



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

上行动力趋降， 中期整体承压。

——2022年四季度农产品报告核心观点

研究咨询部 姜庭煜 王静

2022年9月26日

本公司具备期货投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明。

www.gtfutures.com.cn

四季报核心观点汇总

- **豆粕：成本及旺季需求支撑下，短期单边行情延续，中长线面临南美增产压力。**下游需求旺盛，豆粕库存低，原料端到港偏低，供应紧张，01合约短多交易为主。风险上关注，中长线南美供应增加预期的压力。
- **豆油：国内外供应趋紧，关注筑底行情。**厂榨利回升，开机走高，豆油边际供应被动抬升，但整体受到原料端大豆供应持续偏紧，进口大豆到港预期仍偏低，累库空间预计有限。短期或以底部偏弱震荡整理为主；中期看，旺季下豆油潜在消费需求仍有待释放，在美豆偏紧格局下，豆油中长线或维持宽幅震荡。风险上，关注南美超预期的影响。
- **棕榈油：需求支撑下，供需宽松情况有所改善。**产地出口竞争激烈，价格一压再压，棕榈油供应保持宽松，随着国内到港量逐步增加，棕榈油库存开始累库，紧张格局有所缓解。棕榈油整体将以底部震荡偏弱整理为主，寻找新的平衡。进入四季度后，东南亚增产期临近结束，供应压力缓解，叠加需求支撑，印尼库存压力有望进一步缓解，东南亚棕榈油整体库存或延续下降态势。预计棕榈油供需宽松情况进一步好转，中长期有望筑底止跌。风险：东南亚库存超预期累库。
- **生猪：政策调控及需求转弱双重施压，养殖利润有下行压力。**在“保供稳价”政策下，中央储备猪肉逐步投放，叠加由于高价格而再度表现疲软的终端需求，猪价整体有下行压力；成本端饲料方面，受到国内原料端豆粕和玉米价格高企的支撑，饲料价格屡创新高，养殖成本不断攀升。而国内能繁母猪存栏维持高位，产能充足，成本端的压力趋增，中长期不利于猪价。需求相对低迷，猪价抢跑或导致今年旺季不旺。国内环境整体不利于养殖利润进一步走扩。
- **棉花：多空胶着，中长期偏空格局不变。**美棉新年度产量因干旱受损，美棉新年度供需格局仍处与偏紧的状态，叠加巴基斯坦因洪涝灾害的产量，全球供给端扰动和变化仍然较大，消费端，受到美联储加息及经济衰退影响全球棉花消费仍然疲软，中长期更多是利空的影响。国内方面，受疫情影响，进入旺季后，纺企走货表现一般，纺织订单较前期有所减少，受到疆棉禁令及外围需求转弱影响，外贸订单偏差，终端库存压力仍然很大。当下旺季虽逐步深入，但订单承接性依然不佳，坯布等成品库存难以有效去化，市场难言乐观，传统旺季表现平平，在全球棉花供需多空交织下，棉价短期受到近端利空影响方向偏空，但中长线或再度呈现宽幅震荡格局，而向下预期仍未改变。风险点：供给超预期下调；消费明显回暖。



豆粕

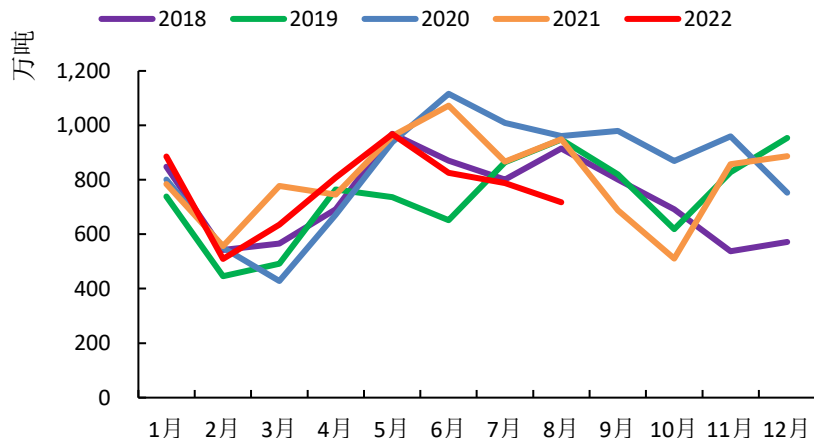
下游需求旺盛，供需整体偏紧

豆油

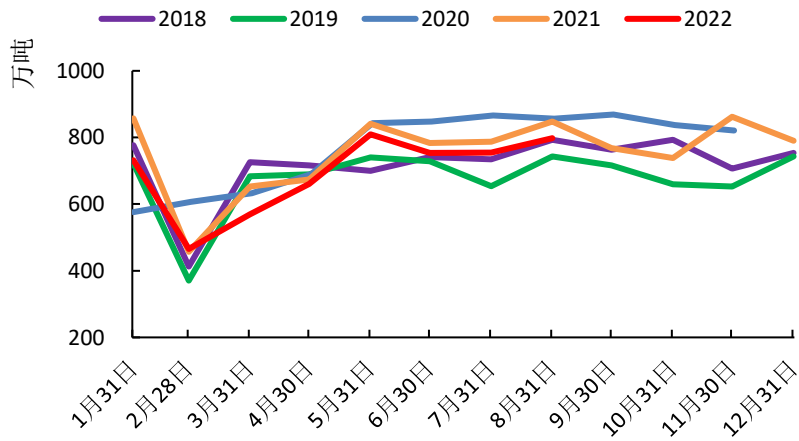
供需边际趋于宽松，累库空间整体有限

成本端供需

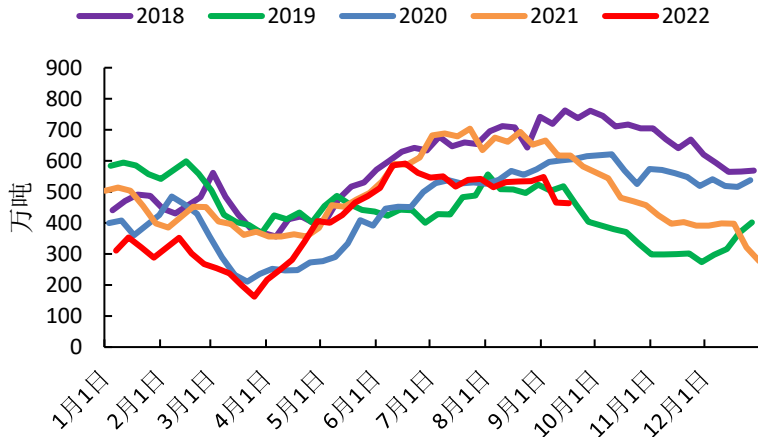
进口大豆月度进口量



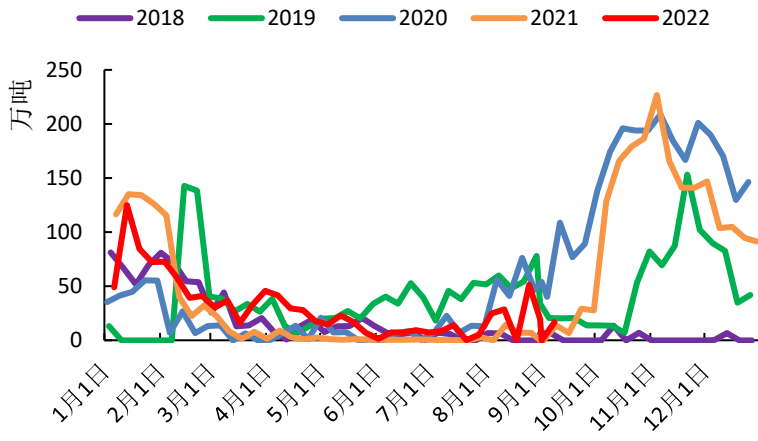
油厂月度压榨量



主要油厂大豆库存



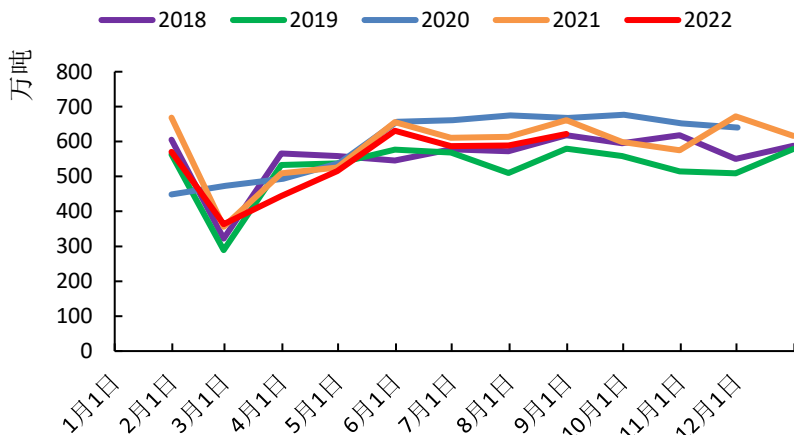
美豆出口:当周值:中国



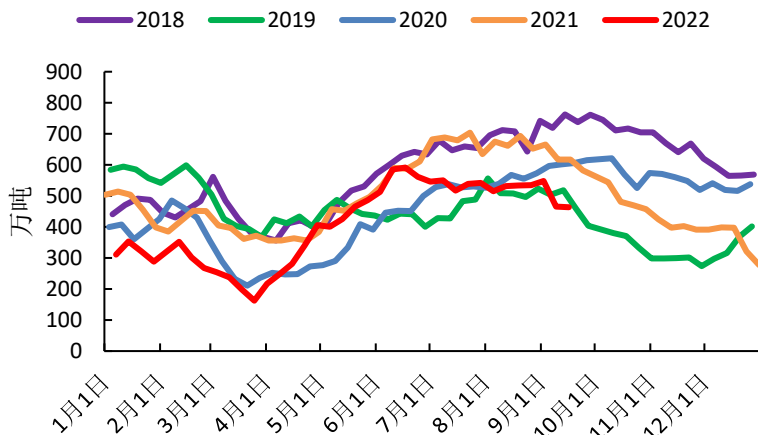
- 据海关总署，8月我国大豆进口量环比-9%至717万吨，去年同期为949万吨，同比-24.4%。主要受到全球价格高企和需求疲软抑制了需求，国内油厂榨利不佳，采购偏慢。9、10月到港依然偏低，其中9月预计在700万吨，美豆出口速度变现平平，国内大豆供应仍然偏紧。
- 库存方面，8月油厂大豆库存为547.5万吨，较去年同期的665万吨，同比-17.7%，而周度数据，同比跌幅有进一步扩大的势头。
- 需求端，主要油厂8月压榨量环比+5.69%为794.3万吨，较去年同期的847.4万吨，同比-6.27%。而随着养殖需求转旺，豆粕需求旺盛，压榨需求持续回升，但大豆供应收紧限制了油厂开机，增量需求被动受到挤压。导致下游豆粕供不应求。

