



农产品研究团队 半年度报告

2022



玉米半年报：越过山丘，玉米何时再回首

摘要：

2022 年上半年玉米价格重拾上涨走势，走出一波小牛，创历史新高；随后陷入深度调整，几乎抹平年内涨幅。展望 2022 年下半年：

供应方面：新季种植结构调整，国内玉米产能不足，种植成本等上涨。在社会去库的大环境下，小麦等谷物替代受限，进口的补充显得愈加重要；在国际局势动荡影响下，国际供需格局改变和进口成本提升对国内的影响增加，美联储加息应对通胀对能源等大宗的影响传导不宜忽视。

需求方面：生猪产能恢复常态后，猪价自低位缓慢回升，养殖利润长期亏损致生猪产能调整；禽类养殖逐渐回升；水产养殖维持旺季增长；整体上饲料需求稳中稍弱，下半年旺季有望走强。深加工方面深受下游疲弱的影响，前期疫情多点频发，深加工开机率整体偏低；随疫情控制，下游需求有望好转；不过政策趋向限制用粮的深加工产能增长空间。

技术方面：长期上涨趋势仍在

结论：下半年玉米价格存支撑，或回归高位震荡

风险点：国际局势恶化；极端天气；新冠疫情等

目录

| | |
|----------------------|----|
| 一、行情回顾..... | 5 |
| (一) 玉米期价新高后调整..... | 5 |
| (二) 玉米基差走强回归..... | 6 |
| 二、供应紧平衡，外部影响增加..... | 7 |
| (一) 新作玉米产能有待提升..... | 7 |
| (1) 国内玉米供应能力不足..... | 7 |
| (2) 新粮综合成本逐年上升..... | 8 |
| (二) 进口玉米补充作用重要..... | 9 |
| (1) 玉米等谷物进口维持高位..... | 9 |
| (2) 外部局势等扰动增强..... | 10 |
| (三) 谷物替代有局限..... | 11 |
| 三、需求放缓，存恢复预期..... | 12 |
| (一) 饲料需求稳中稍弱..... | 12 |
| (1) 生猪产能趋向稳定..... | 13 |
| (2) 禽料需求好转..... | 15 |
| (3) 水产爆发，反刍微增..... | 16 |
| (二) 深加工需求或好转..... | 17 |
| (1) 淀粉深加工开机率偏低..... | 17 |
| (2) 政策限制产能增长..... | 18 |
| 四、总结与展望..... | 19 |

图目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 图 1 玉米主力合约日 K 线走势..... | 5 |
| 图 2 玉米淀粉主力合约日 K 线走势..... | 6 |
| 图 3 鲢鱼圈玉米主力基差走势..... | 6 |
| 图 4 近年国内玉米播种面积及总产量变化..... | 8 |
| 图 5 近年国内玉米、大豆播种面积对比..... | 8 |
| 图 6 近年国内玉米种植部分成本对比..... | 9 |
| 图 7 国内进口玉米月度情况..... | 10 |
| 图 8 国内进口大麦、高粱及小麦月度情况..... | 10 |
| 图 9 国内进口美玉米到岸成本与两港玉米价格对比..... | 11 |
| 图 10 国内玉米与小麦价格对比..... | 12 |
| 图 11 国内玉米与高粱价格对比..... | 12 |
| 图 12 国内工业饲料总产量..... | 13 |
| 图 13 国内生猪与能繁母猪存栏情况..... | 14 |
| 图 14 国内生猪外三元价格..... | 14 |
| 图 15 国内生猪养殖利润..... | 14 |
| 图 16 国内生猪饲料产量..... | 15 |
| 图 17 国内在产蛋鸡存栏（亿羽）..... | 15 |
| 图 18 国内禽料总产量..... | 16 |
| 图 19 国内水产料总产量..... | 16 |
| 图 20 国内反刍料总产量..... | 17 |
| 图 21 国内淀粉深加工行业开机率..... | 17 |
| 图 22 国内淀粉企业淀粉库存..... | 18 |
| 图 23 国内玉米工业需求情况..... | 18 |

一、行情回顾

（一）玉米期价新高后调整

玉米主力期价在 2022 年上半年可以分为明显的两个阶段：第一个阶段，从 1 月初至 4 月底，玉米主力期价突破震荡平台持续上涨创出 3046 的新高记录，累计上涨 344 点，涨幅 12.7%。在该阶段，国内玉米购销逐渐加快，市场供应能力强；国际疫情肆虐，国内疫情防控形势严峻，下游需求恢复难；而南美干旱引发炒作，能源强势推升美玉米燃料乙醇生产前景；俄乌局势爆发更是引爆国际谷物市场，乌谷物出口难，粮食安全担忧情绪传导至国内；外部影响为主，推动国内玉米期价冲上新高。需求上养殖环节饱受高成本的损害，甚至长期亏损，生猪产能压缩调整；深加工下游受疫情反复影响，需求恢复缓慢。第二个阶段，从 5 月初至 6 月底，玉米主力期价持续调整最低触及 2772，累计下跌 274 点，跌幅 9.0%。在该阶段，新麦上市给与市场一定供应压力；国内玉米种植期开启，种植结构调整引起关注，种植成本再次提高；国内进口步伐受外部局势影响有限，进口成本仍偏高；随俄乌局势陷入僵持，多国已寻求其他粮食出口国替代；美联储持续加息应对高通胀，经济衰退担忧令能源等大宗承压回落，国际谷物价格加速调整；外部支撑因素减弱，玉米主力期价进入调整阶段。需求上随着生猪价格持续回升，生猪产能调整趋稳；禽料回升，水产爆发，饲料需求仍偏强；深加工下游需求随疫情控制也有望好转。

淀粉主力期价在 2022 年上半年走势与玉米相似，也分为明显的上涨和调整两个阶段：第一个阶段，从一月初至 4 月底，淀粉主力期价上涨最高触及 3543 创新高记录，累计上涨 538 点，涨幅 17.9%。第二个阶段，从 5 月初至 6 月上旬，淀粉主力期价持续回落最低触及 3100，累计下跌 443 点，跌幅 12.5%。因淀粉的玉米成本定价逻辑不变，二者相关性高，此处不再赘述。

图 1 玉米主力合约日 K 线走势



数据来源：博易大师

图 2 玉米淀粉主力合约日 K 线走势

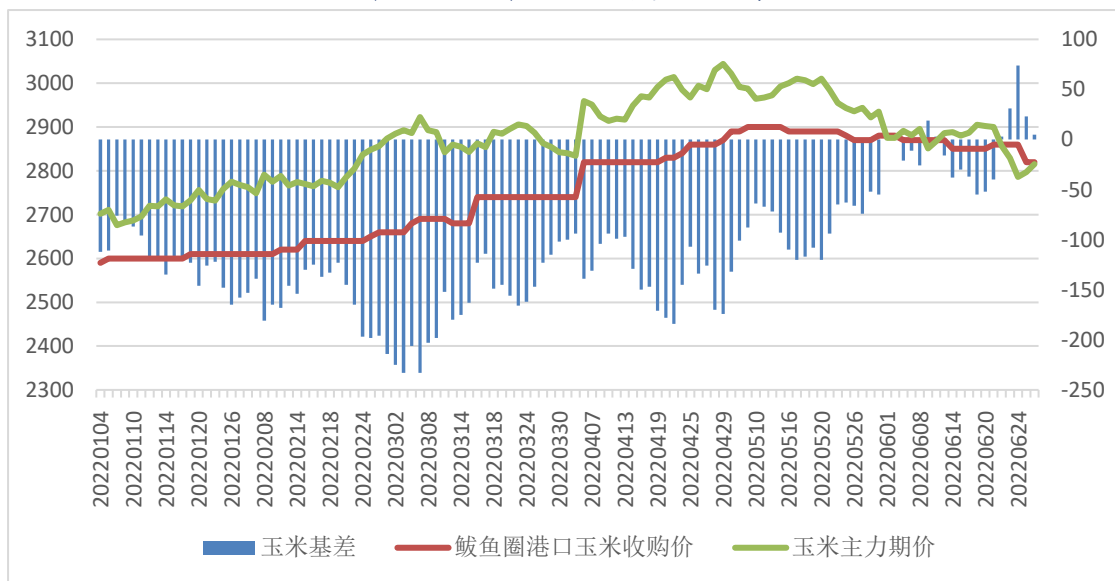


数据来源：博易大师

(二) 玉米基差走强回归

国内鲅鱼圈港玉米收购价从 1 月初至 5 月上旬处于持续上涨过程，由 2590 元/吨上涨至 2900 元/吨，共上涨 310 元/吨；从 5 月上旬至 6 月底缓慢回落，由 2900 元/吨下跌至 2820 元/吨，共下跌 80 元/吨。蛇口港玉米价格从 1 月初至 5 月中下旬处于持续上涨过程，由 2790 元/吨上涨至 3000 元/吨，共上涨 210 元/吨；从 5 月中下旬至 6 月底缓慢回落，由 3000 元/吨下跌至 2860 元/吨，共下跌 140 元/吨。玉米现货虽受期货价格带动，但涨势稍弱，导致基差在 1 月初至 3 月上旬持续走弱，由-112 走弱至-233；随现货涨起来，期货滞涨到调整，基差从 3 月上旬至 6 月上旬逐渐走强并回归正值。

图 3 鲅鱼圈玉米主力基差走势



数据来源：博易大师、中国粮油商务网

二、供应紧平衡，外部影响增加

（一）新作玉米产能有待提升

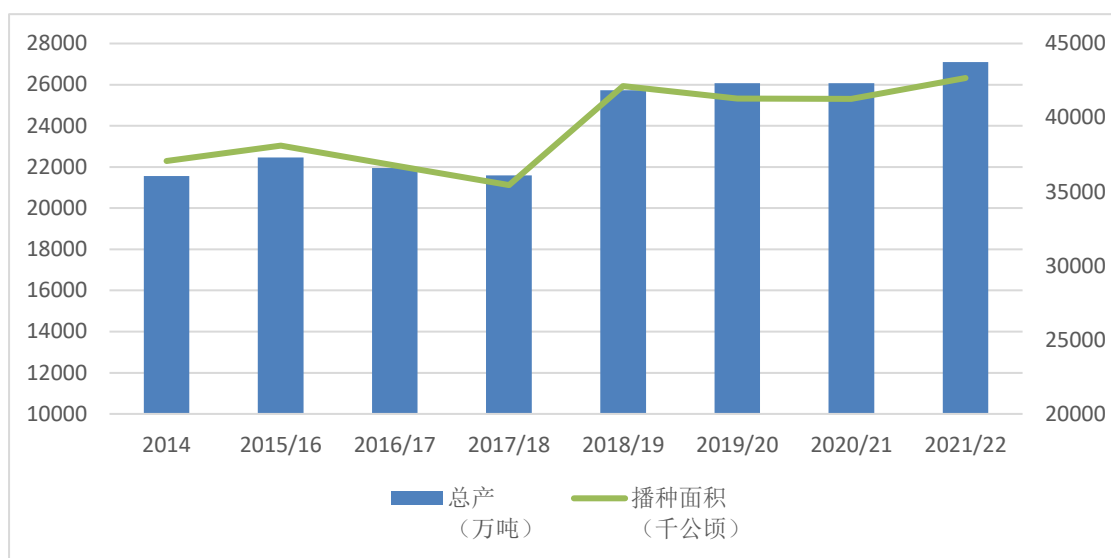
（1）国内玉米供应能力不足

随着国内玉米社会库存逐渐去库，国内新作玉米成为市场供应主力，国内玉米产能的提升有限。我国人多地少，人均耕地面积仅 1.4 亩，在有限的土地上种出能满足国内日益增长的需求的粮食属实不易。从 2014 年至 2017 年，国内玉米播种面积维持在 3600 万公顷左右；2018 年至 2021 年，国内玉米播种面积上一个台阶达到 4200 公顷左右，而增长空间基本有限，2021 年玉米播种面积较 2018 年增长了 1.3%。另一方面，从政策上看，近年国内种植结构面临调整需求。2022 年中央一号文件指出，确保粮食播种面积稳定、产量保持在 1.3 万亿斤以上。此外大力实施大豆和油料产能提升工程，在黄淮海、西北、西南地区推广玉米大豆带状复合种植，在东北地区开展粮豆轮作等。从近年国内玉米、大豆播种面积对比看，玉米与大豆播种替代现象明显。据期货日报报道：2022 年黑龙江部分地区大豆扩种明显，玉米种植面积相应有所压缩。农业农村部预计 2022/23 年度玉米播种面积为 4252.4 万公顷，较 2021/22 年度减少 1.8%。种植面积是制约国内玉米产量的重要因素。

而从国内玉米产量上来看，随着单产水平提高，国内玉米总产量水涨船高，2021/22 年度更是创历史新高；国内的单产水平仍有提高空间，目前国内玉米平均产能在 846.6 斤/亩，而美国平均产能在 1481 斤/亩，国内仅东北产区玉米单产能达到美国水平；玉米单产受种子技术和土壤肥力影响，国内也在加强种子技术研发，6 月 8 日农业农村部发布《国家级转基因玉米品种审定标准（试行）》通知，国内转基因玉米种植市场化或已不远。总的来说，当前国内玉米供应能力不足，长期产能或仍有提升空间。

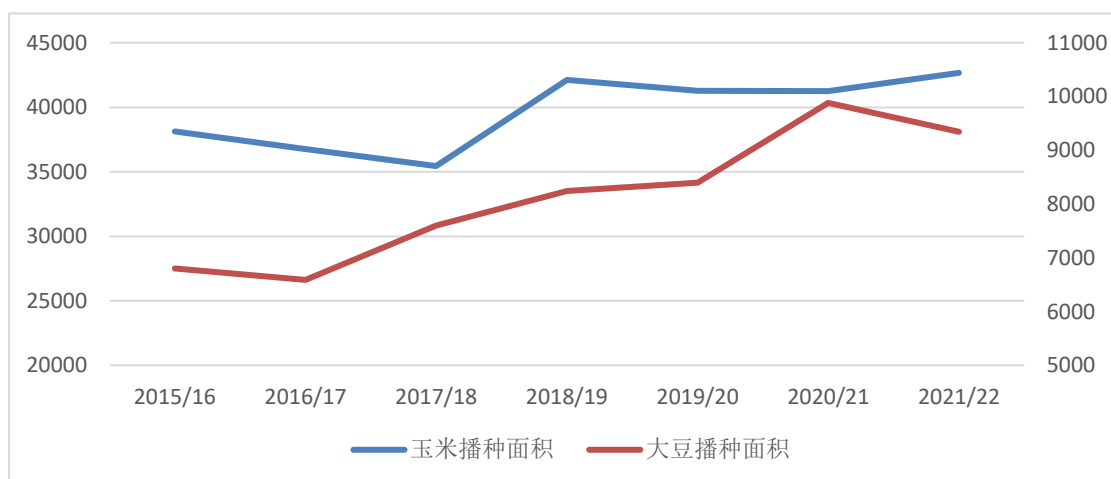
最后，关注极端天气可能对新作玉米的产量影响；国内南涝北旱，夏季高温天气，随降雨带移动有所好转。东北玉米出苗状况良好，华北等地种植也基本结束，降雨有利于玉米出苗。

图 4 近年国内玉米播种面积及总产量变化



数据来源：国家统计局

图 5 近年国内玉米、大豆播种面积对比

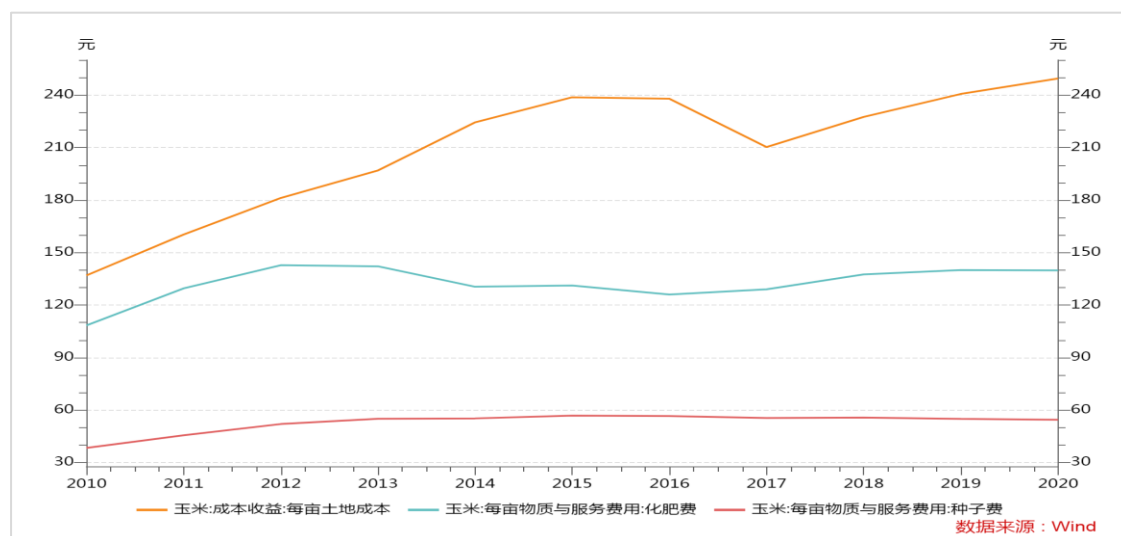


数据来源：国家统计局

(2) 新粮综合成本逐年上升

近年来地租、化肥、物流、烘干、存储等成本上升也使得玉米的综合成本上升。从 wind 数据看出：从 2010 年至 2020 年，玉米种植的土地成本总体处于上涨过程，由 136.9 元/亩上涨至 249.5 元/亩，累计上涨 82.2%；化肥成本也有明显提升，由 108.4 元/亩上涨至 139.8 元/亩，累计上涨 28.9%；种子成本则上涨后渐趋于平稳。玉米种植总成本从 2010 年至 2020 年累计上涨近 55%。

图 6 近年国内玉米种植部分成本对比



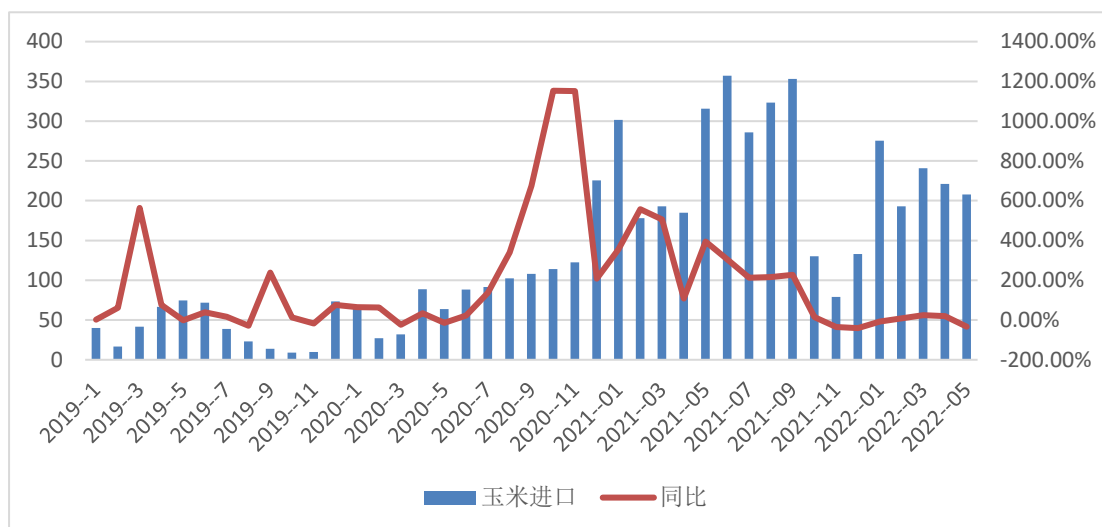
数据来源: Wind

(二) 进口玉米补充作用重要

(1) 玉米等谷物进口维持高位

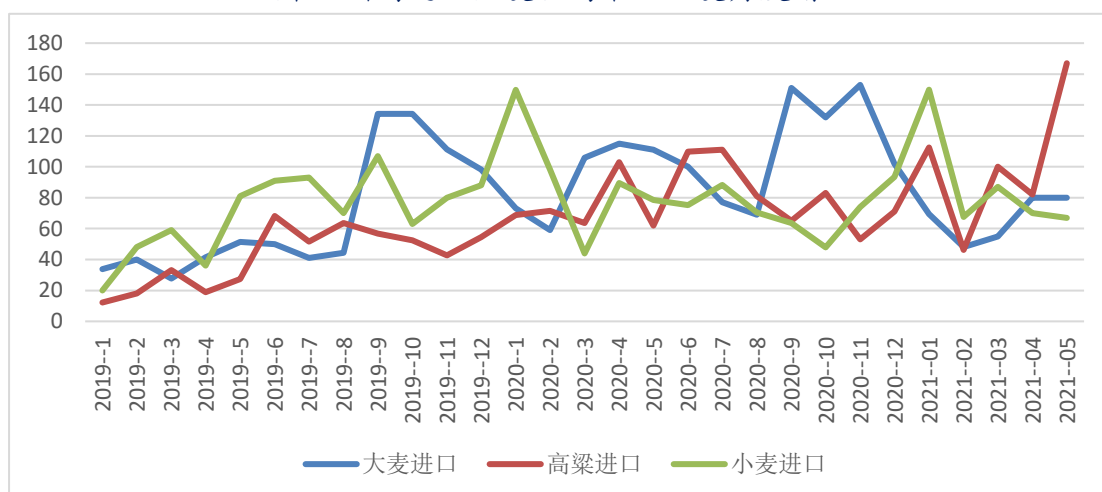
国内玉米供应不足，近年来进口玉米大幅增加，起到重要的补充余缺作用。从海关总署的数据看出：2020 年国内玉米进口总量 1129.4 万吨，打破长期以来国内玉米进口低于 720 万吨配额的状况；2021 年国内玉米进口总量 2834.6 万吨，创进口新高记录。而 2022 年 1-5 月国内累计进口玉米 1138.5 万吨，同比下降 2.96%，但已超出 2020 年全年进口量。此外，国内进口大麦、高粱等谷物也在增长。2020 年国内进口大麦 807.8 万吨，2021 年进口大麦 1248 万吨，同比增长 54.5%；2022 年 1-5 月国内累计进口大麦 332.5 万吨，同比下降 28.3%。而 2020 年国内进口高粱 499.5 万吨，2021 年进口 942.9 万吨，同比增长 88.8%；2022 年 1-5 月国内累计进口高粱 507.7 万吨，同比增加 37.5%。2020 年国内进口小麦 836 万吨，2021 年进口 972.5 万吨，同比增长 16.3%；2022 年 1-5 月国内累计进口小麦 441.5 万吨，同比下降 4%。国内进口玉米等谷物的增加，有效弥补了国内玉米市场供应的紧缺。

图 7 国内进口玉米月度情况



数据来源：中国海关总署

图 8 国内进口大麦、高粱及小麦月度情况



数据来源：中国海关总署

(2) 外部局势等扰动增强

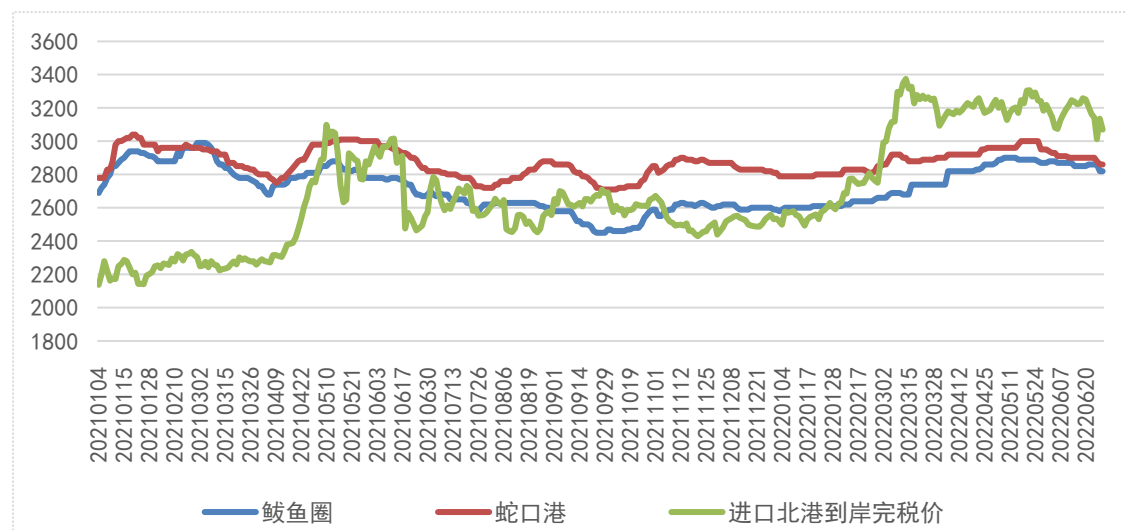
而随着国内玉米等谷物进口的增加，外部局势对外盘的影响也更容易传导至国内。俄乌局势曾一度推涨国际谷物价格至高位，印度等多国禁止粮食等出口，粮食安全问题担忧情绪发酵，国内玉米价格也出现拉升；而随着俄乌局势僵持，各国粮源寻求替代，国际谷物价格回落，国内玉米也出现调整。俄乌局势仍在持续中，短期看来无缓解可能；俄农业部将从 7 月 1 日起至年底限制出口氨基酸饲料和大米。国内进口玉米结构也出现调整，2019 年国内进口玉米来源仍以乌克兰为主，而 2020 年后进口美国玉米的比例逐渐增加；2021 年国内进口美玉米占比近 70%。此外，2022 年 5 月中国海关与巴西农业部签署《巴西玉米输华植物检疫要求协定书》，拓展了巴西玉米进口来源。

目前美国玉米库存较为充足，美国农业部 6 月底发布的季度库存报告显示：

截至 2022 年 6 月 1 日，美玉米库存总量为 43.5 亿蒲，同比增长 6%。播种面积报告显示：美玉米播种面积为 8992 万英亩，略高于 3 月意向 8949 万英亩，但较 2021 年减少 4%。此前，原油价格强势支撑美玉米燃料乙醇应用前景。而美为应对疫情超发货币导致的通胀爆表，5 月美 CPI 同比涨 8.6%，创 40 年新高；美 6 月暴力加息 75 基点创 28 年记录。目前看来，美联储持续加息的预期仍在，且引发经济衰退担忧，能源、粮食等大宗价格也承压回落。

外部局势对国内玉米的影响增强，国内进口美玉米成本较高位有所回落。从 2021 年至 2022 年，国内进口美玉米成本有明显的 2 次大幅上涨；截至 2022 年 6 月 28 日，大商所测算的美玉米到港成本在 3069.8 元/吨，仍高于国内两港玉米价格。

图 9 国内进口美玉米到岸成本与两港玉米价格对比

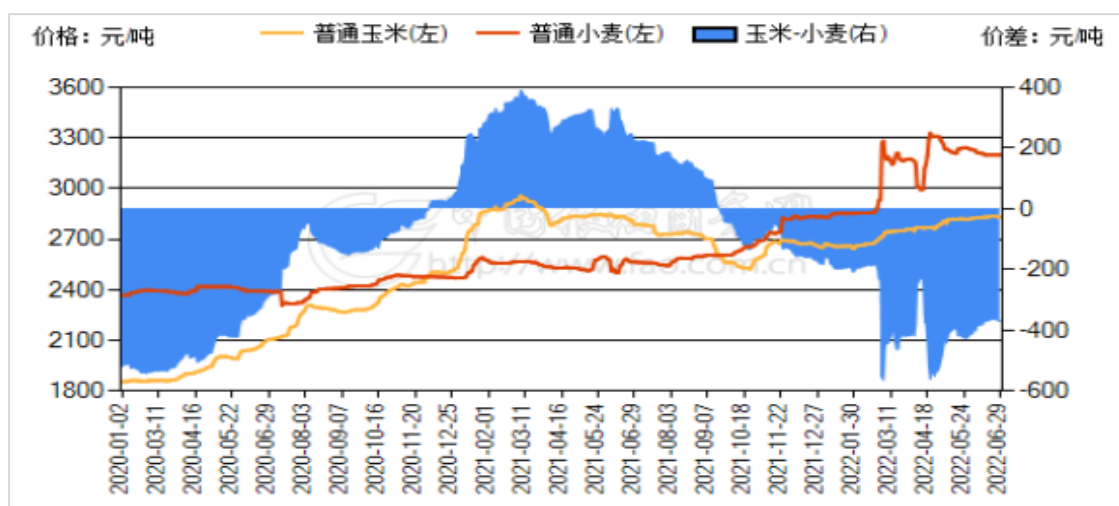


数据来源：大商所、中国粮油商务网

(三) 谷物替代有局限

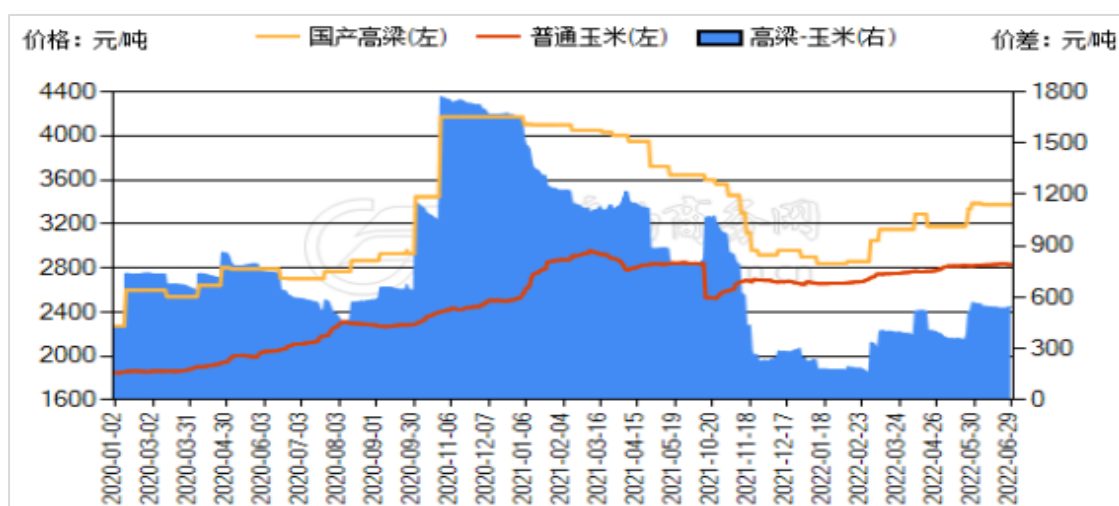
国内高粱、小麦等谷物一定程度上可替代部分玉米饲用及深加工使用需求，2021 年玉米价格一度超过小麦，饲料厂替代增加；随着小麦价格逐渐上升，麦玉价差扩大 400 附近，小麦替代已不具备性价比。国内高粱的价格也持续高于玉米价格，据中国粮油商务网数据，截至 2022 年 6 月 29 日，高粱-玉米价差在 543；进口高粱的成本相对较低，进口高粱-玉米价差在 78。价差是影响谷物替代的重要因素，国内有大量的陈化稻谷、小麦可以替代部分玉米使用，且具有性价比，但质量差的陈化粮无法起到对优质饲料的替代作用。总体看来，谷物替代有一定局限，可作为玉米供应市场的补充。

