

如何看待近期菜粕菜油的偏弱表现？

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669号

报告要点

在外部菜籽产量恢复和国内进口增加的背景下，我国菜系供应稳步增加，国内菜粕和菜油库存继续回升概率较大，而2022年四季度以来菜粕和菜油基差的回落充分反应了这一趋势。另外，当前豆类和棕油市场矛盾并不清晰，而菜系供需趋向宽松相对明确，叠加美元反弹和油价阶段上涨的宏观环境，近期菜油表现或依然偏弱，菜粕继续跟随豆粕和美豆高位震荡概率较大。

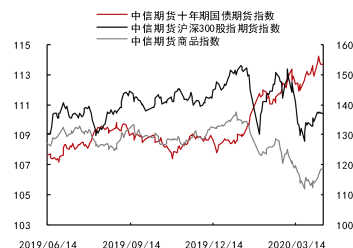
摘要：

我们在专题报告《从进口结构变化看菜系逻辑演变》中分析了近年我国菜系供应的结构特征和全球菜系的供需演变趋势。近年我国菜籽进口仍集中于加拿大，而菜粕和菜油的进口来源地主要有加拿大、阿联酋、俄罗斯等国家。在欧盟、加拿大、俄罗斯、澳大利亚等油菜籽主产国/地区增产的背景下，2022/23年度全球菜籽供需趋向宽松。截止第30周，2022/23年度以来加拿大菜籽累计出口504万吨，同比增加33%。我国2023年1-2月菜籽累计进口量预计将达100万吨。在外部菜籽产量恢复和贸易正常的条件下，预计后期我国菜系供应将稳步增加，国内菜粕和菜油库存继续回升概率较大。

供需决定价格，价格结构往往也反应着供需的变化。2022年四季度以来菜粕和菜油基差的回落，且是以现货价格下跌的方式实现，这充分说明了此期间国内菜粕、菜油的现货供应是明显回升的，而期货价格则受市场预期或相关品种的影响表现较为坚挺。另外，菜油与豆油、棕油价差持续走弱，也反应了菜油供需相对豆油和棕油是相对偏弱的基本面现实。

展望未来，近期美元的反弹和原油价格的阶段走强未能给油脂油料市场提供明确的方向性选择，而巴西大豆丰产、阿根廷大豆减产、美豆种植面积变数仍然较大、国内库存回升、棕油生产季节性、印尼DMO和B35政策等因素使得近期豆类、棕油市场的产业矛盾未能形成“一边倒”，菜系供需趋向宽松则相对明确。因此，近期豆粕、菜粕或继续跟随美豆震荡，豆油、棕油、菜油或继续区间运行，其中菜油表现或仍然偏弱。

