

兴证期货·研发中心

2021年12月21日星期二

李国强

从业资格编号：F0292230

投资咨询编号：Z0012887

联系人

李国强

电话：021-20370971

邮箱：

[ligq@xzfutures.com](mailto:ligq@xzfutures.com)

## 内容提要

2022年，预期全球大豆供应增加，拉尼娜气候对阿根廷大豆生长不利，但整体不会产生太大影响；大豆需求保持稳定，供求出现一定盈余，豆类油脂价格将受到压制。

国内豆粕的供应和需求均大幅增加。后非洲猪瘟时代，生猪去产能可能持续到2022年四季度，这意味着豆粕需求从一季度开始可能逐步下滑到三季度以后有望企稳。对豆粕的需求也逐步小幅下滑，三季度以后有望逐步企稳回升。2022年豆粕价格将走出探底回升的行情。

国内豆油受大豆压榨量维持高位影响，供应量充裕，需求保持旺盛，在菜籽油、葵花籽油供应下滑价格偏高的背景下，豆油需求占比将会继续提高。

全球棕榈油受天气利好影响将出现恢复性增产，尤其是马来西亚的劳工短缺问题逐步得到解决有利于产量提高。马来西亚和印度尼西亚保持生物柴油的兑换比例稳定，棕榈油的生物柴油使用量维持平稳略增，棕榈油的库存低位反弹，棕榈油价格有望逐步回归。

## ● 风险提示

气候影响；疫情走势；中美贸易关系

## 报告目录

<b>1. 全球大豆：供求边际改善</b> .....	<b>4</b>
1.1 美国大豆基本面 .....	4
1.2 巴西大豆基本面 .....	7
1.3 阿根廷大豆基本面 .....	10
1.4 中国大豆基本面 .....	11
1.5 全球大豆供求分析 .....	14
<b>2. 豆粕：需求及价格探底回升</b> .....	<b>15</b>
2.1 豆粕行情回顾 .....	15
2.2 豆粕基本面分析 .....	15
2.2.1 豆粕的供应分析 .....	15
2.2.2 豆粕的需求分析 .....	18
<b>3. 豆油：供求两旺，价格相对弱勢</b> .....	<b>24</b>
3.1 豆油行情回顾 .....	24
3.2 豆油基本面分析 .....	24
3.2.1 豆油的供应分析 .....	24
3.2.2 豆油的需求分析 .....	26
3.2.3 豆油的后期供求分析 .....	27
<b>4. 棕榈油：劳工短缺有望解决，价格转弱</b> .....	<b>28</b>
4.1 棕榈油行情回顾 .....	28
4.2 全球棕榈油基本面分析 .....	28
4.2.1 全球棕榈油供应分析 .....	28
4.2.2 全球棕榈油需求分析 .....	31
4.3 全球棕榈油供求分析 .....	33
4.4 我国棕榈油产业分析 .....	34

## 图表目录

图表 1: CBOT 大豆玉米比价 .....	4
图表 2: 中国大豆进口 (万吨) .....	5
图表 3: 美国大豆销售 (吨) .....	6
图表 4: 美国大豆压榨量 (千蒲式耳) .....	6
图表 5: 美国大豆季度库存 (吨) .....	7
图表 6: 南美大豆升贴水报价 (美分/蒲式耳) .....	8
图表 7: 全球气候情况 .....	8
图表 8: 巴西大豆月度出口量 (千吨) .....	9
图表 9: 巴西大豆压榨量 (千吨) .....	9
图表 10: 巴西大豆库存 (千吨) .....	10
图表 11: 黑龙江佳木斯大豆/玉米比价 .....	11
图表 12: 中国大豆产量 (万吨) .....	12
图表 13: 中国大豆进口量 (万吨、美元/吨) .....	12
图表 14: 我国饲料产量(万吨) .....	13
图表 15: 港口大豆库存 (吨) .....	13
图表 16: 全球大豆供求及库消比 (千吨) .....	14

图表 17: 豆粕指数走势.....	15
图表 18: 油厂开工率 (%) .....	16
图表 19: 油厂豆粕提货量 (吨) .....	16
图表 20: 油厂豆粕库存走势 (万吨) .....	17
图表 21: 国内豆粕未执行合同 (万吨) .....	17
图表 22: 全国饲料产量 (万吨) .....	18
图表 23: 生猪存栏量 (万头) .....	19
图表 24: 能繁母猪存栏量 (万头) .....	19
图表 25: 生猪养殖利润 (元/头) .....	20
图表 26: 猪饲料产量 (万吨) .....	20
图表 27: 肉蛋禽养殖利润 (元/只) .....	21
图表 28: 肉禽饲料产量 (万吨) .....	21
图表 29: 蛋禽饲料产量 (万吨) .....	22
图表 30: 水产饲料产量 (万吨) .....	22
图表 31: 饲料产量 (万吨) .....	23
图表 32: 豆粕出口量 (万吨) .....	23
图表 33: 豆油指数走势.....	24
图表 34: 豆油进口 (万吨、美元/吨) .....	25
图表 35: 豆油进口利润 (元/吨) .....	25
图表 36: 全国油厂库存 (万吨) .....	26
图表 37: 油脂比价.....	26
图表 38: 豆油供求 (千吨) .....	27
图表 39: 棕榈油指数走势.....	28
图表 40: 印尼棕榈油收割面积及同比 (千公顷) .....	29
图表 41: 印尼棕榈油产量及同比 (千吨) .....	29
图表 42: 马来西亚棕榈油收割面积及同比 (千公顷) .....	30
图表 43: 马来西亚棕榈油产量及同比 (千吨) .....	30
图表 44: 全球棕榈油消费情况 (千吨) .....	31
图表 45: 印尼生物柴油产量及产能利用率 (百万升) .....	32
图表 46: 印尼棕榈油工业消费量及总消费量 (千吨) .....	32
图表 47: 马来西亚棕榈油工业消费量及总消费量 (千吨) .....	33
图表 48: 全球棕榈油库存及库消比 (千吨) .....	34
图表 49: 棕榈油进口量 (万吨、美元/吨) .....	34
图表 50: 棕榈油进口价差 (元/吨) .....	35
图表 51: 棕榈油港口库存 (万吨) .....	36

## 1. 全球大豆：供求边际改善

2021/22 年度，全球大豆供求由紧平衡转向宽松，美国大豆的种植面积大幅度反弹，大豆的单产小幅增加，美国大豆供应增加 568 万吨。美国农业部报告显示，巴西大豆的收割面积达到 4040 万公顷，较 2020/21 年度的 3860 万英亩增加 180 万公顷或 4.6%；在保持趋势单产的情况下，巴西大豆的产量可能达到 1.44 亿吨，增产达到 600 万吨。阿根廷大豆的收割面积维持高位 1640 万公顷，略低于去年的 1647 万公顷水平；在趋势性单产的预测下，阿根廷大豆的产量将恢复性反弹，总产量达到 4950 万吨，较去年的 4620 万吨大幅增加 330 万吨；但由于今冬明春将发生拉尼娜气候可能导致阿根廷大豆减产，需要关注后期天气变动。综合来看，美国和巴西大豆产量增加使得全球大豆的供应出现大幅增加。大豆需求保持平稳状态，尤其是中国对大豆的消费有所放缓，导致全球大豆的供求由紧张转向宽松状态，对大豆价格有压力。美国国内大豆的库存增加。由于中国进口美国大豆的数量小幅下滑，美国大豆库存出现小幅增加。大豆的种植成本增加，2021 年全球物价大幅上涨，大豆种植成本的走高，但以目前的大豆销售价格计算，大豆的种植收益仍旧较好，刺激大豆种植面积维持高位。在供求面逐步宽松的背景下，全球大豆价格将震荡调整。

### 1.1 美国大豆基本面

图表 1：CBOT 大豆玉米比价



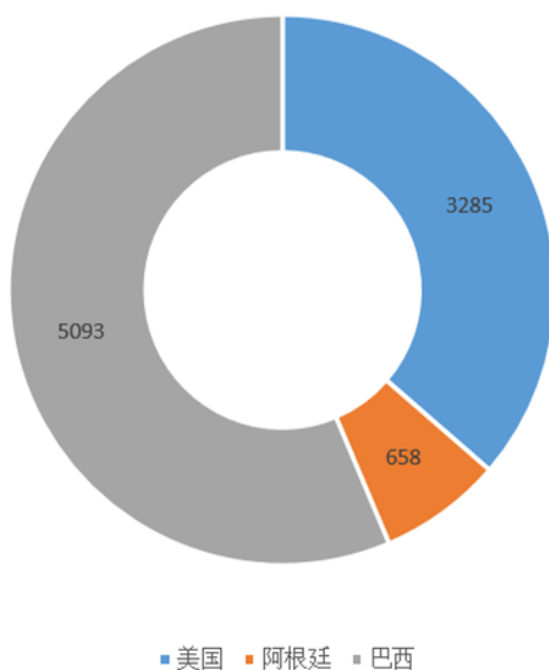
数据来源：博弈大师、兴证期货研发部

产量方面，2021/22 年度美国大豆的收割面积为 3498 万公顷，较 2020/21 年度小幅增加 155 万公顷，单产水平上升到 3.44 吨/公顷，较去年的 3.43 吨/公顷略微增加，使得美国大豆的产量增加到 1.204 亿吨，较去年的 1.147 万吨小幅增加 570 万吨。美国大豆产量的增加有利于

全球大豆的供应增加。2022年春季，美国农民将面临种植作物的选择问题，由于玉米供求偏紧导致价格上涨，目前大豆对玉米的比价低于十年均衡比价。这意味着，2022年美国大豆的种植收益可能不如玉米，大豆的种植面积将出现下滑，但具体下滑的幅度取决于后期美国大豆的价格和不同作物的比价。如图表1所示，CBOT大豆玉米主力连续合约的比价达到2.14，远远低于均衡比价2.5的水平，这意味着美国大豆的种植效益远不如玉米，未来农民选择种植玉米的积极性更高。从气候情况看，目前全球进入到拉尼娜气候，若拉尼娜气候在美国大豆种植期前结束，将不会给美国大豆种植和生长带来负面影响。整体来看，美国大豆种植面积可能会出现下滑，但下滑的程度取决于种植期内大豆和其他主要农作物的比价。

需求方面，美国大豆消费量低于中国，居全球第二位；美国大豆的出口量仅次于巴西，是全球大豆出口第二的国家。中美贸易争端以前的2017年日历年期间，中国进口美国大豆3285万吨，约占中国进口大豆总量9553万吨的34.4%，约占美国全年出口5660万吨的58%，中国市场是美国大豆出口不可或缺的部分。

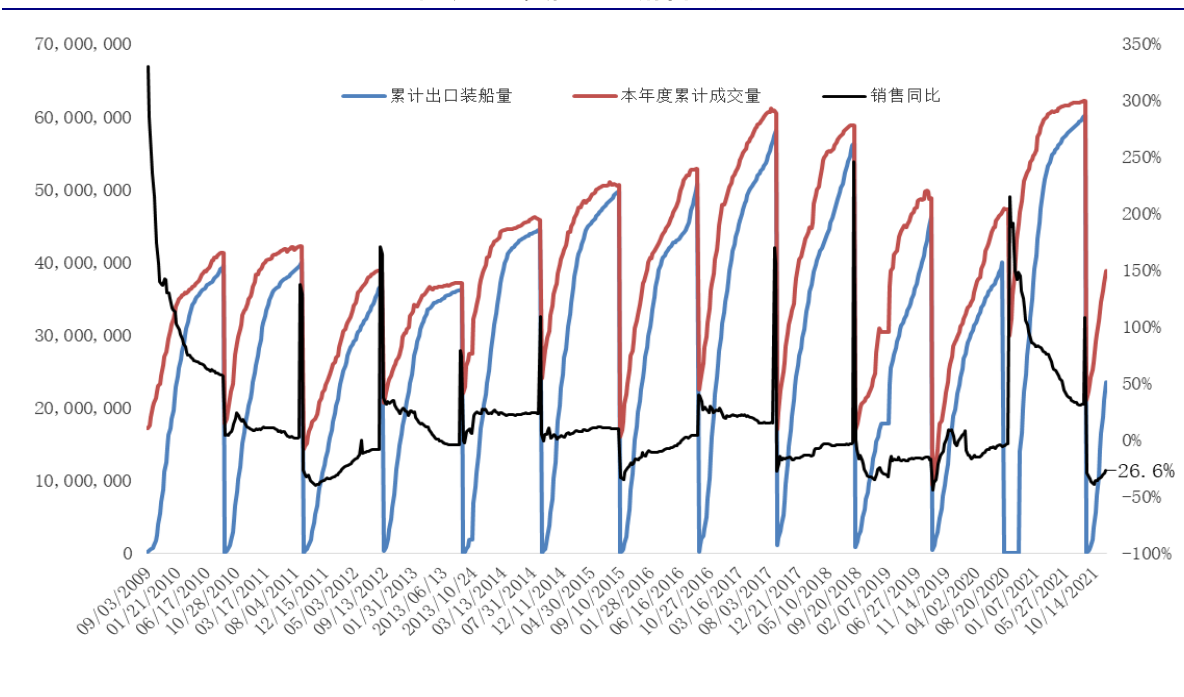
图表2：中国大豆进口（万吨）



数据来源：海关总署、兴证期货研发部

美国大豆的销售方面，2018年中国进口美国大豆的关税大幅提高，使得美国大豆在与南美大豆的出口竞争中缺乏优势，导致美国大豆销售数据大幅放缓。2019年9月以后，中国政府逐步放开了对美国大豆的采购，使得美国大豆的出口大幅增加。随着中国养殖行业转差，进口大豆数量出现放缓。截止2021年12月2日，美国大豆的出口订单同比减少了26.6%，仅仅为3880万吨远低于去年同期的5288万吨。由于巴西大豆价格低于美国，出口竞争有较大优势。在需求转差且竞争力较低背景下，美国大豆的出口需求较弱，给价格带来压力。

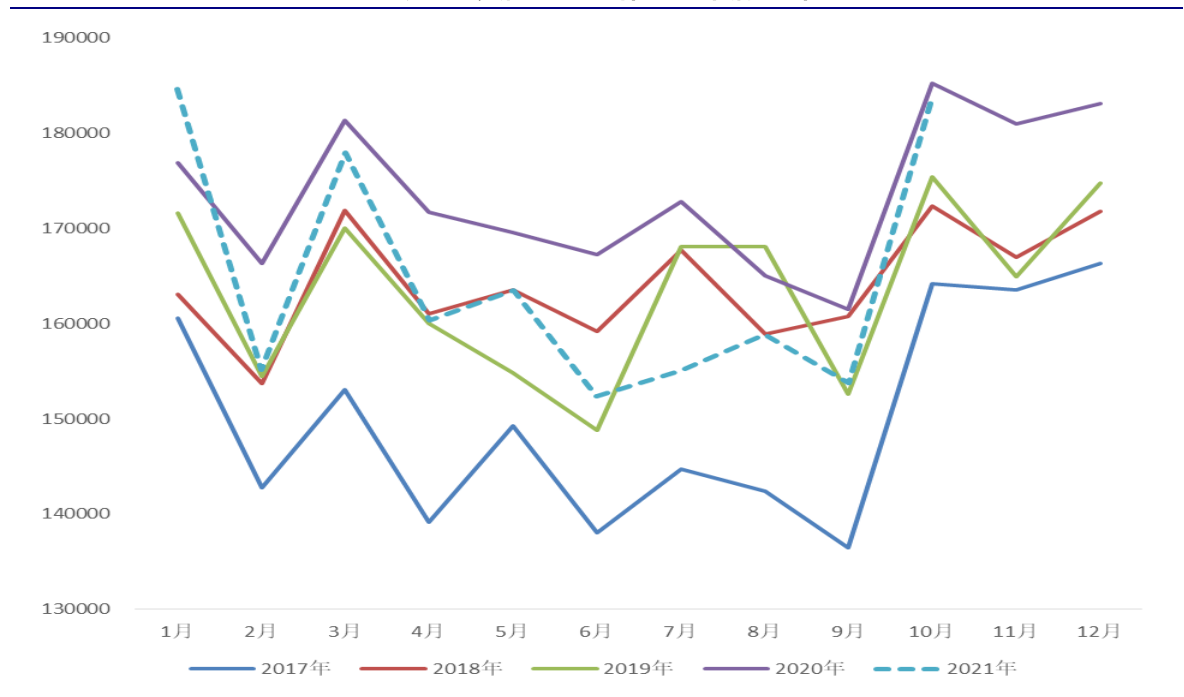
图表 3: 美国大豆销售 (吨)



数据来源: USDA、兴证期货研发部

压榨方面, 美国国内大豆的压榨数量维持正常偏低水平。如图表 4 所示, 美国大豆的压榨量持续维持处于近年来偏低水平。2021 年 10 月, 美国大豆压榨量大幅增加但同比仍旧下滑。总体来看, 美国国内大豆需求正常偏低, 大豆压榨量维持正常偏低水平, 不利于大豆消费。

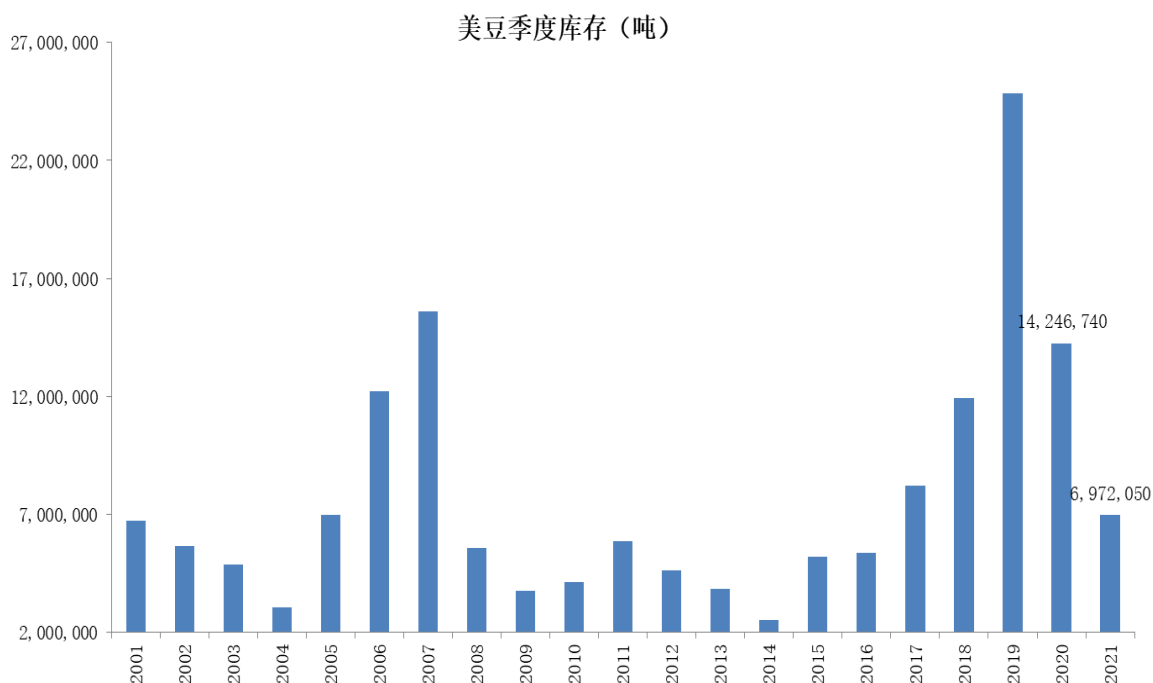
图表 4: 美国大豆压榨量 (千蒲式耳)



