

菜豆强弱转换最值得关注

——2024 年菜系展望

观点概述

回顾 2023 年，国际油菜籽价格大开大合，先后在南美大豆丰产上市、美豆与加菜籽天气扰动以及全球油菜籽减产不及预期的轮番影响下由跌转涨再跌。国内三季度对菜系的进口窗口集体打开使得供需面难以避免地走向宽松，四季度行情在弱现实与估值下修过程中略显惨淡。

展望 2024 年，全球油料整体供需进一步转向宽松的预期走向落地的概率较大，其中大豆是供应端的主要贡献者。在这个过程中，国际油菜籽由于短期缺少利多题材而弱势筑底的可能性也同样较大。但由于国际油菜籽价格长期以来都处在利空因素的消化之中，目前估值水平已相对较低，单边布空可能下方空间有限。另一方面，考虑到 2023 年全球油菜籽种植收益大幅下滑，可能会对 2024/25 年度全球油菜籽播种面积产生一定的负面影响，进而使得国际油菜籽表现相对抗跌。因此需要关注一季度末加拿大、澳大利亚新季油菜籽播种面积情况以及三季度末欧洲地区新季油菜籽播种面积情况。而国际油菜籽的上行动力主要还看新一轮油料作物季的产量走向情况。

国内方面，2024 年一季度预计菜系仍面临 2023 年大量进口带来的供需偏宽松局面。但菜油、粕的直接进口窗口较 2023 年三季度时大概率显著收窄，这意味着未来在供应端存在边际收紧预期。在需求端，国内菜油、粕的相对低价导致的性价比优势日益凸显，在 2024 年有望获得需求支撑。考虑到养殖行业亏损去产能过程逐步深化，饲料类需求增速面临进一步下滑可能，可能对国内粕类消费造成更大打击。

综上，建议关注长线豆菜油、豆菜粕价差做缩机会以及油粕比做多机会。

意外因素：海外生柴政策变动；产区极端天气变化；人民币汇率大幅波动

研究员：孙 啸

邮 箱：sunx@ghlsqh.com.cn

TEL: 0571-85135807

从 业 资 格 号：F03105353

投资咨询资格号：Z0018239

报告时间：2023/12/10

一、行情回顾

（一）国际菜籽宽幅震荡

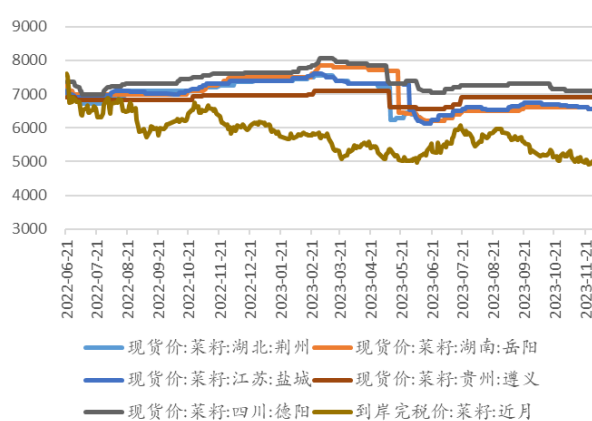
回顾 2023 年，国际油菜籽呈现宽幅震荡走势，整体波动率较国际大豆更大，表现也更弱。在上半年，随着市场对于阿根廷大豆减产的交易热情逐步褪去，巴西大豆丰产事实逐步占据市场逻辑主流，国际大豆开始高位回落，带动全球油料展开承压之路。同时，由于欧洲地区菜籽在生长期状况良好，且该地区油菜籽种植面积续增而快速下行。6、7 月欧菜籽上市后全球油菜籽供应宽松局面日益清晰。上半年的下跌过程直到 5 月底告一段落，止跌因素主要是之前快速下跌将价格压低至估值下边际附近，也意味着利空因素的透支。随后的一个月里，美豆产区的干旱扰动以及加拿大草原三省的持续干燥天气给国际油菜籽价格带来反弹动力。在低估值与天气扰动双重帮助下，国际油菜籽价格快速攀升，一度收回前半年跌幅。然而今年干旱天气对加菜籽单产的负面影响却有一些雷声大雨点小。阿省与萨省油菜籽单产水平均在其生长期末期得到上调，加之曼省天气适宜，加菜籽产量依旧维持高位。此前，加拿大农业部利用 NDVI 指数并根据卫星图像估算加菜籽 2023 年产量为 1740 万吨左右。但事后证明，市场并不认可该产量预估，且认为实际产量高于该值。另外，南美大豆余量充足的情况下，本该属于美豆出口关键期的时间窗口被南美大豆大量挤占，国际大豆价格受到供应充足的压制。在全球油料需求没有强劲亮点的情况下，随着加菜籽的逐步上市，国际油菜籽价格再度走低。值得一提的是，12 月加拿大统计局对 2023 年加菜籽产量预估为 1830 万吨，显著高于其农业部此前预估值。

10 月之后，原油转头向下给国际油料带来额外利空压力。而美豆在海外豆粕由于阿根廷压榨不足呈供应紧张的氛围中觅得支撑。虽然巴西、美国的压榨借此机会快速上量兑现高榨利，但阶段性的豆粕供需失衡还是给价格带来明显反弹。虽然国际菜粕价格在此过程中也受向上带动，但欧洲与加拿大两大主产国压榨正常，印度菜籽亦有压榨补充，国际菜籽受到的提振作用显著偏小。由于全球大豆、油菜籽供需均未向更紧张的方向转化，阿根廷大豆的压榨缺失也终将被其他产地填补，全球油料价格难以向上突破，国际油菜籽亦回到筑底过程中。