国内豆粕供需

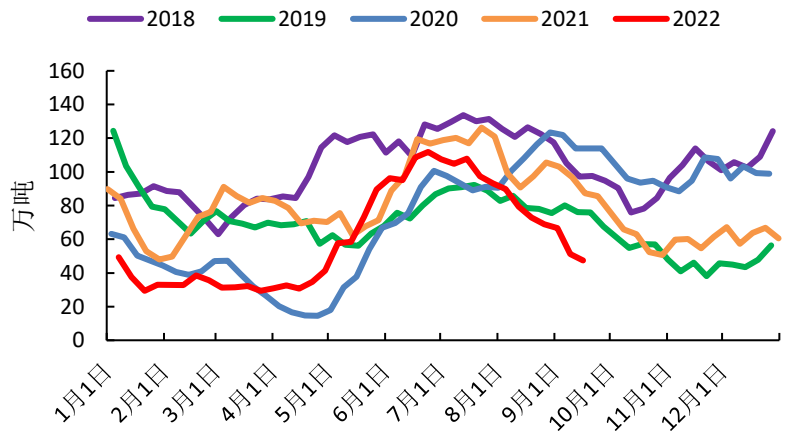
豆粕供给



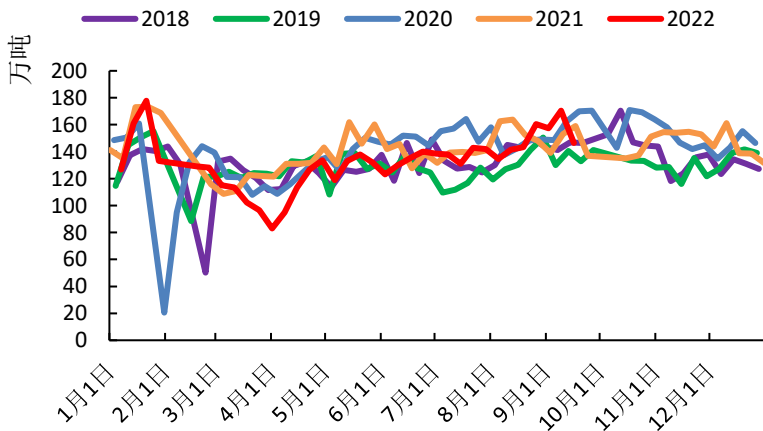
主要油厂大豆库存



油厂豆粕库存



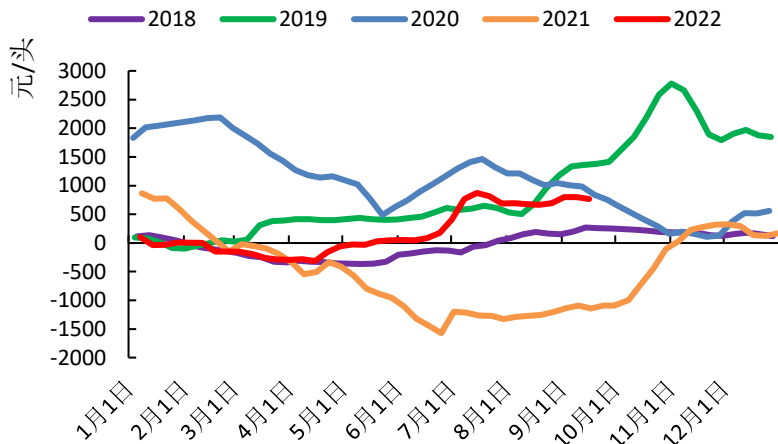
豆粕表观消费量



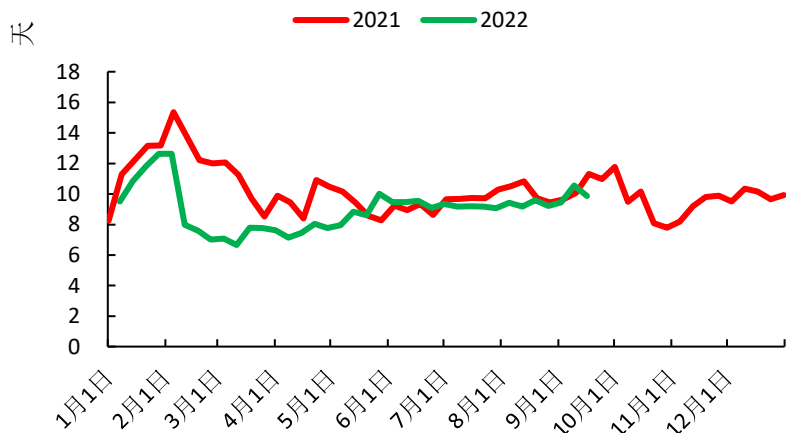
- 油厂8月豆粕供给量环比+5.6%至622万吨，较去年同期的661万吨，同比-5.9%。
- 库存方面，8月主要油厂豆粕库存为66.5万吨，较7月的93万吨，减少26.5万吨，降幅28.5%；较去年同期的103万吨，同比-35.4%。
- 8月表观消费为648.5万吨，较7月的603万吨，增加45万吨，环比+7.46%；较去年同期的679万吨，同比-4.5%。在旺季影响下，9月消费预计进一步抬升，同比将处于偏高水平。
- 油厂受到压榨利润影响，7月-8月上旬整体开机偏低。进入9月后而随着下游养殖利润全面转正，旺季豆粕需求释放，榨利回升，油厂豆粕库存大幅去库，油厂开机持续攀升，供给边际回升，以应对豆粕的旺盛需求。

