



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



欧洲菜籽受灾影响 天气扰动情绪增加

摘 要

菜籽方面，加拿大新年度菜籽供需状况或较本年度有所收紧，不过整体幅度不大，对市场影响较为有限。欧洲菜籽主产区出现的“倒春寒”，使得菜籽近一半的面积受灾。关注欧洲菜籽实际受灾情况。国内方面，新季菜籽产量减幅将低于预估，加上国际菜籽冲击，国产菜籽依旧承压，仍有下跌预期。目前主力菜籽合约成交清淡，不建议操作。

菜油方面，欧洲菜籽主产区出现的“倒春寒”，使得菜籽近一半的面积受灾，或将影响欧洲产区菜籽产量。其它油籽方面，巴西大豆收割接近尾声，出口销售加快，挤占美豆出口份额，牵制美豆价格。随着马来和印尼进入产量恢复阶段，产地供应压力有望增加，牵制马棕市场价格。国内市场而言，从船期预报来看，5、6月菜籽和大豆进口到港量较多，供应端压力仍存。且五一节日过后，油脂需求再度转淡，继续牵制国内油脂市场价格。不过，有消息称，菜油进口略有趋严，后续进口采购持谨慎态度，提振菜油价格。故而，菜油市场有望维持区间震荡。

菜粕方面，巴西大豆收割接近尾声，出口进程也明显加快，南美大豆竞争压力持续增强，挤占美豆出口需求。另外，新年度美豆种植面积预期提升，在平均单产下，整体供需继续转松，持续牵制美豆市场价格。成本传导下，国内粕价承压。国内市场而言，进口菜籽和菜粕直接进口预估到港量维持高位，菜粕供应压力仍存。不过，随着温度回升水产养殖刚需增加，利好菜粕需求端。短期菜粕自身供需无明显驱动。豆粕来看，生猪养殖利润好转，补栏积极性有所提升，利好国内粕类后市需求。不过，随着巴西大豆逐步到港，国内市场供应量明显增加，油厂开机率也明显提升，豆粕产出压力增强，限制豆粕市场价格。总体而言，市场多空交织下，菜粕或维持震荡为主。

目 录

| | |
|-----------------------------|----|
| 一、2024年4月菜籽类市场行情回顾..... | 2 |
| 1、2024年4月菜油市场行情回顾..... | 2 |
| 2、2024年4月菜粕市场行情回顾..... | 2 |
| 二、油菜籽基本面分析..... | 3 |
| 1、全球市场供需有望转紧..... | 3 |
| 2、国内菜籽供需情况..... | 4 |
| 2.1 菜籽产量减幅低于前期预估..... | 4 |
| 2.2 进口到港到港尚佳，供应压力仍存..... | 5 |
| 2.3 油厂开机率短期或维持高位..... | 6 |
| 3、替代品大豆方面..... | 7 |
| 3.1 南美大豆出口高峰期，持续制约市场价格..... | 7 |
| 3.2 到港压力预期增加..... | 8 |
| 三、菜油基本面分析..... | 9 |
| 1、直接进口压力持续偏高..... | 9 |
| 2、菜油库存压力较大..... | 10 |
| 3、替代品（豆棕油）供应分析..... | 11 |
| 3.1 马来和印尼步入增产周期..... | 11 |
| 3.2 豆油库存压力有所增强..... | 12 |
| 4、菜油性价比优势良好..... | 13 |
| 四、菜粕基本面分析..... | 14 |
| 1、直接进口量保持高位..... | 14 |
| 2、菜粕库存或维持稳定..... | 16 |
| 3、菜粕替代优势减弱..... | 17 |
| 4、豆粕需求难有好表现..... | 18 |
| 五、油粕比分析..... | 19 |
| 六、技术面分析..... | 18 |
| 1、菜油技术面分析..... | 18 |
| 2、菜粕技术面分析..... | 19 |
| 七、菜粕期权方面..... | 20 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 1、流动性分析 | 20 |
| 2、波动率分析 | 22 |
| 八、2024 年 5 月菜籽类市场展望及期货策略建议 | 23 |
| 免责声明 | 24 |

一、2024 年 4 月菜籽类市场行情回顾

1、2024 年 4 月菜油市场行情回顾

2024 年 4 月，菜油 2409 合约区间震荡。国内方面，油厂开机率保持高位，菜油产出压力仍存，且菜油直接进口量同步增加，增添市场供应，而需求仍处于传统淡季，菜油供应仍然相对充裕，菜油自身基本面仍然偏弱，前期价格略有走弱。不过，本月下旬欧洲菜籽主产区出现的“倒春寒”，使得菜籽近一半的面积受灾。天气炒涨影响下，菜油期价再度回涨。使得本月菜油总体呈现区间震荡。

郑商所菜油 2409 合约日 K 线图



图片来源：博易大师

2、2024 年 4 月菜粕市场行情回顾

2024 年 4 月，菜粕 2409 合约震荡微涨。主要是巴西大豆价格优势良好，且出口旺季来临挤占美豆出口份额，不过，市场对巴西大豆产量仍抱下调的预期，且前期空头氛围逐步消化后，市场并未有新的利空因素，国际豆价维持低位震荡。国内市场而言，菜籽到港持续较高，油厂开机率保持高位，菜粕产出压力仍存。不过，随着温度回升，水产养殖逐步启动，刚需向好。整体而言，市场多空交织，本月菜粕窄幅震荡微涨。

郑商所菜粕 2409 合约日 K 线图



图片来源：博易大师

二、油菜籽基本面分析

1、全球市场供需有望转紧

在美国农业部（以下简称“USDA”）4月供需报告中，2023/24年度全球油菜籽产量预估为8839万吨，较上月预估值继续上调32万吨。期末库存预估为782万吨，较上月预估调低25万吨。库存消费比为9.25%。从报告数据来看，尽管产量小幅上调，但压榨消费调整幅度更大，使得期末库存略有回降，不过回降幅有限，库存消费比也处于五年均值上方，2023/24年度全球菜籽供需状况相对平稳。对于新的2024/25年度而言，加拿大方面，现阶段是新季加籽的种植期，据此前加拿大统计局发布的播种面积报告显示，2024年加拿大的油菜籽种植面积预计降至2140万英亩，同比减少3.1%。基于加拿大统计局的种植面积预期值，加拿大农业暨农业食品部（AAFC）将2024/25年度加拿大油菜籽产量调低到1810万吨，低于2023/24年度的1,832.8万吨。产量整体维持在五年均值附近，变化不大。后续市场将重点关注加籽种植区天气状况，据报道，加籽主产省降水量与上周预测变化不大，仍以高于正常水平为主，4月25日-5月6日均有一定降水，其中有5日达到0.1英寸及以上。短期而言，产区状况良好。欧盟方面，根据GFS天气预报，欧洲菜籽产区在4月下旬面临霜冻灾害，局部地区平均气温低于往年均值近10℃。欧洲菜籽主产区出现的“倒春寒”，使得菜籽近一半的面积受灾。油世界初步预估报告显示，2024年欧盟27国的油菜籽产量预计为1830万吨，比3月份预测值调低了50万吨，将比去年产量降低170万吨。同时由

于陈季库存已经大幅降低，意味着 2024/25 年度欧盟油菜籽供应进一步吃紧，也意味着 2024/25 年度欧盟油菜籽进口需求将会提高，以抵消年度初期供应大幅降低的影响。欧盟作为全球菜籽的主产区和主销区，同盟国总产量占全球菜籽产量的 22% 以上，总消费占比接近 25%，在全球菜籽市场中占据着重要地位。欧洲菜籽大面积受灾，市场担忧该地区菜籽减产，影响全球市场的供给，叠加欧盟地区进口量的提升，使得新的市场年度全球菜籽供需格局再度转紧。



