

当产地以主动降价去库的姿态进入新作周期

——菜系 2024 下半年展望

观点概述

回顾上半年，一季度国际油菜籽在丰产预期下随全球油料下跌为主，以兑现宽松预期。4月开始，产地榨利良好使得加菜籽本土压榨需求开始对其价格产生支撑。与此同时，主销区对油菜籽买船榨利的回升也使得产地出口表现边际回暖，油菜籽价格出现阶段性底部。5月份欧菜籽、俄菜籽受霜冻影响，定产不及预期使得国际菜系价格再度向上。6月开始，宏观情绪降温以及全球新季大豆、油菜籽播种期顺利使得天气升水被挤出，价格再度回落至此前区间。

展望下半年，全球新季油料进入关键生长期。在国际油菜籽估值偏低之时一方面需要跟踪主销区对于旧作库存的消化进度，如果产区压力的释放快于预期，那么价格可能由于现实端基本面边际好转而低位企稳；另一方面关注新作供应前景，如果加菜籽、澳菜籽在生长期内遇到不利天气，进而引导市场前期的丰产预期落空，那么价格低位状态将由于新季供应端题材而具有较高的向上弹性。综合来看，我们对国际油菜籽进一步下跌空间持谨慎态度。具体的跟踪项为拉尼娜模式下，加菜籽产区的气温与降雨情况，并以草原三省油菜籽优良率作为印证。

国内方面，目前菜系供应端有所分化。油菜籽进口供应预计仍将保持宽松水平。原因主要是国际油菜籽低价下，国内油厂盘面榨利良好，买船条件宽松。与此同步，油厂压榨或将随到港而保持高位，菜油、粕的压榨供应预计维持高位。而菜油在直接进口方面，受制于海外菜油价格重心上移，进口利润趋于倒挂，菜油进口量或低于去年水平。综合之下，菜油供应存在边际收紧可能。在需求方面，菜油目前仍具有一定性价比，下游采购、提货意愿尚可。而油脂整体消费趋于刚性，且季节性差异淡化。因此，建议关注国内菜油库存见顶回落引导的基差筑底向上可能。对于菜粕，在需求端一方面具有明显的季节性。下半年水产养殖逐步转入淡季，而菜粕又面临进口杂粕的消费挤占。并且，国内生猪存栏下降趋势仍在继续，蛋白需求难有亮眼表现，而小麦饲用也将在一定程度上降低粕类在配方中的使用比例。综合来看，建议关注菜系油粕比做多机会。

报告仅供参考，请阅读末页免责声明。

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：2024/6/20

意外因素：能源价格大幅波动；国际贸易争端

一、行情回顾

（一）国际油菜籽低位宽幅震荡

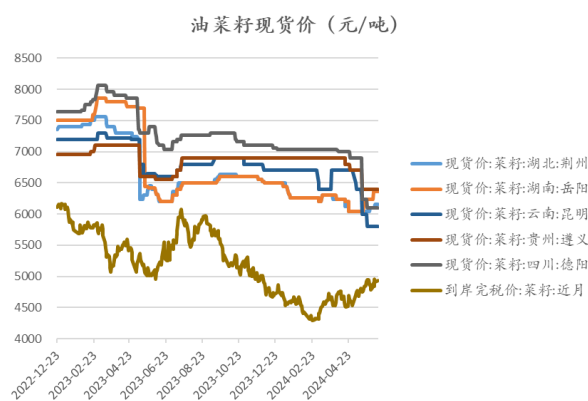
回顾 2024 上半年，国际油菜籽维持底部宽幅震荡走势。ICE 加菜籽 7 月合约在 670-590 加元/吨区间运行。从节奏上看，1、2 月份市场仍处于对加菜籽旧作压力偏大，而欧洲地区油菜籽新作生长正常的逻辑延续过程之中。加上巴西大豆丰产的抛压仍有待消化，给全球油料都带来向下的牵引。在这些因素之下，国际油菜籽以逐步走低为主。在 2 月底，全球油料价格低位的情况下，需求端渐渐出现转机，美国、巴西、加拿大等油料主产国经过近三年的高榨利而带来的压榨产能增加体现出了更大的产区本土压榨需求支撑。同时，产地油料价格下跌也使得如中国等主销区压榨利润再度转好，出口表现有所企稳。因此，油菜籽、大豆价格均出现筑底回暖走势。

4 月份，欧洲地区油菜籽生长期出现异常低温，欧菜籽丰产预期出现松动，欧洲地区菜籽、菜油随之走升。其反弹速度较快，一度超过加拿大菜系价格。无独有偶，俄罗斯菜籽也在相同时间段出现霜冻天气，产量增幅低于预期。因此，此前市场对全球油菜籽供应的乐观预期出现边际回落，阶段性完成对前期底部区域的确认，油菜籽继续表现偏强。

