



2021年6月21日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

傅博

从业资格编号 F3071993

投资咨询编号 Z0015291

夜未央 乐未殇 降个台阶继续荡

内容提要

上半年，通胀情绪以及全球主要油料作物供应偏紧预期，推升全球油脂价格。6月份以来，全球农产品的上涨情绪开始降温。而且，高价驱动全球增加油料作物的种植面积，如果没有异常天气情况，今年油料作物的供应增加，将在收获季节给予油脂价格压力。

分品种来看，美豆低库存和美国新能源政策预期预计将对下半年的大豆和豆油价格构成支撑，即使美豆大丰收，CBOT 大豆和豆油在明年巴西大豆丰收前的运行中枢也会比去年抬高；国内收储结束后，下半年豆油的表现消费量将明显下降。棕榈油价格仍由产地供需情况主导，从马来西亚的情况来看，产地9月底之前，库存持续上升，产地报价将回落，但是产地绝对库存不高将限制跌幅。菜油、葵油等主要看下半年加拿大、东欧和澳洲的产量情况，从国内角度来说进口量预计会增加。

下半年，国内油脂总体供应预计将趋于宽松，价格主要受上游供应影响。预计下半年油脂价格较上半年会有所回落，但是底部比2020年下半年高。

操作建议

建议棕榈油 7500 以上，豆油 8500 以上布局空单；棕榈油 5500-6000，豆油 6500-7000 左右布局多单。

风险提示

全球疫情的反复，全球央行收紧流动性，异常气候对油料作物产量的影响。



请务必仔细阅读正文之后的声明

一、核心逻辑

2021年前5个月,以CBOT豆油和马盘棕榈油为代表的国际食用油价格持续创新高,主要受到通胀预期升温以及主要油料作物供应偏紧影响。进入6月份以后,油脂高位宽幅震荡后回落,棕榈油进入技术性熊市,对于通胀前景的不确定性以及全球主要油脂供需增减的预期是导致油脂高位大幅回落的主要原因。

1、全球主要农产品上涨放缓

二季度,以CBOT玉米和CBOT大豆为代表的国际主要农产品的上涨放缓,一方面,是短期内的供应担忧情绪消退,表现为期货价格的近弱远强;另一方面,全球主要经济体的通胀数据连续两个月飙升后,市场的通胀预期反而有所降温,表现为美债10年期收益率下降。

图 1: CRB 农产品指数



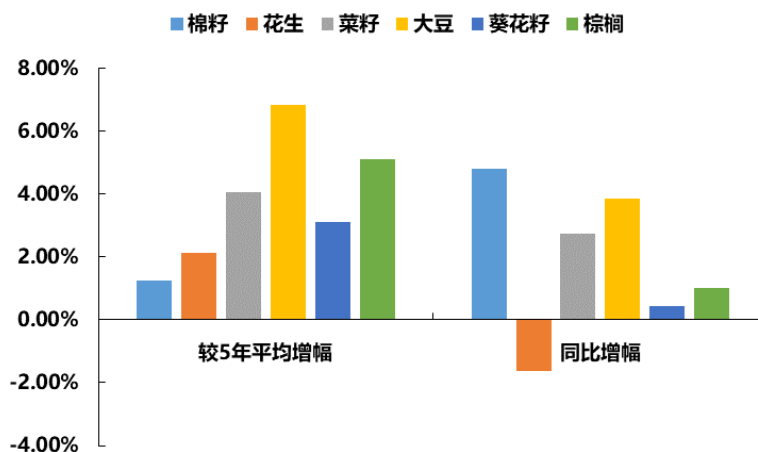
资料来源: 彭博, 优财研究院

2、全球油料作物扩产, 全球油脂供需有待确定

美国农业部在6月份的报告中,预期2021/22年度全球主要油料作物的种植面积增加,因高价推升全球各地的种植意愿,其中,棕榈油,大豆、菜籽、葵花籽的种植面积将创纪录。所有油料作物的种植面积都较5年均值有所增长,大豆的增幅超过6%,同比来看,除了花生以外,其他油料作物的种植面积也是增长的。不过,由于6-8月份是主要油料作物的关键生长期,这段时间的天气状况还存在很大不确定性,所以全球油料作

物今年的产量情况目前还不明朗。美国农业部预估 2021/22 年度全球油脂产量同比增长 4.09%，之前 3 年的平均增速为 1.55%。

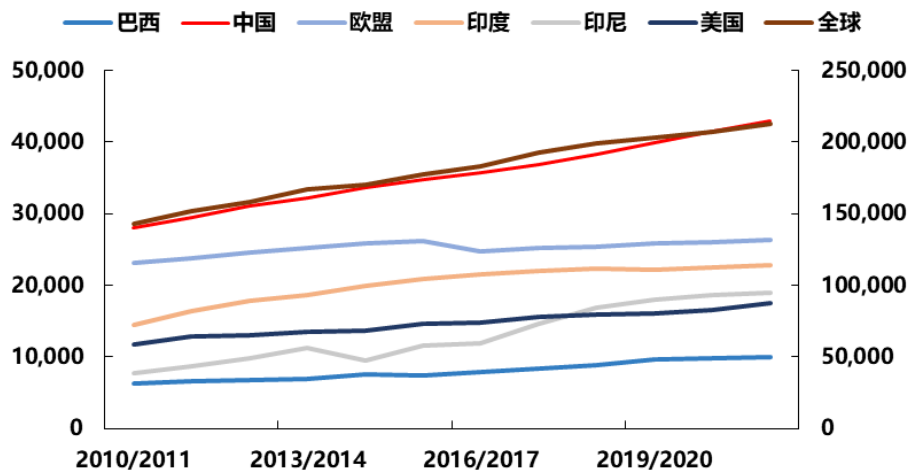
图 2：2021/22 年度全球主要油料作物种植面积变化



资料来源：USDA，优财研究院

同样的，需求端也存在分歧，市场对于全球新冠疫情控制后的油脂需求增长有所期望，美国农业部在 6 月报告中预期 2021/22 年度全球食用植物油需求将比 2020/21 年度增长 2.8%，之前 3 年的平均增速为 2.48%。另外，参考过去 10 多年的历史数据来看，全球油脂的增长主要在中国、印度和印尼，从增长率来看，和中国的消费增长几乎完全同步。考虑到中国 2020/21 年度的消费增长很大程度上得益于国家收储豆油和饲料用油的增长，2021/22 年度这两块都是减量的，所以 2021/22 年度中国的油脂消费很难出现正增长，这样也会影响到全球油脂需求的增长。