数据来源：USDA

2、国内菜籽供需情况

2.1 菜籽产量减幅低于前期预估

新籽方面，国内菜籽陆续进入收割上市阶段，合肥菜籽还有一个月上市，安庆菜籽价格还有 20 天左右上市，该省菜籽长势较好。湖北菜籽开始发黄，近期降雨利于菜籽生长，但是也推后了菜籽的收割期，市场预计今年菜籽在 5 月 5 日-15 日收割，去年在 4 月 25 日-5 月 5 日，关注该地区菜籽减产幅度。四川菜籽 5 月初收割，目前长势良好。产量方面，两湖地区相关机构对受灾菜籽进行了补救工作，其中油菜植株底部叶片冻伤较为明显，但底部叶片对于后期开花结果的影响较小。幸运的是，寒潮过后产区天气并没有出现明显升温，而是逐渐回暖，这也对菜籽生长修复起到一定利好作用，开花期阶段表现整体较好。同时，在中央一号文件扩种油菜的政策指引下，油菜的播种面积也有所增长，对本次受灾油菜也起到一定弥补作用。总体来看，新季油菜长势整体表现良好，减产预期下降明显。旧作市场而言，湖北、安徽市场情况相似，整体余量偏低，贸易商已进入淡季清仓阶段。因江苏产区菜籽上市时间较晚，部分贸易商会存有一定的陈菜籽库存，市场余量两成左右。

目前来看俄罗斯菜籽仍有一定的性价比优势，对国产菜籽的冲击影响仍在，国产菜籽仍处于下跌行情。整体而言，临近新菜籽上市，下游油坊对陈菜籽的采购积极性也较弱，贸易商也处于淡季清仓阶段，整个市场处于供需双弱的状态。

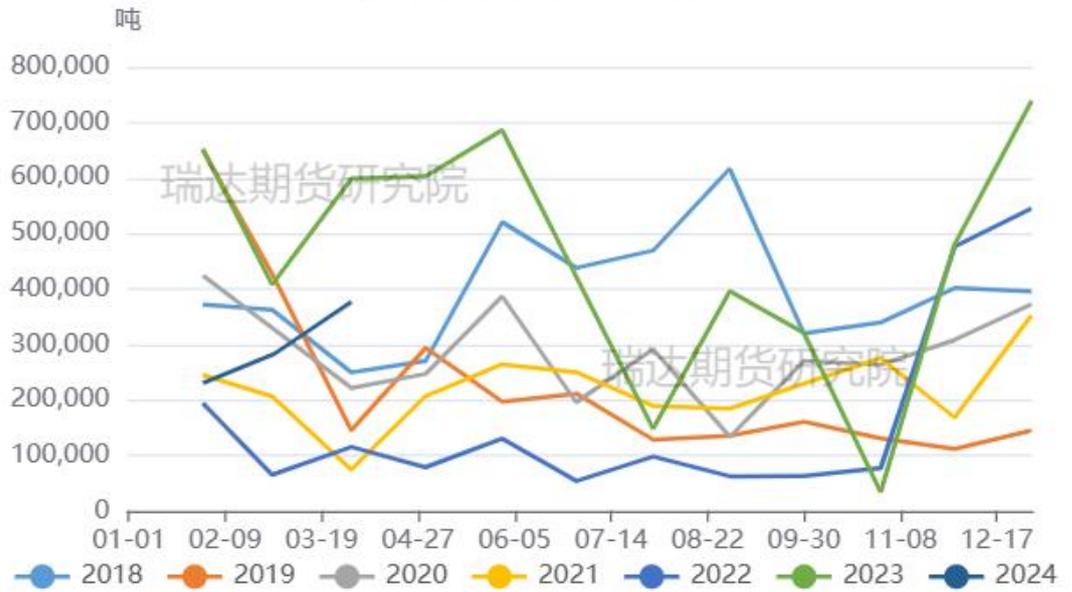


数据来源：USDA

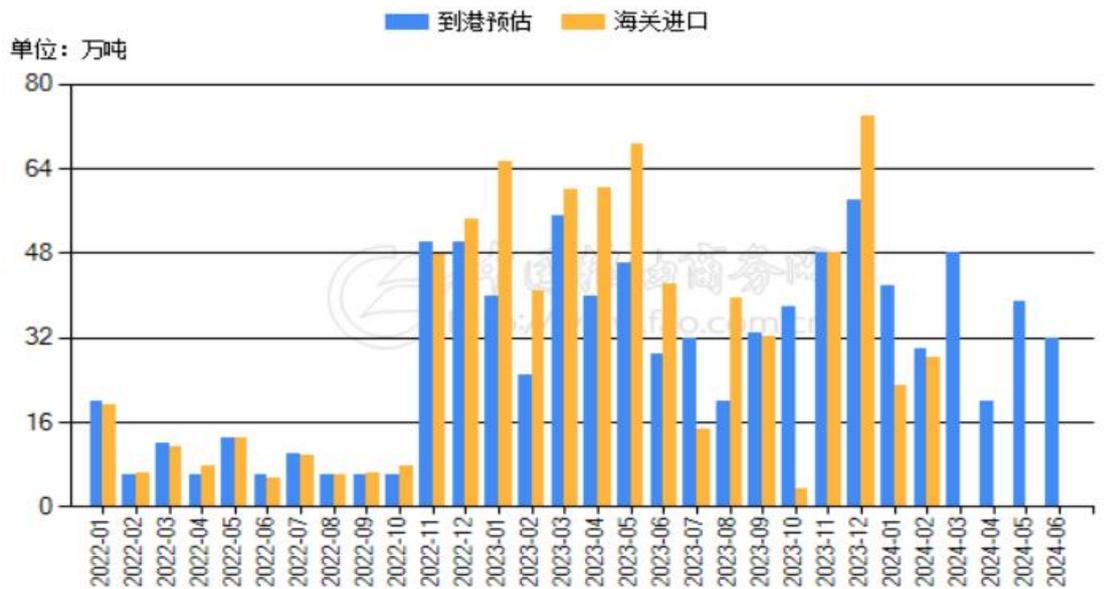
2.2 进口到港尚佳，供应压力仍存

从菜籽进口数量来看，海关数据显示，2024年3月油菜籽进口总量为376475.32吨，较上年同期598882.18吨减少222406.87吨，同比减少37.14%，较上月同期283541.10吨环比增加92934.22吨。2024年1-3月油菜籽进口总量为890319.94吨，较上年同期累计进口总量的1659980.70吨，减少769660.77吨，同比减少46.37%。虽然今年1-3月菜籽进口量较上年度同比减少较为明显，但国内需求端同样表现不佳，市场整体供需矛盾并不突出。后期而言，因进口菜籽压榨利润尚存，进口买船积极性良好，据中国粮油商务网数据显示，截止4月20日，菜籽实际到港量为41.77万吨，且5、6月油菜籽月度进口量预估分别为39万吨、32万吨。进口端供应持续良好，国内菜籽市场供应压力尚存。