数据来源: NOPA、兴证期货研发部

库存方面，截止到9月1日，美国大豆的季度库存下降至697万吨，回到历史同期的正常库存水平，但随着收获季的到来，预期年末的库存水平将大幅增加。

**图表 5: 美国大豆季度库存 (吨)**



数据来源：USDA、兴证期货研发部

自2014年以来，美国大豆的库存水平不断增加，充裕的库存将给价格带来一定压力。2021年全球大豆需求向好，尤其是中国需求大幅增加，使得美国大豆的供求改善，库存逐步进入到常态水平。

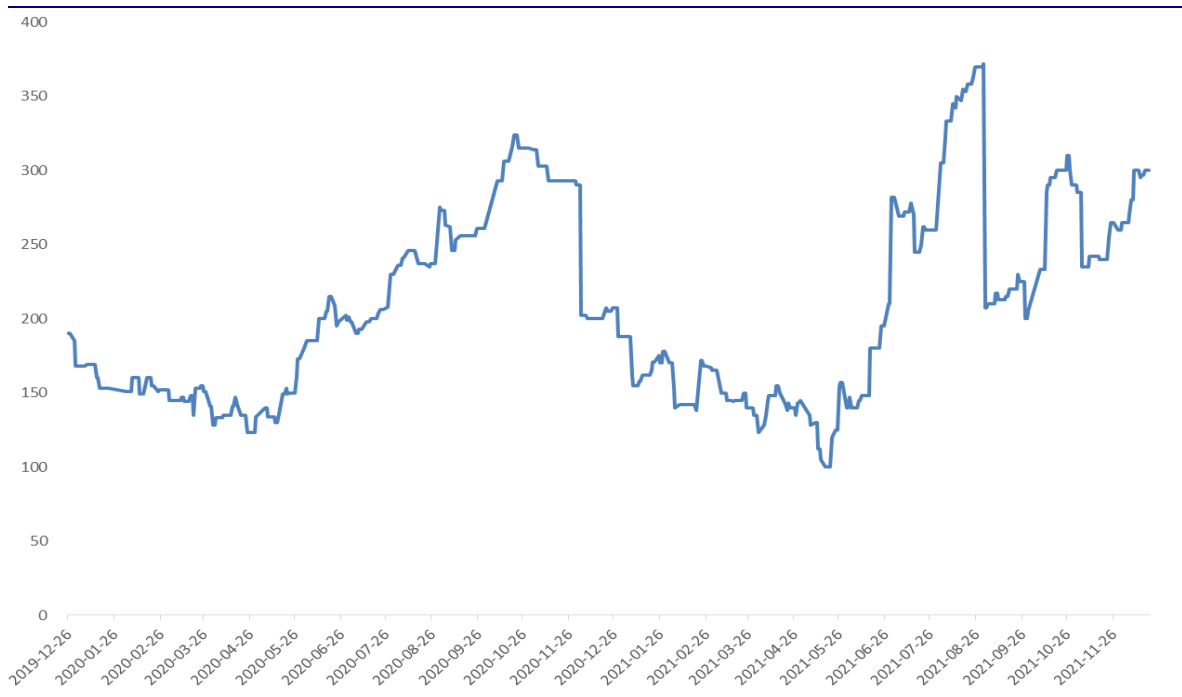
综合供求方面信息，2021/22年度美国大豆产量增加，需求可能放缓，美国大豆由供求紧平衡向宽松状态转变，美国大豆的库存将增加，给美国大豆价格带来压力。目前，中国养殖行业处于去产能状态，对美国大豆的需求较差，大豆采购进度放缓，给美国大豆价格带来压力。2022年，美国大豆的种植面积取决于美豆种植收益比较情况，由于美豆种植收益一般，我们认为种植面积下降的概率更大。

## 1.2 巴西大豆基本面

美国农业部预期2021/22年度，巴西大豆的收割面积达到4040万公顷，较2020/21年度的3890万公顷增加150万公顷；在趋势单产预期下，巴西大豆的产量可能达到1.44亿吨。巴西大豆的种植面积已经远超过美国，产量也超越美国成为全球大豆产量最大的国家。

最近几年，巴西大豆的种植收益远远高于其他农作物，导致巴西大豆种植面积不断增加。在大豆的种植周期内，巴西大豆出口数量增加且出口价格维持高位。巴西农户在种植收益较好的情况下，继续增加大豆种植面积。如下图表6所示，在巴西大豆种植的10—12月期间，CBOT大豆期货价格维持震荡偏强，大豆销售的升水维持在250美分/蒲式耳以上的水平，保证了巴西大豆种植的收益维持高位。因此，农民大幅提高大豆的种植面积。

图表 6：南美大豆升贴水报价（美分/蒲式耳）

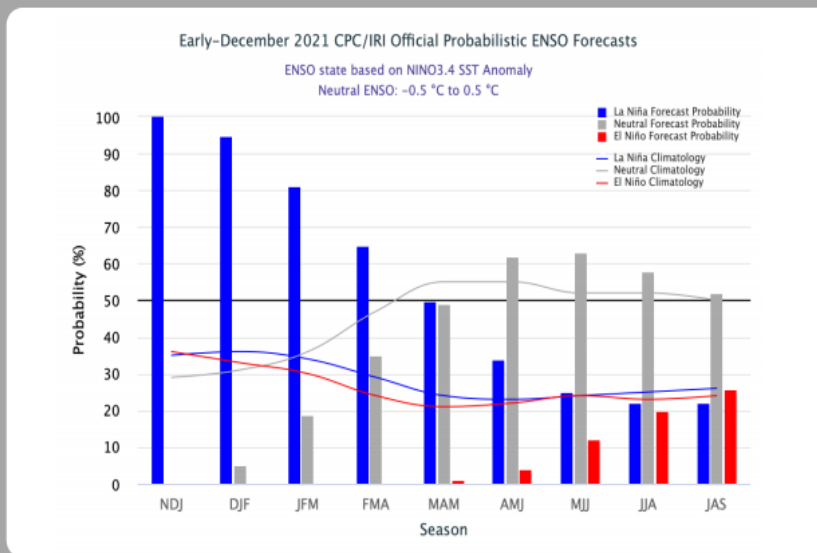


数据来源：wind、兴证期货研发部

从气候情况看，今冬明春全球维持拉尼娜气候的概率比较大，意味着在南美大豆的生长、收获期内，遇到低温偏干旱天气的概率增加。从图表 7 可以看到，2021 年 10 月以后，全球进入到拉尼娜气候，不利于大豆的种植和生长，可能会影响南美大豆的产量。

图表 7：全球气候情况

La Niña is expected to continue through Northern Hemisphere winter 2021-22 and into spring 2022. A transition to ENSO-neutral is expected by April-June 2022.

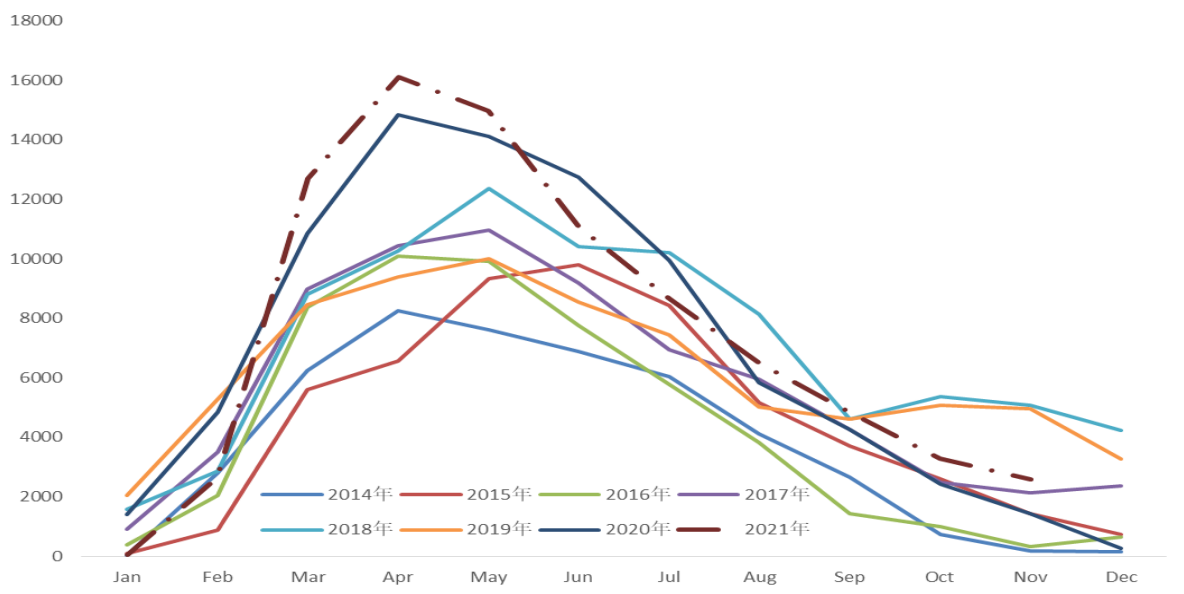


数据来源：NOAA、兴证期货研发部



需求方面，巴西大豆的出口占需求的比重最大。2017 年日历年度内，巴西大豆的出口量达到 6816 万吨，压榨量为 4184 万吨，分别占巴西大豆需求比重的 60%和 37%。

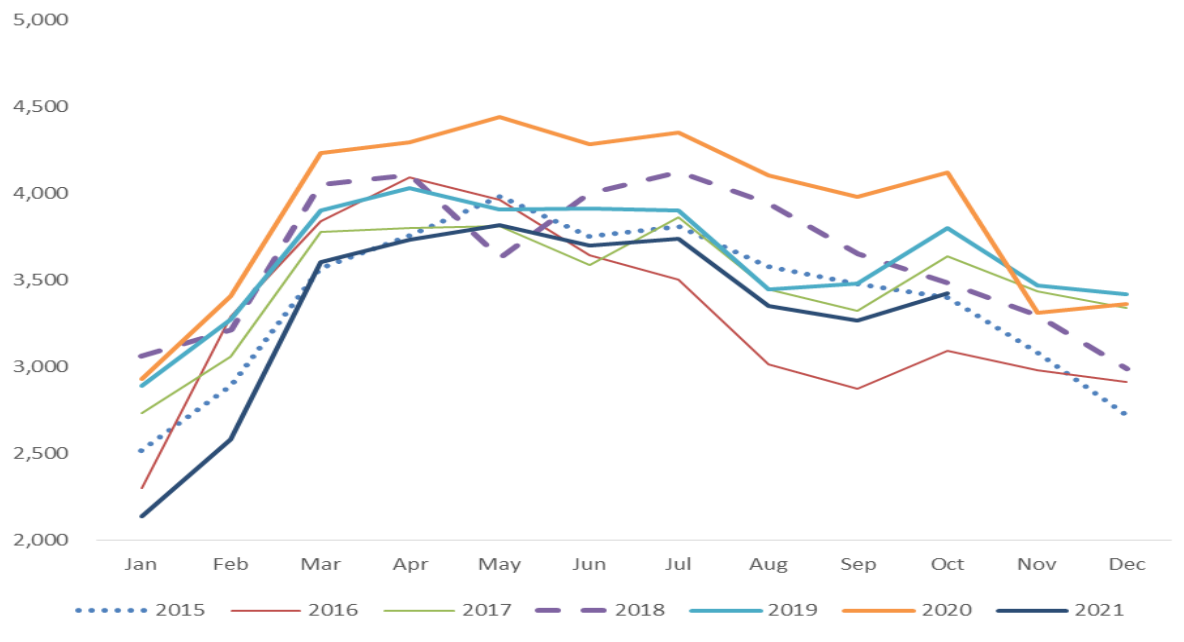
图表 8：巴西大豆月度出口量（千吨）



数据来源：Abiove、兴证期货研发部

2021 年巴西大豆的出口数据出现前高后低的趋势。上半年巴西大豆月度出口量创出历史新高。但 6 月以后，中国养殖业逐步转弱，进口大豆数量出现同比下滑的趋势。2018 年前 11 个月，巴西大豆出口量达到 7963 万吨，2019 年同期出口量为 7114 万吨，2020 年出口量达到 8311 万吨，2021 年出口量为 8339 万吨，较 2020 年增加 0.3%，出口同比增幅放缓。

图表 9：巴西大豆压榨量（千吨）

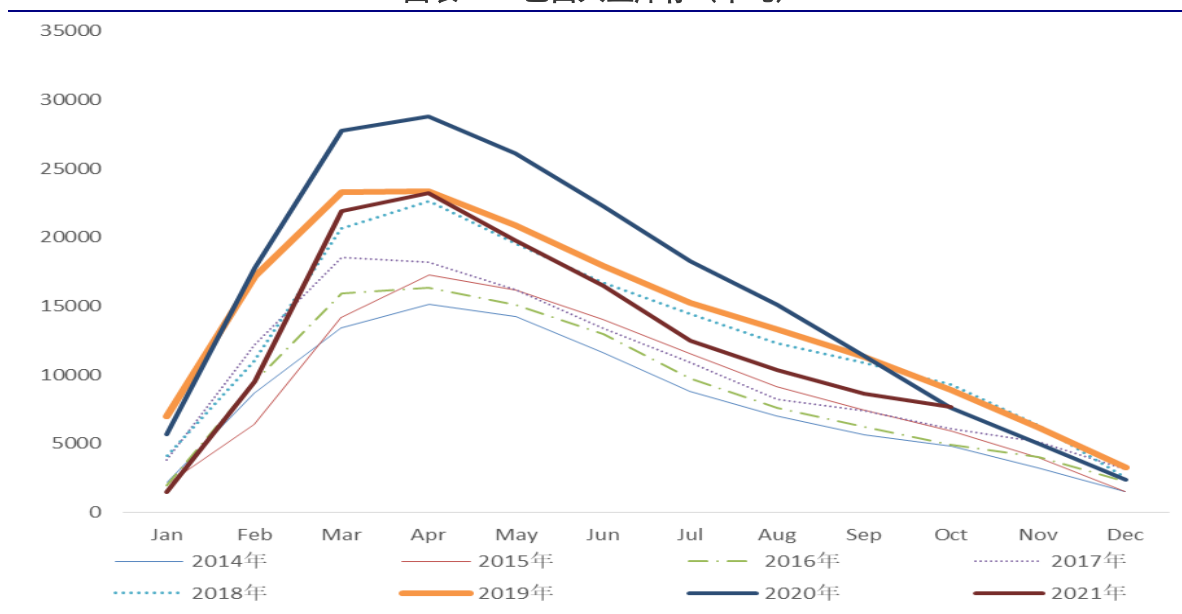


数据来源：Abiove、兴证期货研发部

压榨方面，巴西大豆的价格相对较高，抑制了巴西国内大豆的压榨需求。2021 年巴西大豆的压榨量持续低于去年同期水平。2021 年前 10 个月，巴西大豆压榨量为 3337 万吨，低于去年同期的 3376 万吨，同比压榨量小幅度下降。在出口旺盛、价格偏高的情况下，巴西大豆的压榨数量偏低的状态将会持续。

2020/21 年度巴西丰产，由于出口需求旺盛，库存下降较快，但 6 月以后随着出口的放缓，大豆库存下降的速度也出现较大的放缓。

图表 10：巴西大豆库存（千吨）



数据来源：Abiove、兴证期货研发部

综合巴西的供求情况，我们认为 2021 年上半年巴西大豆销售较好，但随着中国需求的放缓，6 月以后巴西大豆销售放缓，库存降幅趋缓；截止 10 月，巴西大豆库存接近去年同期水平。2022 年，中国养殖业的需求可能出现先减少后增加的走势，对巴西大豆的进口需求可能前低后高。由于天气影响，巴西大豆的产量可能会出现一定变数，需要持续关注。

### 1.3 阿根廷大豆基本面

供应方面，阿根廷是全球第三位的大豆生产国，但由于阿根廷国内压榨行业产能较大，大豆压榨量偏高，导致阿根廷可供出口的大豆数量远远低于美国和巴西。阿根廷大豆的出口量持续低于 1000 万吨。2020/21 年度，阿根廷大豆出现减产，仅仅为 4620 万吨，比去年的 4880 万吨下降 260 万吨。阿根廷政府对大豆出口实行高关税导致国内大豆成交价格偏低，农户种植收益水平较低，预期 2021/22 年度，阿根廷大豆的收割面积可能降至 1640 万公顷，略低于去年水平。阿根廷将大豆、豆油和豆粕的出口税率维持在较高的水平，制约了大豆出口。由于大豆及其制品出口关税的影响，农户获得的销售收益仍将被压缩，抑制农户种植大豆的积极性。

需求方面，2010 年以来，阿根廷大豆的净出口量维持在 800 万吨左右；大豆的压榨量从 3300 万吨大幅提高到超过 4000 万吨，导致本国大豆的出口量徘徊不前。2019/20 年度，由于大豆产量较高，阿根廷大豆的净出口量为 512 万吨。2020/21 年度，阿根廷大豆的产量下滑，大豆出口量下滑，净出口量为 376 万吨。根据美国农业部的预测，2021/22 年度，若阿根廷大

豆产量维持 4950 万吨则，净出口量 550 万吨，维持正常水平。

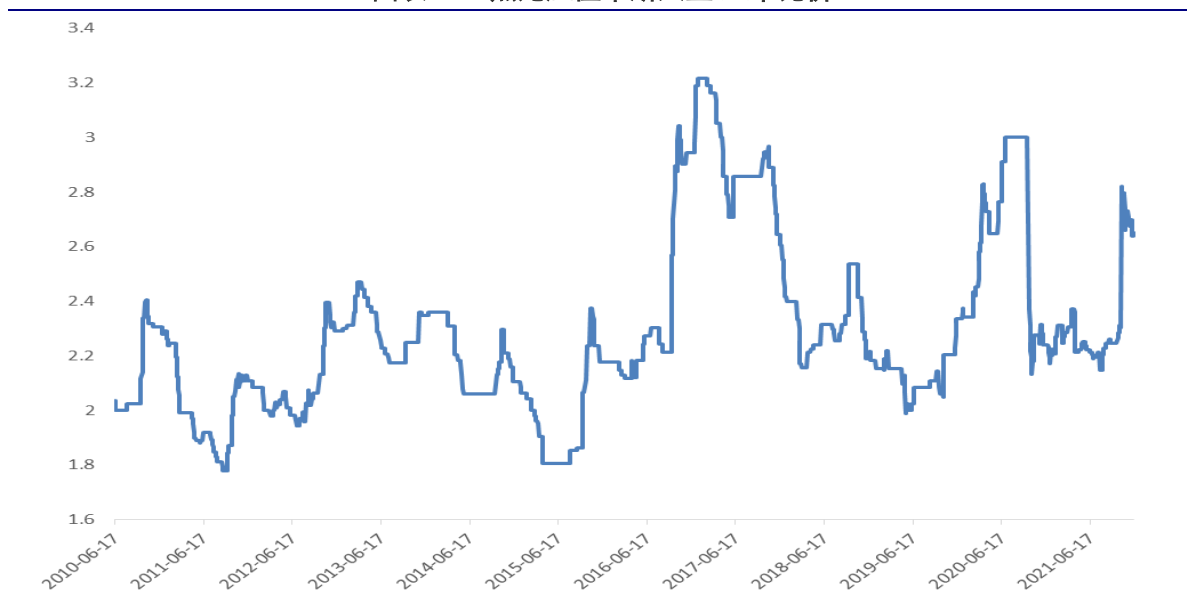
压榨方面，2020/21 年阿根廷国内大豆的压榨数据走高，为 4015 万吨。根据美国农业部的预估，2021/22 年度，阿根廷大豆的压榨量达到 4200 万吨。出口关税方面阿根廷大豆及其产品出口关税维持高位，由于大豆及其制品的出口关税要远高于玉米和小麦等农作物，限制了阿根廷农户获得的收益，不利于农户提高大豆的种植面积。