图 1 ICE 油菜籽与 CBOT 大豆



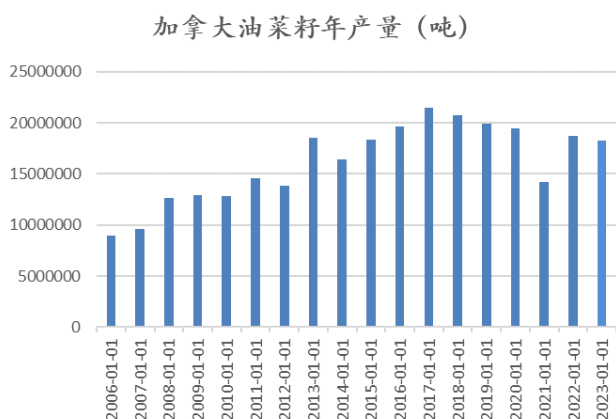
图 2 内外菜籽现货价（元/吨）



数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

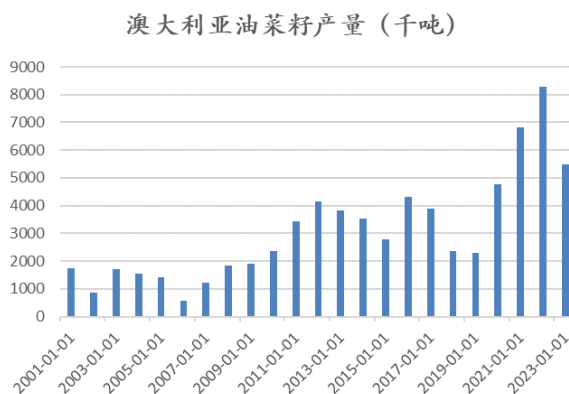
数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

图3 加拿大油菜籽年产量（吨）



数据来源：加拿大统计局、国海良时期货研究所

图4 澳大利亚油菜籽年产量（千吨）

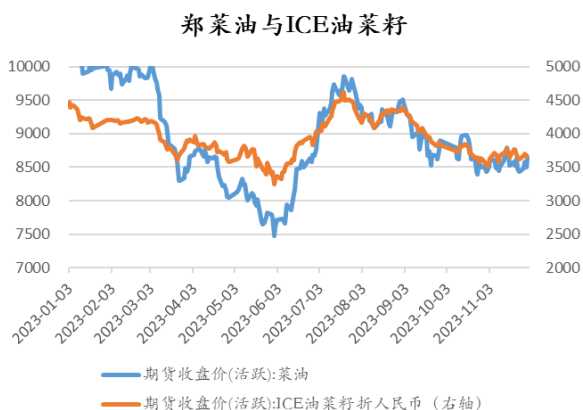


数据来源：澳大利亚农业部、国海良时期货研究所

（二）郑菜油依靠性价比消化宽松基本面

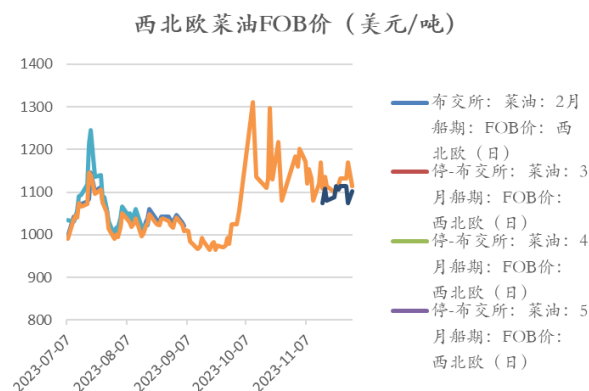
2023 年内盘菜油延续对加菜籽进口成本的跟随动作，整体呈现宽幅震荡走势。上半年，国内菜油相对其他油脂的高溢价转变为下游需求的负反馈。同时，内外菜油价差也显示进口窗口持续打开，来自俄罗斯、欧洲的进口菜油进一步充斥国内供应，内盘菜油因此承压明显，表现逐步弱于进口菜籽成本端，带动国内油粕比快速下行。6 月之后，人民币汇率趋势性走贬，引导菜油估值水平不断上移。另外，东南亚陆续出现因厄尔尼诺带来的少雨情况，给棕榈油带来利多预期，菜油价格亦受带动。原油价格在三季度阶段性走强也给植物油市场带来向上动力。因此在三季度菜油价格相对菜籽成本端的弱势程度有所收窄。四季度菜油依旧面临前期进口菜籽、菜油大量到港的供应压力，而需求承接能力相对有限，菜油价格趋于筑底。