下游饲料需求旺盛

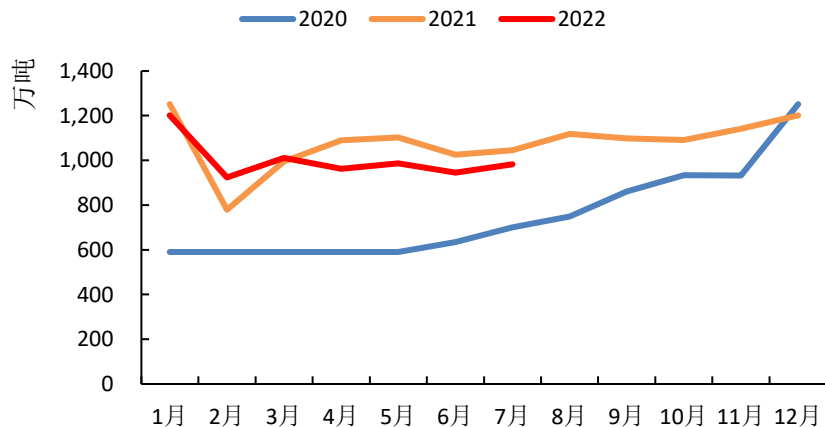
生猪养殖利润



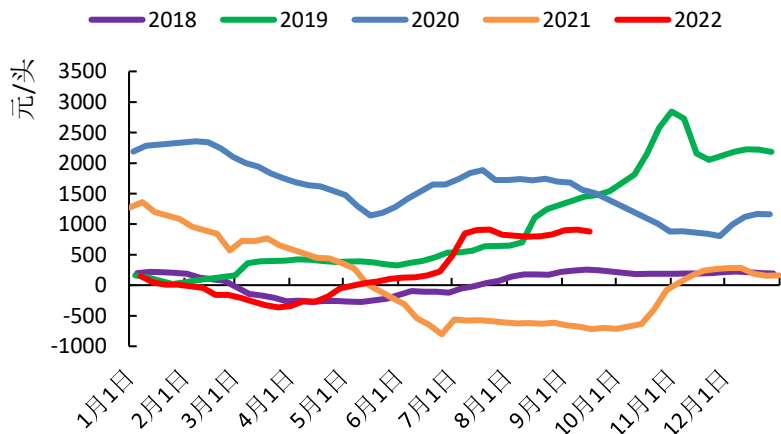
饲料企业：豆粕库存



生猪饲料产量



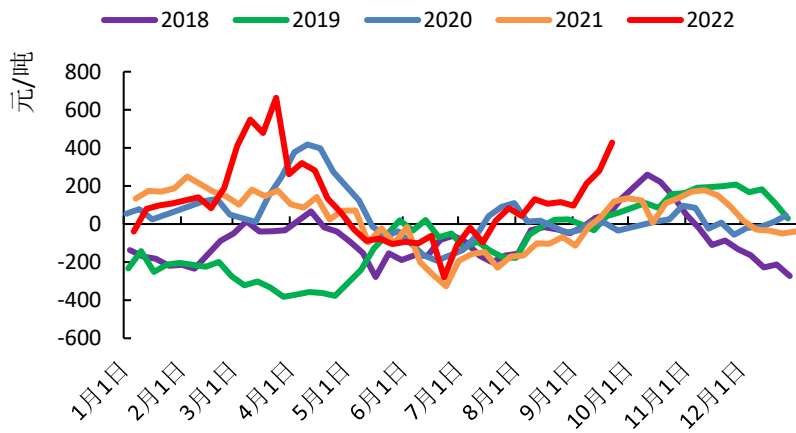
饲料企业生产收益



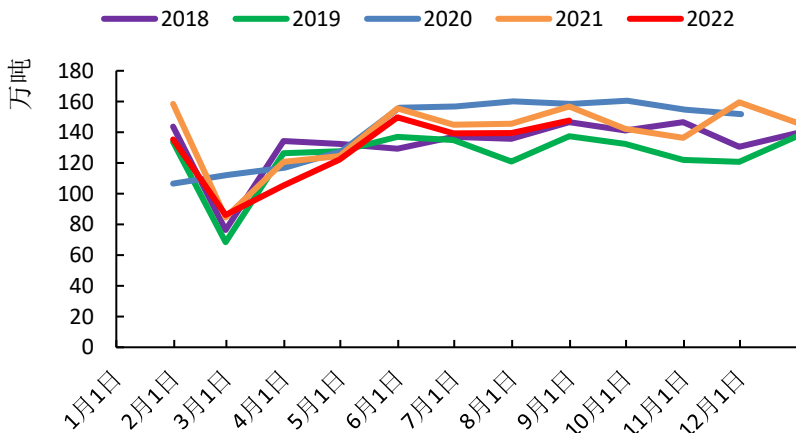
➤ 随着下游生猪养殖利润出现明显好转，养殖端对高价饲料接受意愿明显增加，饲料企业生产收益同比增幅明显，豆粕采购提货意愿激增，生产积极性回升。据国统局，8月生猪饲料产量为1067万吨，环比+8.55%。近期山东地区的油厂因大豆供应不足、国庆长假放假以及电厂检修而出现大范围的停机，在缺豆、检修、放假停机 etc 情况下，豆粕现货供应逐渐偏紧，且随着国庆假期即将到来，不少饲料养殖企业节前备货开展，部分油厂外出现排队提货的情况较多，下游供不应求的情况整体对豆粕现货价格形成支撑。

国内豆油供需

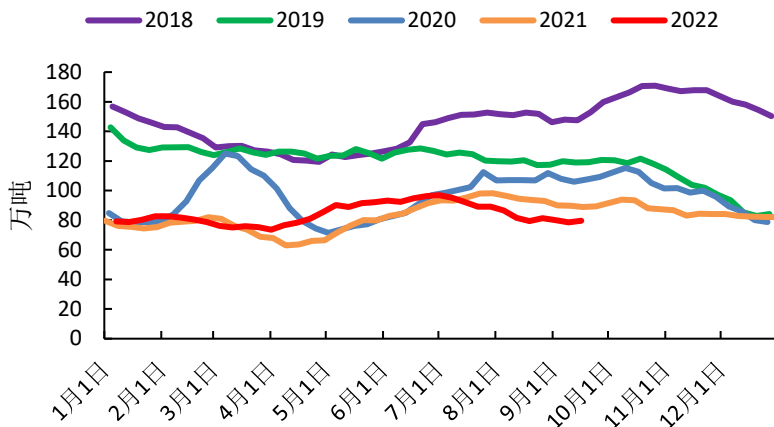
压榨利润：江苏



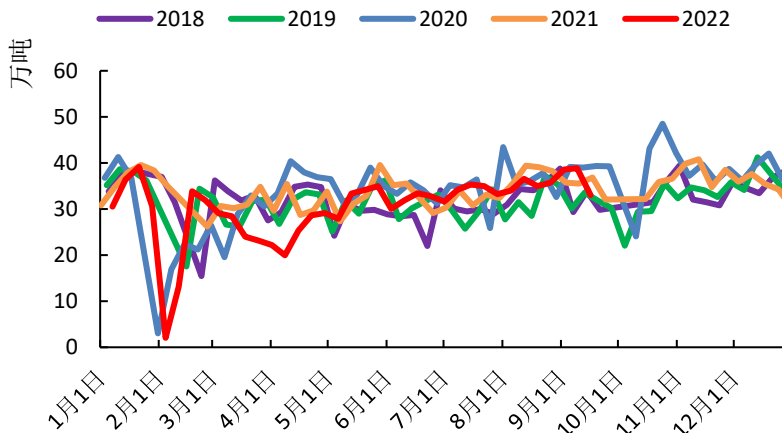
豆油供给



主要油厂豆油库存



豆油表观消费



- 豆油产量方面，8月豆油供应量为147.5万吨，同比-5.93%，较7月的139.6，环比+5.66%。
- 库存方面，8月末主要油厂库存为80万吨，同比-11%。较7月末的89，环比-10.1%。
- 8月表观消费为156.5万吨，较7月的147.57，环比+6.01%。较去年8月的160.2，同比低2.31%。
- 油厂受到压榨利润影响，7月-8月上旬开整体机偏低，而随着下游养殖利润全面转正，旺季豆粕需求释放，油厂豆粕库存大幅去库，榨利回升，油厂开机持续攀升，以应对豆粕的旺盛需求。而被动的供给增加以及豆油需求同比偏差的影响下，供需逐渐趋于宽松，库存有上行压力。但由于原料端大豆供应紧张，累库空间整体受到了限制，库存仍将维持同比偏低水平。

