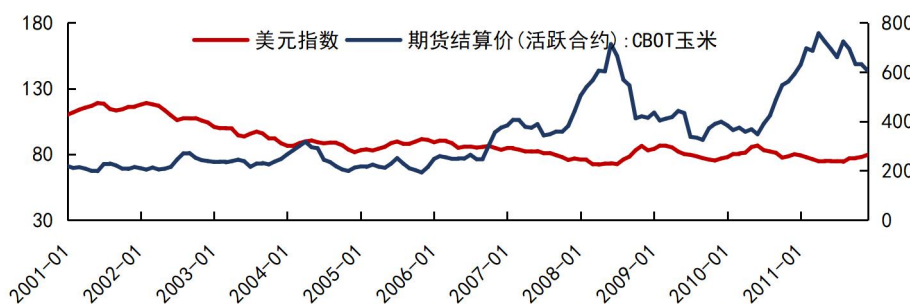


资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

◆ 玉米: 需求曲线被生物燃料政策改写

美国玉米价格在 2002-2011 年从 2.32 美元/蒲式耳升至 6.04 美元/蒲式耳, 累计上涨 160.34%。该阶段玉米上涨核心驱动来自乙醇需求增长。2002 年以后石油价格重新进入上行周期, 2005 年美国《新能源法案》给予玉米乙醇高额补贴, 直接刺激乙醇玉米消费, 并通过种植面积替代效应挤压其他粮食作物供需。美国乙醇产量从 2001 年 17.7 亿加仑增长到 2010 年 132.3 亿加仑, 接近 7.5 倍增长几乎全部建立在玉米基础上。到 2010 年, 全球玉米产量中约 15%被用于乙醇。这意味着玉米从原先单纯的食物和饲料作物, 被重新定价为能源原料之一。

图21: 2002-2011 年美元指数与 CBOT 玉米价格拟合情况



资料来源: 世界银行, 美联储, 国信证券经济研究所整理

同时玉米需求扩张对其他农产品也具有明显的外溢效应。由于玉米种植面积扩张, 2006-2007 年美国玉米面积大增时伴随大豆面积下降, 这一替代效应在油籽市场也形成价格推力。因而玉米是本轮农产品牛市中的枢纽品种, 通过土地竞争和饲料或原油需求竞争, 间接对豆粕、棕榈油、白糖等替代燃料链形成扰动。

图22: 美国玉米产量与单价情况对比 (2000-2012 年)



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图23: 美国玉米期末库存与库销比情况 (2000-2012 年)



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

◆ 豆粕: 中国需求崛起下的大豆压榨链重估

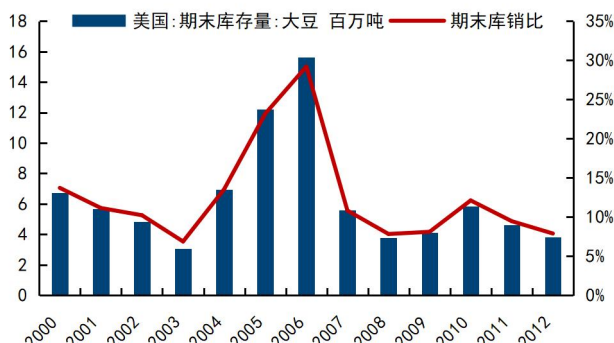
2001-2004 年美国大豆价格持续上涨, 重要驱动来自于 2003/04 作物年度北美干旱导致美国大豆减产 820 万吨, 全球大豆供需逆转, 出现 300 万吨供需缺口。同期全球经济复苏、美元宽松、新兴市场需求增强的背景下, 推动了整条大豆链价格抬升。

图24: 美国大豆产量与单价情况对比 (2000-2012 年)



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图25: 美国大豆期末库存与库销比情况 (2000-2012 年)



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

真正驱动本轮弱美元周期豆粕长期景气中枢上移的, 是中国大豆进口的爆发式增长。中国成为全球大豆第一大边际买家后, 大豆链的国际定价权重显著上升, 美元弱势又进一步增强了以美元计价的油籽油料资产吸引力。2002-2010 年, 中国大豆进口量年均增长约 23%, 并在 2010 年达到 5234 万吨。中国大豆压榨量从 2000 年的 1890 万吨增至 2010 年的 5500 万吨, 增长 191%, 显著受益于饲料消费和食用油消费同时增长。

图26: 2002-2011 年美元指数与全球豆粕价格拟合情况



资料来源: 世界银行, 美联储, 国信证券经济研究所整理

图27: 中国大豆压榨量与进口量情况对比 (2000-2012 年)



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图28: 全球大豆产量与进口量情况对比 (2000-2012 年)



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

◆ 白糖: 本轮弱美元初期表现平淡, 后因亚洲减产与乙醇逻辑驱动暴涨

白糖价格在 2002-2004 年并不强, 从 8.2 美分/磅降至 6.6 美分/磅, 2005 年后才进入趋势上行, 到 2011 年达到 25.0 美分/磅, 累计涨幅 204.88%。

一是因为全球产量在 2008/09 年明显收缩。全球糖产量在 2008/09 年下降接近 2000 万吨, 降幅约 12%; 直接导致全球库存大幅下降 31%, 并把印度由生产大国推向进口大国, 分别于 2008/09 年进口 280 万吨, 2009/10 年进口 600 万吨。

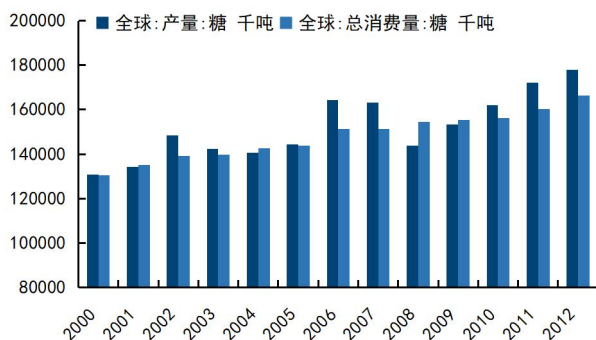
二是巴西糖-醇切换增强了糖价对能源和汇率的敏感性。巴西是全球最重要的糖出口国, 同时也是甘蔗乙醇大国。甘蔗可以在制糖和制乙醇之间切换, 意味着当油价高、乙醇收益好时, 糖供给被边际压缩。

图29: 2002-2011 年美元指数与全球白糖价格拟合情况



资料来源: 世界银行, 美联储, 国信证券经济研究所整理

图30: 全球糖产量与消费量情况对比 (2000-2012 年)



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图31: 全球糖期末库存与库销比情况 (2000-2012 年)



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

◆ 棕榈油: 植物油需求扩张与生物燃料预期共振, 走势更像“油脂牛市”

2000 年-2012 年棕榈油价格经历了三个阶段。2000-2003 年小幅震荡回升; 2004-2006 年偏低迷, 主要因为国际油料作物连续丰收, 油脂价格整体承压; 2006 年底以后, 全球植物油需求增长和生物能源预期显著升温, 价格明显进入上行通道。到 2008 年上半年, 油脂系统性牛市把棕榈油推到阶段高点; 后续由于金融危机影响回落, 但 2009Q4 起又因中国和印度进口需求强、原油回升而重新反弹。

图32: 2002-2011 年美元指数与全球棕榈油价格拟合情况



资料来源：世界银行，美联储，国信证券经济研究所整理

图33: 全球棕榈油产量与消费量情况对比（2000-2012 年）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图34: 全球棕榈油期末库存与库销比情况（2000-2012 年）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

放在更长的历史周期中看，2002-2011 年的农产品周期完成了三重再定价。第一，农产品由传统消费品再定价为全球宏观资产。第二，玉米、植物油等从食品及饲料原料再定价为能源替代品。第三，天气与贸易政策从短期扰动因素再定价为影响全球通胀和地缘稳定的系统变量。弱美元本身不是农产品涨价的充分条件，美元走弱提供估值与流动性土壤，但真正决定农产品弹性的，是供需基本面是否已被压缩至低库存状态。同时，农产品与能源联动增强后，原油不再只是成本变量，也成为需求变量。此外，在全球粮食贸易高度集中的背景下，出口限制对价格的冲击往往大于单纯减产。因为国际价格由边际可贸易供给决定，而不是由全球总产量决定。

弱美元但供需不配合，未演化为大级别牛市

1985-1995 年：弱美元修复出口竞争力，但难独立触发农产品牛市

1985 年广场协议后，主要经济体协调干预外汇市场，美元进入一轮较明显的贬值周期。从宏观环境看，这一阶段全球通胀预期相对可控，美国货币政策虽然经历宽松与紧缩切换，但并未形成类似 1970 年代那种持续性高通胀环境。美元在 1985 年 2 月至 1987 年 12 月累计贬值 48.1%，显著改善了美国农产品出口竞争力，但大部分农产品并未因此进入持续牛市，反而在 1985-1992 年多数年份价格维持低位，仅在 1988 年因美国大旱出现脉冲式上冲。

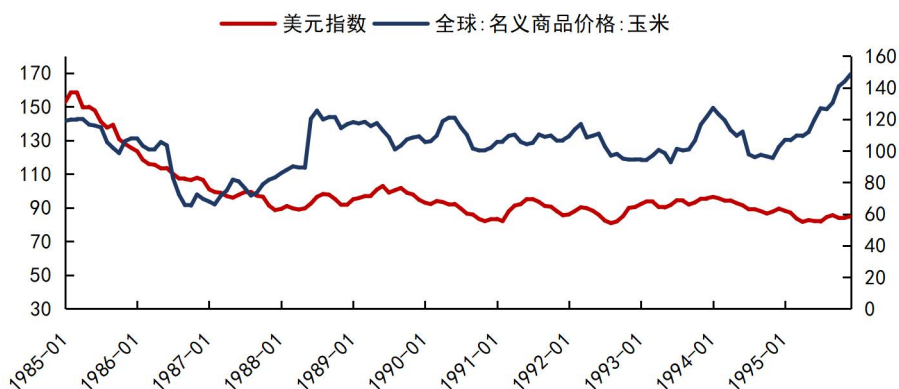
相较 1970 年代，本轮 1985-1995 年的弱美元周期期间，全球农产品供需环境总体偏宽松。一方面，农业技术进步延续，单产水平稳步提升。美国、欧洲以及部分新兴经济体的农业生产效率改善，使全球谷物供给能力维持在较高水平。同时，前期高价格刺激产量扩张。1970 年代农产品大涨后，全球种植面积和产能有所扩张，供给逐步恢复。此外，库存水平相对充裕。即便出现局部天气扰动，市场也有较强的缓冲能力，价格难以形成持续暴涨。

◆ 玉米：天气与库存是主驱动，弱美元负相关性偏弱

全球玉米名义商品价格在弱美元周期的 1985-1995 年期间多数年份涨跌幅不大。其中较为显著的变化阶段一个是在 1988 年，美国中西部遭遇严重干旱，导致主要农作物大幅减产；根据美国农业部统计，1988 年美国玉米、大豆、小麦产量分别同比下降 31%、20%、14%，年均单价分别同比上涨 31%、26%、45%。后续 1989 年伴随产量恢复，价格开始回落。