图5 郑菜油与 ICE 菜籽折人民币



数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

图6 欧洲菜油 FOB 价



数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

（三）郑菜粕表现先扬后抑

2023 年内盘菜粕经历了一轮牛熊转换，整体较进口菜籽更强。上半年，国内菜粕受南美大豆增产上市，全球油料供应充足影响重心下移为主。但自 4 月份开始，国内较高的豆菜粕价差以及水产养殖旺季在即，使得菜粕提货积极性高。国内菜粕库存持续维持低位，现货抗跌明显。之后的三季度，美国大豆、加拿大油菜籽产区天气炒作接踵而至，加之国内水产养殖旺季特征显现，菜粕价格行至高位。四季度开始，菜粕价格拐头向下。一方面受到加菜籽新作产量偏高，欧洲油菜籽仍有余量，国际油菜籽价格承压下行；另一方面，水产养殖季节性特点明显，随着气温降低，水产投料需求进入淡季，在供应端又面临三季度对加菜籽、菜粕买船窗口的打开，进口到港压力抬升，供强需弱局面逐步显现。12 月初时，盘面菜粕价格回到 4 月起涨点位置。

图 7 郑菜粕与 ICE 菜籽折人民币



数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

图 8 郑菜粕与连豆粕



数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

二、2024 菜系行情展望

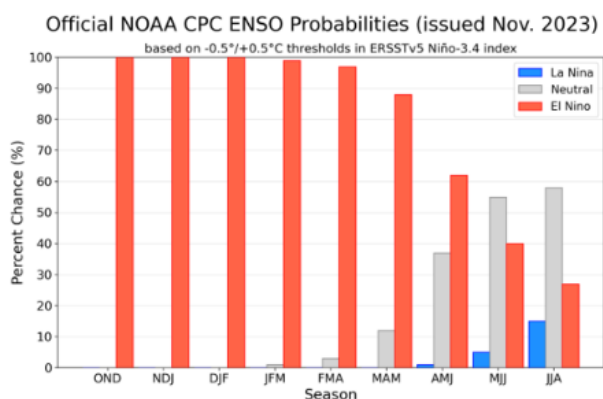
（一）国际菜籽继续筑底，但有结构性机会基础

12 月初，澳大利亚农业部将油菜籽产量上修至 550 万吨，此前预估在 520 万吨水平，整个调整方向也符合澳大利亚油菜籽部分产区在 10、11 月干旱情况小幅缓解的实际情况。再结合海外机构对于今年加菜籽产量的逐步上调过程，我们认为导致国际菜籽价格尤为低迷的主要原因之一就是全球油菜籽减产幅度预期的高开低走。随着产地产量的逐步清晰，这种伴随减产幅度下调带来的利空因素大概率逐步淡化，但价格也依旧处于弱势筑底阶段。同时，国际菜籽价格仍将受到大豆的显著影响。目前来看，4 月份南美整体大豆继续增产并上市的可能性仍较高，全球油料供需继续向宽松转变的预期仍在。如果证实落地，则油菜籽价格亦难有起色。

另一方面，在历时一年的国际油菜籽价格低迷影响之下，2024/25 年度全球油菜籽播种面积值得投资者关注。据我们估算，2023 年农户种植油菜籽收益降至历史低位。虽然 2021、2022 年油菜籽种植收益高至天际，单独 2023 年收益的不理想谈不上令农户伤筋动骨，但对种植者的积极性始终是一个打击。根据惯例，每年 4、5 月是加拿大、澳大利亚油菜籽种植期，8、9 月是欧洲油菜籽种植期。关注各主产国播种前的种植面积预估情况及其后续生长期天气情况。

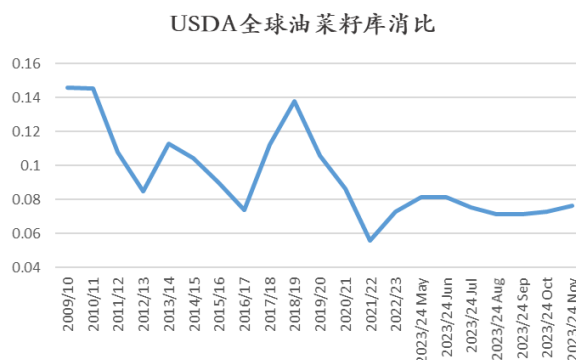
短期看，国际油菜籽缺少利多因素提振价格重心，同时 ICE 加菜籽价格经过长期下跌也逐步向 630 加元/吨的下边际靠拢。明年二季度主要关注南美大豆的产量兑现情况、较高种植收益下美豆新作种植面积预估以及低种植收益下加拿大、澳大利亚油菜籽种植面积预估。如果我们的猜想得到证实，则国际油菜籽与大豆价差有望向上修复。