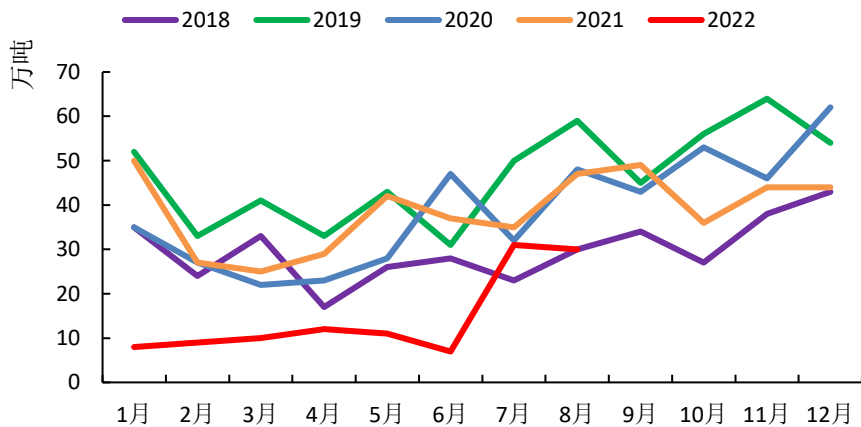


棕榈油

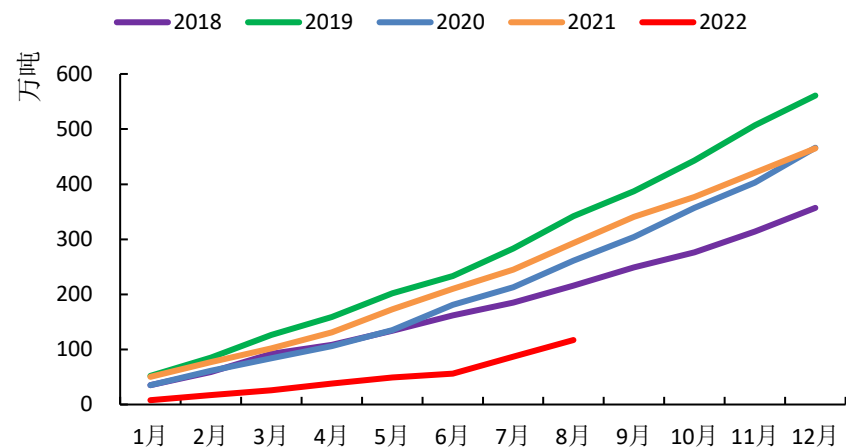
短期供需偏宽松，中长期宽幅震荡

国内棕榈油到港及库存

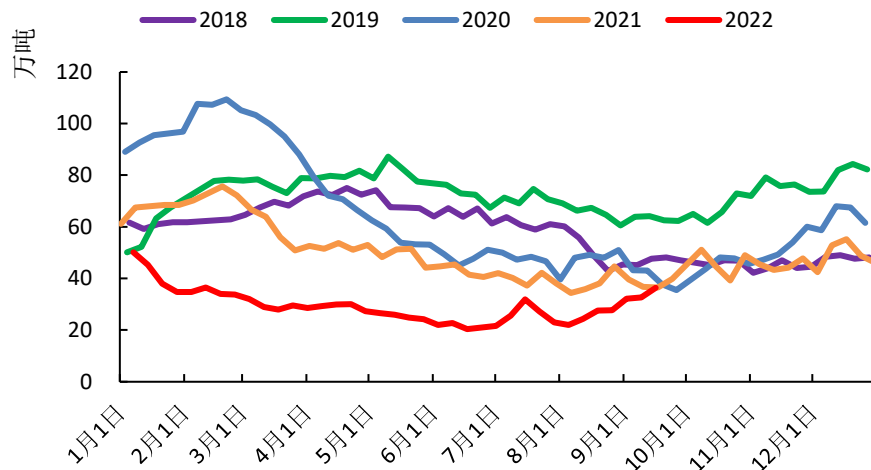
棕榈油进口量



棕榈油进口量：累计值



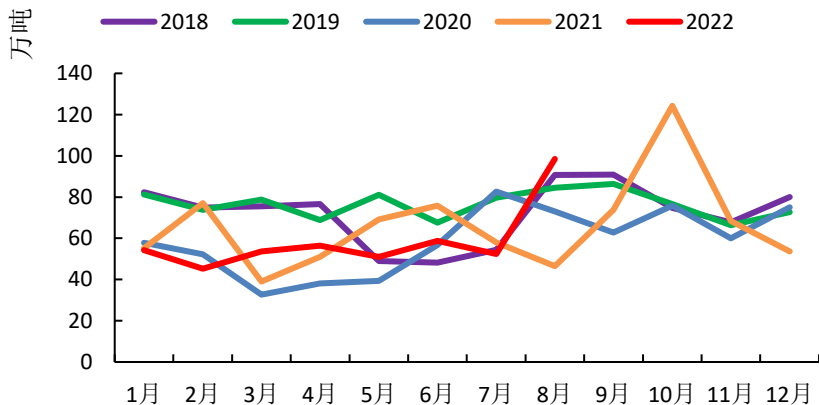
棕榈油商业库存



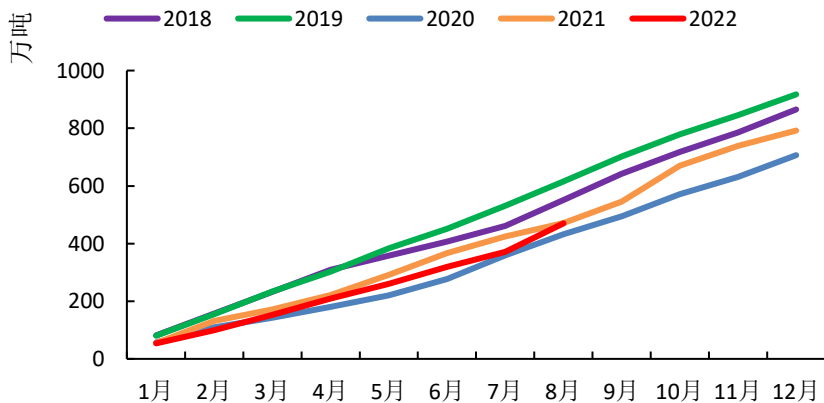
- 在印尼于5月底解除出口禁令后，低廉的棕榈油吸引大量国际买家，中国棕榈油进口明显回升。据海关总署，7月我国棕榈油进口量升至31万吨，环比+343%，同比-11.4%，同比跌幅迅速收窄，8月进口量为30万吨。但累计值依然同比跌幅达-59.6%。
- 国内棕榈油商业库存已从6月底的21.56万吨回升至27.68万吨，库存水平已持平与去年，库存已完成初步建立。据Mysteel调研，9月棕榈油液油到港会有进一步提升。
- 国内8月表观消费量为20.81万吨，环比-8.76万吨，消费需求明显减弱，预计棕榈油库存将延续季节性累库走势。

其他主要消费国需求

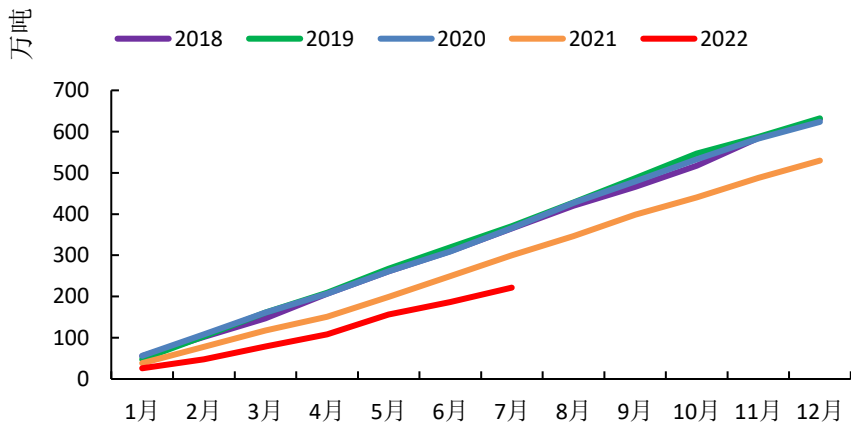
印度棕榈油进口



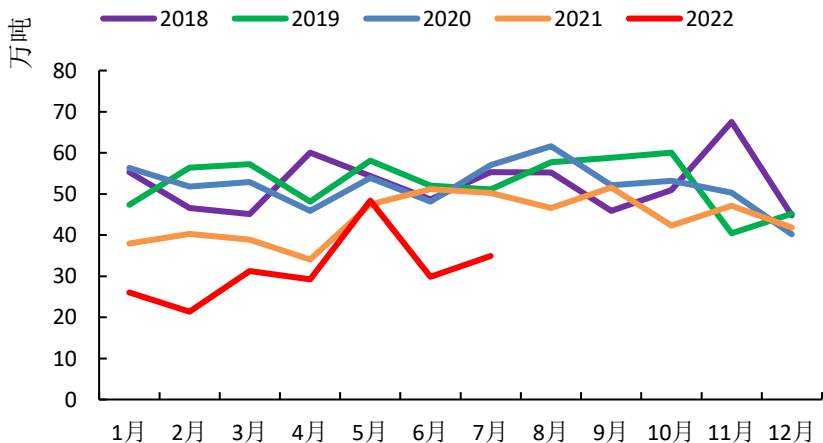
印度棕榈油进口：累计值



欧盟棕榈油进口累计值



欧盟棕榈油进口当月值



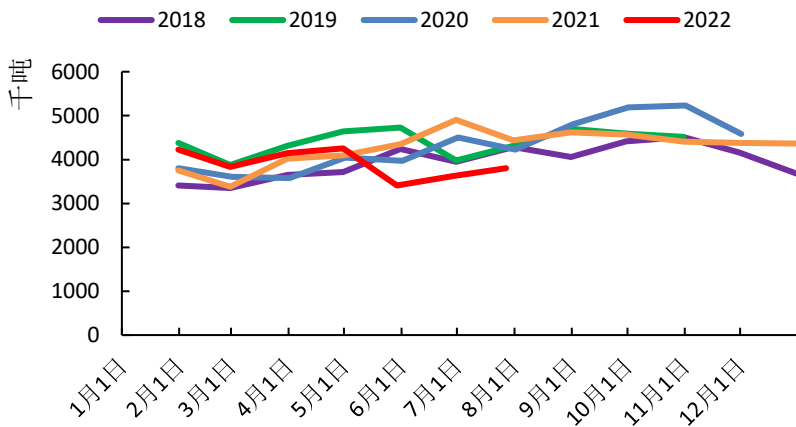
➤ 据欧盟统计局，7月欧盟棕榈油进口量为34.95万吨，环比+17.05%，同比-30.48%。22/23年度累计进口221.15万吨，同比降幅26.3%。