菜籽:进口数量:当月值



2022年1月至2024年6月进口油菜籽进口量预估

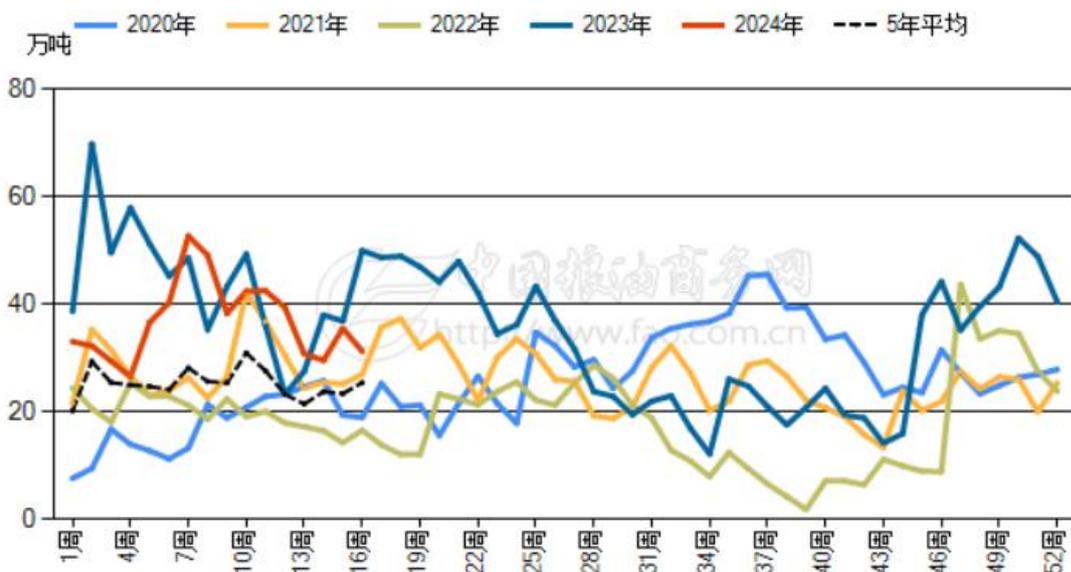


数据来源：海关总署 中国粮油商务网

2.3 油厂开机率短期或维持高位

从开机率来看，据中国粮油商务网数据显示，本月油厂开机率基本维持在 20%-30%左右，较上月平均开机率基本持平。主要因国内菜籽供应较为充裕且压榨利润尚存，油厂开机率保持相对高位。截止到 2024 年第 16 周末，国内进口油菜籽库存总量为 31.3 万吨，较上周的 35.6 万吨减少 4.3 万吨，去年同期为 50.0 万吨，五周平均为 33.3 万吨，略高于五年均值。同时，后期菜籽到港仍然相对良好，在菜籽供应充裕下，短期开机率或相对平稳，菜油粕供应压力仍存。

2020-2024年第16周全国油厂进口油菜籽周度库存对比



进口油菜籽周度开机率



数据来源：中国粮油商务网

3、替代品大豆方面

3.1 南美大豆出口高峰期，持续制约市场价格

美国农业部（以下简称“USDA”）公布的4月供需报告显示，全球2023/24年度大豆产量预估为3.9673亿吨，3月预估为3.9685亿吨。全球2023/24年度大豆期末库存预估为1.1422亿吨，3月预估为1.1427亿吨。本月数据调整幅度基本不大，报告整体偏中性。巴西方面，本次报告对该国产量并未做任何调整，维持1.55亿吨，估值仍相对保守。巴西国内各机构产量预估较USDA普遍偏低，其中conab对大豆产量预估为1.465亿吨，二者差

距达 850 万吨，使得市场对 USDA 数据仍抱有下调预期。前期利空逐步被消化后，市场关注后期 USDA 是否会对巴西大豆产量有所下调。

新年度而言，大豆市场焦点仍在南美出口以及新季美豆种植期的天气上。南美方面，巴西国家商品供应公司（Conab）公布的周度作物种植与收割报告显示，截至 4 月 21 日，巴西 2023/24 年度大豆收割率为 86.8%，较此前一周增加 3.6 个百分点，但低于去年同期的 89%。随着收割步入尾段，出口进程也有所加快。巴西外贸秘书处（SECEX）的数据显示，2024 年 4 月 1 至 19 日，巴西大豆出口量为 1021 万吨，高于一周前的 685 万吨，意味着上周巴西出口大豆 336 万吨。去年 4 月份全月，巴西大豆出口量为 1434 万吨。布宜诺斯艾利斯谷物交易所（BAGE）称，截至 4 月 17 日，阿根廷 2023/24 年度大豆收获进度为 13.9%，高于一周前的 10.6%。随着南美收割推进，来自巴西和阿根廷的竞争压力将随收获进度的推进持续增强。美国方面，USDA 发布的 2024 年春播意向报告报告显示，由于玉米价格低而投入成本高，许多农户希望削减开支，因此美国农户计划在 2024 年减少玉米播种面积，同时增加收益相对更好的大豆播种面积。美国 2024 年大豆种植面积预估为 8,651 万英亩，市场此前预估为 8,653 万英亩。2023 年实际种植面积为 8,360 万英亩。USDA 的全国作物进展周报显示，今年美国大豆播种进度高于往年平均进度。在占到全国大豆播种面积 96% 的 18 个州，截至 4 月 14 日（周日），美国大豆播种进度为 8%，上周 3%，去年同期 8%，五年同期均值为 4%。整体种植进度及天气状况相对良好。

综合来看，南美大豆产量基本确立，后续调整幅度有限，并且新季美豆种植面积较去年有所增加，在平均单产下，美豆期末库存有望继续回升，牵制大豆市场价格。

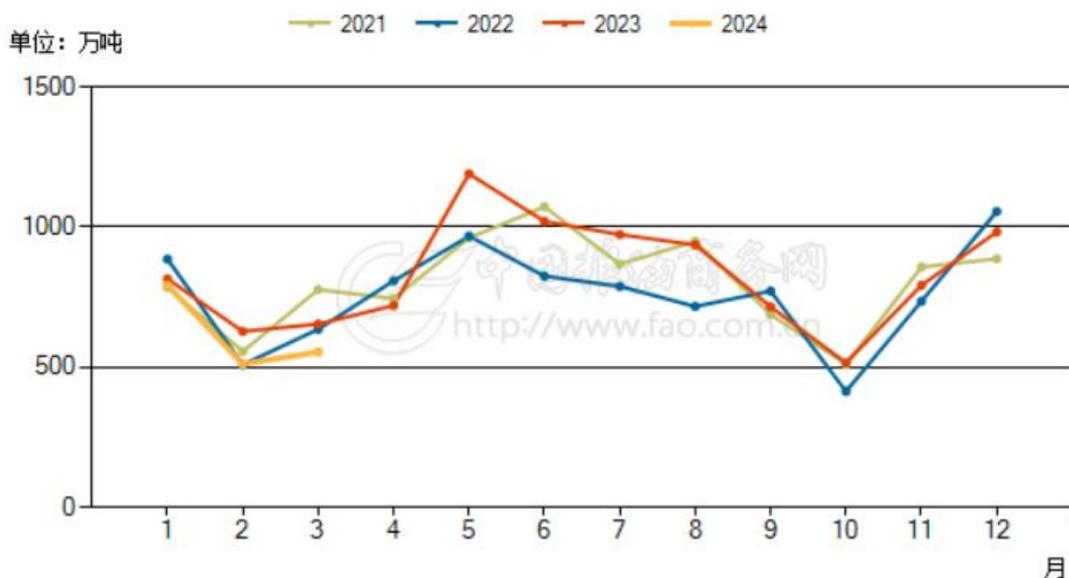
| 年度 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24 | 年度差额 |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 期初库存 | 11418.5 | 9525.1 | 9863.8 | 9309.1 | 10131 | 821.9 |
| 产量 | 34145.3 | 36922.2 | 36044.6 | 37819.6 | 39672.5 | 1852.9 |
| 进口 | 16529.4 | 16619.9 | 15446.5 | 16787.2 | 17033.1 | 245.9 |
| 总供应量 | 62093.2 | 63067.2 | 61354.9 | 63915.9 | 66836.6 | 2920.7 |
| 出口 | 16582.1 | 16517.6 | 15443.1 | 17208.5 | 17306.4 | 97.9 |
| 压榨量 | 31265.6 | 31806.8 | 31650.8 | 31502.7 | 32803.2 | 1300.5 |
| 食用消费 | 2096.1 | 2161.3 | 2202.6 | 2284 | 2368.5 | 84.5 |
| 其他消费 | 2634.7 | 2717.7 | 2749.3 | 2789.7 | 2936.5 | 146.8 |
| 总需求 | 52578.5 | 53203.4 | 52045.8 | 53784.9 | 55414.6 | 1629.7 |
| 期末库存 | 9514.7 | 9863.8 | 9309.1 | 10131 | 11422 | 1291 |

