

菜系：菜粕预计继续上涨 菜油或高位区间震荡

作者：饲料养殖组 王亮亮

摘要：

执业编号：Z0017427（投资咨询）

联系方式：010-68578697/

wangliangliang3@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2022年5月18日星期三

菜粕市场价格交易逻辑主要在于全球范围内的油籽供应紧缺，二季度面临着南美大豆集中收获上市，但由于拉尼娜的影响，巴西南部、阿根廷、巴拉圭大豆出现明显的减产，远低于此前预期。而 2021/22 年度加拿大出现了数十年难得一遇的严重干旱现象，萨斯喀彻温省、曼尼托巴省等菜籽主要种植区域均出现了重度甚至极度干旱状态，由于期初库存较低以及新季菜籽大幅减产，菜籽产量预计同比下降 35.33% 至 1260 万吨，为 2008/09 年以来最低水平。与此相比 2020/21 年度菜籽总供应量为 2305 万吨，近五年均值为 2169 万吨。

与大豆南北半球种植较为均衡有所不同，菜籽 80% 的产量集中于北半球。在全球油菜籽紧缺的背景下，俄乌油菜籽出口受限，欧盟将目光转向加拿大，通过对加拿大产量、压榨量、出口销售等情况综合计算分析，预计加拿大油菜籽库存将会在 6-7 月见底，届时使得全球范围内的菜籽供应更为紧张。加拿大新季菜籽到今年 10 月才会大量上市，在此期间，菜籽供应非常紧张。国内方面来看，我国沿海油厂菜籽同比减少 50%。6-10 月份是我国水产养殖旺季，水产养殖占据了菜粕需求的 50% 左右，因此 6-9 月菜粕供需将更为紧张，菜粕价格后期预计将会继续走强。受丰厚的种植收益刺激，加拿大菜籽种植面积和田间管理在 2022 年预计均将出现明显提升，菜籽丰收概率较大，届时供给紧张的情况将被极大的缓解，菜油和菜粕的供给在 2022 年预计前紧后松，上半年菜粕考虑多单继续持有，菜粕 05、07、09 合约建议逢低偏多操作。

菜油方面，国内进口菜籽及菜油利润倒挂，沿海油厂菜籽买船不积极，菜籽库存处于低位。菜豆油价差拉大，菜油需求同比下滑，抑制菜油的涨幅。随着棕榈油增产周期的到来，或对油脂形成一定利空压制，但本年度全球油籽供应偏紧，预计上半年菜油维持高位区间震荡走势。菜油 05、07 预计维持区 11600 至 13500 间偏强震荡为主。



目录

菜系：菜粕预计继续上涨 菜油或高位区间震荡	1
第一部分 期货行情回顾	3
一、 2020 年一季度菜油期货行情	3
二、 2020 年一季度菜油期货行情	3
第二部分 菜籽生产供应及进出口情况	5
一、 全球菜籽生产情况分析-加拿大菜籽大幅减产，造成全球菜籽供需收紧	5
二、 我国菜籽生产情况分析-国产菜籽产量稳步增加	7
三、 我国菜籽进口情况分析-菜籽进口大幅减少	8
第三部分 油厂压榨及消费需求情况	11
一、 压榨厂产量及库存情况-油厂开机率低，菜籽及菜粕库存不足	11
二、 菜粕消费情况	13
三、 菜油消费情况	16
第四部分 供需平衡表预期及解读	18
第五部分 季节性分析与技术分析	20
一、 季节性分析	20
二、 技术分析	20
第六部分 价差及套利分析	22
第七部分 菜粕期权市场分析及操作策略	25
一、 菜粕期权市场情况	25
二、 菜粕期权操作策略	26
第八部分 总结与后市展望	27
第九部分 相关上市公司股票统计	28

第一部分 期货行情回顾

一、 2020 年一季度菜油期货行情

一季度，菜粕主力期货合约经过短暂调整后，春节之后跳空高开，一举摆脱了 2500-3000 元/吨的震荡区间，打开上方空间后菜粕连续拉涨至 3850 至 4150 元/吨高位区间，随后基于此区间进一步上探 4300 元/吨上方，高点触及 4363 元/吨。一季度菜粕期现价格大幅上涨的原因有三：一是美豆及豆粕的带动。南美大豆减产大幅超预期，造成三季度之前大豆供应紧缺。主要出口国美国、巴西榨利丰厚，当地油厂与出口商竞争，导致进口到港大豆价格抬升。国内大豆及豆粕库存同比降 50% 左右，豆粕现货涨超 5000 元/吨；二是菜籽自身供应不足。加拿大菜籽大幅减产，预计 7-8 月菜籽库存见底，俄乌两国均为菜籽生成大国与出口国，多重因素造成菜籽供应较大大豆更紧。11 月加拿大新季菜籽上市前，菜籽紧缺难改。国内菜籽库存同比降 55%；三是需求有支撑。禽类养殖利润尚可，生猪存栏存在周期惯性，水产养殖 6-10 月旺季，需求上半年有支撑。总体而言，美豆产量增加抑制了前期本应由菜籽减产带来的菜粕涨幅，随着南美大豆的减产，菜粕释放利多而上涨。



图 1-1：菜粕主连日线行情走势回顾

数据来源：文华财经 方正中期期货研究院

二、 2020 年一季度菜油期货行情

一季度菜油期货经过两个月的区间调整后，2 月下旬一举突破 12500 压力位置，进入 12500-13500 的高位震荡区间，高点上探至 13896 元/吨。2022 年一季度菜油这轮上涨的主要原因在于加拿大菜籽的减产、棕榈及国际油价的带动。国内进口菜籽数量主要受到加拿大减产的影响而处于偏低水平。10 月后在棕榈油价格带动的情况下，国内菜油价格也再度走出新高。受国内菜籽菜油库存偏低的影响，菜油价格的表现一直优于豆油和棕榈油，菜油和豆油间的价差在 2021 年四季度不断拉大，2021 年一季度有所收敛，但依旧位于历史高位。



图 1-2：菜油主连价格走势回顾

数据来源：文华财经 方正中期期货研究院

第二部分 菜籽生产供应及进出口情况

一、 全球菜籽生产情况分析-加拿大菜籽大幅减产，造成全球菜籽供需收紧

1、加拿大菜籽大幅减产，造成全球菜籽供需收紧

2021/22 年度全球油菜籽库存消费比将创出历史新低，整体供给较为紧张。USDA 数据显示，2021/22 年度全球油菜籽产量预估为 7112 万吨，同比 2020/21 年度的 7316 万吨下降 204 万吨，降幅 2.8%，具体来看，除加拿大以外其余菜籽主产国均出现增产，但难抵加拿大减产幅度。其中欧盟菜籽产量同比增加 5.29%至 1715 万吨、澳大利亚菜籽产量同比增加 41.11%至 635 万吨、乌克兰菜籽产量同比增加 9.64%至 301.5 万吨、俄罗斯菜籽产量同比增加 8.1%至 277.5 万吨。反观加拿大出现了数十年难得一遇的严重干旱现象，萨斯喀彻温省、曼尼托巴省等菜籽主要种植区域均出现了重度甚至极度干旱状态，新季菜籽的产量和质量均受到了较为严重的影响，菜籽单产预计同比降低 39.32%至 1.42 吨/公顷，菜籽产量预计同比下降 35.33%至 1260 万吨；品质方面，油菜籽的含油率显著低于正常值，据加拿大谷物委员会抽样调查报告显示，新季菜籽平均含油率为 41.9%，远低于去年的 44.1%和五年均值 44.2%。由于由于期初库存较低以及新季菜籽大幅减产，为 2008/09 年以来最低水平。与此相比 2020/21 年度菜籽总供应量为 2305 万吨，近五年均值为 2169 万吨。总体上来讲，加拿大菜籽减产造成了全球菜籽供应趋紧，2021/22 年度全球菜籽库存消费比预计同比继续下降 7.92 个百分点至 8.39%，全球菜籽库存消费比预计同比继续下降 1.48 个百分点至 6.13%。

