



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

2022农产品半年报核心观点

冠通期货 研究咨询部

2022年6月20日



棕榈油

供给端偏紧，扰动因素多

棕榈油核心观点

观点：

宏观方面，俄乌冲突依旧激烈、胶着，虽俄方表示会确保乌方的出口贸易，但乌方已拒绝俄方就使用铁路的出口方案。葵油出口仍然遇阻，短期植物油缺口难以回补，长线支撑油脂板块。印尼和马来在短期仍处于加速出口阶段，缓解油脂供应端，短期棕榈油上方压力大。随着疫情影响趋减，马来有望解决劳工问题，产量有望迎来上涨。需要关注这部分增量是否能有效回补油脂缺口，进而瓦解中长线支撑。目前，中短线存在阶段性矛盾。随着棕榈油高位趋势性转弱，行情将转入高位偏空的走势，交易重心有望逐步下移。

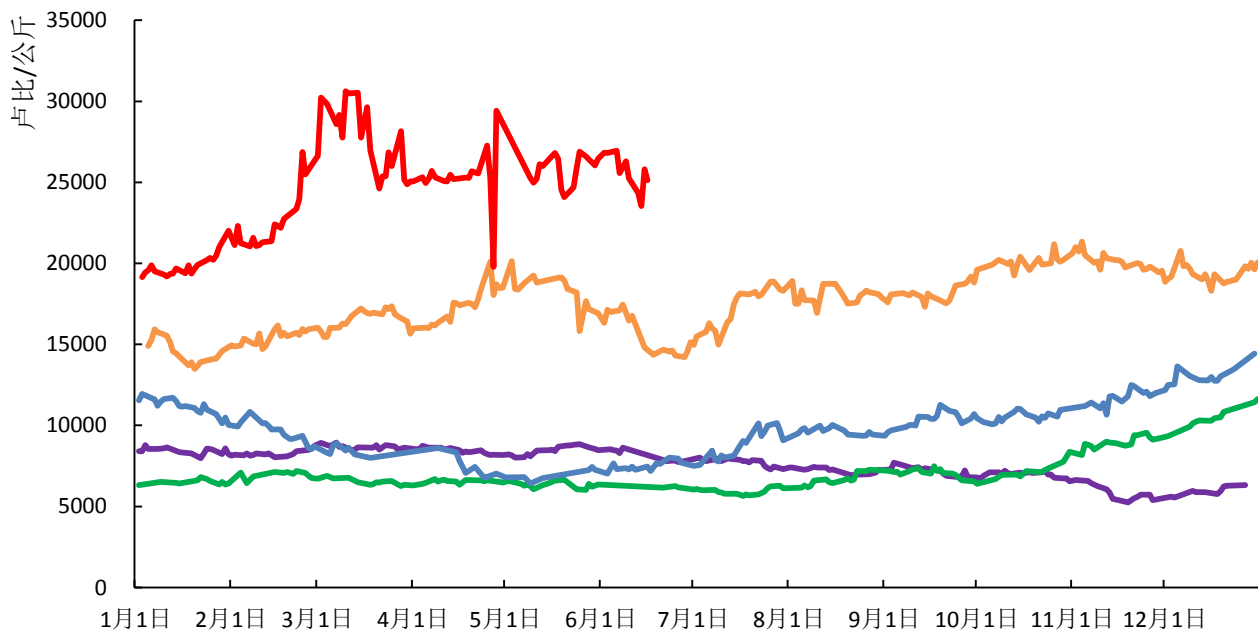
投资策略：09、01合约逢高做空。

风险点：俄乌冲突进一步外溢；马来棕榈油产量不及预期。

印尼出口放松，盘面出现回调

印尼商品价：棕榈油

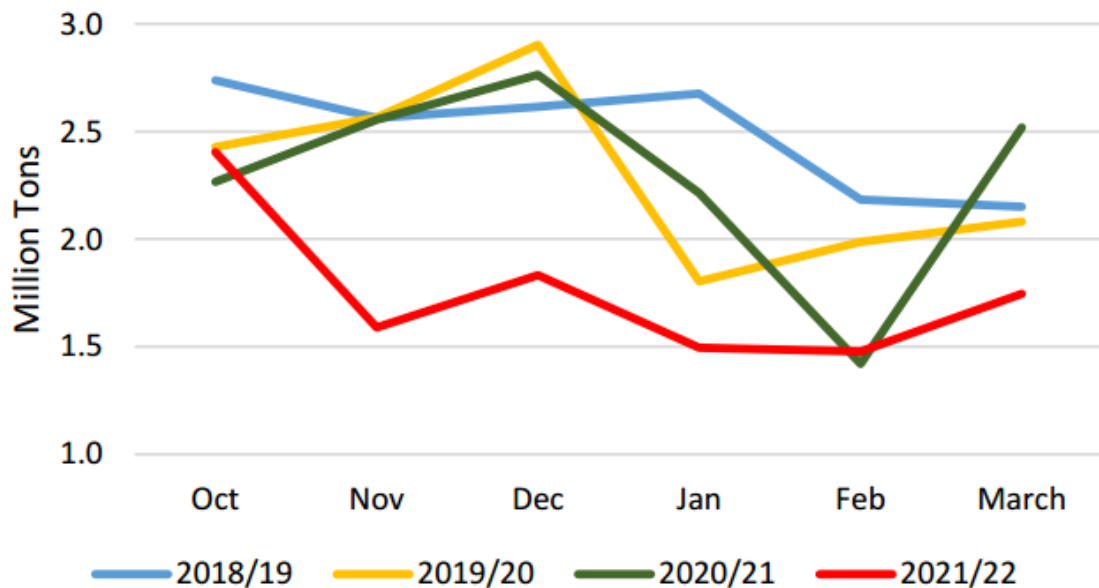
— 2018 — 2019 — 2020 — 2021 — 2022



本次印尼实施出口禁令，其目的主要是“借禁抑价”。主要目的在于印尼希望减轻通胀压力，打压国内高企的食用油价格。印尼作为全球最大的棕榈油主产国，其国内的食用油价格一直居高不下，通胀高企。但这一措施实施后，短暂压制国内食用油价格后，迅速反弹，实际效果一般，还引起了一系列新问题：印尼储存过剩棕榈油的基础设施有限且棕榈油厂的储油罐一直处于满载状态、停止出口所导致的税收等损失巨大、鲜果串价格低导致油棕种植户怨声载道，政府方面承受的压力越来越大，进而加强了放开出口的意向。

印尼棕榈油出口有望回升

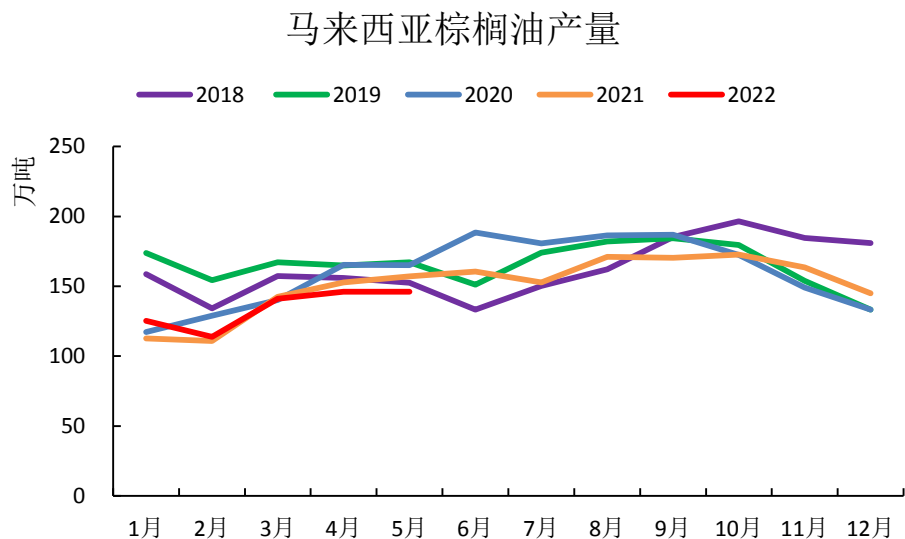
Indonesia Palm Oil Exports by Month (Oct-Mar)



