

油脂油料年报

供应交易转向需求 油脂行情或见先弱后强

2023 年 1 月 3 日 星期二

摘要

2022 年油脂油料板块波动主要围绕供应国产量及出口节奏展开，展望 2023 年，豆类方面，一季度主要交易南美两国产量，当前巴西大豆生长进度良好，料继续创纪录丰产，阿根廷受拉尼娜天气影响，作物产量或大幅下调，两国产量变化相抵后南美依然表现为产量环比增加，对国际大豆价格带来压力；棕榈油方面，马来西亚、印度尼西亚两主产国前期降水量充沛，且明年天气偏中性，预计产量有望实现恢复性增长。故 2023 年油脂油料供应端表现较为宽松，不确定性在于二季度起北美大豆实际种植情况以及政策喝地缘政治是否对出口国的出口节奏带来短期扰动。供应端相对确定的情况下，交易重点可能在于需求节奏的变化，油脂需求方面，南美上调生柴掺混需求，欧盟持续淘汰棕榈油，印尼 B35、马来 B20 落地，预计棕榈油生柴需求增加，美国 RVO 政策不及预期，豆油生柴需求缩减，食用需求主要关注印度和中国，从绝对库存来看印度补库需求偏中性，中国油脂需求的恢复仍值得期待，受年底以来疫情政策优化的影响，感染人数达峰后一段时间或仍将拖累食堂餐饮消费，一季度油脂需求数据或依然偏弱，二季度后或将看到明显增量，下半年实际消费需求或好于上半年，对应远月合约存在较大空间；粕类方面，明年生猪供应或在二季度开始上行，虽然今年整体偏低的养殖利润不支持产能的大幅扩张，但存栏略有增加保守估计在 5% 左右，对应豆粕消费增量或为 100-150 万吨，有望一定程度上消化当前的豆粕库存。

综上所述，2023 年油脂油料交易主逻辑从供应端转向需求端，油脂端主要需求变量在于疫情达峰后下游实际消费需求的节奏变化，基于远月需求或持续好于近月，月间套利可考虑逢高空 y59 价差；豆棕两油强弱对比，基于大豆主产国产量确定性较高，叠加棕榈油生柴需求增量高于豆油，料棕榈油仍具备较强的需求韧性，豆棕套利方面可等待豆棕差逢高做空的机会；油粕比方面，基于生猪存栏扩张给豆粕带来相对确定的上半年刚性需求，而油脂上半年需求或仍偏弱，上半年油粕比或仍将位于下行通道。

投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1294 号

投资咨询部 农产品组

研究员

孔令琦

农产品组研究员

Konglingqi@htfutures.com

从业资格号：F3049029

投资咨询号：Z0015632

联系人

刘乃萌

liunaimeng@htfutures.com

从业资格号：F3083045

分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

目录

一、	行情回顾	3
1.1	CBOT 美豆行情复盘	3
1.2	国内豆粕行情复盘	4
1.3	BMD 马棕行情复盘	5
1.4	国内油脂行情复盘	6
二、	全球油脂油料供需情况：22/23 年度供需同增，边际转宽松	6
三、	国际大豆市场供需情况：供应格局将转变，库存重建进行时	8
3.1	美豆：丰产预期落空，内需旺外需偏弱	9
3.2	南美豆：聚焦南美丰产能否兑现，拉尼娜仍为关键变量	11
3.3	国际大豆需求变量：美豆油生柴需求存下调预期	15
四、	全球棕榈油市场供需情况：产地恢复性增产 库存边际转松	15
4.1	马来西亚棕榈油：劳动力短缺影响逐渐消减 新年度马来库存或延续宽松	16
4.2	印尼棕榈油：供需齐升 出口政策仍存变量	22
五、	国内油脂油料市场情况	25
5.1	大豆：供应端产量无虞，新年度进口未见风险	25
5.2	油脂：年度需求或见先弱后强 下半年需求值得期待	26
5.3	粕类：养殖端利润下行调整，疫情影响终端需求疲软	29
六、	总结与展望	31

一、 行情回顾

1.1 CBOT 美豆行情复盘



2022 上半年, CBOT 大豆在高位呈宽幅震荡, 进入美豆种植季又自高位下跌, 之后维持震荡偏强趋势至今。一季度, 美豆震荡大幅上行, 彼时市场焦点主要集聚在南美大豆产量以及美豆出口方面。受拉尼娜的影响, 巴西南部、阿根廷及巴拉圭等重要产区遭受不同程度的干旱天气侵扰, 旧作优良率持续下滑, 南美大豆产量骤降的同时, 也促成更多进口需求转移到北美市场, 全球大豆库销比下滑至历史低位支撑期价。另外, 二月末俄乌战争开始引发全球关注, 能源危机叠加农产品运输受阻等地缘政治风险加剧了市场对谷物油籽供应的担忧, 进一步推涨农产品价格, CBOT 大豆价格更是一度飙升至接近 17 美元并接近历史最高点。3 月底 USDA 发布种植面积意向报告意外利空, 新作美豆预期丰产才打压美豆价格从高位有所回落。

二季度美豆呈 M 型走势, 先是在全球通胀、南美豆大幅减产的影响下, 美豆期价恢复上升趋势, 又因美国中西部的降水困扰玉米种植延迟, 人们担忧农民转而种植更多大豆, 压制美豆下跌, 但由于不利天气进一步推迟美豆春播进度叠加全球粮食危机影响, 美豆触底反弹。进入 6 月, 期价经历了大幅的回落, 宏观层面由美联储加息紧缩预期到经济衰退预期演变, 大宗商品市场普遍承压, 多头避险情绪高涨。

下半年, 国际大豆市场涨跌整体围绕紧现实与宽预期: 不利天气持续侵扰美豆生长, 降水不足、优良率下滑, 丰产预期落空, 南美旧作库存紧张叠加美豆增产幅度不大, 大豆现货供应持续紧张; 但新作方面, 巴西较高的大豆种植利润以及阿根廷更多的玉米种植面积被大豆替代, 远期供应预期转向宽松。多空博弈, 现货供应偏紧逻辑推动美盘价格中枢上移。受拉尼娜现象的影响, 近期炎热干燥的天气导致阿根廷大豆种植受阻, 产量前景令人担忧, 需要关注南美豆种植情况并警惕南美天气交易的进一步发酵。

1.2 国内豆粕行情复盘



上半年基本跟随美豆走势的连粕，下半年走势明显强于外盘。整体来看：一季度，在南美大豆减产的背景下，大豆进口成本明显抬升导致榨利恶化，油厂放缓大豆采购进程，导致国内供应短缺，叠加疫情影响，油厂的压榨开机维持低位，低库存、高基差的局面对期价形成利好。随着 USDA 种植面积意向报告的发布，连粕价格也跟随进入下行通道。4-5 月进口大豆陆续到港叠加连续的国储豆抛售，大豆库存逐渐恢复达到历史中性偏高位置，油厂开机压榨维持高位，豆粕库存压力增大，现货价格下挫，基差回落偏弱运行。

从六月上旬开始至七月中下旬，美联储加息导致全球经济衰退风险增加，美豆下挫，连粕跟随走低，同时前期供给压力仍存，豆粕库存增加至 100 万吨以上的年度最高水平，现货价格承压，但在前期买船不足的情况下，进口大豆到港预期收紧，期间基差触底回升。7-9 月进入美豆生长季节，前期对美豆的丰产预期随着优良率的不断下调而逐渐落空，支撑连粕价格中枢上移，且因前期榨利不佳 8 月以后进口大豆到港不足，豆粕现货止跌回升，下游提货加快，豆粕去库明显，基差持续走高。10 月，进口大豆到港骤降，进一步分化内外盘面，由于缺乏供应，豆粕延续强势格局。11 月国内进口大豆预期增加，大豆豆粕库存或将重建，现货价格承压，但主力合约大幅贴水现货，期现回归逻辑令盘面下方仍有支撑。

1.3 BMD 马棕行情复盘



2022 年国际棕榈油价格主要围绕主产国产量恢复预期、出口政策博弈及宏观经济预期波动，走势先涨后跌，年度价格中枢下移。一季度初因马来西亚国内台风引发洪水的影响，一二月份棕榈油产量位于同期区间下沿，叠加印尼实行 DMO 政策出口量受限，引发棕榈油价格出现第一波上涨，2 月中下旬起俄乌地缘冲突升级，黑海地区粮油运输受阻，叠加作为葵花籽重要主产国的俄乌两国播种进度可能受到影响，提振粮油类价格迅速拉升，3 月起俄乌冲突暂缓，叠加印尼 DMO 政策放缓，棕榈油价格见顶回落，4 月下旬为降低国内棕榈油价格，印尼开始实行出口禁令，进一步推升国际棕榈油价格，并维持了一个月的高位震荡，5 月底出口禁令解除，叠加马来西亚棕榈油进入季节性增产周期，宏观环境方面，为遏制高通胀，美联储加息政策不断加码，市场交易衰退预期，风险资产回落，大宗商品市场多数承压下跌，国际油脂价格也自高位大幅转跌。8 月以后油脂市场矛盾基本弱化，8、9 月份市场主要围绕马来的季节性增产周期以及印尼棕榈油出口节奏波动，价格中枢震荡下行，10 月后国际原油价格大幅飙升，棕榈油的生柴属性被强化，叠加市场提前交易印尼 levy 税率提升预期，棕榈油价格出现止跌反弹。12 月美生柴 RVO 掺混义务量逊于市场预期，豆油需求落空，拖累油脂板块整体下跌。整体来看，随着主产国年环比产量的恢复性增长，以及全球经济衰退预期影响下需求不及预期，年度棕榈油价格中枢承压回落。

1.4 国内油脂行情复盘



国内油脂运行基本与外盘油脂同步，矛盾更为明显的棕榈油波幅高于豆油，棕榈油由于前期利润倒挂、买船量不足，上半年走势强于豆油，豆棕差出现长达数月的倒挂；下半年产地棕榈油价格随着季节性增产周期的到来而出现下行，由去库周期转向累库周期，国内进口利润修复，买船数量明显增加，棕榈油期现价格及基差均出现大幅回归，下半年豆棕价差由负转正，当前棕榈油及豆油累库节奏依然存在差异，棕榈油库存已升至同期最高位置而豆油仍处在同期最低位置，料豆棕价差仍将维持偏高位置。

二、 全球油脂油料供需情况：22/23 年度供需同增，边际转宽松

表：全球油料（包括棕榈仁、椰肉干、菜籽、葵花籽、棉籽、花生、大豆）平衡表

单位：百万吨

日期	期初库存	产量	进口	出口	食用消费	收获面积	总供应	压榨量	期末库存	库存消费比	产量增速	产需缺口
2022/23	114.3700	644.4000	193.5900	198.2700	48.6200	299.1900	952.3500	533.4400	121.4200	15.56%	6.66%	7.0500
2021/22	115.5800	604.1500	180.0700	178.0100	47.0200	295.8800	899.7900	511.5900	114.3700	15.53%	-0.55%	-1.2100
2020/21	111.9300	607.5100	190.3000	192.0300	46.9600	286.4700	909.7400	508.1700	115.5800	15.47%	4.56%	3.6500
2019/20	134.0500	580.9900	189.6200	191.3900	45.2700	280.4400	904.6700	507.9000	111.9300	15.03%	-3.36%	-22.1200
2018/19	118.2700	601.1900	168.1700	171.9900	43.7500	281.6800	887.6300	489.2300	134.0500	19.01%	2.96%	15.7800
2017/18	110.0300	583.9000	176.4700	177.2800	43.1000	281.1900	870.4300	484.2400	118.2400	16.78%	1.42%	8.2100
2016/17	92.8500	575.7200	167.2900	171.3800	41.6400	269.4000	836.9900	467.0900	109.5200	16.10%	9.85%	16.6700
2015/16	96.0100	524.1200	153.6700	153.0100	40.1000	265.0600	773.2900	444.8600	93.4100	14.64%	-2.63%	-2.6000
2014/15	81.3700	538.2600	143.5900	147.2000	38.8200	267.7000	764.1700	439.7500	95.8000	15.31%	6.64%	14.4300
2013/14	72.5900	504.7600	133.5600	133.7700	37.3400	261.3400	709.7500	419.7100	79.4700	13.45%	6.38%	6.8800
2012/13	72.2100	474.5000	114.7600	118.5400	36.4400	256.8700	661.6100	396.8800	67.8600	12.30%	5.93%	-4.3500

数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

22/23 市场年度，全球油料作物的产需将同增，库存消费比仅有小幅回升。供应端方面，产量预期较上一年度增加 4000 万吨左右，上升至 6.44 亿吨，年增速为 6.66%，过去 10 年的平均增速为 3.19%。去年南美大豆的减产令油料库存修复放缓，进入 22/23 年度，全球油料产量增幅主要来自于大豆，同比增加 3494 万吨，其次是菜籽产量同比

增加 1096 万吨，达到创历史新高的 8482 万吨。减产最多的是葵花籽，产量为 5130 万吨，同比减少 602 万吨。

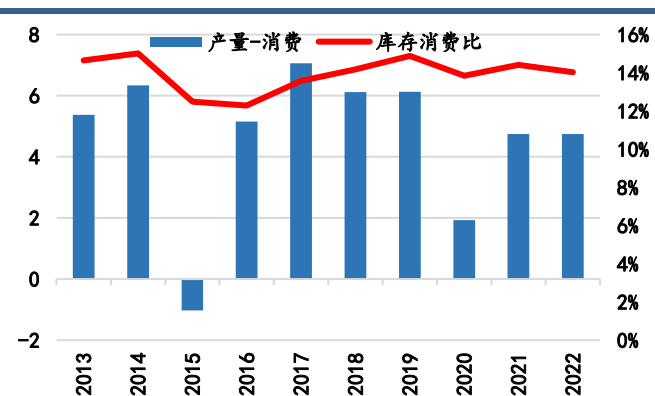
需求端方面，出口以及国内消费皆转好：出口同比增加 2000 万吨至 1.98 亿吨；食用消费则是调升至 4.86 亿吨，同比增加 160 万吨。其中，三大油料作物需求均有所增加，尤其是油菜籽、葵花籽出口同比增幅超过 20%。整体来看，全球油籽的期末库存同比增加 705 万吨达到 1.21 亿吨的水平，库销比小幅增加 0.03%，处于历史同期中位水平。综合来看，22/23 年度全球油料库消比位于同期中位偏高水平，但已实现连续 3 年增加，呈现边际宽松的趋势。

表：全球植物油（豆油、菜籽油、橄榄油、花生油、葵花籽油、棉籽油、椰子油、棕榈油、棕榈仁油）平衡表 单位：百万吨

日期	期初库存	产量	进口量	出口量	国内消费量	总供应量	食品用量	收获面积	期末库存	库存消费比
2022 年	29.43	217.55	83.13	87.46	212.8	330.11	156.51	25.97	29.85	14.03%
2021 年	28.31	208.95	75.37	78.99	204.2	312.63	150.8	25.71	29.43	14.41%
2020 年	29.93	206.47	81.85	85.4	204.54	318.25	151.43	25.05	28.31	13.84%
2019 年	28.04	207.25	83.04	87.28	201.12	318.33	148.32	24.65	29.93	14.88%
2018 年	26.33	203.8	82.7	87.12	197.68	312.83	145.4	23.96	28.04	14.18%
2017 年	23.33	198.72	76.81	81.08	191.66	298.78	142.78	23.37	26.01	13.57%
2016 年	22.84	188.38	76.95	82.11	183.22	288.29	138.89	22.63	22.51	12.29%
2015 年	26.68	176.54	70.62	73.77	177.57	273.99	134.96	21.92	22.17	12.49%
2014 年	25.4	177.02	71.05	76.54	170.68	273.36	130.57	20.94	25.63	15.02%
2013 年	23.18	171.81	66.94	70.26	166.43	261.82	125.41	20.1	24.37	14.64%
2012 年	23.13	161.62	65.51	68.45	159.15	249.45	120.48	19.19	21.72	13.65%

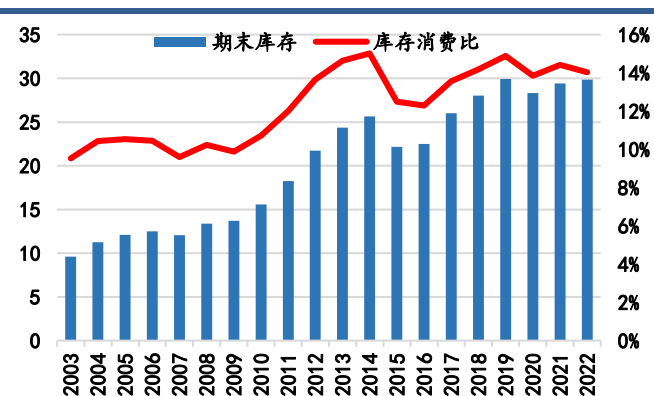
数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：全球植物油库销比及产需缺口变化 单位：百万吨，%



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：全球植物油期末库存及库销比 单位：百万吨，%



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

从全球植物油的供需变化来看，22/23 年度全球植物油产销均给出趋势性增长，产量端增速在 4%，产量的增幅主要依赖印尼、马来主产国产量的恢复，消费增速在 2.6%，消费增速主要在于美国生柴需求及中国的食用油脂消费的需求，期末库存、产需缺口均表现为环比宽松，库存消费比小幅回落，但仍处在往年偏高水平，表明新年度供需存