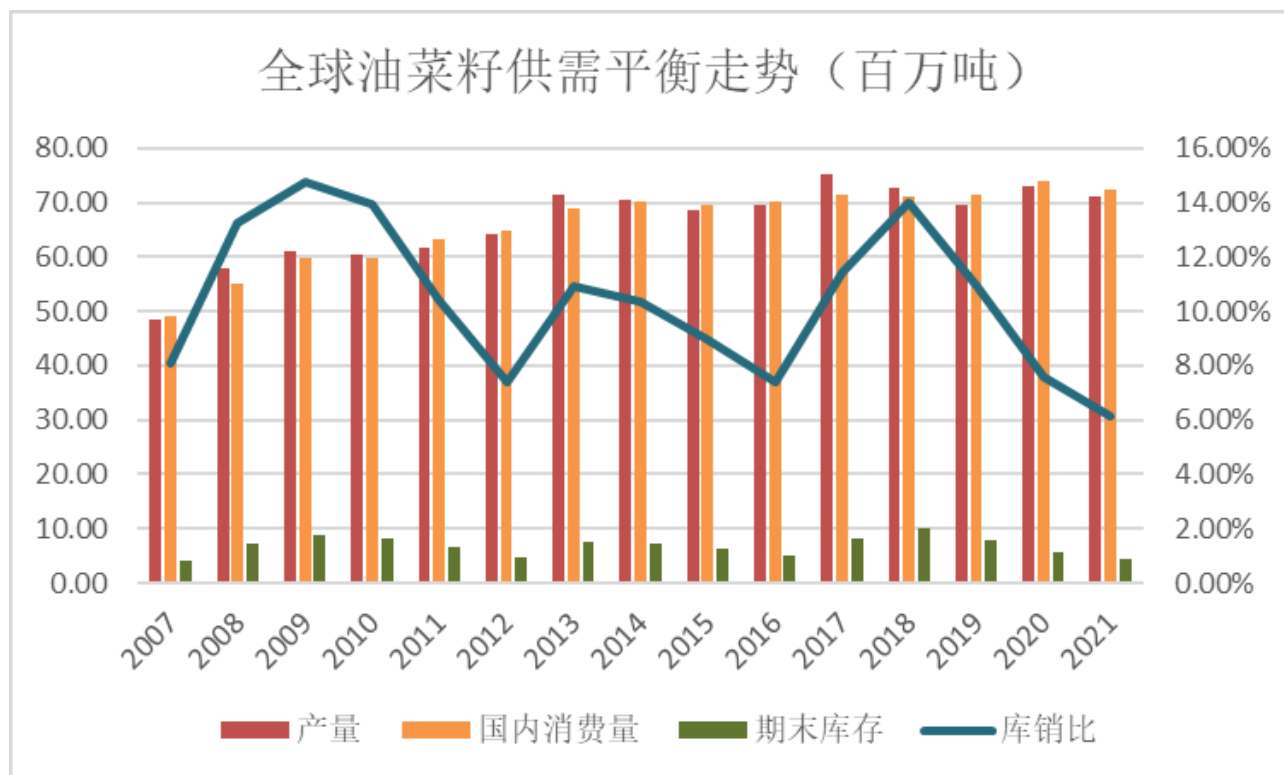


图2-1：全球菜籽供需情况

数据来源：USDA 方正中期期货研究院

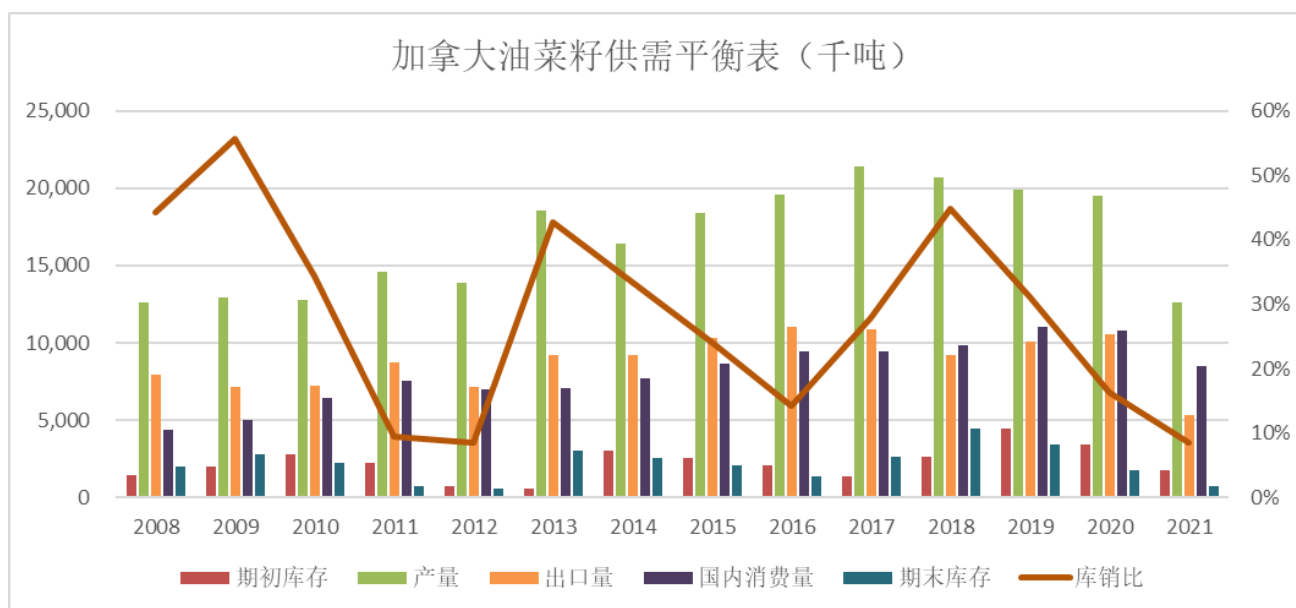


图2-2：加拿大菜籽供需情况

数据来源：USDA 方正中期期货研究院

2、俄乌局势加剧了菜籽、菜籽供应偏紧态势

中国菜籽供应由国产菜籽及进口菜籽构成，2021年中国进口菜籽中加拿大菜籽占比92.11%，俄罗斯菜籽占比3.93%，其他占比3.96%。乌克兰油菜籽流向为欧洲国家，我国并不

从乌克兰进口。乌克兰菜籽 2021/22 年度出口量为 270 万吨，占全球油菜籽出口量的 20%，仅次于加拿大和澳大利亚。乌克兰对于本国油菜籽的需求量并不大，用于出口的油菜籽占乌克兰油菜籽产量的 88.52%。欧盟依赖乌克兰油菜籽出口，若东欧当地局势不稳定影响乌克兰油菜籽出口，届时欧盟会将目光转向加拿大油菜籽，使得加拿大油菜籽需求强劲，致使我国菜籽到港完税价拉升。21/22 年度油菜籽供应已处于偏紧格局，叠加加籽含油降低及乌克兰菜籽、菜油出口受阻，造成全球菜油更为紧缺。

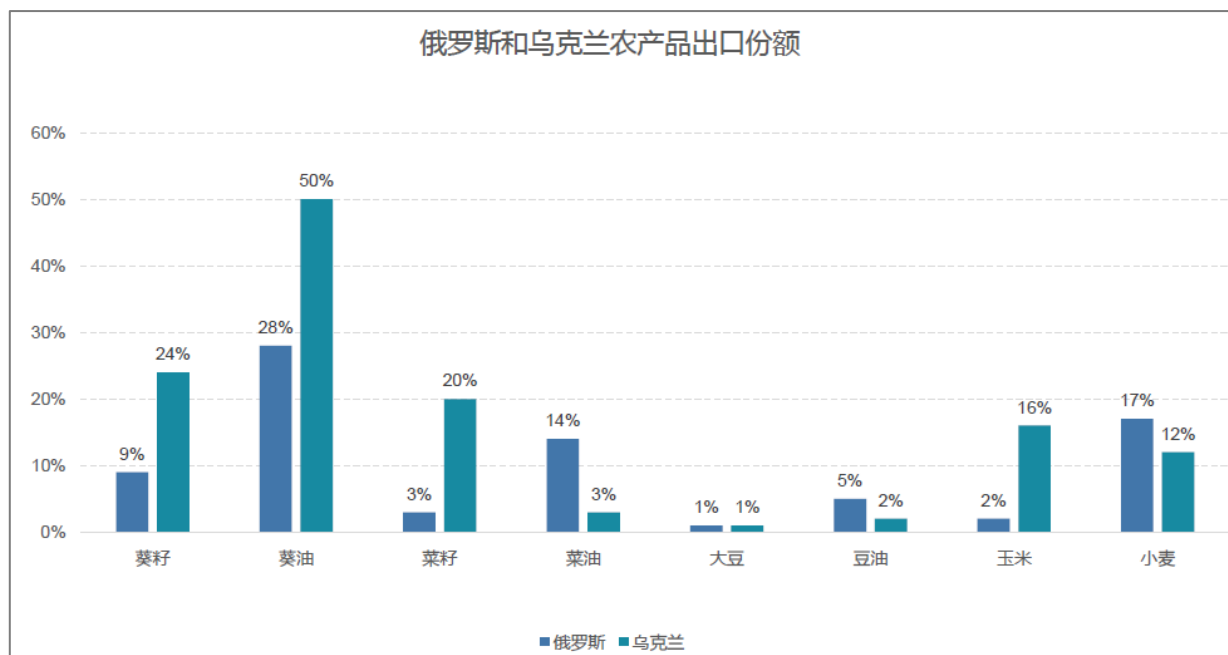


图 2-3：俄罗斯和乌克兰农产品出口份额

数据来源：USDA 方正中期期货研究院

二、我国菜籽生产情况分析-国产菜籽产量稳步增加

2014 年以前，我国对菜籽收购实行托市政策，我国菜籽产量呈现小幅上涨态势。2015 年开始我国对菜籽收购开始实行市场化，但是仍有七省实行补贴收购。2016 年开始至今菜籽收购完全实行市场化，菜籽收购实行市场化后，现货价格走弱削尖了农户种植积极性，我国菜籽产量在 2015 年和 2016 年出现持续回落，且部分人士经过调研后认为 2015 年开始菜籽产量实际下调幅度远超过统计局公布数据。近四年来，由于菜籽价格走高，我国菜籽产量也呈现稳中有升的态势。据国家粮油信息中心预估 2021 年我国菜籽产量预计为 1450 万吨，同比增加 2.76%。

我国纳入统计企业夏菜籽收购量大幅减少一方面是因为托市收购政策取消后菜籽产量减少，更重要的一方面原因是我国菜籽的消费方式发生了比较大的转变。现在我国农户种植菜籽普遍自用，而不进入市场销售和流通。近年来浓香菜籽油消费需求不断增加，导致农村榨油作

坊数量和规模企业的浓香菜油生产线数量大幅增加，并作为国产油菜籽加工行业的主力军。国产菜籽主要用于生产浓香菜油和农民自用，导致国产菜粕数量急剧减少，饲料养殖行业主要使用进口菜粕和进口菜籽生产的菜粕。传统的菜粕产区变成了销区，华南地区菜粕倒流向内地。

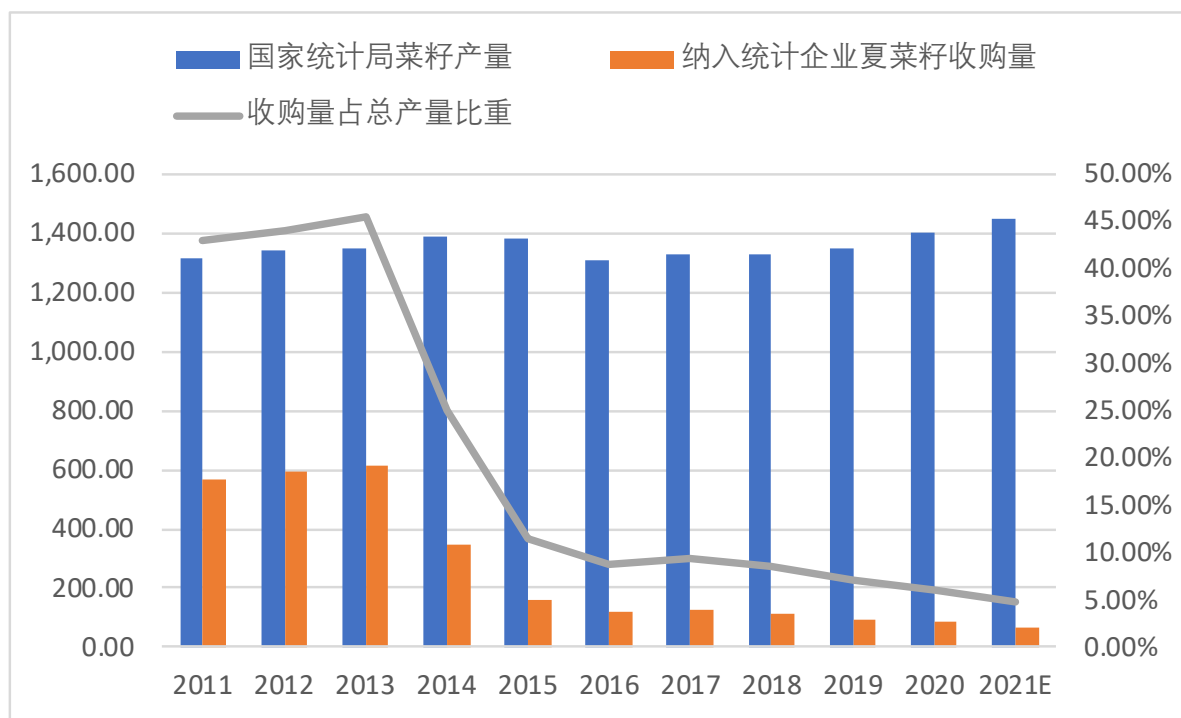


图 2-4：我国菜籽产量及企业夏菜籽收购量变化趋势

数据来源：国家粮油信息中心 方正中期期货研究院

三、 我国菜籽进口情况分析-菜籽进口大幅减少

自 2009 年我国商检部门实施临时性检验检疫措施后，进口油菜籽实际上只能有限制性地进入我国少数沿海非主产区，促使我国沿海地区的进口油菜籽加工产能快速增长，随着我国油菜类品种相关金融市场的完善和企业盈利模式的改善，2014 年沿海油菜籽加工产能的再度扩张，我国已经迈入对进口油菜籽的“高刚需”时期，2014 年以来我国油菜籽进口量大幅增长，不过由于我国进口油菜籽对加拿大依赖度达 85%以上，2019 年中加贸易关系紧张之后，进口量被动下滑，中加贸易关系紧张状态已经延续两个年度，菜籽进口量进入低位刚需状态 2021 年 9 月 5 日孟晚舟成功归国，中加关系有缓和预期，但受制于加拿大新季菜籽同比减产 35.4%，加拿大菜籽供给紧张限制了其出口能力，叠加我国进口菜籽榨利从 2021 年 3 月底至今持续亏损，仅在 2 月下旬到 3 月上旬榨利短时间由负转正，随后 3 月中旬开始又转为负值，油厂采购菜籽意愿较弱，菜籽进口数量大幅减少。

2021 年全年，我国累计进口油菜籽 264.64 万吨，较去年同期的 311.44 万吨同比减少 15.03%。相较近七年均值 371.87 万吨减少 28.84%，2022 年 1-3 月油菜籽进口预计为 42 万吨，较去年同期的 52.7 万吨同比下降 20.24%。