## 1.4 中国大豆基本面

通常情况下，我国大豆的产量维持在 1200—1800 万吨区间。我国国内大豆是非转基因大豆，单产相对偏低，种植成本相对较高。国产大豆的出油率低于国外的转基因大豆，主产区黑龙江大豆销往沿海的运输成本偏高，国产大豆在压榨方面的竞争力要低于进口大豆。国产大豆主要用于高蛋白食品豆，当然也有部分民营小型企业主打非转基因的健康品牌，压榨销售非转基因豆油。

供应方面，近年来我国大豆的种植面积维持小幅增加，大豆产量也较以前稳步增加。补贴方面，2018 年黑龙江省玉米和大豆生产者补贴标准分别为 25 元/亩 和 320 元/亩；2019 年黑龙江省玉米和大豆的种植补贴标准分别为 30 元/亩 和 255 元/亩。2020 年黑龙江省玉米和大豆的种植补贴标准分别为 38 元/亩 和 238 元/亩。2021 年黑龙江省玉米和大豆的种植补贴标准分别为 68 元/亩 和 248 元/亩。大豆的生产者补贴高于玉米，意在吸引农户扩大大豆的种植面积。但今年春季播种期，玉米价格大幅上涨，玉米种植收益较大豆高，导致农户种植大豆面积大幅萎缩。9 月以后，大豆对玉米的比价大幅抬高，已经超过了 2.5 的均衡水平。2022 年预期大豆的种植面积可能再度增加。

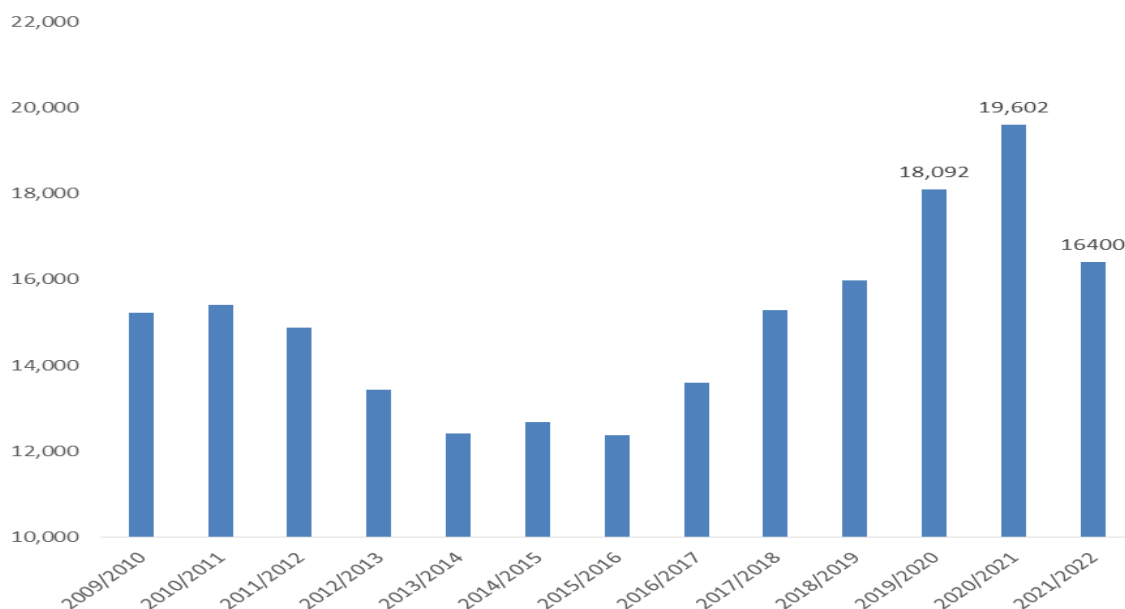
图表 11：黑龙江佳木斯大豆/玉米比价



数据来源：wind、兴证期货研发部

美国农业部预测国内大豆的产量出现下滑。2021/22 年度，国内大豆种植面积大幅下滑，受天气不利影响，单产有所下降，大豆的产量大幅下降，为 1640 万吨，低于去年的历史高点 1960 万吨。

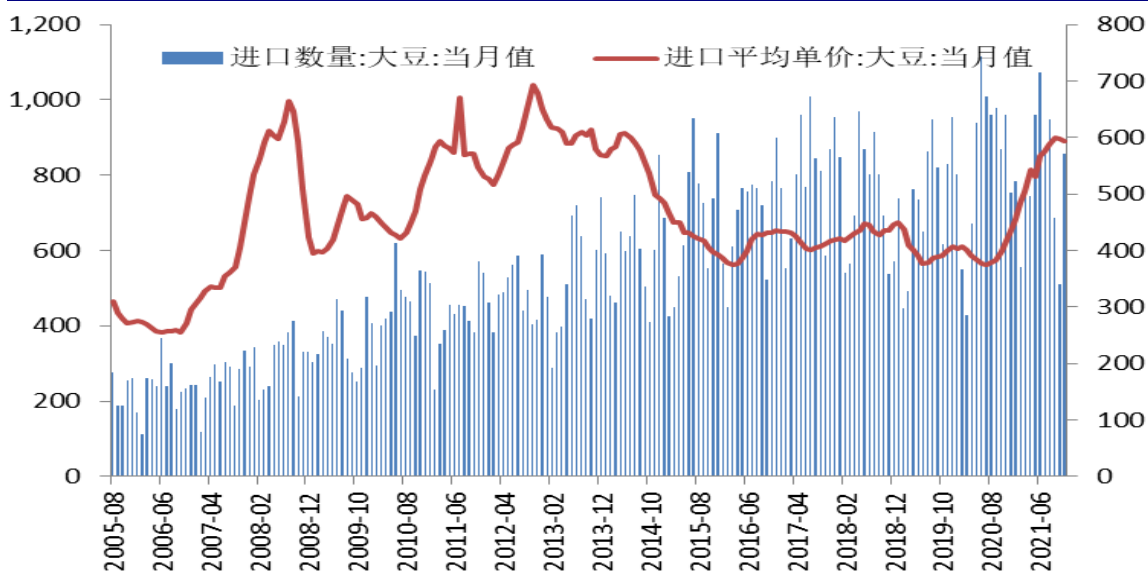
图表 12: 中国大豆产量 (万吨)



数据来源: USDA、兴证期货研发部

我国是大豆消费量最大的国家，国内大豆的进口和压榨量稳定增加。非洲猪瘟疫情以来，2018/19 年度，我国豆粕的需求量大幅减少，大豆的进口量和压榨量出现下降。2019/20 年度，随着肉蛋禽对饲料需求的大幅增加以及生猪行业的恢复，养殖行业对豆粕的需求量增加，我国大豆的进口量和压榨量创出历史新高。2021 年 6 月以后，我国生猪行业逐步进入去产能，对大豆和豆粕的需求将会出现下滑。

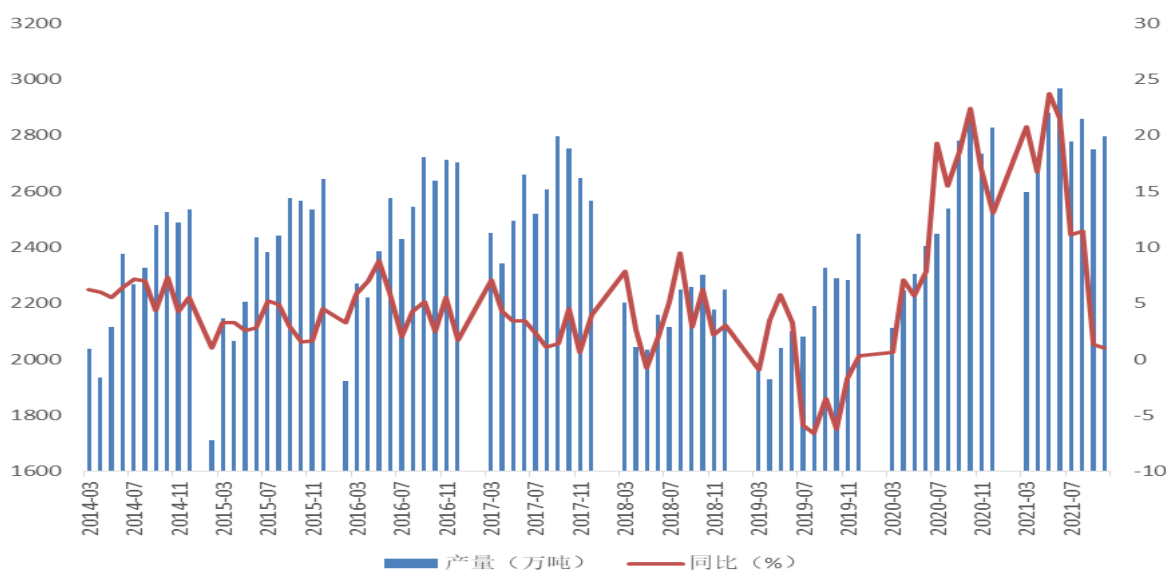
图表 13: 中国大豆进口量 (万吨、美元/吨)



数据来源: wind、兴证期货研发部

需求方面，国产非转基因大豆主要用于食用消费，相对稳定；进口大豆属于转基因大豆，在国内流通受限，主要用于压榨以满足国内对豆油和豆粕的需求。豆油和豆粕来看，国内进口大豆又主要以豆粕的需求为主。后非洲猪瘟时期，下游养殖行业持续恢复，对豆粕的需求量不断增加，使得我国豆粕的需求维持高位。我们认为养殖行业尤其是生猪养殖行业在 2021 年 6 月已经达到顶部，随着生猪价格下滑，去产能将持续到 2022 年三季度以后，2022 年国内大豆和豆粕的需求可能会先降后升。

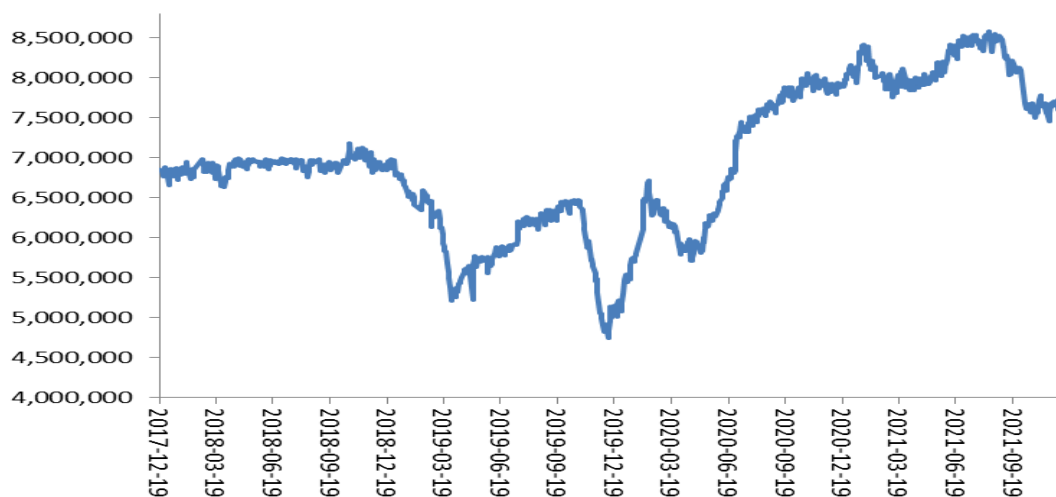
图表 14:我国饲料产量(万吨)



数据来源：wind、兴证期货研发部

库存方面，国内大豆库存维持高位震荡。大豆进口量维持高位，但消费低于预期，导致我国大豆库存维持高位。我国沿海大豆库存上升到 768 万吨的高位水平。

图表 15: 港口大豆库存 (吨)



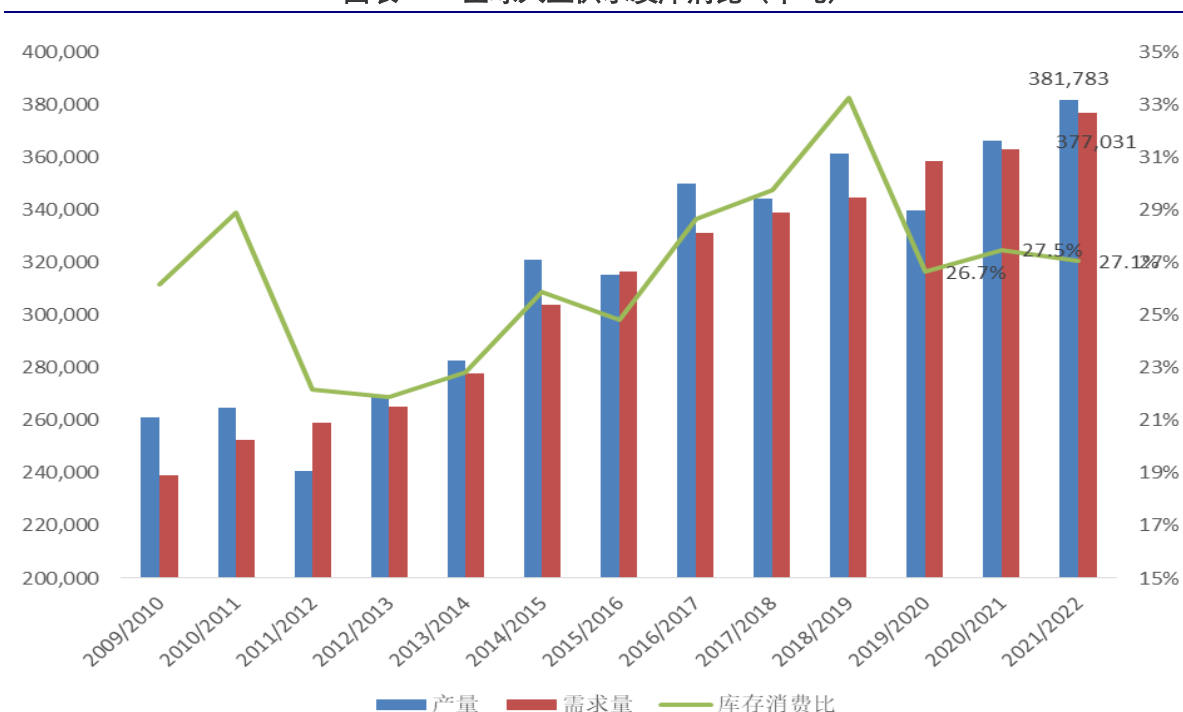
数据来源：Wind、兴证期货研发部

综合来看，国产大豆的产量对价格影响不大；进口大豆的成本低、进口量大，对豆油、豆粕价格走势起决定性影响。后非洲猪瘟时期，下游养殖行业恢复较快对豆粕需求增加，大豆的进口量和压榨量维持高位。但 2021 年 6 月以来，生猪行业已经触顶走低，预期 2022 年，国内养殖业对豆粕的需求将出现先减后增的趋势。

## 1.5 全球大豆供求分析

从前述分析看，2021/22 年度，美国大豆增产，南美大豆预期增产，全球大豆供应增加。巴西大豆价格维持高位，农民选择种植大豆的积极性增加，大豆种植面积提高。由于拉尼娜气候的影响，预期阿根廷大豆的产量将低于市场预期，需要持续关注。2021/22 年度，全球大豆供求由紧张转向宽松，库存消费比维持正常水平，对大豆价格有压力。

图表 16：全球大豆供求及库消比（千吨）



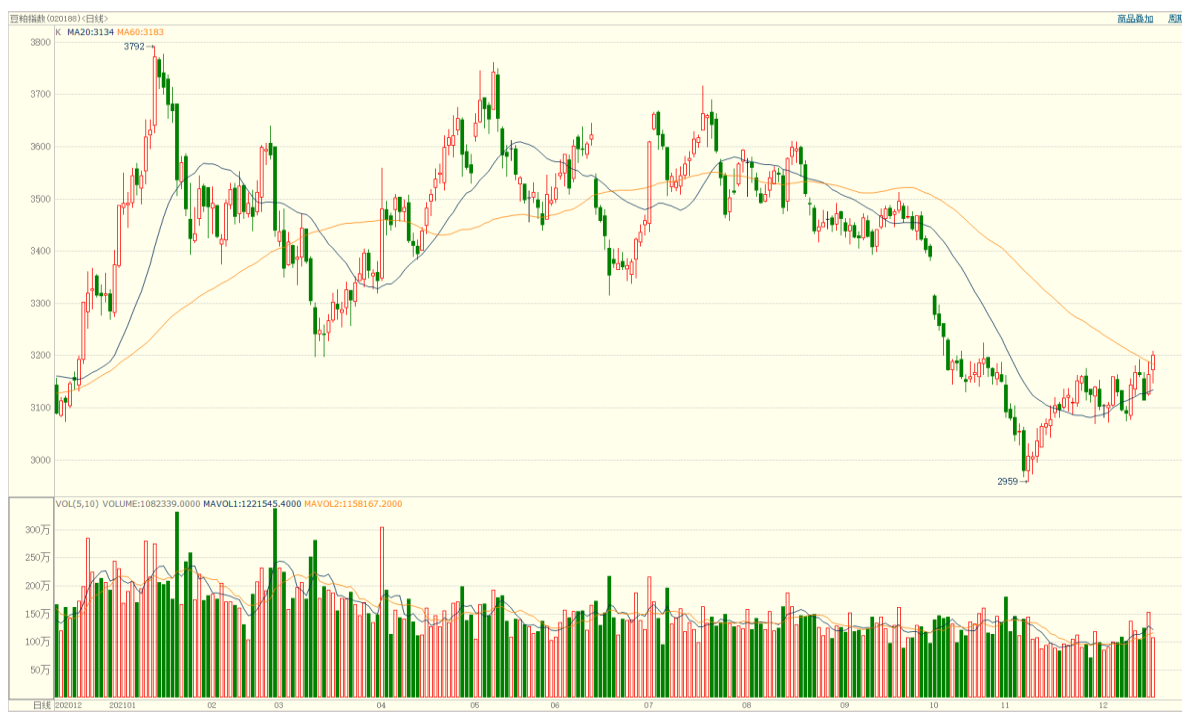
数据来源：USDA、兴证期货研发部

消费方面，后非洲猪瘟时期，养殖行业对豆粕的需求维持高位，对大豆的消费利多。但 2021 年 6 月以来，我国能繁母猪存栏已经触顶走低，意味着未来一年生猪行业将进入到去产能阶段，对豆粕的需求将放缓。综合全球情况，我们认为，全球大豆供应增加、需求有所放缓，供求由紧张转向宽松，对大豆价格产生压力。

