

全球大豆产量不断增长 植物油价格有望逐步下行

——2021 年上半年油脂行情回顾和下半年展望

作者：油脂油料产品组 朱瑶

执业编号：F3055993(从业) Z0014088(投资咨询)

联系方式：010-68578151/ zhuyao1@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2021年7月12日星期一

摘要：

本年度由于美豆种植面积的提升，在 7-8 月主产区降雨良好的情况下，美豆产量大概率保持上行。另一方面，2022 年巴西大豆种植面积大概率保持增长，根据 USDA 的预计，2021/22 年度巴西大豆种植面积将达到 4030 万公顷，较 2020/21 年度的 3880 万公顷增长 3.87%，产量有望达到 1.435 亿吨。

在全球大豆保持增产的背景下，美豆价格极有可能承压下行。而美国关于生物能源的炒作则要看 7 月 EPA 的最终裁定，由于上半年美国疫情仍在逐步控制之中，预计 2021 年的掺混标准不会出现较大的提升，而 2022 在美豆增产的背景下，生物燃料掺混需求的增长不会给美豆油带来此前类似的压力，美国生物能源的炒作将在相关事件落地后逐渐消散，市场对植物油的定价最终将回归到美豆的供需之上。同时随着美国经济数据的好转以及 CPI 指数的快速回升，市场开始增加对美联储明年提前加息的预期，此前对通胀的担忧开始逐步消退，美债收益率开始快速下滑，宏观对整体农产品价格的支撑也将在下半年逐渐削减。

在全球大豆和棕榈油供应量增长的背景下，当前过高的植物油价格是受到了美豆低库存和生物能源炒作的影响，我们认为生物燃料的消费推动仍处于一个相当初级的阶段，目前下游消费需求的增长无法追赶油料作物产量的增长，短期内仍是一个供大于求的格局。过度炒作的价格需要先回到合理的价格区间之内才能再次进入上升通道，预计 8 月中上旬植物油价格将面临新一轮向下的调整，并在第四季度中逐步企稳。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

目录

第一部分 2021 年上半年行情总结	3
一、 豆油市场上半年走势分析	3
二、 棕榈市场上半年走势分析	5
三、 菜油市场上半年走势分析	6
第二部分 油料作物生产供应及进出口情况	8
一、 全球大豆生产供应及进出口情况	8
二、 棕榈油生产供应及进出口情况	12
三、 油菜籽生产供应及进出口情况	14
第三部分 油厂压榨及消费需求情况	15
一、 豆油消费需求状况及产量、开工情况	15
二、 菜油消费需求状况及产量、开工情况	16
三、 棕榈油消费需求状况及产量、开工情况	17
第四部分 供需平衡表解读	18
一、 国内豆油供需平衡表	18
二、 国内菜油供需平衡表	19
三、 马来西亚棕榈供需平衡表	20
第五部分 油脂季节性分析	20
第六部分 期现或跨期跨市套利机会展望	22
第七部分 棕榈油期权策略	24
第八部分 后市展望与总结	25
第九部分 相关上市公司股票统计	26

全球大豆产量不断增长 植物油价格有望逐步下行

——2021 年油脂品种上半年行情回顾和下半年行情展望

第一部分 2021 年上半年行情总结

2021 年上半年度国内植物油价格走势经历了两个主要阶段，1 季度呈现出顺畅上行的走势，2 季度国内植物油价格主要跟随外盘走势，由于外盘 CBOT 大豆和 CBOT 豆油价格的剧烈波动，使得国内植物油价格也大起大落。1 季度国内植物油价格的上行，主要受到了国内库存偏低的影响，由于巴西主产区遭受了连续的降雨，使得巴西收获进度受到阻碍，从而推迟了国内大豆到港量的到来，供应端的减少叠加豆菜油的低库存，使得国内植物油供需处于过度紧张的格局。进入 2 季度后，国内大豆到港量开始有所增加，国内豆油开始进入累库存的阶段，但是由于外盘美豆和美豆油价格的不断攀升，国内植物油价格也随之再度上行。外盘美豆和美豆油价格的上涨，主要是受到了美豆库存偏低的影响，在美国生物能源题材的炒作下，CBOT 大豆和 CBOT 豆油价格都涨至了 2012 年以来的高点，从而带动国内植物油价格也回到了 2013 年以来的高位。之后随着美国清洁能源政策的转变以及美豆种植天气的变化，美豆和美豆油价格的波动再度加剧，短期内美豆主力合约价格回到 1300 美分/蒲式耳的支撑位置，预计短期内还将保持震荡调整的局面。未来随着本年度 EPA 生物燃料掺混标准的发布，以及美豆收获期的临近，外盘 CBOT 大豆和豆油价格有望出现再度下行。

一、豆油市场上半年走势分析

1 季度国内豆油主导了整体植物油价格的走势，由于国内植物油食用消费以豆油为主，豆油供需的改变直接影响到三大植物油价格的波动。由于本年度巴西和美国国内大豆库存都处于较低水平，国际大豆价格的上行推动了整体植物油价格的走高，1 季度全球植物油市场关注的重点都在巴西大豆对全球供应的节奏之上，而国内豆油价格也受到了美豆价格涨跌的直接影响。

国内豆油 1 月整体维持震荡调整的走势，在月初豆油价格突破 8000 元/吨之后，由于国内春节前油脂备货的结束以及外盘美豆价格的高位回调，使得国内豆油价格有所回落。国内豆油基本面在 1 月并没有发生较大的改变，由于进口大豆到港量的逐渐减少，国内豆油一直处于减库存的周期之中，这给予国内豆油价格较强的底部支撑。进入 2 月以后国内豆油价格出现了大幅的上涨，5 月合约价格从 7854 元/吨一路上涨至 8660 元/吨，涨幅达到 10.26%。豆油价格的上行，一方面受到美豆价格上涨的影响，另一方面国内植物油供需不断收紧。由于巴西大豆收获进度的推后，国内进口大豆到港量有所不足，在 4 月中下旬之前国

内大豆供应量难以出现大幅的增长，同时节后下游补库需求的增长使得油脂库存不断下滑。在 3 月中旬国内豆油价格达到顶点之后，国内首批源自巴西的进口大豆到达港口，后续预期不断增加的大豆到港量使得市场投注开始发生转变，豆油价格由此不断回落。

进入 2 季度后，国内豆油价格再度出现了大幅的上扬，外盘 CBOT 大豆价格的上涨起到了主要作用。3 月 31 日美国农业部公布了种植面积展望报告，根据报告显示美国 3 月 1 日当季大豆库存为 15.64 亿蒲式耳，此前市场预估为 15.34 亿蒲式耳，去年同期为 22.54 亿蒲式耳。虽然美豆库存数据高于市场预期，但幅度极为有限，同时美豆种植面积预期大幅低于市场预期，美国农业部公布的数据显示，美国 2021 年大豆种植面积预估为 8,760 万英亩，市场此前预估为 8,999.6 万英亩，2020 年实际种植面积为 8,308.4 万英亩。美豆种植面积报告的不及预期使得美豆价格拉开了新一轮上涨，在全球通胀上行的背景下，CBOT 大豆价格最高达到了 1677 美分/蒲式耳，接近了 2012 年以来的高点，国内豆油 05 合约也由此创下了年度内的新高。

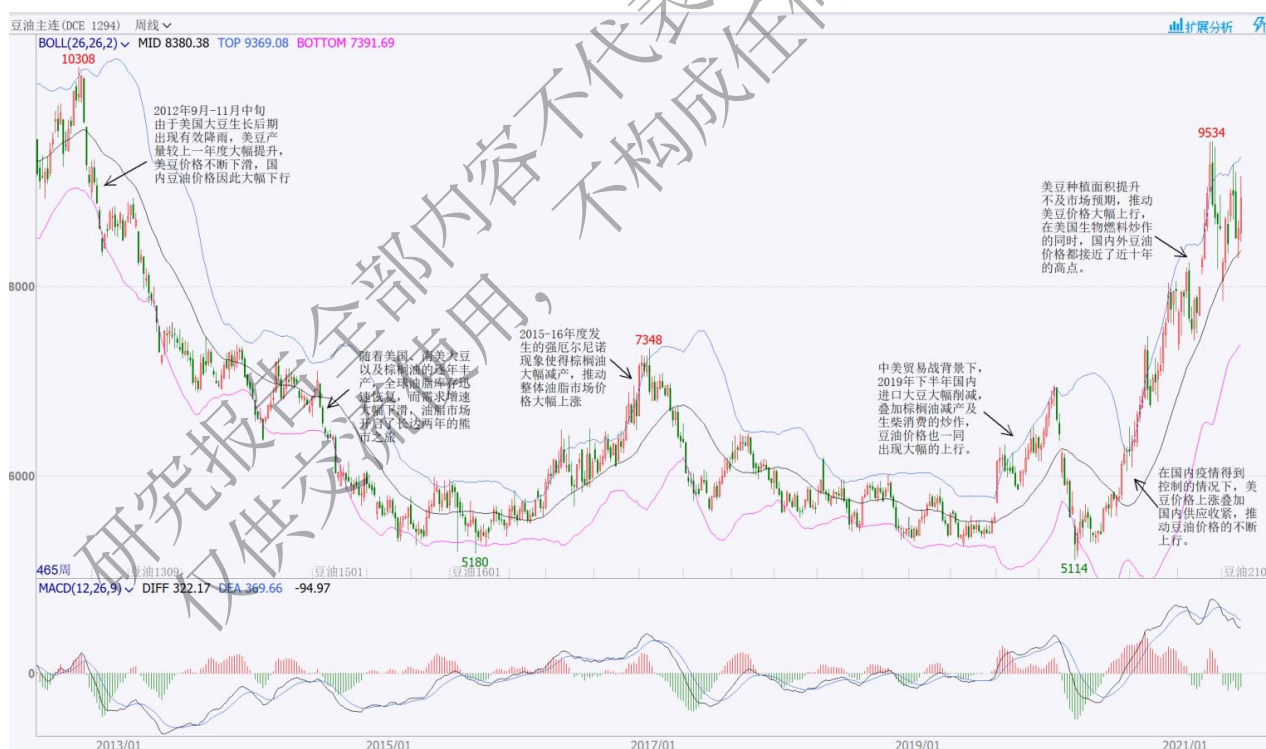


图 1 豆油主连价格走势

资料来源：文华财经 方正中期研究院整理

6 月 12 日，市场传言白宫正考虑让燃油精炼商减轻在生物燃料的要求，讨论的内容涉及在全国范围内普遍豁免炼油业免除某些义务、降低未来炼油厂必须混合的可再生燃料数量、对合规信用设置价格上限等。美清洁能源政策可能发生的改变使得 CBOT 大豆和 CBOT 豆油价格走势再度翻转，国内豆油价格也紧随

其后。整体来看，国内豆油价格的走势受到外盘相关合约价格变动的直接影响，在6月30日美国农业部种植面积报告发布之后，美豆种植面积的不及预期使得美豆价格大幅上行，国内豆油价格也再度紧随其后。由于外盘美豆和美豆油走势的不确定性，导致了国内豆油价格在2季度处于剧烈波动的状态。在美豆和美豆油价格走出趋势之前，国内豆油价格也会保持进一步的震荡调整。