图 7 厄尔尼诺发生概率预测



数据来源：NOAA、国海良时期货研究所

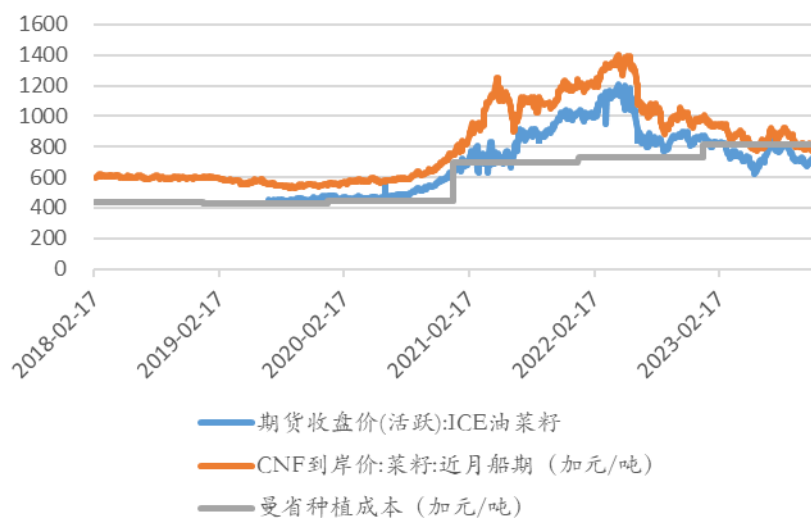
图 8 USDA 全球油菜籽库消比



数据来源：USDA、国海良时期货研究所

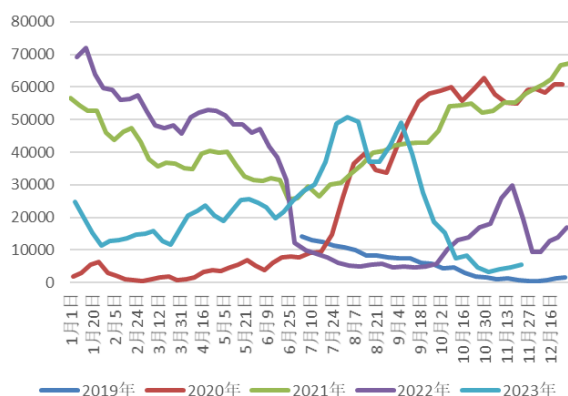
图 9 国际油菜籽价格与曼省种植成本

ICE油菜籽与曼省种植成本



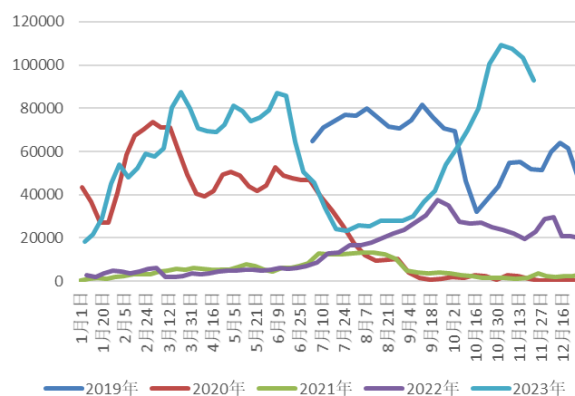
数据来源：同花顺、曼尼托巴农业部、国海良时期货研究所

图 10 ICE 油菜籽基金多头持仓



数据来源：ICE、国海良时期货研究所

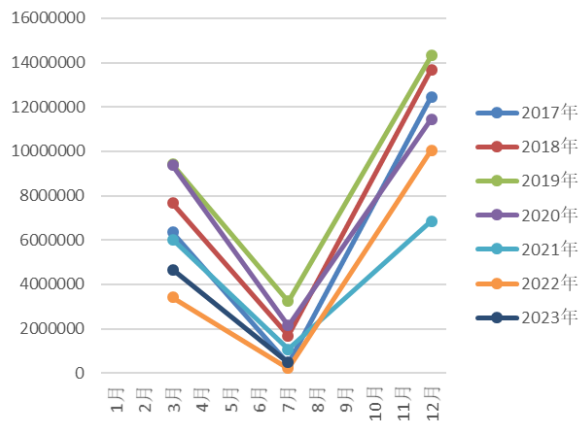
图 11 ICE 油菜籽基金空头持仓



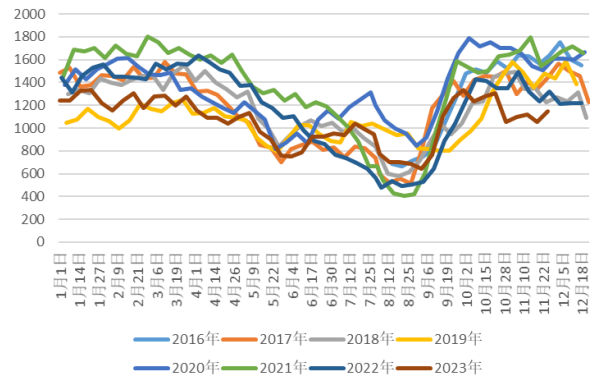
数据来源：ICE、国海良时期货研究所

图 12 加拿大油菜籽农场库存 (吨)

图 13 加拿大油菜籽商业库存 (千吨)