在宽松预期。

三、 国际大豆市场供需情况：供应格局将转变，库存重建进行时

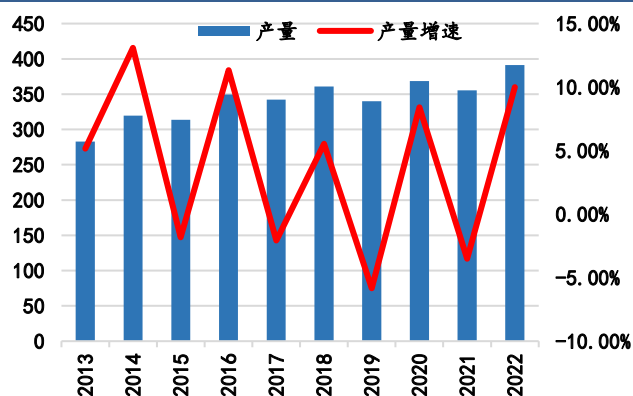
表：全球大豆平衡表

单位：百万吨

日期	期初库存	产量	进口	出口	食用消费	收获面积	总供应	压榨量	期末库存	库存消费比	产量增速	供需缺口
2022/23	114.3700	644.4000	193.5900	198.2700	48.6200	299.1900	952.3500	533.4400	121.4200	15.56%	6.66%	7.0500
2021/22	115.5800	604.1500	180.0700	178.0100	47.0200	295.8800	899.7900	511.5900	114.3700	15.53%	-0.55%	-1.2100
2020/21	111.9300	607.5100	190.3000	192.0300	46.9600	286.4700	909.7400	508.1700	115.5800	15.47%	4.56%	3.6500
2019/20	134.0500	580.9900	189.6200	191.3900	45.2700	280.4400	904.6700	507.9000	111.9300	15.03%	-3.36%	-22.1200
2018/19	118.2700	601.1900	168.1700	171.9900	43.7500	281.6800	887.6300	489.2300	134.0500	19.01%	2.96%	15.7800
2017/18	110.0300	583.9000	176.4700	177.2800	43.1000	281.1900	870.4300	484.2400	118.2400	16.78%	1.42%	8.2100
2016/17	92.8500	575.7200	167.2900	171.3800	41.6400	269.4000	836.9900	467.0900	109.5200	16.10%	9.85%	16.6700
2015/16	96.0100	524.1200	153.6700	153.0100	40.1000	265.0600	773.2900	444.8600	93.4100	14.64%	-2.63%	-2.6000
2014/15	81.3700	538.2600	143.5900	147.2000	38.8200	267.7000	764.1700	439.7500	95.8000	15.31%	6.64%	14.4300
2013/14	72.5900	504.7600	133.5600	133.7700	37.3400	261.3400	709.7500	419.7100	79.4700	13.45%	6.38%	6.8800
2012/13	72.2100	474.5000	114.7600	118.5400	36.4400	256.8700	661.6100	396.8800	67.8600	12.30%	5.93%	-4.3500

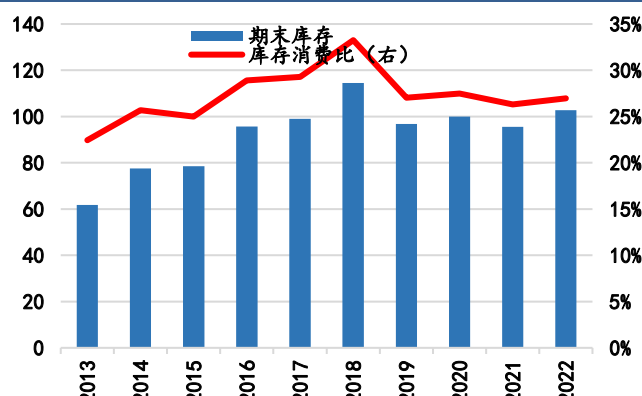
数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：全球大豆：22/23 年度产量恢复性增长 单位：百万吨，%



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：全球大豆：期末库存同比增加 单位：百万吨，%



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

全球范围内，新作方面，供应端与上一作物年度不同，USDA 预期 2022/23 年全球大豆的产量将由大幅减产转变为丰产格局，产量或达到 3.91 亿吨，同比增加 9.99%，为历史最高水平。消费方面，全球压榨量从上年度的 3.1478 亿吨上升至 3.2932 亿吨，增幅 4.62%，出口量则是由上年度的 1.5382 亿吨升至 1.6938 亿吨，增幅 10.12%。大豆期末库存上调至 1.0271 亿吨，同比增加 7.45%，为历史第二高值。综合来看，全球大豆的库存消费比虽然同比增加 0.66%，但仍位于历史中性偏低水平，因前期旧作南美大豆大幅减产叠加新作美豆未能实现预期中的丰产，全球大豆供需仍偏紧，市场等待后续 USDA 的南美豆丰产兑现扭转该格局。

旧作方面，由于南美大豆产量受损严重，报告下调全球大豆产量至 3.5591 亿吨，同比减少 9.99%。消费端随着产量的减少，原材料成本增加，出口量从上一年度 1.6454 亿吨调降至 1.5714 亿吨，减少 4.71%，压榨量也有小幅减少。供需缺口由正转负，

2021/22 全球大豆的期末库存落至 9559 万吨，同比减少 444 万吨。库存消费比回落至 26.31%，属于近年来偏低水平，因此整体旧作的供需格局偏紧，亟待新作丰产以修复库存。

3.1 美豆：丰产预期落空，内需旺外需偏弱

表：美豆供需平衡表

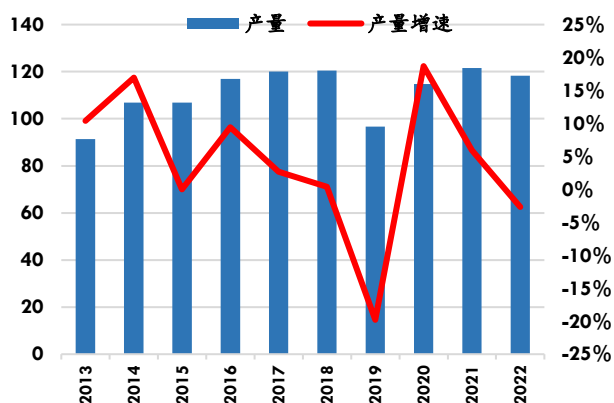
单位：百万吨

日期	期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费总计	出口	期末库存	农场平均价	库存消费比	产量增速	产量-消费
2022/23	7.45	118.27	0.41	61.10	64.48	55.66	5.99	14.00	4.99%	-2.68%	-1.87
2021/22	6.99	121.53	0.43	59.98	62.78	58.72	7.45	13.30	6.13%	5.91%	0.03
2020/21	14.28	114.75	0.54	58.26	60.91	61.67	6.99	10.80	5.70%	18.70%	-7.83
2019/20	24.74	96.67	0.42	58.91	61.85	45.70	14.28	8.57	13.28%	-19.79%	-10.88
2018/19	11.92	120.52	0.38	56.94	60.40	47.68	24.74	8.48	22.89%	0.37%	12.44
2017/18	8.21	120.07	0.59	55.93	58.87	58.07	11.92	9.33	10.19%	2.69%	3.13
2016/17	5.35	116.93	0.61	51.74	55.72	58.96	8.21	9.47	7.16%	9.42%	2.25
2015/16	5.19	106.86	0.64	51.34	54.47	52.86	5.35	8.95	4.98%	-0.02%	-0.47
2014/15	2.50	106.88	0.90	50.98	54.96	50.14	5.19	10.10	4.94%	16.95%	1.78
2013/14	3.83	91.39	1.95	47.19	50.09	44.57	2.50	13.00	2.64%	10.39%	-3.27
2012/13	4.61	82.79	1.10	45.97	48.83	35.85	3.83	14.40	4.52%	-1.66%	-1.89

数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：美豆年度产量及产量增速

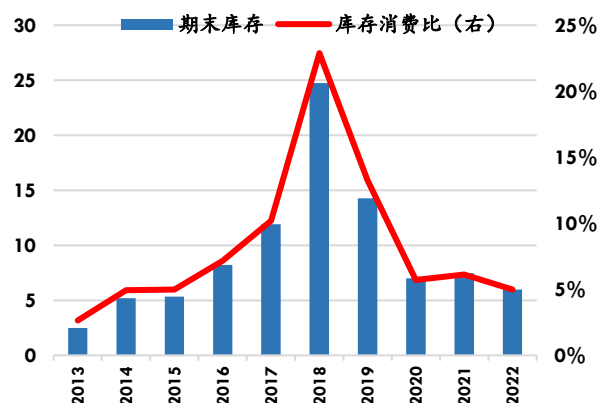
单位：百万吨，%



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：美豆年度期末库存及库存消费比

单位：百万吨，%



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

美国是全球大豆重要的主产区之一，占到全球大豆总产量的约 30%。USDA12 月预估 2022/23 美豆产量为 1.1827 亿吨，减产 326 万吨，同比减少 2.68%。今年 3 月份 USDA 种植意向报告曾预估 9095.5 万英亩的历史最高种植面积，但随着春播期主产区湿冷天气造成严重的种植延误，USDA 在 6 月底的种植面积报告中又大幅下调了美豆种植面积到 8830 万英亩，远低于市场预估。进入 7-8 月生长关键期，美国中西部地区炎热干燥的天气又持续扰动作物生长，损害了大豆的单产潜力。最新供需报告预测 22/23 美豆单产为 50.2 蒲/英亩，较 6 月预估有明显降幅，收获面积也由 6 月实播报告的 8750 万英亩降低到 8660 万英亩。因此新作美豆丰产预期落空，未能改善供应紧张的格局。

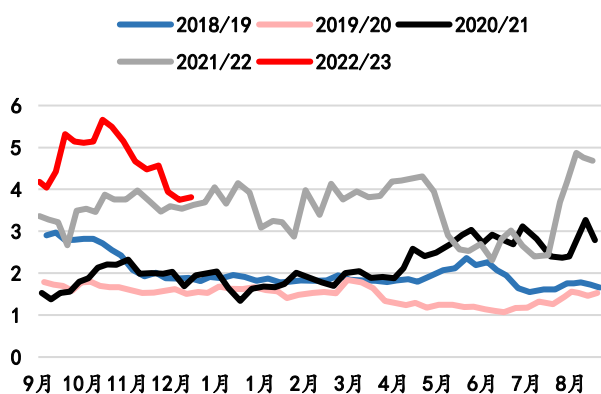
美国大豆、玉米、小麦的总播种面积保持稳定，长期没有增长趋势。密苏里大学的美国食品农业政策研究所预测，未来十年里美国主要农作物的种植面积将保持相对稳定。因此，影响大豆播种面积增减的因素主要来自和竞争作物之间的竞争，通过对比大豆和玉米期价，比值大于 2.3 时，有利于大豆“争夺”更多的种植面积。2022 年由于俄乌战

争，国际谷物价格快速上涨也推高了美玉米的价格，因此即便化肥价格上涨，玉米对于大豆仍是高性价比的作物。展望下一作物年度，当前大豆玉米比价在 2.24 附近，从比值观察美农民会倾向于种植更多的玉米，大豆种植面积增加的空间有限。USDA 前期发布的未来 10 年基准线初步预测报告也支持这个结论，美国农业部预测 2023/24 年度农民将播种 9200 万英亩玉米，高于 2022/23 年度的 8860 万英亩；作为对比，2023/24 年度美国大豆种植面积将从 2022/23 年度的 8750 万英亩降到 8700 万英亩。

需求端来看，美国的国内消费量增加 170 万吨升高至 6448 万吨，消费增速达到 2.71%。南美丰产或将挤占美豆市场份额，出口量预计降低 306 万吨至 5566 万吨，减幅 5.21%；美国生柴政策继续推动油脂需求增加，国内压榨预计调增 112 万吨至 6110 万吨，涨幅 1.87%，再次刷新历年高点，整体来看美豆内需旺外需偏弱。在产量减少需求增加的情况下，22/23 美豆的期末库存预期减少至 599 万吨，库消比回落至 4.99% 的历史同期较低水平。

当前美豆压榨利润处于历史高点，截至 2022 年 12 月 23 日的一周，美国大豆压榨利润为每蒲式耳 3.97 美元，一周前是 3.81 美元/蒲式耳，去年同期为 3.69 美元/蒲式耳。美国国内工厂在高价驱动下能够保持良好的压榨水平，工厂榨利丰厚。就目前的压榨进度来看，9-11 月美豆压榨量在 5.22 亿蒲或 1420 万吨，占 USDA 预估值的 23.24%，近年来美国生柴产能扩张以及清洁能源政策大力推广，持续利好美豆国内压榨需求，较有可能实现创纪录的国内压榨量。

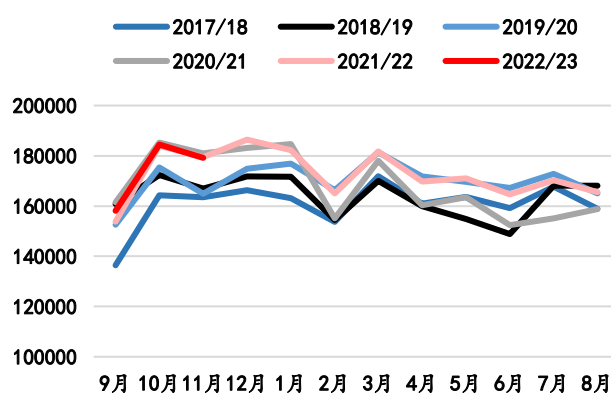
图：美豆国内压榨利润



数据来源：我的农产品网、海通期货投资咨询部

图：美豆月度压榨量

单位：千蒲

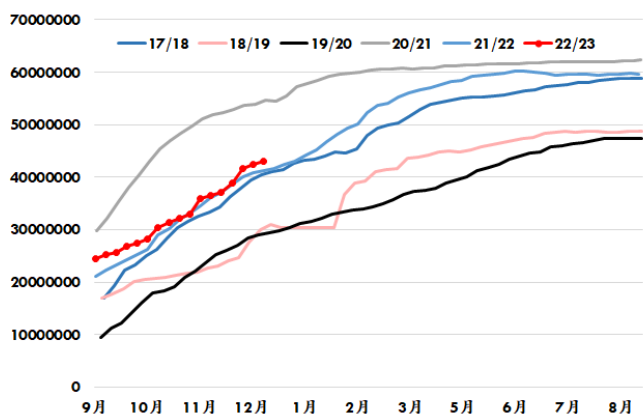


数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

从当前的美豆出口情况来看，整体销售进度较快，销售总量处于同期中性偏高水平。美国农业部出口销售报告显示，截至 12 月 22 日，美豆累计销售 4310.7 万吨，高于去年同期的 4131 万吨。意味着作物年度剩下的时间里还有 1255 万吨美豆等待销售，近五年平均在 1600 万吨左右，显然美豆完成出口目标的压力并不大，或者说美豆出口量预估仍有上调空间。另一方面，拉尼娜现象的扰动不容小觑，若南美大豆再度遭遇极端天气的侵害，则市场需求会再度转向美豆，美豆出口调增空间将加大。

图：美豆出口销售总量（已出口+未装船）

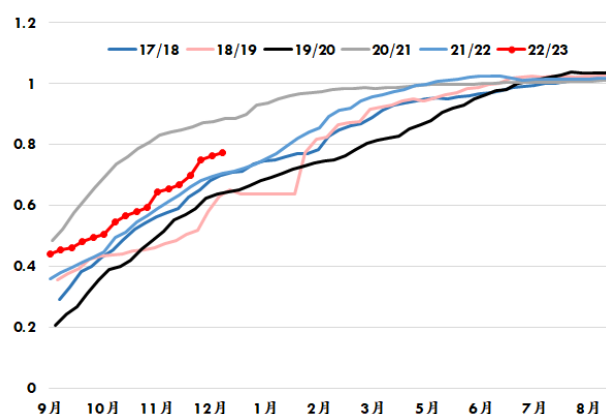
单位：吨



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：美豆出口销售进度

单位：%



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

3.2 南美豆：聚焦南美丰产能否兑现，拉尼娜仍为关键变量

表：巴西大豆供需平衡表

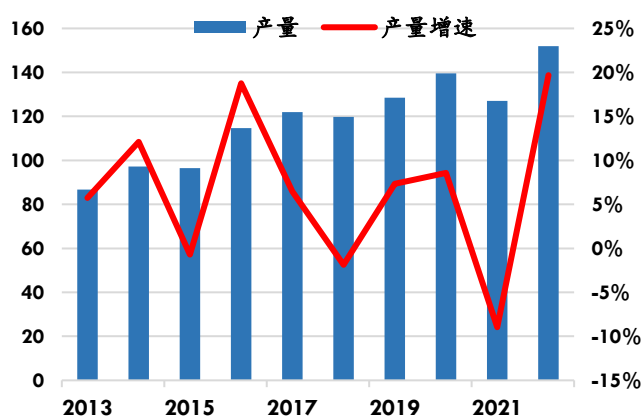
单位：百万吨，%

日期	期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费总计	出口	期末库存	库存消费比	产量增速	产量-消费
2022/23	23.81	152.00	0.75	51.75	55.35	89.50	31.71	21.89%	19.69%	7.15
2021/22	29.40	127.00	0.54	50.75	54.00	79.14	23.81	17.88%	-8.96%	-6.14
2020/21	20.42	139.50	1.02	46.68	49.88	81.65	29.40	22.35%	8.56%	7.97
2019/20	33.34	128.50	0.55	46.74	49.84	92.14	20.42	14.38%	7.35%	-13.48
2018/19	32.70	119.70	0.14	42.53	45.18	74.89	32.47	27.04%	-1.89%	-0.37
2017/18	33.21	122.00	0.18	44.21	46.51	76.14	32.74	26.69%	6.46%	-0.65
2016/17	24.56	114.60	0.25	40.41	43.06	63.14	33.21	31.27%	18.76%	8.40
2015/16	19.08	96.50	0.41	39.75	43.05	54.38	18.56	19.05%	-0.72%	-0.93
2014/15	15.82	97.20	0.31	40.44	43.79	50.61	18.93	20.05%	12.11%	2.80
2013/14	15.36	86.70	0.61	36.86	39.81	46.83	16.02	18.49%	5.73%	0.06
2012/13	13.02	82.00	0.40	35.24	38.19	41.90	15.33	19.14%	23.31%	1.91