5 月底之后，市场对于美豆天气过早注入的升水由于并未得到产区天气因素的印证而面临升水回吐压力。同时，海外宏观情绪有所转变，美元指数逐步走强，大宗商品面临调整压力，国际油料亦承压下行。加菜籽播种期遭遇降雨过多的时间偏短，播种进度比去年略有放慢。但播种期整体天气维持适宜，暂无大的单产走低因素。因此，国际油菜籽上行缺乏动力，保持此前区间运行。

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

（二）郑菜油随外盘菜油筑底回升

上半年郑菜油运行方向上与油菜籽进口成本以及海外菜油基本保持一致。在 2 月份之前，欧洲地区菜油消费不及预期。动物油脂以及废弃油脂在生柴消费中的增加挤压菜油生柴消费，再加上欧菜籽丰产

预期的持续，欧洲地区菜油一度成为全球菜油价格洼地。同时，加菜油的出口得到美国生柴消费的提振而表现得相对偏强。3月开始，全球油脂中偏低的菜油价格逐步获得国际买家更多的青睐。印度菜葵油进口利润持续偏好。后续欧菜籽、俄菜籽受阶段性霜冻影响，导致前期市场对于丰产的一致性预期有所落空，欧洲地区菜油消费逐步回暖，带动欧菜油价格向上缩窄对加菜油的折价，全球菜油价格重心自底部有所抬升。在此过程中，郑菜油由于菜粕需求旺季不旺而导致油厂出于榨利角度挺油价心态更明显，且国内菜油价格较低，在消费端具有性价比，因此价格表现略强。在6月份再次随全球油料同步下跌，总体维持底部震荡向上走势。

图3 郑菜油与ICE菜籽折人民币

图4 国际菜油价格



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

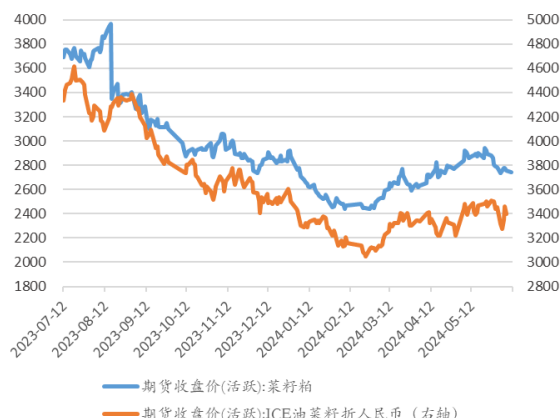
（三）郑菜粕面临杂粕替代，旺季不旺

上半年郑菜粕运行节奏总体与油菜籽进口成本保持同步。1、2月份国内菜粕库存水平较低，使得郑菜粕表现较为抗跌。海外油菜籽在利空因素的消化过程中逐步走低的同时，国内油菜籽买船榨利开始向上修复。菜籽到港预期逐步作用于市场，菜粕现实端低库存不再作为定价矛盾。另一方面，国内进口杂粕的利润窗口也逐步打开，颗粒粕、葵粕、棕榈粕等杂粕进口量持续维持历史同期较高水平，对后续菜粕需求不佳埋下伏笔。4月之后，粕类整体在美豆新作天气升水抢跑以及巴西南部降雨过多延迟收获的影响下保持了阶段性偏强走势。然而在水产养殖旺季期，华南地区遭遇强降雨导致部分地区洪涝灾害，对水产饲料需求产生负面作用。另外，低价杂粕挤占菜粕整体的饲料消费占比。在这种情况下，菜粕基本面出现旺季不旺的情况，豆菜粕价差趋于走扩。在随后美豆的天气升水阶段性退出阶段中，双粕同步走弱。