二、棕榈市场上半年走势分析

国内棕榈油价格在1季度基本保持了和豆油同样的走势，在1月出现了较大的下行，除了受到外盘美豆价格的影响之外，马来1月出口量的大幅减少也是造成其价格走弱的关键原因。马来棕榈油出口量的减少，主要受到关税调整的影响。马来于2021年1月起开始将毛棕榈油出口关税由0上调至8%，而此前马来已经保持了7个月的零关税出口政策，这使得马来棕榈油出口量在1月关税提升之前大幅增长，从而挤压了马来1月的出口份额。在美豆价格进入调整走势之后，棕榈油1月价格也追随豆油进行盘整。

进入2月后在国际豆油和原油价格不断上涨的情况下，国内棕榈油价格也大幅攀升，主力合约累计上涨11.25%。虽然棕榈油价格大幅上行，但马来的棕榈油基本面并没有得到明显改善，2月出口量较1月继续下行，最终库存因为产量的减少而略微缩小。棕榈油价格的上移主要受到国际豆油价格拉涨的影响，在3月国际豆油出现连续下跌行情之后，国内棕榈油价格也快速回落，主力合约05从最高点8302元/吨最低跌至7188元/吨的位置。在美豆种植面积预期报告发布之后，棕榈油价格追随美豆和豆油价格有所上行，但未来情况仍不容乐观。

从3月起棕榈油就已经进入季节性的增产周期，马来3月棕榈油产量环比增长28.43%至142.3万吨，出口虽环比大幅上行，但绝对数量仍然和去年疫情期间保持相当，这使得马来棕榈油库存在3月起开始出现增长。4月马来棕榈油出口量预计环比增加10%左右，但仍要大幅低于疫情前18/19的水平。3月棕榈油价格的强势表现，一方面受到原油价格走强的提振，另一方面是CBOT豆油价格极度扭曲后对棕榈油价格带来的冲击。棕榈油价格4月也保持上行趋势，棕榈油价格的上涨主要跟随外盘马来棕榈油价格的走势。由于CBOT豆油价格的大幅上行，使得国际植物油价格都得到了相应的拉升，马来棕榈油在基本面偏弱的格局下价格依然保持上涨。

国内棕榈油价格5月走势和豆油趋近于一致，外盘CBOT豆油价格的走势对棕榈油造成了较大的影响。棕榈油价格在5月上旬的大幅上涨，一方面受到了外盘CBOT豆油价格上行的推动，另一方面市场在炒作马来棕榈油因为外籍劳工不足而引发的减产，5月中旬马来棕榈油出口量环比的提升也加速了棕榈油价格的上行。但是进入5月下旬后，马来棕榈油出口数据有所回落，同时棕榈油产量仍然保持在4月相当

的水平，5月马来棕榈油库存仍然有望出现进一步的上涨。在CBOT豆油价格触顶后，棕榈油价格出现了更为明显的回落，这是因为棕榈油本身的基本面要明显弱于国际豆油。

6月棕榈油价格追随外盘CBOT豆油价格的下行而出现了同步的下滑，主力合约一度接近6600元的低位。但是进入7月后市场再度炒作棕榈油供需的收紧：一方面马来棕榈油增产不及市场预期，根据马来西亚棕榈油协会(MPOA)的数据显示，6月1-30日马来西亚棕榈油产量为159万吨，较5月1-31日增长1.64%，低于市场预期的7.5%；另一方面印度下调了棕榈油进口关税，印度除了从7月起将毛棕榈油关税从15%下调至10%以外，还放开了精炼棕榈油的进口，将精炼棕榈油进口关税从49.5%下调至41.25%，时间直至12月底为止。二者利多的叠加，推动了棕榈油价格在7月上旬的大幅上行。

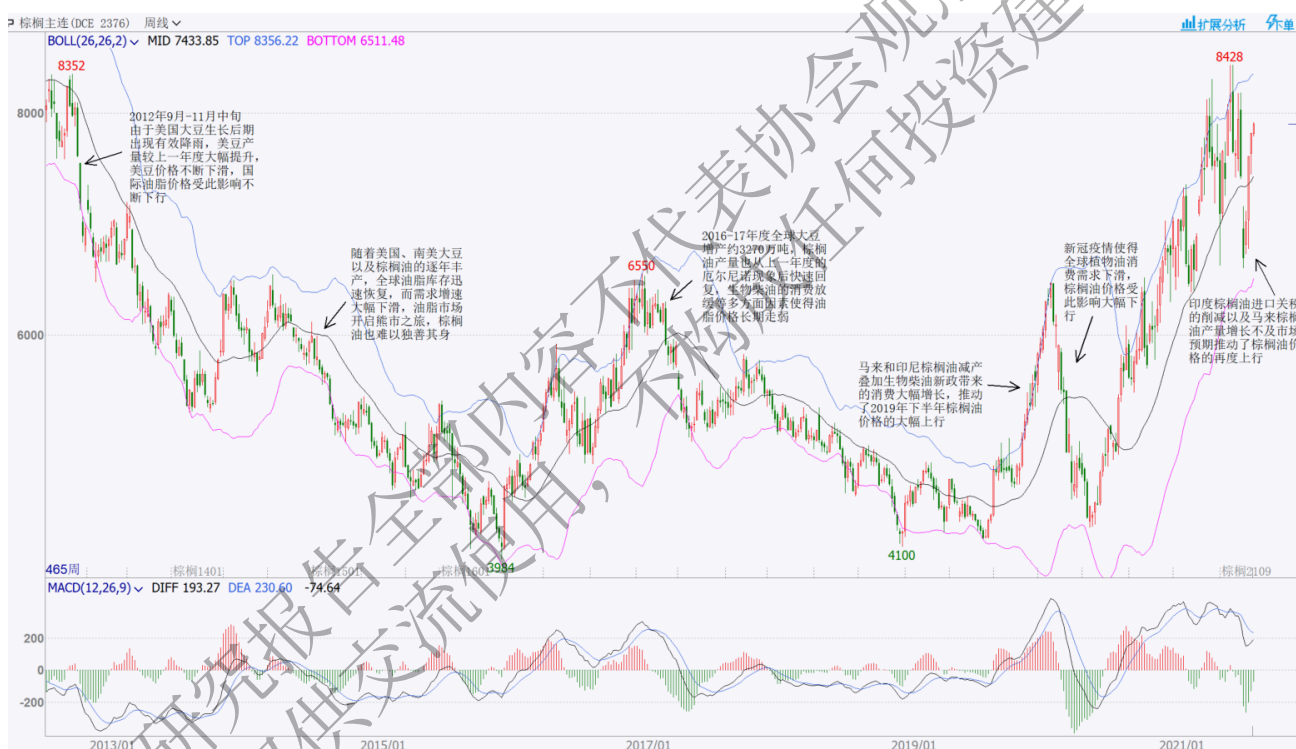


图2 棕榈油主连价格走势

资料来源：文华财经 方正中期研究院整理

三、菜油市场上半年走势分析

国内菜油基本面在1季度没有较大的改善，过低的菜油库存使得菜油价格继续保持在高位，同时菜油和豆油间过高的价差继续抑制着下游对菜油的消费需求。受进口限制的影响，菜油本身缺乏足够的上冲动能，使得价格只能追随豆油进行摆动。1月份在国内春节前油脂备货结束后，菜油的消费需求同样发生了减弱，但过低的菜油库存使得菜油价格更为坚挺，向下修正的幅度要明显小于豆油和棕榈油。

进入 2 月以后，受到豆油和棕榈油价格不断上行的影响，国内菜油价格也不断上升。菜油 05 合约在 2 月上涨 656 点，涨幅 6.68%。菜油价格涨幅要明显弱于豆油和棕榈油，这是因为本轮植物油驱动的核心主要在于豆油之上，虽然菜油供给同样紧张，但过高的价格使得下游消费更倾向于使用豆油，所以菜油的涨幅略有不足。但是受益于国内菜油库存的低下，菜油价格始终保持在 10000 元/吨以上的水平，在 3 月豆油和棕榈油发生较大回撤之后，菜油价格也出现了相应的调整，但整体幅度要明显低于二者。

国内菜油价格在 4 月同样保持震荡上行的趋势，但整体涨幅是三大油脂中最弱的一个品种。除了本身价格一直保持在高位，过高的价差使得下游消费更多偏向豆油的因素影响之外，国内菜油进口量的增加也是其中一个原因。自 3 月以来，国内菜油进口量大幅提升，国内菜油库存也出现了明显的增长，但是下游的消费需求并没有得到显著提升。4 月期间中储粮进行了三次菜油的竞价销售，然而均以流拍告之结束。虽然菜油库存相对往年仍然保持低点，但 5 月巴西大豆的巨量到港预期使得整体植物油市场都在观望。菜油进口量和国内菜油库存的明显提升使得菜油价格在 4 月的表现相对乏力。

5-6 月国内菜油的走势与豆油和棕榈油保持一致，但整体上波动要明显小于二者。菜油价格的波动较小主要在于国内目前的食用油消费以豆油为主，而豆油和棕榈油更易受到外盘大豆和豆油价格波动的影响。国内菜油价格一直处于较高的水平，使得下游消费需求受到抑制。虽然近两年进口菜籽数量一直有所不足，但菜油进口量却大幅提升，国内菜油库存已经较 2020 年有了明显的增长。在本轮植物油价格走势以豆油为核心的驱动下，菜油价格的走势仍然追随豆油而摆动，因此本身的价格波动要有所收敛。



图 3 菜油主连价格走势

资料来源：文华财经 方正中期研究院整理

第二部分 油料作物生产供应及进出口情况

本年度巴西大豆继续保持丰产，预计产量将达到 1.37 亿吨。自 3 月以来国内大豆到港量开始不断增加，国内进口大豆和豆油库存不断上行。国内菜籽进口量虽然仍处于偏低水平，但菜油进口量大幅增长，根据海关总署公布的数据显示，1-5 月进口菜油累计 114.69 万吨，比去年同期增加 48.93 万吨，增幅 74.41%，菜油进口量的增加使得国内菜油库存也快速攀升，已经接近 40 万吨的正常水平。国内豆菜油供给量的增加，使得上半年国内食用油供需不断走向宽松。

棕榈油在 1 季度处于供给和消费的淡季，基本面本身并没有出现大的改动，进出口数据的变化主要受到各国关税调整的影响。从 3 月开始棕榈油逐步进入季节性增产周期，但是由于马来受疫情的影响，国内封锁政策的实施使得外来劳工数量明显不足，虽然去年 4 季度整个东南亚降雨保持良好，但是马来棕榈油产量的增长却较为有限，马来棕榈油 2 季度库存保持缓慢增长的状态。随着印度对精炼棕榈油进口的放开，预计印度将加大对印尼棕榈油的进口数量，马来下半年棕榈油出口量可能也难以出现明显的增长。

一、全球大豆生产供应及进出口情况

本年度南美大豆收获已经结束，根据 USDA 6 月发布的报告显示，巴西本年度大豆产量将达到 1.37 亿吨，较上一年度的 1.285 亿吨增长了 850 万吨，阿根廷大豆产量将达到 4700 万吨，较上一年度的 4880 万吨减少了 180 万吨。而 6 月底美国农业部公布了种植面积报告，报告显示美豆 2021 年种植面积为 8755.5 万英亩，基本和 3 月预期的 8760 万英亩保持一致，虽然低于市场预期，但仍要较 2020 年的 8310 万英亩多出 450 万英亩，预计美豆产量仍有可能达到 1.199 亿吨，较上一年度多出约 733 万吨。