1994 年 4 月乌拉圭回合农业协定签署后，粮价再度上行。发达国家需在 6 年内将出口补贴额和补贴产品出口量分别削减 36% 和 21%，还需削减农业生产补贴 20%。在此影响下，全球粮食产量开始下滑，1995 年全球谷物产量同比减少 2.76%，其中美国与俄罗斯谷物产量分别减少 22.01% 和 21.30%；1993-1995 全球谷物库存连续三年下滑，1995 年库存消费比降至 14%，为此前 10 年新低。根据 FAO 统计，1995/96 国际谷物价格显著上涨，小麦价格从 1994/95 平均 157 美元/吨升至 1996 年 5 月高点 271 美元/吨，玉米价格也升至 212 美元/吨以上。

图35：1985-1995 年美元指数与全球玉米价格拟合情况



资料来源：世界银行，美联储，国信证券经济研究所整理

总结来看，玉米在 1985-1995 这十年内有两轮重要价格拐点：一轮是 1988 年的天气扰动下带来的价格脉冲，另一轮是 1994-1996 的全球谷物平衡表收紧驱动带来的价格上行。二者都与美元弱势并存，但都不能归因为弱美元本身。

图36: 美国玉米产量与单价情况对比（1985-1995 年）



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图37: 美国玉米期末库存与库销比情况（1985-1995 年）



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

◆ 豆粕：受供需收紧推动更明显，弱美元起到价格放大器作用

在全球大豆供给恢复的背景下，1985 年下半年全球豆粕名义商品价格跌到接近 141 美元/吨，较前期 1983 年高点回落约 49%。1986-1987 年在弱美元托底下，美国大豆出口竞争力增强、叠加全球饲料消费恢复，全球豆粕名义商品价格呈现温和回升态势。从价格节奏来看，本轮弱美元周期中，大豆更明显的价格斜率变化来自供给端扰动，其中，1988 年拉尼娜导致的美国大旱使得美国大豆产量同比减少约 20%、美国大豆单价同比增加约 26%，以及 1993 年洪涝导致美国大豆产量同比减少约 15%、美国大豆单价同比增加约 15%。

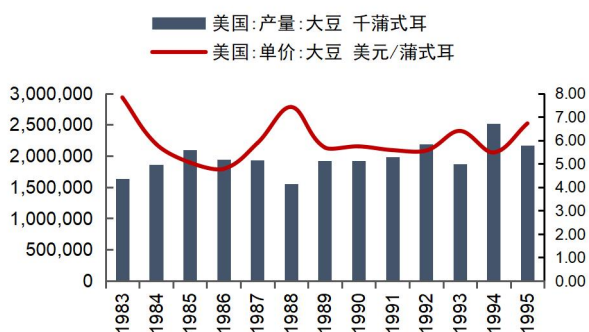
总结来看，1985-1995 年的弱美元为豆粕价格提供了货币性的底部支撑，但价格的每一次显著波动，主要由供需基本面决定方向。当供给充裕时，在 1989-1991 年时期，弱美元为美豆价格中枢提供一定支撑，较 1985 年底部仍有 20%上移。

图38: 1985-1995 年美元指数与全球豆粕价格拟合情况



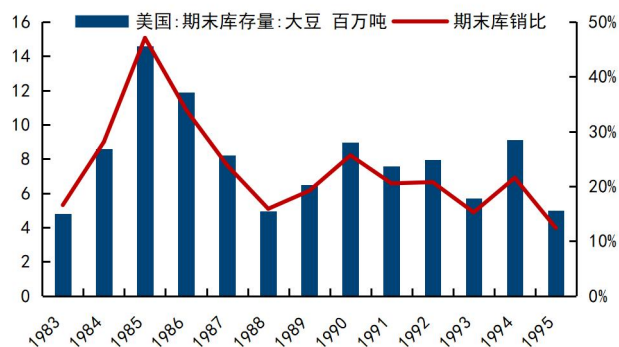
资料来源: 世界银行, 美联储, 国信证券经济研究所整理

图39: 美国大豆产量与单价情况对比 (1983-1995 年)



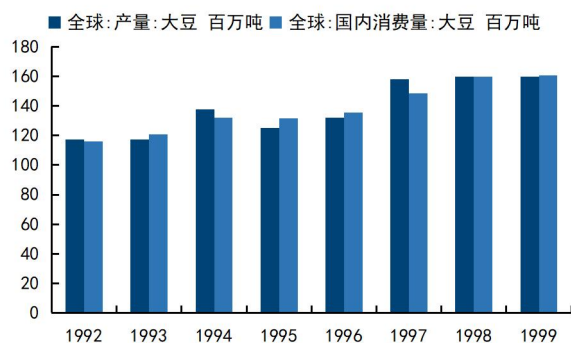
资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图40: 美国大豆期末库存与库销比情况 (1983-1995 年)



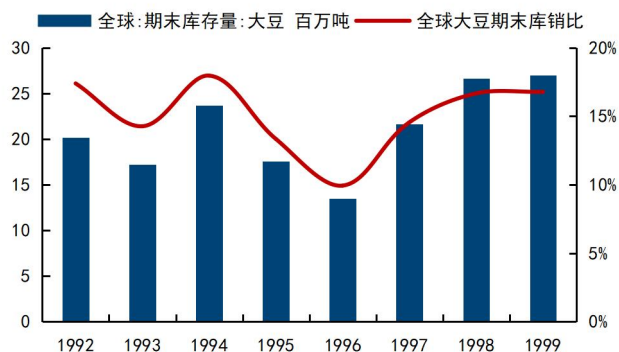
资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图41: 全球大豆产量与消费量情况对比 (1992-1999 年)



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图42: 全球大豆期末库存与库销比情况 (1992-1999 年)

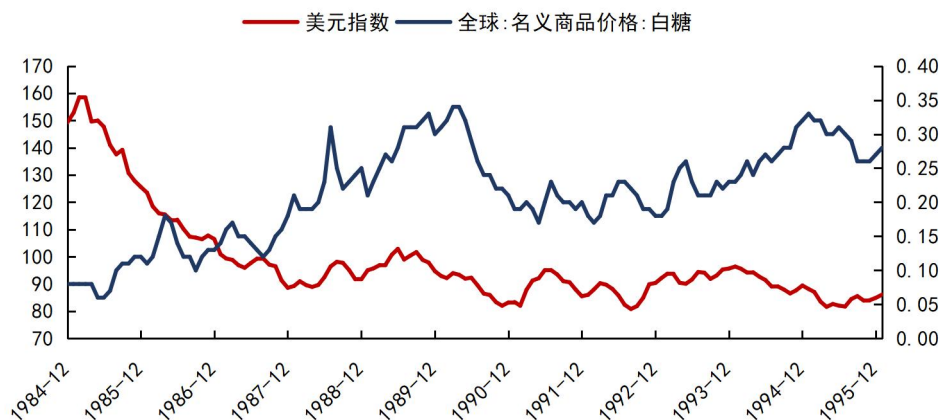


资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

◆ 白糖: 该阶段与弱美元负相关拟合度更高, 但仍不能脱离供需与政策基本面

白糖在 1985-1995 年表现出明确的上行趋势, 从 13.07 美分/磅升至 18.79 美分/磅, 累计涨幅约 44%, 显著高于同期棕榈油、豆粕和玉米的累计价格弹性。这背后与白糖的国际贸易属性强、美元计价敏感有关。白糖作为美元计价商品, 当美元贬值时, 非美元地区购买白糖的本币成本下降, 购买力增强, 对国际糖价形成支撑。相反, 美元走强会压制非美元消费需求, 这一定价机制使得白糖比许多内需型、区域型农产品更容易体现汇率弹性。

图43: 1985-1995 年美元指数与全球白糖价格拟合情况



资料来源: 世界银行, 美联储, 国信证券经济研究所整理

供给端, 全球生产补贴(欧盟、美国、印度等主要生产国和地区给予国内支持政策)使得 1984 年前后的糖面临较大的供给过剩压力, 糖价跌到底部位置。需求端, 1985 年全球食糖消费破 1 亿吨, 人口及收入增长带来刚性需求底部上移。在需求增速增长更快的背景下, 全球糖库存自 1985-1989 年进入新一轮降库周期。政策端, 1992 年国际糖组织达成协议, 成员国进行产量约束, 1992 年-1993 年库存进一步走低。

图44: 全球糖产量与消费量情况对比 (1983-1995 年)



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图45: 全球糖期末库存与库销比情况 (1983-1995 年)



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

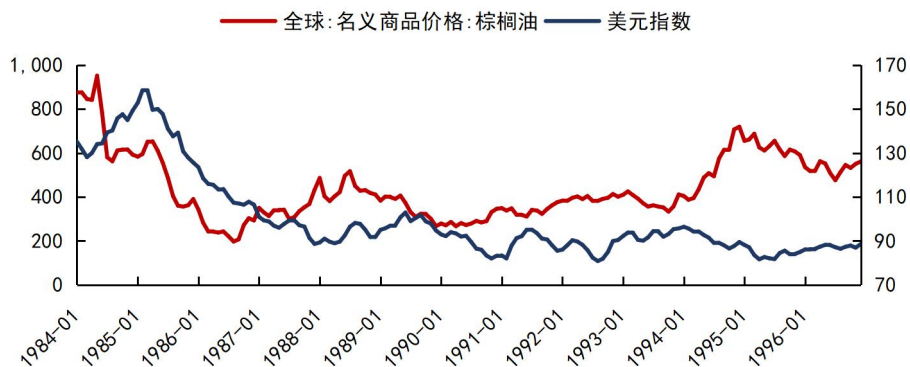
总结来看, 白糖在本轮弱美元周期中, 得益于自身的库存下降, 展现出相较其他品种更显著的涨幅弹性。

◆ 棕榈油: 供给维持扩张, 价格弹性受到压制

棕榈油 1985-1995 年的价格表现较为平缓, 从 480.92 美元/吨升至 530.58 美元/吨, 十年累计仅上涨约 10.3%, 年化后的平均上涨斜率较小。本轮弱美元周期中, 棕榈油处于东南亚供给能力扩张较快的阶段, 因此整体价格弹性被压制, 价格先快速回落, 并在长期一段时间中保持低迷, 最终在末期因供给冲击而急剧拉升。1982-1984 年棕榈油价格在美国 Pik 计划减少大豆种植面积以及东南亚干旱的影

响下，有一轮大幅上涨，由此刺激了马来西亚和印尼的大规模扩种，到 1985-1986 年，新种植的油棕进入旺产期，因此弱美元的影响被东南亚产能的爆炸式扩张所掩盖。1987-1993 年东南亚的棕榈油产能仍在惯性增长，棕榈油相对于豆油大幅折价，价格优势帮助棕榈油拓展了印度等价格高敏感地区的市场份额，但也使其价格处于长期低位。

