

菜籽类半年报

2024年6月24日



金融投资专业理财

瑞达期货股份有限公司
投资咨询业务资格
证监许可【2011】1780号

研究员：许方莉
期货从业资格号 F3073708
期货投资咨询从业证书号
Z0017638

助理研究员：谢程琪
期货从业资格号 F03117498

联系电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号



气候模式快速转换 天气扰动预期增强

摘 要

菜籽方面：我国油菜籽正处于大量上市阶段，阶段性供应较为充足。市场主要焦点将放在加拿大新籽及美豆生长期天气状况上，菜籽本身而言，加籽种植初期市场状况良好，且现阶段天气对于油菜籽的生长仍是利好的，加籽产量有望继续保持历史高位，将继续施压国际菜籽市场。

不过，三季度市场有可能迎来拉尼娜。在拉尼娜气候条件下，美豆产区天气干旱概率提升，提升后期产量下调的概率，对菜籽市场亦有所支撑。

菜油方面：从供应来看，三季度进口菜籽到港量有所下滑，进口端供应压力降低，但我国新籽收获基本结束，进入集中压榨期，国产菜油阶段性供应增加。菜油供应仍然相对充裕。同时，进口大豆和棕榈油到港预估亦维持高位，油脂总体供应良好。不过，在拉尼娜气候条件下，美豆产量有下调预期，天气扰动情绪较强。从需求来看，夏季高温影响下，近月消费有限，后期油脂逐步转入消费旺季，需求量逐步抬升。综合而言，下半年拉尼娜或将成为持续影响油脂价格的重要因素，供应不确定性较强而需求相对确定的情况下，菜油前期跌势或有放缓，整体呈现出惯性下跌后企稳回升，如果天气朝不利方向发展将有利于价格进一步走高。

菜粕方面：供应端，下半年加拿大油菜籽丰产预期较高，天气升水预期相对偏低，进口端压力平稳。三季度国产菜籽进入集中压榨季，菜粕产出量增加。且进口大豆到港亦维持高位，豆粕供应压力仍存。不过，在拉尼娜气候条件下，美豆产量有下调预期，天气扰动情绪强烈，成本传导下，提振粕类市场价格。需求端，虽然水产养殖三季度是投料旺季，但下半年整体需求处于下滑趋势中，油厂对菜粕挺价意愿并不强烈，叠加养殖利润回暖，饲企替代使用或并不急迫和强烈。关注拉尼娜气候对美豆及南美大豆的影响。

风险点：宏观政策、国际油价、产区天气、非洲猪瘟等。

目 录

一、2024 年上半年菜籽类市场行情回顾	2
1、2024 年上半年菜油市场行情回顾	2
2、2024 年上半年菜粕市场行情回顾	2
二、全球及我国宏观政策导向	3
三、2024 年下半年油菜籽影响因素分析	4
1、全球油菜籽供需情况	4
2、我国油菜籽供需情况	5
2.1、国内油菜籽产需情况	5
2.2、油菜籽进口情况	6
3、替代品大豆方面	7
四、2024 年下半年菜油影响因素分析	8
1、全球植物油供需情况	8
1.1、目前全球植物油供需平衡情况	9
1.2、各国生柴掺混政策	9
2、菜油直接进口情况	11
3、替代品豆棕产量情况	12
五、2024 年下半年菜粕影响因素分析	14
1、菜粕产量分析	14
2、菜粕直接进口情况	15
3、菜粕饲用需求变化情况	16
4、豆菜粕价差分析	18
六、期权分析	18
1、菜粕期权分析	18
2、菜油期权分析	19
七、2024 年下半年菜籽类市场展望	20
免责声明	21

一、2024 年上半年菜籽类市场行情回顾

1、2024 年上半年菜油市场行情回顾

2024 年上半年，菜油市场整体呈现先惯性下跌磨底，而后重心逐步抬升。1-2 月，加籽产量的调高使得全球菜籽供需平衡明显好转。且美豆丰产，南美大豆丰产预期较高，持续牵制国际油籽市场价格。国内而言，在进口菜籽和菜籽油到港量大幅增加的背景下，供应压力仍牵制菜油市场惯性下跌磨底。3-5 月，一方面棕榈进口利润持续倒挂，买船偏低，支撑棕榈油价格强势上涨；另一方面，巴西洪灾，市场对南美大豆产量下调预期增强，支撑美豆油上涨，在豆棕强势支撑下，菜油重心同步上移。不过，随着巴西暴雨被市场充分交易后，南美大豆总产量维持高位且集中出口季到来，供应压力加大。且棕榈油也逐渐步入增产季，油脂市场整体供应增加。但随着温度升高，需求端支撑较弱，故而，在 6 月菜油价格呈现明显回落。

郑商所菜油加权日 K 线图



图片来源：博易大师

2、2024 年上半年菜粕市场行情回顾

2024 年上半年，菜粕市场整体呈现先惯性下跌磨底，而后震荡回升，最后再度回落。1-2 月，由于南美降雨的改善，巴西大豆产量下调幅度持续不及预期。且随着收割推进，来自供应端压力增加，美豆持续走低，拖累国内粕价。同时，进口菜籽到港量处于偏高水平，油厂开机率维持在相对高位，菜粕供应压力仍存，而水产养殖淡季菜粕刚需消耗支撑

较弱，使得菜粕继续下跌。3月-5月中上旬，前期空头氛围逐步消化后，市场有利空出尽的意味，叠加巴西收获尾期遭遇洪水，市场看涨情绪升温，国际豆价低位有所反弹，提振国内市场同步回升。5月下旬至6月，南美天气扰动情绪降温，南美大豆总产量维持高位且集中出口季到来，供应压力加大。叠加美豆种植进展顺利，天气状况也较为良好，美豆价格再度下滑，拖累国内粕价同步跟跌。

郑商所菜粕加权日K线图



图片来源：博易大师

二、全球及我国宏观市场政策导向

今年以来，许多发达经济体开始降息。瑞士、瑞典分别于3月21日、5月8日宣布降息25个基点。2024年6月6日，欧洲央行也迈出了重要一步，宣布将欧元区主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别下调25个基点至4.25%、4.5%和3.75%，这是自2019年以来欧洲央行首次降息。而在此前一天，加拿大央行宣布降息25个基点至4.75%，成为七国集团(G7)中首个降息的中央银行。从历史上看，美国和欧洲的货币政策周期通常趋于同步，且美联储往往先行一步。然而，2024年美联储对降息的态度犹豫不决，6月12日，美联储结束为期两天的货币政策会议，宣布将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%之间不变，并预测今年内可能最多实施一次降息。这是美联储自去年9月以来连续第七次会议维持利率不变。中国首席经济学家论坛理事长、广开首席产业研究院院长连平指出，美联储的最新决定主要基于美国经济两方面的实际情况。一是通胀水平，从今年年初一路走来，受国际市场上原油价格波动等因素影响，通胀“粘性”仍比较高，下降速度较

慢，与原来预期的节奏不完全合拍。二是就业状况，自去年底以来，整体状况似乎不错，一度表现得很强劲。5月新增非农就业27.2万人，比预期多9万人。因此，连平表示，美联储可能认为没必要急匆匆降息。如果行动太早，反而会对通胀治理带来不利影响。全球经济体降息的开启，有望为市场创造有利的环境。不过，鉴于持续的通胀压力，各国央行对放松货币政策可能仍将保持谨慎，因此，预计基准政策利率仍将明显高于疫情之前。同时，世界银行发布最新《全球经济展望》报告预计，2024年全球经济将实现3年来首次稳定增长，但与近期历史水平相比仍显疲软。

今年以来我国利率水平继续保持稳中有降态势，央行已多次公开发声表示货币政策仍有空间，前期政策效果还在显现。6月17日，央行主管媒体《金融时报》发文称，对于如何看待当前利率水平，业内人士对记者表示，可观察中性利率，也称自然利率。具体是指经济实现潜在产出和目标通胀的利率水平，通俗来讲就是经济既不过热，也不过冷环境下的利率水平。分析人士认为，我国货币政策操作稳健，兼顾了多目标的平衡，支持经济数据稳步修复。三季度货币政策有望再度发力，降准降息均有空间，货币政策目标与操作或将更加突出“精准有效”。