数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：巴西大豆产量及产量增速

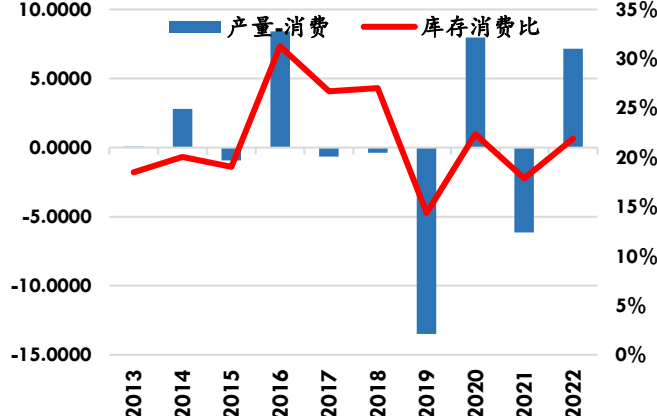
单位：百万吨，%



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：巴西大豆产需缺口及库存消费比

单位：百万吨，%



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

连续第三年的拉尼娜让市场普遍担忧南美大豆产量，USDA 仍预期 22/23 年度巴西预期产量大增，较去年 1.27 亿吨增加 2500 万吨至创纪录高的 1.52 亿吨，若丰产预期落地，巴西豆或降价以博取竞争力，届时会冲击全球大豆价格，且全球大豆供应紧张格局能否改变主要依赖于新作巴西大豆丰产，因其对作物年度增产的贡献度占比最大。消费端来看，巴西国内消费量延续了趋势性的增加，较上年度增加 135 万吨至 5535 万吨，

压榨量小幅增加 100 万吨，更多的增产用于出口，预计出口项则增加 1036 万吨至 8950 万吨，产量的大幅增加同时带来期末库存同比 33% 的增幅，之前偏低的库销比新年度也恢复到 21.89% 的中位水平。供需缺口由负转正，供需格局呈边际放松。

表：阿根廷大豆年度供需平衡表

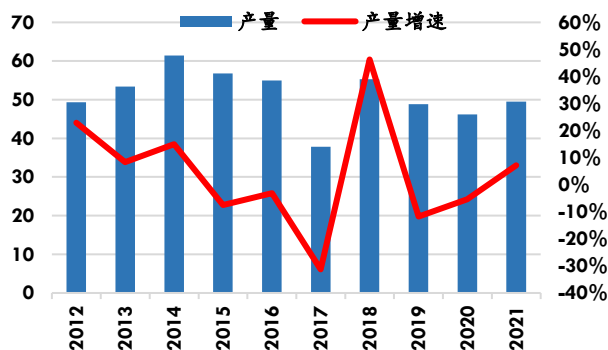
单位：百万吨

日期	期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费总计	出口	期末库存	库存消费比	产量增速
2022/23	23.90	49.50	4.80	39.75	47.00	7.70	23.50	42.96%	12.76%
2021/22	25.06	43.90	3.84	38.83	46.04	2.86	23.90	48.88%	-4.98%
2020/21	26.65	46.20	4.82	40.16	47.41	5.20	25.06	47.63%	-5.33%
2019/20	28.89	48.80	4.88	38.77	45.92	10.00	26.65	47.66%	-11.75%
2018/19	23.73	55.30	6.41	40.57	47.45	9.10	28.89	51.09%	46.30%
2017/18	27.00	37.80	4.70	36.93	43.63	2.13	23.73	51.86%	-31.27%
2016/17	27.16	55.00	1.67	43.31	49.81	7.03	27.00	47.50%	-3.17%
2015/16	31.70	56.80	0.68	43.27	47.65	9.92	31.60	54.89%	-7.49%
2014/15	25.27	61.40	0.00	40.02	44.18	10.57	31.92	58.30%	14.98%
2013/14	19.47	53.40	0.00	36.17	39.76	7.84	25.27	53.09%	8.32%
2012/13	16.30	49.30	0.00	33.61	36.05	7.74	21.81	49.81%	22.94%

数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：阿根廷大豆年度产量及产量增速

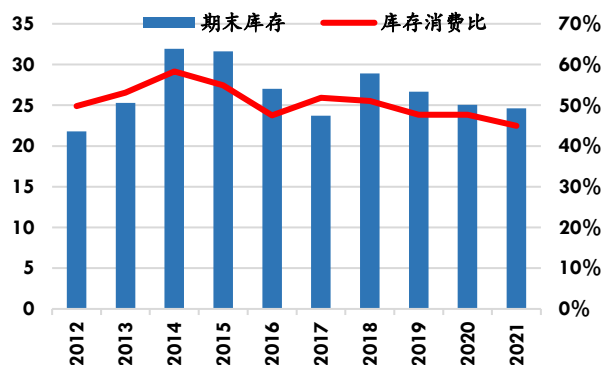
单位：百万吨，%



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：阿根廷大豆期末库存及库存消费比

单位：百万吨，%

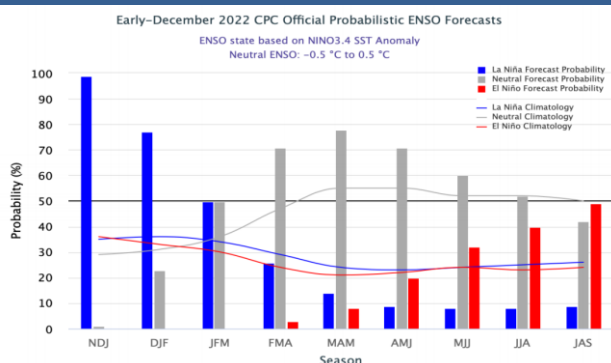


数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

阿根廷大豆方面，22/23 年度阿根廷大豆产量预估为 4950 万吨，较去年的 4390 万吨增加 12.76%；需求端方面，国内消费量较上年度增加 2.08% 至 4700 万吨；出口前景有明显好转，产量增加也会提振农户的销售积极性，出口量较上年度大幅增加 484 万吨至 770 万吨。供需同增的情况下期末库存较上年度减少 40 万吨至 2350 万吨，库存消费比由上一年度的 48.88% 下降至 42.96%，为近 10 年来最低位置，主要是由于去年减产后期初库存偏低以及消费旺盛造成，无法对库存进行重建。

四季度开始，随着南美进入种植季，市场关注焦点开始逐渐转向拉尼娜天气对南美豆播种的影响。拉尼娜现象将在短期内继续，然后过渡到中性条件。过渡的确切时间尚不清楚，2023 年 1-3 月出现拉尼娜现象和中性现象的可能性相同。拉尼娜现象将在 2 月至 4 月期间退出的信心相当高，中性的可能性为 71%。

图：拉尼娜发生概率三个月移动平均



数据来源：NOAA、海通期货投资咨询部

图：历年拉尼娜强度三个月移动平均

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
2016	2.5	2.1	1.6	0.9	0.4	-0.1	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6
2017	-0.3	-0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.1	-0.1	-0.4	-0.7	-0.8	-1.0
2018	-0.9	-0.9	-0.7	-0.5	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.5	0.8	0.9	0.8
2019	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.3	0.1	0.2	0.3	0.5	0.5
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	-1.1	-1.0	-0.9	-0.8	-0.9	-1.0	-1.0		

数据来源：NOAA、海通期货投资咨询部

历史数据来看，拉尼娜年份更多地影响太平洋东海岸的阿根廷，对巴西的产量影响有随机性，过去发生的 10 次拉尼娜现象造成巴西共计有 4 次减产、5 次增产和 1 次持平；阿根廷共计有 8 次减产和 2 次增产。去年拉尼娜影响巴西大豆减产 8.96%，阿根廷产量也下滑 4.98%。故历史数据上来看，虽然拉尼娜大概率会影响阿根廷大豆的单产，但影响幅度取决于影响的时间段和天气扰动是否覆盖主要产区；巴西方面对拉尼娜的反应则有相当大的不确定性。

图：历年拉尼娜对巴西大豆影响

年份	持续时间	播种前产量预估	定产产量	产量变化
2000/01	1998.8-2001.3	32.80	39.50	+6.7
2005/06	2005.12-2006.4	60.00	57.00	-3
2007/08	2007.8-2008.7	61.00	61.00	0
2008/09	2008.12-2009.4	62.50	57.80	-4.7
2010/11	2010.7-2011.6	65.00	75.30	+10.3
2011/12	2011.8-2012.4	73.50	66.50	-7
2016/17	2016.9-2017.1	101.00	114.90	+13.9
2017/18	2017.11-2018.4	107.00	123.40	+16.4
2020/21	2020.8-2021.3	131.00	139.50	+8.5
2021/22	2021.9-2022	144.00	127.00	-17

数据来源：NOAA、USDA、海通期货投资咨询部

图：历年拉尼娜对阿根廷大豆影响

年份	持续时间	播种前产量预估	定产产量	产量变化
2000/01	1998.8-2001.3	21.50	27.80	+6.3
2005/06	2005.12-2006.4	39.00	40.50	+1.5
2007/08	2007.8-2008.7	47.00	46.20	-0.8
2008/09	2008.12-2009.4	50.50	32.00	-18.5
2010/11	2010.7-2011.6	50.00	49.00	-1
2011/12	2011.8-2012.4	53.00	40.10	-12.9
2016/17	2016.9-2017.1	57.00	55.00	-2
2017/18	2017.11-2018.4	57.00	37.80	-19.2
2020/21	2020.8-2021.3	53.50	46.20	-7.3
2021/22	2021.9-2022	52.00	43.90	-8.1

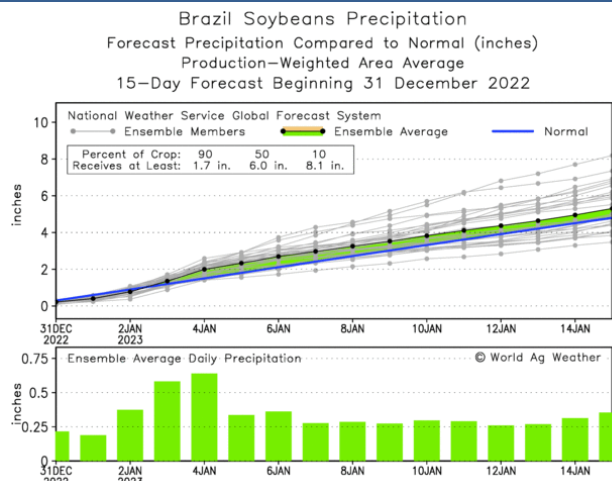
数据来源：NOAA、USDA、海通期货投资咨询部

巴西方面，大豆种植工作基本结束，USDA 预期新作丰产，增加的产量来自于种植面积以及单产同增。因大豆种植利润偏高，推高巴西农户种植意愿，根据咨询机构 DATAGRO 公司的调查证实，22/23 市场年度巴西大豆播种面积预计为 4324 万公顷，同比去年提高 2.6%，这也是巴西大豆种植面积连续第 16 年增长。面积增加之后，丰产只需单产的配合。经历过去拉尼娜的侵扰之后，今年巴西大豆的单产预期也有恢复性增加，且巴西一直大力推广大豆保护性耕作以提高大豆单产，Safras 预计 22/23 单产 3.54 吨/公顷，同比增加 16.8%。当前除了南部地区比较干旱以外，大部分地区降水情况良好满足丰产所需条件，有利于早期作物生长，单产或能够兑现。

值得警惕的是，连续的拉尼娜会有可能导致南美西海岸水汽缺乏，当前南里奥格兰德州农业研究所 (Emater) 表示，干燥天气已经开始令该州大豆种植进度放缓，截至上周该州大豆种植率为 85%，落后于往年同期均值水平的 92%，有报告称大豆的发芽和萌

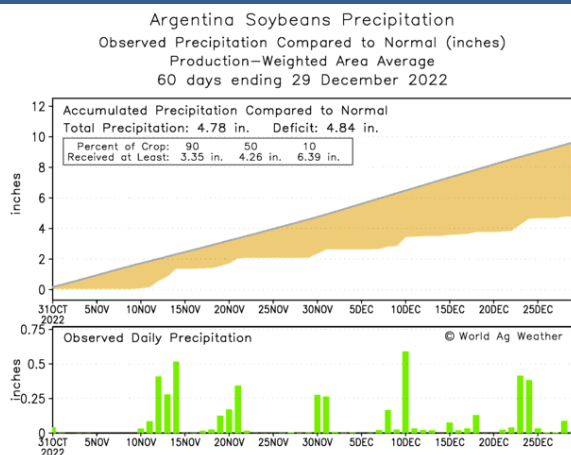
出存在问题，该州的大豆产量可能会再次令人失望。去年该地区减产近半，假设今年干旱严重，减产近半约 1100 万吨，则巴西产量将下调至 1.41 亿吨，仍是宽松供应格局格局。考虑到后续 1-2 月的降雨对巴西作物生长至关重要，如果出现更大范围的持续性旱情且演变为严重，则南美产量会面临深度调整，令更多需求被迫转向美豆，届时会对美豆形成强支撑。

图：巴西大豆主产区未来 15 天累计降水量距平



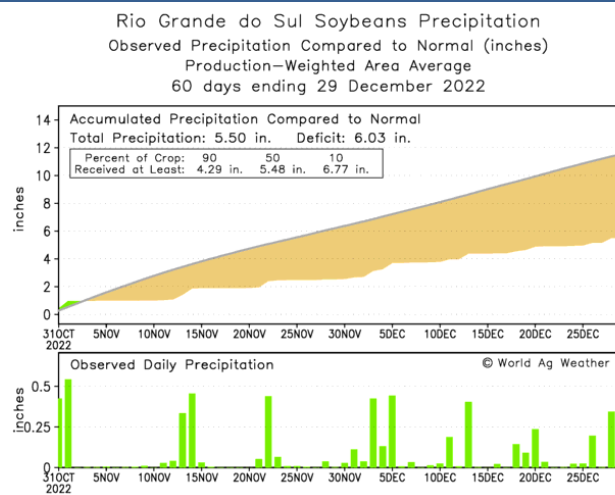
数据来源：NOAA、海通期货投资咨询部

图：阿根廷大豆未来 15 天累计降水量距平



数据来源：Ag Weather、海通期货投资咨询部

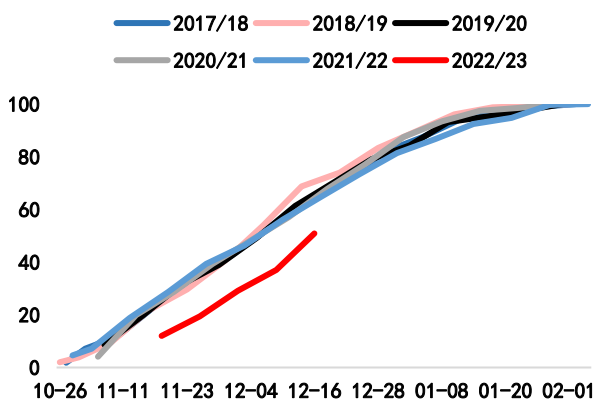
图：巴西南里奥格兰德州过去 60 天累计降水量距平



数据来源：NOAA、海通期货投资咨询部

图：阿根廷大豆种植进度

单位：%



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

阿根廷产区方面，潘帕斯平原仍在遭受历史性干旱的打击，许多农民无法种植，布宜诺斯艾利斯交易所最新公布的数据显示，阿根廷大豆种植完成 72.20%，较去年同期低 9.2%，低于五年均值 86%。布宜诺斯艾利斯谷物交易所表示核心农业区，种植进度比去年同期低 20%-22.3%。种植时间拖得越久，收成就可能越少，晚种植的大豆会在发育早期开花，这将加深减产风险。

当前的土壤墒情需要更多的降水来改善，但从未来 15 天的降水量距平图来看，阿根廷大豆主产区累计降水量将远低于同期平均值，预计 22/23 年度阿根廷实现目标产量的难度依然较大，情况可能与去年产季类似，预计 USDA 产量预估将下调至 4400 万

吨左右。另外考虑到明年 1-3 月阿根廷大豆的生长关键期，拉尼娜仍有一半几率将继续，此前盘面会保持一定的天气升水加持。

综上所述，本年度南美产量或表现为巴西大豆大幅增产，阿根廷大豆受拉尼娜困扰，产量仍有下调空间。然而即使阿根廷新作大豆产量预估下调 500 万吨，也较难冲击巴西增产带来的宽松供应。总体产量丰产概率大，或同比增加 2000 万吨以上，能够扭转当前全球大豆供应紧张的格局。

3.3 国际大豆需求变量：美豆油生柴需求存下调预期

12 月备受市场期待的美国环保署 EPA 可再生燃料掺混方案落地，2023 年美 EPA 可再生燃料掺混义务只有 208.2 亿加仑，低于市场预期，仅仅比 2022 年高 1.9 亿加仑，而此前市场对此项需求存在较高的预期。其中豆油相关的生物质柴油 D4 义务量从 2022 年的 27.6 亿加仑升至 28.2 亿加仑，增幅仅为 2.17%，若算上 D5 中的部分豆油用量，增量也仅 2.9%，而 USDA 在年度平衡表中给出的豆油生柴用量预估从上年的 103.48 亿磅升至 116 亿磅，增幅在 12%，远高于义务量增幅，故实际需求能否实现依然存疑，豆油生柴需求仍存在 11 亿磅左右的下调预期。

单位：亿加仑	主要原料	2022 年	2023 年 E	2024 年 E	2025 年 E
纤维素燃料 (D3) Cellulosic biofuel	玉米杆、碎木头、沼气等	6.3	7.2	14.2	21.3
生物质柴油 (D4) Biomass-based diesel	豆油、菜籽油、餐厨费油、动物油	27.6	28.2	28.9	29.5
先进生物燃料 (D5) Advanced biofuel	甘蔗、生物丁醇	56.3	58.2	66.2	74.3
可再生燃料 (D6) Conventional renewable fuel	玉米淀粉	206.3	208.2	218.7	226.8

虽然本次义务量不及预期，但远期美国可再生能源的政策根本并未发生动摇，美国能源信息署预计，到 2024 年时美国可再生柴油产能将从 2020 年的不到 10 亿加仑增长到超过 50 亿加仑。豆油预计将成为最主要的原料；路透预期，到 2025 年，可再生燃料生柴总和将达到 227 亿加仑，因此远期的需求驱动仍将值得期待。