由于存在一定供给缺口，菜油和菜粕进口数量出现大幅增加。

2021 年全年累计进口菜粕 203.2 万吨，同比持平，相较近七年均值增加 65.9%，2022 年 1-2 月菜粕累计进口 33.6 万吨，较去年同期的 25.9 万吨同比增加 29.86%；

2021 年全年累计进口菜油 204.87 万吨，较去年同期的 185.06 万吨同比增加 10.70%，2022 年 1-2 月累计进口菜油 19.92 万吨，同比减少 51.71%，相较近七年均值的 21.39 万吨减少 6.87%。

据加拿大统计局数据显示，2021 年底加拿大油菜籽库存为 756.1 万吨，低于报告发布前分析师们的预估，较上年同期下降 43.1%。按加菜籽每月 60-70 万吨压榨量，每月 40-50 万吨出口量测算，预计 6-7 月底加菜籽库存几近见底。

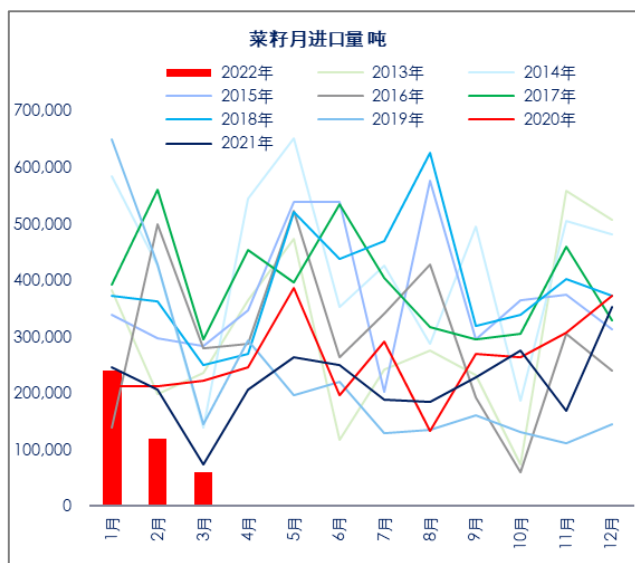


图 2-5：菜籽月进口量

数据来源：海关总署、方正中期研究院整理

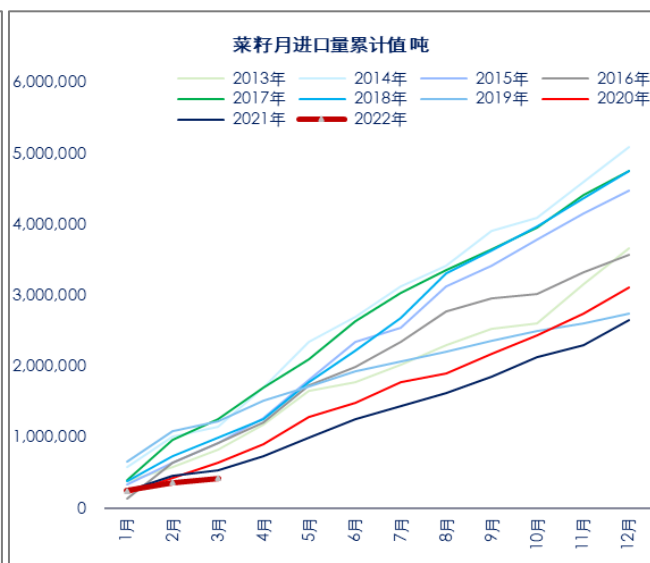


图 2-6：菜籽月进口量累计值

数据来源：海关总署、方正中期研究院整理

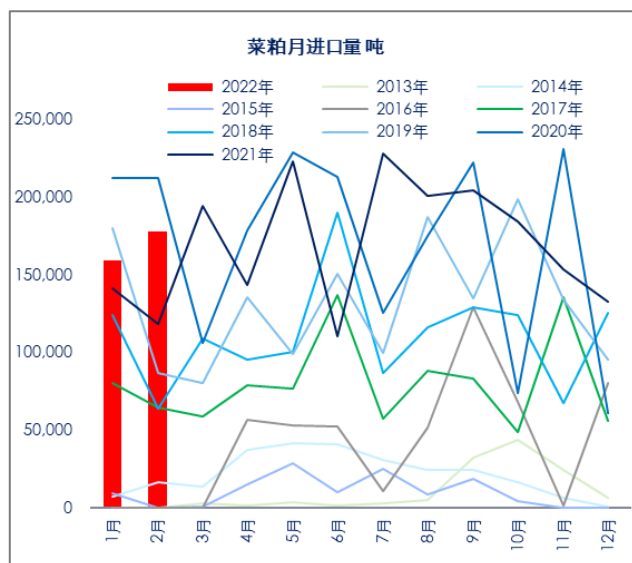


图 2-7: 菜粕月进口量

数据来源: 海关总署、方正中期研究院整理

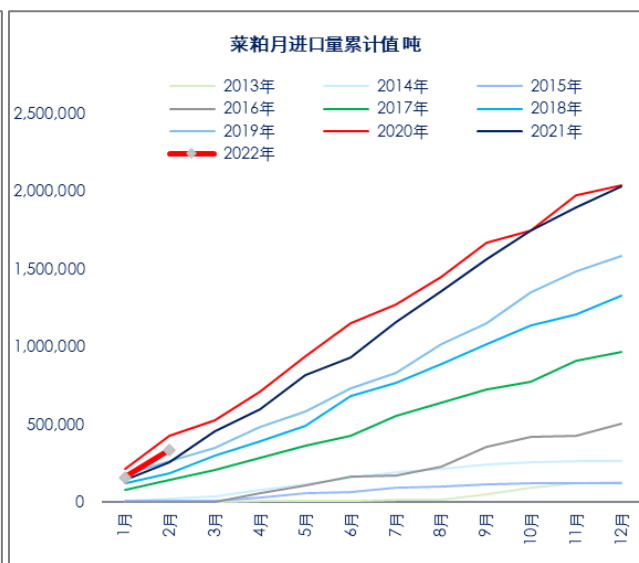


图 2-8: 菜粕月进口量累计值

数据来源: 海关总署、方正中期研究院整理

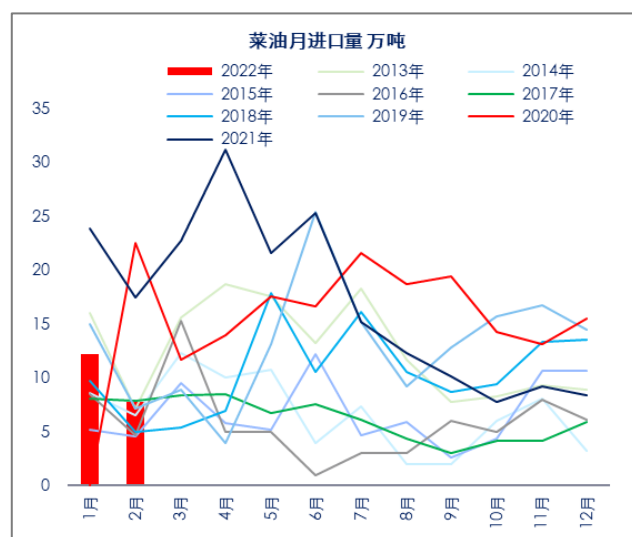


图 2-9: 菜油月进口量

数据来源: 海关总署、方正中期研究院整理

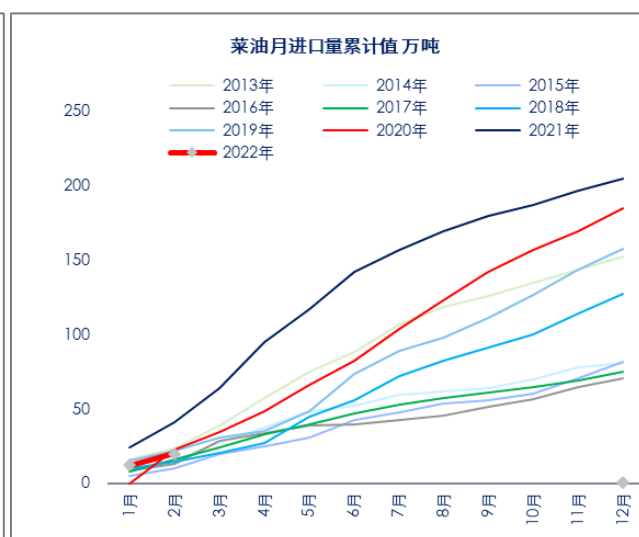


图 2-10: 菜油月进口量累计值

数据来源: 海关总署、方正中期研究院整理

第三部分 油厂压榨及消费需求情况

一、压榨厂产量及库存情况-油厂开机率低，菜籽及菜粕库存不足

1、近一年国内油厂榨利持续亏损

2019 年开始中国对加拿大菜籽进口限制较为严格，国内油菜籽菜籽压榨利润和压榨量呈现错配表现。由于国内油菜籽供应近两年处于被动且快速下滑的形势，国内油菜籽供需情况相比全球油菜籽供需情况要偏紧，国内进口油菜籽压榨利润持续处于相对高位，2019 年以来进口油菜籽盘面压榨利润持续处于正值水平。2020 年至今该局面又有一定的深化，进口油菜籽盘面利润运行区间由之前的 500-1100 元/吨上移至 1100-1600 元/吨。但这种局面在 2021 年 3 月份起发生了转变，由于加拿大菜籽供应紧张，国内生猪养殖利润消减，2021 年 3 月底至今油厂进口菜籽榨利持续处于深度亏损，仅在 2021 年 2 月下旬到 3 月上旬榨利短时间由负转正，随后 3 月中旬开始又转为负值，油厂采购菜籽意愿较弱，菜籽进口数量大幅减少。国内菜籽库存持续低位运行，这也导致了本年度油厂开率持续处于季节性低位。

