

豆菜粕价差或进一步走缩

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

政策面：中加关系导致菜籽进口受阻。供需面：预计加拿大农业部将油菜籽库存调低到125万吨，去年为275万吨。加剧2024/25年度菜籽供需。策略：豆菜粕价差或进一步走缩。期权和套利或好于单边。

农业研究团队

研究员：

王聪颖

从业资格号：F0254714

投资咨询号：Z0002180

摘要：

一、政策面：中加关系导致菜籽进口受阻

12月17日，国内菜籽进口受限。菜粕盘面短暂领涨。12月20日，市场预期中国将公布对加拿大企业反歧视名单，菜粕大涨超过4%。

二、供需面：加菜籽库存或下调，24/25年度供需紧缩程度加深

加菜籽库存可能下调，供需收紧程度加深。12月加菜籽月报即将公布，市场传闻加拿大农业部将本年度油菜籽期末库存预测下调到125万吨，较原先预测值调低近100万吨。相比之下，上年的油菜籽库存为275万吨。

中国未来4-6个月菜籽供需预计持续收紧。2025年至少上半年，月度进口量可能不到10万吨，相较往年明显缩量。这意味着，2024年11月-2025年6月，菜籽进口量很少，以消耗国内高库存为主。

三、策略及风险：期权和套利或好于单边

单边：趋势仍偏弱，但做空性价比减弱。价格深水区做多仍有待新驱动，尤其产地产量下降。当然贸易政策也带来盘面反弹。因此原有空单可续持或适当减仓，新空单待当前反弹后再择机入场。

用期权来替代期货不失为较好的选择。①反弹卖虚值看涨期权。由于供需压力仍在，因此看反弹高度有限。反弹乏力再买入看跌期权。②下跌卖深度虚值看跌期权。跌破行权可实现低位建仓。不跌破则赚取权利金降低后期建仓或采购成本。

套利：豆菜粕价差空单续持，目标位下移至200以内，极端情况，比如进口完全归零，水产需求又好于预期，豆菜粕价差或平水甚至负价差。

风险提示：中美摩擦升级，豆粕需求好于预期，中加关系缓和，南美豆减产。

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目录

| | |
|--------------------------------------|---|
| 摘要: | 1 |
| 一、政策面：中加关系导致菜籽进口受阻..... | 4 |
| 二、供需面：加菜籽库存或下调，24/25 年度供需紧缩程度加深..... | 4 |
| 三、策略及风险：期权和套利或好于单边..... | 5 |
| 免责声明 | 7 |

图表目录

| | |
|-------------------------|---|
| 图 1：全球菜籽供需平衡表 | 4 |
| 图 2：中国菜籽供需平衡表 | 4 |
| 图 3：加菜籽农业部菜籽供需平衡表 | 4 |
| 图 4：中国菜籽库存 | 5 |
| 图 5：中国菜籽月度压榨量 | 5 |

一、政策面：中加关系导致菜籽进口受阻

12月17日，国内菜籽进口受限。菜粕盘面短暂领涨。12月20日，市场预期中国将公布对加拿大企业反歧视名单，菜粕大涨超过4%。

实际上，从9月中加贸易摩擦开始，中加关税政策可能的变化就持续备受关注。我们第一时间也撰写了专题《对加菜籽反倾销调查影响几何？——专题报告 20240903》。当前菜粕主力合约重回2300以上，后续走势如何？又有哪些交易机会？

二、供需面：加菜籽库存或下调，24/25年度供需紧缩程度加深

加菜籽库存可能下调，供需收紧程度加深。2024/25年度加拿大、全球、中国菜籽供需是收紧的，库存消费比同比下降3.58个百分点、2.6个百分点、7.6个百分点。12月加菜籽月报即将公布，市场传闻加拿大农业部将本年度油菜籽期末库存预测下调到125万吨，较早先预测值调低近100万吨。相比之下，上年的油菜籽库存为275万吨。这意味着，本来就同比收紧的平衡表还将进一步加剧。

图 1：全球菜籽供需平衡表

| 全球菜籽供需平衡表（百万吨） | | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| | 产量 | 进口 | 出口 | 国内消费 | 期末库存 | 库存消费比 |
| 2015/2016年 | 68.74 | 14.15 | 14.35 | 70.14 | 6.25 | 7.4% |
| 2016/2017年 | 69.49 | 15.79 | 16.13 | 70.93 | 5.19 | 6.0% |
| 2017/2018年 | 75.28 | 15.72 | 16.53 | 72.10 | 8.14 | 9.2% |
| 2018/2019年 | 73.38 | 14.64 | 14.68 | 71.88 | 9.77 | 11.3% |
| 2019/2020年 | 70.33 | 15.82 | 16.00 | 72.30 | 7.56 | 8.6% |
| 2020/2021年 | 74.75 | 16.67 | 18.03 | 74.69 | 6.23 | 6.7% |
| 2021/2022年 | 75.83 | 13.92 | 15.35 | 75.89 | 4.75 | 5.2% |
| 2022/2023年 | 88.90 | 20.05 | 19.55 | 85.19 | 8.96 | 8.6% |
| 2023/2024年 | 89.89 | 18.31 | 18.01 | 89.04 | 10.11 | 9.4% |
| 2024/2025年 | 86.18 | 16.55 | 16.87 | 88.78 | 7.19 | 6.8% |
| 同比 | -4.1% | -9.6% | -6.3% | -0.3% | -28.9% | -2.6% |

