



金融投资专业理财

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
王翠冰
投资咨询证号：
Z0015587

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号
了解更多资讯



边际利空逐步显现 价格重心有望下移

摘 要

菜籽方面，加籽库存持续偏低，且天气干旱持续影响下，新作增产预期值有望下降，全球油菜籽供需偏紧格局仍是目前市场的主基调，对油菜籽价格形成有利支撑。不过，我国油菜籽产量有望创出新高，有助于缓解国内市场供应，对远期价格有所牵制。目前主力菜籽合约成交清淡，不建议操作。

菜油方面，全球油菜籽供应偏紧，且加籽价格持续偏高，油菜籽进口受限，油厂断籽停机现象普遍存在，同时，进口菜籽油进口量以及预期到港量也持续偏低，菜油供应较往年明显减少。不过，豆棕油供应有望逐步好转，且近期油脂价格大幅上涨以及疫情影响下，终端需求抑制较为明显，边际利空逐步显现。另外，随着俄乌谈判的持续推进，市场逐步趋于理性，风险溢价将逐步降低，对油脂市场有所牵制。整体来看，菜油市场多空交织，短期有望维持高位震荡。不过，中长期来看，边际利空逐步显现，菜油价格重心有望下移。

菜粕方面，加籽年末库存持续偏低，且新作增产预期值有望下降，加籽价格持续偏高，菜粕成本端支撑较强。同时，南美大豆减产已成既定事实，美豆天气升水预期增加，提振国内蛋白粕市场。另外，4月随着温度升高，水产养殖逐步启动，菜粕需求将逐步回暖。不过，菜粕进口量保持高位，对国内市场缺口有所补充，且价格涨至高位，市场追涨意愿减弱。整体来看，菜粕基本面仍偏多，但市场对前期非理性上涨存在修复预期，预计高位波动加大，期价将宽幅偏强震荡。

目 录

| | |
|------------------------------|----|
| 一、2022年3月菜籽类市场行情回顾..... | 1 |
| 1、2022年3月菜油市场行情回顾..... | 1 |
| 2、2022年3月菜粕市场行情回顾..... | 1 |
| 二、油菜籽基本面分析..... | 2 |
| 1、全球油菜籽供需情况..... | 2 |
| 2、国内菜籽供应情况..... | 3 |
| 2.1、国内菜籽产需状况..... | 3 |
| 2.2、油菜籽进口量..... | 4 |
| 3、国内菜籽需求情况..... | 4 |
| 3.1、进口压榨利润分析..... | 4 |
| 3.2、油厂产量及库存情况..... | 5 |
| 4、替代品大豆方面..... | 5 |
| 三、菜油基本面分析..... | 7 |
| 1、产量分析..... | 7 |
| 2、直接进口量分析..... | 8 |
| 3、三大油脂库存情况..... | 8 |
| 4、替代品（豆棕油）供应分析..... | 10 |
| 5、油脂需求情况..... | 10 |
| 四、菜粕基本面分析..... | 11 |
| 1、产量库存情况..... | 11 |
| 2、菜粕直接进口量分析..... | 12 |
| 3、水产养殖需求情况..... | 13 |
| 4、替代品豆粕供需情况..... | 13 |
| 五、菜粕期权方面..... | 15 |
| 1、流动性分析..... | 15 |
| 2、波动率分析..... | 16 |
| 六、2022年4月菜籽类市场展望及期货策略建议..... | 17 |
| 免责声明..... | 18 |

一、2022年3月菜籽类市场行情回顾

1、2022年3月菜油市场行情回顾

2022年3月，菜油市场总体呈现冲高回落趋势。上月，因俄乌冲突进行初期，市场风险溢价大幅增加，叠加加拿大油菜籽供应紧张，需求需要调配，刺激菜油延续前期涨势。不过，中下旬，随着俄乌谈判持续推进，市场情绪逐步趋于理性。同时，传统需求淡季以及疫情影响下，菜油需求较往年明显减少，另外，中储粮持续抛储以调控市场供需，使得期价承压回落。

郑商所菜油 2205 合约日 K 线图

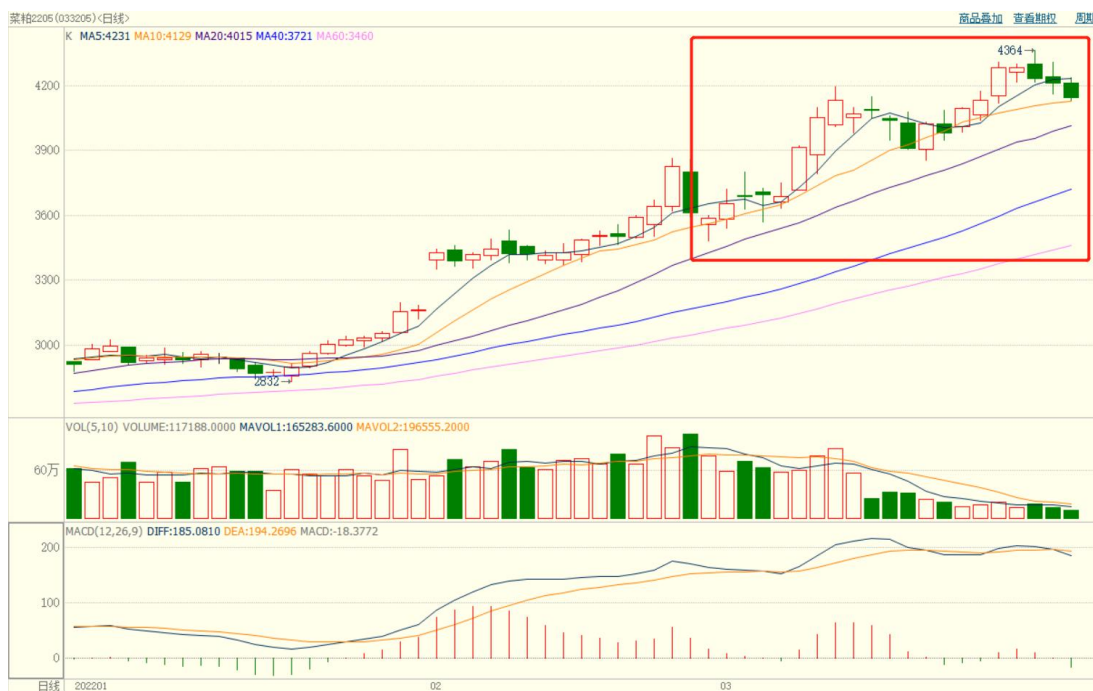


图片来源：博易大师

2、2022年3月菜粕市场行情回顾

2022年3月，菜粕 2205 合约整体呈现稳步上涨态势。拉尼娜使得南美大豆减产量超预期，美豆出口销售增加，美豆大幅走强，提振国内粕类偏强运行。同时，加籽供应持续偏紧，进口利润持续倒挂，以及进口量偏少，菜粕供应偏紧且成本支撑较强。同时，随着温度逐步升高，水产养殖逐步启动，菜粕需求预期增加，故而本月菜粕延续前期上涨态势。