图5 郑菜粕与ICE菜籽折人民币

图6 郑菜粕与连豆粕

郑菜粕与ICE油菜籽



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

二、下半年菜系行情展望

（一）国际菜籽下方空间或有限，向上弹性取决于加、澳新作生长情况

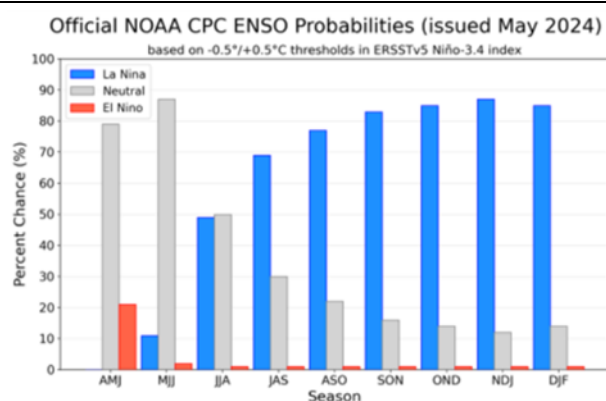
从国际油菜籽的绝对价格来看，目前 ICE 油菜籽价格处于偏低位置。根据加拿大萨斯喀彻温省农业部数据显示，24/25 年度该省暗棕土和黑土区域的油菜籽单位面积种植成本同比是有明显下滑。但结合其趋势单产折算，该地区的油菜籽种植成本也在 590 加元/吨左右。目前 ICE 油菜籽价格在 600 加元/吨位置，距离 2 月底的低点 580 加元/吨较近。对于加菜籽新作定产前盘面价格就触及趋势单产下的种植成本，我们认为是一个偏低的价格水平。如果没有全球经济超预期衰退或其他系统性因素的影响，我们对下方空间看法保守，或需关注需求端支撑情况。加菜籽旧作预计将保持较为充足的供应水平，以季节性去库为主。

从 24/25 年度全球供需平衡来看，由于油菜籽种植收益的连年下滑，24/25 年度加菜籽与澳菜籽的播种面积预计有所下滑。根据加拿大农业部数据显示，新季油菜籽种植面积同比下滑 4.5%，至 854.7 万公顷。预期单产同比小增 2.4%。总产量同比下降 1.2%，至 1810 万吨。澳大利亚农业部数据显示，澳菜籽新作种植面积将下降 9%，至 320 万公顷。面积的减少反映出一些主要种植区在本季的开局不利。此外，相对预期收益较低，也导致小麦、大麦和豆类等其他作物的替代有所增加。根据 USDA 报告显示，全球油菜籽库消比将维持在同比持平水平。因此，从年度尺度看，全球油菜籽供需暂无进一步转宽松基础。

三季度将进入加菜籽、澳菜籽关键生长期。根据 NOAA 模型预测，全球气候模式将有更大概率在该时段进入拉尼娜特征。拉尼娜通常给南、北美部分区域带来干旱天气，而给赤道周边带来多雨天气。目

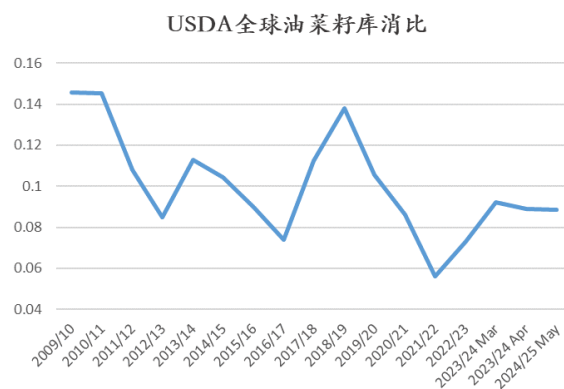
前来看，加菜籽在生长初期面对的天气情况较为适宜，关注加拿大草原三省油菜籽优良率变化情况。在国际油菜籽低价下，意外供应端扰动将给价格带来较大向上弹性。

