

通胀预期再起，农产品影响几何？



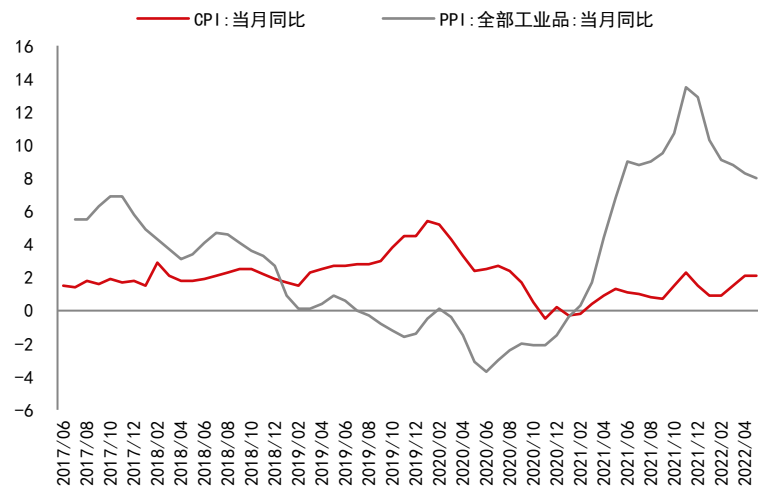
中信期货有限公司
CITIC Futures Company Limited

通胀传导的长鞭效应

成本推动型

需求拉动型

输入型



原油

煤炭

天然气

PPI

铁矿

螺纹

铜铝

锡镍

锡镍

农药

运输

化肥

CPI

油脂

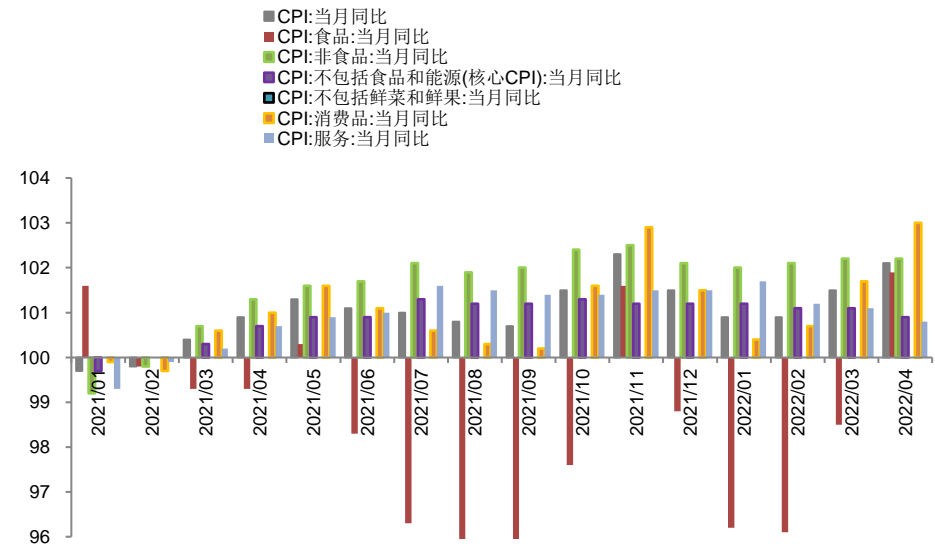
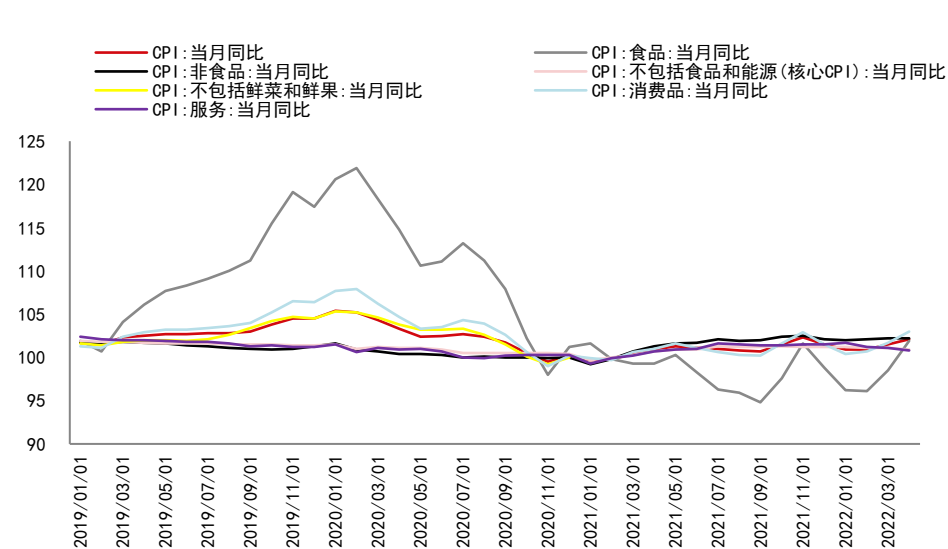
大豆

玉米

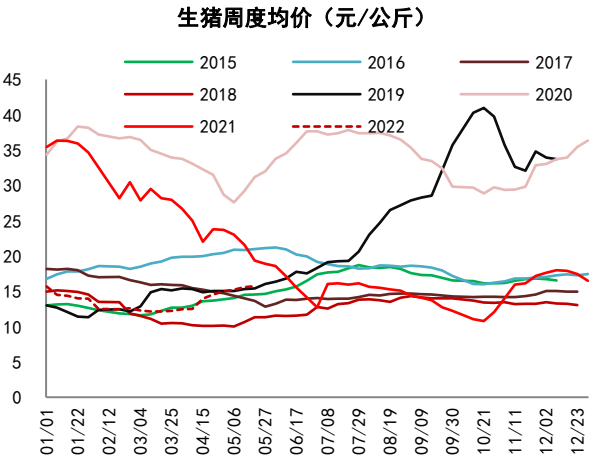
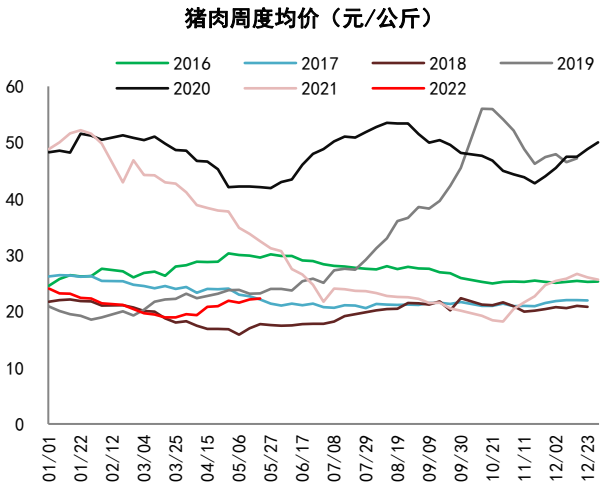
小麦

生猪

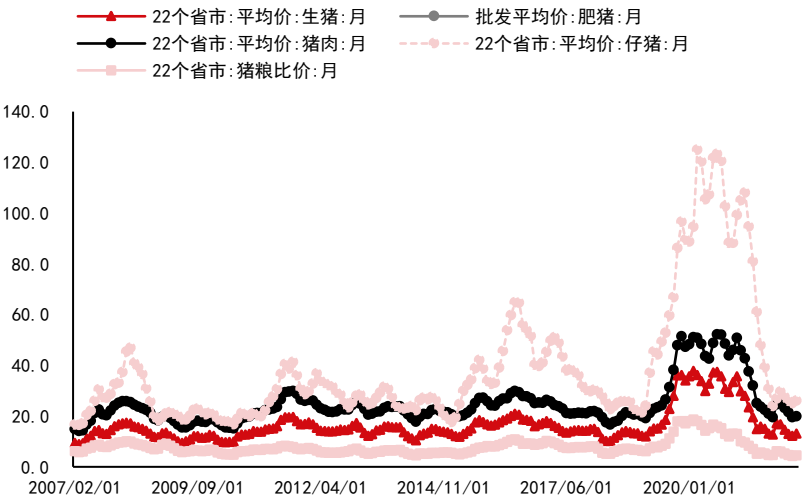
食品与CPI



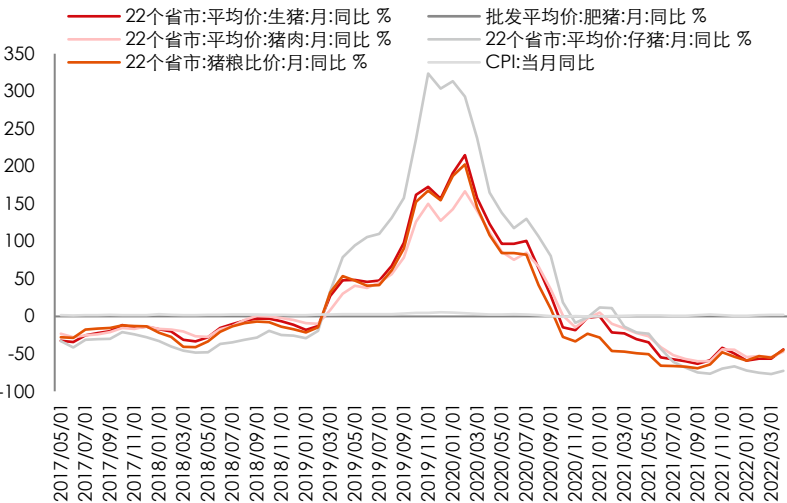
生猪与CPI



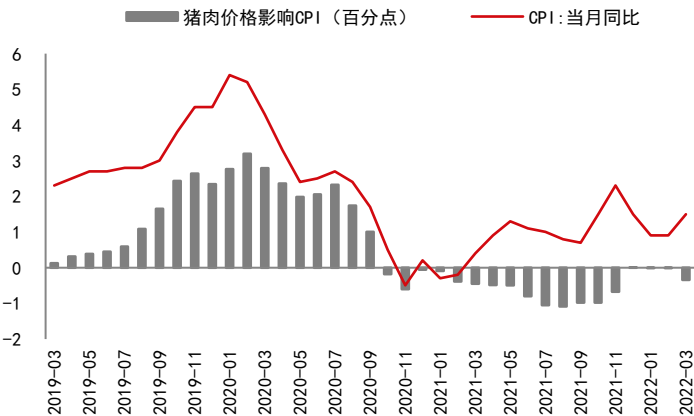
猪肉相关价格



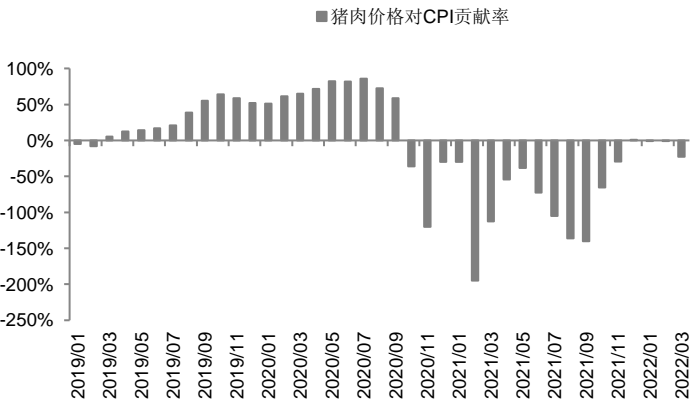
肉价同比与CPI



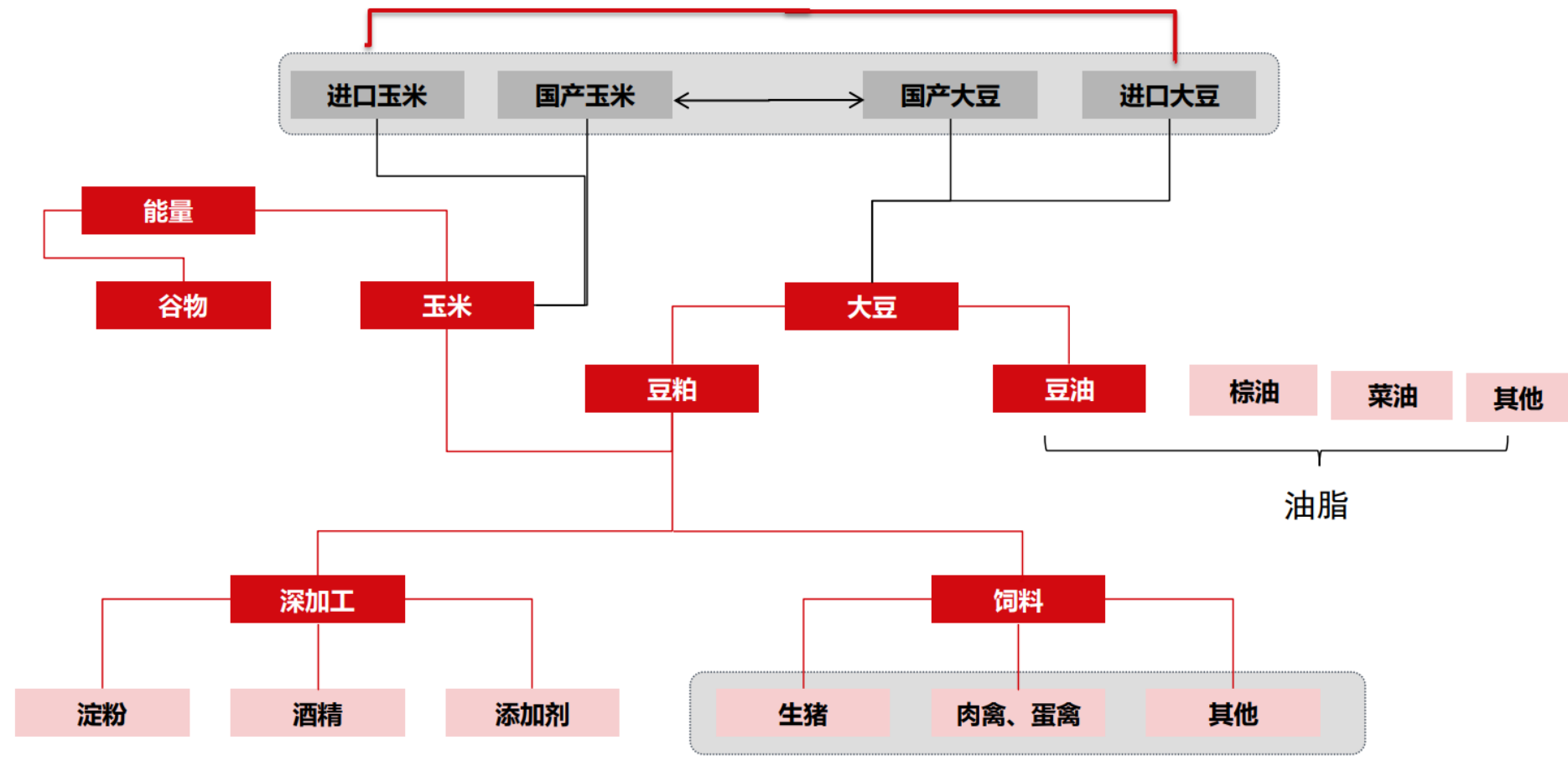
猪肉价影响CPI百分点



猪肉价对CPI贡献率



饲料养殖产业链



养殖利润驱动产能扩张

目录

第一篇 饲料养殖

第二篇 油脂油料

目录

第一章 饲料养殖

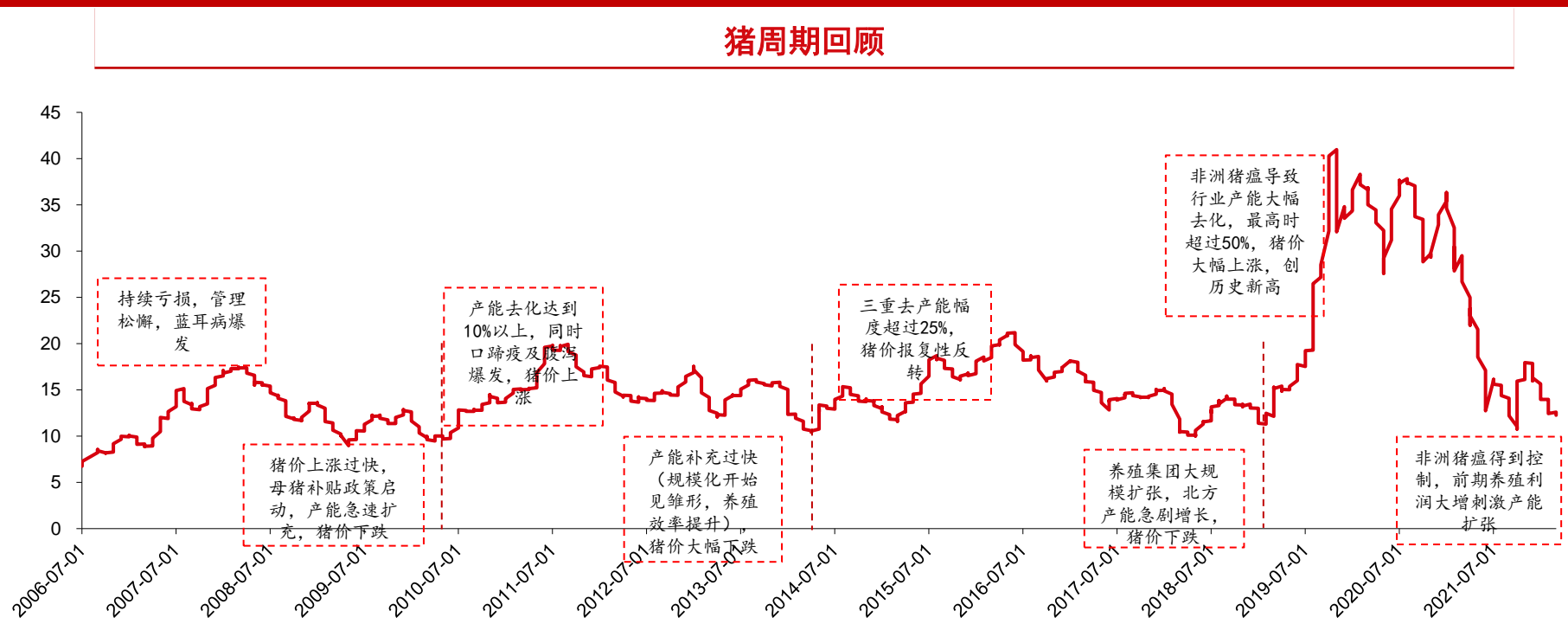
1.1 生猪产能去化持续，新旧周期交接

1.2 玉米延续供需偏紧格局

1.3 豆粕供应趋增，需求有支撑

生猪：产能去化持续，新旧周期交接

1.1猪周期回顾



- 猪周期周而复始，通常3-5年经历一轮产能的扩张与收缩，表现为价格的上涨与下跌
- 周期长度差异较大
- 外力因素介入

周期	周期长（月）	上行周期	下行周期	顶峰价	谷底价	振幅（%）
1993-1996	35.7	20.3	16.0	4.6	1.4	229
1996-1999	36.5	17.3	19.8	4.2	2.1	100
1999-2002	36	14.7	21.9	3.3	2.1	57
2002-2006	47	28.1	19.7	5.2	2.6	100
2006-2010	48	21.9	26.9	9.0	3.0	200
2010-2014	48.2	16.7	32.3	9.7	5.0	94
2014-2018	53	26.4	25.8	10.3	5.0	104

1.2 生猪供需研究思路

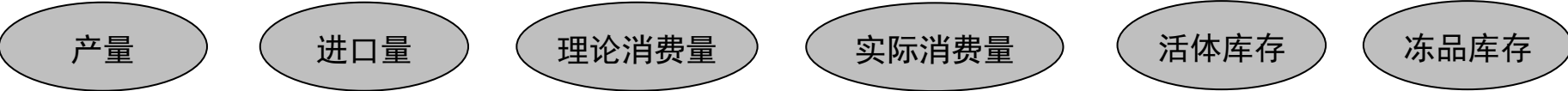
耐储存商品平衡表

$$\text{期初库存} + \text{产量} + \text{进口} - \text{消费} - \text{出口} = \text{期末库存}$$

- ◆ 由于猪肉不易常温保存的特征，多以冻品形进行存储，并且在库存规律方面，屠宰场多趁春节后低价收猪，建立冻品库存，然后等待年底旺季，再集中释放库存。
- ◆ 因此，可以假设一般月份猪肉库存为零，若出现产量高于理论消费量的情况，则低价抛售猪肉，若产量低于理论消费量的情况，则猪肉价高者得，以产定销。

生鲜类商品平衡表

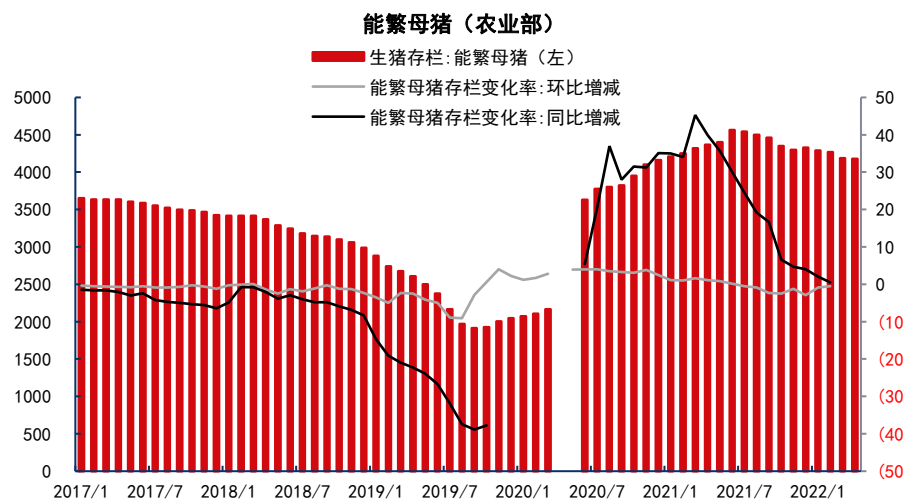
$$\text{产量} + \text{进口} = \text{消费} + \text{出口}$$



1.3 母猪产能持续去化，兑现供应拐点

- ◆ 产能的增减变化是驱动猪周期的核心因素。根据生猪产能兑现时间，能繁母猪产能在10个月后兑现出栏生猪。
- ◆ 本轮母猪去化进程：
 - （1）数量方面：农业农村部数据显示，2021年7月开始，我国能繁母猪产能持续去化，从21年6月的4564万头，下降至22年4月的4177万头，累计降幅-8.5%。
 - （2）价格方面：随着21年下半年母猪产能的去化，母猪价格也快速下降。从2021年6月的75元/公斤，快速下降至2021年10月33元/公斤，累计降幅-56%。目前，截至2022年5月底，母猪价格35.54元/公斤，同比-55%。
 - （3）兑现时间：从母猪产能开始去化的时间点（21年5月）来看，对应在2022年5月左右生猪出栏量将开始减少，供应拐点或出现。

■ 能繁母猪存栏

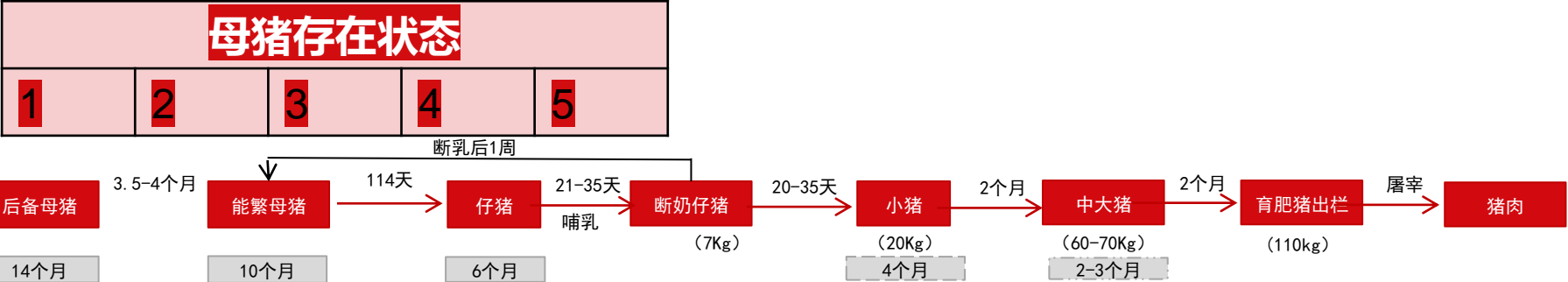


■ 母猪价格



1.4结构问题更值得关注：传导效率的下降（1）

T	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
市场行为	换种+淘汰	换种+淘汰	换种+淘汰	换种+淘汰	换种+淘汰	补二后元备									
母猪数据															
变化															
仔猪效率/后备转化效率				仔猪转化效率减	仔猪牺牲										