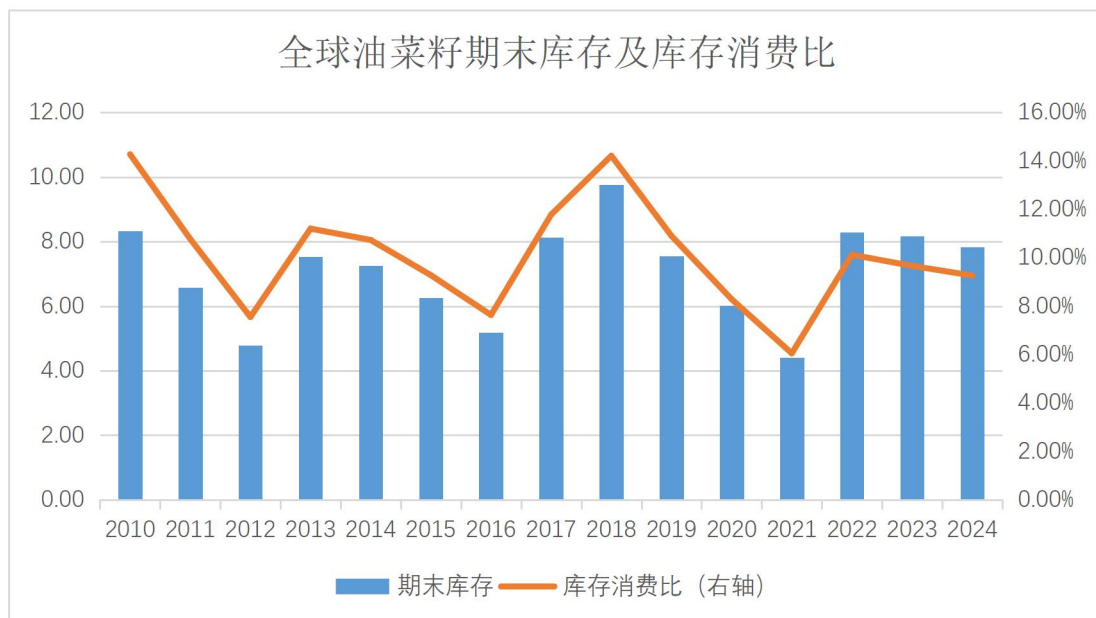
综合来看，鉴于持续的通胀压力，各国央行对放松货币政策可能仍将保持谨慎，因此，预计基准政策利率仍将明显高于疫情之前，全球经济增幅相对有限。而我国经济表现强于预期，利率水平保持稳中有降的态势，且三季度货币政策有望再度发力，国内商品市场表现有望强于国际市场。

三、2024年下半年油菜籽影响因素分析

1、全球油菜籽供需情况

根据美国农业部（以下简称USDA）2024年6月最新报告显示，2024/25年度全球菜籽产量为8834万吨，较上年度产量预估值减少5万吨。压榨量预估为8378万吨，较去年压榨预估下调4万吨。期末库存为783万吨，较上年度下调34万吨。库存消费比继续回落至9.26%。从报告数据来看，2024/25年度全球菜籽产量下调幅度有限，仍处于历史高位附近，期末库存及库存消费比虽略有下滑，但整体下滑幅度也不大，全球菜籽供需状况与上年度基本相当。下半年市场目光将主要集中在加拿大油菜籽的生长状况及最终产量上。种植面积上，加拿大统计局发布的播种面积预测报告显示，2024年油菜籽面积预计降至2140万英亩，同比减少3.1%，大致与五年均值一致。截止6月18日，尽管由于连续降雨，使得今年降水较往年偏多，播种进度较往年有所延迟。但好在当前油菜籽播种基本结束，且土壤墒情较好，有六成的油菜已经萌芽。后期来看，截止6月底7月初，加拿大菜籽主产

省的降水处于正常水平范围，平均累计降水量在 50mm 左右。总体来说，加拿大天气对于油菜籽的生长仍是利好的。总体而言，尽管种植面积略有下滑，但天气状况良好，加籽产量有望继续保持历史高位。加拿大作为全球菜籽的最大出口国，该国产量是全球菜籽供应的有利保障。



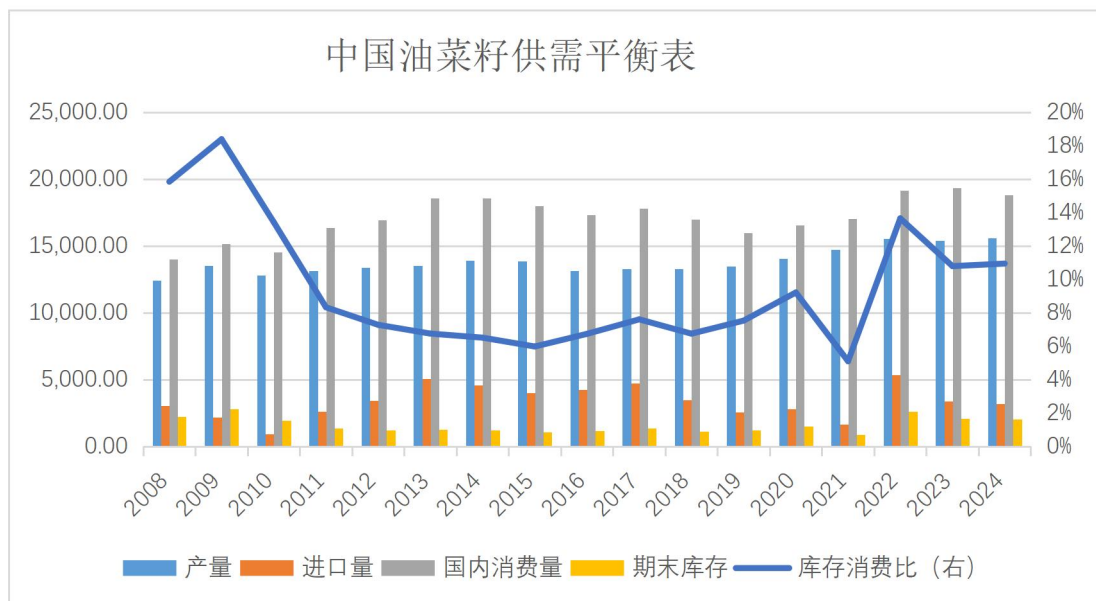
数据来源：USDA

2、我国油菜籽供需情况

2.1、国内菜籽产需状况

根据 USDA 2023 年 6 月最新报告显示，2024/25 年度我国菜籽产量预估为 1560 万吨，较上年度产量略微上调 20 万吨。压榨量预估为 1820 万吨，较上年同期预估调降 50 万吨。期末库存为 205.9 万吨，较上年同期减少 2.5 万吨，库存消费比维持在 10.9%，高于五年平均值 9.9%。从 USDA 报告数据来看，我国油菜籽市场供需情况较上年度变化不大，整体处于相对宽松状态。2024 年中央一号文件的关键词是“三稳、一扩、一提”，就是稳口粮、稳玉米、稳大豆，继续扩大油菜面积，且近年来扩油料一直在文件中反复提及，这也表明我国油菜籽种植面积将保持平稳趋增，给高产提供必要条件。不过，受二月寒潮、以及四月连续阴雨天气的影响，两湖产区亩产整体有所下降，产量或同比减产 20%。江苏、安徽等产区未出现明显减产，产量与上年基本持平。综合来看，今年国内菜籽总产量或稳中略降，整体影响有限。目前我国冬油菜收割基本完成，正处于大量上市的阶段，多地农户手中仅剩少量菜籽存货，现货菜籽多转移至贸易商手中。受到下游需求疲弱以及进口菜籽和菜油粕直接进口端的冲击，国产菜籽大榨开机率较低，且不少大型油厂表示本年度可能不会开机，等到 9 月再根据行情观望是否开机，从而导致油厂多未收购新季油菜籽，市场交

易氛围不及往年同期。且随着气温逐渐升高，油坊开机减少，菜籽市场逐渐进入传统淡季，7、8月菜籽价格难有好的表现。待9月及四季度下游需求好转，或将对菜籽价格有所支撑。

