



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

冠通期货——农产品2023年报核心观点

循环往复，潮起潮落



研究咨询部 王静



时间：2022年12月26日

本公司具备期货投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明。

www.gtfutures.com.cn

四季报核心观点汇总

- **豆粕：**展望 2023 年，南美步入关键生长期，价格运行核心仍在南美端。当前南美仍面临异常干旱影响，但随着拉尼娜周期结束，气候扰动影响减弱，近期南美降雨预期有所增加，有利于缓解干旱，大概率以增产落地。国内方面，随着生猪进入大量出栏季节，对豆粕需求预期减少，而进口大豆近期集中到港，且新增大量巴西新季大豆船期，国内原料端供给持续宽松，豆粕05合约或面临高位转向。
- **油脂：**本年度，东南亚产地很难在减产季实现供需由“平衡向偏紧”的过度，进而弱化原本的季节性利多驱动。明年油脂供需大概率会呈现供需双增的局面，大方向上油脂价格走势或继续呈现底部宽幅震荡格局。在棕榈油减产季结束前，产量及库存的制约将对植物油价格形成支撑，但上行动能整体不足，走势降相对偏弱运行；消费方面，欧盟及印度均无明显亮点。而中国的开放政策或推高2023年油脂的消费水平，随着疫情影响逐步消散，餐饮等行业景气度将迎来修复，并为植物油价格提供新的上行动能，以走出低谷。
- **生猪：**本轮“猪周期”受到上游农产品价格影响显著，扩产扰动因素增加。展望2023年，猪价在经历二次去产能后，加之此前补栏节奏偏慢，产能修复进程波折。本轮周期猪价上涨节奏较快，但受补栏行为相对迟缓影响，寻找供需平衡时间或将拉长，意味着周期时长或将拉长。抛压缓解后，消费旺季猪价反弹仍有期待，或再迎长线多头配置机会，但考虑到本轮猪周期推升因素为饲料成本端，整体存栏及能繁均处历史同期高位，上升幅度或不及往年。
- **棉花：**在外棉需求回落周期下，以及国内受到疆棉禁令等因素对海外市场需求的封堵，国产棉被迫更多转向国内市场和其他新兴市场。而导致的供给宽松问题或促使2022/23年度我国棉花种植面积呈现缩减，随着新冠疫情管控逐步放松，市场预期有所改善，内外需求或分化，随着国内疫情管控边际放松，以及中国 GDP 增速预期良好，国内纺服需求或逐步恢复；近期终端需求出现一定积极信号，但终端需求大幅度回暖尚未到来，加上国内新棉供应增加，短期市场多空分歧依然较大，仍需持续关注下游纺织需求的改善及向上传导的情况。从位置上看，郑棉绝对价格处于历史低价区间，探底回升后交易重心逐步抬升，而在纺织企业原料库存处于低位的背景下，终端需求的回暖有望带动下游采购的热情，进而推动价格上行，但明年期初库存的压力仍是最大的制约因素，05合约总体维持中性宽幅震荡观点，明年一季度或有震荡探底的进程，筑底后有望企稳上行。

2022豆粕行情回顾



豆粕指数日线图

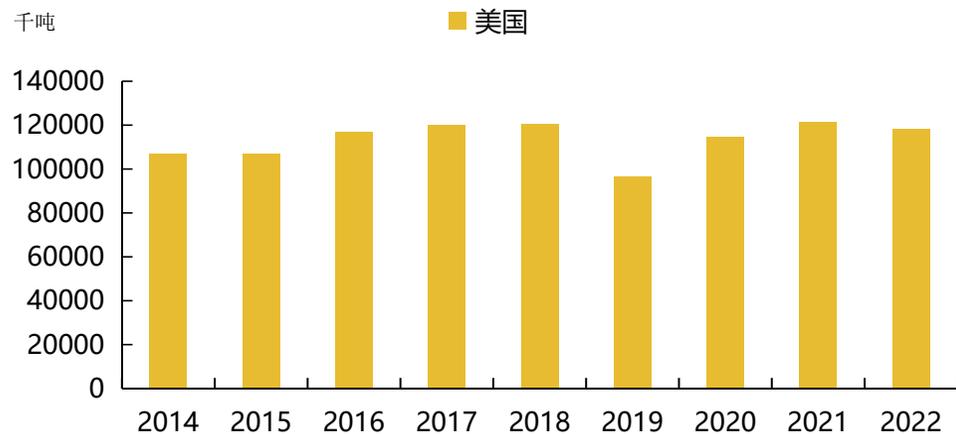
一季度，受南美豆超预期减产，主导市场大幅走高。

二季度整体上延续高位震荡走势。季末受供应端，美豆面积预增，最终回落，而国内豆粕库存偏低，跌幅相对偏低。需求端，下游养殖不佳，出栏扰动仍存。

三季度进入美豆传统天气炒作期，在经历长时间的市场多空分歧后，9月供需报告意外下调美豆单产至 50.5，刺激市场跳空上涨，但美豆并未突破 1500 大关，国内豆粕豆粕主力上行突破区间上沿。四季度至今，美国内陆航运担忧，国内偏低库存；受疫情等不利影响，消费需求逐步转弱，期价先扬后抑。

国际供应

大豆产量



美豆供需



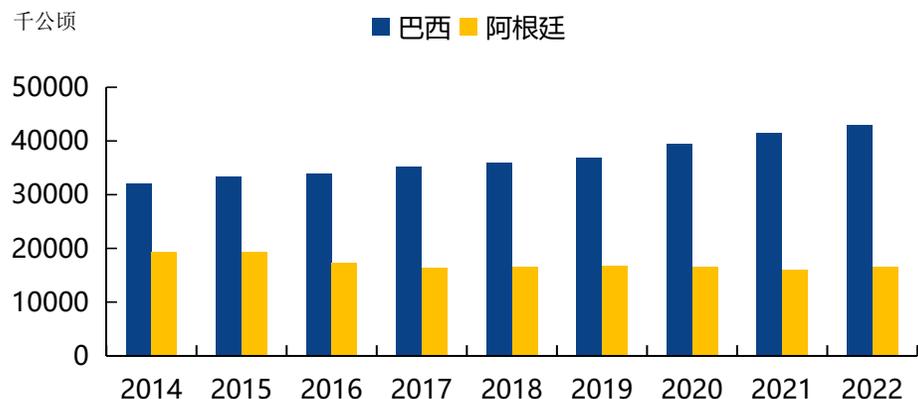
1.1 美国供应

USDA 9-10供需报告连续下调美豆单产。USDA9 月供需报告意外下调美豆单产至 50.5，10 月下调至 49.8。9 月优良率下滑部分解释了单产下调。

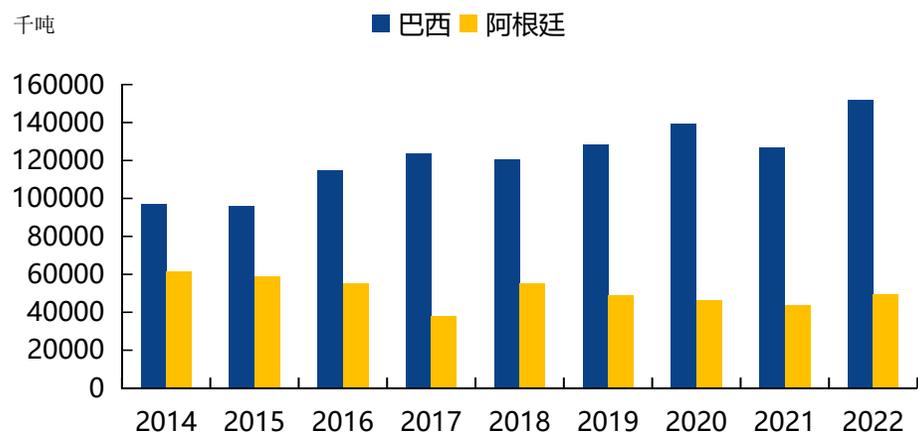
12月供需报告显示，平衡表供需两端与11月持平。22/23 季大豆产量为1.18亿吨，同比去年-326万吨或-2.68%。出口 5565万吨，同比-300万吨或5.22%。压榨量6100万吨，同比 +112万吨，+1.87%。结转库存为600万吨，同比-145万吨，或-19.57%。

国际供应

大豆收割面积



大豆产量



2.2 南美供应

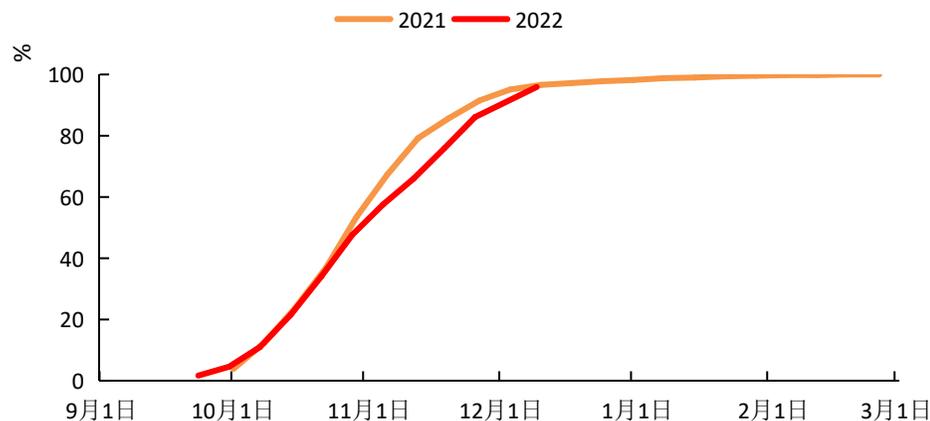
南美新作面积预增，产量或增，但关键生长期天气扰动明显。

USDA12月供需报告显示，22/23季大豆期初库存上调46万吨，主要因21/22旧作大豆分别下调了25万吨压榨量和21万吨出口量；新季产量维持此前1.52亿吨的预期。22/23季阿根廷大豆上调50万吨出口量，产量和压榨量均未作出调整，结转库存下调50万吨。

USDA12月供需报告预计2022/23 年度巴西、阿根廷大豆产量为1.97 亿吨，持平于 11月份预测，并未在下调阿根廷产量。产量总量仍比2021/22 年度因恶劣天气而减产的 1.81亿吨增加近9%。CONAB12月预计，作为全球最大的大豆生产国，巴西 2022/23 年度大豆产量预计达到 1.534 亿吨，比 2021/22 年度同比增加2792.78万吨。这将是巴西大豆播种面积连续第 16 年扩大，从 4149万公顷增至 4340.8 万公顷，巴西大豆产量总体乐观。经过连续两年的下滑后，阿根廷 2022/23 年度大豆种植面积将有所恢复，但受到天气干扰，种植面积或存变数，但预估值较去年的 1620 万公顷仍高出30万公顷，产量有望达到4950万吨，同比增长 10%。

国际供应

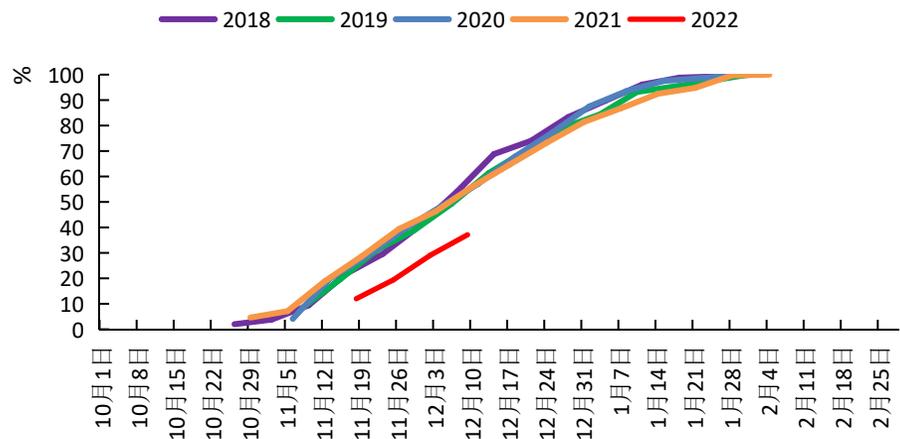
巴西大豆播种率



据巴西农业部下属的国家商品供应公司CONAB，截至12月10日，巴西大豆播种率为95.9%，上周为90.7%，去年同期为96.6%。

阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所数据显示，截至12月15日为止大豆的播种仅完成50.6%，低于去年同期的64.7%。阿根廷大豆作物状况评级较差为20%(上周为23%，去年1%)；一般为61%(上周66%，去年14%)；优良为19%(上周11%，去年85%)。

阿根廷大豆种植进度



巴西主产区播种已近尾声，但降雨不足仍是主要困扰，对避免收成问题至关重要。尽管许多干旱地区仍将获得一些降水，但雨量可能低于正常水平，而12月至次年2月是巴西降雨旺季。

近期阿根廷的天气有所好转，降雨预期有所增加，但长期的干旱导致的水分缺失，使得完全补充土壤水分还很漫长。

降雨的异常显示拉尼娜对南美的影响仍在持续，气象问题对产量的预警尚未解除，仍需警惕类似去年因干旱而导致的减产再次出现。

全球供需

全球大豆库存消费比

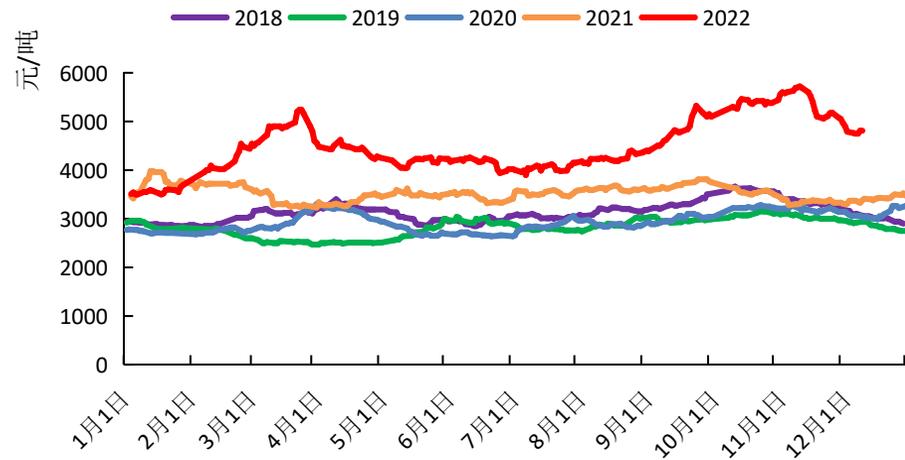


2022/23全球大豆期末库存预测值

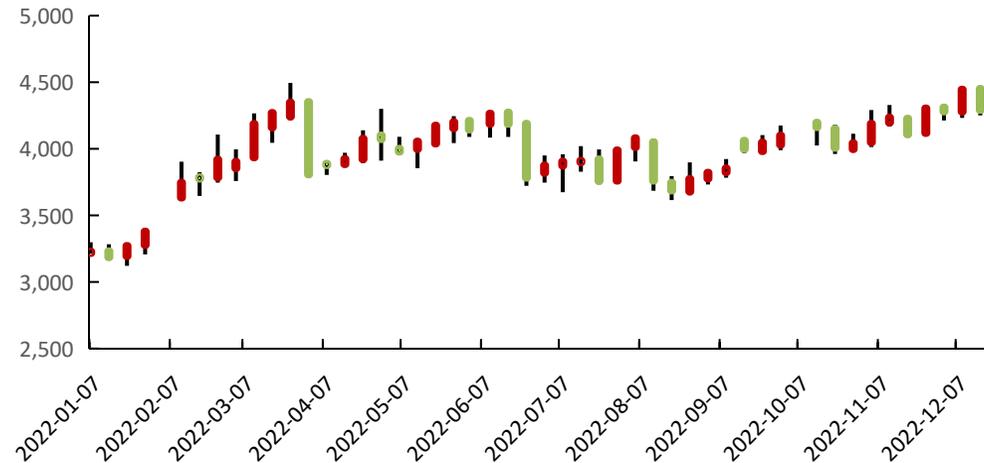


豆粕现货高位回落

豆粕现货

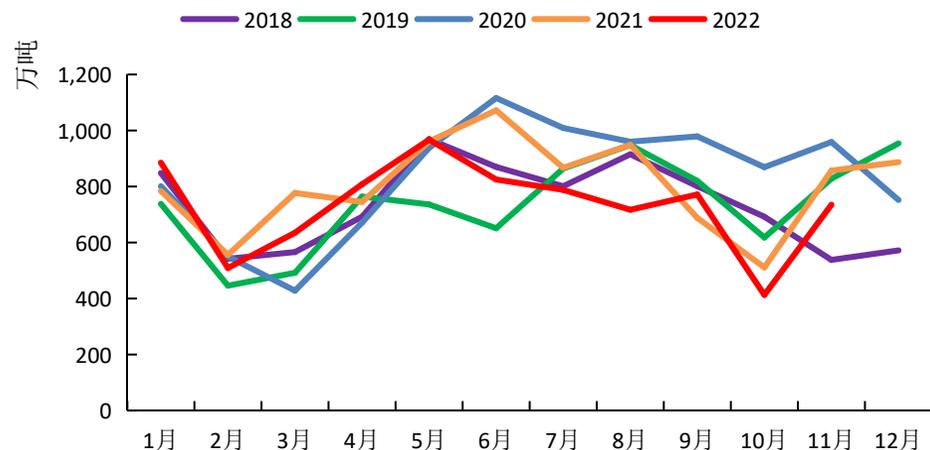


豆粕期货主力

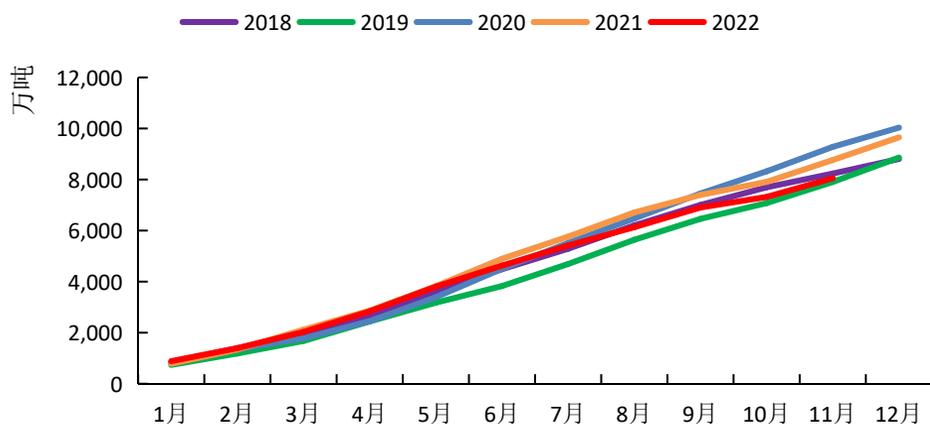


国内原料供应端

进口大豆月度进口量



海关进口大豆累计值

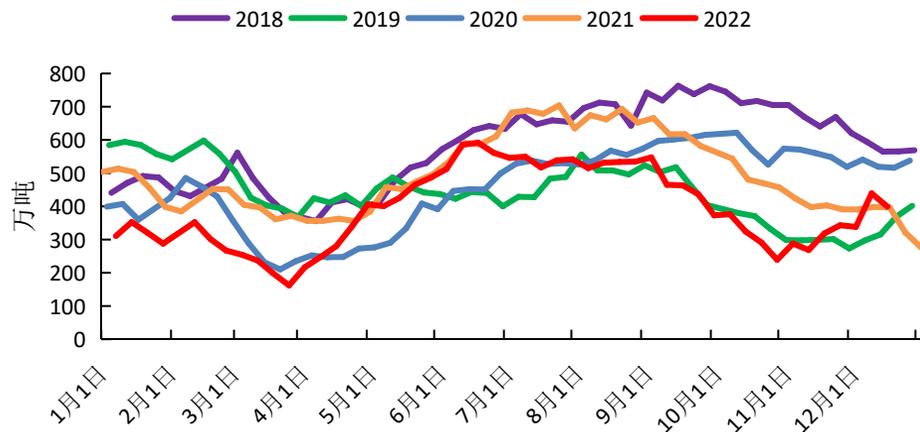


回到国内，油料进口榨利较差，油厂搬库存动力不足。据海关总署，11月我国大豆进口量月度环比+77.5%至735万吨，同比-14.2%。1-11月累计进口量为8053万吨，累计同比-8.13%。根据船期预测，12月-次年2月进口预估分别为，910 (+23)、750 (-135)、530 (+21)。供应难以进一步宽松。