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

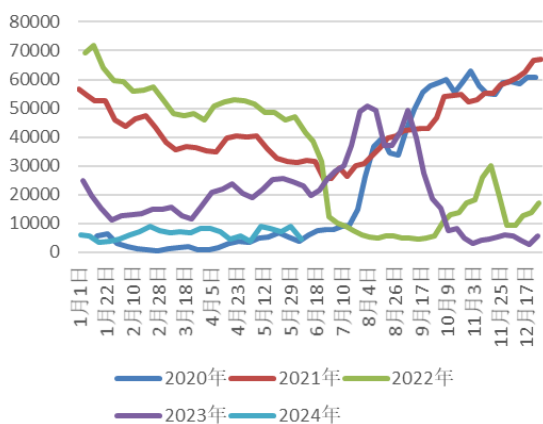
曼省油菜籽与其种植成本（加元/吨）



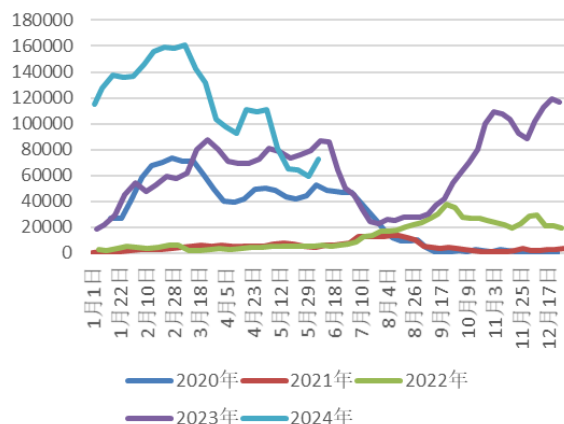
数据来源：同花顺、曼尼托巴农业部、国海良时期货研究所

图 10 ICE 油菜籽基金多头持仓

图 11 ICE 油菜籽基金空头持仓

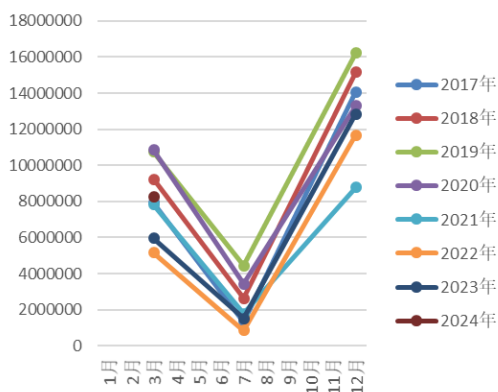


数据来源：ICE、国海良时期货研究所



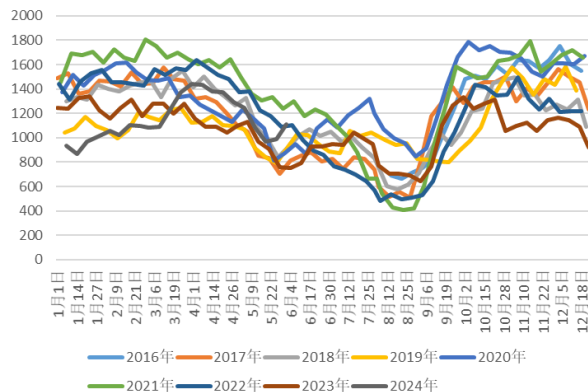
数据来源：ICE、国海良时期货研究所

图 12 加拿大油菜籽总库存（吨）



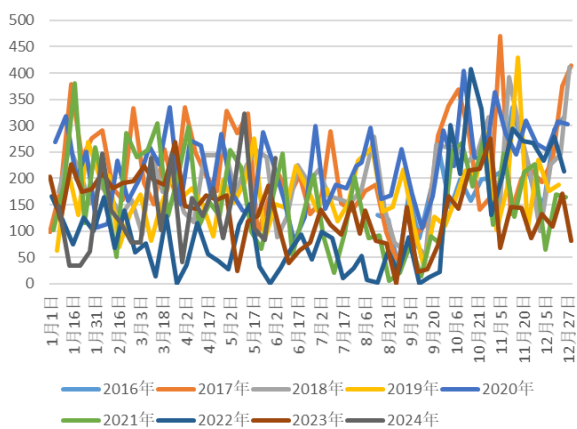
数据来源：加拿大统计局、国海良时期货研究所

图 13 加拿大油菜籽商业库存（千吨）



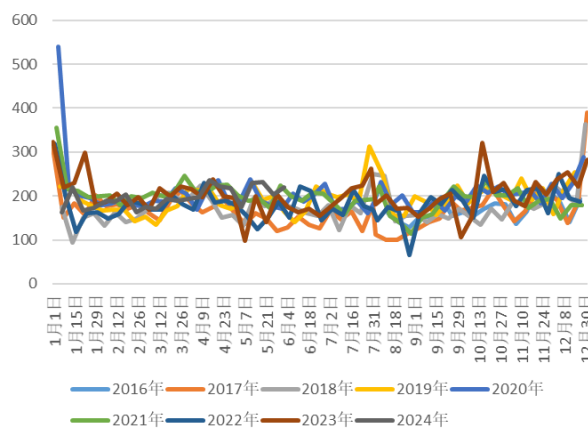
数据来源：加拿大谷物协会、国海良时期货研究所

图 14 加拿大油菜籽周度出口（千吨）



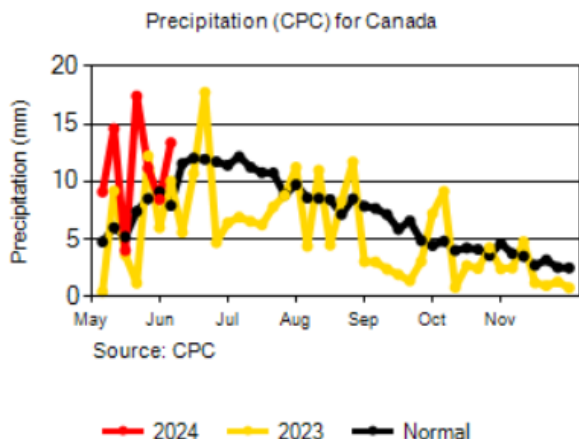
数据来源：加拿大谷物协会、国海良时期货研究所

图 15 加拿大油菜籽国内周度消费（千吨）



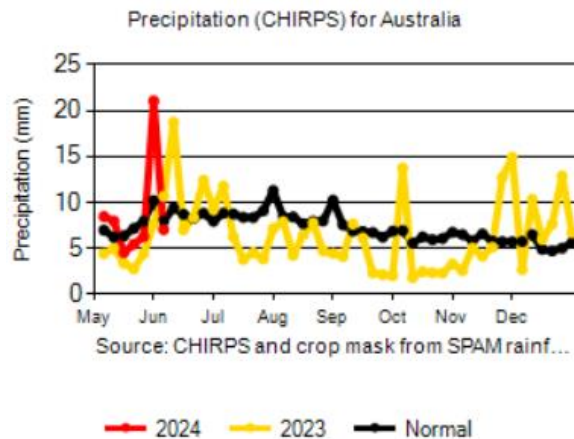
数据来源：加拿大谷物协会、国海良时期货研究所