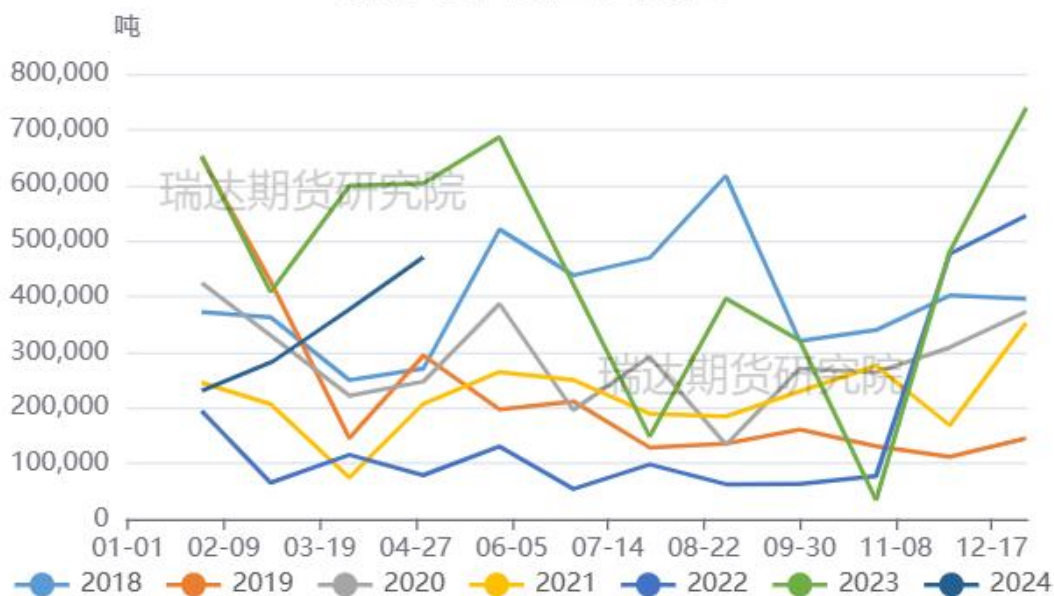


数据来源：USDA

2.2、油菜籽进口情况

海关数据显示，2024年1-4月油菜籽进口总量为136.11万吨，较上年同期累计进口总量的226.31万吨，减少90.20万吨，同比减少39.86%；2023/24年度(6-4月)累计进口总量为390.31万吨，较上年度同期累计进口总量的363.95，增加26.36万吨，同比增加7.24%。从进口数据来看，加籽产量维持同期高位，国际市场供应较为充裕，且进口压榨利润持续向好，国内买船积极性持续向好。虽然今年1-4月菜籽进口量较上年度同比减少较为明显，但整体仍处于近年同期次高位。且根据中国粮油商务网对国内各港口的跟踪统计数据，2024年5月国内油菜籽到港量约为51.2万吨，截止6月15日，本月油菜籽累积到港量约为38.7万吨，预估全月进口量约为51万吨，市场供应较为充裕。对于下半年而言，一方面，国产冬菜籽全面上市，供应端较为充裕，且7-9月基本也是国产菜籽集中压榨期。油厂在供应充裕情况下，进口买船积极性或有所降低；另一方面，我国油菜籽进口90%来源于加拿大，而加拿大新籽上市时间在9月末。此期间加籽基本处于新旧断档期，可供出口量或将有限。故而，三季度进口菜籽到港量有望较前期下滑。从中国粮油商务网数据来看，7、8月菜籽进口预估分别为31万吨和25万吨。也印证了三季度进口下滑的预期。四季度待新季加籽收获结束，且国产菜籽压榨高峰期过去，新一轮进口采购有望再度打开，四季度进口量有望逐步恢复。

菜籽:进口数量:当月值

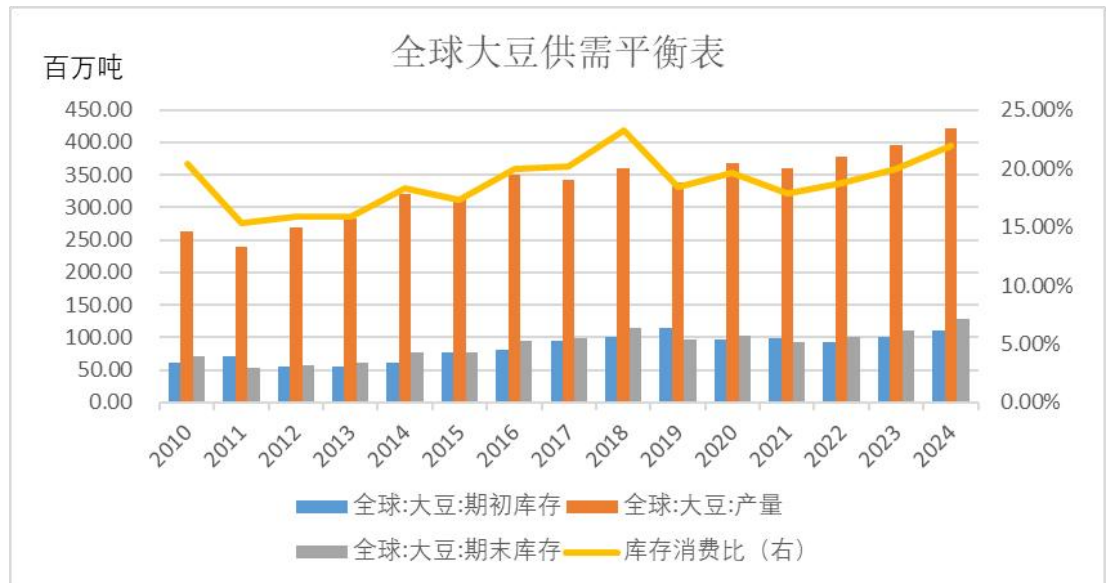


数据来源：海关总署

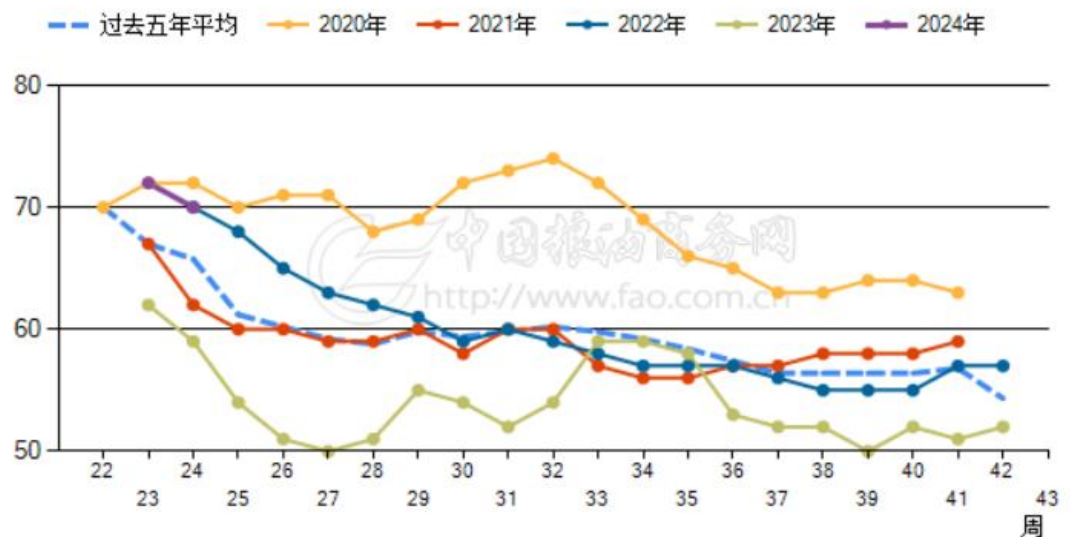
3、替代品大豆方面

从全球大豆供需来看，USDA 公布的 6 月供需报告显示，全球 2024/25 年度大豆产量预估为 4.2226 亿吨，较上年度增加 2635.1 万吨；全球 2024/25 年度大豆期末库存预估为 1.27896 亿吨，较上年度增加 1682.6 万吨。全球大豆产量和期末库存量连续三年呈现增加态势，供需状况继续转松。当然，这主要是基于良好天气形势下预期单产的兑现。现阶段美豆播种工作基本结束，随着 6 月 28 日美国农业部发布的美豆实际种植面积确定，市场焦点将停留在美豆生长期的天气状况上，在占到全国大豆播种面积 96% 的 18 个州，截至 2024 年 6 月 16 日当周，美国大豆出苗率为 82%，上一周为 70%，上年同期为 90%，五年均值为 79%。美国大豆优良率为 70%，低于市场预期的 71%，前一周为 72%，上年同期为 54%。种植期间由于降水的影响，美豆种植进度较去年略有推迟，但整体仍处于均值范围，且降雨使得土壤墒情较好，优良率表现良好，处于同期相对高位，给美豆丰产预期打下良好的基础。不过，后期而言，当前的厄尔尼诺天气即将结束，有望在三季度迎来拉尼娜气候。美国国家气象局气候预测中心（CPC）称，拉尼娜现象在 7 月至 9 月出现的可能性为 65%，并将持续到 2024/25 的北半球冬季，在 11 月至 1 月期间出现的可能性为 85%。从历史数据来看，在拉尼娜发展阶段，美豆干旱面积比率则会不断提高，优良率基本处于前高后低状况，表现为初次优良率保持高位，而后随着拉尼娜发展持续走低，使得单产及产量较前期的预估均存在不同幅度的下调。三季度美豆进入关键生长期，拉尼娜气候的出现或将提升美豆天气扰动情绪。四季度南美大豆迎来种植生长季，拉尼娜气候下，9-10 月南美洲中部地区