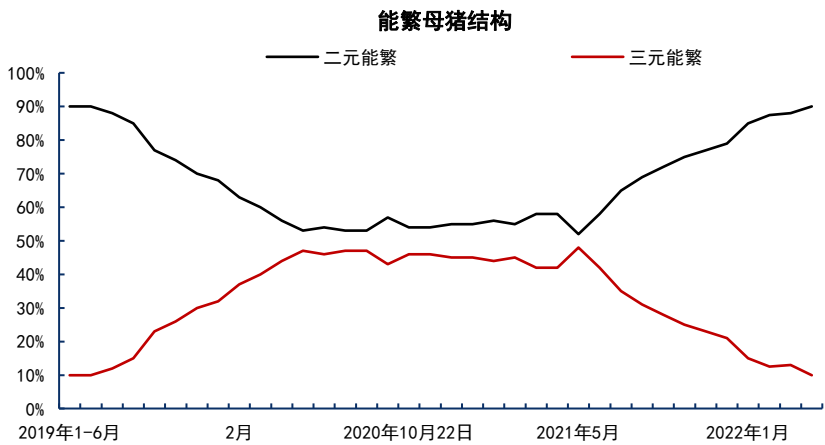
结构问题更值得关注：传导效率的下降（2）

编号	0	1	2	3	4	1	2	3	4	5	6	0	1	2	3	4	1	2	3	4	5	6	0										
	2020/06	2020/07	2020/08	2020/09	2020/10	2020/11	2020/12	2021/01	2021/02	2021/03	2021/04	2021/05	2021/06	2021/07	2021/08	2021/09	2021/10	2021/11	2021/12	2022/01	2022/02	2022/03	2022/04	2022/05	2022/06	2022/07	2022/08	2022/09	2022/10	2022/11	2022/12		
价格月（min）	31.18	36.00	37.36	33.74	28.86	29.35	32.87	34.64	27.86	26.69	22.00	18.56	12.73	15.61	14.40	12.20	10.78	16.12	15.99	13.97	12.45	12.12	12.23										
价格月（max）	34.53	37.67	37.83	37.07	33.42	29.82	33.94	36.34	32.53	29.50	24.99	21.55	17.13	16.14	15.50	14.09	15.95	17.96	17.87	15.65	13.96	12.58	14.55										
价格月（av）	32.87	37.17	37.51	35.65	30.84	29.57	33.39	35.72	29.75	28.08	23.49	19.58	14.88	15.96	15.07	13.19	12.76	17.21	16.82	14.62	12.96	12.27	13.13										
价格月（final）	34.53	37.36	37.43	33.74	28.86	29.82	33.94	34.64	27.86	26.69	23.00	18.56	12.73	15.61	14.40	12.20	15.95	17.96	16.30	13.97	12.45	12.12	14.55										
能繁母猪数据(统计局)	3,629	3,683	3,794	3,822	3,950	4,100	4,186	4,232	4,274	4,318	4,361	4,450	4,564	4,541	4,500	4,459	4,348	4,296	4,329	4,290	4,268	4,185	4,177										
出栏量（统计局）		11083			16518			17143			16559			15451			17935			19566			20275			19526.98478			19205				
理论月度出栏																																	
出栏周期对应能繁数据（10个月以前）																																	
											3,629	3,683	3,794	3,822	3,950	4,100	4,186	4,232	4,274	4,318	4,361	4,450	4,564	4,541	4,500	4,459	4,348	4,296	4,329	4,290	4,268		
实际调整月度出栏（基牧原月度出栏）	152.3	181.6	163.4	165	151.6	207.6	264.1	260	220	283.3	314.5	309.7	347.5	301.1	257.3	308.6	525.8	387.4	502.5	480	300	598.6	632.1										
能繁母猪中二元占比	54%	53%	53%	57%	54%	55%	55%	56%	55%	58%	58%	52%	58%	65%	69%	72%	75%	77%	79%	85%	88%	88%	90%										
养殖利润—自繁自养	2,027	2,575	2,591	2,345	1,694	1,638	2,072	2,294	1,632	1,323	762	258	-275	-175	-291	-559	-480	82	42	-249	-438	-524	-521										
养殖利润—外购仔猪	956	1,340	1,092	849	286	148	529	752	114	-92	-428	-801	-1,360	-1,255	-1,253	-1,111	-566	216	209	10	-98	-223	-287										
二元母猪价格		5,350	5,300	5,300	5,150	4,400	4,280	4,150	4,100	4,000	3,850	3,850	3,850	2,170	1,300	1,400	1,550	1,670	1,680	1,600	1,600												
仔猪价格		1,900	1,750	1,500	1,000	1,050	1,350	1,480	1,850	1,600	1,170	900	900	900	370	140	280	385	400	405	410	408											
淘汰母猪价格		9.5-12.5	9.0-12.3	9.0-11.5	7.5-10.5	8.5-11.0	9.0-13.0	9.0-12.5	6.5-9.5	6.5-9.0	6.3-8.0	5.2-6.3	5.2-6.3	5.2-6.3	3.8-4.7	2.4-3.3	4.3-5.7	5.3-6.9	5.2-6.3	4.0-4.5	3.6-4.5	4.0-4.6											
均重	136	135	131	128	126	125	127	134	139	125	127	138	138	137	129	125	126	124	126	120	116	115	116										
效率损失																																	
上市公司合计出栏量																																	
进口	54	56	45	49	43	42	56	48	41	58	55	47	45	47	39	31	30	31	27	24	21												
定点屠宰量	1,327	1,171	1,179	1,285	1,433	1,626	2,060	1,952	1,424	1,509	1,805	1,996	2,200	2,195	2,329	2,509	3,023	2,649	2,896	2,847	1,568												
变化		-12%	1%	9%	12%	13%	27%	-5%	-27%	6%	20%	11%	10%	0%	6%	8%	20%	-12%	9%	-2%	-45%												

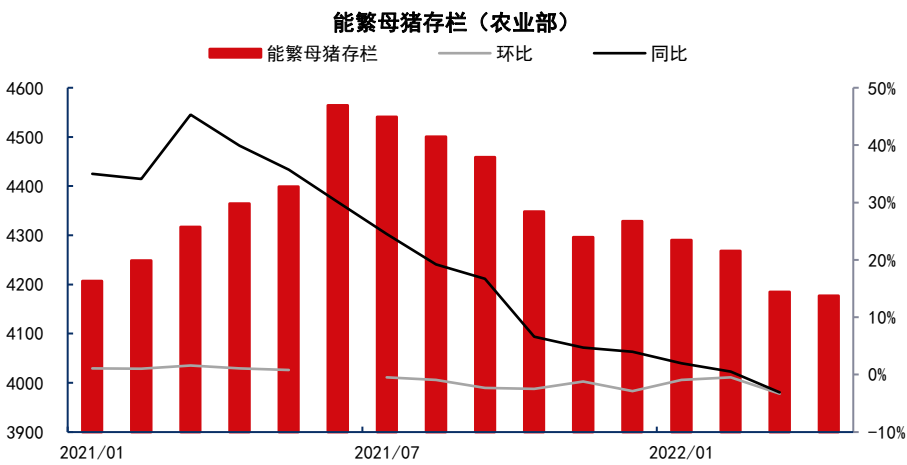
1.5 生产：基础产能的滚动兑现

- ◆ 能繁母猪约对应10个月之后的生猪出栏。
- ◆ 猪肉产量=10个月前母猪存栏*MSY/12*出栏均重*屠宰出肉率，其中，母猪配种效率根据养殖盈利情况适当调整。
- ◆ PSY是指每头母猪每年对应的断奶仔猪头数。MSY是指每头母猪每年对应的出栏肥猪头数。MSY=PSY×育肥猪成活率×非瘟成活率。

二元、三元结构



能繁母猪存栏



■ 二元、三元性能

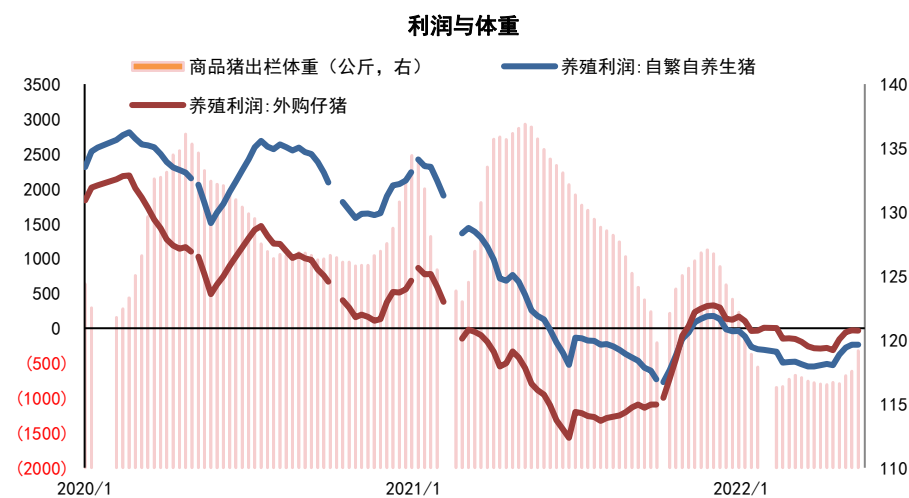
指标	二元母猪	三元母猪
配种成功率	95%	70%
乳猪成活率 (断奶前)	85%	75%
育肥成活率	93%	90%
最高胎龄	8胎	3胎
当下平均胎龄	7.5	1.5
PSY	21	14
非瘟成活率	87%	87%
MSY	17	11

注：以上是基于当前市场情况对生猪供需进行的估计，实际供应节奏将根据后期猪价、利润走势进行调整。
数据来源：Wind 农业农村部 涌益咨询 中信期货研究所

1.6 生产：出栏均重、屠宰出肉率

- ◆ 生猪出栏的体重受到养殖利润、肥猪需求等因素的综合影响。一般而言，当饲料成本偏高、生猪价格下跌时，育肥每公斤猪肉的利润减少，此时生猪出栏体重下降，反之，当生猪价格上涨时，育肥每公斤猪肉的利润增加，此时生猪出栏体重增加。
- ◆ 生猪屠宰的出肉率一般在70%-80%左右，一般体重越大的生猪，剔除骨头后的出肉率越高，因此，考虑到今年生猪出栏均重有下降趋势，我们假设屠宰出肉率为70%。

养殖利润与均重关系



近年来利润与均重情况

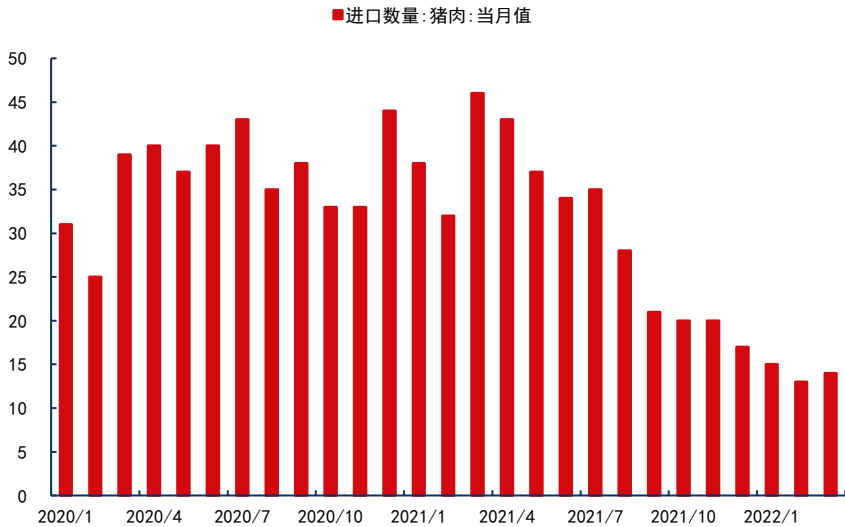
	体重	自繁自养	外购仔猪
2022 年一季度	117.69	(367.83)	(66.80)
2021 年一季度	128.27	1839.90	340.41
2020 年一季度	125.36	2627.41	1955.98
2021 全年	128.96	305.15	(502.18)
2020 年全年	128.60	2244.02	1060.02

注：以上是基于当前市场情况对生猪供需进行的估计，实际供应节奏将根据后期猪价、利润走势进行调整。
数据来源：Wind 农业农村部 涌益咨询 中信期货研究所

1.7进口：进口压力明显下降

- ◆ 我国是猪肉消费大国，在2019-2020年，国内生猪供不应求，猪肉价格大幅上涨时，猪肉进口量增加，而随着国内生猪产能的恢复，2021年开始，猪肉进口量下降，目前来看，2022年3月我国猪肉进口14万吨，而2021年3月同期为46万吨，同比-69.57%。
- ◆ 当前我国生猪产能总体来看较为充足，猪肉进口量预计难以出现增长。我们假设2022年月均猪肉进口量15万吨，全年累计猪肉进口预计180万吨，同比降幅约-51.5%。

猪肉进口变化



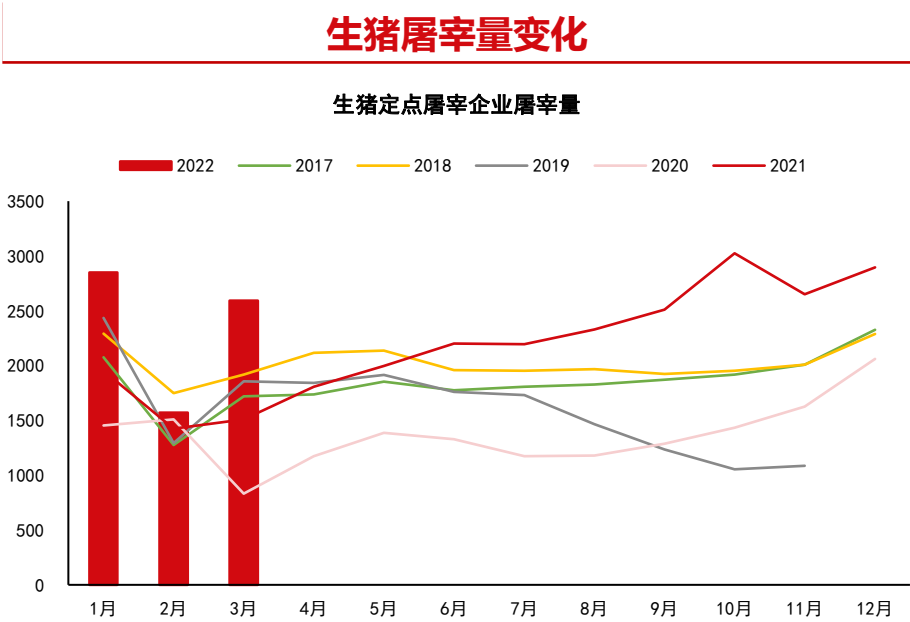
近年来猪肉进口数量

时间	进口数量:猪肉:当月值
2021年1月	38
2021年2月	32
2021年3月	46
2021年4月	43
2021年5月	37
2021年6月	34
2021年7月	35
2021年8月	28
2021年9月	21
2021年10月	20
2021年11月	20
2021年12月	17
2022年1月	15
2022年2月	13
2022年3月	14

注：以上是基于当前市场情况对生猪供需进行的估计，实际供应节奏将根据后期猪价、利润走势进行调整。
数据来源：Wind 农业农村部 涌益咨询 中信期货研究所

1.8 消费季节性：从屠宰量看需求淡旺

- ◆ 从猪肉消费总量来看，年猪肉消费总量=总人口*日均猪肉食用量*365。根据国家统计局数据，2021年，我国总人口14.126亿人。一般而言，人均每日食用猪肉100g左右。由此计算得出，我国目前年猪肉消费总量为5156万吨。
- ◆ 从猪肉消费的节奏来看，下游走货多以产定销，屠宰量能够反映猪肉的需求情况。一方面，生猪屠宰量高的时候，往往投放到下游的猪肉销售量大；另一方面，屠宰场也会根据需求的淡旺季调整屠宰开工情况，在消费旺季增加屠宰量。因此，我们根据非洲猪瘟前(即2018年)的月度屠宰量分布比例作为猪肉消费的月度假设依据，预估2022年各月猪肉消费量如下表。



屠宰量季节性占比

	屠宰占比	月度消费估计
1月	9.44%	486.69
2月	7.21%	371.71
3月	7.90%	407.56
4月	8.73%	449.89
5月	8.81%	454.16
6月	8.07%	416.24
7月	8.05%	414.86
8月	8.11%	418.16
9月	7.93%	408.84
10月	8.04%	414.78
11月	8.27%	426.59
12月	9.44%	486.51

注：以上是基于当前市场情况对生猪供需进行的估计，实际供应节奏将根据后期猪价、利润走势进行调整。
数据来源：Wind 农业农村部 涌益咨询 中信期货研究所

1.9季节性涨跌规律

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2010	-12.7%	-10.6%	-3.8%	5.7%	-2.7%	11.7%	17.2%	-0.7%	0.9%	6.3%	3.6%	-3.0%
2011	7.2%	3.1%	-0.4%	1.3%	17.1%	10.7%	-2.7%	3.4%	-5.9%	-9.7%	-3.0%	6.1%
2012	-2.6%	-9.6%	-8.1%	0.5%	-5.1%	1.9%	-1.6%	5.9%	-0.4%	-1.2%	9.5%	6.5%
2013	-3.4%	-7.2%	-8.6%	-1.8%	17.6%	-0.1%	7.9%	3.7%	-2.5%	-1.6%	2.2%	-4.9%
2014	-17.8%	-6.1%	-9.0%	1.7%	1.9%	-2.3%	10.8%	2.3%	-5.8%	-4.3%	0.5%	-5.9%
2015	-5.2%	-4.2%	7.6%	7.7%	5.7%	12.6%	13.5%	-2.8%	-5.1%	-6.5%	3.6%	0.2%
2016	10.7%	-0.3%	7.6%	5.1%	1.4%	-9.7%	-3.0%	2.0%	-14.0%	2.4%	3.7%	6.6%
2017	3.3%	-7.8%	-4.5%	-7.0%	-13.0%	9.6%	0.8%	3.7%	-2.7%	-0.3%	2.4%	0.7%
2018	-4.0%	-18.5%	-11.8%	-3.3%	12.1%	3.0%	14.0%	1.4%	3.9%	-4.5%	0.7%	-3.3%
2019	-13.0%	13.7%	19.7%	-2.5%	6.6%	9.5%	17.6%	31.8%	18.4%	23.4%	-12.4%	-1.3%
2020	11.1%	-4.0%	-5.9%	-6.4%	-1.0%	15.5%	5.1%	-2.0%	-9.8%	-11.1%	10.6%	7.7%
2021	-21.3%	-9.3%	-15.3%	-8.0%	-20.5%	-6.4%	-3.4%	-9.1%	-21.7%	-9.4%	12.6%	-8.8%
2022	-2.2%	-10.8%	-3.7%	16.8%								
均值	-3.8%	-5.1%	-2.7%	-0.6%	1.7%	4.7%	6.3%	3.3%	-3.7%	-1.4%	2.8%	0.0%
上涨概率	33%	17%	25%	50%	58%	67%	67%	67%	25%	25%	83%	50%
下跌概率	67%	83%	75%	50%	42%	33%	33%	33%	75%	75%	17%	50%

1.10 库存：活体和冻品库存调节

- ◆ 压栏形成活体库存。
- ◆ 养殖户的压栏行为会导致当月本该出栏的标猪继续在栏育肥，然后在后期以高体重猪的形式出栏。一般而言，养殖户在10月左右开始压栏，等待腊月猪肉消费旺季时再出栏屠宰。
- ◆ 从今年的情况来看，4月-5月随着猪价反弹，开始出现压栏情况，出栏均重略有增加。**下半年预计随着消费向冬季旺季转换，10月左右会出现冬季压栏。**
- ◆ 淡季储备冻品库存。
- ◆ 屠宰企业常通过在猪价低时，收购猪肉建立冻品库存，猪价越低时，收购生猪越多，建立库存量越大；而在旺季猪价高时，释放库存，获取利润。一般而言，春节后3月-5月多为消费淡季，适合建立猪肉冻品库存。而春节前夕10月-11月多为消费旺季，猪肉冻品借高价出库，并且，临近腊月时，猪肉需求最旺，多为冻品库存集中释放的时间。
- ◆ 今年来看，3月-4月上旬猪价偏低时建立了一定的冻品库存（库容率从13%提升至16.5%），5月库容率环比小幅下降，冻品库存基本稳定。
- ◆ 我们假设：库存在10月、11月、12月按照10%、20%、70%的节奏释放。

注：以上是基于当前市场情况对生猪供需进行的估计，实际供应节奏将根据后期猪价、利润走势进行调整。

1.11 2022年供需情况预测

- ◆ 对于下半年生猪供需情况的预测，我们首先给出了不考虑压栏调节下的基本情况判断。然后，考虑养殖情绪在乐观、中性、悲观下，生猪供需压力可能出现的节奏调整。
- ◆ 总体趋势来看，下半年供应压力不大，年末需求旺季供应季节性缺口或放大。

猪肉供需预估		Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22	Jan-23	Feb-23
基础产能兑现	(1)	433	431	420	450	422	425	403	411	410	425	422	423	404	428
进口	(2)	15	13	14	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
出口	(3)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
(4) = (1) + (2)															
国内猪肉供应	- (3)	447	443	433	465	436	439	417	425	424	439	436	438	419	442
国内猪肉需求	(5)	487	372	408	450	454	416	415	418	409	415	427	487	487	372
供-需	(6) = (4) - (5)	-39	71	25	15	-18	23	2	7	15	25	9	-49	-68	70
冻品库存	(7)	0	0	-20	-10	0	0	0	0	0	3	6	21	0	0
供-需（冻品库存调整）	(8) = (6) + (7)	-39	71	5	5	-18	23	2	7	15	28	15	-28	-68	70
假设（养殖情绪悲观，压栏不多）：4月-5月猪价反弹，有3%压栏；6月-8月夏季高温，不适合压栏；10月压栏4%															
活体库存压栏	(9)	0	0	0	-14	-13	0	0	0	0	-18	0	0	0	0
活体库存释放	(10)	0	0	0	0	14	13	0	0	0	0	18	0	0	0
(11) = (8) + (9)															
供-需（调整后）	+ (10)	-39	71	5	-9	-17	36	2	7	15	10	33	-28	-68	70
假设（养殖情绪一般，适量压栏）：4月-5月猪价反弹，有4%压栏；6月-8月夏季高温，不适合压栏；9月-11月为腊月需求压栏，分别压栏3%、4%、5%															
活体库存压栏	(12)	0	0	0	-19	-17	0	0	0	-13	-18	-22	0	0	0
活体库存释放	(13)	0	0	0	0	19	17	0	0	0	13	18	22	0	0
(14) = (8) + (12)															
供-需（调整后）	+ (13)	-39	71	5	-14	-17	41	2	7	2	23	11	-6	-68	70
假设（养殖情绪乐观，压栏积极）：4月-5月猪价反弹，有5%压栏；6月-8月夏季高温，仅有1%压栏；9月-11月为腊月需求压栏，分别压栏5%、6%、7%。															
活体库存压栏	(15)	0	0	0	-23	-22	-4	-4	-4	-21	-26	-31	0	1	2
活体库存释放	(16)	0	0	0	0	23	22	4	4	4	21	26	31	0	-1
(17) = (8) + (15)															
供-需（调整后）	+ (16)	-39	71	5	-19	-16	41	2	7	-2	23	11	3	-67	71

资料来源：Wind 农业部 涌益咨询 卓创资讯 中信期货研究所



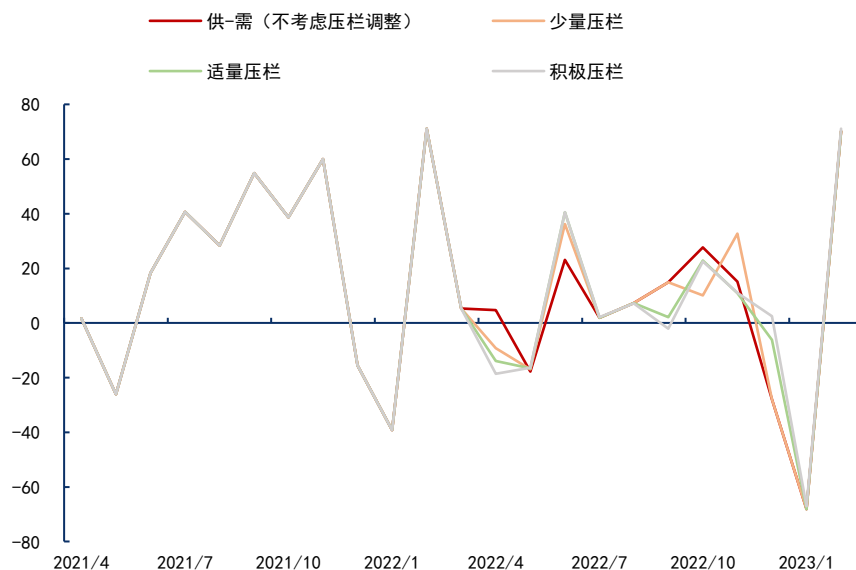
重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视其为潜在客户，市场有风险，投资需谨慎。

资料来源：Bloomberg, Reuters, Wind, USDA 涌益 中信期货研究所

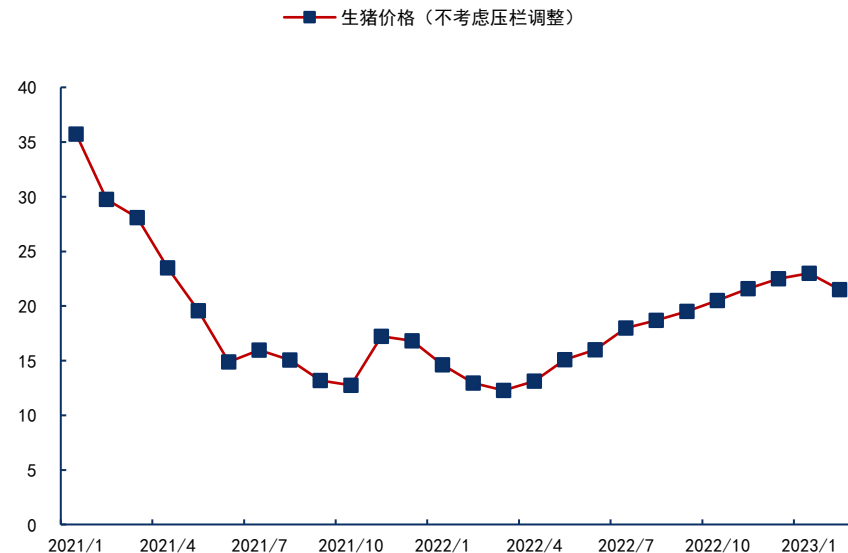
总结及展望：下半年继续渐进趋紧，价格波动上行，高度受情绪等影响

- ◆ 2021年7月开始的母猪去化进程，将在2022年5月左右开始，兑现生猪供应压力的减少。
- ◆ 基于猪肉供需预估情况看，2022年下半年供应压力较上一年度明显减弱，尤其在四季度，产能去化兑现出栏压力减弱，同时伴随季节性旺季需求增加，猪肉供需缺口或进一步放大。

