



## 菜粕冲高回落后将何去何从？

吴晓杰

投资咨询号: Z0014054

近期国内菜粕期货大幅涨跌，特别是近月 RM07 合约，自 4 月中旬之后震荡上行月余，截止 5 月 23 日盘中最高点达 3278 元/吨，较 4 月 24 日盘中低点涨幅超 20%。但 RM07 在 3300 元/吨整数关口遇阻后快速回落，截止 5 月 29 日收盘，RM07 连续 4 天收阴线，价格较短期高点下跌约 7%。

价格涨跌是现货供需变化的体现，而投机资金的参与加大波动幅度。趁此机会，我们梳理了国内菜粕的供需结构。

### 一、菜粕基本情况

菜粕是油菜籽压榨制油后的制成品之一，主要作为蛋白原料添加在饲料中使用。在中国，菜粕是仅次于豆粕的第二大饲料蛋白来源，且由于国内油菜籽的来源多样性，国内菜粕也包括国产油菜籽压榨得粕、进口油菜籽压榨得粕和直接进口成品菜粕三个来源。

其中国产油菜籽压榨得粕使用原料为国产油菜籽，采用的压榨技术为 95 型螺旋榨油机物理压榨生产制得。这种菜粕因为油菜籽品质以及加工工艺限制，通常毒素残留偏高且蛋白溶解度偏低，与商业压榨得到的 200 型菜粕存在明显品质差异，且不符合期货交割要求，通常与菜粕期货价格相关性低，不属于本文讨论的范畴。我们主要关注进口油菜籽压榨得粕和直接进口成品菜粕的情况。

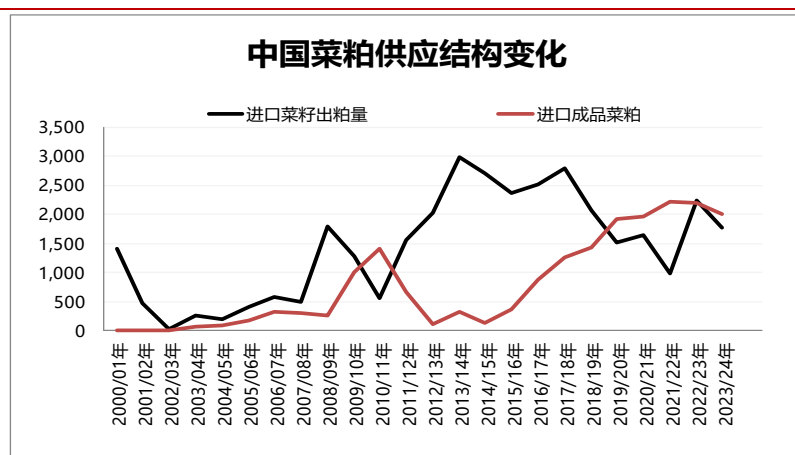


## 二、中国菜粕供需

中国是全球菜粕市场的主要参与国，生产和消费体量名列前茅。中国也是全球菜粕的主要进口国，几乎没有出口，主要满足国内以水产为主的养殖需求。

最近几年因为政策倾向和国际产需问题，国内菜粕供应结构出现明显变化。原来为了留住压榨利润主要以进口油菜籽压榨得粕为主，但 2019 年以后国际政治关系变化叠加加拿大油菜籽大幅减产，导致中国油菜籽进口量大幅下降，而菜粕和菜油直接进口量持续增加。