➤ 据ICEA，8月印度棕榈油进口量为98.48万吨，环比+87.87%，同比+111.6%。22/23年度累计进口量为470.14万吨，同比微降。

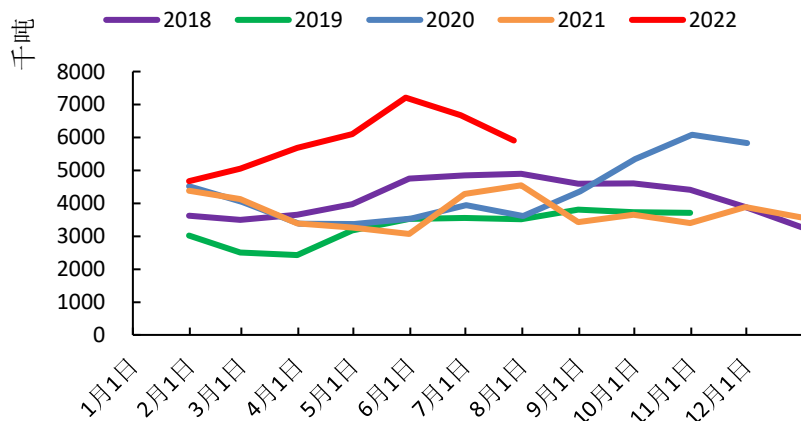
➤ 整体看主要消费国进口需求环比均有所回升，但需求总量较去年同比收缩。

印尼供需

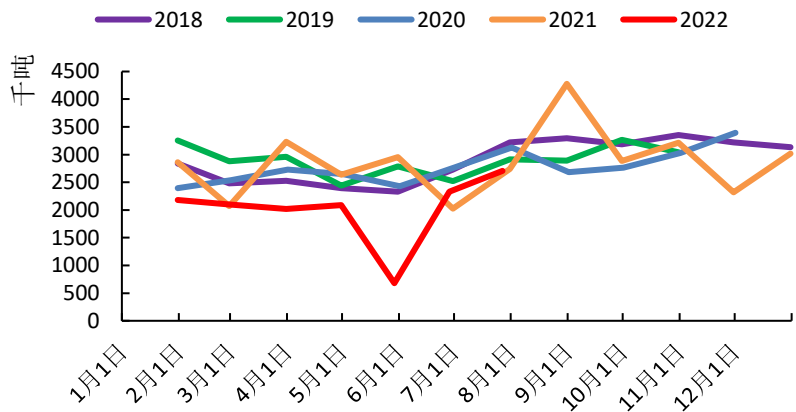
印尼棕榈油产量



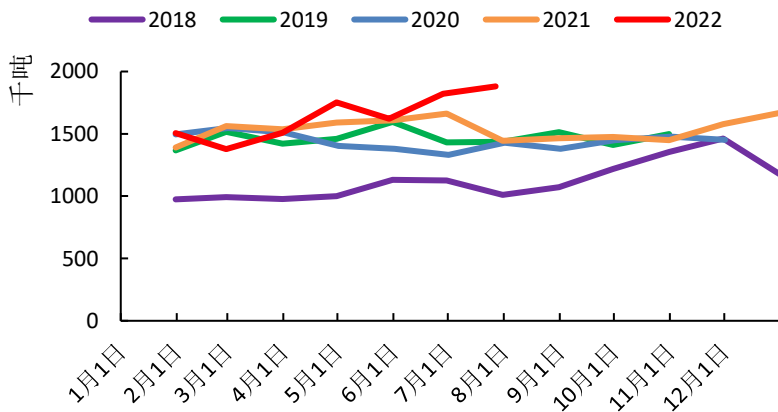
印尼棕榈油库存



印尼棕榈油出口



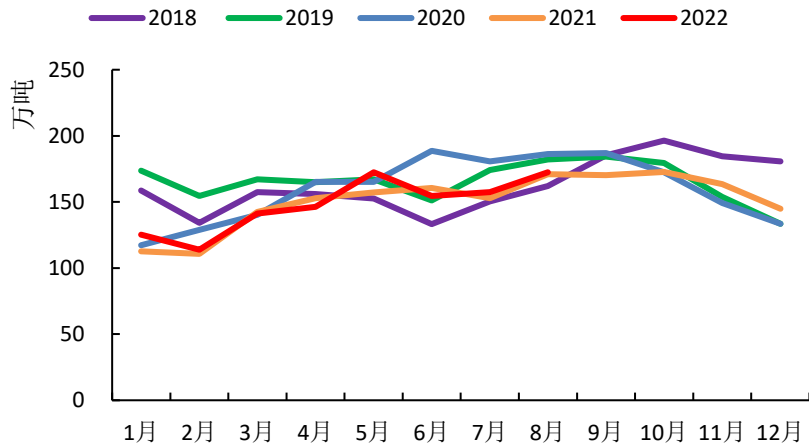
印尼棕榈油国内消费



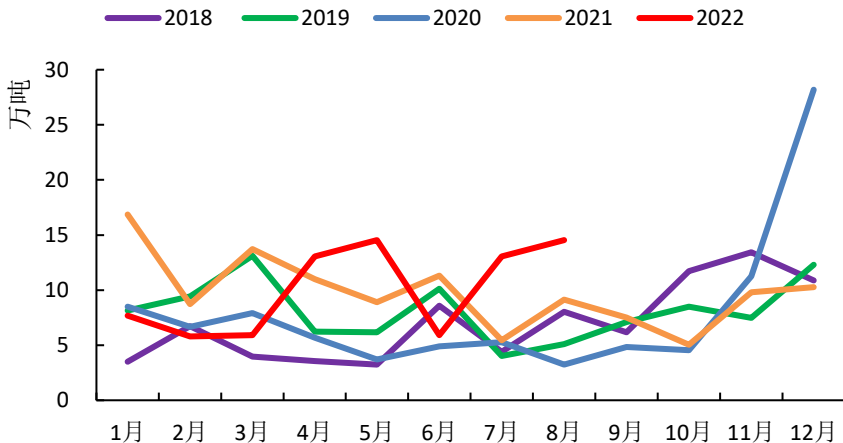
- 据印尼棕榈油协会 (GAPKI) 表示, 印尼7月棕榈油库存从669万吨降至591万吨, 环比降幅11.7%。同比+29.9%。库存压力仍大。
- 印尼7月棕榈油产量环比+5%至380万吨, 同比-14.4%; 印尼7月出口量环比+16.3%至271万吨, 同比-1.1%; 国内消费量从6月的184万吨增至188万吨。
- 在激进的出口政策下, 消费国加大采购, 印尼出口已回升至正常水平, 预计下半年出口增速较上半年明显提升, 胀库问题将进一步缓解。出口禁令的影响下印尼生产同比回落, 但由于国际市场需求偏弱, 这部分供给影响被抵消, 预计全年棕榈油出口量仍将保持下降。胀库完全解决仍需要较长时间。

马来供需

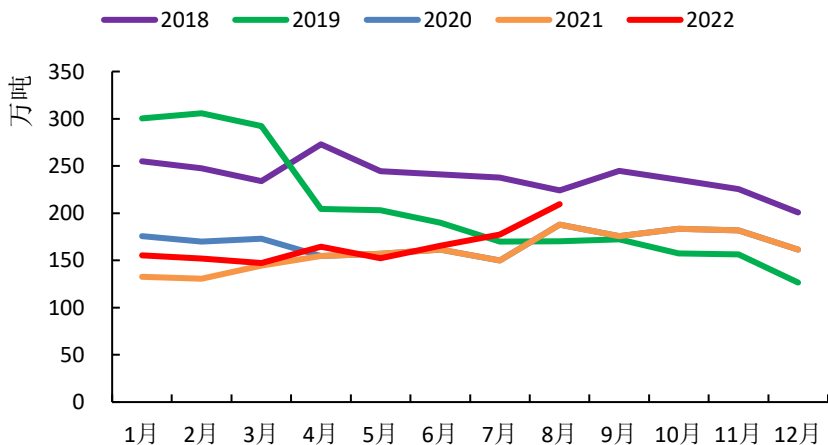
马来西亚棕榈油产量



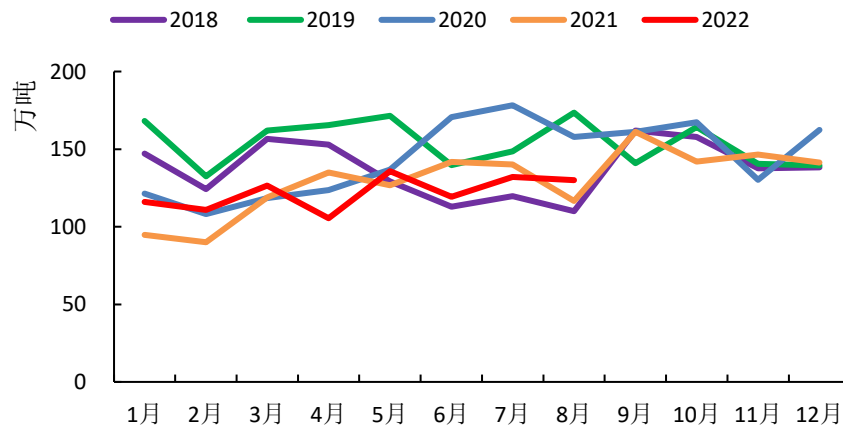
马来西亚棕榈油进口量



马来西亚棕榈油库存



马来西亚棕榈油出口量



- MPOB报告8月供需显示：产量173万吨，环比+9.7%；出口130万吨，环比-1.94%；进口15万吨，环比+11.36%；**期末库存209万吨，环比+18.16%**。国内消费25万吨，环比-0.85%。
- 本次报告数据出口量低于市场预期，产量及进口均处于市场预估区间，期末库存高于市场预期。报告整体偏空。
- 在马来棕榈油也进入累库周期后，棕榈油供应还是偏宽松格局。在印尼库存释放过程中，马来整体出口节奏尚未出现过大的影响，主要是低价棕榈油的吸引力较大，有买盘支撑，后续需要关注需求变动。