风险提示：天气条件恶化，大豆、菜籽减产预期增强；政策因素导致菜系进口低于预期等因素利多菜系市场。



产业咨询团队

研究员：

刘高超

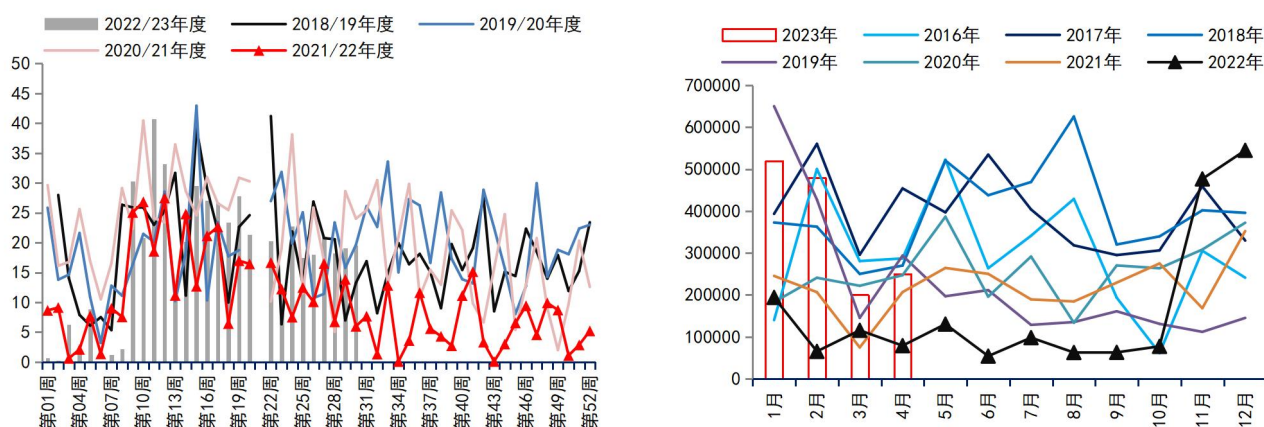
从业资格号 F3011329

投资咨询号 Z0012689

一、全球菜籽预期增产，国内菜系供应回升

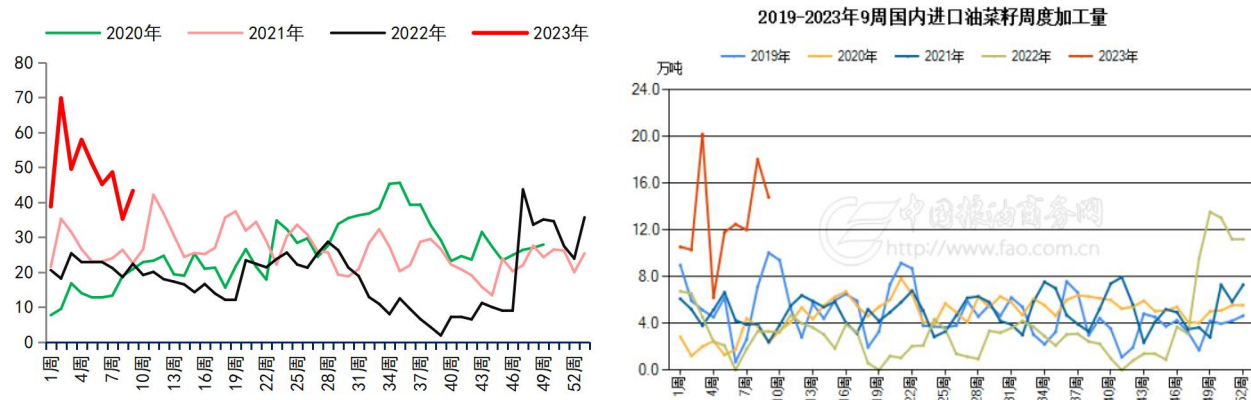
我们在专题报告《从进口结构变化看菜系逻辑演变》中分析了近年我国菜系供应的结构特征和全球菜系的供需演变趋势。近年我国菜籽进口仍集中于加拿大，而菜粕和菜油的进口来源地主要有加拿大、阿联酋、俄罗斯等国家。在欧盟、加拿大、俄罗斯、澳大利亚等油菜籽主产国/地区增产的背景下，2022/23 年度全球菜籽供需趋向宽松。其中，加拿大菜籽产量预计在 1850 万吨左右，出口量将增加至 880 万吨。根据加拿大谷物协会数据，截至 2022/23 年度第 30 周加拿大菜籽累计出口 504 万吨，同比增加 33%。而 2022 年 10-12 月加拿大对我国菜籽出口量累计达 163 万吨。中国粮油商务网数据显示，预计 2023 年 1-2 月我国菜籽累计进口量将达 100 万吨。因此，在外部菜籽产量恢复和贸易正常的条件下，预计后期我国菜系供应将稳步增加。中国粮油商务数据显，截止 2023 年第 9 周我国油厂进口菜籽库存量为 43.3 万吨，环比增加 22.66%，同比增加 93.3%。在进口菜籽到港量较高背景下，预计后期我国油厂菜籽压榨量也将处于高位，国内菜粕和菜油库存继续回升概率较大。