图46: 1985-1995 年美元指数与全球棕榈油价格拟合情况



资料来源：世界银行，美联储，国信证券经济研究所整理

图47: 马来西亚棕榈油产量与出口量情况对比（1983-1998 年）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

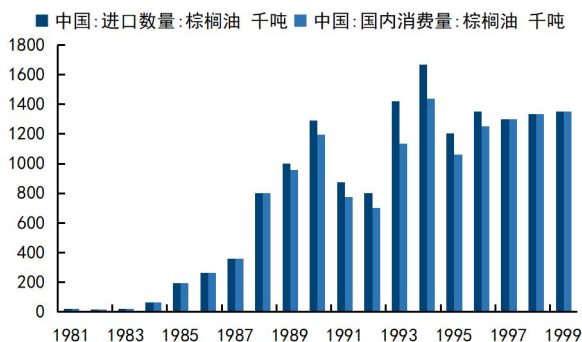
图48: 印尼棕榈油产量与出口量情况对比（1983-1998 年）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

1994-1995 年棕榈油价格在供给冲击与需求爆发共振作用下拉升，在这一阶段，美元贬值带来的非美元区购买力提升开始体现，印度等国的进口需求在汇率优势和国内政策放松的双重刺激下集中释放，成为推高全球棕榈油价格的重要力量。印度在 1994-1995 年因国内食用油价格高涨，大幅降低了进口关税并授权进口大量植物油。中国的需求在 1994 年出现急剧增长，棕榈油消费量和进口量分别同比增长了 26%、17%。同时，印尼政府为抑制国内食用油价格上涨，1994 年 9 月大幅提高了毛棕榈油的出口税，进一步收紧了全球棕榈油贸易市场的供应。

图49: 中国棕榈油消费量与进口量情况对比 (1981-1998 年)



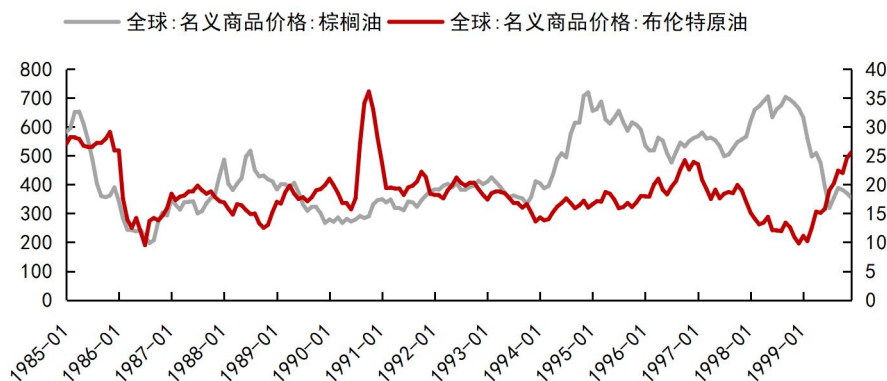
资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图50: 印度棕榈油消费量与进口量情况对比 (1981-1998 年)



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图51: 1985-1999 年原油价格与全球棕榈油价格拟合情况



资料来源: 世界银行, 美联储, 国信证券经济研究所整理

强美元但仍有农产品大涨: 供需冲击覆盖货币逆风

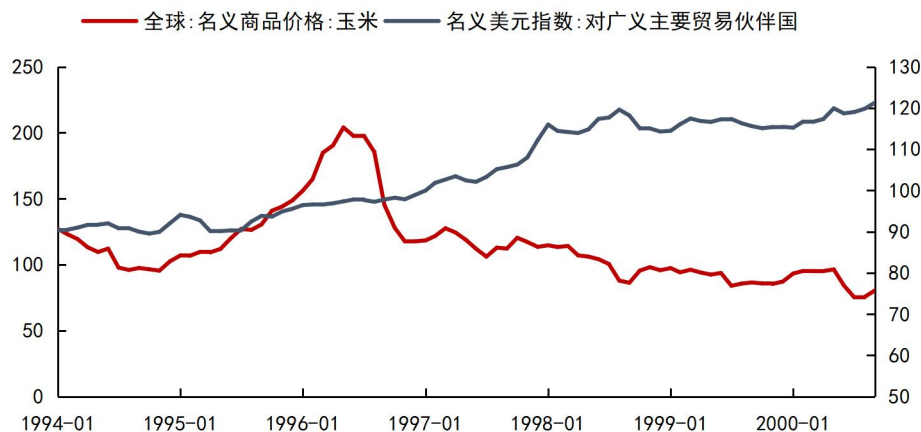
1995-1996 年: 全球谷物库存比跌至脆弱区间, 强美元无法阻止价格上涨

1994 年 11 月至 1996 年 7 月, 全球粮食价格显著上涨, CRB 食品现货指数上涨约 34%。1995 年全球谷物产量同比减少 2.76%, 美国与俄罗斯等主要出口国谷物产量分别大幅减少 22.01% 和 21.30%。1993 至 1995 年全球谷物库存连续三年下滑, 1995 年库存消费比降至 14%, 为此前 10 年以来新低。根据联合国粮农组织 FAO 数据, 1995/96 年期末全球谷物库存约 260 百万吨, 同比减少 16%, 库存消费比约 14%, 为 15 年来新低, 且显著低于 FAO 认为保障全球粮食安全所需的 17%-18% 安全区间。在库存处于脆弱区间的背景下, 价格对供需扰动高度敏感。1994 年乌拉圭回合农业协定要求发达国家削减农业出口补贴和生产补贴, 这导致全球农业支持力度下降、部分出口国供给能力阶段性收缩。欧盟 15 国小麦出口量减少超 300 万吨, 进一步加剧了世界市场紧张。1995 年 6 月到 1996 年 4 月, 全球小麦价格由约 140 美元/吨升至 231 美元/吨, 涨幅达 65%。当供需缺口连续出现、库存被持续侵蚀时, 农产品价格的主导变量依然是供给缺口。

◆ 玉米: 供需缺口拉大, 强美元难抑价格大涨

全球玉米名义商品价格在强美元阶段的 1995-1996 年期间仍实现大幅上涨。1994 年 4 月乌拉圭回合农业协定签署后，农业政策性补贴减少，全球粮食产量开始下滑，其中，1995 年美国玉米产量同比下滑 26%，期末库存同比下降 73%，期末库销比也降至 7% 的历史低点，对应美国玉米 1995 年单价也同比增长 43% 至 3.24 美元/蒲式耳以上。

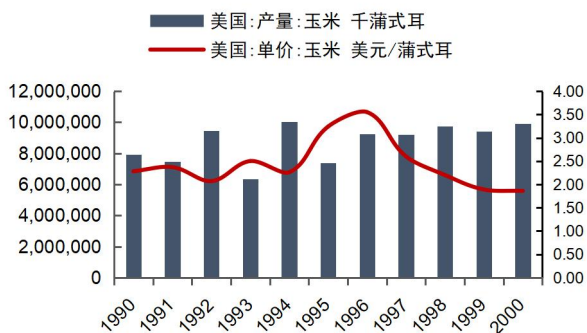
图52: 1994-2000 年美元指数与全球玉米价格拟合情况



资料来源：世界银行，美联储，国信证券经济研究所整理

玉米在 1995-1996 年的表现表明，当库存跌入危险区间时，美元强弱只能影响涨幅节奏，无法改变涨价方向，供需格局对于价格影响占据主导权。

图53: 美国玉米产量与单价情况对比（1990-2000 年）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图54: 美国玉米期末库存与库销比情况（1990-2000 年）

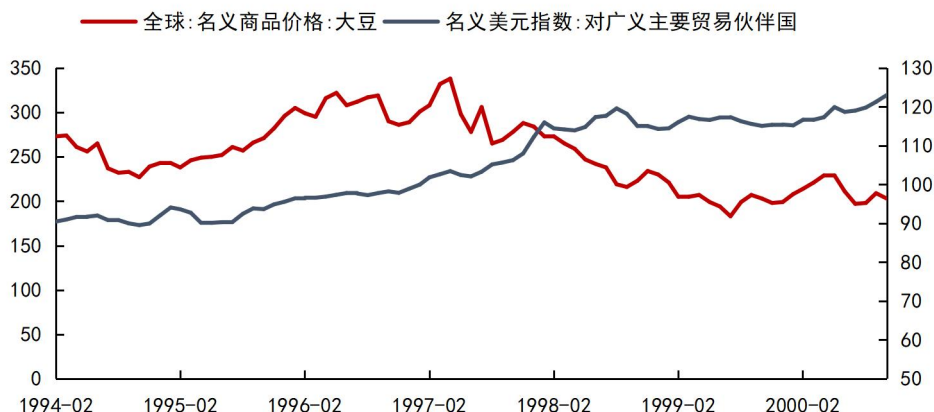


资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

◆ 豆粕：大豆减量显著，强美元期间价格仍快速上涨

1995-1997 年大豆价格持续上涨，主要由于供需缺口出现。其中，1995 年美国大豆产量同比下滑 14%，期末库销比也降至 12% 的历史较低水平，对应美国大豆 1995 年单价也同比增长 23% 至 6.27 美元/蒲式耳。接下来 1996-1997 年美国大豆产量虽有恢复，但期末库存持续紧张，期末库销比分别为 9%、11% 的低位，由此驱动美国大豆 1996 年单价同比增长 8% 至 7.27 美元/蒲式耳，1997 年单价同比增长 2% 至 7.40 美元/蒲式耳。

图55: 1994-2000 年美元指数与全球大豆价格拟合情况



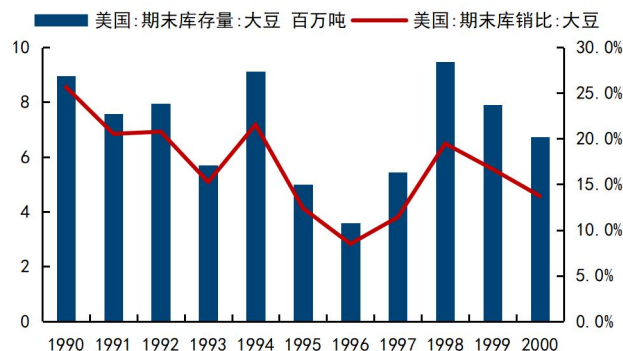
资料来源：世界银行，美联储，国信证券经济研究所整理

图56: 美国大豆产量与单价情况对比（1990-2000 年）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图57: 美国大豆期末库存与库销比情况（1990-2000 年）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

与一些需求弹性更强的品种相比，大豆下游更为刚性，通过绑定饲料蛋白和植物油双需求，需求收缩通常慢于供给冲击的传导速度。因此在1995-1996年，尽管大豆价格上涨，但亚洲需求并未立刻崩塌；直到1997年亚洲金融危机爆发，需求端才真正明显转弱。因此当大豆进入低库存及连续缺口状态，其价格上行通常更具有持续性。