■ 猪肉供需情况预估（供应-需求）



生猪价格预估

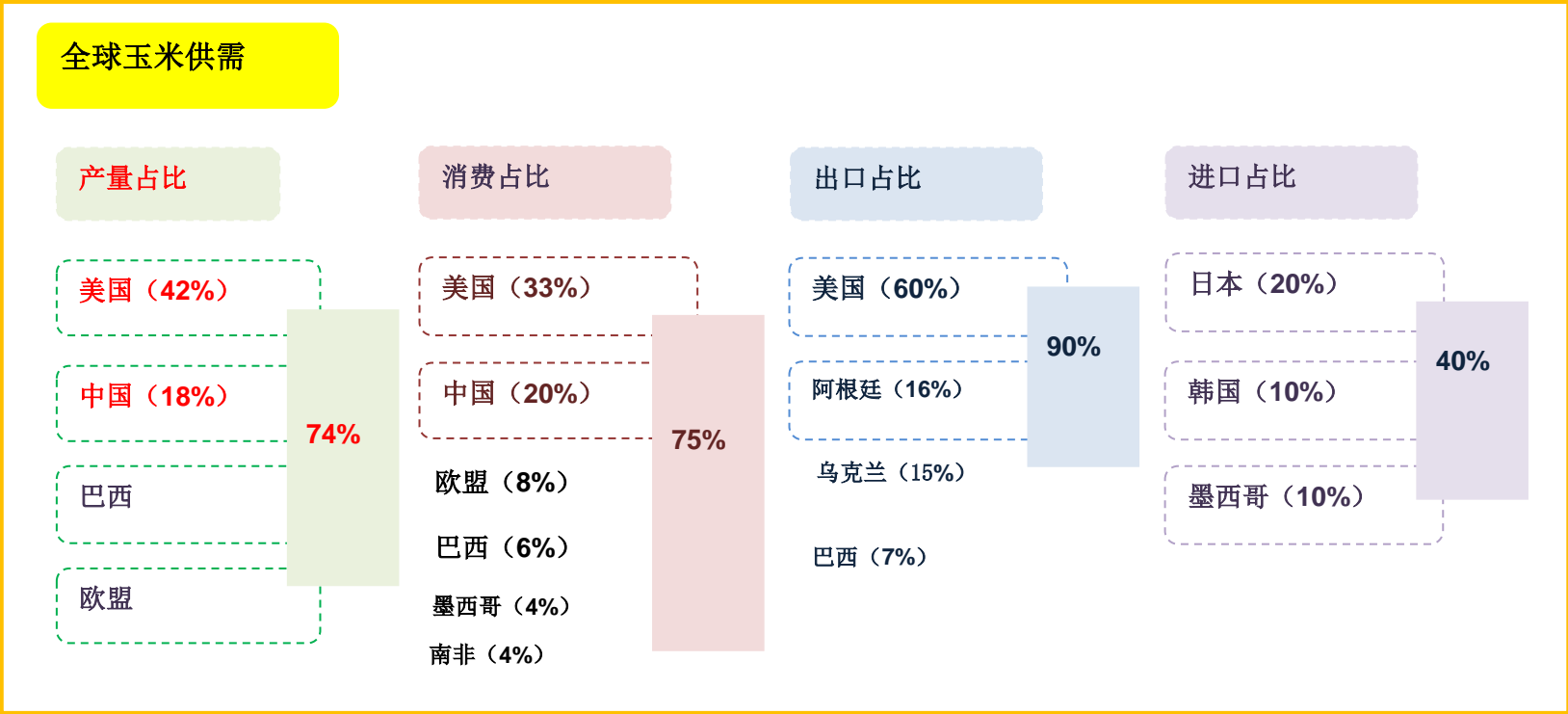


资料来源：Wind 农业部 涌益咨询 卓创资讯 中信期货研究所

玉米：延续供需偏紧格局

玉米产业链—全球玉米产销贸易分布

◆ 中国玉米市场相对自己自足。



玉米核心观点：延续供需偏紧格局

- 供应方面，当前国内基层粮源见底，贸易商持粮集中度较高，基层种植户已进入春耕阶段，今年**新玉米种植面积预期下降**，持粮主体看好后市，惜售情绪较强。
- 需求方面，小麦及其它谷物价格高企，饲料玉米潜在需求增加，但养殖利润持续亏损，下游饲料企业需求疲软，仍以刚需为主。深加工方面，本周开机率小幅下滑；当前企业淀粉库存较往年依旧保持高位，加工利润小幅回升带动淀粉走货加快。
- **国际方面，USDA5月供需报告显示，新年度美国玉米供应预期下滑**，2022/23年度产量预计下调4.3%，至3.67亿吨。美玉米单产较2月农产品展望论坛预测下降4蒲/英亩，至177蒲/英亩，进一步收紧全球供应。
- 短期看，本年度国内缺口预期仍存，人民币贬值，内外价差倒挂对国内市场形成支撑。长期来看，新年度美国和乌克兰玉米产量下降，进一步加剧玉米市场供需紧张格局，俄乌局势致使全球粮食供需格局不具备明显改善条件。总体上，供需偏紧格局延续，玉米价格仍将高位运行。
- 投资策略：观望。
- 风险因素：非瘟疫情、天气。

国际方面：全球玉米供需平衡预测

■ 全球：2022年6月USDA供需报告显示：**产量方面**，2022/2023 年度全球玉米产量预估为11.86亿吨，较上月11.81亿吨上调0.4%。**贸易方面**，2022/23年度玉米进口量、出口量预估分别为1.77亿吨、1.83亿吨，环比持平。**消费量方面**，饲用消费7.5亿吨，环比上调0.2%、国内消费4.3亿吨，环比持平。**库存方面**，2022/23年度预估期末库存为3.1亿吨，环比上调1.7%；库存消费比预计为26.3%，环比上调1.64%。

全球玉米供需平衡表(6月) 单位:万吨							
年度	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23 (5月预估)	2022/23 (6月预估)	环比 (%)
期初库存	34152.3	32265.5	30746.3	29324.6	30938.7	31092	0.50%
产量	112874.1	112273.5	112900.1	121606.6	118071.5	118580.6	0.43%
进口	16666.2	16766.4	18561.1	17945.3	17683.9	17668.4	-0.09%
总供应量	163692.6	161305.4	162207.5	168876.5	166694.1	167341	0.39%
出口	18262.9	17224.5	18297.3	19673.1	18270	18267	-0.02%
饲料消费	70518.1	71632.5	72373.2	74869.5	74661.6	74792.6	0.18%
食品, 种用, 工业消费	42646.1	41702.1	42219.9	43241.9	43249.7	43236.9	-0.03%
总需求	131427.1	130559.1	132890.4	137784.5	136181.3	136296.5	0.08%
期末库存	32265.5	30746.3	29317.1	31092	30512.8	31044.5	1.74%
库存消费比	28.5%	27.1%	25.6%	26.3%	25.9%	26.3%	1.64%

国际方面：美玉米供需平衡预测

- 美国： 2022年6月USDA供需报告显示：**产量方面**，2022/2023 年度美国玉米产量预估为3.67亿吨，较上月持平。**贸易方面**，2022/23年度玉米出口量预估为6069万吨，环比持平。**消费量方面**，2022/23年度饲用消费、国内消费分别为1.36亿吨、1.73亿吨，环比持平。**库存方面**，2022/23年度预估期末库存为3555.4万吨，环比上升2.95%；库存消费比预计为11.5%，环比上升2.94%。

美国玉米供需平衡表(6月) 单位:万吨							
年度	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23 (5月预估)	2022/23 (6月预估)	环比 (%)
期初库存	5436.7	5641	4875.7	3135.8	3657	3771.3	3.13%
产量	36426.2	34596.2	35844.7	38394.3	36730.1	36730.1	0.00%
进口	71	106.4	61.6	63.5	63.5	63.5	0.00%
总供应量	41933.9	40343.6	40782	41593.6	40450.6	40564.9	0.28%
出口	5253.8	4513.2	6992	6223.3	6096.3	6096.3	0.00%
饲料消费	13785.1	14987.4	14219.5	14288.2	13589.6	13589.6	0.00%
食品, 种用, 工业消费	17254	15967.3	16434.7	17310.8	17310.9	17323.6	0.07%
总需求	36292.9	35467.9	37646.2	37822.3	36996.8	37009.5	0.03%
期末库存	5641	4875.7	3135.8	3771.3	3453.8	3555.4	2.94%
库存消费比	18.2%	15.8%	10.2%	11.9%	11.2%	11.5%	2.90%

国际方面：乌克兰作物播种进度

- 乌克兰农业部公布数据显示，截至2022年6月10日，乌克兰控制领土2022年春耕主力作物预计播种面积1416.13万公顷，比上年（1691.63万公顷）减少275.79万公顷。全境春季谷物和豆类播种完成量为去年的 81.7%。
- 乌克兰农业部预计本年度全境玉米播种面积485.4万公顷，较去年（547万公顷）减少61.6万公顷。截止6月2日，玉米实际播种面积为462.73万公顷（2021年同期约播种516.72万公顷），预测播种进度为95%。

乌克兰玉米主产区产量占比：%



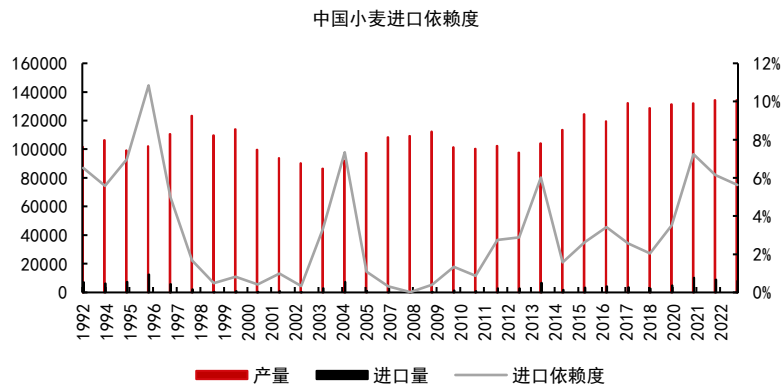
乌克兰2022年春季作物播种面积估计：千公顷



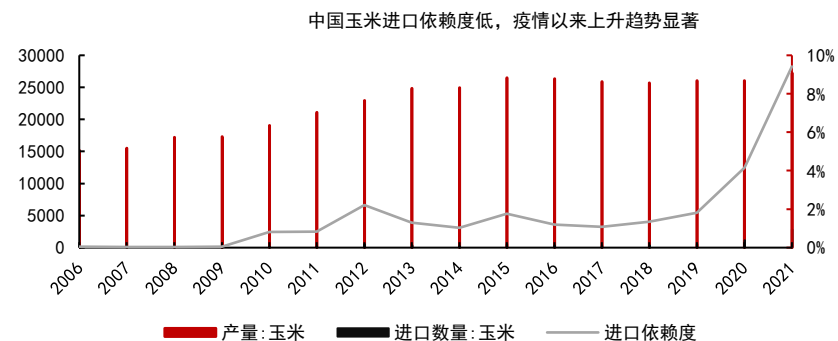
国内方面——进口依赖度低，国内粮价波动低于国际粮价

- 我国小麦进口依赖度一直处于低位。1995年，小麦进口依赖度达到最高位，但此时依赖度仅为10.9%，且只持续一年。2021-2022年，我国小麦进口依赖度连年下降。2021年进口依赖度为6.1%，2022年预计进口依赖度为5.6%，均处于较低水平
- 玉米进口依赖度低，疫情以来有所上升。2019年之前，我国玉米进口依赖度持续处于2%以下的地位，2020年以来进口依赖度上升迅速，2021年进口依赖度达到9.4%。国际粮食供需总体而言对我国粮价影响较小

中国小麦进口依赖度低，疫情以来连年下降



中国玉米进口依赖度低，疫情以来有所上升



资料来源：国家粮油信息中心 中信期货研究所

重要提示：本报告难以设置访问权限，本报告公开发布的内容与信息仅供参考，不作为投资建议。本报告可能因为发布方并非中债托管机构的委托报告人，内容尚未经过审核，存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏，投资者应当审慎对待，谨慎决策。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。 Bloomberg Research

资料来源: Bloomberg Reuters Wind USDA 涌益 中信期货研究所 28

国内方面：供应—主产区玉米售粮进度

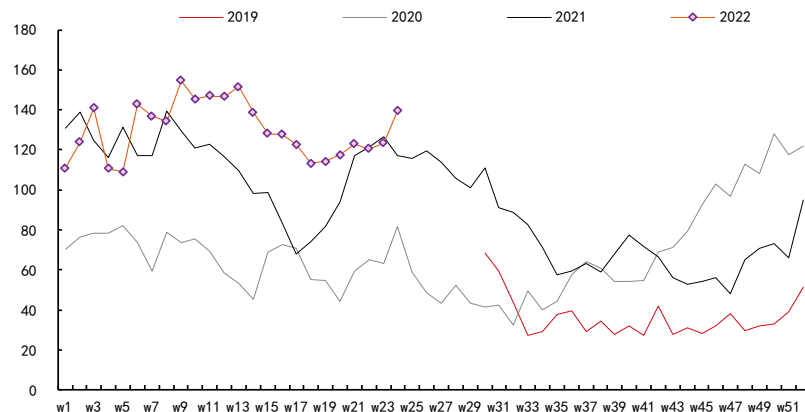
■ 据我的农产品网统计，截至5月26日，全国玉米主要产区售粮进度为96%，较前一周变化1%，较去年同期变化-1%。分地区来看，黑龙江省的售粮进度为97%，同比变化-1%；吉林省的售粮进度为97%，同比变化2%；辽宁省的售粮进度为97%，同比变化-2%；内蒙古省的售粮进度为98%，同比变化1%；河北省的售粮进度为98%，同比变化-1%；山东省的售粮进度为98%，同比变化-1%；河南省的售粮进度为93%，同比变化-3%。

主产区售粮进度					
省份	本期	上期	产量 (万吨)	已售数量 (万吨)	去年同期进度
黑龙江	97%	97%	4481	4347	98%
吉林	97%	95%	3554	3447	95%
辽宁	97%	97%	1937	1879	99%
内蒙古	98%	97%	2785	2729	97%
河北	93%	92%	1795	1669	94%
山东	94%	92%	2387	2244	95%
河南	94%	94%	2040	1918	97%
全国	96%	95%	18979	18233	97%

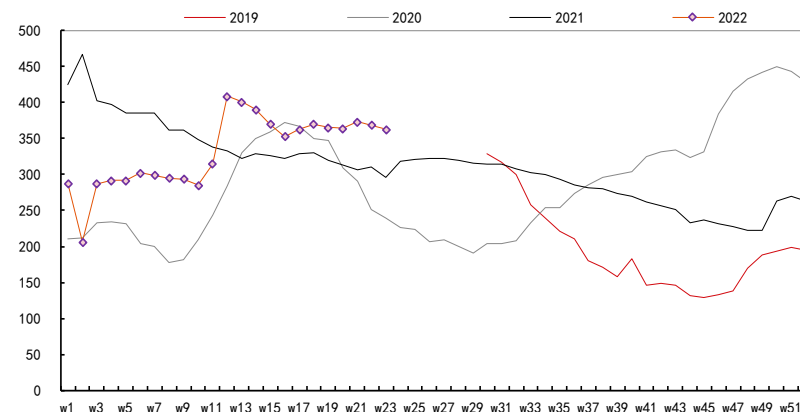
国内方面：供应—港口库存及贸易

- 据中国粮油网统计，6月10日广州各港口玉米库存共计139.5万吨，环比变化13%，同比变化19%。
- 6月10日北方四港玉米库存共计362.5万吨，环比变化-2%，同比变化22%。
- 6月2日南北港口玉米贸易理论利润-50元/吨，上周同期-40元/吨，环比变化-10元/吨。
- 6月10日潍坊-沈阳价差340元/吨，上周同期310元/吨，环比变化30元/吨。

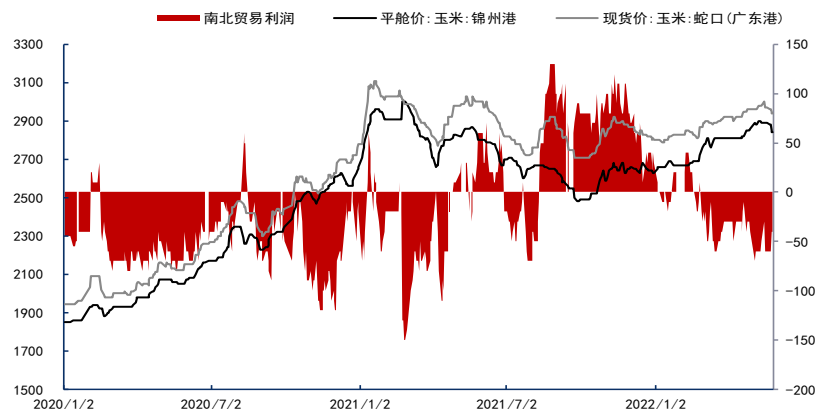
广州各港玉米库存 单位：万吨



北方四港玉米库存 单位：万吨



南北港贸易利润 单位：元



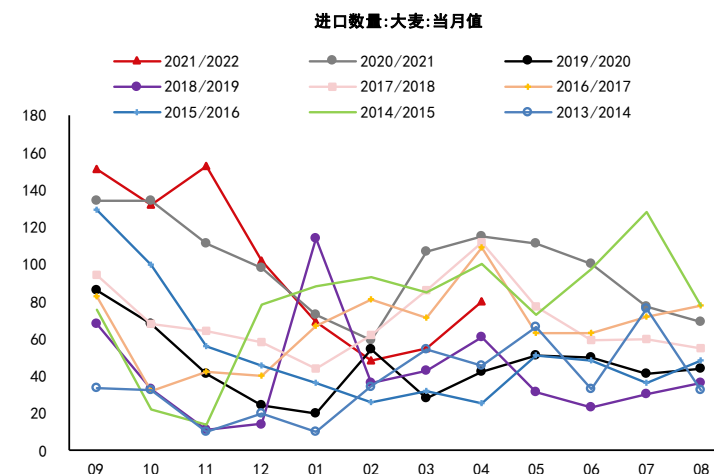
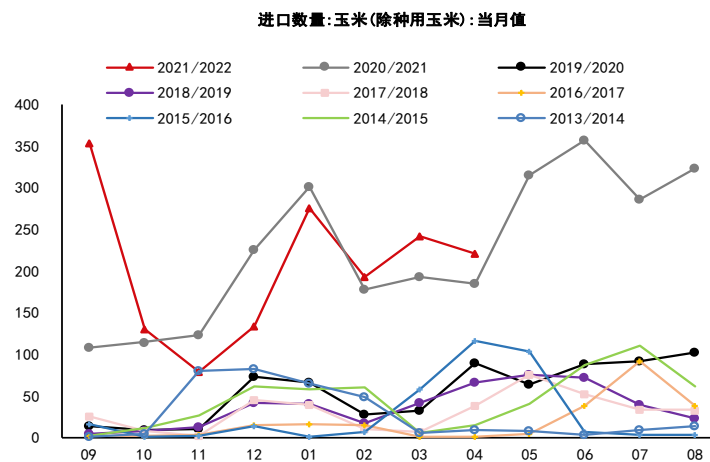
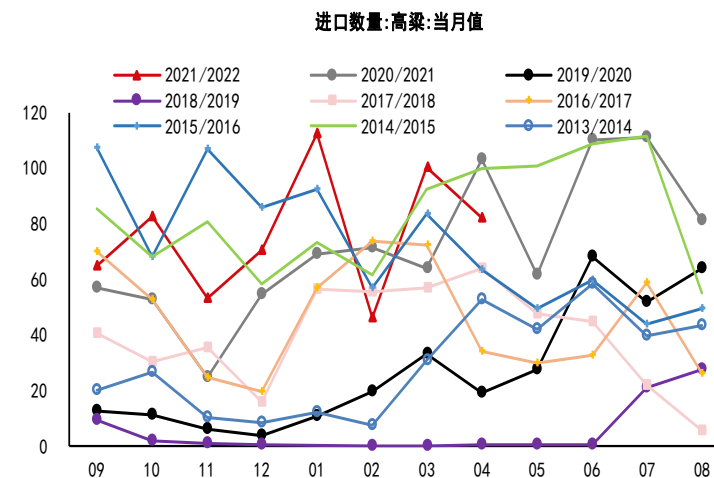
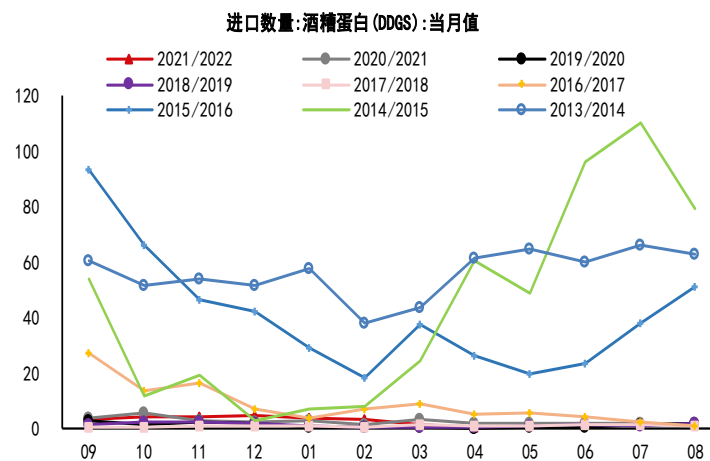
潍坊-沈阳价差 单位：元



国内方面：供应—进口贸易

- 2022年4月，玉米进口220.93万吨，环比变化-8.44%。去年10月至今累计进口1272.90万吨，同比变化-3.54%
- 2022年4月，高粱进口82.17万吨，环比变化-18.12%。去年10月至今累计进口547.49万吨，同比变化24.75%
- 2022年4月，大麦进口80.00万吨，环比变化45.45%。去年10月至今累计进口639.00万吨，同比变化-8.32%
- 2022年4月，DDGS进口0.28万吨，环比变化-79.57%。去年10月至今累计进口21.19万吨，同比变化14.17%

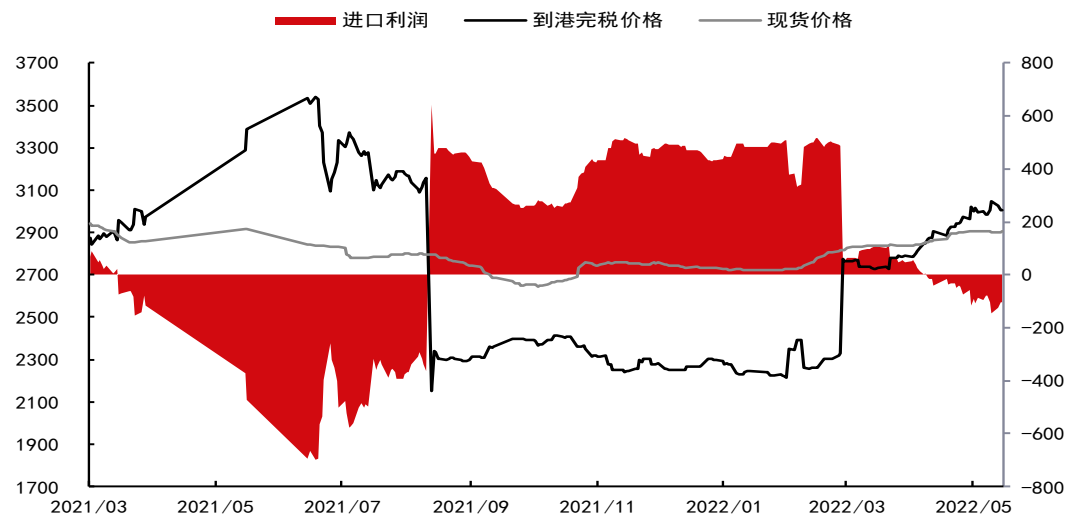
玉米及替代谷物进口



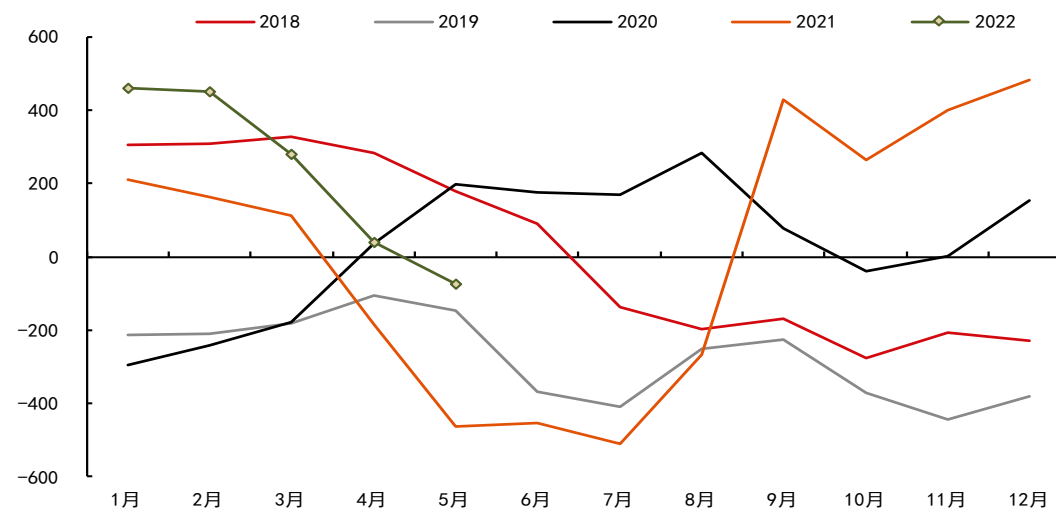
国内方面：供应—玉米进口利润

- 6月1日当周，玉米进口利润-115.76元/吨，上周-89.04元/吨，环比变化-26.72元/吨。
- 2022年5月，玉米进口利润-75.62元/吨，环比变化-116.57元/吨，同比变化389.45元/吨。

玉米进口利润



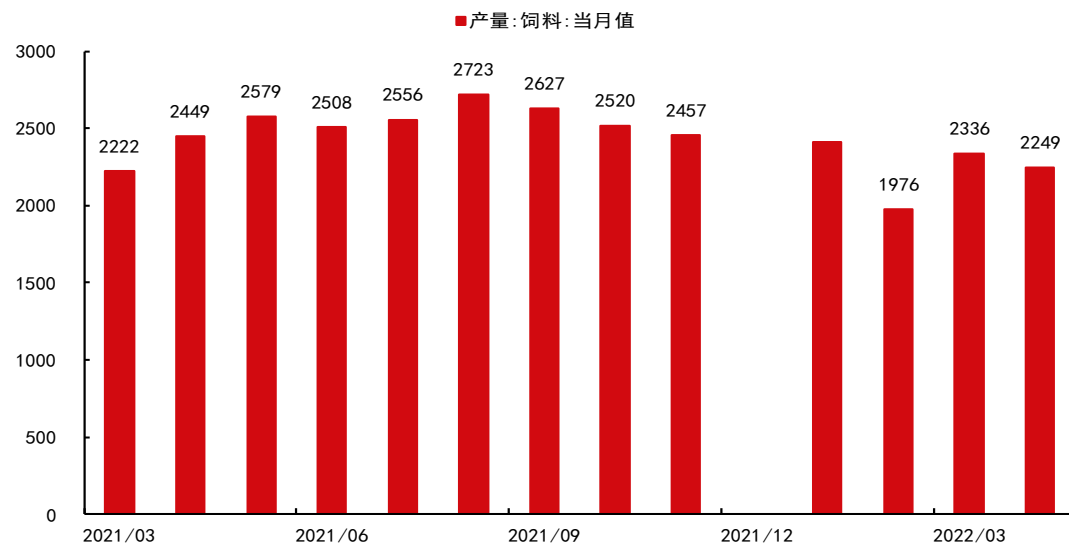
玉米月度进口利润



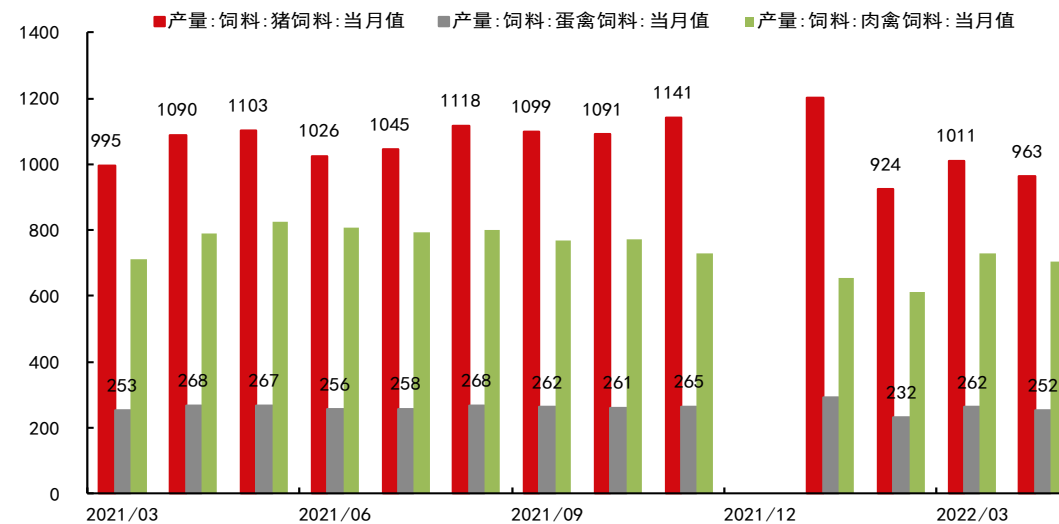
国内方面：需求—饲料产量

- 据中国饲料工业协会统计，4月全国饲料产量2249万吨，环比变化-3.72%。去年10月至今累计进口1.39亿吨，同比变化3.62%。
- 猪饲料产量963万吨，环比变化-4.75%，去年10月至今累计进口6332万吨，同比变化5.85%。蛋禽饲料产量252万吨，环比变化-3.82%，去年10月至今累计进口1565万吨，同比变化-2.25%。肉禽饲料产量705万吨，环比变化-3.42%，去年10月至今累计进口4200万吨，同比变化-1.57%。