图 3：全球主要消费国油脂消费量（千吨）



资料来源：USDA，优财研究院

3、豆油：成本高企，外强内弱预期，四季度情况不明

下半年，豆油的关注点主要是美豆的产量、美国新能源政策、以及国内豆油的累库进度，预计外强内弱格局将延续。

4、5月份全球油脂价格的上涨，很大程度上是受到CBOT豆油上涨带动，而CBOT豆油的上涨则主要是受可再生能源政策预期推动，以及美豆旧作库存紧张影响。根据美国环保署（EPA）的可再生能源标准（RFS）规划，炼厂、进口贸易商以及其他涉及到运输燃料交易的相关厂商都必须使用规定数量的可再生燃料（RVO, 义务拆混量），为此EPA设计了再生能源认证编码（RIN, Renewable Identification Number），来实现RFS规划。RINs是由可再生燃料生产商把自身的可再生燃料产量报到EPA的系统中，从而从EPA系统中获得的认证编码，该编码可以独立交易，未完成配额（RVO）的责任方可以通过购买RINs来达成。在拜登的新能源法案的推动下，市场预期美国将会大量增加以豆油为原料的可再生能源的生产，和豆油有关的RINs——D4价格飙涨，带动美国豆油现货大涨，进而推动CBOT豆油价格上涨。根据美国农业部预估，2020/21年度美国豆油的生物柴油需求将增加38万吨，2021/22年度美国豆油的生物柴油需求将再增加114万吨，这将导致美国豆油库存从82万吨降至68.2万吨，库存消费比从7.6%降至5.9%。目前美国农业部对于豆油生物柴油需求量的上调，主要是基于预期中小炼厂的RVO豁免量将减少，不过近期市场传出拜登政府可能放宽豁免，这令CBOT豆油从高位回落，据了解，EPA将于7月份提出可再生能源规则的法定提案，并于12月份出最终决议。

图4：美国豆油供需平衡表

	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022
压榨	47,192	50,975	51,335	51,742	55,926	56,935	58,910	59,194	60,555
期初库存	751	528	841	765	776	905	805	840	820
产量	9,131	9,706	9,956	10,035	10,783	10,976	11,299	11,512	11,768
进口量	75	120	130	145	152	180	145	136	272
总供应量	9,957	10,354	10,927	10,945	11,711	12,061	12,249	12,488	12,860
出口量	852	914	1,017	1,159	1,108	880	1,288	862	658
生物柴油需求	2,303	2,286	2,572	2,812	3,327	3,930	3,927	4,309	5,443
食用需求	6,274	6,313	6,573	6,198	6,371	6,446	6,194	6,497	6,077
国内总需求	8,577	8,599	9,145	9,010	9,698	10,376	10,121	10,806	11,520
期末库存	528	841	765	776	905	805	840	820	682
库存消费比	6.2%	9.8%	8.4%	8.6%	9.3%	7.8%	8.3%	7.6%	5.9%

资料来源：USDA，优财研究院

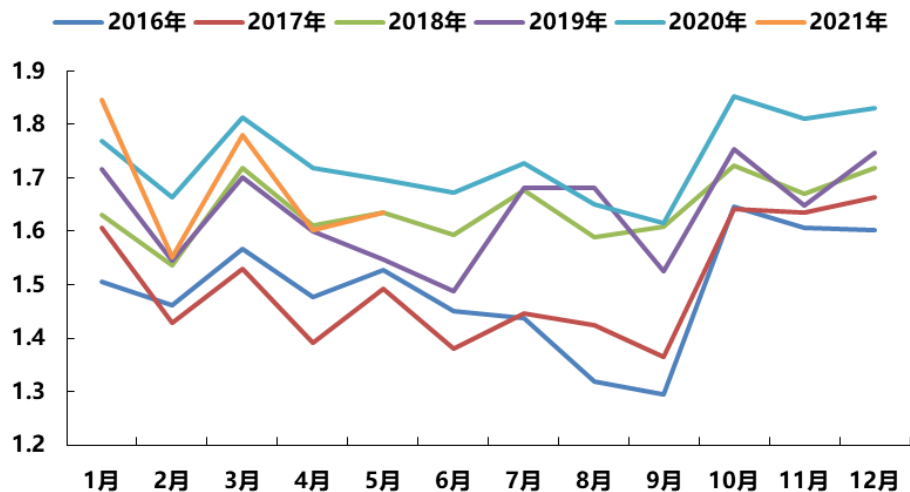
纯从商业盈利角度考虑，目前豆油和柴油的价差在860美元/吨，也就是说用豆油生产生物柴油至少亏损860美元/吨。算上补贴329美元/吨，和销售RINs获得的补偿589



美元/吨，勉强有利润。所以，用豆油生产生物柴油很大程度上取决于豆油价格、柴油价格和 RINs 的价格。今年以来，这三者价格都受到通胀预期的影响。

另外，CBOT 豆油价格的上涨还和美豆库存紧张有关，今年以来，CBOT 大豆和 CBOT 豆油共振上涨。由于 2019 年美国大豆减产近 2000 万吨，这导致 2020/21 年度美国大豆的期初库存并不宽裕，而 2020 年中国大量购买美国大豆，且美国国内压榨利润丰厚推动国内压榨量激增，这造成美豆 2020/21 年度的库存降至 1.35 亿蒲，为历史第二低。根据美国农业部目前给出的 2021/22 年度美国大豆种植面积 8760 万英亩的预估，一旦单产低于 48 蒲/英亩，美国大豆将面临库存耗尽的风险，这推动 CBOT 大豆在 5 月份无限接近历史高位。现在市场普遍预期美豆的种植面积将超过 8900 万英亩，但是实际种植面积还需要等待 6 月底的种植面积展望报告，如果种植面积超过 9000 万英亩，则会对价格构成利空。另外，从现在开始到 8 月底，中西部主产区的天气仍将是市场关注的焦点，考虑到今年播种较早，预计 7 月份的天气将尤为重要，中西部主产区一旦出现持续两周以上的干旱高温天气，将引发市场进一步的担忧情绪，反之，今年丰收的概率将较高。最后，是美豆的需求情况——国内压榨和出口，美豆的压榨主要取决于压榨利润和产成品的需求，压榨利润从 4 月底的 2 美元/蒲式耳回落到现在的 1.43 美元/蒲式耳，根据 NOPA 的月度压榨数据也可以发现，今年 2-5 月份的压榨量明显低于去年同期，所以 2020/21 年度和 2021/22 年度的美国国内大豆压榨量都有下调的可能。

图 5: NOPA 月度大豆压榨量 (万吨)