出现干旱，主要涉及巴西少部分地区，不过尚不是巴西大豆主产区，大部分影响阿根廷大豆主产区。年末至次年2月，南美洲北部地区降雨偏多且低温，部分涵盖巴西地区，但少部分是巴西大豆主产区，而且低温影响更多一些，这个阶段巴西大豆接近种植完毕，进入生长阶段，因此对巴西大豆产量影响预计不大。而阿根廷大豆在播种初期遭遇干旱，生长期又面临低温影响，拉尼娜期间大豆更多的出现单产损失的情况。故而，对于下半年气候的变化，预期将加大天气扰动的情绪，且一旦拉尼娜现象被证实，全球大豆产量将存在下调的预期。



2020年-2024年美国大豆优良率数据对比



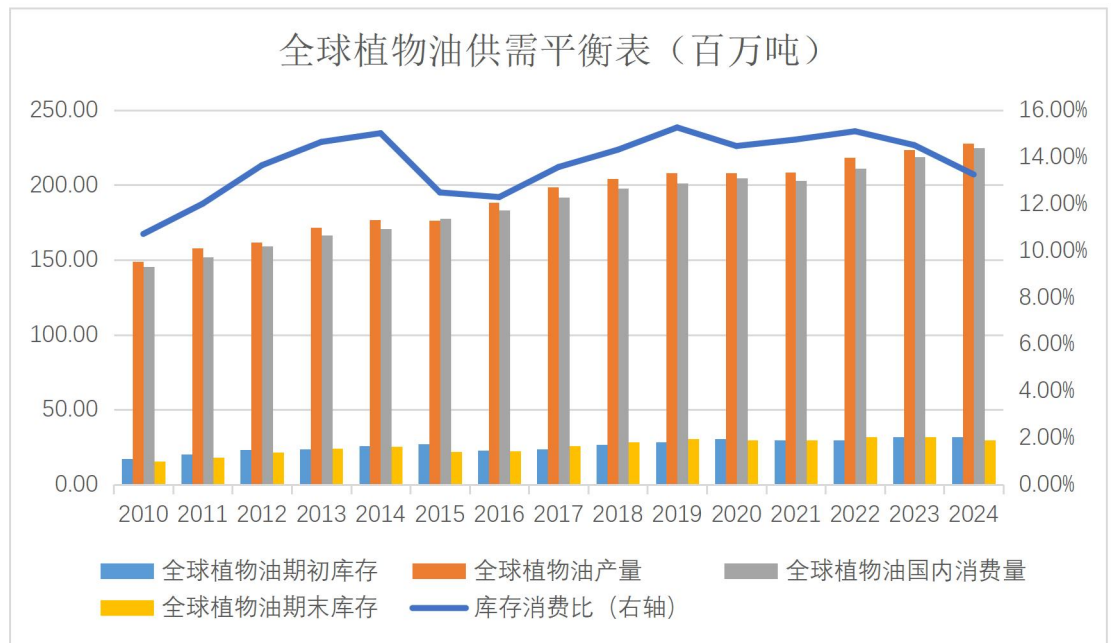
数据来源: USDA wind

四、2024年下半年菜油影响因素分析

1、全球植物油供需情况

1.1、目前全球植物油供需平衡情况

美国农业部 (USDA) 公布的供需报告显示, 2024/25 年度全球植物油产量预估为 2.2789 亿吨, 较上年度增加 426 万吨。2024/25 年度全球植物油国内消费量预估为 2.2484 亿吨, 较上年度增加 602 万吨, 期末库存预估为 2980 万吨, 较上年度减少 194 万吨, 库存消费比较上年度小幅回降, 至 13.25%。从预估数据来看, 植物油产量和消费量均有所上调, 但消费量上调数量更大, 主要是随着全球经济逐步复苏, 植物油食用消费增量较多, 从而使得期末库存及库存消费比略有降低。整体而言, 全球植物油供需状况略有转紧, 不过并不存在较大的矛盾冲突。当然, 这也要依赖于油籽产量的保障上。从目前全球油籽种植积极性来看, 尽管今年油籽及植物油价格较前期高位大幅下跌, 但仍然高于疫情前的价格水平, 各主要油籽种植国仍有种植积极性, 种植面积或相对平稳。不过, 下半年拉尼娜发生的概率较高, 或将使得全球油籽产量存下调的预期, 植物油供需格局有望在目前的基础上继续紧缩。



