

二季度策略报告——菜系

董甜甜

高级分析师

期货从业资格号：F0302203

投资咨询从业证书号：Z0012307

dongtt@essence.com.cn

- ◆ 加拿大菜籽 20/21 年度库存消费比较低，结合历史年份库存消费比可比年份来看，二季度菜籽价格仍将保持高位，体现旧作库存紧张的特点。加拿大菜籽种植面积增长幅度仍不确定，美国大豆面积扩增不及预期对油籽价格的提振仍将有效，但二季度末种植面积再上调的可能较大。
- ◆ 国内菜籽榨利偏差，存在较强的修复诉求，进口成本上升是首要因素，其次是因一季度菜粕价格下跌。从国内供给与进口预期、国内消费、题材与情绪三个方面进行菜粕与菜油的对比，笔者认为二季度菜粕强于菜油的概率较大，重点关注二季度油籽买船进度与粕类库存整体的压力。
- ◆ 展望二季度油籽播种季，市场对旧作库存、播种面积、播种天气等会给予较高的关注，菜籽价格维持在高位的概率较高，进口成本对国内菜系构成整体支撑，利多国内菜系品种期价。结合国内菜粕与菜油供需差异来看，预计二季度菜粕强于菜油，尤其可关注菜粕旺季期货合约 09。
- ◆ 风险因素或包括播种季油籽种植面积预期不断上调、国内水产养殖规模增长不及预期、豆菜粕价差偏低引发替代消费效应等。

.....

相关报告：

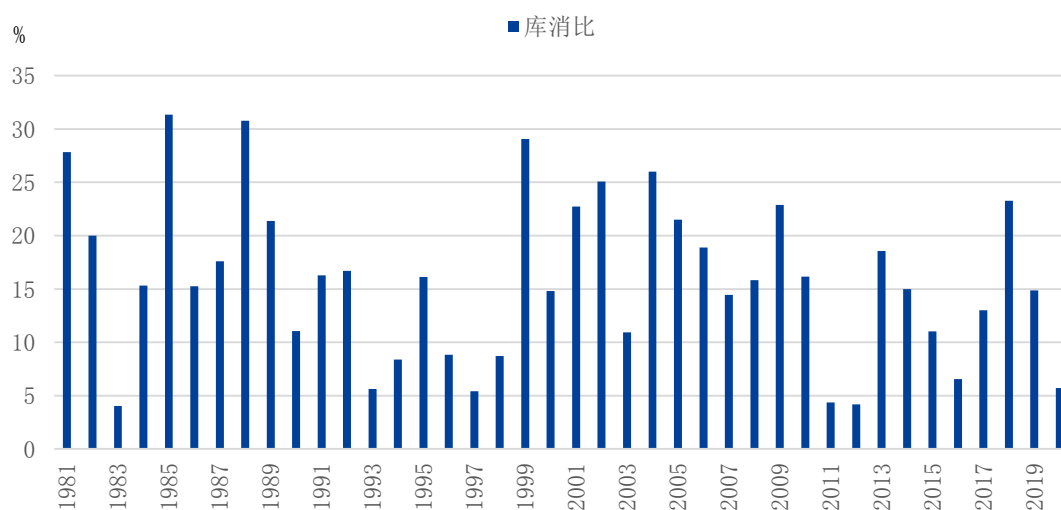
2021 年度策略报告《菜系——供需助力，价格上行》20201224

.....