## 2. 豆粕：需求及价格探底回升

### 2.1 豆粕行情回顾

图表 17：豆粕指数走势



数据来源:博弈大师、兴证期货研发部

2021 年豆粕价格行情可以分为三个阶段：第一阶段为年初到 3 月，豆粕受需求利空影响，价格震荡偏弱；第二阶段从 3 月持续到 7 月，豆粕需求较好，价格维持宽幅偏强震荡行情。第三阶段，8 月以后养殖业对豆粕需求有所放缓，生猪价格大幅下跌拖累对豆粕的需求导致豆粕价格震荡走低。

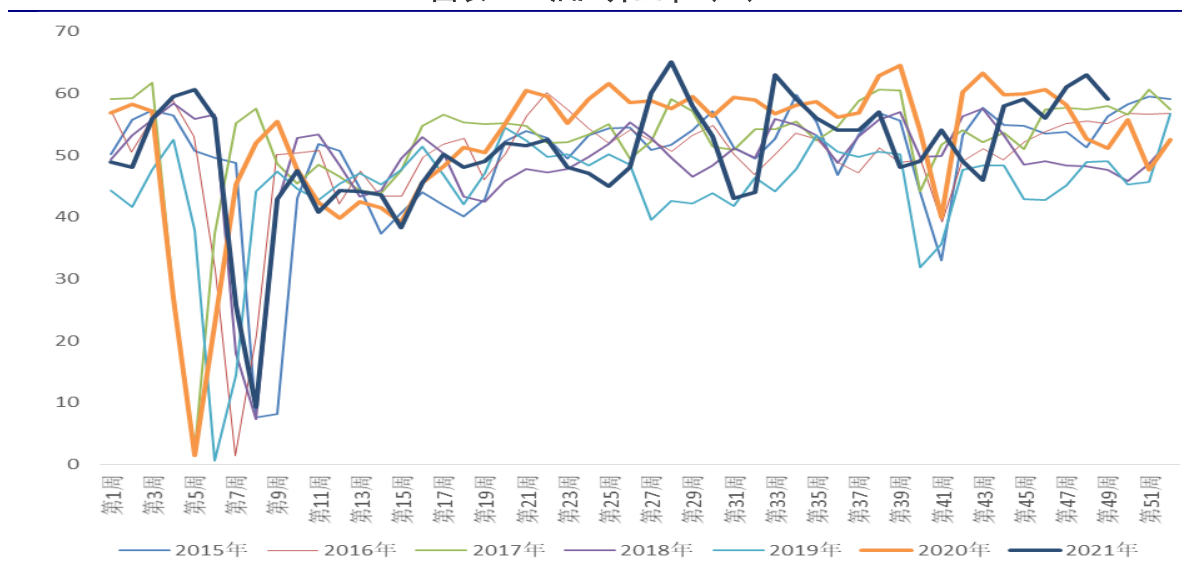
### 2.2 豆粕基本面分析

#### 2.2.1 豆粕的供应分析

我国土地资源稀缺，在保证单产较高的主粮作物的前提下没有足够的土地供大豆的生产以满足国内日益增长的蛋白粕的需求。只有通过大量进口大豆进行压榨，以满足国内对蛋白粕的需求。全球 80%以上的蛋白粕依靠豆粕提供，豆粕被其他蛋白粕取代的概率较低。豆油在全球油脂的消费比重只占 35%，在价格高企时被其他油脂取代的可能性更大。国内进口大豆主要以满足蛋白粕需求为主，而豆油的产量和消费量占整体油脂的比重要远远高于国际水平。

国内豆粕的供应和需求量大,2005 年以来大豆压榨行业迅速扩张,产能超过 1.5 亿吨。产业方面，国内豆粕的供求基本依靠进口大豆压榨，直接进口豆粕数量极为有限。

图表 18: 油厂开工率 (%)

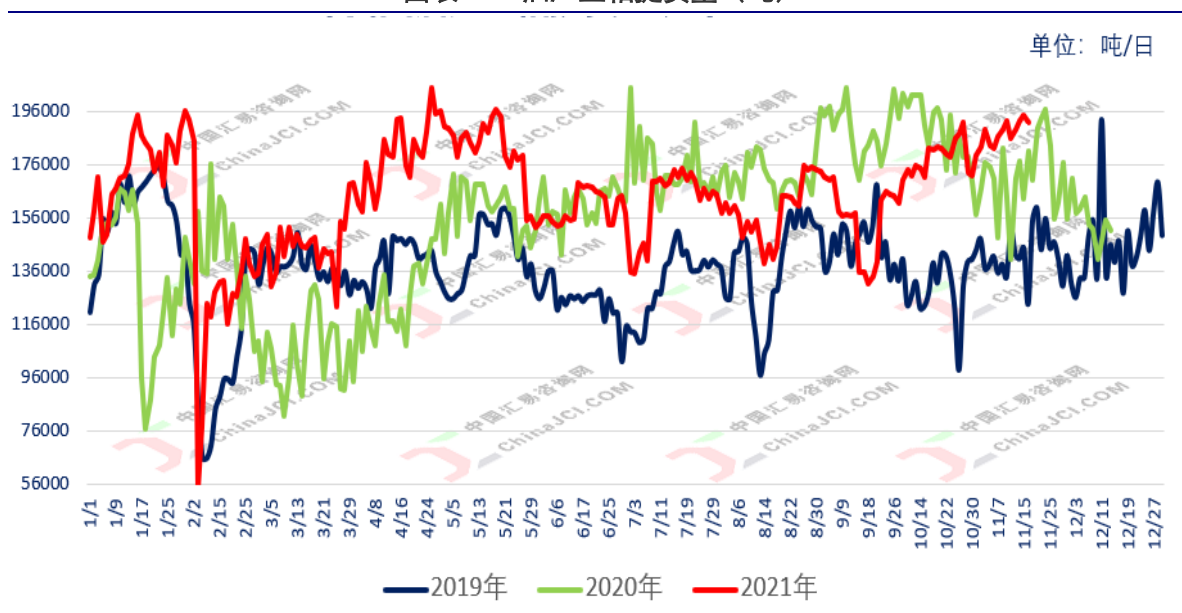


数据来源: JCI、兴证期货研发部

如图表 18 所示,我国压榨企业的开工率走势。整体来看,豆粕消费维持稳定,油厂大豆压榨的开工率基本维持正常状态。国内豆油价格大幅上涨,豆粕价格波动相对较小,油厂利润维持正常水平。2021 年下半年,养殖行业尤其是生猪养殖进入到深度亏损状态,豆粕需求放缓,价格震荡偏弱,油厂的开机率出现下滑。2022 年春节前后,生猪存栏数量可能维持较高水平,对豆粕和饲料的需求将维持高位,而 4 月以后,随着生猪出栏,豆粕需求逐步下滑,制约油厂开机率的上升。

从油厂提货量情况看,2021 年我国豆粕的提货量波动较大,3-5 月提货量创出高位,11 月提货量再次大幅走高。我们认为这主要是因为生猪行业大幅变动导致豆粕需求的变化引起的。

图表 19: 油厂豆粕提货量 (吨)

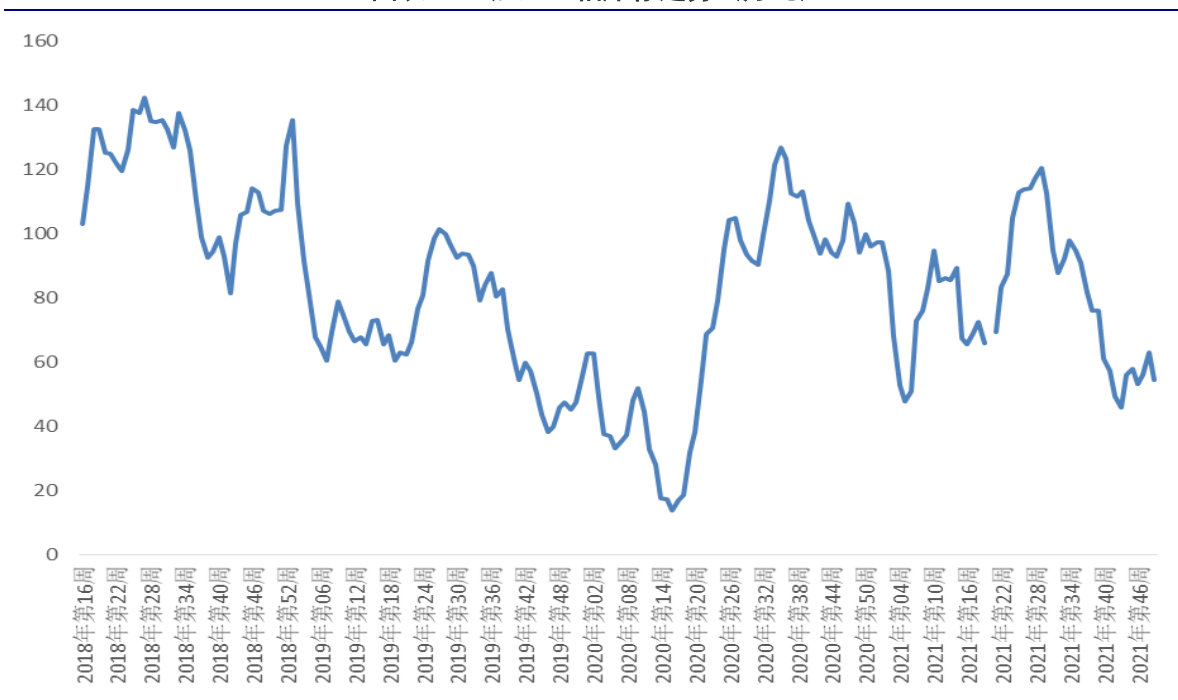


数据来源: JCI、兴证期货研发部



2021年6月以来，国内油厂豆粕的库存量由最低的117万吨大幅下降到12月的56万吨水平。生猪存栏仍旧维持高位，短期养殖行业对豆粕的需求仍旧维持高位，对豆粕价格有支撑。

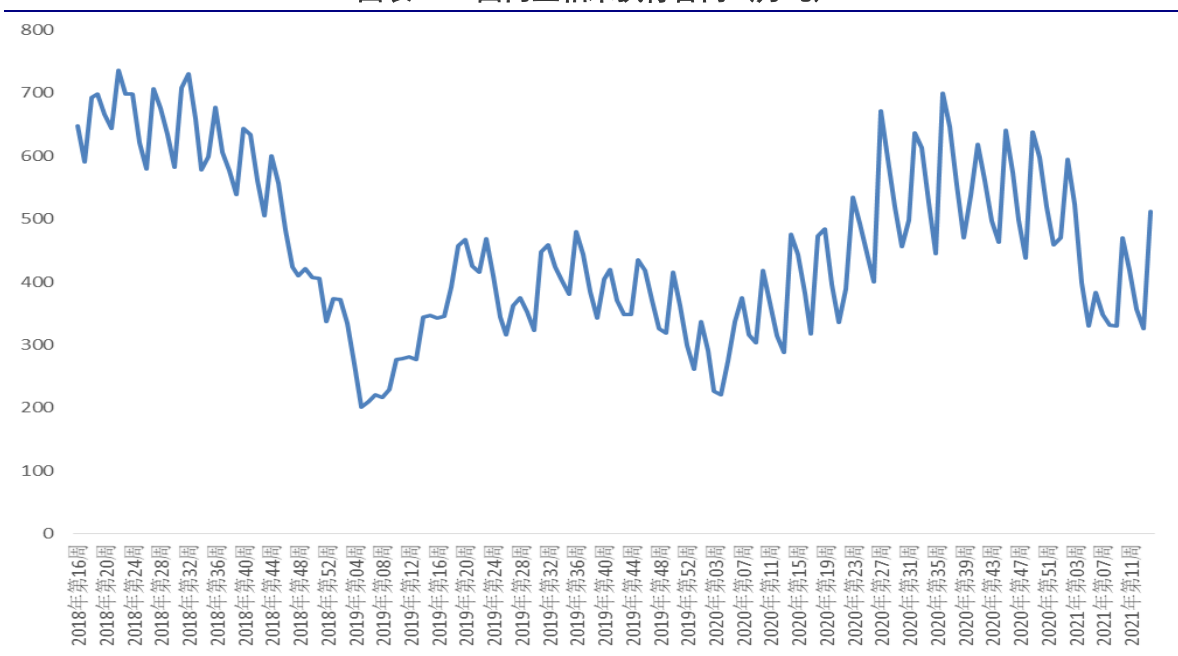
**图表 20：油厂豆粕库存走势（万吨）**



数据来源: JCI、兴证期货研发部

国内豆粕未执行合同近期大幅走高，由320万吨增加到500万吨以上水平。由于冬季取暖季节导致南方地区限气限产，下游企业增加了对豆粕的合同采购。

**图表 21：国内豆粕未执行合同（万吨）**



数据来源: JCI、兴证期货研发部

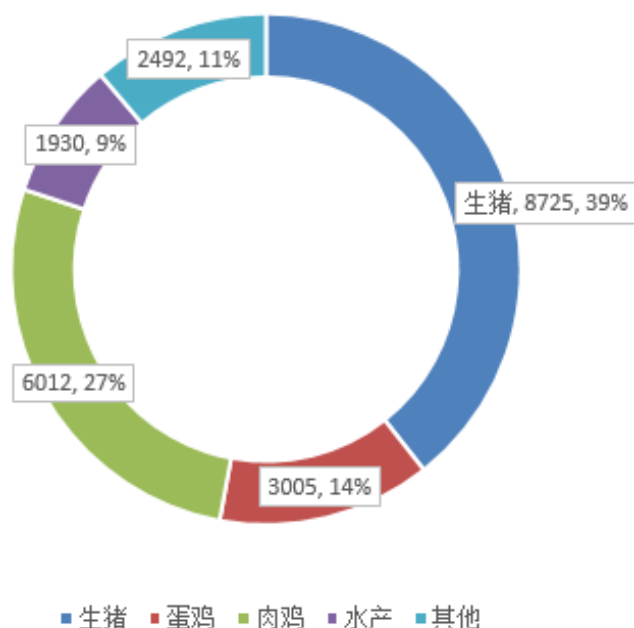
综合来看，后非洲猪瘟时代，养殖行业迅速恢复，短期对豆粕的需求较大，这导致油厂开机率维持正常偏高的水平，豆粕的压榨供应量和成交量维持高位，豆粕市场呈现供需两旺的状态。

## 2.2.2 豆粕的需求分析

我国豆粕主要生产饲料，用于养殖业的消费需求。从数据看，用于生产饲料的豆粕占消费豆粕的 95%以上，其余 2.5%--5%的豆粕满足出口需求。用于食用消费的豆粕相对稳定，不足总消费量的 1%且主要是依靠加工国产非转基因大豆生产，所以养殖行业的状况成为分析豆粕需求的主要因素。

在我国，生猪对豆粕的需求量最大；其次是肉蛋禽对豆粕的需求，再次是水产和反刍饲料。生猪饲料占总饲料产量的 39%；肉鸡饲料产量占 27%，蛋鸡饲料产量占 14%，水产和反刍饲料分别约占饲料总产量的 9%左右。由于豆粕在各种饲料中占比不同，豆粕的消费用量也略有差异。

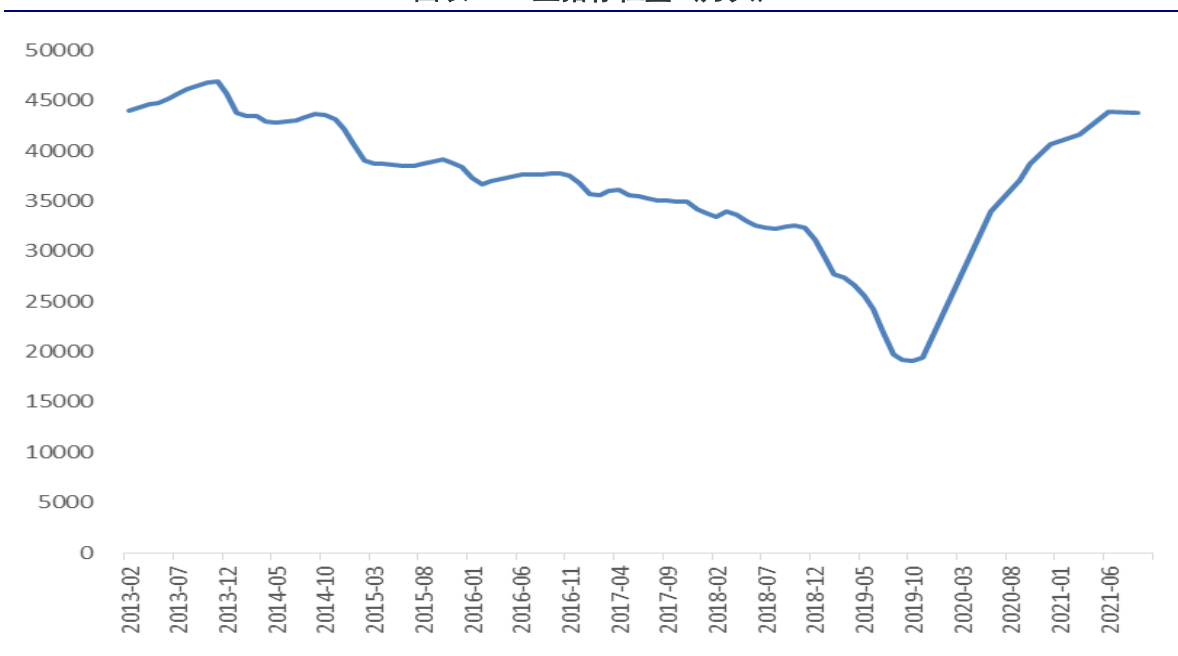
图表 22：全国饲料产量（万吨）



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

首先，分析生猪行业情况。2018年8月，第一起非洲猪瘟在我国辽宁发生，至2018年年底已经席卷我国华北、东北主要的生猪养殖大省，使我国生猪存栏损失严重。2019年全国养猪大省受到非洲猪瘟的影响，生猪存栏和能繁母存栏数量大幅萎缩。2019年10月开始，全国生猪存栏持续恢复。2021年9月，生猪存栏已经超过4.376亿头，超出了非瘟之前的存栏水平。生猪的存栏量持续走高，同比超过20%。生猪存栏量的大幅增加，必然提高对豆粕的需求。

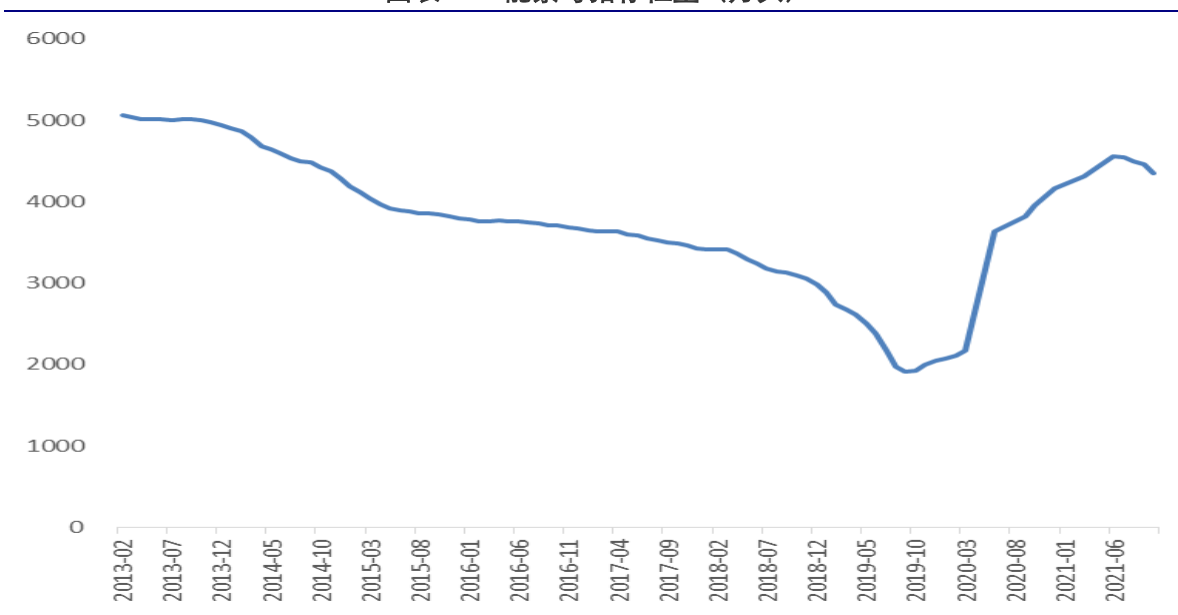
图表 23: 生猪存栏量 (万头)