饲料总产量



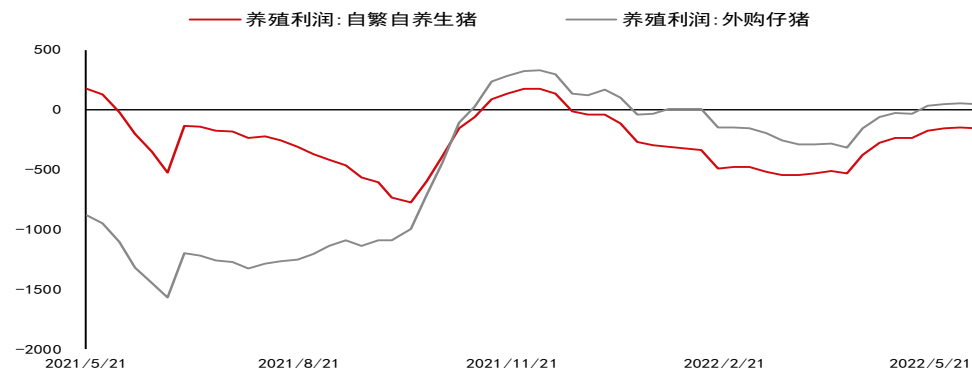
禽畜饲料产量



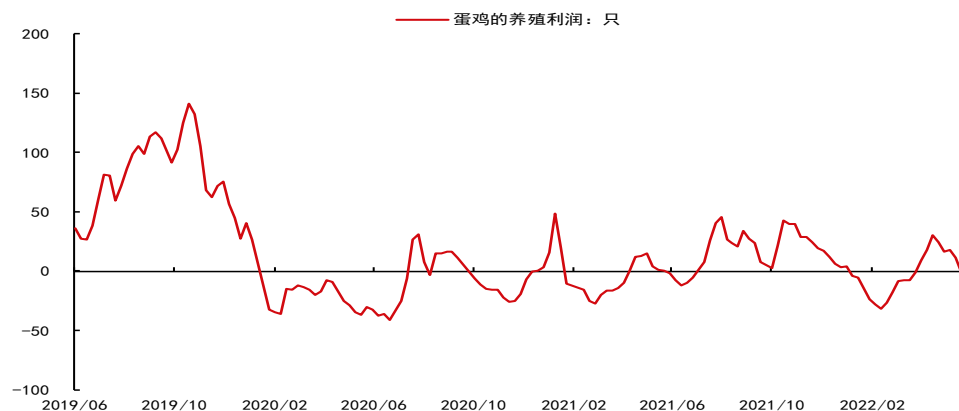
国内方面：需求—养殖利润

- 6月10日当周，自繁自养生猪养殖利润-156.63元/头，较上周变化-6.88元/头，外购仔猪养殖利润47.24元/头，较上周变化-5.97元/头。
- 6月10日当周，毛鸡养殖利润2.09元/只，上周1.17元/只，较上周变化0.92元/只。
- 6月3日当周，蛋鸡养殖利润-0.81元/只，上周11.44元/只，较上周变化-12.25元/只。

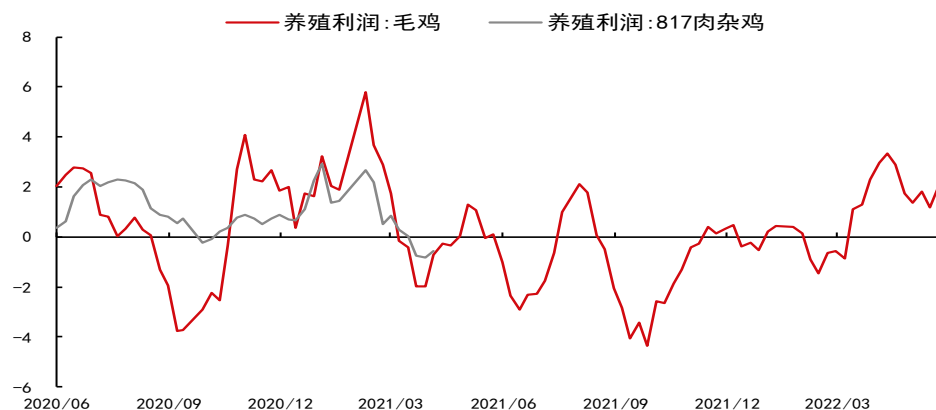
生猪养殖利润：元/头



蛋鸡养殖利润：元/只



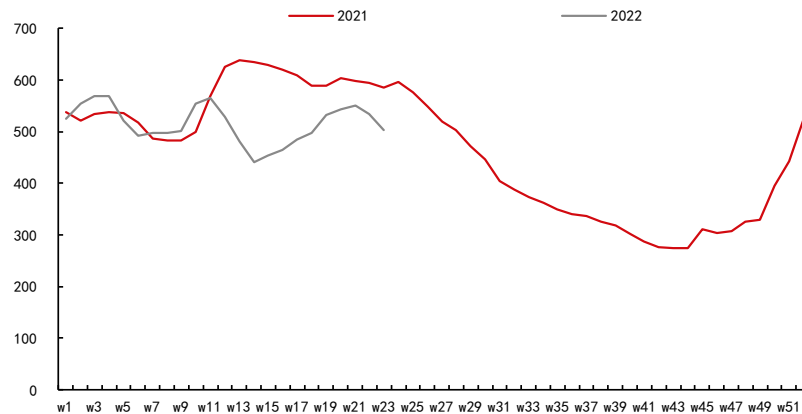
肉鸡养殖利润：元/只



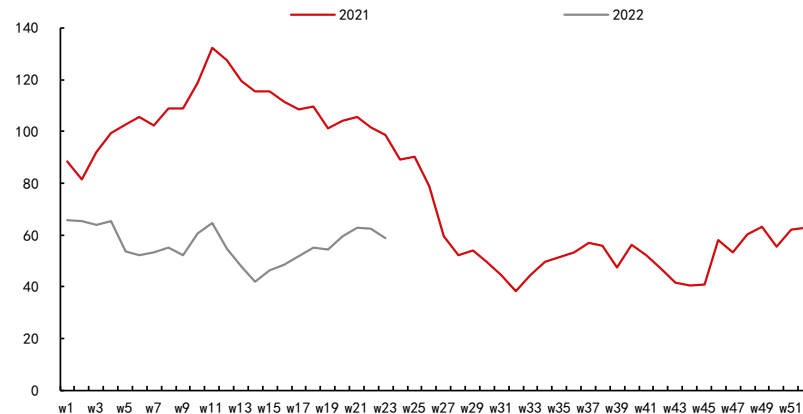
国内方面：需求—深加工企业玉米库存及消费量

- 据Mysteel统计，截止6月10日当周，全国96家主要深加工企业玉米库存总量503.7万吨，环比变化-5.8%，同比变化-14.0%。
- 其中，山东主要玉米深加工企业库存为58.8万吨，环比变化-5.9%，同比变化-40.3%。
- 据Mysteel统计，截止6月10日当周，全国126家主要深加工企业玉米消费总量107.9万吨，环比变化0.9%，同比变化23.7%。
- 其中，山东主要玉米深加工企业玉米消费量为29.58万吨，环比变化-0.2%，同比变化13.1%。

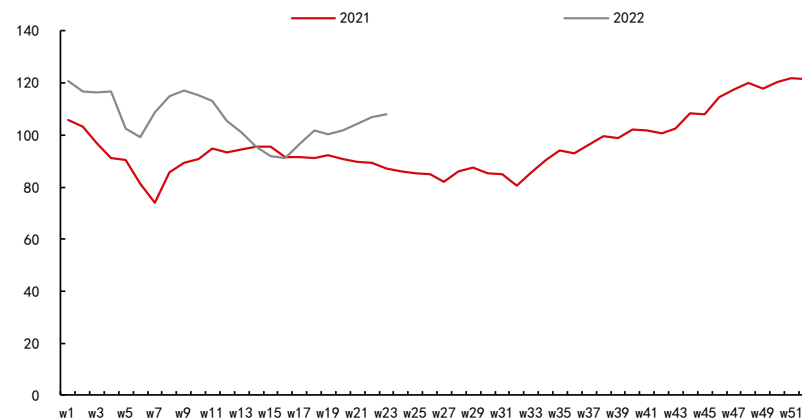
全国主要加工企业玉米库存 单位：万吨



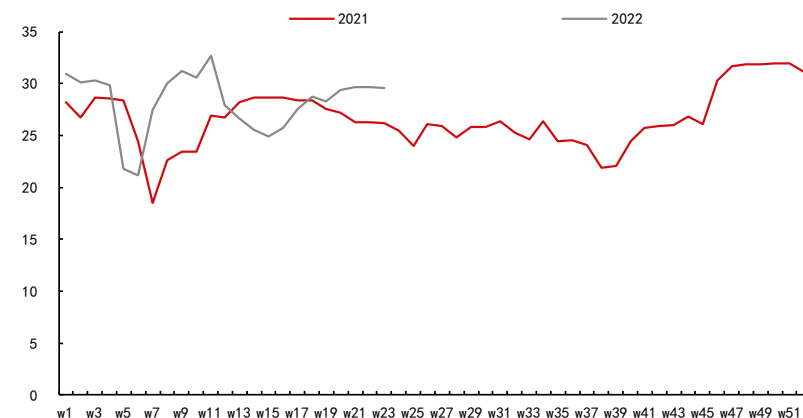
山东主要加工企业玉米库存 单位：万吨



全国主要深加工企业消费量 单位：万吨



山东主要深加工企业消费量 单位：万吨



玉米：紧平衡延续，易涨难跌

中国玉米产需平衡表

单位：万吨	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21*	2021/22*
产量	25907	25717	24717	23717	25217
食用消费	1862	1860	1870	1870	1870
饲用消费	18800	17860	19646	22396	20896
工业消费	7300	7800	8300	8300	7800
种用消费	127	126	124	124	124
国内消费	28089	27646	29940	32690	30623
出口	2	2	2	2	2
总消费量	27790	27293	27496	32692	30625
年度结余	-1883	-1576	-2779	-8975	-5407
替代谷物					
进口玉米	346	450	400	2954	1500
进口高粱	444	12	371	866	1000
进口大麦	814	518	597	1205	1000
进口小麦	331	288	728	1000	1000
小麦替代	773	774	775	4500	2000
饲用稻谷	0	0	0	2500	3000
替代合计	2708	2042	2871	13025	9500
玉米拍卖	10013	2191	5650	0	0

- 新作方面，年度玉米产量创近几年新高，参考各类调研及收购数据，维持东北三省一区增产，华北少量减产，西北增产格局，2021/22年度新作产量预计同比增1500万吨。
- 需求方面，目前看深加工需求总量预减，产品高价抑制需求，叠加政策性管控燃料乙醇，预计工业需求调减500万吨。饲料方面，生猪养殖利润恶化严重，出栏均重下降或带动饲用谷物需求下降，但肉禽蛋禽明年产能总体或稳中趋增，总体饲料需求年度同比略有调减，预计饲用减量1000万吨，总体需求减量总计约1500万吨。
- 因此尽管21/22年度国内玉米供需格局有所改善，但产需依旧存在较大缺口，按照平衡表测算，产需缺口预计达5400万吨。产需缺口如何解决，涨价或补充玉米或替代谷物。20/21年度国内玉米产需缺口达到8900万吨，但通过进口和国内各类谷物拍卖补充超过1亿吨（其中进口玉米、大麦、高粱共计5018万吨，小麦拍卖3600万吨，稻谷供应2500万吨），抑制了玉米价格的上行。而21/22年度看，政策的层面上看基本叫停小麦流入饲用企业，小麦饲用用量同比大幅下降。增加稻谷在饲料中用量，预计21/22年度投放约3000万吨稻谷。
- 进口方面，目前看，截至21年12月，本年度中国已采购进口谷物935万吨，受俄乌地缘冲突影响，21/22年度玉米进口节奏或受影响，需关注战争进展情况，短期地缘冲突扰动物流走货变慢，影响二季度供应，待战争结束供应有望恢复，若为长期战争，则对全球的影响不应局限于当下，考虑战争覆盖种植地区，进而下年度谷物供给，驱动全球谷物价格上移，总上，我们认为本年度玉米产需缺口仍存，但替代谷物补充供应，国内谷物总体供需依旧平衡，玉米价格不具备持续大幅上涨条件。

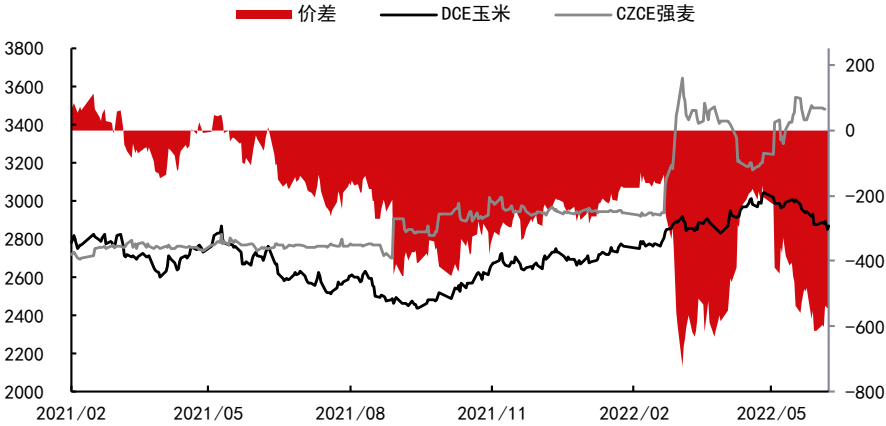
国内方面：替代品—小麦

- 6月8日玉米-小麦主力合约价差-537，上周同期-613，环比变化76。
- 6月10日玉米淀粉-玉米现货价差-613元/吨，上周同期-485元/吨，环比变化-128元/吨。
- 中国小麦：2022年6月USDA供需报告较5月报告未有调整：2022/23年度：**产量方面**，小麦产量预估为1.41亿吨，同比减少1.4%。**贸易方面**，小麦进口量950万吨，同比减少2.1%。**消费量方面**，饲用消费量预估3000万吨，同比减少14.3%。**期末库存**为1.41亿吨，同比基本持平。库存消费比同比上调2.4%至98.3%。

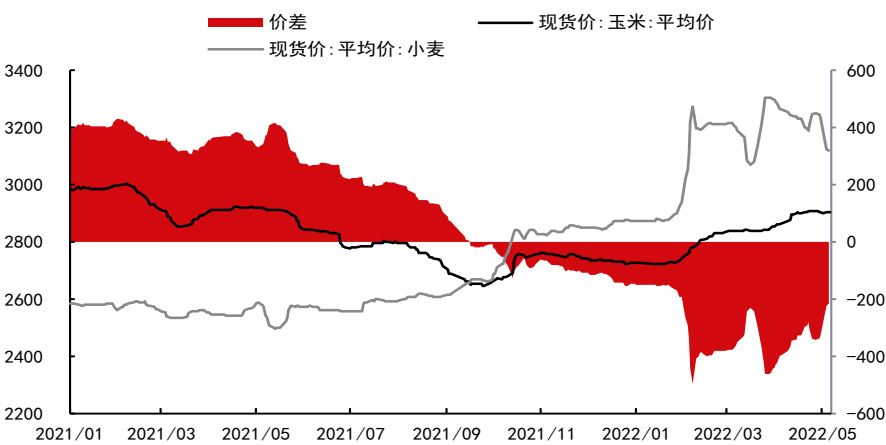
中国小麦供需平衡表（5月） 单位：万吨

年度	2020/21	2021/22	2022/23 (5月预估)	2022/23 (6月预估)	环比 (%)
期初库存	15001.5	14412	14191.6	14191.6	0.00%
产量	13425	13694.6	13500	13500	0.00%
进口	1061.8	970	950	950	0.00%
总供应量	29488.3	29076.6	28641.6	28641.6	0.00%
出口	76.3	85	90	90	0.00%
饲料消费	4000	3500	3000	3000	0.00%
食品，种用，工业消费	11000	11300	11400	11400	0.00%
总需求	15076.3	14885	14490	14490	0.00%
期末库存	14412	14191.6	14151.6	14151.6	0.00%
库存消费比	96.1%	95.9%	98.3%	98.3%	0.00%

玉米-小麦期货价差



玉米-小麦现货价差



稻谷自给自足，预计受国际粮价影响较小，窄幅波动

中国稻谷供需平衡表

单位：千吨，吨/公顷，千公顷

年度1/	2019/20	2020/21	2021/22
		10月预估	10月预测
生产量	209,610	211,860	212,842
进口量	3,581	6,929	6,000
新增供给	213,191	218,789	218,842
食用消费	158,000	158,500	158,000
其中大米	109,020	109,365	109,020
其中糠麸	48,980	49,135	48,980
饲用及损耗	16,500	33,500	30,500
工业消费	20,000	17,000	17,000
种用量	1,300	1,320	1,340
年度国内消费	195,800	210,320	206,840
出口量2/	3,505	3,257	4,000
年度总消费	199,305	213,577	210,840
年度结余量3/	13,886	5,212	8,002

1/稻谷市场年度为当年10月至次年9月，最新年度为预测数据；
2/表中进出口数据引自国家海关总署，并将大米以70%的比例折合成稻谷；
3/结余量为当年新增供给量与年度总需求量间的差额，不包括上年库存。

- 政策：稻谷饲用替代延续高位。
- 国家统计局数据2021年稻谷总产量21284.3万吨，同比增加100万吨。
- 需求端，随着近年来人均主食消费量呈下降趋势，考虑城镇化和消费升级等因素，稻谷食用消费量略减，2021/22年度国家将继续加大稻谷去库存力度，部分不宜存稻谷进入饲料消费领域，年度饲用消费量仍然处于高位。
- 2022年2月份估计，2021/22年度国内稻谷总消费20684万吨，比上年度减少348万吨。其中全国食用消费15800万吨，比上年度减少50万吨；
- 饲料消费及损耗3050万吨，比上年度减少300万吨，工业消费1700万吨，较上年度持平。进口稻谷（将大米进口量以70%折率换算）600万吨，比上年度减少93万吨；
- 出口稻谷（将大米出口量以70%折率换算）400万吨，比上年度增加74万吨。
- 2021/22年度全国稻谷供需结余800万吨，比上年度增加279万吨。

资料来源：国家粮油信息中心 中信期货研究所

国内小麦延续紧平衡

中国小麦供需平衡表			
单位：千吨，吨/公顷，千公顷			
年度1/	2020/21	2021/22	2022/23
	5月预估	5月预测	
生产量	134254	136946	136860
进口量	10430	8300	7800
新增供给	144684	145246	144660
制粉消费	91800	92500	92300
其中面粉	68850	69375	69225
其中次粉	4590	4625	4615
其中麸皮	18360	18500	18460
饲用及损耗	38000	35000	27000
工业消费	11500	11000	10500
种用量	5970	6840	6450
年度国内消费	147270	145340	136250
出口量2/	18	15	18
年度总消费	147288	145355	136268
年度结余量3/	-2604	-109	8392

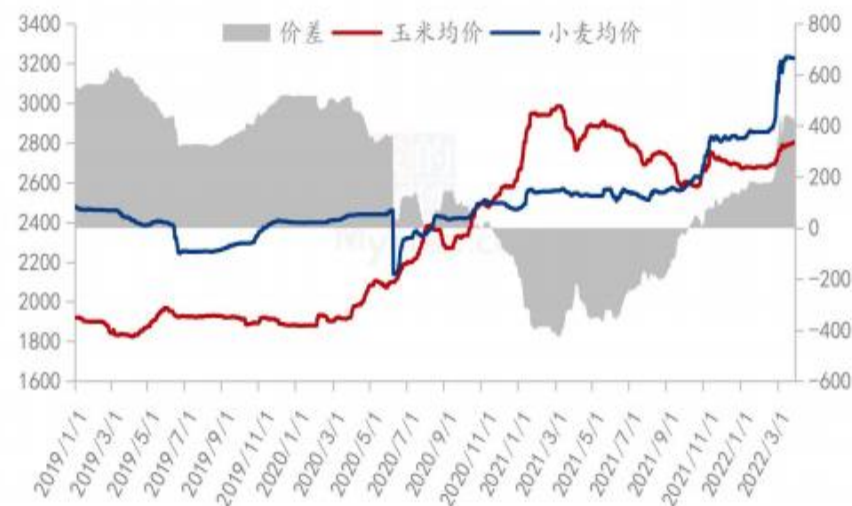
1/小麦的市场年度为当年6月至次年5月。表中进出口数据引自国家海关总署；

2/小麦出口不含面粉折麦；

3/结余量为当年新增供给量与年度总需求量间的差额，不包括上年库存

- 我国2022/23年度小麦供需平衡较去年宽松，仍处于紧平衡状态。据国家粮油信息中心数据，2022/23年小麦产量1.37亿吨，和2021/22年大体持平。进口量780万吨，较去年有所下降。因小麦价格高涨，饲用小麦消费量有所降低。因此年度结余量由负转正，增加850万吨。供需平衡较2021/22年宽松，库消比为6.16%，仍处于紧平衡范围内。
- 当前国内小麦价格上涨：一方面受俄乌冲突情绪驱动，看涨情绪导致市场投机需求增加，再者当前处于小麦供应处于青黄不接期，疫情扰动区域供需造成，待情绪褪去价格或重回供需基本面主导。

玉米小麦价差走势图（元/吨）



玉米核心观点：延续供需偏紧格局

- 供应方面，当前国内基层粮源见底，贸易商持粮集中度较高，基层种植户已进入春耕阶段，今年**新玉米种植面积预期下降**，持粮主体看好后市，惜售情绪较强。
- 需求方面，小麦及其它谷物价格高企，饲料玉米潜在需求增加，但养殖利润持续亏损，下游饲料企业需求疲软，仍以刚需为主。深加工方面，本周开机率小幅下滑；当前企业淀粉库存较往年依旧保持高位，加工利润小幅回升带动淀粉走货加快。
- 国际方面，USDA5月供需报告显示，新年度美国玉米供应预期下滑，2022/23年度产量预计下调4.3%，至3.67亿吨。美玉米单产较2月农产品展望论坛预测下降4蒲/英亩，至177蒲/英亩，进一步收紧全球供应。
- 短期看，本年度国内缺口预期仍存，人民币贬值，内外价差倒挂对国内市场形成支撑。长期来看，新年度美国和乌克兰玉米产量下降，进一步加剧玉米市场供需紧张格局，俄乌局势致使球粮食供需格局不具备明显改善条件。
- 总体上，供需偏紧格局延续，玉米价格仍将高位运行。
- 投资策略：观望。
- 风险因素：非瘟疫情、天气。

目录

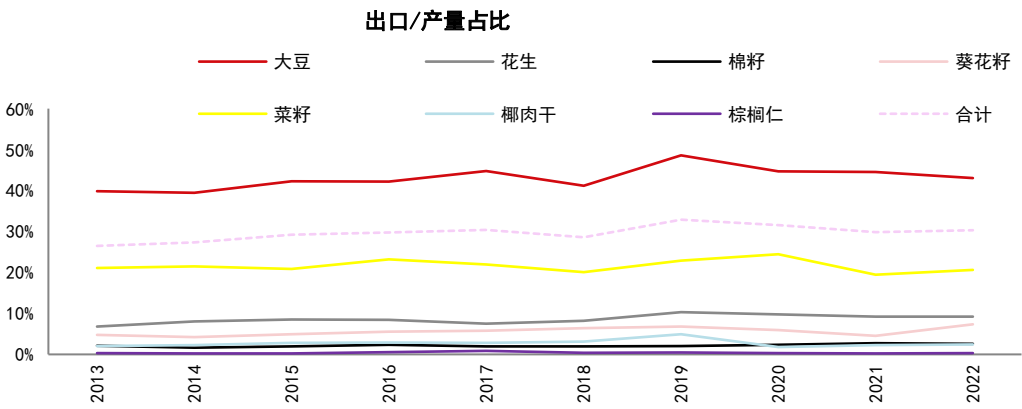
第二章 油脂油料

-
- 2.1 油料种植利润驱动，新作产量回升
 - 2.2 豆粕供应趋增，需求有支撑
 - 2.3 现实供需偏紧，印尼出口重启油脂或承压
-

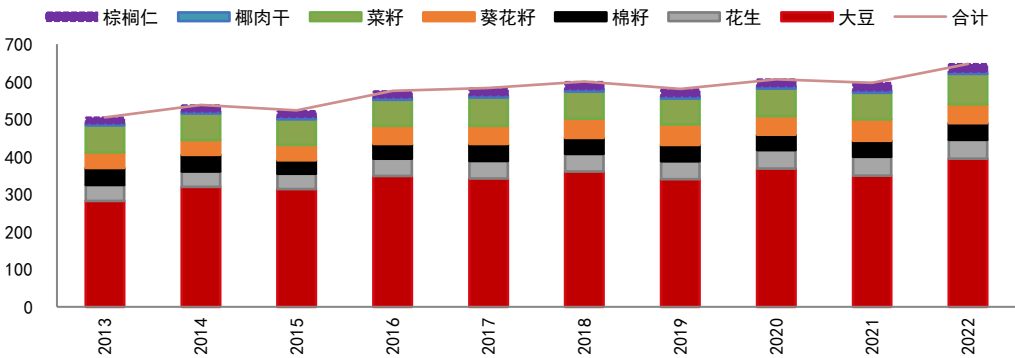
全球油料市场国际贸易占比高

- 产量排序：大豆（61%）、菜籽（12%）、葵籽（7.8%）、花生（7.8%）、棉籽（6.8%）。
- 出口/产量占比排序：全球（20%）；大豆（43%）、菜籽（20%）；花生、葵籽。
- 库存消费比：全球油料总体回升（+1%）；大豆明显回升（+2%）；葵籽、菜籽略有改善（+1%）；棉籽、花生基本持平。
- 油料定价中枢看大豆和菜籽；葵籽、花生话语权抬升。