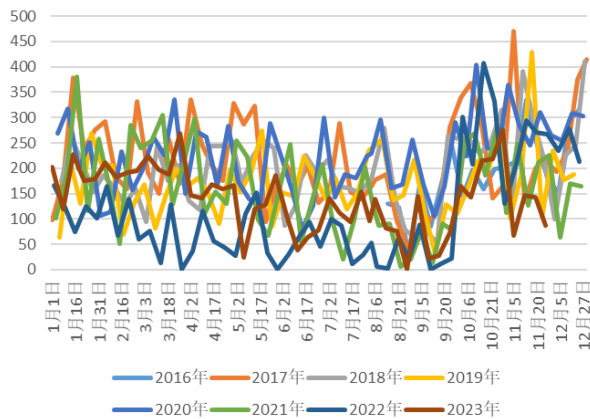
数据来源：加拿大统计局、国海良时期货研究所



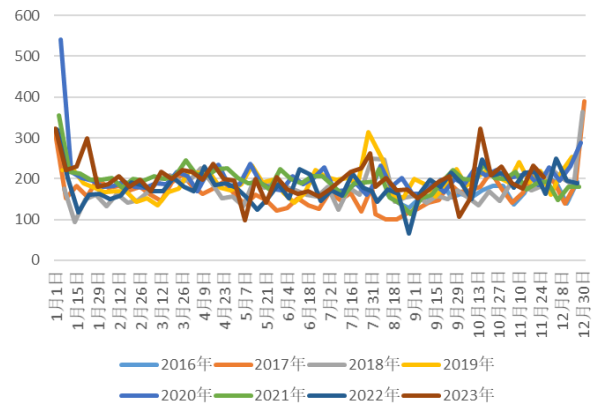
数据来源：加拿大谷物协会、国海良时期货研究所

图 14 加拿大油菜籽周度出口（千吨）

图 15 加拿大油菜籽国内周度消费（千吨）



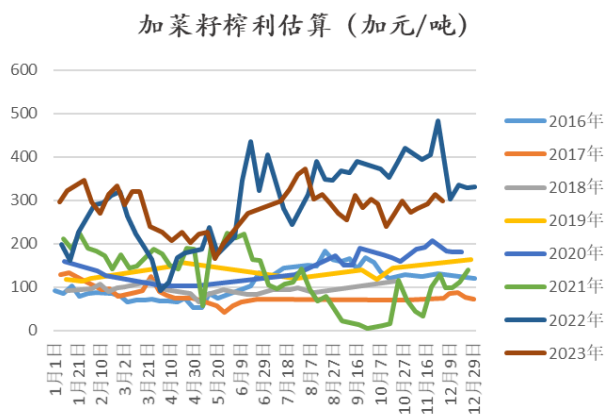
数据来源：加拿大谷物协会、国海良时期货研究所



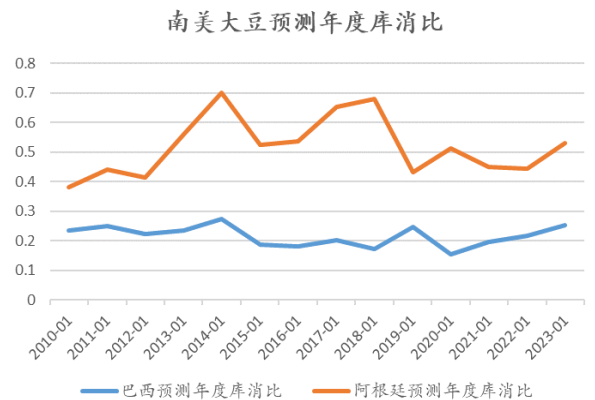
数据来源：加拿大谷物协会、国海良时期货研究所

图 16 加菜籽榨利估算（加元/吨）

图 17 南美大豆预测年度库消比



数据来源：公开数据整理、国海良时期货研究所



数据来源：USDA、国海良时期货研究所

（二）国内菜系供应边际收紧初见眉目

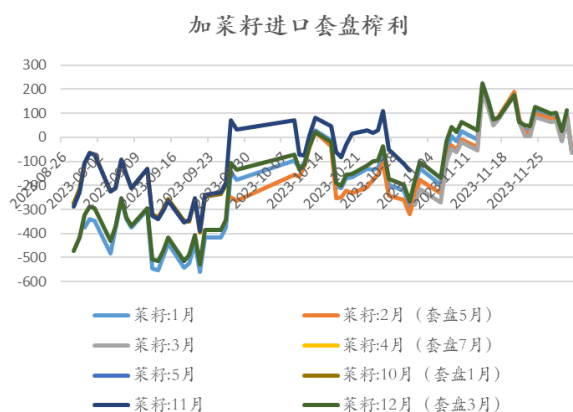
供应与价格的蛛网模型特征在 2023 年下半年依旧显著。四季度国内菜系消化供需宽松现实的同时也是收紧未来供应窗口的时点。根据我们的跟踪来看，国内对加菜籽买船窗口刚刚进入盈亏平衡点之下，倒挂程度还较为有限，或提供后续内盘菜系的下行空间。同时，国内油菜籽压榨也有望随进口菜籽的大量到港而保持高位，暂时看不到收紧预期。

进口菜油方面，10 月之后欧洲地区菜油价格反弹后一直停留在所处水平。国内菜油价格日渐走低使得对欧洲地区菜油进口窗口基本关闭，未来对欧洲菜油进口量或边际收紧。同时，需要关注对俄罗斯菜油的进口情况。俄乌冲突的出现使得俄菜油出口地出现显著改变，原先主要出口到东欧地区的菜油转为出口我国。未来主要关注欧洲地区菜油价格反弹后可能出现的俄菜油转口至欧洲地区进而减少至我国出口量的可能。

进口菜粕方面，今年三季度对加菜粕进口利润的打开同样是当下国内菜粕大量到港，供应充足的一大原因。另外，棕榈粕、葵粕等杂粕在四季度的进口增量也加剧了粕类的供应压力。根据我们的估算，目前国内对加菜粕的进口窗口已趋于关闭，预计未来新增买船量较为有限。

