

ConsiliAgra agricultural market thesis

ConsiliAgra社 農業市場論文

SPOILER ALERT: soy complex prices are range-bound – PRE & POST COVID. Period. Period. Period.

ネタバレ注意：大豆商品価格は一定値幅内を上下 = 新型コロナウイルス感染症世界的大流行 (COVID-19)の前も後も。これに尽きます。

- Demand uncertainty continues: global growth concerns / recession due to COVID – what happens to consumer demand and how quickly does it come back?
需要の不確実性は続く：グローバルな成長への懸念・COVID-19による不況 = 消費者の需要はどうか、どのくらい速く戻るのか。
- A supply shock is needed to reverse market sentiment / psychology as that demand driver is largely missing
需要の原動力が大きく欠けているので、市場感情・心理の向きを変えるには供給ショックが必要
- Overall feel – keep risk limited & focus on the ones you can control (trade the ranges / “back-to-back” new crop Brazil soybean selling)
全体の感触 = リスクを限定的に留め、コントロールできるものに集中 (一定の値幅内で取引・ブラジル大豆新穀のback-to-back契約買い)
- South America & the Black Sea dominate world grain + oilseed trade flows and presently, world supplies are adequate-ample and just-in-time / “bridge the gap” inventory procurement strategies with the U.S. acting as the transparent backstop for world buyers
南米と黒海地域が世界の穀物と油糧種子取引の流れを支配。現在世界の供給は適切～豊富で、ぎりぎり間に合う・米国との「架け橋」在庫調達戦略が世界のバイヤーに透明な防御策として作用
- Implied price floor (CME) = 300¢ corn, 400-425¢ wheat, 850-825¢ soy, \$295-290 SM. BO = 2500
暗黙の最低価格 (シカゴ・マーカントイル取引所) = トウモロコシ300¢、小麦400-425¢、大豆850-825¢、SM\$295-290 SM. BO = 2500

Weekly soybean prices ... continues to work / pivot around that 850 area

週毎の大豆価格・・・機能し続け、850あたりで転回



Soybean prices **"really don't like"**

spending much time sub-850

大豆価格は850以下でグズグズするのが「大嫌い」

U.S. soybean plantings **will be bigger** than the 31 March planting forecast = 83.5 mil

acres 米国大豆作付面積は3月31日の作付面積予想の8,350万エーカーよりはるかに大きくなりそう

Funds – flat – **this is the critical factor** for outright price action in the weeks ahead

ファンドがフラット：これは今後何週間ものアウトライクな価格行動に決定的な要因

BOTTOM-LINE: U.S. ending stocks (and world stocks for that matter) for 2019-2020 and 2020-21 absolutely predicated on what China buys or

doesn't buy 結論：2019～2020年と2020～2021年の米国の期末在庫（さらに言うなら世界の在庫）は中国が何をかうか、買わないか、が絶対的な前提

Weekly soymeal prices – slayed by the fund yo-yo (inflow / outflow)

週毎の大豆ミール価格=ファンドの上下動(流入・流出)の犠牲者



Consistently range-bound – despite the major demand headwinds of ASF over the past 12 months and now COVID-19

一定して値幅内：過去12ヶ月間のアフリカ豚熱疫病、そして現在のCOVID-19による大きな需要への逆風にかかわらず

Call lower end = 290-292 zone with the upper end in that 335 zone

下限コール=上限335ゾーンで290~292

Argentina the key going forward for both soymeal and soy oil. Period.

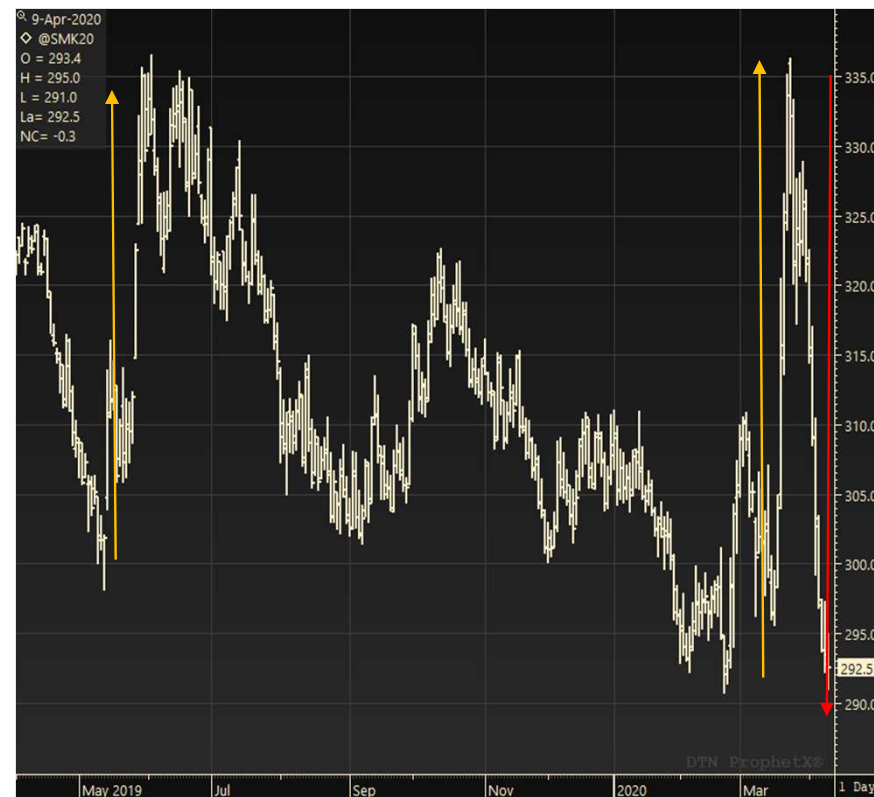
アルゼンチンが大豆ミールと大豆油の前進へのカギを握る。決定的。

World soymeal trade / demand remains a **moving target** given the shutdown of consumer-related markets – unclear when this shows up in the data and just how steep a cut

世界の大豆ミール取引・需要は消費者関連市場の閉鎖=これがいつデータに反映され、どれほど暴落するか不明=の状況下で変動目標のまま

Monthly soymeal prices – back to sideways -> remains the most vulnerable to Argentina happenings

月毎大豆ミール価格 = 横ばいに戻る→アルゼンチン関連で最も脆弱なまま



Weekly soy oil prices – fell off the cliff and now shows signs of technical recovery

週毎大豆油価格:垂直に近い急落の後、現在は厳密な意味で回復を見せる



Crash and burn in soy oil prices as the entire edible oil landscape has been hit very hard since the start of 2020

2020年初来食用油界全体が大きな打撃を受ける中で大豆油価格は暴落と炎上

Fund goes from **record length** to a minor short
 ファンドは記録的なロングからややショートへ

BO is down 21% on YTD – while the energy markets have had record declines (RBOB -59%, WTI -62%, Brent -51.5%, heating oil -51%)

BOは年初来21%下落、一方エネルギー市場は記録的な下落 (RBOBマイナス59%、WTIマイナス62%、ブレント マイナス51.5%、暖房油マイナス51%)

As China recovers and other countries have shown **“case recovery”** from COVID – soy oil and oil share has bounced very hard off contract lows – the gap remains open

COVIDから中国が回復し、その他の国々が「案件別の回復」を見せる中で、大豆油と油でのシェアは契約の安値から大きく跳ね返り：ギャップは開いたまま

BOTTOM-LINE: Indonesia palm oil biodiesel program is key in the years ahead

結論：インドネシアのパーム油バイオディーゼルが今後何年間かのカギ

Monthly soy oil prices – going nowhere fast

月毎の大豆油価格 – どこにも急がず



Global trade general assessment 世界貿易の全体的評価

PRE-COVID “we are the world (sorta)” coming out of risk

COVID-19収束後 - 食糧の安全保障・食糧ナショナリズムのリスク

China-U.S. trade war and into Phase I

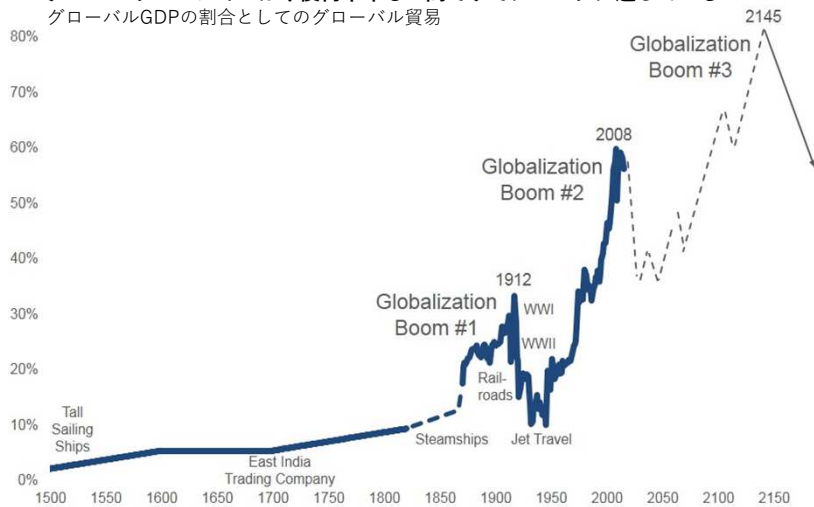
COVID-19世界大流行前:「世界は一つ(ある意味で)」中国と米国の貿易戦争から抜け出し、公約第一段階へ