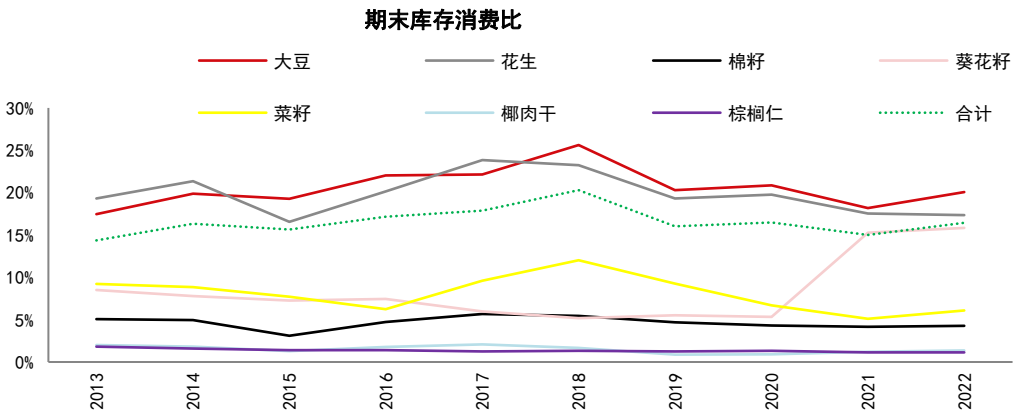
出口/产量比例



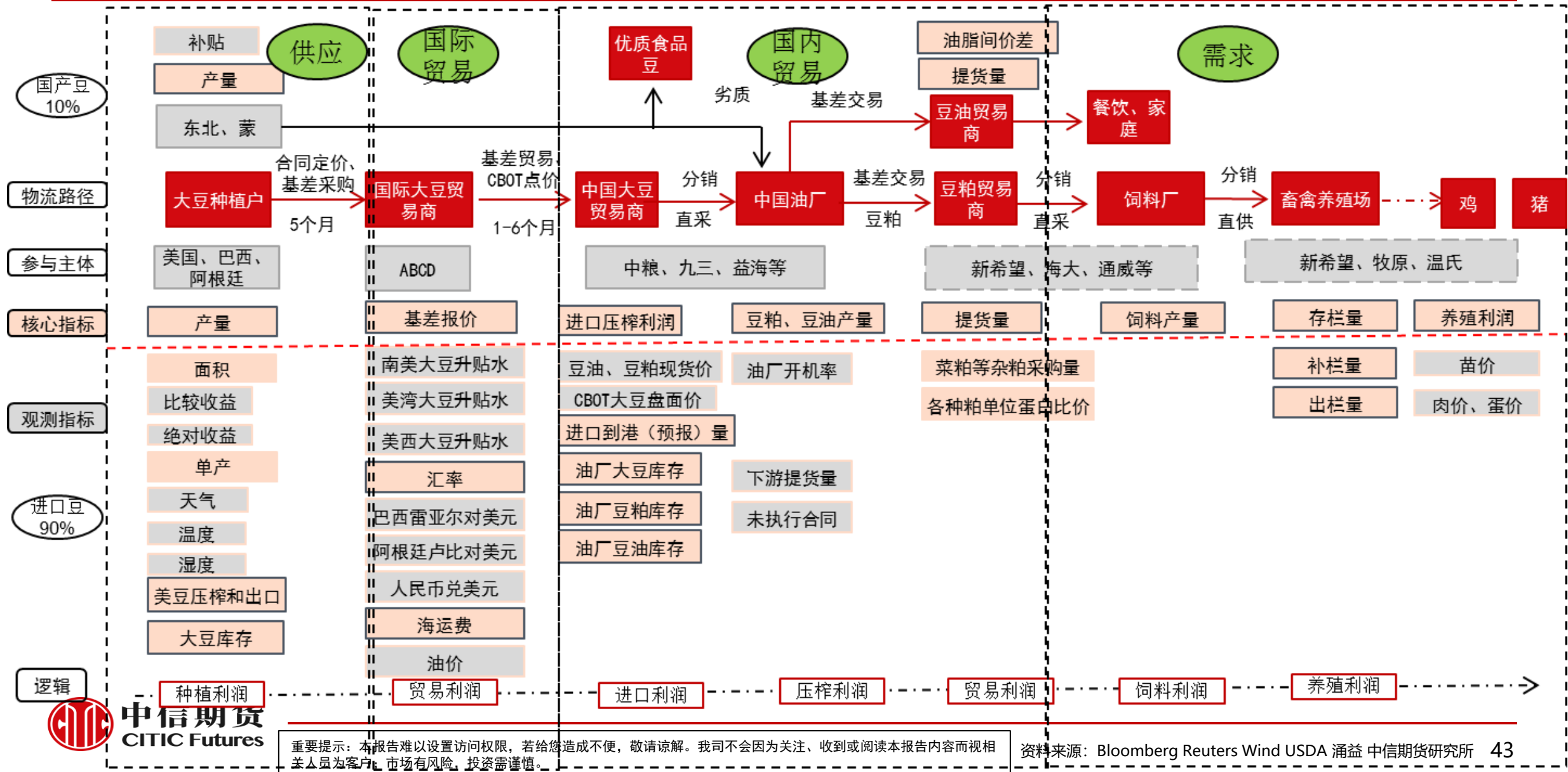
全球油料产量



库存消费比

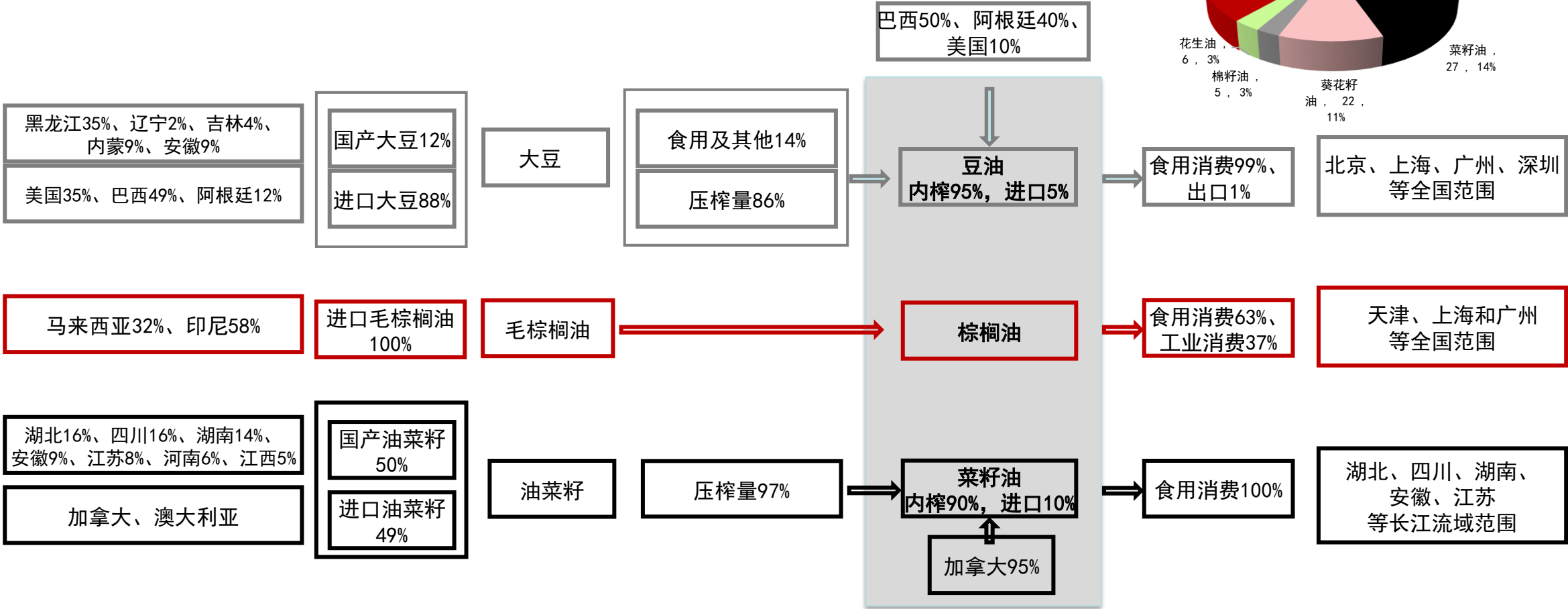


大豆、豆粕、豆油框架与观测指标



油脂研究框架与观测指标

- 豆油、棕油、菜油三方面做整体研究。
- ✓ 原料端：三大植物油上游却因原料不同，基本面研究存在独立性。
- ✓ 消费端：三大植物油下游因食用性存在比价竞争替代关系。



主要观点:

观点

- **油料**: 新作产量回升, 供需预期改善
- **蛋白粕**: 供应趋增, 需求有支撑
- **油脂**: 棕油政策博弈, 油脂板块抗跌

交易机会

- **交易机会**:
- 板块高位震荡, 产业供需与政治、金融混杂; 操作难度大。
- 豆类供需发生微妙变化, 后续炒作北美面积及单产。但尽管增产道路波折, 但终点必定到达。
- 菜系仍偏紧。
- **豆菜粕价差料回升。**
- 短期看, 棕油供需改善逐渐兑现, 豆油或炒作北美天气, 菜油相对偏紧。
- **做多远月YP价差。**

蛋白粕：供应趋增，需求有支撑

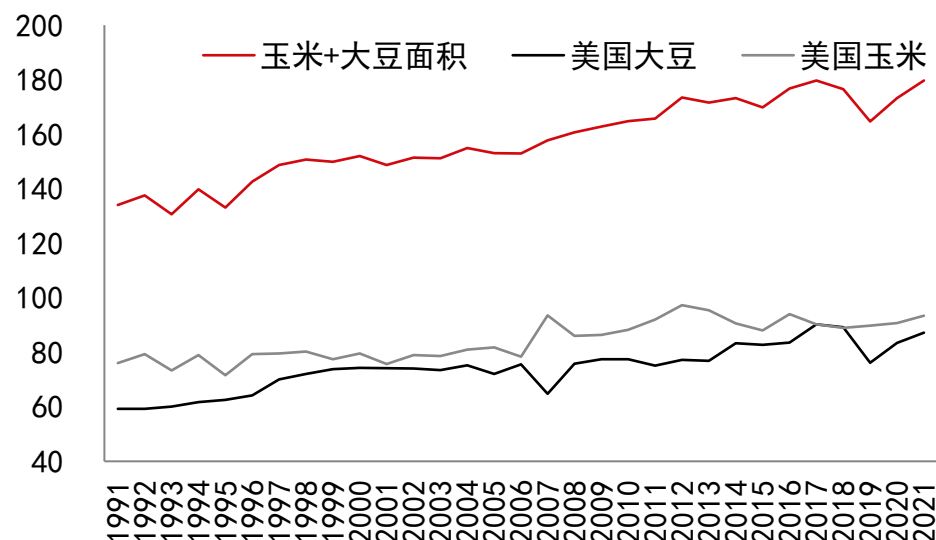
豆粕核心观点：供应趋增，需求有支撑

- 供应端成本传导效应强，需求大周期偏高区域。顶部探明，内外联动增强。
- **需求：**
 - 豆粕需求周期即养殖周期，养殖存栏周期。按照猪周期价格底部，对应豆粕需求顶部。豆粕需求变动—生猪存栏—亏损持续期-存栏去化（产能去化），需求2022年上半年仍处于周期偏高区域；预计2022年下半年趋降。全年或持平略下降。
 - 饲料需求刚性，为价格提供底部支撑。
 - 国内或较外盘抗跌，给出油厂阶段性利润，利于搬库存和价格传导。
- **供应：**
 - 北美新作面积增幅超预期，加速供需转松预期。创历史记录面积预估，顶部探明；旧作供需偏紧加剧。
 - 新作播种进口加快，持平五年均值；生长优良率符合预期，后续关注面积终值生长期天气。
 - 潜在利多，三峰拉尼娜？--利多。
- **替代品：**加拿大菜籽恢复性增产，出口同比例增长，菜系供需格局变化不大，仍偏紧。PS：RM2301合约开始，进口菜粕可以用作交割品，内外联动增强。
- **操作：**单边难度较大。区间操作，美豆看1400-1800（主区间1550-1750）；连粕3600-4400（主区间3800-4200）；
- 建议套利。豆菜粕价差做扩。
- **风险因素：**美国天气异常；中国养殖需求超预期；国际局势不稳

美豆最终面积可能会略下调，从而利多/支撑盘面

- 关注6月30日面积终值报告。
- 2017年美豆面积历史最高9016万英亩；按照2021年8720万英亩看，同比增3.4%。
- 种植意向9095万英亩，+4.3%。新作面积落地情况？
- Informa最新预估8900万英亩。

美豆、美玉米种植面积



美豆/玉米比价



三峰拉尼娜?

1954-1956年

Year	DJF	JFM	FMA	MAM	AMJ	MJJ	JJA	JAS	ASO	SON	OND	NDJ
1950	-1.5	-1.3	-1.2	-1.2	-1.1	-0.9	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.6	-0.8
1951	-0.8	-0.5	-0.2	0.2	0.4	0.6	0.7	0.9	1.0	1.2	1.0	0.8
1952	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2	0.0	-0.1	0.0	0.2	0.1	0.0	0.1
1953	0.4	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
1954	0.8	0.5	0.0	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.8	-0.9	-0.8	-0.7	-0.7
1955	-0.7	-0.6	-0.7	-0.8	-0.8	-0.7	-0.7	-0.7	-1.1	-1.4	-1.7	-1.5
1956	-1.1	-0.8	-0.6	-0.5	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4
1957	-0.2	0.1	0.4	0.7	0.9	1.1	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5	1.7
1958	1.8	1.7	1.3	0.9	0.7	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
1959	0.6	0.6	0.5	0.3	0.2	-0.1	-0.2	-0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0

1973-1976年

Year	DJF	JFM	FMA	MAM	AMJ	MJJ	JJA	JAS	ASO	SON	OND	NDJ
1970	0.5	0.3	0.3	0.2	0.0	-0.3	-0.6	-0.8	-0.8	-0.7	-0.9	-1.1
1971	-1.4	-1.4	-1.1	-0.8	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9
1972	-0.7	-0.4	0.1	0.4	0.7	0.9	1.1	1.4	1.6	1.8	2.1	2.1
1973	1.8	1.2	0.5	-0.1	-0.5	-0.9	-1.1	-1.3	-1.5	-1.7	-1.9	-2.0
1974	-1.8	-1.6	-1.2	-1.0	-0.9	-0.8	-0.5	-0.4	-0.4	-0.6	-0.8	-0.6
1975	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8	-1.0	-1.1	-1.2	-1.4	-1.4	-1.6	-1.7
1976	-1.6	-1.2	-0.7	-0.5	-0.3	0.0	0.2	0.4	0.6	0.8	0.9	0.8
1977	0.7	0.6	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8	0.8
1978	0.7	0.4	0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.1	0.0
1979	0.0	0.1	0.2	0.3	0.2	0.0	0.0	0.2	0.3	0.5	0.5	0.6

2010-2012年

Year	DJF	JFM	FMA	MAM	AMJ	MJJ	JJA	JAS	ASO	SON	OND	NDJ
2010	1.5	1.2	0.8	0.4	-0.2	-0.7	-1.0	-1.3	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
2011	-1.4	-1.2	-0.9	-0.7	-0.6	-0.4	-0.5	-0.6	-0.8	-1.0	-1.1	-1.0
2012	-0.9	-0.7	-0.6	-0.5	-0.3	0.0	0.2	0.4	0.4	0.3	0.1	-0.2
2013	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3
2014	-0.4	-0.5	-0.3	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.5	0.6	0.7
2015	0.5	0.5	0.5	0.7	0.9	1.2	1.5	1.9	2.2	2.4	2.6	2.6

当前 (2020年至今)

Year	DJF	JFM	FMA	MAM	AMJ	MJJ	JJA	JAS	ASO	SON	OND	NDJ
2020	0.5	0.5	0.4	0.2	-0.1	-0.3	-0.4	-0.6	-0.9	-1.2	-1.3	-1.2
2021	-1.0	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.7	-0.8	-1.0	-1.0
2022	-1.0	-0.9	-1.0									

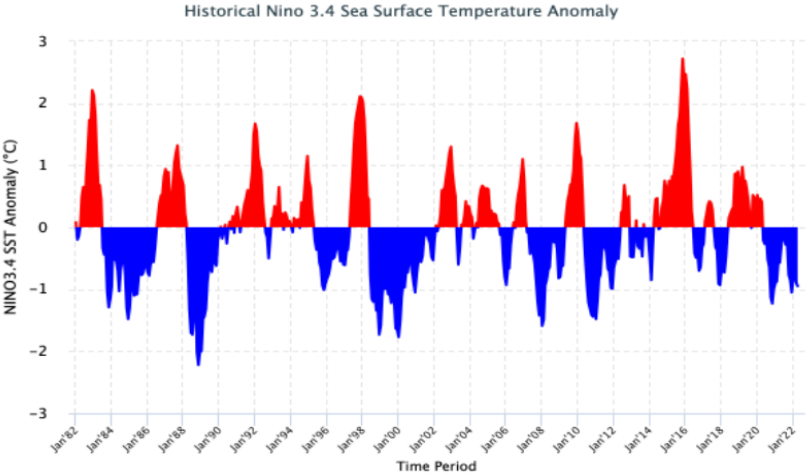
拉尼娜持续的概率很高！

- 多家机构展望显示，2022年年内拉尼娜持续概率超过50%。到2023年才逐步转为中性。
- 目前NINO3.4SST偏低低于-0.5.

展望：预计年内拉尼娜概率超过50%

Season	La Niña	Neutral	El Niño
MJJ	81	19	0
JJA	62	37	1
JAS	56	41	3
ASO	57	39	4
SON	58	36	6
OND	60	33	7
NDJ	58	34	8
DJF	47	42	11
JFM	37	50	13

NION3.4 SST



模型预测

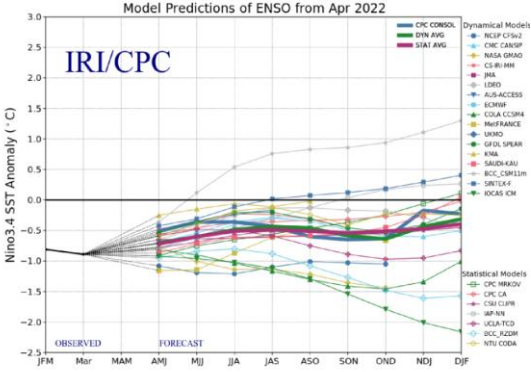


Figure 6. Forecasts of sea surface temperature (SST) anomalies for the Niño 3.4 region (5°N-5°S, 120°W-170°W). Figure updated 19 April 2022.

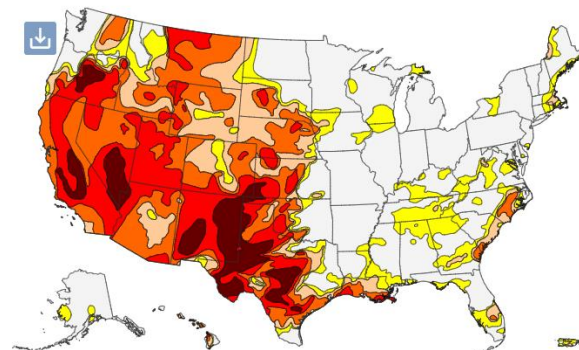


重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

预计旱情持续或加重

- 美中西部最近30天累计降水偏离程度加深。
- 预计美旱情持续或加重。留意生长优良率。
- 6-8月美国旱情或向东发展，爱荷华州或有旱情发生。
- 西南德州干旱区域扩大。

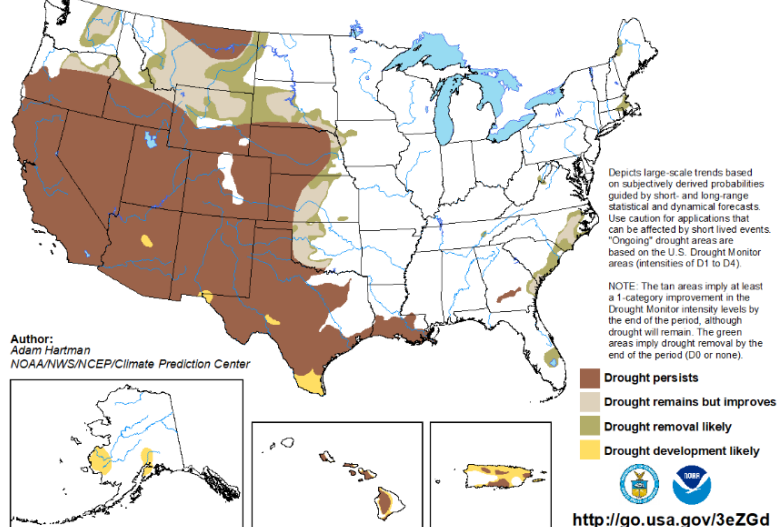
美国干旱持续



美国旱情展望 (6月)

U.S. Monthly Drought Outlook Drought Tendency During the Valid Period

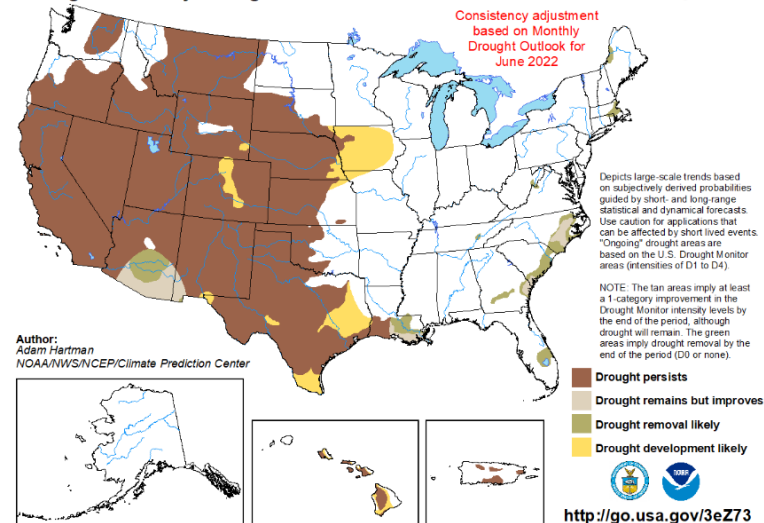
Valid for June 2022
Released May 31, 2022



美国旱情展望 (6-8月)

U.S. Seasonal Drought Outlook Drought Tendency During the Valid Period

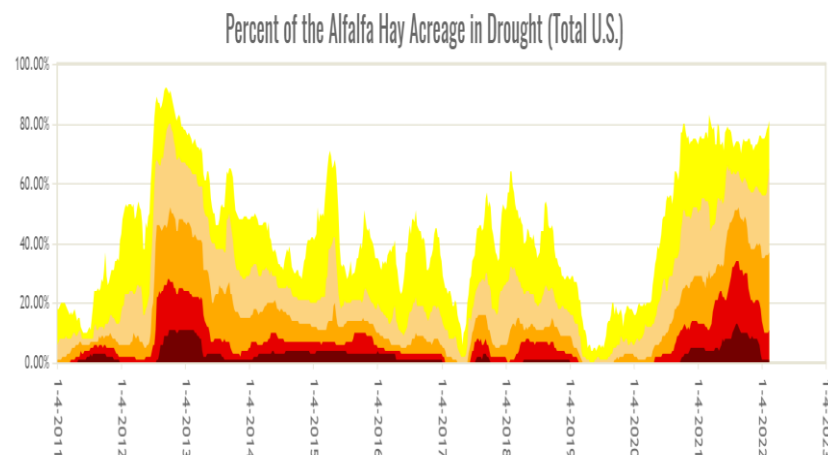
Valid for June 1 - August 31, 2022
Released May 31, 2022



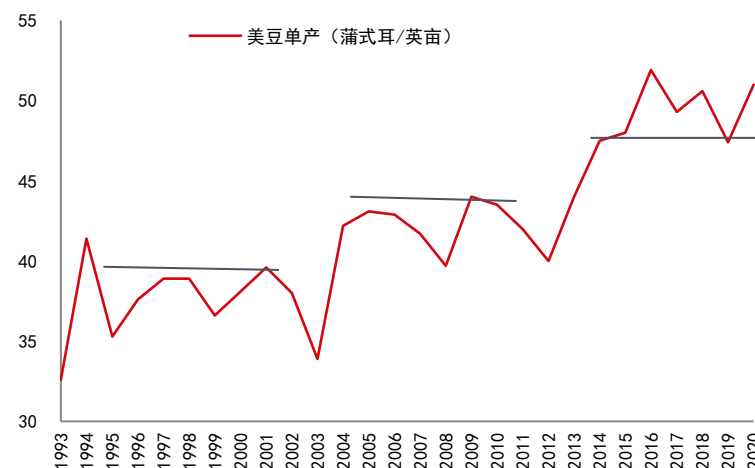
生长期天气炒作或难避免，但最终单产大概率无忧

- 2021年干旱备受关注，一度引发对美豆生长的担忧。随着7月降水来临，美豆最终录得51.4蒲/英亩单产。
- 2014年至今单产区间47.4-51.9.最低出现在2019年47.4。平均十年上一个台阶，转基因技术功不可没，抗逆性增强。
- 当下，期初结转库存下调背景下，天气大概率会炒作，但产量增长大势难改。

美国干旱比例在2021年接近2012年水平



美豆单产平均10年上一个台阶



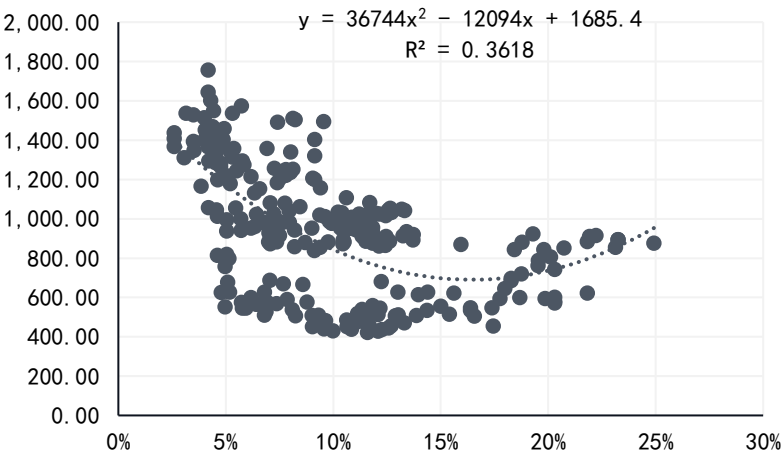
过程曲折，结果美好，供需略改善是大概率事件

2015-2022年美三大作物种植面积（百万英亩）															
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E2月	同比	市场预期	较预期	3月意向	路透预测	同比	较预期
小麦	55	50.1	46.1	47.8	45.5	44.5	46.7	48	2.78%	47.8	0.42%	47.4	47.8	1.39%	-0.88%
玉米	88	94	90.2	88.9	89.7	90.7	93.4	92	-1.50%	91.8	0.22%	89.5	92.0	-4.19%	-2.73%
大豆	82.7	83.5	90.2	89.2	76.1	83.4	87.2	88	0.92%	89.2	-1.35%	90.955	88.7	4.31%	2.51%
合计	225.7	227.6	226.5	225.9	211.3	218.6	227.3	228	0.31%	228.8	-0.35%	227.8	228.5	0.22%	-0.31%
来源：NASS，USDA，中信期货研究															