郑商所菜粕 2205 合约日 K 线图



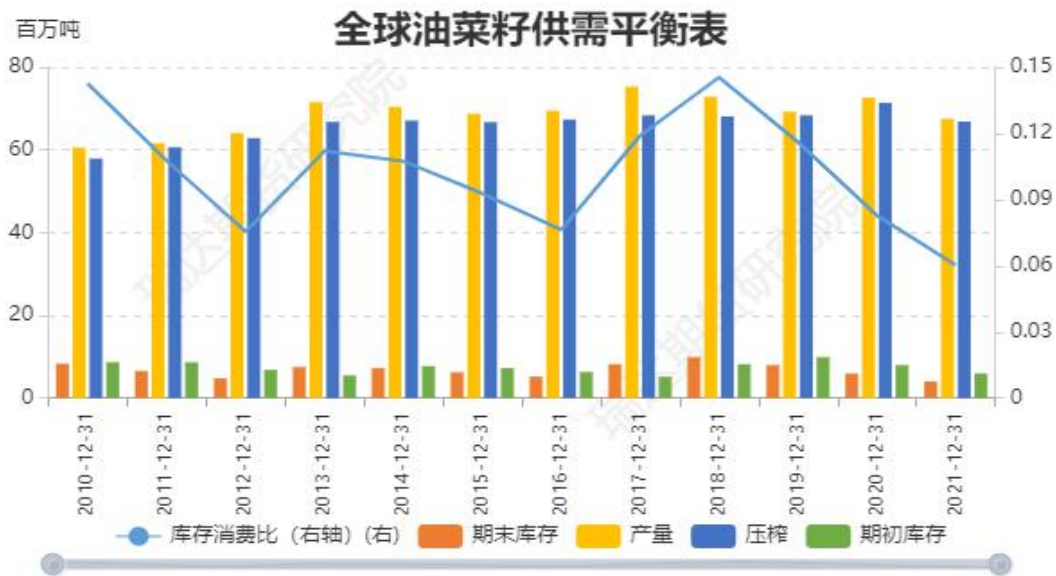
图片来源：博易大师

二、油菜籽基本面分析

1、全球油菜籽供需情况

根据美国农业部（以下简称 USDA）2022 年 3 月最新报告显示，2021/22 年度全球菜籽产量为 7112 万吨，较上月预估上调 50 万吨，较去年产量预估下调 204 万吨。压榨量预估为 6969 万吨，较上月预估调降 7 万吨，较去年压榨预估下调 155 万吨。期末库存为 445 万吨，较上月预估增加 54 万吨，较上年度减少 118 万吨。库存消费比下滑至 6.33%（近五年平均值为 10.0%），处于历年来最低水平。从此报告来看，全球油菜籽产量及期末库存量较上月均小幅上调，不过整体来看，库存消费比仍旧处于历年来最低，偏紧预期仍存。

加拿大作为全球油菜籽出口大国，加拿大农业暨农业食品部（AAFC）发布的 3 月份供需报告显示，2021/22 年度的油菜籽库存从 45 万吨调低到 40 万吨。即使下个年度产量提高，油菜籽库存也仅仅提高到 60 万吨。同时，AAFC 的农业气候专家特雷沃·哈德文说，去年水分消耗太多，现在土壤中没有冬季后通常会有水分储备，所以今年作物极易受到干旱影响。市场人士一直期待加拿大春播作物能够丰产，以填补供应短缺。虽然曼尼托巴省南部出现了大量降雪，但是加拿大大草原的大部分地区仍然干燥，加籽增产预期值有望下降，给国际油菜籽价格提供较强支撑。

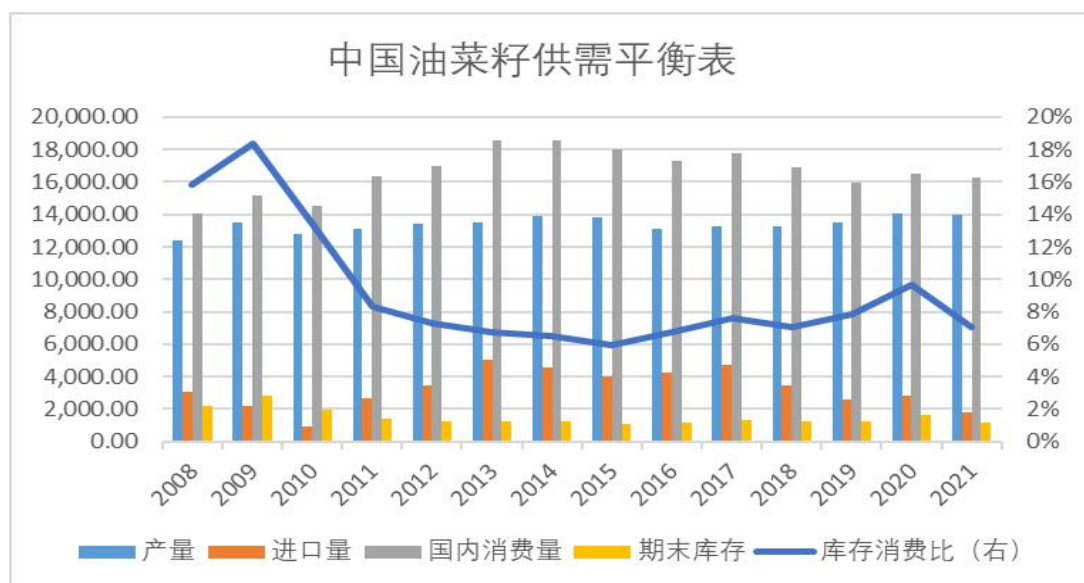


数据来源：USDA 瑞达研究院

2、国内菜籽供应情况

2.1、国内菜籽产需状况

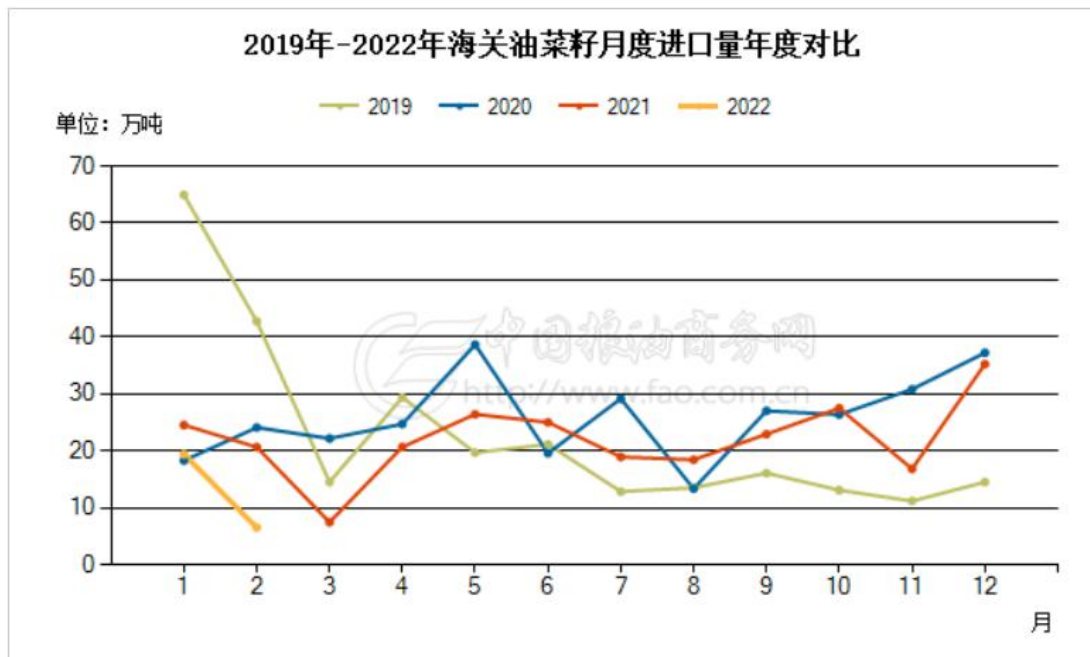
近年来，我国油菜籽产量基本平稳，总体保持在1300-1400万吨。根据USDA 2022年3月最新报告显示，2021/22年度我国菜籽产量为1400万吨，较上年度产量基本持平。压榨量预估为1580万吨，较上年度微降20万吨。期末库存为114.9万吨，较上年度减少约44.8万吨。库存消费比下滑至7.1%，略低于五年平均值7.9%。表明本年度我国油菜籽供应仍处于偏紧状态。不过，国家粮油信息中心表示，当前我国油菜籽大部分处于开花期，如果后期不出现极端天气，2022年我国油菜籽产量有望再创历史新高，预计产量达到1450万吨以上。国内冬油菜籽收获时间基本在5月底至6月，预计对远期价格有所牵制。



数据来源：USDA

2.2、油菜籽进口量

2022年1-2月油菜籽进口总量为259266.73吨,较上年同期累计进口总量的451923.33吨,减少192656.60吨,同比减少42.63%;2021/22年度(6-2月)累计进口总量为1907995.79吨,较上年度同期累计进口总量的2287249.71,减少379253.92吨,同比减少16.58%。从进口数据来看,由于全球油菜籽供应持续偏紧,价格不断刷新历史新高,进口成本倒挂,油菜籽进口量大幅下降。对于后期而言,商务部对外贸易司数据显示,3月1日-15日进口商报告,中国油菜籽进口实际装船0.31万吨,同比下降95.69%;本月进口预报装船0.41万吨,同比下降98.72%;下月进口预报装船0.22万吨,同比下降99.24%。进口装船大幅减少,油菜籽到港量将继续走低。