图 10 国内玉米与小麦价格对比



数据来源：中国粮油商务网

图 11 国内玉米与高粱价格对比



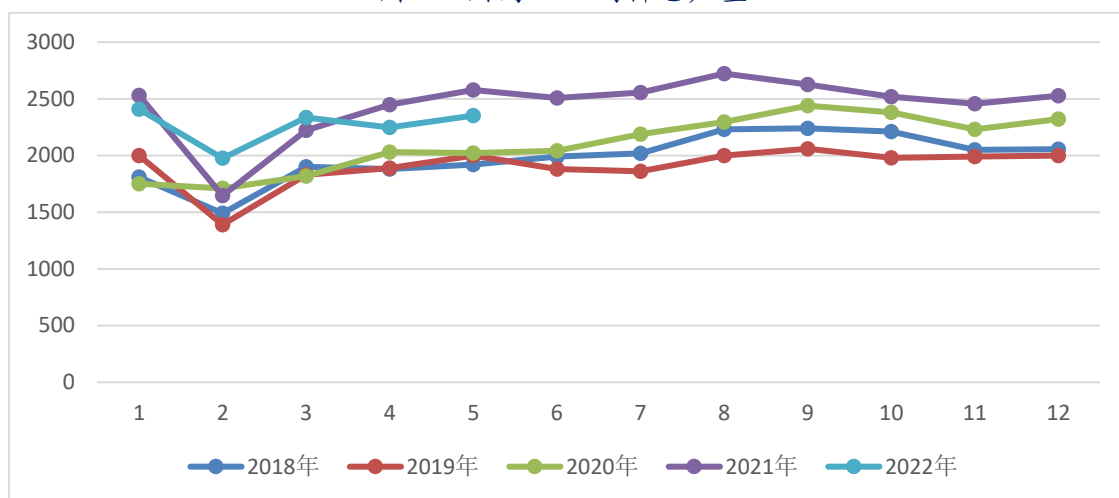
数据来源：中国粮油商务网

三、需求放缓，存恢复预期

（一）饲料需求稳中稍弱

国内工业饲料生产稍缓，2022 年 5 月，全国工业饲料总产量为 2352 万吨，环比增长 4.6%，同比下降 11.5%。2022 年 1-5 月，全国工业饲料总产量为 11321 万吨，同比下降 3.2%。主要受生猪养殖环节长期亏损，产能调整及禽类恢复不及预期影响；水产虽然爆发，反刍增长，总体占比较低。下半年，养殖旺季饲料需求或好转；农业农村部对 2022/23 年度玉米饲料消费预计仍同比微增 1%。

图 12 国内工业饲料总产量



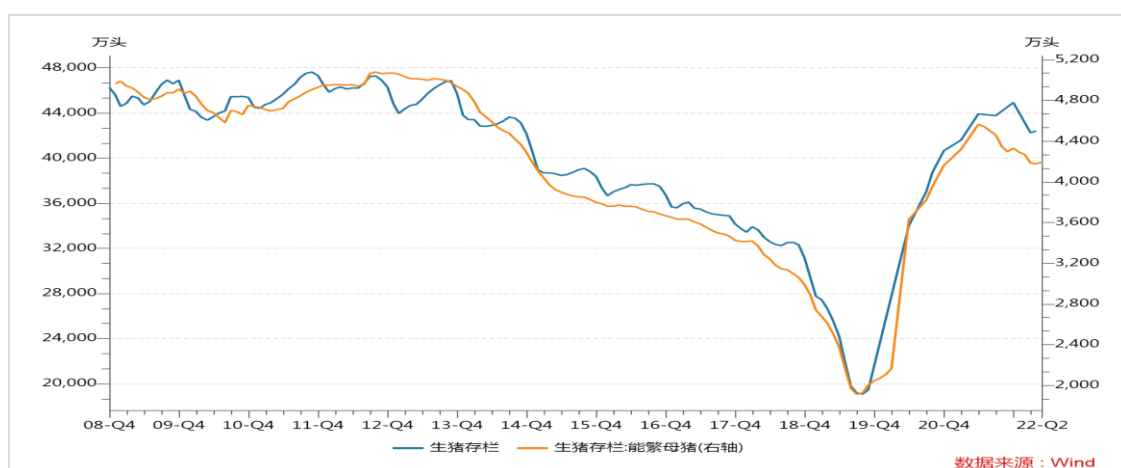
数据来源：中国饲料工业协会

(1) 生猪产能趋向稳定

据 wind 数据显示：截至 2022 年 4 月，国内生猪存栏 42400 万头，同比增加 1.9%，较 2021 年 12 月高位回落 5.9%；截至 2022 年 5 月能繁母猪存栏 4192 万头，同比减少 3%，较 2021 年 6 月高位回落 8.8%。生猪产能的快速恢复令猪价承压，猪价大幅回落，生猪养殖利润持续压缩；且养殖成本高企，生猪养殖一度陷入大幅亏损。国内政策促进生猪产能调整趋稳，加上中央收储冻猪肉提振，猪价回升，生猪养殖利润好转。据猪易网，2022 年 6 月全国生猪外三元均价 16 元/公斤，自低位 11.87 元/公斤上涨近 35%。据 wind 数据，截至 2022 年 6 月 24 日，自繁自养仍亏损 36.8 元/头，亏损幅度大为减少；外购仔猪盈利 172.5 元/头，扭转亏损局面且盈利扩大。随生猪养殖状况好转，生猪存栏有望趋稳。

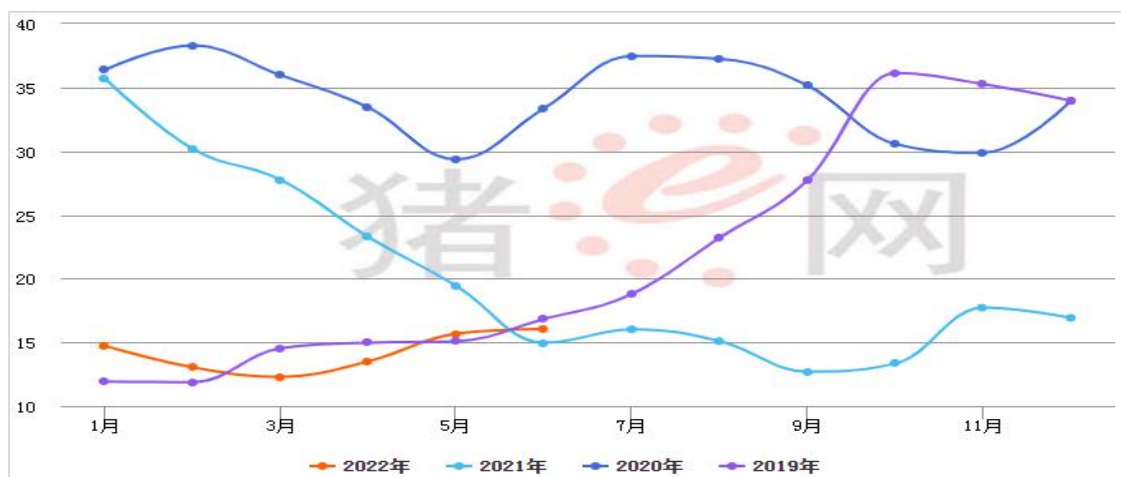
国内生猪料产能不及去年，2022 年 5 月，全国生猪料产量为 986 万吨，环比增长 2.4%，同比下降 14.6%。2022 年 1-5 月，全国生猪料累计产量为 5086 万吨，同比下降 5.7%。

图 13 国内生猪与能繁母猪存栏情况



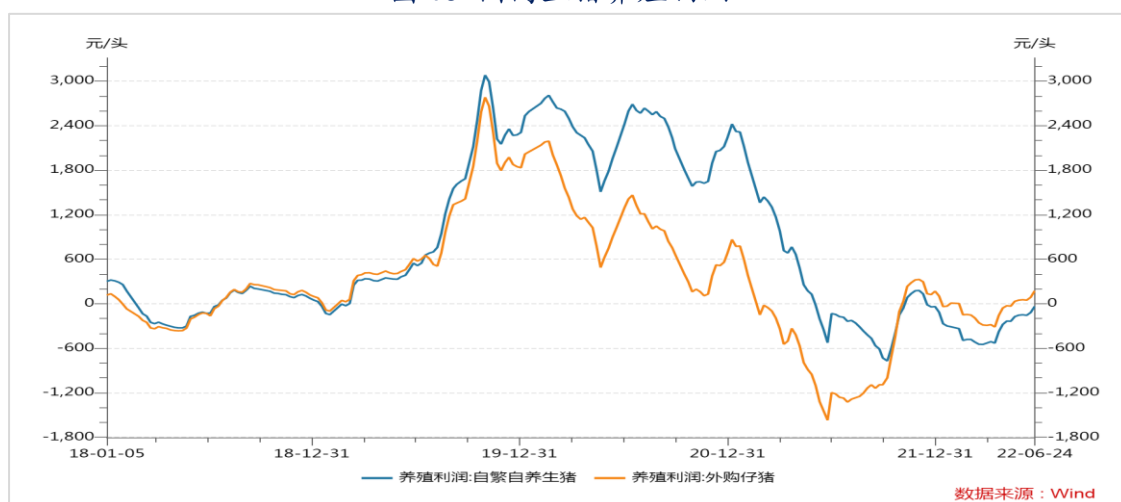
数据来源: Wind

图 14 国内生猪外三元价格



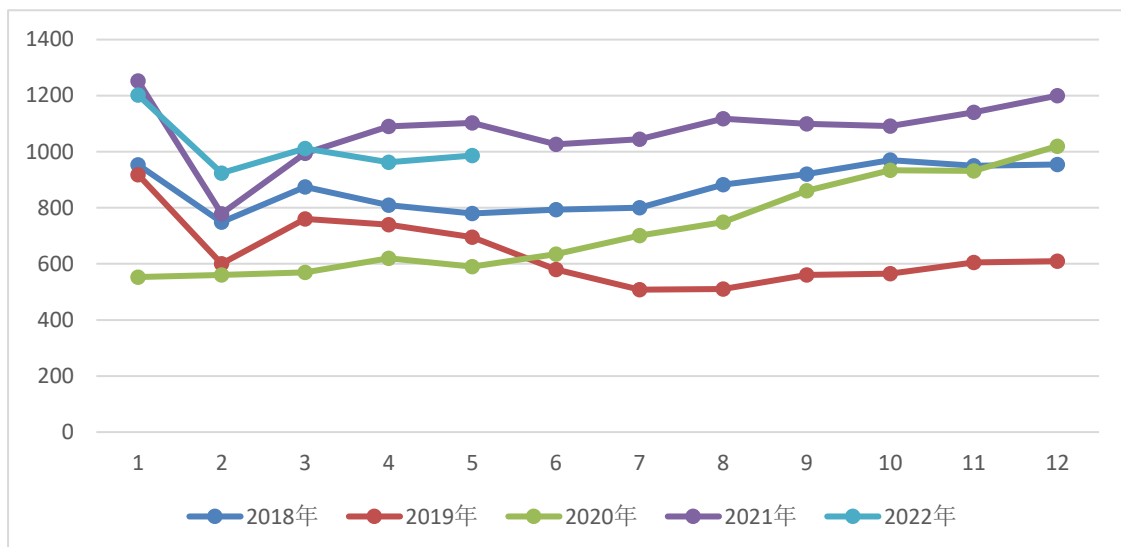
数据来源: 猪易网

图 15 国内生猪养殖利润



数据来源: Wind

图 16 国内生猪饲料产量



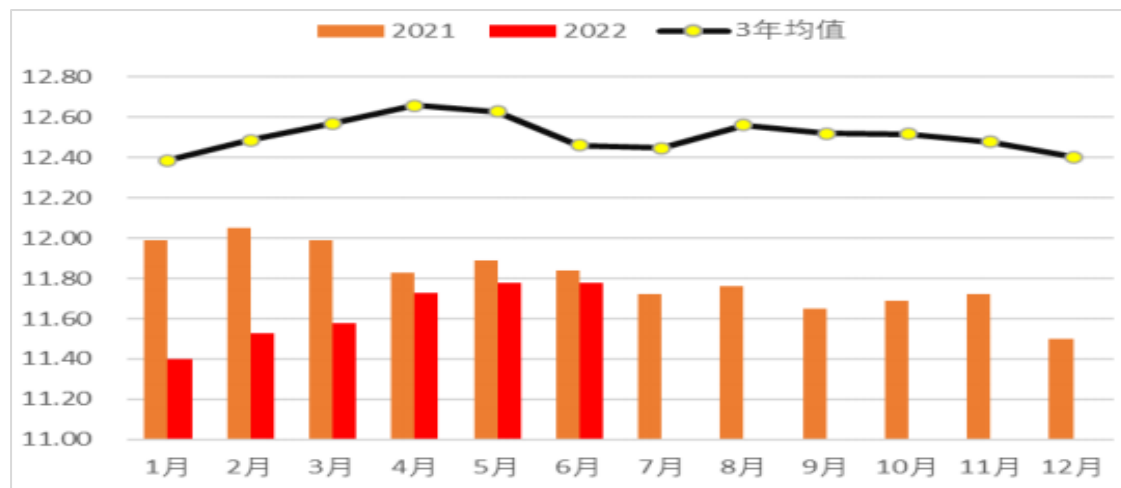
数据来源：中国饲料工业协会

(2) 禽料需求好转

国内禽类养殖好转，虽养殖成本同样高企，蛋禽及白羽肉鸡仍有微薄利润贡献。据卓创资讯：截至5月末，全国在产蛋鸡存栏 11.78 亿羽，环比增 0.4%，同比降 0.9%；持续 6 个月回升。2022 年第 51 周单斤鸡蛋盈利水平为 0.35 元/斤，低于去年同期水平。白羽肉鸡养殖盈利 2.33 元/只，环比下降 1.7%。

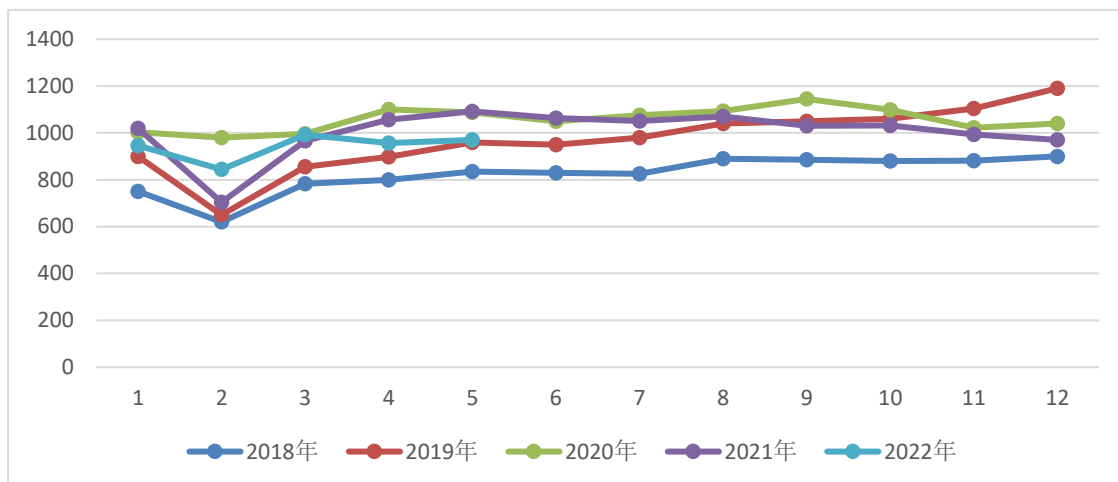
国内禽料产能好转，但仍不及去年，2022 年 5 月，全国蛋禽料产量为 258 万吨，环比增长 2.7%，同比下降 6.2%；肉禽料产量为 713 万吨，环比增长 1.1%，同比下降 15.6%。2022 年 1-5 月，全国蛋禽料累计产量为 1298 万吨，同比下降 3.5%；肉禽料累计产量为 3413 万吨，同比下降 4.8%。

图 17 国内在产蛋鸡存栏（亿羽）



数据来源：卓创资讯

图 18 国内禽料总产量

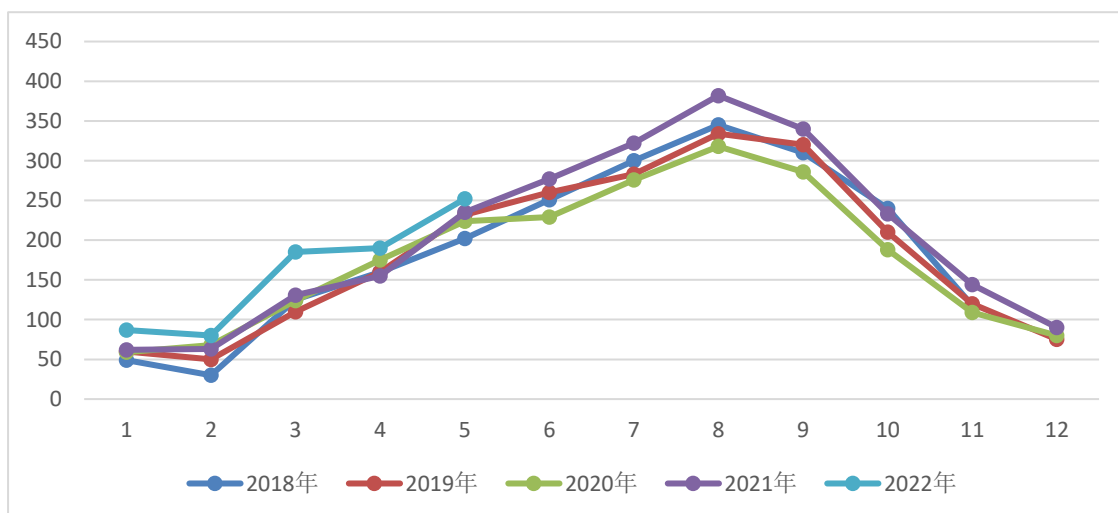


数据来源：中国饲料工业协会

(3) 水产爆发，反刍微增

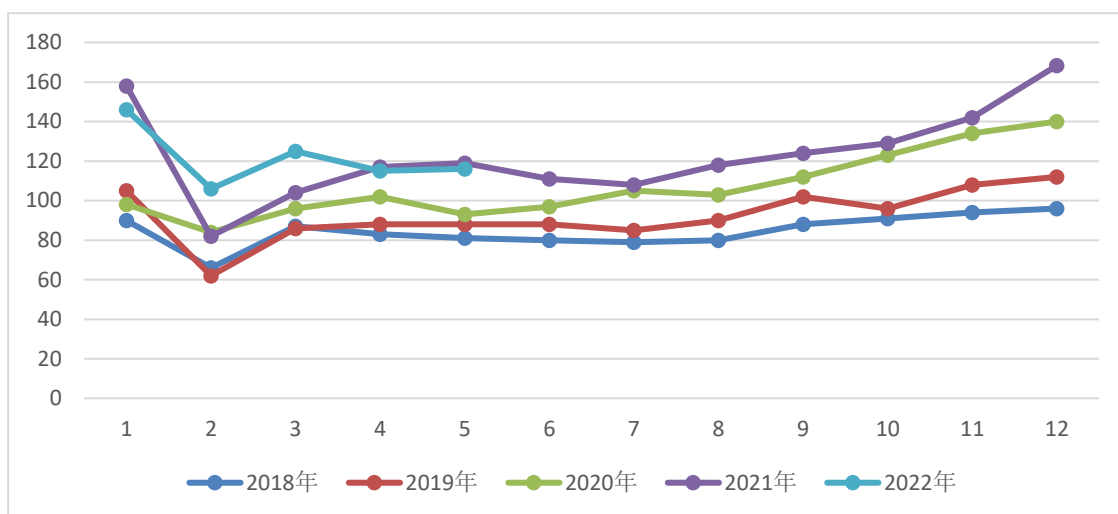
国内水产料大增，反刍产量微增，但总体占比较低。2022 年 5 月，全国水产料产量为 252 万吨，环比增长 33.1%，同比增长 11.0%；反刍料产量为 116 万吨，环比增长 1%，同比下降 4.9%。2022 年 1-5 月，全国水产、反刍料累计产量分别为 794 万吨、608 万吨，同比分别增长 24.9%，2.7%。

图 19 国内水产料总产量



数据来源：中国饲料工业协会

图 20 国内反刍料总产量



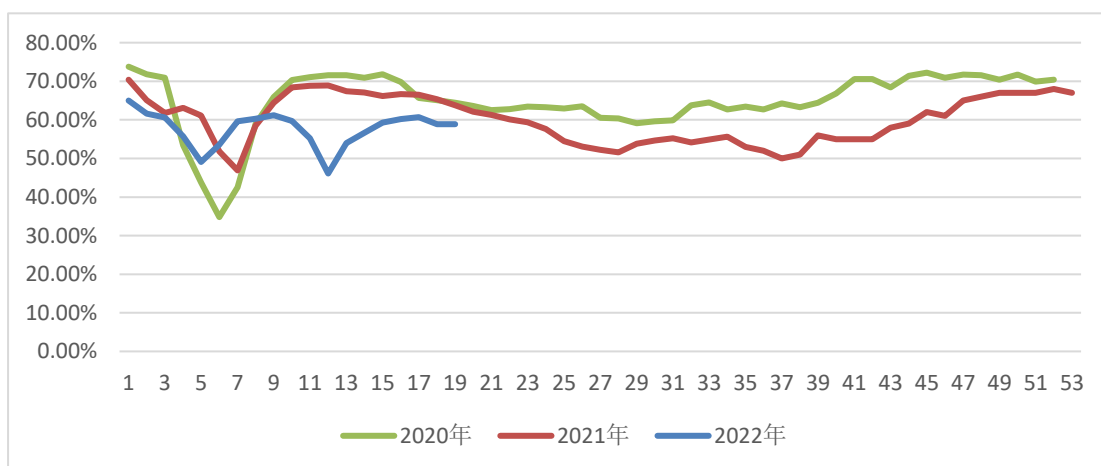
数据来源：中国饲料工业协会

（二）深加工需求或好转

（1）淀粉深加工开机率偏低

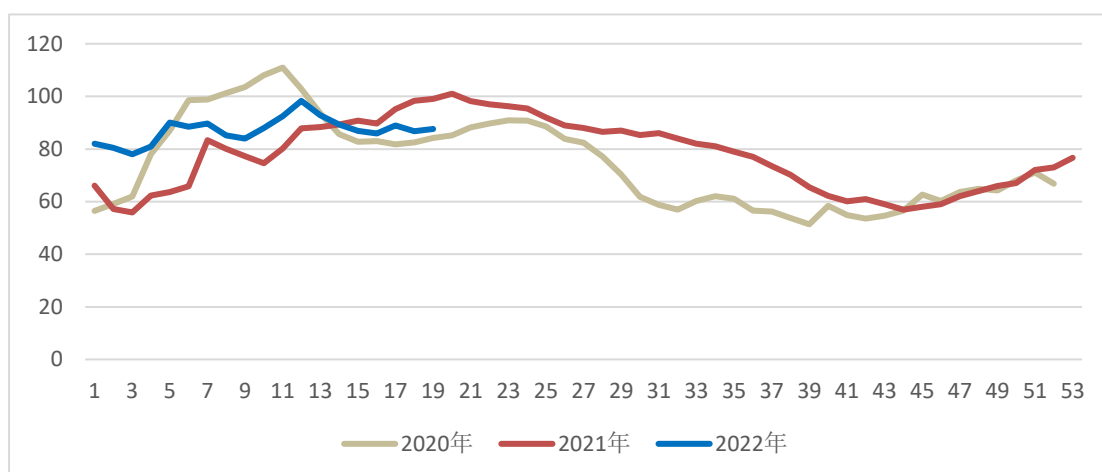
国内深加工需求深受疫情影响，淀粉下游需求涉及淀粉糖、酒精、变性淀粉、氨基酸等，受疫情反复影响，淀粉加工企业行业开机率低迷。据中国淀粉协会，截至 2022 年 6 月 24 日，淀粉行业开机率为 58.9%，同比下降 7.6%。2022 年上半年开机率相对低迷，恢复缓慢。淀粉库存为 87.6 万吨，同比下降 11.5%。随国内疫情控制，下半年需求有望好转。

图 21 国内淀粉深加工行业开机率



数据来源：中国淀粉协会

图 22 国内淀粉企业淀粉库存

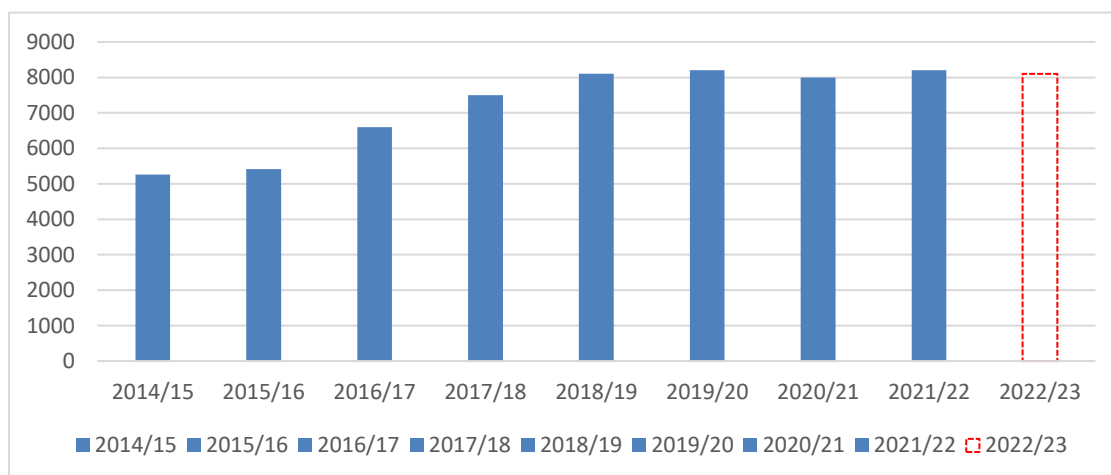


数据来源：中国淀粉协会

(2) 政策限制产能增长

深加工整体产能增长受限，随着国内玉米完成去库，以玉米为原料的深加工产能特别是燃料乙醇生产的落后产能已不合时宜。2022 年中央一号文件指出，严格控制以玉米为原料的燃料乙醇加工。从国内玉米工业需求看，2018/19 年度至 2022/23 年度基本维持在 8000-8200 万吨之间，产能增长有限。长期看来，玉米深加工产能增长受限。

图 23 国内玉米工业需求情况



数据来源：农业农村部

四、总结与展望

综上所述，国内玉米产不足需，玉米综合用粮成本逐年上升，新作种植面积面临结构调整，总产受天气等因素影响；国内进口玉米等谷物维持较高水平，进口对国内玉米市场起到重要的补充作用，外部环境对进口成本影响增加，俄乌冲突及美联储加息等因素向国内市场传导，加大波动因素；谷物替代有价差及陈化等局限。总的来说，国内玉米市场供应有所保障。需求上，饲料需求受生猪产能调整及禽类恢复慢的影响稍弱，下半年有望随旺季展开而走强；深加工下游需求深受疫情好转，虽国内疫情仍点状发生，不过随疫情控制加强及政策扶持，下半年有望好转。总体上看需求有恢复预期。预计下半年玉米行情下方存在支撑，或回归高位震荡。

弱消费预期下，整体供需宽松与结构性偏紧共存

摘要：

全球供给整体宽松，结构性偏紧

2021/22 年度，印度棉产量有进一步下调的可能但幅度有限；下游消费量受全球经济衰退预期影响亦有下调可能；但整体上印度棉和美棉本年度供需偏紧格局不变。

2022/23 年度，全球棉花供给较本年度宽松，但美国和印度棉花供给偏紧的情况仍然没有得到改善，除非后期美国德州天气配合产量有较明显改善；而印度则需要期初库存的显著调升或者消费的显著下降来改善。需求方面，欧美发达国家严重通胀，美国今年上半年已加息三次累计上调 150 个基点，市场预计 7 月份或再次加息 75 个基点。市场对全球经济衰退已有担忧，而纺织品服装作为非必需品，将受到明显的影响。

国内整体供需宽松，新疆棉供给过剩且国内外价差重新定位，存在结构性失衡矛盾，该矛盾不能通过产业自身来解决掉，需要政策方面的支持；需求方面，大宏观背景下内需和外需暂难有显著拉动，尤其是内需。