本年度进口总量较往年依然偏低。主要受到全球原料价格高企抑制需求，前期国内油厂采购偏少。年中随着下游养殖利润好转，需求恢复，油厂榨利修复，国内供应端趋紧，油厂采购进度逐步加快。

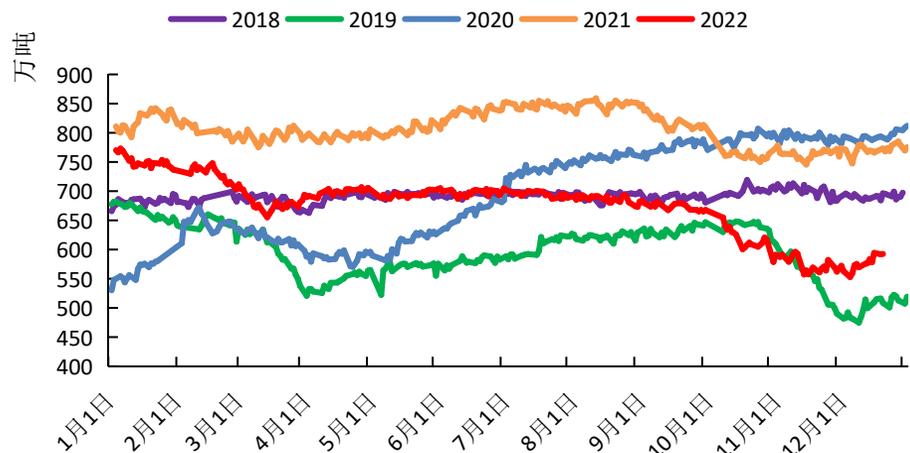
国内原料库存

主要油厂大豆库存



库存方面，截至11月末，油厂大豆库存为338.2万吨，较去年同期的390.7万吨，同比-52.5万吨或-13.4%，而从周度数据看，随着大豆集中到港，同比迅速由降转增，供应紧缺得到有效改善。

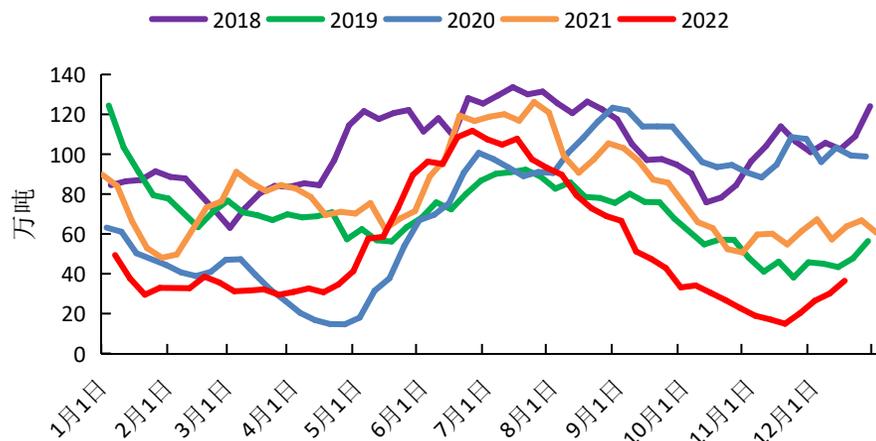
港口库存：进口大豆



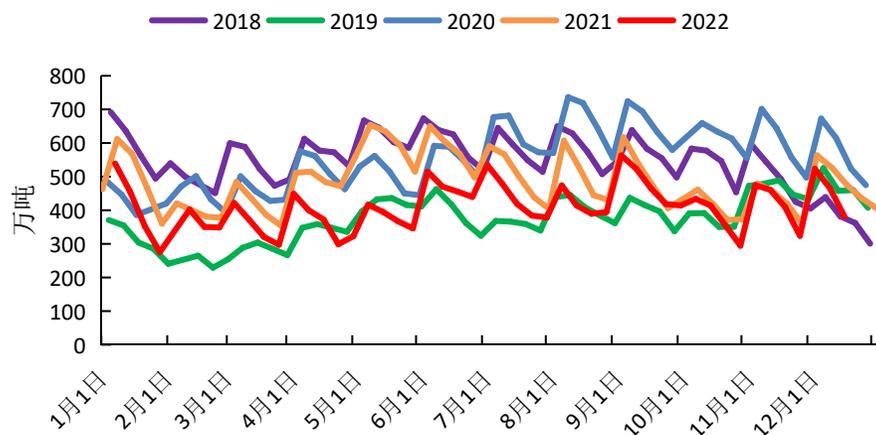
港口库存仍处于低位，进口到港预期打压基差港口大豆库存同比降低，截至11月末，港口大豆库存567.7万吨，较上月末环比-11.1万吨，同比-191.7万吨，降幅33.8%。

国内豆粕库存

油厂豆粕库存



主要油厂豆粕未执行合同



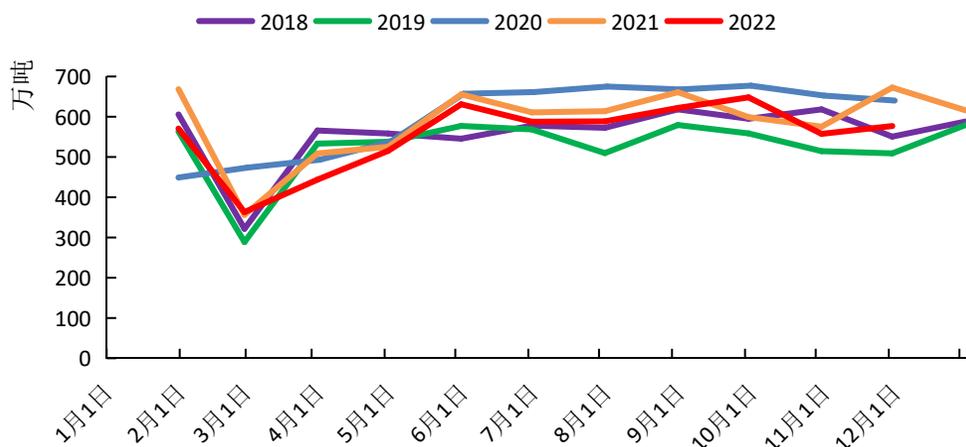
库存方面，豆粕显性库存环比持续回升，但仍处于近五年极值，隐性库存表现中性。

截至11月末，国内主流油厂豆粕库存 26.5万吨，环比10月，+9.5万吨，同比-40.8万吨，降幅60.6%。国内油厂豆粕未执行合同462万吨，环比-4.29%，同比-29.58%。国内主流油厂豆粕未执行合同523万吨，环比上月+229万吨，同比-40万吨，降幅7.1%。

季节性库存下降逐渐接近尾声，随着未来进口大豆到港量增多，以及下游养殖需求预期回落，供需逐渐转向宽松。

国内豆粕供需

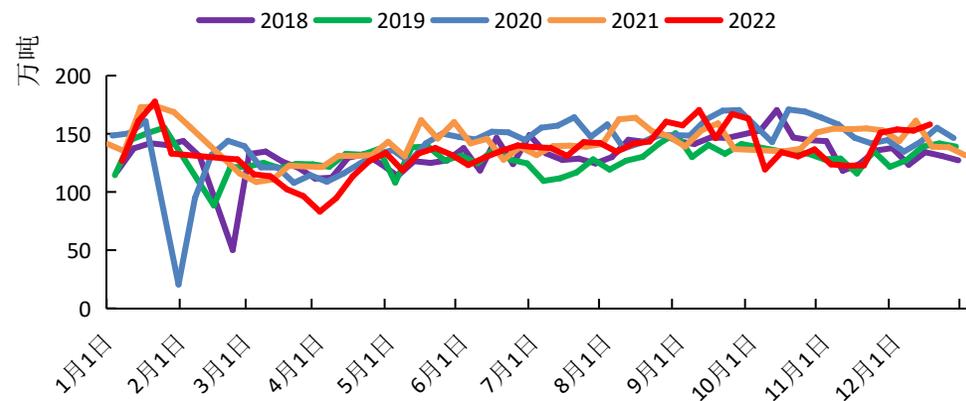
豆粕供给



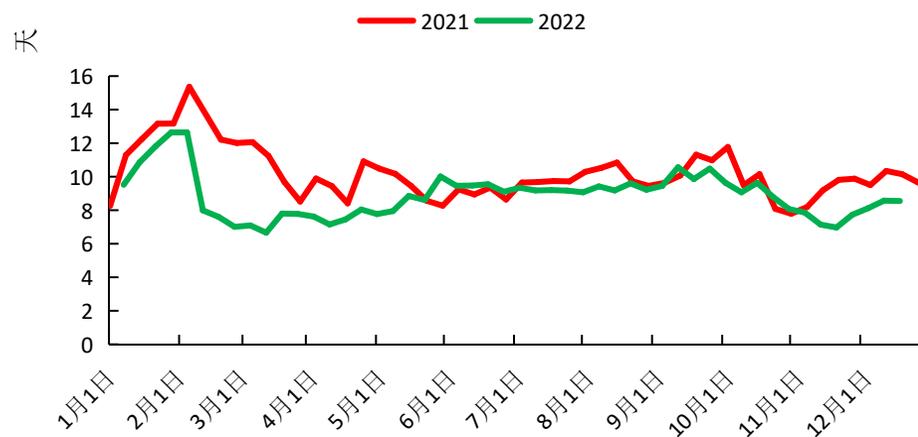
油厂11月豆粕供给量576.9万吨，环比+3.4%，同比-95.6万吨，降幅-14.21%。

11月表观消费为673.7万吨，环比+29.4%；同比-85.9万吨，降幅11.3%。而随着旺季渐入尾声，下游备货需求趋缓，消费预计环比回落。

豆粕表观消费量

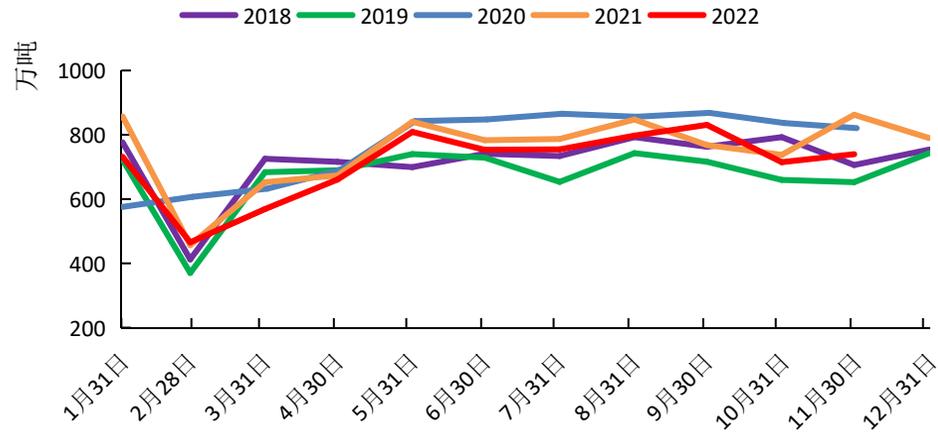


饲料企业：豆粕库存



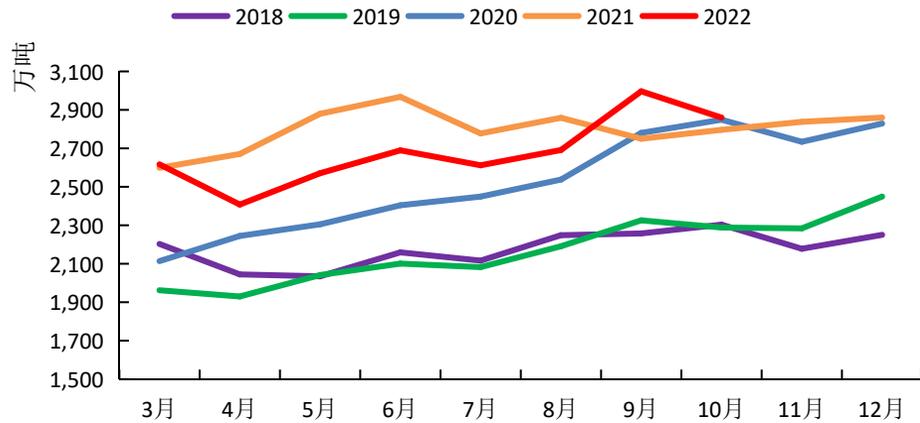
国内豆粕供需

油厂月度压榨量



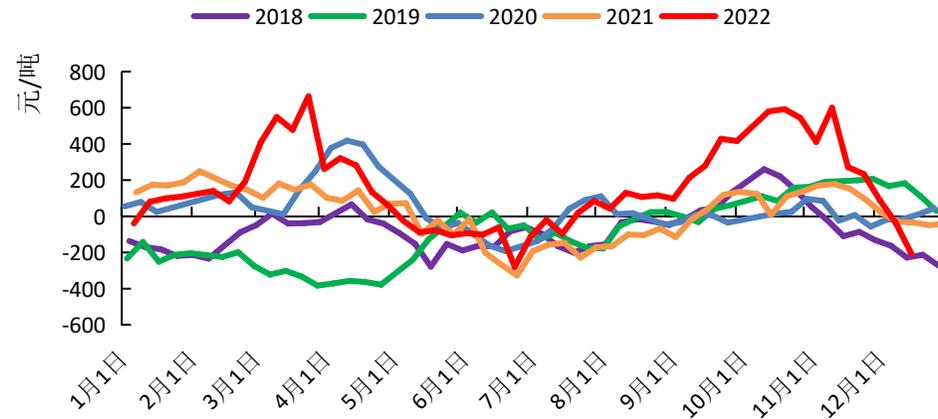
需求端，主要油厂11月压榨量为739.6万吨，环比上月+3.48%，同比-123万吨，降幅-14.3%。随着下半年养殖需求转旺，豆粕需求旺盛，压榨需求持续回升。但随着下游养殖利润逐渐转差，下游需求逐步转弱，豆粕供需逐步转向宽松，油厂压榨利润高位回落，预计供应逐步趋降。

饲料产量



2022年10月，饲料当月产量2860万吨，环比-4.56%；同比+2.28%；1-10月累计产量21444.3万吨，累计同比-3.83%。

进口大豆压榨利润



核心观点

展望 2023 年，南美步入关键生长期，价格运行核心仍在南美端。当前南美仍面临异常干旱影响，但随着拉尼娜周期结束，气候扰动影响减弱，近期南美降雨预期有所增加，有利于缓解干旱，大概率以增产落地。但阿根廷长期的缺水问题，弃种或有所增加。国内方面，随着生猪进入大量出栏季节，对豆粕需求预期减少，而进口大豆近期集中到港，且新增大量巴西新季大豆船期，国内原料端供给持续宽松，随着第一阶段养殖扩张周期结束，养殖利润开始制约豆粕需求，而中国传统消费节后也将步入淡季，需求整体偏弱，供增需减下，豆粕05合约或面临高位转向。

投资策略：05合约逢高布空

风险点：南美产量不及预期；下游需求强于预期。

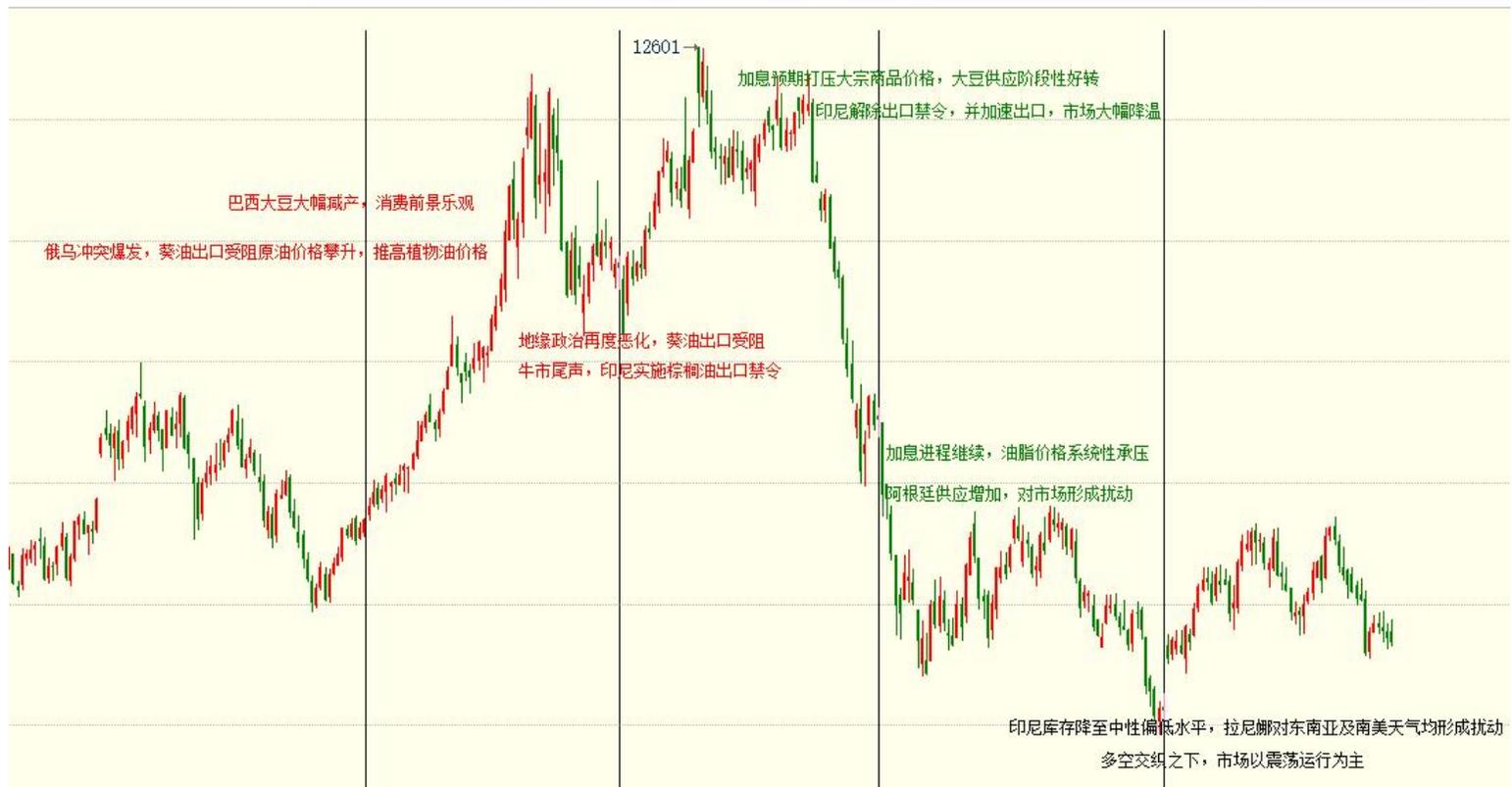
2022油脂行情回顾



2022年油脂整体呈现前高后低且波动加剧的走势，大致可以分为三个阶段：1月-5月的震荡上涨，6月的大幅下跌，以及7月至今的震荡行情。

一季度主要受到了内外因素共振影响，国内方面虽然节前油脂消费大幅减弱，但国内较低的植物油库存给予油脂较强的支撑；国外在南美大豆大幅减产导致CBOT大豆拉升和俄乌冲突下国际原油价格的不断攀升，拉动了整体植物油价格的走高。