图表 1：加拿大菜籽周度出口量和我国菜籽进口量



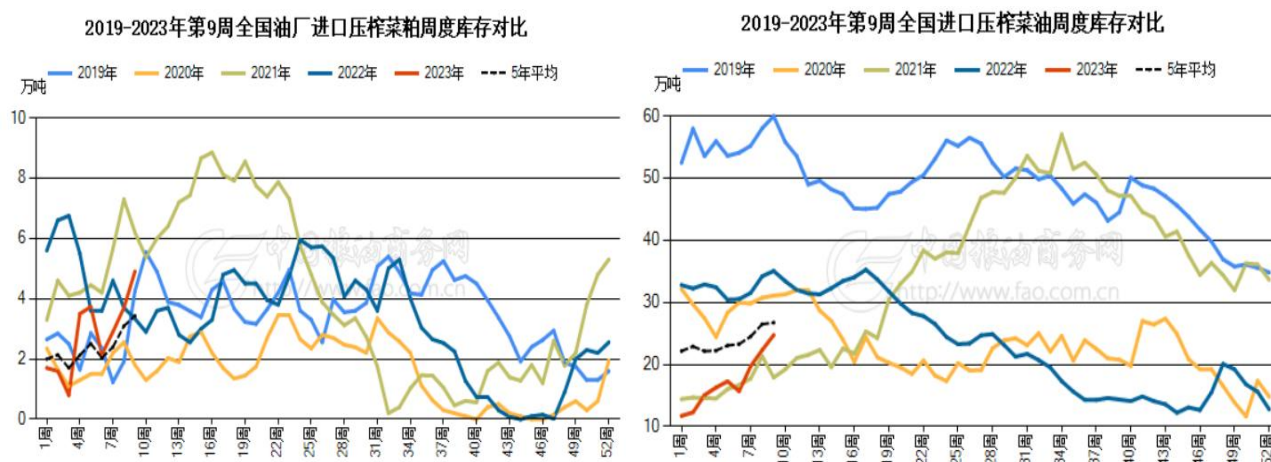
资料来源：Wind 中国粮油商务网 中国海关 中信期货研究所

图表 2：我国菜籽库存量和油厂菜籽压榨量



资料来源：Wind 中国粮油商务网 中信期货研究所

图表 3：我国油厂进口菜籽压榨菜粕和菜油库存量；



资料来源：Wind 中国粮油商务网 中信期货研究所

二、菜系基差走弱，与豆类、棕油价差收窄

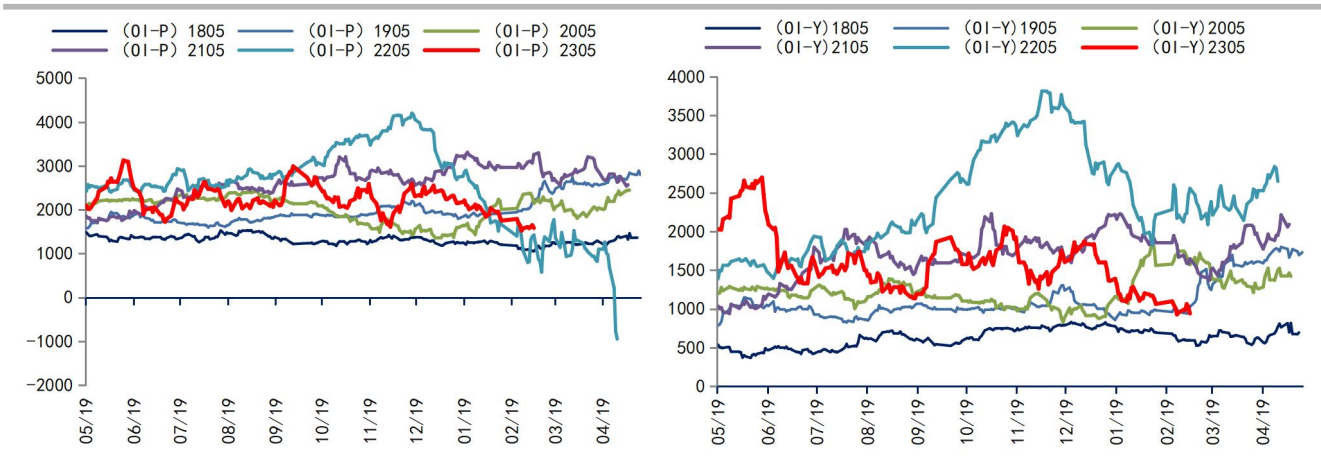
供需决定价格，价格结构往往也反应着供需的变化。在国内菜籽、菜粕、菜油供应回升的背景下，菜粕 2305 合约的基差自 2022 年 10 月中旬的高点 1264 持续回落，至 2023 年 2 月 21 日菜粕 2305 合约的基差已降至 179，降幅达 85.84%。菜油 2305 合约的基差自 2022 年 11 月中旬的高点 3895 持续回落，至 2023 年 3 月 2 日菜油 2305 合约的基差已降至 745，降幅近 81%。此轮菜粕和菜油基差的回落主要是以现货价格的下跌实现的，在此期间菜粕、菜油期价跌幅较小、甚至阶段走强，这说明此期间菜粕、菜油的现货供应是明显回升的，而期货价格则受市场预期或相关品种的影响表现较为坚挺。