2021-2022H1：美元走强但实际利率仍负，且俄乌冲突与高油价对农产品供需形成双重冲击

2021-2022H1 是另一个强美元时期农产品大涨的典型案列。虽然美联储转向加息、美元指数走强，但FAO食品价格指数从2020年的98.1升至2021年的125.7，2022年再升至144.5；布伦特油价从2020年的41.84美元/桶升至2021年的70.91美元/桶、2022年的101.32美元/桶；美国CPI同比则从2020年的1.2%升至2021年的4.7%、2022年的8.0%，实际利率在2022年上半年仍为负。2020年大规模量化宽松后，10年期美国国债代表的实际利率持续处于负区间。在大类资产配置中，商品仍然具备抗通胀吸引力。

与此同时，该阶段农产品的供需冲击和成本冲击足够强。农产品2021年上涨主要

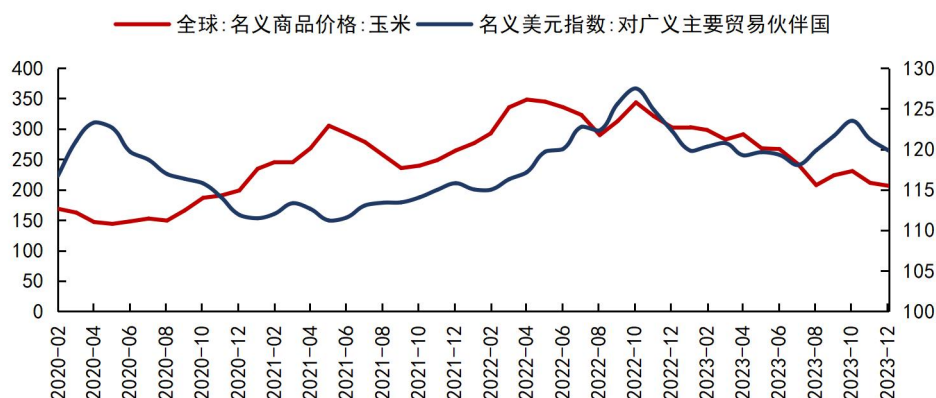
由全球复苏、天气、库存回落和运输成本推动；2022 年俄乌冲突进一步冲击黑海粮食和化肥供应。且俄乌冲突阶段美国通胀预期显著抬升、PPI 同比涨至约 25%。因此即便名义利率上升，只要通胀与成本冲击更快，实际利率就未必立即转为对大宗商品配置的有效压制变量。

这一阶段的农产品价格表现反映出，加息周期不必然意味着农产品下跌，关键要看实际利率是否真正转正并维持、供给冲击是否已经消退、能源价格是否回落。在 2021 年-2022H1，这三个条件都没有满足，因此强美元未能阻止农产品牛市暴发。

◆ 玉米：供需缺口拉大，强美元难抑价格大涨

全球玉米名义商品价格在轮强美元阶段的 2021-2022H1 期间仍实现大幅上涨。一方面，2021 年 4 月至 5 月巴西玉米产区持续干旱，造成玉米大幅减产 2000 万吨左右。另外，该阶段玉米的核心变量在于，俄乌冲突发生后，乌克兰出口运输受阻、春播和后续收获预期恶化，导致市场对黑海玉米可贸易流产生担忧。由于俄乌两国玉米出口量占全球份额约 18.4%，其中乌克兰是全球重要玉米出口国，中国进口玉米中约 28%来自乌克兰。因此俄乌冲突自 2022 年 2 月发生后，催化玉米价格进一步上涨。

图58：2020-2023 年美元指数与全球玉米价格拟合情况



资料来源：世界银行，美联储，国信证券经济研究所整理

图59：美国玉米产量与单价情况对比（2016-2025 年）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图60：美国玉米期末库存与库销比情况（2016-2025 年）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

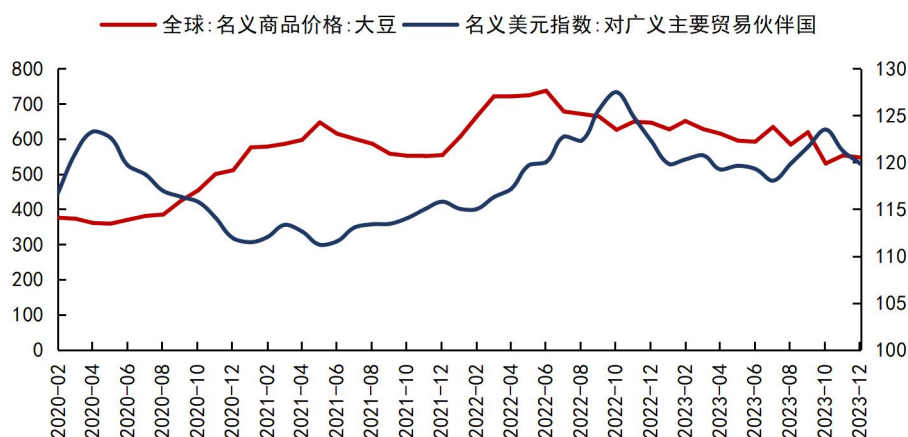
◆ 豆粕：南美干旱与库存去化是核心矛盾，强美元未阻断价格上涨

全球大豆价格 2021 年呈现先扬后抑的走势，CBOT 大豆合约在 2021 年 5 月触及年内高点后回落，年末收于 1368 美分/蒲式耳，较年内高点下跌 18%。2022 年重拾涨势，从年初 1349 美分涨至 6 月的 1784 美分，创合约历史新高。

该时期大豆遭受了来自南美干旱的供给冲击。极端旱情在 2021 年席卷了位于南北美洲的前三大大豆产区，巴西、美国 and 阿根廷的大豆产量分别占全球总产量的 37.7%、31.3% 和 12.6%，出口量分别占全球总出口量的 49.7%、37.4% 和 3.2%。2021 年 4 月起美洲主产区大面积干旱，大豆优良率持续下调，市场对新作供应预期转向悲观，推动 CBOT 大豆在 5 月冲破 1500 美分/蒲式耳。但巴西大豆最终产量达到创纪录的 1.38 亿吨，证实前期天气影响并未改变丰产大局，基金开始大规模获利平仓。

2021/22 年度作物季南美大豆遭遇了实质性的极端减产，美国农业部在 2022 年 2 月供需报告中大幅下调南美产量，全球大豆 21/22 年度预计产量下调 870 万吨至 3.6 亿吨，库存消费比下调 0.3% 至 25.2%，降至近 5 年低位，全球供需缺口扩大至 758 万吨。

图61: 2020-2023 年美元指数与全球大豆价格拟合情况



资料来源：世界银行，美联储，国信证券经济研究所整理

表3: 全球 21/22 年度大豆产量预期明显下调，库消比降至 25.15%

	产量（百万吨）			总消费量（百万吨）			库存消费比		
	1月	2月	变动	1月	2月	变动	1月	2月	变动
全球	372.56	363.86	-8.7	374.93	369.17	-5.76	25.39%	25.15%	-0.25%
巴西	139	134	-5	50.35	49.85	-0.5	47.24%	45.11%	-2.14%
美国	120.71	120.71	0	62.79	63.47	0.68	15.16%	13.93%	-1.23%
阿根廷	46.5	45	-1.5	48.6	47.2	-1.4	46.52%	47.06%	0.53%

资料来源：USDA、国信证券经济研究所整理

图62: 美国大豆产量与单价情况对比 (2016-2025 年)



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图63: 全球大豆期末库存与库销比情况 (2016-2025 年)



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

同时, 2022 年 2 月俄乌局势升级, 成为大豆价格上涨的第二引擎。冲突爆发后, WTI 原油三天累计上涨 7%, CBOT 小麦上涨 17%, 玉米上涨 10%, 大豆跟涨 8%。一方面, 原油价格飙升直接推高化肥、农药及农业机械的燃料成本, 抬升大豆的生产成本底部, 同时也通过货运成本推高进口大豆到岸价格。另一方面, 俄乌小麦、玉米出口前景受阻, 全球谷物供应恐慌升温, 大豆与玉米存在显著的争地关系, 玉米价格上涨会抬高大豆的种植机会成本, 形成比价支撑。此外, 大豆作为生物柴油原料, 与原油价格存在直接的需求替代关联, 原油大涨强化了豆油的生柴掺混经济性预期, 由此压榨需求增长为大豆价格提供进一步驱动。

强美元加供需宽松: 货币与基本面同向压制农产品价格

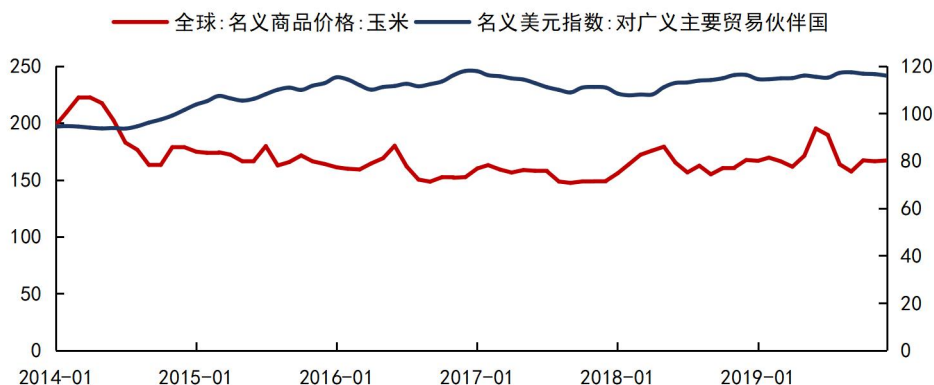
2014-2019 年: 强美元叠加供给过剩, 多数农产品进入价格低迷期

美元自 2014 年中开始明显走强, 2015 年一季度突破 100, 之后虽有反复, 但 2018-2019 年在美联储加息与全球避险环境下维持高位。在此期间, 强美元、油市供应充足和良好的作物生长条件共同导致大部分农产品价格走弱。从价格看, FAO 食品价格指数由 2014 年的 115.0 降至 2015 年的 93.1, 2016 年为 92.0, 2017-2019 年也仅在 94.9-97.9 之间低位波动。布伦特油价则由 2014 年的 98.95 美元/桶降至 2016 年的 43.73 美元/桶, 能源成本下行、生物燃料拉动减弱, 对农产品形成成本与需求双重压制。

◆ 玉米: 连续高产下累库, 强美元压制出口需求

从该阶段的全球玉米价格节奏看, 2014 年上半年仍在高位, 但 2015 年之后价格明显回落, 2016 年进一步走弱, 此后 2017-2019 年低位震荡, 部分时期有阶段性修复。该时期全球玉米连续高产带来明显累库, USDA 数据显示, 全球玉米产量在 2014/15 为 1048 百万吨, 到 2016/17 达到 1122.45 百万吨高点; 期末库存则从 281 百万吨继续升至 350.27 百万吨, 库存消费比从 28.51% 升至 32.32%。