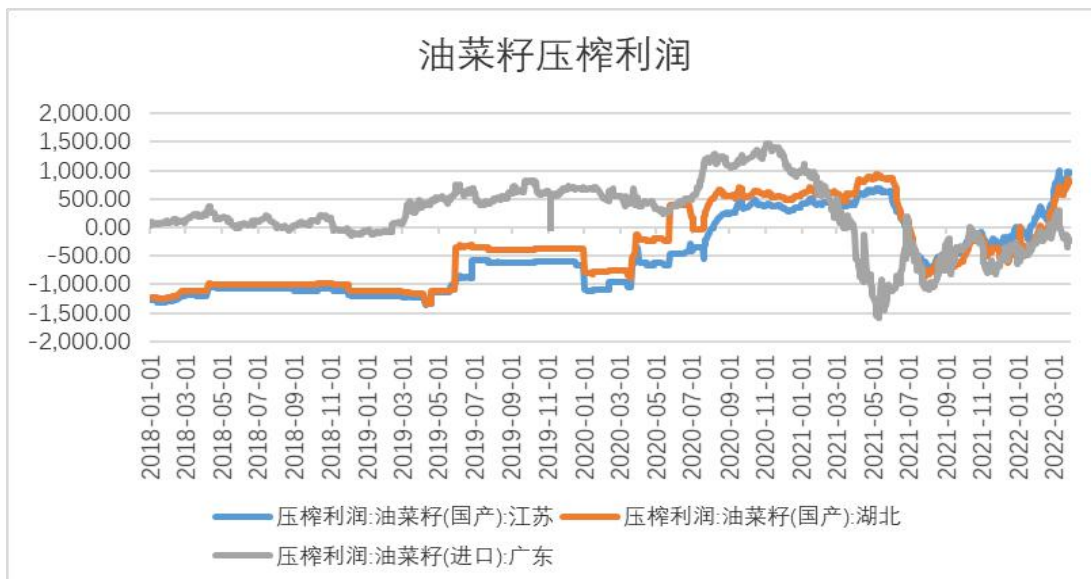


数据来源：中国粮油商务网

3、国内菜籽需求情况

3.1、进口压榨利润分析

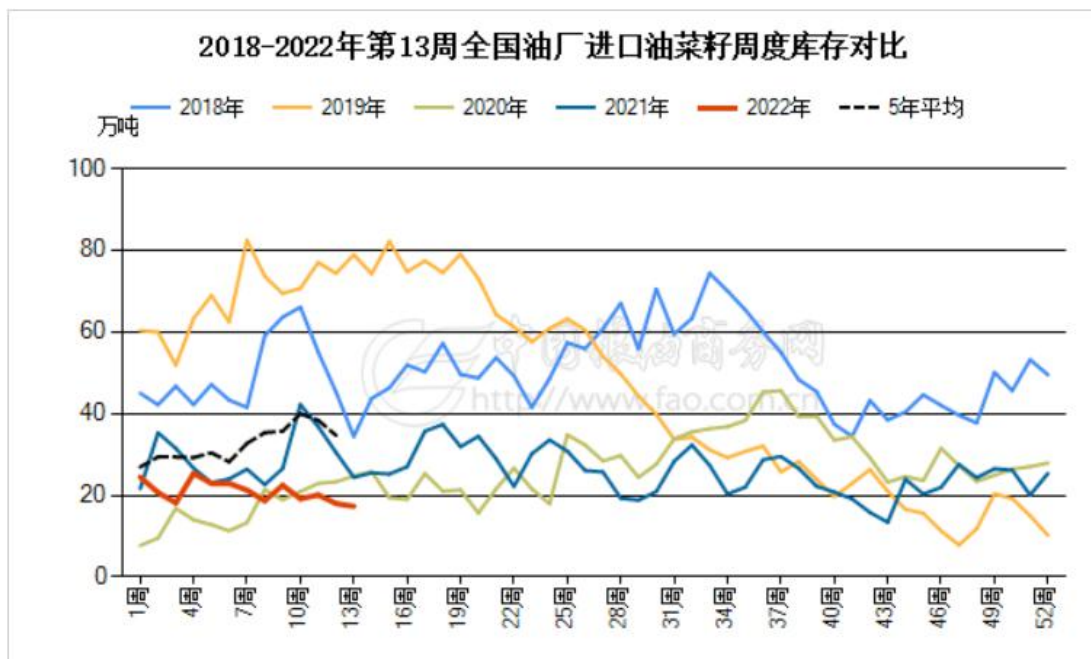
受加籽减产的持续影响,进口油菜籽价格持续刷新历史高位,压榨利润持续被挤出,据wind数据显示,自2021年3月开始,进口压榨利润就逐步转为负值状态,全国压榨企业严重亏损,使得油厂开机率持续偏低,尽管2月进口压榨利润存在短期转好,但持续性较短,故而菜籽消耗较同期持续偏低。截止3月28日,广东港口进口油菜籽压榨利润为-240.40元/吨。后期油厂的开工积极性仍将处于较低水平。



数据来源: wind

3.2、油厂产量及库存情况

加籽供应持续偏紧，且进口利润倒挂，国内买船积极性持续低迷，油菜籽供应持续偏紧。据中国粮油商务网数据显示，截止 2022 年第 13 周，全国油厂进口油菜籽库存为 17.3 万吨，周比减少 0.7 万吨，处于近五年来最低水平。叠加后续买船较少，油厂断籽停机现象仍将普遍存在，油厂开机率恢复预期受限，菜油粕产出量偏低。