2021/22 年度全球大豆产量预计将保持继续增长，其中美国预计增产 733 万吨，巴西增产 700 万吨，阿根廷增产 500 万吨，三国累计增产 1933 万吨，全球增产 2145 万吨。全球性的连续增产及库存增长可能会使美豆价格的上行由此结束。

图 4：全球大豆供需平衡表

全球大豆供需平衡表 (百万吨)									
			期初库存	产量	进口量	压榨消费量	国内总消费	出口量	期末库存
2020/21年度	全球	5月	96.52	362.95	167.77	322.4	369.33	171.36	86.55
		6月	96.52	364.07	167.81	322.06	368.99	171.41	88
		变动	0	1.12	0.04	-0.34	-0.34	0.05	1.45
	美国	5月	14.28	112.55	0.95	59.6	62.47	62.05	3.25
		6月	14.28	112.55	0.95	59.19	62.06	62.05	3.66
		变动	0	0	0	-0.41	-0.41	0	0.41
	巴西	5月	20.74	136	0.7	46.75	49.4	86	22.04
		6月	20.74	137	0.7	46.75	49.4	86	23.04
		变动	0	1	0	0	0	0	1
	阿根廷	5月	26.7	47	4.7	41.5	48.7	6.35	23.35
		6月	26.7	47	4.7	41.5	48.7	6.35	23.35
		变动	0	0	0	0	0	0	0
	中国	5月	26.8	19.6	100	96	114.5	0.1	31.8
		6月	26.8	19.6	100	96	114.5	0.1	31.8
		变动	0	0	0	0	0	0	0
2021/22年度	全球	5月	86.55	385.53	172.71	331.69	380.78	172.9	91.1
		6月	88	385.52	172.71	331.69	380.78	172.9	92.55
		变动	1.45	-0.01	0	0	0	0	1.45
	美国	5月	3.25	119.88	0.95	60.56	63.81	56.47	3.81
		6月	3.66	119.88	0.95	60.56	63.81	56.47	4.22
		变动	0.41	0	0	0	0	0	0.41
	巴西	5月	22.04	144	0.65	47.7	50.35	93	23.34
		6月	23.04	144	0.65	47.7	50.35	93	24.34
		变动	1	0	0	0	0	0	1
	阿根廷	5月	23.35	52	4.7	42.5	49.85	6.35	23.85
		6月	23.35	52	4.7	42.5	49.85	6.35	23.85
		变动	0	0	0	0	0	0	0
	中国	5月	31.8	19	103	100	119.7	0.1	34
		6月	31.8	19	103	100	119.7	0.1	34
		变动	0	0	0	0	0	0	0

数据来源： USDA 方正中期期货

本年度 1 季度美豆销售进度保持良好，净销量大幅超于去年同期水平。由于美豆销售进度的超前，使得美豆库存快速下滑，美国国内大豆供应量的不足推升了 CBOT 大豆和豆油的价格。进入 3 月后，由于美豆库存的持续减少，美豆销售数量开始明显放缓，销售进度几乎处于停滞的状态。

不过 2021/22 年度美豆新作销量要明显超出往年，截至 7 月 1 日，美豆新作销量累计达到 939.79 万吨，要超出去年同期的 731.9 万吨约 28.4%。在 9 月之前，市场关注的焦点仍在美豆种植期天气之上，当美豆产量基本确定之后，美豆出口进度的数据才会再度变得重要。

图 5: 美豆周度累计净销量

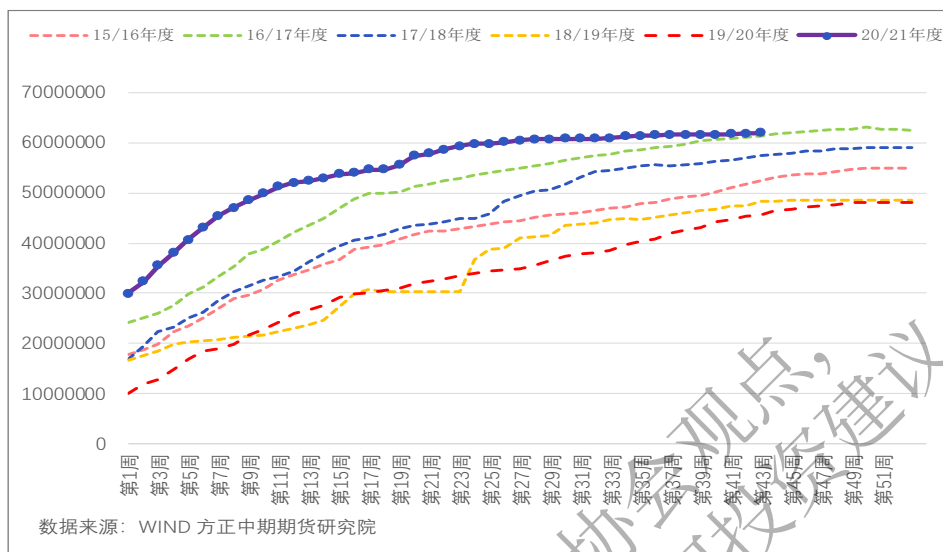
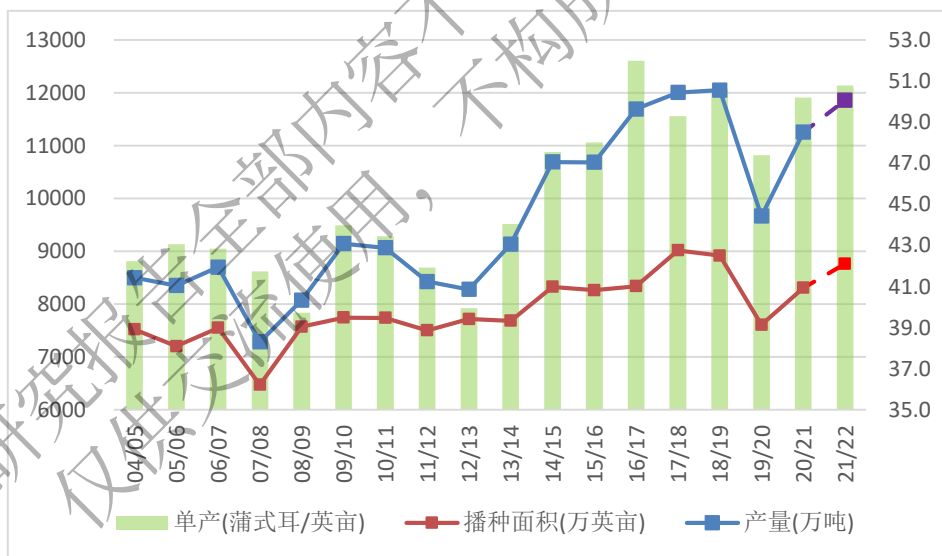


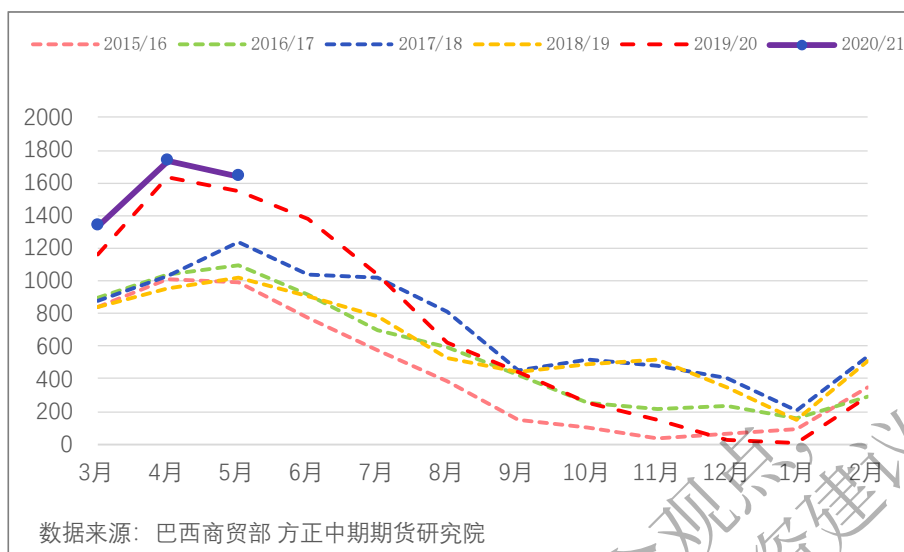
图 6: 美豆种植面积



数据来源: USDA 方正中期期货

本年度由于巴西大豆产量的提升, 巴西大豆的出口量也较往年有了明显的增长。根据巴西外贸秘书处 (SECEX) 发布的数据显示, 2021 年 1 月到 6 月期间, 巴西大豆出口量达到 6130 万吨, 上年同期为 5880 万吨, 今年上半年大豆出口产值达到 256 亿美元。由于中国对巴西大豆需求的剧烈增长, 预计明年巴西大豆种植面积将出现再度的提升, 根据 USDA 的预计, 2021/22 年度巴西大豆种植面积将达到 4030 万公顷, 较 2020/21 年度的 3880 万公顷增长 3.87%, 产量有望达到 1.435 亿吨。

图 7：巴西大豆出口数据



根据海关数据统计，2021 年 1 至 5 月份中国大豆进口量达到 3823.4 万吨，比上年同期的 3388.2 万吨提高 12.8%。今年早些时候中国油厂加大采购巴西大豆，因为国内生猪养殖业复苏，对大豆需求强劲。但是由于年初巴西天气不利，导致大豆收获以及出口放慢。从 4 月份开始，船期延迟的巴西船货开始大量运抵中国，但是降雨的影响依然存在，一些船货推迟到 6 月份运抵中国港口。分析师称，未来两个月内大豆到货量预计超过 1000 万吨，使得已经充足的大豆供应进一步增长。海关数据显示，5 月份中国食用油进口量为 98 万吨，和 4 月份基本持平。1 至 5 月份中国食用油进口量累计达到 477.8 万吨，比上年同期的 329.6 万吨提高 45.0%。1-5 月中国豆油进口量累计达到 44.79 万吨，较上一年度的 19.8 万吨增长了 126.21%，虽然豆油进口量有所增长，不过相对于大豆进口量而言豆油进口量仍然微乎其微，对国内豆油供应影响偏小。