POST-COVID – food security / food nationalism

Globalization Has Peaked For Decades to Come

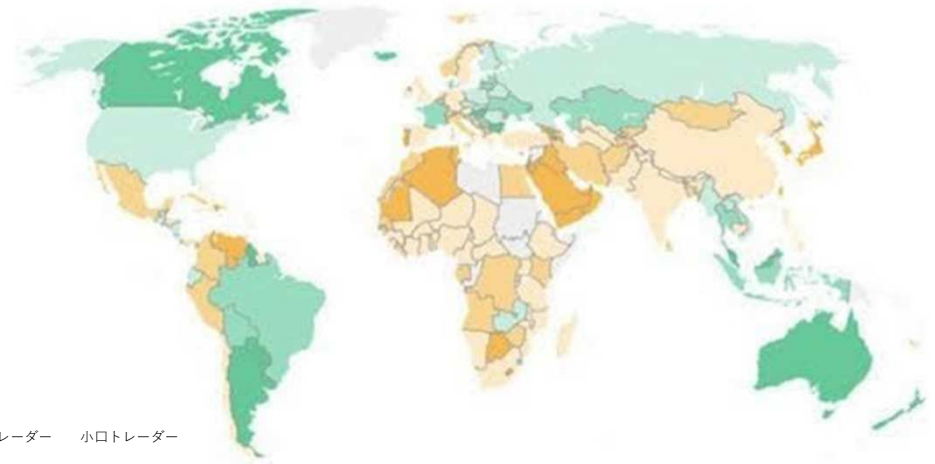
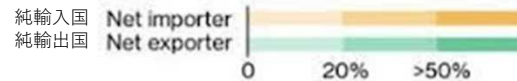
Global Trade as a Percent of Global GDP

グローバル化は今後何十年の間ですでにピークに達している
 グローバルGDPの割合としてのグローバル貿易



Food Dependence Trade as a share of domestic food supply

食糧の依存度
 国内食糧供給の割当としての貿易



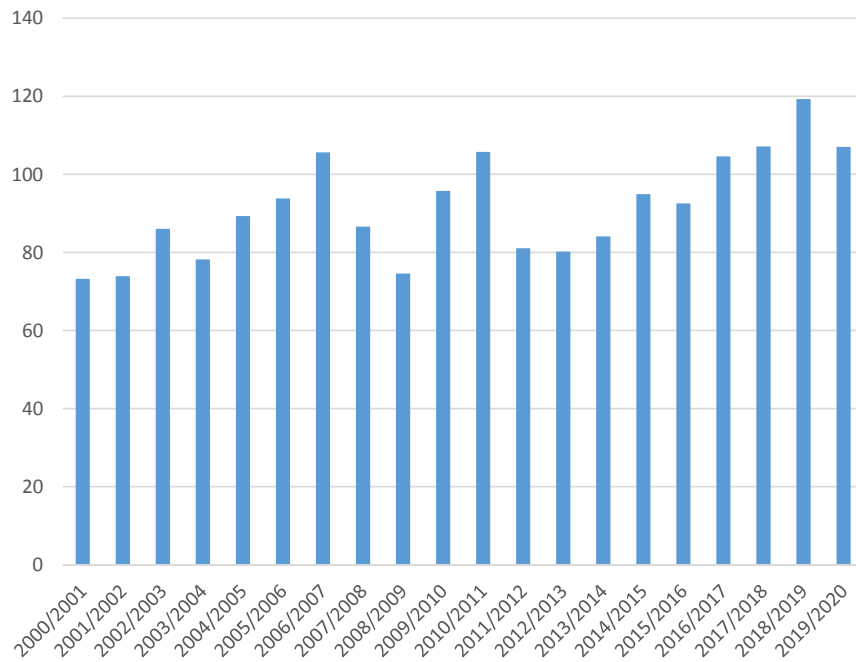
商業用ヘッジャー (先物市場参加者) 大口トレーダー 小口トレーダー

Source: UN's Food & Agriculture Organization Global Perspectives Studies

PRE COVID – world soy supplies are adequate-ample – 2nd largest supply cushion on record

COVID-19世界大流行前:世界の大豆供給は適切~十分:記録にある中で2番目に大きな供給緩和用在庫

World soy supply cushion = 105.2 days (peak = 116.1 days)
 世界の大豆供給緩和用在庫 = 105.2日 (ピーク = 116.1日)



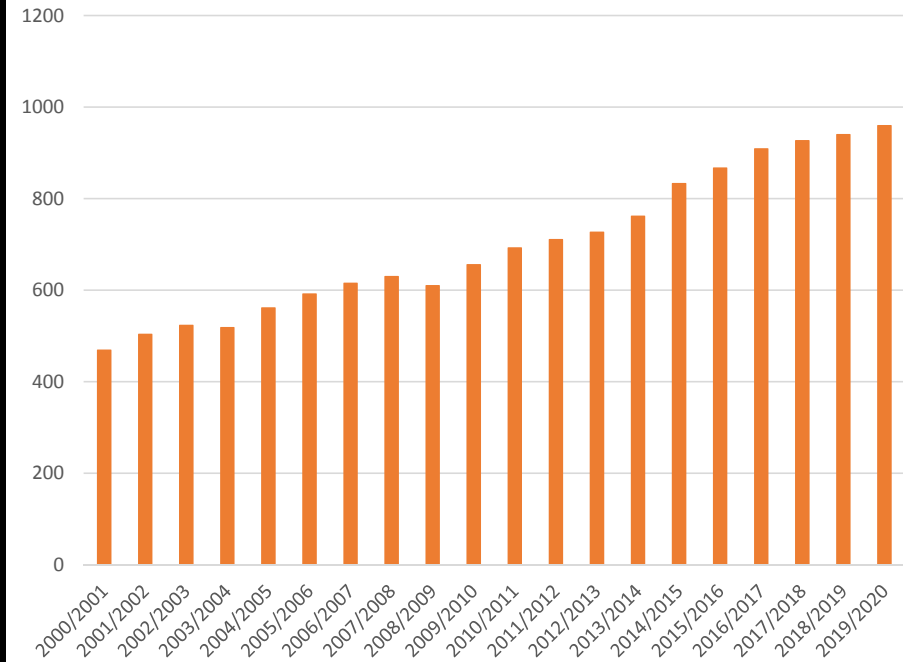
As South American production estimates are on the decline – use the rule of thumb that for ~1MMT of production loss = 1 day off the supply cushion

南米の生産予測が下降するにつれ「1MMTまでの生産損失イコール供給緩和用在庫から1日分減少」の概算を使う

A supply cushion that is the 2nd highest on record at just over 105 days as a result of the dramatic production loss in the U.S. during 2019-2020 (23.7MMT)

2019~2020年の劇的な生産損失(23.7MMT)の結果として記録上2番目に大きな供給緩和用在庫で105日分と少々

World daily soy consumption = 955KMT / day (+1.2% y-o-y)
 世界の毎日の大豆消費量 = 955KMT/1日あたり (+年間1.2%)

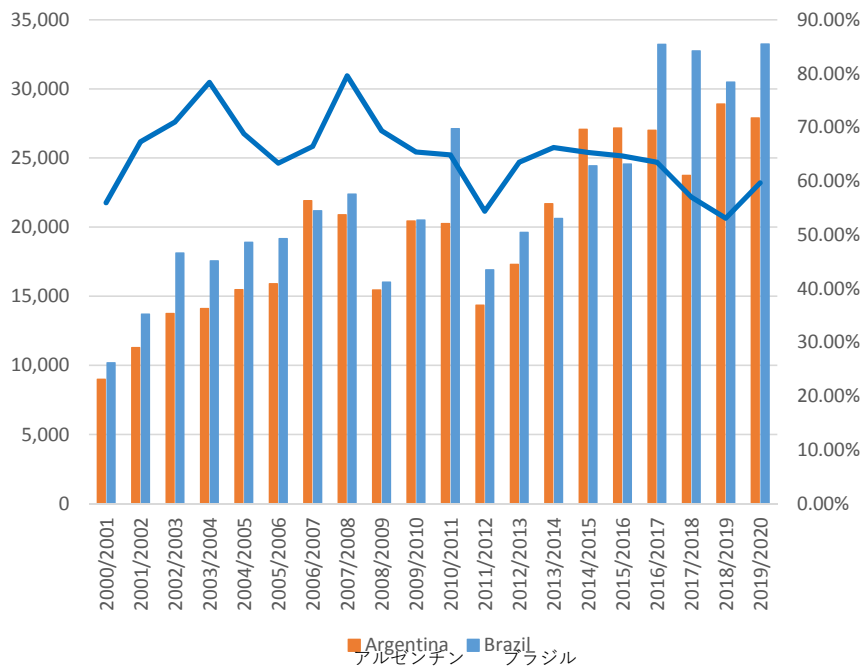


POST COVID – now where exactly are exportable soy supplies in case of South American logistics?