数据来源：USDA

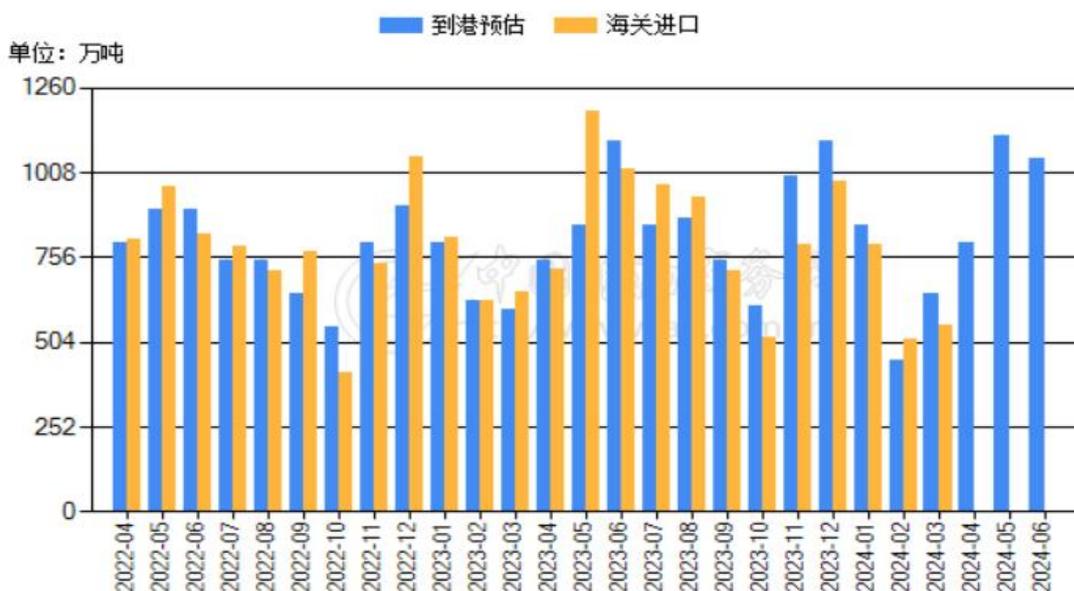
3.2 到港压力预期增加

从月度进口量来看，2024年3月大豆进口总量为554.12万吨，较上年同期653.83万吨减少99.71万吨，同比减少15.25%，较上月同期511.59万吨环比增加42.53万吨。2024年1-3月大豆进口总量为1857.80万吨，较上年同期累计进口总量的2096.49万吨，减少238.69万吨，同比减少11.39%。一季度进口大豆到港量明显较少，供应受限。不过，根据中国粮油商务网跟踪统计，截止4月20日，本月进口大豆实际到港量571.10万吨。且从后期进口大豆到港预估来看，5、6月大豆进口预估分别为1120、1050万吨，整体较一季度进口量大幅回升，提升国内大豆供应量，供应端压力增强。

2021年-2024年海关大豆月度进口量年度对比



2022年4月至2024年6月进口大豆进口量预估



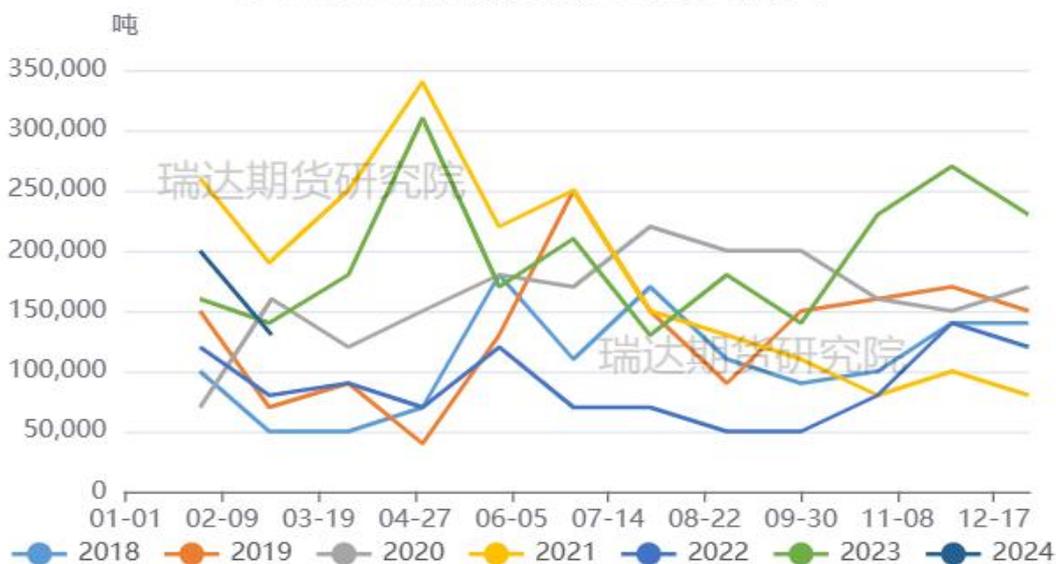
数据来源：中国粮油商务网

三、菜油基本面分析

1、直接进口压力持续偏高

从月度进口量来看，2024年3月菜籽油进口总量为194899.78吨，较上年同期179624.10吨增加15275.69吨，同比增加8.50%，较上月同期126535.12吨环比增加68364.66吨。2024年1-3月菜籽油进口总量为520275.20吨，较上年同期累计进口总量的484865.48吨，增加35409.72吨，同比增加7.30%。由于国内菜油需求表现欠佳，且上半年是油脂消费淡季，制约进口端采购积极性。然而，作为我国最大的菜油进口来源国，俄罗斯菜油价格优势仍然较为明显，使得菜油直接进口量持续保持相对高位，增加国内市场供应。从后期进口预估来看，5、6月菜油进口量有望继续保持在25、27万吨的高位，来自进口端压力仍存。

进口数量:菜籽油和芥子油:当月值



数据来源：海关总署

2、菜油库存压力较大

中国粮油商务网监测数据显示，截止到2024年第16周末，国内进口压榨菜油库存量为46.3万吨，较上周的44.2万吨增加2.1万吨，环比增加4.64%；合同量为51.3万吨，较上周的50.5万吨增加0.8万吨，环比增加1.62%。其中：非油企库存量为33.4万吨，较上周的32.6万吨增加0.8万吨，环比增加2.61%；合同量为0.0万吨，较上周的0.1万吨减少0.1万吨，环比下降100.00%；油企库存量为12.8万吨，较上周的11.6万吨增加1.2万吨，环比增加10.31%；合同量为51.3万吨，较上周的50.5万吨增加0.8万吨，环

比增加 1.74%。由于下游需求表现不佳，叠加菜籽供应较为充裕，油厂开机率维持较高水平，菜油产出压力较高，使得油厂整体库存水平持续保持近年来最高位，库存压力持续偏大。