数据来源： USDA

- 2021/22年度10月至2022年3月的累计发货量与2020/21年度同期相比下降了30%以上。2021年11月出口税增加后，出口大幅下降。随着印尼实行的限制性出口政策解除，这种出口下降的态势可能在6月出现扭转。
- 预计今年剩余时间的出口速度将加快。目前2018/19、2019/20、2020/21、2021/22年出口速度缓慢，导致印尼国内供应量持续增加，近期实施的出口限制禁令更是加剧了这一情况，需要从储存设施中清除，以适应未来的生产。

马来西亚棕榈油产量

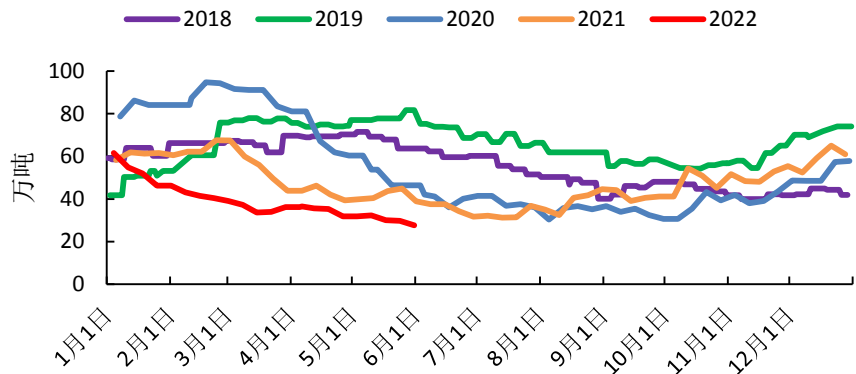


数据来源：MPOB、冠通研究

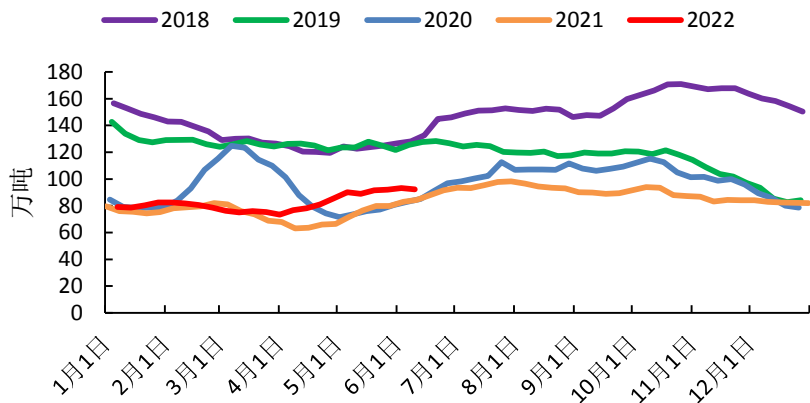
- 产量：马来西亚棕榈油2022年月度产量数据显示，较近五年同期均处于偏低水平，1月产量为125.3万吨，较2018-21四年均值低了10.81%，2月产量为113.7万吨，较四年均值低13.9%；特别是在进入增产期后，虽然减产幅度有所收缩，但产量偏低的情况也未出现改观，3月产量为141.1万吨，较四年均值低了7.02%，4月产量为146.2万吨，较四年均值低8.47%；甚至在5月出现了环比下降的情况。
- 马来西亚产量缩减的原因主要系2019冠状病毒疾病大流行造成的劳动力短缺问题。随着全球经济逐步解封，马来西亚有望解决劳工短缺问题，并有望提升产量。目前，棕榈油仍然是用于食品和工业用途的最大植物油。产量上升和需求增加将推动全球棕榈油贸易。

国内棕榈油库存现状

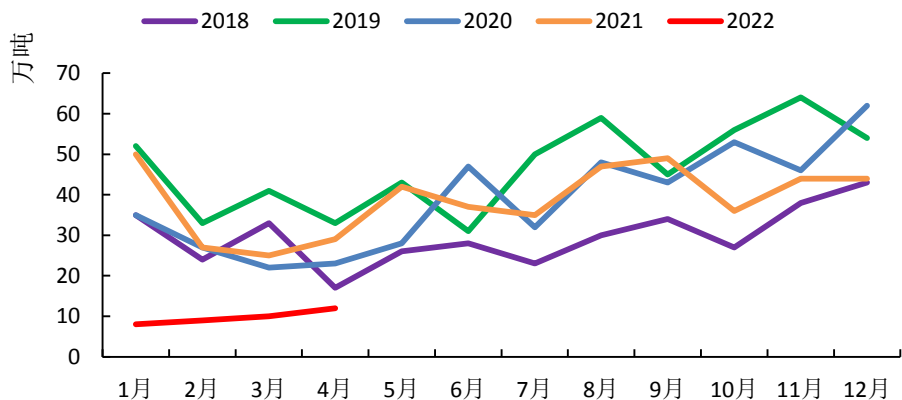
棕榈油港口库存



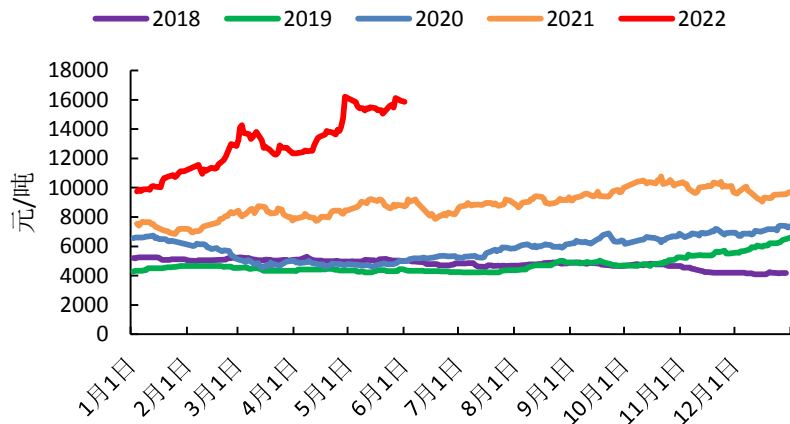
76家油厂豆油库存（74%）



棕榈油进口量（海关口径）



棕榈油现货



- 中国作为油脂消费大国，目前国内主要油脂都是低库存状态。从低库存的结构看，棕榈油港口库存持续下降，持续刷新近五年新低，进而导致棕榈油国内价格居高不下，预计中国有较强的补库诉求。
- 我国棕榈油高度依赖进口，步入2022年，我国棕榈油进口量大幅下降是导致低库存和高价格的主要原因。在消费情况尚佳的情况下，以及进口利润有所改善的情况下，结合印尼出口逐步放松的背景下，棕榈油进口量有上升潜力，低库存情况将逐步修复。