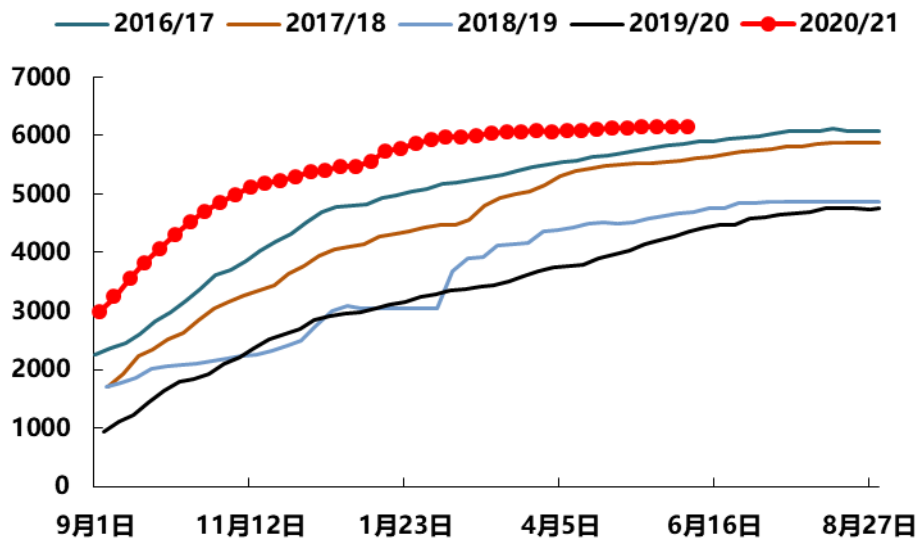


资料来源: NOPA, 优财研究院



截至 6 月 3 日，美豆出口销售已经完成 99.2%，出口装船已经完成 93.1%，由于巴西大豆今年供应充足且价格便宜，后续新增出口预计非常有限，所以预计 2020/21 年度美豆出口量符合美国农业部 5205 万吨的预估。2021/22 年度美豆出口仍然主要看中国的采购量。根据中美第一阶段贸易协议，2021 日历年，中国需要购买 195 亿美元的美国农产品，比 2020 日历年多 70 亿美元，同比增 56%，根据海关总署的数据，2020 年中国进口美国大豆 2361.3 万吨，假设单价一致（实际上 2021 年单价比 2020 年增长 28%以上），2021 年中国需要进口美国大豆 3707.2 万吨（同比增 56%），1-4 月中国已经进口美国大豆 2128.7 万吨，5-12 月只需要进口 1578.5 万吨，按照同比例推算，2021/22 年度中国进口美国大豆 3237.9 万吨，比 2020/21 年度的 3571 万吨要少。当然，美豆最终的出口量还有待观察，主要看中国的采购量，另外还要看今年四季度的南美大豆的剩余量以及南美新年度的大豆增量及价格，目前市场预估下一年度巴西大豆产量将达到 1.41-1.44 亿吨，比今年多 400-700 万吨，而且明年巴西大豆的报价仅在 540-550 美元/吨左右，也比美国大豆要便宜的多。综合来看，美国农业部目前给出的 2021/22 年度 20.75 亿蒲（5644 万吨）的出口预估还是比较合理的。

图 6: 美国大豆累计出口销售（万吨）



资料来源：USDA，优财研究院

综合以上的分析，我们给出如下的美豆平衡表推演。总得来看，除非美豆单产创纪录，否则 2021/22 年度的美豆库存还是相对偏低，在明年巴西大豆丰产确定之前，预计

CBOT 大豆的底部还是会在 1000 美分以上。

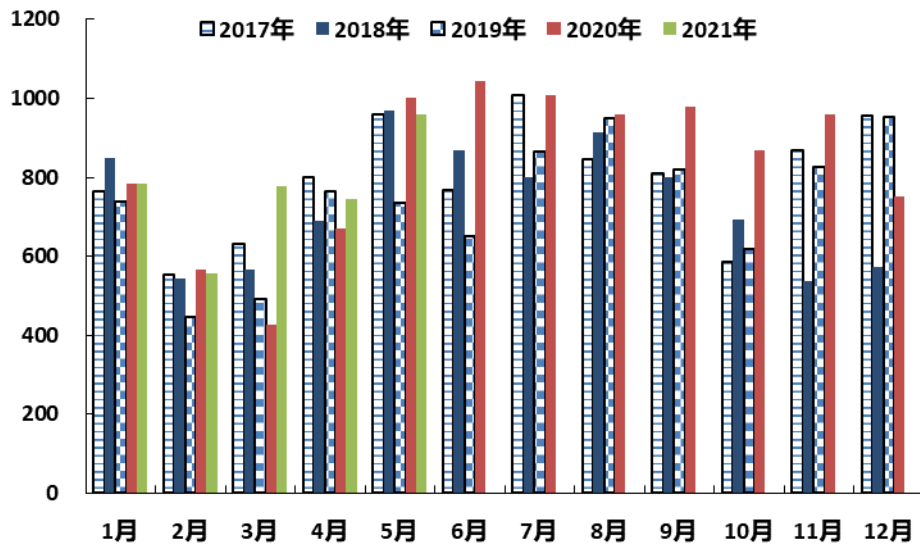
图 7：美国大豆供需平衡表

种植年度	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	19/20(est.)	20/21(proj.)	21/22(USDA)	情况1	情况2	情况3	情况4	情况5
种植面积 (百万英亩)	76.8	83.3	82.7	83.4	90.2	89.2	76.1	83.1	87.6	87.6	87.6	89.5	89.5	89.5
收割面积 (百万英亩)	76.3	82.6	81.7	82.7	89.5	87.6	74.9	82.3	86.7	86.7	86.7	88.6	88.6	88.6
单产 (蒲/英亩)	44	47.5	48	52	49.3	50.6	47.4	50.2	50.8	45.8	52.5	45.8	52.0	52.0
期初库存 (百万蒲)	141	92	191	197	302	438	909	525	135	135	135	135	135	135
产量 (百万蒲)	3,358	3,927	3,926	4,296	4,412	4,428	3,551	4,135	4,404	3,971	4,552	4,057	4,606	4,606
进口量 (百万蒲)	72	33	24	22	22	14	15	35	35	35	35	35	35	35
总供给 (百万蒲)	3,570	4,052	4,140	4,515	4,735	4,880	4,475	4,695	4,575	4,141	4,722	4,227	4,776	4,776
国内消费量(百万蒲)	1,734	1,873	1,886	1,901	2,055	2,092	2,165	2,175	2,225	2,225	2,225	2,225	2,225	2,100
出口量 (百万蒲)	1,638	1,842	1,936	2,166	2,134	1,752	1,682	2,280	2,075	2,075	2,075	2,075	2,075	2,075
种子 (百万蒲)	97	96	97	105	104	88	96	102	104	104	104	104	104	104
剩余量 (百万蒲)	10	50	25	41	5	39	9	4	15	15	15	15	15	15
总消耗 (百万蒲)	3,478	3,862	3,944	4,214	4,297	3,971	3,952	4,561	4,419	4,419	4,419	4,419	4,419	4,294
	19/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	21/22	21/22	21/22	21/22	21/22
结转库存 (百万蒲)	92	191	197	302	438	909	523	135	155	-278	303	-192	357	482
库存/消费	2.65%	4.95%	4.99%	7.17%	10.19%	22.89%	13.23%	2.97%	3.50%	-6.29%	6.85%	-4.35%	8.08%	11.23%

资料来源：USDA，优财研究院

根据海关总署的数据显示，1-5 月份我国共进口大豆 3823 万吨，创历史新高，去年同期进口量为 3451 万吨。根据我的农产品网的数据显示，截至 6 月 11 日，港口大豆库存 737.4 万吨，去年同期为 564.5 万吨。结合目前的大豆采购进度来看，国内三季度的大豆供应充足，不过由于远期压榨利润不佳，四季度的买船目前还偏少。

图 8：大豆月度进口量 (万吨)



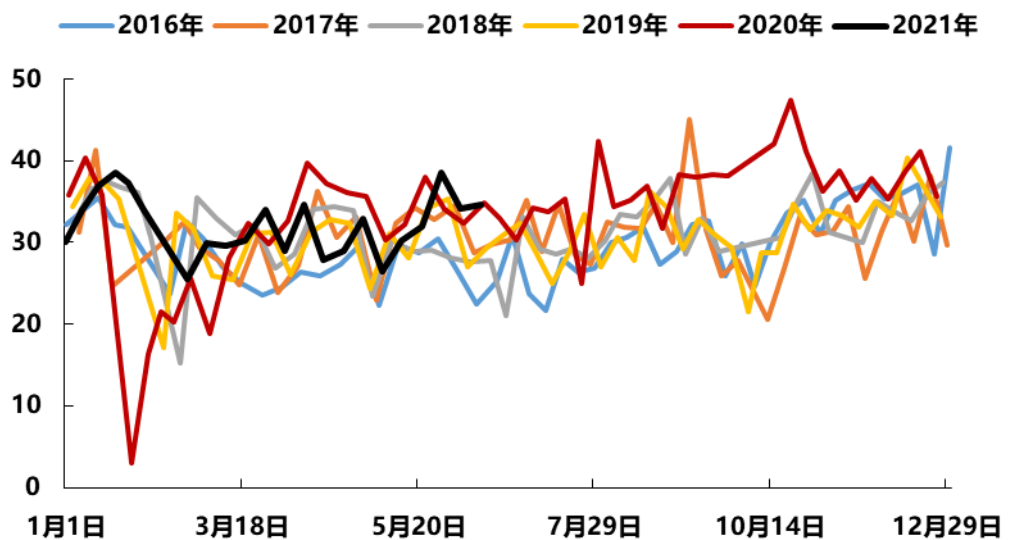
资料来源：海关总署，优财研究院

根据我的农产品网的样本数据显示，2021 年截至 6 月 11 日当周，国内豆油的提货量为 708.9 万吨，去年同期为 723 万吨，从周度数据来看，4 月份以后的提货量明显较