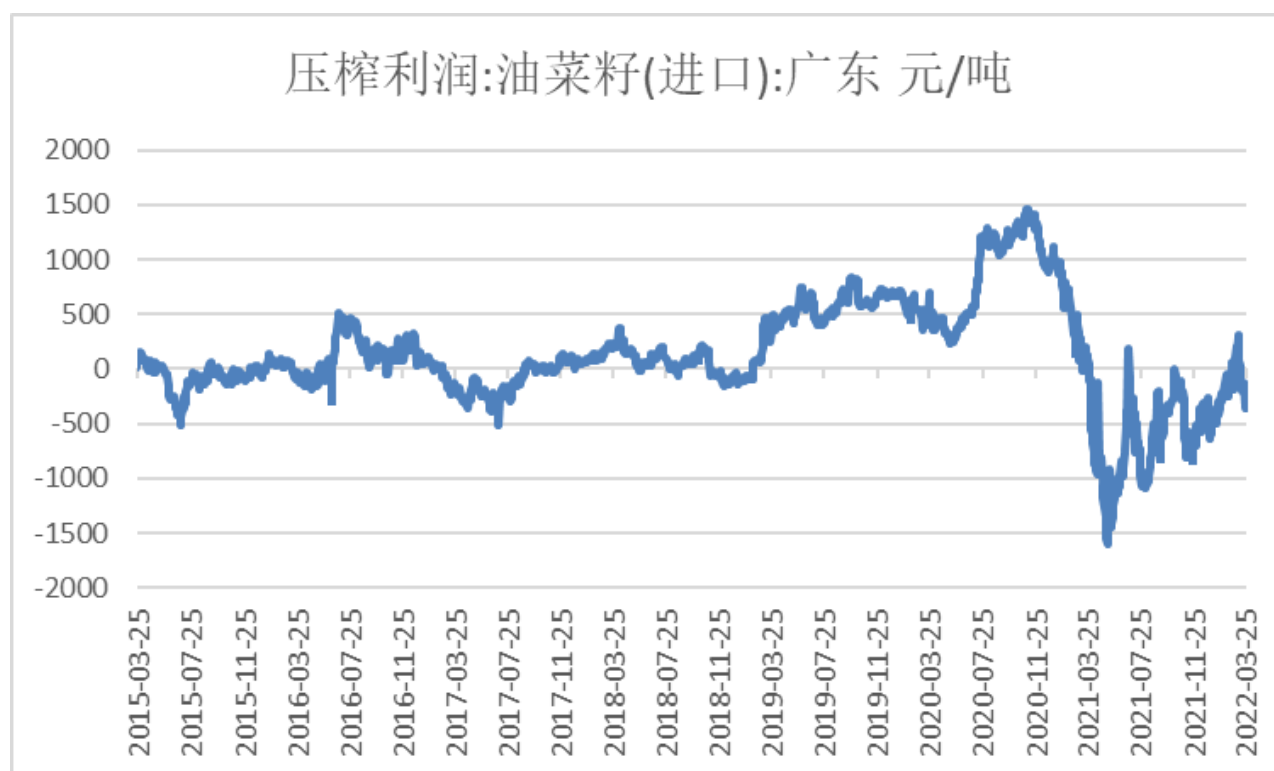


图:3-1: 进口油菜籽压榨量

数据来源: wind、方正中期期货研究院

2、国内菜粕库存处于历史低位

由于近一年国内菜油压榨利润持续保持负值，造成国内油厂对于油菜籽买船不积极。叠加加拿大油菜籽大幅减产，使得我国油菜籽进口到港量同比大幅下降 20%左右。造成我国菜籽及菜粕库存处于历史同期最低值。据 Mysteel 调研显示，截止到 2022 年 3 月 18 日，沿海地区主要油厂菜籽库存为 18.4 万吨，同比下降 52.94%；菜粕库存为 3.5 万吨，同比下降 46.97%；由于都菜油价差扩大，菜油消费比价减弱，国内油厂菜油库存为 6.25 万吨，较去年同期的 1.45 万吨增加 4.8 万吨。

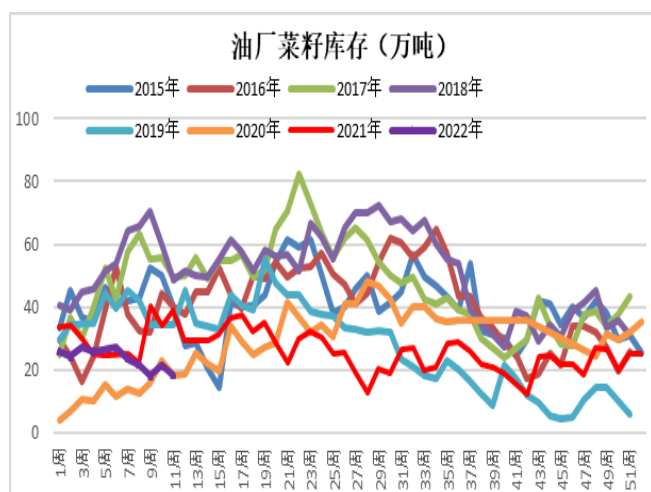


图 3-2：我国油菜籽库存

数据来源：Mysteel、方正中期研究院整理

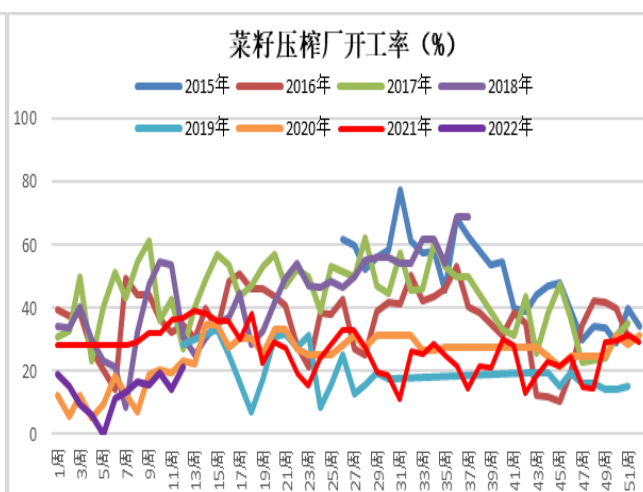


图 3-3：我国菜籽压榨开工率

数据来源：Mysteel、方正中期研究院整理

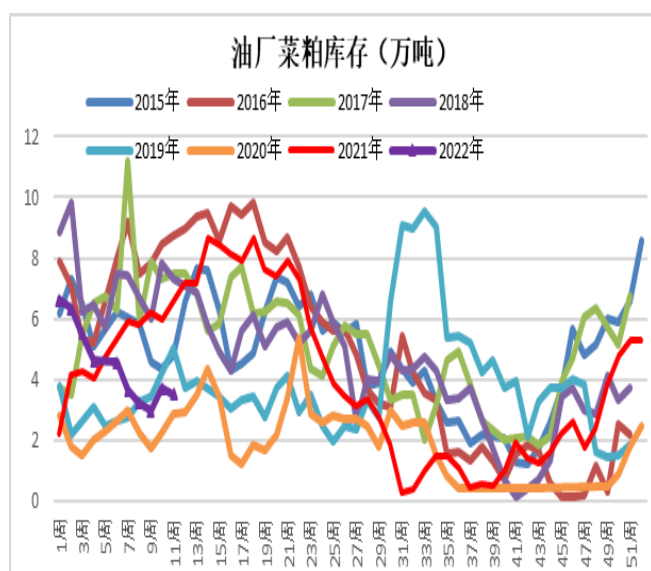


图 3-4：我国油厂菜粕库存

数据来源：Mysteel、方正中期研究院整理

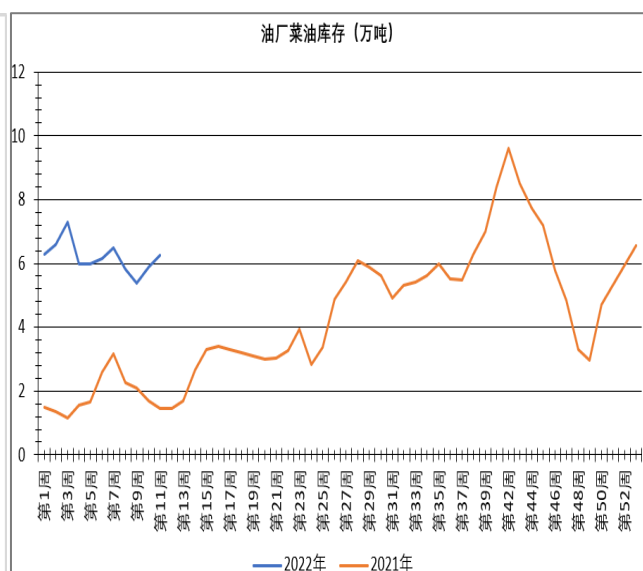


图 3-5：我国油厂菜油库存

数据来源：Mysteel、方正中期研究院整理

二、 菜粕消费情况

菜粕和豆粕同样作为饲用需求，二者具有一定的替代关系。由于豆粕、菜粕的粗蛋白不同，菜粕差不多是豆粕的 83%，达不到 85%；猪料中菜粕价值相当于豆粕的 72%，禽料中为 77%，水产料中大致为 80%。猪料中菜粕比例一般不高于 5-10%。菜粕主要用于水产料和鸭料，猪料和鸡料使用较少。按照普通豆粕与菜粕相差 7 个蛋白，每个蛋白折价 80 元计算，豆粕与菜粕的正常价差应在 500-600 元/吨之间。考虑菜粕中含油抗营养因子，豆粕与菜粕价差波动区间一般在 400-700 元/吨之间。低于 400 元/吨的豆菜粕价差将使菜粕饲用量降至较低水平。因此菜粕消费需要关注豆粕消费及价格。因此不能只考虑水产与鸭料，而是需要通盘考虑整体饲料养殖情况。2022 年以来，豆菜粕价差持续扩大，并维持在 600 以上，因此菜粕添加比例相对正常。

表 3-1：菜粕需求粗算

比例/项目	菜粕添加比例	
	水产料	鸭料
正常添加比例	30%	10%
最低添加比例	12%	3%

数据来源：国家粮油信息中心 方正中期期货研究院

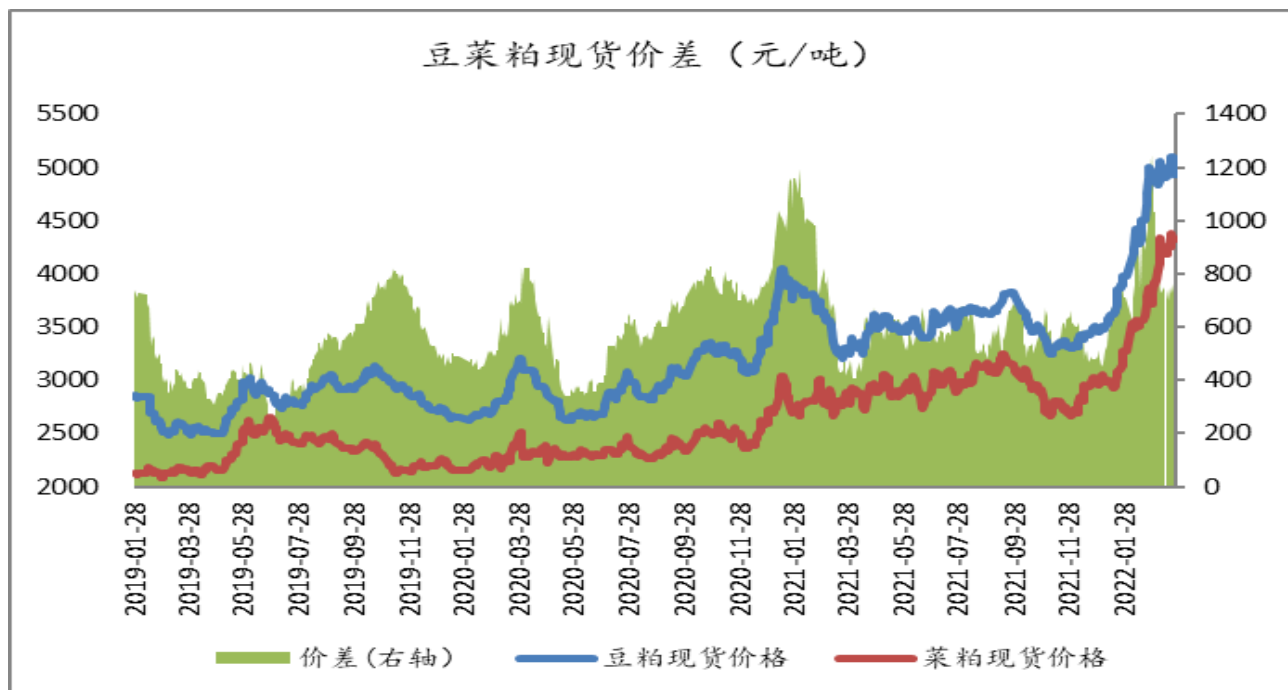


图3-6：豆菜粕现货价差

数据来源：wind、方正中期期货研究院

养殖产能高位相对支撑仍然存在，不过利润持续收缩的影响预期也将逐步显现。参照国家统计局的生猪以及家禽存栏数据来看，今年养殖规模相比去年增长毋庸置疑，国家统计局数据来看，2021年末，全国生猪存栏44922万头，同比增长10.5%，其中能繁殖母猪存栏4329万头，同比增长4.0%，分别达到2017年末的101.7%和96.8%；2021年末全国家禽存栏67.9亿只，同比增长0.1%。不过一季度饲料价格的大幅上扬加快了养殖利润收敛速度，很有可能会加剧养殖产能速度，这个影响我们预期二季度将逐步显现。博亚和讯的数据显示，一季度自繁自养以及外购仔猪养殖利润基本处外购仔猪养殖利润为-287元/头，亏损幅度较年初有所扩大；一季度肉禽的养殖利润基本也在盈亏平衡线挣扎，3月底养殖利润为-0.85元/羽，817肉杂鸡的养殖利润为-1.06元/只，肉鸭的养殖利润为-1.15元/只，整体养殖利润亏损幅度较年初都有所扩大；蛋鸡由于去产能速度快于其他，养殖利润表现略好，但是也没有摆脱盈亏平衡表摇摆的情况。养殖利润的恶化必然会向养殖产能缩减传导，同时叠加生猪存栏见顶预期，我们认为相对影响在二季度将有所显现。同时我们从饲料数据也能得到印证。