四、全球棕榈油市场供需情况：产地恢复性增产 库存边际转松

表：全球棕榈油供需平衡表

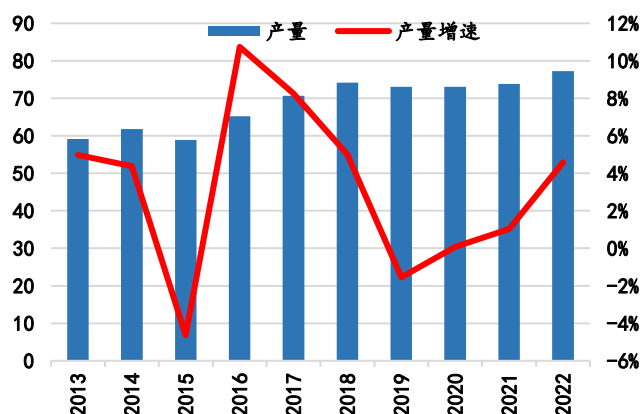
单位：百万吨

日期	期初库存	产量	进口量	出口量	总供应量	工业用量	食品用量	国内消费量	期末库存	库存消费比
2022 年	16.76	77.22	49.49	50.89	143.46	24.66	50.52	76	16.57	21.80%
2021 年	15.13	73.83	42.69	43.81	131.64	22.22	47.33	71.08	16.76	23.58%

2020 年	15.83	73.08	47.53	48.19	136.43	23.43	48.99	73.12	15.13	20.69%
2019 年	14.88	73.03	47.48	48.49	135.39	23.14	47.22	71.07	15.83	22.27%
2018 年	12.84	74.18	50.54	51.75	137.56	22.64	47.61	70.94	14.88	20.98%
2017 年	10.19	70.64	46.79	48.76	127.53	19.79	45.45	66.18	12.69	19.17%
2016 年	8.69	65.25	46.43	49.07	120.25	16.68	43.69	61.41	10.01	16.30%
2015 年	10.85	58.92	42.42	43.87	112.02	16.38	42.31	59.38	8.74	14.72%
2014 年	9.6	61.78	44.79	47.39	116.1	14.3	42.92	58.22	10.06	17.28%
2013 年	9.38	59.19	41.64	43.23	110.31	16.21	40.67	57.3	9.55	16.67%
2012 年	9.41	56.38	42.09	43.16	107.58	14.65	39.82	55.73	8.94	16.04%

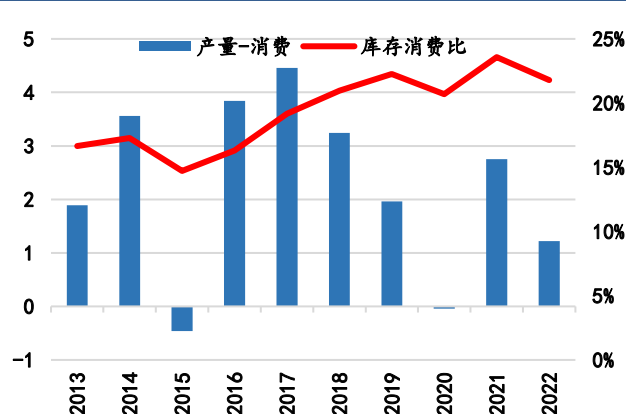
数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：全球棕榈油产量及产量增速 单位：百万吨，%



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：全球棕榈油期末库存及库存消费比 单位：百万吨，%



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

2020/21 年度全球棕榈油产量环比上年度上升，USDA12 月报告显示，2020/21 年度全球棕榈油产量 7654 万吨，较上年度增幅 367 万吨，增幅 50.4%，马来西亚、印尼两主产国分别增产 10.34%和 2.3%。消费端来看，棕榈油出口、食品、工业用量均有上升，期末库存小幅上升至 1299 万吨，但库存消费比回落至 17.36%，为连续第二年回落，产需缺口由负转正，供需格局较上年度转向宽松。

4.1 马来西亚棕榈油：劳动力短缺影响逐渐消减 新年度马来库存或延续宽松

表：马来西亚棕榈油供需平衡表

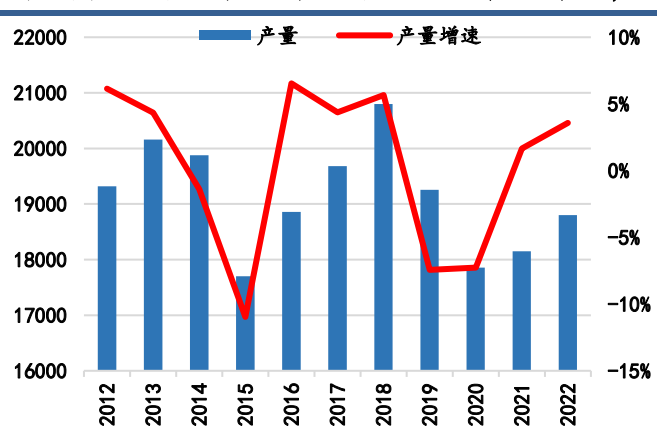
单位：千吨

日期	期初库存	产量	进口量	出口量	食品用量	工业用量	饲料用量	总供应量	国内消费量	期末库存	库存消费比
2022 年	2315	18800	1300	16500	845	2700	70	22415	3615	2300	11.43%
2021 年	1756	18152	1237	15527	810	2423	70	21145	3303	2315	12.29%
2020 年	1722	17854	1300	15878	770	2402	70	20876	3242	1756	9.18%
2019 年	2448	19255	790	17212	766	2720	73	22493	3559	1722	8.29%
2018 年	2477	20800	1055	18362	737	2715	70	24332	3522	2448	11.19%
2017 年	1964	19683	540	16472	700	2465	73	22187	3238	2477	12.57%
2016 年	1408	18858	633	16313	670	1885	67	20899	2622	1964	10.37%
2015 年	2611	17700	559	16667	650	2033	112	20870	2795	1408	7.23%

2014 年	2090	19879	991	17403	660	2231	55	22960	2946	2611	12.83%
2013 年	1784	20161	358	17344	649	2170	50	22303	2869	2090	10.34%
2012 年	2481	19321	957	18524	630	1781	40	22759	2451	1784	8.51%

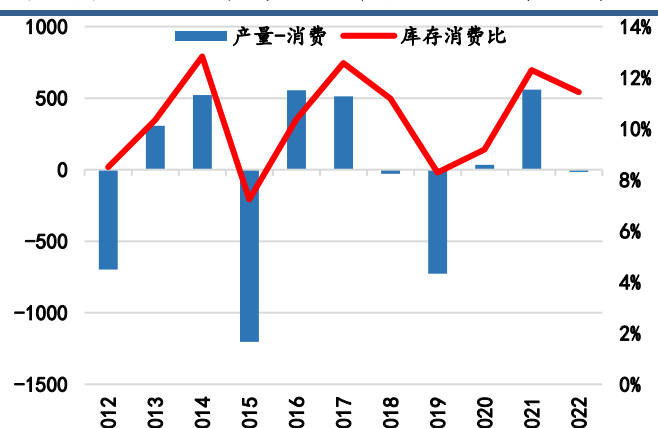
数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：马来西亚棕榈油产量及产量增速 单位：千吨，%



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：马来西亚棕榈油产需缺口及库存消费比 单位：千吨



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

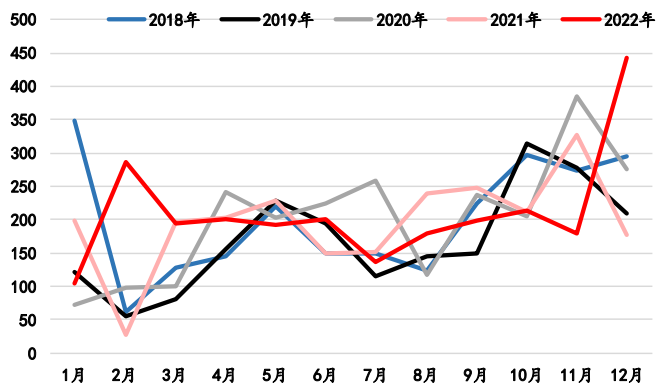
22/23 年度马来西亚棕榈油表现为产量与消费俱增，产需缺口由正转负，期末库存小幅回落，库存消费比小幅下行至 11.43%，处在往年中性偏高位置。年度平衡表来看，马棕供需基本维持产需平衡，矛盾并不突出。预期产量能否实现主要关注两个因素：1. 疫情及防疫政策的变化对种植园外劳恢复的影响；2. 前期降水量带来的周期性产量变化。

从外劳签证数据来看，本年度种植园劳动力问题仍未完全解决，马来西亚棕榈油协会(MPOA)调查数据显示,种植园外籍劳工人数仅 15 万人,劳动力与土地的比例为 1:17,劳动力不足的问题继续凸显，马来移民局数据显示马来外劳续签+临时签证的人数较去年进一步回落,处在往年最低位置,马来政府对于外劳申请入境的批准率仅在 22%左右，故无政策驱动的情况下，短期劳工问题依然难见解决。但从实际产量表现来看，劳工短缺对产量带来的制约在边际减少，8-10 月份马来棕榈油产量已恢复至同期中性位置，11 月产量 168.07 万吨，虽然出现了季节性的降幅，但高于过去三年 149~163 万吨的产量区间，截至 12 月 15 日 SPPOMA 数据显示，12 月上半月产量环比下降 1.9%，若此采收节奏延续到月底，则本月预期产量或位于 160-164 万吨，亦位于过去 4 年的最高位置。

从降水对于产量的预测性上来看，历史规律显示马来半岛、沙巴州的降水量对 10 个月之后的产量产生正向影响，沙捞越州的影响周期约为 7 个月，在今年弱的拉尼娜气候影响下，2 月份以来的降水量基本维持在正常区间内，沙捞越州降水量在历史区间偏下位置，但区域产量占比在 3 成以下，预计影响有限，总体来看气候端对产量造成损失的可能性较低，中长期来看明年起拉尼娜强度逐月降低，气候转向中性，利于产量的实现，三四季度开始气候向弱的厄尔尼诺转向，但对于产量的影响将体现在更远的 2024

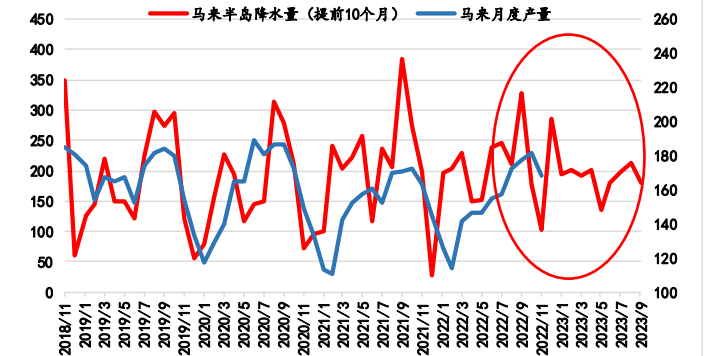
年。

图：马来半岛降水量季节性



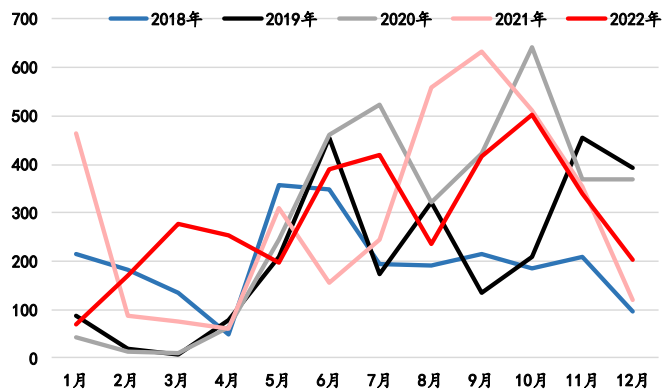
数据来源：meteomanz、海通期货投资咨询部

图：马来半岛降水量&产量预测



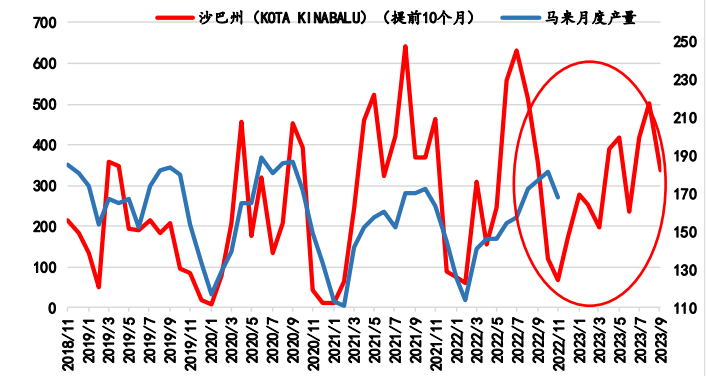
数据来源：meteomanz、海通期货投资咨询部

图：沙巴州降水量季节性



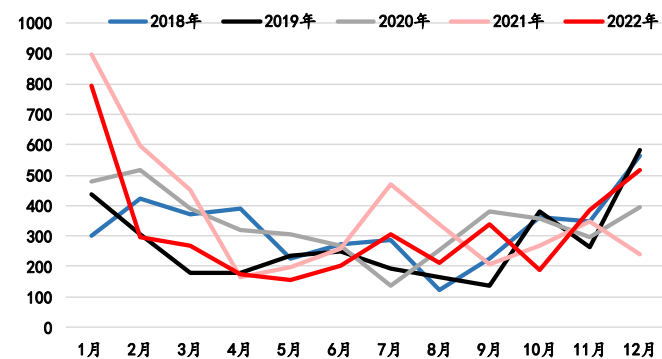
数据来源：meteomanz、海通期货投资咨询部

图：沙巴州降水量&产量预测



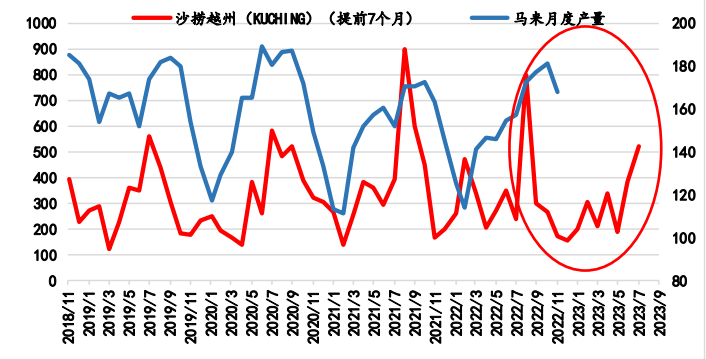
数据来源：meteomanz、海通期货投资咨询部

图：沙撈越州降水量季节性



数据来源：meteomanz、海通期货投资咨询部

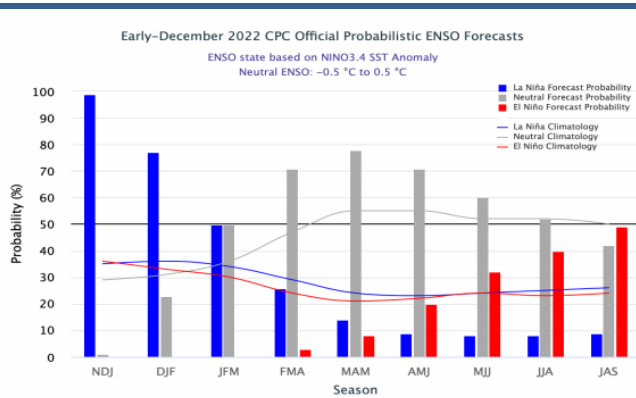
图：沙撈越州降水量&产量预测



数据来源：meteomanz、海通期货投资咨询部

表：厄尔尼诺/拉尼娜现状及未来预期

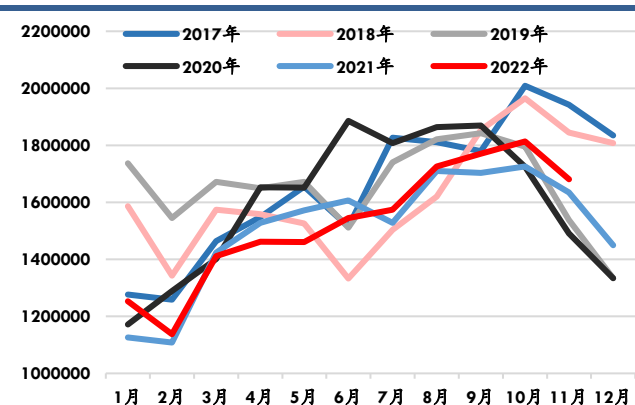
Year	DJF	JFM	FMA	MAM	AMJ	MJJ	JJA	JAS	ASO	SON	OND	NDJ
2010	1.5	1.2	0.8	0.4	-0.2	-0.7	-1.0	-1.3	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
2011	-1.4	-1.2	-0.9	-0.7	-0.6	-0.4	-0.5	-0.6	-0.8	-1.0	-1.1	-1.0
2012	-0.9	-0.7	-0.6	-0.5	-0.3	0.0	0.2	0.4	0.4	0.3	0.1	-0.2
2013	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3
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
2016	2.5	2.1	1.6	0.9	0.4	-0.1	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6
2017	-0.3	-0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.1	-0.1	-0.4	-0.7	-0.8	-1.0
2018	-0.9	-0.9	-0.7	-0.5	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.5	0.8	0.9	0.8
2019	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.3	0.1	0.2	0.3	0.5	0.5
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	-1.1	-1.0	-0.9	-0.8	-0.9	-1.0	-1.0		