2023 年以来菜油与豆油、棕油价差持续走弱，这也表明菜油供需相对豆油和棕油是相对偏弱的。菜油方面，除 2022 年 11 月以来我国菜籽进口量明显增加以外，此期间我国菜油进口量也环比大幅增加，海关数据显示 2022 年 11、12 月累计进口菜油 26.47 万吨，较 9、10 月份的 12.72 万吨增加 108%。且中国粮油商务网数据显示 2023 年 1-4 月菜油累计进口量将达 73 万吨，同比增加 102%。因此，在菜油供应回升明显、南美天气炒作和棕油减产季的背景下，2022 年 12 月以来菜油与豆油、棕油的价差或维持弱势。其中，菜棕价差自 2022 年 12 月的 2500 左右回落至 3 月初的 1600 附近，跌幅达 36%；菜豆价差自 2022 年 12 月的 1800 左右回落至 3 月初的 1000 附近，跌幅达 44%。

豆菜粕价差方面，2023 年 1 月至 2 月中旬豆粕与菜粕价差有所回落，但 2 月下旬以来豆菜粕价差再度走强。从供需结构看，国内菜粕供应回升趋势明确，但后期将逐步进入到水产养殖旺季，菜粕需求预期增加，而豆粕受生猪养殖利润较差影响需求预期不好，故 1 月至 2 月中旬豆菜粕价差有所回落。但是，近日在阿根廷大豆产量进一步下调的预期下豆粕跟随美豆走强，而国内菜粕库存增加、价格表现偏弱，2 月下旬以来豆菜粕价差再度走强。从价格波动特征看，豆粕是成

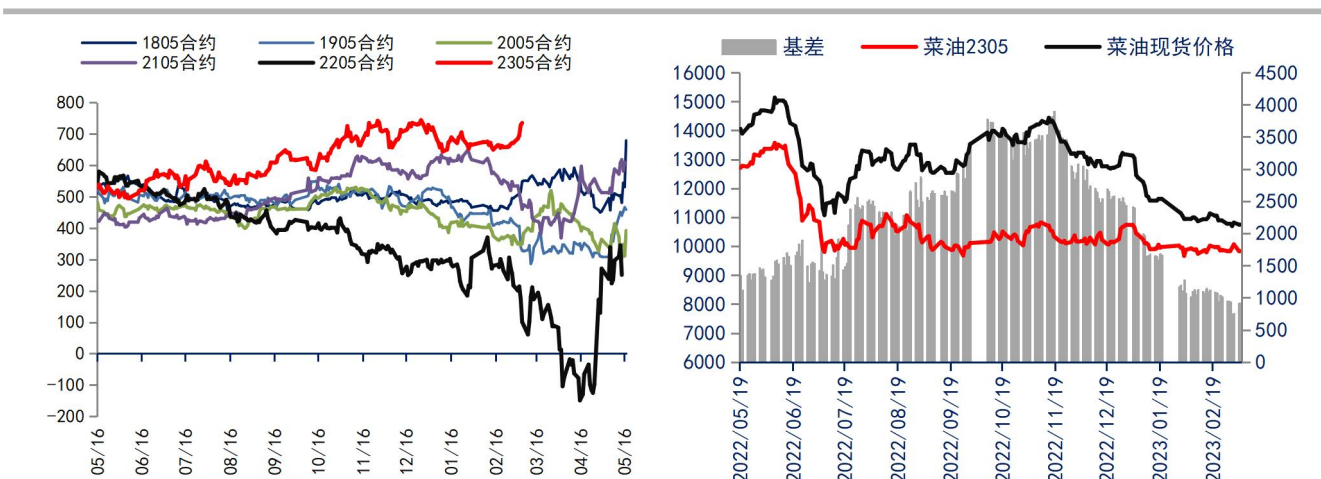
本驱动型品种，豆粕期价走势紧跟美豆，而菜粕期价紧跟豆粕，在美豆维持高位震荡的背景下，预计近期国内豆粕和菜粕价格高位区间运行。因此，近期豆菜粕价差维持在较高水平的概率较大。