数据来源：中国粮油商务网

3、替代品（豆棕油）供应分析

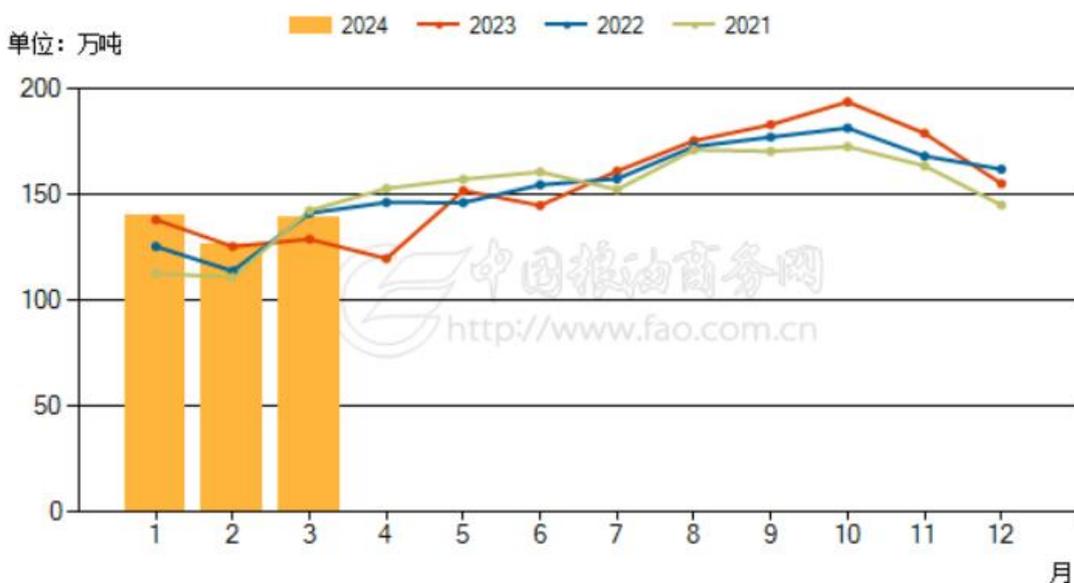
3.1 马来和印尼步入增产周期

马来西亚棕榈油局(MPOB)公布的数据显示,2024年3月马来西亚棕榈油产量为139.25万吨,较2月的125.94万吨增加13.31万吨,环比增加10.57%。进口量为2.19万吨,较2月的3.26万吨下降1.07万吨,环比下降32.75%。出口量为131.76万吨,较2月的102.45万吨增加29.31万吨,环比增加28.61%。月末库存为171.5万吨,较2月的192.01万吨下降20.51万吨,环比下降10.68%。一季度马棕仍处于减产季,供应面压力减弱,使得库存继续下降。不过,随着时间来到二季度,马来和印尼棕榈油将处于产量恢复阶段,供应端压力将逐步增加。马来西亚棕榈油协会(MPOA)称,2024年4月1-20日马来西亚棕榈油产量环比增加4.50%,其中马来西亚半岛的产量环比增加1.86%,沙巴的产量环比增加8.84%;沙捞越的产量环比增加9.14%;东马来西亚的产量环比增加8.94%。出口方面,4月1-25日马来西亚棕榈油出口量较上月增长1.5%到6.6%不等,出口增量有所下滑。从历年马来西亚二季度出口量来看,整体出口量相对平稳,整体波动幅度不大。结合产量和出口来看,二季度产量处于逐步趋增状态,而出口端表现相对平稳,故而马棕库存或有所增加,后期供应压力有望回升,关注马来和印尼产量增加情况。

国内方面,由于前期买船较少,进口到港相对偏低,中国海关公布的数据显示,2024

年3月棕榈油进口总量为234898.44吨，较上年同期499585.16吨减少264686.72吨，同比减少52.98%，较上月同期128404.82吨环比增加106493.62吨。整体处于历年同期相对低位，市场供应有限，使得国内棕榈油库存水平较前期继续下滑，处于历年同期相对低位。中国粮油商务网监测数据显示，截止到2024年第16周末，国内棕榈油库存总量为47.8万吨，较上周的50.1万吨减少2.3万吨；合同量为2.1万吨，较上周的2.3万吨减少0.2万吨。其中24度及以下库存量为43.5万吨，较上周的45.7万吨减少2.2万吨；高度库存量为4.3万吨，较上周的4.4万吨减少0.1万吨。后期而言，据监测数据显示，5、6月棕榈油进口到港预估分别为37、35万吨，进口预估较前期有所回升，不过整体水平与历年同期进口量基本相当，国内供应方面影响有限。