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

能繁母猪是生猪供应的先行指标, 大约领先生猪供应 10 个月时间, 目前国内能繁母猪已经开始去产能但仍旧远超非瘟前的存栏水平。

图表 24: 能繁母猪存栏量 (万头)

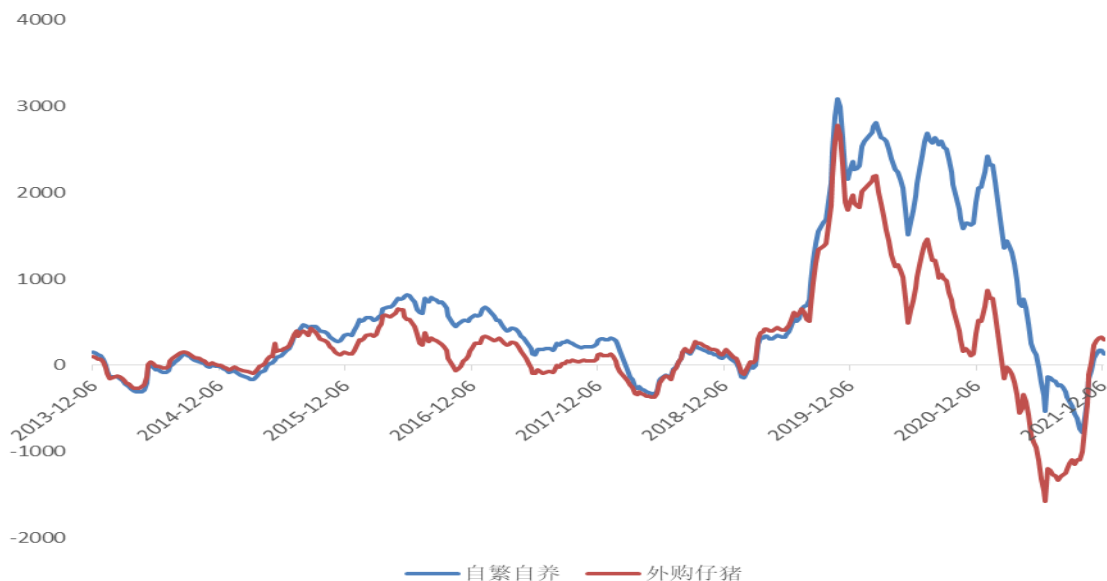


数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

2021 年春节之后, 我国生猪价格开始持续下跌, 3 月开始外购仔猪养殖进入亏损; 6 月以后, 自繁自养生猪养殖进入亏损; 到 9 月末, 每头生猪养殖亏损达到最大, 接近 1000 元。国庆节后, 生猪价格开启了迅速的反弹, 短短 2 个月的时间反弹幅度达到 60% 以上。进入 11 月以后, 生猪养殖进入盈亏平衡, 目前生猪养殖略有盈利。随着元旦、春节备货结束, 预期猪价仍将

下跌导致养殖亏损，全行业继续去产能。到 2022 年的第四季度，生猪去产能有望结束。我们认为，2022 年生猪的去产能可能导致豆粕的需求环比下滑，要持续到四季度方可见底。

图表 25: 生猪养殖利润 (元/头)



数据来源: wind、兴证期货研发部

从猪饲料的产量可以看出，虽然生猪饲料的绝对量仍旧维持历史高位，但同比增幅放缓，未来无论同比还是环比的增速都将下滑，不利于豆粕的需求。

图表 26: 猪饲料产量 (万吨)

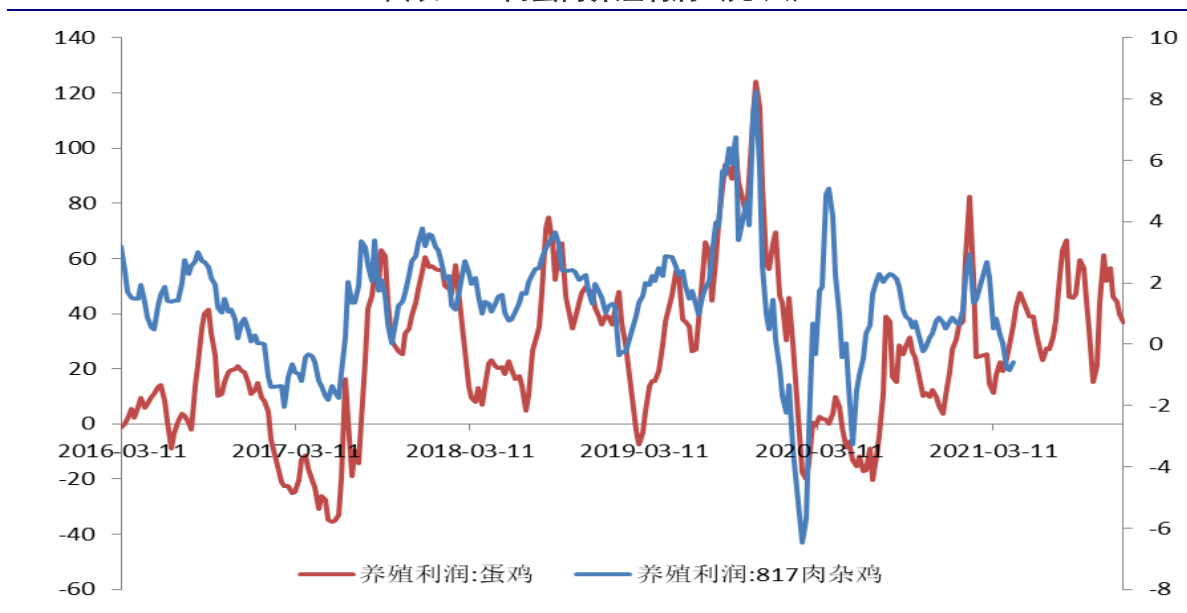


数据来源: wind、兴证期货研发部

从肉蛋禽的情况看，2018 年全国肉蛋鸡的存栏量处于历史偏低的位置。随着行业补栏数量的增加，肉蛋鸡存栏量逐步增加。2019 年，非洲猪瘟导致猪肉供求缺口巨大，价格大幅上涨，

带动肉禽、蛋禽价格大幅走高，肉蛋禽养殖利润高企，肉蛋禽养殖量大幅提高。2020 年肉蛋禽价格暴跌，存栏持续下滑；2021 年，肉蛋禽的存栏维持偏低水平，养殖利润也处于较好状态。预期 2022 年，肉蛋禽的存栏将会逐步增加，对豆粕和饲料的需求利好。

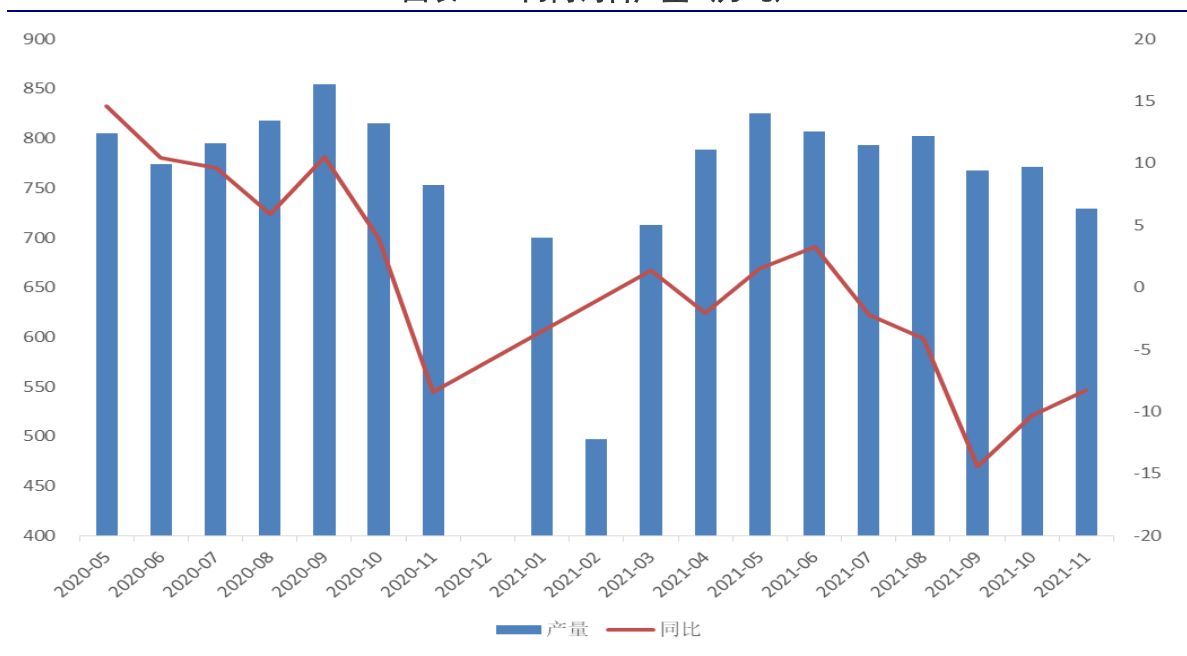
图表 27: 肉蛋禽养殖利润 (元/只)



数据来源: wind、兴证期货研发部

我国肉蛋禽养殖利润维持正常水平。2021 年国庆以后，肉鸡价格和鸡蛋价格维持高位，养殖利润较好。蛋鸡和鸡肉的存栏偏低对豆粕的需求较差。但随着养殖利润的刺激，预期 2022 年，肉鸡和蛋鸡的存栏数量将逐步增加，整体肉蛋禽行业对豆粕的消费需求将出现边际增加。

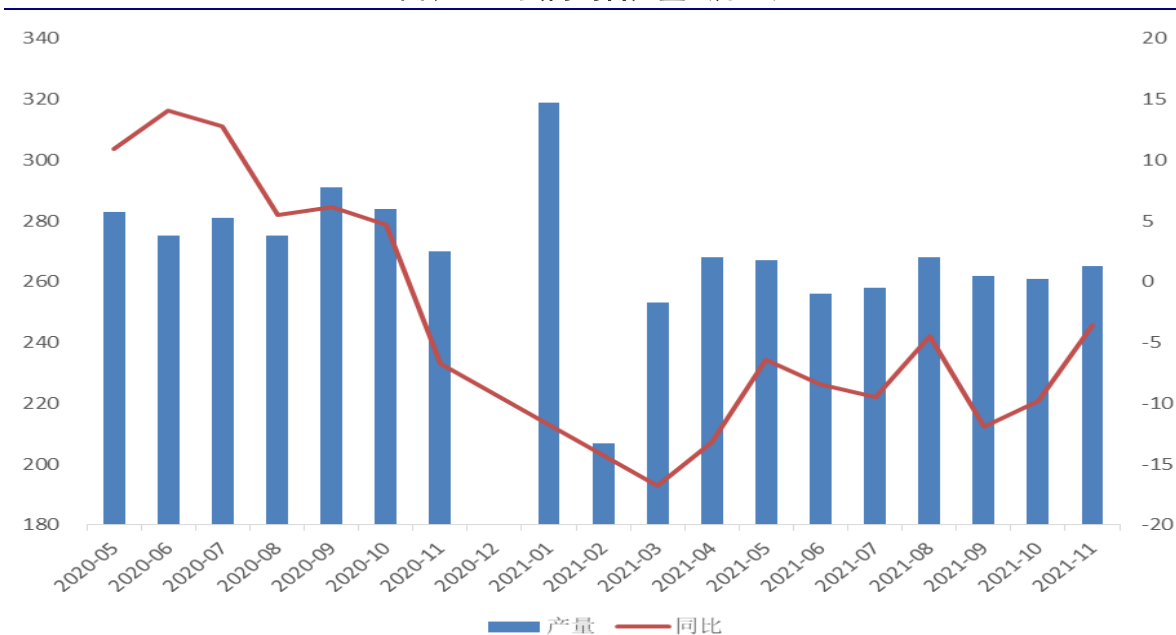
图表 28: 肉禽饲料产量 (万吨)



数据来源: wind、兴证期货研发部

蛋禽饲料产量维持低位，同比仍未转正，预期将出现边际增加。

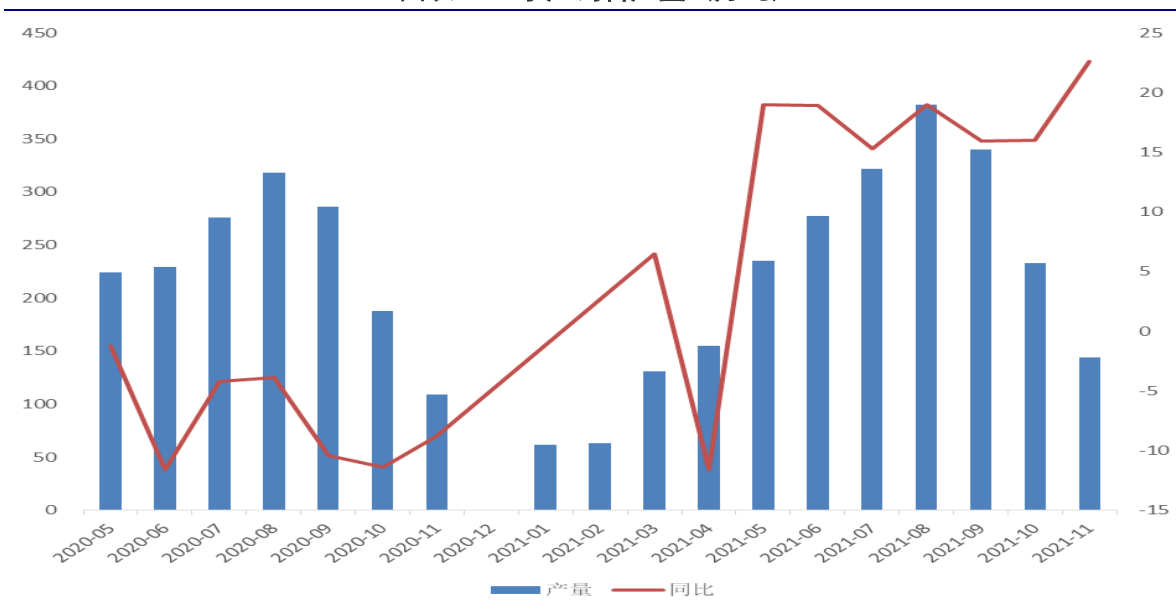
图表 29: 蛋禽饲料产量 (万吨)



数据来源: wind、兴证期货研发部

最后，水产养殖方面，水产的价格稳步走高，养殖的积极性也比较高，未来将持续向好，但整体水产养殖对蛋白粕的需求相对较少，对豆粕需求的拉动作用有限。

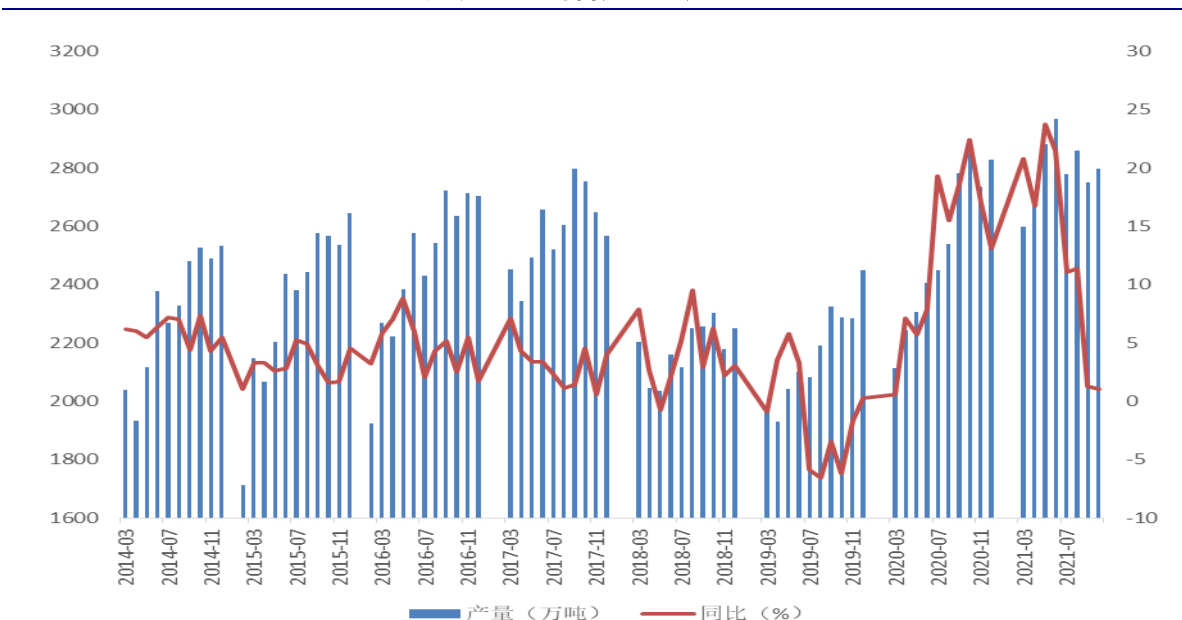
图表 30: 水产饲料产量 (万吨)



数据来源: wind、兴证期货研发部

从整体饲料产量看，2021 年以来，饲料产量的维持历史高位，但 6 月以后饲料产量同比增幅开始下滑，饲料的环比有走弱的迹象，由于生猪行业将持续去产能，我们认为 2022 年饲料边际需求下滑，对豆粕消费不利。