图64: 2014-2019 年美元指数与全球玉米价格拟合情况



资料来源：世界银行，美联储，国信证券经济研究所整理

图65: 美国玉米产量与单价情况对比（2010-2020 年）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

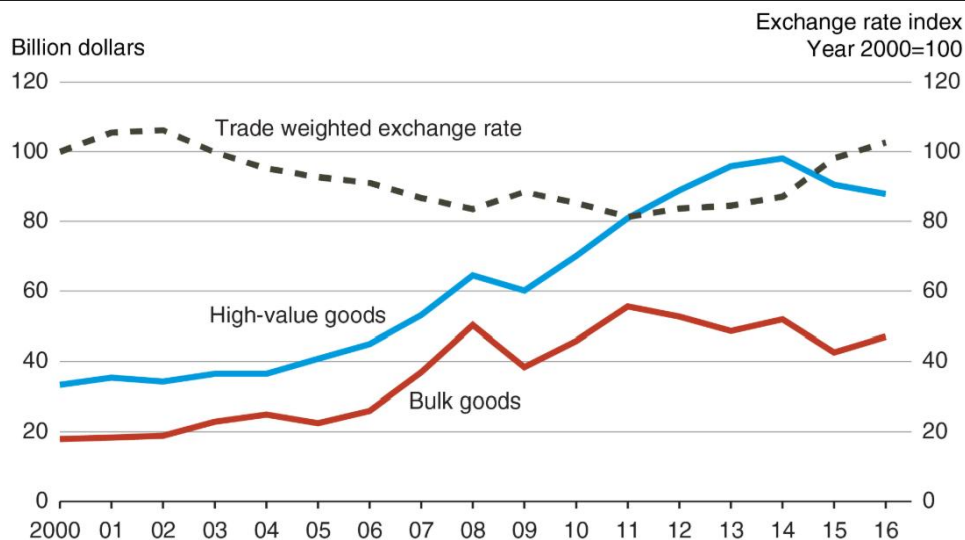
图66: 美国玉米期末库存与库销比情况（2010-2020 年）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

玉米、大豆是典型的美国出口型农产品，因此对美元的敏感度较高。根据 ERS 的研究结果显示，2014 年以来美元大幅升值，导致谷物和油籽等大宗农产品以及肉类、果蔬和加工品等高附加值农产品出口都出现下降，其中，大宗商品出口下降 9%，高附加值产品出口下降 10%。通常情况下，美元升值时大宗商品出口的降幅本应更大，但 2012—2013 年美国干旱对多种主要作物供给造成了严重冲击，所以当时的出口量下降、出口额却因价格高涨而维持高位。到 2014 年，玉米、大豆等关键大宗商品产量恢复并持续增长，价格随之回落；随着库存得到补充，出口量反而回升，这在一定程度上削弱了美元升值本应带来的出口抑制效果。

图67: 美元升值对标准化大宗农产品的冲击较为显著

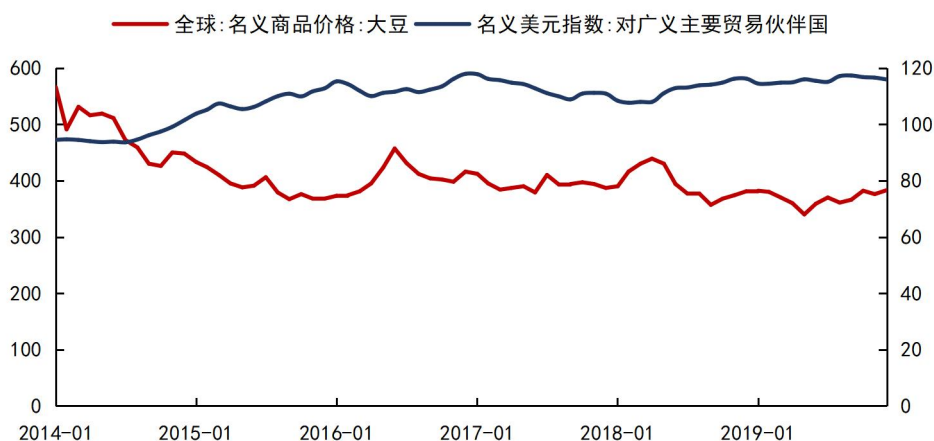


资料来源: ERS, 国信证券经济研究所整理

◆ 豆粕: 南美干旱与库存去化是核心矛盾, 强美元未阻断价格上涨

与玉米相比, 该强美元阶段大豆价格的跌幅略小, 但其持续低迷时间更长, 尤其在 2018-2019 年受中美贸易战的影响更加明显。2014-2018 年全球大豆供给扩张非常明显, 库存消费比持续抬升, USDA 数据显示, 全球大豆产量由 2014/15 年的 320.32 百万吨升至 2018/19 年的 362.08 百万吨, 累计增长超过 13%; 期末库存由 79.16 百万吨升至 113.18 百万吨; 库存消费比由 26.23% 升至 32.59%, 达到全周期高点。

图68: 2014-2019 年美元指数与全球大豆价格拟合情况



资料来源: 世界银行, 美联储, 国信证券经济研究所整理

2018 年的中美贸易战重构了全球大豆贸易流, 美豆出口需求大幅下滑进一步压制价格。2018 年 7 月 6 日起, 中国对原产于美国的大豆加征 25% 关税, 直接抬升了

美国大豆进入中国的成本。中国是全球最大大豆进口国，2013/14至2017/18年期间，美国每年约60%的大豆出口销往中国，但这部分需求难以完全转移至巴西、阿根廷等其他来源国，因而贸易摩擦一方面导致中国进口成本抬升，另一方面也导致美国大豆积压和美豆价格承压。

图69: 美国大豆产量与单价情况对比 (2010-2020 年)



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图70: 美国大豆期末库存与库销比情况 (2010-2020 年)

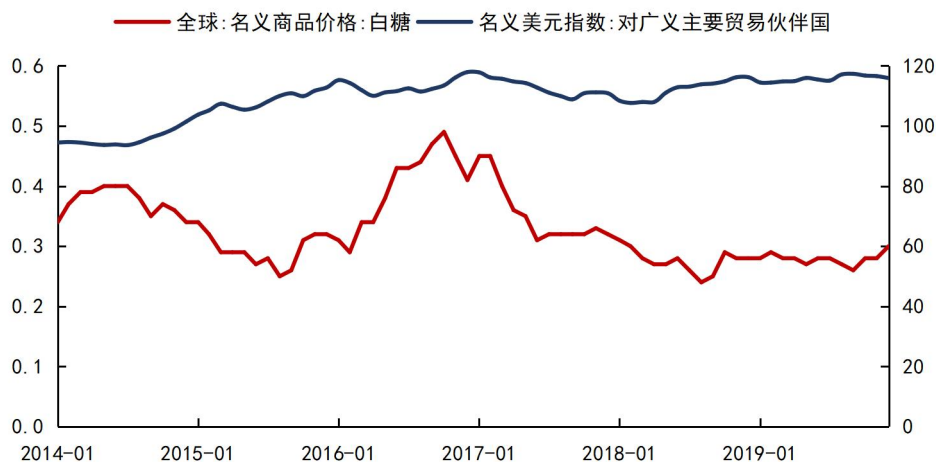


资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

◆ 白糖: 厄尔尼诺导致主产国减产, 强美元影响弱化

全球白糖价格在2014-2015年持续回落, 2016年受全球减产推动大幅走强, 2017年后随着全球再次过剩而回落。该强美元时期的糖价大涨主要由于厄尔尼诺导致极端天气影响, 巴西、印度、泰国、中国等主产国减产。USDA数据显示2015/16榨季全球白糖产量为1.65亿吨, 同比下滑7.1%, 其中欧盟减产4166千吨, 印度减产3075千吨, 中国减产1950千吨, 巴西减产1300千吨, 泰国减产1050千吨。多个主产区同步受到天气冲击。

图71: 2014-2019 年美元指数与全球白糖价格拟合情况



资料来源: 世界银行, 美联储, 国信证券经济研究所整理

图72: 全球糖产量与出口量情况对比 (2010-2020 年)



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图73: 全球糖期末库存与库销比情况 (2010-2020 年)

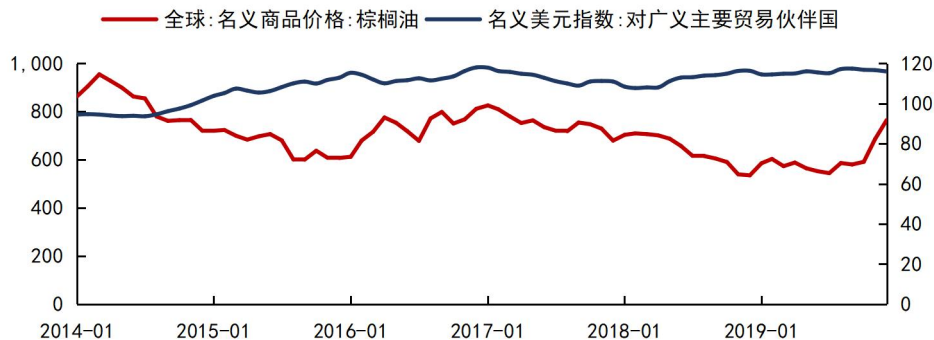


资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

◆ 棕榈油: 厄尔尼诺减产驱动占主导, 供给因素超过强美元影响

2014 年初起棕榈油进入下跌趋势, 在供需并不紧张的背景下, 强美元、原油下跌和植物油竞争共同压制棕榈油价格。2015 年下半年, 强厄尔尼诺导致马来西亚与印尼棕榈油同步减产, 2015 年全球棕榈油库销比降至 13.9% 附近, 因此棕榈油价格脱离美元压制并显著反弹。2017 年起, 伴随印马产量恢复, 全球产量与库存回升, 棕榈油价格重新走弱。直至 2019 上半年, 棕榈油价格仍受高库存压制, 但 2019 下半年受印尼 B30 和干燥天气与烟霾引发减产担忧驱动棕榈油价格急涨, 说明政策与供给因素再次超过强美元影响。

图74: 2014-2019 年美元指数与全球棕榈油价格拟合情况



资料来源: 世界银行, 美联储, 国信证券经济研究所整理

图75: 马来西亚棕榈油产量与出口量情况对比（2010-2020年）



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图76: 印尼棕榈油产量与出口量情况对比（2010-2020年）



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

通过以上多轮历史复盘，我们可以得到结论：

一、不能仅看美元方向做农产品交易，还需要叠加供需因素综合判断。虽然弱美元环境理论上有利于农产品定价，但很难独立触发牛市，典型的时期比如1985-1995年弱美元但供需宽松的情形下，农产品价格表现仍低迷。另外强美元环境虽然不利于农产品，但在供需格局收紧的背景下，也不能阻止牛市发生，典型的时期比如虽然2022年是强美元环境，但农产品仍暴涨。