去年同期减少，4月到6月的周度豆油提货量均值为32万吨/周，低于去年同期的35万吨/周，结合了解的情况来看，豆油收储结束以及豆油高价开始影响到国内豆油的表观消费量。据此推算，7、8月份，国内豆油库存仍将处于上升期，预计到8月底国内豆油库存回升到100-110万吨，9-12月的库存情况还要看大豆进口量和豆油价格而定。由于7月份以后豆油收储结束，预计平均每个月会减少豆油需求约16.6万吨；而且今年动物油脂供应量增加和豆油价格高企，这令饲料中的豆油需求量下降，预计下半年这块的需求降幅在30-50万吨左右；不过，由于下半年菜油的供应量很可能会减少，加上豆菜油价差缩小，这会推动豆油的替代需求增加，预估大约在50万吨左右。综合来看，初步预估下半年豆油的表观消费量下降80-100万吨左右。

图9：国内豆油周度提货量（万吨）



资料来源：我的农产品网，优财研究院

豆油小结：美豆库存紧张以及美豆油的生物柴油预期将继续支撑下半年国际豆油价格，下半年国内豆油供应基本充足，价格走势一方面会跟随美豆和美豆油走势，另一方面在节奏上将受国内豆油库存的变化影响，预计豆油外强内弱。

4、棕榈油：库存上升产地报价趋弱，国内进口倒挂基差偏强，进口量有望增加

下半年，棕榈油价格走势仍需关注产地的产需情况，产需情况决定产地报价和进口成本，进口成本决定国内棕榈油价格。

2021年1-5月马来西亚棕榈油产量为675.78万吨，是去年同期产量716.56万吨的94.3%，是2018-2020年1-5月份平均产量767.58万吨的88%。今年以来马来西亚棕榈

油的产量下降主要归咎于劳工短缺，这个情况是从 2020 年 10 月份开始加剧的，2020 年 10-12 月马来西亚的棕榈油产量仅为 2017-2019 年同期均值的 84.8%。根据以上数据，我们认为马来西亚棕榈油产量受劳工短缺影响尚未结束，但是其影响在减弱。根据 NOAA 的数据显示，马来西亚主产区过去 6 个月的降雨是充足的，所以，预计 6-10 月份，在劳工问题依然存在的情况下，马来西亚的棕榈油产量，有望恢复到正常年份的 92%以上，即每月平均 165 万吨的产量，如果劳工问题解决，产量将恢复到正常年份的水平，大约月均产量为 179 万吨。

2021 年 1-5 月，马来西亚的棕榈油出口量为 565.06 万吨，是去年同期出口 608.65 万吨的 92.8%，是 2017-2020 年 1-5 月份平均出口量 705.8 万吨的 80%。2020 年下半年，马来西亚把毛棕榈油的出口关税下调到 0，这推动马来西亚棕榈油出口增加，但是 2021 年 1 月开始，出口关税优惠政策取消后，马来西亚的棕榈油出口量骤降，目前马来西亚的毛棕榈油出口关税为 8%。从出口关税的结构来看，马来西亚棕榈油相比印尼棕榈油没有优势。

图 10：马来西亚和印尼棕榈油出口关税对比

马来西亚毛棕榈油出口关税		印尼棕榈油出口关税					
CPO EXPORT DUTY RATE*		EXPORT TAX			EXPORT LEVY		
CPO MARKET PRICE (FOB RM/TONNE)	EXPORT DUTY (%)	参考价	毛棕榈油	精炼棕榈油	参考价	毛棕榈油	精炼棕榈油
< RM2,250.00	NIL	<750	0	0	0-670	55	35
RM2,250 – RM2,400	3.0	750-800	3	0	671-695	60	40
RM2,401 – RM2,550	4.5	800-850	18	0	696-720	75	52.5
RM2,551 – RM2,700	5.0	850-900	33	2	721-745	90	65
RM2,701 – RM2,850	5.5	900-950	52	12	746-770	105	77.5
RM2,851 – RM3,000	6.0	950-1000	74	26	771-795	120	90
RM3,001 – RM3,150	6.5	1000-1050	93	40	796-820	135	102.5
RM3,151 – RM3,300	7.0	1050-1100	116	56	821-845	150	115
RM3,301 – RM3,450	7.5	1100-1150	144	70	846-870	165	127.5
> RM3,450.00	8.0	1150-1200	166	83	871-895	180	140
		1200-1250	183	100	896-920	195	152.5
		>1250	200	117	921-945	210	165
					946-970	225	177.5
					971-995	240	190
					>995	255	202.5

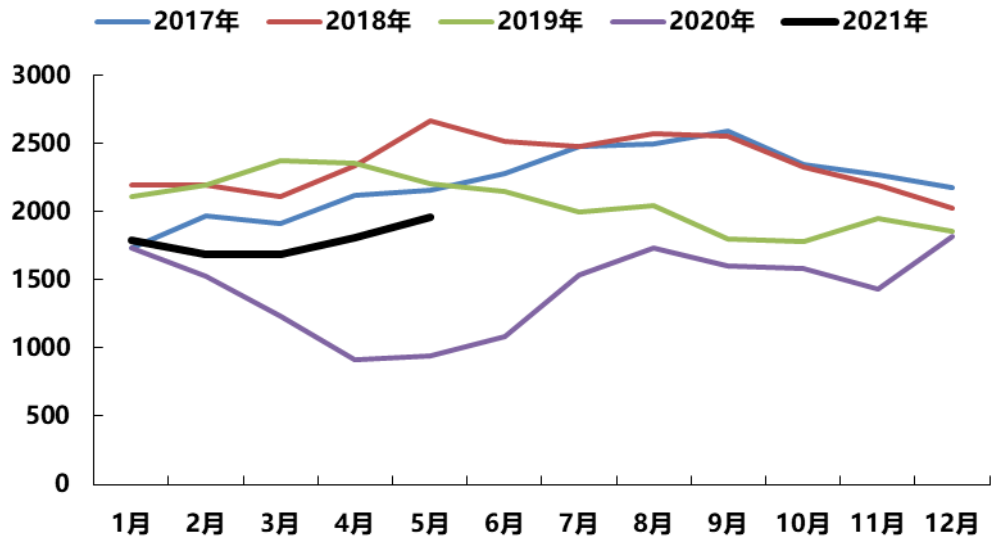
资料来源：MPOB，GAPKI，优财研究院

截至 5 月底，印度食用油库存为 196 万吨，远高于去年同期的 94.5 万吨，加上新冠疫情对印度食用油需求的影响，预计 6-8 月份印度的补库需求不及去年。1-5 月份印度进口食用油 507 万吨，去年同期进口 469 万吨，2018-2020 年同期均值为 565 万吨，印度食用油进口量的下降和新冠疫情，以及印度减少食用油对外依存度有关。另外，去年下半年以来，为保护国内的加工企业，印度大幅减少了精炼棕榈油的进口，转而增加毛棕榈油的进口，在马来西亚恢复毛棕榈油出口关税后，印度从马来西亚进口的棕榈油数