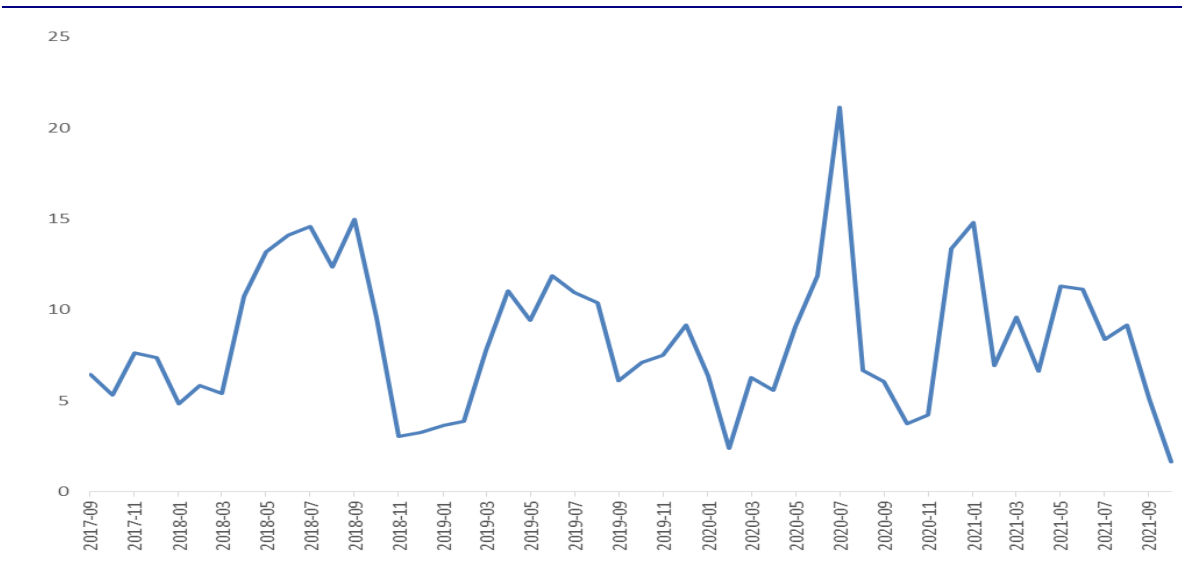
图表 31: 饲料产量 (万吨)



数据来源: wind、兴证期货研发部

综合养殖情况看, 生猪养殖行业进入到去产能阶段主导饲料及豆粕的需求下滑, 肉蛋禽养殖利润较好, 后期将存栏将逐步增加对豆粕需求利好; 水产养殖向好给豆粕需求提供边际增量。

图表 32: 豆粕出口量 (万吨)



数据来源: wind、兴证期货研发部

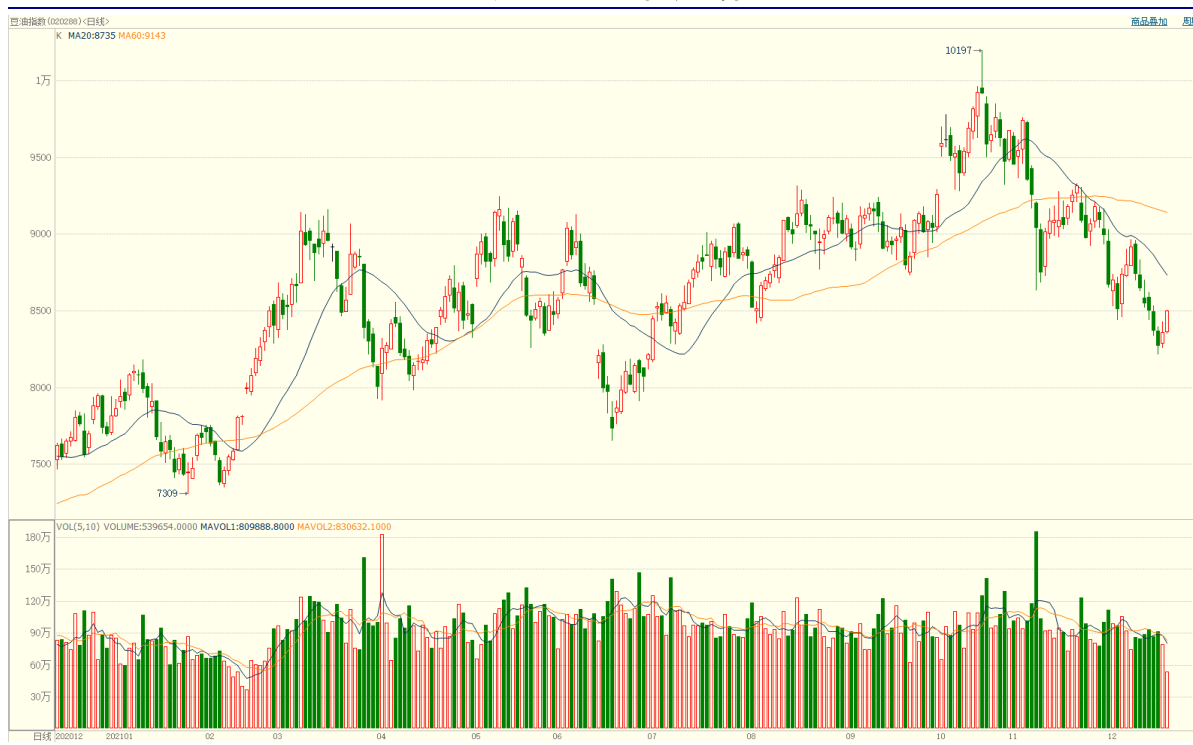
豆粕的出口比重不大, 但数量波动较大。2021 年以来, 我国豆粕的出口量持续走低。

综合豆粕供求分析, 我们认为国内豆粕的需求受生猪去产能的影响出现逐步下滑的态势, 到 2022 年 4 季度方能结束。肉蛋禽的存栏维持历史偏低水平, 但随着养殖利润刺激, 存栏将逐步增加, 对豆粕需求边际增加; 水产养殖行业势头良好, 对粕类的需求将保持增加。整体养殖行业对豆粕的需求稳定略减。在供应维持宽松的背景下, 豆粕价格可能会出现探底回升的行情。

## 3. 豆油：供求两旺，价格相对弱勢

### 3.1 豆油行情回顾

图表 33：豆油指数走势



数据来源：博弈大师、兴证期货研发部

如上图表豆油指数走势，2021年豆油期货价格宽幅震荡上行，由最低7500元/吨上探至最高超过10000元/吨的水平。2021年11月以后，豆油供应逐步增加，供求逐步宽松；在价格高企的背景下，美国、巴西先后下调了生物柴油的掺混比率，豆油需求下滑，库存持续走高，给价格带来压力。中长期看，豆油的供求逐步宽松，自11月的调整可能是中长期价格回调的开始。

### 3.2 豆油基本面分析

#### 3.2.1 豆油的供应分析

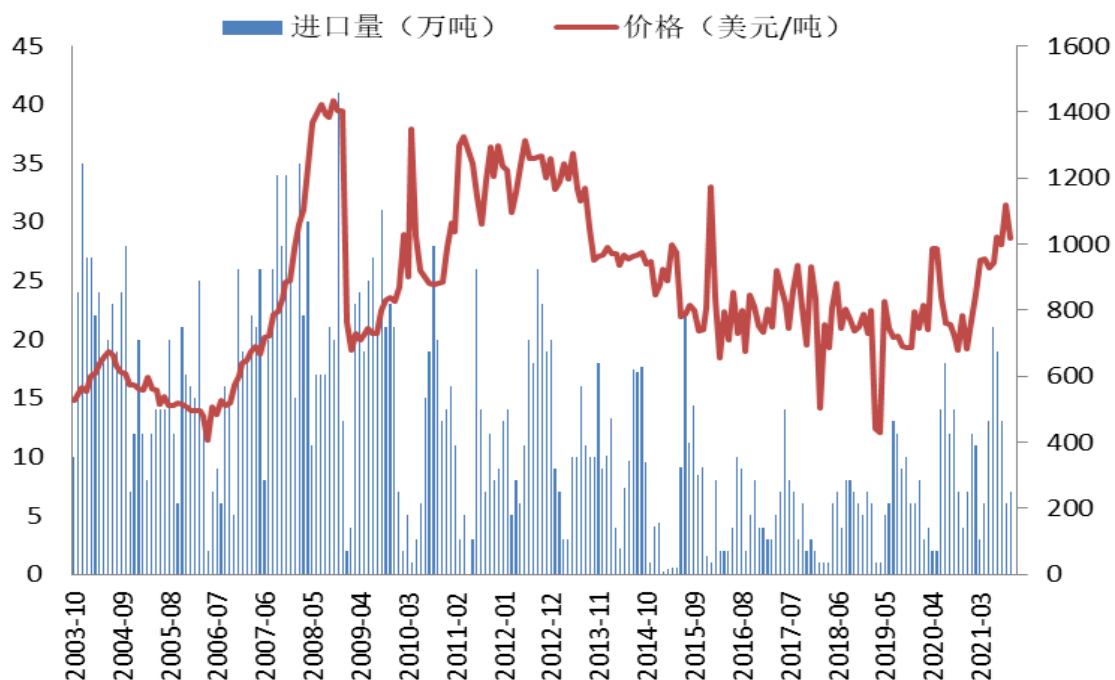
从国内的情况来看，近年来国内豆油的月度进出口量均处于10万吨以下的水平，对供求影响较小，即便中美贸易争端期间豆油的进口量有所反弹也没有超过10万吨的水平。豆油的新增供应量主要体现在压榨企业豆油的产量上。由于养殖业的恢复，国内豆粕的需求量维持高位水平，国内大豆的进口量和压榨量维持高位导致豆油的供应量维持高位。

今年以来，我国油厂开机率维持高位，豆油的供应量维持偏高水平。2022年，从养殖行业看，生猪行业逐步去产能，肉蛋禽行业补库存，水产行业需求持续旺盛，饲料需求可能出现先减后增的趋势。那么对应油厂压榨量及豆油的供应可能都将出现类似的走势，即豆油的供应会



出现小幅稳步下滑，到3季度以后供应将恢复增加。豆油整体的供应量基本保持稳定略增。

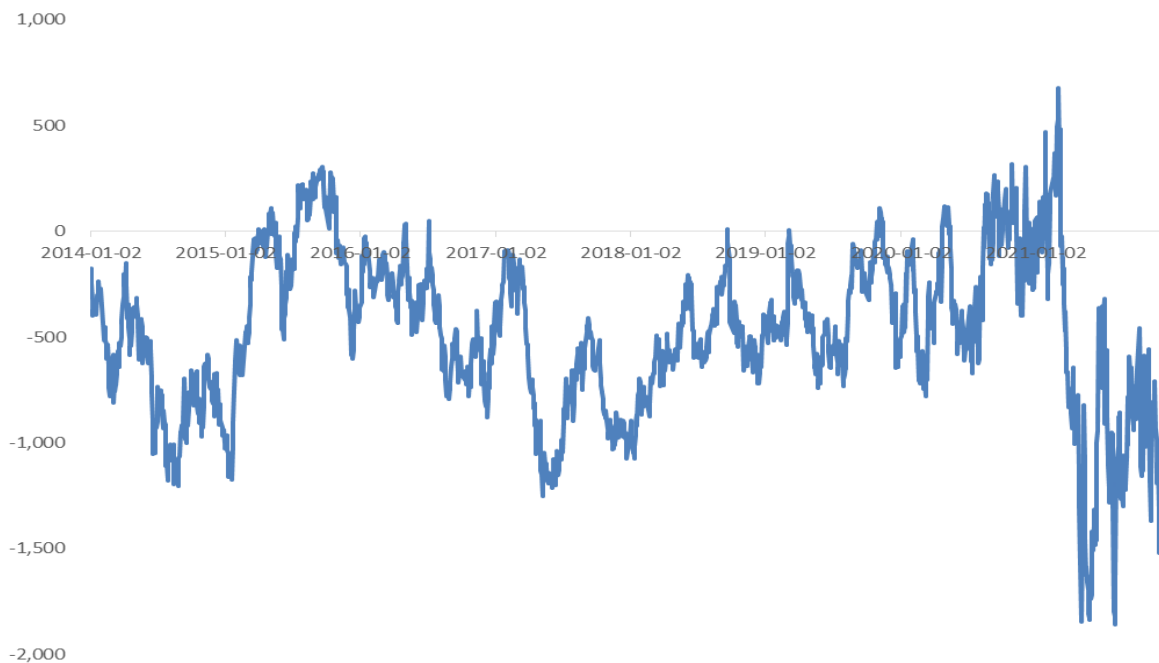
图表 34: 豆油进口 (万吨、美元/吨)



数据来源: wind、兴证期货研发部

从进口利润走势看，豆油进口利润长期亏损，限制了进口量的增加。

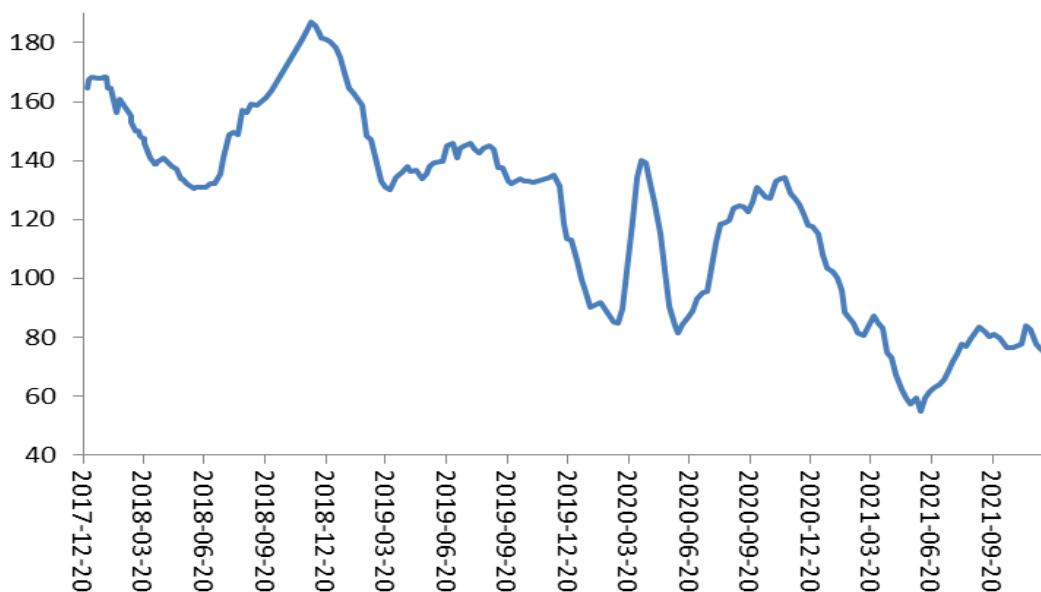
图表 35: 豆油进口利润 (元/吨)



数据来源: wind、兴证期货研发部

从库存情况看，全国各地油厂库存下降到 69 万吨，并且在元旦、春节之前随着备货需求的增加有继续小幅向下的趋势。

图表 36: 全国油厂库存 (万吨)

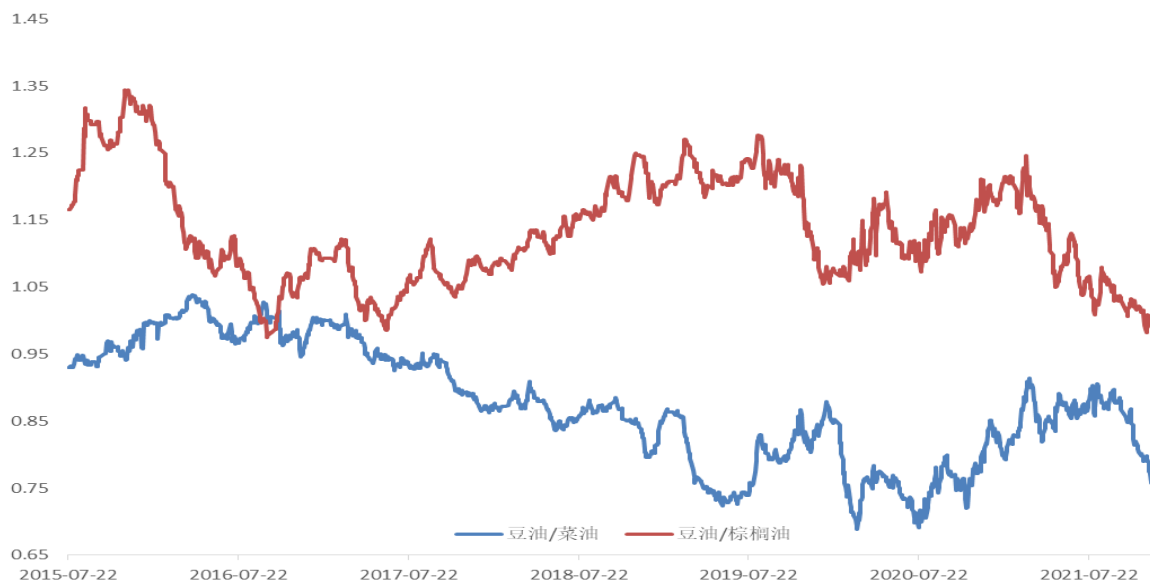


数据来源: wind、兴证期货研发部

### 3.2.2 豆油的需求分析

我国豆油进口关税目前为 9%，远远高于大豆的进口关税 3%，使得豆油的价格相对国际水平要高，价格走势受外盘影响程度小。国内豆油基本用于食用消费。

图表 37: 油脂比价

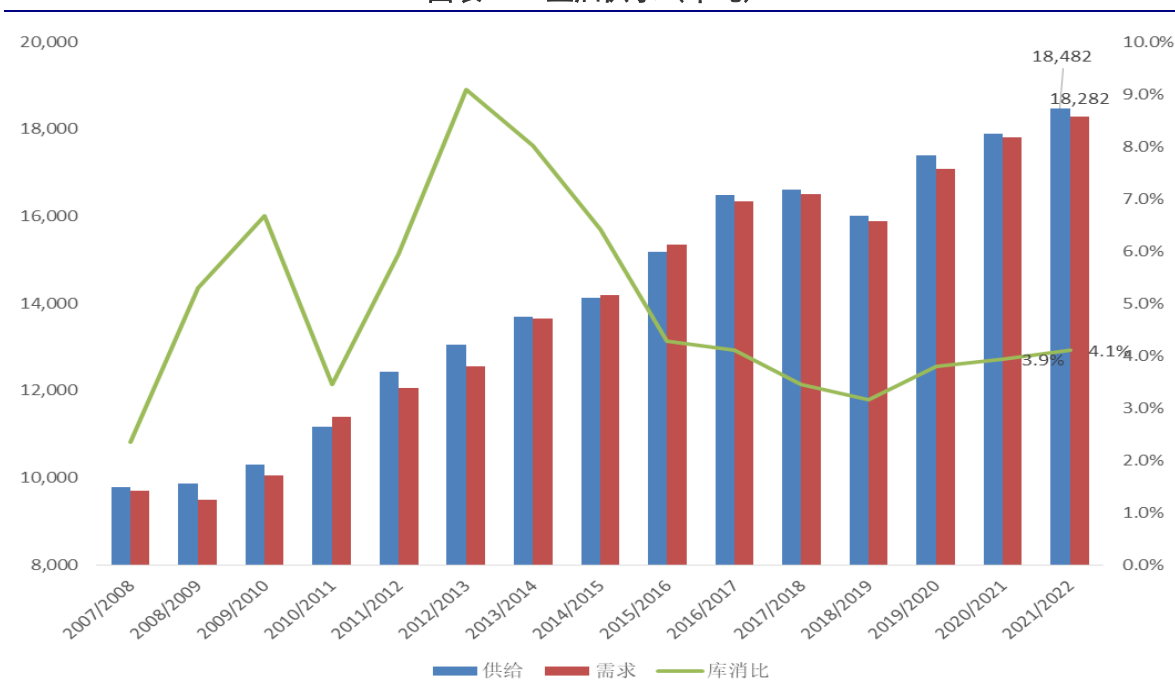


数据来源: wind、兴证期货研发部

由于油脂整体处于较高的价格水平，会抑制下游的消费。但相比较来说，菜油和棕榈油的比价都处于高位，豆油价格相对偏低，消费将出现增加以夺取部分油脂的消费份额。

根据美国农业部的预测，中国仍旧是豆油食用需求增加的主要国家，由 2020/21 年度的 1780 万吨增加到 2021/22 年度的 1830 万吨，增加 50 万吨，增幅接近 2.8%。由于豆油处于价格洼地，我们认为豆油的消费增幅可能要高于美国农业部的预测。总体来看，随着收入水平的提高，国内油脂的消费需求稳步增加；2022 年，豆油的需求量增幅尤其更大。