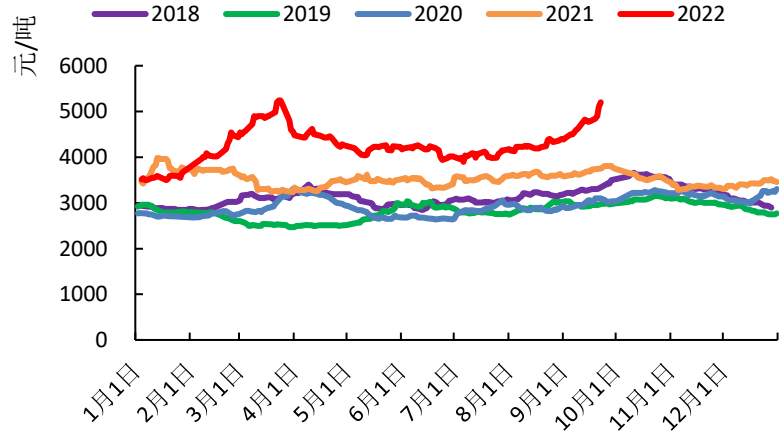


生猪

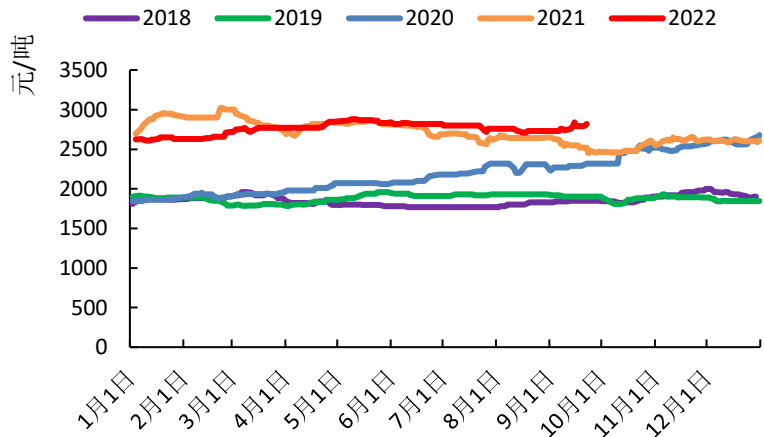
存栏供给宽松，高位盘整筑顶

饲料成本高企

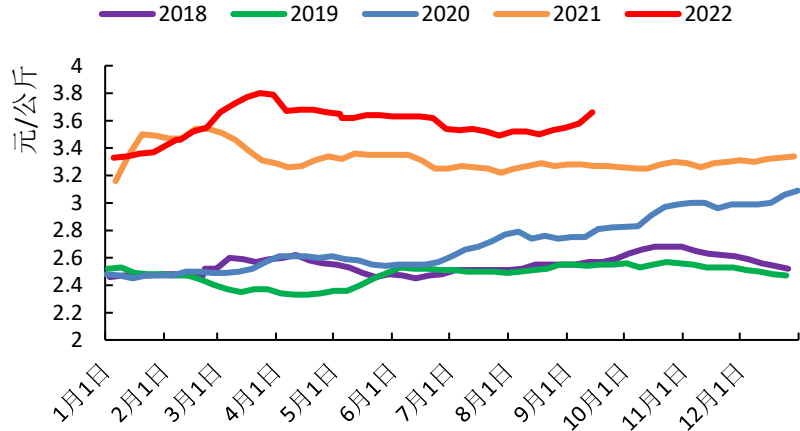
豆粕现货



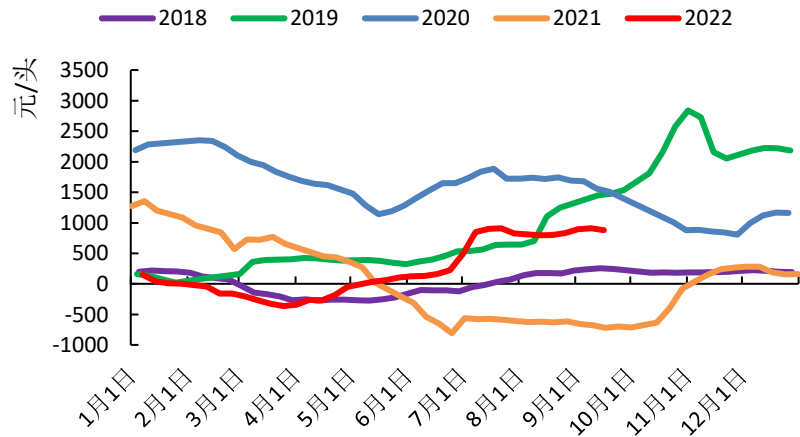
玉米出库价：鲅鱼圈



生猪饲料价格



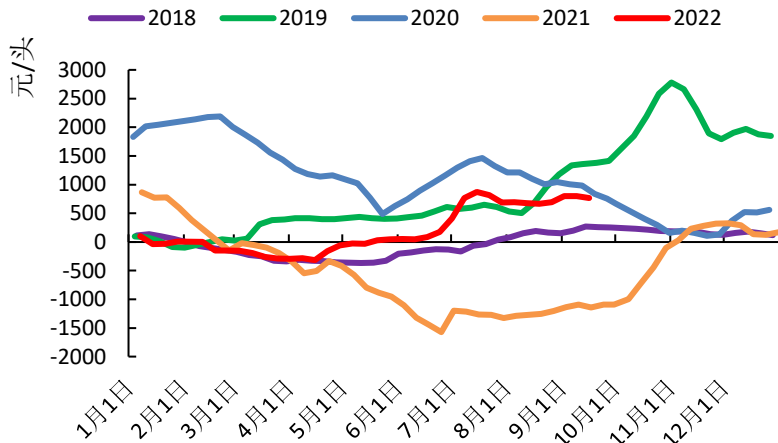
饲料企业生产收益



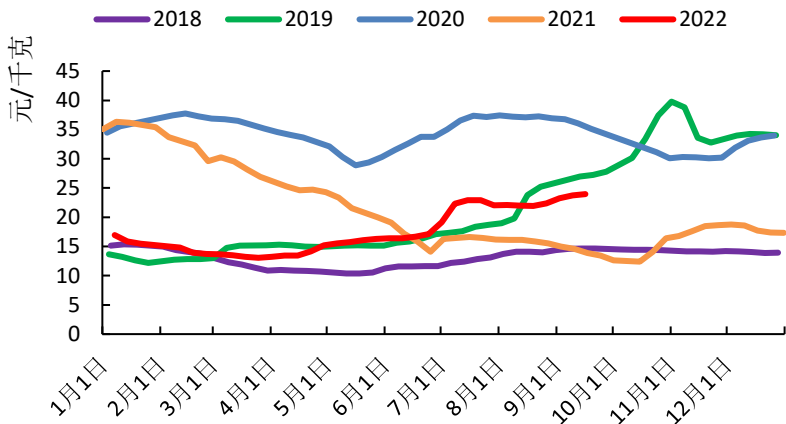
- 据国家发改委，截至9月14日当周，生猪饲料价格为3.66元/公斤，同比+11.93%，较7月初价格上涨+3.68%。主要受到原料端玉米及豆粕价格同比偏高影响。
- 随着饲料企业生产经营转好，生产积极性普遍偏高，饲料供应端或平稳运行，价格主要仍受到成本及下游养殖存栏的需求影响。

存栏同比略低，养殖利润好转

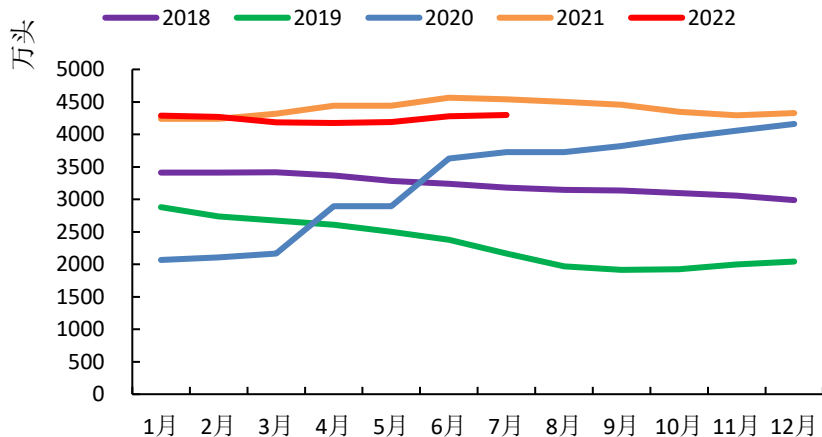
生猪养殖利润



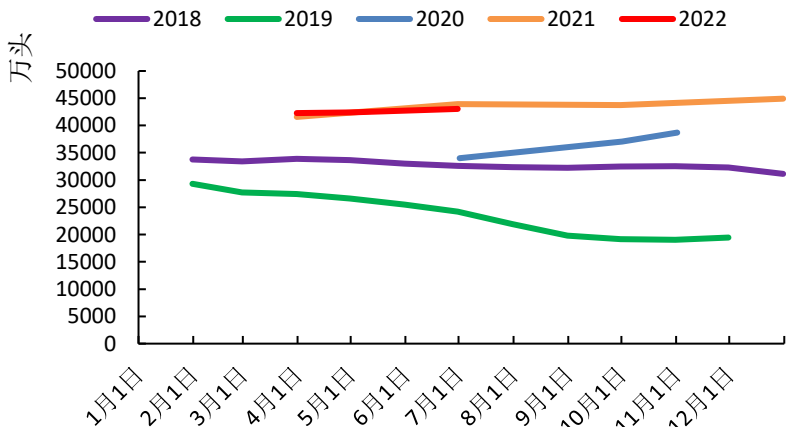
生猪出栏价



生猪存栏：能繁母猪



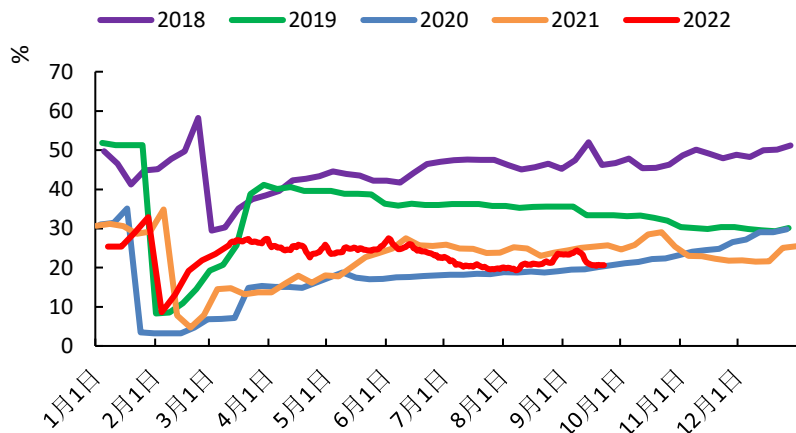
生猪存栏



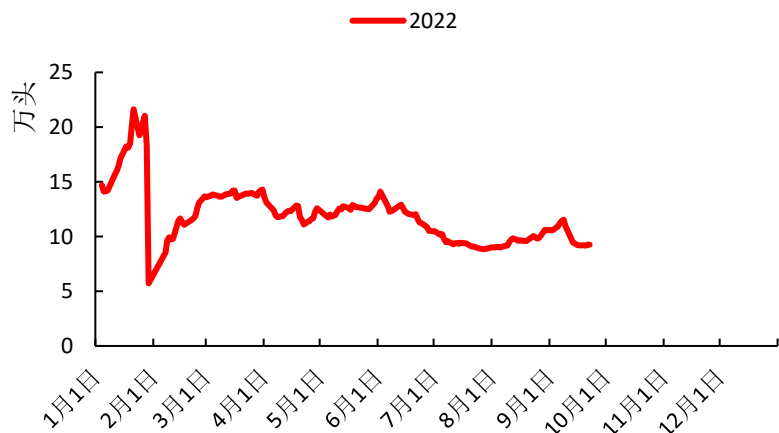
- 8月国内商品猪出栏数为716.19万头，同去年同期的602.13万头+18.94%，环比7月的658.08万头，+8.83%。
- 产能方面，据中国政府网，7月国内能繁母猪存栏为4298万头，较6月的4277万头，+21万头；较去年同期的4514万头，同比-216万头。目前从行业利润来看，自繁自养养殖利润已处于过去10年（除非瘟年份之外）的高位区，猪价有下行压力。
- 下游需求逐步恢复，三季度养殖利润实现了快速增长，截至9月23日当周，外购养殖利润为795.76元/头，较去年同期的-1093，增加1888.76元/头，较7月初的409，增加386元/头。但随着国家政策调控以及饲料在成本端对利润的不断挤占，养殖利润整体承压；而不断攀升的猪肉价格也再次对需求产生压制。