一、菜籽旧作库存紧张

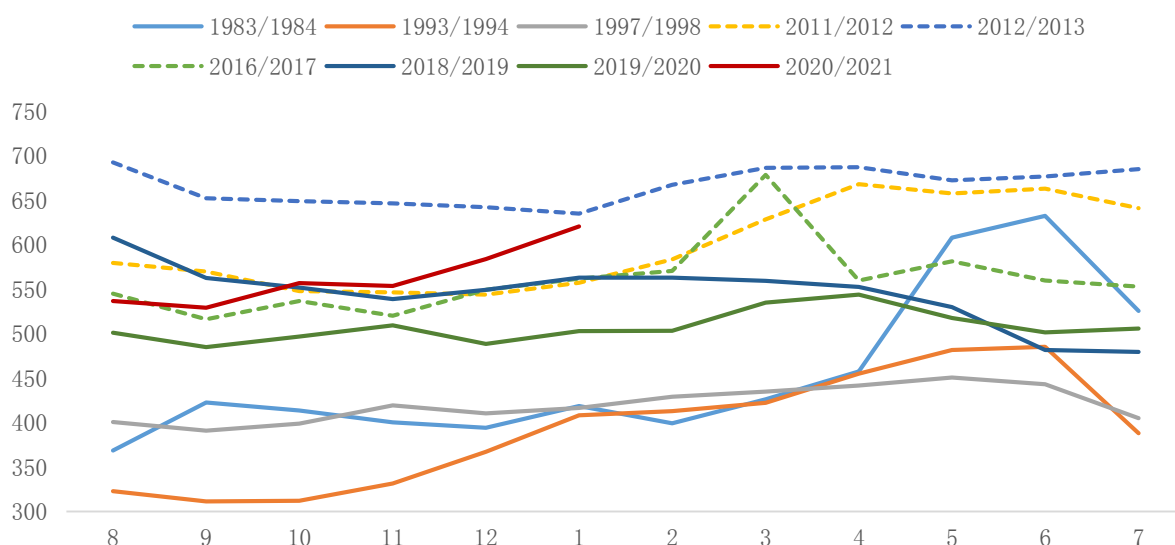
加拿大菜籽 2020/21 年度库存消费比仅 5.71%，为 1981 年以来第六低的库消比水平，十年内的可比年份为 2011/12、2012/13、2016/17 年度。图表 2 展示了 1983 年以来库消比在 5% 左右的年份菜籽现货价格的走势，历史数据的对比表明，11/12、12/13、16/17 年度三个较近的可比年份菜籽的期价几乎持续保持在高位水平，2021 年 7 月份之前加籽的价格将保持在高位。

图表 1. 加拿大菜籽 30 年库消比走势



数据来源: USDA, 国投安信期货

图表 2. 加拿大菜籽现货价格走势对比



数据来源: 加拿大菜籽协会, 国投安信期货

国投安信期货有限公司版权所有, 转载请注明出处

结合加拿大菜籽历史上库存消费比与价格的对比看，我们能看到其一一对应的关系，供需较为紧张的年份中菜籽价格的高位会贯穿作物年度整年。最为明显的是 2011/12 年度与 2012/13 年度，其库存消费比分别为 4.37% 和 4.17%，这两个年度的菜籽价格也是创出了历史高位水平，2012/13 年度加拿大菜籽的现货价格持续处于 650 加元/吨以上，而我们可以看到 2021 年 1 月份加拿大菜籽的现货价格为 621 加元/吨，成为仅次于 2012/13 年度的历史同期第二高水平。

二、菜籽新作产量关键

菜籽新作播种面积的预估，主要依赖于种植者对于天气和种植收益的预估，3 月 31 日美国农业部发布的播种意向报告完全超出了市场的预期，使得美豆出现了当日涨停行情。按照美豆的价格、种植收益推断，美豆 2021 的播种面积将显著扩增，但统计的种植意向为 8760 万英亩，市场此前预期是 9000 万英亩，上一年度数据是 8308 万英亩，大豆播种面积增幅显著低于市场预期，种植者更倾向于选择了小麦与玉米。

与加拿大菜籽特殊年份相似的是，2012 年的美豆市场也是较为特殊的一个年份，2012 年 3 月 31 日公布的美豆种植面积意向数据是 7390 万英亩，低于预期的数据也引发美豆当日 3.5% 的涨幅，随后的 5 个月内价格从 1400 美分/蒲式耳涨至 1800 美分/蒲式耳附近。

加拿大菜籽一般是 5 月份开始播种，播种期一般持续 5 周左右。美国大豆一般是 4 月中上旬开始播种，播种期一般持续 2 个月左右。美国农业部会在每年的 3 月底和 6 月底公布当年的种植面积意向和预估数据，5 月初发布的 USDA 报告就会出现新年度的预估数据，几乎参考 3 月底那次种植意向报告的数据。