图表 38：豆油供求（千吨）



数据来源: USDA、兴证期货研发部

### 3.2.3 豆油的后期供求分析

在我国豆油主要来源于压榨企业的压榨，因此受制于大豆的进口量和压榨量数据。由于我国进口大豆的关税为 3%，远远低于豆油的进口关税 9%，因此，国内豆油的价格相对国际豆油价格水平偏高，正常情况下国内豆油进口量要高于出口量。

供应看，全年豆油的供应将维持稳定略增，但三季度以前可能出现小幅下滑，随后供应边际增加。从消费情况看，我国是豆油的需求大国，豆油基本用于满足食用需求，与巴西、阿根廷等豆油资源禀赋丰富的国家不同。国内豆油的食用需求相对稳定，随着人民生活水平的不断提高，豆油的消费有所增加。2021 年，新冠疫情的扰动仍会导致经济活动出现波动，餐饮服务业对豆油的需求也略有影响，养殖业和食品工业以及下游贸易企业囤积豆油需求也将增加，豆油的需求稳定增加。2022 年全球油脂供求由紧张转向宽松，国内大豆压榨量维持高位，豆油的供应量处于偏高水平，豆油价格有压力，将震荡调整寻找底部。

## 4. 棕榈油：劳工短缺有望解决，价格转弱

### 4.1 棕榈油行情回顾

图表 39：棕榈油指数走势



数据来源：博弈大师、兴证期货研发部

如上图表棕榈油指数走势。2021 年，棕榈油受疫情影响产量持续维持偏低水平；另外，受原油价格持续上涨带动棕榈油的生物柴油需求大幅增加，棕榈油宽幅震荡走高，由最低的 6400 元/吨上涨至最高接近 10000 元/吨的价格水平。2021 年 11 月以后，棕榈油过高的价格抑制了下游的消费，棕榈油开始逐步调整下跌行情。

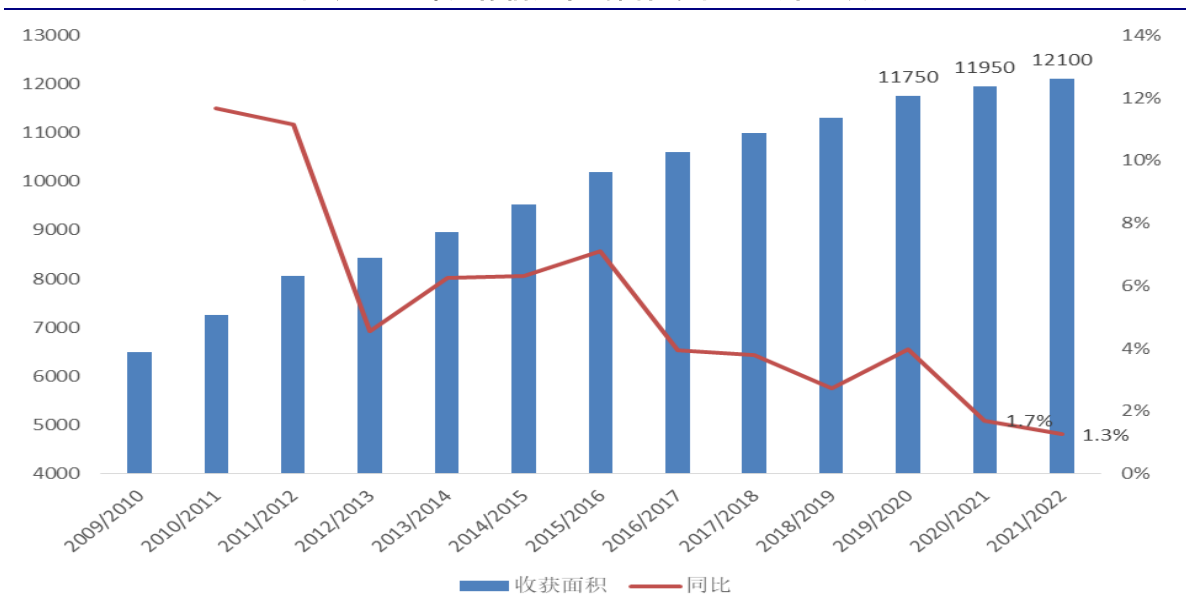
### 4.2 全球棕榈油基本面分析

#### 4.2.1 全球棕榈油供应分析

棕榈树是多年生木本植物，树龄在 30 年以上，一般 3 年以后结果，6-7 年棕榈树单产水平可以达到整个生命周期的平均水平，9—18 年是高产周期，之后单产水平逐步下降，因此树龄结构是决定单产的重要因素。

印尼是全球棕榈油产量最大国家，近年来棕榈树的收获面积及同比不断增加。印尼有近一半的棕榈树是近十年种植，而近 60%收获面积的树龄低于 10 年，处于单产增加的高峰期。近年来印尼棕榈油收割面积增幅维持在 2%以下的低位水平，这与 2008 年后种植面积增幅减少有关。根据 USDA 报告，2022 年印度尼西亚棕榈树收获面积达到 1210 万公顷，增加 1.3%。

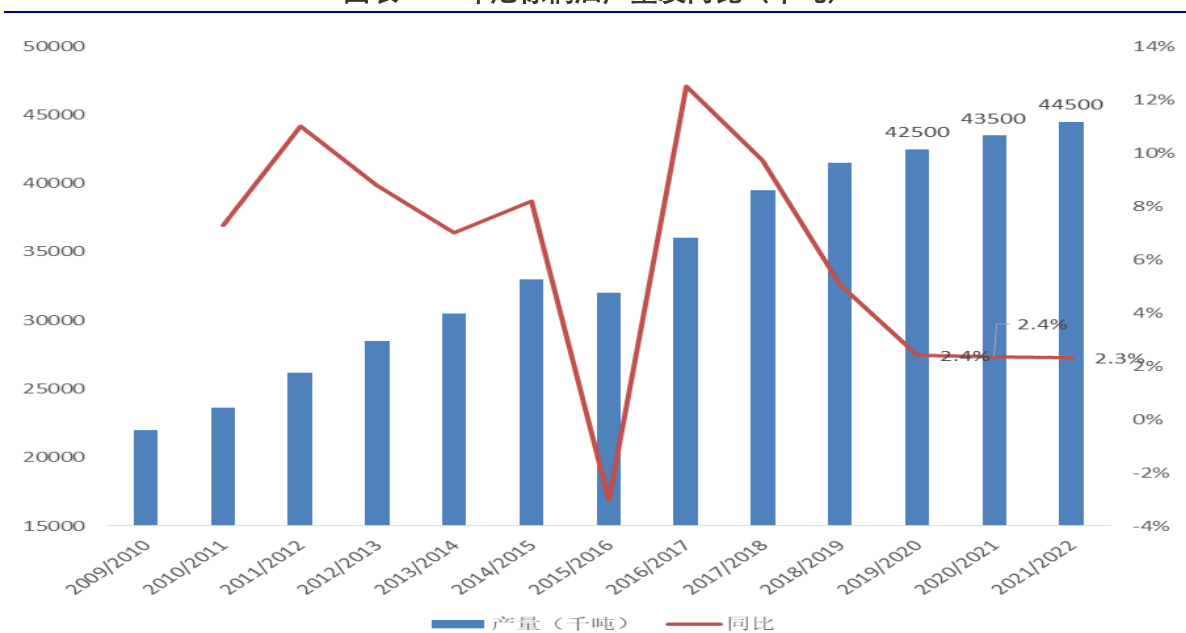
图表 40: 印尼棕榈油收割面积及同比 (千公顷)



数据来源: USDA、兴证期货研发部

单产方面, 目前大部分棕榈树已经进入到单产高峰期, 印度尼西亚棕榈油的产量仍旧维持增加的预期, 但增加幅度持续下滑到不足 3%。

图表 41: 印尼棕榈油产量及同比 (千吨)

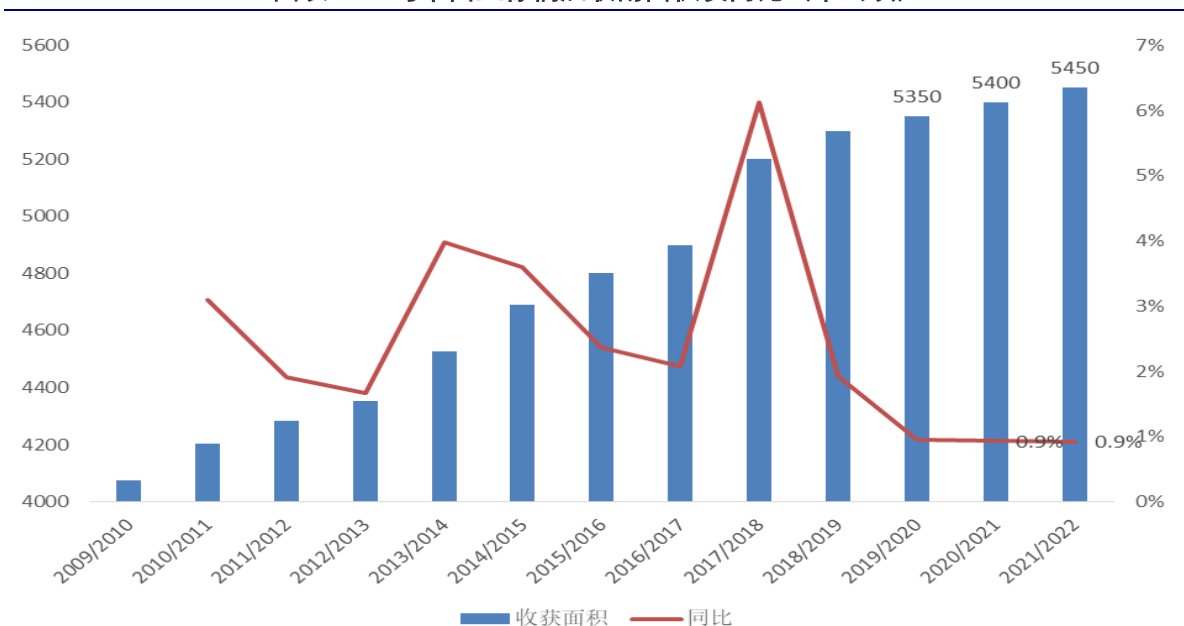


数据来源: USDA、兴证期货研发部

2021 年东南亚降雨正常, 棕榈油产量维持正常偏高。2022 年, 印尼棕榈油产量将稳定略增。由于印尼进入收割的棕榈树的面积增幅出现了大幅放缓, 产量的变动更多取决于单产的变化。2021 年末全球进入拉尼娜气候, 有利于东南亚棕榈油主产区的降雨。根据美国农业部的预测, 2021/22 年度, 印尼棕榈油的产量由 4350 万吨增加到 4450 万吨, 增加 100 万吨。

2022 年，马来西亚完全成熟的棕榈树的收获面积为 545 万公顷，较去年的 540 万公顷小幅增加 5 万公顷；单产方面，2021 年马来西亚棕榈油的单产受劳动力缺乏影响大幅下降。由于疫情影响减小，预期 2022 年马来西亚劳动力短缺缓解，棕榈油的单产和产量恢复反弹。

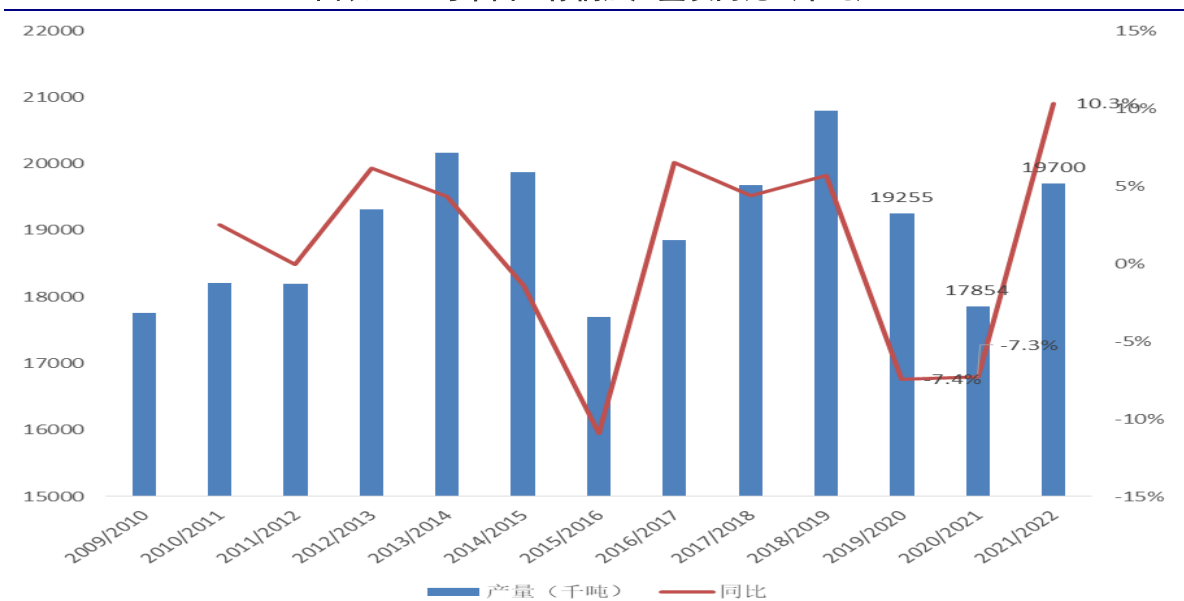
**图表 42：马来西亚棕榈油收割面积及同比（千公顷）**



数据来源: USDA、兴证期货研发部

2021/22 年度，马来西亚棕榈树收割面积维持稳定，单产预期反弹，产量增加。根据 USDA 报告，2021/22 年度马来棕榈油产量 1970 万吨，较去年的 1785 万吨增加 185 万吨。由于疫情持续，马来西亚劳动力短缺可能对棕榈油的产量产生持续影响，存在产量不及预期的状况。

**图表 43：马来西亚棕榈油产量及同比（千吨）**

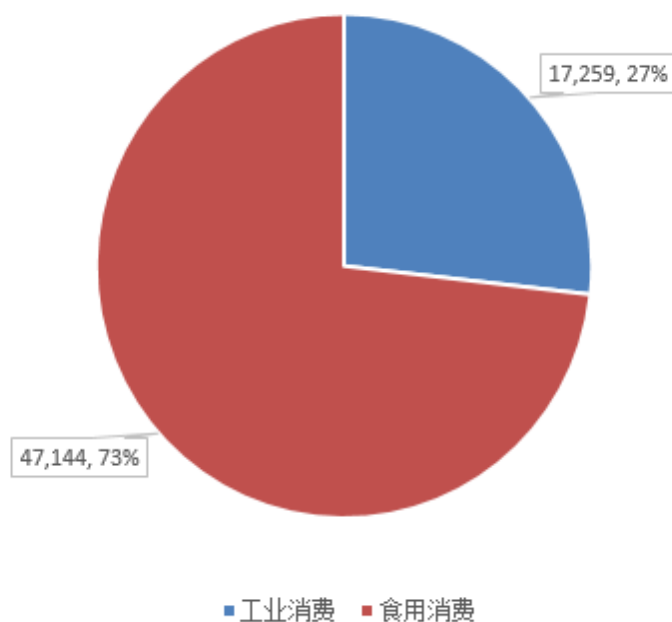


数据来源: USDA、兴证期货研发部

2021/22 年度，马来西亚和印度尼西亚棕榈油的总产量接近 6420 万吨，约占全球总产量的 84%；随着降雨增加及新冠疫情的影响缓解，马来西亚棕榈油产量出现恢复性反弹，印尼棕榈油产量则保持稳定增加，全球棕榈油产量维持增加的状态。

## 4.2.2 全球棕榈油需求分析

图表 44：全球棕榈油消费情况（千吨）

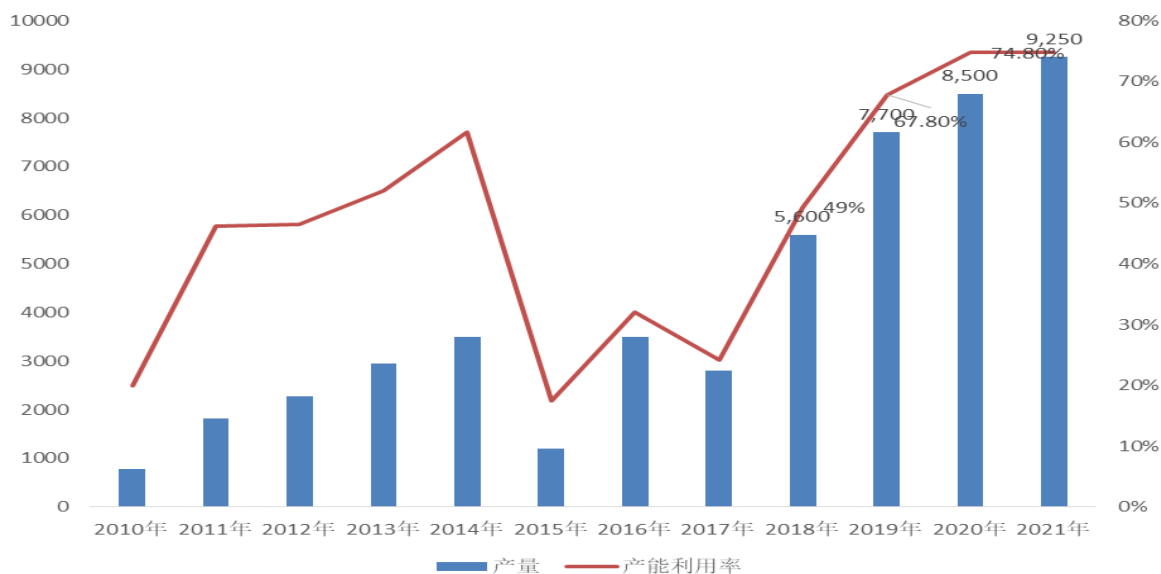


数据来源: USDA、兴证期货研发部

棕榈油的消费主要用于食用，包括工业食品的消费需求。从近五年的情况看，棕榈油的食用需求平均增幅接近 4%，但 2020/21 年度油脂整体供给增幅放缓制约需求增幅。印尼棕榈油产量小幅增加，马来西亚受疫情的影响，单产和产量远低于市场预期，导致供求关系偏紧，食用需求受到抑制；预期 2021/22 年度，棕榈油供应增加打压价格，随着价格的下滑，棕榈油的需求将会增加。

印度尼西亚是棕榈油用于工业生产，尤其是生物柴油生产最大的国家。棕榈油用于化工工业的用量增幅相对稳定，而用于生物柴油的数量则受政策影响较大。下图表 45 为印尼生物柴油产量及产能利用率情况，受印尼政府提高生物柴油换兑比例影响，印尼生柴产业的产能利用率大幅走高至 74.8%。目前，印尼将生物柴油强制换兑目标维持在 30%左右，使得棕榈油用于生物柴油的用量持续维持高位。