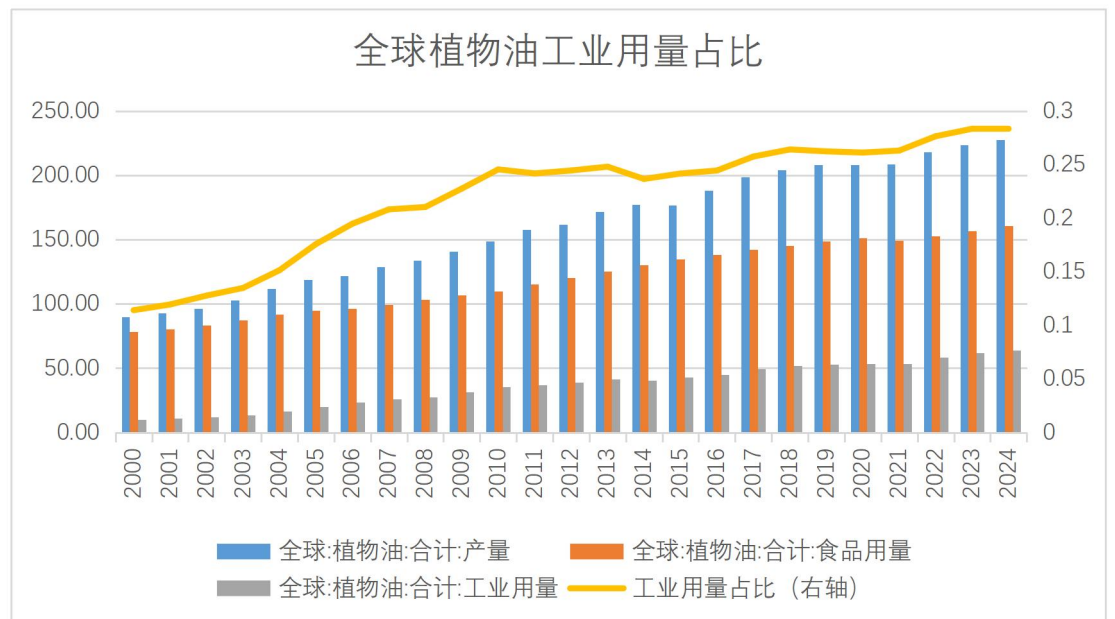
数据来源: USDA

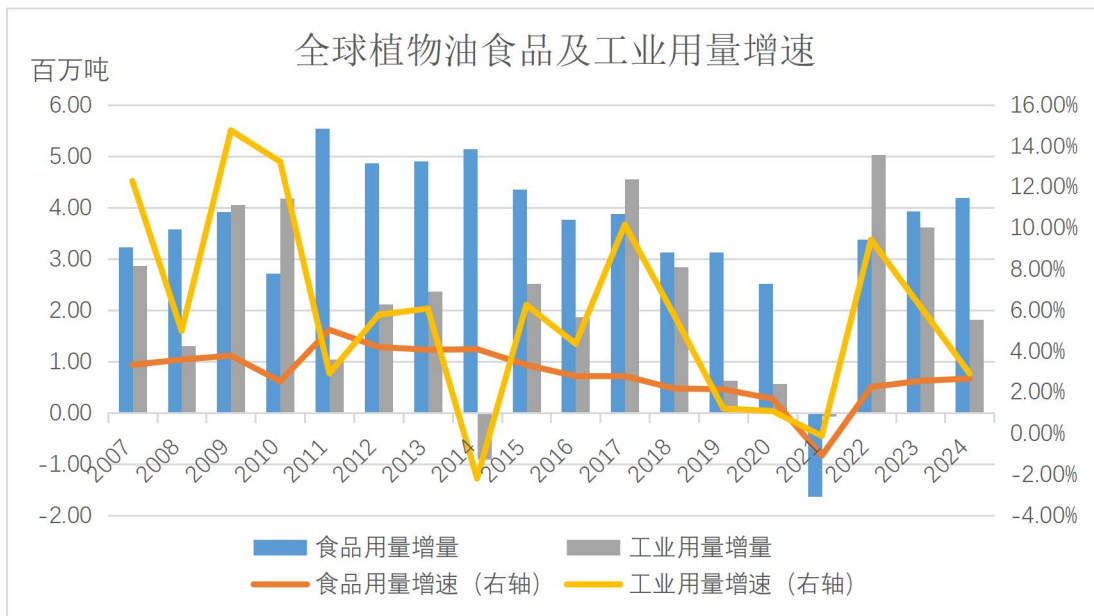
1.2、各国生物柴油掺混政策

从全球各国去年年底制定的掺混标准实施情况来看, 巴西众议院于 3 月中旬批准了 “未来燃料” 法案, 就生物柴油而言, 该立法将把柴油中规定的混合比例每年提高 1%, 直至 2030 年 3 月达到 20% (B20)。目前法律规定的生物柴油比例为 14%。不过, 增加比例必须考虑总量, 并由国家能源政策委员会 (CNPE) 评估增加混合物、减少或增加生物柴油混合物最多 2 个百分点的目标的可行性。印尼能源部官员表示, 2024 年的未混合生物柴油消费

量将在 1250 万至 1300 万千升之间，高于 2023 年的 1220 万千升。主要是推出了 35%棕榈油混合生物柴油的计划，也就是人们熟知的 B35 计划。马来西亚在 2020 年 1 月份要求为运输行业生产含有 20%棕榈油成本的生物燃料（B20），但是疫情爆发导致这一计划被推迟。2021 年，政府更迭带来的不确定性导致实施 B20 的时间推迟到了 2022 年，然后又推迟到了 2023 年。目前大部分地区的运输部门仍在实施 10%掺混比例（即 B10）。今年 3 月马来西亚生物柴油协会（MBA）已向政府提交建议，希望能在今年下半年扩大推广范围。不过，政府打算重新审查价格控制和燃料补贴，这可能会损害国内对生物柴油的需求，所以需要更多时间和成本。美国环保署公布的可再生燃料掺混数量，2023 年生物质柴油掺混额度为 28.2 亿加仑，高于 2022 年的 27.6 亿加仑；2024 年将增至 30.4 亿加仑，2025 年增至 33.5 亿加仑。2024 年 6 月份 USDA 报告预计 2023/24 年美国豆油生物燃料需求量为 635 万吨，同比增长 7.68%。综合而言，全球各主要生柴消费国整体生柴需求量有所提升。

不过，从植物油工业用量方面来看，整体处于逐年递增的趋势，不过增量较前期明显放缓，增速也大幅回降。且近三年来，食品用量增量逐年递增而工业用量增量却逐年递减。主要是全球油籽作物在耕地面积以及技术水平限制下，年度产量难有较大增幅，而植物油的主要用途仍然是食用，只有在保障食用充足的条件下再发展工业，所以在目前的农业技术条件下，工业用量受到制约。各国对掺混比例的调增幅度以及对植物油需求的增量仍然会权衡各方利弊后具体执行；另一方面，由于疫情带来的长尾效应，使得全球经济不景气，来自工业方面的消费也无有利驱动。故而，工业消费增幅连续下滑，对植物油总体影响相对有限。仅仅表现为在各国政策落定的当下，对市场心态以及情绪上产生短期波动，而后仍会回归到自身供需层面上。



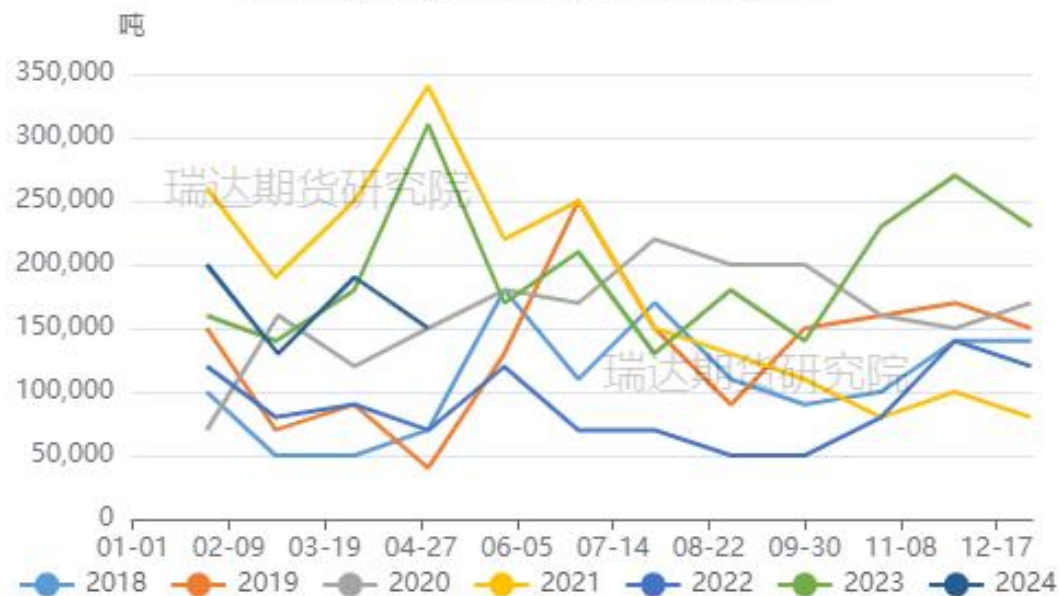


数据来源：USDA

2、菜油直接进口情况

中国海关公布的数据显示，2024年1-4月菜籽油进口总量为674121.60吨，较上年同期累计进口总量的794137.23吨，减少120015.64吨，同比减少15.11%；2023/24年度(6-4月)累计进口总量为2066565.68吨，较上年度同期累计进口总量的1379612.31吨，增加686953.38吨，同比增加49.79%。从菜籽油进口数据可以看到，今年来前4个月，菜籽油进口量较去年同时段小幅下滑。主要是因进口利润尚好，买船积极性仍存。同时，俄罗斯畜牧业发达，菜粕需求量较大，所以俄罗斯转变出口思路，油菜籽在当地加工后，大量出口菜籽油，而菜粕以自用为主，因此俄罗斯菜油供应潜力大幅提升。另外，中俄贸易关系良好，且地理位置接近，物流和运输方面具有显著优势，给我国菜油进口创造良好的充分条件，今年1-4月俄罗斯菜籽油进口总量为36.92万吨，占总进口量的55%，是我国菜籽油进口占比最高的国家。但国内菜油需求持续不佳，油厂库存持续处于同期高位。进而使得菜油直接进口量较去年同期略有下滑。下半年来看，三季度国产菜籽大量上市，压榨旺季菜油阶段性供应充足，且夏季温度高，油脂需求较淡，菜油直接进口量有望小幅回降。从中国粮油商务网数据来看，7、8月菜籽油月度进口量预估分别为19万吨和16万吨，较前期基本持平。9月底加籽和俄籽均迎来收割季，在天气状况正常状态下，加拿大菜籽产量有望保持高位，压榨量同步回升，俄罗斯因其自身需求特点，也更倾向于压榨后出口菜籽油，叠加四季度为我国油脂消费旺季，菜籽油直接进口量有望再度回升。