2022油脂行情回顾



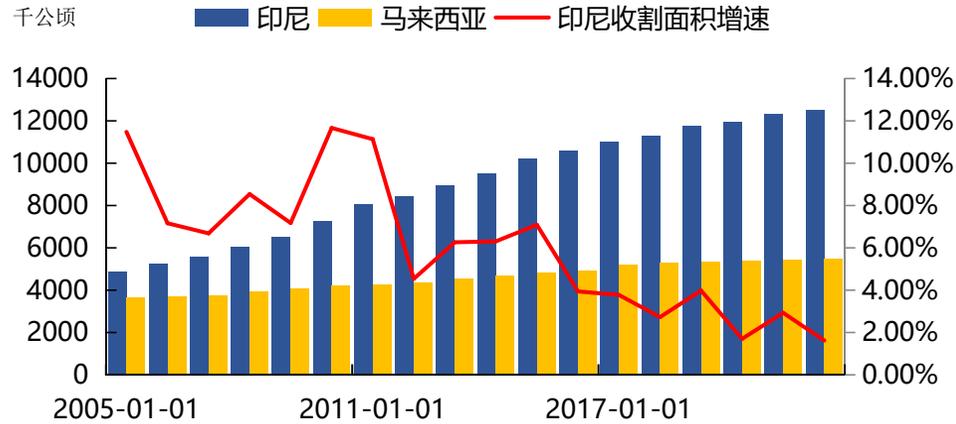
进入二季度先是以稳步上涨为主，驱动因素有以下几点：一是地缘政治因素再度恶化，乌克兰植物油出口阻断，市场对植物油供给存在担忧；二是美国对于生物柴油政策的执行力度依旧较强；三是美豆需求前景好，供需收紧；四是印尼出台棕榈油出口禁令，牛市尾声推高油脂价格。

而6月也因政策的崩溃导致油脂市场率先下跌，此外，驱动因素还有：美联储加息预期打压商品价格；二是南美大豆产量小幅上调且美豆产区天气条件及新作优良率尚可。

三季度，9月美联储官员发言暗示美联储将继续大幅加息，商品价格系统性承压，市场预期美豆供应转向宽松，叠加天气炒作时间窗口收窄，市场炒作情绪大幅降温。阿根廷鼓励出口，短期供应增加，东南亚库存压力仍大，导致市场承压回落。

国际供应

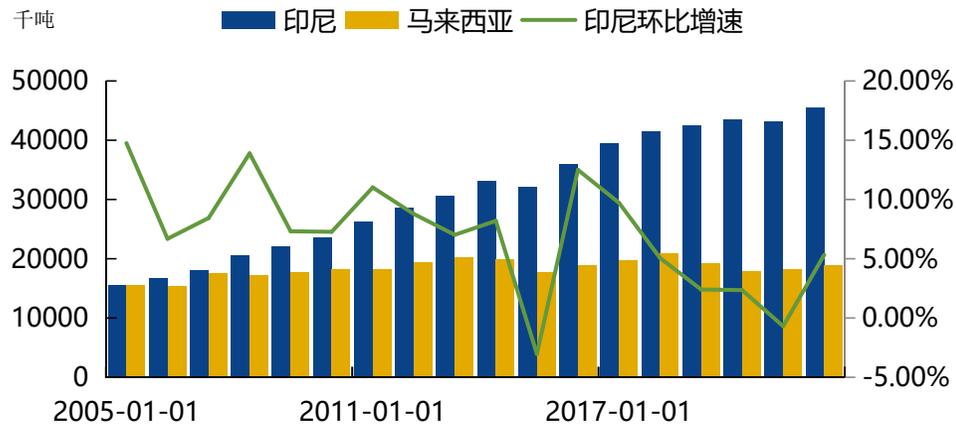
棕榈收割面积



马来近年来的面积增速维持在1%以下，面积能提供的产能增量极为有限。且树龄老化问题也是限制马来西亚产能上限的因素之一。

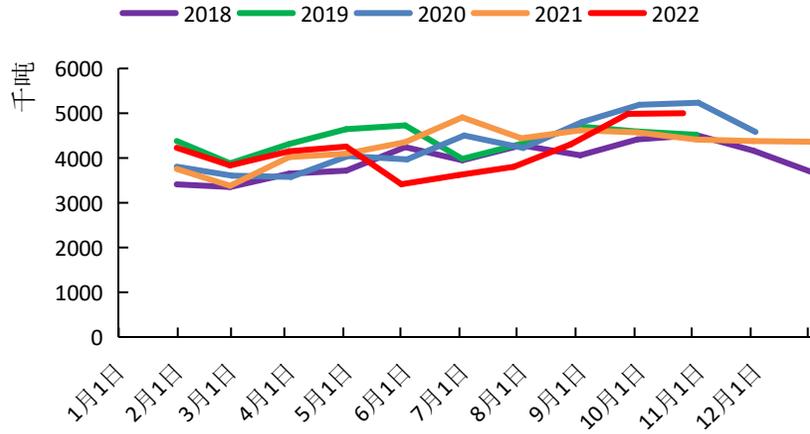
印尼近3年来的面积增速维持在3%以下，以及22/23年度的面积增幅仅在1.6%左右，环比增速明显放缓；但从22年一季度的产量数据来看，印尼的单产存在增长潜力，2015年以后的大量新增扩种产能也将维持产量处于高位。

棕榈油产量

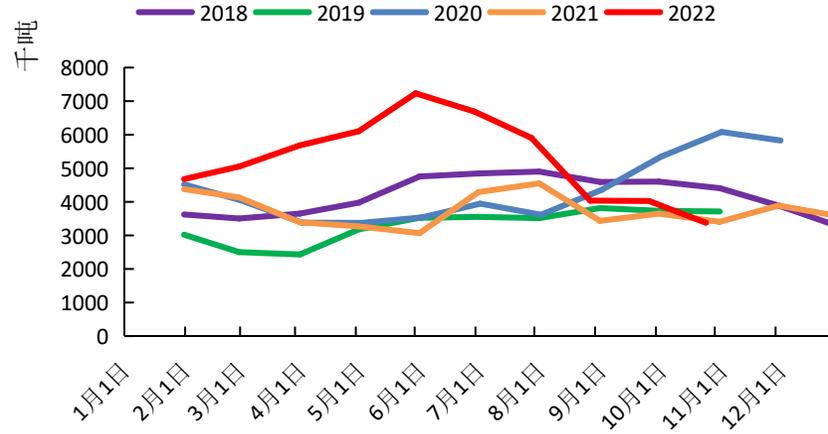


印尼供需

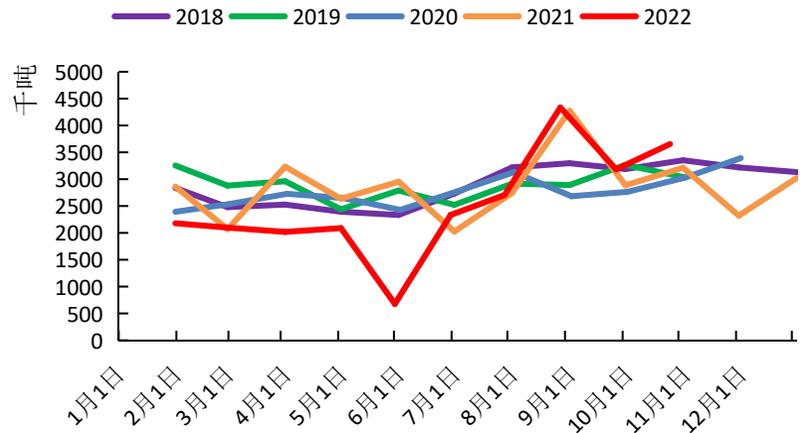
印尼棕榈油产量



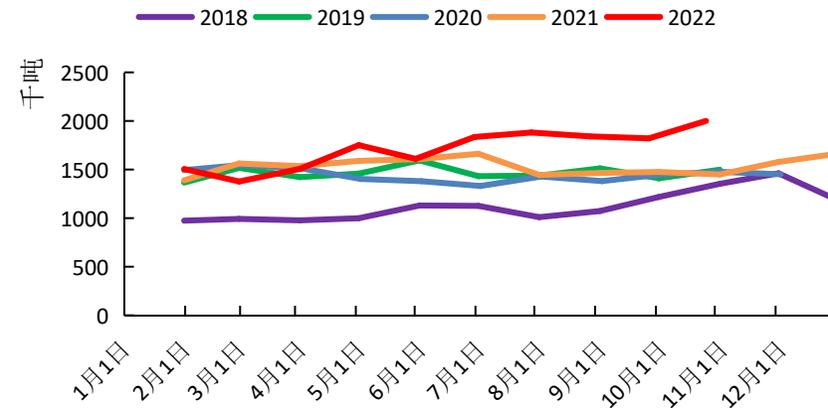
印尼棕榈油库存



印尼棕榈油出口



印尼棕榈油国内消费

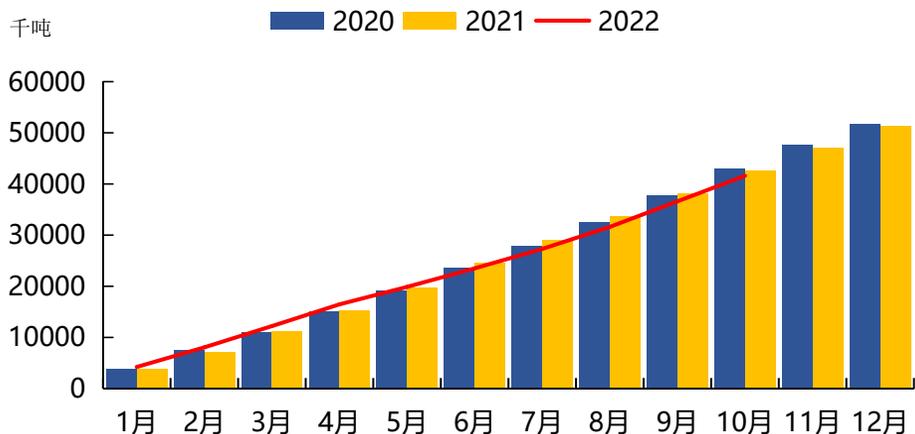


据印尼棕榈油协会（GAPKI），印尼10月棕榈油产量增至500万吨环比+1.3万吨；棕榈油出口为365.4万吨，环比+47.1万吨；国内消费升至200万吨，环比+18万吨；10月棕榈油库存降至337.6万吨，环比-64.9万吨，同比-2.8万吨。

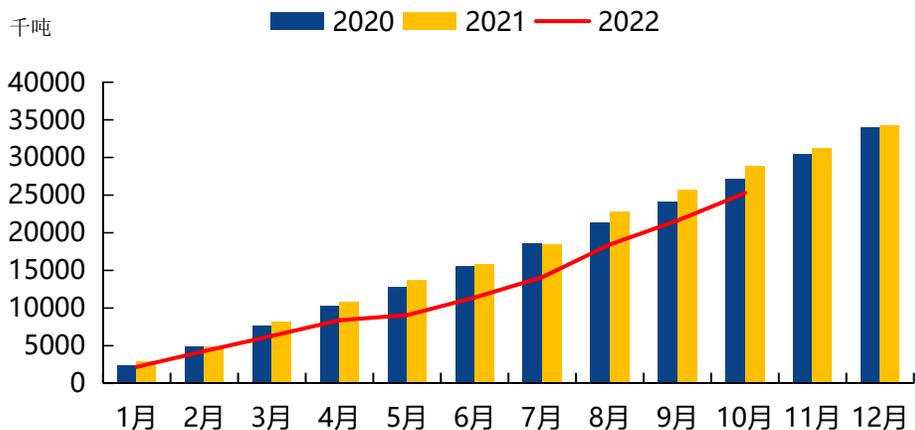
在激进的出口政策下，印尼通过7-9月的大量出口，已经完成向消费国的库存转移，胀库问题解决。

印尼供需

棕榈油产量：印尼：累计值



棕榈油出口：印尼：累计值



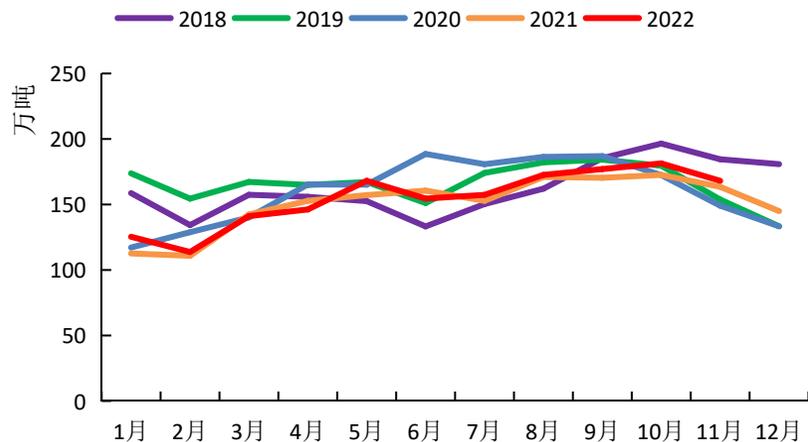
出口禁令的影响下印尼生产同比回落，全年棕榈油出口量仍保持下降。

2022年一季度累计产量1988万吨，同比去年同期增7.8%。2022年1-10月印尼棕榈油累计产量4159.6万吨，累计同比减2.27%，在印尼胀库问题缓解后，产量恢复性增产，但由于前期的产量损失及11月的降雨影响，GAPKI预计今年印尼的产量仍较往年偏低，为4650万吨。

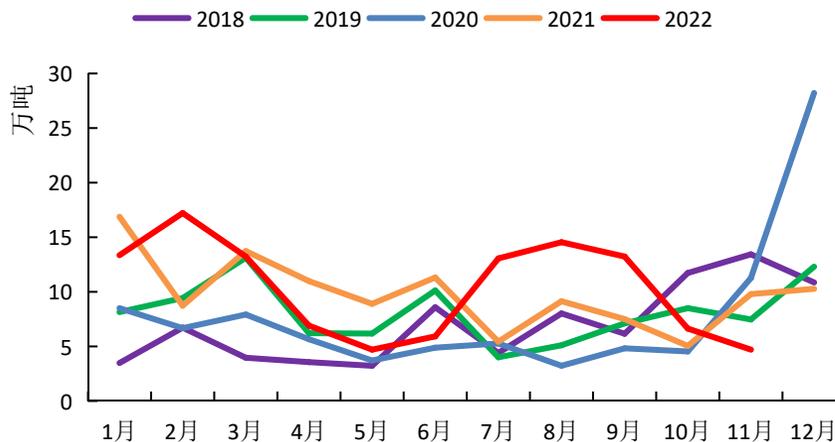
印尼在今年一季度表现出来的气候性增产相当可观，在2022年充沛的降水及前期产能兑现的影响下，将对23年的产量产生积极影响，预计2023年产量将升至4900万吨上方。

马来供需

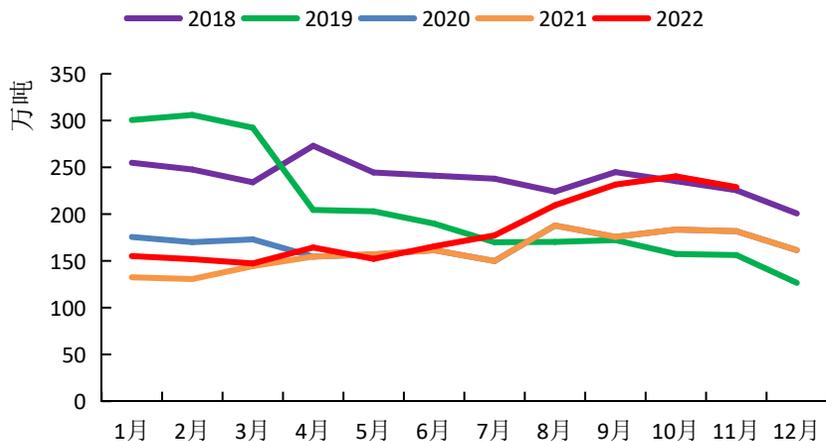
马来西亚棕榈油产量



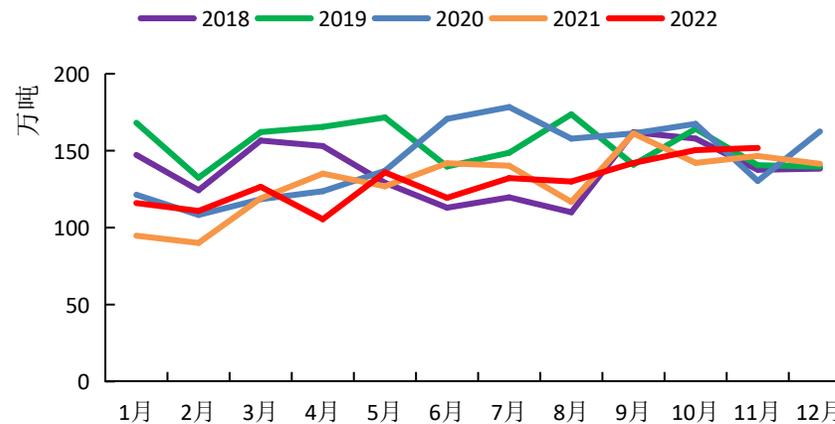
马来西亚棕榈油进口量



马来西亚棕榈油库存



马来西亚棕榈油出口量

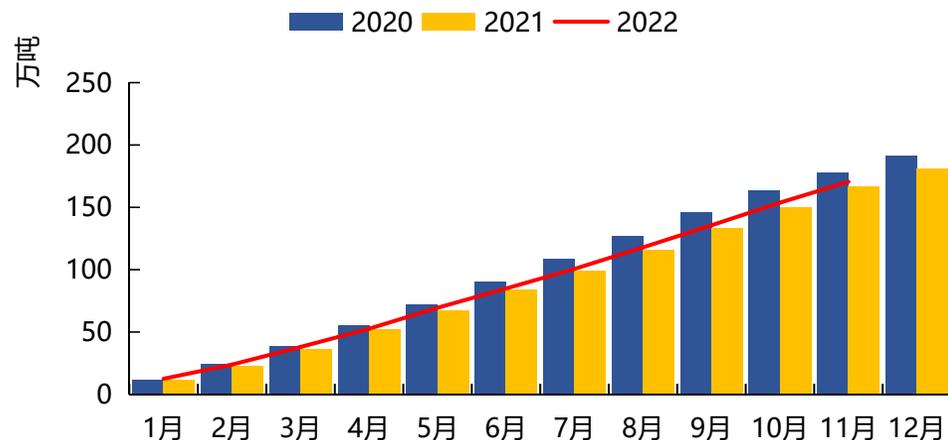


MPOB报告11月供需显示：产量168万吨，环比-13.4万吨；出口151.8万吨，环比+1.4万吨；进口4.7万吨，环比-1.9万吨；**期末库存228.8万吨，环比-11.6万吨。**