数据来源：Wind 中信期货研究所

图 2：中国菜籽供需平衡表

| 中国菜籽供需平衡表（百万吨） | | | | | | |
|----------------|-------|--------|------|-------|--------|-------|
| | 产量 | 进口 | 出口 | 国内消费 | 期末库存 | 库存消费比 |
| 2015/2016年 | 13.86 | 4.01 | 0.00 | 18.00 | 1.08 | 6.0% |
| 2016/2017年 | 13.13 | 4.26 | 0.00 | 17.30 | 1.17 | 6.7% |
| 2017/2018年 | 13.27 | 4.71 | 0.00 | 17.80 | 1.35 | 7.6% |
| 2018/2019年 | 13.28 | 3.49 | 0.00 | 16.98 | 1.15 | 6.7% |
| 2019/2020年 | 13.49 | 2.56 | 0.00 | 15.99 | 1.20 | 7.5% |
| 2020/2021年 | 14.05 | 2.80 | 0.00 | 16.53 | 1.52 | 9.2% |
| 2021/2022年 | 14.71 | 1.66 | 0.00 | 17.03 | 0.87 | 5.1% |
| 2022/2023年 | 15.53 | 5.34 | 0.00 | 19.13 | 2.61 | 13.6% |
| 2023/2024年 | 16.32 | 5.49 | 0.00 | 20.70 | 3.72 | 18.0% |
| 2024/2025年 | 15.80 | 3.00 | 0.00 | 20.40 | 2.12 | 10.4% |
| 同比 | -3.2% | -45.3% | | -1.4% | -43.1% | -7.6% |

数据来源：Wind 中信期货研究所

图 3：加菜籽农业部菜籽供需平衡表

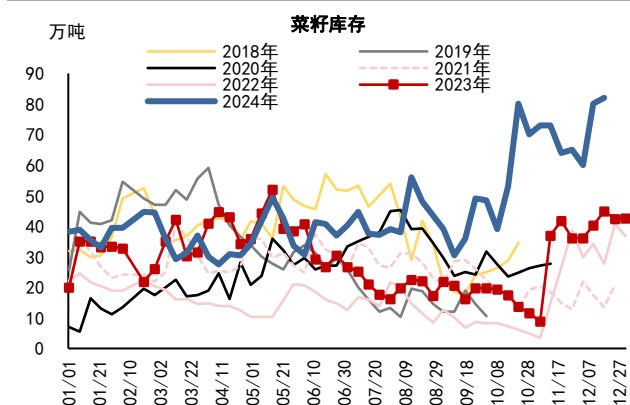
| 加拿大农业部油菜籽供需平衡表 (2024.11.19) | | | | | | | | | | | | | | |
|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------|---------|
| 项目 | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019-2020 | 2020-2021 | 2021-2022 | 2022-2023 | 2023-2024(10月) | 2023-2024(11月) | 2024-2025(10月) | 2024-2025(11月) | M/M% | Y/Y% |
| 种植面积 (千公顷) | 8363 | 8236 | 9313 | 9232 | 8659 | 8572 | 9016 | 8659 | 8938 | 8938 | 8906 | 8906 | 0.00% | -0.36% |
| 收获面积 (千公顷) | 8322 | 8119 | 9273 | 9120 | 8596 | 8471 | 8949 | 8596 | 8857 | 8857 | 8825 | 8825 | 0.00% | -0.36% |
| 单产 (吨/公顷) | 2.21 | 2.41 | 2.3 | 2.2 | 2.2 | 2.4 | 1.5 | 2.19 | 2.17 | 2.17 | 2.2 | 2.2 | 0.00% | -0.92% |
| 产量 (千吨) | 18377 | 19601 | 21328 | 20343 | 18850 | 19912 | 13757 | 18,850 | 19192 | 19192 | 18981 | 18981 | 0.00% | -1.10% |
| 进口量 (千吨) | 105 | 95 | 108 | 146 | 151 | 155 | 105 | 151 | 276 | 276 | 100 | 100 | 0.00% | -63.77% |
| 总供应量 (千吨) | 21055 | 21786 | 22778 | 22988 | 20485 | 24502 | 15638 | 20485 | 23125 | 23125 | 21828 | 21828 | 0.00% | 2.36% |
| 出口量 (千吨) | 10299 | 11016 | 10783 | 9141 | 7950 | 10040 | 5268 | 7950 | 6683 | 6683 | 7500 | 7500 | 0.00% | 12.23% |
| 食用及工业用量 (千吨) | 8315 | 9191 | 9269 | 9295 | 9961 | 10129 | 8555 | 9961 | 11033 | 11033 | 11500 | 11500 | 0.00% | 4.23% |
| 种用及损耗 (千吨) | 365 | 163 | 160 | 397 | 651 | 838 | 878 | 651 | 797 | 797 | 577 | 577 | 0.00% | -27.60% |
| 国内总需求 (千吨) | 8740 | 9422 | 9496 | 9754 | 10678 | 11028 | 9496 | 10678 | 11894 | 11894 | 12128 | 12128 | 0.00% | 1.97% |
| 期末库存量 (千吨) | 2016 | 1348 | 2499 | 4094 | 1858 | 3435 | 875 | 1,858 | 2748 | 2748 | 2200 | 2200 | 0.00% | -19.94% |
| 平均价格 (美元/吨) | 509 | 529 | 539 | 497 | 857 | 484 | 1075 | 857 | 715 | 715 | 635 | 660 | 3.94% | -7.69% |
| 库存消费比 | 10.6% | 6.6% | 12.3% | 21.7% | 10.0% | 16.3% | 5.9% | 10.0% | 14.8% | 14.8% | 11.2% | 11.2% | 0.00% | -3.58% |