进口数量:菜籽油和芥子油:当月值



数据来源：海关总署

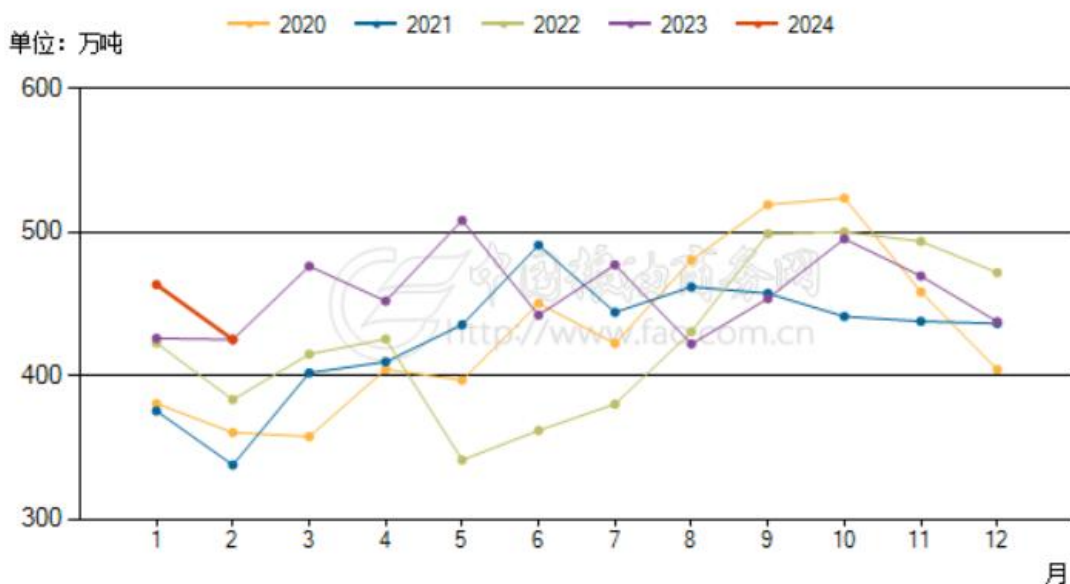
3、替代品豆棕产量情况

棕榈油方面，从美国农业部预估的数据来看，2024/25 年度全球棕榈油产量为 7999.4 万吨，较上年度增加 71 万吨，增幅主要来自印尼，新年度印尼产量预期增加 50 万吨，马来西亚产量基本不变。不过，由于消费量同比大幅增加，使得全球棕榈油 2024/25 年度年末库存降低至 1668.3 万吨，较上年度减少 100.4 万吨。从数据来看，由于棕榈油价格相对便宜，比价优势良好，且产量有所增加，故而，使得全球棕榈油需求（特别是食用需求）增幅明显。今年而言，气候模式转换年份，厄尔尼诺和拉尼娜产生叠加影响。通过对历史影响分析来看，如果前期厄尔尼诺属于中等强度或者弱强度，而后期拉尼娜强度较大，则该年度产量表现为略微下滑；如果前期属于强厄尔尼诺，后期拉尼娜强度不大，则表现为产量回升。本次情况来看，2023 年-2024 年上半年的厄尔尼诺属于中等强度，且产地的实际降雨量并未出现极端干旱（马来西亚 2023 年降雨基本处于正常范围内，仅印尼部分地区出现了短时间的严重干旱），因此，若今年下半年的拉尼娜强度强且后期持续时间长，则实际产量有可能表现为小幅下滑，但若今年下半年的拉尼娜强度较弱，则对产量的影响基本可以忽略。所以，需重点关注拉尼娜的具体强度和持续时间。

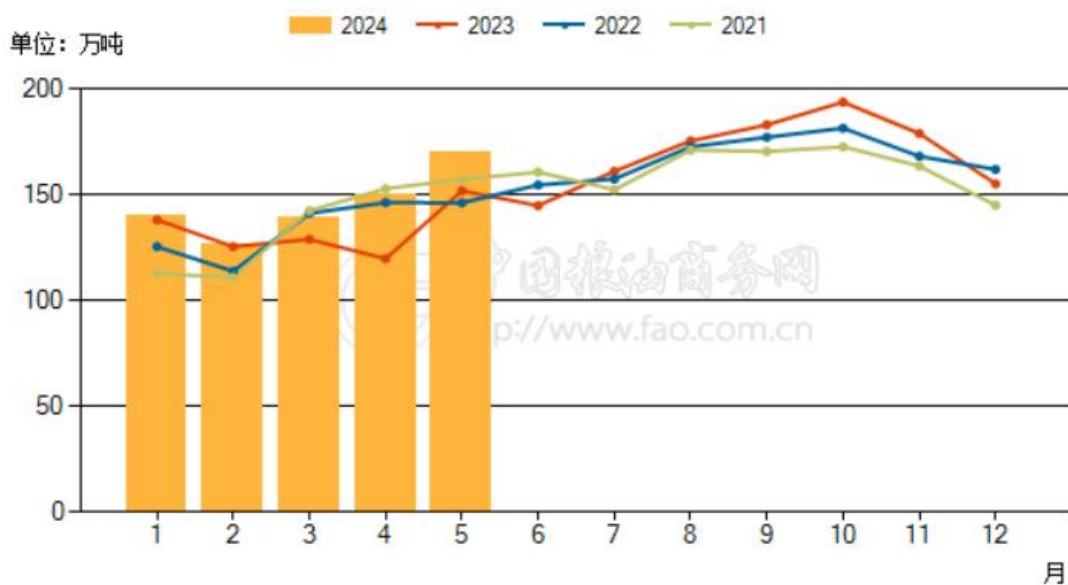
豆油方面，三季度新季美豆处于生长关键期，我国进口大豆主要来自巴西，从月度进口预估来看，7、8 月进口大豆到港量分别为 960 万吨和 945 万吨，整体进口量相对 5、6 月略有降低，豆油供应压力有所减弱。不过，总体仍处于同期高位，叠加夏季油脂需求欠佳，市场供应仍然相对充裕。叠加美豆生长初期优良率同比较好，短期天气升水预期并不

强烈。后期而言，三季度有可能转变成拉尼娜气候，增添美豆炒涨情绪。四季度是美豆集中出口期以及南美大豆种植季，如果美豆因干旱减产，将直接影响四季度国际市场上大豆供应量。总体对豆油也有所利好。