豆油、豆粕

大豆供需双增，全球供给缺口有望回补

豆油核心观点

观点：

USDA 6月报告显示，巴西和阿根廷方面产量和期末库存均小幅上升，而美豆方面，略微不及市场预期，产量并未调整，只调整了旧作的出口量以及库存。报告整体偏中性。产量预期增加有利于植物油缺口的回补，或弱化受俄乌影响的油脂板块中长线支撑。随着多国解除疫情管控，油脂消费有望继续回升。随着时间拉长，俄乌导致的植物油缺口将被弥补，主要植物油产国库存将增加，国内油厂成本端压力缓解，利润将缓慢回升，压榨量提高，豆油库存也将在这一过程完成补库，豆油价格也将在完成高位震荡盘顶后将从高位逐步回落。

投资策略：01合约逢高做空为主。

风险点：增产不及预期；中美贸易关系恶化。

豆粕核心观点

观点：

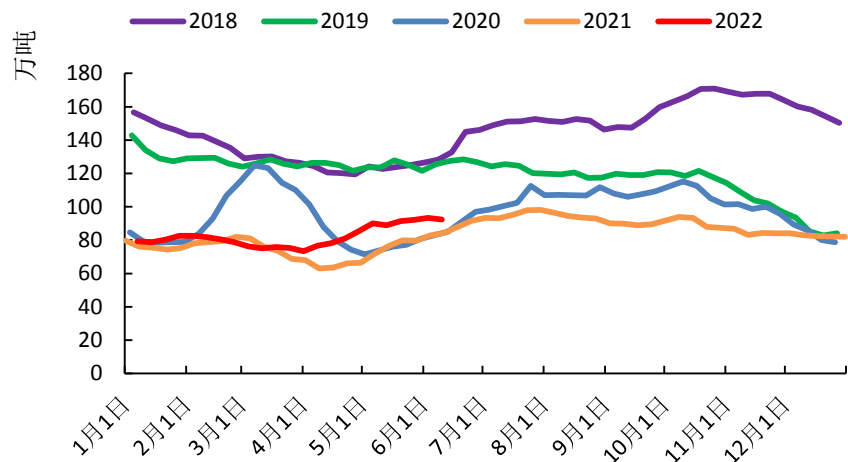
由于下游养殖利润不佳，不得不降低饲料中蛋白占比，导致国内饲料企业豆粕库存消化缓慢，进而减少订单，导致油厂去库缓慢。油厂大豆库存和豆粕库存均处历史高位，油厂去库诉求较高。另一方面，受进口大豆成本高企，持续压缩油厂利润，开机率偏低。随着国外大豆持续增产，豆粕价格将跟随美豆价格逐步回落。饲料成本下降导致，下游养殖行业将逐步增加豆粕饲料占比，豆粕需求将有所回升，需求最终传导至油厂。养殖利润在这一过程中将开始增加，由于当前生猪存栏在历史高位，对豆粕需求大，随着油厂去库进程，豆粕价格将迎来探底回升。