二、农产品周期驱动的各类因子间存在明确的优先级排序。首先需要考虑的是供需冲击，包括天气、战争、政策等变化，以及能源推动带来的生柴需求抬升或者生产成本上涨，其次是考虑货币金融的影响，包括美元、利率、流动性等对大宗商品配置的影响，当供需层面出现强驱动时，货币的负面影响会被覆盖。同时，实际利率比名义利率或者汇率方向也更重要。

新周期展望：低库存与极端天气等多因素共振，农产品 2027 年有望开启超级新周期

2026 年大宗农产品市场在经历持续下跌 4 年后已见拐点，进入易涨难跌阶段。一方面，农产品库存处于低位或去库通道，为未来价格上涨提供了比较好的基础，同时本轮厄尔尼诺强度正刷新历史纪录，2026Q4 高峰期将显著增加东南亚、印度干旱及美洲异常降水风险，与高油价共振下，农业将开启大周期窗口。

从本轮新周期的品种弹性展望来看，我们预计棕榈油最强，将同步受益于东南亚天气冲击、印尼 B50 政策带来的生柴需求提振；其次是白糖，有望受到印度、泰国天气影响，以及目前有印度出口约束、和巴西糖醇分流；以及天然橡胶，树龄老化背景下，长期供给面临瓶颈，同时也面临厄尔尼诺天气造成的东南亚恶劣天气威胁。此外，玉米、大豆也可能面临恶劣天气扰动带来的减产影响。

棕榈油：需求刚性、库存偏低，极端天气冲击下价格有望爆发

棕榈油是历史上受厄尔尼诺极端天气冲击较大的品类之一。因为其生产高度集中在印度尼西亚和马来西亚，两国合计占全球供给约 85%-90%。一旦东南亚在厄尔尼诺下出现降雨不足与高温，油棕鲜果串单产将受到抑制，但由于油棕属于多年生作物，产量损失往往在 6-12 个月，甚至 9-12 个月后逐步显现。

生物柴油政策将支撑棕榈油需求长期扩张。印尼已于 2026 年 7 月启动 B50 生物柴油计划，并设置至 10 月 1 日过渡期清理 B40 库存。全球棕榈油期末库存消费比由 2021 年的 24.15% 连续下降至 2026 年的 17.55%，5 年下降约 6.6 个百分点，同期产量虽从约 7300 万吨升至 7900 万吨，但消费同步从约 7000 万吨升至 7800 万吨，棕榈油新增供给几乎被新增需求完全吸收，未来留给天气冲击的缓冲空间较小。此外，FAO 预计 2025/26 年度全球油脂库存消费比仅 12.8%，而中国和印度库存均低于五年均值，后续如果棕榈油一旦减产，不仅会推高自身价格，还会通过替代链条向豆油、菜油和其他食用油传导。

表4：2026 年全球棕榈油期末库销比已显著下降

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
全球:期初库存量:棕榈油	10.46	13.03	14.85	15.90	15.16	16.81	16.99	15.96	15.02	15.18
全球:产量:棕榈油	70.64	74.17	73.11	73.37	73.32	76.78	76.20	78.94	81.44	78.92
全球:进口数量:棕榈油	46.79	49.88	47.04	46.86	41.91	46.65	42.36	41.39	41.93	41.40
全球:出口数量:棕榈油	48.76	51.49	48.36	48.56	43.88	49.37	44.41	45.02	45.97	43.75
全球:总供应量:棕榈油	127.33	137.38	135.34	136.33	130.40	140.24	135.56	136.29	138.39	135.50
全球:国内消费量:棕榈油(工业用)	19.88	22.80	23.18	23.59	22.98	25.31	26.36	26.74	27.68	28.19
全球:国内消费量:棕榈油(食用)	45.01	47.50	47.20	48.37	46.08	47.91	48.19	48.52	48.79	49.27
全球:国内消费量:棕榈油	66.18	70.54	70.85	72.50	69.68	73.88	75.18	76.25	77.25	78.06
全球:期末库存量:棕榈油	12.69	14.95	15.94	15.20	16.83	16.99	15.96	15.02	15.18	13.70
期末库销比	19.17%	21.19%	22.50%	20.97%	24.15%	23.00%	21.23%	19.70%	19.65%	17.55%

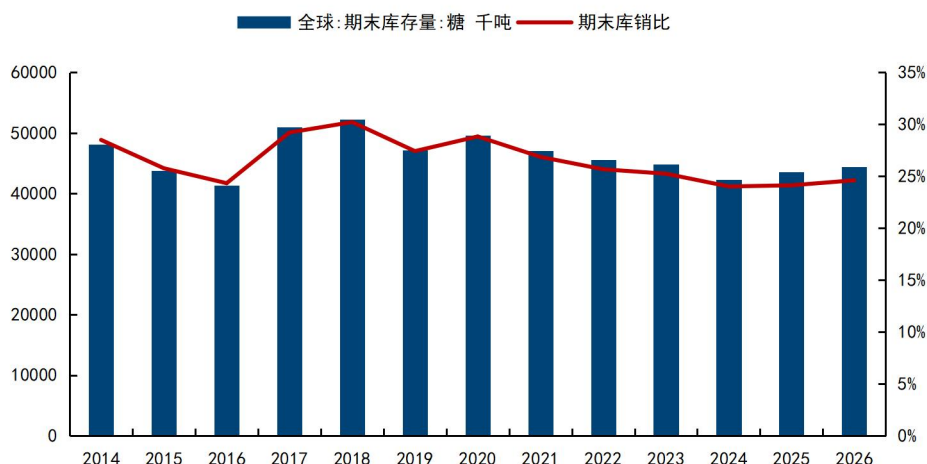
资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

白糖：从旧作过剩转向新作短缺，巴西糖醇分流与印度出口约束下天气扰动有望放大

白糖 26/27 榨季供需格局预计已出现方向性反转。25/26 榨季全球糖市场仍存在过剩预期；但 26/27 榨季供需已明显从宽松切向收紧。欧盟新季受高温影响预计减产近 20%、减产量 300 万吨，新季全球产需缺口预计将达 100-300 万吨左右。

全球白糖库存消费比自 2018 年高位后持续回落，2024-2026 年维持在约 24%-25% 附近，明显低于前期高点。

图 77：2026 年全球糖期末库销比已显著下降



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

本轮糖的核心变量在于，政策和能源分流同时在收紧全球糖的可贸易供给，今年以来，巴西制糖比显著下滑，印度出口约束持续强化。

一方面，巴西糖厂主动把更多甘蔗转向乙醇。26/27 榨季截至 7 月 1 日的制糖比虽从 4 月中旬约 0.33 回升至约 0.45，但明显低于多数历史同期水平。同时，巴西已将汽油无水乙醇强制掺混比例自 30% 上调至 32%，8 月 1 日起执行，预计全年新增乙醇需求 9-10 亿升，可能将继续压制制糖比上行空间。在原油与乙醇经济性偏强的背景下，糖醇分流对糖价的支撑强化。

另外，印度政府已自 2026 年 5 月 13 日起全面禁止原糖、白糖及精制糖出口，禁令有效期至 2026 年 9 月 30 日；后续还出台贸易商限仓、内销配额控制等措施。印度作为全球重要出口国，在 26/27 榨季初处于优先保国内供应的政策框架中。同时，2026 年 8 月印度批准免税进口 100 万吨原糖以缓解国内供应压力，反映其国内供需比市场原先预期更紧。

因此，白糖旧作压力正在被新作供给约束吞噬。同时未来也将面临恶劣天气的潜在威胁。厄尔尼诺秋冬预计迎来高潮，印度、泰国作为核心产区，新季产量面临高温干旱威胁，今年 Q4 有望催化原糖价格进一步上行。

图78: 1960 年以来, 厄尔尼诺发生时, 导致全球甘蔗减产的概率为 41%

强度	影响产季	全球	yoy	泰国	yoy	印度	yoy	巴西	yoy	中国	yoy
强	2023/24北半球+南半球生长期	75.1012	2.09%	57.3619	-11.17%	83.3487	-1.83%	77.9009	6.08%	82.6177	3.14%
弱	2019/20南半球生长期	72.7258	-0.76%	71.3875	-5.39%	80.1045	-0.12%	74.657	0.11%	78.58	2.27%
弱	2018/19南半球生长期	73.2825	4.26%	75.4515	13.76%	80.1984	16.23%	74.5759	0.16%	76.8347	1.04%
弱	2019/20北半球生长期	72.7258	-0.76%	71.3875	-5.39%	80.1045	-0.12%	74.657	0.11%	78.58	2.27%
超强	2014/15南半球生长期	69.9102	-1.61%	76.6408	1.19%	70.5695	3.41%	70.646	-6.23%	71.3381	1.13%
强	2015/16北半球生长期	70.8689	1.37%	67.2059	-12.31%	71.4661	1.27%	74.2026	5.03%	72.522	1.66%
强	2009/10南半球+北半球生长期	70.9358	-0.92%	69.3371	-0.56%	64.5535	-6.28%	80.2555	1.24%	68.0793	-4.41%
弱	2006/07南半球生长期	69.2023	3.68%	49.3696	6.26%	66.9281	3.36%	75.1177	3.11%	70.4074	9.80%
弱	2004/05北半球+南半球生长期	66.5897	-0.71%	57.9338	-11.12%	59.3799	-6.60%	73.726	-0.01%	65.36	1.71%
弱	2002/03北半球+南半球生长期	65.7944	2.04%	59.3501	5.02%	67.3696	-1.76%	71.4432	2.88%	64.8962	6.63%
超强	1997/98北半球+南半球生长期	64.0179	1.49%	57.529	-2.25%	66.4958	-1.83%	68.8839	3.19%	60.9597	6.00%
弱	1998/99北半球生长期	64.8137	1.24%	46.0639	-19.93%	71.1338	6.97%	69.2474	0.53%	60.1912	-1.26%
弱	1994/95南半球生长期	61.8085	4.41%	47.3059	16.43%	67.155	5.14%	67.2231	6.22%	59.3442	-0.87%
弱	1993/94北半球生长期	59.1964	-3.59%	40.6309	-22.36%	63.8739	-3.43%	63.2892	-2.02%	59.8672	-0.57%
强	1991/92北半球+南半球生长期	61.4039	-0.40%	52.3429	7.05%	65.3949	-0.30%	61.9546	0.77%	59.2396	0.60%
强	1992/93北半球生长期	61.401	0.00%	52.3306	-0.02%	66.1458	1.15%	64.5968	4.26%	60.2095	1.64%
强	1986/87南半球生长期	59.0612	0.93%	44.1282	-6.47%	59.9864	4.01%	60.4467	-4.34%	55.4963	-0.52%
弱	1987/88北半球+南半球生长期	60.7168	2.80%	47.0053	6.52%	60.4442	0.76%	62.317	3.09%	57.0772	2.85%
超强	1982/83北半球+南半球生长期	60.2495	3.13%	49.2405	13.23%	58.3589	0.89%	60.5151	9.67%	59.9624	2.81%
弱	1983/84北半球生长期	58.7541	-2.48%	42.2888	-14.12%	56.4408	-3.29%	62.1013	2.62%	51.5803	-13.98%
弱	1979/80南半球生长期	56.0867	-0.85%	40.7688	20.46%	49.1143	-12.55%	54.7498	1.38%	50.1095	12.36%
弱	1980/81北半球生长期	55.2879	-1.42%	30.1378	-26.08%	49.3577	0.50%	57.006	4.12%	54.0789	7.92%
弱	1977/78南半球生长期	56.4007	3.21%	52.8142	-0.90%	53.3832	4.87%	52.8986	7.34%	46.1266	17.74%
弱	1976/77南半球生长期	54.6476	1.65%	53.2916	10.73%	50.9027	2.10%	49.2832	6.04%	39.178	-0.13%
强	1972/73北半球+南半球生长期	52.3506	-0.58%	37.3739	-21.73%	47.5107	-1.68%	47.2118	1.49%	41.6254	1.47%
弱	1968/69北半球+南半球生长期	52.7944	1.23%	33.1892	-24.38%	46.6536	15.65%	45.4196	-0.97%	44.8711	-0.34%
弱	1969/70北半球+南半球生长期	53.5743	1.48%	42.56	28.23%	49.2363	5.54%	45.0015	-0.92%	41.7099	-7.05%
强	1965/66北半球+南半球生长期	52.2624	1.42%	45.9704	39.28%	46.9004	1.20%	44.4864	1.80%	49.7146	5.10%
强	1963/64北半球+南半球生长期	48.6699	0.54%	30.7065	-6.95%	40.996	-3.16%	42.2283	-0.96%	51.5308	31.90%