数据来源：加拿大农业部 中信期货研究所

中国未来 4-6 个月菜籽供需预计持续收紧。对中国而言，9 月中加贸易摩擦

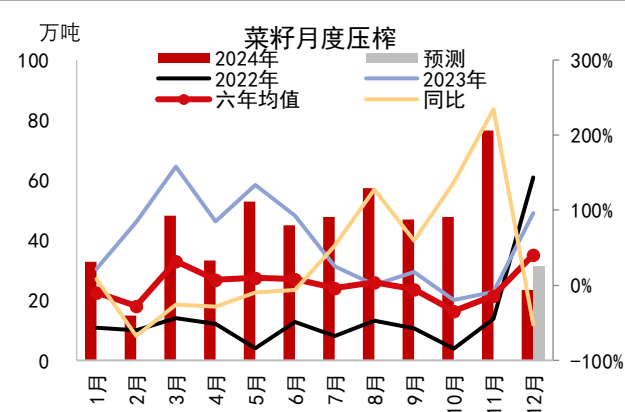
使得中国加快菜籽进口和装运。海关数据显示，9-10 月菜籽进口量大幅超预期。11 月菜籽进口量也将公布，预计环比将明显下降。此前国内买家大量洗船 11、12 月船期菜籽。而 2025 年至少上半年，月度进口量可能不到 10 万吨，相较往年明显缩量。这意味着，2024 年 11 月-2025 年 6 月，菜籽进口量很少，以消耗国内高库存为主。①按照 2024 年 1-11 月均 45 万吨压榨量计算，当前不到 90 万吨菜籽库存，加上进口每月 10 万吨，预计 2.5-3 个月就消耗殆尽。②考虑春节因素菜籽压榨量少，预计 3.5-4 个月库存耗尽。③只有按照 2024 年 2 月最低压榨量 15 万吨测算，菜籽库存未来 6 个月才可能缓慢降至中等略偏高水平。

图 4：中国菜籽库存



数据来源：钢联农产品 中信期货研究所

图 5：中国菜籽月度压榨量



数据来源：钢联农产品 中信期货研究所

三、策略及风险：期权和套利或好于单边

单边：预计菜粕大方向跟随豆粕走弱，年度低点预计豆粕 2300，菜粕 2000。但正如我们在 12 月 18 日豆粕专题《估值、驱动与机遇》中提到，供需宽松的压力仍在主导价格承压下行。但由于整个下跌周期完成率超过 80%，**做空性价比有所减弱**。而在价格深水区做多仍有待新驱动，尤其产地产量下降。当然贸易政策也带来盘面反弹。因此，原有空单可续持或适当减仓，新空单待当前反弹后再择机入场。

此外，用期权来替代期货不失为较好的选择。①反弹卖虚值看涨期权。由于供需压力仍在，因此看反弹高度有限。反弹乏力再买入看跌期权。②下跌卖深度虚值看跌期权。跌破行权可实现低位建仓。不跌破则赚取权利金降低后期建仓或采购成本。

套利：豆菜粕价差空单续持，目标位下移。我们 11 月中旬在 2025 年报中推荐豆菜粕做缩，接近 800 入场看到 500 以内。12 月 20 日收盘，5 月合约 m-Rm 价差 248。当前，鉴于大豆供应过剩确定性增强，菜籽供需偏紧，两品种供应差异扩大，预计价差目标下调至 200 以内，极端情况，比如进口完全归零，水产需求

又好于预期，豆菜粕价差或平水甚至负价差。

风险：中美摩擦升级，豆粕需求好于预期，中加关系缓和，南美豆减产。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）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给予阁下的任何私人咨询建议。

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

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>