图 1：中国菜粕供应结构变化



数据来源: Mysteel 中州期货研究所

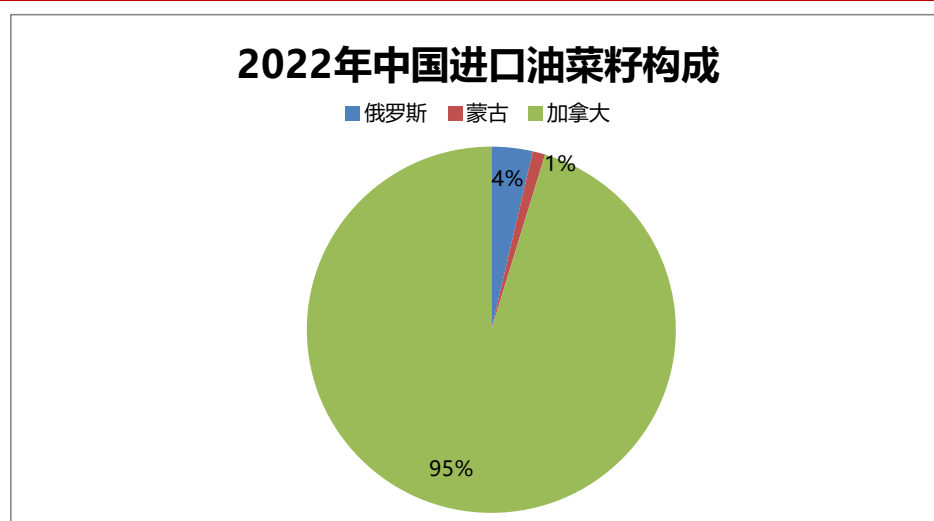
### 1、进口油菜籽压榨得粕

目前中国油菜籽进口准入国家包括加拿大、澳大利亚、俄罗斯和蒙古。但澳大利亚油菜籽因为“菜籽黑胫病”和杂质含量问题不符合中国的入境检验检疫要求；而蒙古本国并不生产油菜籽，主要是俄罗斯的过境油菜籽，所以实际上国内进口油菜籽来源集中于加拿大和俄罗斯。

从进口量上看，当前我国仍以进口加拿大油菜籽为主。2023 年 1-4 月中国共进口油菜籽 226 万吨，其中 210 万吨来源于加拿大，占比达 98%。因此我国的油菜籽进口量与加拿大油菜籽产量和可出口量关系紧密。对于 2023/24 年，据 USDA 预测，加拿大油菜籽产量继续恢复至 2000 万吨水平，同比持平略增，但要弥补澳大利亚油菜籽的出口减量，

或导致中国在 2023/24 年度油菜籽进口量同比下降 21%至 300 万吨,仍属于近几年的偏高水平。

图 2：2022 年中国进口油菜籽构成



数据来源：Mysteel 中州期货研究所

对于我国的油菜籽压榨工业，经过近几年的行业洗牌与整合，目前全国具有进口油菜籽压榨许可的工厂仅剩 20 家，且其中 6 家为 2022 年新增产能。目前全国进口油菜籽日度压榨总产能超过 5 万吨，全年压榨产能超过 1500 万吨。但实际国内油菜籽年进口量在 200-500 万吨区间变化，产能严重过剩。

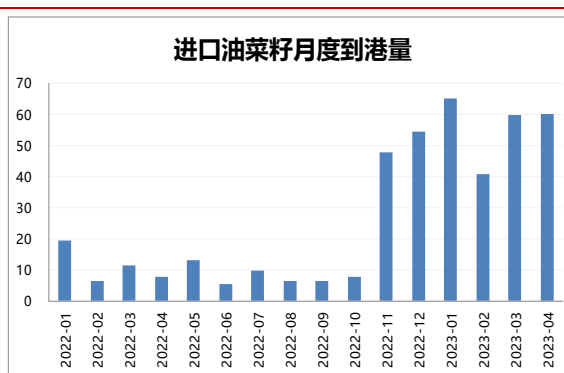
对于国内油菜籽压榨企业来讲，压榨利润是油厂愿意采购进口的主要原因。

图 3：进口加拿大菜籽现货榨利



数据来源：上海钢联 中州期货研究所

图 4：进口油菜籽月度到港量



数据来源：上海钢联 中州期货研究所



2022 年三、四季度，加拿大当季油菜籽集中收获后出口报价下降，而国内菜粕和菜油价格仍处于高位，因此国内进口加拿大油菜籽榨利大幅修复，特别是现货榨利因有现货高基差加持不断走强，最高时接近 2000 元/吨，导致国内油菜籽进口窗口打开，进口量大幅增加。