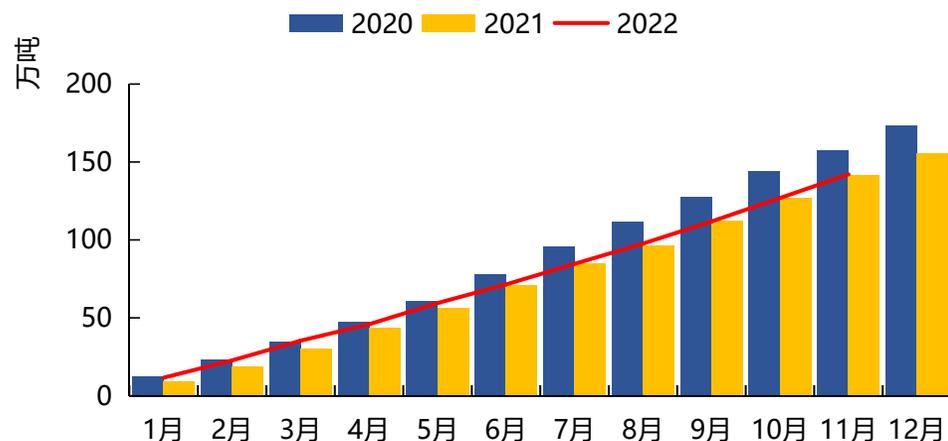
在气候增产及进口量同比激增影响下，本年度库存整体处于近五年高位。

马来供需

棕榈油产量：累计值：马来西亚



棕榈油出口：累计值：马来西亚



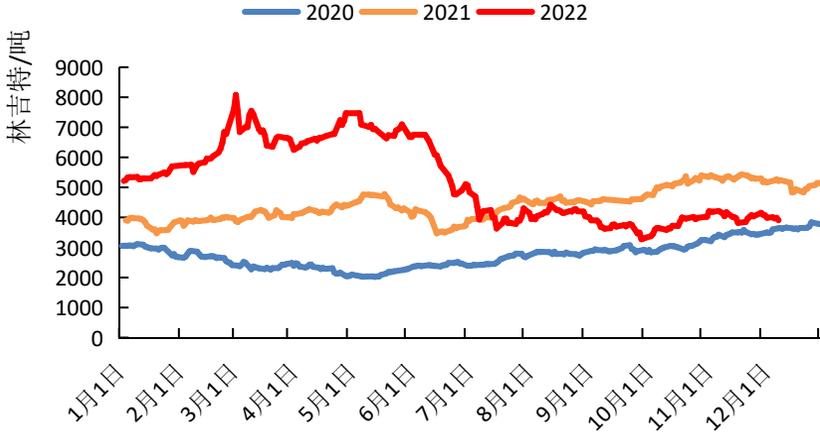
2022年1-11月马来棕榈油累计产量为1705万吨，累计同比增2.27%，在外籍劳工问题迟迟无法解决的情况下，预计总产量变动不大，全年产量预期在1820万吨左右。

而劳工问题也会限制2023年的产量前景，后续也需关注机械化的可行性，以弥补产量。预计2023年产量在1920万吨。

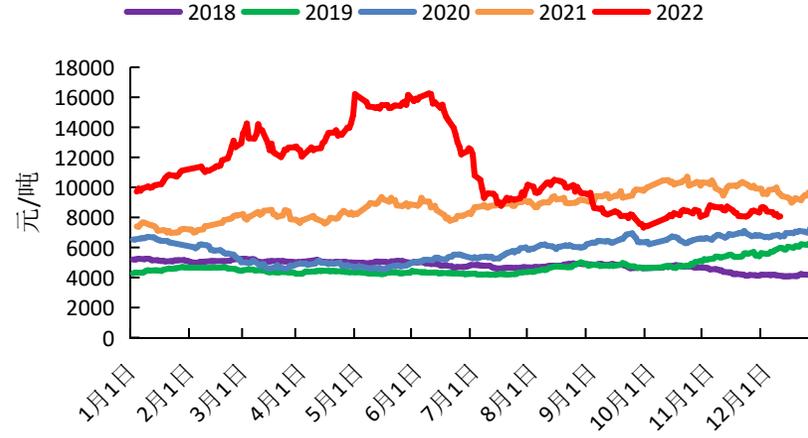
出口虽然受到劳工问题导致前期出口节奏偏慢，以及在印尼放开出口限制后导致的价格竞争，均使马来出口处于相对不利地位，但在印度的高需求支撑下，出口依旧领先去年同期。1-11月，马来西亚累计出口量为1420万吨，累计同比+0.42%。

国内外现货震荡下行

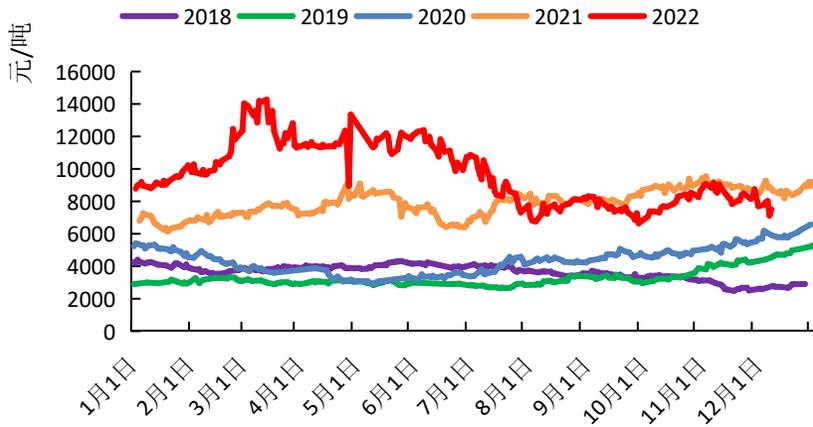
马来西亚毛棕报价



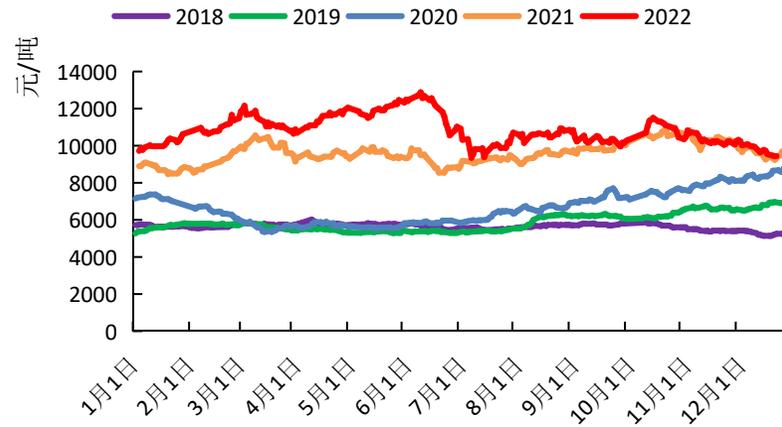
国内棕榈油现货



印尼棕榈油

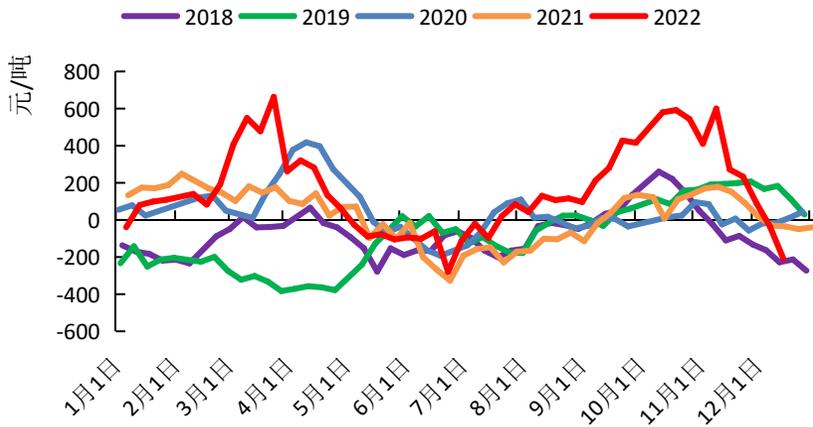


豆油现货

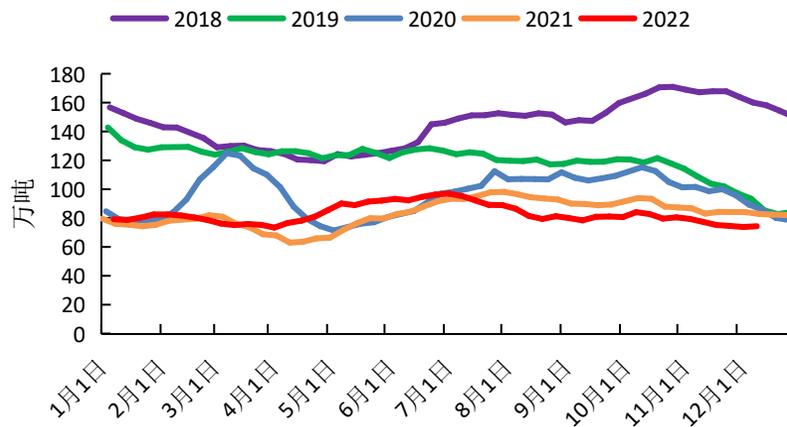


国内豆油供需

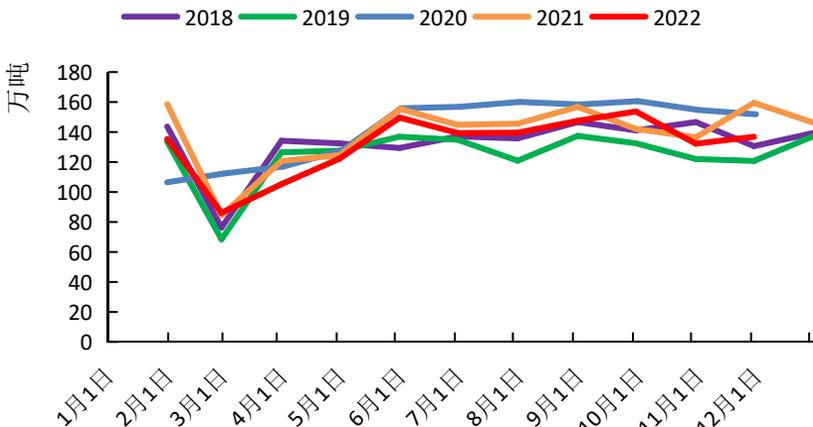
压榨利润：江苏



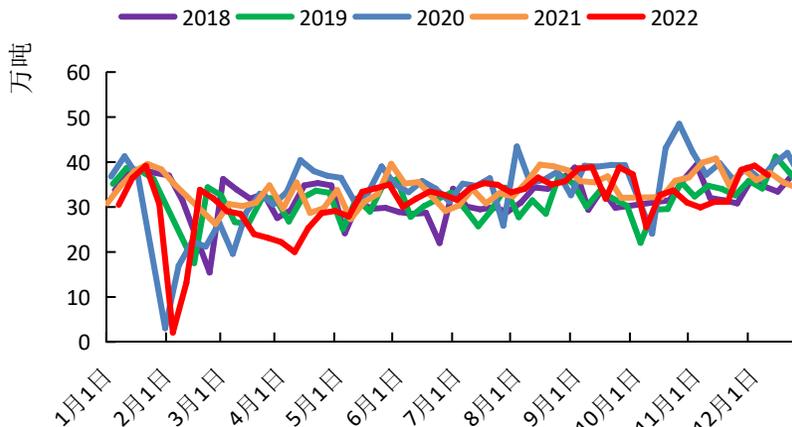
主要油厂豆油库存



豆油供给



豆油表观消费



豆油产量方面，11月豆油供应量为136.8万吨，环比10月+4.6万吨，同比-22.7万吨，降幅14.23%。

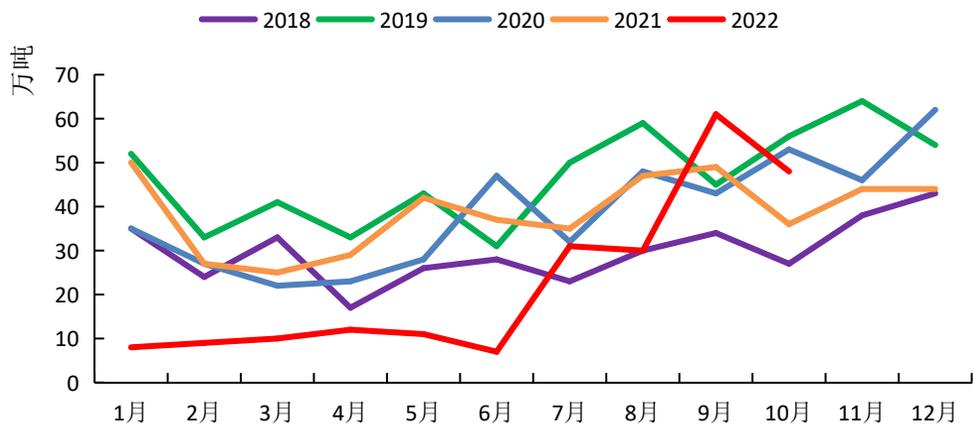
库存方面，11月末主要油厂库存为73.8万吨，环比10月末-5.7万吨，同比-10.2万吨，降幅12.1%。

11月表观消费为169.6万吨，较10月环比+46.7万吨，同比-20.2万吨，降幅10.6%。

油厂受到压榨利润影响，9月旺季前整体开机偏低，而随着下游养殖利润全面转正，旺季豆粕需求释放，油厂豆粕库存大幅去库，榨利回升，油厂开机持续攀升，以应对豆粕的旺盛需求，而被动的供给增加以及豆油需求同比偏差的影响下，供需逐渐趋于宽松，库存有上行压力。

国内棕榈油进口

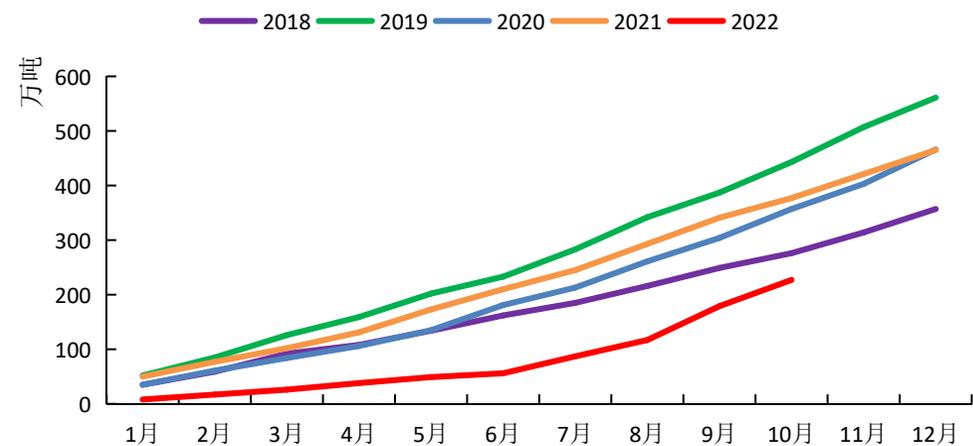
棕榈油进口量



在印尼于5月底解除出口禁令后，低廉的棕榈油吸引大量国际买家，中国棕榈油进口明显回升。

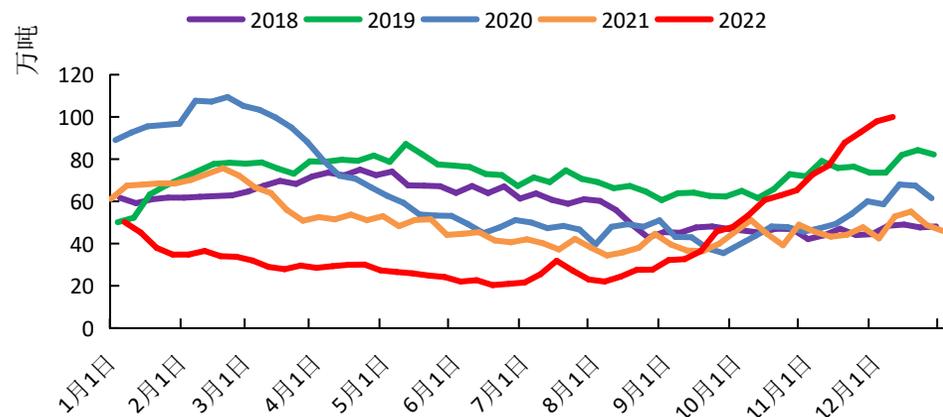
据海关总署，2022年11月我国棕榈油进口量升至70万吨，刷新近五年单月进口量极值，环比+22万吨，同比+26万吨；1-11月累计进口量为297万吨，累计跌幅-29.5%。

棕榈油进口量：累计值



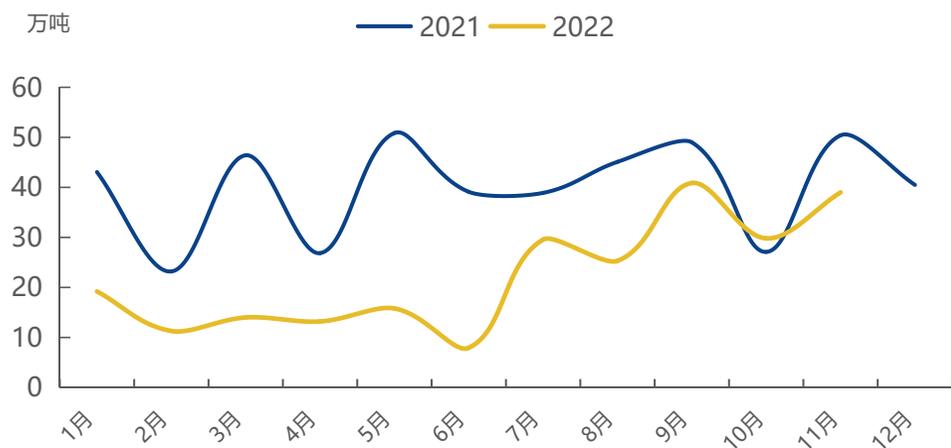
国内棕榈油到港及库存

棕榈油商业库存



随着到港量激增，截至12月16日当周，国内棕榈油商业库存已从6月底的低点21.56万吨回升至102.45万吨，库存已升至近五年高位。国内供应持续宽松，月内到港压力依旧较大，库存拐点或继续推迟。

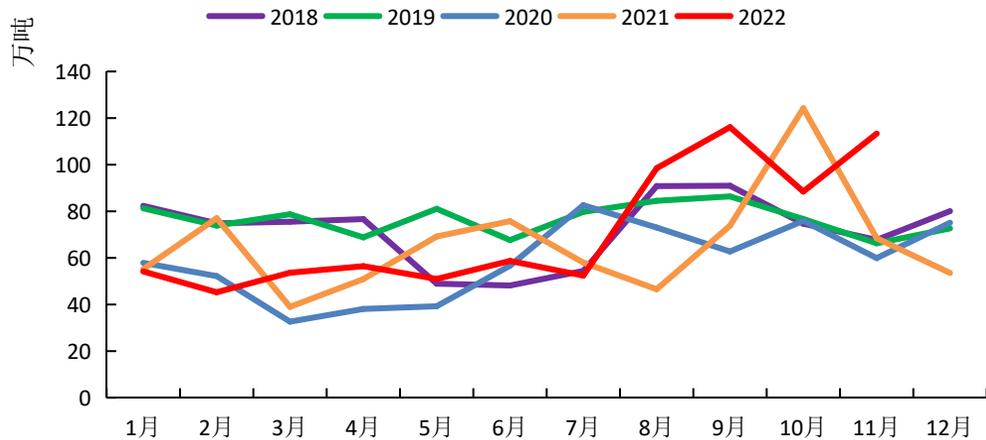
棕榈油表观消费



由于国内11月气温高于往年同期，棕榈油淡季特征在11月上旬表现不明显，国内11月表观消费量为39万吨，环比+9.19万吨，1-11月累计表观消费量为246万吨，累计同比-194万吨。