图 8：中国进口大豆月度数据

单位（万吨）

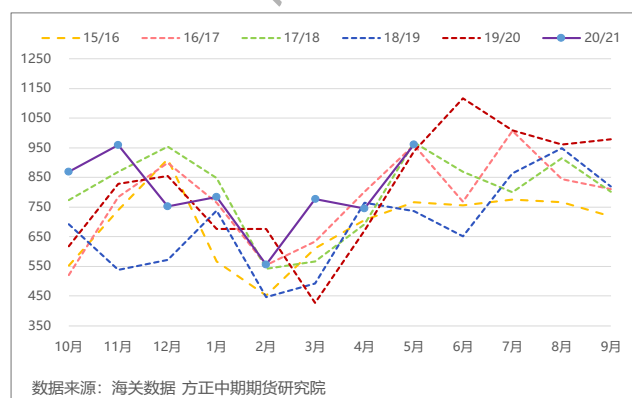
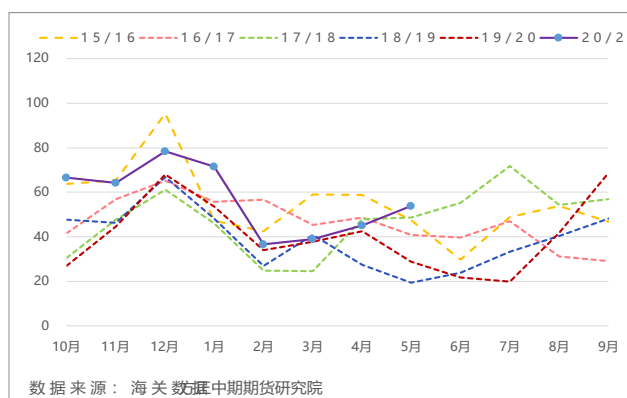


图 9：中国进口豆油月度数据

单位（万吨）



二、棕榈油生产供应及进出口情况

去年受厄尔尼诺气候的影响，东南亚获得了较充沛的降雨，这有利于本年度棕榈油产量的增长。进入2021年3月以后，棕榈油进入了季节性的增产周期，马来棕榈油产量开始逐步上行。在产量增长的同时，棕榈油出口量的增长却有所放缓，这主要受到了全球疫情再度蔓延的影响，其中印度国内疫情的加剧使得植物油进口量在上半年保持低水平，对棕榈油的进口直至2季度才有较明显的增长。

图 10：马来西亚棕榈油月度产量 单位（千吨）

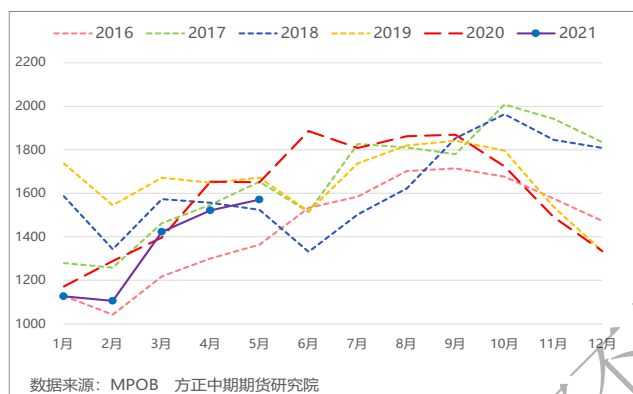
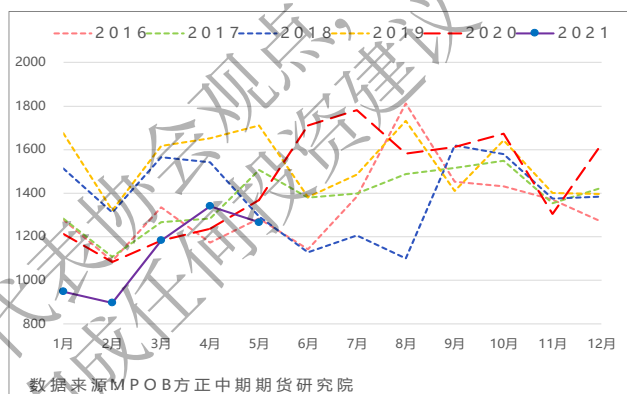


图 11：马来西亚棕榈油月度出口量 单位（千吨）



6 月马来 MPOB 月度供需报告显示，5 月马来棕榈油产量环比上涨 2.84% 至 157.2 万吨，出口下滑 6.01% 至 126.5 万吨，库存上涨 1.49% 至 156.9 万吨。外来劳工不足是造成马来棕榈油产量增长缓慢的主要原因，但是由于印度对精炼棕榈油进口的再度放开，预计对马来毛棕进口量将出现下行，马来棕榈油库存仍将保持增长。7 月 13 日马来 MPOB 将发布月度供需报告，本次报告预计马来棕榈油产量和库存量都将出现同步上行。根据马来西亚棕榈油协会 (MPOA) 的数据显示，6 月 1-30 日马来西亚棕榈油产量为 159 万吨，较 5 月 1-31 日增长 1.64%，由于幅度低于市场预期的 7.5%，使得马盘棕榈油价格近期走势表现强劲。

印度从 2021 年 2 月 1 日起将毛棕榈油的有效进口关税从 30.25% 提高到 35.75%，而毛豆油和毛葵花油的有效进口关税没有变化，仍为 38.5%。这造成 2 月印度棕榈油进口量大幅下行，从 1 月的 78.1 万吨下降至 39.4 万吨，环比下滑 50.53%。虽然之后印度植物油进口量有所回升，但受国内疫情再度加剧的影响，印度整体植物油进口量依然要明显低于往年同期水平。

5 月印度植物油和棕榈油进口均出现继续增长，整体植物油进口量达到 121.3 万吨，环比增长 17.79%；其中棕榈油进口量达到 77 万吨，环比增长 9.66%；豆油进口量达到 26.8 万吨，环比增长 85.93%。印度从 6 月 30 日起将毛棕榈油基础进口关税从 15% 下调到 10%，有效期为 3 个月；同时允许在未来六个月里进口精炼棕榈油，并将精制棕榈油进口关税从 49.5% 下调至 41.25%，有效期 3 个月。预期随着

印度棕榈油进口关税的下调，印度 7 月棕榈油进口量将出现明显的上升，但是由于印度 6 月初食用油库存已经达到 196 万吨，接近往年正常水平，在 7 月棕榈油进口量大幅上升之后，过高的植物油库存会抑制此后印度植物油的进一步进口。

图 12：印度植食用油进口总量 单位（万吨）

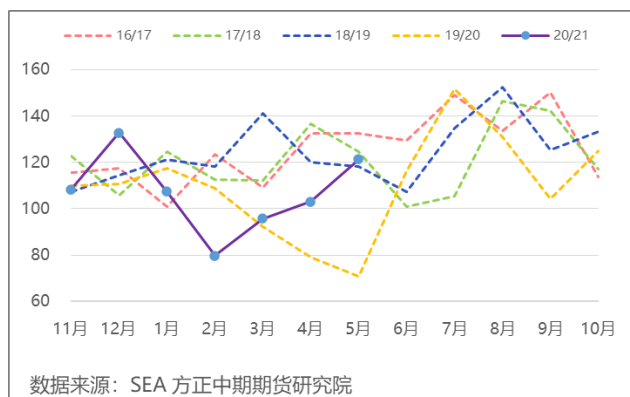
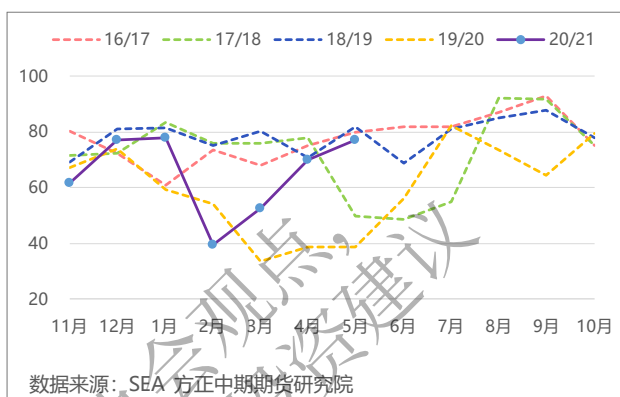


图 13：印度棕榈油进口数据 单位（万吨）



由于棕榈油价格一直处于较高水平，而国内棕榈油消费以刚需为主，国内棕榈油进口量在上半年始终保持较均衡的水平，在 5 月份才有了较明显的增长。根据海关总署公布的数据显示，1-5 月进口棕榈累计 246.08 万吨，比去年同期增加 45.81 万吨，增幅 18.62%。5 月国内进口棕榈量达到 53.85 万吨，同比去年增加 4.9 万吨，增幅 9.09%。预计随着印尼棕榈油出口关税的下调，国内棕榈油进口量会出现一定的回升，但是整体不会有过高的增长，国内棕榈油库存有望在 3 季度略微增长。

图 14：中国进口棕榈油利润 单位（元/吨）

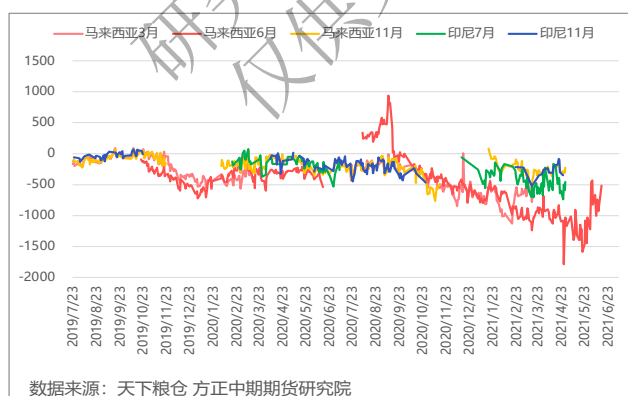
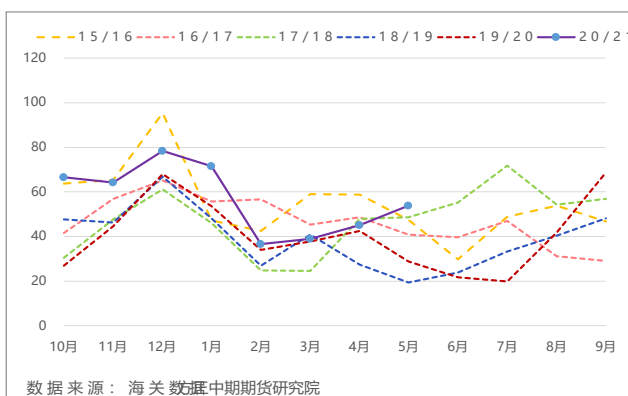


图 15：中国进口棕榈油月度数据 单位（万吨）

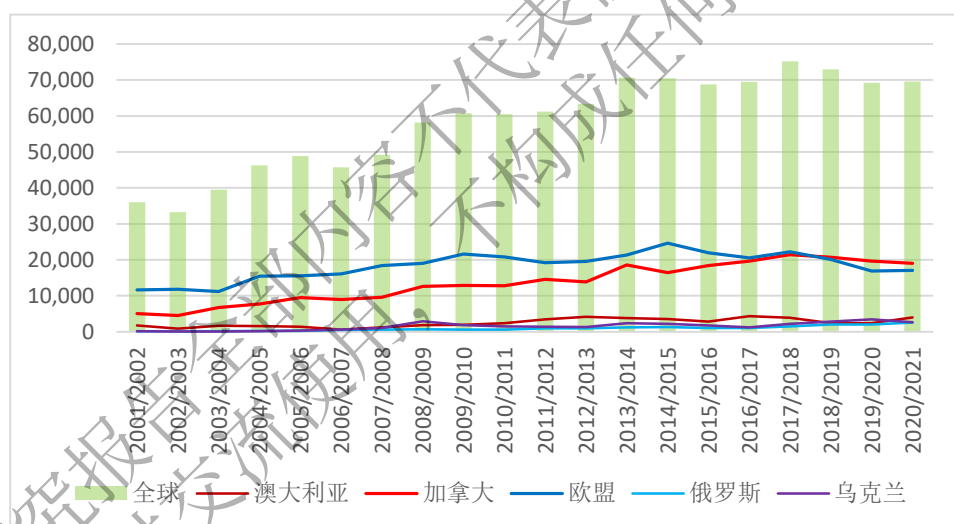


三、油菜籽生产供应及进出口情况

法国战略谷物公司发布报告显示，上调欧盟油菜籽产量预测值，并下调需求预测值，预计下个年度供应紧张状况将会缓解。2021/22 年度欧盟 27 国的油菜籽产量预计为 1700 万吨，高于上月预测的 1682 万吨，比上年的 1645 万吨增加 3.3%。产量上调原因主要在于罗马尼亚产量调高。2021/22 年度欧盟油菜籽播种面积预计为 516 万公顷，略高于上月预测的 513 万公顷，比上年的 514 万公顷增加 0.5%。2021/22 年度欧盟油菜籽单产预计为 3.29 吨/公顷，略高于早先预测值 3.28 吨/公顷，比上年的 3.2 吨增加 2.8%。