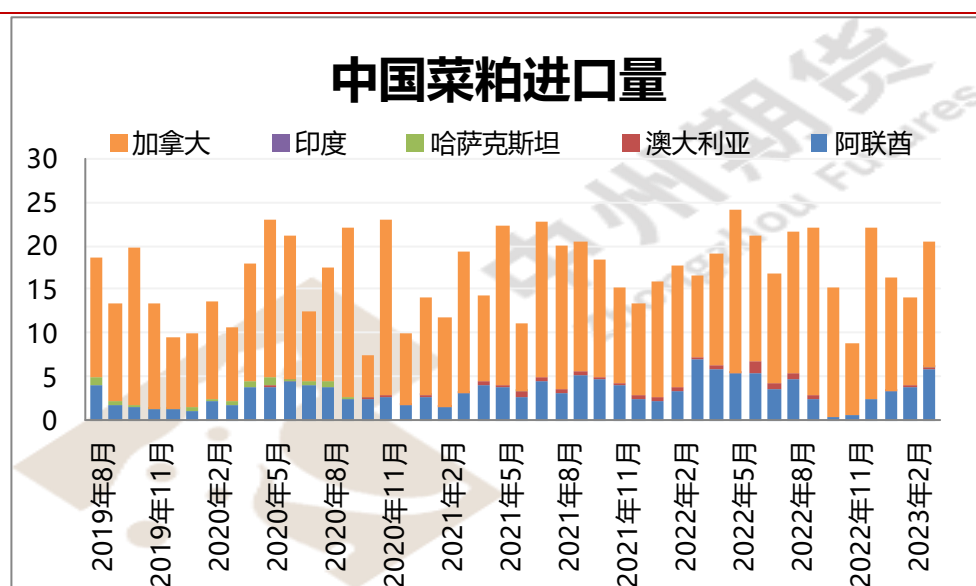
但 2023 年 3 月以来，随着国内菜粕和菜油价格大幅下跌导致国内进口油菜籽榨利快速下跌至亏损，抑制了国内油厂的买船需求。从机构统计数据来看，6-7 月月均不足 30 万吨，8-9 月目前月均仅 6 万吨，三季度总体买船量不足，或影响国内三、四季度油菜籽供应。

## 2、直接进口制成菜粕

最近几年国内直接进口制成菜粕的体量大幅增加。2015 年中国菜粕直接进口量还只有 12 万吨，到了 2022 年进口量已经扩大到 220 万吨，弥补了油菜籽进口量的减少，使得国内菜粕供应相对稳定在 300-400 万吨区间。

相对于加拿大在进口油菜籽领域一家独大，我国菜粕进口具有二元性特征。虽然目前中国菜粕准入的国家包括哈萨克斯坦、巴基斯坦、阿联酋、日本、埃塞俄比亚、澳大利亚、加拿大、印度等多个国家，但我国菜粕进口来源主要以加拿大和阿联酋为主。

图 5：中国菜粕进口量



数据来源：Mysteel 中州期货研究所



2018 年之后，进口加拿大菜粕的比重占国内菜粕总进口量的比重缓慢回落，最近两三年基本稳定在 77-78% 的水平。另一个主要进口来源地是阿联酋，最近四年的进口量从 10 万吨增加至 40 万吨，目前占比稳定在 20% 左右。但是阿联酋本身并不种植油菜籽，其油菜籽基本都进口自加拿大，压榨成油和粕之后再出口。