图 16 加拿大油菜籽产区降水



数据来源：FAS、国海良时期货研究所

图 17 澳大利亚油菜籽产区降水



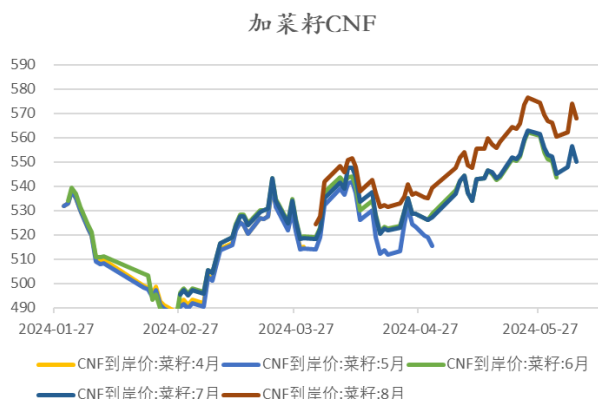
数据来源：FAS、国海良时期货研究所

(二) 国内油菜籽供应宽松，菜油进口边际收紧

目前的全球油料产业链利润分配情况呈现销区/本土榨利好于产区农户种植收益的特征。形成这一特点的原因之一是在全球油料供需自 22/23 年度的极度紧张逐步转为宽松的过程中，产区种植高收益难以为继。油料宽松的基本面促使产地给出销区买船利润以帮助产地消化供应压力。因此在产区压榨产能在 2024 年又见增量之后，产区榨利仍能保持在良好水平。同时，主销区之一中国的油菜籽买船窗口也在逐步打开，进口菜籽盘面压榨利润攀升至高位。这意味着油厂的菜籽买船条件相对宽松。与之对应，国内菜籽压榨大概率随着较高的进口到港量而维持高位，菜油、粕产量或保持历史同期高位水平。

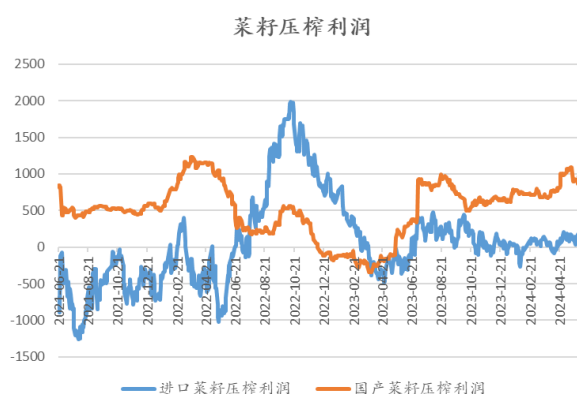
进口菜油方面，由于海外菜油价格重心有所抬升，且菜葵油成为印度进口油脂中极具性价比的油脂。从国际油脂间价差来看，菜油依旧处于相对廉价水平。考虑到目前国内对俄菜油进口利润较去年明显收窄，进入到一定的倒挂程度。因此，菜油的直接进口供应上可能出现边际转紧。

图 18 加菜籽进口套盘榨利（元/吨）



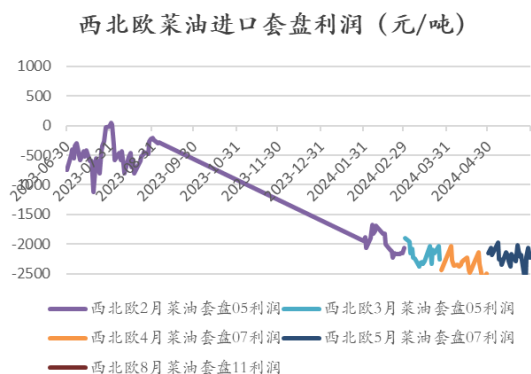
数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