同时我们从饲料数据也能得到印证。据饲料工业协会样本企业数据测算，2021年受益于生猪存栏快速恢复，水产养殖利润较好，饲料需求整体较为旺盛，据饲料工业协会数据显示，全国工业饲料总产量29344.3万吨，比上年增长16.1%。其中，配合饲料产量27017.1万吨，增长17.1%；浓缩饲料产量1551.1万吨，增长2.4%；添加剂预混合饲料产量663.1万吨，增长11.5%。分品种看，猪饲料产量13076.5万吨，增长46.6%；**蛋禽饲料产量3231.4万吨，下降3.6%**；**肉禽饲料产量8909.6万吨，下降2.9%**；反刍动物饲料产量1480.3万吨，增长12.2%；**水产饲料产量2293.0万吨，增长8.0%**；宠物饲料产量113.0万吨，增长17.3%；其他饲料产量240.5万吨，下降16.2%。2022年1—2月，全国工业饲料总产量4384万吨，同比增长3.5%。从品种看，猪饲料产量2126万吨，同比增长2.9%；蛋禽饲料产量525万吨，同比下降0.9%；肉禽、水产、反刍动物饲料产量分别为1265万吨、**167万吨**、251万吨，同比分别增长4.2%、31.3%、3.7%。

受原料价格高企，养殖产品价格低迷影响，目前下游采购不积极，远月采购非常稀少，随采随用为主，但是受到养殖惯性的影响，目前生猪存栏依旧位于历史高位，并且前30大养殖企业本年度计划生猪出栏数量几乎都是增加的。尽管下游养殖企业通过减少生猪蛋白摄入量降低豆粕消费，但对于豆粕需求影响有限，相比于国内50%左右降幅的豆粕来说，蛋白粕供需偏紧态势难以扭转。

表 3-2 2022 年 1—2 月全国工业饲料生产情况

项目	总产量	配合饲料	浓缩饲料	添加剂预混合饲料
2022 年 1 月（万吨）	2409	2212	129	57
2022 年 2 月（万吨）	1976	1826	108	34
2022 年 1—2 月合计（万吨）	4384	4038	237	92
累计同比变化（%）	3.5	5.2	-13.6	-13.5

数据来源：饲料工业协会

表 3-3 2022 年 1—2 月不同品种工业饲料生产情况

项目	猪饲料	蛋禽饲料	肉禽饲料	水产饲料	反刍动物饲料	宠物饲料	其他饲料
2022 年 1 月（万吨）	1202	293	653	87	146	10	18
2022 年 2 月（万吨）	924	232	612	80	106	7	13
2022 年 1—2 月合计（万吨）	2126	525	1265	167	251	17	31
累计同比变化（%）	2.9	-0.9	4.2	31.3	3.7	3.2	-19.4

数据来源：饲料工业协会

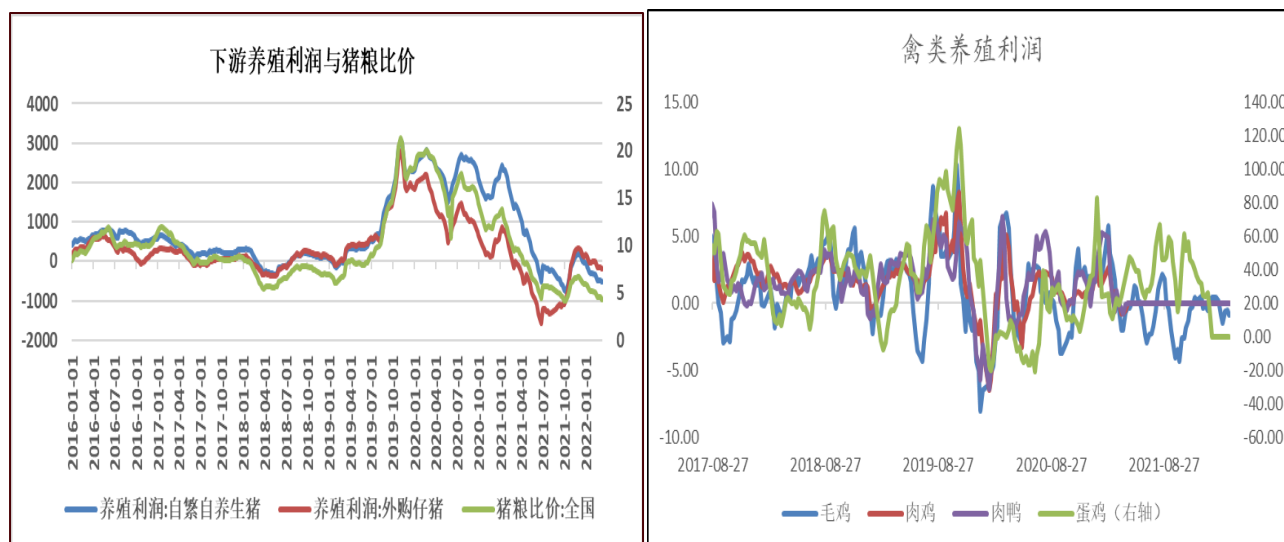


图 3-7：生猪养殖利润与猪粮比

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

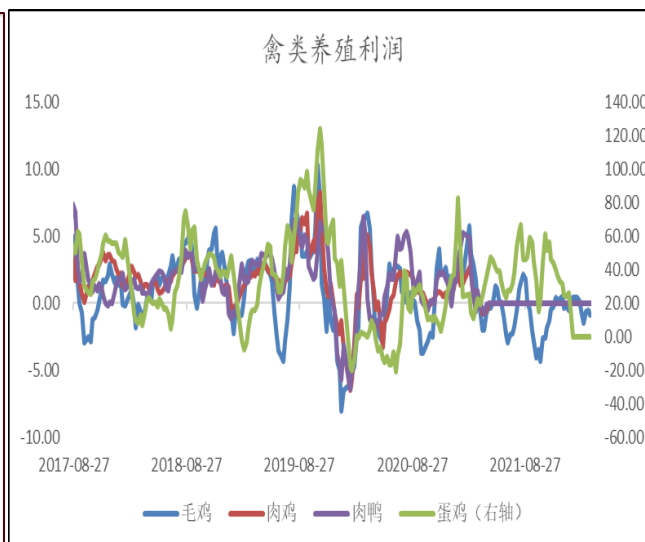


图 3-8：禽类养殖利润

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

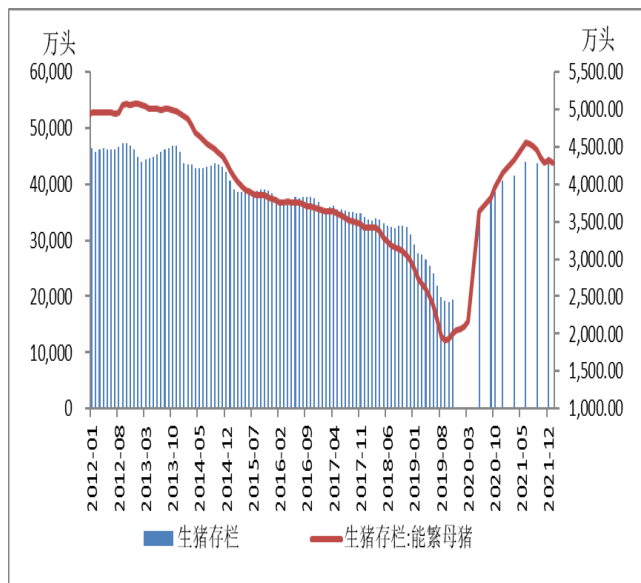


图 3-9：全国生猪及能繁母猪存栏量变化

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

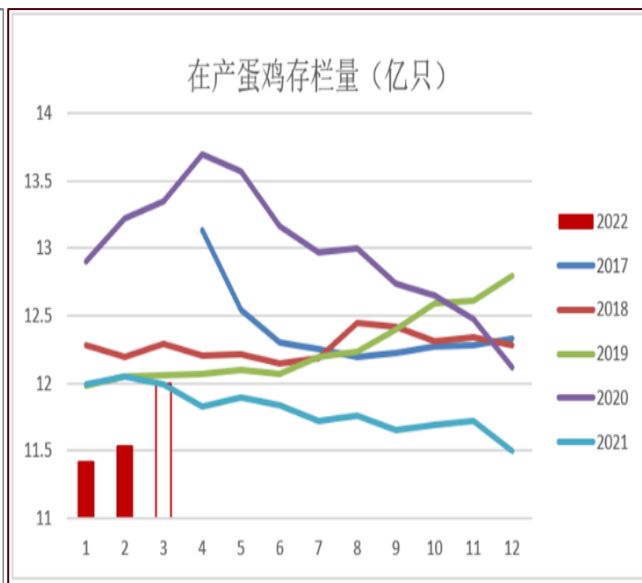


图 3-10：中国肉鸡月度出栏量

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

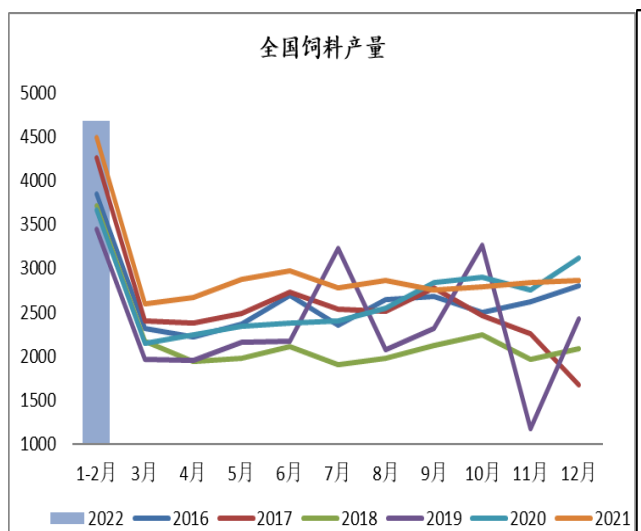


图 3-11：全国饲料产量

数据来源：同花顺，方正中期期货研究院整理

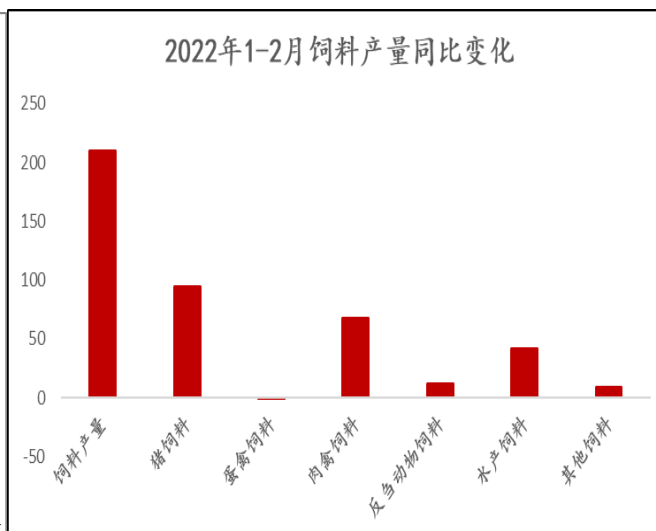


图 3-12：饲料产量变化情况

数据来源：wind，方正中期期货研究院整理

三、菜油消费情况

由于国内 90%以上的菜籽进口来自于加拿大，而 2021 年国内对加拿大菜籽进口继续采取限制，使得国内 2021 年菜籽进口量继续收缩，国内对菜油的需求转向直接进口进行替代，并增加了从加拿大以外国家的直接进口量。根据 Mysteel 统计，2021 年进口菜籽压榨量为 246.6 万吨，同比 2020 年，进口菜籽压榨量减少 4%。2022 年 1-3 月油菜籽进口预计为 42 万吨，较去年同期的 52.7 万吨同比下降 20.24%。今年油菜籽压榨量与去年相比，并未呈现明显的季节性规律，而是呈现齿距状变化。加拿大菜籽减产，导致全球油菜籽供应偏紧，国内外菜籽价格不断攀升，下半年油厂买船不积极，叠加洗船，沿海油厂菜籽频繁出现断籽停机现象。根据