数据来源：NOAA、海通期货投资咨询部

图：马来西亚棕榈油月度产量

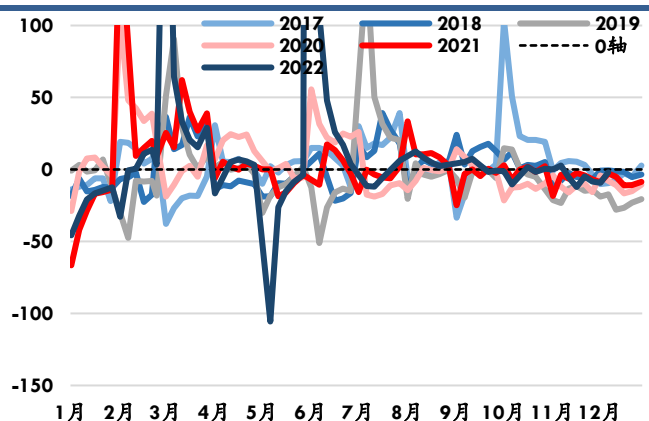
单位：万吨



数据来源：MPOB、海通期货投资咨询部

图：SPPOMA：马来西亚棕榈油 5 日产量环比

单位：%

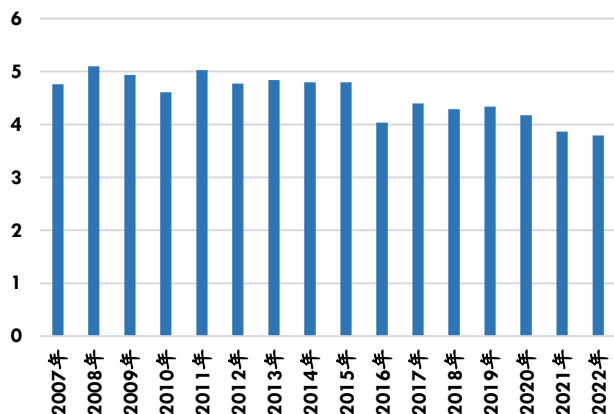


数据来源：SPPOMA、海通期货投资咨询部

更长周期的产量问题在于马来棕榈种植面积及单产的趋势性前景，种植面积方面，2011 年到 2017 年，马来西亚棕榈树种植面积从 430 万公顷增至 520 万公顷，但 2018 年至今种植面积稳定在 550 万公顷附近，未来进一步扩种的空间有限。在单产方面，棕榈油的单产和棕榈树的树龄结构紧密相关，一旦棕榈树过了旺产周期，随着树龄的增长，棕榈油的单产潜力会逐步下降。近 10 年以来，马棕单产持续走低，2021 年后马来西亚棕榈单产下降到 3.8 吨/公顷附近，相关报告显示，马来西亚处于老龄期和淘汰期的棕榈树占比 30%，未成熟期和青年期的棕榈树占比为 33%，高产期棕榈树占 37%，MPOC 预计老化棕榈树翻种会导致未来 4-5 年出现 200-250 万吨/年的产量缩减，按照目前马来西亚棕榈油产量为基准，未来其年产量很难再超过 2000 万吨的水平，故中长期来看马棕产量增长空间较为有限。

图：马来西亚棕榈油平均单产变化

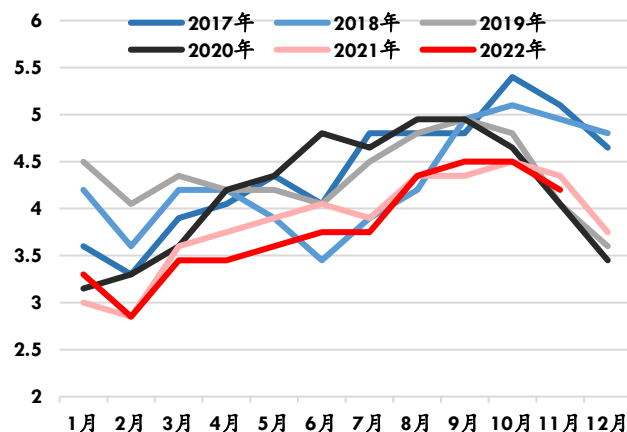
单位：吨/公顷



数据来源：MPOB、海通期货投资咨询部

图：马来西亚棕榈油平均单产变化

单位：吨/公顷

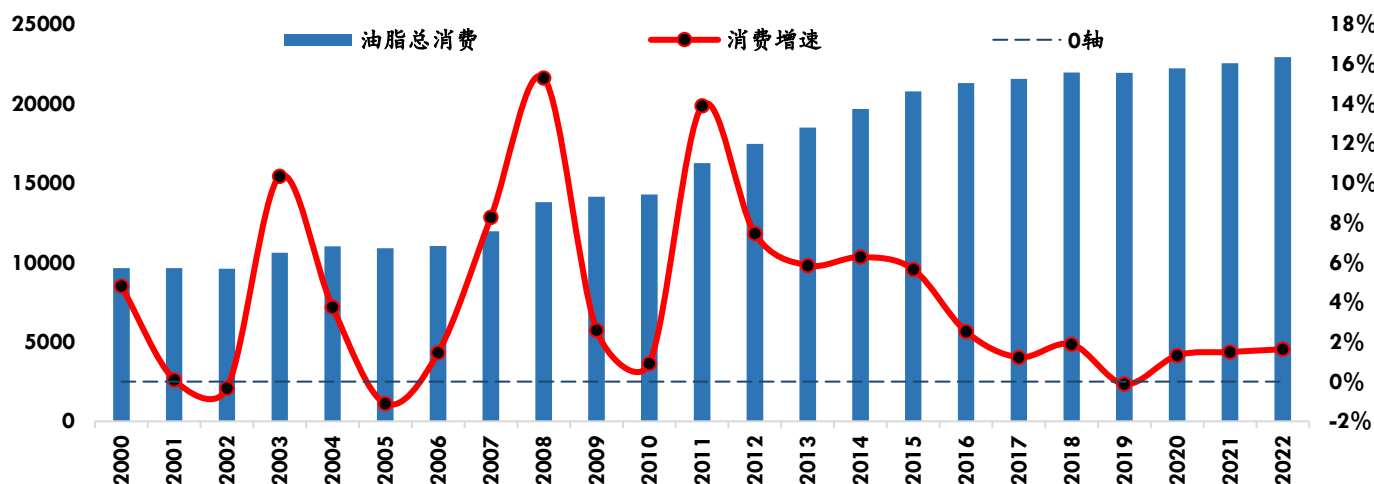


数据来源：MPOB、海通期货投资咨询部

需求方面，马来西亚棕榈油第一大需求国为印度，2016年以来印度植物油的年均增速均保持在2%左右的稳定增幅，21/22年度印度主要植物油总消费量在2292万吨，较上年小幅增长1.63%。

表：印度主要植物油（棕榈、豆油、菜油、椰子油、花生油、葵籽油、棉籽油）年消费总量及增速

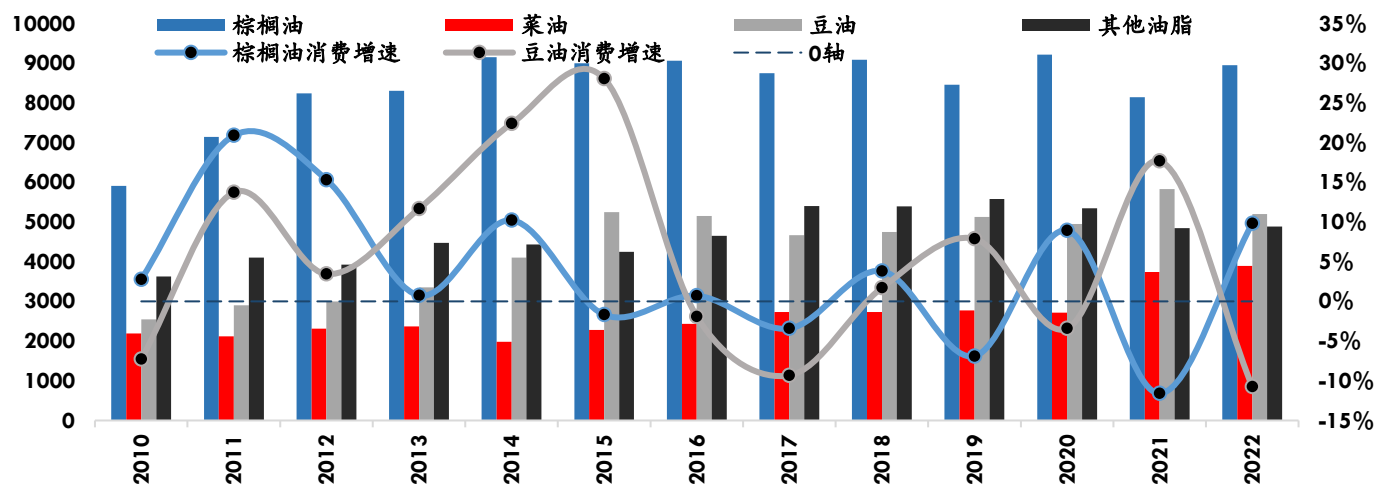
单位：千吨



数据来源：SEA、海通期货投资咨询部

表：印度主要植物油品年消费量及增速

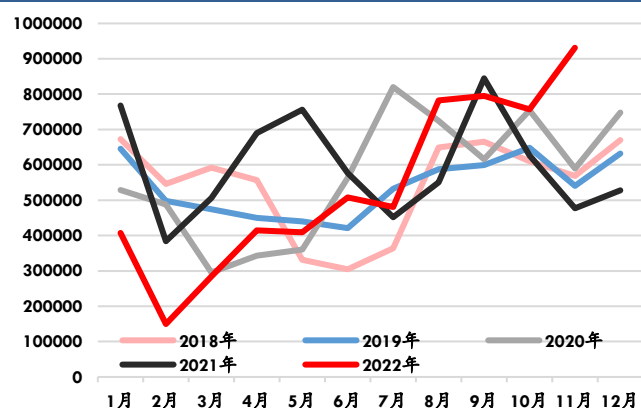
单位：千吨



数据来源：SEA、海通期货投资咨询部

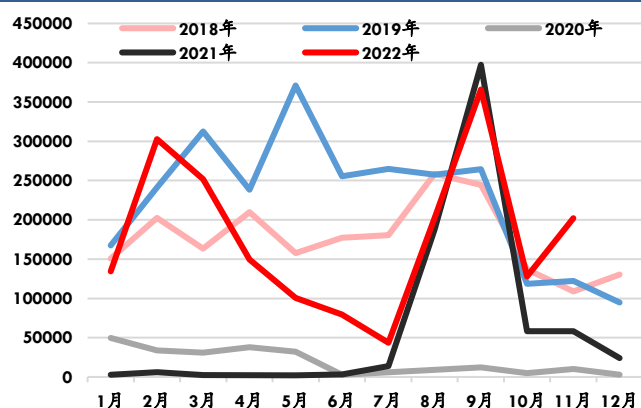
分油品来看，本年度棕榈油消费增加而豆油消费缩减，主要由于随着棕榈油主产国库存从去库向累库转向后，国际棕榈油价格性价比提升，与毛豆油的价格差持续拉大。目前印度对毛棕榈油征收 5% 的进口关税，对精炼棕榈油征收 12.5% 的进口关税，由于关税差只有 7.5%，带来进口商对于精炼棕榈油的进口积极性明显抬升。SEA 认为毛棕精棕关税差过低会影响国内棕榈油精炼行业的产能利用率，建议将毛棕榈油和 24 度精炼棕榈油关税差提高到 15%，其中 24 度精炼棕榈油关税从目前的 12.5% 提高到 20%，以减少精棕进口，鼓励毛棕进口。

图：印度初榨棕榈油月度进口量 单位：吨



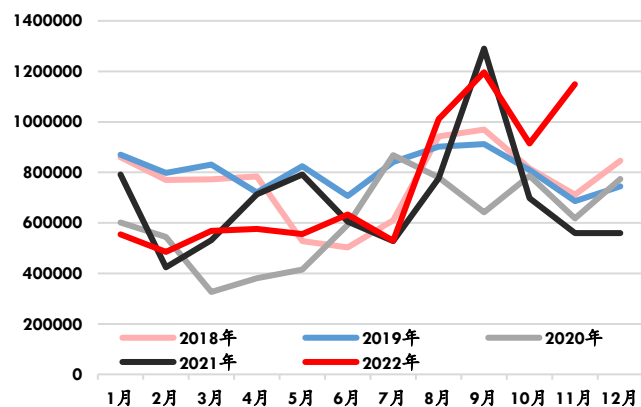
数据来源：SEA、海通期货投资咨询部

图：印度精炼棕榈油月度进口量 单位：吨



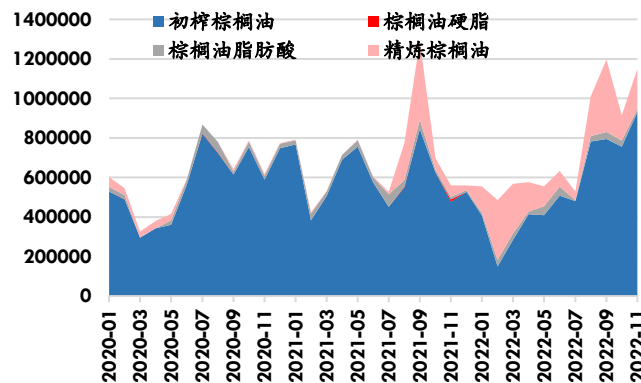
数据来源：SEA、海通期货投资咨询部

图：印度棕榈油进口总量 单位：吨



数据来源：SEA、海通期货投资咨询部

图：印度棕榈油月度进口结构 单位：吨

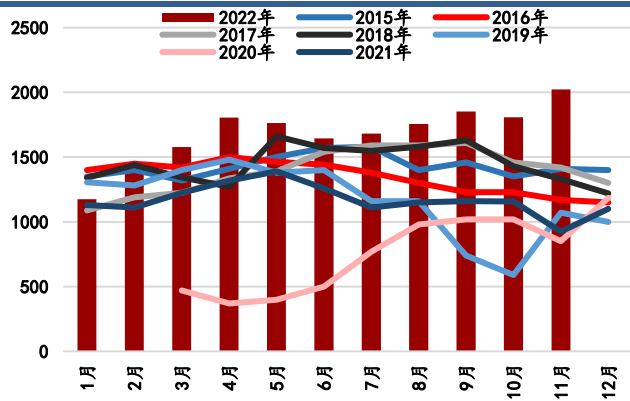


数据来源：SEA、海通期货投资咨询部

国内库存来看，截至 11 月末，印度港口食用油库存为 74.9 万吨，其中包括 38.5 万吨毛棕榈油，16.9 万吨 24 度精炼棕榈油，8.4 万吨毛豆油以及 11.1 万吨葵花籽油。流通渠道的库存为 202.3 万吨，总库存量为 277.2 万吨，总库存量处在同期绝对高位，但港口库存处在区间偏下位置，库存多储存在管道库存中，说明下游实际需求较好，但在库存消化之前预计新增进口量较为有限，故本年度印度端带来的需求偏向于中性，难见明显利好。

图：印度植物油管道库存

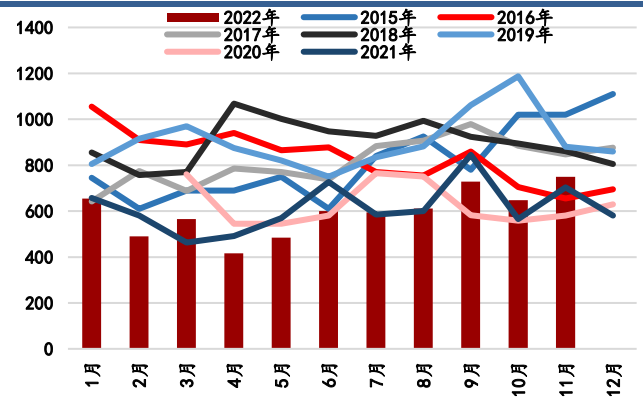
单位：千吨



数据来源：SEA、海通期货投资咨询部

图：印度植物油港口库存

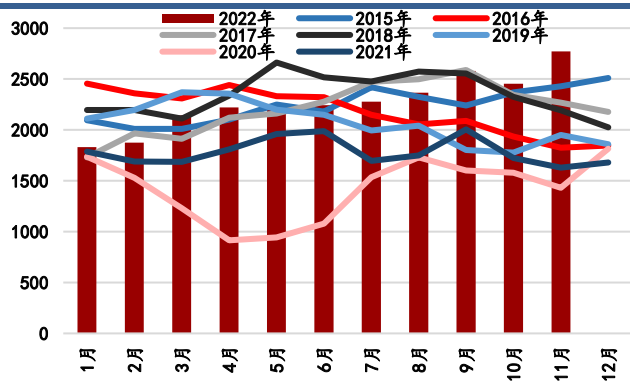
单位：千吨



数据来源：SEA、海通期货投资咨询部

图：印度植物油总库存

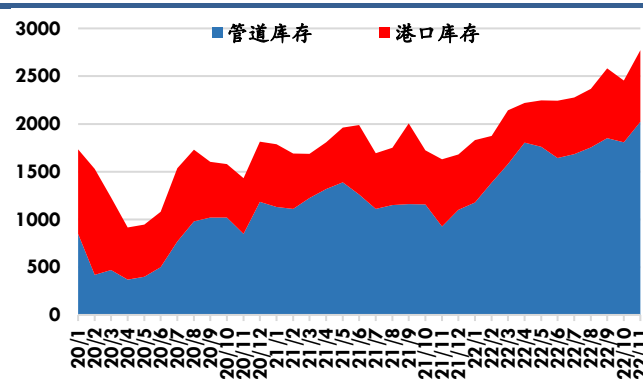
单位：千吨



数据来源：SEA、海通期货投资咨询部

图：印度棕榈油库存结构

单位：千吨



数据来源：SEA、海通期货投资咨询部

4.2 印尼棕榈油：供需齐升 出口政策仍存变量

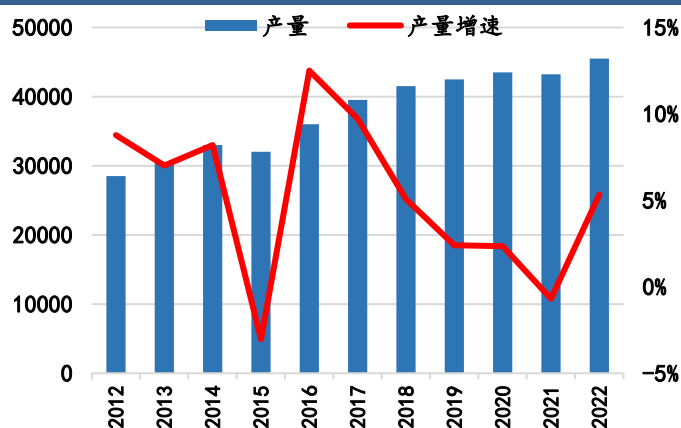
表：印尼棕榈油供需平衡表

单位：千吨

日期	期初库存	产量	进口量	出口量	食品用量	工业用量	饲料用量	总供应量	国内消费量	期末库存
2022年	8577	45500	0	28500	6900	10700	400	54077	18000	7577
2021年	5502	43200	0	22321	6650	10000	1154	48702	17804	8577
2020年	4576	43500	0	26874	6225	9200	275	48076	15700	5502
2019年	2909	42500	11	26249	6020	8300	275	45420	14595	4576
2018年	3089	41500	84	28279	5770	7450	265	44673	13485	2909
2017年	2110	39500	1	26967	5570	5725	260	41611	11555	3089
2016年	2863	36000	5	27633	5370	3500	255	38868	9125	2110
2015年	2889	32000	0	22906	5170	3700	250	34889	9120	2863
2014年	2910	33000	8	25964	4970	1850	245	35918	7065	2889
2013年	3122	30500	27	21719	4780	4000	240	33649	9020	2910
2012年	2792	28500	38	20373	4600	3000	235	31330	7835	3122