主要消费国需求—印度

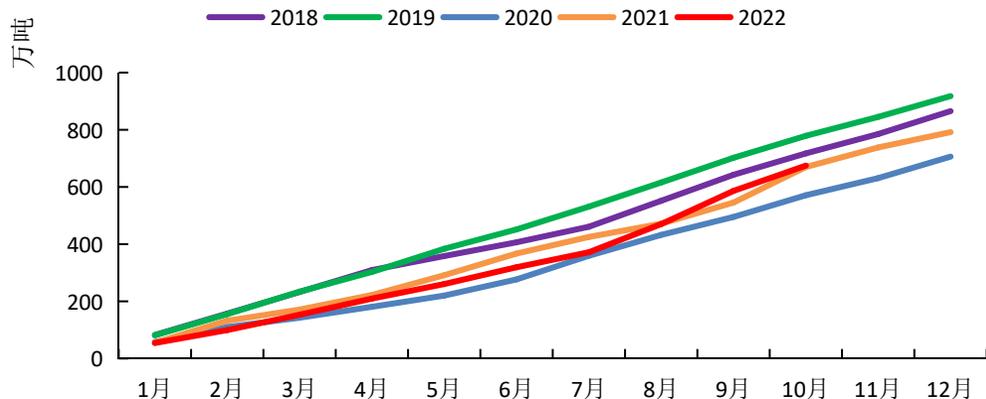
印度棕榈油进口



据ICEA, 11月印度棕榈油进口量为113.3万吨, 环比+24.8万吨, 同比+44.8万吨, +65%。1-11月累计进口量为788.1万吨, 累计同比+6.8%。

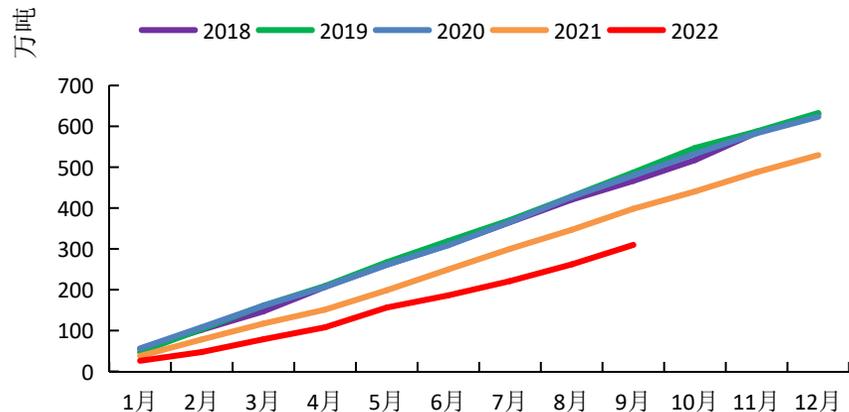
印度21/22年度的植物油累计消费近1400万吨环比略增3.67%。印度的年食用油消费回升空间有限, 今年的消费节奏依然呈现前低后高, 而制约消费的因素主要是前期的高价格抑制和疫情影响, 而人口的损失预计也将对明年整体油脂消费体量的增长有较大影响。

印度棕榈油进口: 累计值



主要消费国需求—欧盟

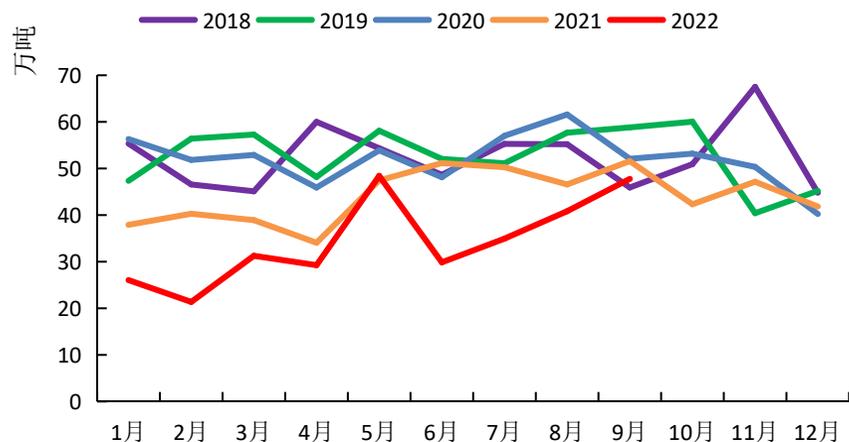
欧盟棕榈油进口累计值



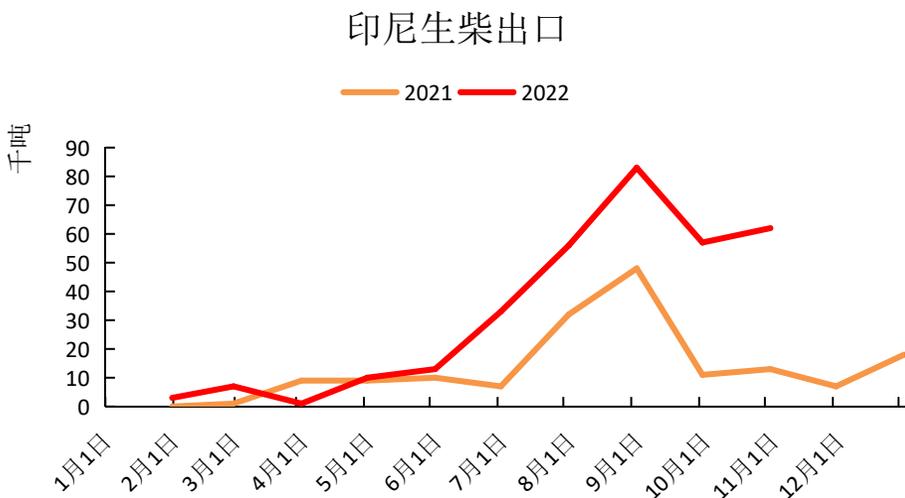
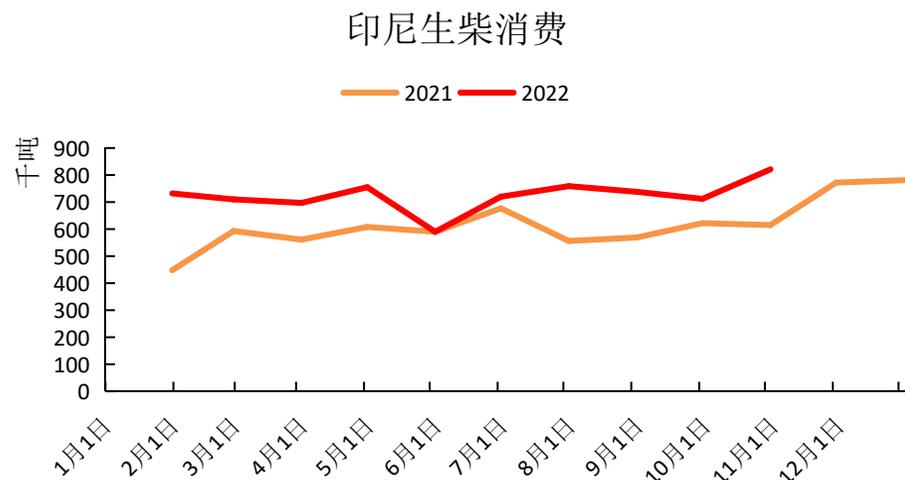
据欧盟统计局，9月欧盟棕榈油进口量为47.77万吨，环比+6.93万吨，同比3.81万吨。1-9月累计进口量为309.8万吨，累计同比降幅22.2%。

自2017/18年度开始的棕榈油进口量的下滑，主要原因是由于欧盟淘汰棕榈油制生柴引起的。17/18年欧盟生柴原料中棕榈油的用量为260万吨左右，从17/18到21/22年度，棕榈油的进口量已经趋势性下滑了约150万吨，如此一来剩下能淘汰的棕榈油原料也就在100万吨左右，因此如果欧盟要在2023年完全淘汰棕榈油制生柴，那么相对的22/23年度的棕榈油进口量可能只有400万吨，较去年下滑80万吨。

欧盟棕榈油进口当月值



生柴消费加速



今年11月，印尼完成了在柴油发动机车辆上使用B40燃料的道路测试。并在12月落地2023年实行B35的战略。这将为2023年印尼棕榈油生柴消费带来125万吨左右的增量。

而B40的影响还有待兑现，B40计划相较B30，预计能将印尼生物柴油的年消费量由890万吨提升至1260万，增长近370万吨。

国际能源价格高位，及棕榈油价格优势下，印尼生柴需求环比持续上升，9月印尼生物柴油消费量为82.1万吨，环比+10.9万吨，同比+20.6万吨。预计22年印尼棕榈油生柴消费能达到1054万吨。

印尼生物柴油出口量自3月份以来大幅上升，9月印尼生柴出口量为6.2万吨，环比+0.5万吨，同比+4.9万吨。随着国际豆棕价差缩窄，预计今年剩余时间的出口同比增速或有所回落。

生柴消费

由于美国EPA对未来3年RVO的预期，导致美豆油未来的需求增速将放缓。

马来方面，2022年1月5日时，马来棕榈油协会预计将在2022年年底强制实行实行B20的生物柴油标准。根据市场普遍预期，B20计划将使得2023年马来棕榈油生柴端的消费由2022年的90万吨提升至150-200万吨的区间内，对应增量在65-95万吨之间。

巴西方面，巴西生柴政策不确定性较大，目前调整为，到明年3月之前维持目前B10的掺混，若明年3月B15确定实施，则将在今年的基础上，将生柴年消费由550万吨提升至830万吨，增加230万吨的生柴消费。由于目前巴西生柴原料中豆油的占比在70%左右，则B15计划的实施，会将豆油年消费由390万吨提升至580万吨，增加190万吨豆油消费。

核心观点

本年度，东南亚产地很难在减产季实现供需由“平衡向偏紧”的过度，进而弱化原本的季节性利多驱动。明年油脂供需大概率会呈现供需双增的局面，大方向上油脂价格走势或继续呈现底部宽幅震荡格局。在棕榈油减产季结束前，产量及库存的制约将对植物油价格形成支撑，但上行动能整体不足，走势降相对偏弱运行；消费方面，欧盟及印度均无明显亮点。而中国的开放政策或推高2023年油脂的消费水平，随着疫情影响逐步消散，餐饮等行业景气度将迎来修复，并为植物油价格提供新的上行动能，以走出低谷。豆油方面，随着国内豆粕需求预期回落，油厂压榨利润持续转差，供应端有回落压力，国内豆油的低库存仍是利多支撑；但也需关注拉尼娜对南美降雨的影响，以及南美生柴政策的实际落地情况。

投资策略：豆油、棕榈油05合约逢低布多，宽幅震荡思路

风险点：南美增产超预期；国内消费不及预期；马来劳工问题；美联储加息。

生猪2022回顾



生猪指数日线图

回顾2022年生猪市场，一季度节后生猪现货价格表现低迷，而二季度以来随着去产能持续兑现，生猪价格开启上行周期。

一季度，前期的过剩产能仍未完全消化，叠加节后消费偏弱，生猪现货价格在12元/公斤左右的低位震荡，尽管收储政策短期提振市场，但供过于求的局面仍未扭转。

二季度，21年7月能繁去产能效果开始兑现，供需宽松情况逐步改善，现货价格企稳上涨，猪周期逐步开启，生猪均价来到了23元/公斤上方。

生猪2022回顾



生猪指数日线图

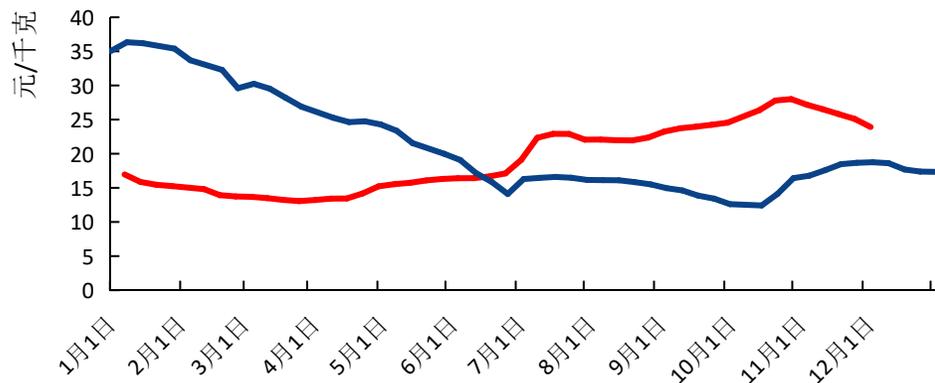
三季度，由于压栏惜售情绪增加和下游需求的逐步改善，短期供需收紧推动猪价继续上行。

四季度，我们在2022年9月28日发布的四季报提出，在“保供稳价”政策下，储备猪肉的投放会施压市场，且由于疫情对收入的影响，导致对高价猪肉的消费需求有抑制，四季度需求兑现存疑；而本轮猪周期能繁产能绝对值仍处历史高位，预计猪价高位回落。回顾来看，受到压栏二次育肥的均重增加，及下游需求支撑整体不足，生猪价格自10月高位大幅回落。

生猪价格环比回落

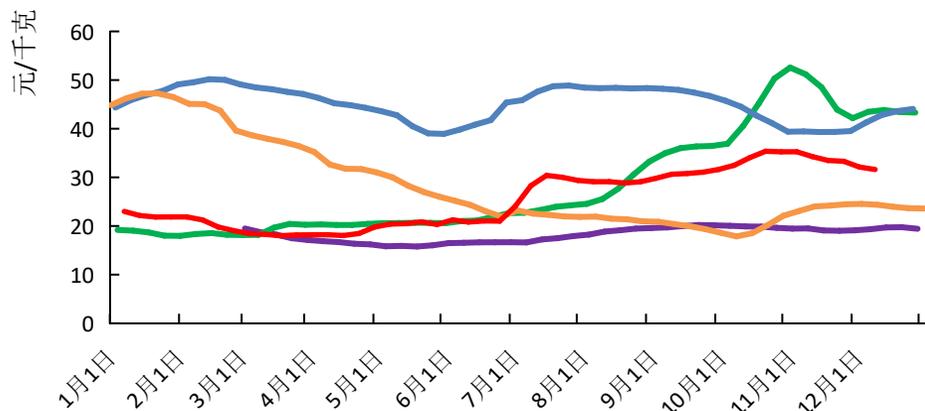
生猪出栏均价

— 2022 — 2021



猪肉：批发价

— 2018 — 2019 — 2020 — 2021 — 2022



截至 11 月末，全国生猪出栏均价 23.92 元/公斤，环比上月末下降 4.08 元/公斤；猪肉批发价格为 32.18 元/公斤，较上月末下降 2.82 元/公斤。生猪及猪肉价格出现逆周期的回落，主要系供给端增量影响，进而形成一定抛压。