战略谷物公司称，5 月中旬到 6 月中旬期间全球植物油价格大幅下跌，降低油籽压榨利润，其中包括油菜籽，降低了 2021/22 年度需求前景。战略谷物公司目前预计 2021/22 年度欧盟油菜籽和葵花籽库存将会恢复性增长。该公司还将今年欧盟葵花籽产量预测数据从 988 万吨略微下调到 982 万吨，不过仍比 2020 年因干旱减产的水平高出 13.2%。

图 16：全球菜籽产量



数据来源：USDA 方正中期期货

加拿大统计局称，今年油菜籽播种面积达到 2248 万英亩，高于 4 月份预测的 2153 万英亩，并且创下历史次高纪录，仅低于四年前的 2301 万英亩，比上年面积提高 170 万英亩。加拿大统计局称，全球油籽需求强劲，很可能导致农户播种更多油菜籽。欧盟目前已经是加拿大油菜籽的第二大进口国。2020/21 年度前 9 个月，欧盟进口了 170 万吨油菜籽，仅落后于中国的 206 万吨。

美国农业部的数据显示，2021/22 年度欧盟对加拿大油菜籽的需求预计增加，因为作为全球最大的生物柴油生产国，欧盟将在 2021 年生产和消费更多生物燃料。伯纳特称，这对油菜籽需求是利好消息。2021 年欧盟生物柴油产量预计为 161.1 亿升，比 2020 年因新冠疫情减产的水平增加 3.7%。消费量预计为

186.6 亿升，比 2020 年增长 2.6%，但还未恢复到新冠疫情之前 2019 年 的水平 188.2 亿升。2021 年生物柴油需求预计恢复，部分原因在于许多成员国的经济恢复，但也因为意大利、荷兰、波兰、葡萄牙、斯洛伐克、西班牙和英国 2021 年提高了生物燃料掺混率。德国是最大的生物柴油消费国。2021 年德国生物柴油用量预计为 35 亿升，其次是法国，达到 32.6 亿升，西班牙 19.2 亿升。这三个国家占到欧盟消费总量的近半。2020 年欧盟生物柴油用量只小幅减少了 3.5%，这主要因为几个欧盟成员国提高掺混率，以及政策调整。

图 17：中国进口菜籽月度数据 单位（万吨）

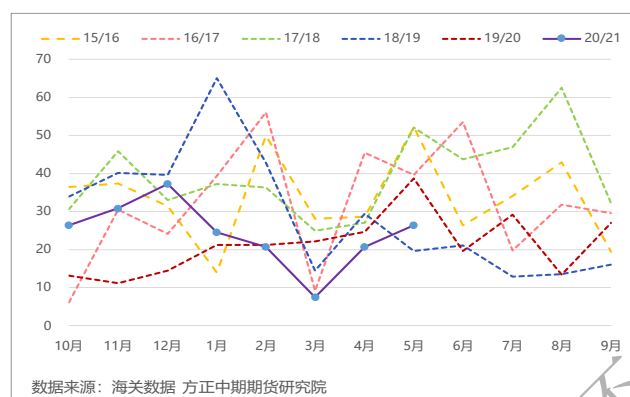
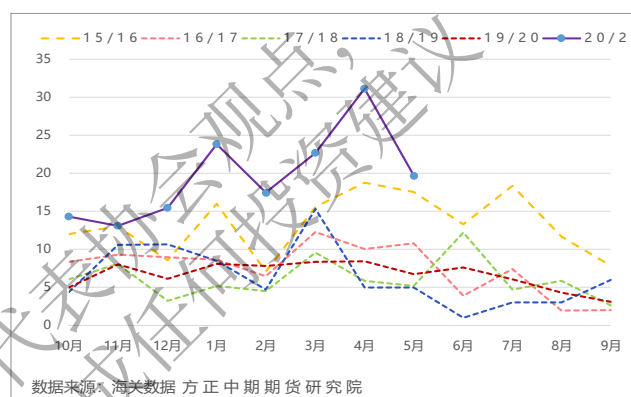


图 18：中国进口菜油月度数据 单位（万吨）



根据海关数据显示：2021 年 1-5 月进口菜籽累计 99.77 万吨，比去年同期减少 28.15 万吨，减幅 22.01%。5 月国内进口菜籽量达到 26.43 万吨，同比去年减少 12.22 万吨，减幅 31.62%。1-5 月进口菜油累计 114.69 万吨，比去年同期增加 48.93 万吨，增幅 74.41%。5 月国内进口菜油量达到 19.64 万吨，同比去年增加 2.09 万吨，增幅 11.91%。由于菜油进口量的大幅提升，使得国内菜油供应量有所上升，弥补了菜籽进口不足带来的影响，目前国内菜油商业库存已经临近 40 万吨，此前供需过度紧张的格局已经大大缓解。

第三部分 油厂压榨及消费需求情况

一、豆油消费需求状况及产量、开工情况

随着国内大豆到港量的不断增加，国内大豆压榨量自 3 月后开始不断回升，国内大豆和豆油库存均出现了明显的增长。根据我的农产品网对全国 111 家主要油厂的调查，截至 7 月 9 日当周，111 油厂大豆实际压榨量为 177.96 万吨，开机率为 63.12%。油厂实际开机率低于此前预期，较此前预估低 12.66 万吨。其主要原因：因部分油厂豆粕库存过高而出现短期胀库停机；叠加少部分因大豆到港卸船进度慢导致豆子衔接不畅短期停机。

图 19：国内周度大豆压榨量 单位（万吨）

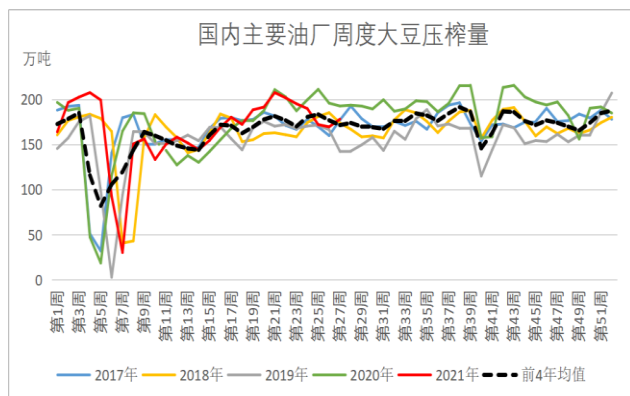
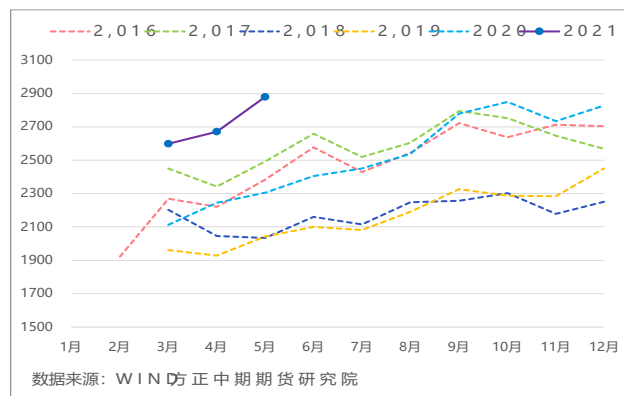


图 20：国内饲料产量 单位（万吨）



2020 年 12 月非瘟的再度暴发虽然使得国内生猪产能恢复势头有所放缓甚至停滞倒退，样本企业生猪存栏量环比由增转减，但同比仍有 30%-45% 的增幅，截止 2021 年 6 月末，样本企业商品猪存栏量同比增加 15.11%。国内饲料产量保持稳步上行，2021 年 5 月国内饲料产量达到 2879.7 万吨，同比增加 24.93%。饲料产量的增长，说明国内油厂压榨率同步上行，蛋白供应量的增长带动了豆油产量的提升。

截至 2021 年 7 月 2 日（第 26 周），国内港口大豆库存为 842.22 万吨，较上周增加 69.26 吨，增幅 8.22%，同比去年增加 218.26 万吨，增幅 34.98%。截至 2021 年 7 月 2 日（第 26 周），全国重点地区豆油商业库存约 93.39 万吨，环比上周增加 1.86 万吨，增幅 2.03%，预计 7 月国内豆油库存大概率回到 100 万吨以上。

图 21：国内沿海油厂大豆库存 单位（万吨）

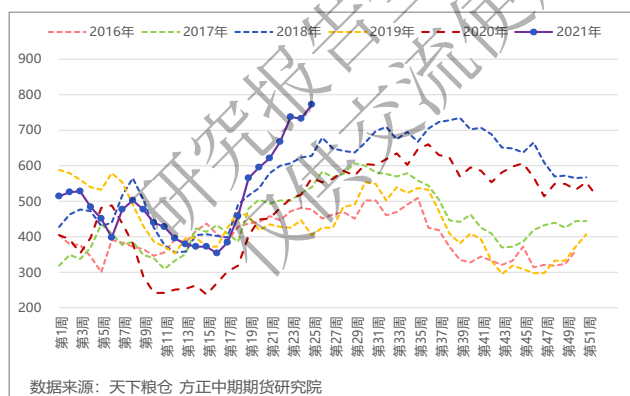
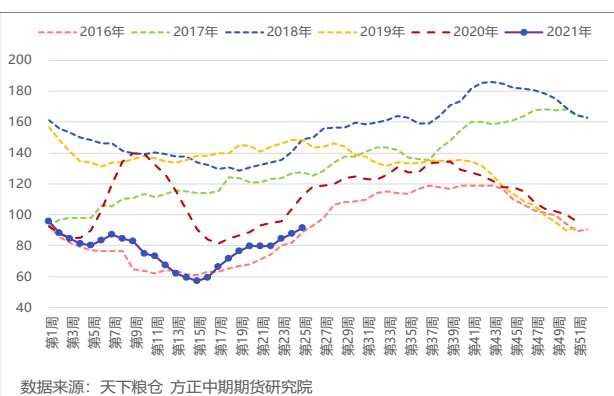