屠宰销售顺畅，屠宰量偏低

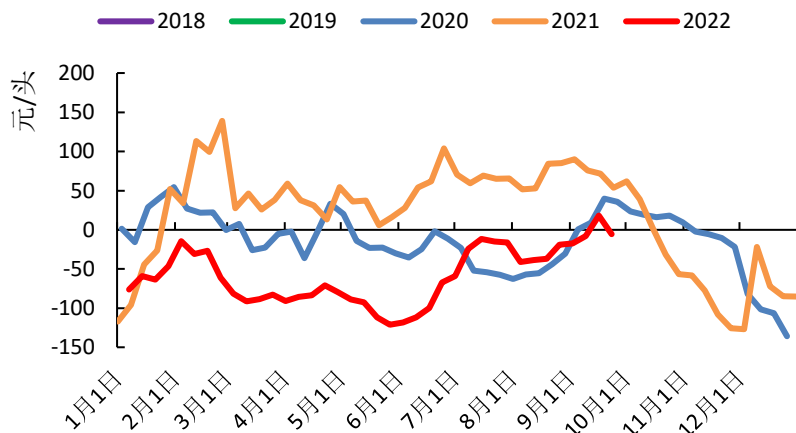
屠宰开工率



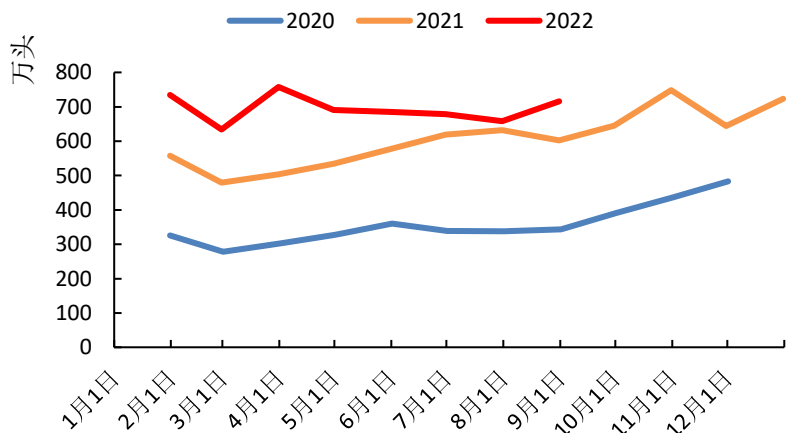
屠宰量



屠宰利润



商品猪出栏



- 下游养殖行业仍未出现明显起色，自繁生猪及外购猪仔养殖利润维持盈亏平衡和小幅亏损。负利润水平使得养殖户抗拒高价格，从而迫切降低饲料蛋白占比，导致饲料企业的豆粕库存消化缓慢，订单也相应萎缩，较往年同期处于相对低位。
- 另一方面，国内生猪存栏未出现明显回落，据中国政府网，4月生猪总存栏较3月环比增加147头，能繁母猪环比-8头。高存栏对饲料仍有刚性需求，后续要关注饲料企业的库存消化，和油厂豆粕库存去库的情况。



郑棉

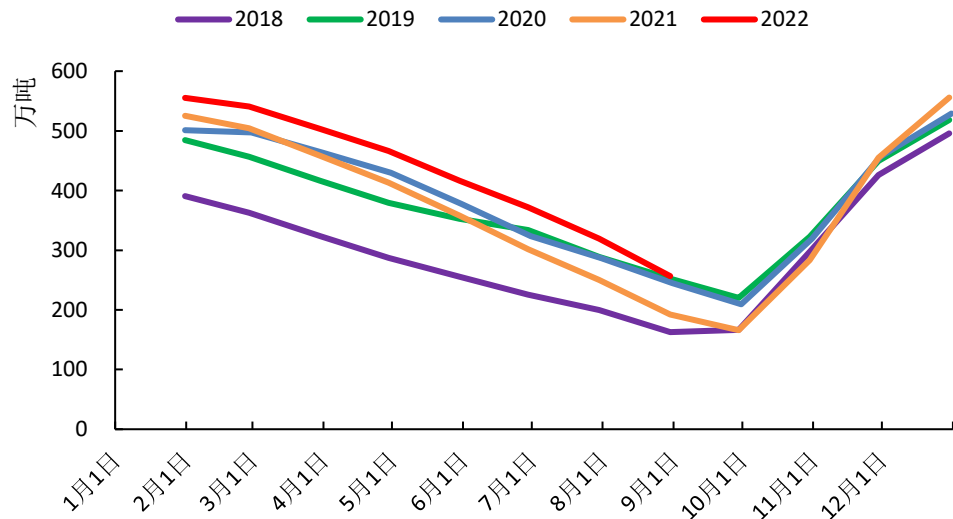
供需矛盾下，中长期多空交织

新年度增产确定

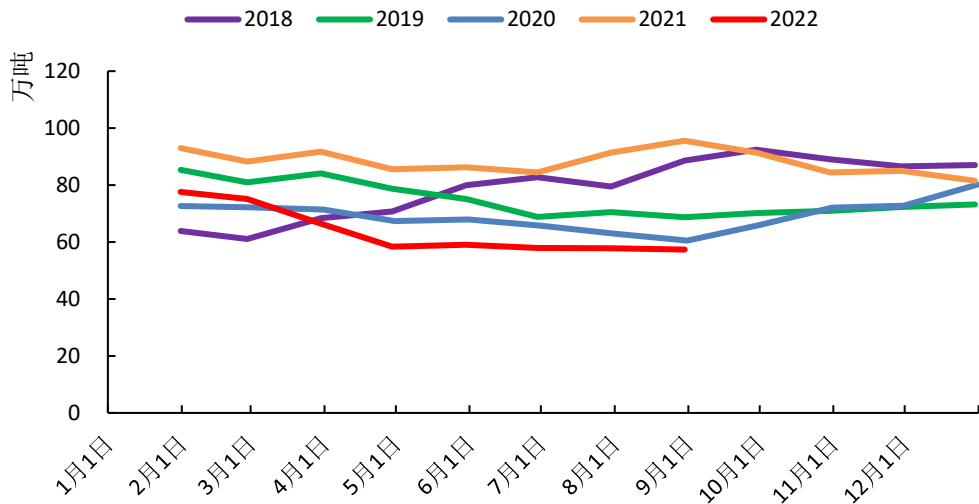
- 2022年8月，中国棉花协会棉农分会对全国12个省市和新疆自治区2053个定点农户进行了棉花生长情况及预计产量调查。调查结果显示：全国植棉面积为4346.7万亩，同比持平略增，预计总产量约为592.1万吨，与上期基本持平，同比增长2.5%，尽管部分棉区出现不利天气，由于总体长势仍好于去年，对预期产量影响不大。
- **整体上，新棉产量增产确定。**

国内工商业库存去库为主

棉花商业库存



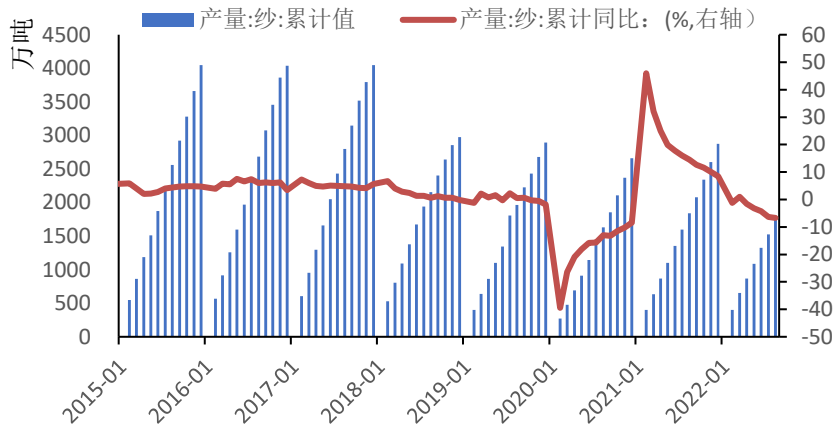
棉花工业库存



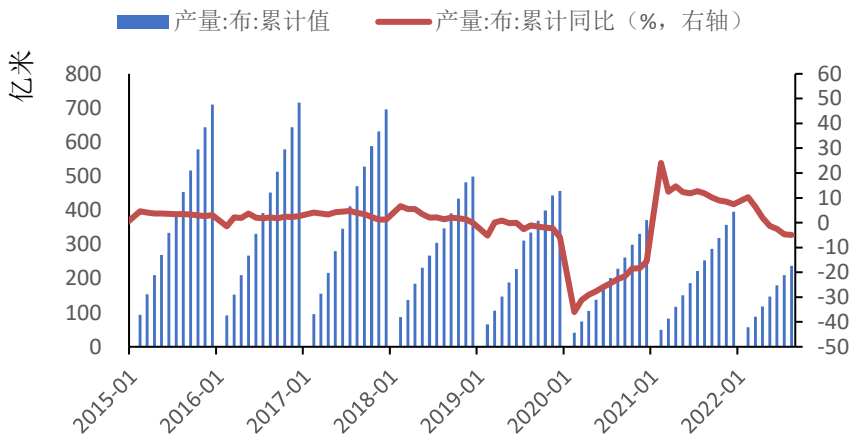
- 8月国内棉花商业库存为256.56万吨，环比-62.4万吨，同比+64.09万吨；去库速度较往年仍偏慢，且库存压力更大。
- 8月工业库存为57.32万吨，环比-0.49万吨，同比-38.23万吨。终端需求疲软，库存压力大。