图表 4：菜油与棕油、菜油与豆油 05 合约价差走势；



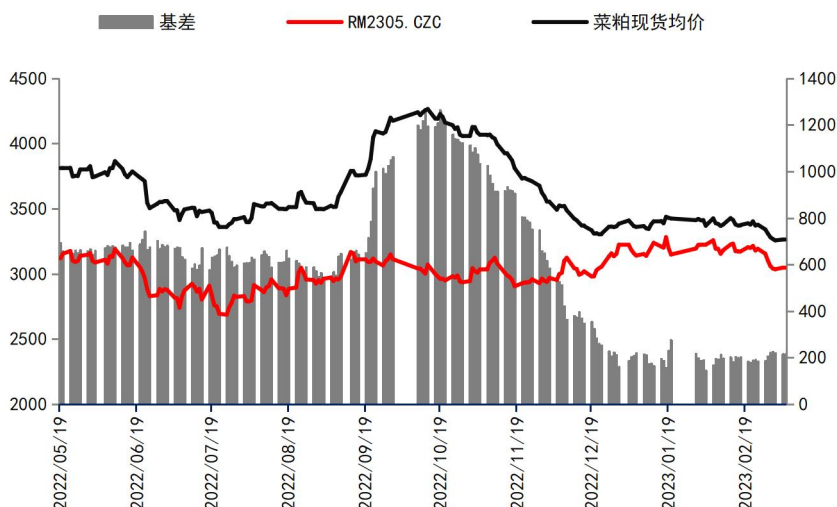
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 5：豆粕与菜粕 05 合约价差；菜油 2305 合约基差走势



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 6：菜粕 2035 合约基差；



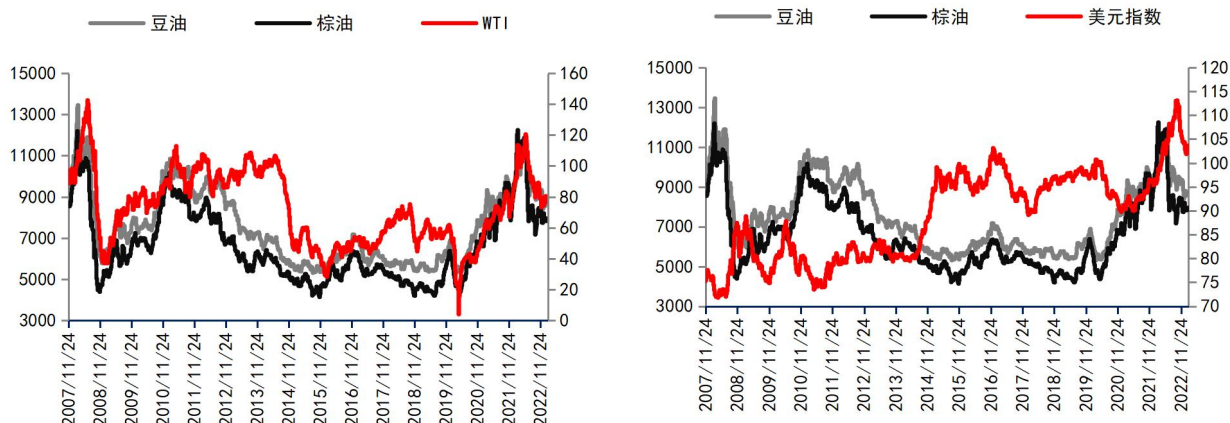
资料来源：Wind 中信期货研究所

三、宏观环境与豆棕产业矛盾不清晰

油脂油料是宏观属性较强的农产品，尤其是豆油、棕榈油和菜油三大油脂，其与原油价格走势表现出较强的一致性，而与美元表现出较强的负相关性。由于美国 1 月经济和通胀数据超预期，近期美国经济表现较好，短期内美元延续反弹概率较大。原油方面，虽然近日原油价格持续上涨，但原油市场面临着中国需求预期向好、俄罗斯减产、海外经济下行压力大、美油累库、美元阶段走强等多空因素的博弈，近日关注油价区间上沿附近的阻力。从美元和原油的角度看，近期宏观环境未能给油脂油料市场提供明确的方向性选择。