图 22：国内主要油厂豆油库存 单位（万吨）



二、菜油消费需求状况及产量、开工情况

由于国内菜籽进口量的减少，国内菜籽压榨量也始终保持在较低水平，国内菜油供应量的上升主要来自于菜油的直接进口。

根据我的农产品网对沿海 13 家油厂进行调查，目前国内仅有五家油厂在开机压榨进口菜籽（今年预计新增两家）。自 18 年起，菜系贸易模式改变以及全球油菜籽供应偏紧，国内沿海油厂开机率整体偏低。2021 年 1-6 月全国在榨进口菜籽油厂压榨量为 125.2 万吨，同比 2020 年增加 13.2 万吨，增幅 10.5%，同比 2019 年减少 20.1 万吨，降幅 16.1%。全国在榨进口菜籽油厂产油量为 53.83 万吨，同比 2020 年增加 5.67 万吨，增幅 10.5%，同比 2019 年减少 8.643 万吨，降幅 16.1%。

截至 2021 年 7 月 9 日（第 27 周），全国沿海油厂菜籽库存约 25.6 万吨，环比上周减少 5.2 万吨，减幅 16.88%。全国重点地区菜油商业库存约 35.39 万吨，环比上周增加 4.5 万吨，增幅 14.57%。

图 23：沿海进口菜籽库存 单位（万吨）

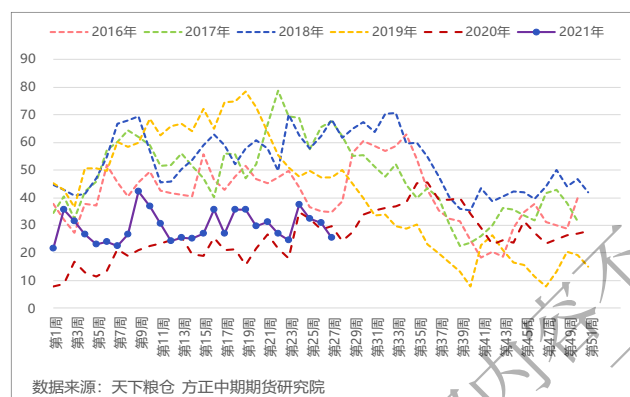
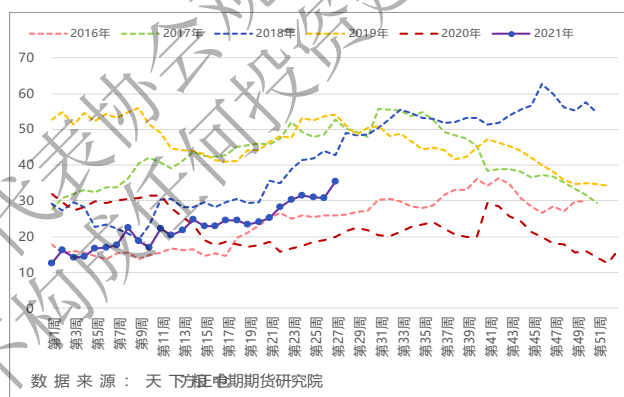


图 24：国内菜油总库存 单位（万吨）



三、棕榈油消费需求状况及产量、开工情况

2021 年上半年全球疫情仍然没有得到较大幅度的缓解，不少国家仍在执行封锁限制的政策，这使得棕榈油的食用消费难以恢复到正常水平。而工业消费方面，由于棕榈油价格的大幅上行，使得棕榈油和柴油间价差仍维持在高位，至 7 月二者价差仍高达 400 美元/吨以上。

棕榈油和柴油间过高的价差使得印尼政府要承担巨大的补贴成本，才能推动生柴产业的正常运行，在价差明显缩小之前，印尼国内 B30 的政策推进十分缓慢，根据 GAPKI 的数据显示，印尼国内棕榈油消费量 1-4 月的平均值仅能达到 160 万吨左右，同比增长 10 万吨左右，这证明当前印尼国内 B30 的推动十分乏力，要明显低于 B20 推动后的效果。

长期来看全球生柴政策的推行有利于植物油消费的增长，需求端生物燃料的消费需求将不断提升，各主产国均制定了本国的生物燃料掺混方案，未来植物油的消费用量有望不断上行，尤其是印尼 B40 项目的推进可能会带动棕榈油价格的新一轮上涨。但在植物油和柴油间价差缩小之前，棕榈油在工业方面的需求

增长仍将十分缓慢，我们认为生物燃料的消费推动仍处于一个相当初级的阶段，目前下游消费需求的增长无法追赶油料作物产量的增长，短期内仍是一个供大于求的格局。

图 25：国际棕榈油和柴油价格走势关系 单位（美元/吨）

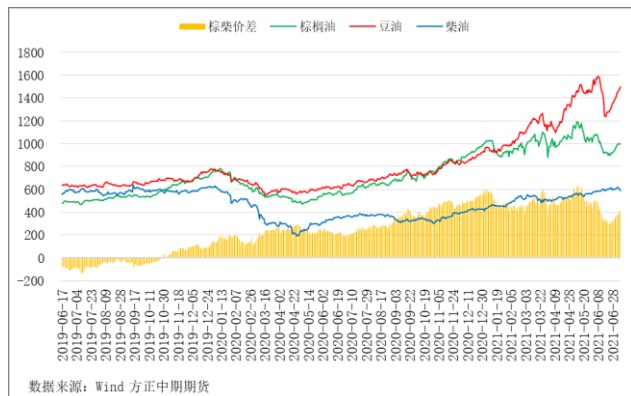
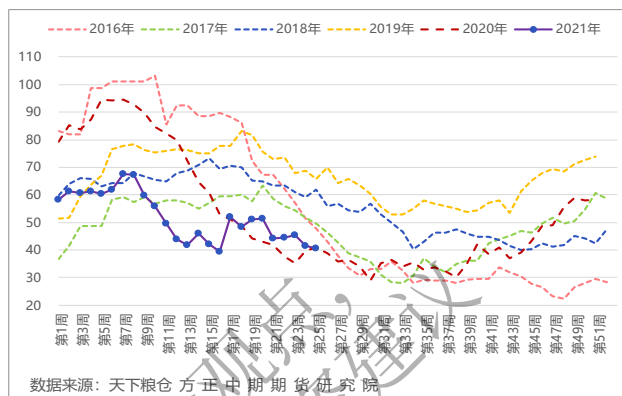


图 26：国内港口食用棕榈油库存 单位（万吨）



国内棕榈油消费仍以刚需为主，目前国内并没有大幅推动生物柴油的计划，对食用油的消费需求也主要在豆油和菜油之上。在没有明显的投机需求出现之前，国内棕榈油进口量较为有限，这使得国内棕榈油库存仍保持季节性趋势，在 3 季度仍将保持下行走势。截至 2021 年 7 月 2 日（第 26 周），全国重点地区棕榈油商业库存约 42.02 万吨，环比上周增加 1.40 万吨，增幅 3.45%。7 月印尼棕榈油出口关税的下调可能会短暂提升国内的进口数量，但在没有实质性需求增长的情况下国内棕榈油进口量仍难有大的提升。

第四部分 供需平衡表解读

一、国内豆油供需平衡表

时间	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22
期初库存	91.2	65.7	67.0	56.8	50.1	65.0	74.7
总供给	1519.6	1648.0	1661.1	1601.5	1739.7	1840.0	1897.0
产量	1460.5	1577.0	1612.8	1523.2	1639.7	1750.0	1792.0
进口	59.1	71.0	48.3	78.3	100.0	90.0	105.0
总消费	1544.6	1646.8	1671.1	1608.2	1724.8	1830.3	1865.0
食用	1535.0	1635.0	1650.0	1588.5	1709.3	1825.3	1850.0
出口	9.6	11.8	21.1	19.7	15.5	5.0	15.0
期末库存	65.7	67.0	56.8	50.1	65.0	74.7	106.7
库消比	4.25%	4.07%	3.40%	3.11%	3.77%	4.08%	5.72%

自 3 月开始，国内大豆进口量便不断提升，至 5 月进口量已经达到 960 万吨，而 3-5 月累计进口量达到 2482 万吨，超出去年同期 445 万吨或 17.93%。预计 6-7 月国内进口大豆到港量将达到月均 1000

万吨以上，由于本年度大豆进口量的增多，以及生猪存栏量的明显增长，国内油厂压榨量将明显高于上一年度，从而使得国内豆油产量出现明显的增长。

另一方面，由于本年度国际豆油价格的高涨，使得国内豆油进口利润一直处于倒挂的状态，从而抑制国内直接进口豆油的需求。由于国内菜油价格的居高不下，使得豆油消费对菜油的替代也明显上升，间接提升了国内豆油的消费需求。预计本年度豆油供需都将出现同步的增长，不过在大豆进口量和压榨量不断提升的情况下，国内豆油也将进入增库存周期，供需将逐步进入宽松格局。

本月底美国农业部将公布种植面积报告，目前市场普遍预期美豆播种面积高于其最初预估，机构平均预估值为 8900 万英亩，而 3 月意向面积预估值为 8760 万英亩。美豆种植面积的上调将会进一步打压 CBOT 大豆和豆油价格，从而推动国内植物油价格的再度下行。

二、国内菜油供需平衡表

时间	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22
期初库存	627.0	501.8	193.5	104.7	118.1	115.4	147.4
国储	556.2	327.8	119.9	39.0	30.0	30.0	30.0
商业库存	70.8	174.0	73.6	65.7	88.1	85.4	117.4
总供给	469.8	391.7	438.2	474.9	405.2	465.0	480.0
产量	393.0	312.0	333.0	328.0	216.0	235.0	245.0
进口	76.8	79.7	105.2	146.9	189.2	230.0	235.0
总消费	595.0	700.0	527.0	461.5	407.9	433.0	461.0
食用	594.7	698.2	525.4	460.0	407.0	432.0	460.0
出口	0.3	1.8	1.6	1.5	0.9	1.0	1.0
期末库存	501.8	193.5	104.7	118.1	115.4	147.4	166.4
库消比	84.34%	27.64%	19.87%	25.60%	28.29%	34.04%	36.10%

在国内对加拿大菜籽进口限制之后，国内菜籽进口量一直位于相对较低的水平，2019/20 年度总进口量仅 255.82 万吨，较上一年度减少 92.85 万吨或 26.63%。本年度菜籽进口量较上一年度有所增长，因此国内菜油产量也出现上行，但仍要大幅低于往年 400 万吨左右的进口水平。在菜籽进口量减少的同时，国内菜油直接进口量出现明显增长，2019/20 年度菜油进口量达到 189.17 万吨，较上一年度增加 42.24 万吨或 28.75%。2020/21 年度菜油进口量继续增长，本年度截至 5 月总进口量达到 157.57 万吨，较 2019/20 年度同期多出 34.83 万吨或 30.89%，预计本年度国内菜油进口量将达到 230 万吨左右，国内菜油实际供应量已经接近此前正常水平。

目前来看国内菜油价格仍处于较高水平，直接进口菜油数量虽然有所上升，但容易受到国际市场植物油价格波动带来的影响，尤其在国际豆油价格大幅拉升的情况下，国际和国内菜油价格都会出现攀升。不过国内植物油消费仍以豆油为主，下半菜油价格的走势仍将跟随豆油调整。