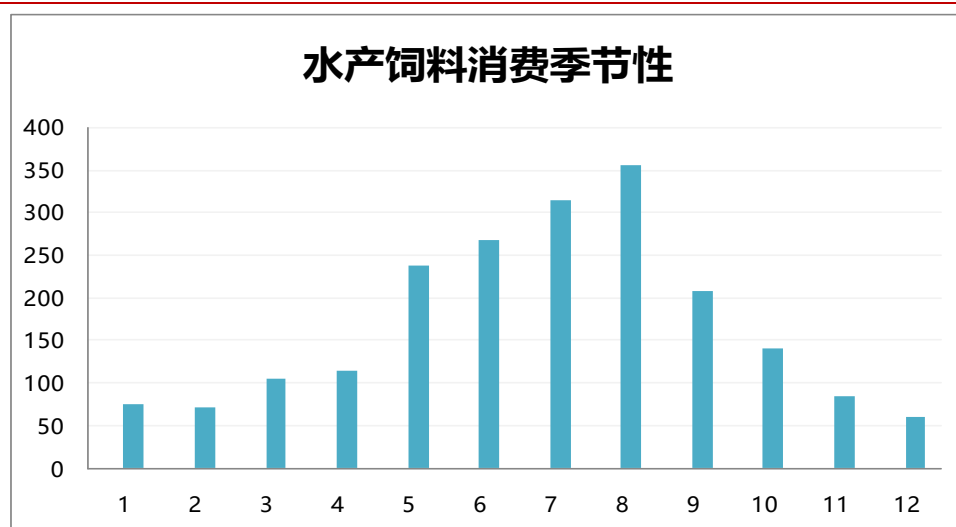
2023 年 1-4 月我国菜粕累计进口 71 万吨，同比增加 2.35%。其中，进口加拿大菜粕 52 万吨，占比 73%；进口阿联酋菜粕 18 万吨，占比 25%。据 USDA 预估，2023/24 年度中国菜粕进口量或维持 200 万吨水平，其中进口加拿大菜粕量或近 160 万吨。

从加拿大和阿联酋油菜籽的压榨节奏和菜粕出口规律来看，5-9 月对中国菜粕出口月均可达到 20 万吨左右水平，保证国内使用。

### 3、菜粕的消费

菜粕是一种优质的饲料蛋白来源，但因含有硫代葡萄糖甙、芥酸、单宁和芥子碱等毒素以及粗纤维含量较高，影响利用价值。通常国内菜粕只有在水产养殖中存在刚需，在其他牲畜的饲养中都有较大的需求弹性。因此国内菜粕的消费对应 4-10 月水产养殖旺季，具有明显季节性。

图 6：水产饲料消费季节性



数据来源：Mysteel 中州期货研究所

除了受水产养殖季节性影响，菜粕消费还与价差下蛋白粕之间的替代有密切关系。



### 3.1 豆菜粕的价差研究

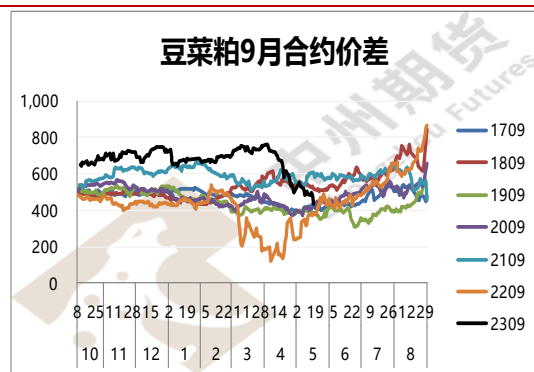
豆粕和菜粕作为蛋白饲料存在相互替代的特性，饲料和养殖企业会根据两种蛋白饲料的性价比和用途来调节配方。当两者价差达到一定水平时，性价比优势会产生替代需求。

市场通常以蛋白价差来衡量豆菜粕价差的合理区间。因为交割豆粕的蛋白含量要求为 43%，交割菜粕的蛋白含量要求为 36%，存在 7 个点的蛋白含量差异，以豆粕价格/43\*7 的算式可以简单的估算豆菜粕的合理价差。

以当前为例，M09 盘面价格在 3430 元/吨附近，则单位蛋白价格约为 80 元/吨，豆菜粕合理价差为 80 元/吨\*7=560 元/吨。另外考虑到，菜粕中含有毒素和抗营养因子，豆菜粕价差应该适当调整至 600-650 元/吨。即当豆菜粕价差低于 600 元/吨时，饲料和养殖企业会考虑性价比问题减少菜粕用量而用豆粕替代，高于 650 元/吨时菜粕饲用量会增加。