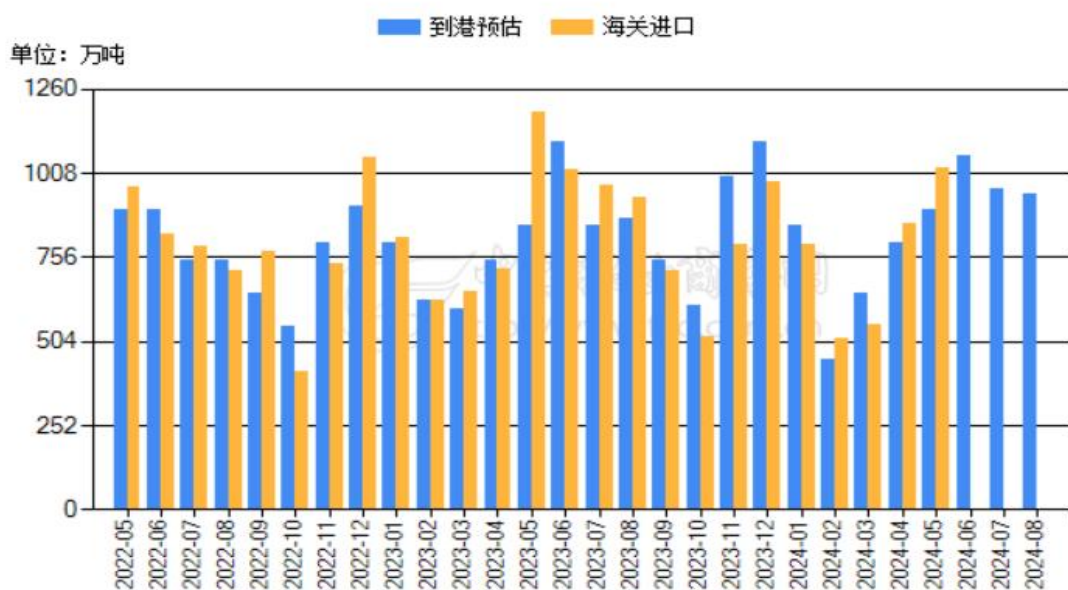
GAPKI：2020年至2024年2月印尼棕榈油产量年度对比图



2021年-2024年MPOB棕榈油月度产量年度对比



2022年5月至2024年8月进口大豆进口量预估



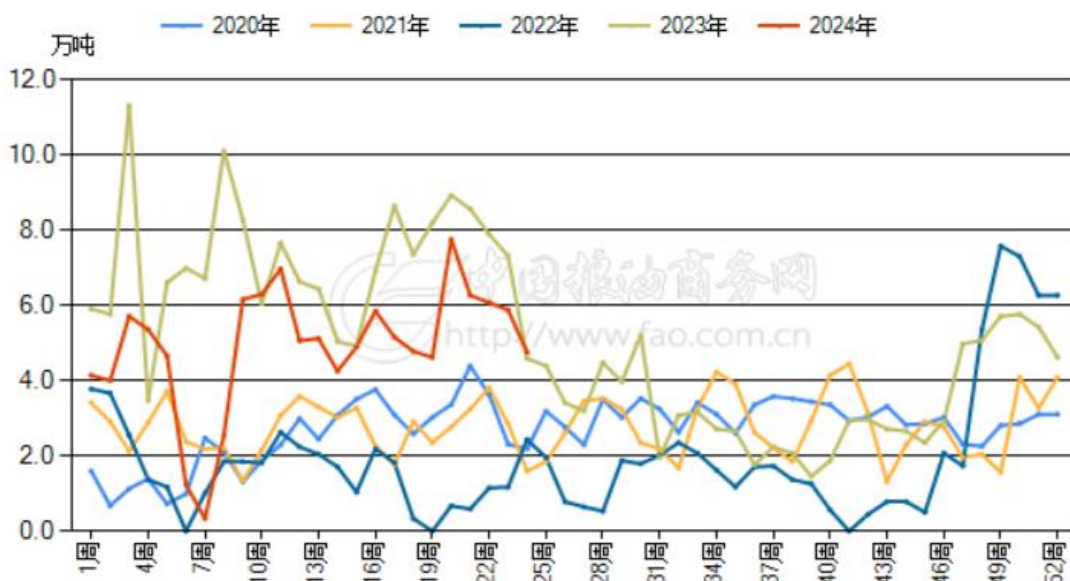
数据来源：中国粮油商务网

五、2024年下半年菜粕影响因素分析

1、菜粕产量分析

上半年因进口油菜籽到港量持续较高，整体供应相对宽裕，油厂开机率保持相对高位，菜粕产量也位于同期较高位置。三季度进口菜籽略有放缓，但国产菜籽大量上市，油厂集中压榨，菜粕阶段性供应仍然较为充足。四季度是加籽大量上市时期，目前来看，加拿大菜籽播种已经完成，大草原油菜籽作物初期生长相对良好，且短期天气状况继续保持良好的，今年产量维持高位预期概率较大。在上市阶段短期供过于求的情况下，加籽价格将有所承压，有利于增加国内买船积极性，同时，四季度是油脂消费旺季，菜油需求环比增加，有利于提升进口菜籽开机率，菜粕产出压力增加。总体来看，下半年菜粕供应量预期较往年同期基本相当。

2020-2024年24周国内进口压榨菜粕周度产量

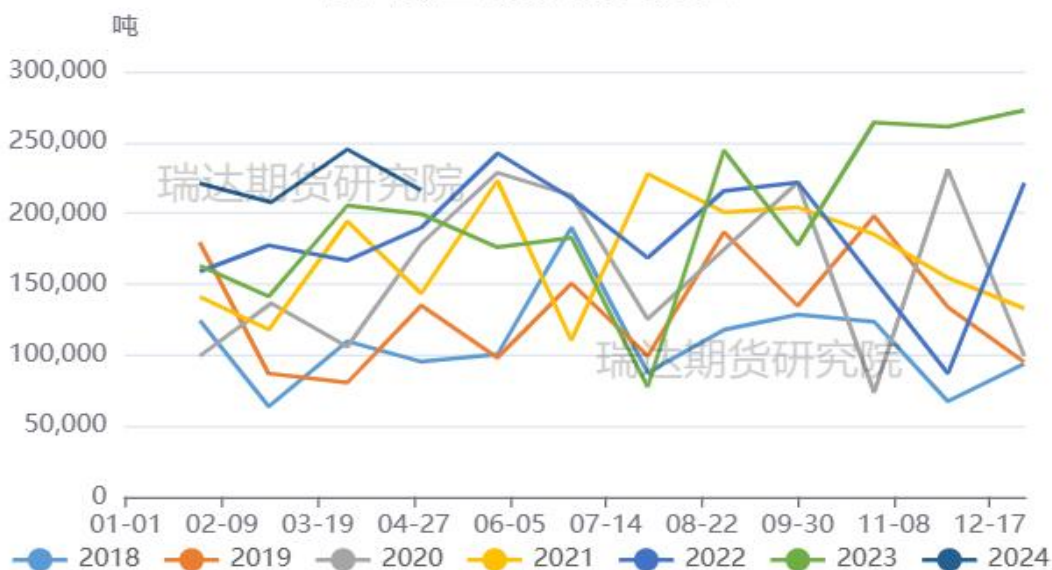


数据来源：中国粮油商务网

2、菜粕直接进口情况

海关数据显示，2024年1-4月菜粕进口总量为889994.67吨，较上年同期累计进口总量的709337.70吨，增加180656.98吨，同比增加25.47%；2023/24年度(6-4月)累计进口总量为2369845.02吨，较上年度同期累计进口总量的1987641.43，增加382203.59吨，同比增加19.23%。从进口数据来看，今年前4个月菜粕直接进口量较上年同期明显提升，主要是由于加拿大国内压榨利润较好，新籽上市后其国内压榨量也明显提升，据加拿大加工商会(COPA)数据显示，4月压榨量为96.14万吨，较上月同期增加7.08%，继续处于近五年来最高位，菜粕产出明显增加，利好我国采购端。三季度是加籽供应青黄不接时期，理论上压榨量会有所下滑，菜粕供应同步减少，且国产菜籽大量上市，压榨旺季，国产菜粕供应量将大幅增加，加籽粕在无明显价格优势情况下，买船积极性将有所降低。四季度随着水产养殖步入淡季，菜粕需求量大幅减少，菜粕进口量也将不会有明显的提升。

进口数量:菜籽粕:当月值



2021/22年度-2023/24年度4月加拿大油菜籽月度压榨量对比



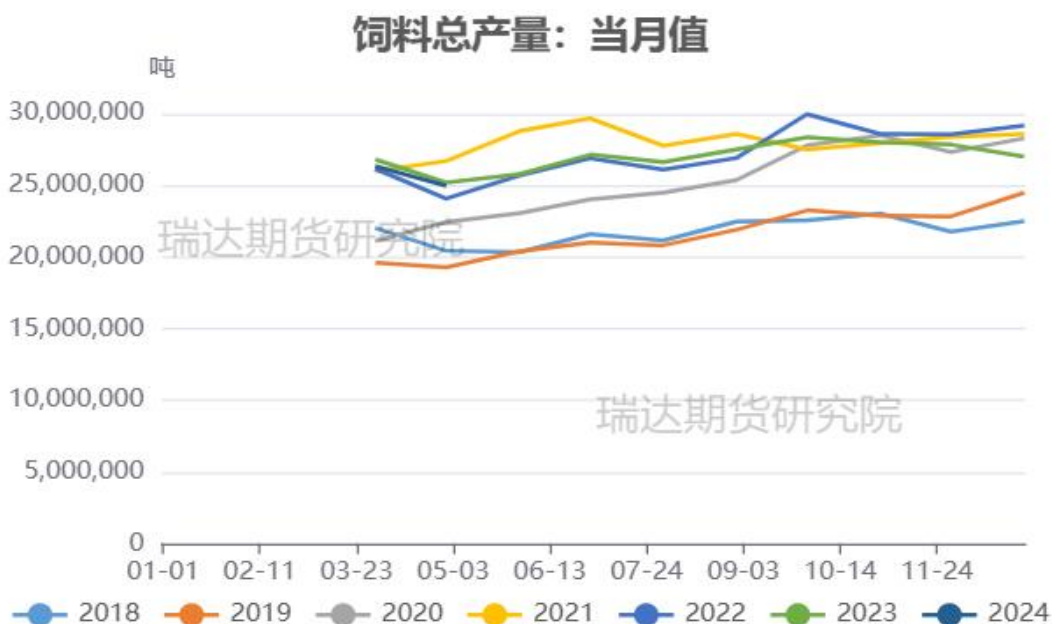
数据来源：海关总署 中国粮油商务网

3、菜粕饲用需求变化情况

菜籽粕国内消费主要用于饲料养殖行业，饲料消费量占国内消费总量比重常年在 95% 左右。从饲料总产量来看，饲料工业协会数据显示，据样本企业数据测算，2024 年 4 月，全国工业饲料产量 2423 万吨，环比下降 1.5%，同比下降 7.9%。前四个月饲料产量同比均有所下滑，对粕类需求明显弱于去年同期。主要是去年生猪行业持续亏损，叠加四季度北方疫病影响，年前出栏节奏加快，使得生猪产能去化加快，存栏止升转降，饲料总需求量同步下滑。不过，随着产能去化初见成效，据国家统计局数据显示，截止到 2024 年一季度