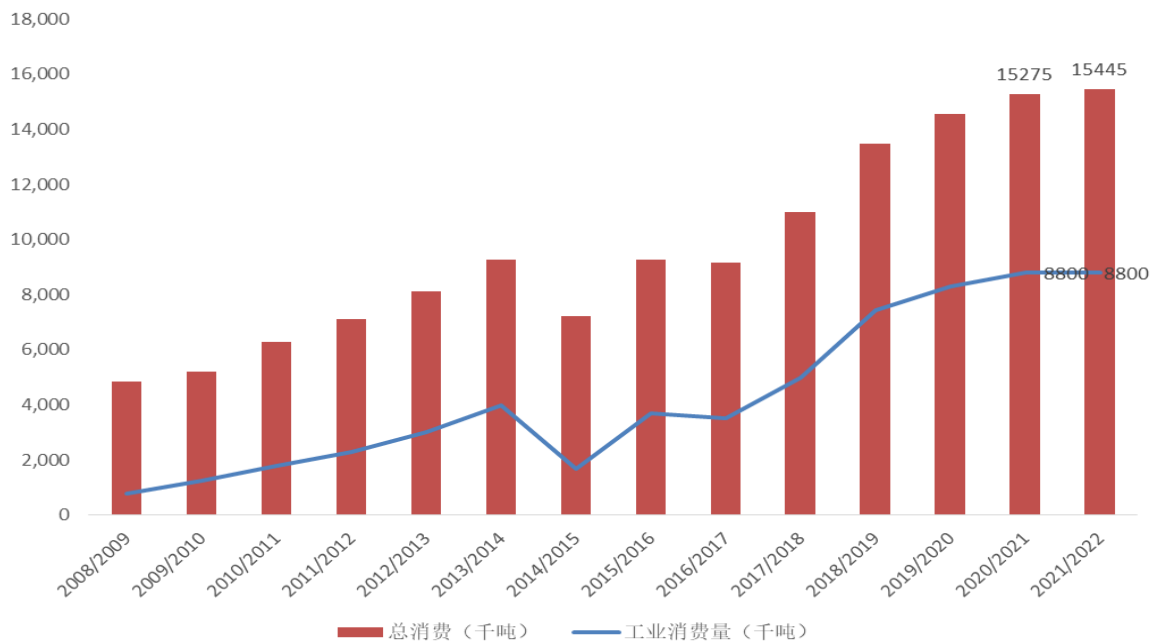
图表 45: 印尼生物柴油产量及产能利用率 (百万升)



数据来源: USDA、兴证期货研发部

从机构的预测数据看, 2021 年日历年度, 印度尼西亚政府将国内生物柴油的兑换比例维持在 29.6%, 用于生物柴油的棕榈油数量由 782 万吨提高到 851 万吨, 增加了 69 万吨。随着经济的恢复, 印尼柴油用量增加。印尼政府需要通过出口棕榈油进行征税以对生物柴油产业进行补贴。棕榈油价格大幅上涨, 生物柴油生产成本增加, 可能会抑制生物柴油的生产。综上所述, 印尼政府维持物柴油的兑换比例将刺激棕榈油需求。

图表 46: 印尼棕榈油工业消费量及总消费量 (千吨)



数据来源: USDA、兴证期货研发部

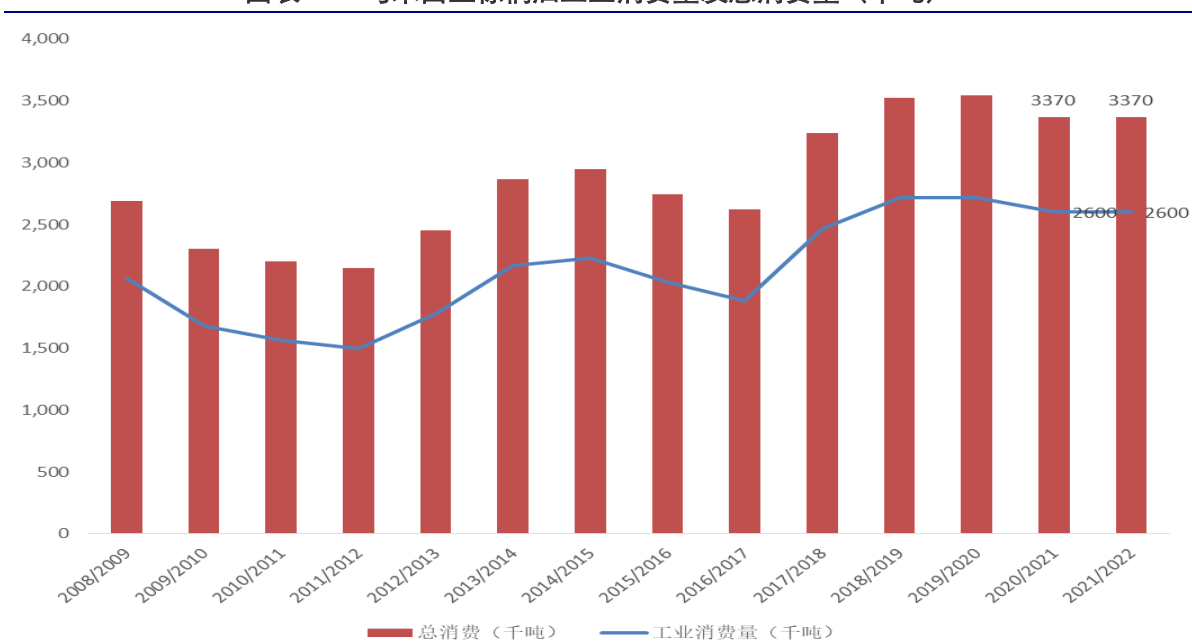


根据美国农业部数据，印度尼西亚棕榈油的工业消费量维持在历史高位 880 万吨。目前，棕榈油的价格持续走高，导致消费者对棕榈油的需求消费下滑，政府应对高物价的政策可能会放缓棕榈油的工业用途。

马来西亚油脂化工行业的产能利用率维持在 90%水平。疫情导致外国劳动力缺乏，棕榈油产量下滑，但油脂化工行业基本不受影响，产量基本维持稳定，产能利用率也处于近年来的正常水平。由于棕榈油价格大幅上涨，马来西亚棕榈油生产生物柴油利润较差，产量较去年小幅下滑。今明两年，马来西亚政府维持生物柴油的掺兑比例在 10%，生物柴油消耗棕榈油的数量 120—140 万吨之间。

棕榈油价格高企，制约生物柴油的产量，棕榈油用于工业用途的消费量保持平稳的状态。

图表 47：马来西亚棕榈油工业消费量及总消费量（千吨）



数据来源: USDA、兴证期货研发部

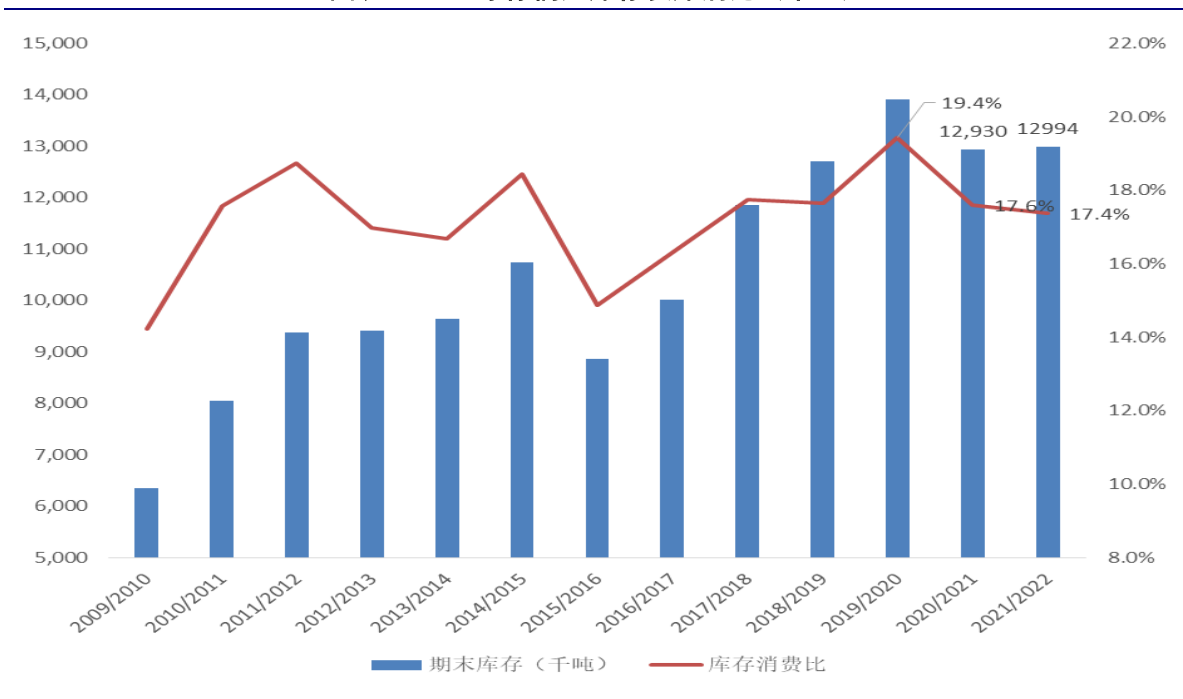
### 4.3 全球棕榈油供求分析

综合来看，印度尼西亚棕榈油单产维持正常水平，拉尼娜气候给东南亚带来充分降雨，棕榈油单产维持趋势水平，棕榈油产量增加；预计 2022 年印尼的棕榈油产量受面积增加的影响仍旧维持小幅增加。受疫情影响，马来西亚封国导致进口劳工大幅短缺，2021 年马来西亚棕榈油的产量出现超预期下滑；2022 年，随着劳工签证的加快发放，马来西亚棕榈油的产量有望恢复性反弹，但疫情的反复可能对产量仍旧有较大的影响，需要持续关注。需求方面，棕榈油的食用需求稳定增加，工业用途的用量、尤其是生物柴油的用量受到马来西亚和印度尼西亚政府生物柴油掺兑比例政策的影响。由于棕榈油价格大涨，消费受到一定抑制，政府推动生物柴油政策的进程也有所放缓，棕榈油用于工业的数量可能保持稳定状态。

根据美国农业部的预测，全球棕榈油的供求维持均衡的状态，期末库存小幅度增加。如图表 48 所示，全球棕榈油的库存 1299 万吨，库存消费比下降到 17.4%。从气候的角度看，2021 年下半年，东南亚地区降雨充沛，尽管短期不利于棕榈油的田间作业影响产量，但中长期却有

利于棕榈果的生长，因此，2022 年东南亚地区的棕榈油产量将出现增加。

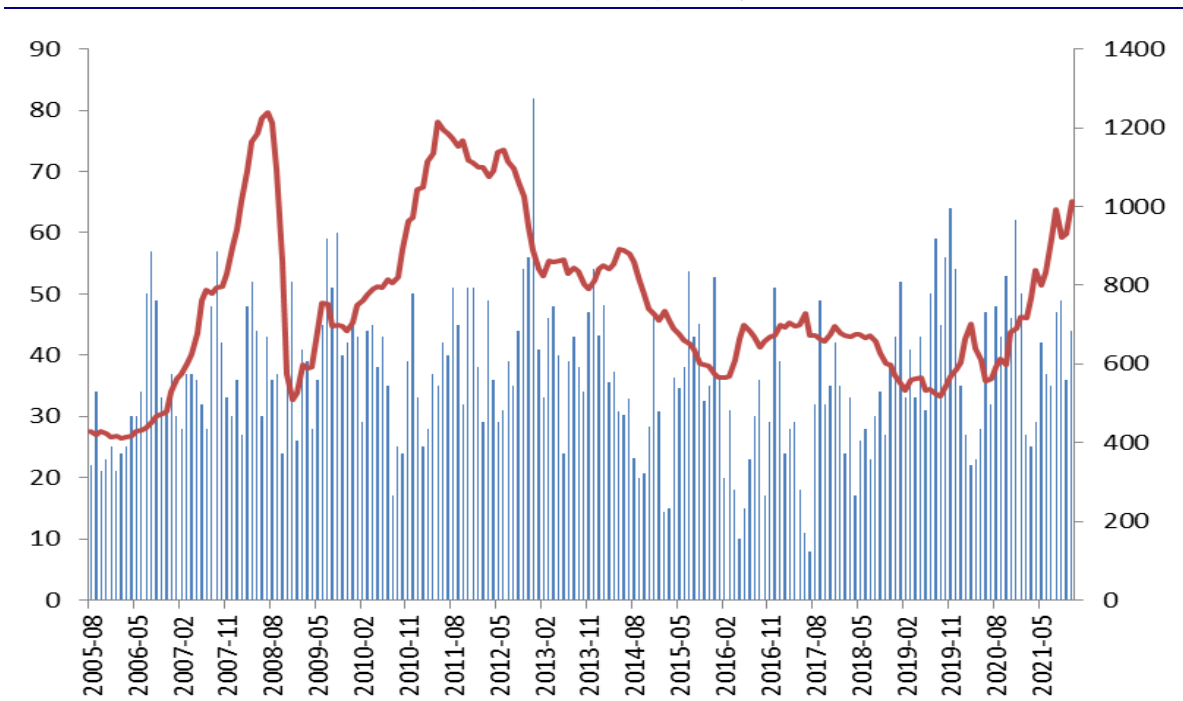
图表 48：全球棕榈油库存及库消比（千吨）



数据来源: USDA、兴证期货研发部

## 4.4 我国棕榈油产业分析

图表 49：棕榈油进口量（万吨、美元/吨）



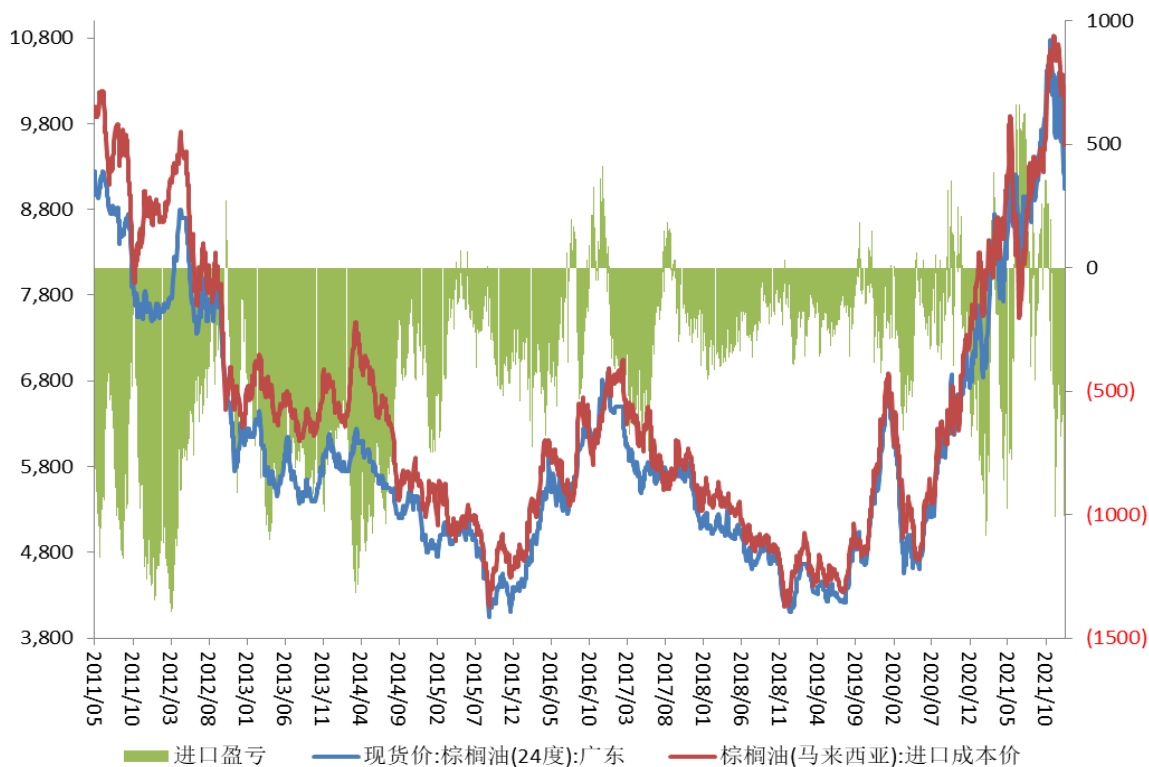
数据来源: USDA、兴证期货研发部

我国是棕榈油的消费大国，也是棕榈油的净进口大国。我国棕榈油的消费有 66%用于家庭食用消费，而 34%用于工业消费。工业消费主要用于食品加工行业，因为棕榈油是饱和脂肪酸，不易变质，使得棕榈油成为方便面等工业食品的主要原料。但由于棕榈油熔点较高，容易出现浑浊甚至会有凝固，棕榈油在家庭食用方面的需求较其他油脂存在劣势。

我们认为，国内棕榈油用于工业方面的需求保持稳定，但家庭食用方面的需求会随着棕榈油、豆油和菜籽油的比价关系发生变化。2021 年，国内大豆压榨量增加，豆油的供应量大幅增加，价格维持偏低水平；受加拿大菜籽油大幅减产影响，国内菜籽油的价格维持高位水平，棕榈油对豆油比价处于偏高水平，对菜籽油的比较处于偏低水平，整理不利于棕榈油的消费需求。2020/21 年度，国内进口棕榈油的数量维持高位。2021/22 年度来看，棕榈油的比价处于偏高的位置，棕榈油的进口量可能维持高位略减。

从进口盈亏的角度看，我国棕榈油的理论进口利润大部分时间维持负值，2017 年年初及年中，国内棕榈油的库存只有 30 万吨的历史低位，棕榈油的价格坚挺，进口棕榈油出现盈利，进口量大幅增加。2019 年 9、10 月，2020 年的 9、10 月份，2021 年部分时间，国内棕榈油价格大幅上涨，上涨幅度高于外盘，棕榈油进口出现正向利润，进口量偏高。目前，外盘价格上涨高于国内价格上涨幅度，棕榈油的进口利润重新进入亏损区间，进口量预期下降。

**图表 50: 棕榈油进口价差 (元/吨)**



数据来源: wind、兴证期货研发部

从库存的角度看，2020 年 2 月我国棕榈油的库存接近 100 万吨，随后出现震荡下滑。2021 年以来国内棕榈油库存持续维持偏低区间震荡，2021 年年初库存最高在 70 万吨，到 6 月达到最低 32 万吨水平，随后开始震荡反弹，目前国内棕榈油库存接近 60 万吨。

图表 51: 棕榈油港口库存 (万吨)



数据来源: wind、兴证期货研发部

综合来看，棕榈油的价格处于偏高水平，终端消费需求受到抑制。在国际棕榈油供求偏紧预期有所缓解的背景下，棕榈油价格可能出现调整的状态。国内棕榈油进口成本维持高位，进口棕榈油亏损严重。目前，棕榈油相对豆油的价格偏高，不利于棕榈油消费。在进口亏损及比价较贵的背景下，棕榈油的进口和需求可能会出现下滑。目前，全球进入拉尼娜气候，东南亚地区降雨较多有利于后期棕榈油的增产，印尼棕榈油的产量小幅增加；马来西亚随着劳工输入的增加棕榈油产量可能出现恢复性反弹，但仍受疫情的影响，需要关注。整体来看，棕榈油供求向宽松方向转变，可能给价格带来调整压力。

## 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。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。