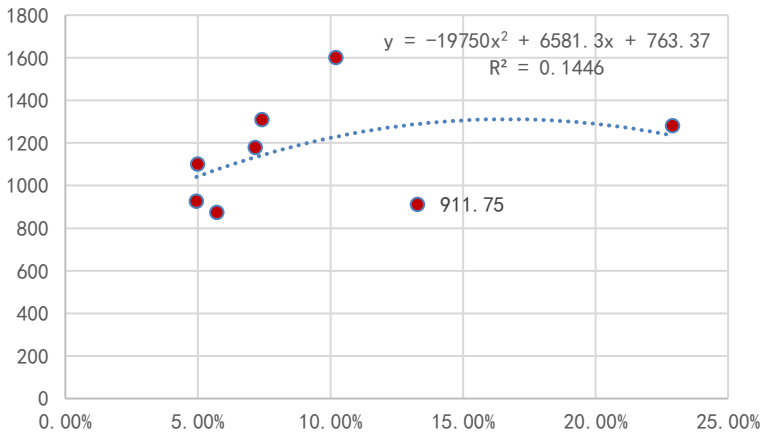
美豆平衡表 2022/23年度重构

美豆供需平衡表							
美豆	2020/21	2021/22预 测（5月）	2021/22 预测 （6月）	2022/23预测 （5月）	2022/23 预 测（6月）	环比%	同比%
种植面积	83.4	87.2	87.2	91	91	0.00%	4.4%
收割面积	82.6	86.3	86.3	90.1	90.1	0.00%	4%
薄式耳/英亩							
单产	51	51.4	51.4	51.5	51.5	0.0%	0%
百万薄式耳							
期初库存	525	257	257	235	205	-12.8%	-20%
产量	4216	4435	4435	4640	4640	0.0%	5%
进口	20	15	15	15	15	0.0%	0%
总供应	4761	4707	4707	4890	4860	-0.6%	3%
压榨	2141	2215	2215	2255	2255	0.0%	2%
出口	2261	2140	2170	2200	2200	0.0%	1%
留种	101	106	106	102	102	0.0%	-4%
损耗	1	12	12	23	23	0.0%	92%
总需求	4504	4472	4502	4580	4580	0.0%	2%
期末库存	257	235	205	310	280	-9.7%	37%
农场均价（美元/ 蒲）	10.8		13.35	14.4	14.7	2.1%	10%
库消比	5.7%	5.3%	4.6%	6.77%	6.11%	-0.7%	1.56%

美豆期末库存消费比与价格



美豆库消比与美豆价格关系



与豆类供需略改善不同，菜系新作面积增幅下调，延续偏紧格局

加拿大菜籽新作面积下调，库消比同比持平

加拿大农业部油菜籽供需平衡表													
项目	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019-2020	2020-2021	2021-2022（4月）	2021-2022（5月）	2022-2023（4月）	2022-2023（5月）	环比	较去年%	
种植面积（千公顷）	8363	8236	9313	9232	8410	8572	8800	9097	8800	8457	-4%	-4%	-7%
收获面积（千公顷）	8322	8119	9273	9120	8325	8471	9002	9002	8732	8391	-4%	-4%	-7%
单产（吨/公顷）	2. 21	2. 41	2. 3	2. 2	2. 3	2. 4	1. 4	1. 4	2. 3	2. 1	-7%	-7%	53%
产量（千吨）	18377	19601	21328	20343	19485	19912	12595	12595	20200	17950	-11%	-11%	43%
进口量（千吨）	105	95	108	146	125	155	150	150	150	100	-33%	-33%	-33%
总供应量（千吨）	21055	21786	22778	22988	23044	24502	14467	14467	20750	18450	-11%	-11%	28%
出口量（千吨）	10299	11016	10783	9141	10589	10040	5150	5150	10000	8800	-12%	-12%	71%
食用及工业用量（千吨）	8315	9191	9269	9295	10425	10129	8300	8300	10000	9000	-10%	-10%	8%
种用及损耗（千吨）	365	163	160	397	243	838	566	566	99	99	0%	0%	-83%
国内总需求（千吨）	8740	9422	9496	9754	10734	11028	8917	8917	10150	9150	-10%	-10%	3%
期末库存量（千吨）	2016	1348	2499	4094	1722	3435	400	400	600	500	-17%	-17%	25%
平均价格（美元/吨）	509	529	539	497	730	484	1100	1, 100	900	1000	11%	11%	-9%
库存消费比	10. 6%	6. 6%	12. 3%	21. 7%	8. 1%	16. 3%	2. 8%	2. 8%	3. 0%	2. 8%	-0. 2%	-0. 2%	-0. 1%

中国菜籽供需平衡表								
作物年度	产量	进口量	总供给量	国内消费	出口量	总消费量	期末库存	年末库存/消费量
	千吨	千吨	千吨	千吨	千吨	千吨	千吨	%
2017年	6, 301	4, 694	11, 114	10, 744	0	10, 744	370	3. 44
2018年	6, 283	2, 300	8, 953	8, 750	0	8, 750	203	2. 32
2019年	7, 500	2, 210	9, 913	8, 950	0	8, 950	963	10. 76
2020年	7, 800	2, 000	10, 763	9, 100	0	9, 100	1, 663	18. 27
2021年	8, 150	1, 780	11, 430	8, 800	0	8, 800	2, 630	29. 89
2022年	9, 000	1, 780	12, 443	9, 000	0	9, 000	3, 443	38

乌克兰油料种植情况最新预估：

✓ 外电4月26日消息，农业咨询公司UkrAgroConsult发布乌克兰2022年油籽产量预估。

■ 乌克兰2022年油籽产量预测如下：

■ 葵花籽--1,050-1,200万吨，去年为1,650万吨；-450~600万吨，-30%

■ 大豆--290万吨，去年为350万吨；-60万吨，-17%

■ 油菜籽--290万吨，去年为310万吨。-20万吨，-7%

■ 乌克兰在全球粮食市场上发挥重要作用，仍然是最大的葵花籽油供应国，几乎占全球葵花籽油出口量的一半。

✓ 目前2022年种植活动是首要任务之一。乌克兰各地开始种植，进度超过去年，以下为截至2022年4月7日种植情况：

■ 向日葵--10.81万公顷，去年同期为7.55万公顷；

■ 大豆--1.41万公顷，去年同期还未开始种植；

■ 春油菜--1.16万公顷，去年同期尚未开始；

✓ 2022/23年度向日葵和葵花籽油：

■ 向日葵种植面积料大幅下降；

■ 预计2022/23年度葵花籽期初库存高企，如果黑海港口恢复运营，葵花籽油出

✓ 2022年大豆：

■ 大豆种植面积预计不会大幅缩减，因为几乎所有的大豆田都位于低战争风险地区，能会种植大豆，该地区拥有绝大多数大豆加工设施，欧盟市场对大豆和豆粕的

■ 根据UkrAgroConsult的中等/基本情景，乌克兰的大豆产量在280-300万吨之

✓ 2022年油菜籽：

■ 2021年秋季播种的冬季油菜籽面积创历史新高。乌克兰98%的油菜籽为冬季，状况良好，损失很小。

■ 收获面积可能会减少，因为大约有30万公顷位于高风险地区。

■ 2022年油菜籽产量将至少达到3年平均水平，传统上旨在出口到欧盟市场。

据乌克兰农耕政策部称，截至5月12日，乌克兰已经种植了90%的春季作物。在沃伦州、文尼察州、基洛沃拉德州和第聂伯罗彼得罗夫斯克州，春小麦种植面积同比增长了10%到15%。

截至5月12日，农民种植了18.75万公顷春小麦，占到计划播种面积的99%。

春大麦播种面积为91.88万公顷，占到计划面积的89.7%。

燕麦播种面积为15.67万公顷，占到计划面积的96%。

荞麦播种面积为12.39万公顷，占到计划面积的85%。

玉米播种面积为323.9万公顷，占到计划面积的67%。

另外，农户还种植了329万公顷葵花籽，占到计划面积的67%。

春季油菜籽播种面积达到2.67万公顷，占到计划面积的89.5%。

大豆播种面积为72.86万公顷，占到计划面积的58%。

14万公顷，占到计划面积的87%。

截至6月2日谷物和油籽春播完成1420万公顷，较上年减近280万公顷或16%，根据政府数据。葵花种完460万公顷，相当于我们对今年总面积预估的92%，对比去年同期640万公顷或93%。

截至6月2日乌克兰大豆种完120万公顷，高于预期，仅比上年少3%。

二、乌克兰

报告显示，截至6月9日乌克兰葵花种植面积达470万公顷，较上年减27%。最终面积或接近500万公顷，远低于俄罗斯入侵乌克兰前的那2年(680-690万公顷)。

截至6月9日乌克兰玉米种植面积在460万公顷，较上年纪录水平减近15%。报告的大豆种植面积多达120万公顷，仅略低于上年。

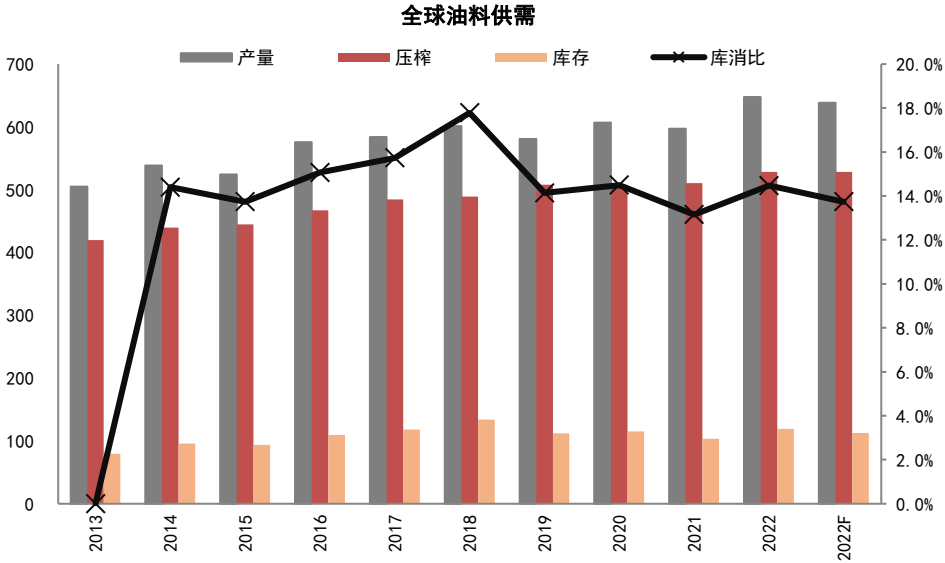
供应：全球油料供需略改善，但仍偏紧

- 全球油料供需略有改善，但俄乌冲突仍对产量有干扰。

全球油料供需1

全球油料	产量	进口	出口	压榨	饲用食用	库存	库消比
2013	504.76	133.56	133.77	419.71		79.47	
2014	538.26	143.59	147.2	439.75	78.57	95.8	14.39%
2015	524.12	153.67	153.01	444.86	82.31	93.41	13.73%
2016	575.72	167.29	171.38	467.09	88.43	109.52	15.07%
2017	583.9	176.47	177.28	484.24	90.13	118.24	15.73%
2018	600.91	168.17	171.75	489.2	92.42	133.95	17.78%
2019	580.65	189.61	190.97	507.73	93.55	111.96	14.13%
2020	606.64	190.24	191.41	508	94.41	115.02	14.49%
2021	596.87	175.86	177.97	510.31	96.31	103.16	13.15%
2022	647.15	191.69	196.35	528.05	98.54	119.06	14.47%
2022F	638.4	191.69	196.35	528.05	96.14	112.71	13.74%

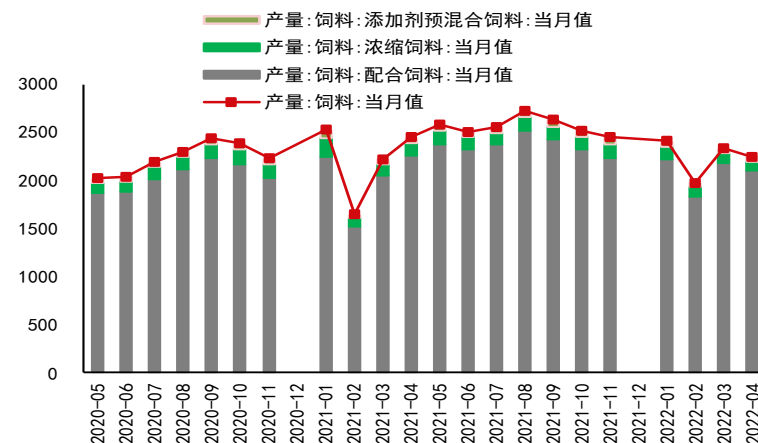
全球油料供需2



需求：饲料产量

- 2022年4月，饲料当月产量2249万吨，环比-3.7%；同比-10.8%；累计产量8969万吨，累计同比-0.8%。
- 2022年4月，猪饲料当月产量963万吨，环比-4.7%，同比-15.2%；累计产量4100万吨，累计同比-3.2%。
- 2022年4月，蛋禽饲料当月产量252万吨，环比-4%，同比-9.4%；累计产量1039万吨，累计同比-2.9%。
- 2022年4月，肉禽饲料当月产量705万吨，环比-3.3%，同比-12.1%；累计产量2701万吨，累计同比-1.5%。
- 2022年4月，配合饲料当月产量2100万吨，环比-3.4%，同比-9.4%；累计产量8312万吨，累计同比+0.5%。
- 2022年4月，浓缩饲料当月产量95.0万吨，环比-9.6%，同比-33.7%；累计产量438万吨，累计同比-18.1%。
- 2022年4月，添加剂预混合饲料当月产量46万吨，环比-4.1%，同比-10.6%；累计产量185万吨，累计同比-8.1%。

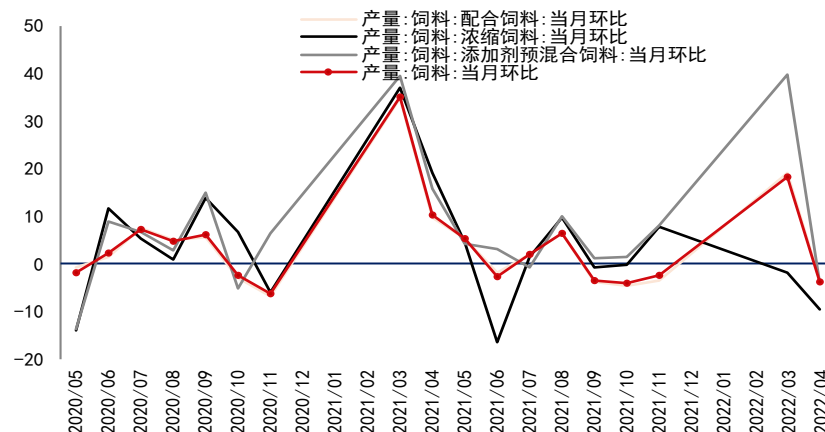
饲料产量及环比



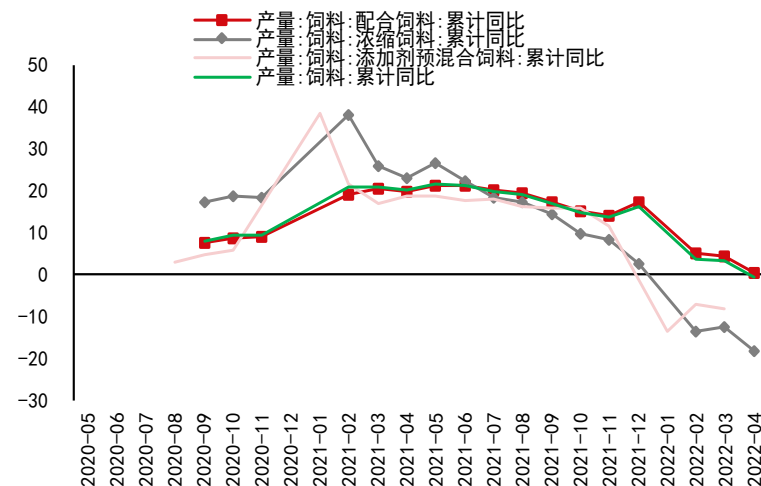
饲料产量同比



当月环比



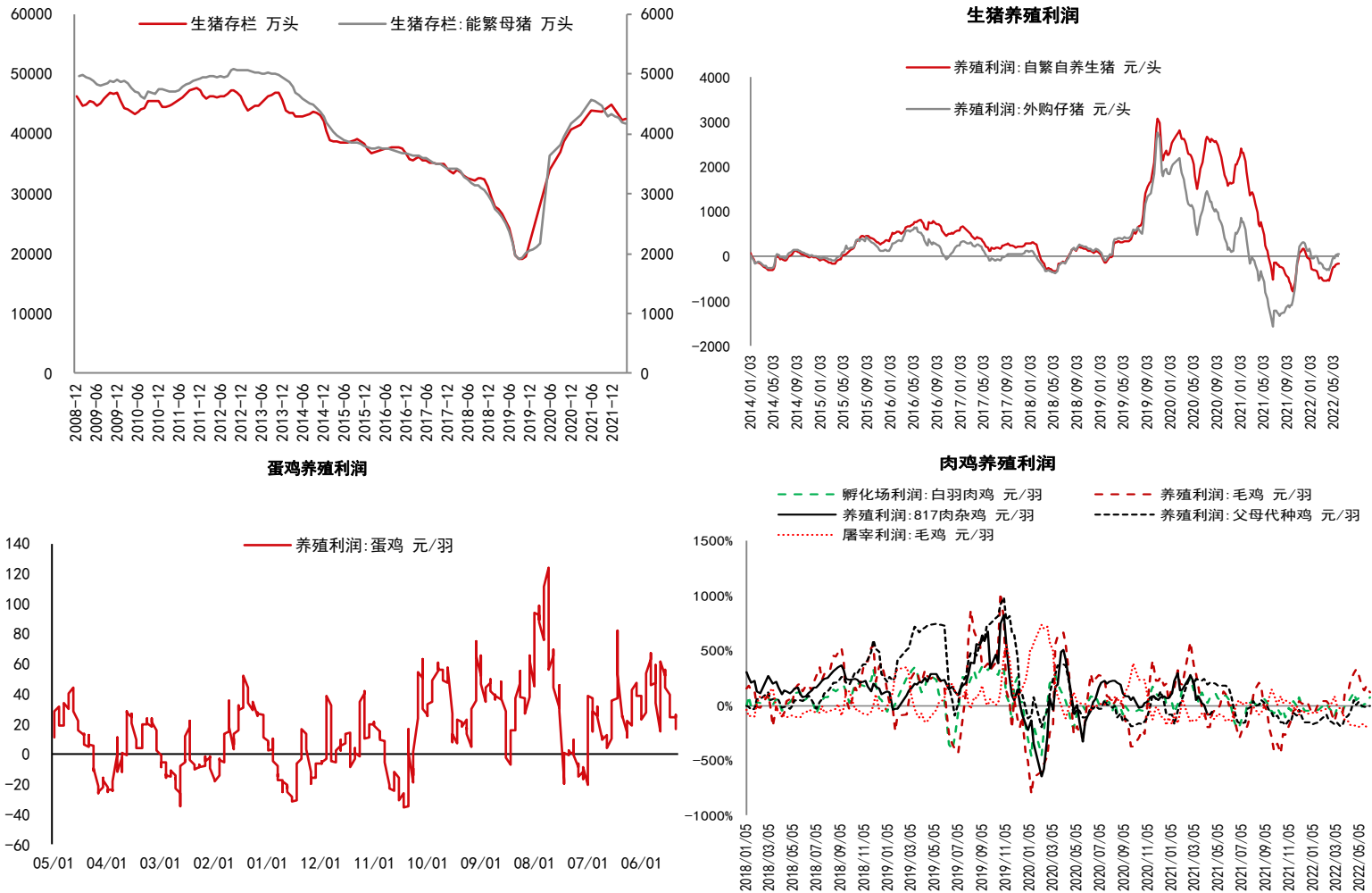
累计同比



需求：存栏与养殖利润

- 官方数据显示，2022年4月生猪存栏42400万头，环比+0.348%；较2021年3月末+1.9%；4月能繁母猪存栏4177万头，月环比-0.184%，较2021年3月末-3.3%。
- 2022年6月3日自繁自养生猪利润-149.75元/头，环比变化5.24元/头；外购仔猪养殖利润53.21元/头，环比变化5.83元/头。蛋鸡养殖利润16.72元/羽，环比变化-9.29元/头；白羽肉鸡孵化场利润0.7475元/羽，环比变化0.61元/头；毛鸡利润1.17元/羽，环比变化-0.63元/头；屠宰利润-1.835元/羽，环比变化0.125元/头。

存栏与养殖利润



重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

豆粕核心观点：供应趋增，需求有支撑

- 供应端成本传导效应强，需求大周期偏高区域。顶部探明，内外联动增强。
- **需求：**
 - 豆粕需求周期即养殖周期，养殖存栏周期。按照猪周期价格底部，对应豆粕需求顶部。豆粕需求变动—生猪存栏—亏损持续期-存栏去化（产能去化），需求2022年上半年仍处于周期偏高区域；预计2022年下半年趋降。全年或持平略下降。
 - 饲料需求刚性，为价格提供底部支撑。
 - 国内或较外盘抗跌，给出油厂阶段性利润，利于搬库存和价格传导。
- **供应：**
 - 北美新作面积增幅超预期，加速供需转松预期。创历史记录面积预估，顶部探明；旧作供需偏紧加剧。
 - 新作播种进口加快，持平五年均值；生长优良率符合预期，后续关注面积终值生长期天气。
 - 潜在利多，三峰拉尼娜？--利多。
- **替代品：**加拿大菜籽恢复性增产，出口同比例增长，菜系供需格局变化不大，仍偏紧。PS：RM2301合约开始，进口菜粕可以用作交割品，内外联动增强。
- **操作：**单边难度较大。区间操作，美豆看1400-1800（主区间1550-1750）；连粕3600-4400（主区间3800-4200）；
- 建议套利。豆菜粕价差做扩。
- **风险因素：**美国天气异常；中国养殖需求超预期；国际局势不稳

油脂：现实供需偏紧，印尼出口重启油脂或承压

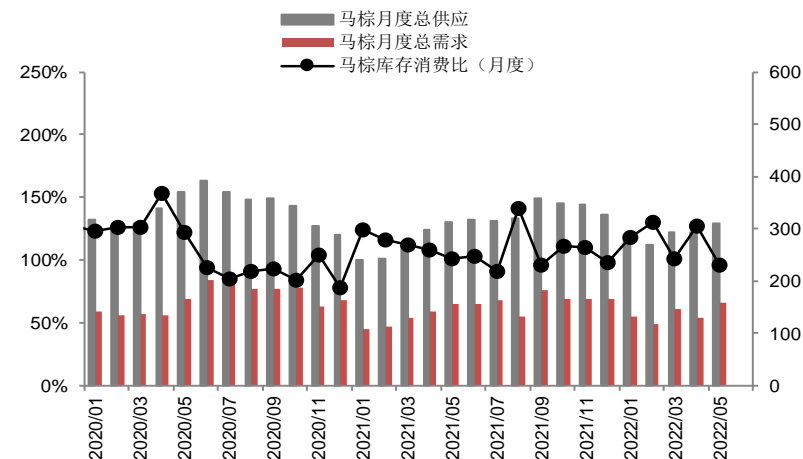
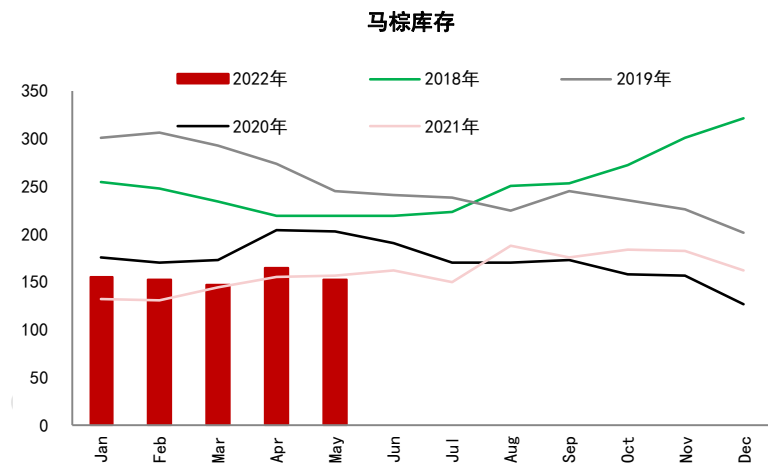
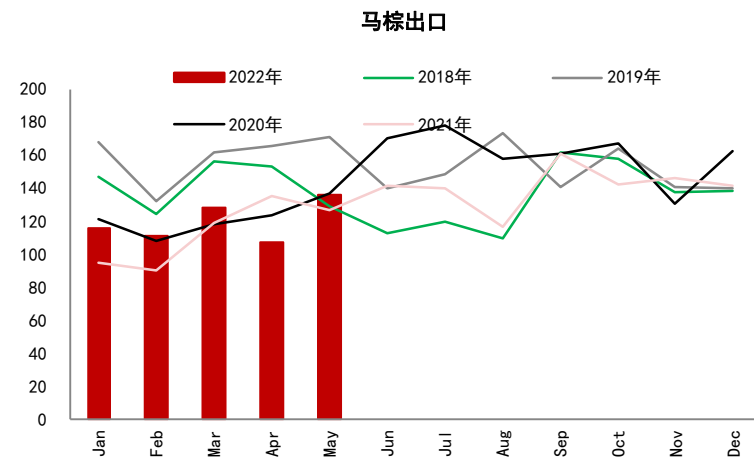
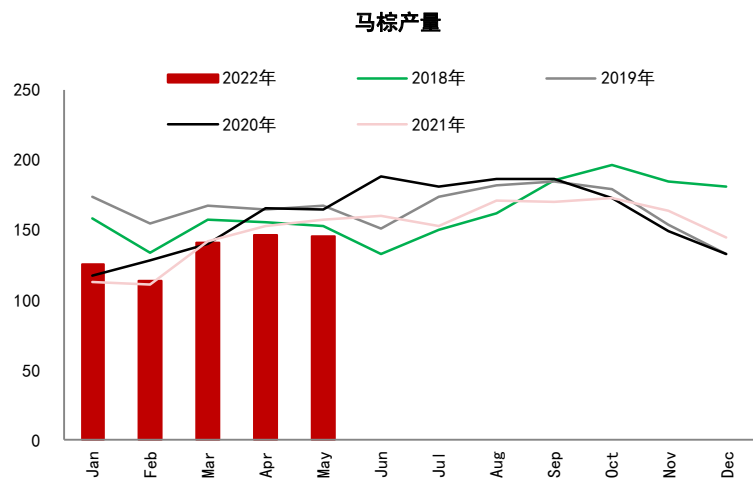
油脂核心观点：现实供需偏紧，印尼出口重启油脂或承压