Mysteel 统计, 2021 年在榨进口菜籽油厂菜油提货量周度均值为 1.89 万吨, 同比 2020 年 2.16 万吨, 菜油提货量减少 12.25%。减产导致加籽价格不断攀升, 2021 年受成本端支撑, 菜油期价屡创新高。因自身价格影响及其他油脂价差抑制, 终端积极寻求其他油脂替代, 2022 年一季度国内菜油整体成交不佳, 下游终端购买意愿差。2022 年一季度, 我国油厂菜油提货量 15.52 万吨, 同比减少 36.65%。目前全球范围内的油籽供应紧缺, 但菜豆油价差扩大抑制菜油需求。未来需要关注豆油与棕榈油价格走势。

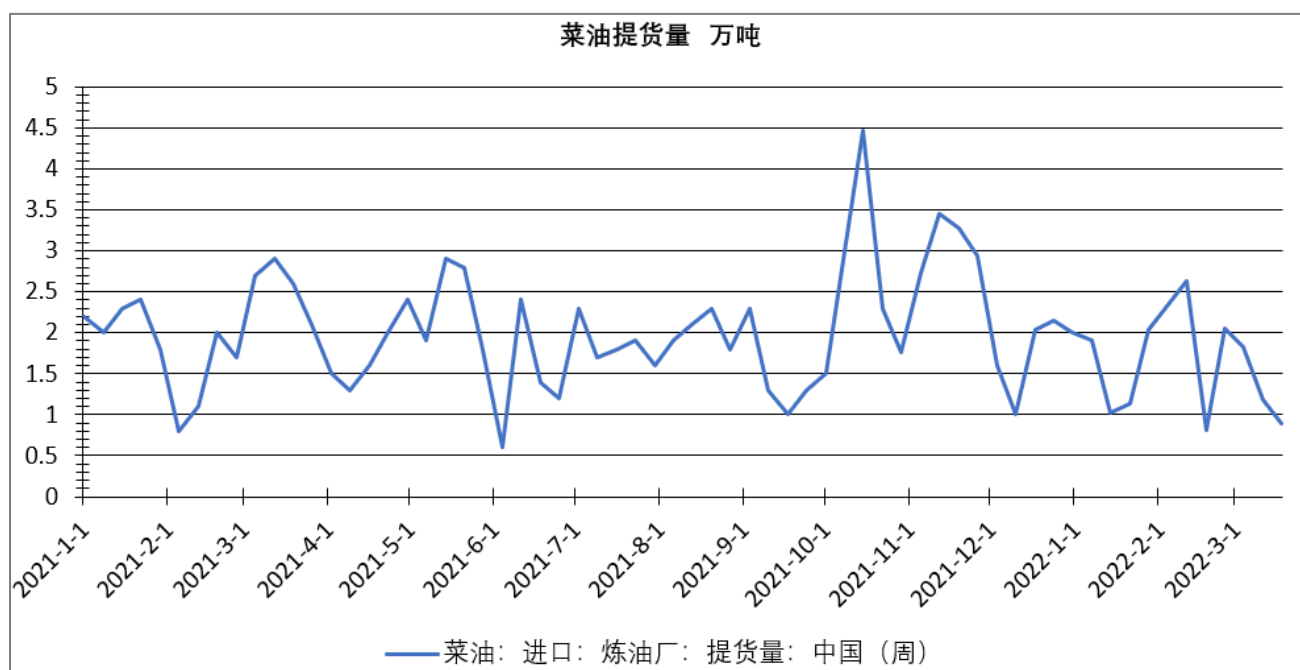


图:3-13: 我国沿海油厂菜油提货量

数据来源: Mysteel、方正中期期货研究

第四部分 供需平衡表预期及解读

菜籽价格的高企有效提升了农户种植积极性, 2021/22 年度国内菜籽产量预计同比提升 4% 至 780 万吨。进口方面, 菜籽产量预计同比下降 35.33% 至 1260 万吨, 严重限制了其出口能力, 并且俄乌两个菜籽、菜油出口大国供应受限, 欧盟转向加拿大进口, 造成加拿大菜籽需求旺盛。2021/22 年度我国菜籽进口量预计同比下降 11%。国内菜籽主要用于浓香菜籽油, 这部分我国整体表现为自产自销, 并且呈现出逐年供应偏紧的态势。进口方面, 由于加菜籽供应价供应减少, 21/22 年度国内菜籽供需平衡表整体表现偏紧。随着种植效益的增加, 国内外菜籽种植积极性预计均会增加, 22/23 年度菜籽供应紧张态势或有所缓解。

表 4-1: 我国菜籽供需平衡表

我国菜籽供需平衡表 (万吨)					
6月-5月	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
年初库存	11.9	37	20.3	96.3	166.3
产量	630.1	628.3	750	780	900
进口量	469.4	230	221	200	178
总供给	1111.4	895.3	991.3	1076.3	1244.3
国内消费	1074.4	875	895	910	900
出口量	0	0	0	0	0
总消费	1074.4	875	895	910	900
年末库存	37	20.3	96.3	166.3	344.3
年末库存/消费量 (%)	3.44	2.32	10.76	18.27	38.26

数据来源: 汇易网、方正中期期货研究院

据加拿大统计局数据显示, 2021 年底加拿大油菜籽库存为 756.1 万吨, 低于报告发布前分析师们的预估, 较上年同期下降 43.1%。按加菜籽每月 60-70 万吨压榨量, 每月 40-50 万吨出口量测算, 预计 6-7 月底加菜籽库存几近见底。而我国菜粕的来源主要是进口菜籽压榨的菜粕和进口菜粕, 因此菜籽进口的减少势必导致菜粕供给的减少, 同时增加了菜粕供给, 综合计算预计菜粕总供给量将同比减少 10.65% 至 635 万吨, 需求方面, 因豆菜粕价差过小以及葵粕进口的增加预计将继续压制菜粕的需求, 预计菜粕消费量同比降低 1.35% 至 660 万吨, 菜粕库存消费比预计将同比下降 4.59 个百分点至 1.52%。总体上讲, 在 2022 年加拿大菜籽上市前, 我国菜粕供给将持续偏紧。

表 4-2：我国菜粕供需平衡表

我国菜粕供需平衡表 (万吨)					
6月-5月	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22
年初库存	14	18	27	37	41
产量	371	620	523	528	387
进口量	110	139	175	147	135
总供给	495	777	725	711	635
消费量	476	749	688	669	660
出口量	1	2	1	1	1
总消费	477	750	688	670	671
年末库存	18	27	37	41	10
年末库存/消费量 (%)	3.78	3.6	5.3	6.11	1.52

数据来源：汇易网、方正中期期货研究院

2021/22 年度加拿大菜籽大幅减产，随着欧盟转向从加拿大进口菜籽，导致加拿大菜籽需求强劲。国内菜籽进口量预计将出现明显下行。虽然国内可以寻求其他国家的进口替代，但加拿大作为全球最大的菜籽菜油出口国对我国最终进口数量影响较深。预计 2021/22 年度我国菜油供应量将出现明显下滑，预计库销比下降 1.66 个百分点至 31.11%。随着种植效益的增加，国内外菜籽种植积极性预计均会增加，22/23 年度菜籽供应紧张态势或有所缓解，菜油库销比预计也将回升。

表 4-3：我国菜油供需平衡表

我国菜油供需平衡表 (万吨)					
6月-5月	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
年初库存	197	194	153	173	168
产量	396	307	318	335	320
进口量	170	177.7	230	200	180
总供给	763	678.7	701	708	668
国内消费量	569	525.7	528	540	505
出口量	0	0	0	0	0
年末库存	194	153	173	168	163
年末库存/消费量 (%)	34.09	29.1	32.77	31.11	32.28

数据来源：汇易网、方正中期期货研究院

第五部分 季节性分析与技术分析

一、 季节性分析

近些年由于国内菜籽供应紧缺，菜粕已被压制为刚性消费，主要用于制作水产饲料，季节性特征较为明显。10月份其天气逐步转冷，水产养殖逐步进入淡季，养殖户加速出塘，利空菜粕需求，9月份为水产养殖拐点，因此菜粕期价在9月份下跌概率较高，过去五年中有四年出现下跌，且平均跌幅高达4.56%。11月份至次年1月份菜粕平稳运行为主。2-3月为南美大豆生长关键期，易产生天气炒作现象，从而对蛋白粕期价形成一定提振，菜粕期价上涨概率较高。4-8月水产养殖在我国由南至北逐步启动，菜粕消费需求季节性转旺，期价上涨概率较高。

菜油价格的季节性波动，主要是由于菜油价格和天气因素影响具有季节性。冬季是我国油脂消费的高峰，中秋，国庆，春节等节假日消费也拉动菜油消费，9月底随着双节临近需求增大，价格开始回升；10月份以后，气温下降，棕榈油消费逐渐减少，菜籽油消费增加。冬季是水产料淡季，菜粕是水产料的主要蛋白原料，当冬季到来时，菜粕市场需求会达到一年当中的谷底。由于压榨量的显著减少，将会导致菜籽油的供应显著降低，这使得在冬季阶段菜籽油在市场供给相对有限，支撑菜油价格上升；12月到次年1月，菜油进入消费旺季，价格攀升，并保持高价直至新菜籽上市。5-6月份新菜籽逐渐上市，菜籽油价格开始回落；7-8月份菜油供应增多，价格达到最低；此外每年的6-7月份多为雨季，菜油属于单产作物，所以干旱，洪涝都将严重影响菜油的产量。

二、 技术分析

菜粕主力05合约处于上行通道，已经摆脱了将近1年的2500-3000元/吨蓄力震荡区间。菜粕主力05合约在3850-4150元/吨近期形成区间震荡支撑位，近期将会基于此进一步上探4500位置。技术位支撑在3200-3400元/吨。



图:5-1: 菜粕 05 日线走势

数据来源: 文华财经、方正中期期货研究院

从日线级别上来看, 菜油主连已经摆脱 11550-12300 元/吨的震荡区间, 步入 12300 至 13500 元/吨震荡区间, 近期回踩前期震荡区间上沿的 13000 元/吨位置, 暂获支撑。技术性菜油走势较为疲软, 进一步上突的力度不足。预计维持在 11600 至 13500 间震荡为主。