三、马来西亚棕榈供需平衡表

时间	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22
期初库存	261.1	146.0	201.6	252.9	250.0	179.1	145.5
总供给	1851.6	1945.6	2021.8	2185.5	2004.5	1950.0	2060.0
产量	1770.0	1885.8	1968.3	2080.0	1925.5	1850.0	1970.0
进口	81.6	59.8	53.5	105.5	79.0	100.0	90.0
总消费	1966.7	1890.0	1970.5	2188.4	2075.4	1983.5	2067.0
国内消费	300.0	258.7	323.3	352.2	354.3	343.5	345.0
出口	1666.7	1631.3	1647.2	1836.2	1721.1	1640.0	1722.0
期末库存	146.0	201.6	252.9	250.0	179.1	145.6	138.5
库消比	7.42%	10.67%	12.83%	11.42%	8.63%	7.34%	6.70%

2021/22 年度马来棕榈油产量有望继续上涨，这主要受益于 2020 年 4 季度拉尼娜气候带来的丰沛降雨。目前马来棕榈油进入季节性的增产周期，虽然疫情的影响使得马来棕榈园外来劳工数目有所不足，但马来棕榈油产量依然保持稳步上行，在未来疫情转好的情况下产量有望得到进一步的提升。

当前疫情的发展限制了马来国内生物柴油 B20 消费的增长，部分地区暂停了相关计划的实施，预期疫情恢复后相关消费将重新启动。由于马来棕榈油产量仍在提升，而印度国内疫情的发展限制了其植物油的消费增长，马来棕榈油库存有望出现持续性的提升，2021/22 年产量将恢复到疫情之前的水平。目前棕榈油面临最主要的问题仍在于产量与消费的不匹配，印尼国内产量仍有较大的上升潜力，而过高的棕榈油价格限制了其国内 B30 项目的顺利推动，预计棕榈油价格将追随国际豆油价格一起向下调整，直至棕榈油和柴油间的价差缩小到合适的空间为止。

第五部分 油脂季节性分析

油脂消费主要受到了油料端产量及节日消费节点的影响，因此在季节性上通常会呈现出一定的规律。棕榈油由于一年 12 个月都有产量，所以在天气不发生重大灾害的情况下，其价格主要受节日需求的影响，在季节性规律上不及豆菜类明显。

本年度由于美豆库存处于过低的水平，市场开始炒作推动 CBOT 大豆和 CBOT 豆油价格的上行，外盘价格的大幅波动使得国内植物油价格的走势背离了季节性规律。不过随着美豆新豆上市的来临，CBOT 大豆和豆油价格都有可能承压下行，国内过高的植物油价格也有较大概率在 3 季度出现下行。受季节性影响的变

化，国内植物油需求在春节前会有较大的增长，因此植物油价格通常在年底 12 月份开始便有所企稳。预计国内三大植物油价格在 3 季度都将出现下行，之后随着价格的回落有望在 4 季度得到一定的回升。



图 27：棕榈油季节性走势

资料来源：WIND 方正中期研究院整理

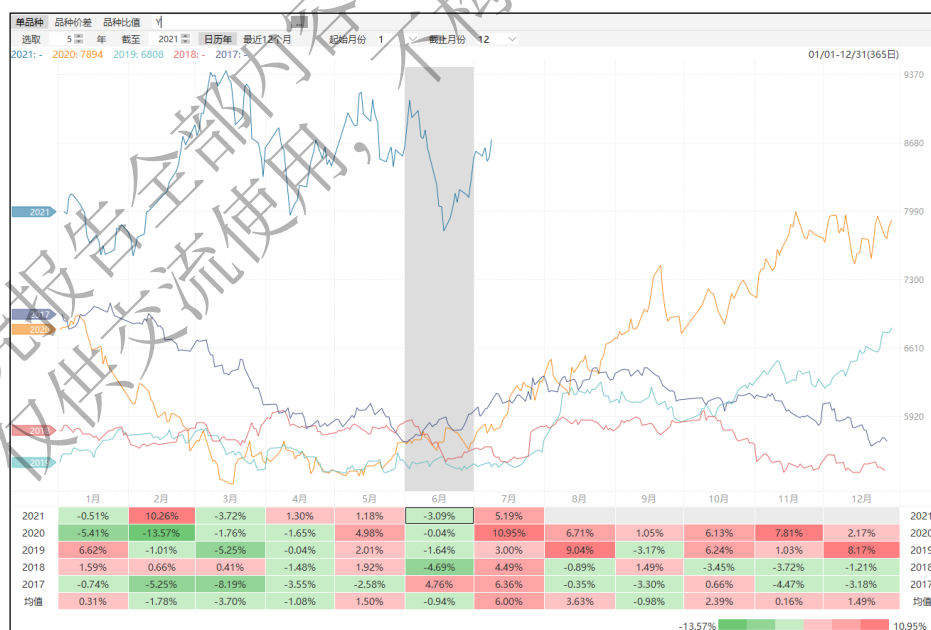


图 28：豆油季节性走势

资料来源：WIND 方正中期研究院整理



图 29: 菜油季节性走势

资料来源：WIND 方正中期研究院整理

第六部分 期现或跨期跨市套利机会展望

由于 CBOT 大豆和 CBOT 豆油近月合约的持续下行，国内近月油脂价格也出现了较明显的回调。上周五美国最高法院就小型炼厂的一项豁免请求做出有利裁决，支持小型炼油厂豁免生物燃料配额。美生物燃料政策的调整可能使得美生物燃料市场对豆油需求减弱，从而使得 CBOT 豆油价格的炒作由此结束，并转向基本面供需之上。未来美大豆新作的产量将决定整体植物油市场价格走势。

目前来看，美豆种植进度保持良好，虽然中西部偏西地区可能遭遇干旱，但南北达科达州通常降雨就较中部地区偏少，而内布拉加州有灌溉设施，短期内天气影响对美豆产量变化依旧较低，未来关注重点仍要在 8 月中下旬天气之上。随着美豆种植面积的落地，美豆的单产将成为未来影响价格走势的关键因素，在近期美豆主产区降雨保持良好的情况下，美豆价格极有可能在 8 月中上旬出现新一轮回调，从而带动国内近月合约价格的下行。

在国内植物油近月价格走低的同时，远月合约则会受到春节前备货需求的提升，从而推动植物油 9/1 价差不断综小。棕榈油的增产周期则会延续至 10 月以后，而未来疫情的好转则更有利于远月合约价格的上涨。我们建议继续做缩豆油 9/1 价差和棕榈油 9/1 价差，长期来看将回归至 0-100 元/以内的范围，建议此前套利单继续持有。

图 30：豆油 9/1 价差

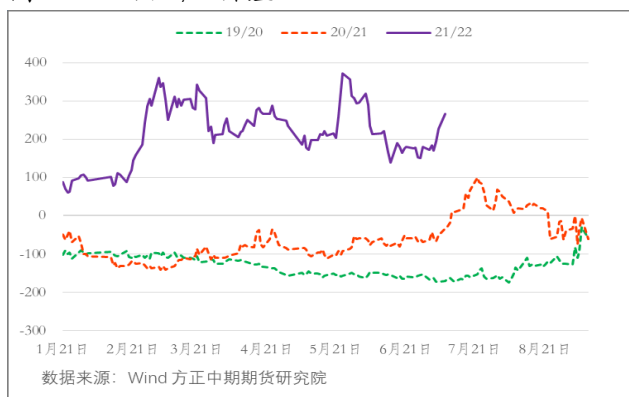
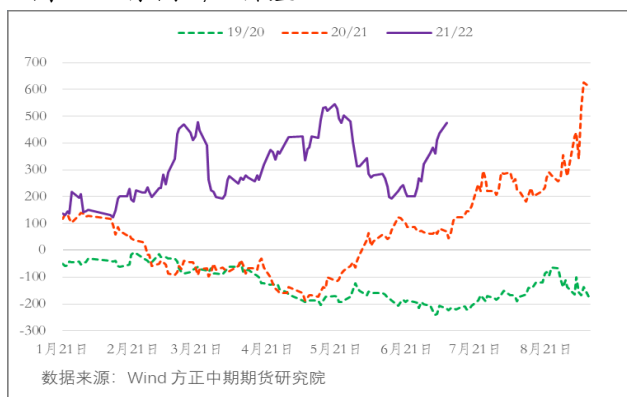


图 31：棕榈 9/1 价差



中短期内预计国内植物油价格都将保持向下回调的趋势，三大植物油价格可能都会发生较大的下行。由于目前全球植物油价格的走势都受到了外盘国际豆油价格变动的影响，使得三大油脂的走势有着较大的趋同性。虽然短期内棕榈油价格走势表现较强，但棕榈油基本面并没有得到彻底性的改观，预计马来棕榈油库存仍将保持继续增长。

目前豆棕主力合约价差保持在 800-1000 元/吨之间，菜棕价差保持在 2000-2500 元/吨之前，均已达到较为平衡的位置。当前环境下并没有看到单个品种的供需状况出现较大的偏折，使得油脂间价差难以出现过度的倾斜，这意味着当前油脂品种间套利仍然没有较好的入场机会。国内三大植物油的供需均转向宽松发展，未来三大油脂价格均将趋于下行，品种间套利仍需要继续观望等。

图 32：豆棕 9 月价差

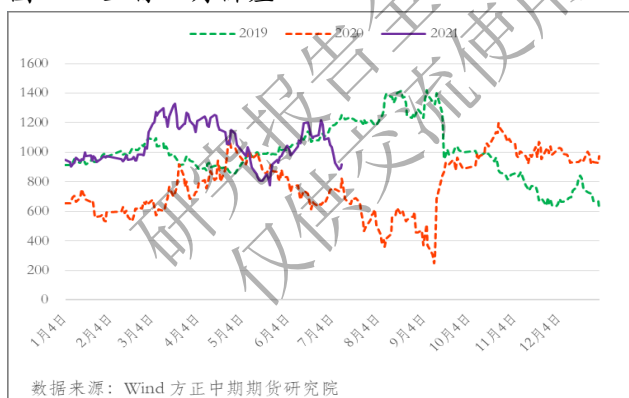
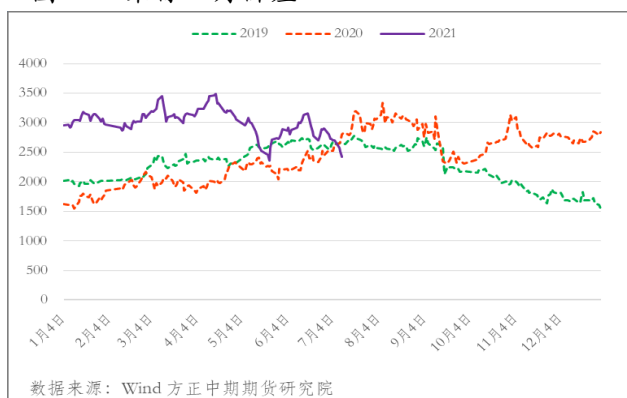


图 33：菜棕 9 月价差



第七部分 棕榈油期权策略

国内棕榈油期权于 6 月下旬上市，目前棕榈油价格再度运行到高位，预计短期内仍会受到相关消息的支撑，仍将保持在高位进行震荡。不过随着印度国内植物油库存的再度走高，以及外盘美豆和美豆油价格的再度下行，国内棕榈油价格仍有冲高回落的可能。交易策略上我们可以选择买入虚值看跌期权，如 P2109-P-7500；也可以考虑采用熊市看跌期权价差策略，买入 P2109-P-7500 的看跌期权，同时卖出 P2109-P-7000 的看跌期权，在当前权利金价格下，每手最大亏损 29 点，最大潜在盈利 471 点。