图 19 菜籽现货榨利（元/吨）



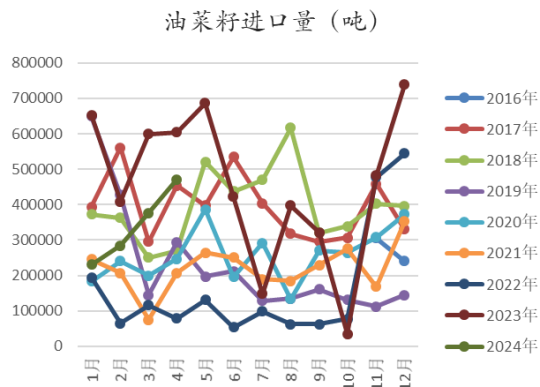
数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

图 20 西北欧菜油盘面进口利润（元/吨）



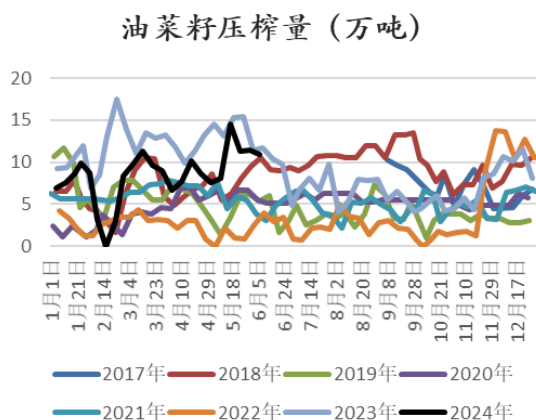
数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

图 21 油菜籽进口量（吨）



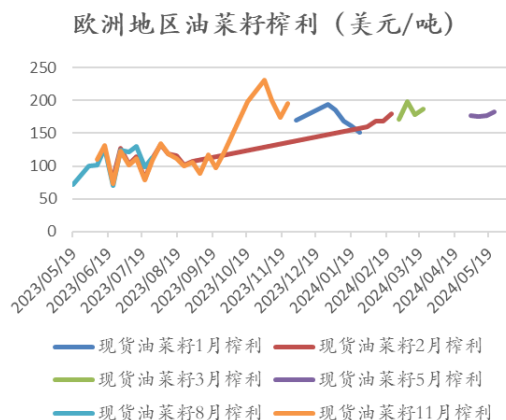
数据来源：海关总署、国海良时期货研究所

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 欧洲油菜籽榨利估算（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）

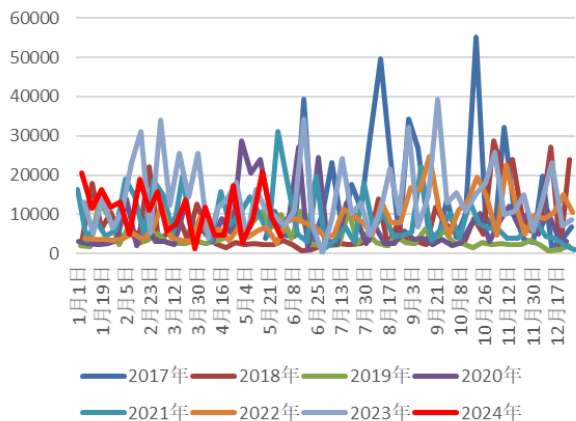
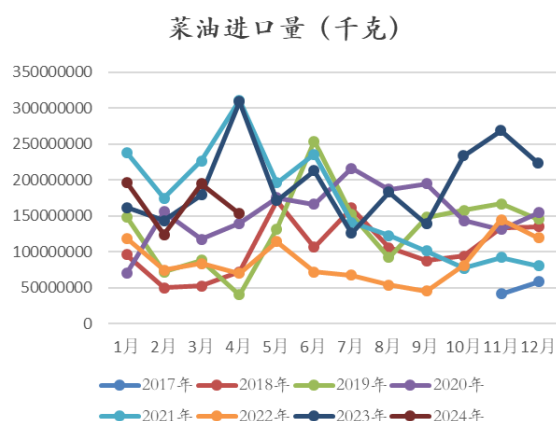