图:5-1: 菜油主连日线走势

数据来源: 文华财经、方正中期期货研究院

第六部分 价差及套利分析

豆菜粕价差创历史新低。双粕尤其是菜粕涨势较猛，主要逻辑在于供应短缺近期无解。俄乌冲突、南美豆减产、加菜籽减产等因素导致全球范围内的油料供应偏紧。大豆方面，南北美主产区大豆榨利较好，当地油厂和出口商竞争激烈，致使美豆报价居高不下，同时造成我国大豆到港及装船进度缓慢。目前南美豆正值上市季节，4月份南美豆到港短时间内会一定程度上缓解国内豆粕的供应。相比于豆粕而已，菜籽供应紧张已成定局，上半年难以有效缓解。菜籽方面，12月底加拿大菜籽库存760万吨，加菜籽每月压榨量及出口大致110万吨左右，预计7月份加菜籽库存几近见底。我国进口菜籽利润倒挂，油厂买船不积极，可交割菜粕数量较少。到2301合约进口颗粒粕才可以进行交割。目前豆菜粕主力5月合约盘面价差在137元/吨，9月豆菜粕价差在246元/吨，处于历史极值。从供给角度来看，5月和9月合约豆菜粕价差大概率还会继续走弱。从现货价格消费来看，6-10月为水产养殖旺季，而菜粕有近一半用于淡水养殖消费，因此9月份之前菜粕走势预计更强。从1月合约豆菜粕价差可以看到处于844的高位，因为加拿大菜籽和美国大豆基本均在10月以后上市，豆菜粕价差处于正常替代的供应逻辑。豆粕不管从蛋白含量还是毒素方面均优于菜粕，除淡水养殖有一定的菜粕刚需以外，在豆菜粕同等价格的情况下，绝大部分下游企业是会倾向于购买豆粕。现货菜粕高于豆粕的情况可能不会出现，即便出现也会是昙花一现而已。

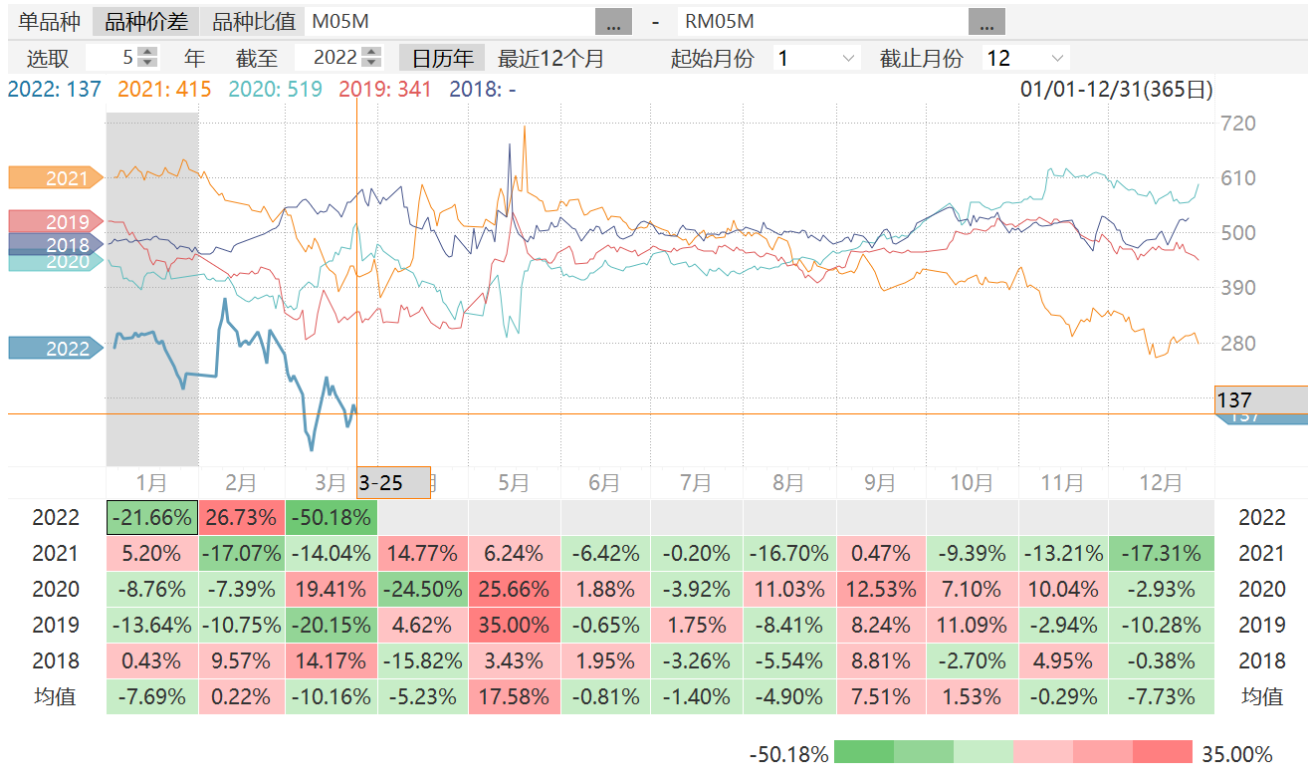


图 6-1 豆粕 5 月价差

资料来源: wind、方正中期研究院整理

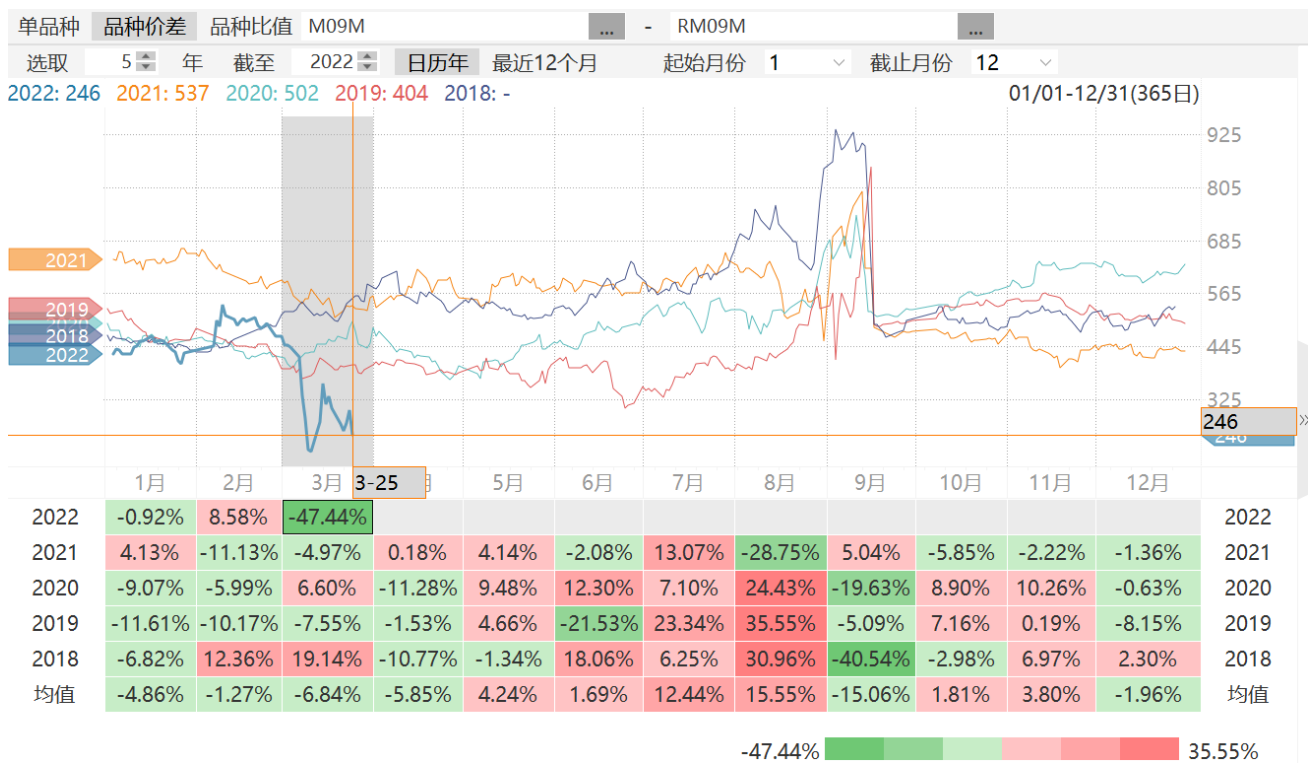


图 6-2 豆粕 9 月价差

资料来源: wind、方正中期研究院整理

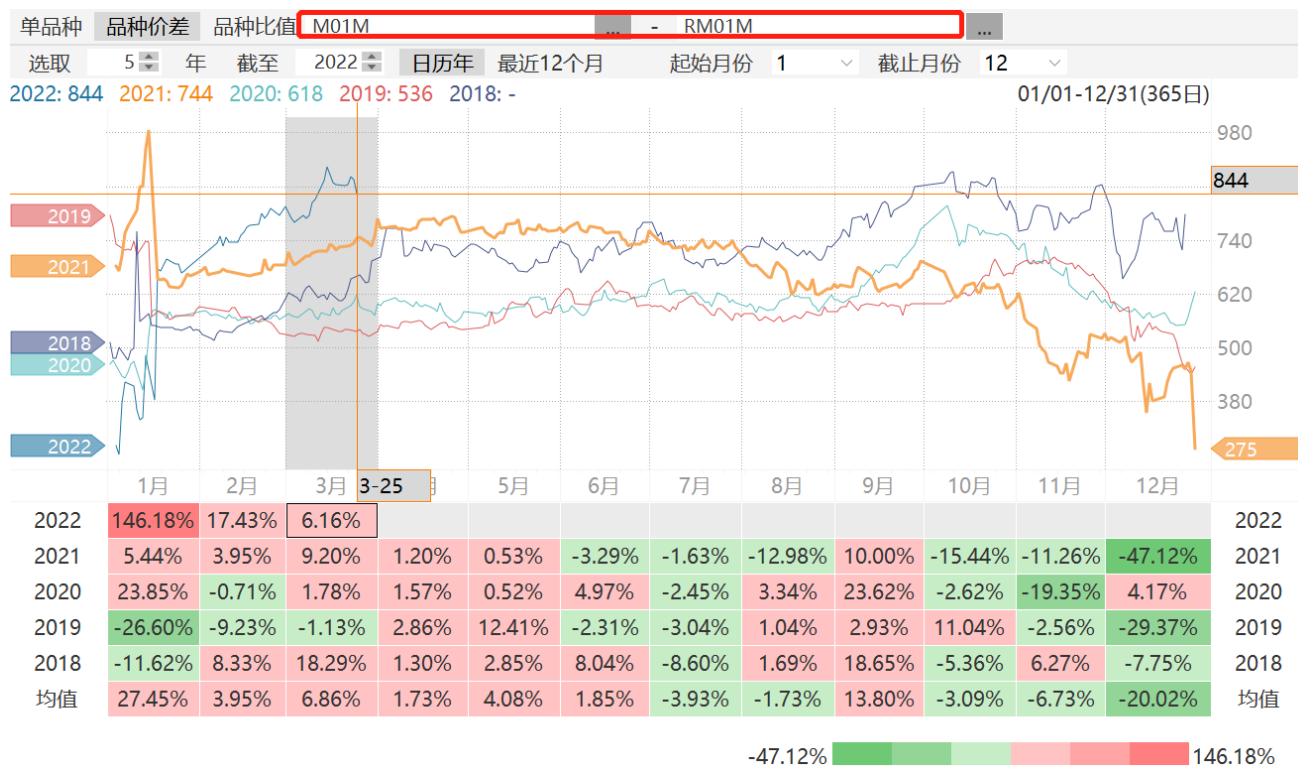


图 6-3 豆粕 1 月价差

资料来源: wind、方正中期研究院整理

第七部分 菜粕期权市场分析及操作策略

一、 菜粕期权市场情况

截止至 2022 年 03 月 25 日，期权合约总成交 33,821 张，较上一交易日减少 18.85%，总持仓 122,792 张，较上一交易日减少 0.88%，成交持仓比 27.54%。期权成交量认沽认购比 270.4%，持仓量认沽认购比 331.36%。