- 供需改善逐渐兑现，疫情、政策、局势带来扰动。
- **需求：**短期油脂进口国进口利润倒挂，高价抑制需求，食用消费难有起色。
- 中期看，生柴政策推行力度，印尼B40（高额补贴难持续）、马来B20（或放缓）。关注原油价格走向。
- **供应：**
- 菜油—偏紧。22/23年度恢复性增产，但出口也同比例增长，期末库存消费比保持不变。
- 豆油—南美大豆产量减产逐渐消化，新作陆续上市与美豆争抢市场。全球买家转向美国，美豆上涨，带动豆油价格走高。俄乌局势或带来新的买家，乌克兰葵油陆续重回市场。--美豆新作增产。
- 棕油——政策端：印尼政策多变，约束出口---利多。PS：但印尼累库后期会重新开启出口，利多会转为利空。
- 马来西亚2022年6月毛棕榈油的出口税维持在8%，参考价由每吨6759.22林吉特上调至6816.05每吨林吉特。--利多。
- 印度降低进口关税，利于进口增长—利多，但价格快速上涨，可能侵蚀进口利润，影响进口量提升。PS：高价严重抑制消费。
- 马来放开边境，3月1日起入境无须强制隔离。---利空。PS：新冠。
- 棕油产量3月开局大幅增长，季节性增产周期，大概率事件。4月库存稳步回升-----利空。PS：关注实际单产情况，因2019年施肥减少，可能对应2022年棕油产量低于预期。
- **总结：**油品间价差回归；长期中枢抬升。
- **操作：**观望或逢高空。
- **套利：**做多豆棕价差。（棕油增产概率高于豆油，豆油跟随美豆炒作天气，棕油弱于豆油）。

供应：马棕油供需

- MPOB数据：5月棕油产量146.1万吨(环比-0.07%，同比-7.03%)，出口135.92万吨(环比+26.67%，同比+7.15%)，月末库存152.18万吨(环比-7.37%，同比-3.04%)。
- MPOB:1-5月累计产量672.53万吨(同比-0.48%)；累计出口598.56万吨(同比+5.81%)。
- 马来西亚AmSpec出口数据：2022年6月1-10日累计出口363,732吨，上月同期376,573吨，减少12,841吨，降幅3.4%。

马来西亚产量、出口、库存及库消比预估

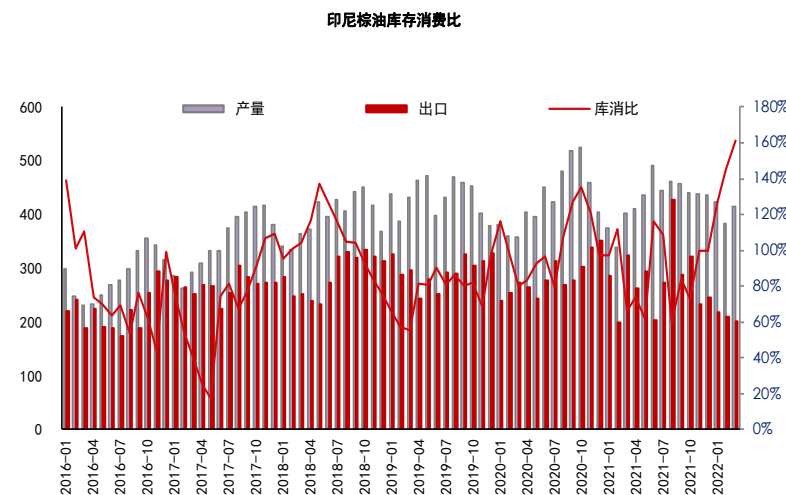
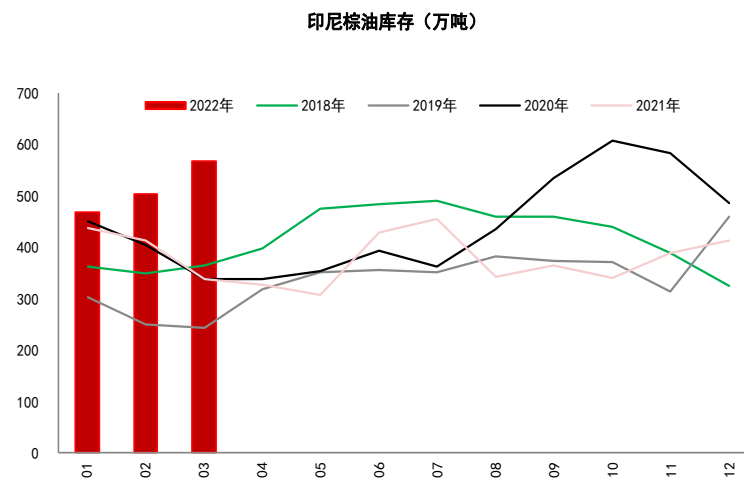
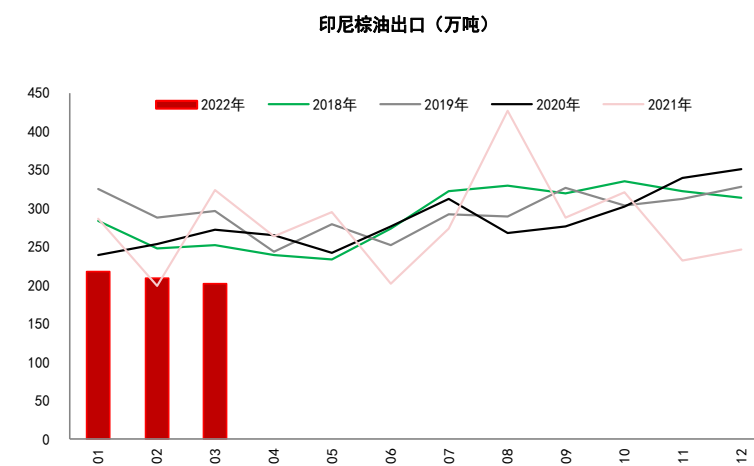
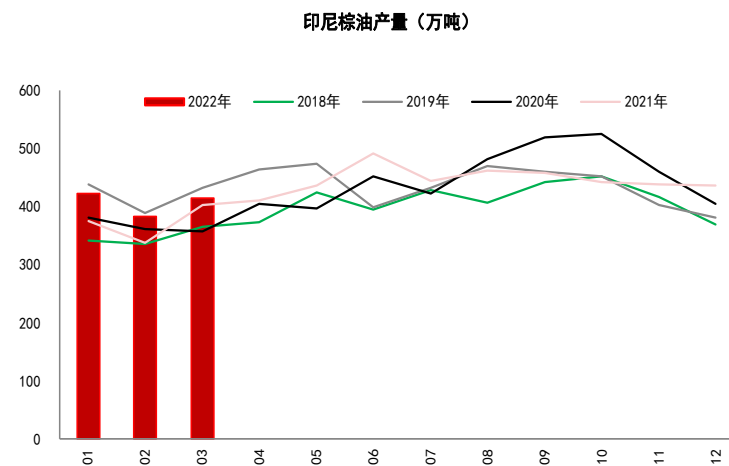


供应：印尼供需及政策变化

- 印尼棕榈油协会（GAPKI）发布的数据显示，2022年3月印尼棕油产量415万吨，环比8.24%,同比3.23%；出口量202万吨，环比-3.72%,同比-37.73%；消费151万吨，环比9.66%,同比-5.57%；库存568.3万吨，环比12.71%,同比67.59%。

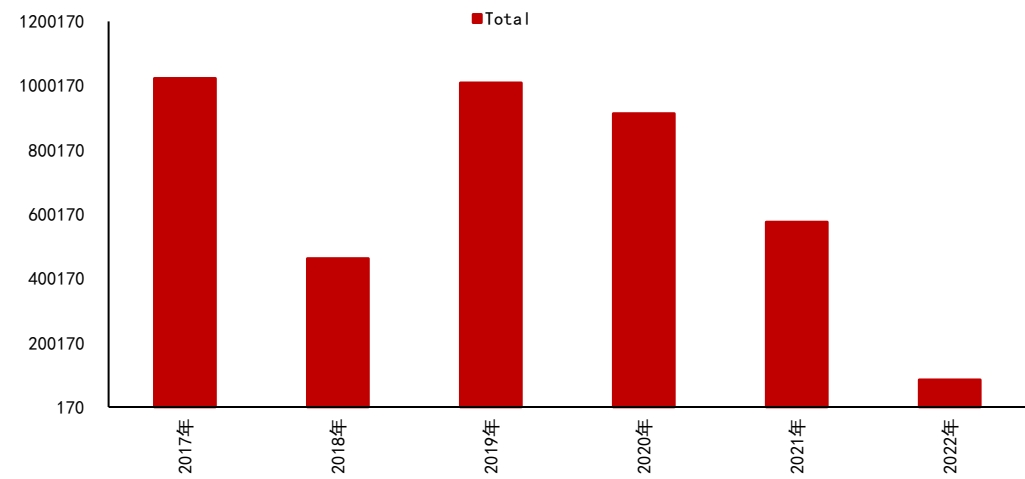
- 印尼将分配100万吨棕榈油用于出口，将优先考虑向已注册参与政府散装食用油项目的企业发放出口许可。
- 截至6月3日，印尼已经发放合计27.5454万吨棕榈油产量的出口许可。
- 外电6月10日消息，印尼贸易部一高级官员Oke Nurwan周五表示，截至6月9日，印尼已经发放约46万吨棕榈油制品的出口许可。

印尼棕油供需

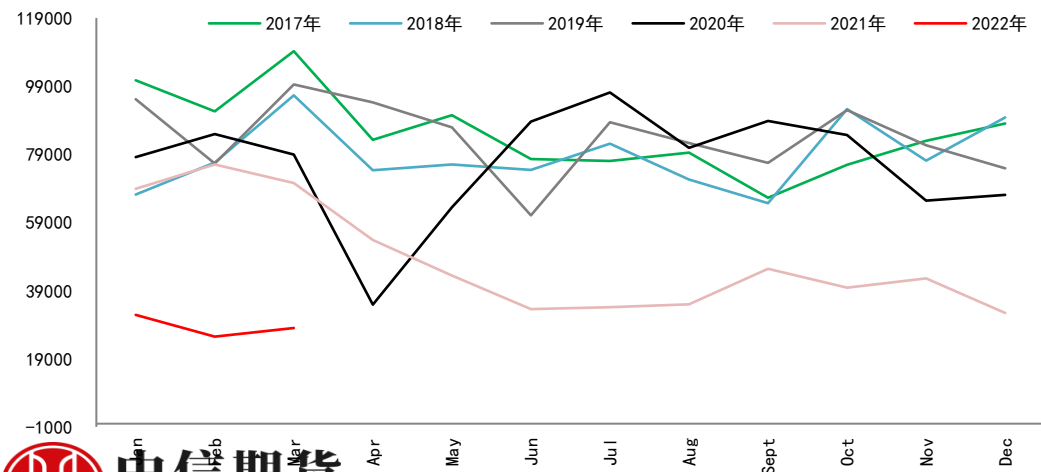


马来劳工短缺问题仍未完全解决

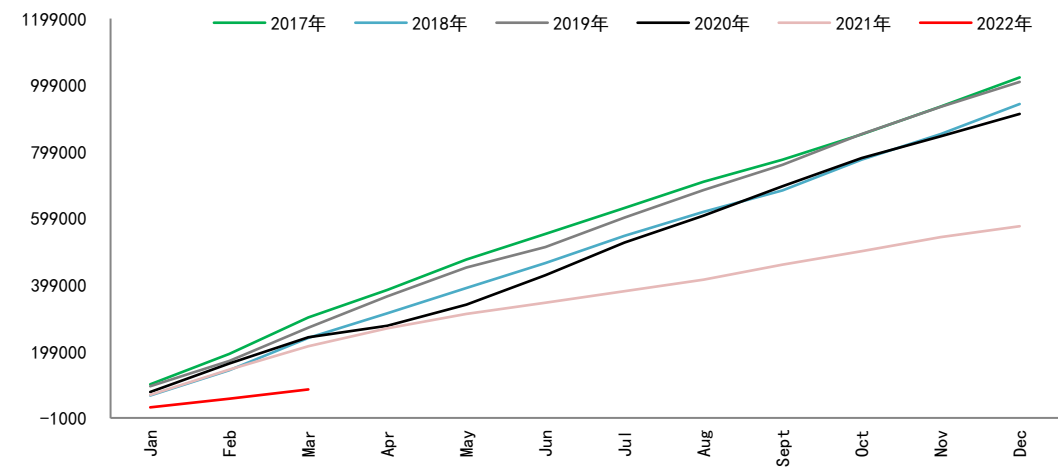
- 2020年4月，马来棕油产业雇佣了多达33.7万名海外工人。
- 马来西亚政府已同意允许2万名曾在2020年边境关闭前获得批准的工人入境。
- 此外还批准了3.2万名工人以缓解目前的劳动力短缺。
- 预计到年底将有5.2万名来自外国的务工人员进入马来西亚。
- 截至3月，外劳进入量仍明显偏低。估计目前劳动力短缺超过10万人。
- 马来棕油年度产量损失300万吨或10%。可能无法达到1900万吨。去年是1810万吨。
- 8月马来大选，或导致当局对外劳进入等实际事务关注下降。



马来外劳引入量



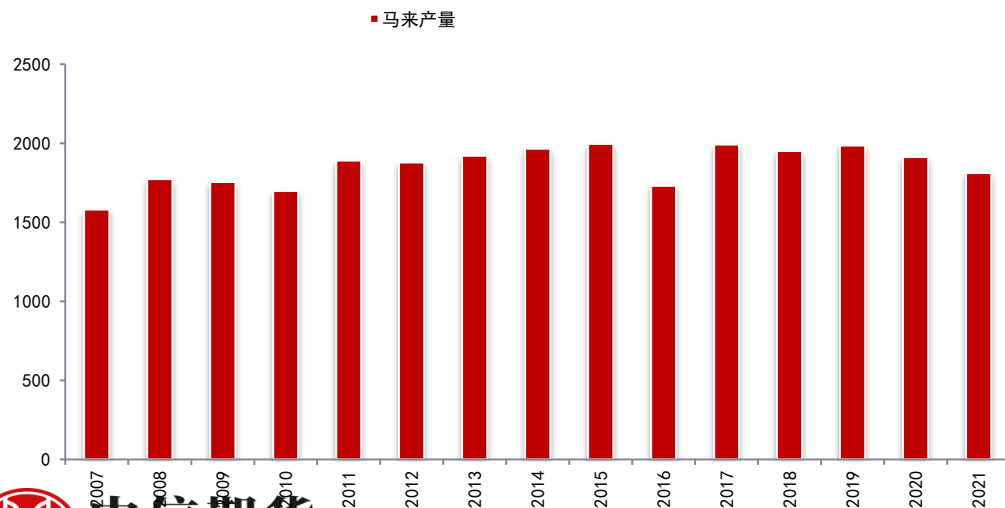
马来外劳引入量



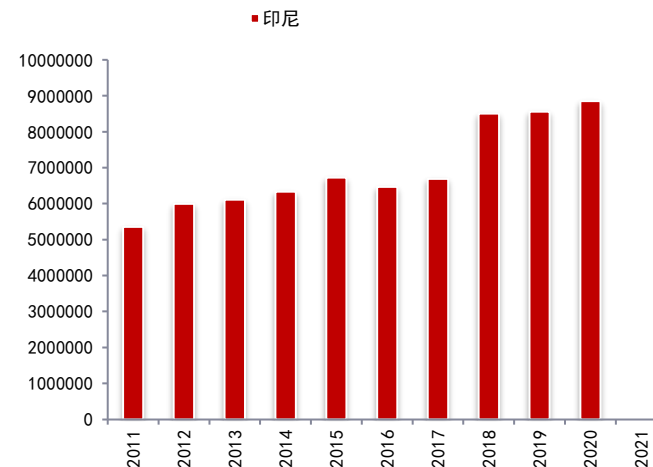
棕榈油定价从马来转向印尼

- 我们利用官方种植面积推算出的马来西亚油棕平均树龄为15-16年，已经进入15-18年的产量衰退期，从MPOB的单产数据也可以看出比较明显的下滑趋势，树龄老化成为马棕年产量持续徘徊在2000万吨下方的重要原因。
- 印尼油棕面积扩展性强，目前产量超过马来两倍。
- 从2022年以来印尼政策对市场扰动可见，印尼对市场定价权增强。

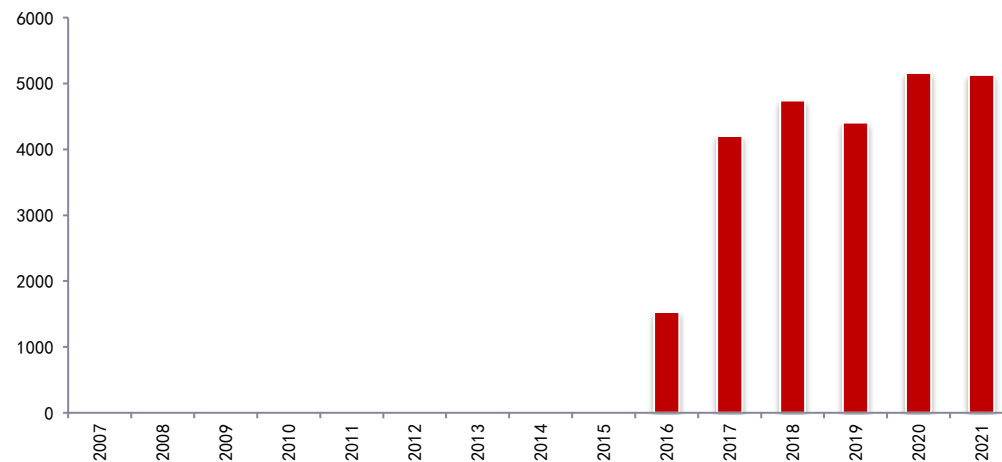
马来棕榈油产量 万吨



印尼棕榈油产量 万吨



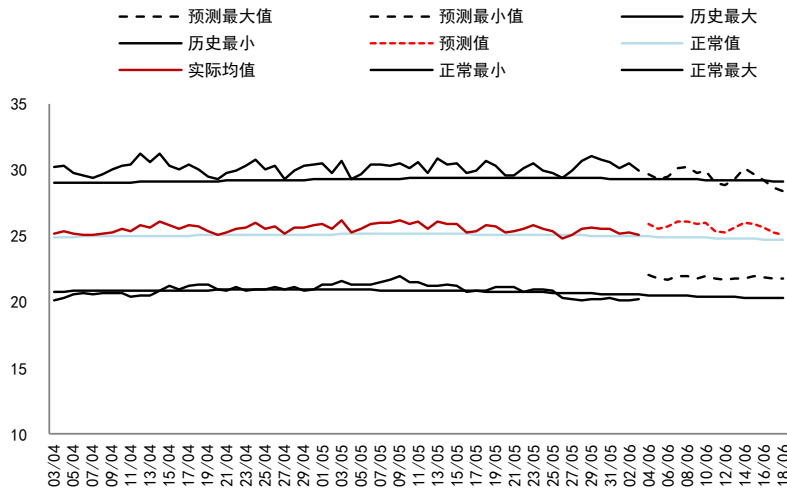
印尼产量



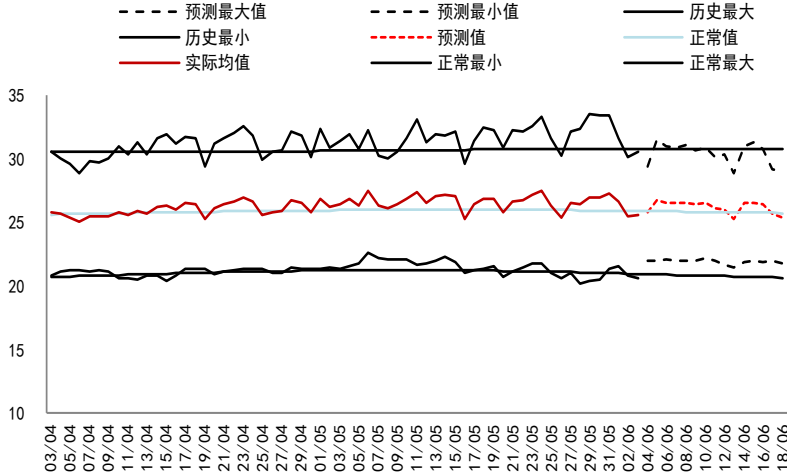
天气:

棕榈油产区温度及降水预测

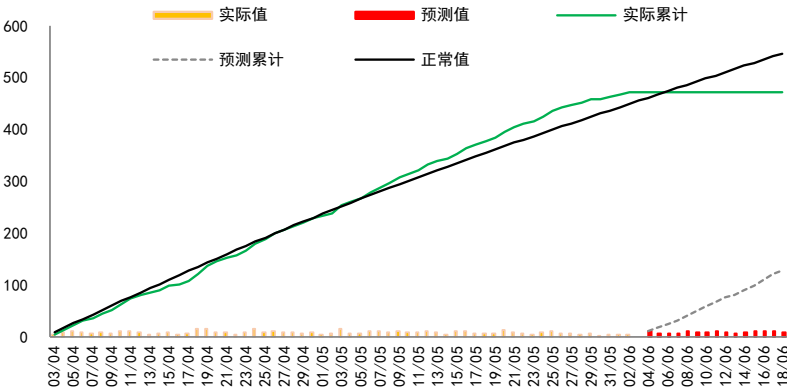
印尼温度预测



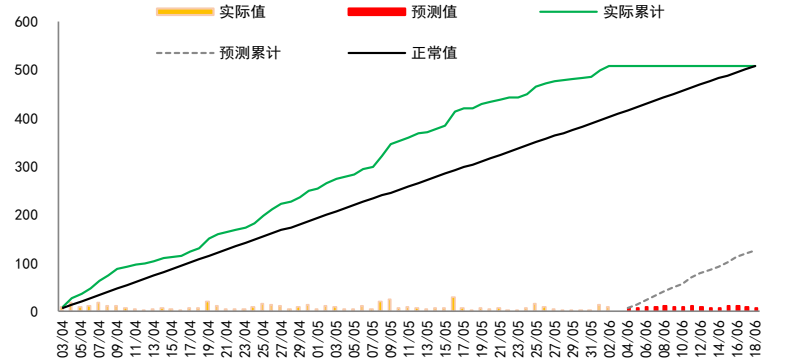
马来西亚温度预测



印尼累计降水预测



马来西亚累计降水预测



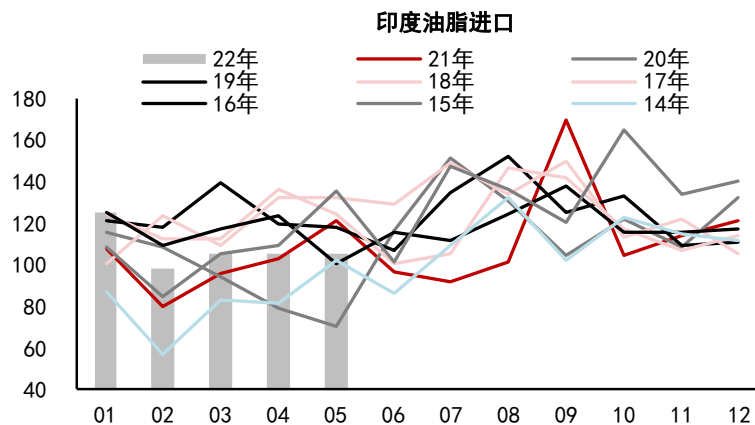
■ 印尼、马来未来两周温度正常。

■ 马来未来两周降水偏多，累计降水高于正常值。印尼降水正常。

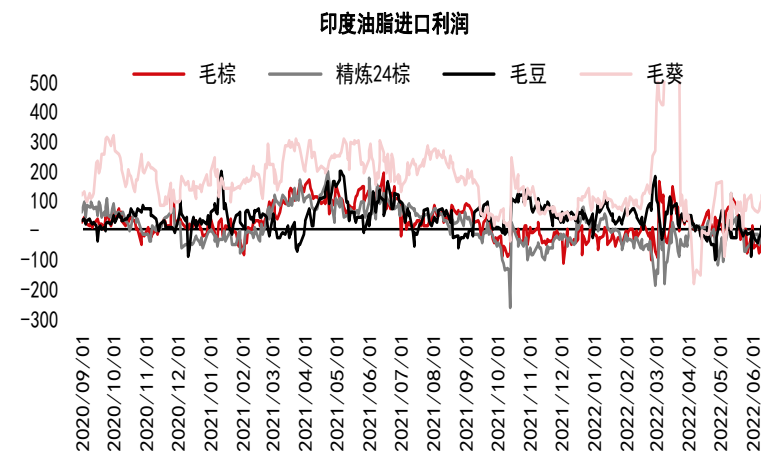
需求：印度油脂进口与库存

- 4月印度进口：油脂105.2万吨，环比+3%。其中葵油进口30.7万吨，环比+19%；豆油进口39万吨，环比持平；棕油进口55万吨，环比-2%。其中，毛棕油进口40.7万吨，环比-23%。精炼棕油进口13.4万吨，环比+459%。
- 印度2022年1-4月累计进口：油脂433.893万吨，同比12%。其中，葵油88.4872万吨，同比36%；豆油136.6594万吨，同比8%；棕油208.7464万吨，同比-13%。其中精炼棕油94.0819万吨，同比6767%；毛棕油112.6686万吨，同比-52%。
- 2022年4月底，印度国内油脂库存总计223.6万吨，其中渠道库存182万吨，港口库存41.6万吨。其中葵油8万吨，豆油10.1万吨，精炼棕油12万吨，菜油0.4万吨。