投资策略：09合约逢高做空，01合约逢低做多。

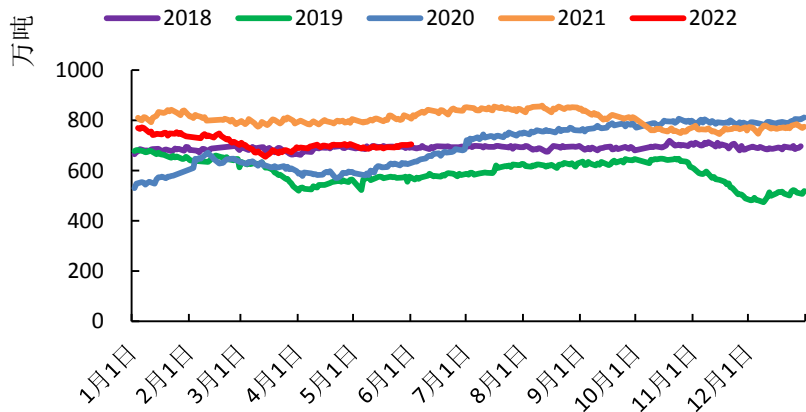
风险点：大豆产量不及预期；生猪存栏出现明显下降；中美贸易关系恶化。

国内豆油库存

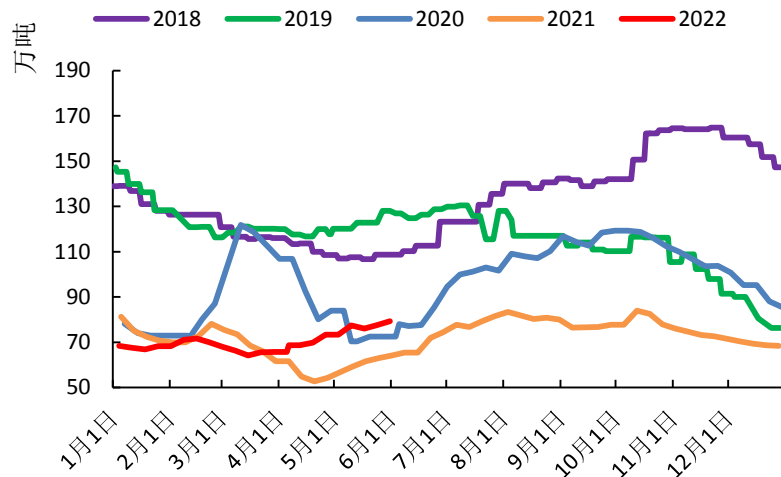
76家油厂豆油库存（74%）



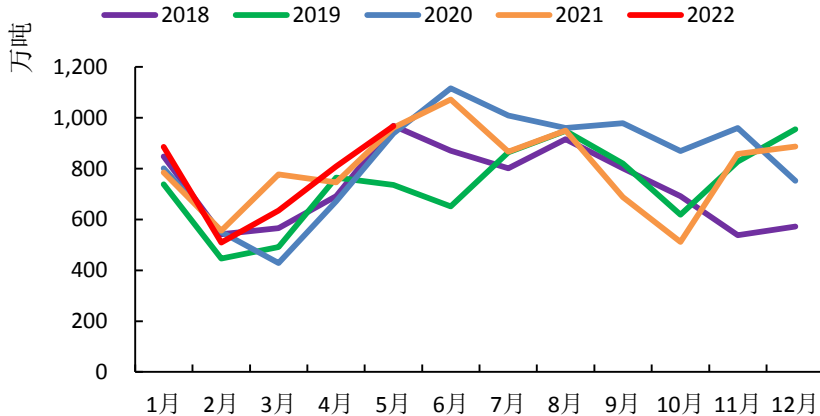
港口库存：进口大豆



豆油港口库存



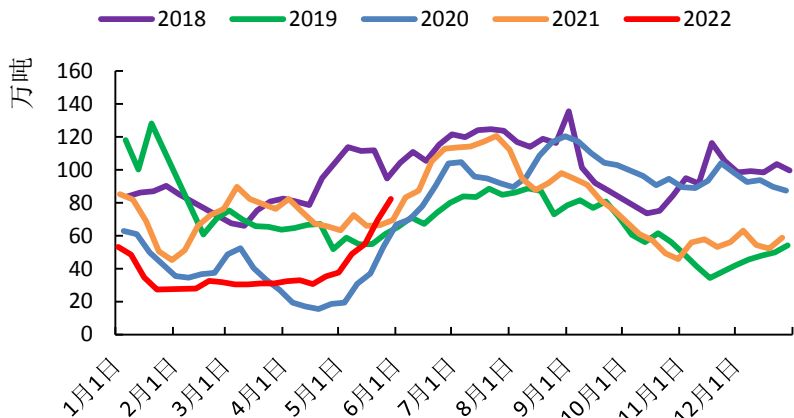
进口大豆月度进口量



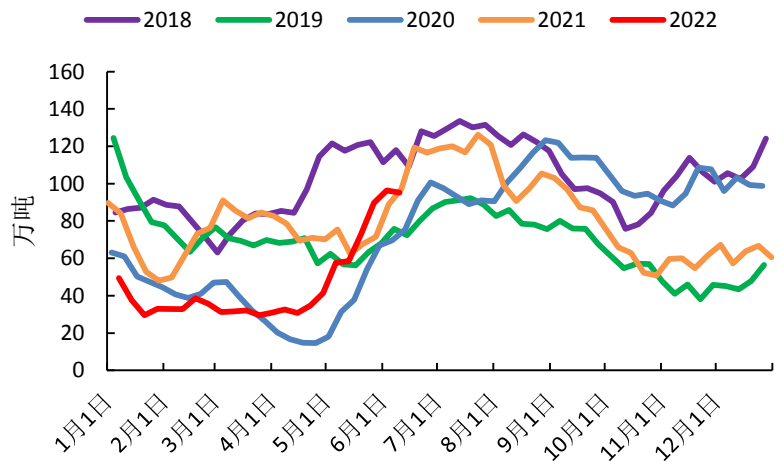
- 豆油库存方面，国内主要油厂库存和港口豆油库存均呈现环比同比双增但本年度内1-5月的豆油库存水平仍明显落后于四年均值。整体仍处于补库阶段。
- 大豆库存方面，进口大豆港口库存维持在中性偏高水平，中国海关总署的数据显示，今年前五个月，中国大豆进口量为3804万吨，较上年同期下降0.4%。但总量处于历史同期高值；主要油厂的大豆库存也处于近四年相对高值，供给端整体宽松，支持油厂开机。

国内豆粕库存

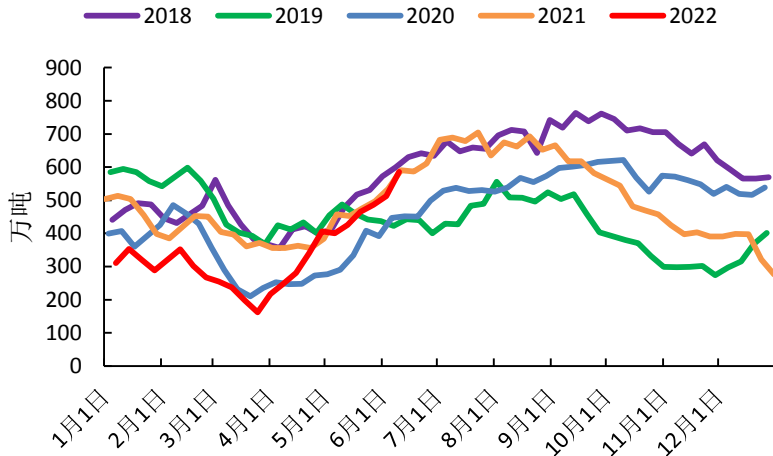
库存量:豆粕:全国



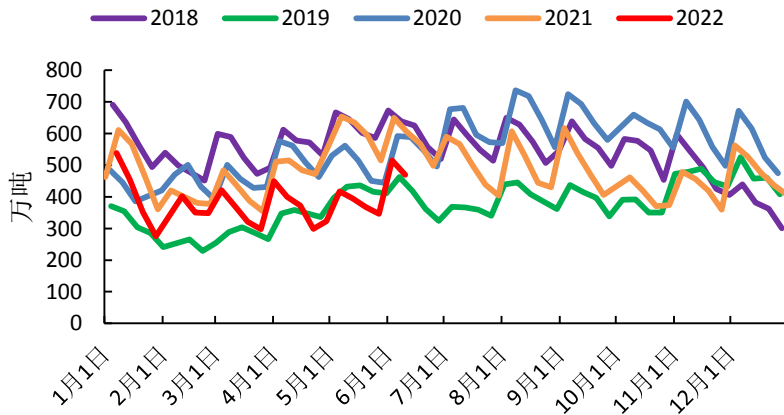
111家油厂豆粕库存



主要油厂大豆库存



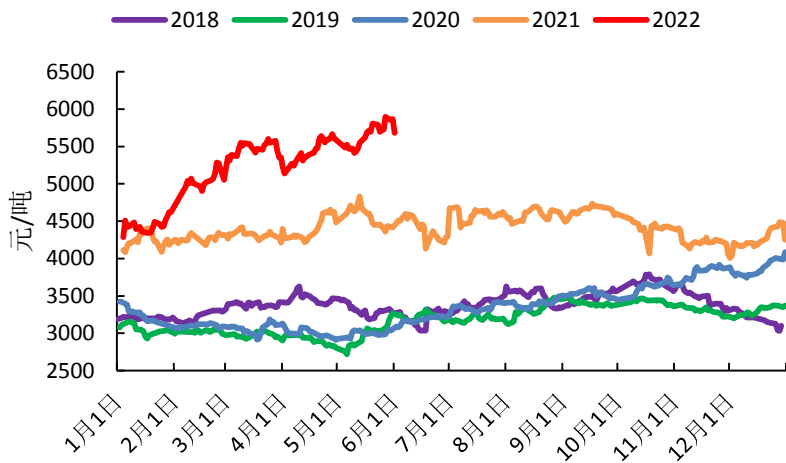
111家油厂豆粕未执行合同 (万吨)



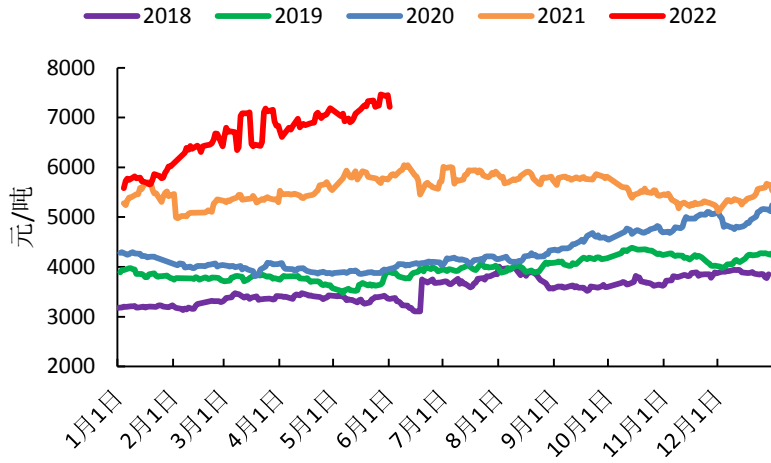
- 油厂豆粕库存为85万吨，较上周环比累库20万吨，仍处于快速累库阶段；截至6月5日，全国豆粕库存为92.85万吨，环比上周累库10.2万吨。本年度，进入五月后，豆粕库存水平已由1-4月的低库存迅速累库升至往年同期偏高位置。
- 油厂豆粕未执行合同近期均有所增加，预计豆粕库存仍会进一步上行。