数据来源: 中国粮油商务网

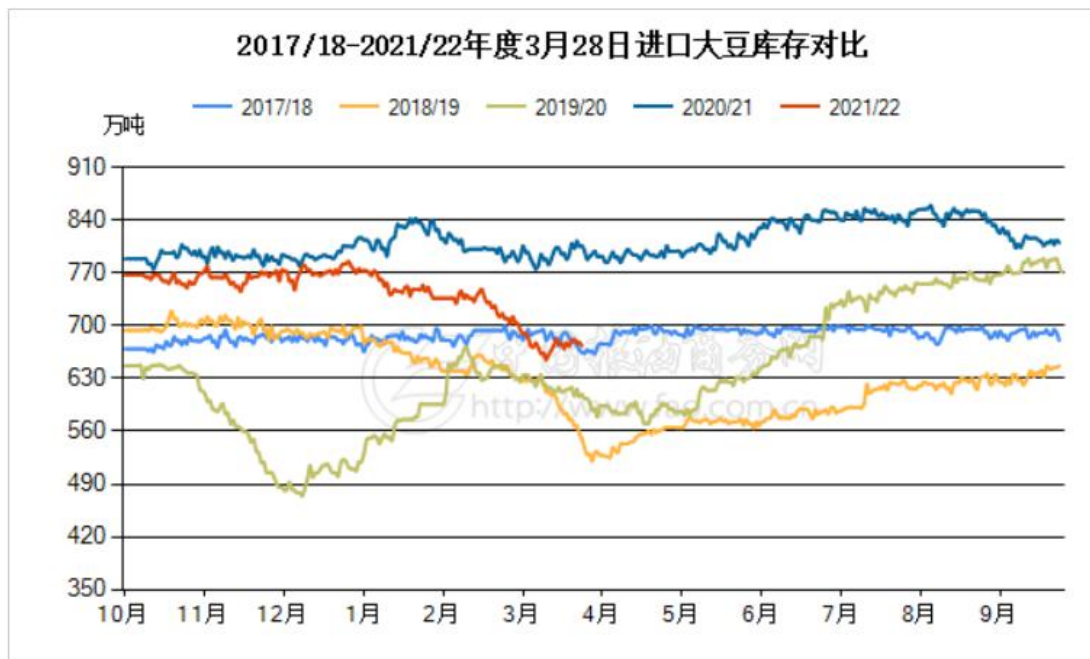
4、替代品大豆方面

从全球大豆供需来看，美国农业部（USDA）公布的 3 月供需报告显示，全球 2021/22

年度大豆产量预估为 3.538 亿吨，2 月预估为 3.6386 亿吨，全球 2021/22 年度大豆年末库存预估为 8966 万吨，此前市场预估为 8946 万吨，2 月预估为 9283 万吨。全球大豆产量继续调降 1006 万吨，期末库存调降 287 万吨，主要是因为拉尼娜导致南美天气持续干旱，巴西和阿根廷大豆产量预期下调所致。南美大豆产量继续调低，支撑美豆价格持续高位运行。目前，南美大豆已进入收割期，巴西植物油行业协会（ABIOVE）28 日公布的数据显示，随着巴西大豆收获超过七成，该协会将巴西 2022 年大豆产量预期调低到 1.253 亿吨，较 1 月底的预测下降了 7.7%，因为干旱造成的损失超出早先预期。罗萨里奥谷物交易所发布月度报告显示，阿根廷大豆产量预计为 4000 万吨，低于之前预测的 4050 万吨，也低于 2020/21 年度的产量 4500 万吨。巴西和阿根廷当地机构对各自国家大豆产量预估均低于 USDA 预测值，表明南美大豆减产基本事实已定，甚至 USDA 产量预估有望继续下调。另外，后期市场目光将逐步转移至美豆的播种面积及天气状况上，不过在南美减产，年末库存较低背景下，市场对天气因素将表现的更为敏感，对美豆价格形成有利支撑。

从预报到港及港口库存情况来看，由于美豆大幅走强，进口利润倒挂，对后期买船情况有所牵制，截止到 3 月 28 日，主要港口的进口大豆库存量约在 673.26 万吨，去年同期库存为 811.82 万吨，五年平均 696.26 万吨，本月累计到港 522.52 万吨。根据中国粮油商务网跟踪统计的数据显示，2022 年 3 月进口大豆到港量为 578.5 万吨，较上月预报的 525.7 万吨到港量增加了 52.8 万吨，环比变化为 10.04%；较去年同期 637.5 万吨的到港船期量减少 59 万吨，同比变化为-9.25%。由于前期到港量偏低，3 月油厂出现断豆停机现象，预期 4-5 月份到港量增加到月均 800 万吨以上，到港量大幅增加，国内大豆供应将明显改善。

| 大豆 (百万吨) | 2021/22 3月预估 | 2021/22 2月预估 | 2021/22 调整幅度 | 2020/21 3月预估 | 2019/20 |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------|
| 巴西产量 | 127 | 134 | -7 | 138 | 128.5 |
| 巴西出口 | 85.5 | 90.5 | -5 | 81.65 | 92.14 |
| 阿根廷产量 | 43.5 | 45 | -1.5 | 46.2 | 48.8 |
| 阿根廷出口 | 2.75 | 3.75 | -1 | 5.2 | 10 |
| 中国进口 | 94 | 97 | -3 | 99.76 | 98.53 |
| 全球产量 | 353.8 | 363.86 | -10.06 | 366.23 | 339.88 |
| 全球产量 (除中国) | 337.4 | 347.46 | -10.06 | 346.63 | 321.79 |
| 全球期末库存 | 89.96 | 92.83 | -2.87 | 101.74 | 96.83 |
| 全球期末库存 (除中国) | 56.87 | 58.75 | -1.88 | 67.26 | 70.04 |

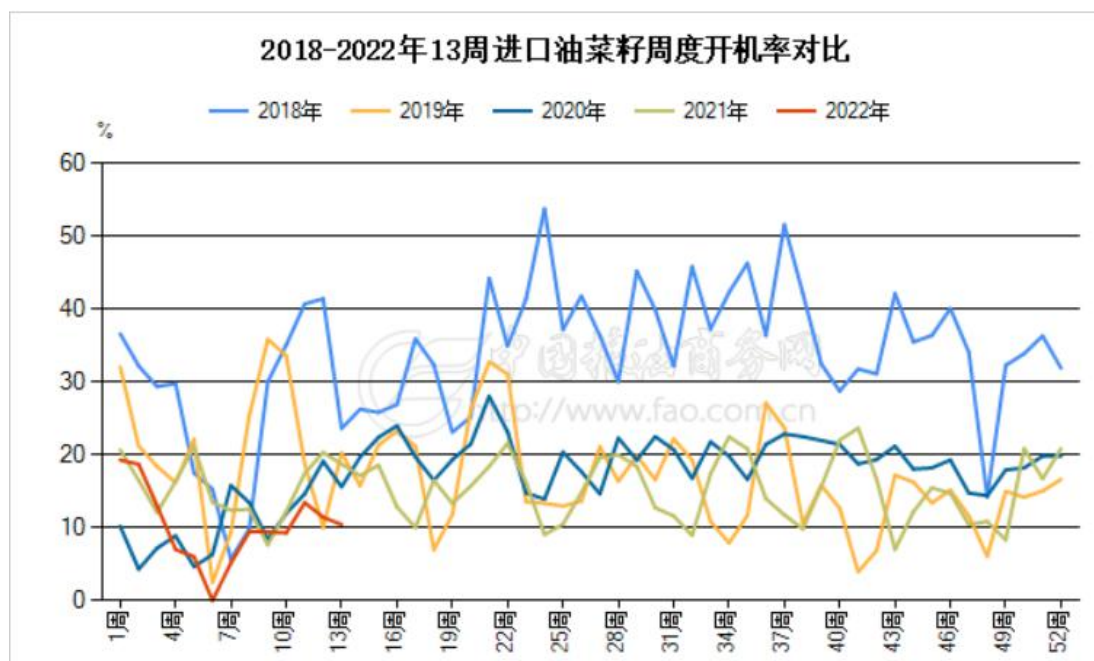


数据来源：USDA 中国粮油商务网

三、菜油基本面分析

1、产量分析

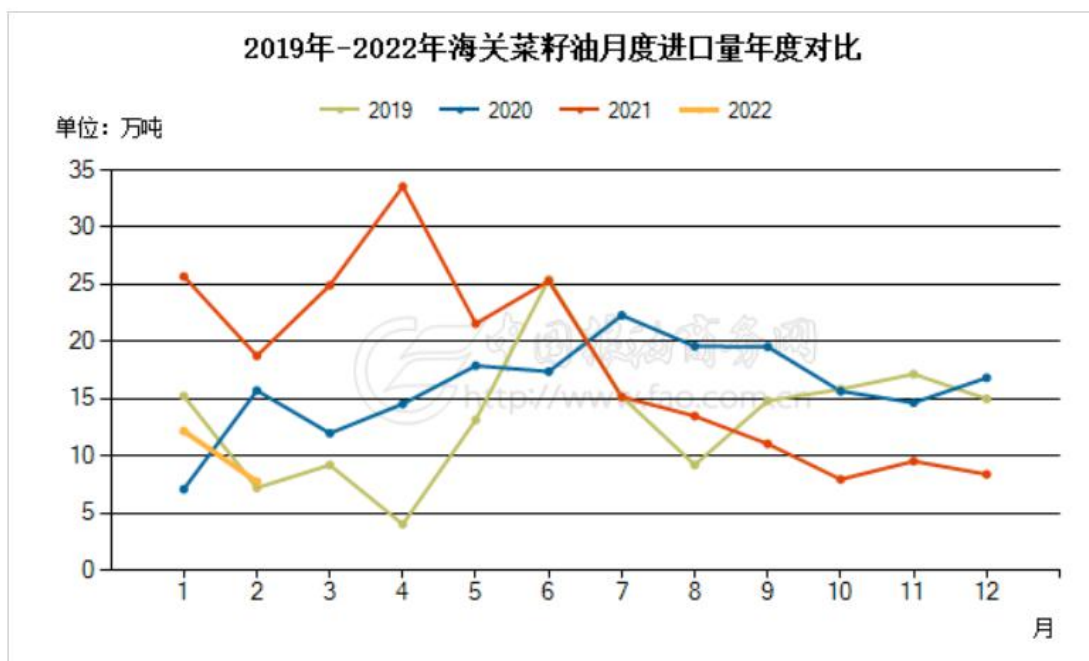
今年以来，一方面由于加工利润持续亏损，另一方面油菜籽供应持续偏紧，油厂断籽停机的情况较为普遍，进口油菜籽开机率持续偏低，菜油产量较往年同期下降。4月来看，进口压榨利润继续倒挂，且油菜籽进口量大幅减少，供应持续偏紧，油厂开机率或将处于往年同期偏低水平，菜油产出压力相对较小。