但在实际操作中，蛋白价差是豆菜粕价差的基础，其还受豆粕和菜粕各自供需关系的影响。

图 7：豆菜粕 9 月合约基差



数据来源：上海钢联 中州期货研究所

图 8：广西豆菜粕现货价差



数据来源：上海钢联 中州期货研究所

国内不论是菜籽还是菜粕进口主要还是来源于加拿大，因此 2022 年加拿大菜籽丰收后，2022 年四季度至 2023 年一季度，国内进口油菜籽集中到港，而此时水产饲料需求还未启动，菜粕价格相对偏弱。而国内豆粕自去年三季度以后受国内压榨利润持续亏损影



响，买船到港量不足，影响国内供应；今年一季度又出现海关检疫等问题，国内大豆和豆粕供应紧张，现货基差居高不下，和菜粕的价差也不断走高。自去年四季度至今年一季度，豆菜粕现货价差长期维持 1000 元/吨以上的高位，导致菜粕饲用出现性价比优势，需求增加，消耗了进口增量，提前去库。

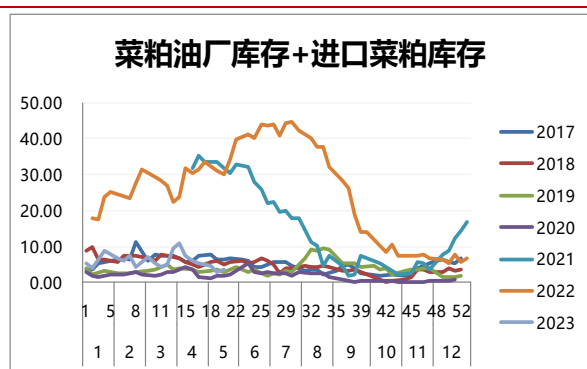
到了今年二季度，国内菜粕提前去库，现货库存处于近几年同期低位，而 4 月以后水产旺季启动，短期国内菜粕供应非常紧张。且油菜籽进口利润亏损，市场预期三季度国内进口油菜籽到港量下降，即菜粕现货紧张局势或延续。受此影响，豆菜粕价差从高位收敛，特别是期货价差，M-RM07 合约价差最低曾缩至 300 元/吨水平，远低于合理价差。

### 3.2 菜粕交割问题造成的价差波动

除了常规的供需因素外，近两年菜粕的交割问题也对菜粕期货单边价格和豆菜粕价差造成了显著影响。

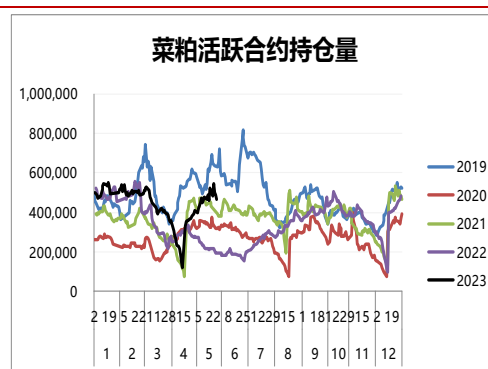
近两年由于进口油菜籽大幅减少，供应矛盾突出，菜粕可交割品不足，因此每逢交割月资金在菜粕期货上大力做多，但又无力交割接货，导致期货价格大幅波动。同时对豆菜粕价差形成影响，甚至在 2205 合约上一度出现负值，创下历史极值。

图 9：菜粕油厂库存+进口菜粕库存



数据来源：上海钢联 中州期货研究所

图 10：菜粕活跃合约持仓



数据来源：上海钢联 中州期货研究所

即使 RM2301 以后进口菜粕允许交割，短期菜粕市场仍存在现货和期货体量不匹配的情况。当前国内可交割菜粕的库存量不足 4 万吨，而 RM07 合约的持仓量达 18 万手，相





当于 180 万吨菜粕现货，这种期现货体量不匹配也造成了资金在期货市场上借机大肆炒作，影响菜粕单边定价和豆菜粕价差估值。

### 三、总结

从供需来看，国内菜粕期货的价格与国际菜籽供应、加拿大菜籽产量和可出口量、国内进口成本、国内进口菜籽和菜粕买船预期、养殖消费等多项因素相关，也会受到国际大豆、油脂、国内豆粕等相关品种和政策、关税等非市场因素影响。