关注重点：北半球主产棉区天气、全球经济预期、中美贸易关系、涉棉政策

全球供给整体宽松，结构性偏紧

2021/22 年度，印度棉产量有进一步下调的可能但幅度有限；下游消费量受全球经济衰退预期影响亦有下调可能；但整体上印度棉和美棉本年度供需偏紧格局不变。

2022/23 年度，全球棉花供给较本年度宽松，但美国和印度棉花供给偏

目 录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 全球供给整体宽松，结构性偏紧 | 20 |
| 一、行情回顾..... | 25 |
| 二、除中国外全球棉花供需情况 | 26 |
| (一)、除中国外全球棉花供需概况 | 26 |
| 1、2021/22 年度产量和消费下调 | 26 |
| 2、新年度产量和产需盈余双增 | 26 |
| (二)、欧美纺服进口量增加但从中国进口下降，消费者信心不佳 | 27 |
| 1、欧美整体进口量增加，美国从中国进口量大幅下滑 | 27 |
| 2、终端零售同比增加，消费者信心不佳 | 28 |
| (三)、美国供需情况 | 29 |
| 1、2021/22 年度美棉超卖、装运落后；新年度签约同比大增 | 29 |
| 2、新年度期末库存创新低 | 30 |
| 3、德州干旱天气加剧，美棉生长优良率下降 | 31 |
| (四)、印度供需情况 | 31 |
| 1、2021/22 年度产量有继续下调的可能 | 31 |
| 2、印度雨季推迟，总种植进度偏慢 | 32 |
| 3、新年度期末库存再创新低 | 33 |
| 4、MSP 提价 6.2%，开工下滑 | 34 |
| (五)、巴西、澳大利亚增产可期 | 34 |
| 三、中国供需概况 | 35 |
| (一)、供给端 | 35 |
| 1、22/23 年度产需数据变化不大 | 35 |
| 2、新疆棉事件长期影响，皮棉销售仅六成，商业库存高企 | 36 |
| 3、内外价差倒挂、进口量双降 | 36 |
| (二)、需求端 | 38 |
| 1、PMI 表现不佳，开工下降、库存上升 | 38 |
| 2、纱、布产量同比下降 | 39 |

| | |
|------------------------------|----|
| 3、内销表现不佳，出口同比增长..... | 39 |
| 4、纺企加工利润近期转正..... | 41 |
| 四、行情展望..... | 41 |
| (一)、全球供给整体宽松，结构性偏紧..... | 41 |
| (三)、消费不容乐观..... | 42 |
| (三)、国内供给结构性过剩，国内外价差重新定位..... | 42 |

图表目录

| | | |
|-------|--|----|
| 图表 1 | 2022 年以来 ICE 主力合约走势 | 25 |
| 图表 2 | 2022 年以来郑棉主力合约走势 | 26 |
| 图表 3 | 除中国外全球棉花供需情况 | 27 |
| 图表 4 | 欧盟纺服进口以及从中国进口情况 | 27 |
| 图表 5 | 美国纺织品服装进口以及从中国进口情况 | 28 |
| 图表 6 | 欧盟 27 国纺服零售指数及消费者信心指数 | 28 |
| 图表 7 | 美国纺服零售额及消费者信心指数 | 29 |
| 图表 8 | 2021/22 年度美棉签约装运进度 | 29 |
| 图表 9 | 美棉向各国累计签约及装运情况（截至 6 月 16 日当周，万吨） | 29 |
| 图表 10 | 美棉供需概况 | 30 |
| 图表 11 | 美国德州地上和地下土壤干旱情况 | 31 |
| 图表 12 | 美棉生长优良和差苗情况 | 31 |
| 图表 13 | 印度棉花累计上市量 | 32 |
| 图表 14 | 印度棉花主产区降雨量（mm）及种植情况（十万公顷） | 33 |
| 图表 15 | 印度 S-6 棉花现货价格走势 | 33 |
| 图表 16 | 印度棉花供需情况 | 34 |
| 图表 17 | 印度 MSP 价格（中纤维）走势及今年以来纺企开工情况 | 34 |
| 图表 18 | 巴西棉花供需情况 | 35 |
| 图表 19 | 中国棉花供需情况 | 36 |
| 图表 20 | 皮棉销售进度缓慢，商业库存同比新高 | 36 |
| 图表 21 | 国内外棉花、棉纱倒挂 | 37 |
| 图表 22 | 棉花及棉纱进口情况 | 37 |
| 图表 23 | 棉花和棉纱进口来源国情况 | 38 |
| 图表 24 | 棉纺 PMI 及新订单指数 | 38 |
| 图表 25 | 纱线和坯布开工负荷情况 | 39 |
| 图表 26 | 纱线和布月度产量同比情况 | 39 |
| 图表 27 | 国内消费品终端销售当月同比 | 40 |

| | | |
|-------|-------------------|----|
| 图表 28 | 国内消费品终端销售累计 | 40 |
| 图表 29 | 纺织品服装出口情况 | 41 |
| 图表 30 | 棉纱理论加工利润 | 41 |

一、行情回顾

印度棉花上市量不及预期引发市场对印度棉的减产担忧,印度棉1月份领涨全球棉价。1月份,印度国内S6现货价格上涨10%,CotlookA棉花价格指数上涨10%,ICE期棉03合约上涨14%。1月份,国内下游补库、轧花厂挺价,叠加外盘强势带动,郑棉呈震荡走高态势,05合约涨幅8.5%,显著低于美棉涨势。

2月份,美棉上市接近尾声,出口装运进度偏慢,美农报告调减美棉出口量预估。美棉在2月份呈震荡回落走势,ICE05合约一个月内回落约8.5美分。国内棉花本身基本面疲弱,外盘走跌后跟跌,主力05合约2月份跌幅近1500元/吨。

3月至5月初,国内外棉价再次走高。印度棉减产预期、美国德州干旱、美棉超卖以及ON-CALL卖单未点价合约持续走高等等因素驱动,美棉一路高歌猛进,创下近十年新高,同时带动国内郑棉走高,不过涨幅不及美棉。在此期间,ICE07合约最高涨至155.95美分/磅,最大涨幅约40%;郑棉09合约则创下22035元/吨新高,最大涨幅近12%。

随着德州地区干旱的缓解以及ON-CALL未点价卖单量的下降,美棉5月初开始震荡下行。叠加6月初美联储加息,美棉主力12月合约5月份至今跌幅累计超13%;同期,国内郑棉主力09合约跌幅近14%。

图表 1 2022 年以来 ICE 主力合约走势



图片来源:博易大师,弘业期货金融研究院

图表 2 2022 年以来郑棉主力合约走势



图片来源：博易大师，弘业期货金融研究院

二、除中国外全球棉花供需情况

（一）、除中国外全球棉花供需概况

1、2021/22 年度产量和消费下调

6 月份美农报告调减除中国外全球棉花产量 151 万包，其中，印度调减 100 万包，巴西调减 50 万包；消费量预估调减 75 万包，贡献来自于印度和中国，均为 50 万包；最终，期末库存较上个月调减 90 万包。

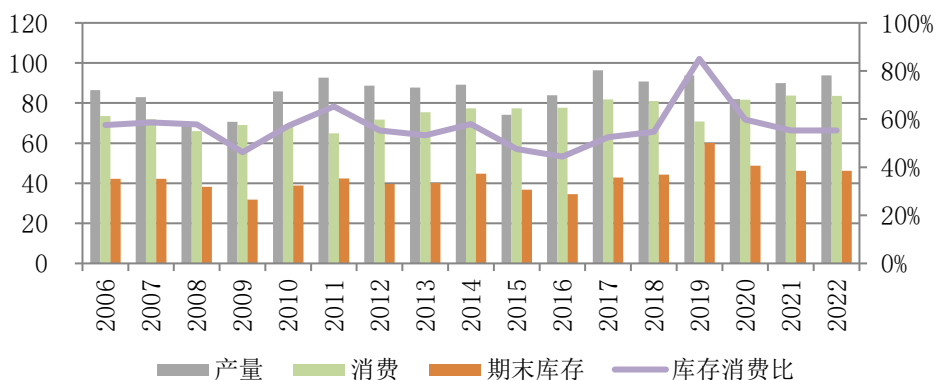
与 2021/22 年度第一份美农报告数据相比，产量预估累计下调 200 万包，消费量预估累计上调 221 万包，期末库存预估累计大幅下调 817 万包。

与 2020/2021 年度相比，产量同比大增 796 万包，消费量小幅增加 200 万包，但由于期初库存大幅下降，最终期末库存同比下降 255 万包，期末库存比同比回落 4.5 个百分点。分国别来看，除中国外全球棉花产量增加的贡献主要来自于美国、澳大利亚、巴西以及巴基斯坦，增幅分别为 291 万包、270 万包、188 万包以及 150 万包，而印度则减产 310 万包。

2、新年度产量和产需盈余双增

除中国外，2022/23 年度全球棉花产量预估同比大增 383 万包，而消费量预估与本年度相比则下降 15 万包。从期末库存量与期末库存比来看，新年度与本年度持平略减。但新年度产销盈余较本年度扩大 398 万包至 1023 万包。整体来看，新年度除中国外全球棉花供需较本年度宽松。

图表 3 除中国外全球棉花供需情况



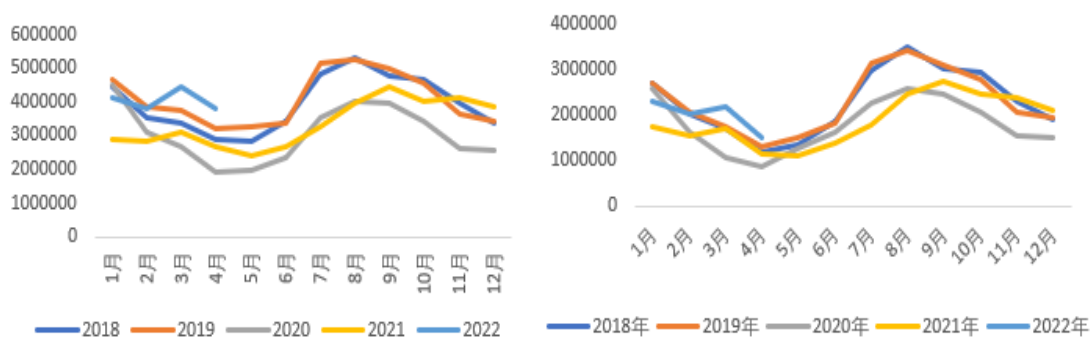
数据来源：USDA，弘业期货金融研究院

(二)、欧美纺服进口量增加但从中国进口下降，消费者信心不佳

1、欧美整体进口量增加，美国从中国进口量大幅下滑

据欧盟统计局统计数据显示，3月份，欧盟纺服进口量环比大增，而4月份则显著回落，整体上今年欧盟纺服进口量处于高位。不过，欧盟从中国的进口量增加幅度显著低于其整体进口量增加幅度。3、4月份，欧盟纺织品服装进口量同比增幅分别为43.5%和40.7%；同期，欧盟从中国的纺服进口量同比增加幅度为28%和30%。

图表 4 欧盟纺服进口以及从中国进口情况

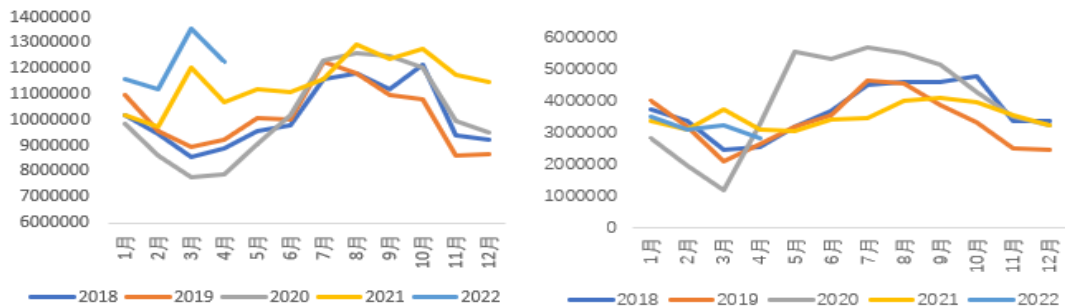


数据来源：欧盟统计局，弘业期货金融研究院

根据美国商务部数据显示，今年以来，美国纺织品服装进口额一直处于近年

同期高位，但从中国的进口量有所下降。4 月份，美国纺织品服装进口额同比增加 14.4%，从中国进口量同比下降 9%。

图表 5 美国纺织品服装进口以及从中国进口情况

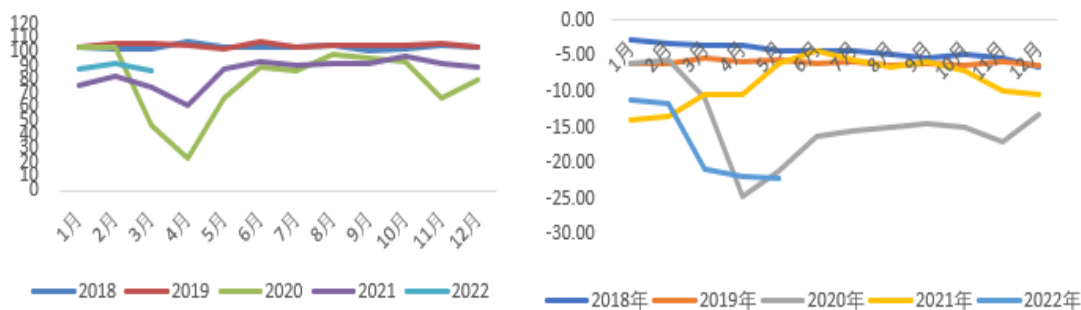


数据来源：美国商务部，弘业期货金融研究院

2、终端零售同比增加，消费者信心不佳

据欧盟统计局统计数据显示，今年 1-3 月份，欧盟纺服终端零售指数(季调)为近三年同期最高。不过，欧盟消费者信心指数（季调）5 月份降至近年最低。

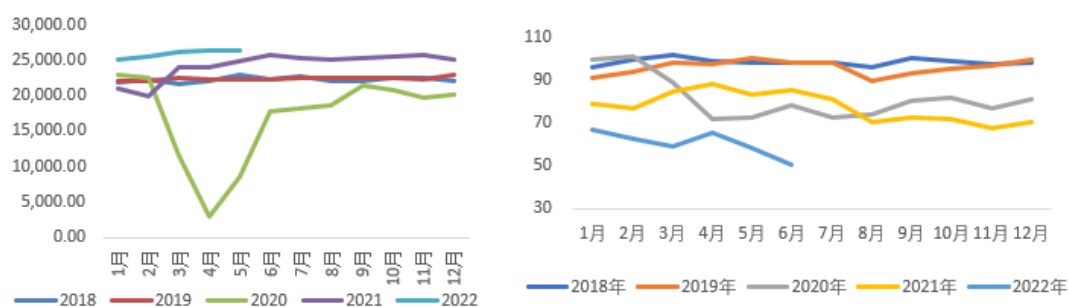
图表 6 欧盟 27 国纺服零售指数及消费者信心指数



数据来源：欧盟统计局，弘业期货金融研究院

据美国商务部数据显示，今年 1-5 月份，美国纺服终端零售额一直处于近五年同期最高位。不过，消费者信心指数连续 2 个月下降，6 月份仅有 50.2，为近年最低。

图表 7 美国纺服零售额及消费者信心指数



数据来源：美国商务部，密西根大学，弘业期货金融研究院

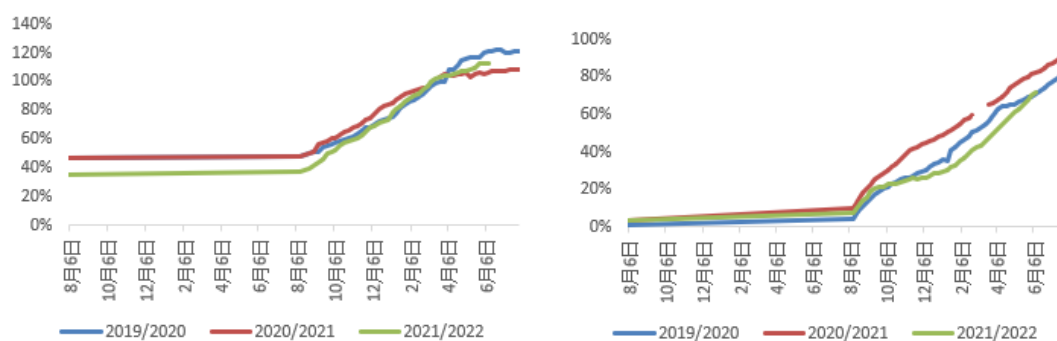
(三)、美国供需情况

1、2021/22 年度美棉超卖、装运落后；新年度签约同比大增

截至 6 月 16 日当周,2021/22 美陆地棉周度签约 0.37 万吨,维持年度低点,较前一周降 39%,较前四周平均水平降 90%。2021/22 美棉总签售量 363.65 万吨,占年度预测总出口量的 113%;累计出口装运量 262.22 万吨,占年度总签约量的 72%。其中,总装运量占比较去年同期下降 10.6 个百分点,较近三年同期略降 3.3 个百分点。

分国别来看,土耳其和印度本年度签约量同比大增,但总签约量较少;装运进度方面,孟加拉、印度以及中国装运进度同比降幅最大。

图表 8 2021/22 年度美棉签约装运进度



数据来源：WIND，弘业期货金融研究院

图表 9 美棉向各国累计签约及装运情况（截至 6 月 16 日当周，万吨）

| 国家 | 总签量 | 同比% | 装运 | 装运进度同比（百分点） |
|----|-------|-----|------|-------------|
| 中国 | 115.4 | -3 | 85.8 | -17.3 |

| | | | | |
|------|-------|-----|-------|-------|
| 越南 | 46.9 | -35 | 35.7 | -7.2 |
| 土耳其 | 47.9 | 49 | 30.7 | -10.9 |
| 印尼 | 10.5 | -36 | 7.1 | -8.8 |
| 巴基斯坦 | 41.6 | -12 | 31.9 | -0.08 |
| 印度 | 16 | 78 | 9.1 | -20.9 |
| 孟加拉 | 17.1 | -13 | 9.3 | -25.6 |
| 总计 | 363.7 | -5 | 262.2 | -10.6 |

数据来源：TTEB，弘业期货金融研究院

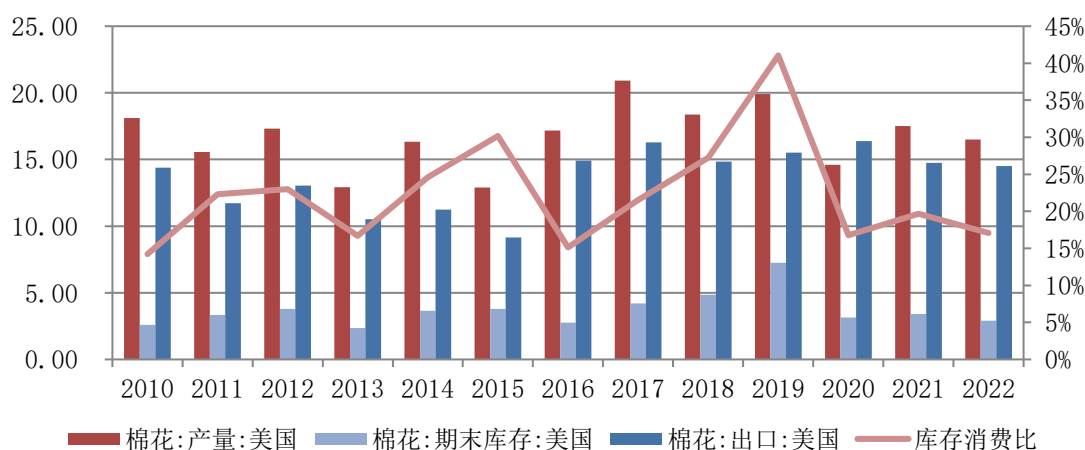
截至 6 月 16 日当周，2022/23 年度陆地棉周签约万 6.29 吨，较前一周降 27.07%，较前四周水平增 40.38%；总签售 91.18 万吨，同比增 75.31%。

2、新年度期末库存创新低

6 月份美农报告维持 2021/22 年度美国棉花产量、出口以及期末库存与上个月不变。尽管产量大幅上升、出口下降，但由于期初库存大幅下降，2021/22 年度美棉期末库存较低，为 340 万包，期末库消比同比上升 2.87 个百分点至 19.65%，处于较低位置。

根据美农 6 月份报告显示，2022/23 年度，美棉种植面积为 1223 百万英亩，同比增加 9%；由于天气因素导致弃种率较去年大幅上升 16.8 个百分点至 25.3%；单产为 867 磅/英亩。但由于收获面积的下降最终导致总产同比下滑 102 万包至 1650 万包，最终的期末库存预估仅有 290 万包，为近六年新低；期末库消比同比下降 2.59 个百分点至 17.06%，为近六年次新低。

图表 10 美棉供需概况

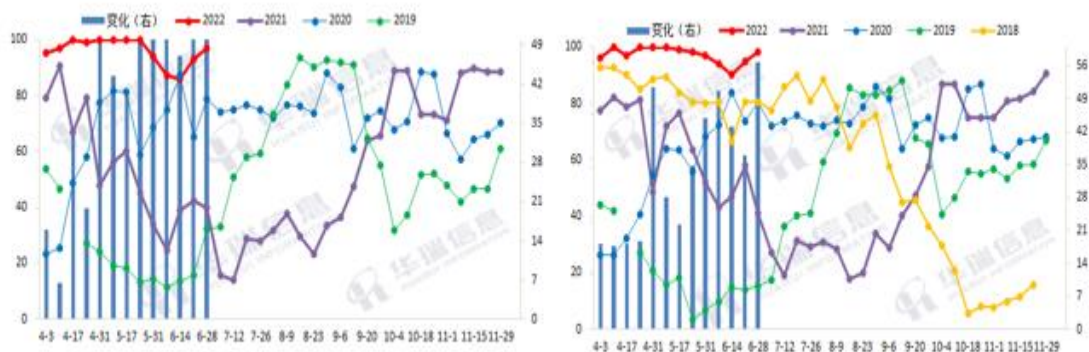


数据来源：USDA，弘业期货金融研究源

3、德州干旱天气加剧，美棉生长优良率下降

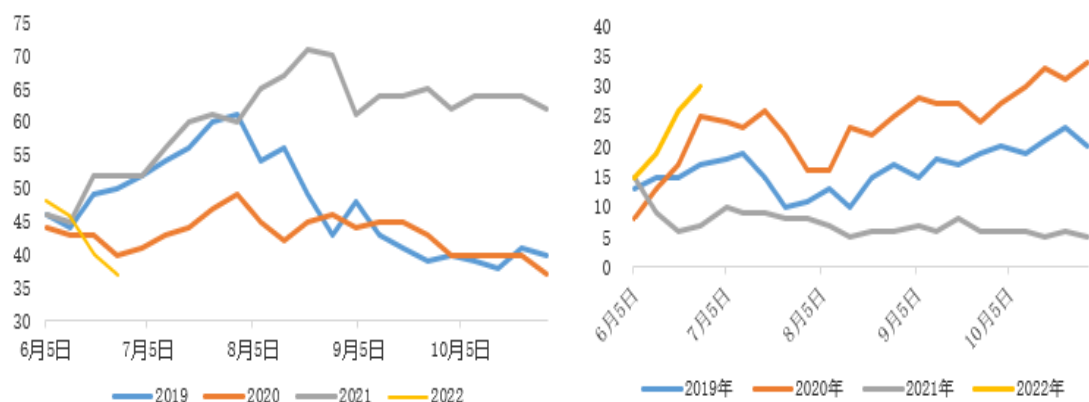
据美国天气预报显示，截至6月26日当周，德克萨斯州棉花种植区地上土壤湿度加权平均值为97%，同比增加57个百分点，连续两周环比增加，累计增幅11个百分点；地下土壤湿度加权平均值为98%，同比增加57个百分点，连续两周环比增加，累计增幅8个百分点。德州干旱状况继续恶化。

图表 11 美国德州地上和地下土壤干旱情况



图片来源：TTEB，弘业期货金融研究院

图表 12 美棉生长优良和差苗情况



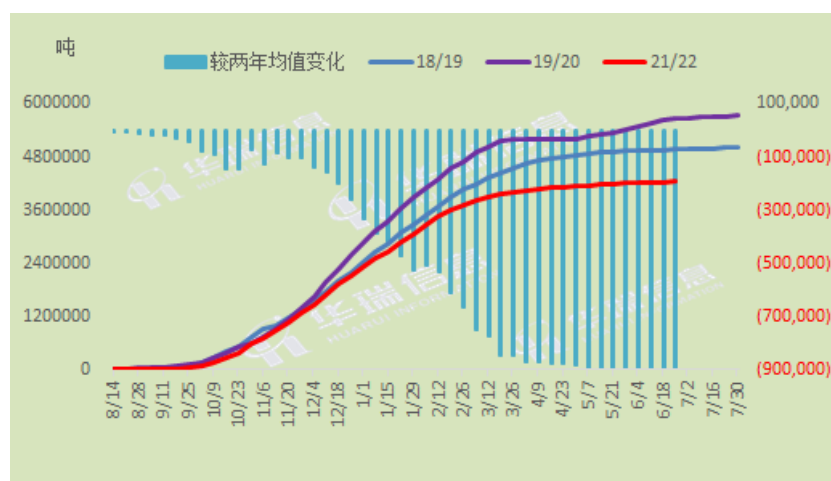
数据来源：WIND，弘业期货金融研究院

(四)、印度供需情况

1、2021/22 年度产量有继续下调的可能

据 AGM 公布的数据统计显示，截至 2022 年 6 月 25 日当周，印度棉花周度上市量 0.29 万吨，环比上一周下降 0.028 万吨，较两年均值减少约 1.75 万吨；印度 2021/22 年度的棉花累计上市量约 423.71 万吨，较两年均值累计减少约 107.3 万吨。

图表 13 印度棉花累计上市量



图片来源：TTEB，弘业期货金融研究院

根据美农报告显示，2018/2019 年度、2019/2020 年度以及 2021/2022 年度三个年度的产量分别为 2580 万包、2850 万包以及 2450 万包。通过 2018/2019 年度和 2019/2020 年度以及 2021/2022 年度和 2018/2019 年度的产差比较、累计上适量比较，印度棉本年度仍有下调的可能。

2、印度雨季推迟，总种植进度偏慢

2020/21 年度以及本年度，印度棉花需求强劲，现货价格从 2020 年 8 月份触底回升后一直呈震荡上行走势，在近年 5 月份创出 10300 卢比/砍地的历史高位。

较高的印度棉花价格吸引了更多农民种植棉花。根据印度棉花协会的预测，今年印度植棉面积将增加 12%，达到 1330 万公顷-1350 万公顷，高于去年的 1200 万公顷。扩种最明显的是古吉拉特邦，增幅达到 20%-25%。不过，目前印度北部哈亚纳邦和旁遮普邦的棉花种植面积已经结束，面积同比下降，远低于政府制定的目标，原因是播种期间供水没有保障。

据印度农业合作社和农民福利部数据显示，截至 2022 年 6 月 24 日，2022/23

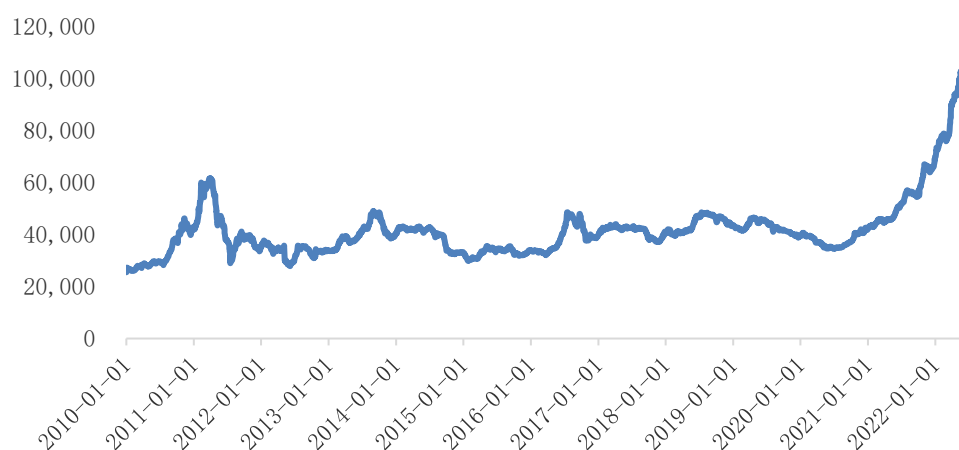
年度印度总种植面积为 318.3 万公顷,较上一年度同期降万 53 公顷,跌幅 14.3%。其中,古吉拉特邦种植面积为 558.9 万公顷,较去年同期增加 67.3%,较过去五年均值增加 6.6%;马哈拉施特拉邦种植面积为 45.3 万公顷,较去年同期下降 47.7%,较过去五年均值下降 55.8%。印度雨季推迟导致马哈拉施特拉邦棉花种植进度偏慢,

图表 14 印度棉花主产区降雨量 (mm) 及种植情况 (十万公顷)



图片来源: TTEB, 弘业期货金融研究院

图表 15 印度 S-6 棉花现货价格走势



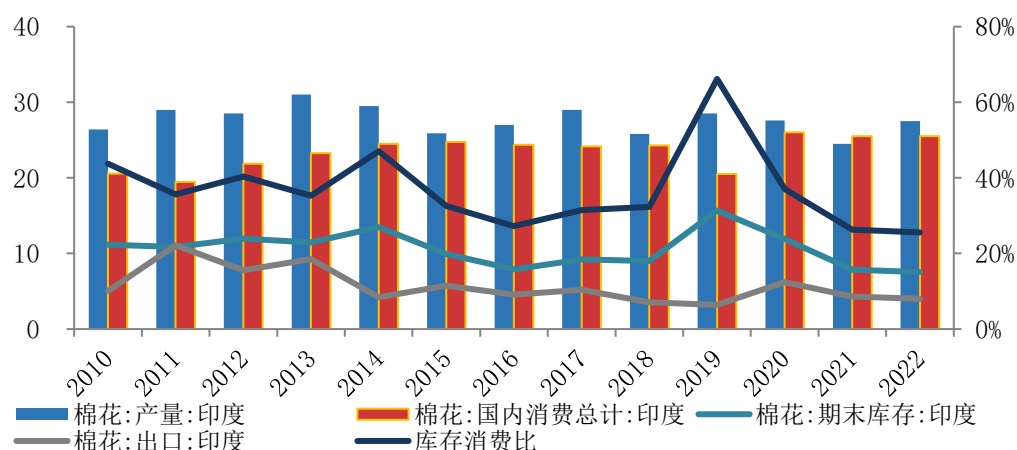
数据来源: WIND, 弘业期货金融研究院

3、新年度期末库存再创新低

据 6 月份美农报告显示,印度棉花 2022/23 年度产量预估同比增加 300 万包,

但由于期初库存大幅下降，最终期末库存同比下降 30 万包至 754 万包，处于近十五年新低。消费量与本年度持平，出口量则略降 30 万包，期末库消比同比回落 1.05 个百分点至 25.56%，创 1994/95 年度以来新低。