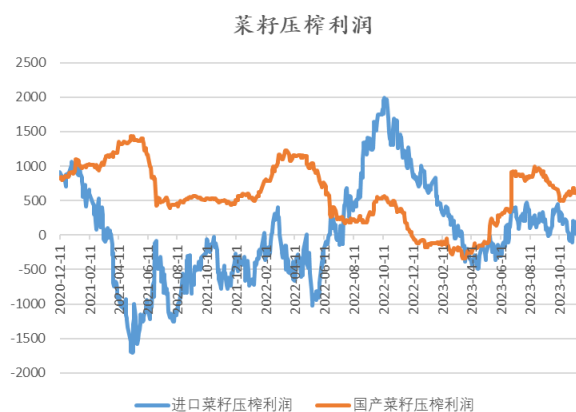
综合来看，随着国内对于当下菜系供应宽松的现实情况逐步交易，菜系估值进一步下修，明年二季度菜油、粕直接进口方面出现边际收紧的可能性较大，但进口菜籽压榨量可能仍然偏高。

图 18 加菜籽进口套盘榨利（元/吨）



数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

图 19 菜籽现货榨利（元/吨）

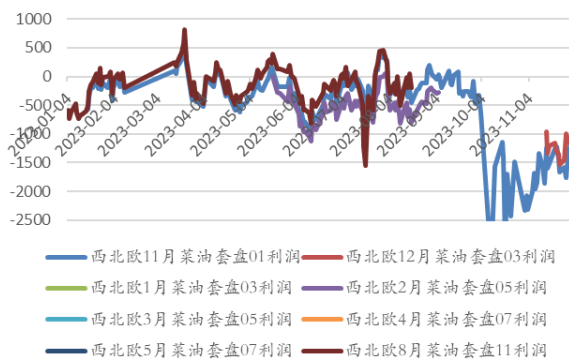


数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

图 20 西北欧菜油进口利润（元/吨）

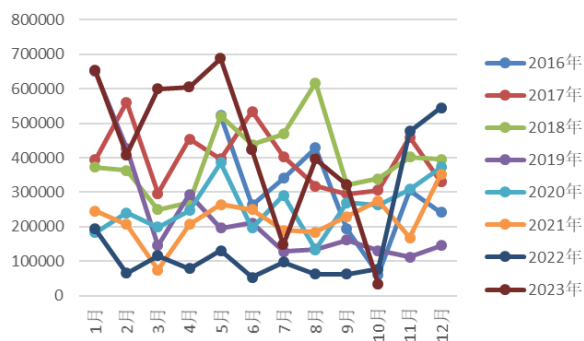
图 21 油菜籽进口量（吨）

西北欧菜油进口套盘利润（元/吨）



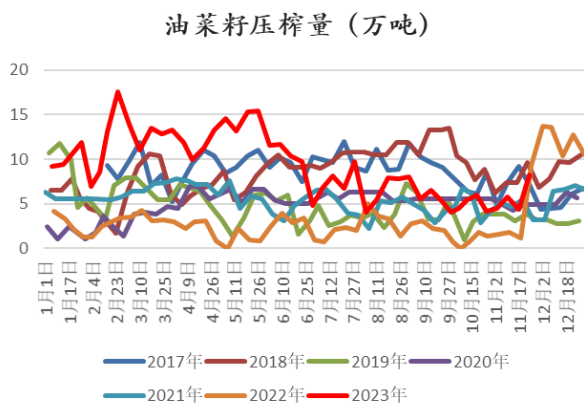
数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

油菜籽进口量（吨）



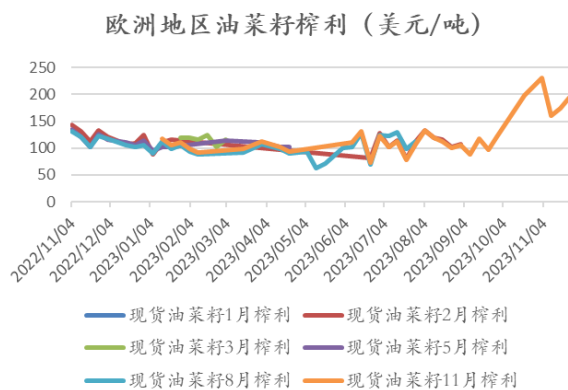
数据来源：海关总署、国海良时期货研究所

图 22 油菜籽压榨量（万吨）



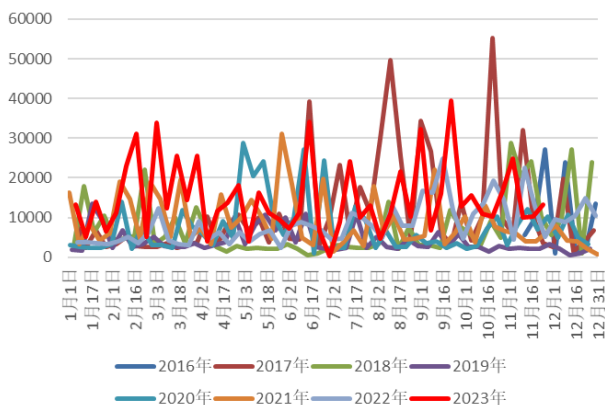
数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

图 23 欧洲地区油菜籽榨利（美元/吨）



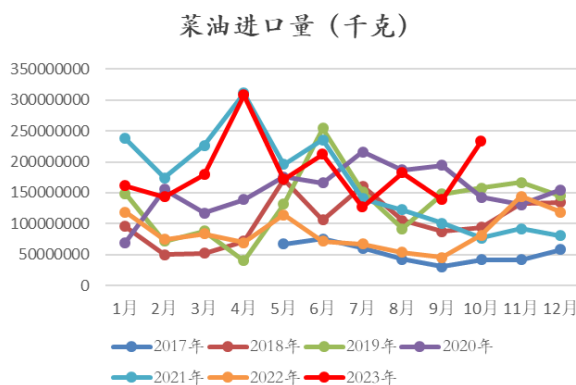
数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