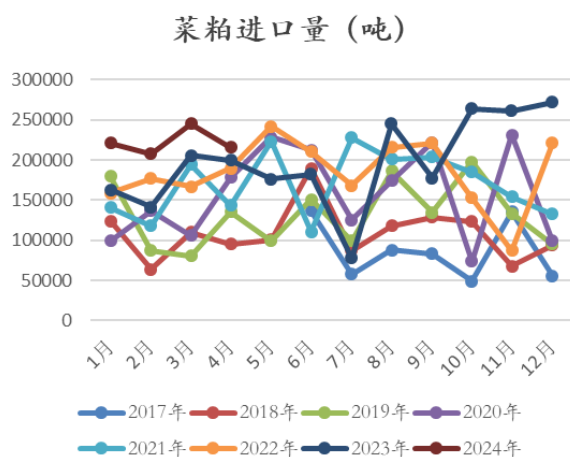
图 25 菜油进口量（千克）



数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

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）国内菜油需求表现平稳，菜粕需求步入淡季

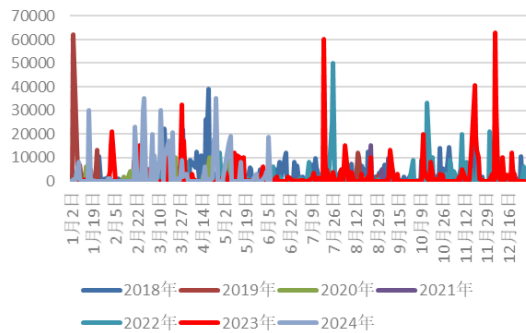
目前国内菜豆油价差处于历史偏低水平，而国内油脂整体消费又较为刚性。因此，菜油在需求端的表现尚可，菜油上半年表需同比小降，但在历年中仍属中性偏高水平。高频数据来看，菜油成交与提货表现均保持在历史同期中等偏上水平。同时，目前油厂菜油库存中仍有相当部分的未执行合同量，因此实际可流通货源的供应压力或小于可见库存。预计下半年菜油需求仍将保持淡旺季差异有限，总量不低的特点。

菜粕方面，下半年水产养殖需求将逐步进入淡季期，菜粕在水产投料中的刚需消费下滑需要去禽料中寻找弥补。虽然目前禽料仍维持一定的增速，但菜粕仍需在杂粕以及小麦等替代品中争夺使用比例。目前菜粕现货的单位蛋白性价比相比其他粕类并没有优势。并且，目前小麦与玉米的价差水平可以支持小麦饲用，在7月之后，随着小麦成熟上市，小麦对玉米的替代将使得蛋白料的用量被动降低。这将对豆粕、菜粕需求产生负面影响。此外，国内生猪存栏趋势依旧处于下降过程，饲料企业对原料备货态度也较为谨慎，基本维持随用随采。综合来看，菜粕在需求端可能还需要通过低价赢得更多的消费倾斜。

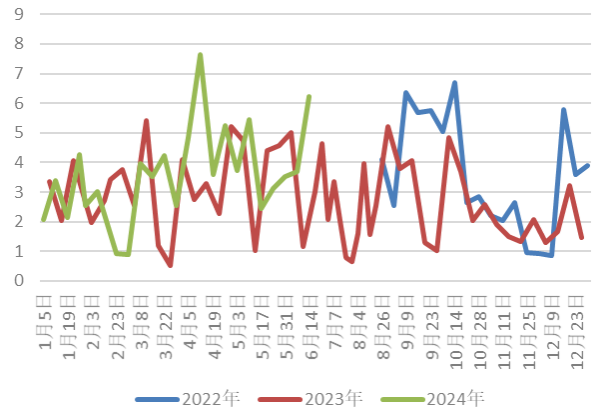
图 27 菜油现货成交（吨）

图 28 南通颗粒粕消费量（万吨）

国内菜油日度成交 (吨)

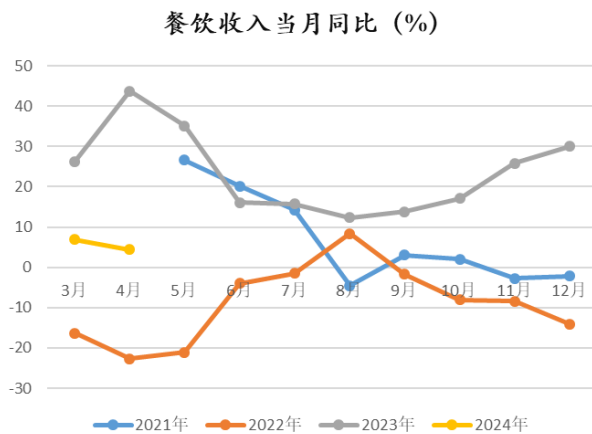


数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所



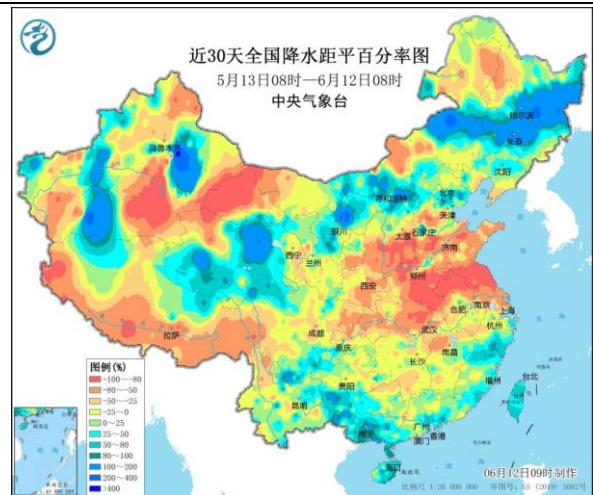
数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