高成本下，油厂压榨利润低

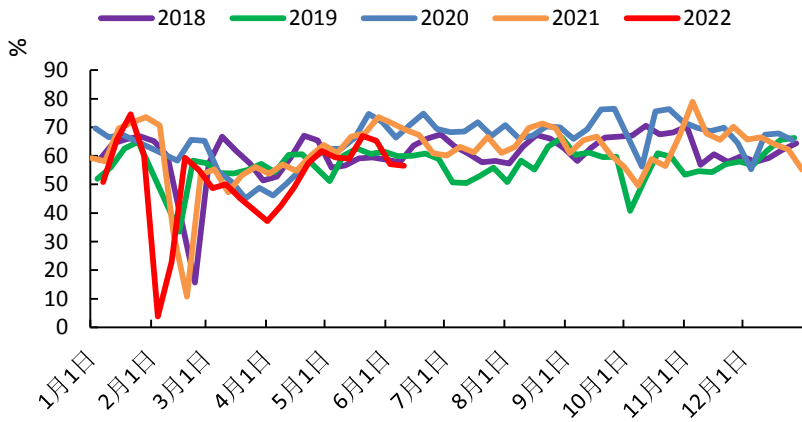
到岸完税价:巴西大豆:近月



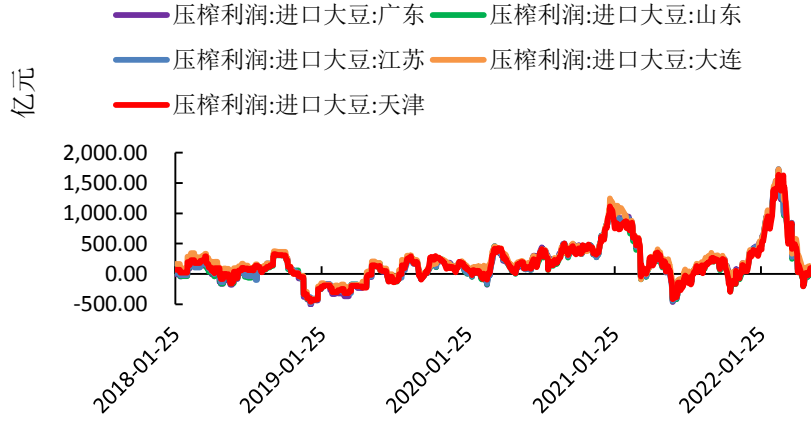
到岸完税价:美湾大豆:近月



111家油厂开机率



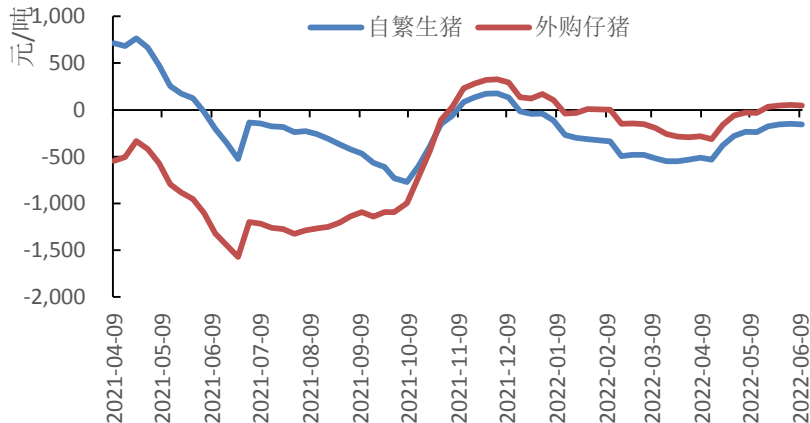
主要地区压榨利润



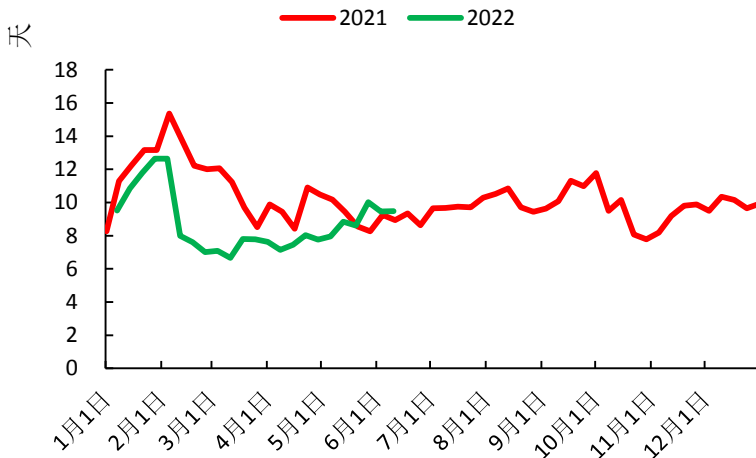
- 油厂方面，受成本端进口大豆价格持续高位波动，目前，压榨利润处于偏低水平，逼近盈亏线，再加上本身高库存水平，进而导致油厂压榨意愿降低，抑制开工率。
- 据Mysteel，截至6月10日当周，主要油厂大豆实际压榨量为162.65万吨，较上周减少1.67万吨；开机率56.53%，降0.59%，已连续三周下降；大豆库存方面，进口大豆港口库存维持在中性偏高水平，本年度1-5月的进口大豆总量处于历史同期高值；主要油厂的大豆库存也处于近四年相对高值，供给端整体宽松。