9 月末至 10 月养殖端二次育肥情绪高涨，看好 11 月后冬季腌腊需求的增量。而需求端扰动因素复杂。供需时间点错位：

一方面，猪肉价格同比上涨，而十一节后国内疫情呈现散点频发状态，拖慢消费节奏，且收入不佳等可观因素也进一步制约消费水平。

另一方面，11 月全国平均温度高于去年同期，进而对冬季腌腊需求有所压制，拖慢消费节奏，进一步导致供给的向后积压。

腌腊产区11月气温同比偏高

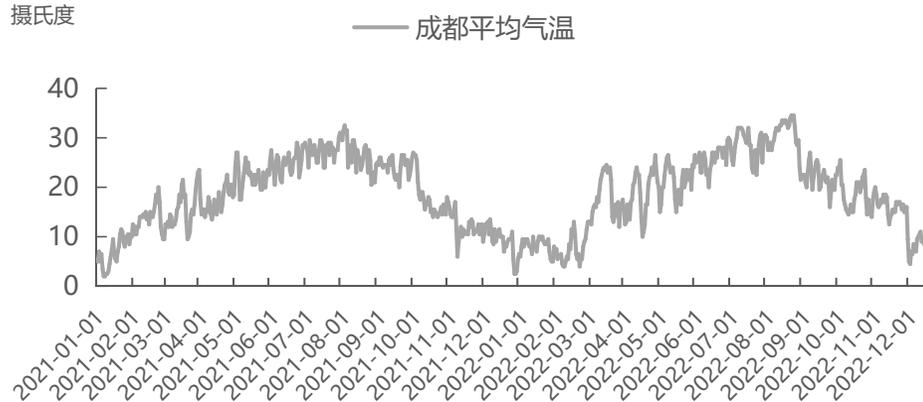
平均气温



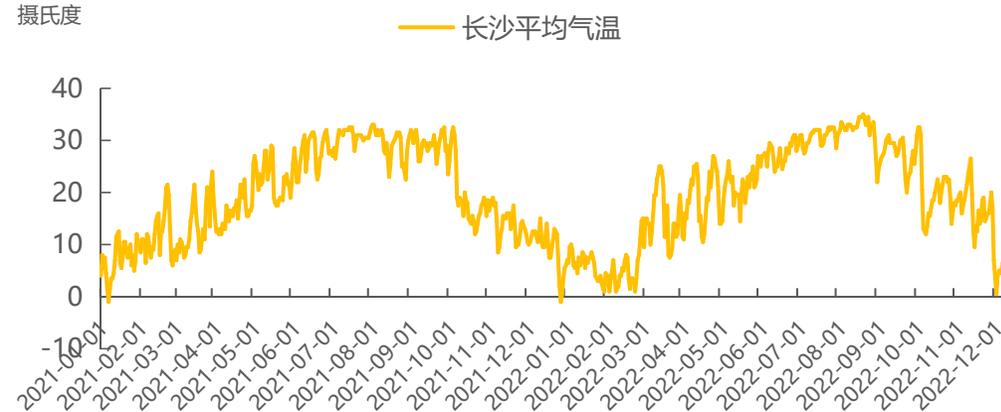
平均气温



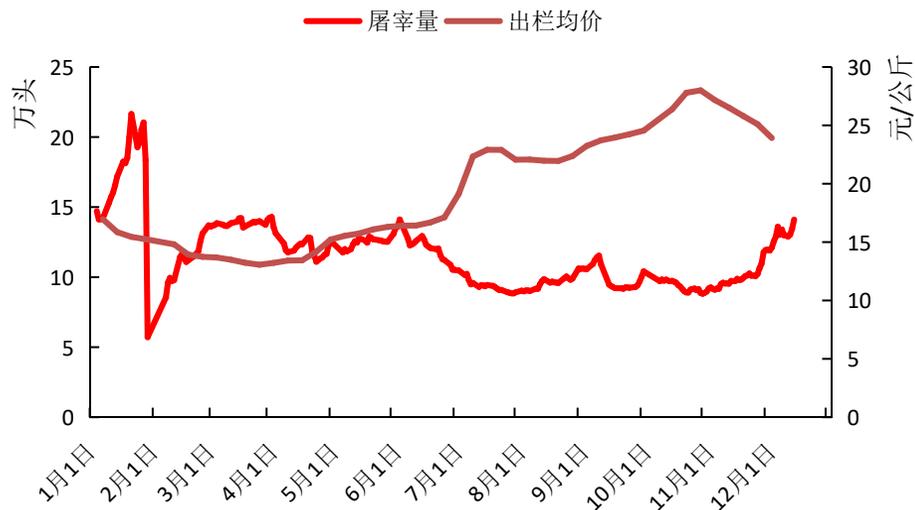
平均气温



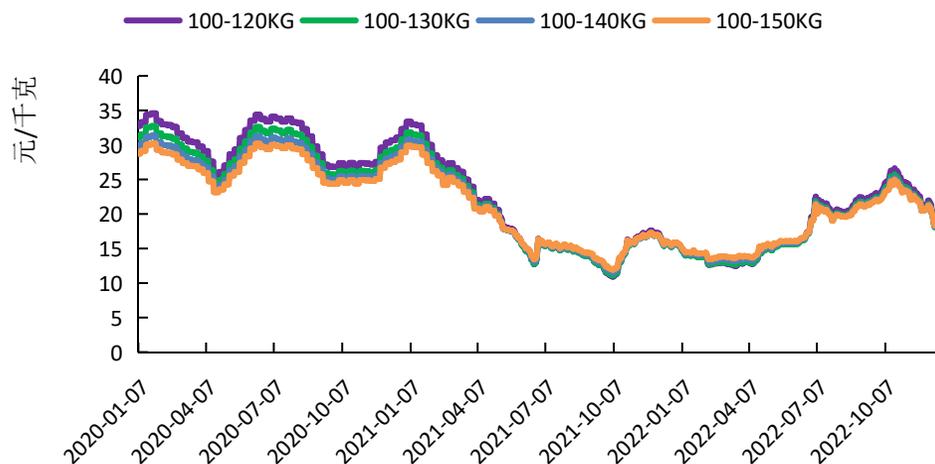
平均气温



二次育肥加剧价格波动



二次育肥成本

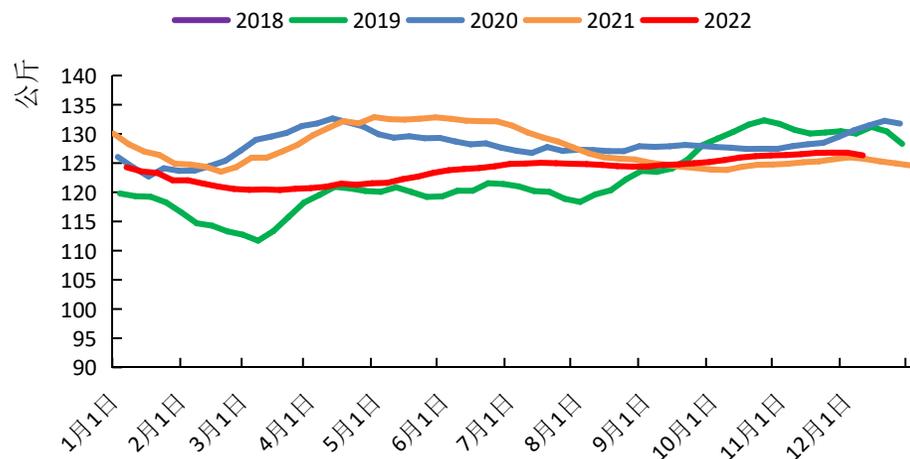


从监控屠宰量来看，由于11月消费不及预期，以及疫情对供应节奏的影响，月内屠宰量整体较为平缓。

11月底防疫政策优化叠加全国大范围降温，市场供需自由度好转，腌腊需求陆续启动，市场消费预期好转，屠宰量出现环比增加，猪价小幅反弹，但需求的阶段好转并未支撑太久，进入12月后，疫情大面积爆发，猪价再一次掉头回落，且价格直逼9-10月二次育肥成本线，部分养殖户甚至出现亏损情况，压栏情绪减弱，导致出栏节奏明显加快，猪价进一步走低。

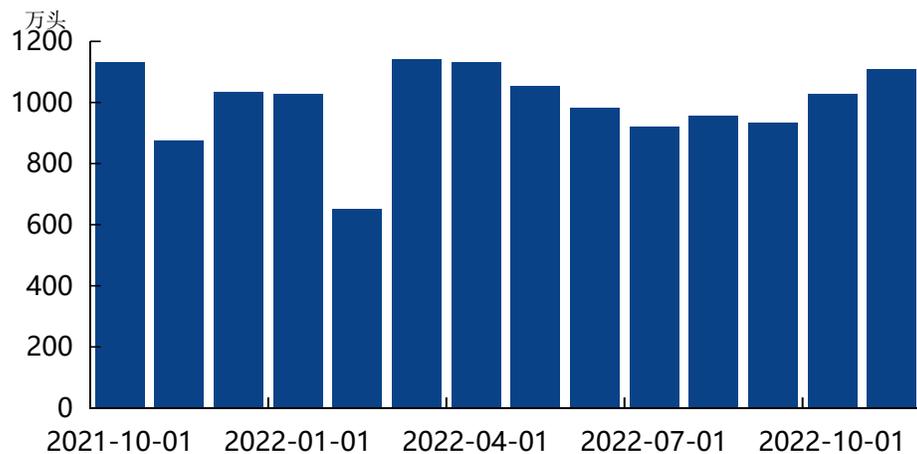
出栏量双增，均重有拐头迹象

出栏均重



11月行业生猪出栏均重环比抬升。截至11月末生猪出栏均重126.79公斤/头，环比+0.37%，同比+8.75%，月度出栏均重环比小幅抬升，符合年前养大猪的季节性特征。但周度出栏均重有回落迹象。

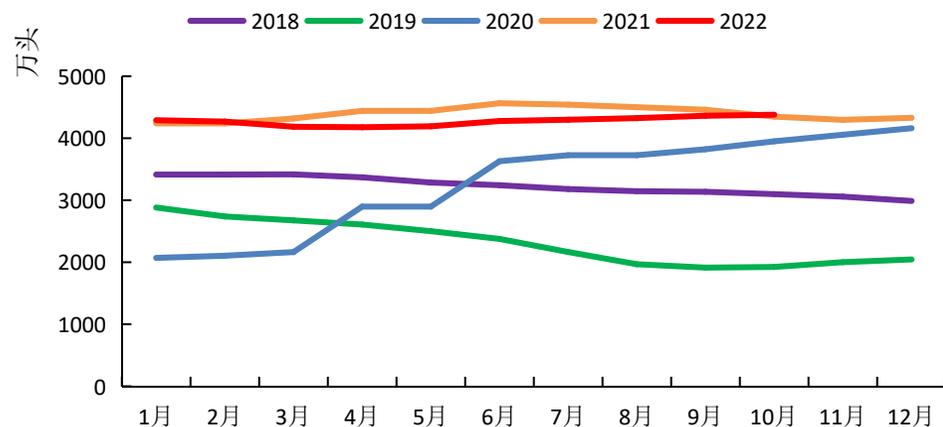
上市主要猪企出栏



截止2022年12月10日，主要10家生猪养殖上市企业（牧原股份、温氏集团、新希望、大北农、傲农生物、天康生物、唐人神、金新农、天邦股份、正邦科技）11月合计出栏生猪1107.2万头，环比增长7.65%，同比增长26.6%，生猪出栏量增速大幅提升。

官方能繁及存栏

生猪存栏：能繁母猪

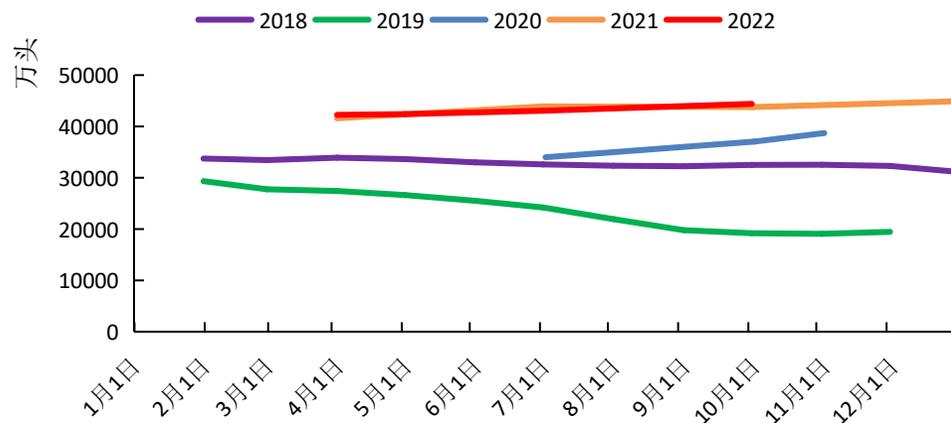


官方数据显示，2022年9月生猪存栏44394万头，环比+3.11%，同比+1.44%。

2022年10月能繁母猪存栏4379万头，月环比+0.39%，同比+31万头，+0.71%。

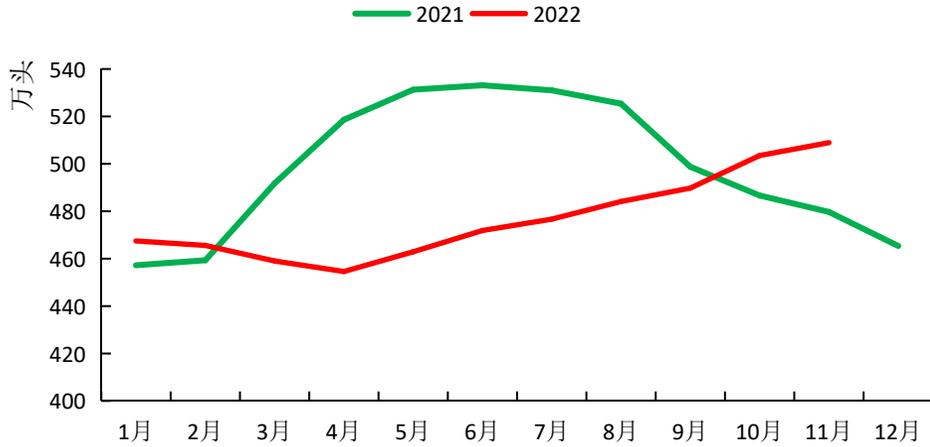
能繁产能及存栏均处历史高位。

生猪存栏



大猪存栏占比增速放缓

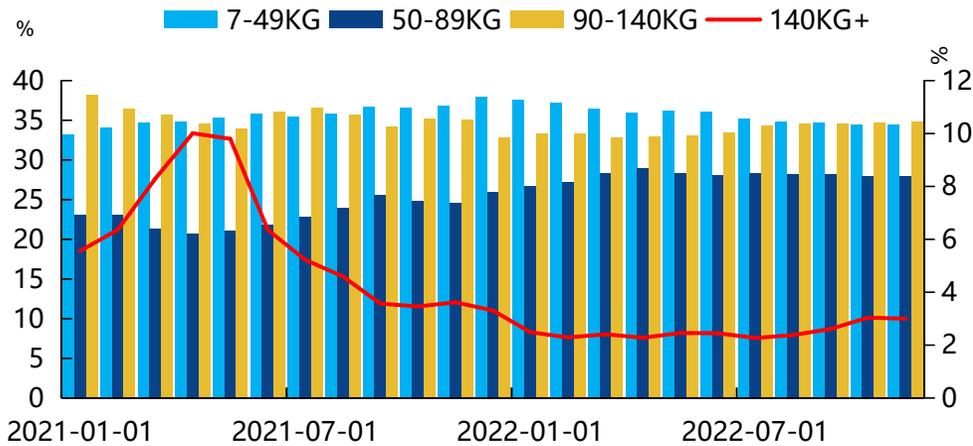
能繁母猪存栏



根据我的农产品样本企业监测大、中、小猪存栏结构看，11月90-140公斤猪占比环比+0.06%至34.76%；140公斤以上的占比环比-0.04%至3%，较上期0.43%的增幅回落明显；中猪占比27.87%，持平；小猪占比34.37%，环比-0.02%。

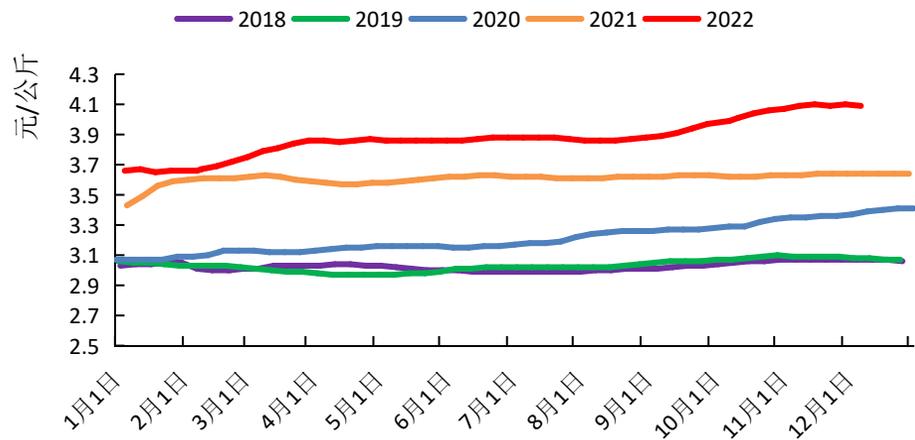
大猪存栏量环比小幅微增，前期二次育肥产能或将出现拐点，且当前补栏整体偏慢。

生猪存栏占比



饲料成本依然高企，二育意愿不足

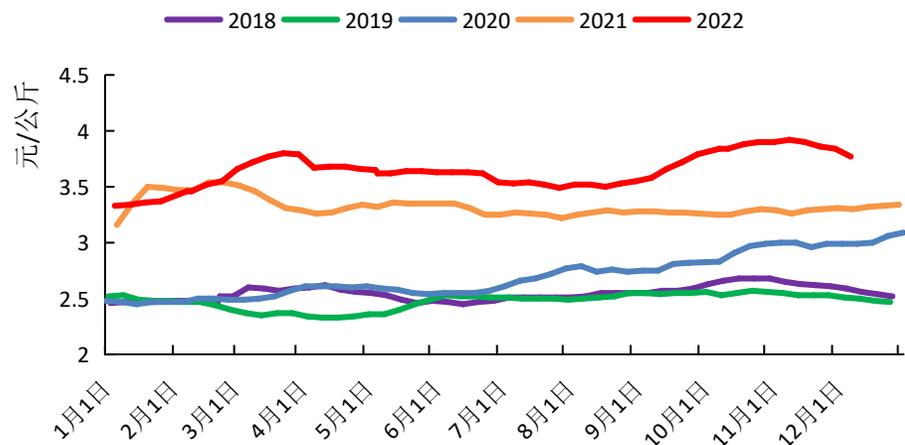
育肥饲料价格



饲料成本高企依然困扰养殖端。

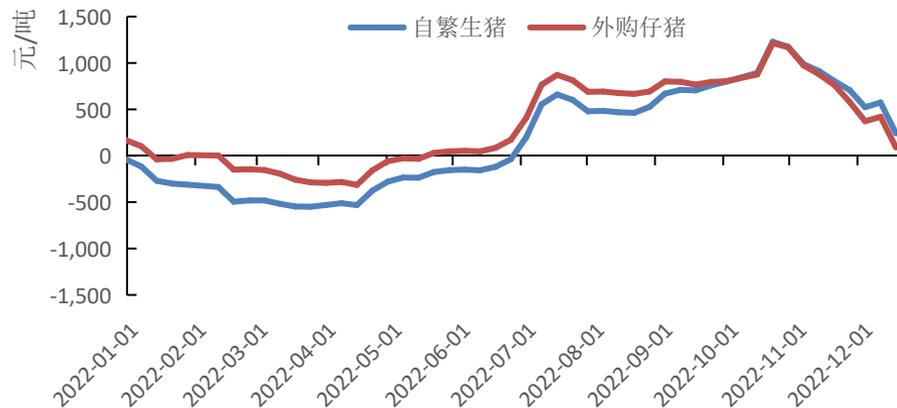
此轮周期由于饲料原料价格的上涨，养殖成本中饲料成本显著抬升。截至2022年11月底，育肥猪配合料销售均价为4.1元/公斤，若按照2.7料肉比测算，生猪单位成本中饲料成本高达10.9元/公斤。较非瘟疫情前3元/公斤的饲料价格，成本上涨超2.8元/公斤。

生猪饲料价格

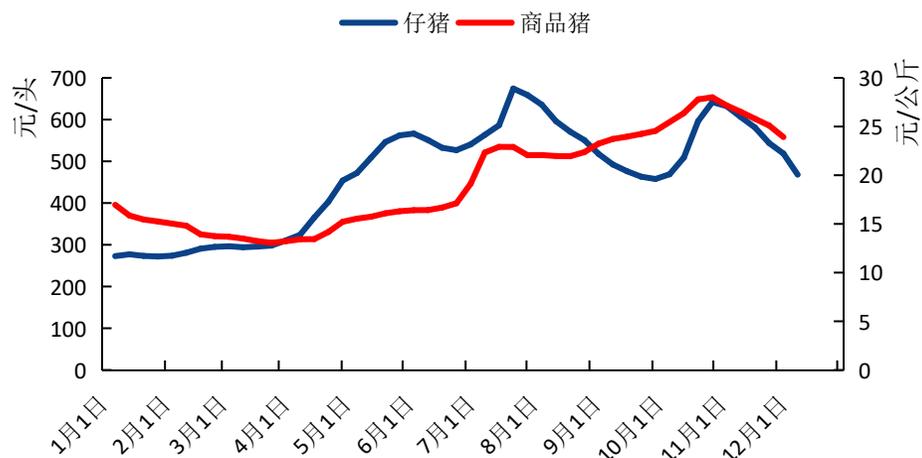


成本-价格错位，行业产能修复偏慢

养殖利润



仔猪、商品猪



从历史规律看，猪周期通常为 4 年或 48 个月。虽然每一轮猪周期催化因素有差异，但周期性相对稳定。

本轮“猪周期”与以往受猪瘟冲击导致的仔猪成本上涨不同点在于，本轮上涨主要驱动因素为饲料成本的上涨。前期，产业链下游养殖环节在亏损阶段，成本端上行导致上下游价格变动不同步，使得养殖规模扩张受阻甚至收缩；养殖收益阶段修复后，行业整体对远期猪价上涨预期依然偏谨慎，产能修复缓慢，导致仔猪价格上涨整体迟缓，补栏节奏整体滞后，与此前过快的上涨节奏形成反差，大量补栏后最终形成当前育肥产能不足、缺肥猪而不缺仔猪的情况。

核心观点

本轮“猪周期”受到上游农产品价格影响显著，扩产扰动因素增加。由于2022一季度上下游价格变动错位，养殖利润持续不佳，导致上半年产能扩张受阻，为下半年出现的育肥脱节埋下伏笔。随着下半年养殖利润好转，9-10月二次育肥情绪高涨，而十一后受到全国疫情的扰动、猪价同比偏高及冬季需求不及预期等不利因素，形成抛压，导致生猪价格高位回落，并濒临9-10月的二次育肥成本，加剧价格波动，出栏节奏明显加快，11月肥猪存栏占比再度转降，后市或进一步呈现肥猪短缺的状态。展望2023年，猪价在经历二次去产能后，加之此前补栏节奏偏慢，产能修复进程波折。本轮周期猪价上涨节奏较快，但受补栏行为相对迟缓影响，寻找供需平衡时间或将拉长，意味着周期时长或将拉长。抛压缓解后，消费旺季猪价反弹仍有期待，或再迎长线多头配置机会，但考虑到本轮猪周期推升因素为饲料成本端，整体存栏及能繁均处历史同期高位，上升幅度或不及往年。

投资策略：03合约逢低布多。

风险点：疫病风险，疫情压制消费需求，产能去化不及预期。

郑棉行情回顾



郑棉指数日线图

一季度：外盘牛市尾声强势上涨，内棉跟涨后高位震荡

- 1、外盘受到印度减产预期强烈，北美干旱炒作的影 响，供需收紧大幅上涨。
- 2、内棉跟涨，轧花厂挺价，但下游纺织利润不佳，缺乏买盘支撑。

二季度：牛熊转换，内外棉价齐跌

- 1、美联储自 5 月份起开始加息周期，流动性收紧，终端纺服需求高位回落，外棉大幅回落
- 2、郑棉利多提振消化，下游需求依旧疲软。轧花厂还贷压力增加，议价能力减弱，降价出货，期现棉价同步大跌，市场情绪悲观。