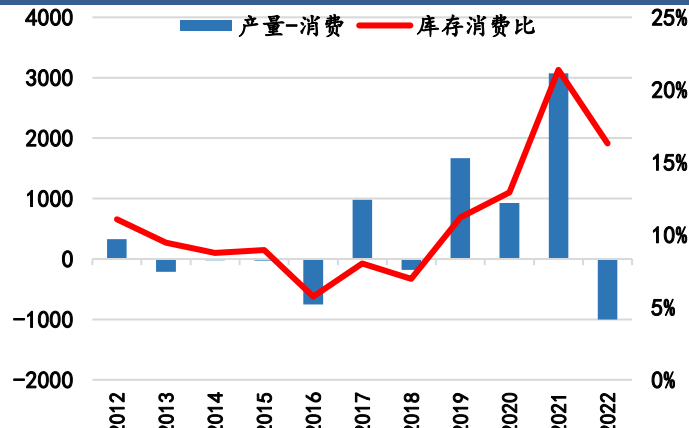
数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：印尼棕榈油产量及产量增速



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：印尼棕榈油库销比及年度产需缺口



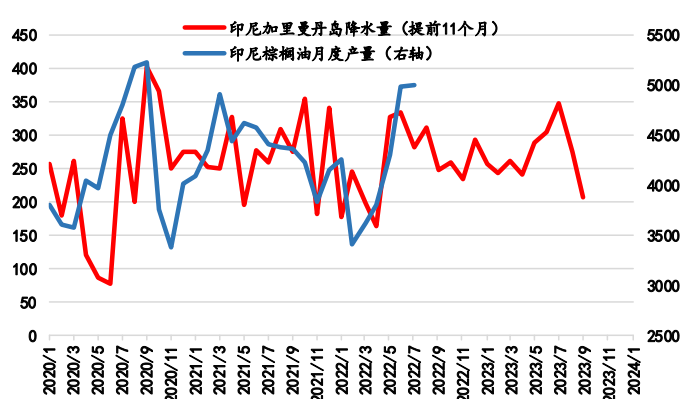
数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

USDA 数据显示，22/23 年度印尼棕榈油产量延续趋势性增加，由 21/22 年度的 4320 万吨升至 4550 万吨，增幅 5.3%，出口量大幅增加 27.7%；印尼棕榈油局（IPOB）则给出更加乐观的估计，2023 年产量将增加至 4810 万吨，同时出口量增加 8%至 3340 万吨。

本年度制约印尼棕榈油产量实现的关键因素是上半年出口禁令导致的储罐库容不足，带来种植园主动减产，政策因素在下年度依然是小概率事件，预期产量的实现仍主要关注气候条件配合，历史数据显示，印尼降水量对于产量的指引作用虽然不如马来西亚相关性高，但仍具有一定的指示作用，一般月度累计降水量与 11 个月后的产量成正相关关系，从今年全年的降水量来看，前三季度两产区降水量维持历史中性水平，有利于产量的实现，四季度加里曼丹岛降水量出现回落，或对应明年三四季度产量可能受损，但其他产区降水仍维持充沛，预计对产量的总体影响有限，料预期产量实现难度不大。

图：加里曼丹岛降水量&产量预测

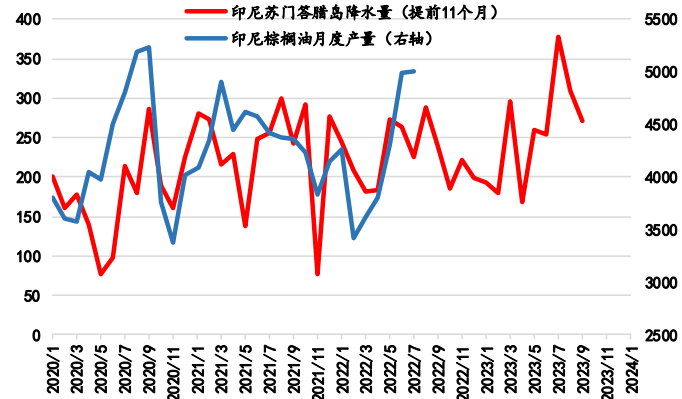
单位：吨，mm



数据来源：meteomanz、海通期货投资咨询部

图：苏门答腊岛降水量&产量预测

单位：吨，mm

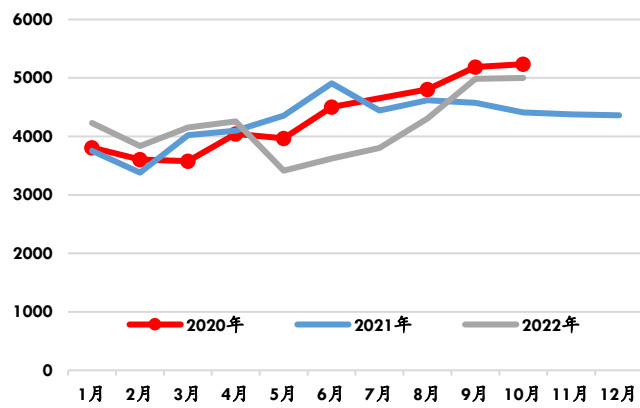


数据来源：meteomanz、海通期货投资咨询部

生柴需求方面，12 月印尼能源部官员表示，印尼将于 2023 年 1 月开始执行 B35 生物柴油政策，该生物柴油掺混 35%以棕榈油为基础的燃料。以棕榈油为基础的燃料配给量估计在 1300 万千升，高于 2022 年的 1103 万千升，对应约 170 万吨的棕榈油需求增量。

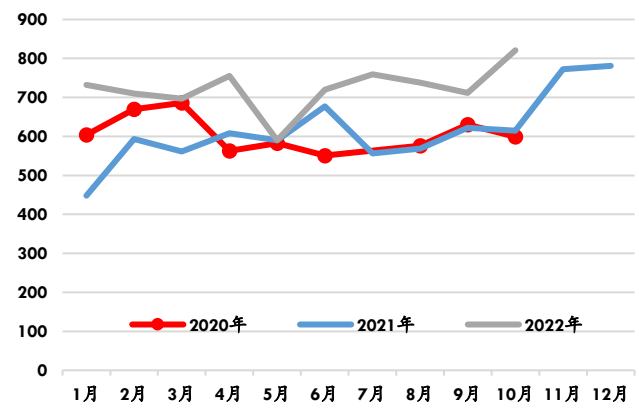
图：印尼棕榈油产量季节性

单位：吨



数据来源：GAPKI、海通期货投资咨询部

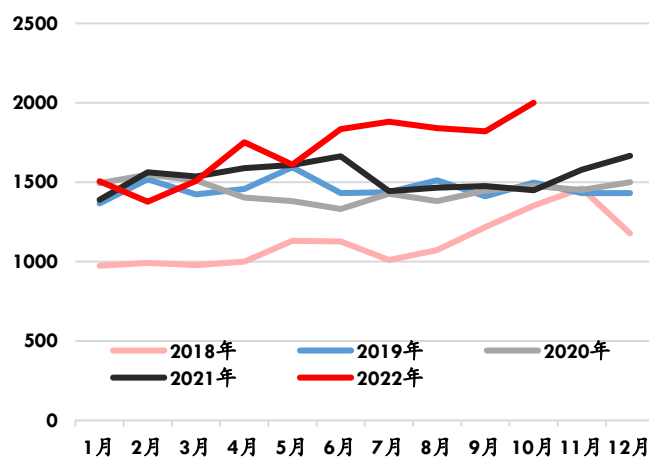
图：印尼生物柴油消费量



数据来源：GAPKI、海通期货投资咨询部

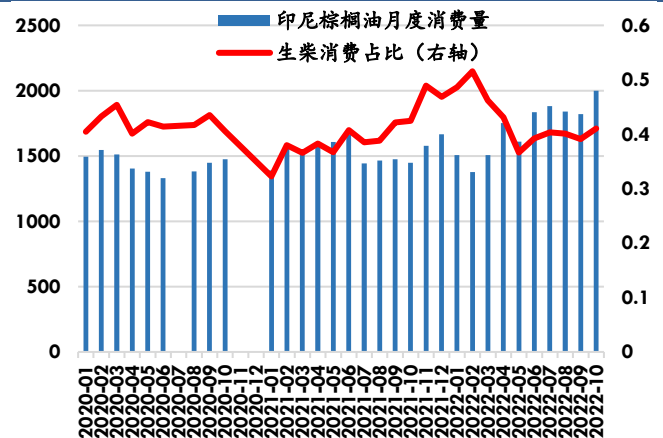
图：印尼棕榈油月度消费量季节性

单位：吨



数据来源：GAPKI、海通期货投资咨询部

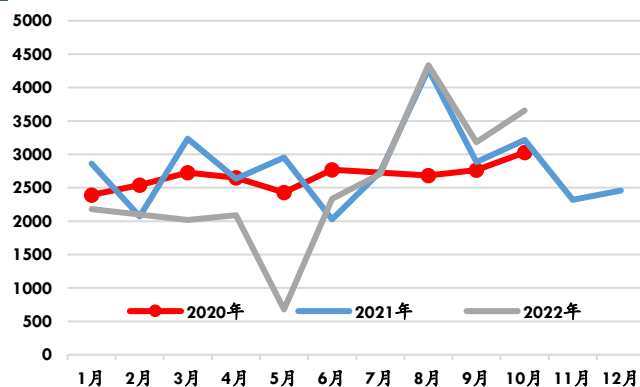
图：印尼棕榈油国内月度消费量及生柴消费占比 单位：吨



数据来源：GAPKI、海通期货投资咨询部

图：印尼棕榈油月度出口量季节性

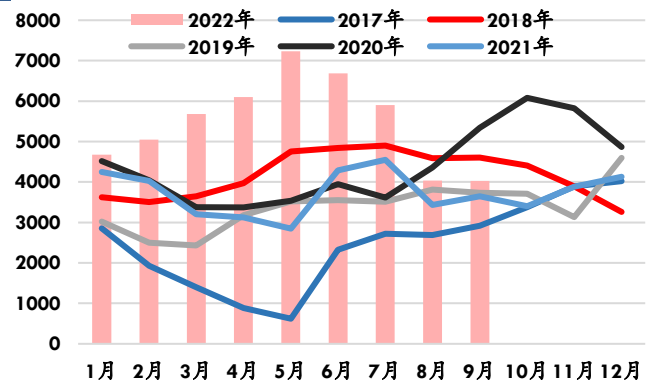
单位：吨



数据来源：GAPKI、海通期货投资咨询部

图：印尼棕榈油月末库存

单位：万吨



数据来源：GAPKI、海通期货投资咨询部

五、国内油脂油料市场情况

5.1 大豆：供应端产量无虞，新年度进口未见风险

表：国内大豆供需平衡表

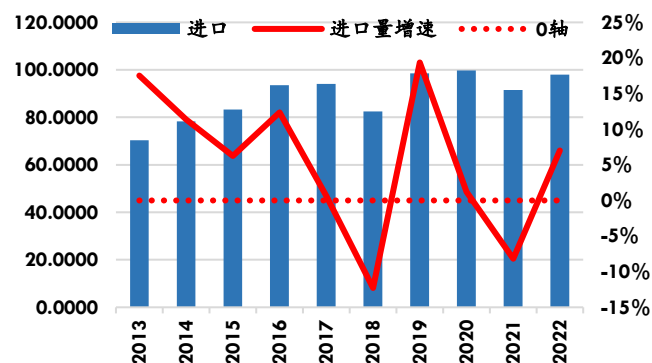
单位：百万吨

日期	期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费总计	出口	期末库存
2022/23	31.79	18.40	98.00	96.00	116.59	0.10	31.50
2021/22	31.15	16.40	91.57	87.50	107.22	0.10	31.79
2020/21	24.61	19.60	99.74	93.00	112.74	0.07	31.15
2019/20	19.46	18.09	98.53	91.50	109.20	0.09	26.79
2018/19	23.06	15.97	82.54	85.00	102.00	0.12	19.46
2017/18	20.12	15.28	94.10	90.00	106.30	0.13	23.06
2016/17	17.14	13.64	93.50	88.00	103.50	0.11	20.66
2015/16	17.01	11.79	83.23	81.50	95.00	0.11	16.91
2014/15	13.85	12.15	78.35	74.50	87.20	0.14	17.01
2013/14	12.38	11.95	70.36	68.85	80.60	0.22	13.88
2012/13	15.91	13.05	59.87	64.95	76.18	0.27	12.38

数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：国内大豆进口量及进口增速

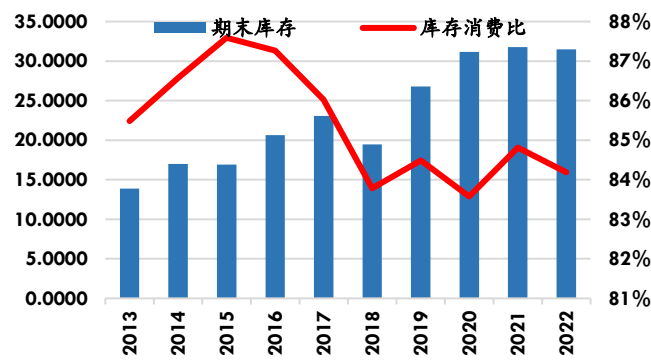
单位：百万吨，%



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：国内大豆期末库存及库存消费比

单位：万吨



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

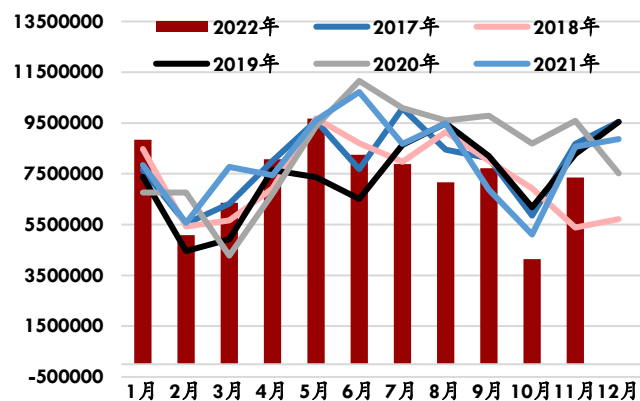
近年来我国国产大豆产量保持相对稳定，今年大豆种植面积增加，由于东北地区积极扩种大豆，推行大豆玉米合理轮作，黄淮海、西北、西南地区推广大豆玉米带状复合种植，大豆产量同比增加。根据国家统计局发布的数据，2022 年大豆播种面积 1.54 亿亩，比上年增加 2742.5 万亩，增长 21.7%；大豆单产 132 公斤/亩，每亩产量比上年增加 2.1 公斤，增长 1.6%；大豆产量 405.7 亿斤，比上年增加 77.8 亿斤，增长 23.7%。

由于国产大豆基本不用于压榨，产量窄幅波动对油粕面影响有限，供应端市场更多关注进口方面。中国海关公布的数据显示，2022 年 1-11 月进口大豆累计进口总量为 8053 万吨，较上年同期减少 714 万吨或 8%；中国 11 月大豆进口为 735 万吨，环比增加 322 万吨，增幅 78%，同比减少 122 万吨，减幅 14%。

因前期大豆减产，全球供应偏紧，大豆价格高昂令榨利大幅下降，2022 年 5-8 月进口大豆均同比有所减少，10 月更是同比骤减 23.71%。进入 9 月之后，油粕现货高基差使行业榨利水平大幅提高，预计在 2023 年中国大豆进口量将有恢复性增加，中国有望大量采购南美大豆，进口大豆供应充足。