COVID-19収束後＝南米の物流管理で、輸出可能な大豆の供給量は正確に言うところにあるのか

Argentina +Brazil store 57.4% of the world's soybeans

アルゼンチン+ブラジルが世界の大豆の57.4%を保管



China is forecast to hold 22.7MMT or 22.6% of the world stocks – the world will never see these stocks again. The volume of stocks in China will be dictated by what happens to the Phase I commitments

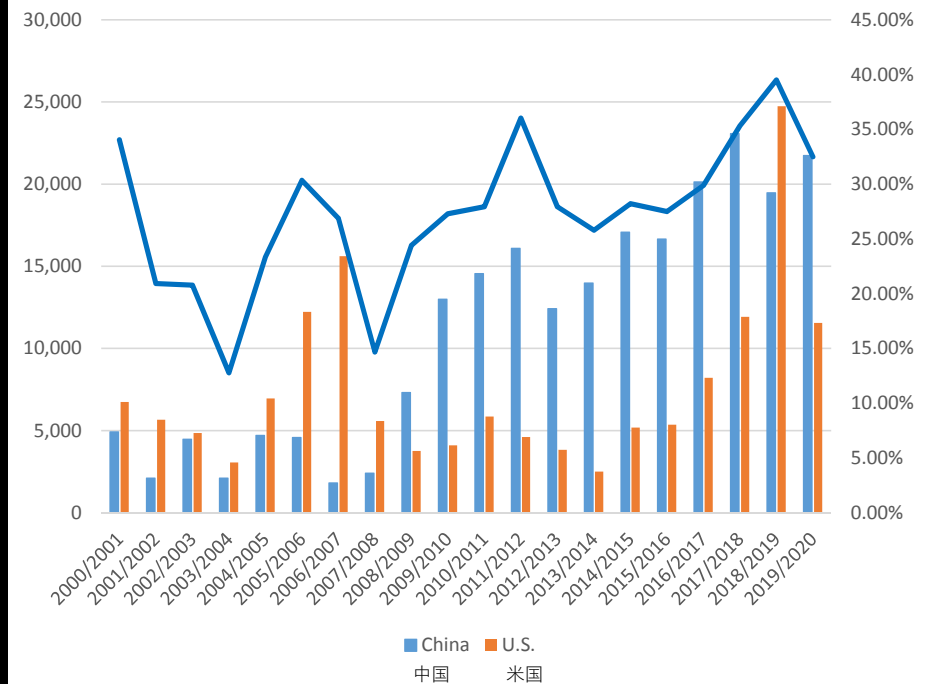
中国は22.7MMT（世界での在庫の22.6%）を保管する見込み＝世界がこの在庫を再び見ることはない。中国の在庫量は第一段階協約がどうなるか次第

Argentina to store 27.9MMT or 27.8% of the world's stocks. Argentina is a product exporter – not a major soybean exporter

アルゼンチンは27.9MMT（世界の在庫の27.8%）を保管。アルゼンチンは製品輸出国＝大豆の大手輸出国ではない

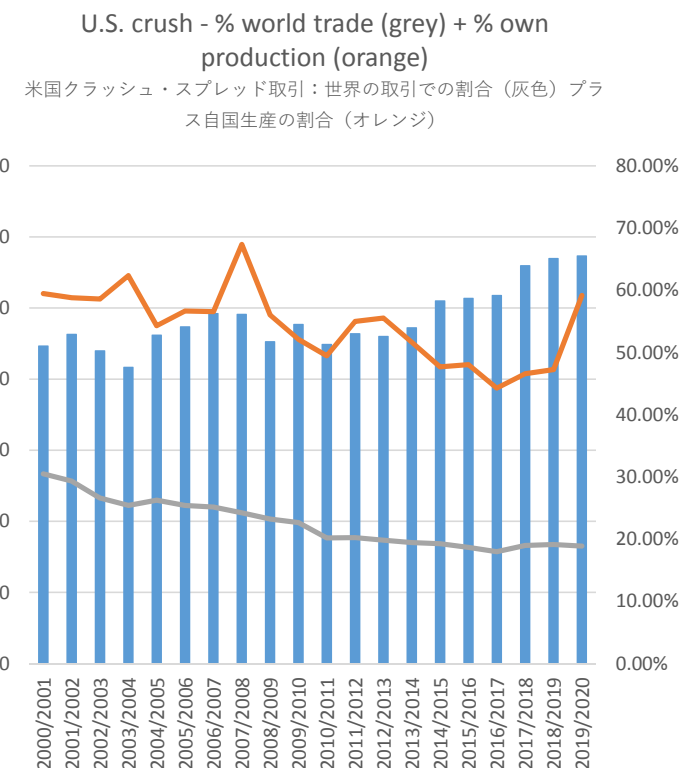
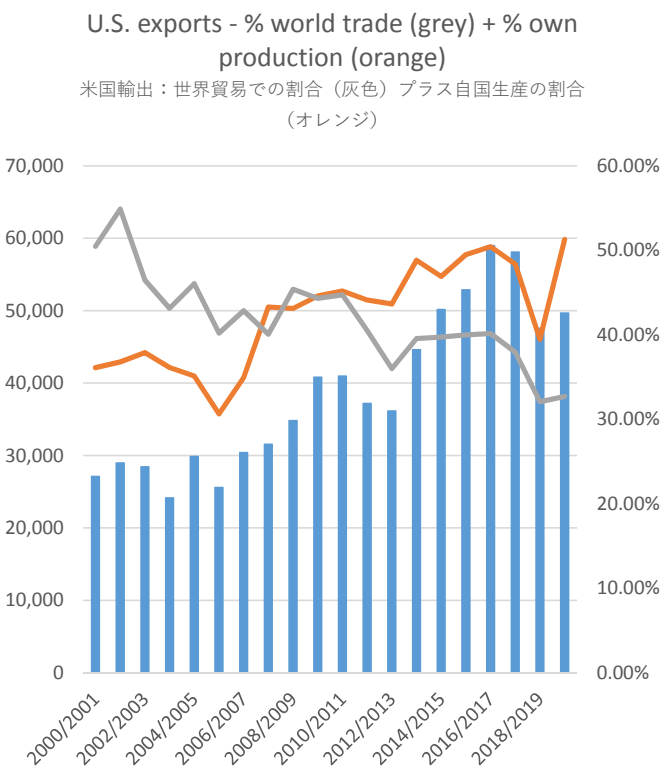
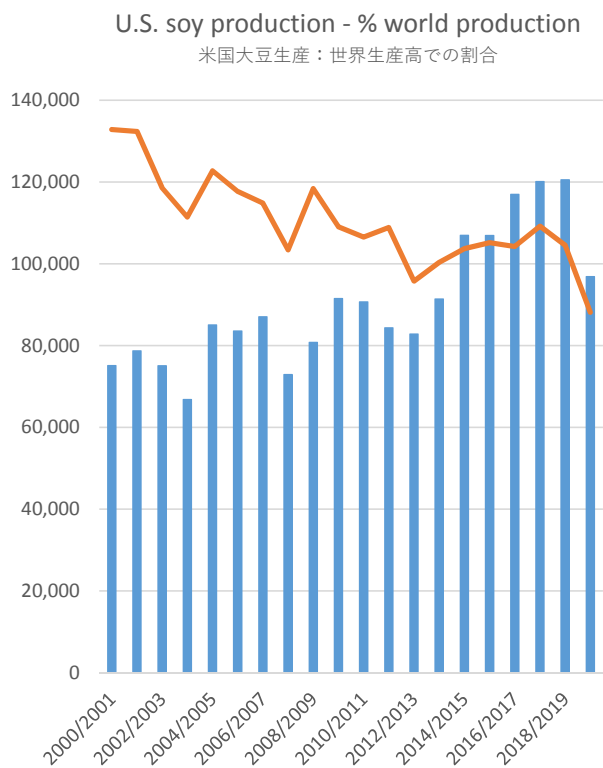
China + U.S. store 35.6% of the world's soybeans