图表 16 印度棉花供需情况



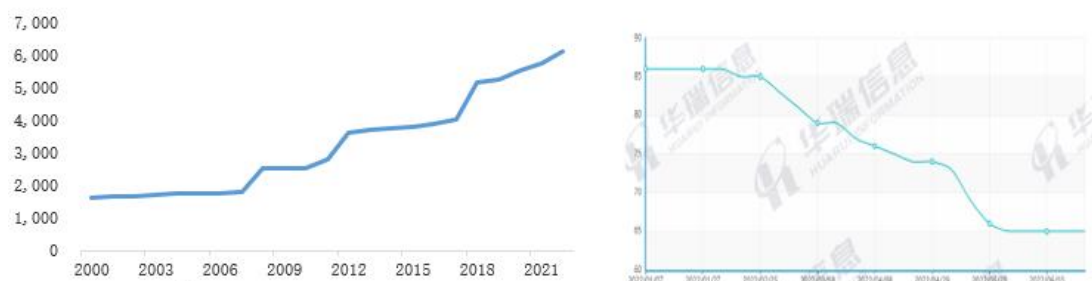
数据来源：USDA，弘业期货金融研究院

4、MSP 提价 6.2%，开工下滑

据印度内阁经济事务委员会发布的公告，2022/23 年度印度中等纤维品种的棉花 MSP 最低支持价格上涨 354 卢比，至 6080 卢比/公担，同比涨幅 6.2%。

今年以来，印度国内纺企开机率呈震荡走跌趋势，截至本周，开机率降至 65%左右，较年初下降 21 个百分点，较去年同期下降 5 个百分点，为 2020 年 8 月份（除却去年 4、5 月份疫情爆发时期）以来最低位。

图表 17 印度 MSP 价格（中纤维）走势及今年以来纺企开工情况



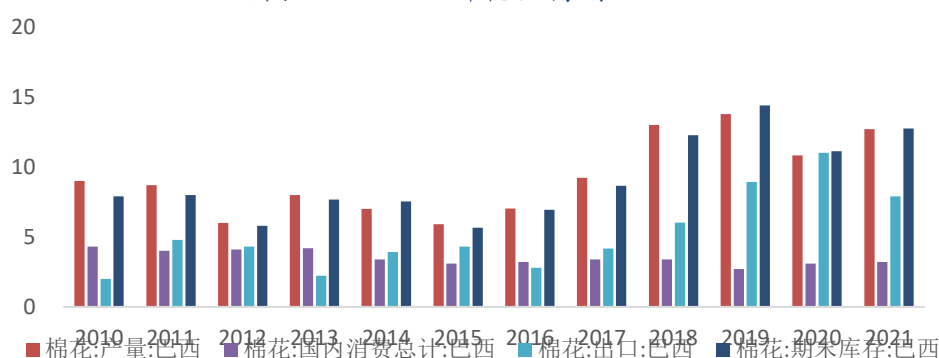
图表数据来源：WIND，TTEB，弘业期货金融研究院

(五)、巴西、澳大利亚增产可期

据 CONAB 6 月份数据显示，巴西棉产量预估为 281.84 万吨，同比增加 19.3%，

比 5 月份报告的产量下降 0.17%。USDA6 月份预测数据显示，21/22 年度棉花产量为 275.6 万吨，同比增加 17.4%。截止 6 月 25 日当周，巴西（98.5%）棉花总的收割进度为 7.4%，前一周收割进度为 4.2%，去年同期收割进度为 6.7%，较去年同期快 0.7 个百分点。

图表 18 巴西棉花供需情况



数据来源：USDA，弘业期货金融研究院

ABARES 预测，澳大利亚本年度棉花单产和种植面积可能创新高，总产量为 129.4 万吨；美农 6 月份预测，澳大利亚本年度棉花产量为 119.7 万吨，同比大幅增加 96%。

三、中国供需概况

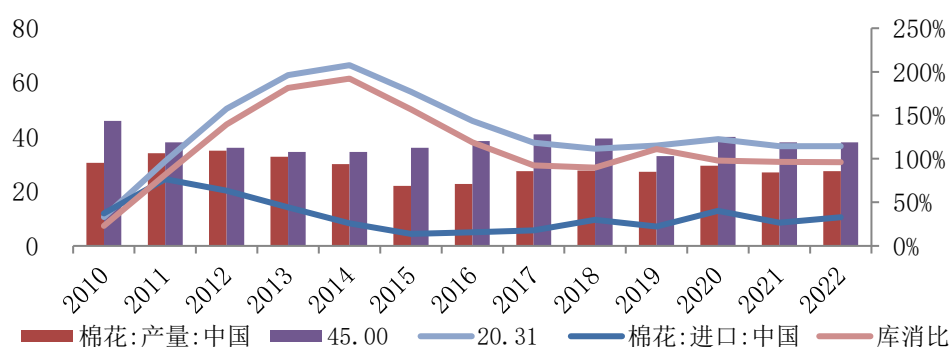
（一）、供给端

1、22/23 年度产需数据变化不大

据中国棉花协会棉农分会 4 月底调查结果显示，2022 年全国植棉面积为 4346.70 万亩，同比基本持平。其中，新疆地区植棉面积 3756.96 万亩，占全国总面积的 86.4%，占比较去年提高 1.7 个百分点；黄河流域植棉面积 294.29 万亩，同比下降 21.6%；长江流域植棉面积 251.13 万亩，同比下降 0.2%。目前为止，天气状况良好，新疆棉花生长情况良好，陆续进入蕾铃期。

据最新美农报告显示，2022/23 年度，国内棉花产量预估为 2750 万包，同比增加 50 万包；消费量预估为 3800 万包，同比持平；期初库存的下降由进口量的增加来补充，最终的期末库存预估较本年度基本持平。

图表 19 中国棉花供需情况



数据来源：USDA，弘业期货金融研究院

2、新疆棉事件长期影响，皮棉销售仅六成，商业库存高企

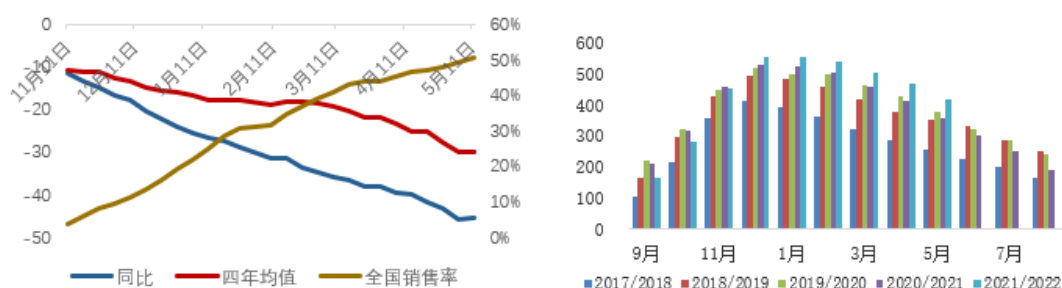
美东时间6月21日，美国海边与边境保护局依据美国国会所谓的涉疆法案，将中国新疆地区生产的全部商品均推定为强迫劳动，并禁止进口。

新疆棉事件由来已久，影响已基本弱化，但其影响时间仍将持续。

据国家棉花市场监测系统调查数据显示，截至2022年6月23日，全国销售率为62.9%，同比下降36.0个百分点，较过去四年均值下降23.3个百分点，其中新疆销售60.0%，同比下降39.0个百分点，较过去四年均值下降25.5个百分点。

截至5月底，全国棉花商业库存量为416万吨，同比下降50万吨，降幅较去年同期减少5万吨；同比上升58万吨，升幅较去年同期扩大77万吨。去年12月份以来，国内棉花商业库存一直处于近年同期最高位，且月度数据上来看，较去年同期增加的幅度亦呈扩大走势。

图表 20 皮棉销售进度缓慢，商业库存同比新高



数据来源：中国棉花网，WIND，弘业期货金融研究院

3、内外价差倒挂、进口量双降

今年以来外强内弱表现明显，导致国内外棉花价差一直呈倒挂走势，且倒挂

幅度呈加深状态。截至 6 月底，进口棉价格指数（M）1%配额港口提货价较国内 328 棉花价格指数低 4800 元/吨左右，该价差曾在 6 月下旬达到最低-6500 元/吨；进口棉价格指数（M）滑准税下港口提货价较国内 328 棉花价格指数低 4900 元/吨，该价差曾在 6 月下旬达到最低-6600 元/吨。

C32S 进口棉纱价格指数港口提货价与国内 C32S 纱线价格指数亦呈倒挂状态，且日益加深。截至 6 月底，两者价差接近-1000 元/吨，为年内最低。

图表 21 国内外棉花、棉纱倒挂



数据来源：WIND，弘业期货金融研究院

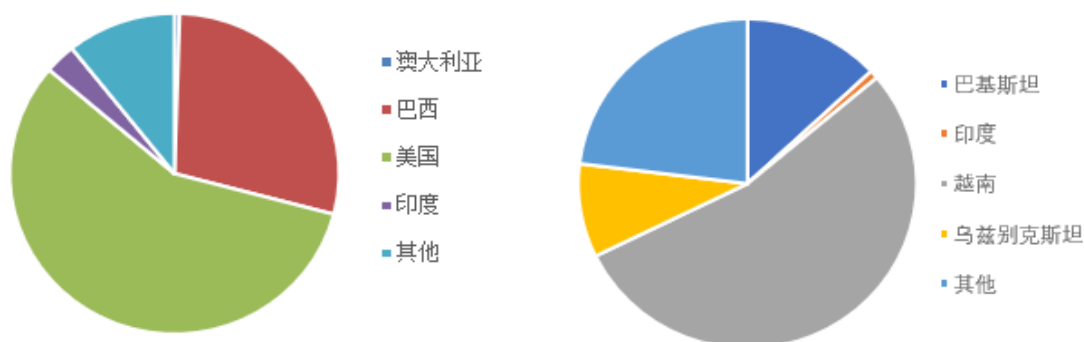
据海关数据显示，5 月份，我国进口棉花 18 万吨，环比增加 1 万吨，同比增加 1 万吨；1-5 月份累计进口棉花 98 万吨，同比下降 28.5%。从进口单价上来看，今年以来一直呈走高趋势，目前已创近年新高。5 月份，我国进口棉纱 13 万吨，环比增加 1 万吨，同比下降 4 万吨；1-5 月份，我国累计进口棉纱 63 万吨，同比下降 35.7%，进口单价走势与棉花趋同。

图表 22 棉花及棉纱进口情况



数据来源：海关总署，弘业期货金融研究院

图表 23 棉花和棉纱进口来源国情况



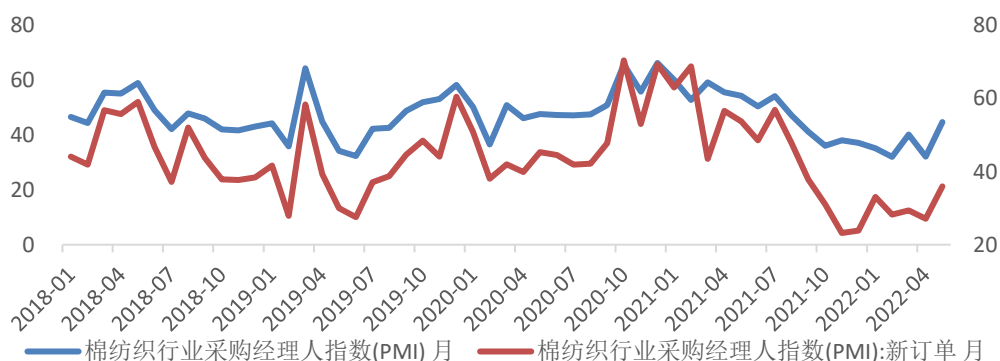
数据来源：WIND，弘业期货金融研究院

(二)、需求端

1、PMI 表现不佳，开工下降、库存上升

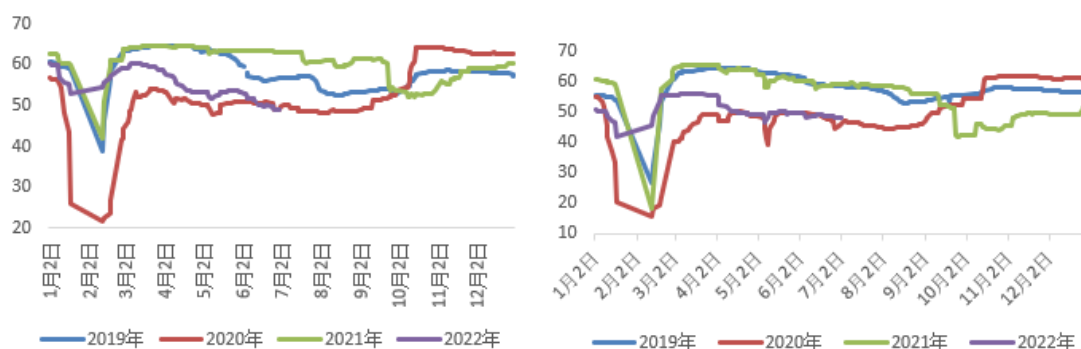
今年以来，棉纺织行业 PMI 指数一直处于近年同期最低。5 月份，棉纺织行业 PMI 指数为 44.74，环比增加 12.58，同比回落 9.56，为近三年同期最低值。其中，新订单指数为 35.96，处于近年历史较低位。3 月中旬以来，国内纱线和坯布开工负荷呈震荡回落走势，且今年基本上处于往年同期最低位（除却 2020 年），而两者库存则从 4 月份加速上升，今年以来一直处于近年同期最高位。截至 6 月底，纱线和坯布开工负荷指数分别为 48.9 和 48.3，较去年同期分别回落 14 个 11 个百分点；纱线和坯布库存分别为 34.4 天和 37.3 天，较去年同期分别上升 21 天和 22 天。

图表 24 棉纺 PMI 及新订单指数



数据来源：WIND，弘业期货金融研究院

图表 25 纱线和坯布开工负荷情况

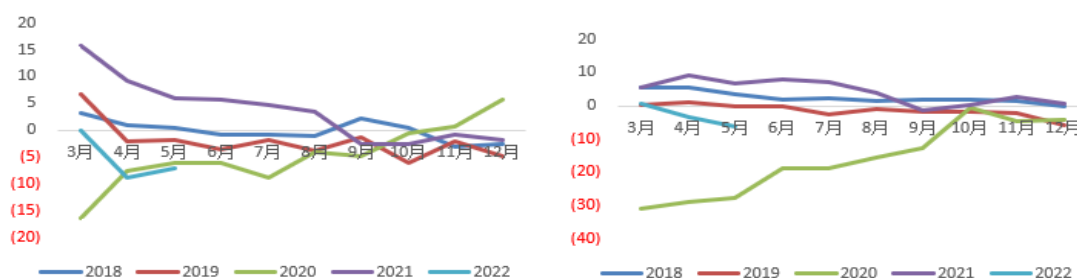


数据来源：TTEB，弘业期货金融研究院

2、纱、布产量同比下降

据有关数据统计显示，5 月份，我国纱线产量 223.3 万吨，月环比上升 1% 万吨，年同比下降 7%；今年 1-5 月份，我国累计生产纱线 1086.2 万吨，同比下降 3.2%。2022 年 5 月，我国布产量为 31.6 亿米，月环比下降 2.2%，较去年同期下降 6.2%；1-5 月，累计产布 147.6 亿米，较去年同期下降 1.3%。

图表 26 纱线和布月度产量同比情况



数据来源：WIND，弘业期货金融研究院

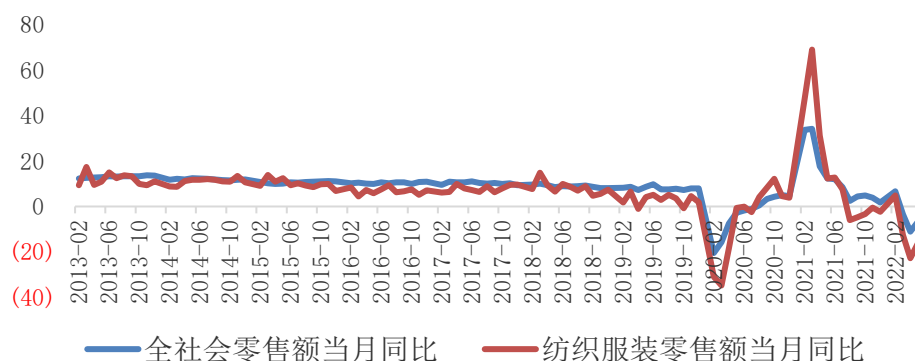
3、内销表现不佳，出口同比增长

5 月份，国内纺织品服装零售额为 958.5 亿元，同比下降 16.2%。1-5 月，国内纺织品服装零售额累计为 5093.4 亿元，同比下降 8.1%，降幅较上个月扩大 2.1 个百分点。今年以来，国内纺服零售额一直呈同比下降趋势，其中 4 月份同比降幅最大，达 22.8%。

5 月份，全社会消费品零售总额为 33547 亿元，同比下降 6.7%，降幅显著小于纺织品服装零售额的幅度，即，纺织品服装销售情况在 5 月份的同比表现劣于全社会平均值。今年 1-5 月份，全社会消费品零售额累计为 171689.3 亿元，累计同比降速为 1.5%，小于纺织服装销售额同比降速，即，今年 1-5 月份国内纺

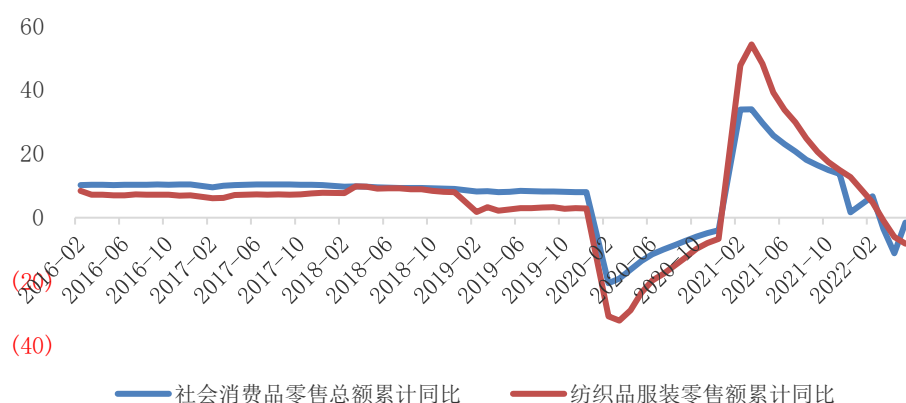
服终端销售累计零售情况差于全社会消费品累计零售情况。

图表 27 国内消费品终端销售当月同比



数据来源：WIND，弘业期货金融研究院

图表 28 国内消费品终端销售累计

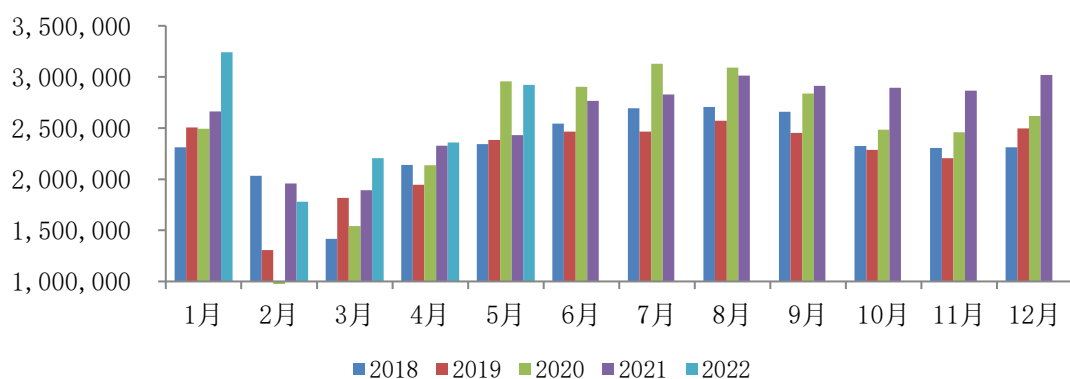


数据来源：WIND，弘业期货金融研究院

据中国海关总署最新数据显示，2022 年 5 月，我国纺织品服装出口额为 292.27 亿美元，同比增长 20.18%。其中，纺织品出口额为 140.28 亿美元，同比增长 15.71%；服装出口额为 151.99 亿美元，同比增长 24.61%。

2022 年 1-5 月，我国纺织品服装累计出口额为 1250.67 亿美元，同比增长 11.18%，其中纺织品累计出口额为 628.51 亿美元，同比增长 12.14%；服装累计出口额为 622.16 亿美元，同比增长 10.22%。

图表 29 纺织品服装出口情况

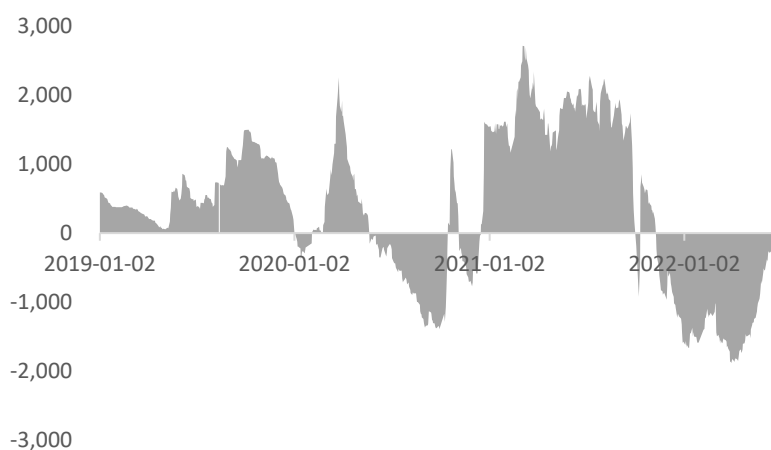


数据来源：海关总署，弘业期货金融研究院

4、纺企加工利润近期转正

年初，随这棉花价格的上涨，棉纱理论加工利润亏损幅度进一步加大，在今年4月份达到每吨亏损18000元/吨的最大亏损幅度。随着5月棉花价格的大跌，棉纱理论加工利润亏损开始收窄，到6月中旬转正。

图表 30 棉纱理论加工利润



数据来源：WIND，弘业期货金融研究院

四、行情展望

(一)、全球供给整体宽松，结构性偏紧

2021/22 年度，印度棉产量有进一步下调的可能但幅度有限；下游消费量受全球经济衰退预期影响亦有下调可能；澳大利亚和巴西等那半球新棉上市，对于本年度棉花供给偏紧局势有所缓解，但整体上印度棉和美棉本年度供需偏紧格局

不变。

根据昨日 USDA 公布的 6 月农作物实播面积报告显示，美国棉花种植面积为 1247.8 万公顷，较 2021 年播种面积增 11.26%，较 3 月意向面积增 1.99%。其中，德州实播面积为 710 万公顷，较 2021 年播种面积增 11.81%，较 3 月意向面积增 4.41%。美棉种植面积高于之前预期，从播种面积上看产量有增加的可能。天气方面，德州干旱持续，从干旱覆盖率的比较来看，目前干旱程度要比 2020 年严重，而 2020 年其中率为 32%，如果目前干旱的天气状况持续，弃种率有进一步调高的可能，面积增加对产量预估增加的利空作用将受一定程度的对冲。

印度季风雨导致印度棉花种植进度缓慢，尤其是产棉大邦马哈拉施特拉邦落后比较多。最终的种植面积仍看印度季风的情况。总体上，2022/23 年度，全球棉花供给较本年度宽松，但美国和印度棉花供给偏紧的情况仍然没有得到改善，除非后期美国德州天气配合产量有较明显改善；而印度则需要期初库存的显著调升或者消费的显著下降来改善。

（三）、消费不容乐观

欧美发达国家严重通胀，美国今年上半年已加息三次累计上调 150 个基点，市场预计 7 月份或再次加息 75 个基点。市场对全球经济衰退已有担忧，而纺织品服装作为非必需品，将受到明显的影响。

据统计，近期东南亚地区纺织品服装出口数据已有回落迹象。虽然各国出口量远超去年同期但相较上月大多出现下滑，其中孟加拉、印度环比跌幅超 10%，巴基斯坦下跌 5.6%，仅越南略高于上月水平，四国总出口金额合计跌幅达 10.3%。此为孟加拉、巴基斯坦、越南为 2022 年度首次环比下滑，印度已经是连续两个月下滑。另外，欧盟以及美国消费者信心指数将至近年低位，侧面反映后期消费不容乐观。

经济形势进一步恶化，本年度供给方面基本已成定局，整体变化不大，高估值棉价仍有进一步回落的空间。

（三）、国内供给结构性过剩，国内外价差重新定位

因美国所谓的“强迫劳动”导致国内以出口为主的企业减少了新疆棉的使用，这也是本年度国内皮棉销售缓慢的主要原因之一。因新疆棉使用量减少，国内新疆棉供给过剩，且新疆棉与地产棉以及外棉隔离，走势有所分化。国内外棉花价

差从去年 12 月份的高位震荡回落，今年 3 月份开始倒挂，6 月下旬达到年内最大-6000 元/吨的倒挂幅度。从 1%关税下进口棉价格指数与国内 328 买年华价格指数的价差来看，2015 年以来，只有 2019 年 10 月—2020 年 1 月以及 2022 年 3 月份以来发生过长期倒挂的情况，且 2019 年 10 月—2020 年 1 月期间，倒挂幅度最大仅有 500 元/吨。

国内整体供需宽松，存在结构性失衡矛盾，该矛盾不能通过产业自身来解决掉，需要政策方面的支持；需求方面，内需和外需暂难有显著拉动，尤其是内需。

宏观氛围不佳，全球以及中国纺织消费预期下滑、供给宽松，在现有基本面条件下棉价重心仍有进一步回落空间。中短期内，国内销售压力&轧花厂还贷压力问题依然存在，叠加纺织淡季，棉价易跌难涨。

关注重点：北半球主产棉区天气、全球经济预期、中美贸易关系、 涉棉政策

油脂半年报：题目：供应趋松，油脂下行

摘要：

2022 年上半年油脂市场是上涨+盘整+下跌的走势。一季度内盘棕油随马棕油走强，棕油领涨油脂，豆油跟涨。年后，受美豆上涨及国内豆油库存低、供给紧缺推动，价格上行。后面随着油厂开工率恢复，供给增加，而需求受疫情影响恢复不及预期，豆油承压回调。

对于下半年油脂行情，我们认为市场已开启下跌通道，后市以震荡下行看待。主要的判断逻辑是美国宏观经济衰退、产地供应趋于宽松及国内供需的预期改善。

美联储加息预期，宏观经济衰退风险压制商品走势，国际原油价格的回落，油脂上行压力较大。

全球油脂产量增长大于需求增长，库存回升。巴西减产被过度预期，南美大豆增产预期。美豆新作种植天气较去年同期转好，尽管 6 月底新作种植面积预期较去年同期上涨，后市美豆丰产预期。全球豆油供需结构由偏紧转为宽松。

东南亚棕榈油进入增产周期。下半年全球棕榈油产量或将明显增加。印尼棕榈油产量或将放量，其胀库问题严重，在有效缓解之前其出口加速政策在仍将延续。马来西亚进入增产周期，外籍劳工问题逐步解决，产量或同比有明显的回升。出口受印尼挤占，下半年累库预期较强。这两国出口则因主要消费国印度的食用需求和工业需求的减少而下降，东南亚棕榈油库存下半年开启增长模式。东南亚主产国棕榈油库存或将从短缺向过剩转变。

整体来看，宏观经济风险及供应端趋松是油脂下半年偏弱看待的主要逻辑，风险点在于印尼出口政策的反复及美豆种植的天气状况异常，美联储加息节奏变化、能源价格波动、俄乌局势反复。

目录

| | |
|----------------|----|
| 一、行情回顾..... | 46 |
| 二、宏观及俄乌战争..... | 47 |
| 三、油脂基本面情况..... | 49 |
| 四、行情展望..... | 65 |

一、行情回顾

总体上看，2022 年上半年油脂市场是上涨+盘整+下跌的走势。一季度内盘棕油随马棕油走强，棕油领涨油脂，豆油跟涨。年后，受美豆上涨及国内豆油库存低、供给紧缺推动，价格上行。后面随着油厂开工率恢复，供给增加，而需求受疫情影响恢复不及预期，豆油承压回调。油脂间的价差，菜豆、菜棕、豆棕持续回落。棕油基差最强。从 5 月开始，棕油相对弱势，菜棕、豆棕价差向均值回归。

上半年油脂期价走势大体分为几个时期：

1、1 月 3 日-3 月 9 日：诸多利好因素推动国内外油脂大幅走高。

1、俄乌冲突导致粮食危机，引发全球油脂供给担忧，美豆油出口增加明显，美豆油期价连续突破前期高点。2、南美大豆减产，推动美豆油期价强势上涨。3、因拉尼娜气候导致的东南亚棕油产地雨水较多，马来西亚爆发洪水，叠加劳动力短缺问题，马来棕榈油产量不及预期且持续下滑。4、印尼政府为缓解国内供应紧张，出台了 DMO 政策，自 2022 年 1 月开始限制出口，引发出口减少担忧。印尼限制棕榈油出口，推动马棕油出口增加，马棕油库存持续走低，更凸显棕油供应紧缺格局。5、美豆油、印尼棕油生物柴油需求强劲。6、国内油脂库存低。因为进口利润倒挂明显，棕榈油买船较少，库存修复缓慢。国内油脂跟随外盘油脂而动。连棕油领涨油脂。

2、3 月 9 日-4 月 7 日：国内外油脂高位震荡回落。

1、俄乌战争缓和，国际原油价格回落、国际油脂高位回落。3 月末俄乌冲突反复，国际原油期货大起大落。2、印尼产量增加，DMO 政策趋缓。印尼取消 DMO 而提高出口关税，挤占马来棕油出口，产量回升，马棕油调整幅度明显超过美豆油。3、美豆播种意向报告利空，美豆面积超预期上调，美豆油宽幅震荡。4、国内多地爆发疫情，油脂需求明显缩减，国内油脂承压调整，连棕油调整幅度最大，豆油次之。