量明显下降，并且这一势头预计将持续。由于马来西亚和印尼的棕榈油价格高企，印度今年以来尝试从泰国等其他棕榈油生产国进口棕榈油，今年上半年预计从马来西亚和印尼以来国家进口棕榈油 10 万吨左右，占到棕榈油总进口量的 3%左右。从以上多个角度来看，印度下半年从马来西亚进口的棕榈油数量都会比去年同期下降。

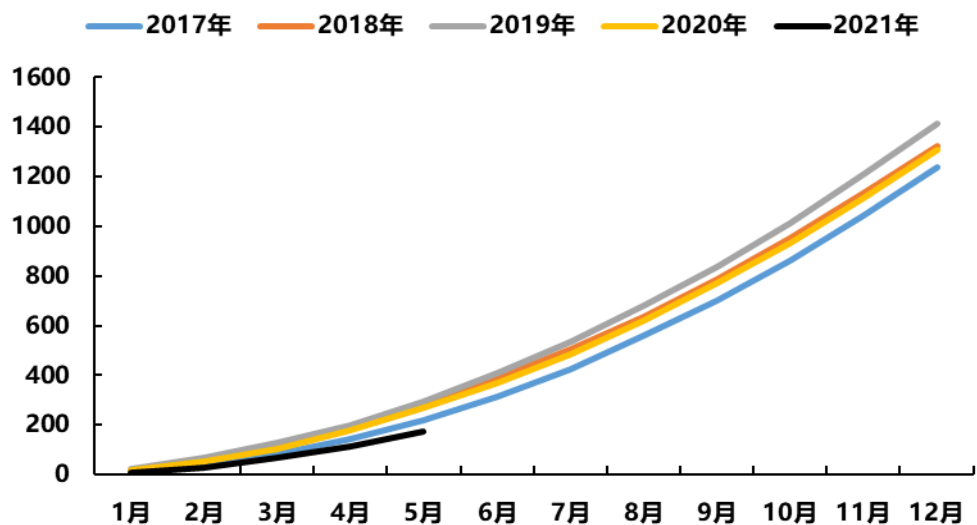
图 11: 印度食用油库存情况 (万吨)



资料来源: SEA, 优财研究院

欧盟还在因环保问题限制棕榈油的进口，所以欧盟最近几年总的棕榈油进口量都是下降的，今年 1-5 月份，欧盟从马来西亚进口棕榈油数量为 173.3 万吨，仅为去年同期进口量 266.8 万吨的 65%，下半年即使有所恢复，预计也很难超过去年同期的 90%。

图 12: 马来西亚对欧盟出口量 (万吨)



资料来源: MPOB, 优财研究院



中国、巴基斯坦等国则因为进口倒挂而减少了棕榈油的进口。所以，剔除关税因素后，预计下半年马来西亚棕榈油出口量仅为 2019 年的 90%。

参考今年 1-5 月 MPOB 的数据，预计下半年马来西亚棕榈油进口量较去年小幅增加，平均每月增加 2 万吨左右，国内消费量预计和去年持平。据此，我们推演出马来西亚棕榈油未来几个月的库存情况，9 月底和 10 月底，马来西亚棕榈油库存将回升到 180 万吨左右。

图 13：马来西亚棕榈油平衡表推演（万吨）

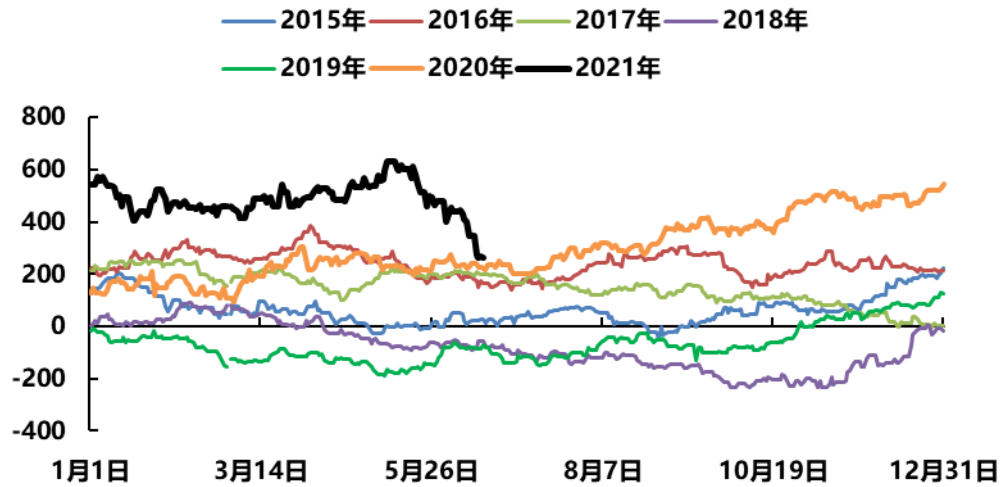
时间	CPO产量	进口	出口合计	总库存	国内消费
2021年1月	113	17	95	132	29
2021年2月	111	9	90	131	31
2021年3月	142	14	119	144	23
2021年4月	153	11	135	155	19
2021年5月	157	9	127	157	37
2021年6月	162	6	125	164	36
2021年7月	166	6	134	175	28
2021年8月	171	6	156	165	31
2021年9月	172	6	127	187	29
2021年10月	159	6	148	180	24
2021年11月	160	6	140	174	31
2021年12月	160	6	128	183	29

资料来源：MPOB，优财研究院

6 月份，虽然棕榈油价格大幅下跌，而原油价格坚挺，但是 POGO 价差还是在 300 美元/吨以上，即棕榈油价格仍然远高于柴油价格，所以，从纯粹的商业角度来说棕榈油生物柴油方面的需求还是不好；马来西亚 20%掺混的目标预计将推迟到 2022 年，印尼虽然收的 LEVY 税足够补助生物柴油产业，但是生柴的国内消费和出口需求也还是受到新冠疫情的影响，所以也是迟迟没有推行 40%的掺混目标。下半年，关于棕榈油生物柴油需求的评估，一方面要看各国在大范围应用疫苗后的交通运输需求的恢复情况，另外，还要看 POGO 价差能否回落到对生柴商业化有所推动，不过鉴于全球新冠疫苗仍然供不应求，全球的生物柴油需求最近两年预计都会受到影响。