末，全国生猪存栏 40850 万头，同比下降 5.2%；2024 年 4 月末全国能繁母猪存栏量 3986 万头，环比下降 0.1%，同比下降 6.9%。能繁母猪存栏已然降至调控绿色合理区域。从去产能进程来看，自 2023 年一季度起能繁母猪存栏连续 5 个季度环比下降，表明市场整体仍处在缩减产能进程中，且养殖户在前期经历过长时间的持续亏损局面，资金压力较大，尽管现阶段养殖利润有所回暖，补栏情绪回升，但总体增量较为有限，今年生猪存栏或将持续低于去年水平，粕类饲用刚性需求或弱于去年同期。

从菜粕使用占比来看，菜籽粕主要用于水产饲料，水产料菜粕使用量基本占菜粕总量的一半。5-9 月是水产养殖投喂旺季，菜粕需求量明显增加。对于上半年而言菜粕需求整体从淡季步入旺季，需求呈现递增趋势，市场挺粕意愿相对偏强。而对于下半年而言，菜粕需求量则处于逐步减少的趋势中，油厂挺价意愿逐步减弱。



数据来源：中国粮油商务网 wind

4、豆菜粕价差分析

豆粕和菜粕都是国内主要的饲料蛋白原料，两者之间具有一定替代性。豆粕蛋白含量在 43%左右，菜粕蛋白含量在 36%左右，当豆菜粕蛋白单位价差偏离 0 值较远时，两者之间就存在相互替代的情况，即豆菜粕价格之比约维持在 1.2 左右，此时处于相互平衡状态。对于菜粕而言，除了水产添加刚性需求外，豆菜粕价差过小，将直接导致豆粕替代菜粕消费，短期内如果价差过大，反向替代优势亦会凸显。一季度由于大豆到港量相对偏低，豆粕产出受到制约，现货价格持续偏强，豆菜粕价差较高，菜粕替代优势增强。但随着巴西大豆收割上市，进口大豆到货增加，豆粕供应逐步增加，现价也高位回落，二者价差明显回降。不过，随着生猪养殖利润回暖，对豆粕价格有所提振，二者价差再度小幅提升。截止到 6 月 18 日，豆菜粕现货价差报 700 元/吨，现货价格比值回降到 1.27 附近，现阶段菜粕相较于豆粕存在一定的价格优势，对菜粕需求有所利好。不过，因菜粕自身的毒性，在禽类饲用时比例存在一定的限制，叠加养殖利润回暖，饲企在替代使用时并不会表现出特别急迫和强烈的意愿。

豆菜粕现货价差



数据来源：wind

六、期权分析

1、菜粕期权分析

上半年菜粕期货加权价格走势表现为 1 月惯性回落， 2-5 月中旬低位震荡筑底后震荡

上涨，5月下旬至6月高位回落。对应期权隐含波动率1月基本维持窄幅震荡，表明市场做空意愿明显下降。2月因横跨春节假期，市场参与度降低，波动率也大幅下滑，3月随着期价底部回升，波动率也明显提升，并且高于历史波动率水平，表明当前市场看涨热情较高。4-5月中旬，期价继续小幅震荡上涨，但此阶段隐含波动率基本运行于历史波动率平均水平，表明市场看涨预期较三月有所下滑。待5月下旬期价回落，波动率也同步下滑。后市来看，三季度是美大豆生长关键期，在气候模式快速转换情况下，天气扰动因素增强，有望推动波动率阶段性走强。

隐含波动率期限结构

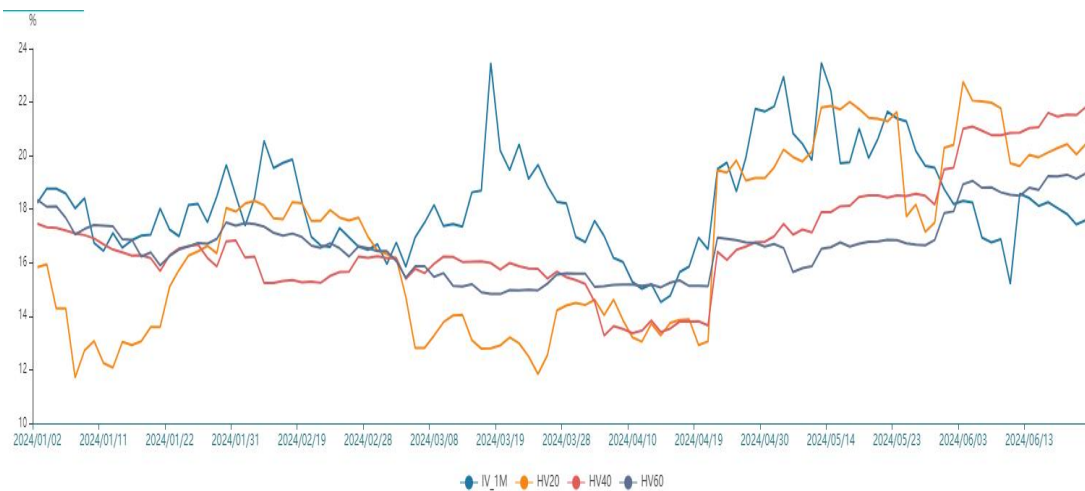


数据来源：wind

2、菜油期权分析

上半年菜油期货加权价格走势表现为1月惯性回落，2-5月中旬低位震荡筑底后震荡上涨，5月下旬至6月高位回落，基本同菜粕走势表现同步。对应期权隐含波动率整体变化也与菜粕期权波动率表现大体一致。后市来看，市场关注的焦点在于三季度拉尼娜气候是否形成问题。此阶段是美大豆生长关键期，在气候模式快速转换情况下，天气扰动因素增强，有望推动菜油波动率阶段性走强。

隐含波动率期限结构



数据来源: wind

七、2024 年下半年菜籽类市场展望

菜籽方面: 我国油菜籽正处于大量上市阶段, 阶段性供应较为充足。市场主要焦点将放在加拿大新籽及美豆生长期天气状况上, 菜籽本身而言, 加籽种植初期市场状况良好, 且短期天气对于油菜籽的生长仍是利好的, 加籽产量有望继续保持历史高位, 将继续施压国际菜籽市场。不过, 美国国家气象局气候预测中心 (CPC) 称, 拉尼娜现象在 7 月至 9 月出现的可能性为 65%, 并将持续到 2024/25 的北半球冬季, 在 11 月至 1 月期间出现的可能性为 85%。在拉尼娜气候条件下, 美豆产区天气干旱概率提升, 天气炒涨情绪增强, 提升后期产量下调的概率。在美豆市场表现不佳影响下, 对菜籽市场亦有所支撑。关注天气对美豆以及阿根廷大豆产量的影响。

菜油方面: 从供应来看, 三季度进口菜籽到港量有所下滑, 进口端供应压力降低, 但我国新籽收获基本结束, 进入集中压榨期, 国产菜油阶段性供应增加。整体来看, 菜油供应仍然相对充裕。同时, 进口大豆和棕榈油到港预估亦维持高位, 总体供应端较上半年有所好转。从需求来看, 下半年油脂整体需求量明显高于上半年, 四季度是油脂消费旺季, 且随着国内经济逐步复苏, 需求量有望显著提升。不过, 在拉尼娜气候条件下, 美豆产量有下调预期, 天气扰动情绪较强, 提振油脂市场价格。综合而言, 下半年拉尼娜或将成为持续影响油脂价格的重要因素, 供应不确定性较强而需求相对确定的情况下, 菜油前期跌势或有放缓, 整体呈现出惯性下跌后企稳回升, 如果天气朝不利方向发展将有利于价格进一步走高。就气候对三大油脂影响程度来看, 各油脂强弱表现依次为, 豆油 > 棕榈油 > 菜油。

菜粕方面: 供应端, 下半年加拿大油菜籽丰产预期较高, 天气升水预期相对偏低, 进口端供应较上半年相差不大。三季度国产菜籽进入集中压榨季, 菜粕产出量增加。且进口

大豆到港亦维持高位，豆粕供应压力仍存。不过，在拉尼娜气候条件下，美豆产量有下调预期，天气扰动情绪强烈，成本传导下，提振粕类市场价格。需求端，虽然水产养殖三季度是投料旺季，且豆菜粕价差相对偏高，菜粕替代优势显现，但下半年整体需求处于下滑趋势中，油厂对菜粕挺价意愿并不强烈，叠加养殖利润回暖，饲企替代使用或并不急迫和强烈。关注拉尼娜气候对美豆及南美大豆的影响。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。