我们在下表中展示了美国农业部对相关年份的大豆种植面积调整数据，2012/13 年度的种植意向数据虽然偏低（7390 万吨英亩），但随着播种的推进，2012 年 6 月份已经就大幅上调了种植面积预估至 7610 万英亩（增加了 3%）。玉米的播种阶段与大豆基本重合，每年 6 月初完成播种，因此在 4-5 月这两个月的过程中，大豆与玉米的种植面积依然面临非常多的不确定因素，最终的面积需要 6 月底的种植面积报告才能揭晓，这样的规律同样存在于加拿大大草原上的作物间，但限于加拿大数据的及时性和全面性，我们只能参考美国作物种植规律。参考 2012 年美豆期价的走势，美豆播种面积偏低预期能主导较长时间的上涨

国投安信期货有限公司版权所有，转载请注明出处

行情,尤其是面临前一年度的期末库存偏低时,这与 2021 年度的情况较为相似。

图表 3. 美国大豆种植面积历史调整

单位: 万英亩 报告发布月份	2011/12		2012/13		2013/14		2019/20		2020/21		2021/22
	种植	收割	种植	收割	种植	收割	种植	收割	种植	收割	种植
2012.3	7500	7360	7390								
2012.4	7500	7360									
2012.5	7500	7360	7390	7300							
2012.6	7500	7360	7390	7300							
2012.7	7500	7360	7610	7530							
2012.8	7500	7360	7610	7460							
2012.9	7500	7360	7610	7460							
2012.10	7500	7380	7720	7570							
2012.11	7500	7380	7720	7570							
2012.12	7500	7380	7720	7570							
2013.1	7500	7380	7720	7610							
2013.2	7500	7380	7720	7610							
2013.3	7500	7380	7720	7610	7712						
2013.4	7500	7380	7720	7610							
2013.5	7500	7380	7720	7610	7710	7620					
2013.6	7500	7380	7720	7610	7710	7620					
2013.7	7500	7380	7720	7610	7770	7690					
2013.8	7500	7380	7720	7610	7720	7640					
2013.9	7500	7380	7720	7610	7720	7640					
2013.11	7500	7380	7720	7610	7650	7570					
2013.12	7500	7380	7720	7610	7650	7570					
2020.1							7610	7500			
2020.2							7610	7500			
2020.3							7610	7500			
2020.4							7610	7500			
2020.5							7610	7500	8350	8280	
2020.6							7610	7500	8350	8280	
2020.7							7610	7500	8380	8300	
2020.8							7610	7500	8380	8300	
2020.9							7610	7500	8380	8300	
2020.10							7610	7490	8310	8230	
2020.11							7610	7490	8310	8230	
2020.12							7610	7490	8310	8230	
2021.1							7610	7490	8310	8230	
2021.2							7610	7490	8310	8230	
2021.3							7610	7490	8310	8230	8760