下游养殖利润差，饲料粕类占比下调

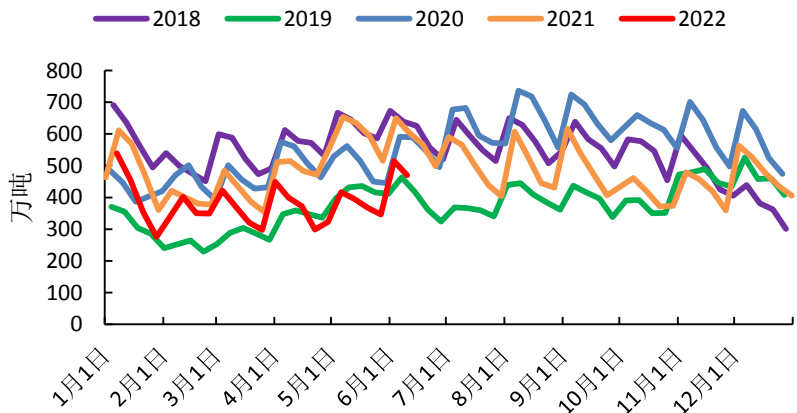
养殖利润



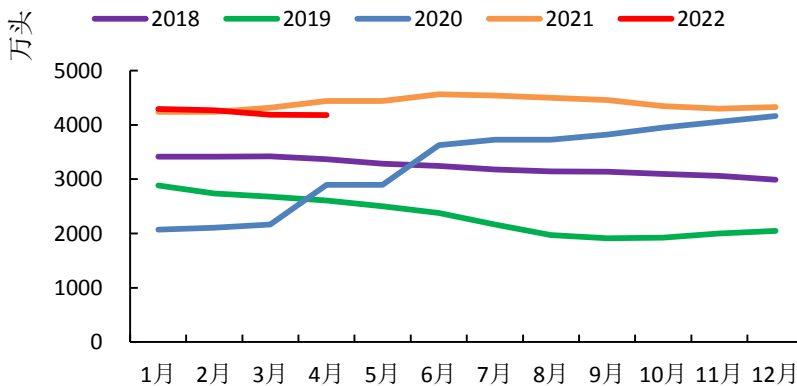
饲料企业：豆粕：库存天数



111家油厂豆粕未执行合同（万吨）



生猪存栏：能繁母猪



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



郑棉

供给端略显宽松，下游消费低迷不振

核心观点

观点：

宏观方面，据USDA，国内外均出现消费下调，全球消费已显疲态，22/23年度消费或仍有下调空间。需要关注印度21/22年度产量是否仍有下调空间，新年度供需是否随着增产缓解以及美国旱情是否缓解等天气因素仍是重中之重。国内，疆棉禁令影响发酵，令本就严峻的国内纺织行业下游订单雪上加霜。近期上游棉花价格大跌，纺织成本大幅下降，利润情况明显好转，但是由于下游压价严重，没有订单生产，企业处境依然艰难。下游的销售压力叠加宏观因素影响也会给棉价带来一定的压制。但是从全球供需来看，棉花仍维持紧平衡的状态，虽然美国、印度的干旱由于降雨有所缓解，但天气端的后续影响还会给棉花的产量带来了不确定性，从而支撑棉价，难以再进一步大幅下跌。在棉纺产业谨慎接货，保持低库存的情况下，棉花销售受到较大影响，不仅国内棉市购销进度缓慢，进口棉花数量也呈下降状态。目前疫情反复对国内经济不断扰动，国内市场消费能否有起色将直接关系到棉价反弹的空间，消费反弹将导致低库存的纺企大量补库，棉价也将水涨船高。

投资策略：09合约逢高做空。

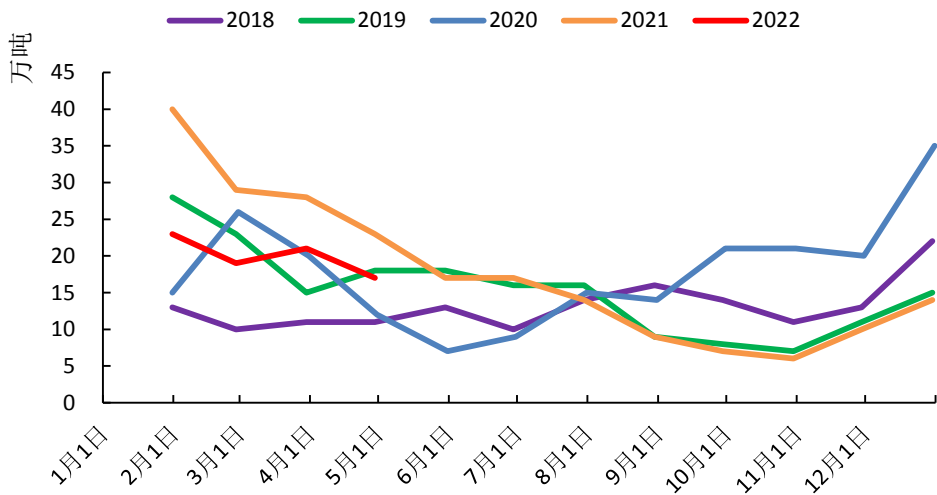
风险点：美国、印度旱情导致减产大幅增加；中国消费明显回暖。

天气良好，新年度存增产预期

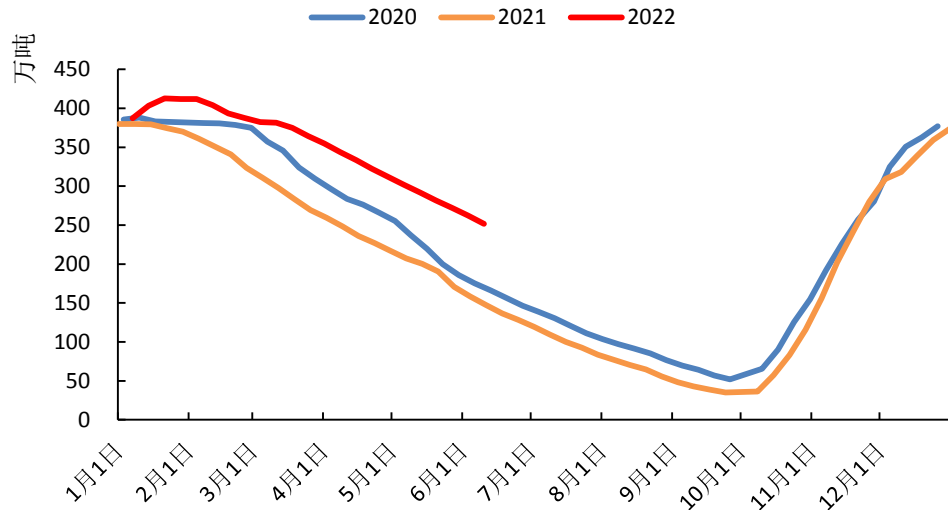
- 据中国棉花信息网生产调查，新疆棉区今年气候条件适宜，大部长势均高于去年同期。棉花株高30-50公分，7-8台果枝，现蕾6-8个，南疆个别早播棉田零星开花。目前全国棉区综合气象条件适宜，棉花长势总体良好，后期将持续关注气候对单产的影响。
- 据中国棉花协会调查结果显示，2022年全国植棉面积为4346.70万亩，同比基本持平。其中：新疆地区植棉面积3756.96万亩，同比增长2%，占全国总面积的86.4%，同比提高1.7个百分点；黄河流域植棉面积294.29万亩，同比下降21.6%；长江流域植棉面积251.13万亩，同比下降0.2%。截至4月30日，全国棉花直播播种进度为99.02%，同比快0.4个百分点，新疆棉区播种进度已达100%，同比持平。
- **整体上，新棉产量存在增产预期。**