3、4 月 8 日-4 月 29 日：国内外油脂大幅上涨

1、俄乌冲突持续，乌克兰葵花籽油出口暂停，后续出口恢复不及预期，菜籽也出口受限。南美大豆减产，全球植物油供应紧张问题持续发酵，支撑国际油脂价格。2、印尼政策反复多变，出口限制不断增加。3、马棕油 3 月产量及库存低于市场预期。4、原油价格持续上涨，美国生物柴油政策刺激美豆油需求。5、加菜籽价格的大幅走高，内盘油脂跟外盘走高，国内三大植物油轮番领涨。基本面上，国内棕榈油低库存，国家轮储菜油。

4、5 月 5 日-6 月 8 日：国内外油脂高位宽幅震荡。

1、美联储加息加速，衰退担忧，商品普跌。月初美国央行加息引发全球金融市场动荡国际油脂高位回落。2、印尼政策多变，先是暂停棕油出口一个月后恢复，进而涉及其所有植物油及其衍生品，在 5 月下旬又取消棕榈油出口禁令。马棕油市场陷入多空因素博弈中，加剧了市场震荡反复的节奏和幅度。3、马来西亚加大棕榈油出口量，但针对外来劳工短缺问题一直未能有效解决。4、原油继续走强，生柴需求高涨，欧盟生柴预期调整。5、联合国推动恢复乌克兰黑海出口，国际油脂承压。6、国内现货紧张，基差创历史纪录后回落。与之相比，

国内油脂走势整体要强于国际油脂，主要是因为高价原因，国内油脂进口倒挂明显，进口需求萎缩，因此库存恢复缓慢，低库存高基差使得内盘油脂走势偏强。

5、6月9日-至今：国内外油脂大幅回落。

1、印尼加速出口政策，加速发放出口许可、减税、增加配额等政策频出，马棕油出口环比下降，产量修复，领跌油脂。2、乌克兰出口预期向好，地缘政治支撑边际转弱。3、美联储加息预期增强，宏观经济走弱，市场对于全球经济衰退的担忧加剧，以国际原油为代表的大宗商品大幅下挫，国际油脂跟盘走低。受此影响国内油脂跟盘走低，多头恐慌性离场，大连盘棕油跌破万元后跌幅扩大。

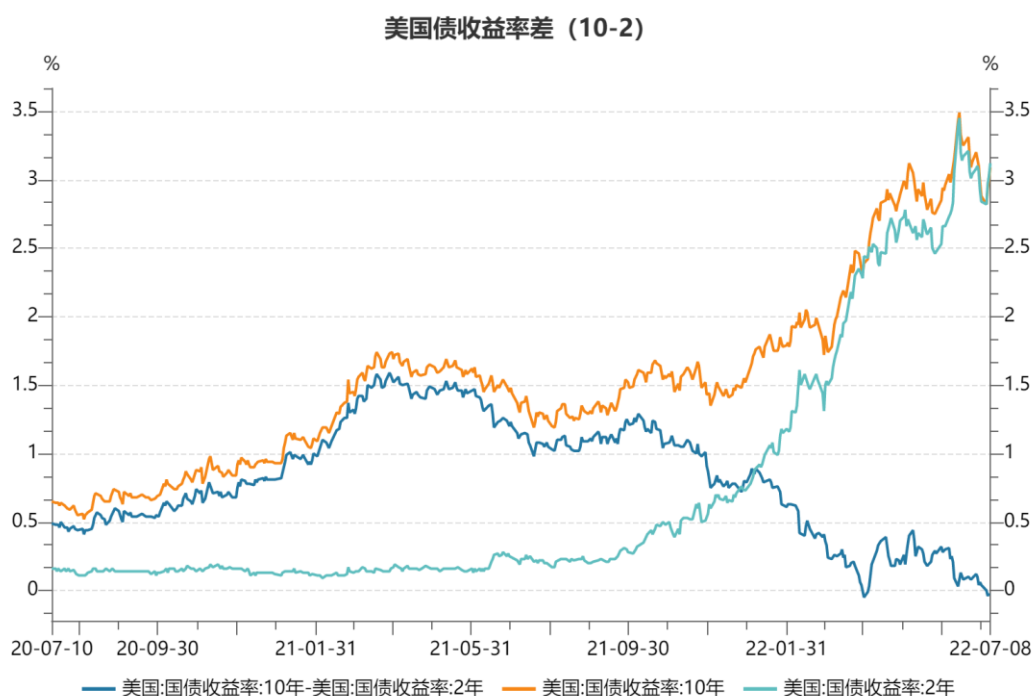
二、宏观及俄乌战争

1、宏观：美联储加息力度大，商品承压

美联储6月15日将联邦基金利率提高了0.75个百分点，是自1994年以来的最大幅度升息。主席鲍威尔在会后的新闻发布会上告诉记者，美联储可能会在7月下次会议上再次加息75个基点或50个基点，他先前宣称，在有“明确和令人信服的”证据表明通胀正在减弱之前，都将持续加息。”下半年在通胀背景下，全球加息节奏将成主旋律。

美联储从2021年开始持续收紧流动性。近期美国10-2年国债收益率差值已降为负值。金融市场面临巨大压力，经济衰退带来大宗商品的集体回落，市场空头情绪占据主导，大宗商品有见顶可能。人民币贬值压力仍存。

图1：美债收益率差



数据来源：wind，弘业期货研究院

图 2：美元兑人民币汇率



数据来源：Wind

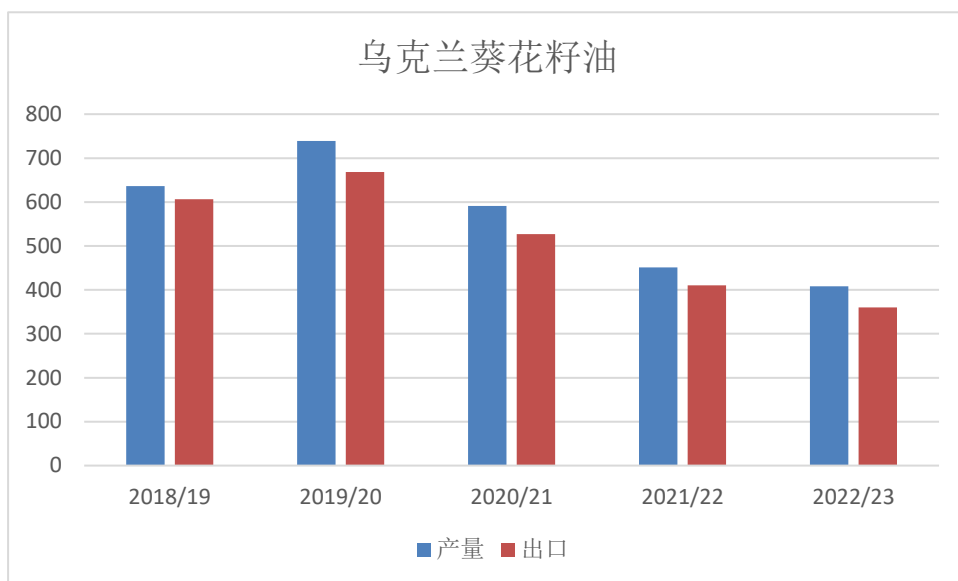
数据来源：wind，弘业期货研究院

2、俄乌战争

俄乌危机始终在影响农作物的供应问题，包括供应链和贸易政策的影响。俄乌战争导致出口大幅下降，而战争也会使乌克兰的播种受到极大干扰。乌克兰是全球最大的葵花籽生产国和葵花籽油出口国，俄罗斯也是重要的葵花籽出口国，俄罗斯和乌克兰的葵花籽油产量占全球的 56%，出口量合计有 800-1000 万吨，占全球的 70-80%。战争引发全球对粮食危机的担忧，支撑农产品价格。战争缓解情况下，市场对粮食危机的担忧大幅降温。

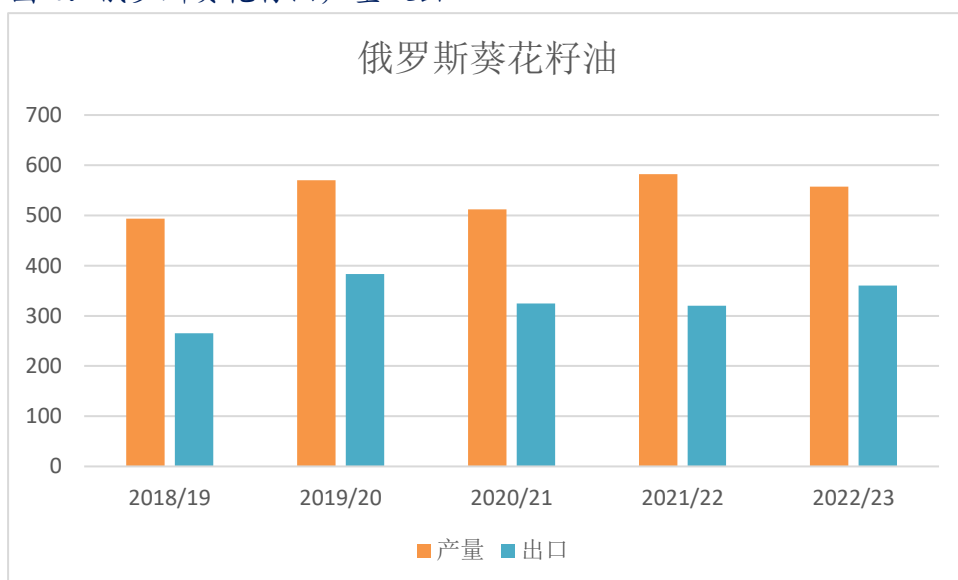
俄乌冲突对油脂市场的影响目前仍未缓解。后期俄乌局势态度的转变也将会对国际整体油脂油料总供给造成影响，尤其在当前乌克兰出口受阻，其国内油厂压榨的葵花籽已经胀库的情况下，一旦局势转好，乌克兰油脂油料可以顺利通过黑海港口正常出口，将会给与国际油料市场压力。

图 3：乌克兰葵花籽油产量及出口



数据来源: wind, USDA, 弘业期货研究院

图 4: 俄罗斯葵花籽油产量及出口



数据来源: wind, USDA, 弘业期货研究院

三、油脂基本面情况

1、全球植物油增产

2021/2022 年度菜籽油、豆油减产。2021/2022 年度全球植物油库存偏紧。2022/2023 年度豆油、棕榈油、菜籽油恢复性增产。全球植物油产量和库存将回升，供应紧张程度缓解。

USDA 最新预估 22/23 年度全球油脂产量增加 608 万吨至 2.17 亿吨，主要是集中在棕榈油产量增加 218 万吨，菜籽油产量增加 222 万吨，豆油产量增加 208 万吨。全球油脂消费增加 492 万吨至 2.12 亿吨。由于产量的增长超过需求增长，

使得全球油脂库存在 22/23 年度增加 147 万吨至 2912 万吨。库存消费比从历史低位回升。在 22/23 年度，全球油脂供给格局由偏紧向宽松转变。

图 5：全球植物油期末库存



数据来源：Wind

数据来源：wind，USDA，弘业期货研究院

1.1 大豆：供给持续转松

从供需数据来看，大豆供需实际上并不紧缺。首先是世界大豆需求、尤其是中国需求并没有多少增长；其次巴西的减产被过度预期；再次从长期看，高价极大地促进了大豆种植积极性，导致供应的增长快于需求。

1、大豆需求增长乏力

尽管美国农业部在其月度报告中不断地上调世界大豆消费量预期，但世界最大消费国中国的情况来看，大豆的需求在进入 2020/21 年度之后实际上已经增长乏力，如下表 1 和表 2。上表 1 中，USDA 六月报告中的世界 2021/22 年度产量相对五月报告进行了上调，其中世界大豆产量预估由上月的 34937 万吨上调至 35199 万吨，巴西产量也由上月的 12500 万吨上调至 12600 万吨，阿根廷产量则由 4200 万吨上调至 4300 万吨；2021/22 年度世界大豆的消费预估也是预期增长，不过消费的增长主要来自美国巴西和阿根廷，中国的消费需求则下滑。在此，需要指出的一点是美国的国内大豆消费增长最主要还是生柴用豆油的增长，其用以食用的大豆豆油二十年来一直保持总体稳定，而生柴用豆油的增长实际上一方面离不开原油价格高涨的带动，另一方面也和牛市中隐性库存的不断增长相关。

上表 2 的数据显示最主要消费国中国的需求状况，从表 2 中可看出，2020 年之后，中国的大豆进口实际上已走向下滑，同时从库存角度看，库存/进口比例越来越高，显示增加的进口部分其实转化为库存，实际的消费反而有所萎缩。

表 1：世界大豆产消库（万吨）

| | | 美国 | 巴西 | 阿根廷 | 中国 | 世界 |
|------------------|---------|-------|-------|------|-------|-------|
| 产 量 | 2020/21 | 11475 | 13950 | 4620 | 1960 | 36813 |
| | 2021/22 | 12071 | 12600 | 4340 | 1640 | 35199 |
| | 2022/23 | 12628 | 14900 | 5100 | 1750 | 39469 |
| 费 用 | 2020/21 | 6105 | 4988 | 4741 | 11274 | 36385 |
| | 2021/22 | 6347 | 5175 | 4746 | 10872 | 36465 |
| | 2022/23 | 6478 | 5235 | 4825 | 11559 | 37744 |
| 期 末 存 库 | 2020/21 | 699 | 2940 | 2506 | 3116 | 9989 |
| | 2021/22 | 558 | 2186 | 2065 | 3074 | 8615 |
| | 2022/23 | 761 | 3076 | 2350 | 3156 | 10046 |

数据来源：wind，USDA，弘业期货研究院

2、巴西减产被过度预期

在巴西大豆实际收获完成后，无论美国农业部还是巴西国内机构均对其产量预估进行了一些上调，说明了此前的干旱减产预期过度；巴西的产量在后期仍存在进一步上调的可能。

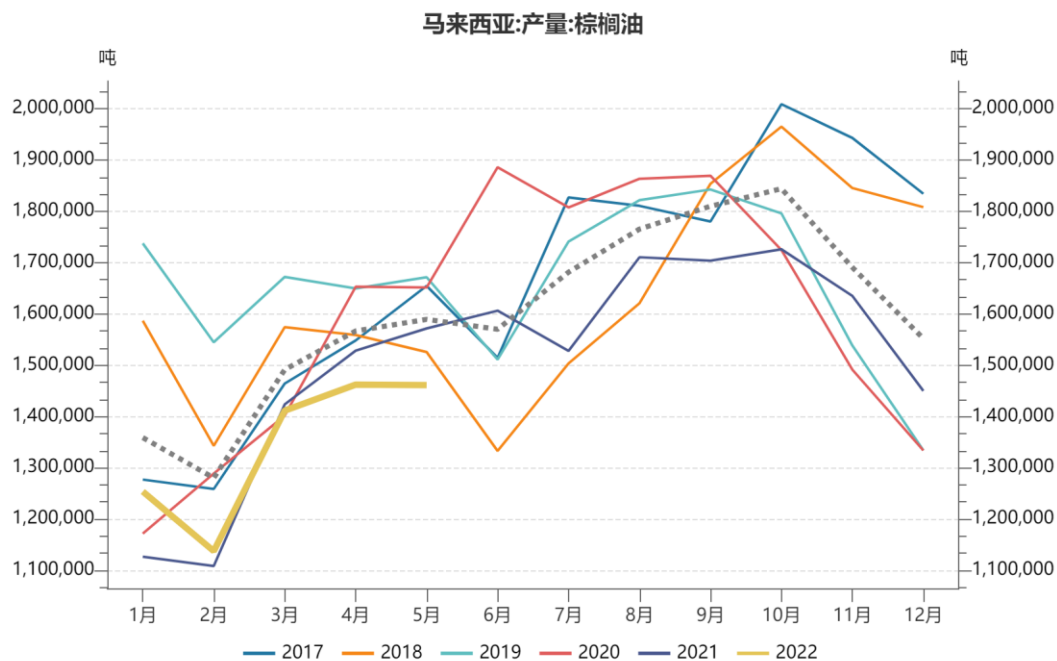
3、高价促进了大豆种植面积

再次，从供应角度看，2020 年以来的大豆高价实际上大大促进了世界大豆的种植积极性，尤其是美国和巴西，两国的大豆种植面积都快速扩张，2022/23 年度，两国的种植面积均创历史最高纪录，其中，美豆种植面积预期 9100 万英亩，巴西种植面积预期 4200 万公顷，连续十六年增长。大豆种植面积的大幅增长，促进了世界大豆的供应也增长，使得 2022/23 年度的大豆产量预期达到近 4 亿吨。

下半年需要重点关注天气对产区的影响，下半年为北半球油籽作物的种植季，尤其在 7-9 月是主要油籽作物大豆及油菜籽的生长关键期，对天气的反应将表现的更加敏感。从节奏看，9，10 月份前，拉尼娜年份，天气炒作预计将反复。美豆新作增产概率较大，且南美接过增产接力棒后，全球豆类市场步入供需持续转松过程。预计豆油将延续弱势。

1.2 马来西亚棕榈油：季节性增产，库存预计走高

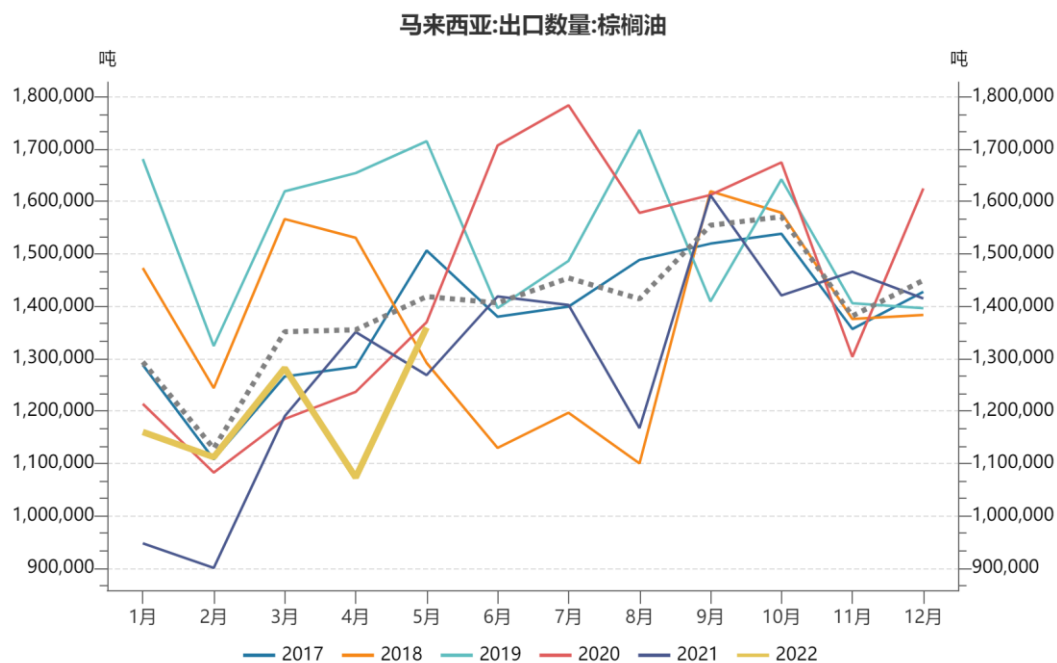
图 6：马来西亚棕榈油产量



数据来源：Wind

数据来源：wind, MPOB, 弘业期货研究院

图 7: 马来西亚棕榈油出口

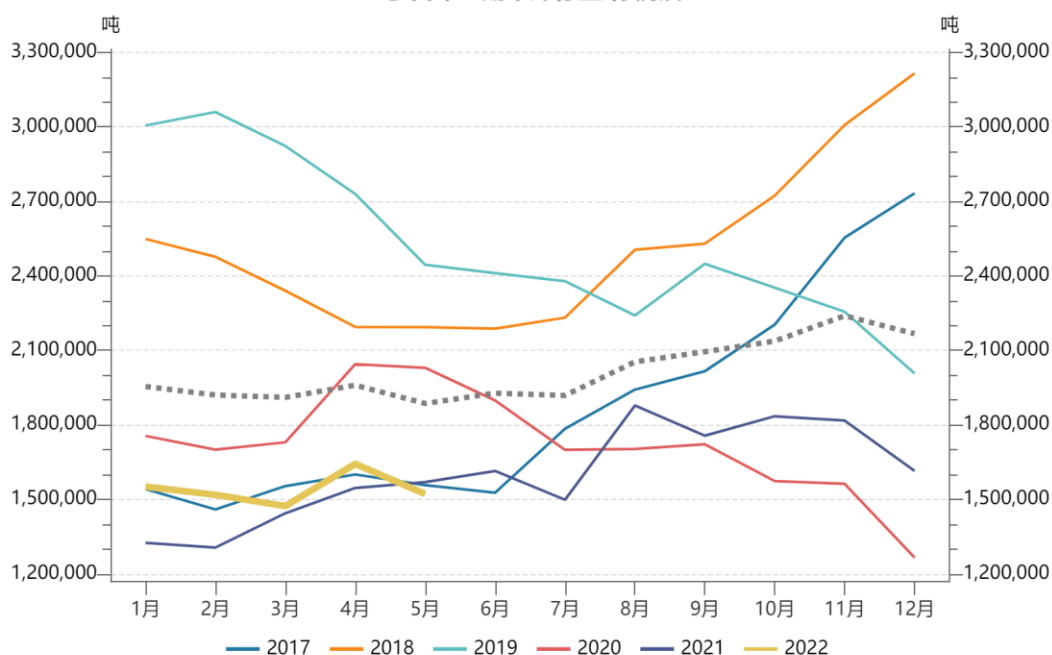


数据来源：Wind

数据来源：wind, MPOB, 弘业期货研究院

图 8: 马来西亚棕榈油库存

马来西亚:期末库存量:棕榈油



数据来源: Wind

数据来源: wind, MPOB, 弘业期货研究院

棕榈油产量和库存进入季节性上升周期, 预计产量同比提高。马来西亚棕榈油局(MPOB)月度供需报告显示: 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%)。

虽然当前库存依然处于相对低位水平, 6 月马棕库存预计走高。马来西亚南部棕果厂商公会(SPPOMA)数据显示, 6 月马来西亚棕榈油产量环比增加 5.1%, 其中鲜果串(FFB)单产环比增加 3.89%, 出油率(OER)环比下降 0.23%。根据独立检验机构 AmSpec 公布数据显示, 马来西亚 6 月棕榈油出口量为 1179545 吨, 较 5 月出口的 1361634 吨减少 13.4%。根据船运调查机构 SGS 公布数据显示, 马来西亚 6 月棕榈油出口量为 1230997 吨, 较 5 月出口的 1329186 吨减少 7.4%。根据船运调查机构 ITS 公布数据显示, 马来西亚 6 月棕榈油出口量为 1268523 吨, 较 5 月出口的 1415569 吨减少 10.4%。按照目前产量和出口变动幅度, 预估 6 月底期末库存消费在 114.00%。

由于当前马来西亚劳工问题依然未能得到有效缓解, 市场普遍认为 2022 年下半年产量或与 2021 年同期持平。不过印尼驻马来西亚大使表示, 马来西亚将在 6 月 22 日接收自重新开放边境以来的首批印尼工人, 这有助于逐步缓解长期困扰马来西亚种植园的劳动力短缺问题。可见 2022 年下半年整体劳工问题会明显好于去年同期水平。2021 年 7-9 月月均产量在 165 万吨左右。考虑到劳工或好于 2021 年同期, 比照双拉尼娜天气下 2012 年下半年 7-9 月同比环比 12% 的月均增幅, 2022 年 7-9 月月均产量或在 170-175 万吨。可见后期马棕油产量恢复增幅加快。

1.3 印尼棕榈油：出口政策一波三折，胀库严重

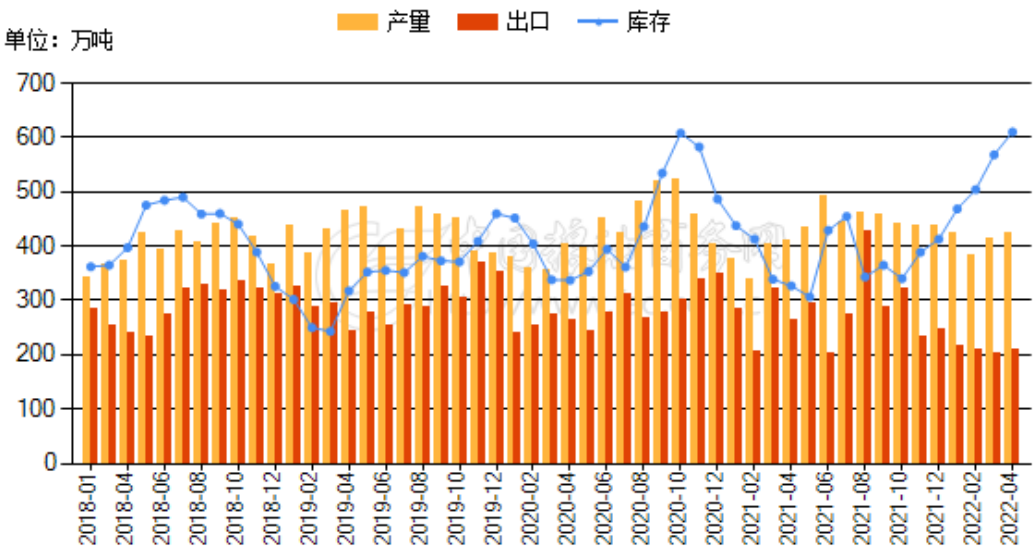
表 2：印尼棕榈油产量库存消费

| 月份 | 期初库存 | 产量 | | | 进口量 | 出口量 | | | | 消费量 | | | | 期末库存 |
|-----------|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----|-----|-----|------|----|-----|------|
| | | 棕榈油 | 棕榈油 | 合计 | | 棕榈油 | 棕榈油 | 其他 | 合计 | 食用 | 生物柴油 | 其他 | 合计 | |
| 21 年 11 月 | 340 | 37 | 401 | 438 | 1 | 180 | 12 | 0 | 192 | 67 | 72 | 9 | 148 | 389 |
| 21 年 12 月 | 389 | 38 | 398 | 436 | 1 | 208 | 14 | 3 | 225 | 71 | 78 | 8 | 157 | 413 |
| 22 年 1 月 | 413 | 37 | 386 | 423 | 1 | 176 | 10 | 2 | 188 | 9 | 72 | 8 | 151 | 469 |
| 22 年 2 月 | 468 | 33 | 351 | 383 | 1 | 171 | 8 | 0 | 179 | 9 | 71 | 8 | 138 | 504 |
| 22 年 3 月 | 505 | 37 | 378 | 415 | 1 | 161 | 7 | 4 | 172 | 4 | 70 | 8 | 151 | 568 |
| 22 年 4 月 | 568 | 37 | 388 | 426 | 1 | 169 | 7 | 2 | 178 | 1 | 76 | 8 | 175 | 610 |