资料来源: FAO, NOAA, 国信证券经济研究所整理 (注: 图为 FAO 口径甘蔗单产, 单位为“吨/公顷”)

总结来看, 糖价处于易涨难跌的新周期拐点, 未来由天气减产或者糖醇分流引发的贸易收紧, 都有望进一步被弱美元趋势放大。

天然橡胶: 供给弹性差的长周期品种, 天气扰动将进一步放大供给脆弱性

从天然橡胶自身供需基本面来看, 已经面临中期供给约束。ANRPC 口径显示, 2026 年全球天然橡胶产量大致在 1520-1532 万吨之间, 而消费量在 1541-1560 万吨之间, 意味着全球已连续第六年处于供不应求状态, 供需缺口约 20-40 万吨。

考虑到天然橡胶老龄树退出后需要较长时间才能形成新增有效产能, 未来供给无法快速修复。目前泰国开割树龄超 30 年的胶树占比超 40%, 马来西亚 25 年以上老龄树占比 44%, 印尼老龄树占比约 47%, 而 2017 年之后 ANRPC 传统主产区新种和翻新面积显著减少。印尼还出现种植户改种油棕的现象, 面临土地被更高现金流作物替代的问题。

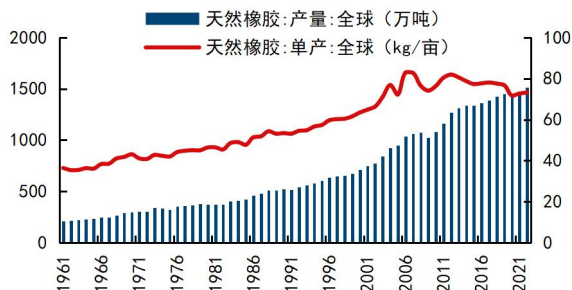
新兴增量产区中科特迪瓦是近年主要的供应增量来源, 但 2026 年 1-5 月出口同比已微降 0.3%, 增速开始放缓; 其理论最大产能预估约 233 万吨, 按当前增速推演, 可能在 2030 年前后接近天花板。这意味着全球橡胶供给将面临传统产区收缩、新兴产区边际放缓, 供给弹性整体消失的局面。后续天气扰动将进一步放大橡胶供给的脆弱性。

表5: ANRPC 成员国天然橡胶供需平衡表 (未包含科特迪瓦等非会员国家)

单位: 千吨	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
产量	11773.10	11964.50	11062.50	11833.30	11890.70	11411.30	11112.30	10998.30
出口量	9450.00	9708.30	9640.90	10185.90	10316.60	9579.30	9313.00	9262.10
进口量	6990.86	7498.80	8379.00	8216.00	9048.20	9098.50	8499.90	9021.40
消费量	9319.20	9009.90	8807.10	9767.40	10497.00	10996.30	11013.70	11017.00
库存净变动	-5.24	745.10	993.50	96.00	125.30	-65.80	-714.50	-259.40

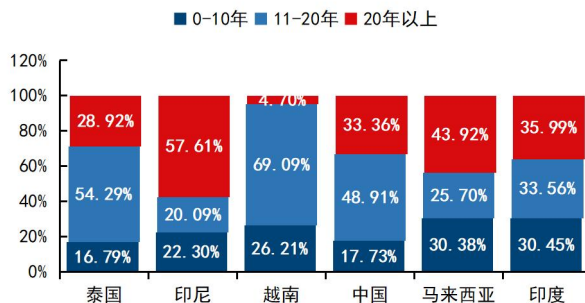
资料来源: ANRPC, 国信证券经济研究所整理

图79: 全球天然橡胶单产近年下滑明显



资料来源: ANRPC, 国信证券经济研究所整理

图80: 主要产区树龄结构一览



资料来源: ANRPC, 国信证券经济研究所整理

玉米: 全球消费增速高于产量, 库存下行奠定了较好的涨价基础

2026/27 年全球玉米库存消费比已降至近年来的低位区间。虽然全球玉米产量虽然仍在历史高位附近运行, 但是需求比供给更强, 导致库存开始持续回落。2026 年全球玉米期末库销比较 2016 年高点已累计调减 11.11pcts 至 21.24%, 中国玉米期末库销比较 2016 年高点已累计调减 36.50pcts 至 50.97%。

表6: 2026 年全球玉米期末库销比已较 2016 年显著下降约 11.11pcts

百万吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
全球玉米期初库存	311.48	351.96	340.97	322.41	307.41	292.97	314.25	305.41	313.82	295.64	307.16
产量	1,123.41	1,080.09	1,124.92	1,120.13	1,129.39	1,217.27	1,164.18	1,231.06	1,234.98	1,330.62	1,293.75
进口	135.59	149.93	164.42	167.66	184.94	184.44	173.45	197.44	186.55	198.38	203.38
饲料消费	656.07	672.36	703.88	716.03	723.88	744.54	735.41	769.64	785.75	824.28	826.33
国内消费总计	1,084.14	1,090.45	1,144.82	1,136.17	1,143.97	1,199.90	1,173.66	1,220.93	1,253.16	1,319.10	1,320.47
出口	160.06	148.24	181.71	172.25	182.70	206.59	180.40	192.57	187.58	215.96	210.72
期末库存	350.75	341.60	321.07	306.37	292.83	310.34	304.77	315.53	295.64	307.16	280.44
期末库存消费比	32.35%	31.33%	28.05%	26.97%	25.60%	25.86%	25.97%	25.84%	23.59%	23.29%	21.24%

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

表7: 2026 年中国玉米期末库销比已较 2016 年显著下降约 36.50pcts

百万吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
期初库存	212.02	223.03	222.54	210.18	200.53	205.70	209.14	206.02	211.19	191.93	177.15
产量	263.61	259.07	257.17	260.78	260.67	272.55	277.20	288.84	294.92	301.24	307.00
进口	2.46	3.46	4.48	7.58	29.51	21.88	18.69	23.33	1.82	4.00	5.00
饲用消费	185.00	187.00	191.00	193.00	203.00	209.00	218.00	225.00	234.00	238.00	242.00
总使用量	255.00	263.00	274.00	278.00	285.00	291.00	299.00	307.00	316.00	320.00	324.00
出口量	0.06	0.02	0.02	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.02	0.02
期末库存	223.03	222.54	210.18	200.53	205.70	209.14	206.02	211.19	191.93	177.15	165.13
库销比	87.46%	84.62%	76.71%	72.13%	72.18%	71.87%	68.90%	68.79%	60.74%	55.36%	50.97%

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

在低库存背景下, 玉米估值中枢得到有效支撑, 未来天气扰动更容易被放大。尤

其超强厄尔尼诺可能造成中国 2027 年发生北旱南涝风险,可能对北方玉米主产区带来干旱高温与低温寡照的双重不确定,灌浆、授粉敏感期的单产受损概率上升。

大豆：去库已启动，生柴需求、及天气风险有望支撑价格中枢上移

全球大豆需求增长略快于供给增长，2026 年期末库销比已较之前高点明显下降 5pct。其中，美豆库存显著下降，根据 2026 年 10 月 WASDE 数据，美豆平衡表呈现出旧作加速收紧、新作紧平衡延续的结构性特征，压榨与出口的双重上调构成了价格中枢抬升的基础。美豆出口在 2025/26 年度降至低位后，2026/27 年边际修复。未来在压榨需求增强、豆油生柴需求支持的背景下，美豆中枢具备较强支撑。

表8：2026 年全球大豆期末库销比已较 2018 年下降约 5.15pcts

百万吨	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27
期初库存	100.66	114.48	96.84	98.64	93.48	101.82	115.10	125.97	124.93
产量	361.04	339.00	367.76	360.45	378.24	396.40	428.11	429.19	442.70
进口	145.88	164.97	165.38	154.47	168.56	178.54	179.15	188.53	190.82
压榨量	298.53	311.45	315.00	316.51	315.60	331.25	359.16	375.84	385.71
总使用量	344.28	357.01	362.38	366.03	366.70	383.87	412.06	432.33	442.18
出口量	148.83	165.05	164.48	154.43	171.79	177.76	184.33	186.42	192.00
期末库存	114.48	96.38	103.11	93.09	101.79	115.13	125.97	124.93	124.28
库销比	33.25%	27.00%	28.45%	25.43%	27.76%	29.99%	30.57%	28.90%	28.11%

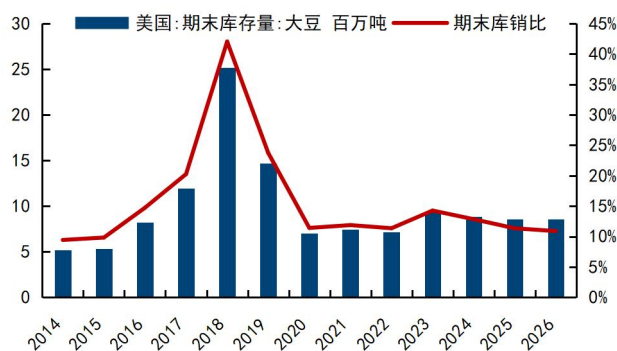
资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图81：美国大豆产量与压榨量对比（2014-2026 年）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图82：美国大豆期末库存与库销比情况（2014-2026 年）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