图 29 餐饮收入当月同比 (%)



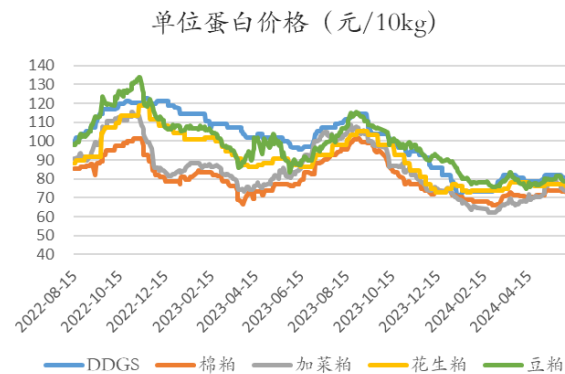
数据来源：国家统计局、国海良时期货研究所

图 30 近 30 日全国降雨距平



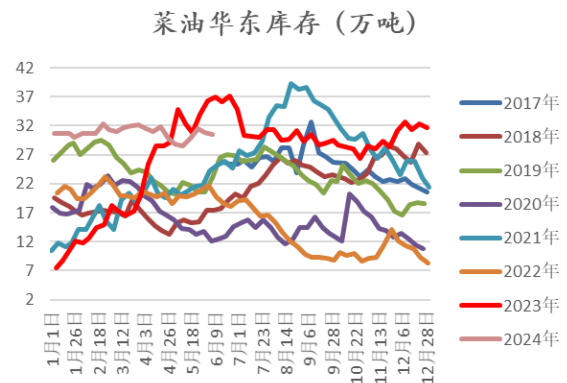
数据来源：中央气象台、国海良时期货研究所

图 31 单位蛋白价格 (元/1%)



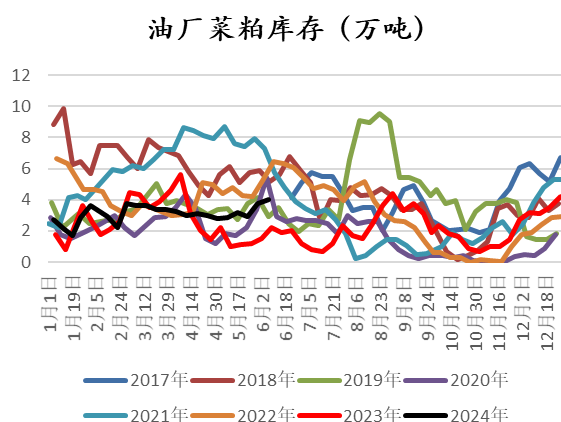
数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

图 32 菜油华东库存 (万吨)



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

展望下半年，全球新季油料进入关键生长期。在国际油菜籽估值偏低之时一方面需要跟踪主销区对于旧作库存的消化进度，如果产区压力的释放快于预期，那么价格可能由于现实端基本面边际好转而低位企稳；另一方面关注新作供应前景，如果加菜籽、澳菜籽在生长期内遇到不利天气，进而引导市场前期的丰产预期落空，那么价格低位状态将由于新季供应端题材而具有较高的向上弹性。综合来看，我们对国际油菜籽进一步下跌空间持谨慎态度。具体的跟踪项为拉尼娜模式下，加菜籽产区的气温与降雨情况，并以草原三省油菜籽优良率作为印证。

国内方面，目前菜系供应端有所分化。油菜籽进口供应预计仍将保持宽松水平。原因主要是国际油菜籽低价下，国内油厂盘面榨利良好，买船条件宽松。与此同步，油厂压榨或将随到港而保持高位，菜油、粕的压榨供应预计维持高位。而菜油在直接进口方面，受制于海外菜油价格重心上移，进口利润趋于倒挂，菜油进口量或低于去年水平。综合之下，菜油供应存在边际收紧可能。在需求方面，菜油目前仍具有一定性价比，下游采购、提货意愿尚可。而油脂整体消费趋于刚性，且季节性差异淡化。因此，建议关注国内菜油库存见顶回落引导的基差筑底向上可能。对于菜粕，在需求端一方面具有明显的季节性。下半年水产养殖逐步转入淡季，而菜粕又面临进口杂粕的消费挤占。并且，国内生猪存栏下降趋势仍在继续，蛋白需求难有亮眼表现，而小麦饲用也将在一定程度上降低粕类在配方中的使用比例。综合来看，建议关注菜系油粕比做多机会。

意外因素：能源价格大幅波动；国际贸易争端

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。