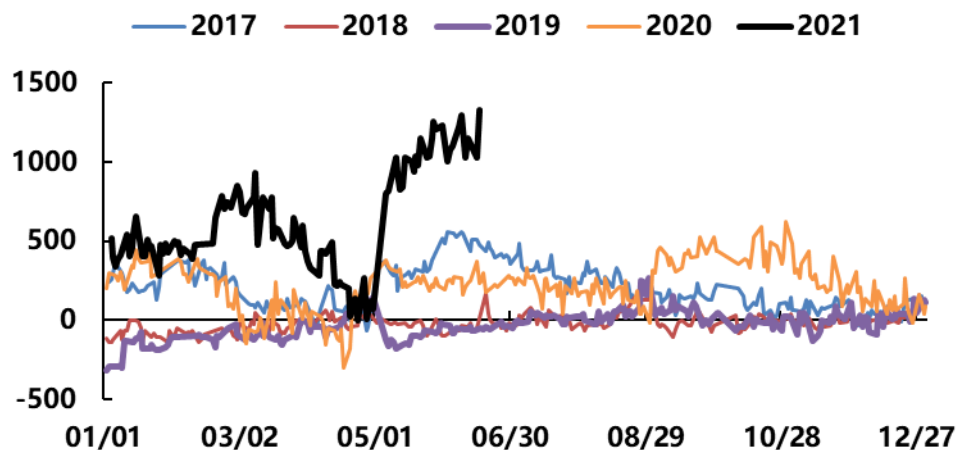
图 14: 棕榈油和柴油价差 (POGO 价差) (美元/吨)



资料来源: Wind, 优财研究院

由于进口利润持续倒挂, 所以 7 月份以前国内的棕榈油进口量都不大, 这导致国内棕榈油库存处于历史同期低位。而进口报价的前高后低, 则导致目前以 P2109 为基准的基差持续创出历史新高, 国内棕榈油基差怎么回归正常是下半年的关注点之一, 由于国内现货价格主要受到进口成本影响, 所以基差回归正常化, 要么进口成本跌, 要么期货涨, 随着国际油脂价格高位回落, 我们倾向于进口成本下降带动基差回落。

图 15: 华南棕榈油基差 (元/吨)



资料来源: USDA, NOAA, 优财研究院

棕榈油小结: 产地产量回升, 而出口需求疲软, 预计 10 月前库存会持续回升, 对产地价格会形成一定程度的压力, 有利于国内棕榈油基差回归正常, 不过马来和印尼的绝对库存水平都不高, 如果国际豆油价格维持高位, 对棕榈油价格也会有拉动作用, 所以

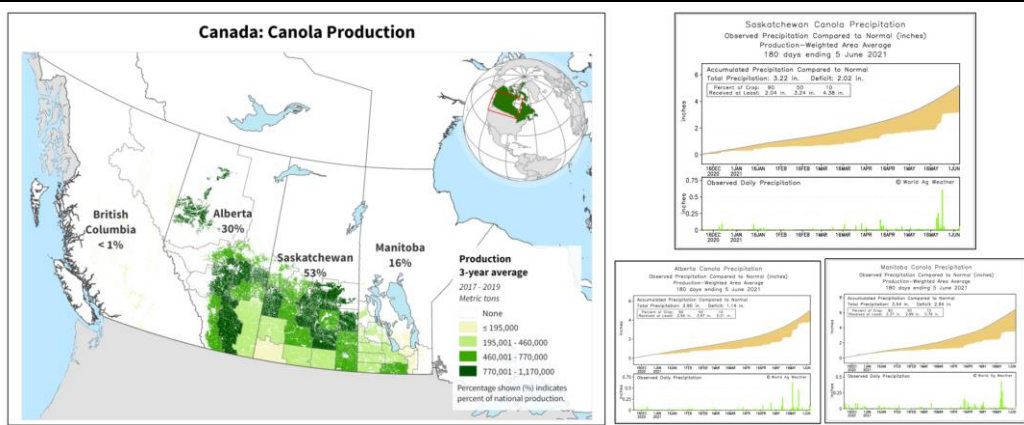
认为下半年棕榈油价格会有所回落，但是价格运行中枢仍将较去年有所抬高。

5、菜籽油及其他食用植物油：关注供应的边际变化

菜油下半年主要关注主产国产量，以及中国菜籽和菜油进口情况，葵油主要关注东欧葵花籽产量

过去的 3 个作物年度，全球菜籽和菜油库存持续下降，在今年全球油料作物价格高企的情况下，美国农业部预计全球菜籽种植面积将增长 88 万公顷，达到创记录的 3684 万公顷。但是，从各主产国的情况来看，还不能对新一年度的全球菜籽供应报以太大的期望。首先，欧盟区域受环保因素影响，在禁用杀虫剂的情况下，今年的菜籽种植面积基本和去年持平，在 520 万公顷左右，远低于 2018 年以前 640 万公顷的水平；其次，因为种植玉米的收益远好于菜籽，乌克兰今年的菜籽种植面积预计较上一年度减少 10%；最后，也是最关键的，过去 6 个月，加拿大菜籽主产区的降雨量远低于历史均值，虽然 5 月份以来的降雨对主产区的墒情有所帮助，但是未来 2 个月的降雨将更加重要，一旦关键生长期发生连续数周的干旱，将对加拿大菜籽产量构成实质性伤害，从而令今年全球的菜籽及菜系商品的供应更加紧张。

图 15：加拿大菜籽主产区及过去 180 天降雨距平情况



资料来源：USDA，NOAA，优财研究院

2019/20 和 2020/21 连续 2 个作物年度，加拿大菜籽均出现减产，但是出口却因为欧盟、阿联酋等国的需求增加而增加，这导致 2020/21 年度加拿大菜籽库存降至 70 万吨的历史低位，这进一步加深了市场对于全球菜籽供应的担忧，推动 ICE 菜籽期货价格在过去 8 个月内上涨超过 100%。



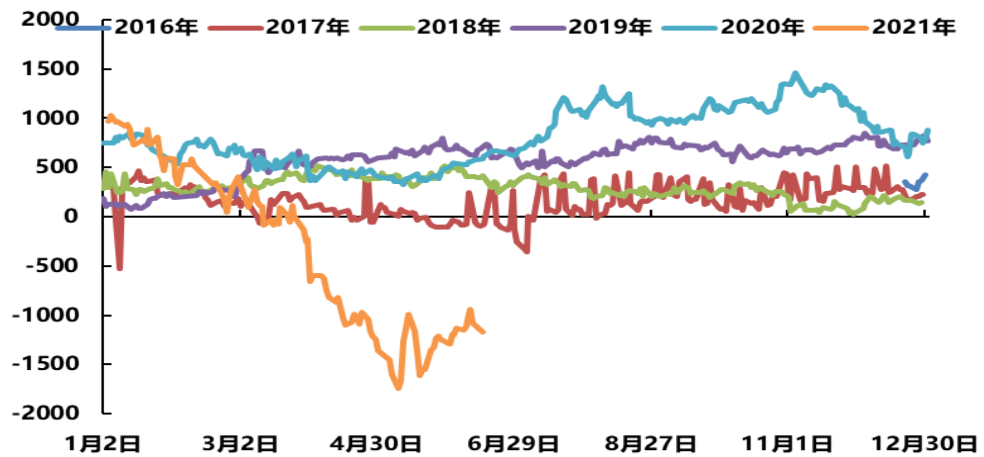
图 17：加拿大菜籽平衡表

CROP YEAR	2021/22	2020/21	2019/20	2018/19	2017/18	2016/17
期初库存	70	313	443	264	134	209
产量	2005	1872	1961	2072	2146	1960
进口	15	10	15	15	11	9
总供应量	2090	2195	2420	2351	2291	2178
出口	1000	1090	1017	920	1078	1102
国内压榨	1000	1020	1013	930	927	919
种子、饲料、损耗	15	15	77	57	22	24
期末库存	75	70	313	443	264	134
总需求	2015	2125	2107	1907	2027	2044
库存消费比	4%	3%	15%	23%	13%	7%