图：国内大豆月度到港量

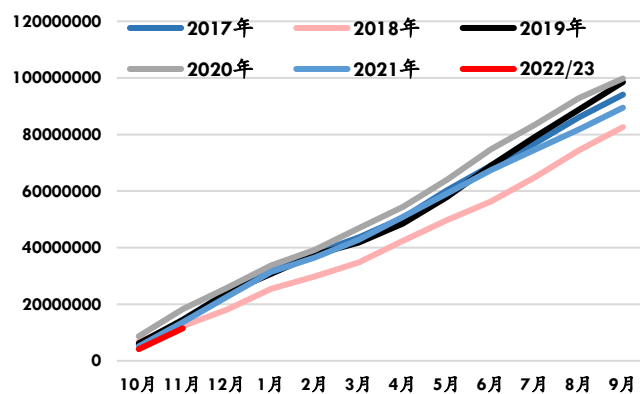
单位：万吨



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：国内大豆累计到港量

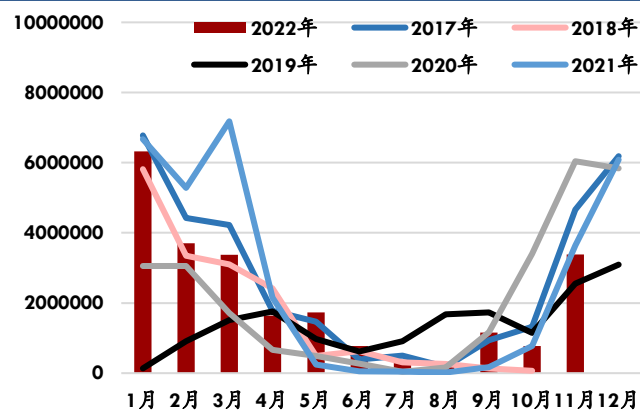
单位：万吨



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：自美国进口量

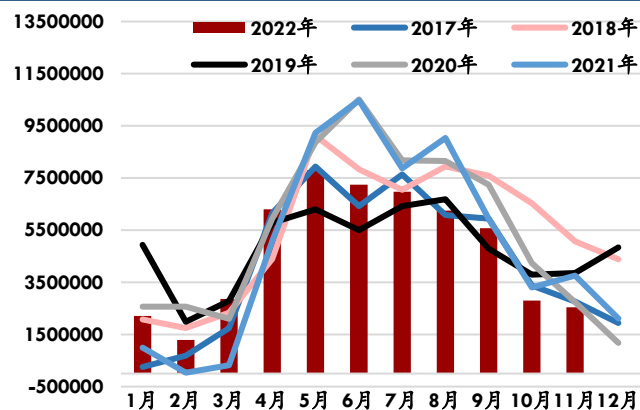
单位：万吨



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：自巴西进口量

单位：万吨

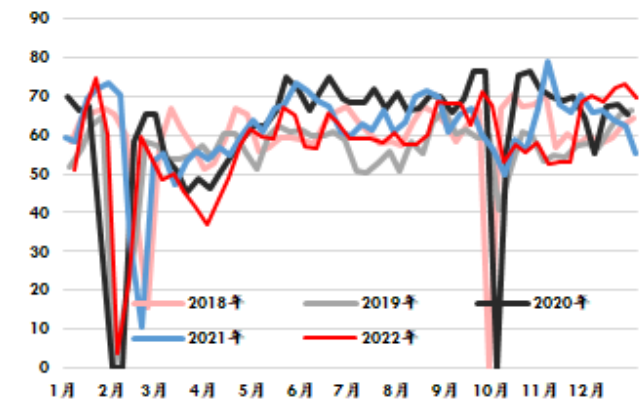


数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

压榨方面,2022自然年度全国大豆压榨总量为8730.04万吨,较去年同期减幅3.48%;
2022年12月,全国油厂大豆压榨为904.26万吨,较去年同期增加114.33万吨;从开机率来看,2022年12月国内油厂开机率为64.46%,较去年同期整体增幅14.47%。受到港大豆增加的影响,油厂开机逐步回升至正常水平。

图：84个主要油厂周度开机率

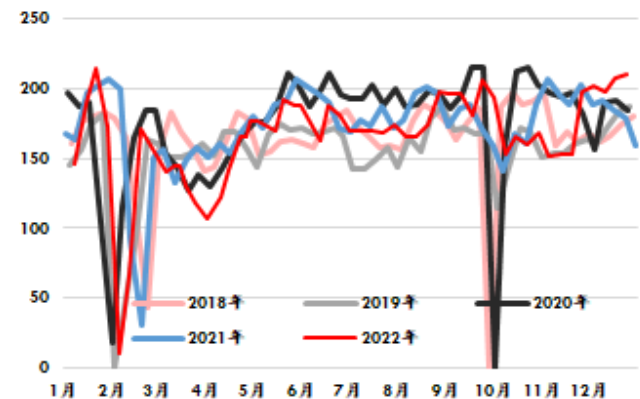
单位：%



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：84个主要油厂大豆周度压榨量

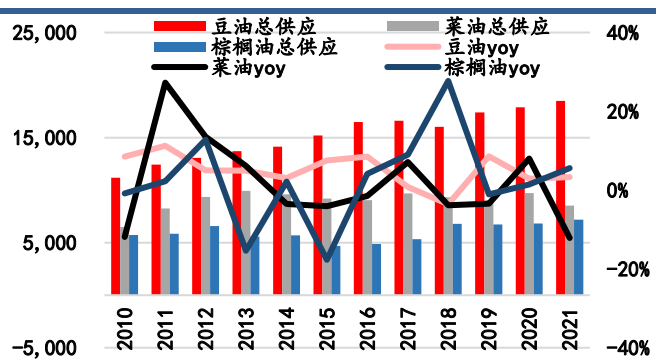
单位：吨



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

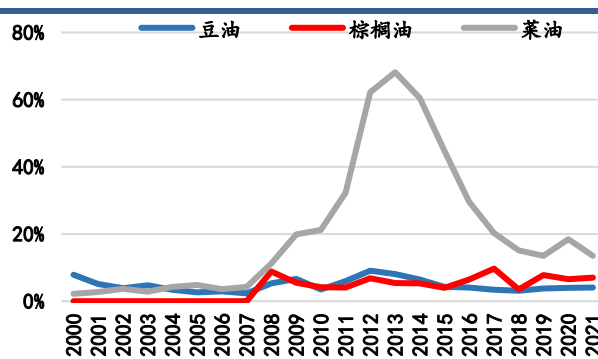
5.2 油脂：年度需求或见先弱后强 下半年需求值得期待

图：三大油脂产量&产量增速 单位：千吨，%



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

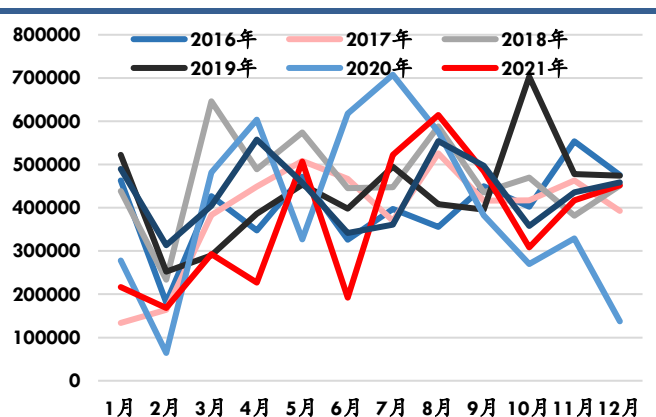
图：三大油脂库存消费比对比 单位：%



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

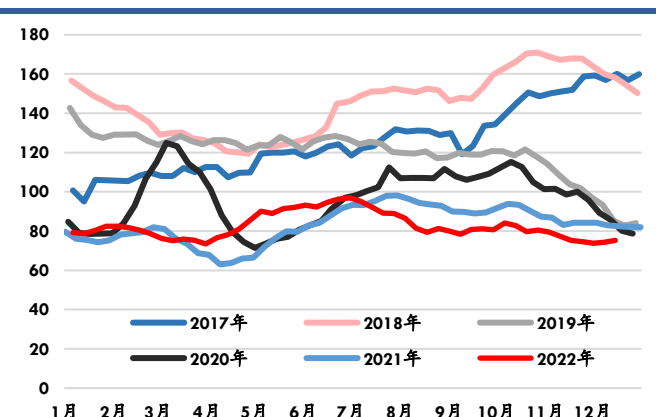
虽然今年大豆进口量仍近亿吨，1-11月累计进口植物油958万吨，同比+12%，但国内旺盛的油脂需求消化了高的油脂供应，叠加中加关系紧张下菜籽进口不畅，菜油供应量缩减，今年三大油脂总库存位于历史同期最低位置，库消比回落，截至12月17日，豆、棕、菜三大油脂总库存为188.5万吨，较去年同期的163.37吨增加15.37%。需求端表现来看，2022年下半年以来豆油成交积极性表现较好，虽然需求端缺少了政策性收储和饲料用油添加，但食用需求表现强劲，叠加下半年以来大豆到港量缩减，豆油库存存在下半年维持在同期最低位置。截至12月17日，国内主要粮油企业豆油库存为82.9万吨，为同期最低位。未来供应预期来看，我的农产品网预计，12月国内进口大豆到港预估为1050万吨，1月进口预计740万吨，随着大豆到港量增加，油厂压榨量有望保持在200万吨左右，豆油产出稳定增长，后期豆油供应呈现宽松，处于历史低位的豆油库存有望由降转增，仍需关注春节前备货下游实际需求的表现，今年春节较早叠加疫情政策优化后各地确诊病例陆续在元旦后达峰，春节备货积极性或将好于预期，实际累库幅度或较为有限。

图：全国豆油月度成交量 单位：吨



数据来源：我的农产品、海通期货投资咨询部

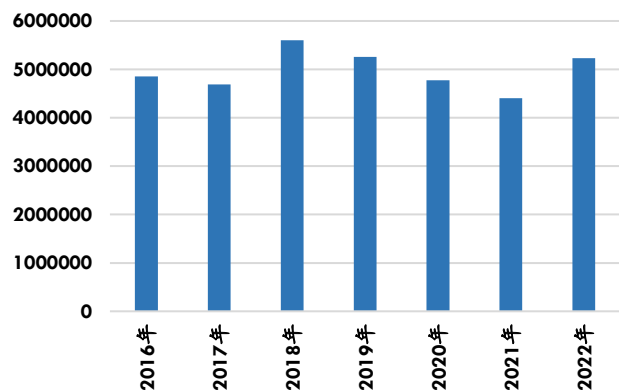
图：全国油厂豆油周度库存 单位：万吨



数据来源：我的农产品、海通期货投资咨询部

图：豆油年度成交量

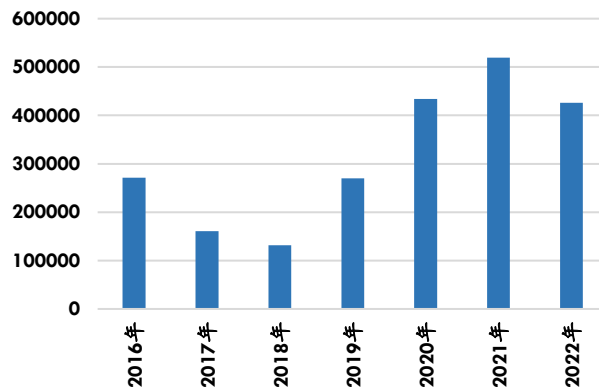
单位：吨



数据来源：我的农产品、海通期货投资咨询部

图：棕榈油年度成交量

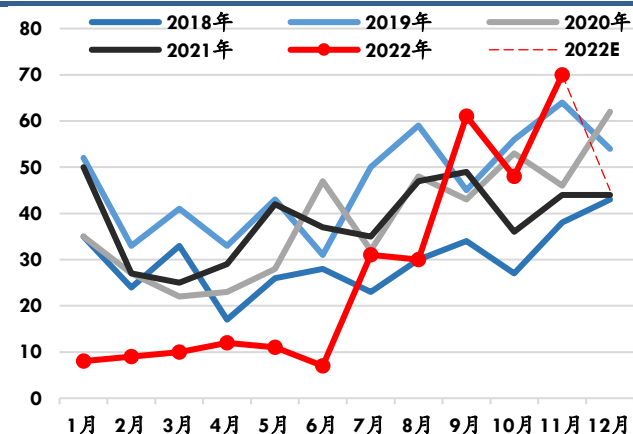
单位：万吨



数据来源：我的农产品、海通期货投资咨询部

棕榈油方面，上半年因印尼出口限制政策，国际棕榈油价格快速上涨，棕榈油进口利润持续倒挂，贸易商进口积极性较差，棕榈油进口量始终处于低位，而市场成交热度不减，6月印尼出口政策放开后，进口利润修复，棕榈油进口量快速回升，7、8月进口量从上半年的10万吨左右升至30万吨，11月单月进口量升至70万吨，全国棕榈油商业库存也在4季度快速攀升，从同期最低位升至最高位置，现货基差应声回落。未来供应预期来看，近期国内进口利润开始缩窄甚至倒挂，料后期进口量环比有所下滑，但同时1月也是棕榈油季节性消费淡季，供需双弱的格局下料棕榈油累库速度或有放缓。

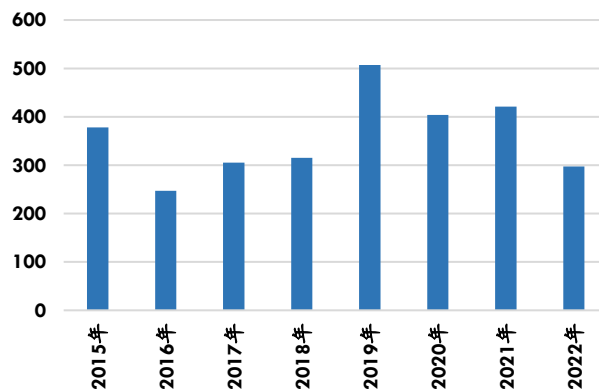
图：棕榈油月度进口量



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：1-10月棕榈油累计进口量

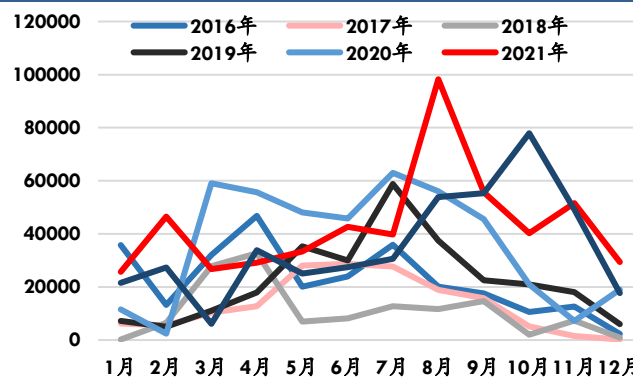
单位：元/吨



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：全国棕榈油月度成交量

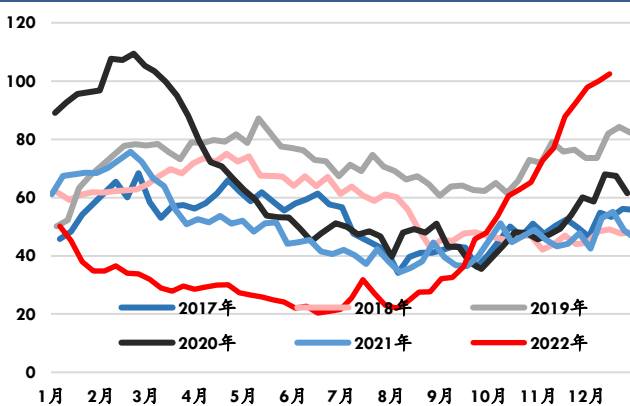
单位：吨



数据来源：我的农产品、海通期货投资咨询部

图：全国棕榈油周度库存

单位：万吨



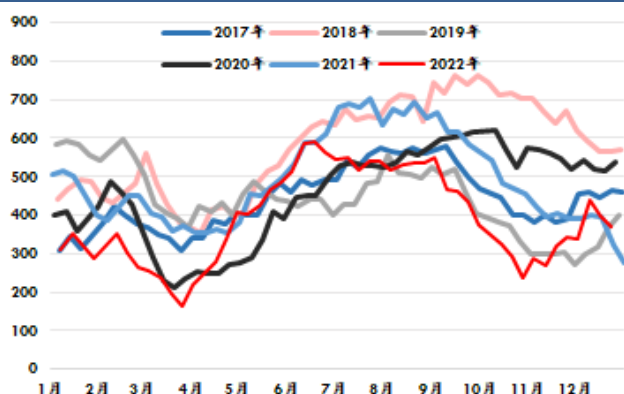
数据来源：我的农产品、海通期货投资咨询部

5.3 粕类：养殖端利润下行调整，疫情影响终端需求疲软

粕类消费去向主要是饲料的生产，按养殖对象不同可分为猪饲料、肉禽料、蛋禽料、水产料和反刍料，猪饲料占比 31%，肉禽约占比 30%，蛋禽占比 22% 左右，水产和反刍类占比较少。豆粕是生产饲料的主要原料，在豆粕所有的饲料消费中，禽料占比 52% 左右，猪饲料占比约 30%，而菜粕的饲料消费主要在生产水产饲料上，占比一半以上，禽料消费占比约 30%。所以生猪和禽类的养殖情况对粕类的需求影响最大。

图：主要粮油企业大豆库存

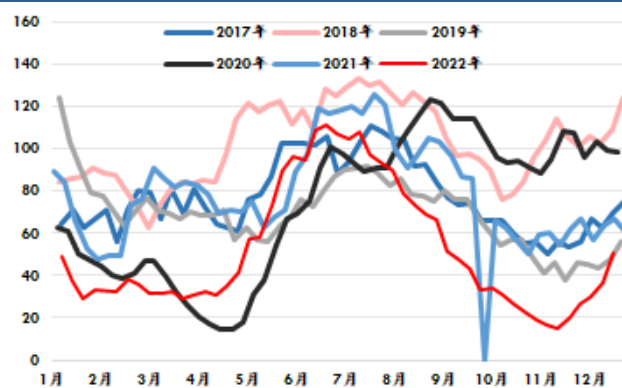
单位：万吨



数据来源：我的农产品、海通期货投资咨询部

图：主要油厂豆粕库存

单位：万吨

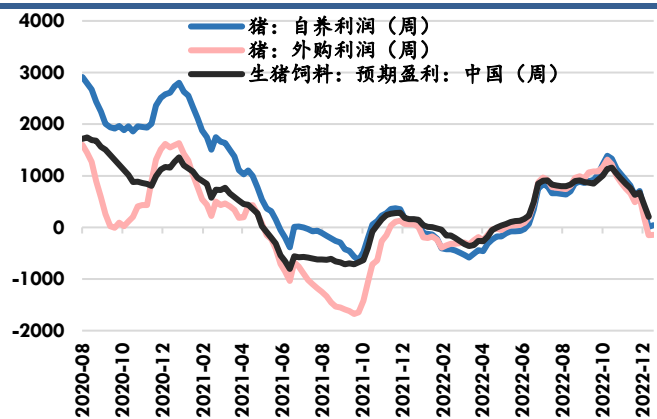


数据来源：我的农产品、海通期货投资咨询部

据饲料工业协会样本企业数据测算，2022 年 1—11 月，全国工业饲料总产量 2.68 亿吨，同比增长 0.1%。其中，禽类、水产、反刍动物饲料的增加抵消了猪饲料产量的下滑，考虑到 12 月猪价重心跌幅明显，预计 2022 年全年的饲料总量同比持平。今年的养殖利润呈现大幅波动趋势，受益于猪价的快速上涨，5 月中旬以来，外购仔猪以及自繁自养利润先后转正，年内一度达到较高水平；猪价上涨，也引发压栏情绪的抬升，自 6 月以来，全国生猪体重也呈现出反季节性上涨的特征。10 月以后，随着政策端的调控压力加大以及消费端持续疲软，养殖户卖货意愿明显提升，前期压栏在利润收窄的情况下加速出栏，猪价承压回落。全年来看，整体养殖利润均值在 150 元/头的中性偏低水平，预计市场补栏情绪一般，但母猪出淘积极性也不高，四季度淘汰母猪与商品猪比价连创新高反映养殖户惜淘。农村农业部数据显示，能繁母猪存栏从 2022 年 5 月开始环比持续增长，2022 年 10 月份全国能繁母猪存栏量 4379 万头，环比增加 0.39%，同比增加 0.7%，较 4 月低点增加 4.84%。因此，明年生猪供应或在二季度开始上行，但今年整体偏低的养殖利润也不支持产能的大幅扩张，存栏略有增加保守估计在 5% 左右，对应豆粕消费增量或为 100-150 万吨。