中国+米国が世界の大豆の35.6%を保管



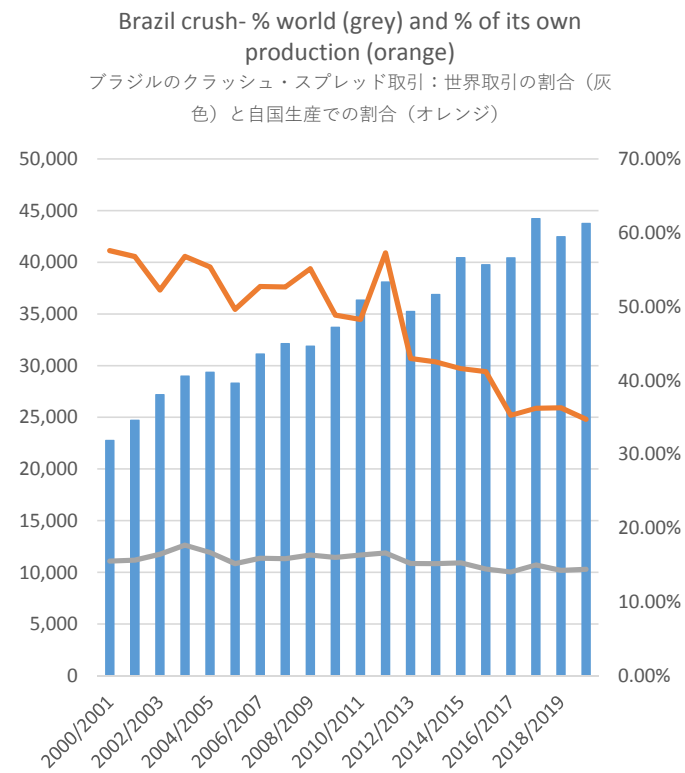
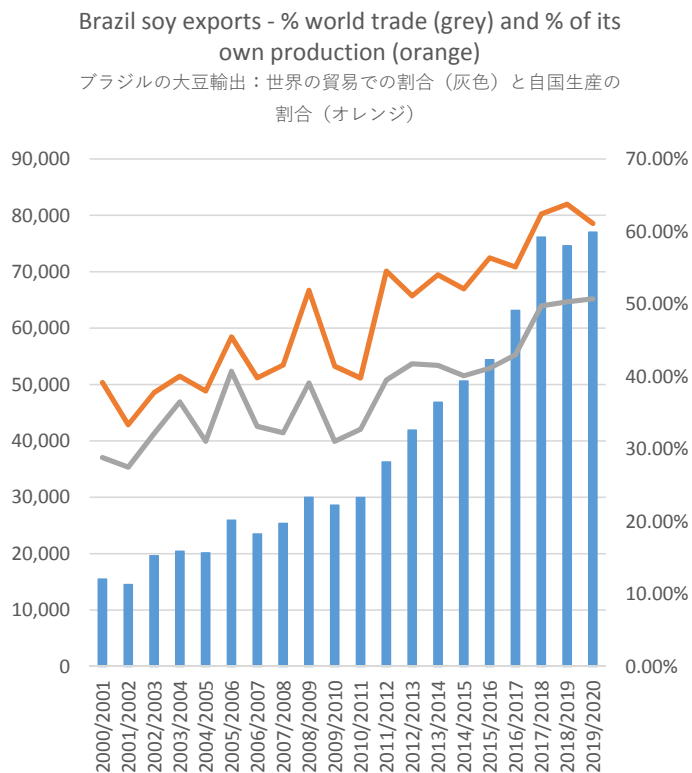
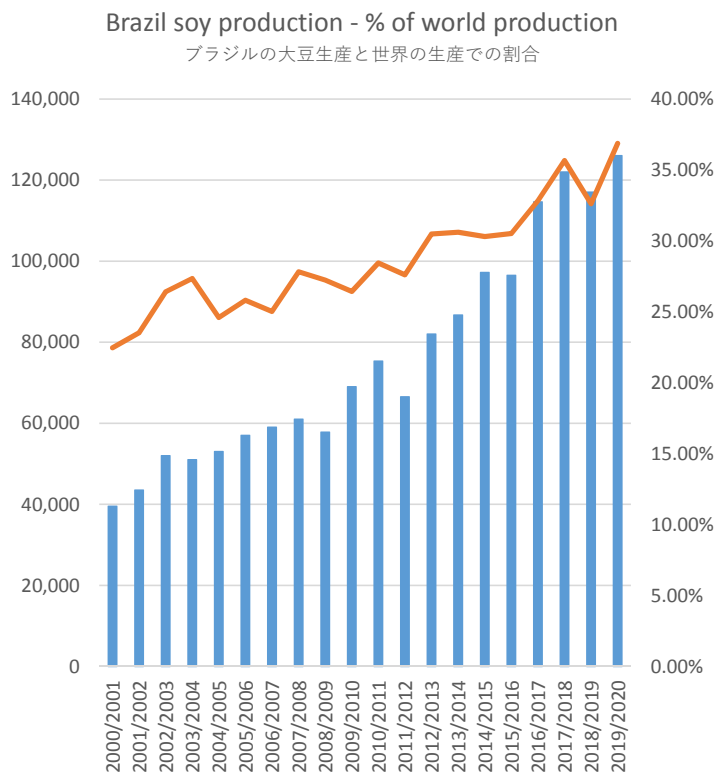
POST COVID – U.S. utilization of its soy crop and its role in the world soybean arena

COVID-19収束後:米国の大豆作物利用と世界の大豆土俵での役割



POST COVID – Brazil utilization of its soy crop and its role in the world soybean arena

COVID-19収束後：ブラジルの大豆作物利用と世界の大豆土俵での役割

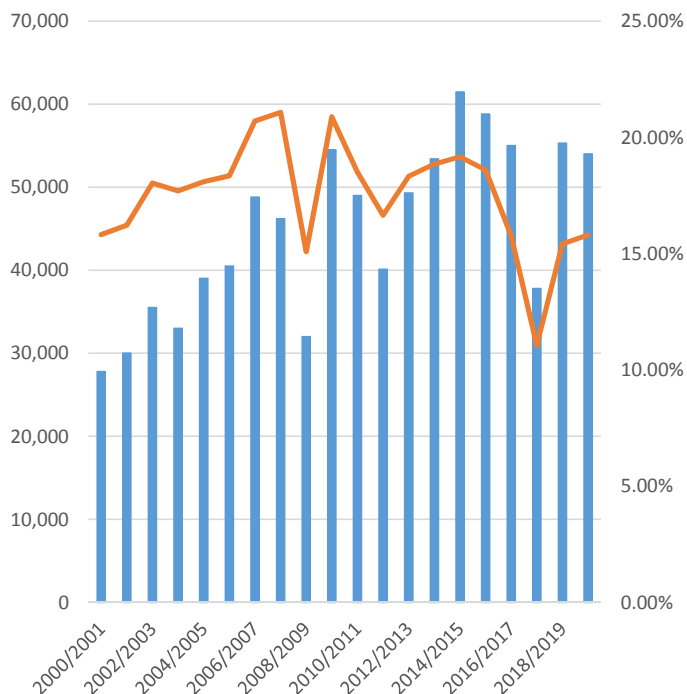


POST COVID – Argentina utilization of its soy crop and its role in the world soybean arena

COVID-19収束後:アルゼンチンの大豆作物利用と世界の大豆土俵での役割

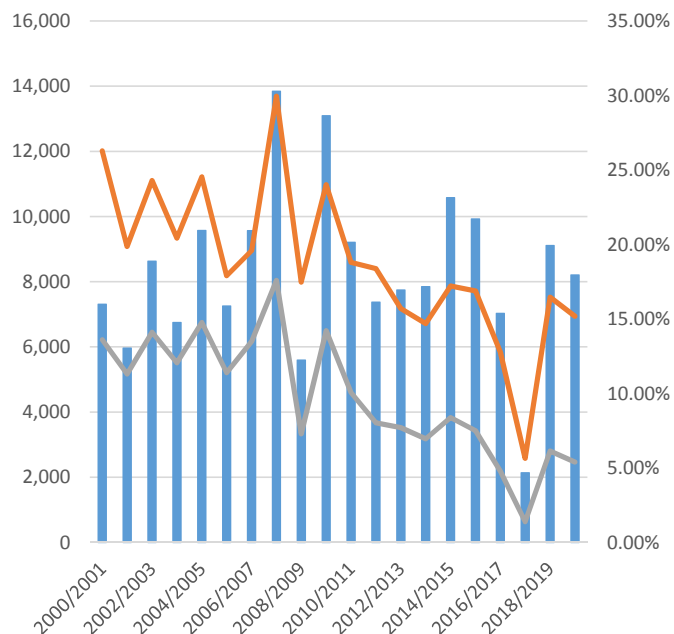
Argentina soy production - % world production

アルゼンチンの大豆生産と世界の生産での割合



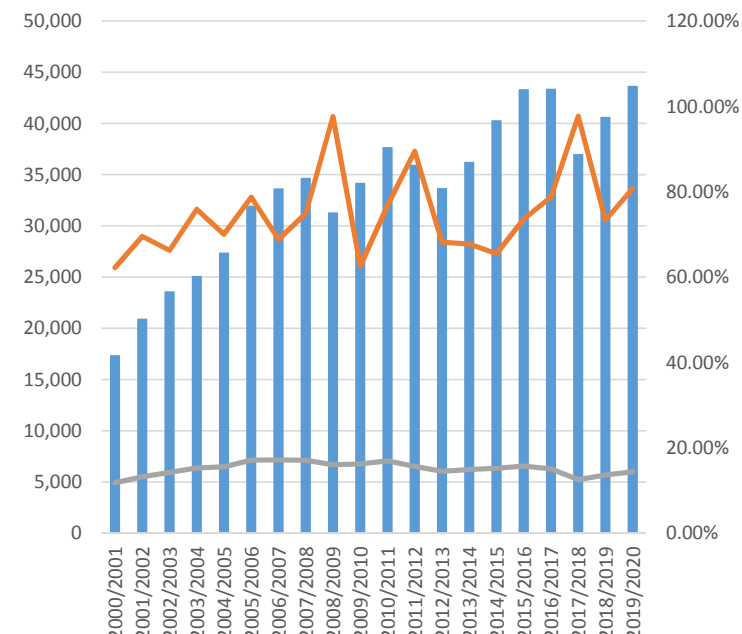
Argentina soy exports - % world trade (grey) + % of its own production (orange)

アルゼンチンの大豆輸出:世界の貿易での割合(灰色)+自国で生産の割合(オレンジ)



Argentina crush- % world trade (grey) + % of its own production (orange)

アルゼンチンのクラッシュ・スプレッド取引:世界の取引の割合(灰色)+自国生産での割合(オレンジ)



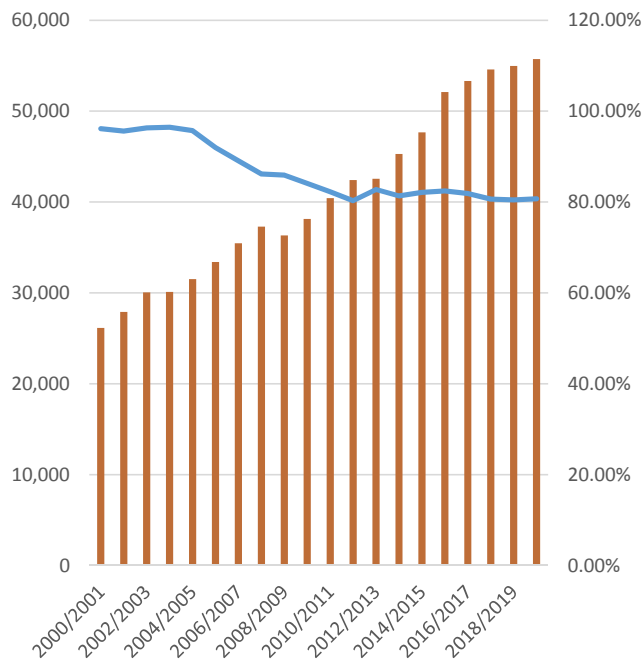
PRE COVID – edible oil price puke fest COVID-19世界的大流行前:食用油価格は急速に下落