数据来源：中国粮油商务网

2、直接进口量分析

海关数据显示，2022年1-2月菜籽油进口总量为199181.26吨，较上年同期累计进口总量的444530.99吨，减少245349.73吨，同比减少55.19%；2021/22年度(6-2月)累计进口总量为1107854.01吨，较上年度同期累计进口总量的1703986.67吨，减少596132.66吨，同比减少34.98%。从菜籽油每月进口数据可以看出，随着进口价格持续上涨，直接进口量亦明显减少，处于同期偏低水平，菜油供应量明显下降。后期来看，商务部对外贸易司3月23日最新数据显示：3月1日-15日中国菜籽油进口实际装船3.57万吨，同比下降36.81%；本月进口预报装船3.48万吨，同比下降93.47%；下月进口预报装船2.38万吨，同比下降89.98%。进口装船大幅下降，菜油到港量将继续走低，菜油供应继续减少。

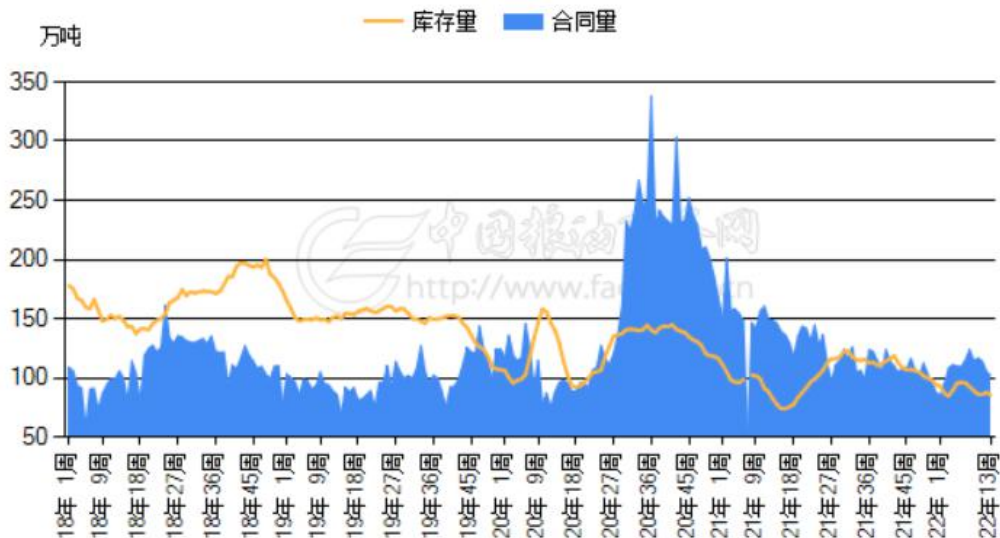


数据来源：海关总署 中国粮油商务网

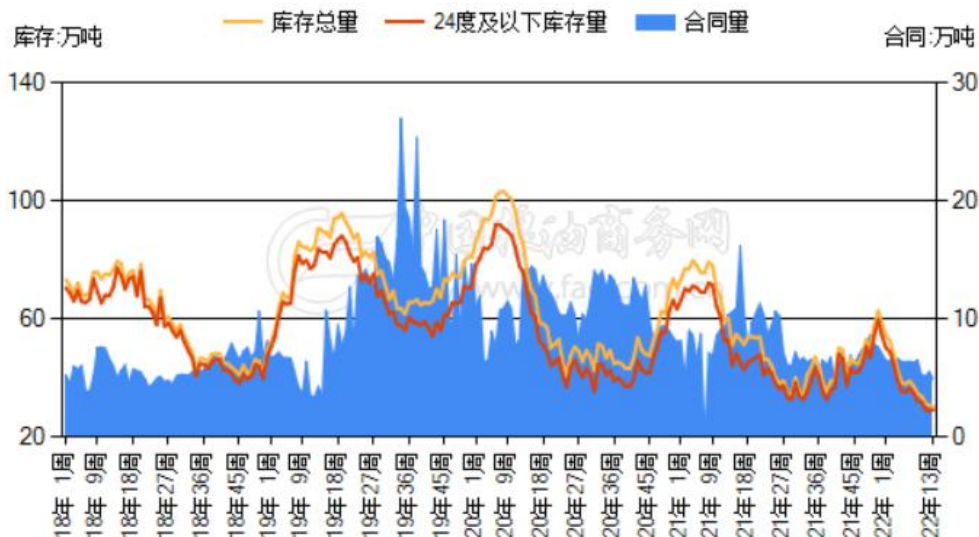
3、三大油脂库存情况

中国粮油商务网数据显示，截止2022年第13周国内三大油脂总库存为145.83万吨，较上周减少1.99万吨，环比-1.35%，较2021年同期库存157.37万吨，同比降幅7.33%。整体处于为五年同期最低水平，目前来看，供应压力较小。4月来看，油脂消费处于淡季，叠加国内疫情防控形势严峻，餐饮业油脂消费受到明显冲击，需求前景表现不佳。另外，从合同量来看，由于近期油脂价格大幅上涨，高价抑制市场需求，三大油脂合同量均有所下滑，市场以执行前期合同为主，新增采购积极性降低，总库存量存在增加预期。