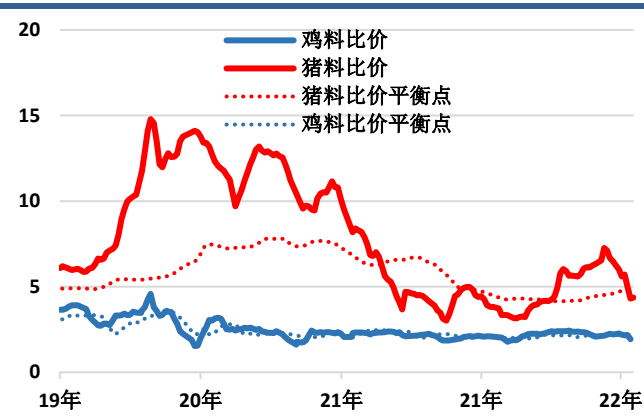
图：生猪、外购仔猪养殖利润

单位：元/头



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

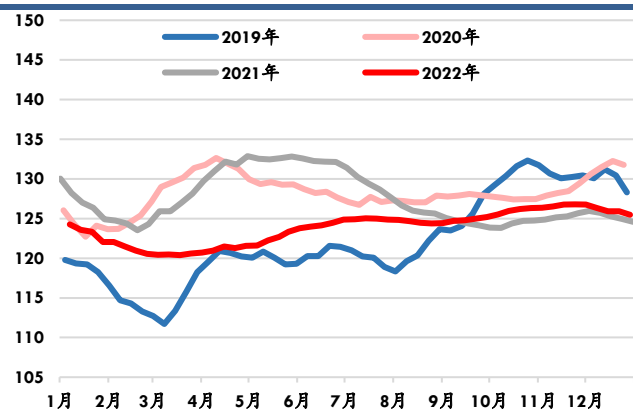
图：鸡料比价、猪料比价



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：生猪出栏体重

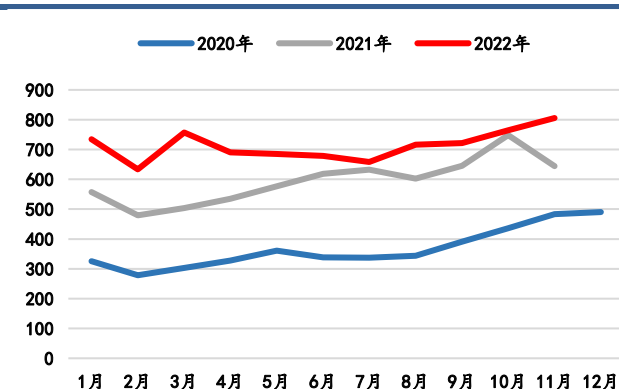
单位：公斤



数据来源：我的农产品、海通期货投资咨询部

图：商品猪月度出栏数

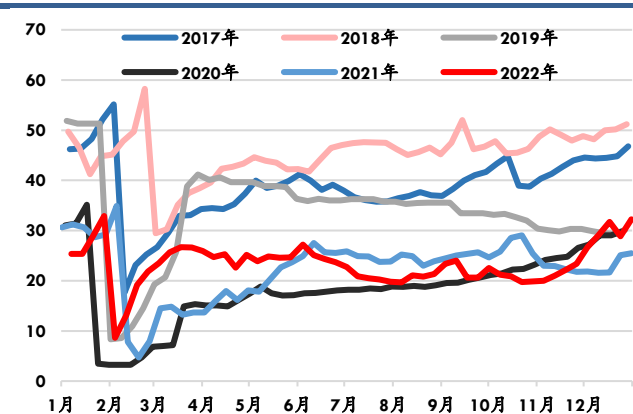
单位：万头



数据来源：我的农产品、海通期货投资咨询部

图：重点屠宰企业开工率

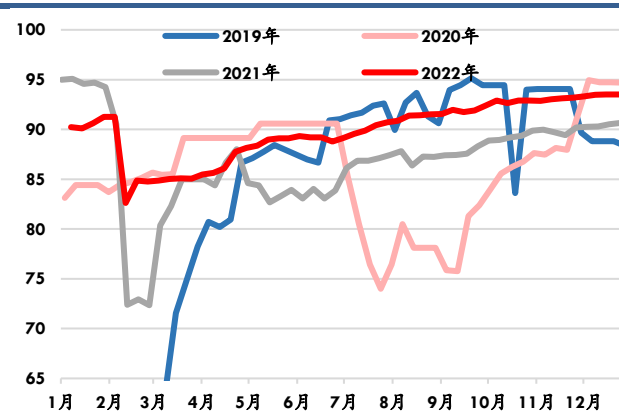
单位：%



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：重点屠宰企业鲜销率

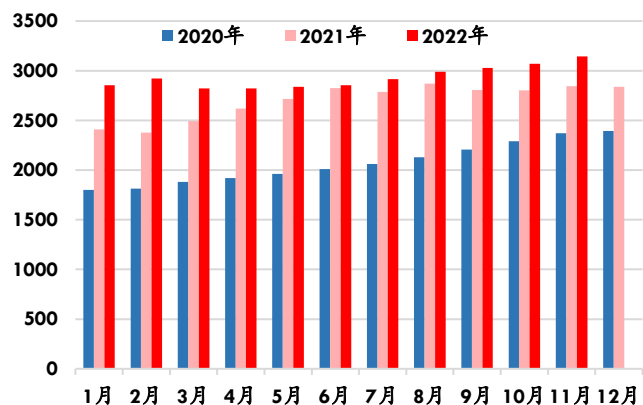
单位：%



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：商品猪月度存栏量

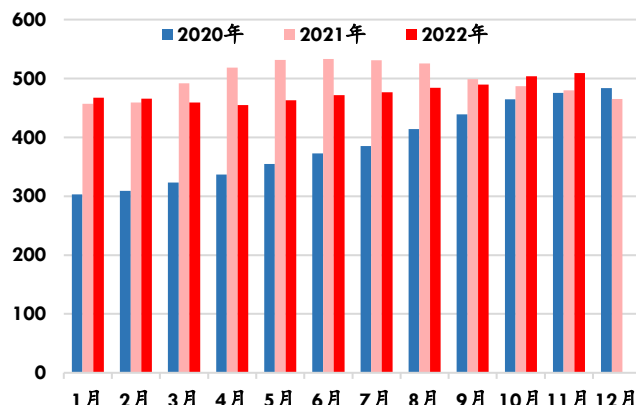
单位：万头



数据来源：我的农产品网、海通期货投资咨询部

图：能繁母猪月度存栏量

单位：万头

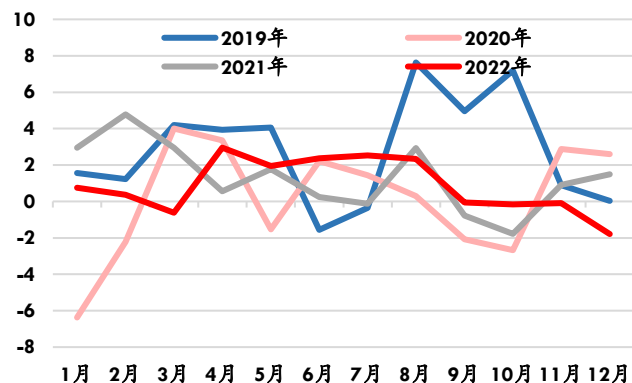


数据来源：我的农产品网、海通期货投资咨询部

禽类养殖方面，今年以来生猪养殖利润好转，带动鸡价也持续上涨，鸡料比从年初的 2.1 左右涨至年中 2.4 附近，养殖利润扩张。四季度生猪利润下滑，猪价在低位运行的情况下，鸡价受到压制，鸡料比跟随跌回 2.0 以下水准。养殖利润下降叠加当前禽类养殖产能仍处于去化周期，上半年供应预计收缩，因此禽类养殖端对豆粕的需求相对利空。

图：白羽肉鸡养殖利润

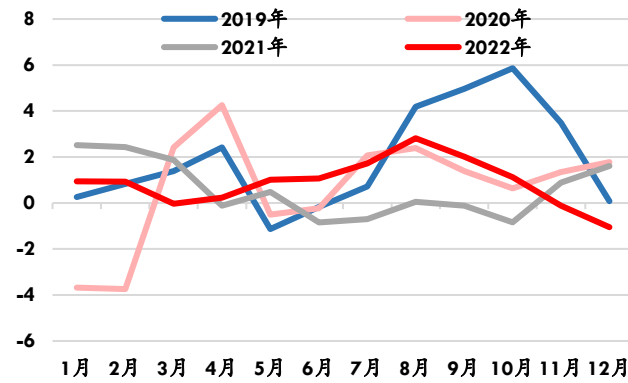
单位：元/羽



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：817毛鸡养殖利润

单位：元/羽



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

六、 总结与展望

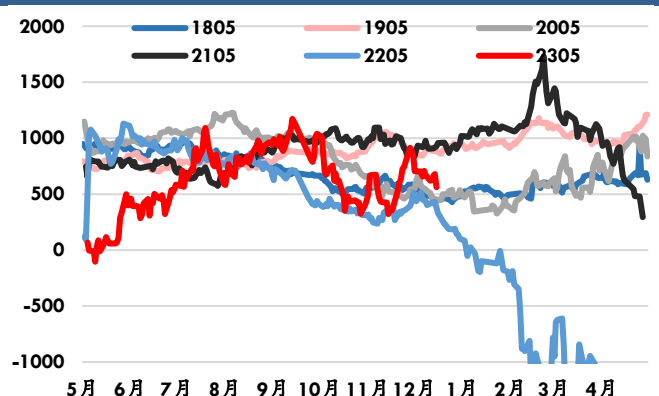
2022 年油脂油料板块波动主要围绕供应国产量及出口节奏展开，展望 2023 年，豆类方面，一季度主要交易南美两国产量，当前巴西大豆生长进度良好，料继续创纪录丰产，阿根廷受拉尼娜天气影响，作物产量或大幅下调，两国产量变化相抵后南美依然表现为产量环比增加，对国际大豆价格带来压力；棕榈油方面，马来西亚、印度尼西亚两主产国前期降水量充沛，且明年天气偏中性，预计产量有望实现恢复性增长。故 2023 年油脂油料供应端表现较为宽松，不确定性在于二季度起北美大豆实际种植情况以及政策喝地缘政治是否对出口国的出口节奏带来短期扰动。供应端相对确定的情况下，交易重点可能在于需求节奏的变化，油脂需求方面，南美上调生柴掺混需求，欧盟持续淘汰棕榈油，印尼 B35、马来 B20 落地，预计棕榈油生柴需求增加，美国 RVO 政策不及预期，

豆油生柴需求缩减，食用需求主要关注印度和中国，从绝对库存来看印度补库需求偏中性，中国油脂需求的恢复仍值得期待，受年底以来疫情政策优化的影响，感染人数达峰后一段时间或仍将拖累食堂餐饮消费，一季度油脂需求数据或依然偏弱，二季度后或将看到明显增量，下半年实际消费需求或好于上半年，对应远月合约存在较大空间；粕类方面，明年生猪供应或在二季度开始上行，虽然今年整体偏低的养殖利润不支持产能的大幅扩张，但存栏略有增加保守估计在5%左右，对应豆粕消费增量或为100-150万吨，有望一定程度上消化当前的豆粕库存。

综上所述，2023年油脂油料交易主逻辑从供应端转向需求端，油脂端主要需求变量在于疫情达峰后下游实际消费需求的节奏变化，基于远月需求或持续好于近月，月间套利可考虑逢高空y59价差；豆棕两油强弱对比，基于大豆主产国产量确定性较高，叠加棕榈油生柴需求增量高于豆油，料棕榈油仍具备较强的需求韧性，豆棕套利方面可等待豆棕差逢高做空的机会；油粕比方面，基于生猪存栏扩张给豆粕带来相对确定的上半年刚性需求，而油脂上半年需求或仍偏弱，上半年油粕比或仍将位于下行通道。

图：豆棕差-5月

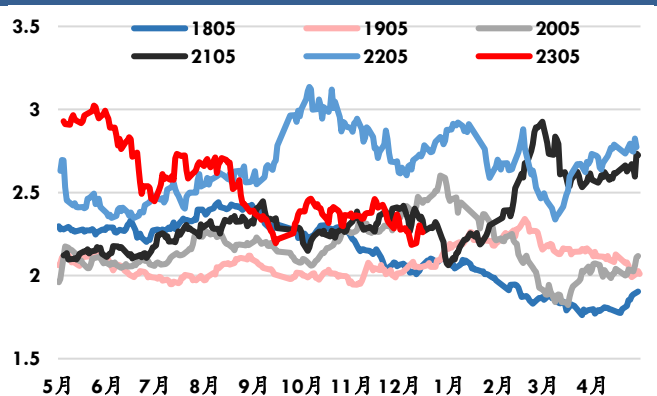
单位：元/吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：油粕比-5月

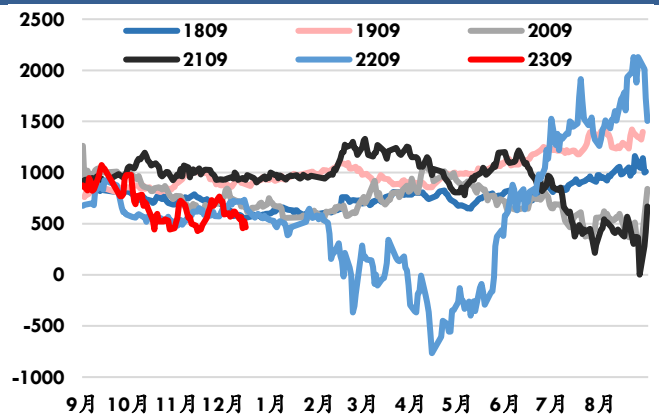
单位：元/吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：豆棕差-9月

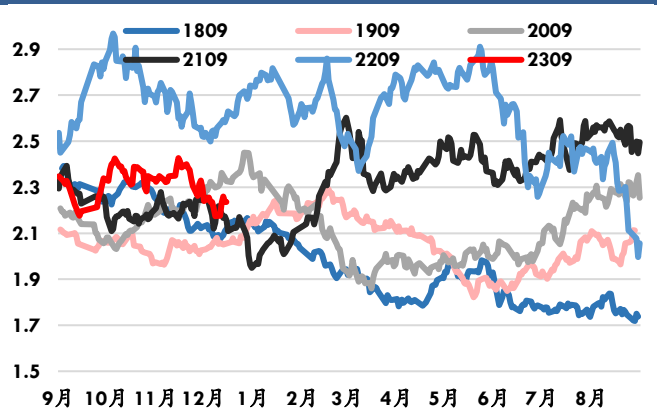
单位：元/吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：油粕比-9月

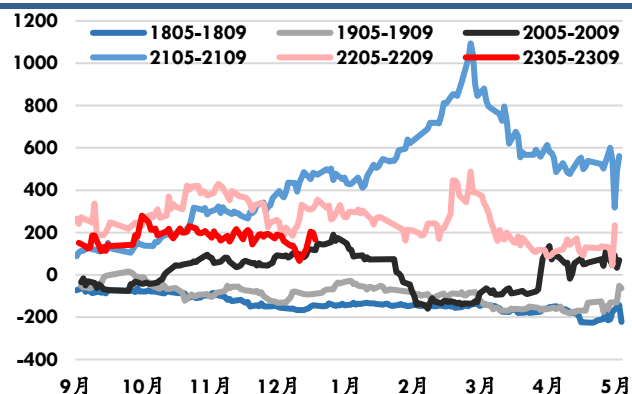
单位：元/吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：豆油：5-9 价差

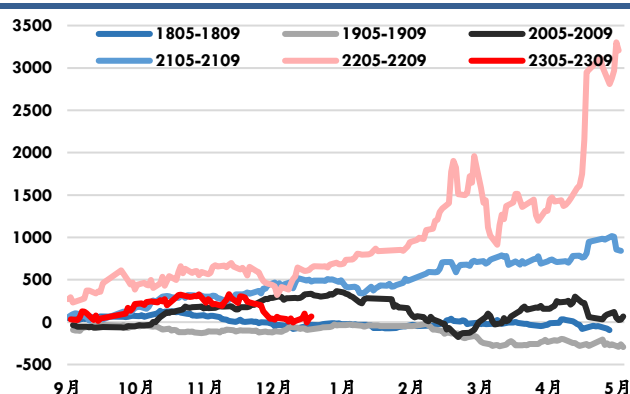
单位：元/吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：棕榈油：5-9 价差

单位：元/吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

	逻辑	多空	影响程度	涉及品种
国际	巴西大豆播种推进顺利，产量或创历史新高	空	★★★	豆油、豆粕
	阿根廷产区干旱严重，拉尼娜或影响大豆减产	多	★★	豆油、豆粕
	棕榈油两主产国产量恢复性增长	空	★★	豆油、棕榈油
	各国生物柴油用量增量瓶颈	空	★	豆油、棕榈油
国内	豆棕进口利润收窄，上半年进口量或环比缩减	多	★★	豆棕品种
	疫情达峰前油脂消费需求偏弱	空	★★★	豆油、棕榈油
	生猪存栏进入恢复周期，饲料产量预计增加	多	★★★	豆粕
	禽类养殖产能去化，供应预计收缩	空	★	豆粕

法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货投资咨询部并获得许可，并须注明出处为海通期货投资咨询部，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。