数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

图 9：印尼棕榈油月度供需

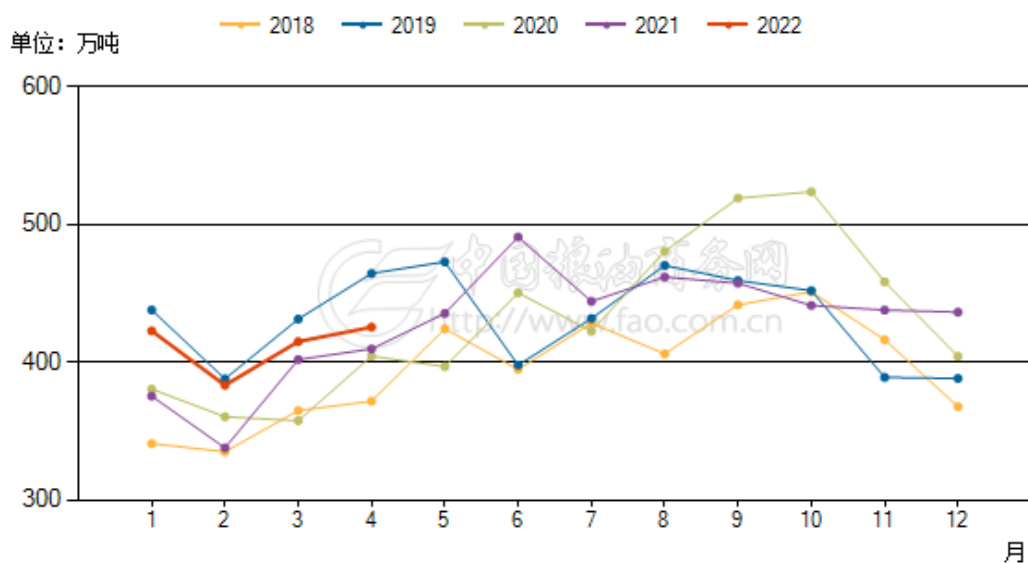
GAPKI：2018年至2022年4月印尼棕榈月度供需平衡走势图



数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

图 10：印尼棕榈油产量

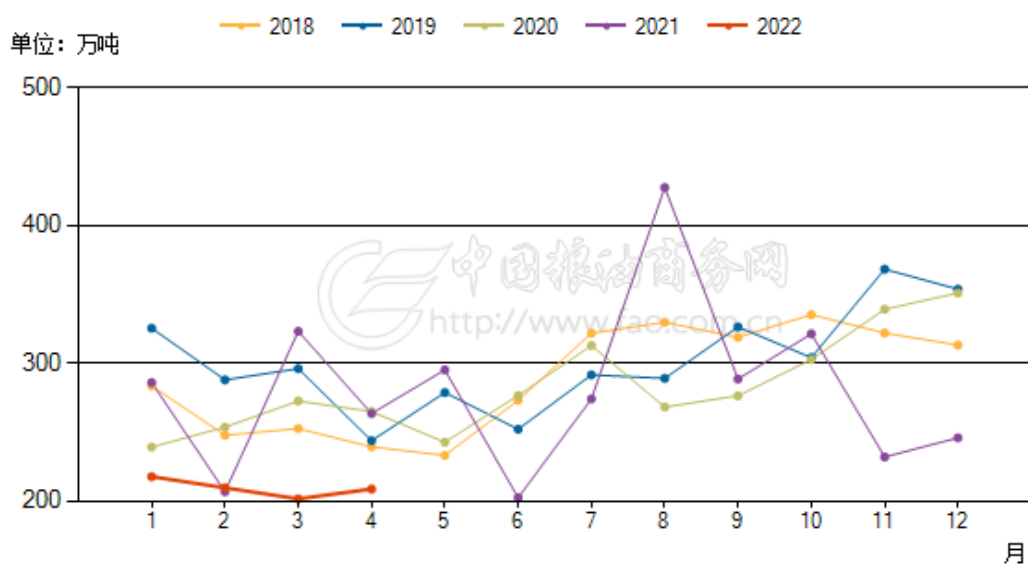
GAPKI：2018年至2022年4月印尼棕榈油产量年度对比图



数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

图 11：印尼棕榈油出口

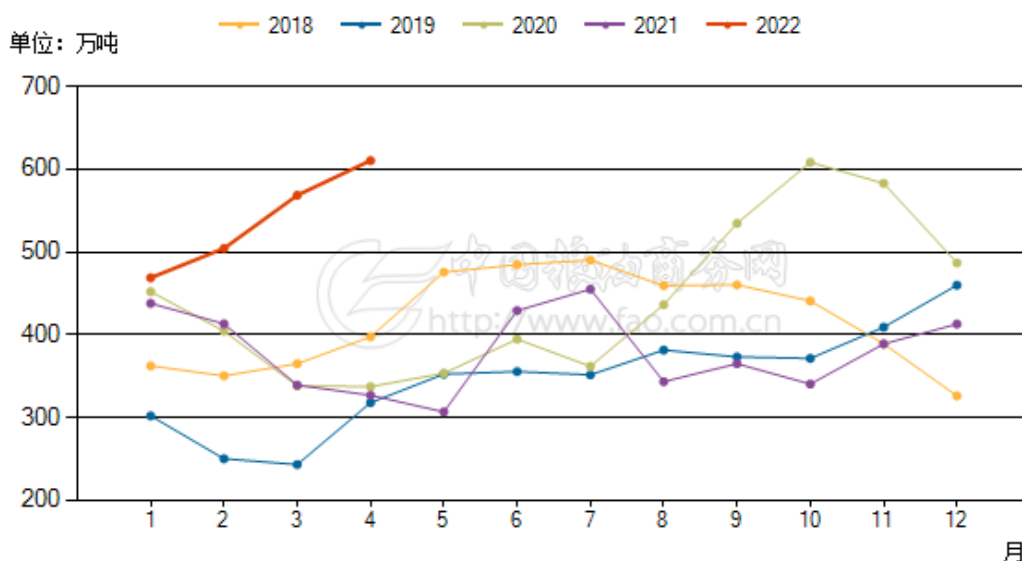
GAPKI：2018年至2022年4月印尼棕榈油出口年度对比图



数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

图 12：印尼棕榈油库存

GAPKI：2018年至2022年4月印尼棕榈油库存年度对比图



数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

印尼棕榈油协会(GAPKI)发布的数据显示,2022年4月印尼棕榈油及棕仁油产量为426万吨,棕榈油和棕仁油出口量为209万吨,国内的累计消费量为175万吨。截止到4月末棕榈油及棕仁油库存总量为610万吨,创下历史新高。

印尼通常每月出口250到300万吨棕榈油。而最新公布的出口数据4月印尼棕榈油出口仅为209万吨,降幅20%。上半年出口处于相对低位水平。目前出口数量与此前月均250万吨仍有一定的差距。

下半年印尼棕油出口加速恢复,截至6月22日,印尼发放出口许可证合计150万吨。预计缓解全球油脂市场供应紧张状况。给棕油市场带来压力。目前市场受此利空影响顺畅下跌。

前期作为全球最大的棕榈油产出供给国,印尼在棕榈油上不断变化的限制出口措施显著的影响了全球棕榈油的供给,让本已偏紧的全球油脂贸易流越发紧张。并且由于全球棕榈油贸易占据了全球油脂贸易的一半左右,棕榈油供给的变化对全球植物油价格均造成了明显影响。由于前期的限制,进入6月份,印尼棕榈油出口严重受阻叠加当地棕榈油增产期,当前印尼棕榈油库存正面临着胀库的压力,在胀库压力下,为了消化库存、增加财政收入,印尼棕榈油出口政策发生逆转,开始大量发放DMO出口许可、实施出口加速计划、出口税进行调降、调整DMO比例,意在增加国内棕榈油出口进程。全球棕榈油价格上方压力较强,后市印尼的具体库存变化和胀库导致的产量损失情况将成为植物油市场关注的重点。

出口加速政策有延续时间较长可能,但与此同时需要关注,此前印尼禁止棕油出口所要解决的其国内植物油价格高企问题尚未解决。在这个背景之下,印尼出口政策仍存在反复不定的可能。

目前由于印尼运力可能略显紧张,随着运力的恢复,印尼棕榈油出口或将出现集中出货的局面。这将对马棕油出口有较大冲击,从最新检验机构预估,6月前20日马棕油出口环比降幅在10%-17%不等。马棕油出口忧虑增加。

1.4 印度：油脂需求回升

作为全球油脂消费和进口大国，为平抑国内物价，印度从 2021 年 8 月不断下调油脂进口关税。印度最近一次 12 月 21 日，下调毛棕油进口关税至 5%，有效期至 2022 年 9 月 30 日。印度进口关税，毛棕 5%，毛豆油 5.5%，毛葵油 5.5%，精炼棕油 13.75%。

印度关税下调意在刺激油脂进口增长，但进口利润被不断上涨产区报价侵蚀，高价抑制需求。根据印度萃取协会 (SEAI) 的数据显示：5 月印度进口：油脂 106 万吨，环比 16.48%，同比-15.06%。其中葵油进口 11.8 万吨，环比 118.52%；豆油进口 37.3 万吨，环比 36.63%；棕油进口 40.9 万吨，环比-1.20%；毛棕榈仁油进口 0.4 万吨，环比-47.5%；精炼 24 度进口 10 万吨，环比-33%；非食用油进口 5.5 万吨（4 月为 1.2 万吨），环比 358.33%。

表 3：印度棕榈油进口

| 2021.11-2022.5 植物油进口量(吨) | | | | | | | |
|--------------------------|-----------|--------|---------|-----------|--------|---------|--------|
| 年月 | 2021-2022 | | | 2020-2021 | | | 同比 (%) |
| | 食用 | 非食用 | 总计 | 食用 | 非食用 | 总计 | |
| 2021-11 | 1088823 | 34924 | 1123747 | 1083329 | 19570 | 1102899 | 1.89 |
| 2021-12 | 1216863 | 9823 | 1226686 | 1328161 | 28424 | 1356585 | -9.58 |
| 2022-01 | 1251926 | 18802 | 1270728 | 1084635 | 22034 | 1106669 | 14.82 |
| 2022-02 | 983608 | 36389 | 1019997 | 796568 | 42039 | 838607 | 21.63 |
| 2022-03 | 1051698 | 52872 | 1104570 | 957633 | 22610 | 980243 | 12.68 |
| 2022-04 | 900085 | 11761 | 911846 | 1029912 | 23435 | 1053347 | -13.43 |
| 2022-05 | 1005547 | 55869 | 1061416 | 1213142 | 36506 | 1249648 | -15.06 |
| 合计 | 7498550 | 220440 | 7718990 | 7493380 | 194618 | 7687998 | 0.40 |

数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

此前进口负利润抑制需求，印度国内油脂库存偏低；随着产区报价下调，进口利润打开，印度进口需求预计有所回升。2022 年 5 月底，印度国内油脂库存总计 224.9 万吨，其中渠道库存 176.5 万吨，港口库存 48.4 万吨。

表 4：印度植物油库存

| 2022 年 05 月植物油进口库存量概况(吨) | | | | | | | |
|--------------------------|-------------|---------|--------|------------|-------------|--------|------------|
| 进口 库存 | 22 年 5 月 | 4 月 | 增减 | 环 比 (%) | 21 年 5 月 | 增减 | 同 比 (%) |
| 港口 库存 | 484000 | 416000 | 68000 | 16.35 | 570000 | -86000 | -15.09 |
| 渠道 库存 | 1765000 | 1820000 | -55000 | -3.02 | 1339000 | 426000 | 31.81 |
| 总库 存 | 2249000 | 2236000 | 13000 | 0.58 | 1909000 | 340000 | 17.81 |

数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

2、国内供需

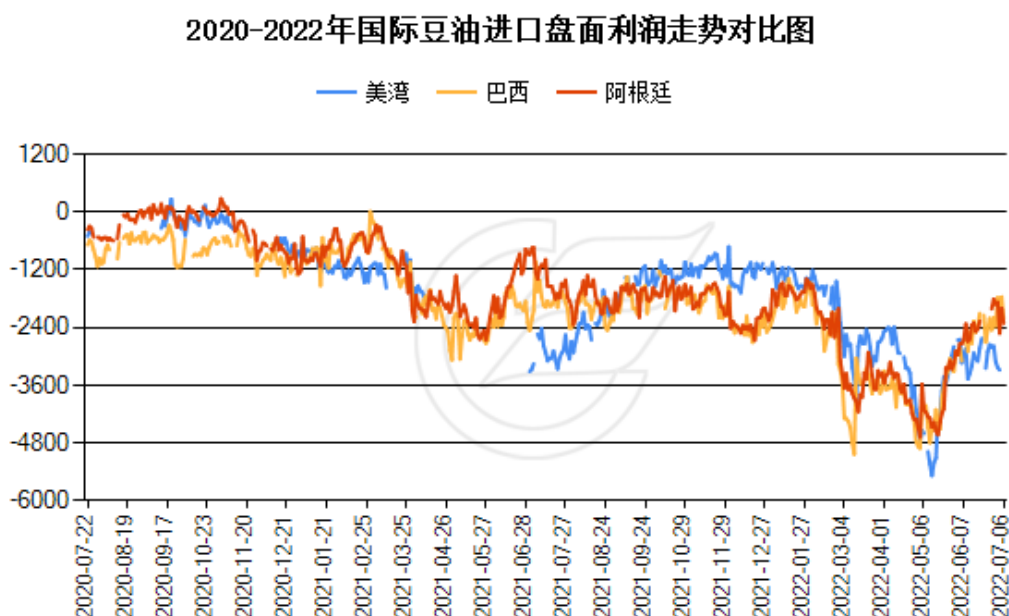
2.1 消费需求预计回升

2022 年上半年我国油脂消费大幅下滑，截止到 5 月，我国 2022 年 1-5 月三大植物油消费量仅为 765 万吨，去年同期为 1053 万吨，同比下降 27%。即便是 2020 年同期油脂消费也在 944 万吨。可见 2022 年国内油脂整体消费相当低迷，造成低迷的原因，一方面来自与国内三大植物油价格的高企，尤其是曾经最便宜的棕榈油价格飞涨。另一方面，国内 3 月份以来的不断出现的疫情，导致餐饮消费重挫。从餐饮消费收入来看，3-5 月累计餐饮收入同比降幅在 20%，这与国内油脂消费降幅相当。进入 5 月以后，伴随着国内餐饮行业的回暖，国内油脂消费略有回升，环比从负转正。可见尽管比去年同期整体消费依然疲软，但是从数量来看，油脂消费开始从低谷略有回升。

按照国家粮油信息中心预估来看，21/22 年度我国植物油消费同比下降 5.9%，从季节性规律来看，一般而言三、四季度逢十一、中秋、元旦油脂需求均有增加。可见对于下半年国内油脂需求存有相对乐观预期。

1.1 油脂进口

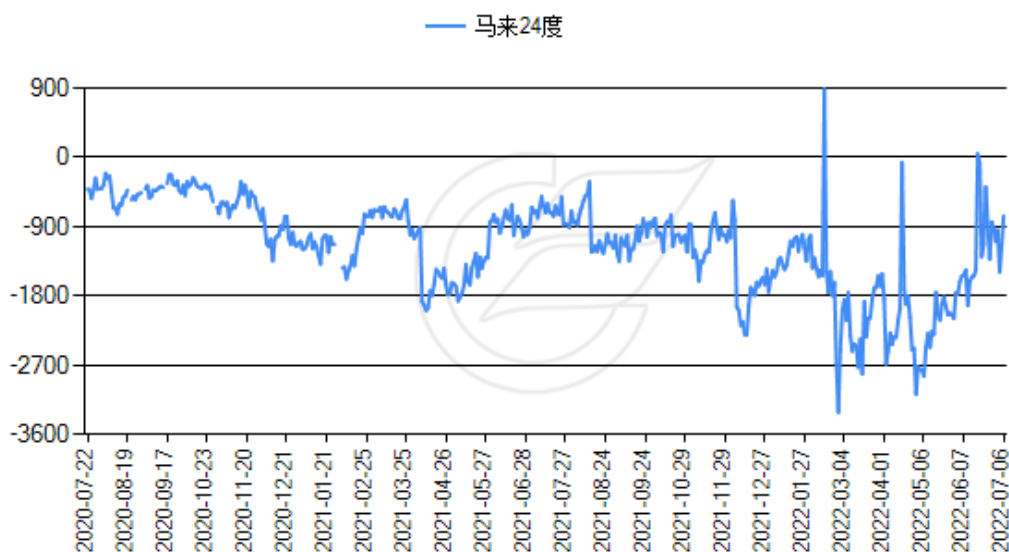
图 13：豆油进口利润



数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

图 14：马棕进口利润

2020-2022年国际棕榈油进口盘面利润走势对比图



数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

2022 年中国油脂进口利润多亏损，限制进口增长。近期随着产区报价回落，进口利润有所好转。2022 年 7 月 6 日油脂进口利润仍偏低，豆油约-1800 元/吨，棕油约 1800 元/吨。

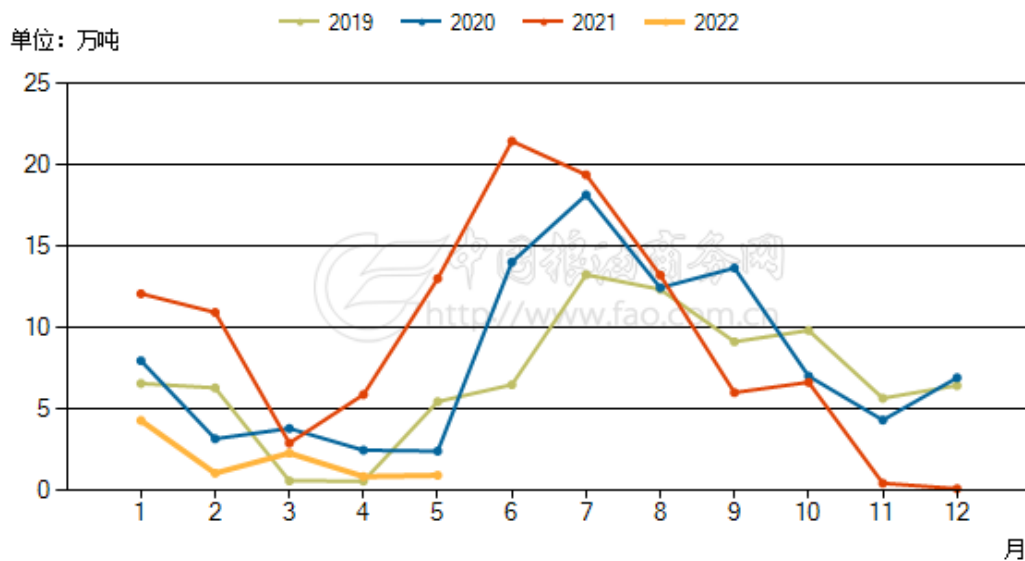
油脂成本传导性强，尤其棕油，中国作为进口国，是价格接受者。预计随着产区库存回升，马棕油价格回落，带动国内油脂板块价格偏弱运行。

棕油进口利润打开，豆油进口利润回升，后市采购有所回暖，植物油进口量预期增加。

国内贸易商于二季度将新增 8~10 船买船。

图 15：豆油进口（海关）

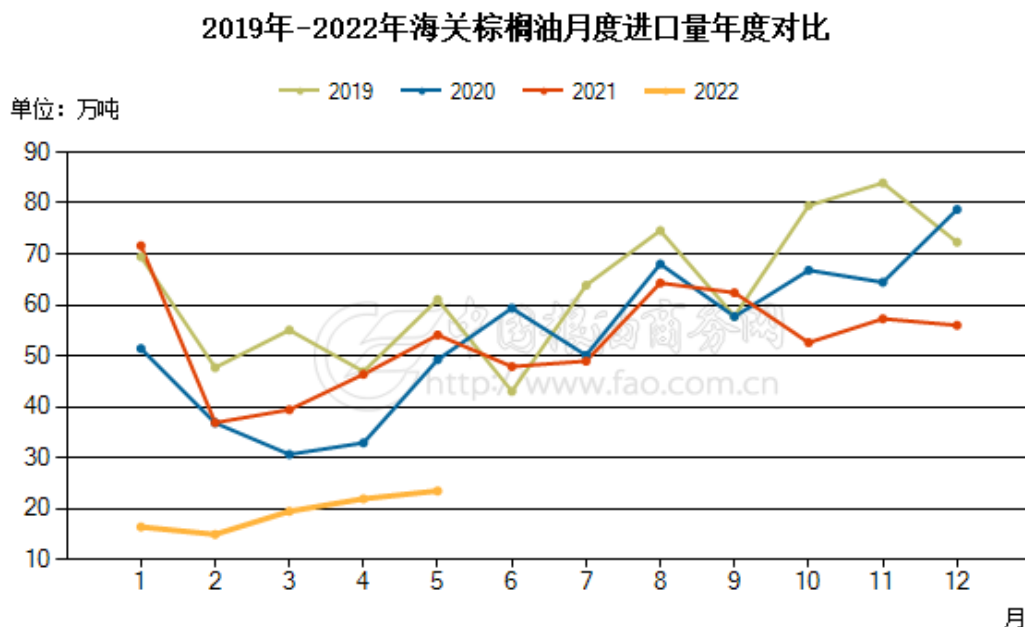
2019年-2022年海关大豆油月度进口量年度对比



数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

海关数据显示，2022 年 1-5 月大豆油进口总量为 93971.69 吨，较上年同期累计进口总量的 447856.46 吨，减少 353884.77 吨，同比减少 79.02%。

图 16：棕榈油进口



数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

2022 年 1-5 月棕榈油累计进口总量为 96.03 万吨，较上年同期累计进口总量的 248.31 万吨，减少 152.28 万吨，减少了 61.33%。2021/22 年度(10-5 月)累计进口总量为 261.89 万吨，较上年度同期累计进口总量的 458.31 万吨，减少 196.42 万吨，减少了 42.86%。

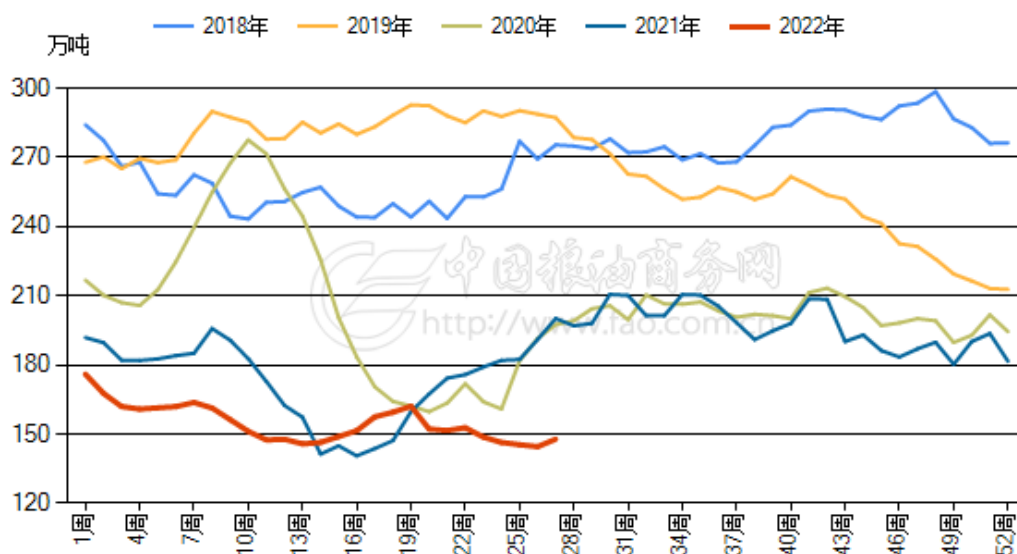
2022 年 5 月棕榈油进口总量为 23.44 万吨，为今年最高。5 月棕榈油进口量较上年同期的 54.08 万吨减少了 30.64 万吨，减少 56.66%。较上月同期的 21.89 万吨增加 1.55 万吨。

1.2 油脂库存

据中国粮油商务网显示，截至 2022 年 7 月 4 日(第 27 周)，全国重点地区豆油商业库存约 103.18 万吨。全国重点地区食用棕榈油商业库存约 20 万吨。全国重点地区菜籽油商业库存约 25 万吨。豆油库存缓慢上升。棕榈油库存最为紧张。

图 17：油脂库存

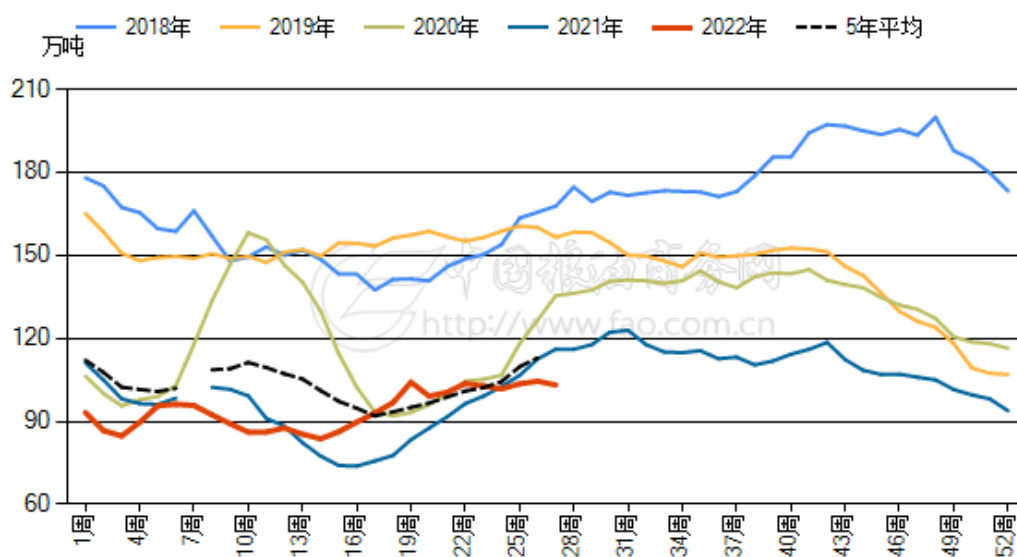
2018-2022年27周国内三大油脂周度库存走势对比



数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

图 18：油厂豆油库存

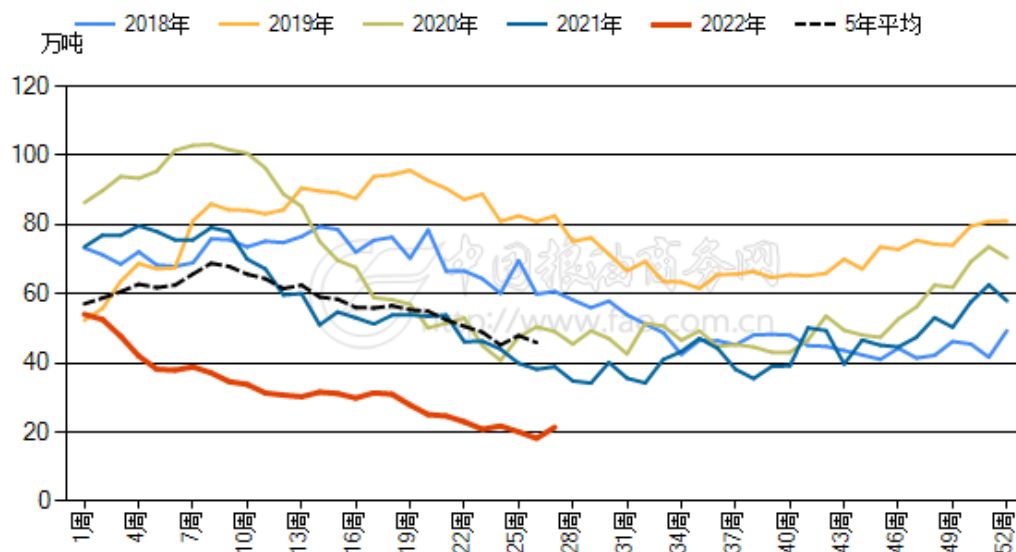
2018-2022年第27周全国油厂豆油周度库存对比



数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

图 19：棕榈油库存

2018-2022年第27周全国棕榈油周度库存对比

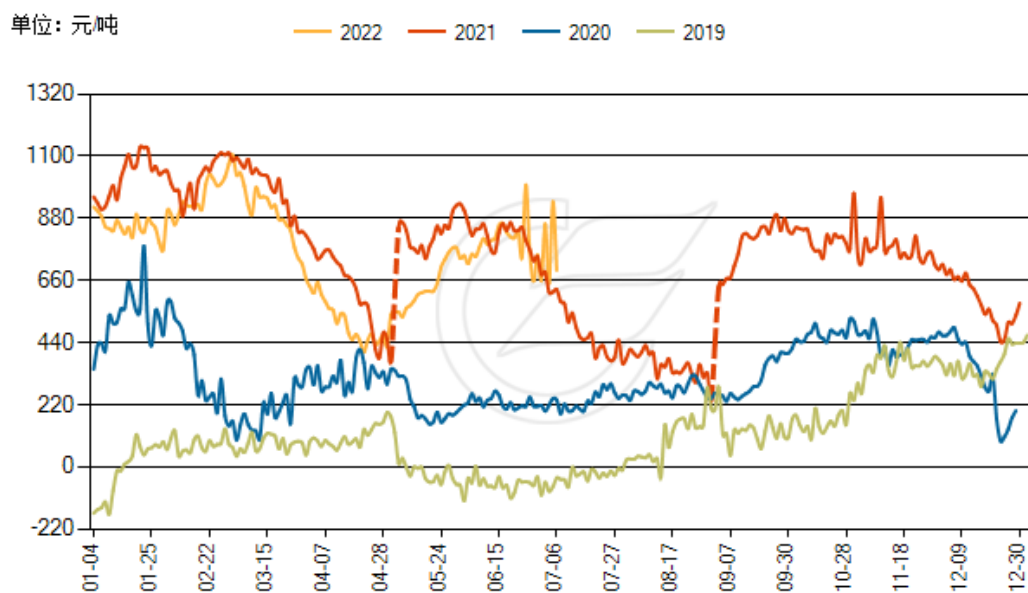


数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

1.3 油脂基差

图 20：豆油基差

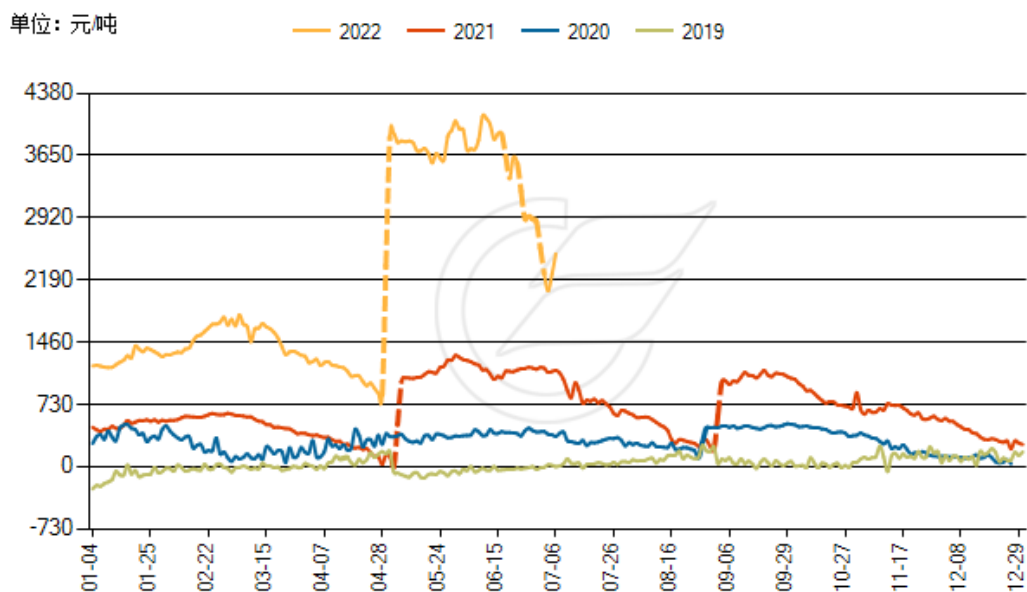
2019-2022年进口压榨一级豆油基差年度走势对比图



数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

图 21：棕榈油基差

2019-2022年进口24度棕榈油基差年度走势对比图



数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

截止7月8日，江苏地区油厂一级豆油基差报 Y2209+406 元。广东地区 24 度棕榈现货基差报 P2209+2057 元。油脂仍然面临基差回归问题

下半年，国内棕榈油或将面临供、需、库均呈现增加的局面，高企的基差会将大幅回落。

1.4 豆棕价差

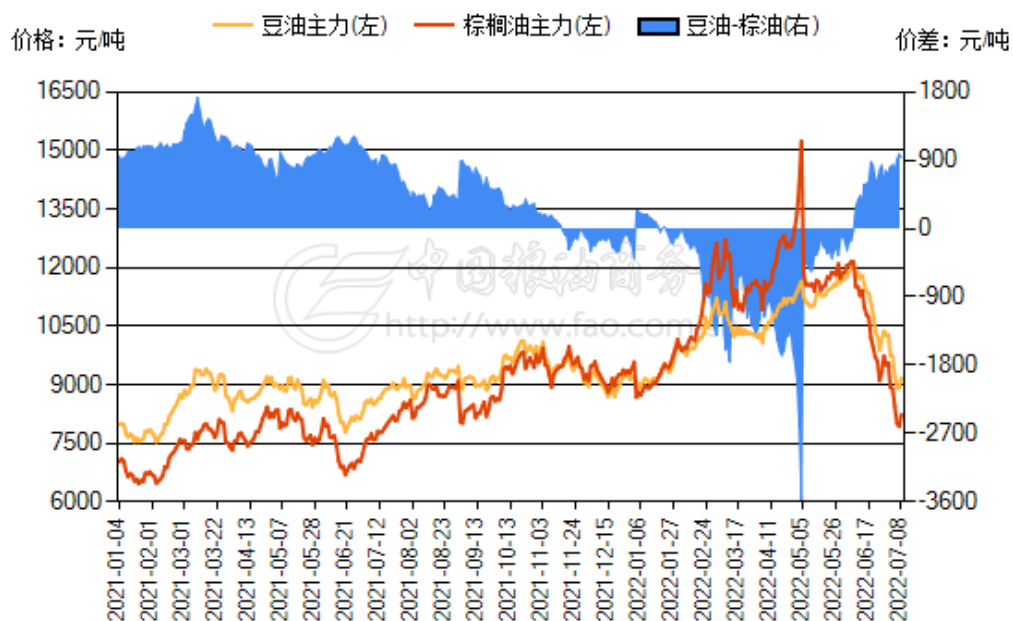
表 5：豆棕价差

| 品种 | 交易 所 | 22 年 7 月 8 日 | 22 年 7 月 7 日 | 跌 升 | 22 年 6 月 8 日 | 21 年 7 月 8 日 |
|-----------|-----------|-----------------|-----------------|--------|-----------------|-----------------|
| 棕榈油 主力 | 大商 所 | 8238 | 7934 | 04 | 12144 | 7610 |
| 豆油主 力 | 大商 所 | 9174 | 8916 | 58 | 12122 | 8528 |
| 豆棕油 价差 | 豆油- 棕油 | 936 | 982 | 46 | -22 | 918 |