POST COVID – this is the critical “gauge” for consumer recovery COVID-19収束後:これは消費回復に非常に重要な尺度

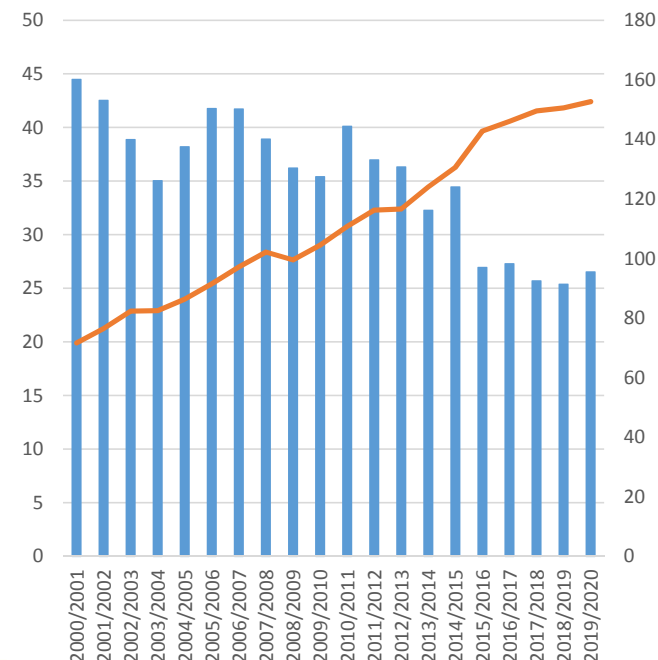


efrench@consiliagra.com

World soy oil food use 1.4% y-o-y demand -> accounts for 80.7% of total demand 世界の大豆油の食用使用。年間需要1.4% -> 需要全体の80.7%を占める



Soy oil global supply cushion = 26.5 days (daily demand = 152.7KMT / day) 大豆油の世界の供給緩和用在庫 = 26.5日 (1日あたりの需要 = 152.7KMT/日)



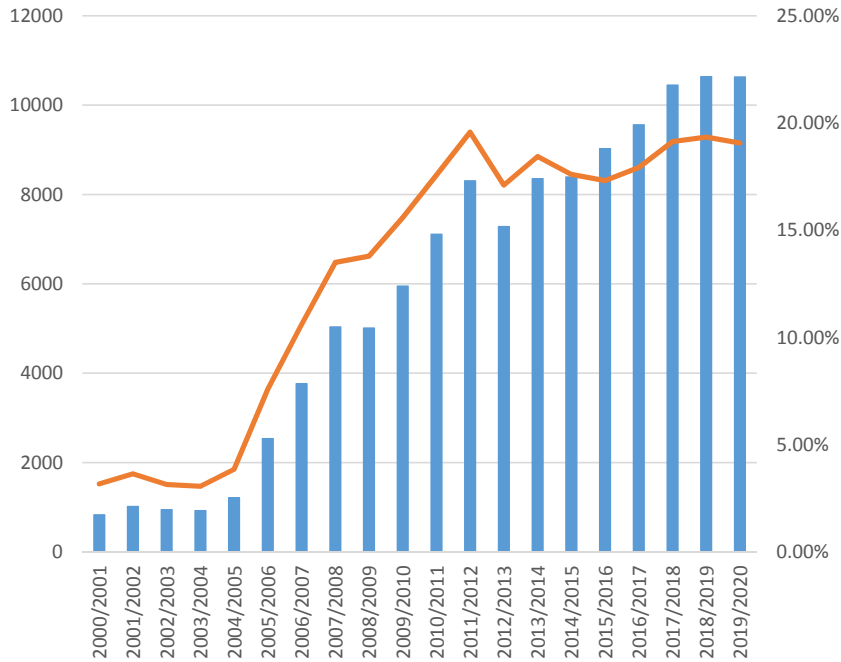
consiliagra.com

PRE COVID – renewable fuels are the future COVID-19世界的大流行前:再生可能燃料が未来

POST COVID - energy demand – what energy demand? COVID-19収束後:エネルギー需要:どのエネルギーに需要?

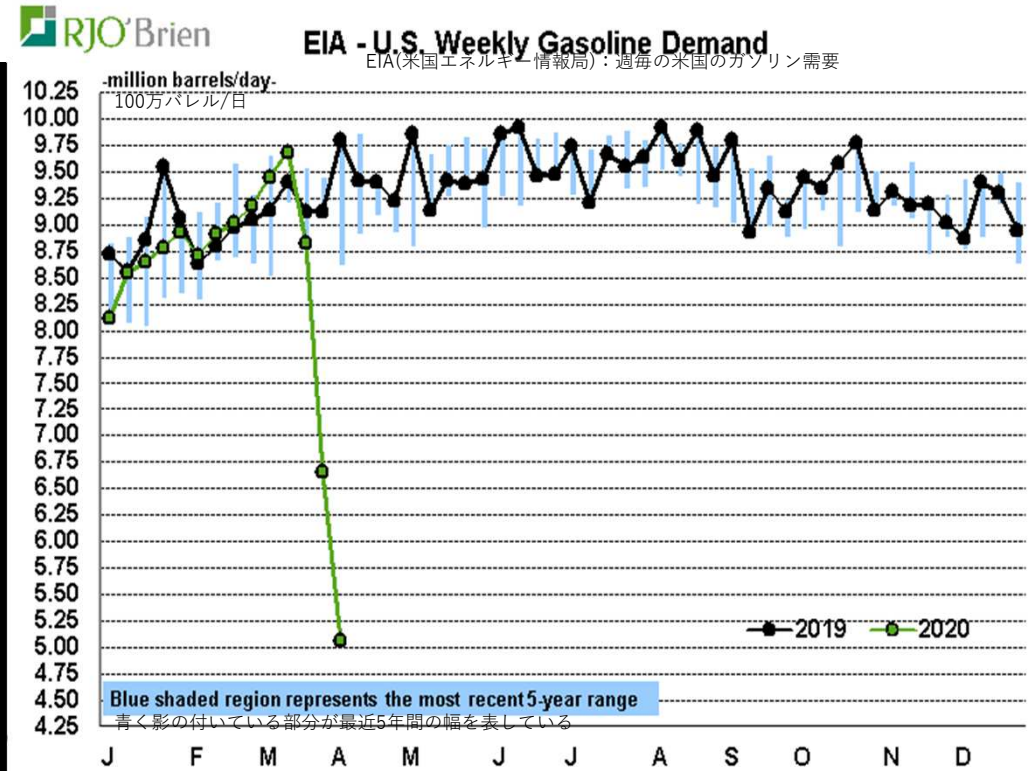
World industrial use for soy oil - now flat vs LY - 19% of total demand

世界の大豆の産業用使用: 昨年より今はフラット: 需要全体の19%



World industrial soy oil demand = 10.6MMT (29KMT / day)
 世界の産業用大豆油需要 = 19.6MMT (29KMT/日)

Industrial demand had been a significant growth engine for soy oil led by biodiesel programs in Brazil, Argentina and the U.S.
 ブラジル、アルゼンチン、米国のバイオディーゼルプログラム先導により大豆油に取って産業用需要は大きな成長の原動力

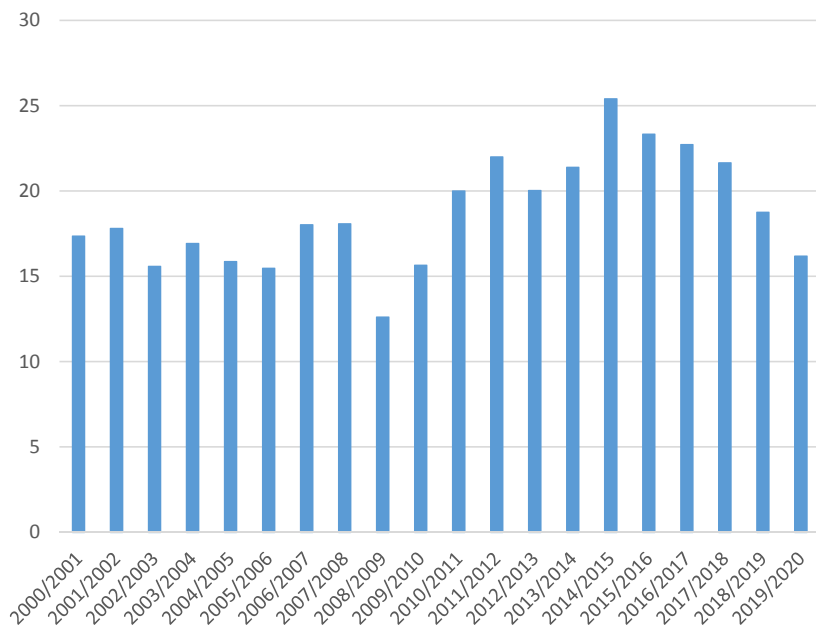


PRE COVID – world soymeal demand steady-modest recovery with ASF the major demand headwind