郑棉行情回顾



郑棉指数日线图

三季度：短期利空出尽，棉市反弹

1、美联储加息放缓，宏观利空情绪短期得到释放；同时北美天气升水，主产区干旱形势持续恶化，再度推高多头热情。

2、郑棉在外盘提振及收储预期下，震荡反弹，但幅度远不及外盘。

四季度：探底反弹

1、外棉进入消费下行通道，供需持续转向宽松，出现趋势性下跌。11月议息会议结果落地，宏观利空消化，ICE棉价止跌反弹。

2、郑棉由于收储不及预期以及需求持续走弱，底部出现杀跌。随着11月底国内管控迅速转向，市场预期需求回暖，郑棉开启反弹进程。

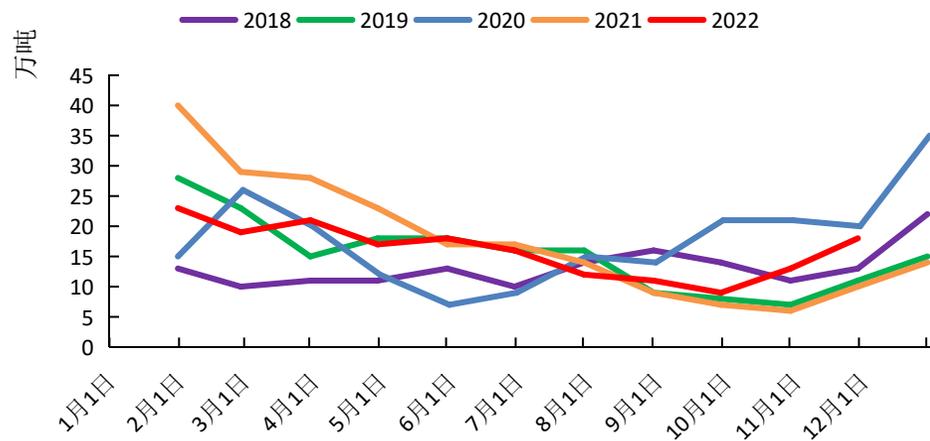
国内增产确定，全球供需双减

根据国家棉花市场监测系统数据，2022年度，中国棉花产量为613.8万吨，同比增加33.7万吨，增幅5.8%，其中新疆产量预计563.4万吨，同比增长7.1%。棉花消费量为755万吨，同比增加25万吨，增幅3.42%，棉花进口量为190万吨，同比增加17万吨，增幅9.9%；期末库存消费比为75.91%，较上年度上升3.76%。因此，眼下弱现实与强预期还将继续博弈。

据ICAC, 尽管本年度出现了极端天气和病虫害问题，但全球棉花仍然产大于需。2022/23年度，全球棉花消费量预计为2300万吨，环比调减84万吨，即使西非和印度棉花减产，但产量仍然超过消费量，而且消费量仍有下调的空间。

疆棉禁令阴霾下，进口需求同比偏低

棉花月度进口量：万吨

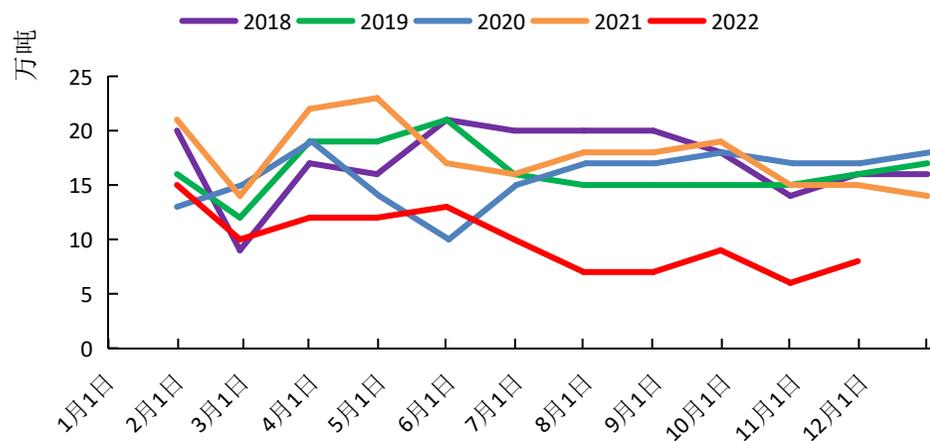


一季度后，随着疆棉禁令窗口压力临近，以及多重利空因素导致内外棉价格出现倒挂，进口利润转负，导致进口意愿下滑。

据海关总署，2022年11月，我国棉花进口量为18万吨，环比+5万吨；1-11月累积进口量为177万吨，累计同比减少23万吨。或-11.5%。

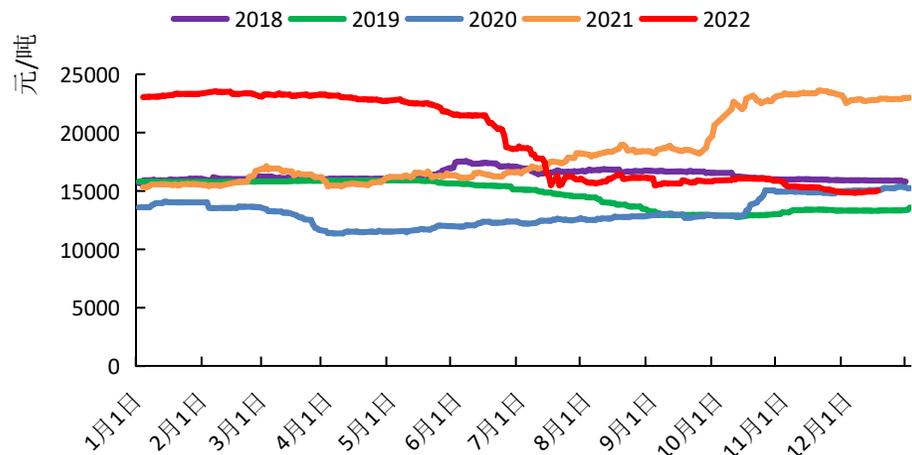
11月棉纱进口量为8万吨，环比+8万吨，1-11月累计进口109万吨，累计同比-89万吨，-44.95%。

棉纱月度进口量：万吨



疆棉禁令影响逐步消化，价差或逐步收敛

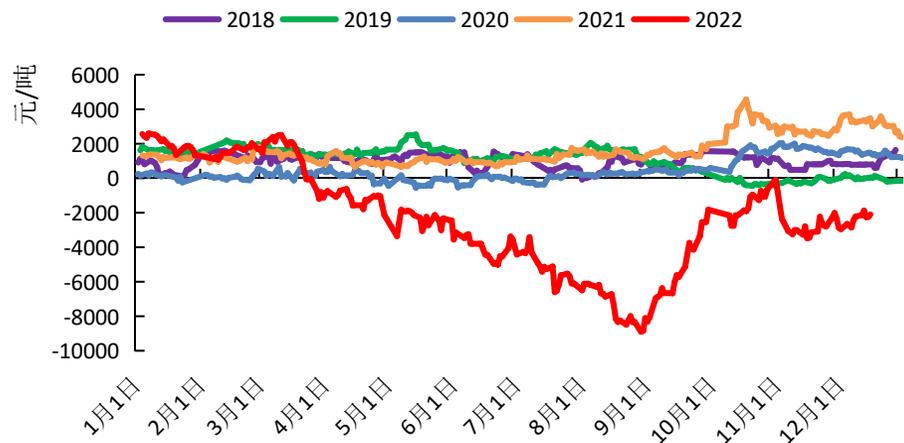
棉花现货



22/23 年度，随着中国疫情防控政策放松，需求率先回暖，预计内外价差将收敛，但较难回到疆棉禁令影响前的高位水平。

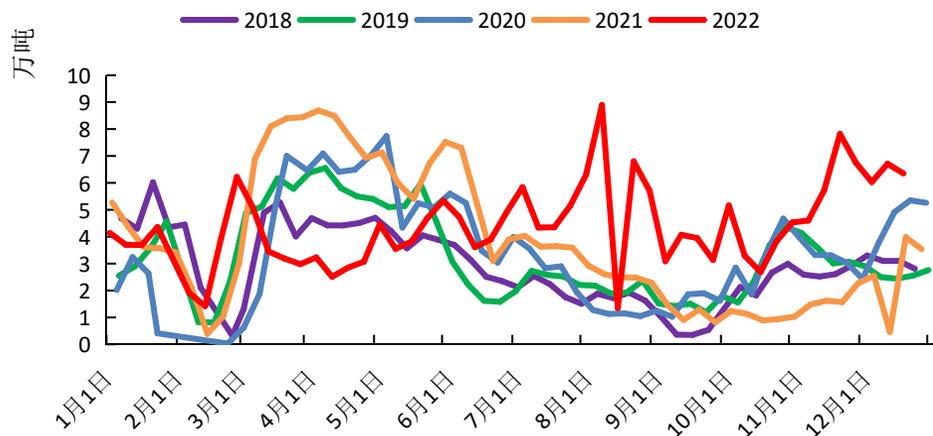
随着价差修复，进口利润未来将得到修复，进口需求有阶段回升的诉求，而在海外需求仍处下行周期的情况下，外贸订单或将往年偏差。

国产3128B皮棉—1%关税下美棉



入库、公检提速，供应压力加速释

出疆棉：公路运输

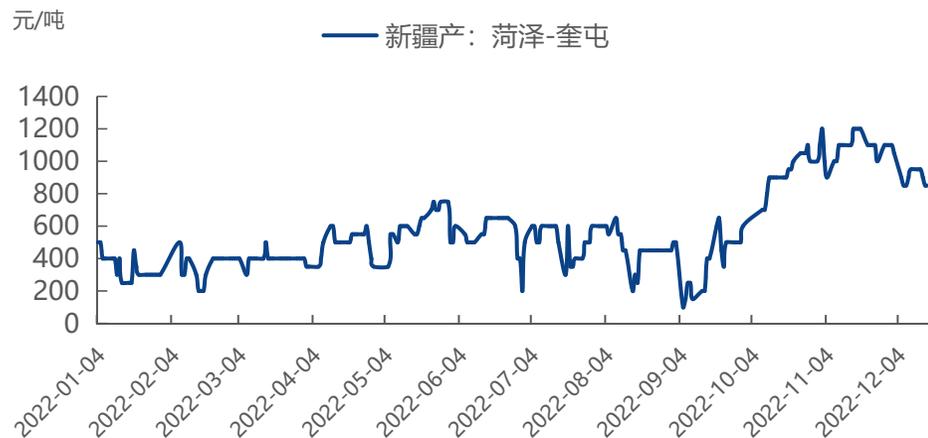


继暂停出疆棉公路运输核查流程后，随着11月底疫情管控风向迅速转变，出疆进程一路绿灯。

据中国棉花信息网，截止12月11日当周，疆棉公路运输量为6.71万吨，环比+0.68万吨，新疆入库、公检仍在提速，供应压力开始集中释放。

随着出疆棉增加，供需错配问题缓解，新疆棉价与内地价差持续收窄，当前已由11月上旬的高点1200元/吨，收敛至850元/吨附近。

内地新疆棉价差

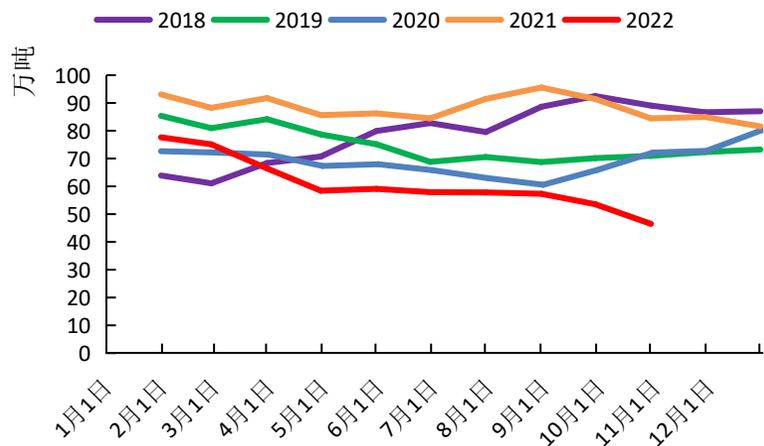


商业库存快速积累

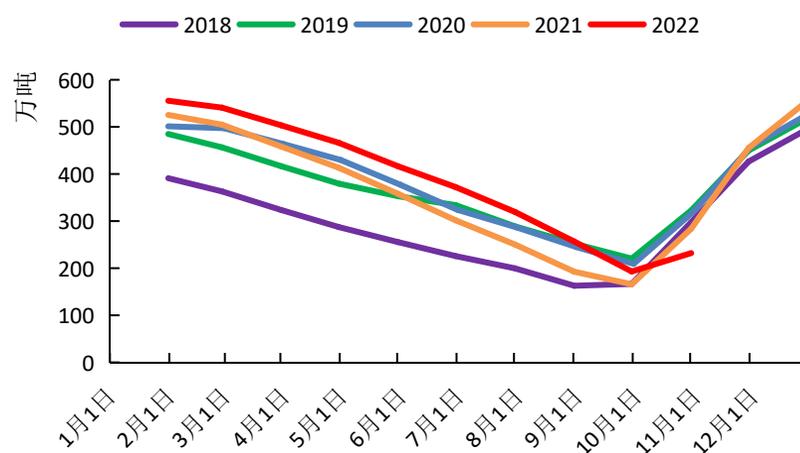
据中国棉花信息网，截止2022年10月底，棉花商业库存为 232 万吨，环比+39万吨，同比- 51.6 万吨；工业库存为46.5万吨，环比-7.1万吨，同比-38 万吨。合计来看，10月工商总库存为278.5万吨，较9月增加31.9万吨，环比由降转增。

据Mysteel，截止12月16日，棉花商业总库存303.39万吨，环比上周增加46.72万吨。其中，新疆地区商品棉259.01万吨，周环比增加46.15万吨；内地地区国产商品棉26.32万吨，周环比增加0.9万吨。全国商业库存环比继续增加，新棉大量入库，棉市供应持续增加。

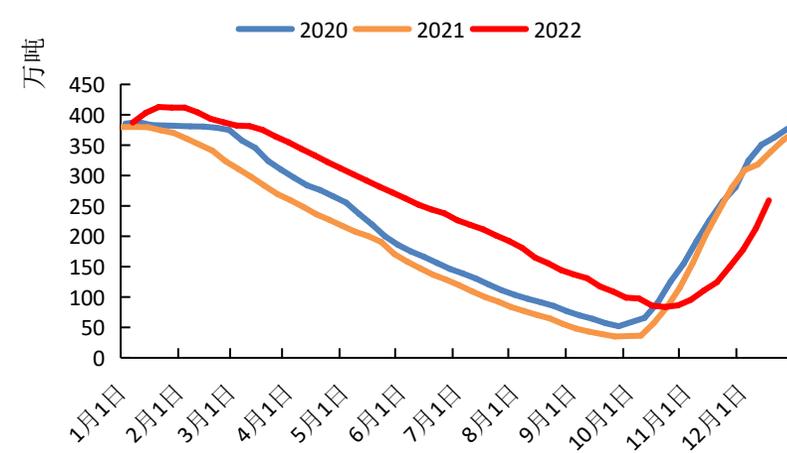
棉花工业库存



棉花商业库存

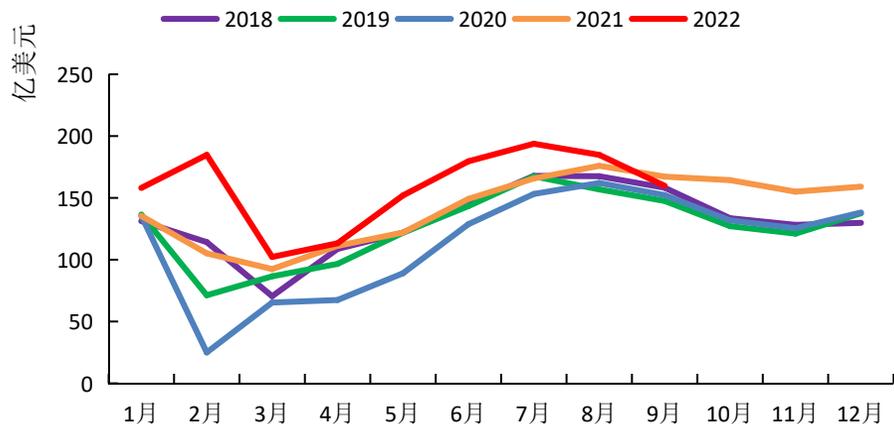


商业库存：新疆棉花



纺服需求萎缩，零售出口均转降

服装及衣着附件出口金额：当月值



出口金额:服装及衣着附件:累计值



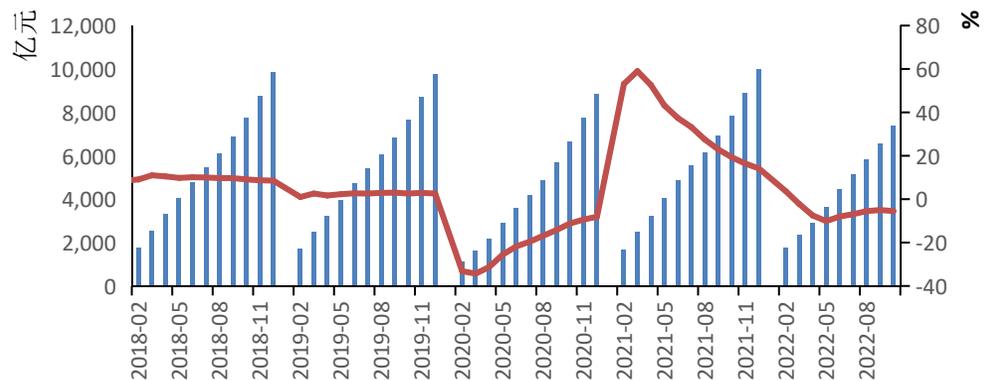
由于今年我国纺织品、服装出口单价的提高，上半年我国纺服出口金额持续同比正增长，但随着全球纺服需求的萎缩，以及欧美一系列限制政策，我国出口需求迅速回落，出口净额累计同比涨幅显著回落。

海关总署数据显示，2022年11月服装及衣着附件出口金额为131.2亿美元，1-11月装及衣着附件累计金额达1607亿美元，同比增长+63亿美元，+4.08%，增幅持续放缓。