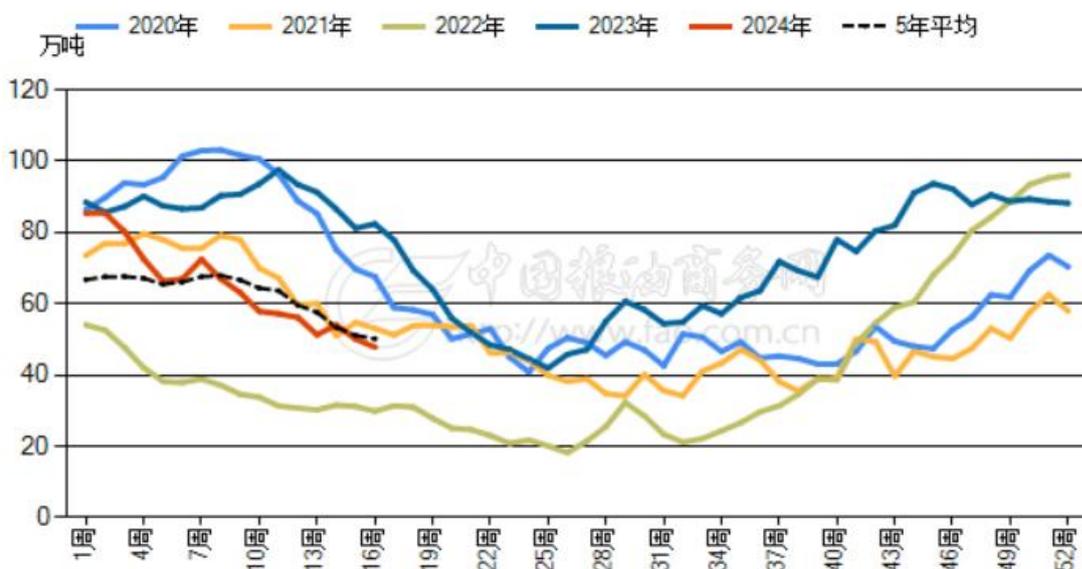
2021年-2024年MPOB棕榈油月度产量年度对比



2021年-2024年海关棕榈油月度进口量年度对比



2020-2024年第16周全国棕榈油周度库存对比

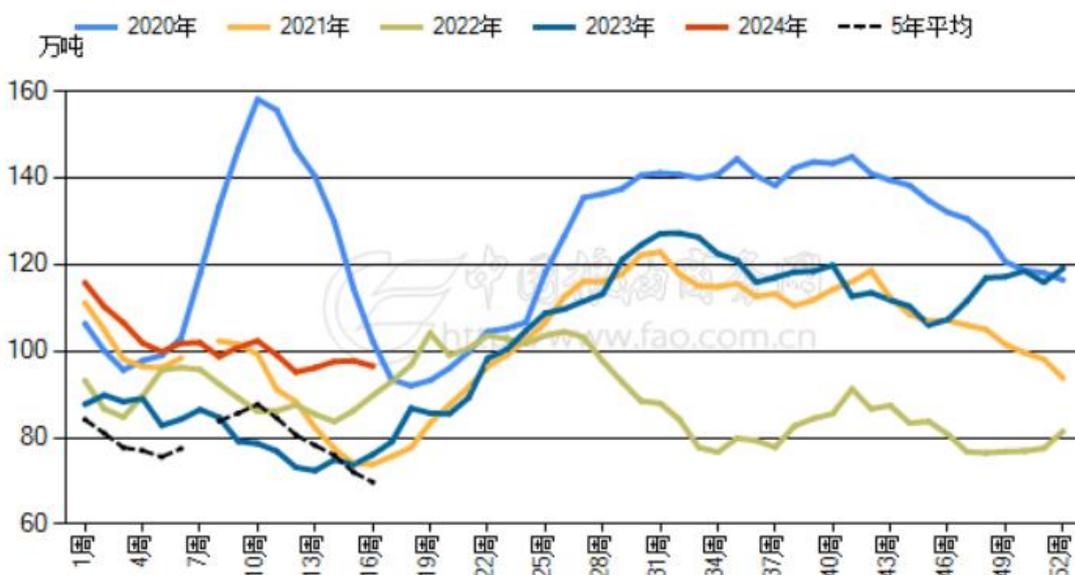


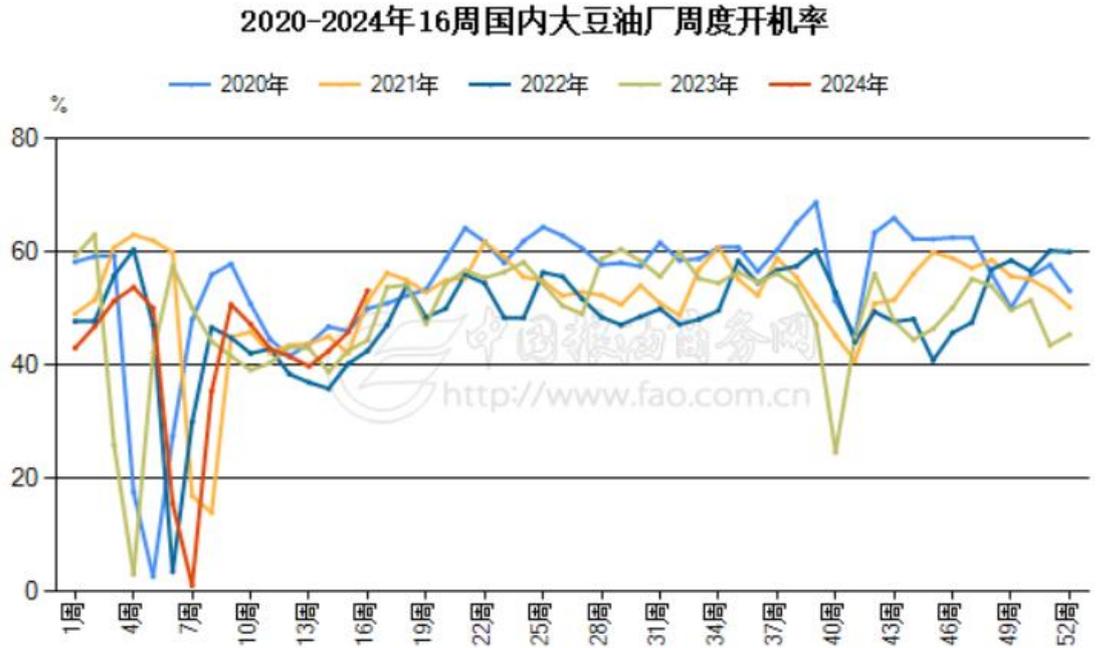
数据来源：MPOB 中国粮油商务网

3.2 豆油库存压力有所增强

由于一季度以及4月前半月进口大豆到港量偏低，持续制约油厂开机率，豆油产出有限，使得豆油库存压力相对有限。中国粮油商务网监测数据显示，截止到2024年第16周末，国内豆油库存量为96.5万吨，较上周的97.8万吨减少1.3万吨，环比下降1.30%。不过，随着巴西大豆大量到港，国内油厂开机率将有所回升，豆油产出预期增加，并且从历年豆油库存走势来看，5月豆油库存将处于逐步回升阶段，油厂库存压力将有所走强。

2020-2024年第16周全国油厂豆油周度库存对比





数据来源：中国粮源商务网

4、菜油性价比优势良好

现货市场来看，截止4月26日，菜豆油价差为390元/吨，菜棕价差为350元/吨。尽管本月菜豆油以及菜棕油价差略有回暖，但整体仍处于最低价差水平附近，特别是菜棕油现货价差，处于历史性低位，菜油性价比凸显，替代优势仍存。盘面来看，菜豆油主力09合约期货市场价差为763元/吨，二者期价比值为1.099。菜棕油期货市场价差为991元/吨，二者期价比值为1.133，无论相较于豆油还是棕榈油，价差和比值均继续处于近年来最低水平区域，菜油性价比优势相对较好。同时，国家统计局发布的数据显示，一季度，全国餐饮收入13445亿元，同比增长10.8%；限额以上单位餐饮收入3551亿元，同比增长9.2%。其中，3月份，全国餐饮收入3964亿元，同比增长6.9%；限额以上单位餐饮收入1174亿元，同比增长3.2%。餐饮消费增势较好，表明国内经济处于稳步向好转变，菜油替代面有望增加。后期来看，进口大豆以及棕榈油预期到港量均有所回升，菜籽进口整体表现相对平稳，叠加欧洲菜籽因霜冻灾害面临减产，菜籽供应有望转紧，同样利好菜油，菜豆和菜棕价差有望低位继续回升。

菜豆油现货价差 (季节图)



菜棕油现货价差 (季节图)



数据来源: wind

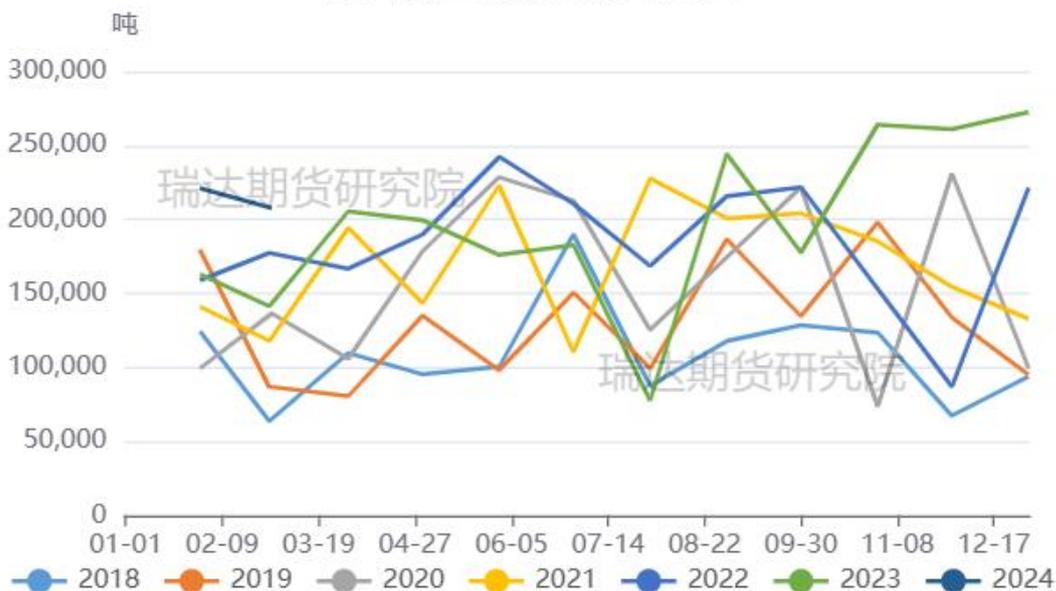
四、菜粕基本面分析

1、直接进口量保持高位

从菜粕月度进口数据来看,据海关数据显示,2024年3月菜粕进口总量为245035.55吨,较上年同期205498.75吨增加39536.80吨,同比增加19.24%,较上月同期207717.68吨环比增加37317.87吨。2024年1-3月菜粕进口总量为673854.26吨,较上年同期累计进口总量的509832.29吨,增加164021.98吨,同比增加32.17%。今年一季度菜粕直接进口量继续保持近年来最高位。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，3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。菜粕直接进口量的增加，进一步增加国内市场的供应。