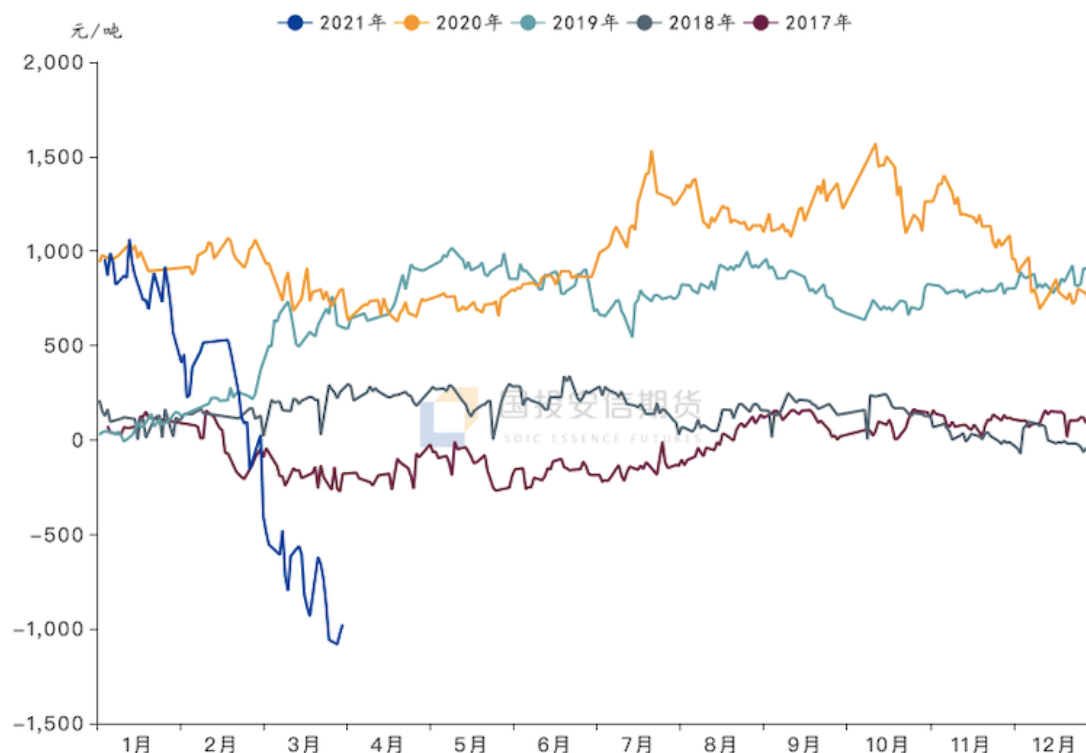
数据来源: 美国农业部, 国投安信期货

三、菜籽榨利的修复

1月中旬以来，菜籽进口成本不断攀升，以6月加拿大菜籽船期为例，1月中旬约5000元/吨的到港成本，到3月31日已经涨至6636元/吨，成本上升超1600元/吨之多（+32%）。而在此过程中，国内菜粕现货均价出现了大幅的向下波动，1月下半月自3040元/吨跌至2700元/吨，跌幅近10%，菜油价格在一季度整体维持宽幅震荡，季度始末波动幅度不大。

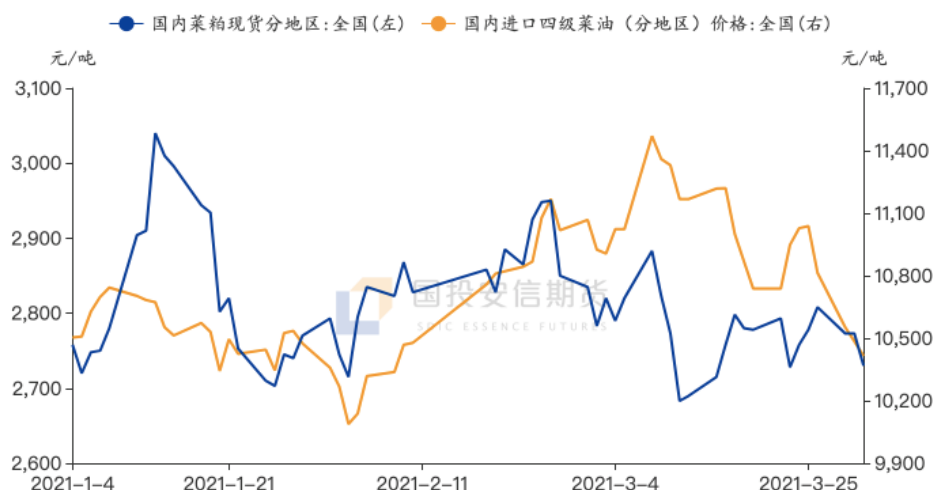
因此这也就清晰地看到榨利的走低的首要原因在于进口成本不断攀升，次要原因在于菜粕价格回落。经过我们前面两部分的分析，可以推测进口成本在二季度大概率是继续高位运行的，那么进口买船的动力就只能来自下游菜粕与菜油的涨价。

图表 4. 菜籽近月船期现货压榨利润



数据来源：天下粮仓，国投安信期货

图表 5. 一季度菜粕与菜油全国现货均价



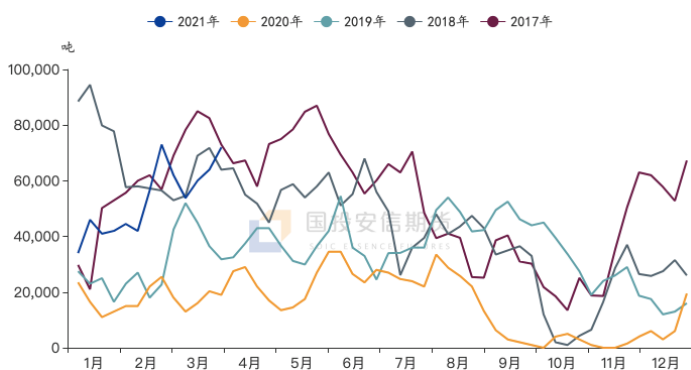
数据来源：天下粮仓，国投安信期货

四、菜粕 vs 菜油

菜粕与菜油国内供需的相对强弱预判较为重要，能较好地把握到油籽强势行情中最大受益者。我们将主要从国内供给与进口预期、国内消费、题材与情绪三个方面进行菜粕与菜油的对比，期待能对选到最强者有所帮助。