纺服需求萎缩，零售出口均转降

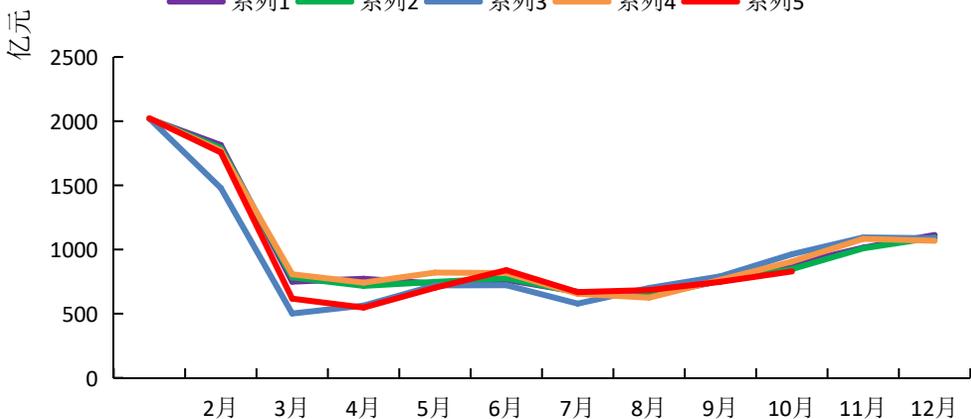
零售额:服装类:累计值

■ 累计值 — 累计同比



服装类零售额: 当月值

— 系列1 — 系列2 — 系列3 — 系列4 — 系列5

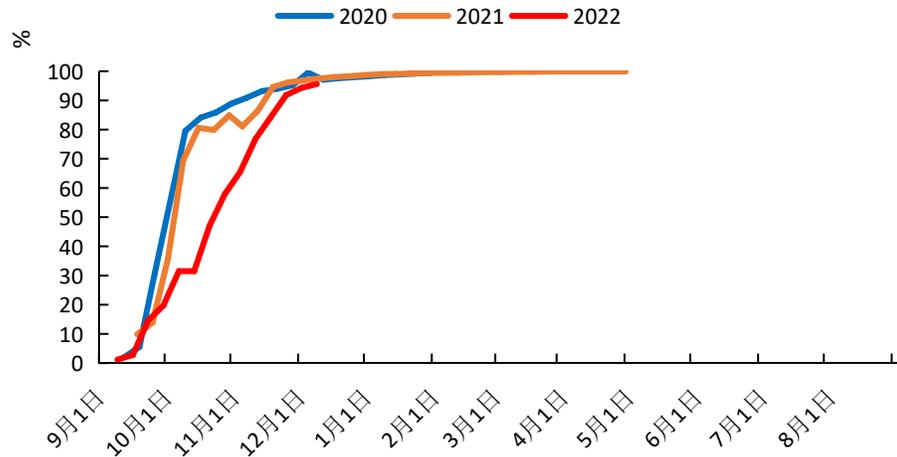


今年我国纺服内需同比下滑，一方面受今年我国经济增速放缓影响，另一方面，各地疫情反复，也对纺服需求有不利影响。上半年，受上海疫情影响，服装类零售额同比持续下滑；6-8月份，随着疫情阶段性好转；但从9月份起，纺服零售额再度转负。

据国家统计局数据显示，2022年10月当月服装类零售额为829亿元，环比+81亿元，同比-77亿元；1-10月服装类零售额累计7391.2亿元，同比-432.6亿元，跌幅5.53%。

新棉收购进度已近尾声，成本基本锁定

籽棉交售率

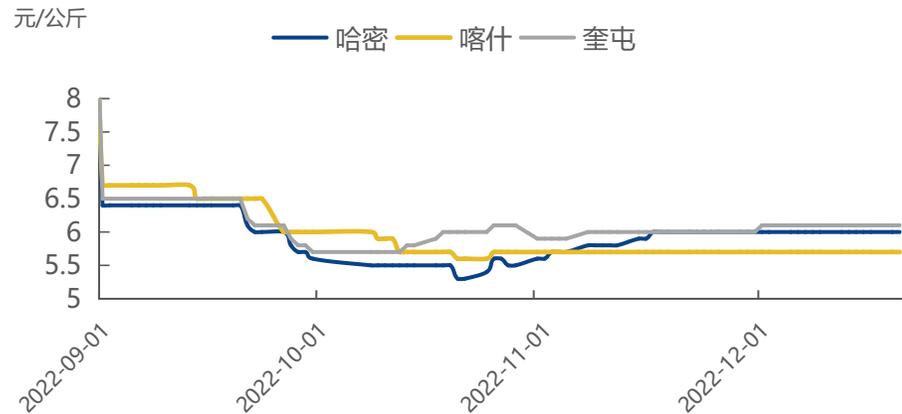


据中国棉花网，截至2022年12月15日，全国新棉采摘进度为 99.9%，同比持平，较过去四年均值提高 0.2%，其中新疆采摘已基本结束。

截止12月9日，全国交售率为95.6%，同比下降 1.9%，轧花厂的籽棉收购成本大约在5.8-6.1元/公斤，折合皮棉成本约为 12500-13000 元/吨。

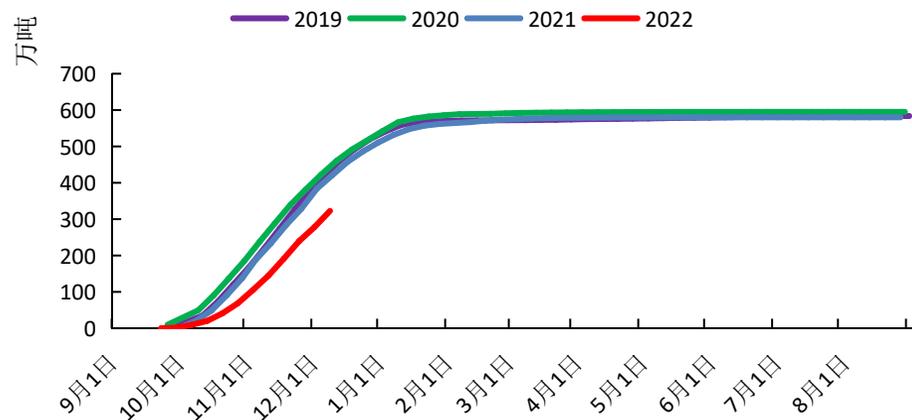
全国累计加工皮棉322.6万吨，其中新疆加工305.2万吨；累计销售皮棉59.5万吨，环比+12.8万吨，同比-4万吨。国内新棉累计加工率过半，供应充足。

籽棉：机采：衣分率40%



新棉上市进度偏慢，但随着速度加快，供应压力后移等待集中释放

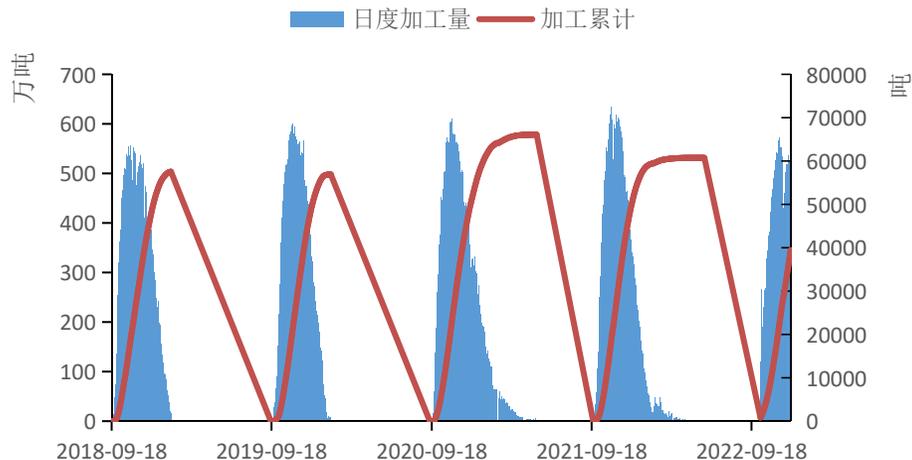
皮棉加工量：累计值



根据中国棉花网数据，截至12月9日当周，全国累计加工皮棉322.6万吨，其中新疆加工305.2万吨；累计销售皮棉59.5万吨，环比+12.8万吨，同比-4万吨。

国内新棉累计加工率达55.1%，供应充足。随着疫情管控风向转变，轧花厂加工进度加快，累计加工量同比减幅环比持续缩窄。新棉供应逐渐增加，出疆棉增量明显，后续供应逐渐上量，供应压力开始释放。

轧花厂：新疆：加工量

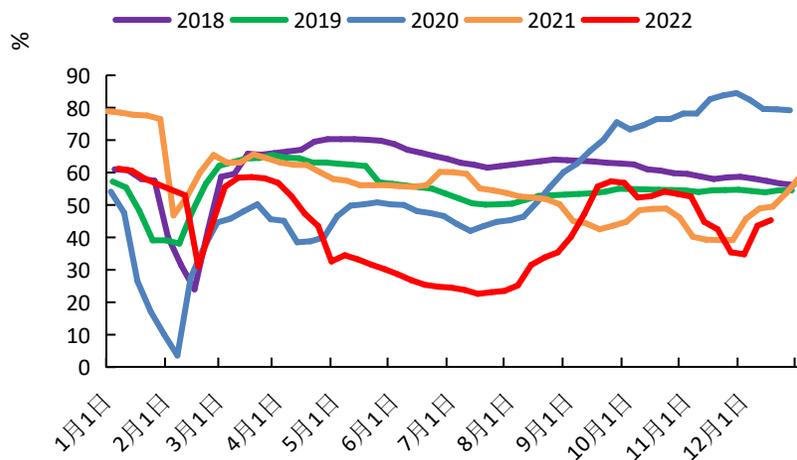


纺织端季节性回落，管控放松后边际回升

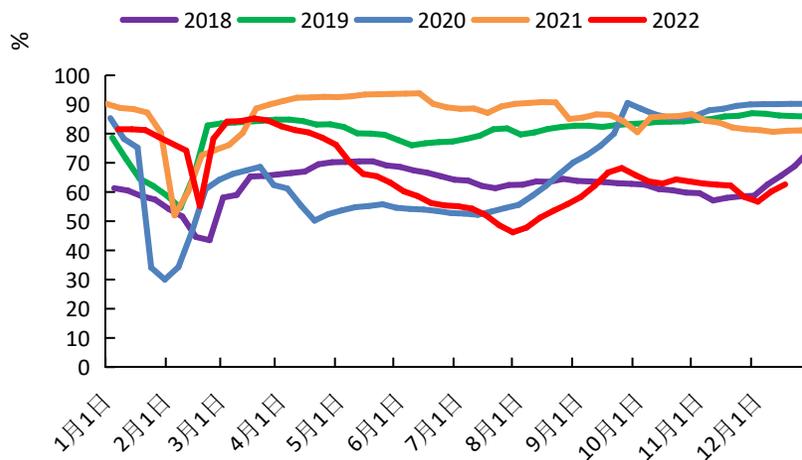
棉纺需求方面，双十一落幕后，增量尽数释放，但依然难掩需求的疲软，淡季特征深化，订单较少，承接性较差，纺织企业陆续停工停产。

随着国内防控形势改善，市场消费预期逐步转好，下游纺织订单环比继续回升，开机率低位回升。截止12月16日当周，纺织企业订单天数升至13.89天，环比+2.45天。截至12月16日，全国主流地区纺企开机负荷为 62.6%，周环比+2.4%；织厂开机率周环比+1.7%至45.3%。

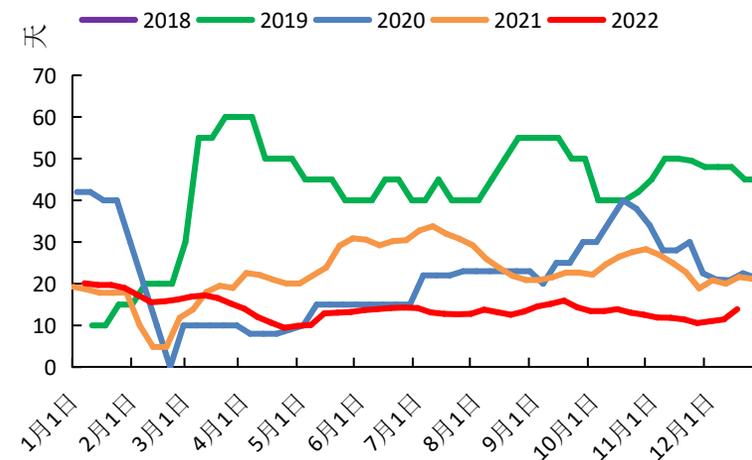
织布厂：开机率



纺纱厂：开机率

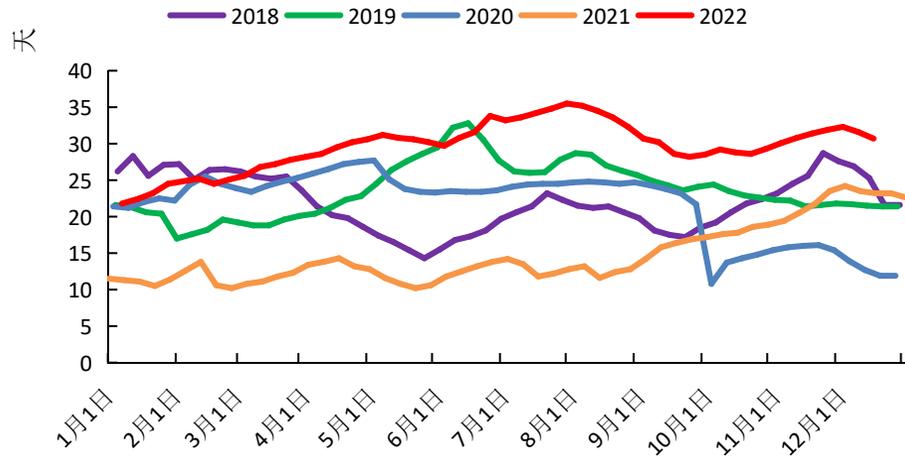


纺织企业订单



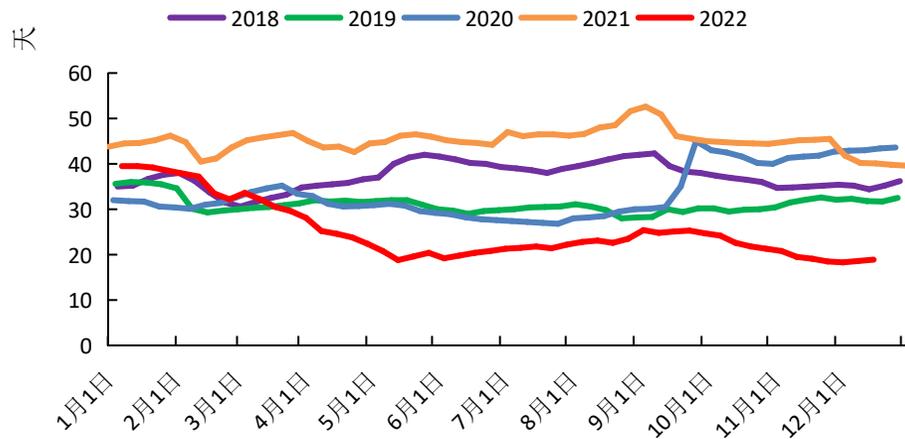
纺织端季节性回落，管控放松后边际回升

纺纱厂：纱线库存



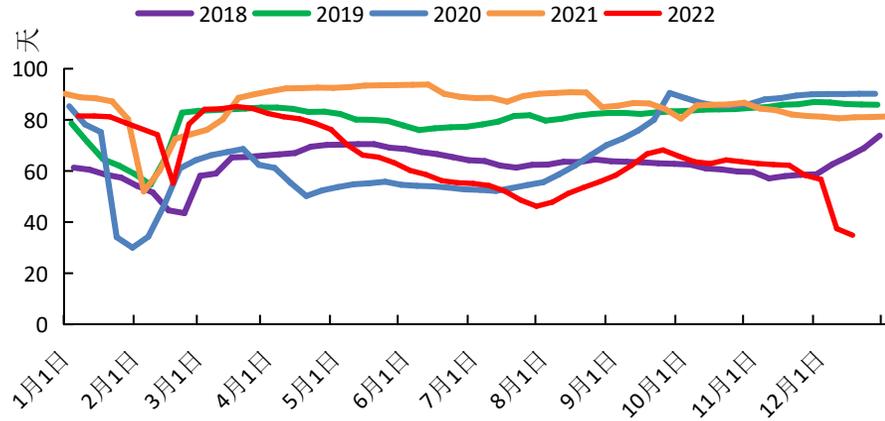
纺企走货较前期有所好转，库存压力稍缓，但纱线成品库存压力依然较大，采购积极性有所回升，原料库存小幅上升。截至12月16日当周，纺企纱线库存天数30.7天，环比-0.9天；原料库存18.9天，环比+0.3天。但纺纱需求仍未大幅回暖，整体成交缺乏连续性和稳定性，纺企对原料端的采购依然偏谨慎。

纺纱厂：棉花库存

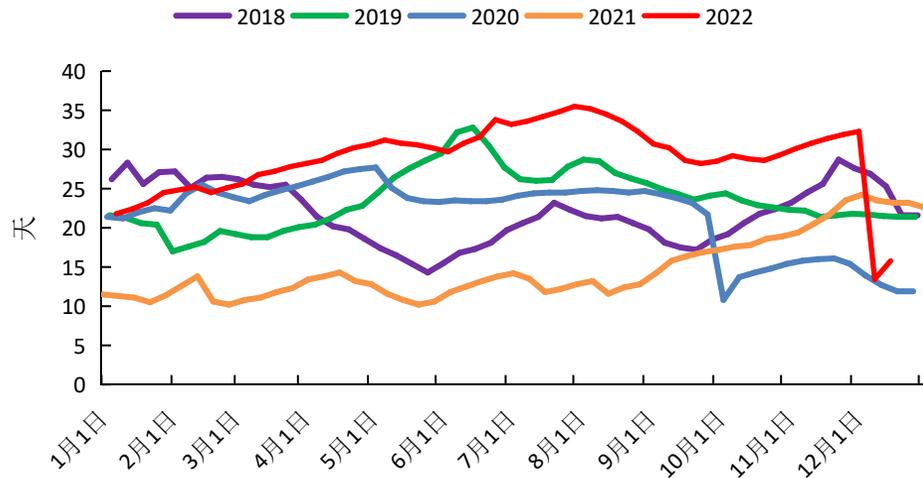


关注终端需求边际回暖后的向上传导

纺织成品库存



纺织原料库存



纺织需求方面，随着需求预期回升，成品走货明显好转，截至12月16日当周，纺织企业产成品库存天数为34.89天，周环比-2.55天，较两周前高位-21.81天。

纺织订单环比回升，开机率提高下，织厂原料库存消化较快，截至12月16日当周，纺织原料库存为15.78天，周环比-2.34天，较两周前高位-16.52天，纺织备货意愿预期逐步向好；截至12月16日，全国主流地区纺企开机负荷为62.6%，周环比+2.4%，纺企走货较前期虽有所好转，库存压力稍缓，但纱线成品库存压力依然较大，原料库存小幅上升，随用随买为主。

核心观点

在外棉需求回落周期下，以及国内受到疆棉禁令等因素对海外市场需求的封堵，国产棉被迫更多转向国内市场和其他新兴市场。而导致的供给宽松问题或促使2022/23年度我国棉花种植面积呈现缩减，随着新冠疫情管控逐步放松，市场预期有所改善，内外需求或分化，随着国内疫情管控边际放松，以及中国 GDP 增速预期良好，国内纺服需求或逐步恢复；近期终端需求出现一定积极信号，但终端需求大幅度回暖尚未到来，加上国内新棉供应增加，短期市场多空分歧依然较大，仍需持续关注下游纺织需求的改善及向上传导的情况。

从位置上看，郑棉绝对价格处于历史低价区间，探底回升后交易重心逐步抬升，而在纺织企业原料库存处于低位的背景下，终端需求的回暖有望带动下游采购的热情，进而推动价格上行，但明年期初库存的压力仍是最大的制约因素，05合约总体维持中性宽幅震荡观点，明年一季度或有震荡探底的进程，筑底后有望企稳上行。

投资策略：05合约底部区间震荡偏多思路

风险点：政策、疫情、宏观

分析师介绍:

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

期货从业资格证书编号：F0235424

期货投资咨询资格编号：Z0000771

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲6号万通中心D座20层（北京总部）

公司电话：010-85356618

E-mail: wangjing@gtfutures.com.cn



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

本报告发布机构

--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货投资咨询业务资格）

免责声明：

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

致谢