图 24 欧盟菜油周出口（吨）



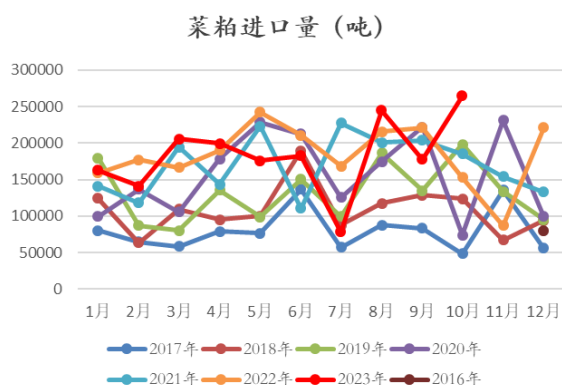
数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

图 25 菜油进口量（千克）



数据来源：海关总署、国海良时期货研究所

图 26 菜粕进口量（吨）



数据来源：海关总署、国海良时期货研究所

（三）国内菜系性价比支持结构性需求亮点

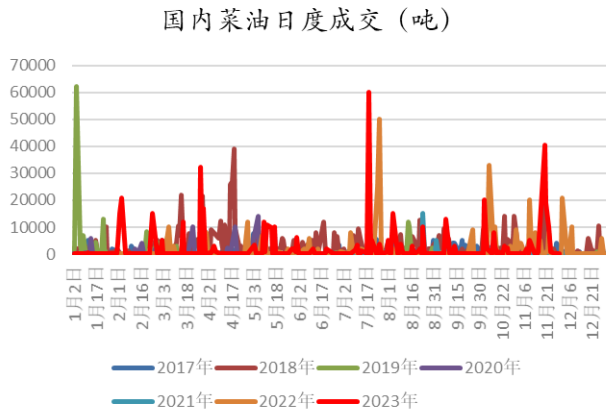
海外生柴需求方面，按照 EPA 生柴掺混要求来看，美国生柴需求增速在 2024 年将同比略有放缓。虽然美国将菜油纳入计划生柴原料，但增量部分将面临棕榈油与废弃油脂方面挤占。短期看，海外生柴价格行至低位，植物油制生柴利润陷入大幅亏损窘境，而生柴掺混成品油尚有利可图。这样的利润结构会驱使生柴消费国倾向于进口废弃油脂作为生柴原料而非植物油。同时，我们认为 2024 年在美国经济保持一定韧性以及联储货币政策不更偏紧的条件下，生柴以及传统能源价格存在上行可能，植物油制生柴利润有望迎来修复。因此，虽然从消费总量增速上可能看不到特别明显的亮点，但估值水平有望适当抬升。

国内菜油需求方面，我们认为 2024 年国内油脂需求总体上依旧保持总量有韧性支撑，但对价格接受程度有限的状态。从季节性特点来看，12、1 月期间春节前备货需求可能支撑菜油消费，但同时我们也看到，今年油脂需求的淡旺季特征有所淡化。在经历了不好的备货体验后，下游对于传统旺季的期待普遍偏低。这使得下游备货时点选择更加依靠自身对行情的判断而不再集中发力。考虑到 10 月份国内菜油表需较高，节前油脂备货需求持续发力的可能性偏低，因此 12、1 月不排除旺季不旺可能。对于明年长线来看，随着国内菜豆油价差降至历史低位，菜油或在下游消费中获得一定倾斜。但需求端能否发力的关键还是投机性需求是否回归。而投机性需求对价格反应敏感，也需要看到进口成本端的积极性变化。

国内菜粕需求方面，水产投料需求依然保持较强的季节性特点。明年一季度菜粕需求保持淡季特征的概率较高，到二季度随气温回暖，水产养殖可能逐步复苏。叠加豆菜粕价差触及高位，菜粕单位蛋白性价比优势凸显，菜粕消费或由淡转旺。但同时明年也是生猪亏损局面下进一步去产能的一年，饲料整体需求增速可能进一步下滑，对整体蛋白粕需求形成压制。而蛋禽方面能提供的弥补性饲料需求难挽大局。