数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

图 23：豆棕期货价差

21-22年豆油, 棕油期货价差走势图



数据来源: 中国粮油商务网, 弘业期货研究院

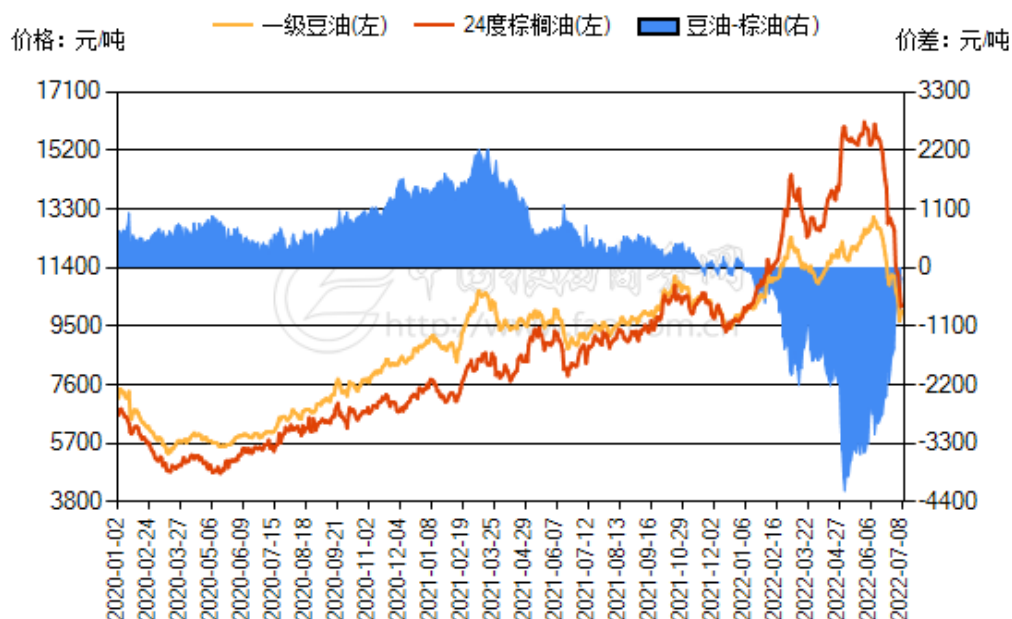
表 6: 豆棕现货价差

| 品种 | 品质 | 22 年 7 月 8 日 | 22 年 7 月 7 日 | 跌 | 22 年 6 月 8 日 | 21 年 7 月 8 日 |
|---------|-------|--------------|--------------|----|--------------|--------------|
| 24 度棕榈油 | 进口液 | 10188 | 10138 | 50 | 15633 | 8303 |
| 一级豆油 | 进口压榨 | 9994 | 9898 | 96 | 13044 | 9093 |
| 豆棕油价差 | 豆油-棕油 | -193 | -240 | 47 | -2589 | 790 |

数据来源: 中国粮油商务网, 弘业期货研究院

图 24: 豆棕现货价差

20-22年一级豆油, 24度棕榈油现货价差走势图



数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

7月8日，豆油期价与棕榈油期价价差为936，去年同期为918。

7月8日，张家港地区一级豆油现价与广州地区24度棕榈油现价价差为元-193，去年同期为790。

在6月份棕榈油急速下跌的情况下，豆棕期货价差基本回归正常。

5月中旬以后，中国对于棕榈油的采购逐步增加，尤其是近两周随着国外棕榈油价格回落，棕榈油进口对盘面倒挂幅度明显缩小，国内贸易商新增8~10船买船，船期在8-9月。市场预估7月份以后，国内棕榈油到港量或出现明显修复。如果这些棕榈油能如期到港，这将对国内油脂市场供给形成较为明显的补充，国内棕榈油供给偏紧的局面或将实现逆转。市场预估随着棕榈油库存的回升，国内豆棕价差在2022年下半年有望大幅回升，回归至合理的1000-1200元/吨附近。

四、行情展望

对于下半年油脂行情，我们认为市场已开启下跌通道，后市以震荡下行看待。主要的判断逻辑是美国宏观经济衰退、产地供应趋于宽松及国内供需的预期改善。

美联储加息预期，宏观经济衰退风险压制商品走势，国际原油价格的回落，油脂上行压力较大。

全球油脂产量增长大于需求增长，库存回升。巴西减产被过度预期，南美大豆增产预期。美豆新作种植天气较去年同期转好，尽管6月底新作种植面积预期较去年同期上涨，后市美豆丰产预期。全球豆油供需结构由偏紧转为宽松。

东南亚棕榈油进入增产周期。下半年全球棕榈油产量或将明显增加。印尼棕榈油产量或将放量，其胀库问题严重，在有效缓解之前其出口加速政策在仍将延续。马来西亚进入增产周期，外籍劳工问题逐步解决，产量或同比有明显的回升。出口受印尼挤占，下半年累库预期较强。这两国出口则因主要消费国印度的食用需求和工业需求的减少而下降，东南亚棕榈油库存下半年开启增长模式。东南亚主产国棕榈油库存或将从短缺向过剩转变。

俄乌冲突有缓和的迹象，联合国推动人道主力通道开放，黑海出口预计将放开，菜籽及葵籽葵油出口将较上半年有所好转，整体来看全球油脂贸易紧张局面已开始缓和，油脂供应趋于宽松。

国内疫情好转，油脂市场下半年下游消费需求有望回升。随着国际油脂原料价格下跌，进口利润好转，油脂进口预计增长。棕榈油库存紧缺，由于刚需，棕榈油下半年进口量或大幅回升，库存均预计回升，基差或大幅回落。豆油处于供需双增，库存平稳难有大增的局面。菜油则依然处于相对偏紧的局面中。从价格上来看，三大油脂或将跟随国际油脂而动，震荡偏弱的行情或将上演，但由于内盘油脂库存依然处于相对低位，跌幅或不及外盘，操作策略是逢高抛空为主，关注季节性消费回升带来价格反弹，存在短多机会。2022年下半年豆棕价差有望大幅回升，豆棕价差回归至合理的1000-1200元/吨附近。

整体来看，宏观经济风险及供应端趋松是油脂下半年偏弱看待的主要逻辑，风险点在于印尼出口政策的反复及美豆种植的天气状况异常，美联储加息节奏变化、能源价格波动、俄乌局势反复。

菜油：看它起高楼，看它楼塌了

摘要：

2022 年上半年，菜油走势可以说是主要受到了两大事件的影响。三月份的俄乌冲突引发了市场对世界油脂供应的恐慌，令菜油在内的油脂再起高楼，而此后五月份的美联储加息则是抽掉了高楼的支柱，使得油脂大厦在六月份第二次严厉加息之后轰然倒塌。

展望下半年，随着以美国为首的西方国家对货币供应的收缩，以宽松货币为主要推动的商品包括油脂将失去推力，另外，2021/22 年度加菜籽大幅减产以及俄乌冲突带来的油脂供应紧张状态将随菜籽产量的恢复而缓解，菜油预期因此逐步回落。

目录

| | |
|---------------------|---|
| 一、菜油半年度行情回顾..... | 5 |
| 二、菜油供需基本面的回顾..... | 5 |
| 三、俄乌冲突对油脂供应的影响..... | 7 |
| 四、结论与投资建议..... | 7 |

图表目录

| | |
|------------------------------|---|
| 图 1：郑商所 012209 价格走势回顾 | 5 |
| 表 1：世界菜籽及菜油供需 | 6 |
| 表 2：2022/23 年度中国菜油市场供需 | 6 |
| 表 3：俄罗斯及乌克兰葵花籽产量及出口 | 7 |

一、菜油半年度行情回顾

2022 年上半年，菜油走势主要受到了俄乌冲突以及美国加息两大因素的影响。前者使菜油价格在三月份再次发动并创下 2008 年以来最高 (OI2209, 14538 元/吨)，后者令菜油价格在六月份飞流直下，在 8 个交易日内跌去 19%；具体走势如下图 1。

图 1：郑商所 OI2209 价格走势回顾



数据来源：博易大师，弘业期货研究院

二、菜油供需基本面的回顾

根据美国农业部的数据，2022/23 年度世界油菜籽及菜油的库存均同比上升，而此前 4 月份报告中 USDA 对 2022/23 年度的油菜籽及菜油的库存则是同比下滑；同时对于产量也是由此前的同比下降转为同比上升，而调整的另一结果是 2021/22 年度的库存和产量均下调。报告中对中国的油菜籽和菜油的产量及库存采取了同样的调整，也是由同比的下降调整为同比上升。再 2022/23 年度中国的菜油消费预期也由 4 月份报告的 830.9 万吨下调至 820 万吨，较 2021/22 年度的 805 万吨继续保持增长。6 月报告的调整显示了 2021/22 年度的减产较实际更为严重，2022/23 年度的菜籽菜油供需则较此前的趋于宽松。

当然，2022/23 年度，世界油菜籽的产量仍然存在一些风险，虽然欧盟预期 2022/23 年度该地区油菜籽产量将同比增加 8%至 1830 万吨，高于一个月之前的预估 1820 万吨，加拿大的产量也预期达到 2020 万吨（因为单产恢复，实际种植面积 2175 万英亩，同比减少 3%），但由于加拿大油菜籽基本上都是春油菜，在

接下来的 7、8 月的时间当中仍然存在天气风险，且油菜籽产量和单产的相关性更高，所以加拿大油菜籽产量方面还存在炒作的可能。

表 1：世界菜籽及菜油供需 单位：千吨

| | 菜油 | | | | | | 菜籽 | | | | | |
|------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|
| | 2020/21 | | 2021/22 | | 2022/23 | | 2020/21 | | 2021/22 | | 2022/23 | |
| 产量 | 6 月预估 | 4 月预估 | 6 月预估 | 4 月预估 | 6 月预估 | 4 月预估 | 6 月预估 | 4 月预估 | 6 月预估 | 4 月预估 | 6 月预估 | 4 月预估 |
| 中国 | 6240 | 6039 | 6201 | 6240 | 6474 | 6201 | 14049 | 13485 | 14000 | 14049 | 14700 | 14000 |
| 印度 | 2854 | 2660 | 3745 | 2854 | 3800 | 3667 | 8500 | 7400 | 11000 | 8500 | 11000 | 10800 |
| 加拿大 | 4528 | 4434 | 3540 | 4528 | 4335 | 3455 | 19485 | 19912 | 12600 | 19485 | 20000 | 12600 |
| 欧盟 | 9366 | 8862 | 9030 | 9366 | 9450 | 9072 | 16733 | 15241 | 17265 | 16733 | 18250 | 17265 |
| 世界 | 29217 | 28101 | 28519 | 29217 | 30741 | 28485 | 73593 | 69598 | 71382 | 73605 | 80795 | 71178 |
| 进口 | | | | | | | | | | | | |
| 中国 | 2365 | 1940 | 1350 | 2365 | 2120 | 1710 | 2795 | 2558 | 1800 | 2795 | 2500 | 1800 |
| 欧盟 | 314 | 467 | 500 | 314 | 500 | 450 | 5797 | 5975 | 5000 | 5797 | 5600 | 5100 |
| 消费 | | | | | | | | | | | | |
| 中国 | 8192 | 8146 | 8050 | 8192 | 8200 | 8309 | 16500 | 15985 | 16348 | 16500 | 17050 | 16348 |
| 印度 | 2718 | 2770 | 3700 | 2718 | 3970 | 3670 | 8400 | 7600 | 10850 | 8400 | 11050 | 10650 |
| 加拿大 | 1005 | 1000 | 1020 | 1005 | 1070 | 1020 | 10740 | 11004 | 8660 | 10740 | 10300 | 8460 |
| 欧盟 | 9050 | 8850 | 9025 | 9050 | 9000 | 9000 | 22850 | 21675 | 22075 | 22850 | 23125 | 22175 |
| 世界 | 28467 | 28155 | 29027 | 28462 | 30081 | 29281 | 74107 | 71512 | 73123 | 74131 | 78423 | 72993 |
| 期末库存 | | | | | | | | | | | | |
| 中国 | 1511 | 1100 | 1010 | 1511 | 1401 | 1110 | 1597 | 1253 | 1049 | 1597 | 1199 | 1049 |
| 印度 | 333 | 179 | 412 | 333 | 260 | 362 | 369 | 269 | 519 | 369 | 469 | 519 |
| 加拿大 | 552 | 457 | 491 | 552 | 526 | 257 | 1738 | 3457 | 793 | 1738 | 1818 | 693 |
| 欧盟 | 331 | 423 | 336 | 331 | 436 | 328 | 576 | 1069 | 366 | 576 | 691 | 416 |
| 世界 | 3422 | 2738 | 2752 | 3422 | 3231 | 2587 | 6023 | 7814 | 4310 | 5970 | 6022 | 4321 |

数据来源：USDA(2022 年 6 月 10 日更新)，弘业期货研究院

从中国国内的情况来看，供应方面，以直接菜油进口的量已经超过了通过菜籽形式的进口，前者大约在 200 万吨左右，后者大约在 110 万吨，两者相加约 300 万吨，另外国产菜籽压榨的菜油的量大约在 600 万吨的样子，进口加上国产菜油一年的供应量大约在 900 万吨；需求方面，USDA 对中国 2022/23 年度的消费预估是 820 万吨，中国粮油商务网五月的预估数据是 769 万吨，较之 2021/22 年度的 732 万吨略有增长。具体数据如下表 2。

表 2：2022/23 年度中国菜油市场年度供需（单位：万吨）

| 年度(6/5月) | 2021/22 | | | 2022/23 | | |
|----------|---------|-----|----|---------|-----|----|
| | 4月 | 5月 | 增减 | 4月 | 5月 | 增减 |
| 期初库存 | 189 | 189 | 0 | 188 | 185 | -3 |
| 进口量 | 145 | 140 | -5 | 155 | 154 | -1 |
| 国内产量 | 587 | 589 | 2 | 576 | 616 | 40 |
| 总供应量 | 921 | 918 | -3 | 919 | 955 | 36 |
| 食用消费 | 732 | 732 | 0 | 738 | 769 | 31 |
| 总需求量 | 733 | 733 | 0 | 738 | 769 | 31 |
| 期末库存 | 188 | 185 | -3 | 181 | 186 | 5 |

数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

三、俄乌冲突对油脂（菜油）供应的影响

2022年三月份爆发的俄乌冲突对油脂的影响主要集中于葵花籽油。由于俄罗斯和乌克兰两国是世界最大的葵花籽生产及出口国，两国的冲突使得其相关产品出口受阻，从而引发了相应的供应忧虑。不过随着冲突的深入，乌克兰方面逐步在西部边境开辟出口通道，使得相关产品的出口得到了一些恢复，对油脂（菜油）的整体供应的影响也逐渐淡化。相关数据如下表3。

表3：俄罗斯及乌克兰葵花籽产量及出口 单位：千吨

| | 葵花籽 | | | 葵花籽油 | | |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 年度 | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 |
| 产量 | | | | | | |
| 俄罗斯 | 13269 | 15572 | 14500 | 5121 | 5823 | 5576 |
| 乌克兰 | 14100 | 17500 | 9500 | 5913 | 4515 | 4085 |
| 欧盟 | 8915 | 10432 | 10500 | 3460 | 4183 | 4204 |
| 世界 | 49249 | 57379 | 49222 | 19044 | 19517 | 19049 |
| 进口 | | | | | | |
| 欧盟 | 779 | 1100 | 1150 | 1601 | 1600 | 1600 |
| 世界 | 2734 | 2812 | 3313 | 9651 | 8723 | 8705 |
| 出口 | | | | | | |
| 俄罗斯 | 554 | 150 | 600 | 3246 | 3200 | 3600 |
| 乌克兰 | 191 | 1000 | 750 | 5273 | 4100 | 3600 |
| 欧盟 | 624 | 575 | 675 | 683 | 750 | 800 |
| 世界 | 2911 | 3242 | 3626 | 11294 | 10219 | 10371 |
| 期末库存 | | | | | | |
| 俄罗斯 | 171 | 1118 | 1138 | 129 | 603 | 355 |

| | | | | | | |
|-----|------|------|------|------|------|------|
| 斯 | | | | | | |
| 乌克兰 | 141 | 5401 | 4061 | 269 | 184 | 169 |
| 欧盟 | 443 | 540 | 540 | 176 | 246 | 287 |
| 世界 | 2563 | 8411 | 7391 | 1953 | 2250 | 1880 |

数据来源：USDA, 弘业期货研究院

从上表 3 可看出，因为受到了战争的影响，乌克兰葵花籽产量在 2022/23 年度预期大幅下滑至 950 万吨，同时俄罗斯的产量也预期下滑至 1450 万吨，相应的葵花籽油产量也分别下滑至 408.5 万吨和 557.6 万吨，另外，俄乌两国的葵花籽及葵花籽油的出口也受到了一定影响而下滑，不过考虑到两国一百万吨左右的产量和出口的下滑，相对于豆棕菜三大油脂的 1.7 亿吨左右的总量变化，葵花籽油的影响微不足道，更多是心理上的。

四、结论与投资建议

综上所述，2022 年上半年的菜油牛市更多是通胀形势下资金对油脂的推动，随着美联储加息进程的推进，以及 2022/23 年度加拿大以及欧盟油菜籽产量的恢复，供需的基本面预期将得到改善（天气不出意外），菜油的牛市料逐步走向转折，操作上以逢反弹建空为主。

豆粕：通胀背景下被误判的供需

摘要：

2022 年上半年，在世界范围的通胀益发严重的背景下，世界大豆供需矛盾在巴西干旱的基础上进一步被过度预期，两粕价格也由此上涨并创下历史纪录，国内豆粕现货价格甚至突破了 5600 元/吨的历史高位；然而，从 2021/22 年度巴西收获后的大豆产量以及美豆落后的大豆出口检验和销售数据来看，供需实际上已被误判，供应紧张的格局许是市场多头的一种偏见。

目录

| | |
|--------------------|---|
| 五、两粕半年度行情回顾..... | 5 |
| 六、世界大豆供需格局的真相..... | 6 |
| 七、进口菜籽压榨菜粕的困境..... | 8 |
| 八、结论与投资建议..... | 9 |

图表目录

| | |
|---------------------------------|---|
| 图 1：大商所 M2209 价格走势回顾 | 5 |
| 图 2：郑商所 RM2209 价格走势回顾..... | 6 |
| 图 3：2020-2022 年进口大豆盘面榨利 | 8 |
| 图 4：2020-2022 年进口油菜籽盘面榨利走势..... | 8 |
| 表 1：世界大豆产量消费及库存..... | 6 |
| 表 2：中国大豆年度进口 | 7 |
| 表 3：最近两年菜籽菜粕进口 | 8 |

一、两粕半年度行情回顾

2022 年上半年，在严重通胀资金推动、巴西干旱炒作以及 2021/22 年度加拿大油菜籽大幅减产等因素的作用下，两粕延续了 2021 年的升势，其中豆粕在三月份创下了十年来的高位 4347 元/吨（主力 2209 合约），菜粕则创历史纪录 4076 元/吨（主力 2209 合约），同时也一度出现了历史上菜粕价格高于豆粕的怪现象；此后，在美联储实现加息预期之后高位震荡并回落；具体走势如下图 1 和图 2。

图 1：大商所 M2209 价格走势回顾



数据来源：博易大师，弘业期货研究院

图 2：郑商所 RM2209 价格走势回顾



数据来源：博易大师，弘业期货研究院

二、世界大豆供需的真相

从供需数据来看，巴西干旱带来的“供应不足”预期显然被过度化了。首先是世界大豆需求、尤其是中国需求并没有多少增长；其次巴西的减产被过度预期；再次从长期看，高价极大地促进了大豆种植积极性，导致供应的增长快于需求。以下即从此三方面逐一加以分析。

1、大豆需求增长乏力

尽管美国农业部在其月度报告中不断地上调世界大豆消费量预期，但世界最大消费国中国的情况来看，大豆的需求在进入 2020/21 年度之后实际上已经增长乏力，如下表 1 和表 2。

表 1：世界大豆产量消费及库存 单位：万吨

| | | 美国 | 巴西 | 阿根廷 | 中国 | 世界 |
|------------|---------|-------|-------|------|-------|-------|
| 产量 | 2020/21 | 11475 | 13950 | 4620 | 1960 | 36813 |
| | 2021/22 | 12071 | 12600 | 4340 | 1640 | 35199 |
| | 2022/23 | 12628 | 14900 | 5100 | 1750 | 39469 |
| 消费 | 2020/21 | 6105 | 4988 | 4741 | 11274 | 36385 |
| | 2021/22 | 6347 | 5175 | 4746 | 10872 | 36465 |
| | 2022/23 | 6478 | 5235 | 4825 | 11559 | 37744 |
| 期 末 库 存 | 2020/21 | 699 | 2940 | 2506 | 3116 | 9989 |
| | 2021/22 | 558 | 2186 | 2065 | 3074 | 8615 |
| | 2022/23 | 761 | 3076 | 2350 | 3156 | 10046 |

数据来源：USDA（2022 年 6 月 10 日更新），弘业期货研究院

上表 1 中，USDA 六月报告中的世界 2021/22 年度产量相对五月报告进行了上调，其中世界大豆产量预估由上月的 34937 万吨上调至 35199 万吨，巴西产量也由上月的 12500 万吨上调至 12600 万吨，阿根廷产量则由 4200 万吨上调至 4300 万吨；2021/22 年度世界大豆的消费预估也是预期增长，不过消费的增长主要来自美国巴西和阿根廷，中国的消费需求则下滑。在此，需要指出的一点是美国的国内大豆消费增长最主要还是生柴用豆油的增长，其用以食用的大豆豆油二十年来一直保持总体稳定，而生柴用豆油的增长实际上一方面离不开原油价格高涨的带动，另一方面也和牛市中隐性库存的不断增长相关。

表 2：中国大豆年度进口 单位：万吨

| 市场年度 | 进口 | 进口（统计局） * | 消费 | 期末库存 | 库存/进口 |
|---------|------|--------------|-------|------|--------|
| 2014/15 | 7835 | 8169 | 8720 | 1703 | 0.2085 |
| 2015/16 | 8623 | 8391 | 9500 | 1691 | 0.2015 |
| 2016/17 | 9350 | 9553 | 10280 | 2039 | 0.2134 |
| 2017/18 | 9410 | 8804 | 10630 | 2352 | 0.2672 |
| 2018/19 | 8250 | 8851 | 10200 | 1946 | 0.2199 |
| 2019/20 | 9853 | 10031 | 10920 | 2680 | 0.2672 |
| 2020/21 | 9976 | 9652 | 11274 | 3117 | 0.3229 |
| 2021/22 | 9200 | / | 10872 | 3074 | / |

* 中国统计局数据为自然年度数据（2015-2021 年度）

数据来源：USDA，国家统计局，弘业期货研究院

上表 2 的数据显示最主要消费国中国的需求状况，从表 2 中可看出，2020 年之后，中国的大豆进口实际上已走向下滑，同时从库存角度看，库存/进口比例越来越高，显示增加的进口部分其实转化为库存，实际的消费反而有所萎缩。另外，上表 1 中，USDA 对中国消费给出了 11559 万吨的预估，然而，与此相矛盾的是 2022 年迄今，中国累计的进口总体持稳，并且在进口大豆盘面压榨大幅亏损的情形下，下半年的进口量甚为可忧，且从下游生猪出栏数据来看，目前国内生猪行业实际上尚未回到周期高位，但大豆的消费预估却增长至历史高点。再一个数据是美豆的出口检验，据美国农业部数据，迄今为止，2021/22 年度（始于 9 月 1 日）美国大豆出口检验总量累计达到 51,372,809 吨，同比减少 10.5%，这反应了美豆出口同比处于下降。

2、巴西减产被过度预期

在巴西大豆实际收获完成后，无论美国农业部（如上表 1）还是巴西国内机构均对其产量预估进行了一些上调，说明了此前的干旱减产预期过度；另外，从巴西最大大豆生产州马托格罗索州的情况来看，巴西的产量在后期仍存在进一步上调的可能。由于 2021/22 年度农作物大获丰收，巴西马托格罗索州仓库库容不足，导致大量玉米被露天堆放，仓库主要被用以存方年初收获的大豆。据咨询机构 AgRural 称，截至 5 月底，马托格罗索州的农户仍存有大约 1100 万吨大豆，远高于一年前的 550 万吨。

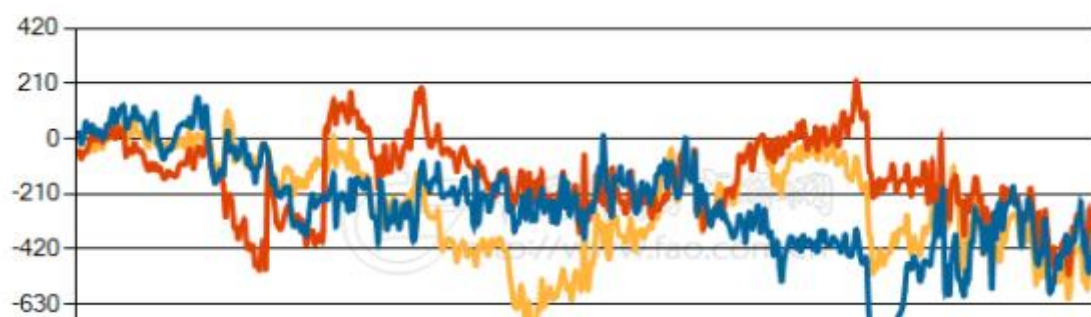
3、高价促进了大豆种植面积

再次，从供应角度看，2020 年以来的大豆高价实际上大大促进了世界大豆的种植积极性，尤其是美国和巴西，两国的大豆种植面积都快速扩张，2022/23 年度，两国的种植面积均创历史最高纪录，其中，美豆种植面积预期 9100 万英亩，巴西种植面积预期 4200 万公顷，连续十六年增长。大豆种植面积的大幅增长，促进了世界大豆的供应也增长，使得 2022/23 年度的大豆产量预期达到近 4 亿吨。

而，另一方面，需求在高通胀的压力下反而有所萎缩，这一点可从中国大豆消费可看出，下游的豆油豆粕需求实则不佳，下游需求缺乏驱动，导致了国内大豆盘面压榨利润长期大幅亏损，豆油豆粕的上涨主要还是受

上游成本支撑以及油厂的定价垄断所致。油厂盘面榨利如下图 3 所示。

图 3：2020-2022 年进口大豆近月盘面榨利 元/吨



数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

三、进口菜籽压榨菜粕的困境

再看菜粕，2022 年一季度，菜粕价格疯狂上涨，一度甚至超过了豆粕价格，其中，加拿大油菜籽减产以及国内油菜籽进口的下滑是主要原因，而直接原因则是可用以交割的菜粕数量的不足。

2021 年 4 月份以来，由于盘面榨利的长期亏损，导致油菜籽进口量下滑，使得国内进口菜籽压榨菜粕供应不足，另外因国产 95 型小榨菜粕以及进口菜粕无法用以交割，使得盘面可以交割的菜粕数量严重不足，从而引发了多头资金的逼仓行为。数据如下表 3 和图 4。

表 3：最近两年来菜籽和菜粕进口 万吨

| 年度 | 2020 | 2021 | 2022. 1-5 月 |
|----|---------|---------|-------------|
| 菜籽 | 311. 43 | 264. 63 | 58. 41 |
| 菜粕 | 187. 5 | 202. 97 | 93. 54 |

图 4：2020-2022 年进口油菜籽近月盘面榨利走势 元/吨



数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

而另一方面，现货菜粕市场因为极低豆菜粕价差导致菜粕性价比极低、以及

国产菜粕和菜饼价格的大幅贴水，使得进口菜籽压榨菜粕需求清寡。进口菜粕形成了期货红火，而现货供需两弱的独特现象。

虽然，郑商所针对进口菜粕无法交割现象进行了交割制度的修改，自 2301 合约开始允许进口菜粕（加拿大和阿联酋）流入交割，但因为设置了交割贴水的原因（每吨贴水 50 元），预期进口菜粕将依旧实际不会流入交割（因进口菜粕粗蛋白含量普遍较国产要高 3%左右，正常情况下进口菜粕对国产菜粕价格上存在升水），后期的菜粕期货交易将继续存在被逼仓的可能性，同时进口菜粕的困境仍然没有改变。