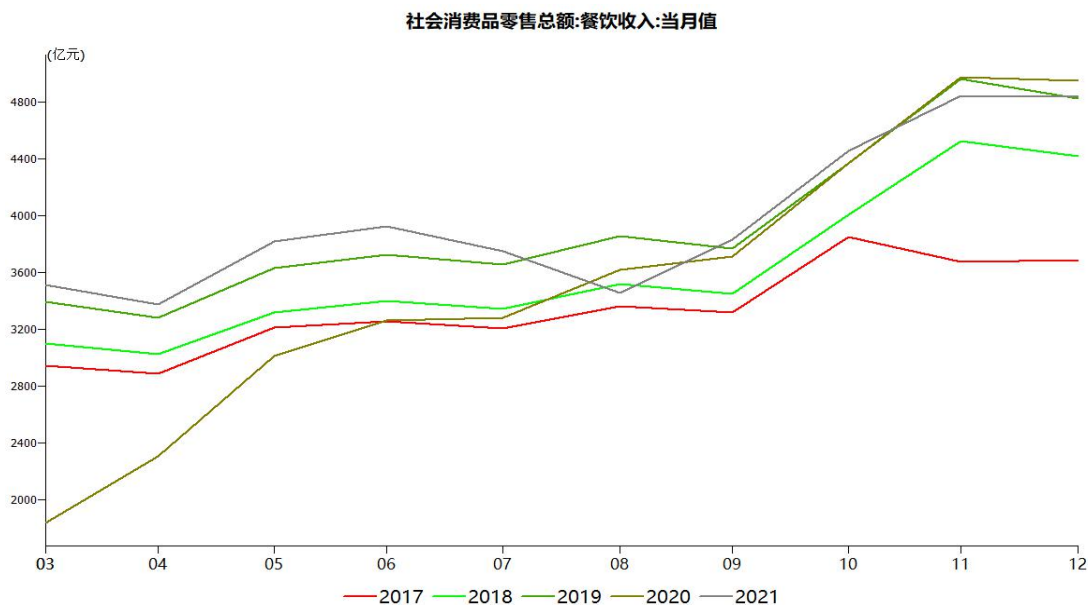
2018-2022年第13周全国油厂豆油周度库存与合同对比



2018-2022年第13周全国棕榈油周度库存与合同对比



现不佳。对于菜油而言，市场经济仍不景气，豆棕价格优势犹存，替代消费或将延续，菜油需求弱化情况更甚，或维持刚需采购为主，对菜油价格较为不利。

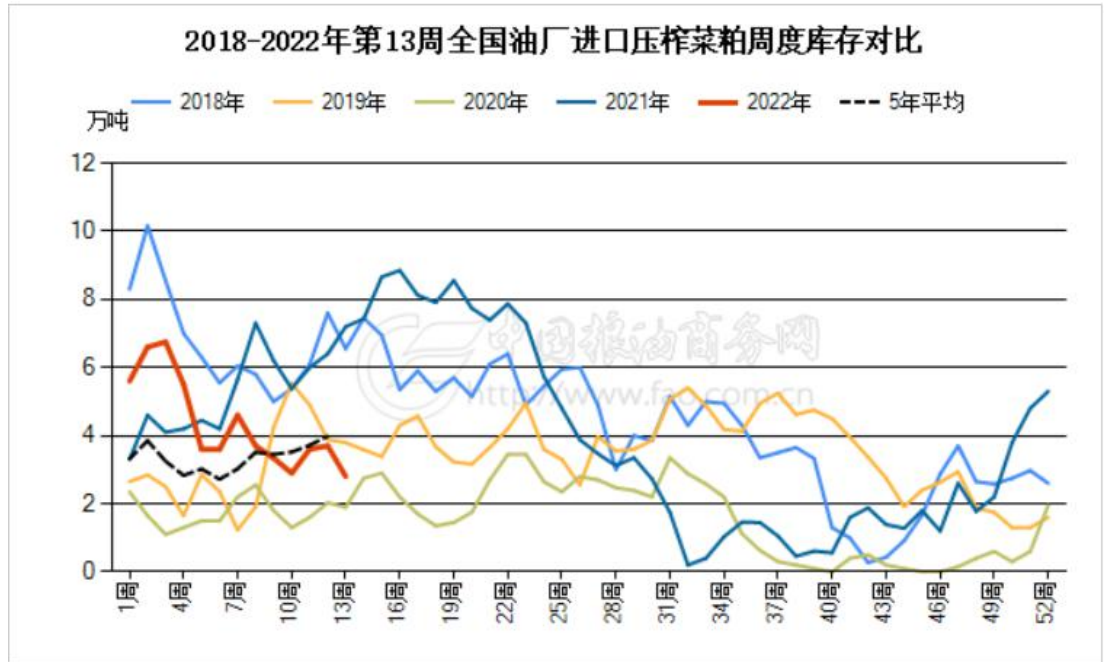


数据来源: wind

四、菜粕基本面分析

1、产量库存情况

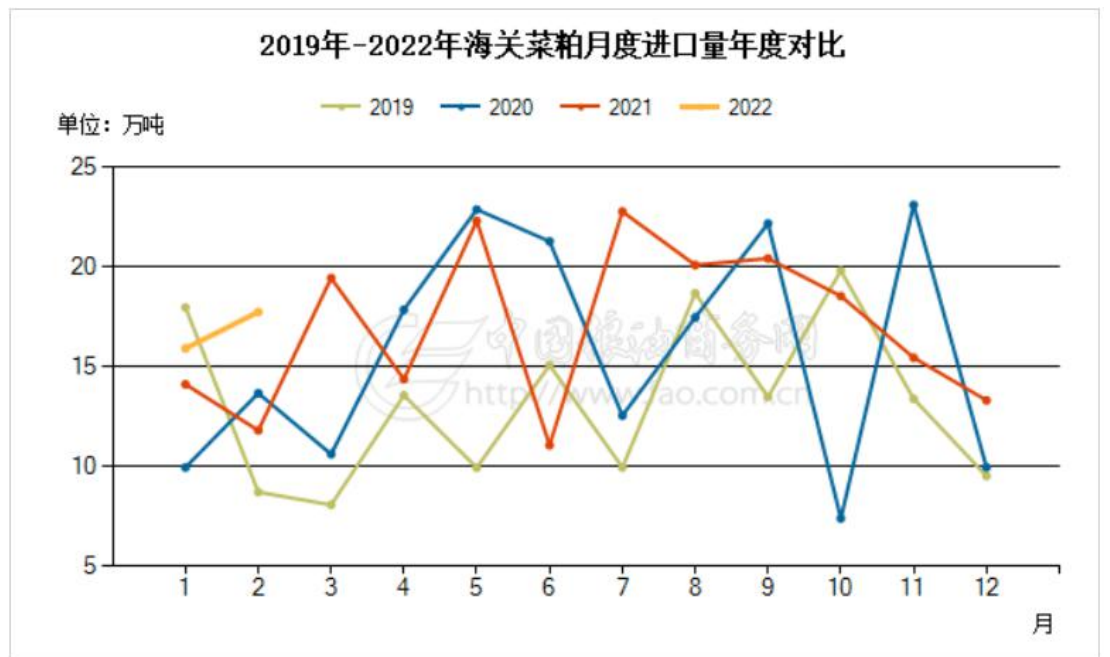
因油菜籽供应持续偏紧，油厂断籽停机的情况较为普遍，进口油菜籽开机率持续偏低，菜粕产量较往年同期下降。4月来看，进口压榨利润继续倒挂，且油菜籽进口量大幅减少，供应持续偏紧，油厂开机率或将继续处于往年同期偏低水平，菜粕供应增量压力相对较小。中国粮油商务网数据显示，截止2022年第13周，全国油厂进口压榨菜粕库存为2.8万吨，周比减少0.9万吨，环比-24.32%，处于同期中等偏低水平。整体来看，菜粕供应压力不大，提振菜粕市场价格。



数据来源：中国粮油商务网

2、菜粕直接进口量分析

海关数据显示，2022年1-2月菜粕进口总量为336328.12吨，较上年同期累计进口总量的259010.06吨，增加77318.06吨，同比增加29.85%；2021/22年度(6-2月)累计进口总量为1552071.29吨，较上年度同期累计进口总量的1397583.11吨，增加154488.18吨，同比增加11.05%。由于进口油菜籽大幅减少，为弥补国内供应缺口，故而增加菜粕直接进口量。后期而言，因油菜籽进口持续偏低，菜粕直接进口情况有望继续维持高位。

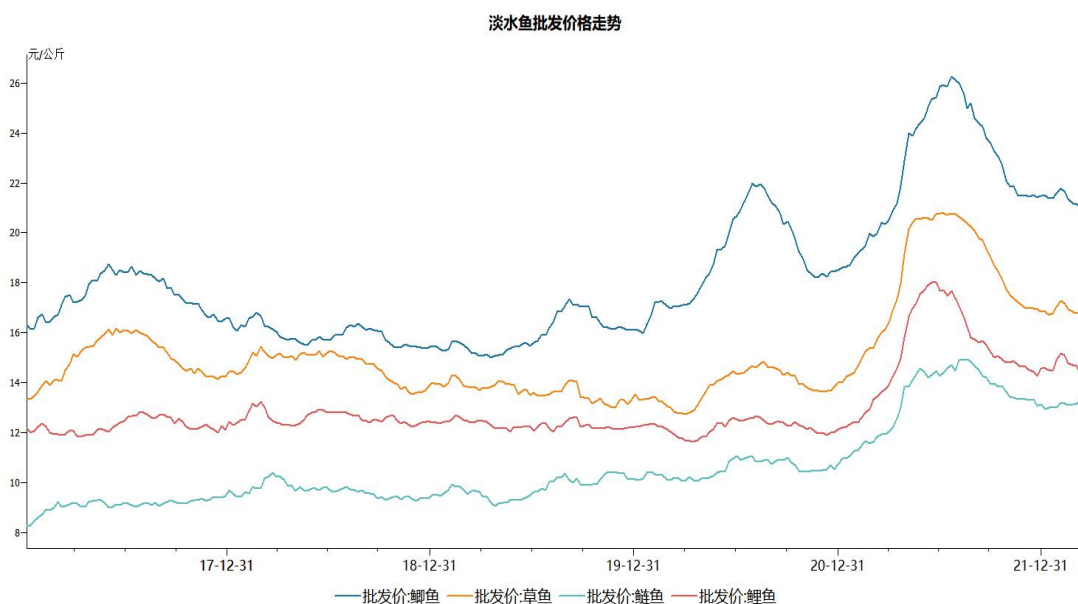


数据来源：海关总署 中国粮油商务网

3、水产养殖需求情况

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。4 月随着温度逐步回升，水产养殖也逐步启动，菜粕需求将逐步回暖。我们从目前水产价格来看，据 wind 数据显示，截止到 3 月 18 日，鲫鱼批发价格为 21.19 元/公斤，草鱼批发价格为 16.83 元/公斤，鲢鱼批发价格为 13.21 元/公斤，鲤鱼批发价格为 14.49 元/公斤，较去年同期均存在不同幅度的上涨，涨幅约 9-15%。由于水产价格较好，养殖企业鱼苗投放积极性增加，后期菜粕的需求增量有望加大。