下游需求——纱&坯布情况

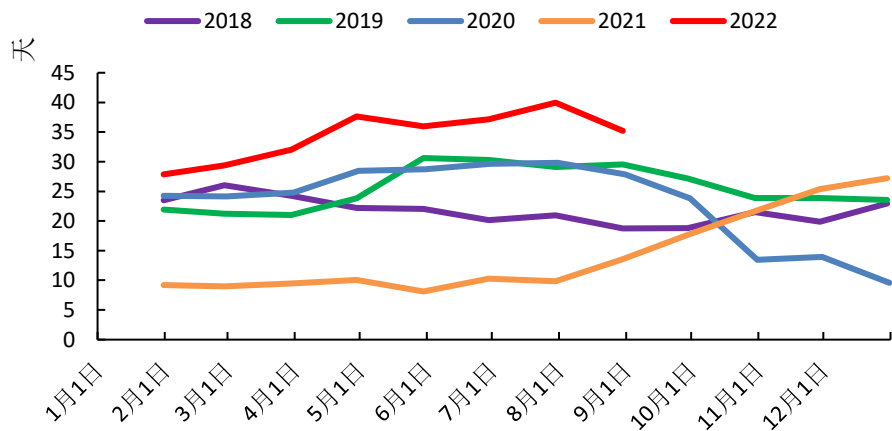
纱线产量：万吨



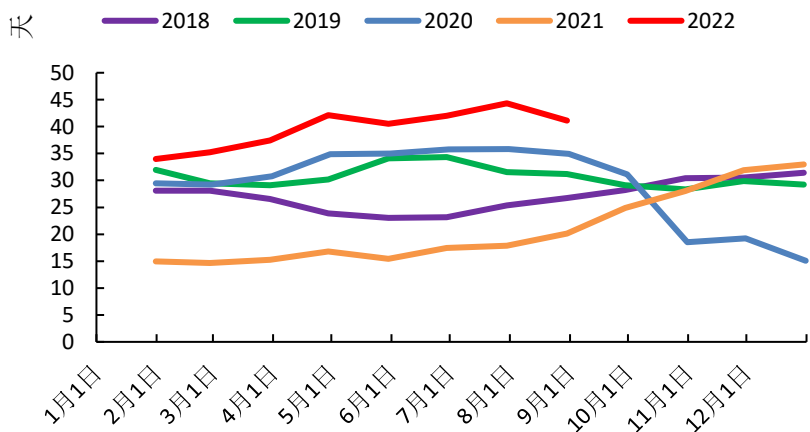
布、棉布产量：亿米



库存天数:纱线:天



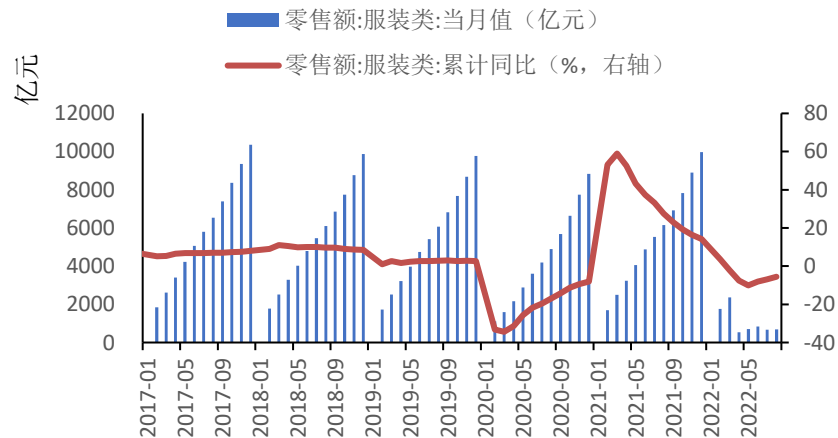
库存天数:坯布:天



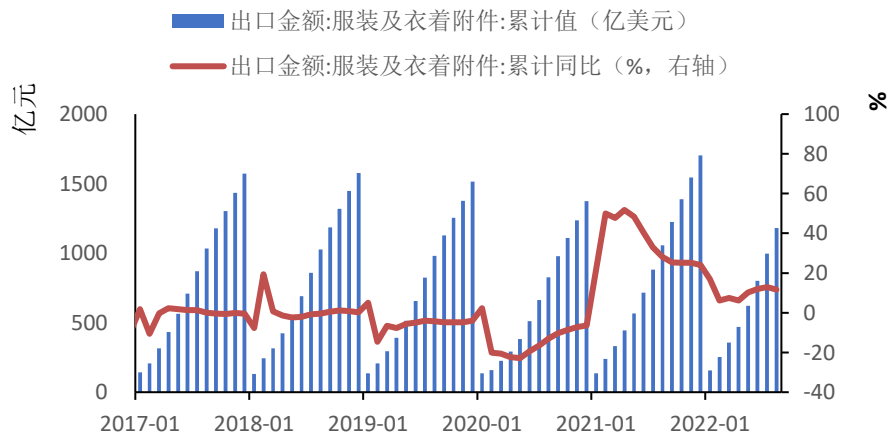
- 1-5月纱线累计产量为1742万吨，同比降6.7%，降幅进一步扩大；1-5月坯布累计产量为238万吨，同比降5%。下游终端需求持续不振。
- 8月纱线库存天数为35.23天，环比-11.8%，同比+159.8%；8月坯布库存天数为41.12天，环比-7.2%，同比+104%。随着进入旺季，下游订单边际出现好转，但旺季不旺的状态令纺企难以走货去库，库存压力依然很大。

下游需求——服装零售业和出口表现

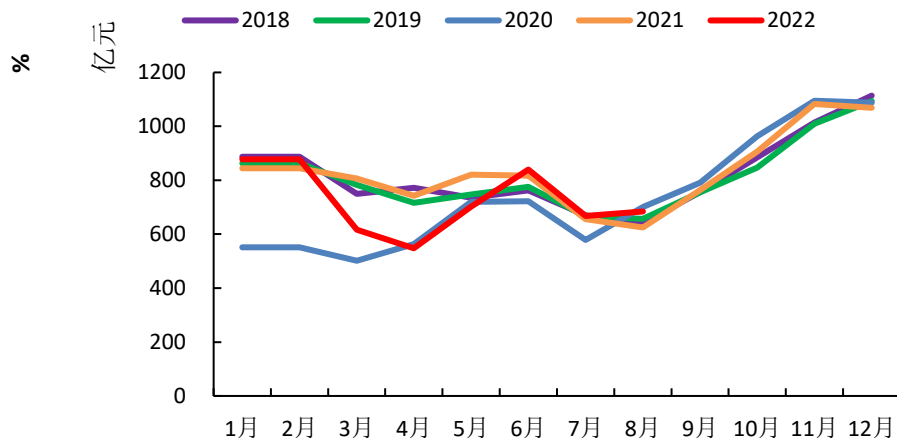
零售额:服装类:累计值



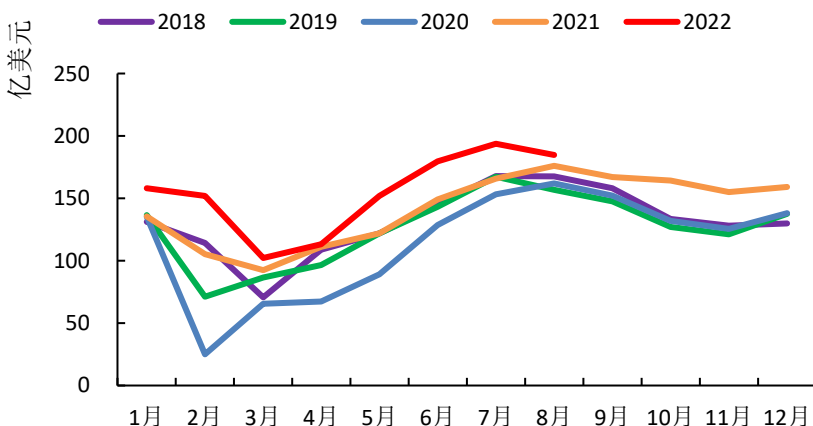
出口金额:服装及衣着附件:累计值



服装类零售额: 当月值



服装及衣着附件出口金额: 当月值



- 据国家统计局数据显示, 2022年8月当月服装类零售额为684亿元, 较7月环比+16亿元, 增幅2.4%; 1-8月服装类零售额累计同比较去年仍偏低6%。
- 海关总署数据显示, 2022年8月服装及衣着附件出口金额为185亿美元, 1-8月装及衣着附件累计金额达1180亿美元, 同比增长+11.74%。

分析师介绍:

王静，北京师范大学MBA，CFA二级，国家企业培训师、期货投资咨询师，出身农业，三年粮油市场分析经验，后转投身于期货行业十年有余，深谙证券期货投资。多次为国内大型企业开展金融期货培训，在宏观经济、大宗商品、投资规划、资产配置管理、风险控制、投资者教育等方面有着自己独到的见解。现任冠通期货研究咨询部经理，具备良好的经济理论基础和扎实的证券研究经验和风险管理经验。

期货从业资格证书编号：F0235424

期货投资咨询资格编号：Z0000771

姜庭煜，毕业于北京物资学院金融学期货与证券方向。负责农产品板块研究，具有多年的投资交易经验，擅长技术分析与基本面研究相结合，对于期货市场具有独特的视角，拥有一套完善的特色投研体系。

期货从业资格证书编号：F03096748

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲6号万通中心D座20层（北京总部）

公司电话：010-85356553

E-mail: wangjing@gtfutures.com.cn



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

本报告发布机构

--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货投资咨询业务资格）

免责声明：

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

致
谢