COVID-19世界的大流行前:世界の大豆ミール需要は安定~控えめな回復、ASF(アフリカ豚熱)が需要への主な逆風

Global soymeal supply cushion = 16.2 days - lowest since 2008-2010 period

世界の大豆ミール供給緩和用在庫 = 16.2日 : 2008~2010年の間以来最低



World consumes 647.7KMT of soymeal on a daily basis

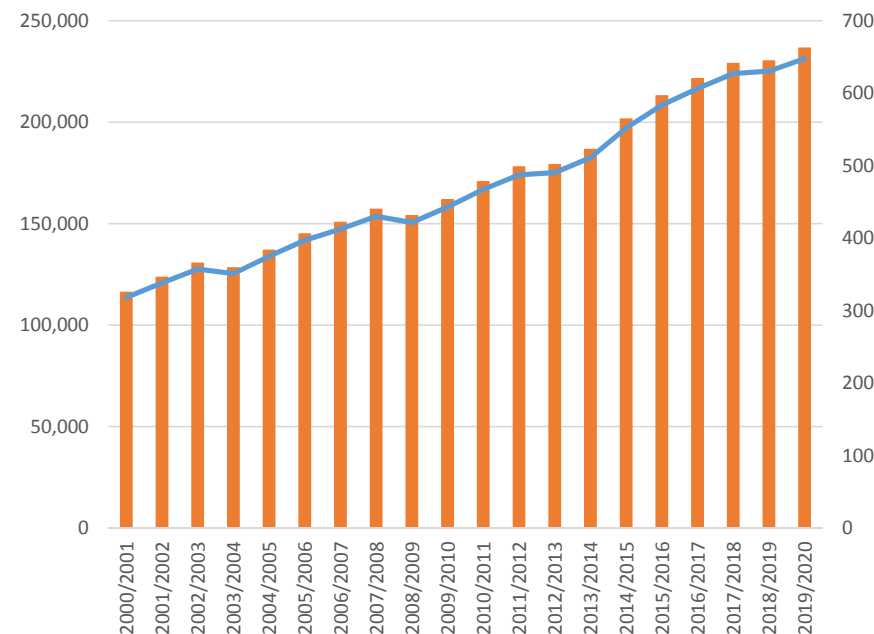
世界中で毎日647.7KMTの大豆ミールを消費

Despite ASF and now COVID – the world soymeal cushion have been on the **decline** since 2014-15 peak = 25.4 day

ASFや現在のCOVIDにかかわらず世界の大豆ミール供給緩和用在庫は2014~15年の25.4日のピーク以降下降

Global soymeal demand + daily consumption (647.7KMT / day) - up 2.7% y-o-y

世界の大豆ミール需要 + 毎日の消費量 (647.7KMT/日) : 年間2.7%上昇

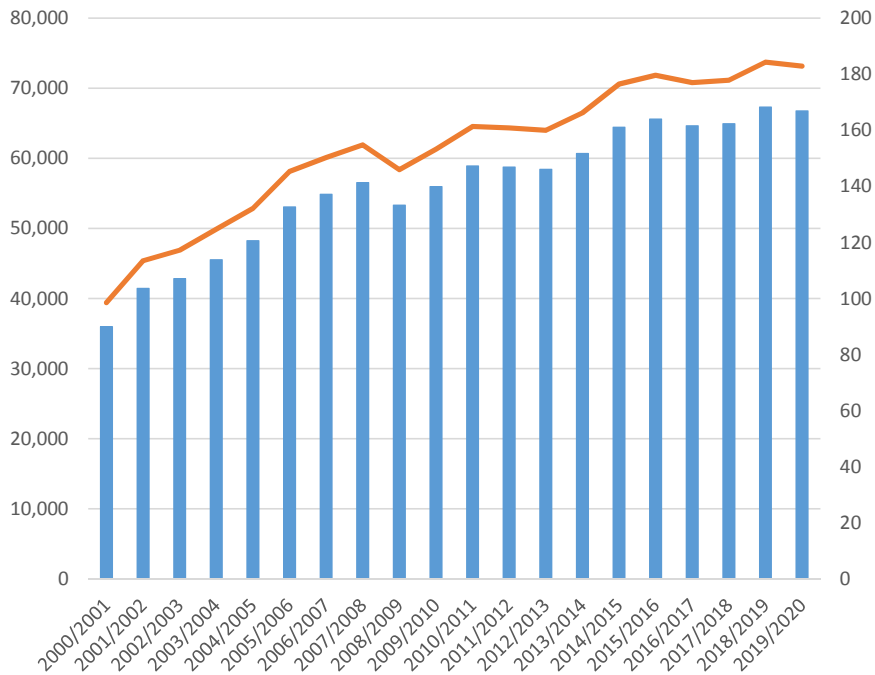


POST COVID – who else exports soymeal and what is the hit to consumer protein demand?

COVID-19収束後: 他的大豆ミール輸出国は誰か、消費者のプロテイン需要への打撃は何か

World soymeal export trade = 66.7MMT - down >1%

世界の大豆ミール輸出取引 = 66.7MMT : 1%以上下落



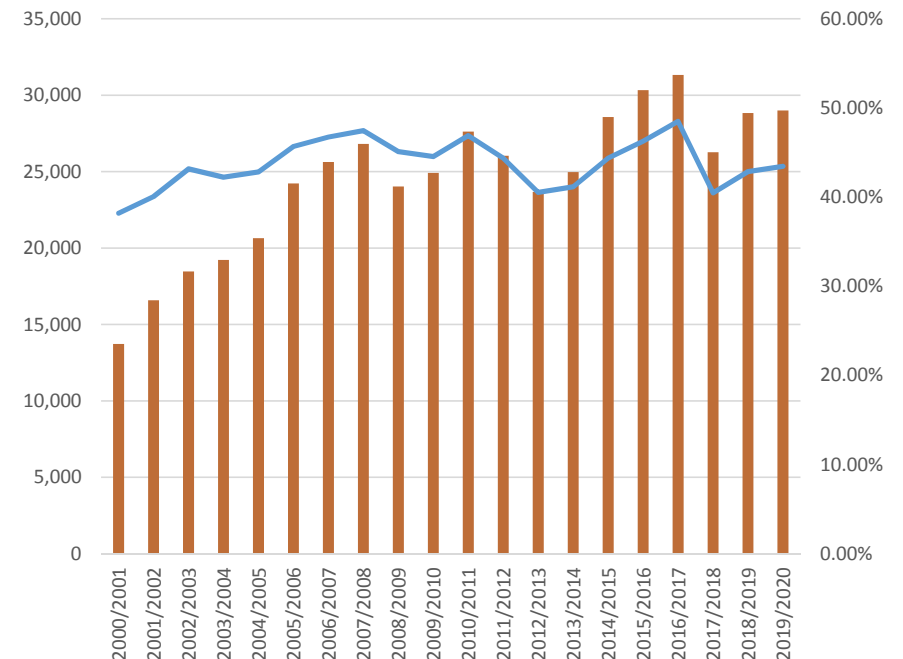
World consumes ~648KMT of soymeal on a daily basis
 世界中で最大648KMTの大豆ミールを消費

Of that ~183KMT or 28.2% is "traded" or exported from largely Argentina, Brazil and the U.S.
 そのうち最大183KMT(28.2%)が主にアルゼンチン、ブラジル、米国から「取引」または輸出

Argentina at 43.5% world trade (82KMT / day)
 アルゼンチンは世界貿易の43.5% (82KMT/日)

Argentina soymeal exports = 29MMT / 79.5KMT per day (43.5% world trade)

アルゼンチンの大豆ミール輸出 = 29MMT/1日あたり79.5KMT (世界貿易の43.5%)

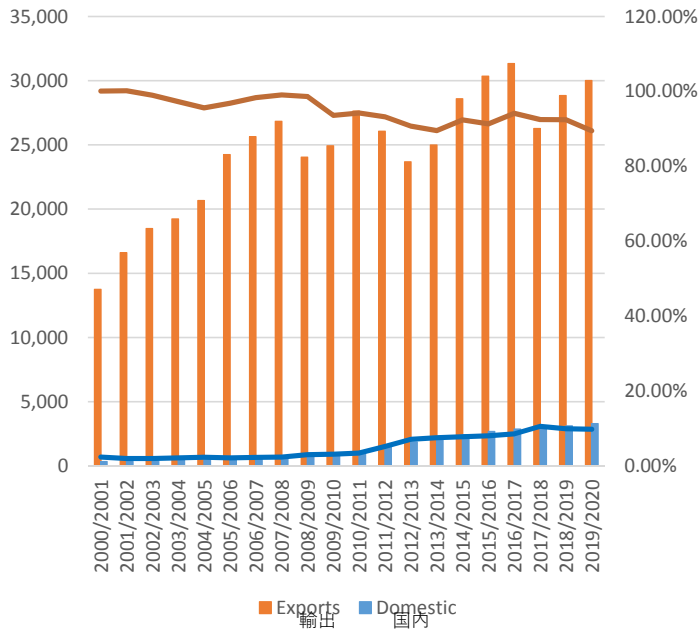


POST COVID – how do world soymeal exporters utilize their soymeal production?