从饲料总产量来看，据中国饲料工业协会发布统计数据称，2022 年 1-2 月，全国工业饲料总产量 4384 万吨，同比增长 3.5%。从品种看，猪饲料产量 2126 万吨，同比增长 2.9%；蛋禽饲料产量 525 万吨，同比下降 0.9%；肉禽、水产、反刍动物饲料产量分别为 1265 万吨、167 万吨、251 万吨，同比分别增长 4.2%、31.3%、3.7%。很明显水产料产量同比增幅最大，这也从侧面说明菜粕需求增加预期较强。



数据来源: wind

4、替代品豆粕供需情况

根据 Mysteel 农产品对全国主要油厂的调查情况显示，本周第 12 周（3 月 19 日至 3 月 25 日）111 家油厂大豆实际压榨量为 118.68 万吨，开机率为 41.25%。本周油厂实际开机率低于此前预期，较预估低 13.34 万吨，主要因山东市场开机率降幅远超预期；较第 11 周压榨量减少 11.56 万吨。主要因为美豆价格持续走高，进口压榨利润大幅亏损，叠加进

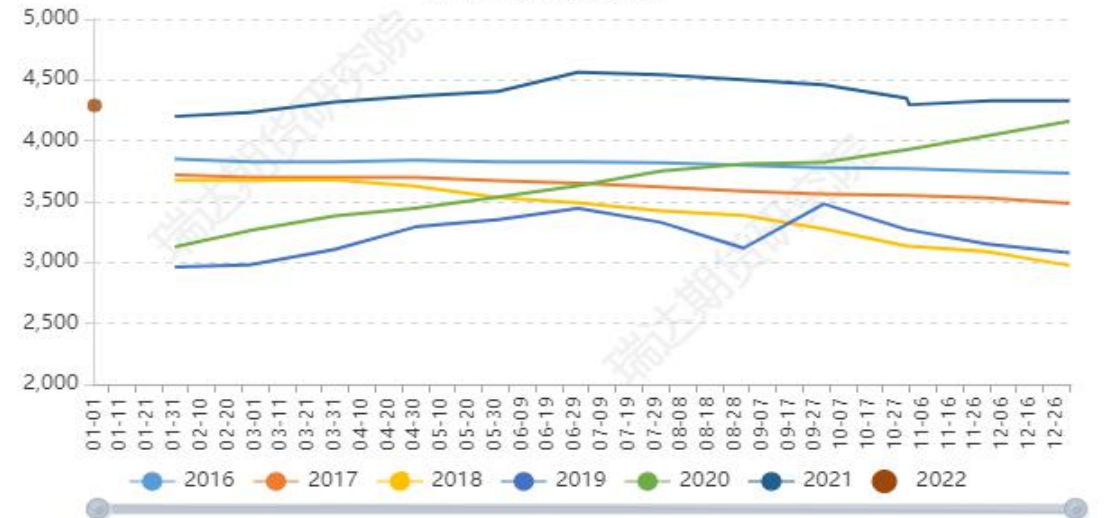
口到港偏少，油厂出现断豆停机的现象。不过，随着进口到港逐步回升，且市场抛储逐步兑现，4月油厂开机率有望回升，豆粕供应存增加预期。

豆粕需求方面，从生猪产能来看，据农业农村部数据显示，2021年12月底生猪存栏量为44922万头，同比增长10.5%，达到2017年末的101.7%。根据猪生长周期来推断，今年第二季度生猪供应是由2021年第三季度的能繁母猪数量所决定的，虽然2021年三季度能繁母猪数量逐步从6月最高点4564万头略有下滑，不过整体仍处于同期最高水平，母猪存栏去化缓慢，因此短期内生猪的高存栏很难有太大改变，对豆粕需求存在较强的刚性需求，给豆粕提供有利支撑。