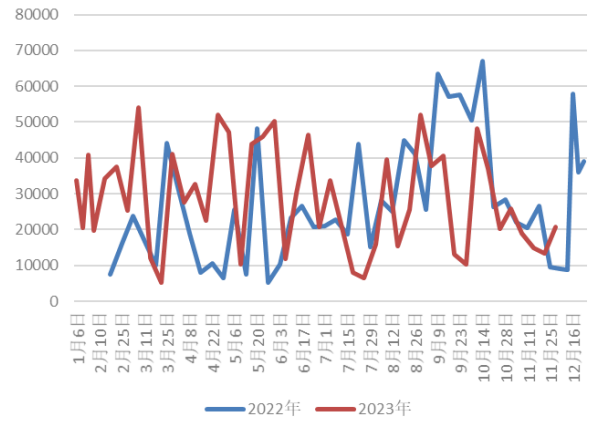
综合来看，明年菜系需求暂看相对的结构改善，不期待总量上有突出表现。

图 27 菜油现货成交（吨）



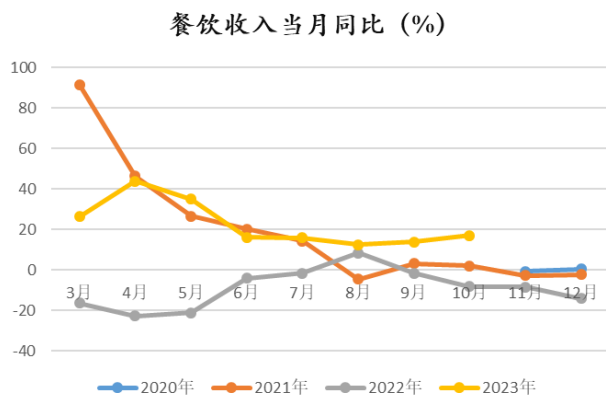
数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

图 28 南通颗粒粕消费（吨）



数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

图 29 餐饮收入当月同比（%）



数据来源：国家统计局、国海良时期货研究所

图 30 沿海菜油周度提货（万吨）



数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

图 31 单位蛋白价格（元/1%）

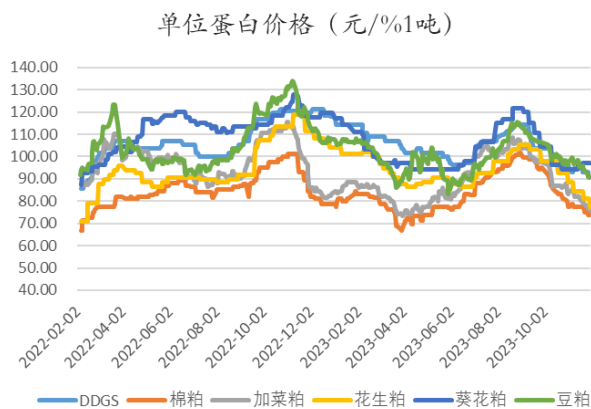
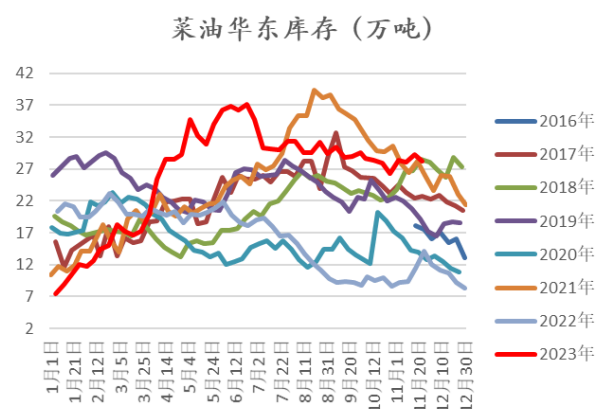


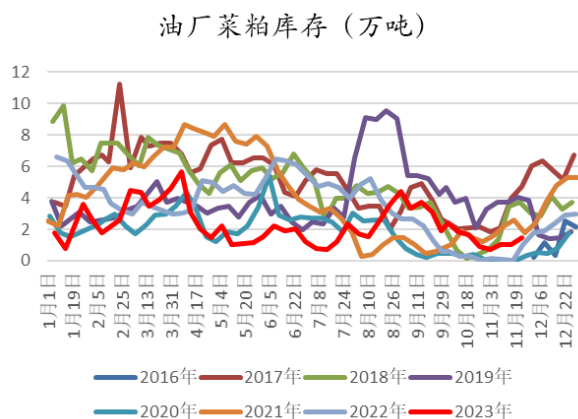
图 32 菜油华东库存（万吨）



数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

图 33 菜粕油厂库存（万吨）



数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

三、总结

展望 2024 年，全球油料整体供需进一步转向宽松的预期走向落地的概率较大，其中大豆是供应端的主要贡献者。在这个过程中，国际油菜籽由于短期缺少利多题材而弱势筑底的可能性也同样较大。但由于国际油菜籽价格长期以来都处在利空因素的消化之中，目前估值水平已相对较低，单边布空可能下方空间有限。另一方面，考虑到 2023 年全球油菜籽种植收益大幅下滑，可能会对 2024/25 年度全球油菜籽播种面积产生一定的负面影响，进而使得国际油菜籽表现相对抗跌。因此需要关注一季度末加拿大、澳大利亚新季油菜籽播种面积情况以及三季度末欧洲地区新季油菜籽播种面积情况。而国际油菜籽的上行动力主要还看新一轮油料作物季的产量走向情况。

国内方面，2024 年一季度预计菜系仍面临 2023 年大量进口带来的供需偏宽松局面。但菜油、粕的直接进口窗口较 2023 年三季度时大概率显著收窄，这意味着未来在供应端存在边际收紧预期。在需求端，国内菜油、粕的相对低价导致的性价比优势日益凸显，在 2024 年有望获得需求支撑。考虑到养殖行业亏损去产能过程逐步深化，饲料类需求增速面临进一步下滑可能，可能对国内粕类消费造成更大打击。

综上，建议关注长线豆菜油、豆菜粕价差做缩机会以及油粕比做多机会。

意外因素：海外生柴政策变动；产区极端天气变化；人民币汇率大幅波动

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，未免发生疑问，所请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。

本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用请遵循原文本意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有期货投资咨询业务资格。