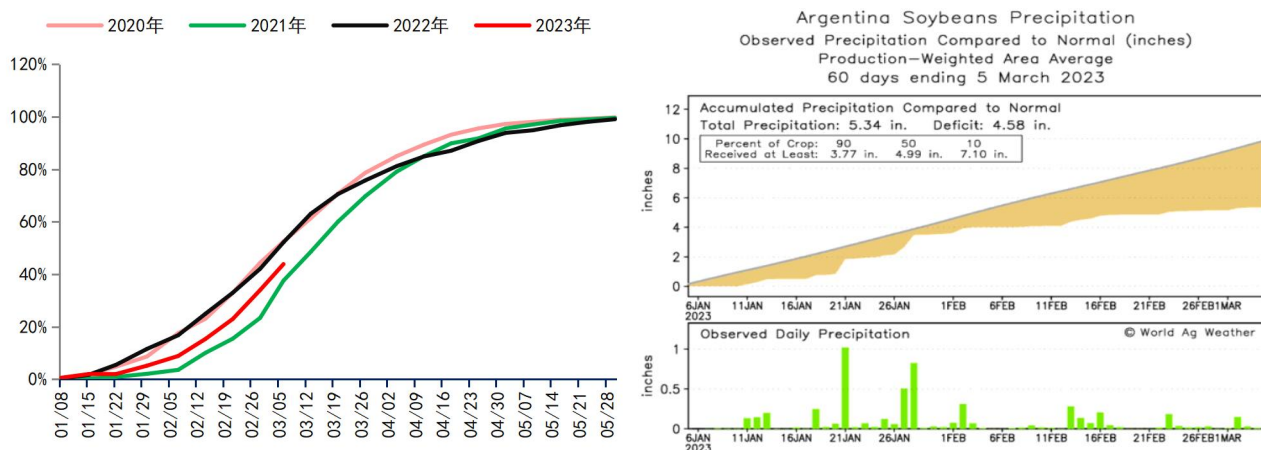
豆类方面，尽管巴西中北部产区降水偏多阻碍了大豆收割进程，南里奥格兰德州的干旱使得巴西大豆产量存在下调的预期，阿根廷的干旱导致大豆产量继续下调概率较大，但巴西大豆产量仍将创纪录，而新季美豆种植面积仍存较大变数，豆类市场矛盾尚未形成“一边倒”，近期美豆或继续维持高位震荡，国内豆油上破 9000-9100 阻力区间的难度或较大。棕榈油方面，马来近日洪涝灾害、印尼 DMO 新政、印尼生柴 B35 落地等因素使得棕榈油表现较强，豆棕、菜棕价差收窄，但 3 月起棕榈油将进入增产季，本年度马来和印尼棕榈油增产概率较大，而国内棕榈油库存较高、豆油和菜油库存预期增加，短期豆油、棕榈油和菜油维持区间运行概率较大，其中菜油表现或依然偏弱。

图表 7：WTI、美元指数与油脂价格走势；



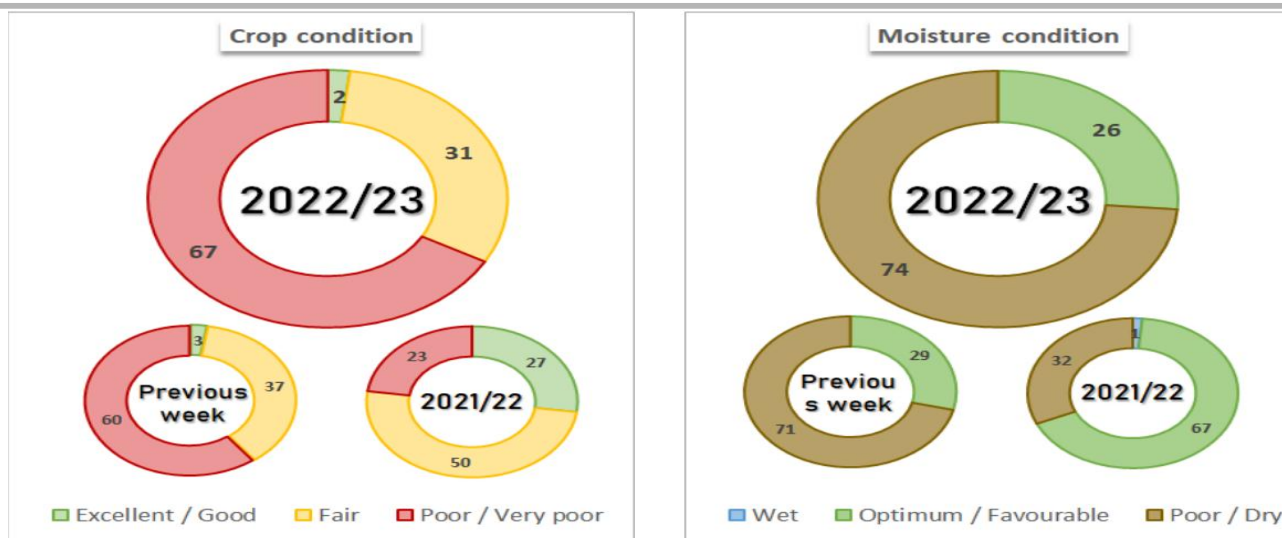
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 8：巴西大豆收割进度偏慢；未来 2 周阿根廷大豆产区降水依然偏少



资料来源：Conab World Ag Weather 中信期货研究所

图表 9：阿根廷大豆优良率较低，干旱面积比例较高



资料来源：布交所 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826