进口数量:菜籽粕:当月值



2021/22年度-2023/24年度3月加拿大油菜籽月度压榨量对比



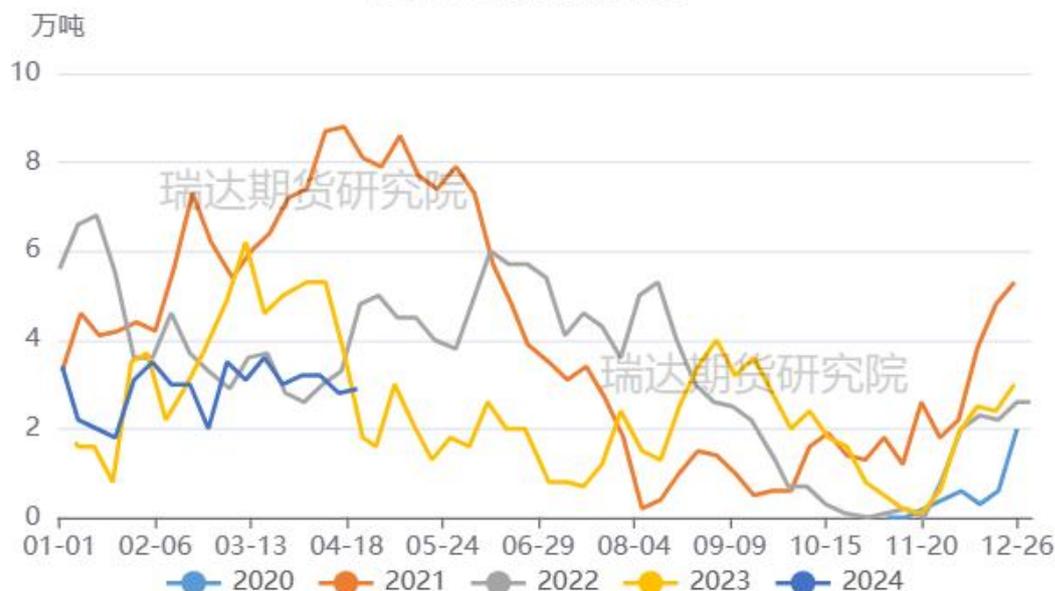
数据来源：海关总署 中国粮油商务网

2、菜粕库存或维持稳定

中国粮油商务网监测数据显示，截止到2024年第16周末，国内进口压榨菜粕库存量为2.9万吨，较上周的2.8万吨增加0.1万吨，环比增加4.64%。本月库存整体变化不大，整体较五年均值基本相当，主要是尽管油厂开机率保持偏高水平，但温度回升，水产养殖

逐步启动，整体提货情况相对较好，使得库存相对平稳。后期来看，水产养殖逐渐步入旺季，菜粕刚需支撑有所提升。不过，进口菜籽到港维持高位，产出压力仍存，整体库存或波动不大。

进口压榨菜粕库存



数据来源：中国粮油商务网

3、菜粕替代优势减弱

同为蛋白饲料的提供者，豆粕和菜粕两者之间具有较为稳定的价差结构。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，两者之间有一定的替代性。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。截止 4 月 26 日，豆菜粕现货价差为 530 元/吨，二者价差基本恢复至同期中等水平，菜粕比价优势有所下滑。同时，随着生猪养殖利润回暖，豆粕饲用添加占比有望提升。故而，后续菜粕需求端增量将主要体现在水产养殖刚需部分。

豆菜粕现货价差



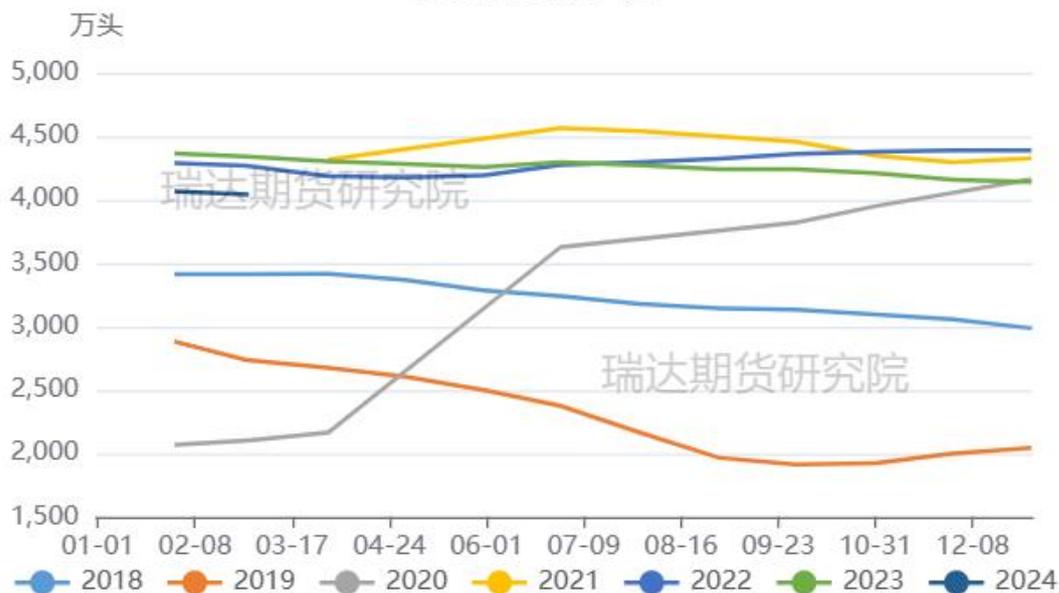
数据来源：wind

4、豆粕需求难有好表现

从饲料总产量情况来看，国家统计局公布的数据显示，2024年1-2月中国饲料产量为4502.3万吨，较上年同期下滑2.1%，创2021年以来同期最低。另外，据中国饲料工业协会测算，2024年1-2月，全国工业饲料产量4437万吨，同比下降3.6%。主要配合饲料、浓缩饲料、添加剂预混合饲料产品出厂价格环比、同比呈下降趋势。饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比为41.1%，配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比为12.8%，同比分别下降1.5和1.4个百分点。今年前2个月工业饲料产量同比下降3.6%。饲料产量的下滑意味着下游需求的减弱，也进一步表明此阶段养殖端产能较往年同期有所下降。同时配合饲料中豆粕用量占比为12.8%，同比下降1.4个百分点。说明因为养殖利润不佳，企业仍倾向于用更具比价优势的菜粕、棉粕等去替代豆粕用量。不过，近期来看，随着进口大豆到港量增加，豆粕产出增加，现货价格有所下滑，比价优势略有回归，后期饲用占比有望得到提升。

对于饲用占比最高的生猪产业而言，据国家统计局数据统计，截止到2024年一季度末，全国生猪存栏40850万头，同比下降5.2%；能繁母猪存栏3992万头，同比下降7.3%；环比减少150万头，下降3.6%。自2023年一季度起能繁母猪存栏连续5个季度环比下降，表明市场整体仍处于缩减产能进程中，且养殖户在前期经历过长时间的持续亏损局面，资金压力下较大，尽管现阶段养殖利润有所回暖，亦无过多补栏情绪，今年生猪存栏将持续低于去年水平，豆粕饲用需求量或难有好的表现。

能繁母猪存栏



数据来源: wind

五、油粕比值分析

从历年油粕现价比运行的规律来看，上半年油粕比基本呈现下降趋势，下半年则呈现上升趋势。主要是因为压榨企业的主要收入来自于菜油，而油脂消费呈现上半年向淡季过渡，下半年随着温度下降，消费需求再度逐步回暖的状态，并且4-9月水产养殖旺季菜粕需求较好，与菜油需求旺季正好互补，所以全年来看，油粕比呈现先跌后涨趋势。本月来看，期现货油粕比整体有所下滑，不过幅度相对有限。截止4月23日，期货主力2409合约比值报3.109，现货价格比值报2.97。主要是本月菜油在棕榈油高位回落拖累下整体价格相对震荡，而随着温度回升，水产养殖逐步启动，菜粕刚需支撑增强，提振菜粕价格，进而使得油粕比值整体略有回落。后期来看，菜油粕供应端变化较为一致，而需求端来看，温度升高水产养殖启动，菜粕刚需采购继续增加，而五一节后油脂需求步入淡季，油粕比预计呈现继续下滑趋势。