COVID-19収束後: 世界の大豆ミール輸出国はどのように自国の大豆ミール生産を利用しているか

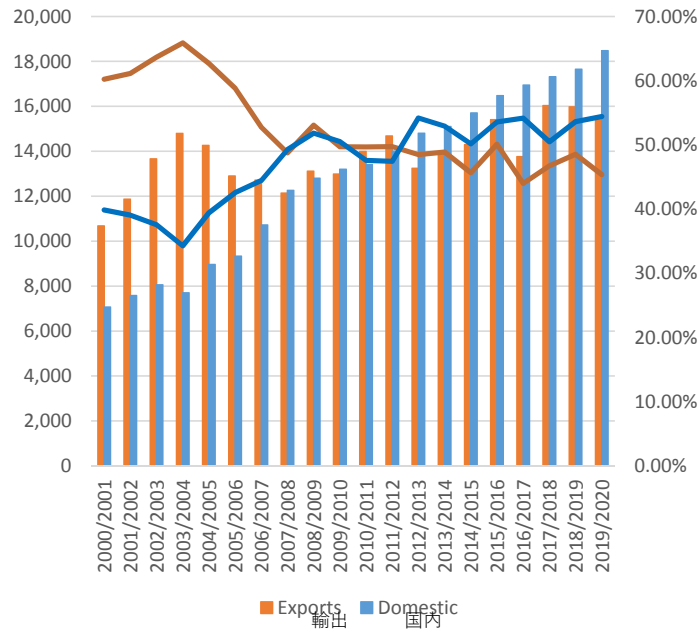
Argentina soymeal demand snapshot - export-oriented (89.5% of production is exported)

アルゼンチン大豆ミール需要スナップショット: 輸出志向 (生産の89.5%が輸出)



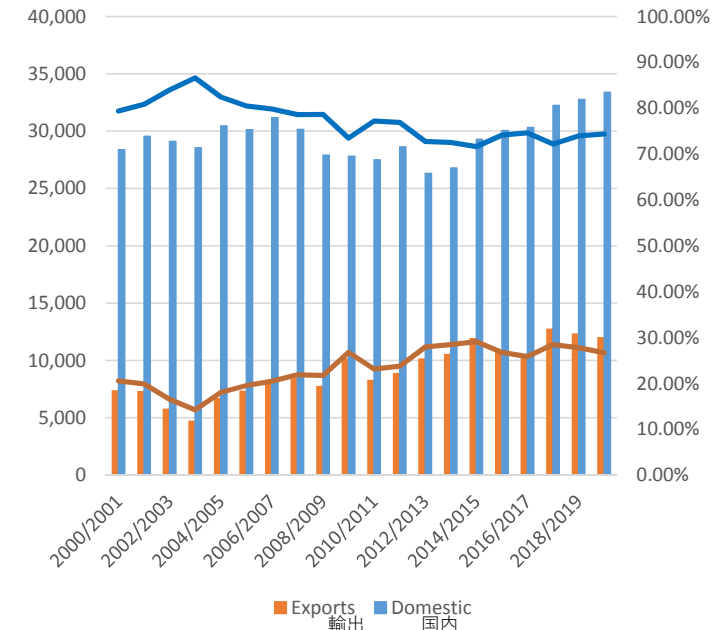
Brazil soymeal demand snapshot –domestic growth from 40% to ~55% since 2000

ブラジルの大豆ミール需要スナップショット: 国内需要は2000年以降40%から最高55%に上昇



U.S. soymeal demand snapshot - fairly consistent (72-74% domestic)

米国大豆ミール需要スナップショット: かなり一定を保つ (国内需要72~74%)

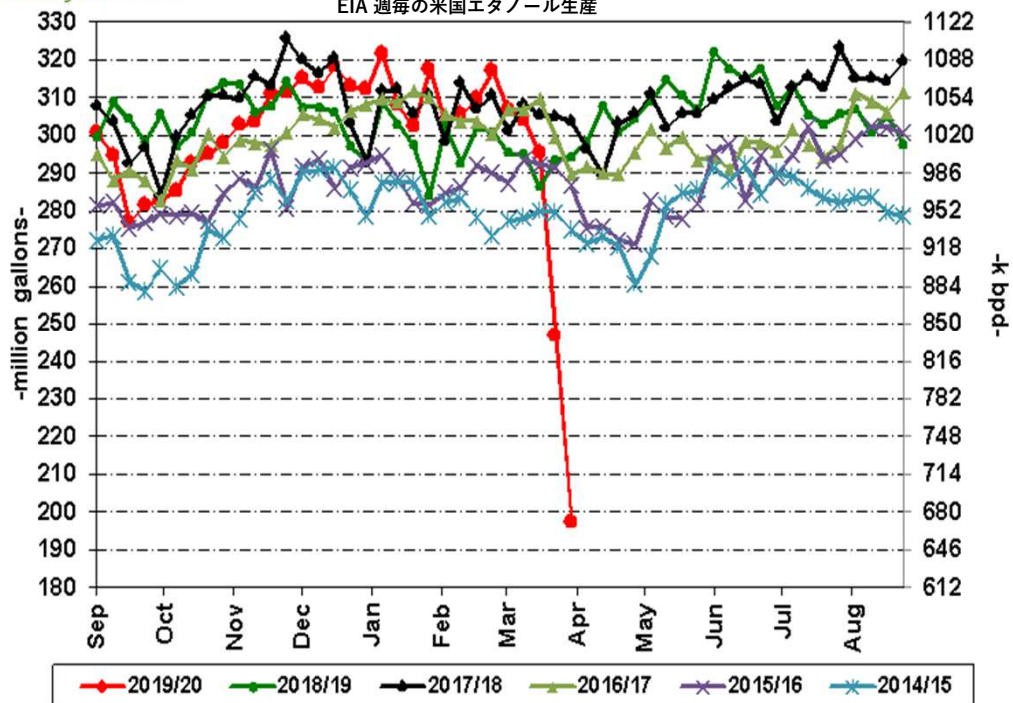


POST COVID – will more soymeal needed with the collapse of the U.S. ethanol sector?

COVID-19収束後: 米国エタノールセクターの崩壊により、もっと多くの大豆ミールが必要になるか

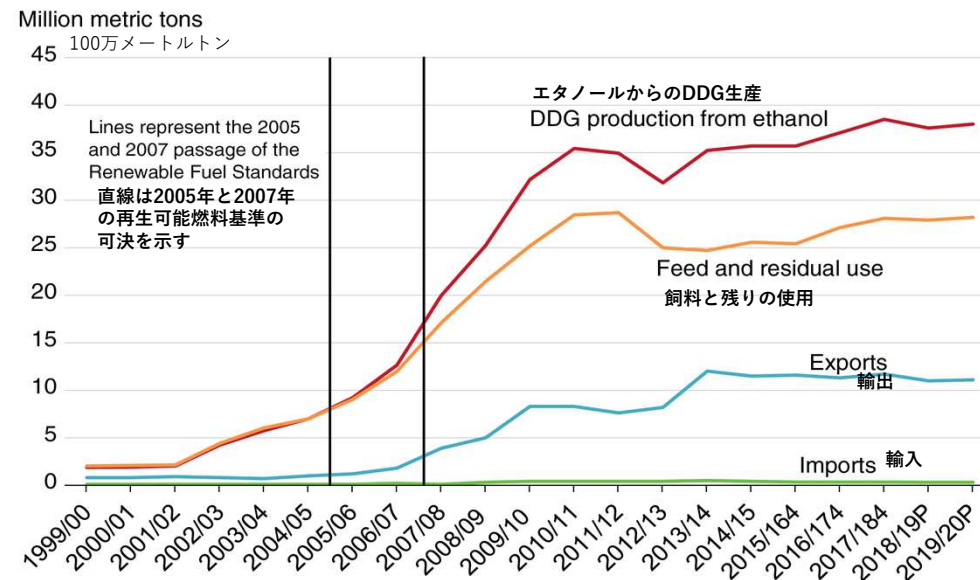


EIA Weekly U.S. Ethanol Production
 EIA 週毎の米国エタノール生産



Dried distillers' grains (DDGs) supply and use has risen in concert with ethanol fuel production

乾燥蒸留穀物残渣 (DDG) 供給と使用量はエタノール使用に合わせて上昇した

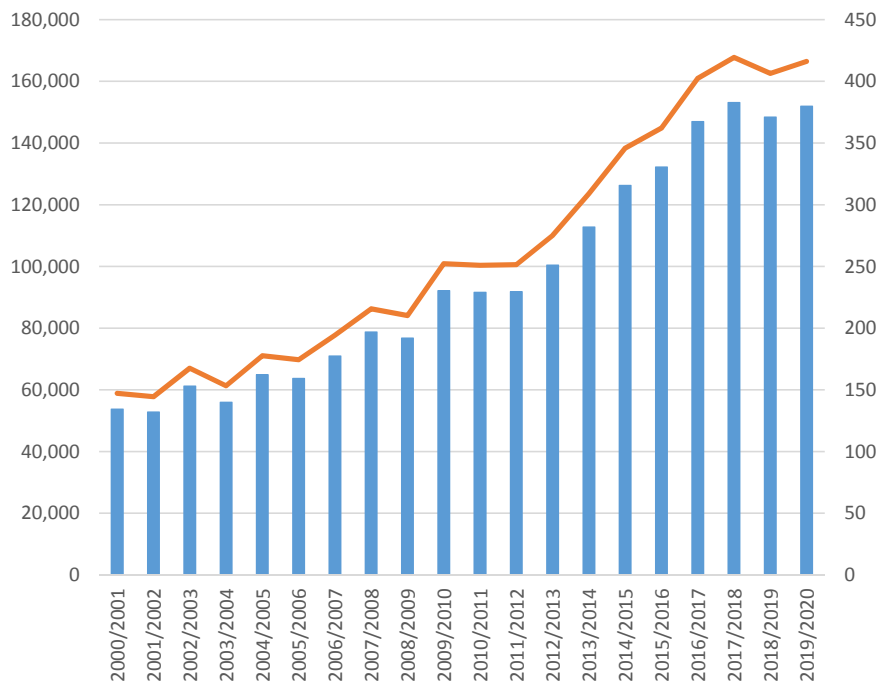


注記: Pは予想。2018~2019年と2019~2020年のデータは予想値。DDG = 乾燥蒸留穀物残渣
 Note: P = projection. 2018/19 and 2019/20 data are projections. DDG = Dried distillers' grains.
 Source: USDA, Economic Research Service Bioenergy Statistics data.