棉花进口环比同比双降

棉花月度进口量：万吨



商业库存：新疆棉花

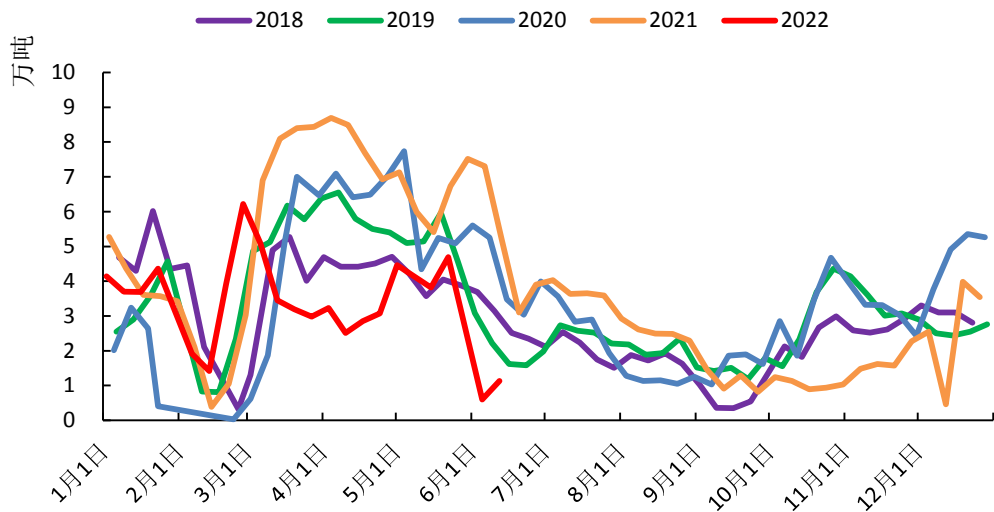


数据来源：Wind、钢联、冠通研究

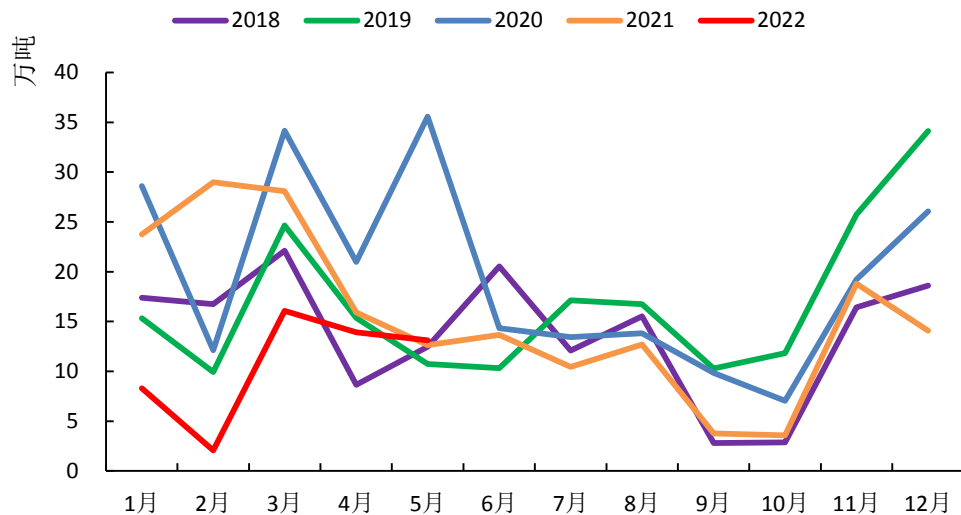
- 2021年9月-2022年4月，中国累计进口棉花115.8万吨，较上年同期下降46.7%。主要系待售新棉规模较大、库存高，2021/22年度棉花销售缓慢，据中国棉花网监测，截至6月2日，全国皮棉销售率为56.6%，同比下降41个百分点，棉花下游需求疲软，棉花现货市场供应宽松。棉花价格外强内弱价差明显、预计进口棉仍会进一步下调。

出疆棉

出疆棉：公路：当周值



出疆棉：铁路：当月值

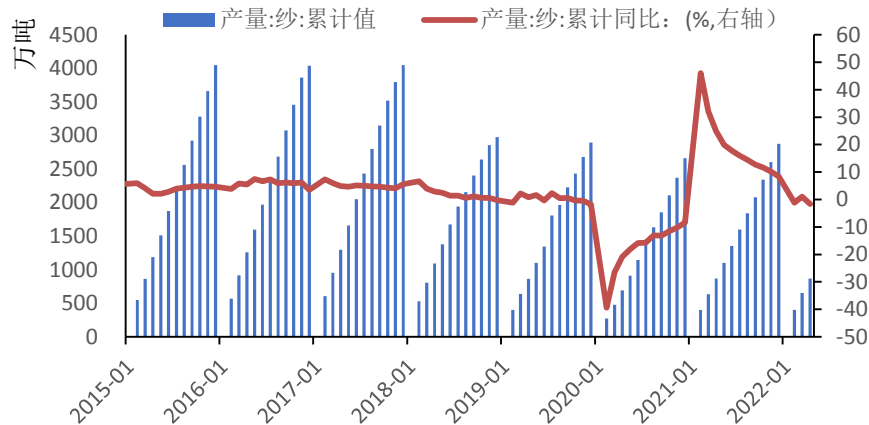


数据来源：Wind、冠通研究

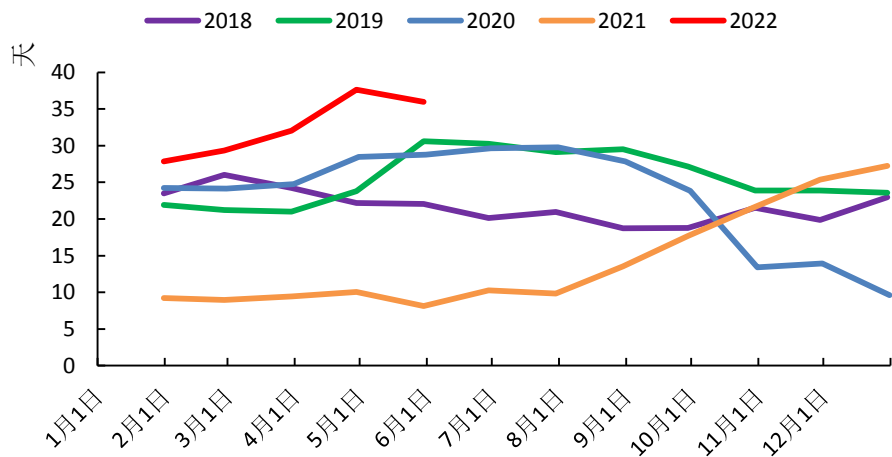
- 受疫情反复影响，出疆棉较往年整体运输不畅。据中国棉花信息网，5月铁路、公路总发运量为32.25万吨，较前期环比+15.42%，同比-21.5。随着中国疫情得到一定控制，发运量有所好转。
- 中国棉花下游棉纺需求较差，下游商业库存高位，再加上内棉供给端承压明显，轧花厂还贷压力仍在继续增加，棉花开始降价销售。受成本下降影响，下游纺织利润有所好转，接货、开机均有所增加，但订单量依旧少。