四、结论与投资建议

综上所述，2022 年上半年的两粕“红火”行情更多的是受严重通胀形势下的资金推动，本身基本面的利多因素并不强，甚至某种程度上可以说是利空的，粕类角度上看，世界大豆整体供应格局是过剩的，即便 201/22 年度巴西减产。因此，在美联储开启加息之后，随着追逐通胀投机资金的退出，两粕将逐渐回归基本面走势，价格预期将逐步回落，操作上以偏空思路为主。

鸡蛋:供应宽松预期, 蛋价需借力而行

摘要:

上半年鸡蛋供需偏紧平衡, 疫情助推下蛋价创同期新高, 随着存栏持续回升、新开产鸡逐月增加以及养殖端普遍延淘, 下半年蛋价整体受到压制。就传统中秋节前旺季而言, 从历年蛋价表现看, 一般中秋节前低点出现在 6 月中下旬, 中秋节前一个月蛋价开始启动, 于节前两周左右涨至阶段性高位, 高、低点价差 1-2 元/斤不等。本年由于南方雨季延长, 且河北、山东产区也出现霉蛋现象, 各环节风控情绪偏浓, 导致淡季持续时间较长, 不过近期产区库存压力得到缓解, 局部地区疫情散发拉动家庭需求增长, 加之冷库商继续低价吸货, 市场走货变快, 现货蛋价筑底基本结束, 后期价格走强概率较大, 但上涨幅度受供应压力牵制。三季度养殖成本预计仍将高位维持, 蛋鸡养殖若要维持盈利空间恐需借助外力: 一是生猪、肉鸡价格维持强势, 二是雨季后蔬菜提前下市, 而这两个事件后期发生概率还是蛮大的。

风险因素: 新冠疫情 禽流感 超淘

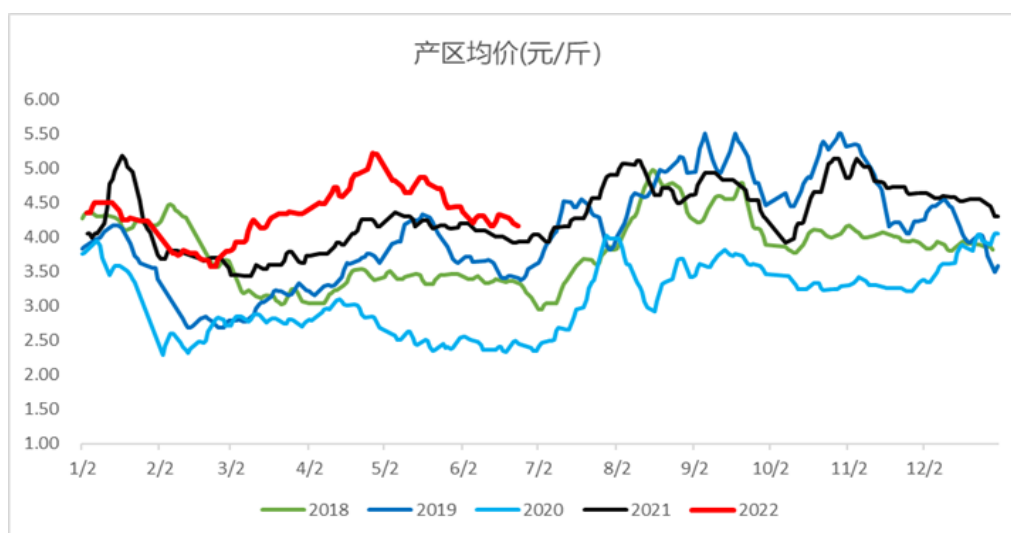
一、行情回顾：蛋价创同期新高

2022年初蛋鸡存栏处于相对低位，这是上半年蛋价走强的基础，春节前老鸡出栏量整体偏多，虽然也有部分产区养殖户赌涨后市行情，选择强制换羽，节前河南、河北地区因疫情影响被迫延淘，不过影响有限，老鸡淘汰大于开产数量，年初在产蛋鸡存栏跌至11.4亿羽，处于近5年同期低位，也因如此，节后淡季产区蛋价仅回调0.92元/斤，往年春节前后高低点价差一般在1.3-1.7元/斤左右。

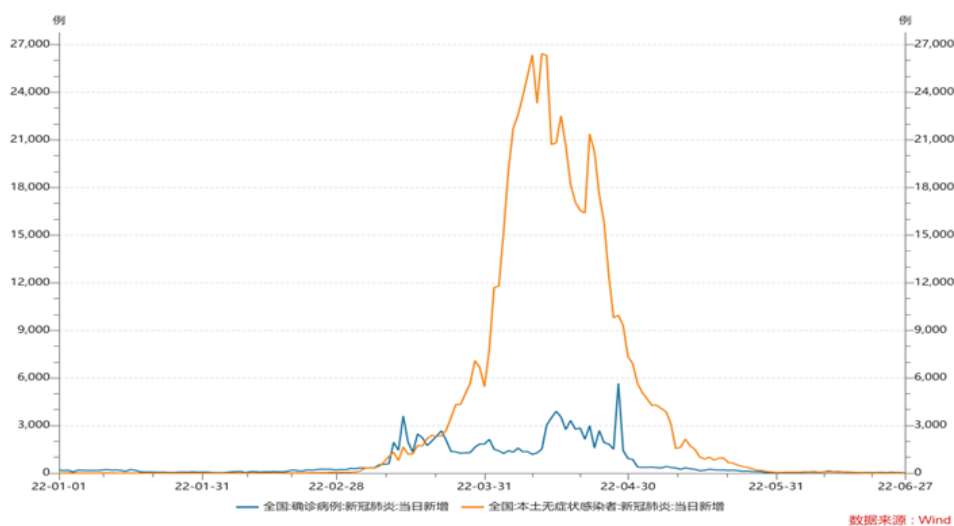
2月底蛋价开始持续走高，因去年四季度补栏状况整体偏好，2月以后在产蛋鸡存栏开始回升，然而3月份疫情反复，上海、广州等销区防控政策加码，疫区鸡蛋运输受阻，家庭恐慌性备货迅速拉升，终端对高价蛋敏感度偏低，导致整个3-4月份期间产区鸡蛋均价从3.6元/斤涨至5.21元/斤，涨幅高达44.7%，现货蛋价也是创下同期新高。

5月以后新增确诊病例及无症状感染者数量稳步减少，蛋价开始回归基本面，鸡蛋流通渐渐恢复正常，而前期家庭囤货有待消化，餐饮、旅游等行业依旧不景气，终端对高价蛋抵触情绪升温，市场走货放缓等等，盘面受此影响开始震荡走弱。

6月以后南方地区陆续进入梅雨季，蛋品储存和运输面临挑战，各级贸易商风控意识普遍较强，基本维持低库存运营，养殖端蛋鸡存栏回升至去年同期水平，新开产蛋稳步增加，养户出货压力增加，低价降库操作居多，此阶段供应压力预期成为压制蛋价的主要因素，现货跌至饲料成本线，主力合约6月最大跌幅达7%。



数据来源：博亚和讯 弘业期货农产品研究所

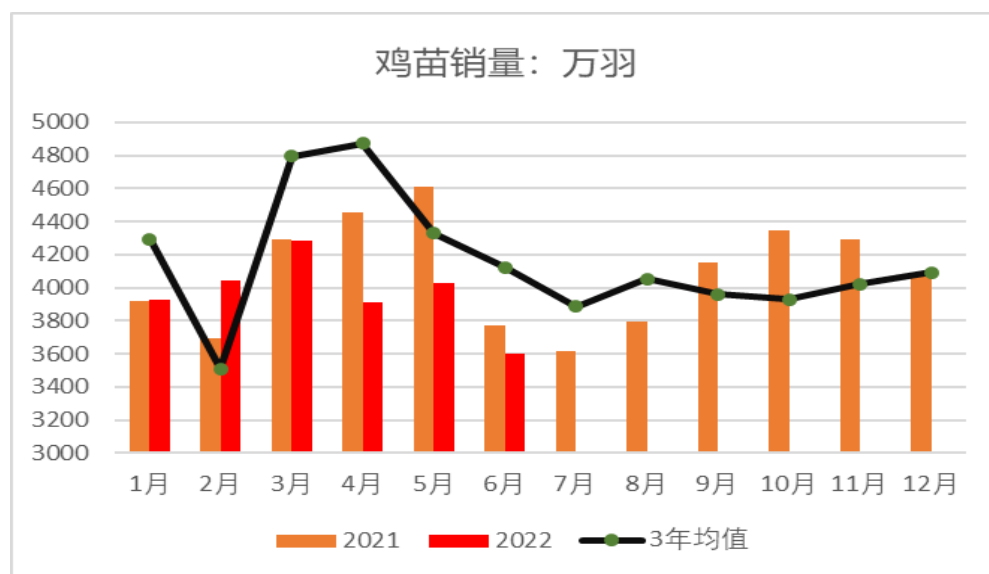


数据来源：wind 弘业期货农产品研究所

二. 存栏恢复预期不变

存栏反映产能，在产蛋鸡存栏量与鸡蛋价格大致呈负相关关系，存栏上升还是下滑由新开产蛋鸡量以及老鸡淘汰量共同决定。根据饲养周期，当前新开产蛋鸡取决于4个月前补栏雏鸡量，去年四季度养殖保持盈利，整体补栏情况较好，这一时间段补栏的鸡苗于今年上半年陆续进入产蛋期，使得新开产蛋数量稳步增加，由于2022年饲料价格居高不下，育雏成本高昂抑制养殖端补栏，即便是利润较好的4-5月份雏鸡销量也未见明显增加，根据卓创数据，样本企业上半年鸡

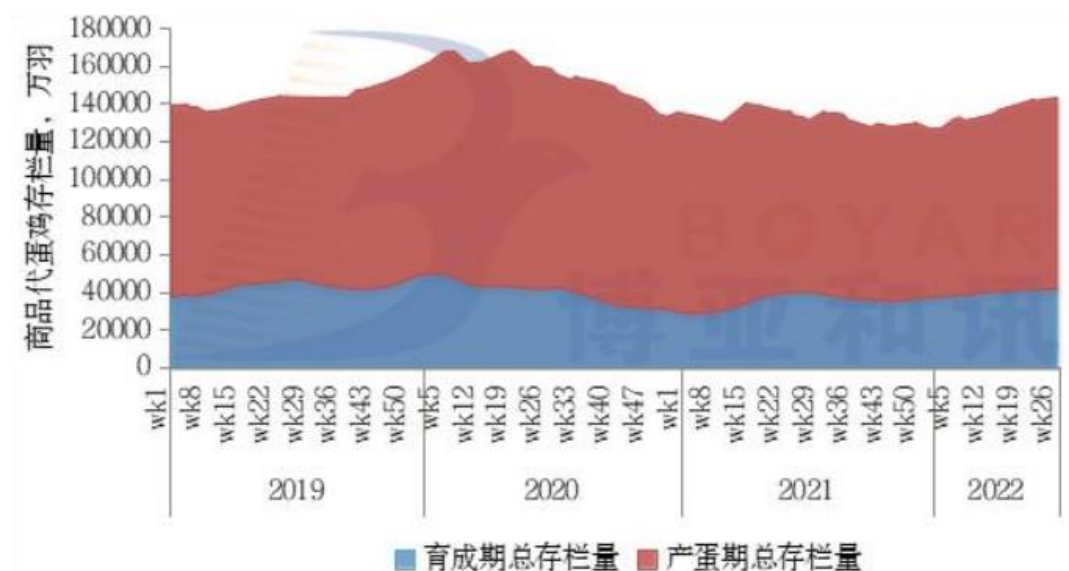
苗总销量为 23783 万羽,同比减少 960 万羽,减幅 3.88%,鸡苗均价 3.46 元/羽,同比下跌 5.46%,可见养殖成本对散户影响颇大。为保持产能、抓住近月行情,部分养殖户选择多补栏青年鸡,这在 4-5 月份蛋价持续走高过程中比较常见,整个 2 季度大日龄青年鸡销售进度明显快于往年,导致后备鸡存栏增势不减,根据博亚和讯测算,2022 年上半年后备商品代蛋鸡平均存栏 3.96 亿羽,同比增加 17.68%,三季度新开产蛋数量相对充足。



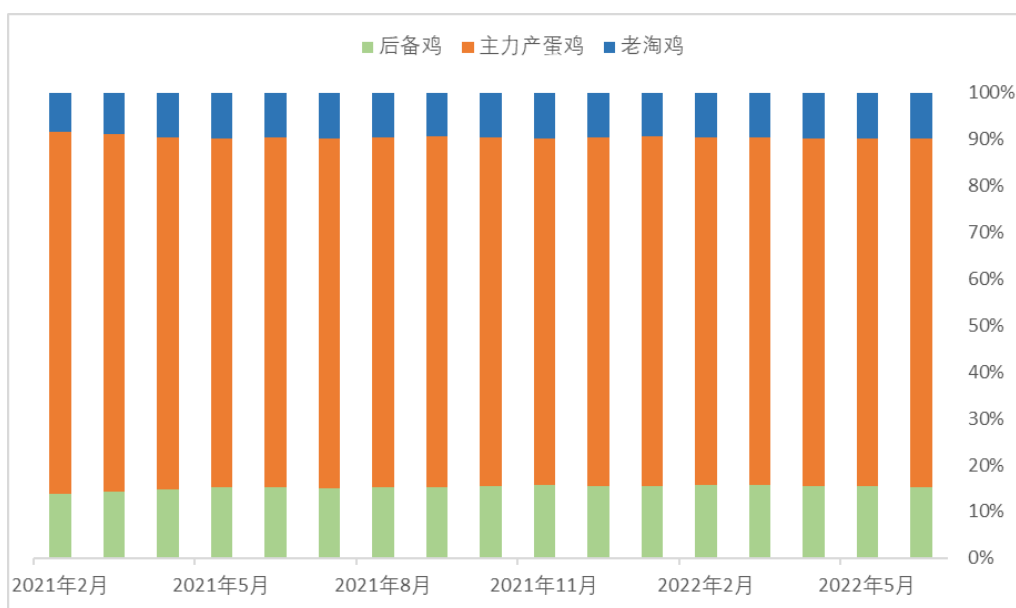
数据来源：博亚和讯 弘业期货农产品研究所

淘鸡方面,春节前有一波老鸡集中出栏,1 月份产区淘鸡出栏量环比增幅 5.93%,同比增幅 7.93%,节后原料豆粕价格大涨带动蛋鸡饲料成本继续攀升,养殖端补栏受阻,开始出现主动延淘;2 月份淡季不淡,供需双向驱动蛋价快速回升;3 月多地疫情形势严峻,家庭恐慌性备货增加进一步拉涨蛋价,养殖利润窗口打开;4-5 月蛋鸡养殖户惜淘情绪增强,部分地区强制换羽数量增加,市场淘鸡数量偏少,淘鸡价格持续上行;6 月中下旬以来南方进入梅雨季,市场购销转淡,蛋价跌至成本线附近,不过基于对后市看涨预期,养殖端淘鸡情绪仍然偏弱,截至 6 月底全国淘鸡均价已突破 12 元/kg,同比涨幅 6%。据博亚和讯监测数据,2022 年上半年淘鸡总量 4.5 亿,同比下滑 12.9%;卓创资讯样本数据亦显示上半年淘鸡总量同比下滑 6.8%,平均淘汰日龄维持在 500 天以上,部分产区超 520 天。

2021 年 9-12 月期间雏鸡补栏量偏好使得今年 1 季度新开产蛋稳步增加，1 月份商品代鸡苗补栏量超 9000 万羽，虽然节后受饲料成本抬升影响，春季雏鸡补栏状况不佳，但 4-5 较好行情强化了养殖户惜淘情绪，强制换羽亦有所增加。此外，2 季度青年鸡销售明显加快，存栏恢复势头继续，根据卓创数据，截至 5 月底全国在产蛋鸡存栏 11.81 亿羽，连续 5 个月环比上升，产能恢复至去年同期水平，博亚和讯统计测算上半年在产商品代蛋鸡平均存栏 9.6 亿羽，同比下降 5.1%，其中 1 月份存栏 9.17 亿羽，6 月份在产蛋鸡存栏突破 10 亿羽。从鸡龄结构方面看，截至 6 月末，后备鸡（1-120 龄）占比 15.2%，同比降 0.03 个百分点，主力产蛋鸡（120-450 日龄）占比 75%，同比降 0.1 个百分点，老淘鸡（大于 450 日龄）占比 9.8%，同比增 0.13 个百分点，可见由于行业的普遍延淘，鸡龄结构偏“老龄化”。



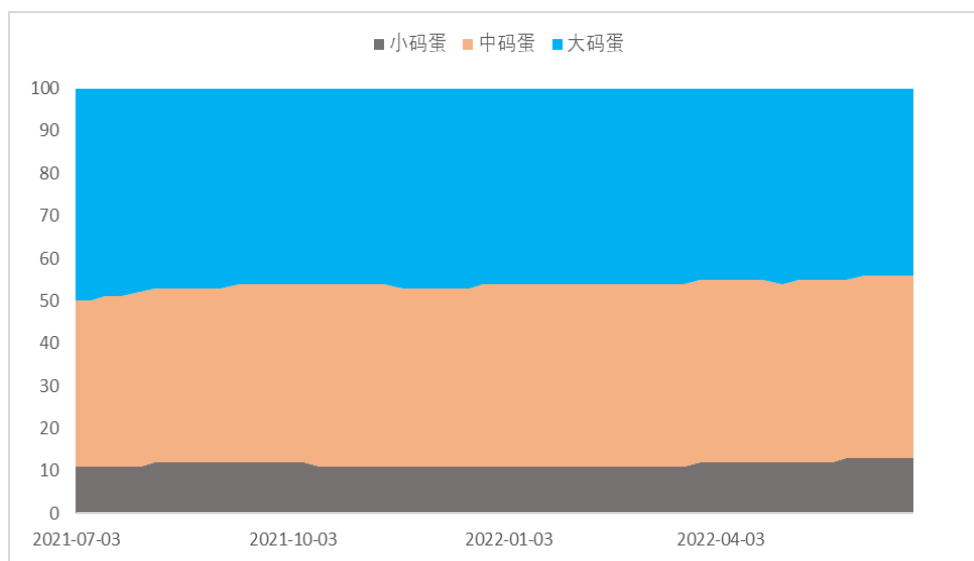
数据来源：博亚和讯 弘业期货农产品研究所



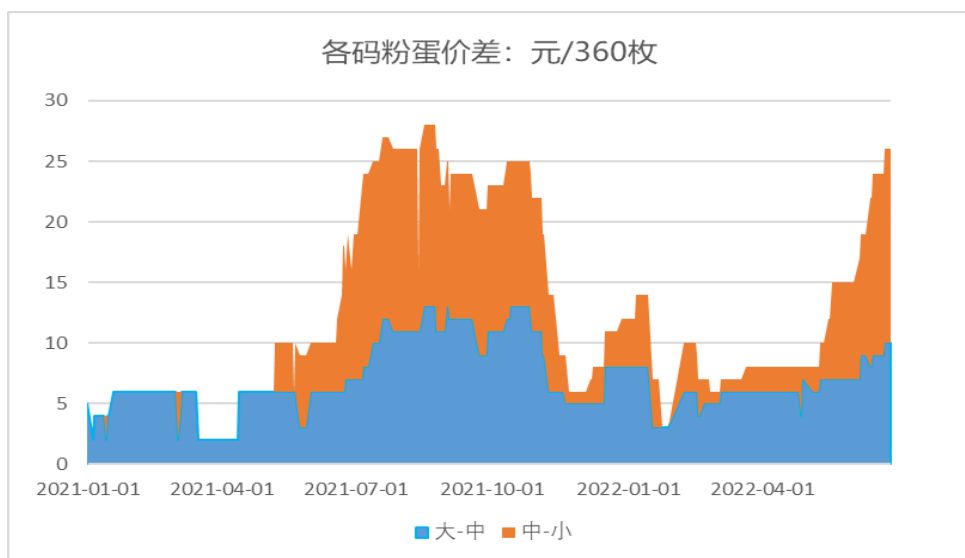
数据来源：卓创资讯 弘业期货农产品研究所

三、中小蛋增多，大-小码蛋价差走缩

大连商品交易所根据每箱（360 枚）净重将鸡蛋蛋重分为三个等级，即：大蛋（23-24kg）、中蛋（19.5-23kg）、小蛋（18-19.5kg），今年1 季度鸡苗补栏情况略好于去年同期水平，尤其是2 月份，这使得6 月份新开产蛋数量增幅明显，7 月初开产的主要是3 月以后补栏的鸡苗，3 月份饲料成本高企，补栏受阻，导致近期新开产蛋数量开始大幅下滑，另一方面，夏季天气炎热，蛋重普遍下滑，月初终端市场鸡蛋供需表现为为大、小码蛋相对紧俏，中码蛋供应整体偏多，数据来看，截至7 月1 日，大码蛋占比44%，月环比降1 个百分点，同比降7 个百分点；中蛋占比43%，月环比持平，同比增4 个百分点；小蛋占比13%，月环比增1 个百分点，同比增3 个百分点。



数据来源：卓创资讯 弘业期货农产品研究所

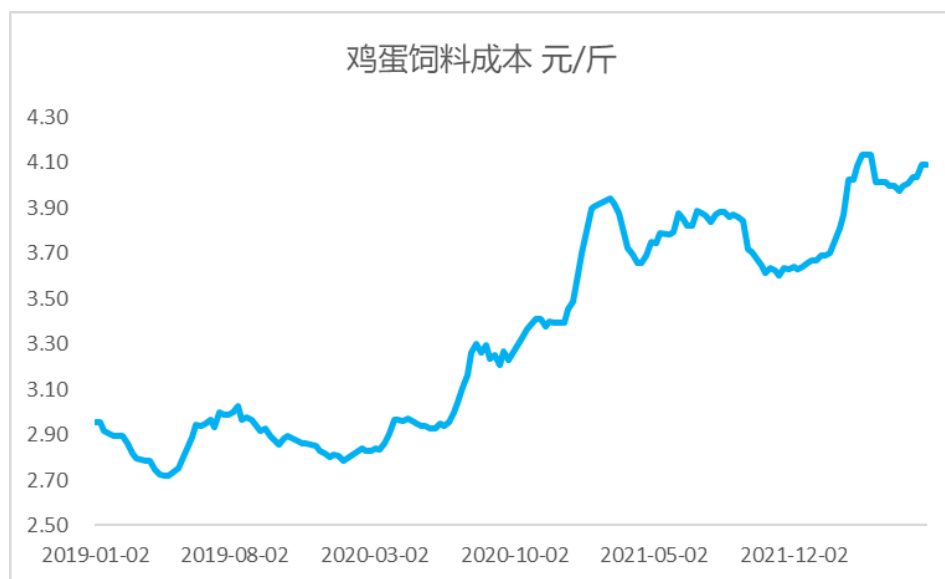


数据来源：卓创资讯 弘业期货农产品研究所

四、养殖成本继续压制盈利空间

2020 年以来蛋鸡养殖成本呈线性增长，蛋鸡配合饲料价格从 2020 年初的 2.37 元/kg 涨至 2022 年 6 月下旬的 3.36 元/kg，涨幅达 41.8%，近期随着国际农产品价格的回落，饲料价格有所松动，不过预计下调幅度十分有限，夏季天气炎热，鸡蛋产蛋率整体下滑，蛋重减轻，变相提升了养殖成本，截至 7 月 1 日蛋鸡饲料价格 3.29 元/kg，鸡群产蛋率 89.5%，粗略估算当前鸡蛋饲料成本线约合 4.05 元/斤，综合成本在 4.4-4.5 元/斤之间，产区现货均价已跌破饲料成本线，

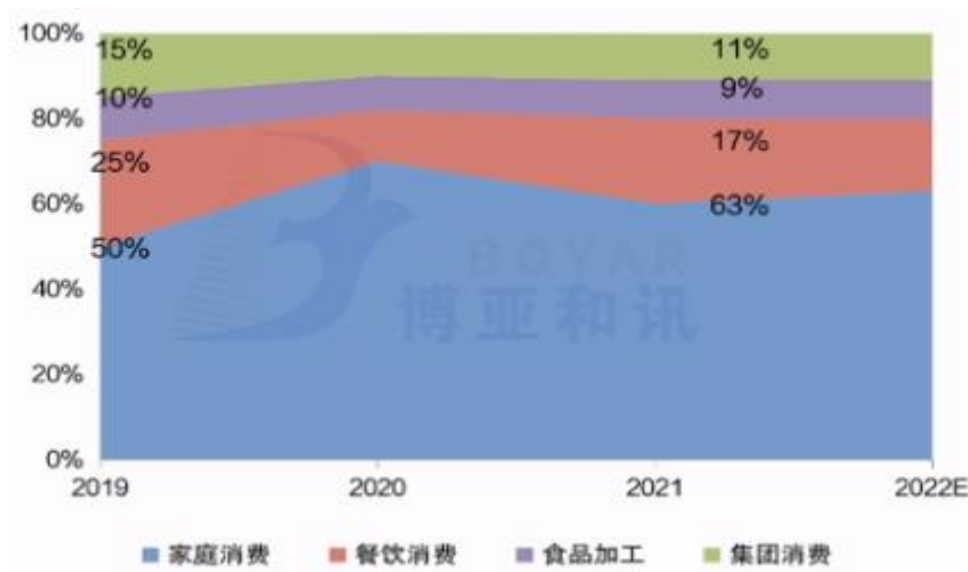
行业整体进入小幅亏损阶段。后期如果延淘以及换羽数量增加，老鸡占比提升，而老鸡产蛋率较正常鸡群要低 4-5 个百分点，若 7 月中旬蛋价延续弱势或者 8 月涨势不及预期，淘汰增量不可避免。然而即便老鸡出栏有增加预期，由于新开产蛋鸡数量相对充裕，下半年鸡蛋供应偏宽松局面不变，蛋价上行受阻，养殖利润改善难度较大。



数据来源：发改委 弘业期货农产品研究所

五、需求端暂无明显利好

鸡蛋终端需求以家庭消费为主，疫情发生之前，家庭消费约占全部消费量的 5 成左右，其后是餐饮消费（25%）、集团消费（15%）、食品加工（10%）。新冠疫情使得家庭备货量明显增加，短期往往成为拉动蛋价上行的主要因素，以今年 4-5 月份上海疫情为例，疫情上升阶段防控措施加严，物流运输效率大幅降低，居民恐慌性囤货，造成短期供需失衡严重，蛋价迅速拉涨。5 月以后随着疫情逐步消退，供应端压力转变成为影响蛋价的主要矛盾。当前国内新冠疫情仍处于散发状态，集团、餐饮消费暂无明显起色，今年南方降水充沛，蛋品质量问题突出，销区贸易商接货十分谨慎，虽然近期蛋价跌破成本线引来一部分食品厂和冷库商囤货，但提振效果相对一般，南方“问题鸡蛋”被迫低价甩货，流通环节库存稳定亦反映终端接货意愿并无明显增强。



数据来源：博亚和讯 弘业期货农产品研究所

六、中秋要旺需借助外力

上半年鸡蛋供需紧平衡,疫情驱动下蛋价创同期新高,随着存栏持续回升、新开产鸡逐月增加以及养殖端普遍延淘,下半年蛋价整体受到压制。就中秋节前旺季而言,从历年中秋蛋价表现看,一般中秋节前低点出现在6月中下旬,中秋节前一个月蛋价开始启动,于节前两周左右涨至阶段性高位,高-低点价差1-2元/斤不等,本年由于南方雨季延长,且河北、山东产区也出现霉蛋现象,各环节风控情绪偏浓,导致淡季持续时间较长,不过近期产区库存压力缓解,局部地区疫情散发拉动家庭需求增长,加之冷库商继续低价吸货,市场走货变快,现货蛋价筑底基本结束,后期走强概率较大,但上涨幅度受供应压力牵制。三季度养殖成本预计仍将高位维持,蛋鸡养殖若要维持盈利空间恐需借助外力:一是生猪、肉鸡价格维持强势,二是雨季后蔬菜提前下市,而这两个事件后期发生概率还是偏大的。

| 年份 | 中秋日期 | 节前低点 | 节前低点日期 | 节前多少天 | 节前高点 | 节前高点日期 | 节前多少天 | 价差 | 涨幅 |
|------|-------|------|--------|-------|------|--------|-------|------|------|
| 2013 | 9月30日 | 2.89 | 7月12日 | 80 | 4.68 | 9月11日 | 19 | 1.79 | 62% |
| 2014 | 9月19日 | 3.89 | 6月4日 | 107 | 5.52 | 8月27日 | 23 | 1.63 | 42% |
| 2015 | 9月8日 | 2.95 | 7月3日 | 67 | 4.4 | 8月26日 | 13 | 1.45 | 49% |
| 2016 | 9月27日 | 2.52 | 6月24日 | 95 | 4.06 | 9月5日 | 22 | 1.54 | 61% |
| 2017 | 9月15日 | 2.22 | 5月18日 | 120 | 4.47 | 9月8日 | 7 | 2.25 | 101% |
| 2018 | 10月4日 | 2.95 | 7月3日 | 93 | 4.79 | 9月21日 | 13 | 1.84 | 62% |
| 2019 | 9月24日 | 3.40 | 6月26日 | 90 | 5.51 | 9月18日 | 6 | 2.11 | 62% |
| 2020 | 10月1日 | 2.34 | 6月19日 | 104 | 3.82 | 9月17日 | 14 | 1.48 | 63% |
| 2021 | 9月21日 | 3.93 | 6月23日 | 90 | 4.94 | 9月9日 | 12 | 1.01 | 26% |

数据来源：博亚和讯 弘业期货农产品研究所

| 分析师 | 从业资格证号 | 投资咨询资格证号 |
|-----|-----------|----------|
| 陶朝辉 | F0230158 | Z0010210 |
| 王晓蓓 | F0272777 | Z0010085 |
| 陈春雷 | F3032143 | Z0014352 |
| 唐其山 | F3060528 | Z0016400 |
| 唐 谋 | F3072907 | Z0017645 |
| 杨 京 | F3084568 | Z0018699 |
| 俞晓辰 | F03101181 | 无 |

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生变更。

我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考，客户应审慎考量本身需求。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。

本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。