国内主要油厂周度大豆压榨量（万吨）



能繁母猪存栏



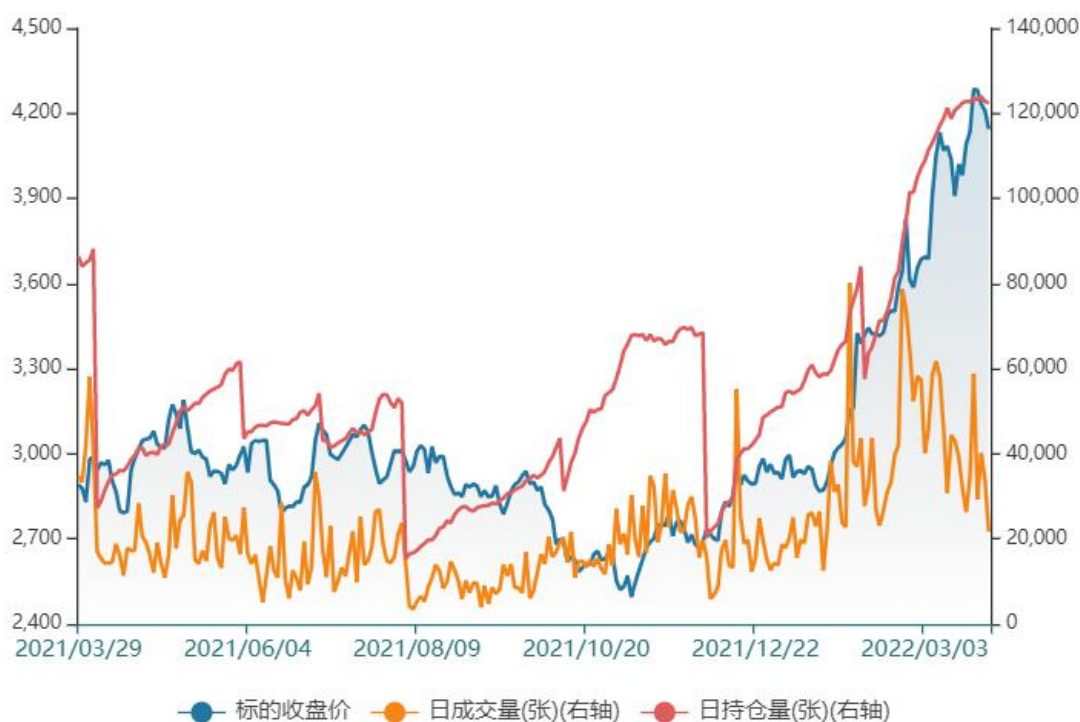
数据来源：Mysteel 农产品 农业农村部

五、菜粕期权方面

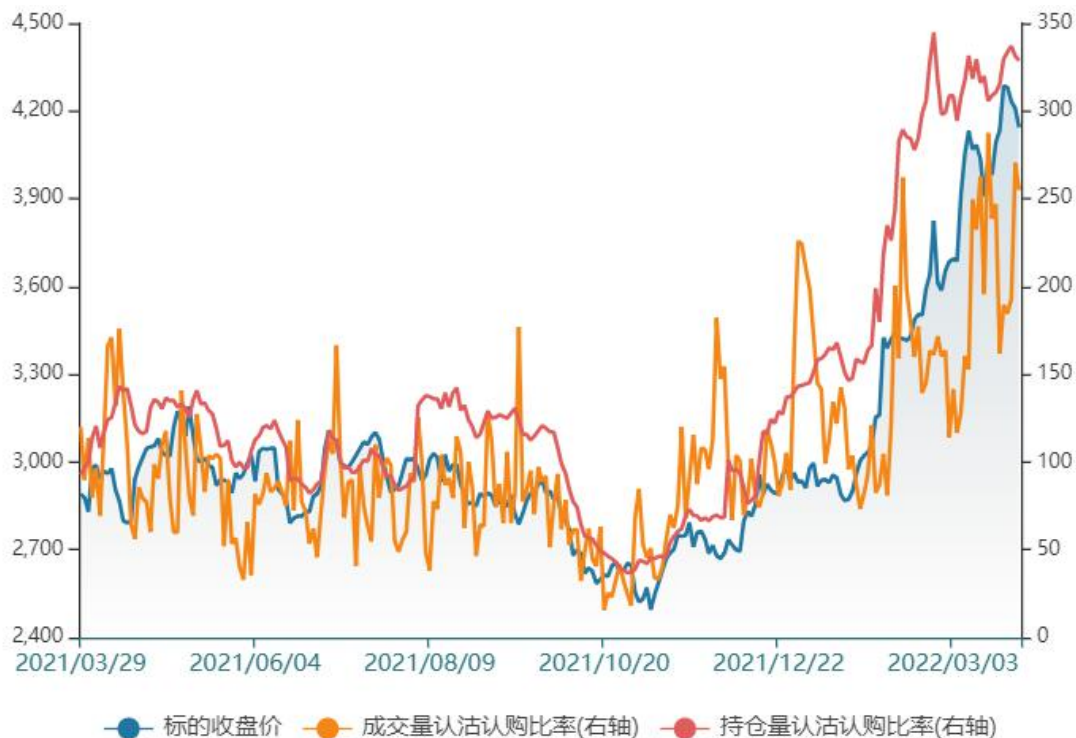
1、流动性分析

本月标的品种菜粕期货加权价格现稳步上涨态势，菜粕期权活跃度有所减弱，持仓量较上月明显增加，而日成交量持续有所下降。截止3月28日收盘，最新持仓量为122403张，日成交量21714张，表明市场观望氛围转浓，多空优势均不明显。从成交量和持仓量的认沽认购比率来看，成交量认沽认购比率和持仓量认沽认购比率均呈现不同幅度上升，成交量认沽认购比例从上月末的160%附近上升至目前的255%左右，而持仓量认沽认购比例从上月末的298%小幅上升至330%附近，表明期价涨至历史最高后，市场高位恐慌情绪增加，继续做涨预期减弱。从平值期权合约的收益率来看，本月平值期权认购收益率震荡上涨至+551.29%附近，而平值期权认沽收益率整体震荡下跌，从-160%左右下跌至目前-432.59%附近，显示目前多头氛围占主导。

菜粕期权成交量及持仓情况



菜粕期权成交量及持仓量认沽认购比率



平值认购和认沽收益率走势



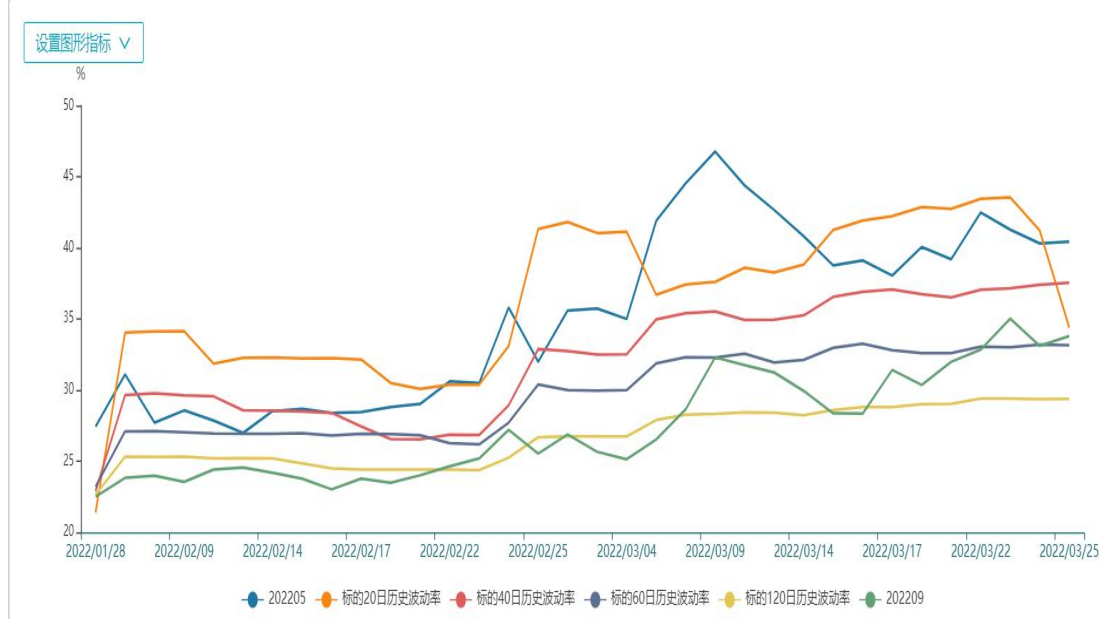
数据来源: wind

2、波动率分析

本月菜粕期权主力合约 2205 及下一主力 2209 合约隐含波动率均较上月整体水平有所抬升, 05 合约处于 35.59-46.77 之间波动, 截止 3 月 25 日, 菜粕 2205 合约平值期权隐含

波动率为 40.44%，较上月同期隐含波动率 31.99% 上升 8.45%，处于同期最高水平。主要受俄乌冲突刺激以及南美减产预期提振，菜粕期货波动幅度加剧，使得期权波动率增加。对近月合约影响更加明显，导致菜粕 05 合约平值期权隐含波动率明显高于 20 日、40 日、60 日、120 日历史波动率，显示对应的期权价格略有高估。4 月，市场面临移仓换月，主力期货合约也逐步转移至 09 合约，而 09 合约波动率基本处于中等水平，期权价格较为合理。

菜粕期权 - 隐含波动率期限结构



数据来源: wind

六、2022 年 4 月菜籽类市场展望及期货策略建议

菜籽方面，加籽库存持续偏低，且天气干旱持续影响下，新作增产预期值有望下降，全球油菜籽供需偏紧格局仍是目前市场的主基调，对油菜籽价格形成有利支撑。不过，我国油菜籽产量有望创出新高，有助于缓解国内市场供应，对远期价格有所牵制。目前主力菜籽合约成交清淡，不建议操作。

菜油方面，全球油菜籽供应偏紧，且加籽价格持续偏高，油菜籽进口受限，油厂断籽停机现象普遍存在，同时，进口菜籽油进口量以及预期到港量也持续偏低，菜油供应较往年明显减少。不过，豆棕油供应有望逐步好转，且近期油脂价格大幅上涨以及疫情影响下，终端需求抑制较为明显，边际利空逐步显现。另外，随着俄乌谈判的持续推进，市场逐步趋于理性，风险溢价将逐步降低，对油脂市场有所牵制。整体来看，菜油市场多空交织，短期有望维持高位震荡，不过，中长期来看，边际利空逐步显现，价格重心有望下移。

菜粕方面，加籽年末库存持续偏低，且新作增产预期值有望下降，加籽价格持续偏高，菜粕成本端支撑较强。同时，南美大豆减产已成既定事实，美豆天气升水预期增加，提振

国内蛋白粕市场。另外，4月随着温度升高，水产养殖逐步启动，菜粕需求将逐步回暖。不过，菜粕进口量保持高位，对国内市场缺口有所补充，且价格涨至高位，市场追涨意愿减弱。整体来看，菜粕基本面仍偏多，但市场对前期非理性上涨存在修复预期，预计高位波动加大，期价将宽幅偏强震荡。

操作建议：

1、投机策略

本月处于移仓换月阶段，主力合约将由05转至09合约，故建议交易2209合约。

建议待菜粕2209合约在3550元/吨附近做多，目标3800元/吨，止损3500元/吨。

建议菜油2209合约在11800-12600元/吨区间交易，止损各100元/吨。

2、套保策略

中长期来看，菜油价格重心有望下移，油籽加工企业为防止价格下跌，建议于12600附近做空菜油2209合约，止损12700元/吨。

3、期权操作

考虑到未来菜粕价格继续偏强震荡运行，可以考虑买入RM209C3550。

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。