下游需求——纱&坯布情况

纱线产量：万吨

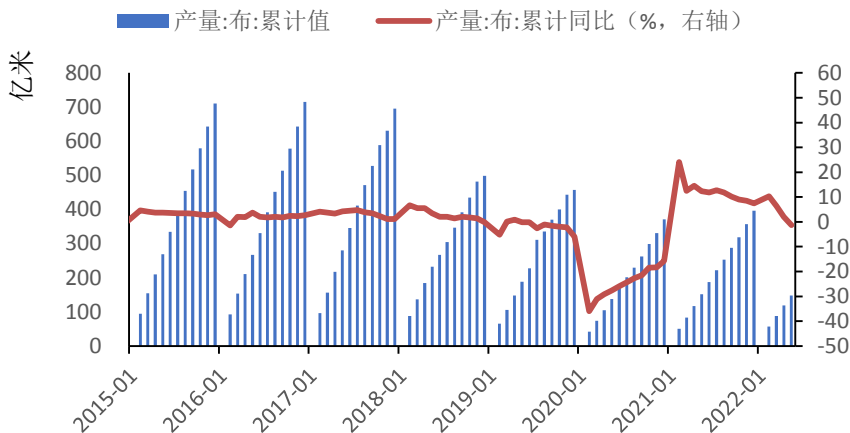


库存天数:纱线:天

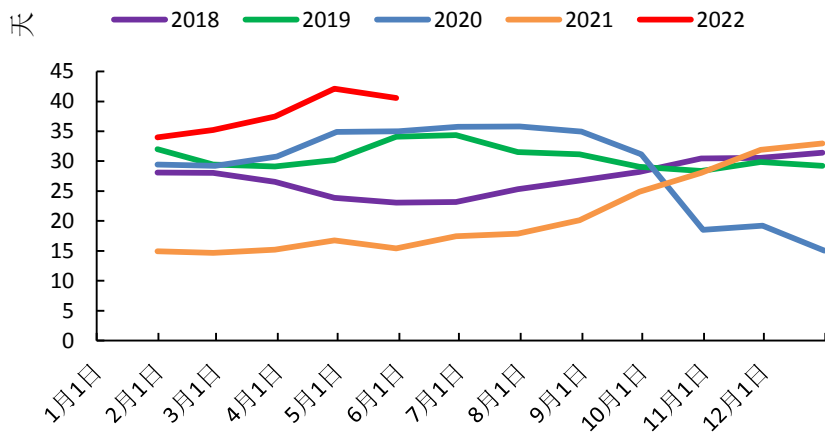


数据来源: USDA、冠通研究

布、棉布产量：亿米



库存天数:坯布:天

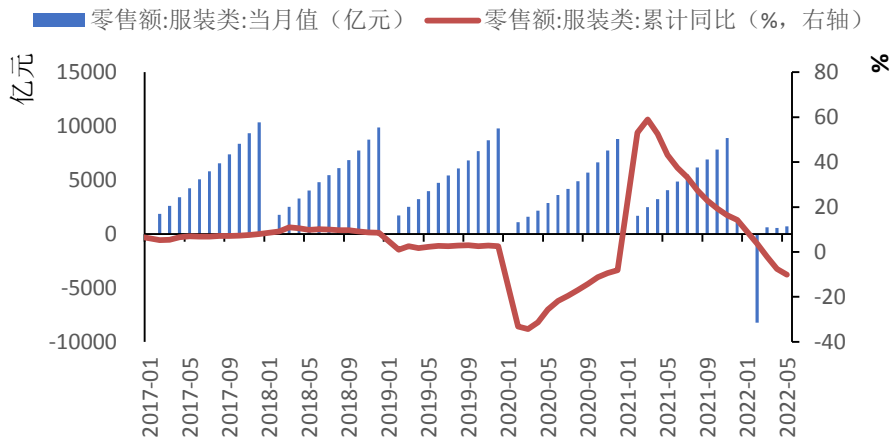


www.gttutures.com.cn

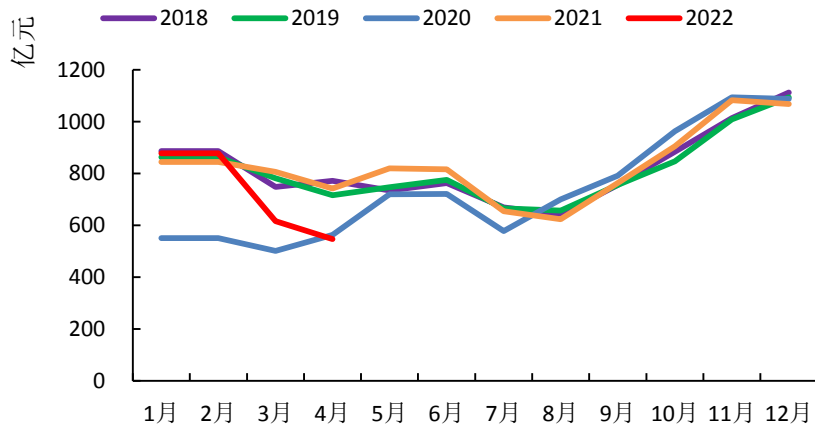
- 1-4月纱累计产量为870万吨，同比持平，今年以来受疫情影响，纱产量增长停滞。1-4月布累计产量为119亿米，同比增长2%。整体上今年布类生产好于纱。
- 5月纱线库存天数为35.96天，减1.69天，处于近几年历史最高；5月坯布库存天数为40.54天，减少1.58天。织厂订单较往年大幅减少，开机率极低。总之，当前棉纱市场处于淡季持续，再加上旺季受影响导致消费差，导致库存激增。

下游需求——服装零售业和出口表现

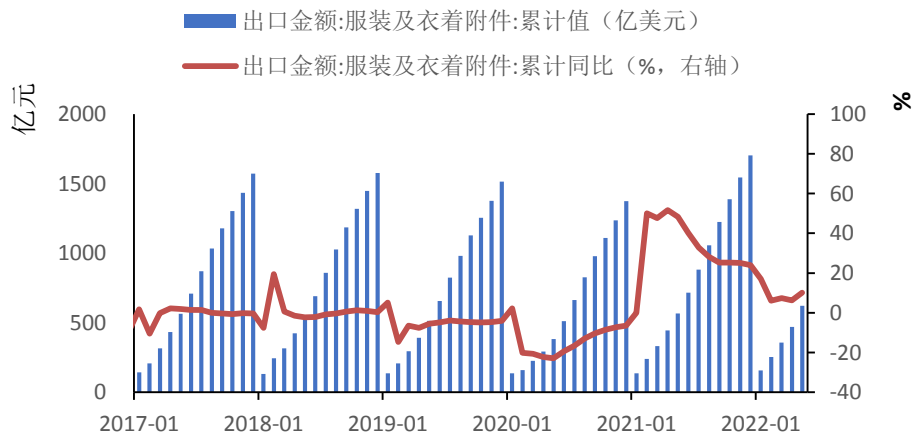
零售额:服装类:累计值



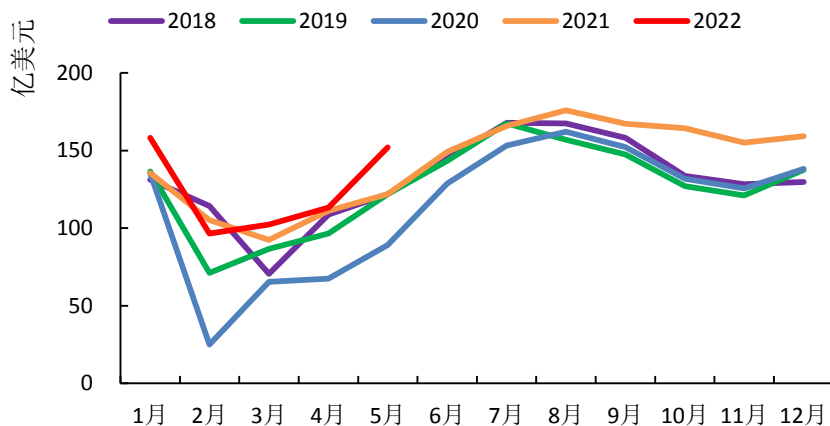
服装类零售额: 当月值



出口金额:服装及衣着附件:累计值



服装及衣着附件出口金额: 当月值



- 据国家统计局数据显示, 2022年4月当月服装类零售额为547.5亿元, 较4月继续下降, 1-4月服装类零售额累计值达2941亿元, 同比-9.14%。疫情伤及下游消费导致零售数据已跌至2020年同期。
- 海关总署数据显示, 2022年5月服装及衣着附件出口金额为152亿美元, 1-5月装及衣着附件累计金额达622亿美元, 同比增长+9.9%, 主要由于国内疫情影响导致转向出口。



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

本报告发布机构

--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货投资咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

致
谢