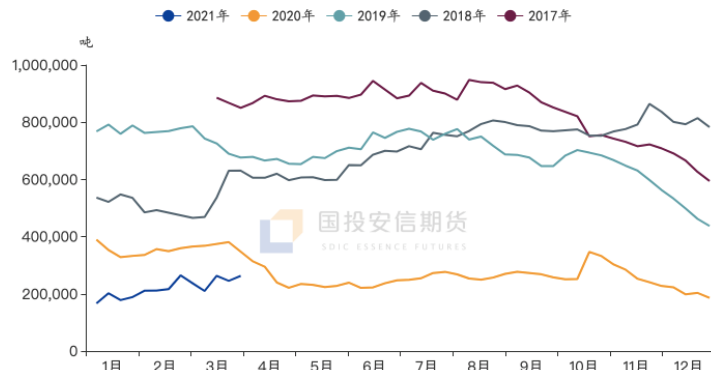
- ✓ 国内供给与进口预期。沿海菜粕的周度最新库存为 7.2 万吨，属于历史同期的偏高水平；进口颗粒粕库存 13.88 万吨，处于历史同期的中等水平；而菜油的库存是显而易见地偏低，国内其他油脂同样如此。以天下粮仓统计的 4 月份进口到港看，菜粕 10.9 万吨的到港、菜油 13 万吨的到港，与去年同期较为相似，并没有太大的区别。从国内供给端现状与二季度的展望来看，菜粕的供给较菜油宽松。

图表 6. 沿海菜粕库存



数据来源：天下粮仓，国投安信期货

图表 7. 全国菜油库存



数据来源：天下粮仓，国投安信期货

- ✓ 国内消费。这部分大多是季节性的历史规律，每年 4 月份水产饲料投喂量开始上升，菜粕作为水产料的最重要蛋白来源迎来消费的黄金期，一般认为会持续到 10 月份左右。而在此阶段，菜油的消费并没有明显的季节性规律，不如菜粕具备消费驱动力。但需要注意的是菜粕的消费又十分依赖于粕类之间的性价比，主要是豆菜粕价差或价比。
- ✓ 题材与情绪。油籽压榨利润主要贡献来自粕类，因其出粕率显著高于出油率。内外盘的油脂刚经历过了一段长期、持续的上涨行情，投资者对其利多因素的交易预期已经较足，投资者情绪上或对油籽大幅拉动油脂的行情较为谨慎。而粕类具备与油籽相关性高、国内养殖拉动、油厂挺价等众多阻力较小的方向。

五、策略展望与风险提示

二季度油籽播种季，市场对旧作库存、播种面积、播种天气等会给与较高的关注，菜籽价格维持在高位的概率较高，进口成本对国内菜系构成整体支撑，利多国内菜系品种。结合国内菜粕与菜油供需差异来看，预计二季度菜粕强于菜油，尤其可关注菜粕旺季合约 09。

风险因素或包括播种季油籽种植面积预期不断上调、国内水产养殖规模增长不及预期、豆菜粕价差偏低引发替代消费等。

【免责声明】

- 1、本公司及研究员力求但并不保证报告内容的准确性和完整性。
- 2、在任何情况下，研究报告中的所有观点仅代表研究员个人的主观观点，既不代表本公司意见，也不构成对任何人的投资建议，无论在何等情形下均不能作为投资决策的依据。
- 3、本公司及其研究员保留随时更正、补充、收回相关研究报告及其内容的权利，本公司及其研究员亦有权发表与之前观点完全相反的研究报告，无论上述何等情形，本公司及其研究员均不会对因上述研究报告的内容和观点等所导致的直接或间接投资后果承担任何责任。
- 4、本公司研究报告，无论以何种载体呈现，其版权均归本公司所有。如需引用、刊发或转载本研究报告，必须注明出处和作者，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，不得用于任何营利活动或用于未经允许的其它用途。