资料来源：加拿大菜油理事会，优财研究院

今年 1-4 月份，我国进口菜籽 73.3 万吨，比去年同期少 26 万吨，一定程度上受到澳大利亚菜籽进口受限影响。另外，进口菜籽压榨利润暴跌，也是导致菜籽进口量下降的原因之一，并且将影响到下半年的菜籽进口量，如果榨利未能得到修正，预计下半年菜籽进口量同比减少 36-54 万吨。

图 18：进口菜籽盘面压榨利润（元/吨）



资料来源：海关总署，优财研究院

今年 1-4 月的菜油进口达到 104 万吨，同比增 54 万吨，极大程度上弥补了上半年国内的菜油供应量。加上今年国产菜籽预计也会有一定程度的产量上升，所以，预计三季度在国内新菜籽上市之际，国内菜油供应还会比较充足，四季度则要看菜籽和菜油的进口情况而定。总体推演来看，2021 年的菜油供应量和去年基本持平。



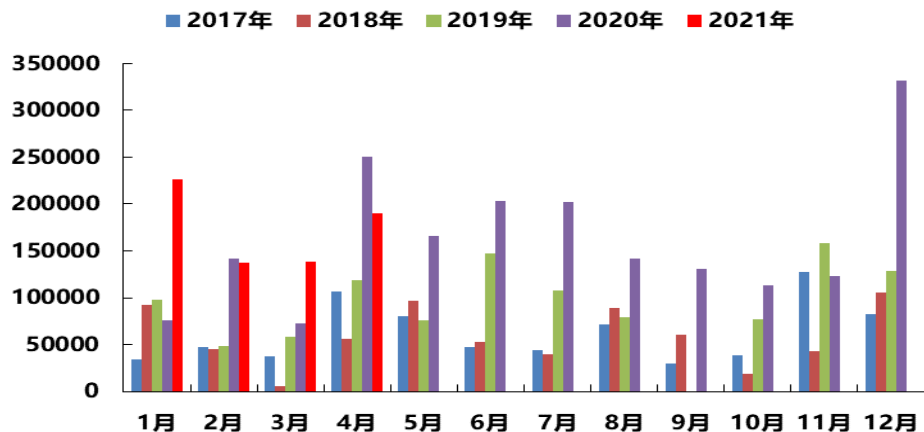
图 19：菜油供应推演（万吨）

	国产菜籽产量	菜籽进口量	折菜油	菜油进口量	菜油抛储量	菜油总供应量
2016	570	357	366	70	347	784
2017	440	475	367	76	81	524
2018	400	477	352	130	120	602
2019	380	274	259	162	11	432
2020	370	311	271	193	5	469
2021	390	230	245	240	10	495
2021年1-4月		73 (-17.9%)		103 (+110%)		

资料来源：海关总署，优财研究院

今年 1-4 月，我国进口葵花籽油 69 万吨，同比增 15 万吨。主要进口来源国是乌克兰和俄罗斯，从这 2 个国家进口的葵花籽油占到进口总量的 99%以上。去年乌克兰和俄罗斯的葵花籽出现了大幅减产，但是对中国的葵花籽油出口量仍然激增，如果下半年这 2 个国家的葵花籽产量恢复，预计对中国的葵花籽油的出口量还会增加，初步预计下半年葵花籽油的进口量同比增 22-30 万吨。

图 20：葵花籽油月度进口量（吨）



资料来源：海关总署，优财研究院

除了菜油和葵花籽油进口量激增以外，前 5 个月豆油和棕榈油进口量同比也是增加的，今年 1-5 月份，国内进口食用植物油 477.8 万吨，比去年同期大增 58%，比 2018-2020 年 1-5 月的进口均值增 69.6%，国内油脂供应多样化。根据农业农村部的数据显示，2021/22 年度国内食用植物油仍将维持供应宽松局面，加上国储手里增加的豆油储备，将为国内食用植物油的供应提供更强的保障。



图 21：国内食用植物油供需平衡表（万吨）

	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21（6月预测）	2021/22（6月预测）
生产	2715	2553	2830	2903	2957
豆油	1587	1434	1701	1747	1767
菜籽油	589	569	569	571	601
花生油	312	318	328	339	347
进口	611	855	935	933	850
棕榈油	358	495	479	450	420
菜籽油	107	151	190	200	190
豆油	48	78	86	80	60
国内消费	3336	3338	3290	3399	3404
城镇消费	2510	2607	2587	2749	2769
农村消费	826	731	703	650	635
出口	29	27	27	27	27
结余变化	-40	43	449	410	377

资料来源：海关总署，优财研究院

二、综合分析和交易策略

上半年，通胀气氛以及全球主要油料作物供应偏紧预期，推升全球油脂价格。不过，6月份以来，全球农产品的上涨情绪开始降温。而且，高价驱动全球增加油料作物的种植面积，如果没有异常天气情况，今年油料作物的供应增加，将在收获季节给予油脂价格压力。

分品种来看，美豆低库存和美国新能源政策预期预计将对下半年的大豆和豆油价格构成支撑，即使美豆大丰收，CBOT大豆和豆油在明年巴西大豆丰收前的运行中枢也会比去年抬高；国内收储结束后，下半年豆油的表现消费量将明显下降。棕榈油价格仍由产地供需情况主导，从马来西亚的情况来看，产地9月底之前，库存持续上升，产地报价将回落，但是产地绝对库存不高将限制跌幅。菜油、葵油等主要看下半年加拿大、东欧和澳洲的产量情况，从国内角度来说进口量预计会增加。

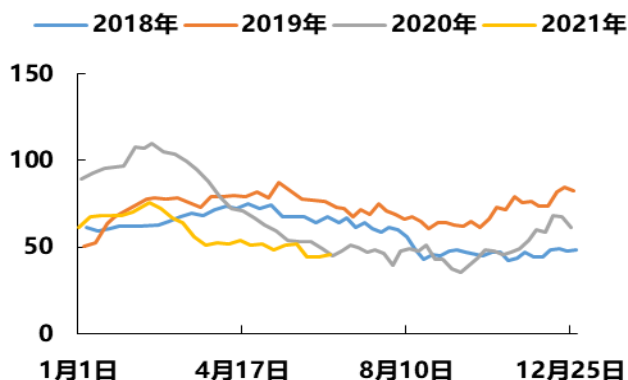
下半年，国内油脂总体供应预计将趋于宽松，价格主要受上游供应影响。预计下半年油脂价格较上半年会有所回落，但是底部比2020年下半年高。

操作上，建议棕榈油7500以上，豆油8500以上布局空单；棕榈油5500-6000，豆油6500-7000左右布局多单。

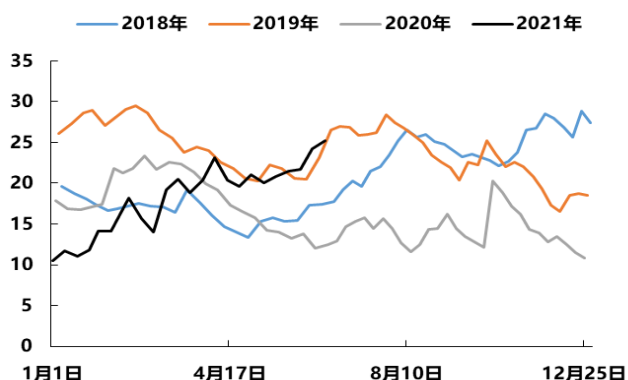
三、基础数据图解

1、库存

图 22: 棕榈油周度库存 (万吨)