油粕比



数据来源：郑商所 wind

六、技术面分析

1、菜油技术面分析

本月菜油主力 09 合约日均线仍表现为多头排列，MACD 红柱有所增长，且 DIFF 和 DEA 处于 0 轴上方，表明短期市场仍有走强的可能。从本月持仓情况来看，多空双方持仓均有所增加，空头持仓增幅更大，使得净空持仓量有所增加，截止 4 月 26 日，前 20 名净空持仓约 8 万手，较上月同期增加 2 万手左右。净空持仓增加而期价并未走弱，反而有走强的倾向，表明尽管当前市场仍然空头占优，但由于前期利空情绪释放，低位做空情绪有所减弱。

菜油 2409 合约日 K 线图



数据来源：博易大师

2、菜粕技术面分析

菜粕主力 09 合约日均线表现为多头排列，DIFF 和 DEA 持续在 0 轴附近徘徊，表明本月市场并未有明显的单边趋势性。从持仓情况来看，本月多空双方持仓量均有所增加，且双方增量基本持平，使得净空持仓量变化不大，截止 4 月 26 日，前 20 名净空持仓约 16.6 万手左右，较月初变化不大，表明市场多空争夺仍然较为激烈。

菜粕 2409 合约日 K 线图



数据来源：博易大师

七、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低位震荡收涨。截止4月26日收盘，期权最新持仓量为201435张，日成交量102609张，本月成交量和持仓量均有所下降，市场交投活跃度有所下滑。从成交量和持仓量的认沽认购比率来看，成交量认沽认购比和持仓量认沽认购比较月初变化不大，整体运行于40%-70%之间。表明市场整体偏多。从平值期权合约的收益情况来看，本月平值期权认购收益率震荡回升，认沽收益率震荡下跌，截止26日，认购收益率在207%附近，认沽收益率在-170%附近，表明本月市场相对偏强。

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

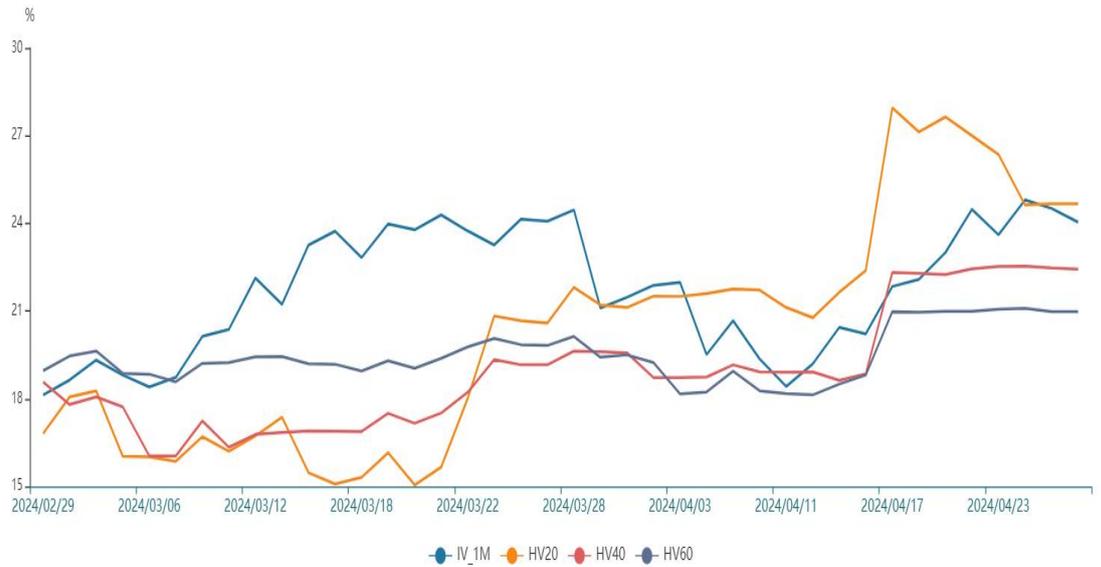


数据来源: wind

2、波动率分析

本月菜粕期权主力合约 2409 隐含波动率整体呈现震荡上涨,主要是美豆方面也未有新的利空信息,随着期价跌至低位,续跌意愿减弱,美豆维持低位震荡,而国内生猪价格回暖,叠加水产养殖逐步启动,菜粕刚需逐步增加,对菜粕价格有所支撑,现货价格上涨,提振市场做多情绪升温,市场波动率也随之上涨。截止 4 月 26 日,菜粕 2409 合约平值期权隐含波动率为 24.04%,较月初的 21.47%上升了 2.57%。目前菜粕 09 合约平值期权隐含

波动率处于 40 日、60 日、20 日历史波动率中等水平的位置，对应的期权价格相对适中。



数据来源: wind

八、2024 年 5 菜籽类市场展望及期货策略建议

菜籽方面，加拿大新年度菜籽供需状况或较本年度有所收紧，不过整体幅度不大，对市场影响较为有限。欧洲菜籽主产区出现的“倒春寒”，使得菜籽近一半的面积受灾。关注欧洲菜籽实际受灾情况。国内方面，新季菜籽产量减幅将低于预估，加上国际菜籽冲击，国产菜籽依旧承压，仍有下跌预期。目前主力菜籽合约成交清淡，不建议操作。

菜油方面，加拿大新年度菜籽供需状况或较本年度有所收紧，不过整体幅度不大，对市场影响较为有限。不过，欧洲菜籽主产区出现的“倒春寒”，使得菜籽近一半的面积受灾。或将影响欧洲产区菜籽产量。其它油籽方面，巴西大豆收割接近尾声，出口销售加快，挤占美豆出口份额，牵制美豆价格。随着马来和印尼进入产量恢复阶段，产地供应压力有望增加，牵制马棕市场价格。国内市场而言，从船期预报来看，5、6 月菜籽和大豆进口到港量较多，供应端压力仍存。且五一节日过后，油脂需求再度转淡，继续牵制国内油脂市场价格。不过，有消息称，菜油进口略有趋严，后续进口采购持谨慎态度，提振菜油价格。故而，菜油市场有望维持区间震荡。

菜粕方面，巴西大豆收割接近尾声，出口进程也明显加快，南美大豆竞争压力持续增强，挤占美豆出口需求。另外，新年度美豆种植面积预期提升，在平均单产下，整体供需继续转松，持续牵制美豆市场价格。成本传导下，国内粕价承压。国内市场而言，进口菜籽和菜粕直接进口预估到港量维持高位，菜粕供应压力仍存。不过，随着温度回升水产养殖刚需增加，利好菜粕需求端。短期菜粕自身供需无明显驱动。豆粕来看，市场看好生猪

后市，现阶段补栏积极性提升，利好国内粕类后市需求。不过，随着巴西大豆逐步到港，国内市场供应量明显增加，油厂开机率也明显提升，豆粕产出压力增强，限制豆粕市场价格。总体而言，市场多空交织下，菜粕或维持震荡为主。

操作建议：

1、投机策略

建议菜油 2409 合约在 8000-8700 元/吨区间内交易，止损各 100 元/吨。

建议菜粕 2409 合约在 2650-2850 元/吨区间内交易，止损各 50 元/吨。

2、套期保值

建议油厂 5 月可于 8700 元/吨卖出菜油 2409 合约锁定卖出利润，止损参考 8800 元/吨。

3、期权操作

5 月菜粕 09 合约或将区间震荡，压榨企业可以可尝试卖出 RM409C2850，锁定卖出价格。

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。