此外，预计本轮超强厄尔尼诺大概率贯穿南美大豆的播种、生长与收割期。历史经验来看，一般强度的厄尔尼诺有利于南美大豆生长，但超强厄尔尼诺可能造成巴西大豆核心产区降水分布严重失衡，南部降水量可能高于常年水平，而北部、东北部及中西部则面临气温升高和干旱加剧的风险。在当前全球大豆价格低位及库存已下降的背景下，天气风险更加值得重视。

牧业板块：肉牛大周期或迎拐点，看好海内外肉奶景气共振上行

◆ 牛肉行情展望：看好肉牛大周期反转，肉价上涨预计持续到 2028 年

供给收缩开始显现，国内肉牛行情稳步上行。据钢联数据统计，截至 2026 年 10 月 16 日，国内育肥公牛出栏价为 30.44 元/kg，较 2026 年初上涨 19.42%；牛肉市场价为 70.70 元/kg，较 2026 年初上涨 16.07%。同时，政策保护国内肉牛产业的信号明确，商务部决定自 2026 年 1 月 1 日起以“国别配额及配额外加征关税”的形式对进口牛肉采取保障措施，保障措施实施期限为 3 年。商务部公告自巴西进口牛肉已从 2026 年 10 月 1 日加征 55% 关税，预计 2026 年四季度开始的月度进口量将收缩，预计将成为国内牛肉价格的重要催化点。

深亏驱动去化，国内供给出清级别或及 2019 年猪周期。供给过剩导致国内牛肉价格自 2023 年 6 月份开始累计下跌近 20 个月，较 2023 年高点价格的累计最大跌幅接近 25%。按畜牧业协会报道口径，截至 2024 年 11 月国内出栏肉牛单头亏损高达 1600 元，且连续 8 个月亏损超过 1000 元。考虑到国内肉牛养殖高度分散（90% 以上养户的养殖规模不足 10 头），实际养殖成本分布高度离散，部分成本管理能力的中尾部养殖户的单头亏损幅度预计更高。

国内肉牛养殖行业类似于 20 年前的生猪养殖行业，目前国内肉牛养殖仍以散户为主，养殖格局高度分散，养殖环节信息高度不对称，且出栏滞后时间明显长于生猪，因此在长期深亏状态下，行业产能及存栏大概率出现超调情况，供给出清级别或及 2019 年猪周期。

图83：2025 年国内牛肉价格淡季不淡开启上行



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图84：国内肉牛存栏 2024 年结束增长

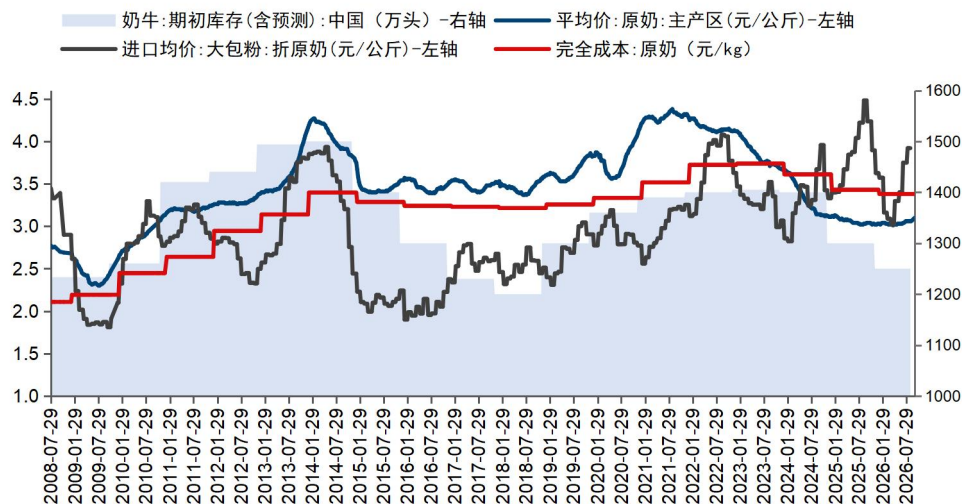


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 原奶行情展望：肉奶共振、进口减量有望推动国内原奶景气修复

原奶周期底部已得到确认，2026 年 6 月以来散奶同比涨价显著，反映行业供需改善。截至 2026 年 10 月 8 日，国内主产区原奶均价为 3.10 元/kg，同比上涨 1.97%。供给端，2026 年以来国内奶牛存栏去化显著加速，截至 2026 年 9 月末较高点已累计下降近 11%，目前全行业仍亏现金流，产能有望持续去化。考虑到 2024 年底开始行业大规模淘汰后备牛，对应 2026 年底原奶产量有望迎来供给收缩拐点，后续涨价持续或达 2-3 年。需求端，国内外价格倒挂，进口不具有性价比，2026 年下半年起国内深加工产能投放加速，有望进一步催化进口替代进程。

图85: 国内原奶价格目前仍处于完全成本以下



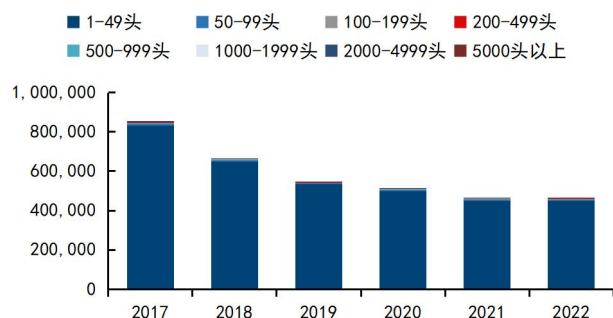
资料来源：农业农村部，全国农产品成本收益资料汇编，国信证券经济研究所整理（注：考虑到2024和2025年饲料原料价格回落，完全成本分别参考2021年和2020年水平）

图86: USDA 预计中国2026年期初奶牛总存栏将进一步下降



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图87: 国内仍存在较多的小规模奶牛养殖户



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

综合上述分析我们认为，后续在产量收缩、肉奶共振和进口大包粉减量涨价共同推动下，国内原奶价格有望在2026年迎来向上修复。

生猪板块：2027年猪价有望企稳上行，预计开启新周期

◆ 现状：猪价长期大幅跌破行业成本线，行业情绪基本触底

市场化去产能与政策调控叠加，能繁母猪淘汰有望加速。截至2026年10月，生猪行业已经历长达1年多的持续性亏损，猪价长期大幅跌破行业成本线，现金流压力持续加大。截至2026年10月16日，7kg仔猪均价99.52元/头，同比下跌40%，已跌破2023年10月时141元/头的前低位置，并接近2021年10月的低点91.67元/头。从历史上看，当仔猪价格与生猪价格接近时，代表周期见底，这是反转的核心前瞻指标，后续能繁母猪产能有望进一步加速去化。

图88: 历史复盘来看, 仔猪价格接近生猪价格的时候意味着行业情绪悲观, 行业基本触底



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

◆ 行情展望: 产能有望加速去化, 2027 年有望迎来新周期

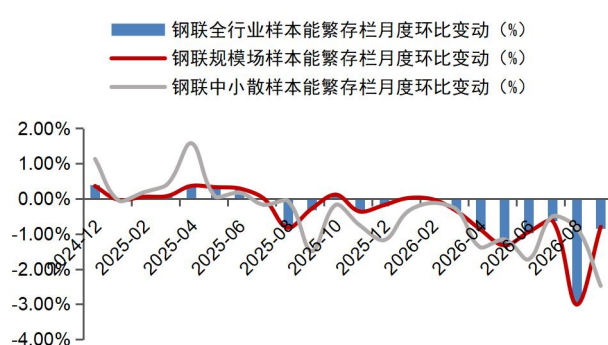
2026 年行业产能去化延续, 预计 2027 年迎来新周期上行。从产能来看, 根据统计局披露的数据, 2026Q3 末全国能繁母猪存栏 3602 万头, 环比下降 4.7%, 较 2026Q2 的 3.2% 环比降幅再进一步加速 1.5%, 同比下降 10.7%, 为正常保有量 3750 万头的 96.0%, 相较 2024 年 11 月的高点已累计去化 11.7%, 对比 2025 年上半年末的产能调控起点已去化 10.9%。考虑到 2026 年下半年整体生猪及仔猪价格仍在周期底部, 高成本产能将持续面临现金流压力, 我们预计接下来几个月能繁产能会进一步加速去化, 到 2027 年猪价有望开启的周期反转。

图89: 官方能繁母猪存栏自 2025 年底深度亏损后加速去化



资料来源: 统计局, 国信证券经济研究所整理

图90: 钢联能繁母猪存栏 2026 年 Q3 环比去化加速



资料来源: 钢联数据, 国信证券经济研究所整理

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	10月21日 收盘价(元)	EPS			PE		
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
600598.SH	北大荒	未评级	13.66	0.66	0.4	0.73	21	34	19
601952.SH	苏垦农发	未评级	8.40	0.4	0.41	0.51	21	20	16
920786.BJ	骑士乳业	优于大市	6.76	0.23	0.49	0.66	29	14	10
920403.BJ	康农种业	未评级	19.17	0.76	0.99	1.18	25	19	16
600354.SH	敦煌种业	未评级	8.13	-	-	-	-	-	-
601118.SH	海南橡胶	优于大市	6.39	-0.02	0.06	0.11	-265	107	58
000998.SZ	隆平高科	优于大市	8.15	0.12	0.36	0.48	68	23	17
002840.SZ	华统股份	优于大市	7.70	-0.18	0.12	0.09	-43	64	86
300498.SZ	温氏股份	优于大市	15.85	0.79	0.16	0.81	20	99	20
002714.SZ	牧原股份	优于大市	42.02	2.88	0.61	2.97	15	69	14
603477.SH	巨星农牧	优于大市	14.00	0.06	-0.85	0.36	233	-16	39
600975.SH	新五丰	优于大市	4.95	-0.70	0.03	0.01	-7	165	495
002100.SZ	天康生物	优于大市	8.12	0.15	0.46	0.42	54	18	19
603151.SH	邦基科技	优于大市	17.95	0.65	0.93	1.08	27	19	17
605296.SH	神农集团	优于大市	30.30	0.65	1.10	0.97	47	28	31
002311.SZ	海大集团	优于大市	42.60	2.58	3.53	4.01	17	12	11
301498.SZ	乖宝宠物	优于大市	36.83	1.68	2.36	2.97	22	16	12
300761.SZ	立华股份	优于大市	21.63	0.69	1.83	1.96	31	12	11
002458.SZ	益生股份	优于大市	7.73	0.15	0.48	0.54	52	16	14
002299.SZ	圣农发展	优于大市	17.15	1.12	0.85	1.15	15	20	15

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测（其中，未评级公司采取万得一致盈利预测）

风险提示：恶劣天气带来的不确定性风险；宏观事件冲击需求风险等。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032