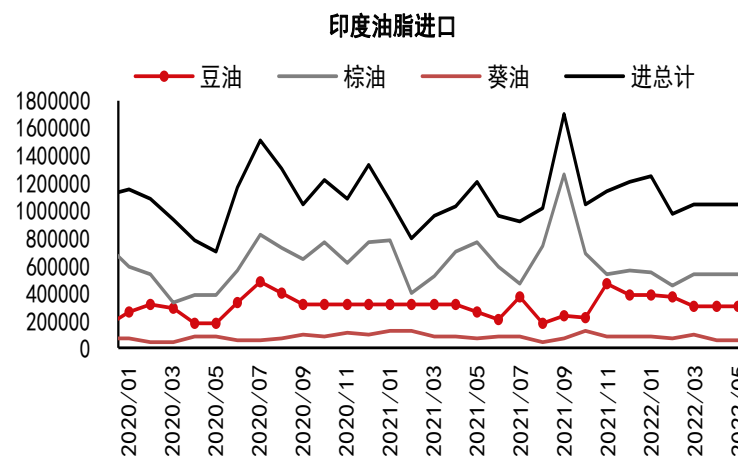
印度油脂进口量



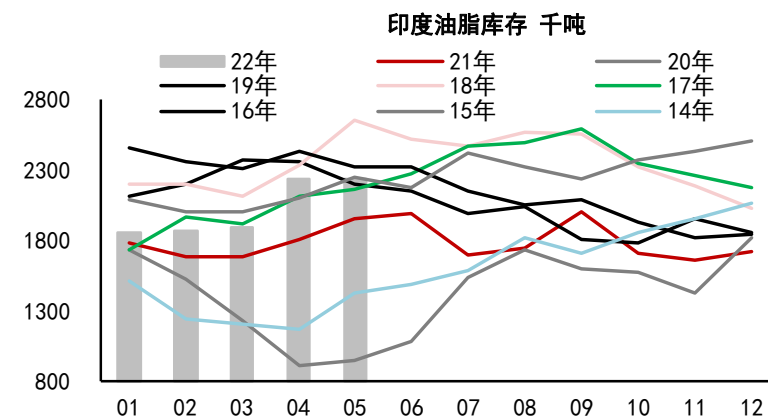
印度油脂进口利润



印度油脂进口分品种



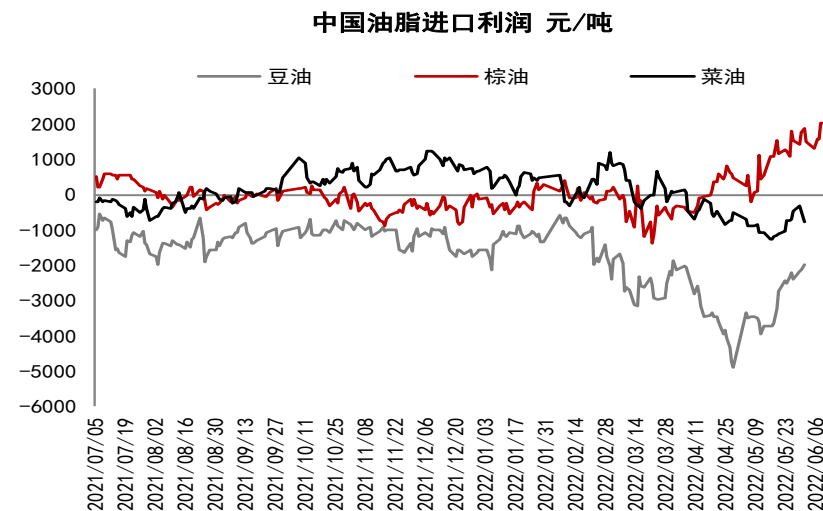
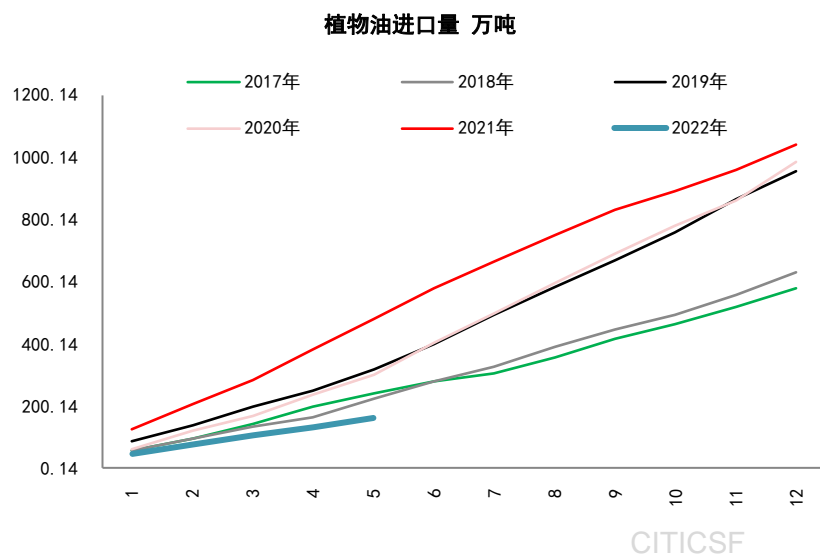
印度油脂库存



需求：中国油脂进口

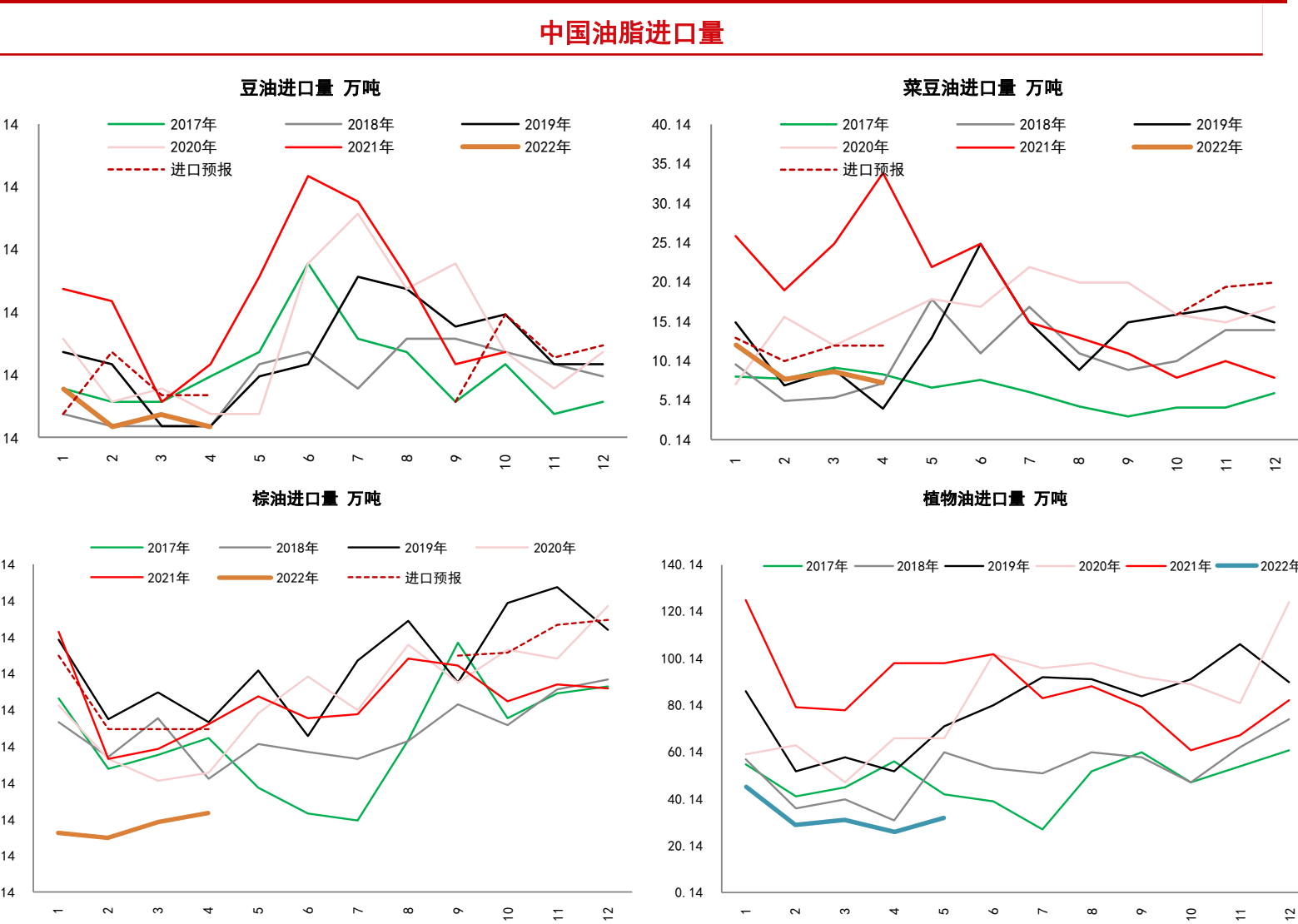
- 2021年1-4月进口豆油累计8万吨，同比-75%；进口菜油累计36万吨，同比-65%，进口棕油累计66万吨，同比-55%。1-5月进口油脂累计161万吨，同比-66%。
- 2022年06月10日油脂进口利润，豆油-1810元/吨，棕油2188元/吨，菜油-1001元/吨。

中国油脂进口量和进口利润



需求：中国油脂进口

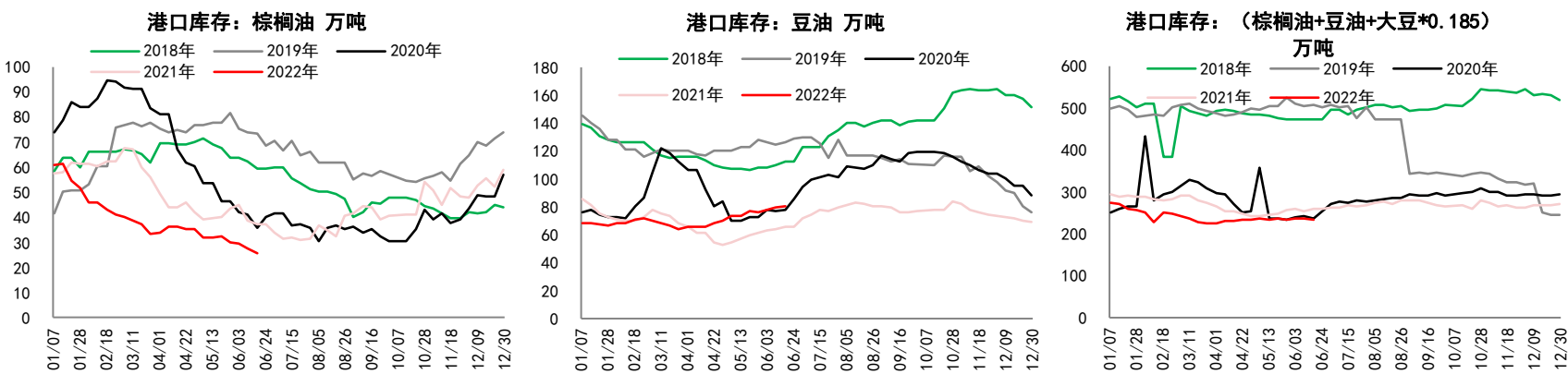
- 5-8月菜油进口预报依次为14 (-1)、20 (+0)、14 (-1)、12 (+1) 万吨，累计同比-20%。
- 5-8月豆油进口预报依次为3(+0)、5 (+0)、6 (+0)、5 (+0) 万吨，累计同比-56%。
- 5-8月棕油进口预报依次为25 (-5)、30(-5)、37 (+0)、45 (-2) 万吨，累计同比-22%。
- 5-8月豆油+棕油+菜油进口预报累计值42 (-6)、55 (-15)、57 (-20)、62 (+0) 万吨，累计同比-39.4%。



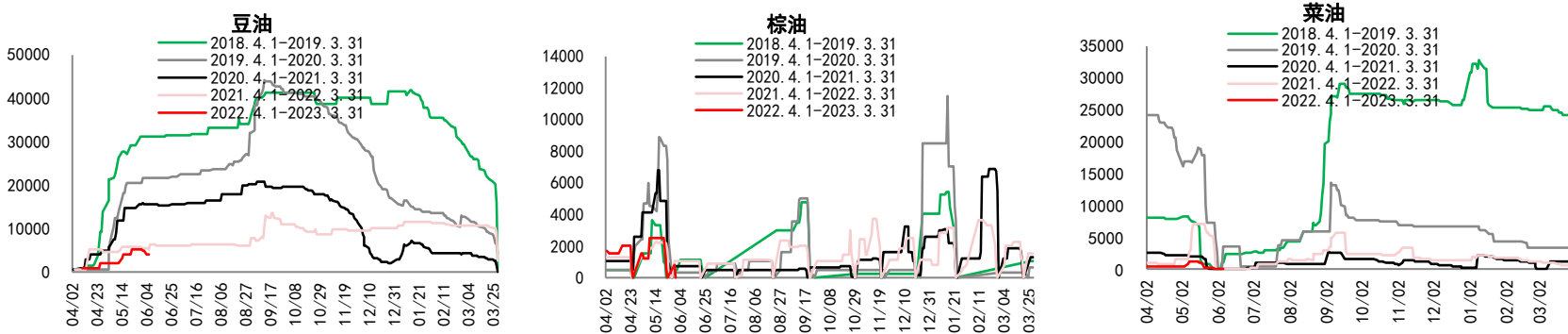
库存及仓单:

- 6月4日表观库存：棕榈油27.6万吨(周环比-7.38%，同比-28.98%)，豆油79.35万吨(周环比+2.32%，同比+23.69%)。隐形库存：(棕油+豆油+大豆*0.185)合计344.09万吨(周环比+44.99%，同比+34.76%)。
- 截至6月2日豆油注册仓单4825张，周环比-380张。
- 截至6月2日棕油注册仓单0张，周环比+0张。
- 截至6月2日菜油注册仓单0张，周环比-266张。

油脂库存



注册仓单数量



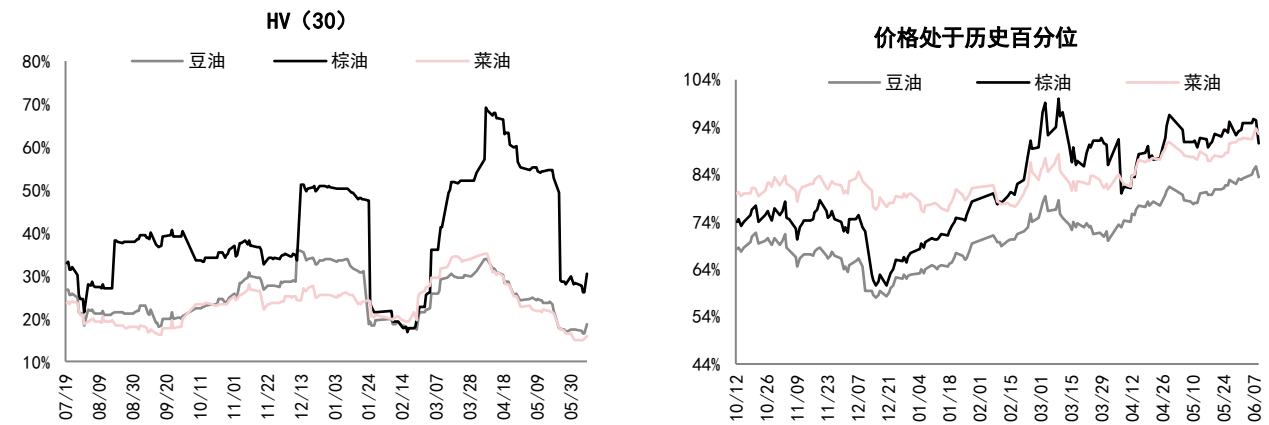
资金持仓及波动率:

前二十净持仓



- 2022/06/02棕榈油净单占比(%)-0.37,(上周0.45,周环比-0.81)。
- 2022/06/02棕榈油净单占比(%)-0.37,(上周0.45,周环比-0.81)。
- 2022/06/02棕榈油净单占比(%)-0.37,(上周0.45,周环比-0.81)。
- 6月2日豆棕菜油波动率分别为17.43%、28.26%、15.13%。
- 豆油期价处于历史百分位83.16%，棕油期价处于历史百分位94.84%，菜油期价处于历史百分位91.84%。

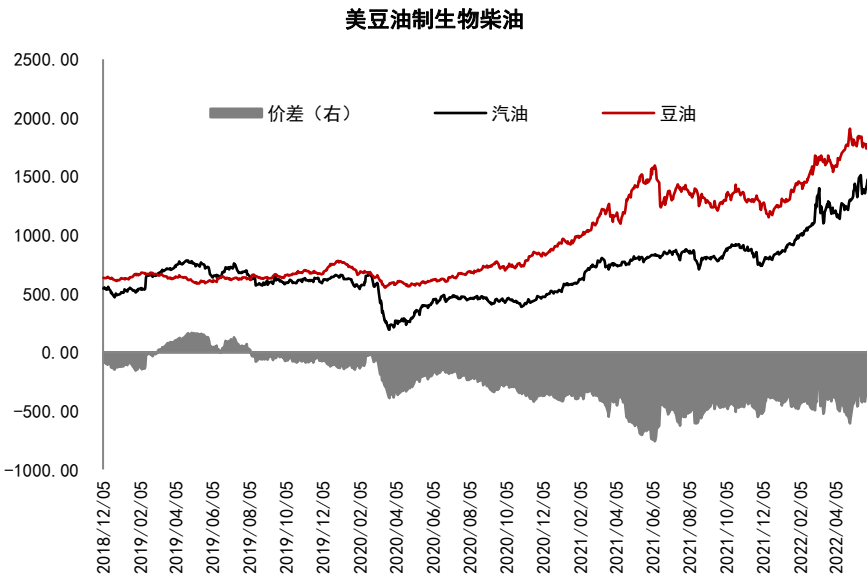
波动率



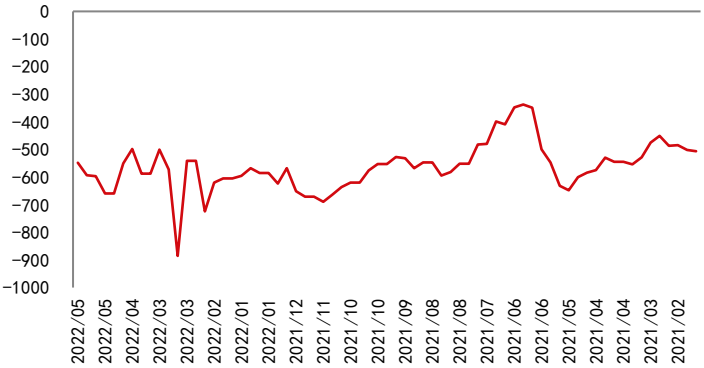
长期需求：双碳计划，生物质能增产

- 双碳计划，生物质能前景广阔，印尼B40、马来B20。
- 当然，2020年以来油脂牛市，更多来自其自身供应问题，库存持续降低。有产业基础。
- 生柴消费需求也接力供应，提供了空间。

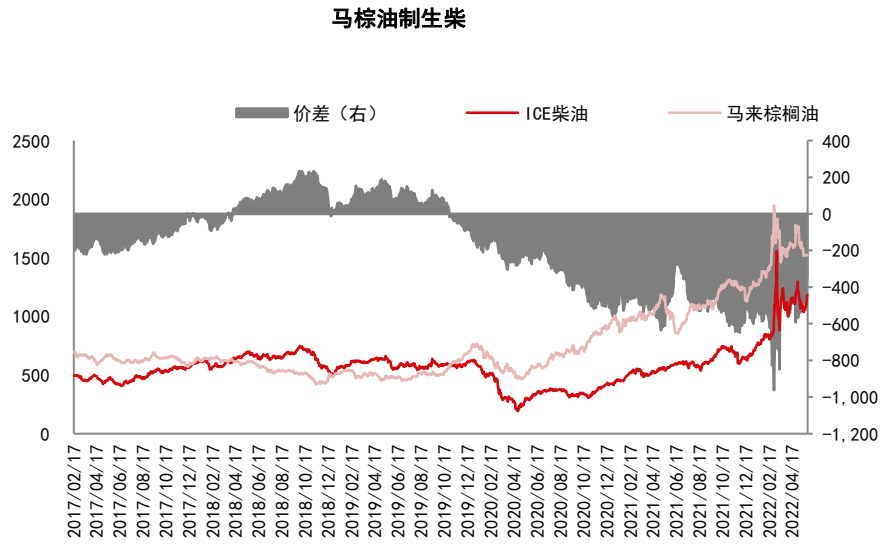
美豆油制生柴利润



POGO价差



马棕油制生柴利润



生柴产量增长

- 全球双碳发展，气候减排要求：未来全世界生物柴油需求呈上升态势，2021年增速为7.7%，其10年复合增长率为3.5%；受疫情，植物油高价补贴，各国政策影响，使得植物油生柴需求增量在2022年放缓。

生物柴油(a)：全球产量(百万吨)

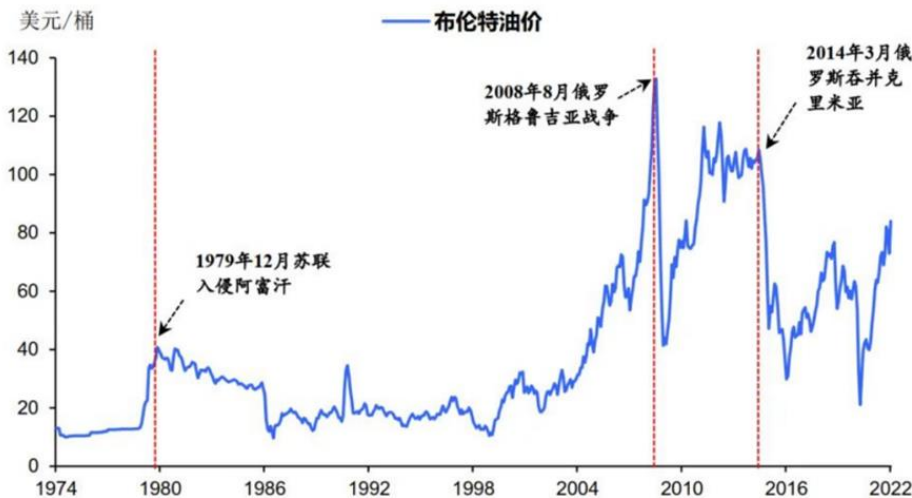
	1-12 月				
	2022F	2021	2020	2019	2018
欧盟 27 国.....	15.30*	15.24	15.40	15.01	14.19
英国.....	.31*	.33	.31	.44	.42
美国.....	9.30*	8.49	7.85	7.35	7.20
加拿大.....	.58*	.67	.64	.57	.55
阿根廷.....	1.80*	1.72	1.16	2.15	2.43
巴西.....	5.31*	5.91	5.62	5.16	4.68
中国.....	1.80*	1.80	1.50	1.00	.94
哥伦比亚.....	.69*	.67	.53	.58	.57
新加坡.....	1.75*	1.80	1.80	1.75	1.35
印尼.....	7.50*	7.47	7.35	7.48	5.37
马来西亚.....	.95*	.92	.91	1.42	1.09
泰国.....	1.50*	1.60	1.65	1.65	1.32
其他国家.....	1.60*	1.66	1.68	1.85	1.73
总计.....	48.37*	48.28	46.40	46.42	41.84
变化(百万吨)	+1.10*	+1.88	-.02	+4.58	+5.12
(a) 包括氢化植物油					

需求：原油价格或见顶？历史不会简单重演

- 历史上，国际油价在俄罗斯发动周边战争时，往往见顶。
- 历史不会简单重演。
- 2008年全球金融危机。
- 2022年，原油近些年投资开支下滑，制约2022年原油供应量。
- 疫情后需求恢复超预期。

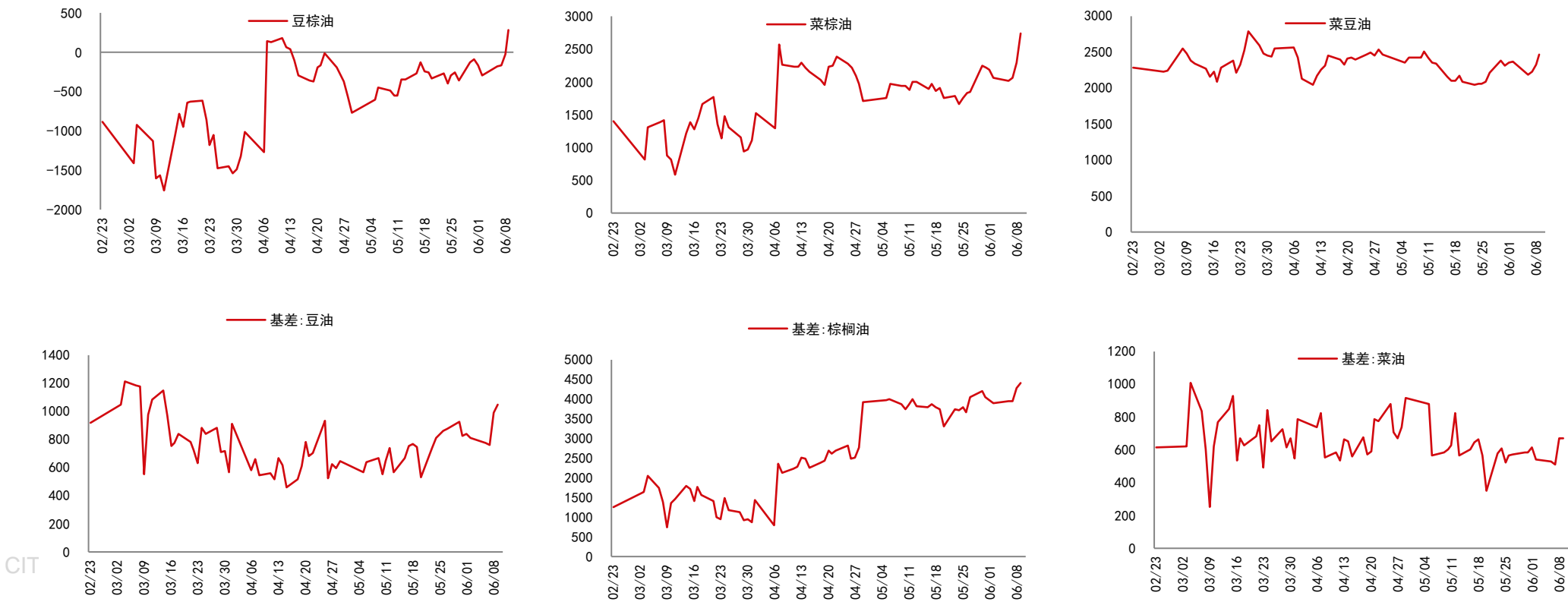
所有价格区间	豆油	棕油	布伦特
豆油	1	0.96995	0.667454
棕油		1	0.590461
布伦特			1
原油高于90	豆油	棕油	布伦特
豆油	1	0.957938	0.271801
棕油		1	0.227853
布伦特			1
原油 (70, 90)	豆油	棕油	布伦特
豆油	1	0.973001	0.665462
棕油		1	0.602821
布伦特			1

历史上当俄罗斯发动与周边国家战争时，国际油价往往见顶



价差与基差：

价差与基差



油脂核心观点：现实供需偏紧，印尼出口重启油脂或承压

- 供需改善逐渐兑现，疫情、政策、局势带来扰动。
- **需求：**短期油脂进口国进口利润倒挂，高价抑制需求，食用消费难有起色。
- 中期看，生柴政策推行力度，印尼B40（高额补贴难持续）、马来B20（或放缓）。关注原油价格走向。
- **供应：**
- 菜油—偏紧。22/23年度恢复性增产，但出口也同比例增长，期末库存消费比保持不变。
- 豆油—南美大豆产量减产逐渐消化，新作陆续上市与美豆争抢市场。全球买家转向美国，美豆上涨，带动豆油价格走高。俄乌局势或带来新的买家，乌克兰葵油陆续重回市场。--美豆新作增产。
- 棕油——政策端：印尼政策多变，约束出口---利多。PS：但印尼累库后期会重新开启出口，利多会转为利空。
- 马来西亚2022年6月毛棕榈油的出口税维持在8%，参考价由每吨6759.22林吉特上调至6816.05每吨林吉特。--利多。
- 印度降低进口关税，利于进口增长—利多，但价格快速上涨，可能侵蚀进口利润，影响进口量提升。PS：高价严重抑制消费。
- 马来放开边境，3月1日起入境无须强制隔离。---利空。PS：新冠。
- 棕油产量3月开局大幅增长，季节性增产周期，大概率事件。4月库存稳步回升-----利空。PS：关注实际单产情况，因2019年施肥减少，可能对应2022年棕油产量低于预期。
- **总结：**油品间价差回归；长期中枢抬升。
- **操作：**观望或逢高空。
- **套利：**做多豆棕价差。（棕油增产概率高于豆油，豆油跟随美豆炒作天气，棕油弱于豆油）。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>



重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

我们的团队



李兴彪

农产品条线负责人

应用统计学硕士
2018年加入中信期货研究部负责
农产品板块谷物养殖领域研究，
3年以上期货从业经验



王聪颖

**研究员
油脂油料**

9年以上农产品研究、9年以上
期货从业经验
毕业于西南财经大学



中信期货
CITIC Futures

中信期货有限公司

总部地址：

深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）

北座13层1301-1305室、14层

上海地址：

上海市浦东新区杨高南路799号陆家嘴世纪金融广场

3号楼23层

致謝