当前国内菜粕价格大幅涨跌的背后是在过去两个季度豆菜粕价差高位下菜粕的替代消费带来的提前去库，叠加国内水产需求旺季带来，菜粕现货供应紧张，提货困难。而且国内菜油和菜粕自 3 月份价格大跌以后吞噬了油厂的进口利润，油厂三季度买船不足或造成国内供应偏紧，市场情绪偏多。多种因素影响下，资金利用可交割品不足的噱头大力拉高菜粕近月合约。

但一方面资金并不会真的参与交割接货，另一方面对未来菜粕行情并不看好，菜粕价格冲高后最终回落。对未来菜粕行情不看好主要基于以下几点：一方面国际菜籽并不存在缺口，加拿大菜籽在 2023/24 年维持 2000 万吨产量，澳大利亚的菜籽减产对中国影响相对间接，国内菜籽供应四季度以后并不悲观；国内豆粕在 6-7 月价格走弱已成共识，作为最大的蛋白来源，豆粕将引导包括菜粕在内的其他蛋白价格下调，菜粕并不能独善其身。

因此我们认为豆菜粕价差大概率会随着豆粕供应增加而走扩。从目前来看，在未来几个月实际到港量整体较高的情况下，豆粕基差和现货逐步回落是未来变化的大方向。当豆粕价格回落后，对于菜粕单边价格和豆菜价差都相对不利，未来单边价格偏空，豆菜粕价差也逐渐回归至正常区间。



## ■免责声明

---

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，须注明出处为中州期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## ■联系我们

---

### 管理总部 200120

地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西楼 1502 室

Tel：021-68395023

Email：zzzjb@zzfco.net

### 烟台营业部 264000

地址：烟台市芝罘区西关南街 2 号万达金融中心 20 层

Tel：0535-6695733 传真：0535-6692349

Email：zzyt@zzfco.net

### 青岛营业部 266071

地址：青岛市南京路 9 号联合大厦 19 层

Tel：0532-85753085 传真：0532-85753085

Email：zzqd@zzfco.net

### 临沂营业部 276004

地址：临沂市兰山区沂蒙路 454 号华泰(嘉锐)大厦 801

Tel：0539-8053287 传真：0539-8053287

Email：zzly@zzfco.net

### 大连营业部 116023

地址：大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2208 室

Tel：0411-84806738 传真：0411-84806738

### 山东分公司 250000

地址：济南市市中区经十路 22068 号山东出版智能大厦 205 室

Tel：0531-87903676 传真：0531-87903676

Email：zzjn@zzfco.net

### 广西分公司 116023

地址：广西南宁五象新区五象大道 403 号富雅国际金融中心 6512-6513 室

Tel：0771-5505092 Email：zzgx@zzfco.net

### 烟台总部 264010

地址：山东省烟台市芝罘区万达金融中心 A 座 20 楼

Tel：0535-6695733 传真：0535-6692349

Email：zzqh@zzfco.net

### 上海分公司 200120

上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西楼 1503 室

Tel：021-58386177 Email：zzsh@zzfco.net

### 沈阳营业部 110004

地址：沈阳市和平区文化路 77 号 901、904

Tel：024-83189947 传真：024-83189947

Email：zzsy@zzfco.net

### 烟台分公司 265701

地址：烟台市开发区长江路天马中心 1 号楼 1216 号房

Tel：0535-2169566 传真：0535-2169566

Email：zzlk@zzfco.net

### 江苏分公司 210019

地址：南京市建邺区兴隆大街 188-1 号

Tel：025-66687725

Email：zzjsu@zzfco.net

### 华中分公司 430000

地址：武汉市江汉区中央商务区泛海国际 SOHO 城第 3、4、6 幢 4 号楼 9 层 7 号

Tel：027-83555585

Email：zzhz@zzfco.net

### 宜昌分公司 443000

地址：宜昌市伍家岗区沿江大道 188 号新外滩商业楼 000301-01

Tel：0717-6229585 Email：zzyc@zzfco.net