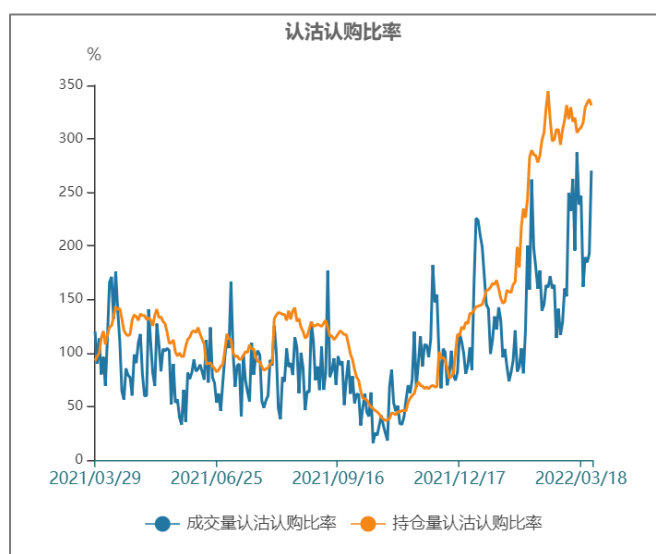


图 7-1：菜粕期权认沽认购比率

数据来源：Wind、方正中期研究院

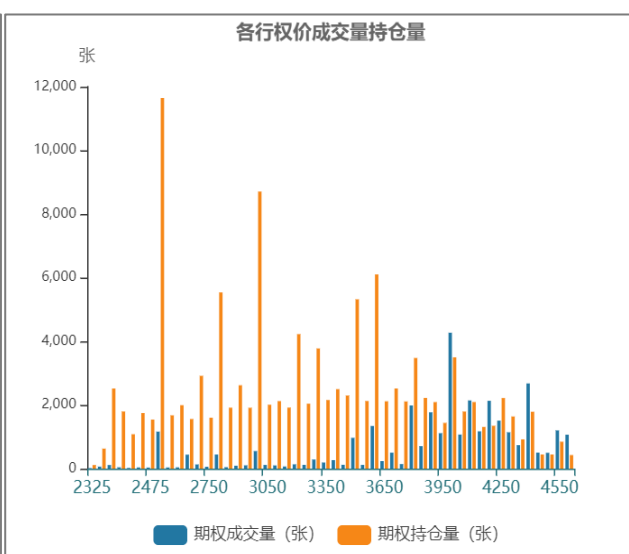


图 7-2：各行权价成交量持仓量

数据来源：Wind、方正中期研究院

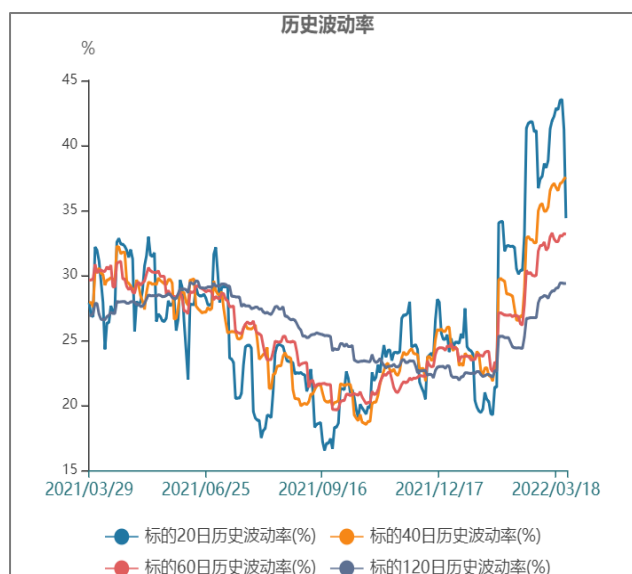


图 7-3：菜粕期权历史波动率

数据来源：Wind、方正中期研究院

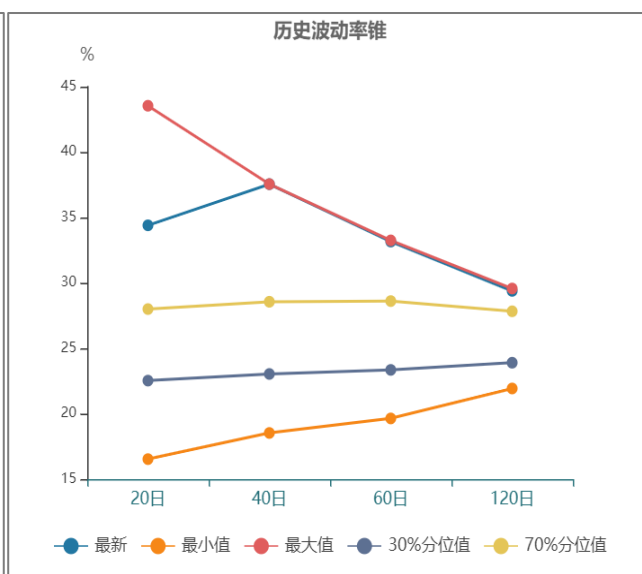


图 7-4：菜粕期权历史波动率锥

数据来源：Wind、方正中期研究院

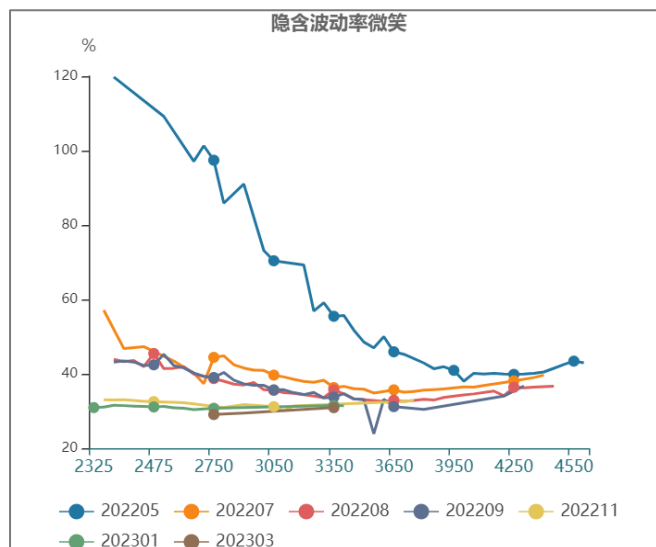


图 7-5：菜粕隐含波动率微笑

数据来源：Wind、方正中期研究院

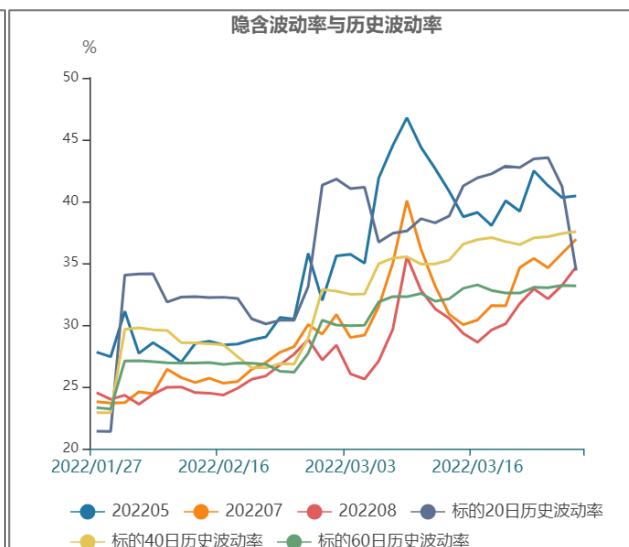


图 7-6：菜粕期权隐含波动率

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、 菜粕期权操作策略

期权策略：

➤ 关注买入看涨期权策略

分析	买卖	名称	手数	价格类型	价格	买价	卖价	IV	Delta	Gamma	Vega	Theta	合约乘数
■	买	菜粕期权RM205C4600	1	卖价	23.5	12.5	23.5	44.25%	0.1320	0.0007	1.5157	-4.8361	10

买入 RM2205-C-4600，以规避菜粕价格上涨风险。

第八部分 总结与后市展望

菜粕市场价格交易逻辑主要在于全球范围内的油籽供应紧缺，二季度面临着南美大豆集中收获上市，但由于拉尼娜的影响，巴西南部、阿根廷、巴拉圭大豆出现明显的减产，远低于此前预期。而 2021/22 年度加拿大出现了数十年难得一遇的严重干旱现象，萨斯喀彻温省、曼尼托巴省等菜籽主要种植区域均出现了重度甚至极度干旱状态，由于期初库存较低以及新季菜籽大幅减产，菜籽产量预计同比下降 35.33% 至 1260 万吨，为 2008/09 年以来最低水平。与此相比 2020/21 年度菜籽总供应量为 2305 万吨，近五年均值为 2169 万吨。

与大豆南北半球种植较为均衡有所不同，菜籽 80% 的产量集中于北半球。在全球油菜籽紧缺的背景下，俄乌油菜籽出口受限，欧盟将目光转向加拿大，通过对加拿大产量、压榨量、出口销售等情况综合计算分析，预计加拿大油菜籽库存将会在 6-7 月见底，届时使得全球范围内的菜籽供应更为紧张。加拿大新季菜籽到今年 10 月才会大量上市，在此期间，菜籽供应非常紧张。国内方面来看，我国沿海油厂菜籽同比减少 50%。6-10 月份是我国水产养殖旺季，水产养殖占据了菜粕需求的 50% 左右，因此 6-9 月菜粕供需将更为紧张，菜粕价格后期预计将会继续走强。受丰厚的种植收益刺激，加拿大菜籽种植面积和田间管理在 2022 年预计均将出现明显提升，菜籽丰收概率较大，届时供给紧张的情况将被极大的缓解，菜油和菜粕的供给在 2022 年预计前紧后松，上半年菜粕考虑多单继续持有，菜粕 05、07、09 合约建议逢低偏多操作，上方看到 4500-4800 元/吨。近月合约未点价的基差合同，考虑逢低点价，不建议去赌后市行情。

菜油方面，国内进口菜籽及菜油利润倒挂，沿海油厂菜籽买船不积极，菜籽库存处于低位。但需求同比下滑，抑制菜油的涨幅。随着棕榈油增产周期的到来，或对油脂形成一定利空压制，但本年度全球油籽供应偏紧，预计上半年菜油维持高位区间震荡走势。菜油 05、07 预计维持区 11600 至 13500 间震荡为主。

第九部分 相关上市公司股票统计

图:9-1: 相关股票价格走势

证券代码	证券名称	主要相关产品	2022-01-04	2022-03-25	涨跌幅
000876.SZ	新希望	饲料	16.20	16.26	0.37%
002311.SZ	海大集团	饲料	75.00	56.29	-24.95%
600438.SH	通威股份	饲料	42.52	41.29	-2.89%
600598.SH	北大荒	大豆种植贸易	15.35	15.50	0.98%
002385.SZ	大北农	大豆种植贸易	10.94	8.09	-26.05%
002714.SZ	牧原股份	养殖	57.80	54.95	-4.93%
002157.SZ	正邦科技	养殖	10.22	7.22	-29.35%
300498.SZ	温氏股份	养殖	20.68	21.75	5.17%
002852.SZ	道道全	压榨、粕类	16.71	13.33	-20.23%
600251.SH	冠农股份	甜菜粕	9.63	10.21	6.02%
600313.SH	农发种业	油菜	5.81	6.12	5.34%
002069.SZ	獐子岛	水产养殖	3.43	4.16	21.28%
300094.SZ	国联水产	水产养殖	5.44	6.78	24.63%
600257.SH	大湖股份	水产养殖	8.09	6.40	-20.89%

数据来源: wind、方正中期期货研究院

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
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
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	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦2307室	021-50588107/ 021-50588179
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北路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1106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
上海自贸试验区分公司	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	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦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
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。