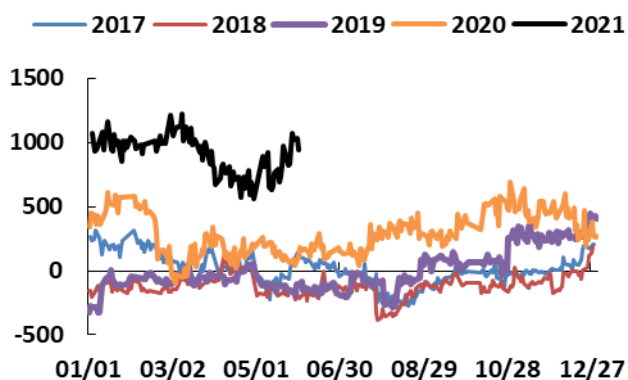


资料来源: 我的农产品网, 优财研究院
图 24: 华东进口菜油周度库存 (元/吨)



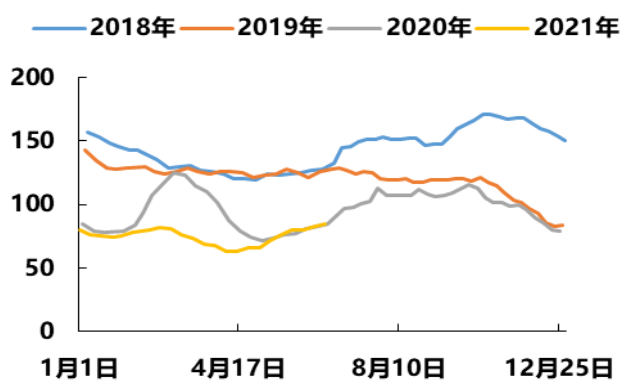
资料来源: 我的农产品网, 优财研究院
2、基差

图 26: 黄埔一级豆油基差 (元/吨)

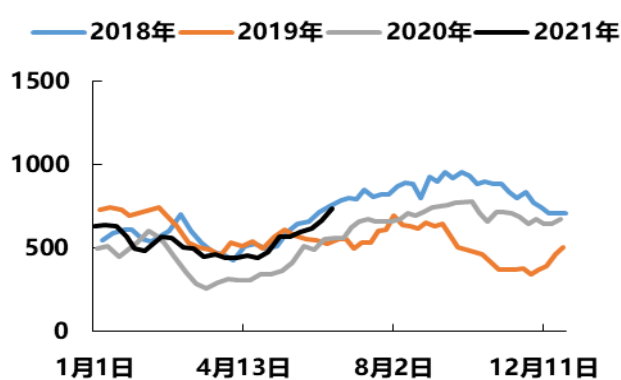


资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 豆油周度库存 (万吨)

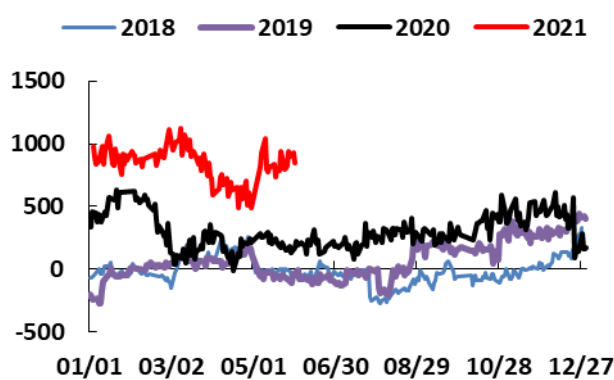


资料来源: 我的农产品网, 优财研究院
图 25: 大豆周度库存 (元/吨)



资料来源: 我的农产品网, 优财研究院

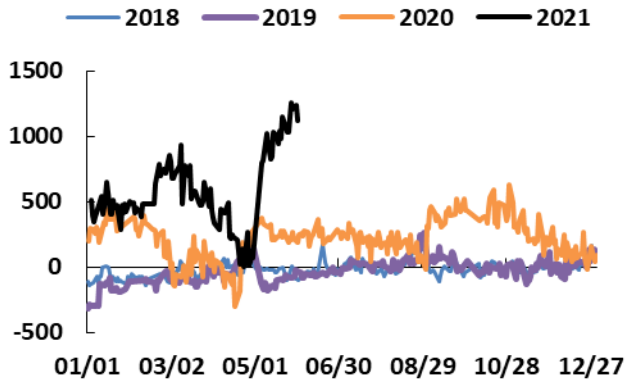
图 27: 张家港一级豆油基差 (元/吨)



资料来源: Wind, 优财研究院

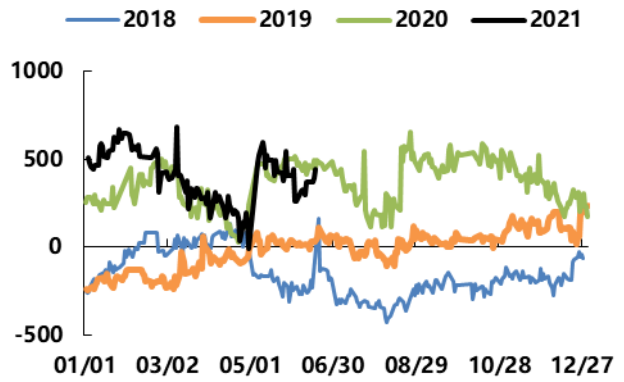


图 20：广东 24 度棕榈油基差（元/吨）



资料来源：Wind，优财研究院

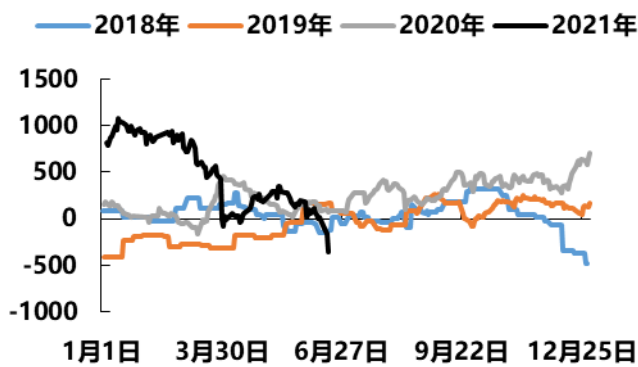
图 21：福建一级菜油基差（元/吨）



资料来源：Wind，优财研究院

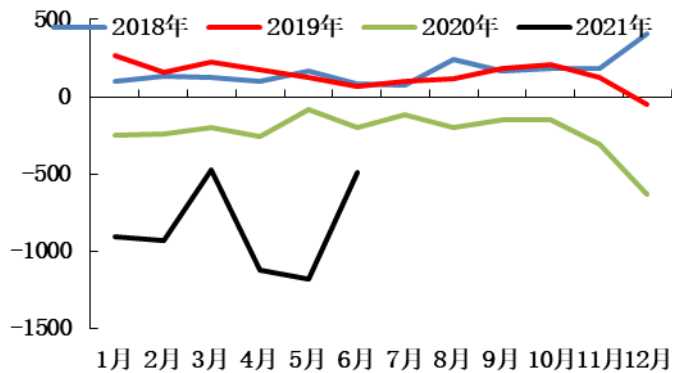
3、利润

图 22：大豆压榨利润（元/吨）



资料来源：Wind，优财研究院

图 23：棕榈油进口利润（元/吨）



资料来源：Wind，优财研究院

重要声明

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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！