棕榈	p2109 ^M	最新	涨跌	涨幅%	成交量	持仓量	日增仓	开盘	最高	最低	昨收	昨结算	组合策略													
到期日	20210806 (剩余25天)	7900	86	1.10%	361233	445042	4103	7814	7916	7792	7814	7652														
溢价率	杠杆比率	隐含波动率	内在价值	时间价值	持仓量	成交量	卖价	买价	涨跌	最新	看涨	看跌	行权价	看跌	最新	涨跌	买价	卖价	成交量	持仓量	时间价值	内在价值	隐含波动率	杠杆比率	溢价率	<
10.48	282.14	26.33%	0.0	28.0	963	693	30.0	24.5	9.0	28.0	C	8700	P	---	0.0	---	---	0	---	267.0	800.0	0.00%	0.00	0.00	3.38	
9.34	207.89	26.25%	0.0	38.0	1445	397	60.0	5.5	12.0	38.0	C	8600	P	---	0.0	364.5	---	0	---	273.5	700.0	0.00%	0.00	0.00	3.46	
8.26	150.48	26.43%	0.0	52.5	1153	672	70.0	30.0	17.5	52.5	C	8500	P	---	0.0	---	---	0	39	282.5	600.0	0.00%	0.00	0.00	3.58	
7.22	112.86	26.45%	0.0	70.0	771	135	95.0	9.0	24.0	70.0	C	8400	P	---	0.0	186.0	---	0	8	293.5	500.0	0.00%	0.00	0.00	3.72	
6.25	84.49	26.69%	0.0	93.5	1329	513	120.0	86.5	33.5	93.5	C	8300	P	507.5	-200.5	114.5	---	10	84	107.5	400.0	28.63%	15.57	1.36		
5.33	65.29	26.76%	0.0	121.0	1077	565	124.0	16.0	43.5	121.0	C	8200	P	420.5	-205.0	51.0	---	71	215	120.5	300.0	26.74%	18.79	1.53		
4.53	50.00	27.28%	0.0	158.0	1670	478	182.0	154.0	59.0	158.0	C	8100	P	353.0	-192.0	66.0	---	43	259	155.0	200.0	26.95%	22.25	1.96		
3.79	39.60	27.58%	0.0	199.5	1043	599	200.0	26.0	74.0	199.5	C	8000	P	307.0	-166.0	217.0	---	88	342	207.0	100.0	28.44%	25.73	2.62		
3.08	32.51	27.39%	0.0	243.0	1823	988	250.0	243.0	86.5	243.0	C	7900	P	239.5	-164.5	225.0	300.0	170	352	239.5	0.0	27.00%	32.99	3.03		
2.53	26.33	28.00%	100.0	200.0	3009	760	300.0	280.0	107.0	300.0	C	7800	P	194.5	146.5	100.0	199.5	392	524	194.5	0.0	27.36%	40.62	3.73		
1.99	22.10	27.94%	200.0	157.5	1341	592	499.0	240.0	122.5	357.5	C	7700	P	155.0	128.0	26.0	239.0	301	628	155.0	0.0	27.61%	50.97	4.49		
1.49	18.92	27.38%	300.0	117.5	685	105	---	46.0	134.0	417.5	C	7600	P	120.0	-111.5	99.0	238.0	139	608	120.0	0.0	27.67%	65.83	5.32		
1.20	15.98	28.28%	400.0	94.5	991	172	510.0	270.0	156.5	494.5	C	7500	P	94.5	-92.0	94.0	95.0	707	921	94.5	0.0	28.22%	83.60	6.26		
0.55	14.54	23.66%	500.0	43.5	644	68	---	111.0	144.5	543.5	C	7400	P	72.5	-74.5	50.0	85.0	302	910	72.5	0.0	28.59%	108.97	7.25		
-2.27	18.76	0.00%	600.0	-179.0	612	62	888.0	421.0	44.5	421.0	C	7300	P	55.5	-58.5	50.5	55.5	1321	1998	55.5	0.0	29.09%	142.34	8.30		
0.25	10.97	24.24%	700.0	20.0	328	108	---	470.0	182.0	720.0	C	7200	P	42.5	-44.0	40.0	43.0	786	1107	42.5	0.0	29.69%	185.88	9.40		
0.15	9.74	23.95%	800.0	11.5	376	16	---	111.0	196.0	811.5	C	7100	P	32.0	-32.0	6.5	158.0	247	1537	32.0	0.0	30.22%	246.88	10.53		
0.06	8.73	22.97%	900.0	5.0	490	22	985.0	111.0	207.5	905.0	C	7000	P	29.0	-17.5	25.5	29.0	2534	4890	29.0	0.0	32.31%	272.41	11.76		
-2.73	0.00	0.00%	1000.0	-216.0	318	0	---	176.5	0.0	---	C	6900	P	17.5	-15.0	17.5	150.0	343	1606	17.5	0.0	31.25%	451.43	12.88		
-2.87	0.00	0.00%	1100.0	-226.5	224	0	---	---	0.0	---	C	6800	P	13.0	-9.5	6.0	26.0	68	1653	13.0	0.0	31.89%	607.69	14.09		
-0.32	6.72	0.00%	1200.0	-25.0	339	50	1125.0	1125.0	209.0	1175.0	C	6700	P	10.5	-4.5	10.5	55.0	296	1679	10.5	0.0	33.08%	752.38	15.32		
-3.03	0.00	0.00%	1300.0	-239.5	152	0	---	---	0.0	---	C	6600	P	7.0	-2.5	7.0	9.5	87	1578	7.0	0.0	33.16%	1128.57	16.54		
-3.08	0.00	0.00%	1400.0	-243.0	148	0	---	---	0.0	---	C	6500	P	6.0	0.0	5.0	6.0	554	4078	6.0	0.0	34.67%	1316.67	17.80		

图 34：棕榈 2109 期权价格图

图 35：棕榈油价格历史波动率

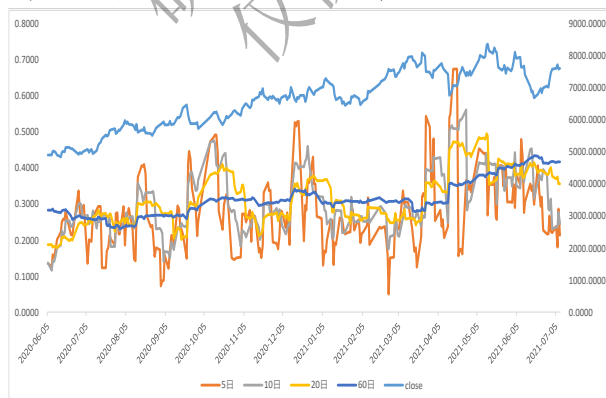
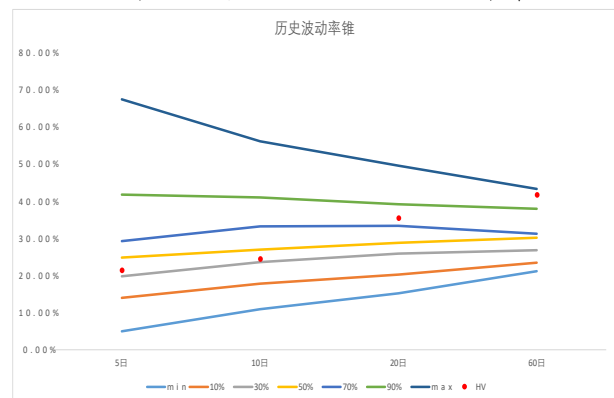


图 36：棕榈油价格历史波动率锥



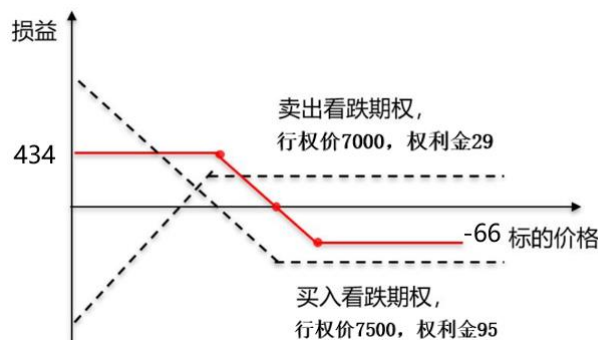


图 37：熊市看跌期权价差策略

第八部分 后市展望与总结

本年度由于美豆种植面积的提升，在 7-8 月主产区降雨良好的情况下，美豆产量大概率保持上行。另一方面，2022 年巴西大豆种植面积大概率保持增长，根据 USDA 的预计，2021/22 年度巴西大豆种植面积将达到 4030 万公顷，较 2020/21 年度的 3880 万公顷增长 3.87%，产量有望达到 1.435 亿吨。

在全球大豆保持增产的背景下，美豆价格极有可能承压下行。而美国关于生物能源的炒作则要看 7 月 EPA 的最终裁定，由于上半年美国疫情仍在逐步控制之中，预计 2021 年的掺混标准不会出现较大的提升，而 2022 在美豆增产的背景下，生物燃料掺混需求的增长不会给美豆油带来此前类似的压力，美国生物能源的炒作将在相关事件落地后逐渐消散，市场对植物油的定价最终将回归到美豆的供需之上。同时随着美国经济数据的好转以及 CPI 指数的快速回升，市场开始增加对美联储明年提前加息的预期，此前对通胀的担忧开始逐步消退，美债收益率开始快速下滑，宏观对整体农产品价格的支撑也将在下半年逐渐削减。

在全球大豆和棕榈油供应量增长的背景下，当前过高的植物油价格是受到了美豆低库存和生物能源炒作的影响，我们认为生物燃料的消费推动仍处于一个相当初级的阶段，目前下游消费需求的增长无法追赶油料作物产量的增长，短期内仍是一个供大于求的格局。过度炒作的价格需要先回到合理的价格区间之内才能再次进入上升通道，预计 8 月中上旬植物油价格将面临新一轮向下的调整，并在 4 季度中逐步企稳。

第九部分 相关上市公司股票统计

个股代码	个股名称	当前收盘价	年涨跌幅	去年收盘价
000505	京粮控股	6.95	-15.65%	8.88
002852	道道全	14.19	-15.05%	18.21
000639	西王食品	5.59	-16.67%	6.96
600127	金健米业	8.75	-18.40%	11.25
300138	晨光生物	15.89	-22.72%	19.15
600540	新赛股份	4.93	1.09%	5.48
000893	亚钾国际	17.61	108.82%	8.39

研究报告全部内容不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦7C	
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦11层	
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东南路360号2307室	021-505881077
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区中华大街89号大连友谊时代广场B座1105室	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市市南区香港中路61号阳光大厦21楼EH单元	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号909室、906室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
上海南京北路营业部	上海市浦东新区南泉北路429号1703	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	南京市秦淮区洪武路359号1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
广州营业部	广州市天河区林和西路3-15号35层07,35层08,35层09	020-38783861
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦24楼	021-20778922

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。

研究报告全部内容不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议