PRE COVID - world soy export trade driven by China import demand + Phase I China-U.S. commitments

COVID-19世界的大流行前:世界の大豆輸出取引は中国の輸入需要が原動力+中国と米国間の第1段階公約

World soybean export demand = 151.5MMT (+2.2%)
 世界の大豆輸出需要 = 151.5MMT (プラス2.2%)



World soybean exports demand = 151.9MMT (+2.4% year-on-year)

世界の大豆輸出需要 = 151.9MMT (年間2.4%プラス)

World export trade – if “perfect” equates = 416KMT / day

世界の輸出取引:もし「教科書どおり」なら416KMT/日に等しくなる

Ergo – if daily consumption = 955KMT / day (43.6% is “fed” by export trade)

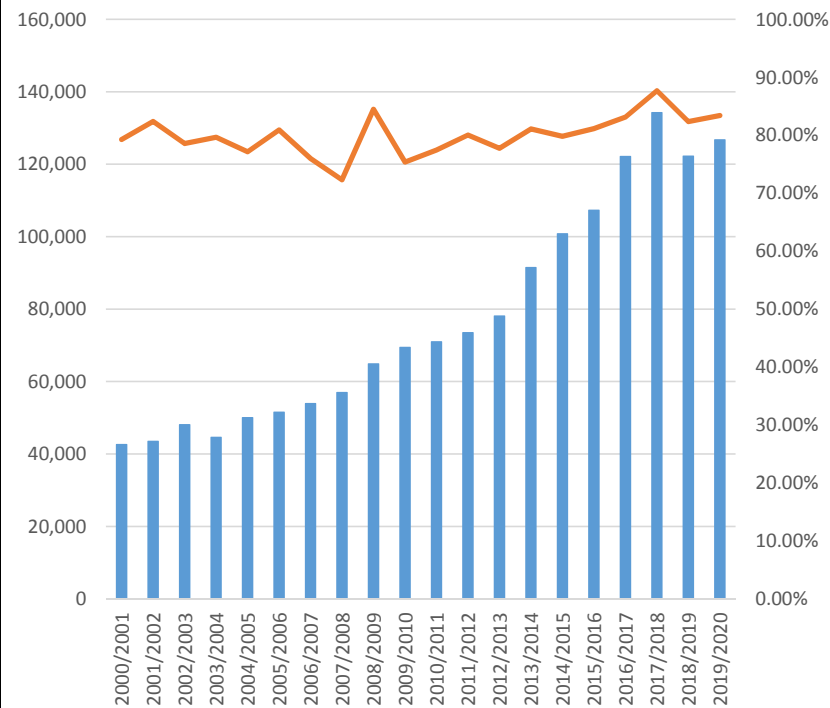
そのため:もし毎日の消費量955KMT/日(43.6%は輸出によって「養われる」)なら

Brazil + U.S. exports account for 83.4% of world trade (peak = 87.7% in 2017-18)

ブラジル+米国の輸出は世界の取引の83.4%を占める (ピーク=2017~2018年の87.7%)

Brazil + U.S. to account for 83.4% of world soy trade

ブラジル+米国が世界の大豆取引の83.4%を占める



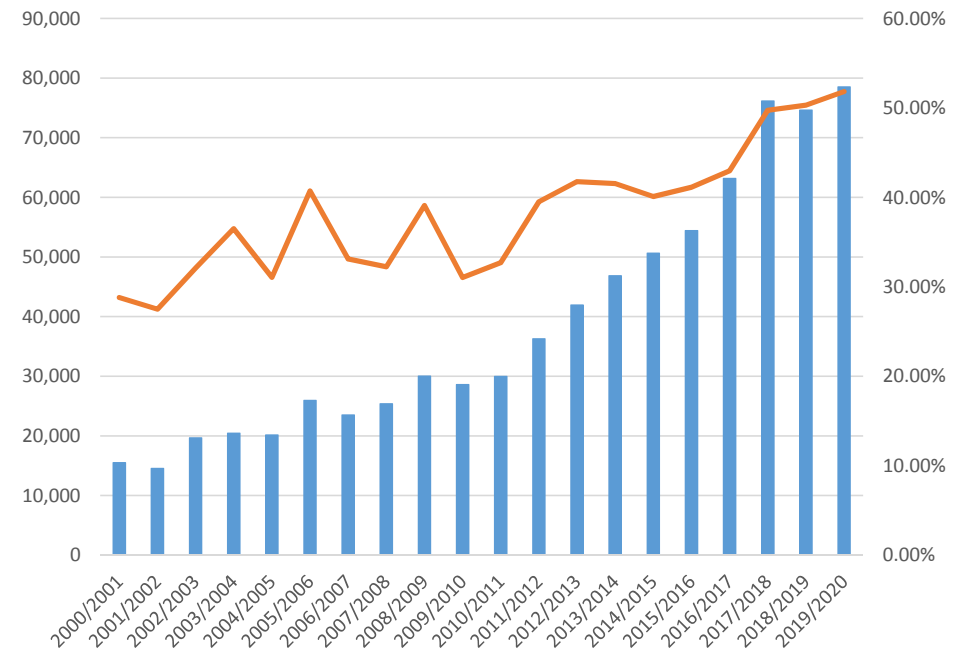
POST COVID – Brazil currency collapse drives 2019-2020 and 2020-21 physical trade

COVID-19収束後:ブラジル通貨崩壊が2019~2020年と2020~2021年の物理的取引の原動力



Brazil soybean exports - forecast at a record 78.5MMT (over double since 2011)

ブラジル大豆輸出：記録的な78.5MMTとなる予測（2011年以来倍増以上）



PRE – POST COVID – U.S. soybean plantings + production will be bigger than last year

COVID-19世界的大流行前と収束後:米国の大豆作付面積と生産は昨年より増大の見通し

	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 - USDA	2020/21 – CS
Planted area 作付面積	90.2	89.2	76.1	85	86
Harvested area 収穫面積	89.5	87.6	75.0	84.2	85.1
Bu / acre 1エーカー当たり収量 (ブッシェル)	49.3	50.6	47.4	49.8	49
Beg stocks 期初在庫	302	438	909	480	500
Production 生産	4412	4428	3558	4195	4170
Imports 輸入	22	14	15	15	15
TOTAL SUPPLY 供給合計	4735	4880	4482	4690	4685
Crush クラッシュ・スプレッド取引	2055	2092	2125	2130	2150
Seed – residual 種子-その他	109	131	102	130	130
Exports 輸出	2134	1748	1775	2050	1950
TOTAL USE 総使用量	4297	3971	4002	4310	4230
Ending stocks 期末在庫	438	909	480	380	455
STU 在庫率	10.2%	22.0%	12%	8.9%	10.9%

Disclosure 開示方針

This material is conveyed as a solicitation for entering into a derivatives transaction.
本資料はデリバティブ取引参入を勧誘するために使われます。

This material has been prepared by ConsiliAgra who provides research market commentary and trade recommendations as part of his or her solicitation for accounts and solicitation for trades; however, ConsiliAgra does not maintain a research department as defined in CFTC Rule 1.71. ConsiliAgra may trade in derivatives for their own accounts or for the accounts of others. Due to various factors (such as risk tolerance, margin requirements, trading objectives, short term vs. long term strategies, technical vs. fundamental market analysis, and other factors) such trading may result in the initiation or liquidation of positions that are different from or contrary to the opinions and recommendations contained therein.

本資料はConsiliAgra社が用意し、同社は顧客および取引の勧誘の一環として市場リサーチ解説や取引の勧告を行います。しかしConsiliAgra社はCFTC規則1.71に定められるリサーチ部門を保持していません。ConsiliAgra社は自身または他者のためにデリバティブ取引をすることができます。取引の際に、様々な要因(例えばリスクへの耐性、委託証拠金、取引の目的、短期対長期戦略、市場のテクニカル分析対ファンダメンタルズ分析、その他)により、前述の意見や勧告と異なる、または反対のポジション開設や仕舞いの結果を招くこともあります。

Past performance is not necessarily indicative of future performance. Trade recommendations and profit/loss calculations may not include commissions and fees. Please consult your broker for details based on your trading arrangement and commission setup. The risk of loss in trading futures contracts or commodity options can be substantial, and therefore investors should understand the risks involved in taking leveraged positions and must assume responsibility for the risks associated with such investments and for their results. 過去の業績は今後の業績を必ずしも保証するものではありません。取引の勧告や収益・損失計算に手数料や諸費用が含まれない可能性もあります。取引の手配や手数料の設定に基づく詳細はご自身のブローカーに相談してください。先物契約や商品オプション取引の損失リスクは多額となることがあるので、投資家はレバレッジポジションを取る際のリスクを理解すべきであり、そのような投資や投資結果に関連するリスクの責任を負わなければなりません。

You should carefully consider whether such trading is suitable for you in light of your circumstances and financial resources.
そのような取引がご自分の状況や資産状態から見て適切であるかどうか、慎重にお考えください。

This presentation is for informational purposes only and is not intended as an offer or solicitation with respect to the purchase or sale of any commodity. Although the statements of fact in this report are obtained from reliable sources, we do not guarantee their accuracy and any such information may be incomplete or condensed. All options and opinions are subject to change without notice.

本プレゼンテーションは情報提供のみが目的であり、いかなる商品の購入や売却に関する申し出や勧誘を意図するものではありません。本報告書の事実記載にあたっては信頼できる筋から情報を得ていますが、正確さを保証するものではなく、情報が不完全または縮約されている可能性もあります。すべてのオプションや意見は予告なく変更することがあります。