



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



前期压力集中释放 菜油短期趋于平稳

摘 要

菜籽方面，美国农业部继续上调全球油菜籽产量预期，供应增加相对确定，国际油菜籽市场由紧转松。且澳大利亚油菜籽丰收，将对加拿大的出口构成有力的竞争。油菜籽市场上方压力明显。目前主力菜籽合约成交清淡，不建议操作。

菜油方面，全球油菜籽产量增产预期较为明朗，市场供应增加，国际油菜籽价格上方压力较大。且巴西大豆集中出口季的到来，国际大豆承压。不过，马来和印尼棕榈油库存均下滑，且马来产量不佳而出口增加，总体利好油脂市场，对菜油亦有所提振。国内市场而言，菜籽进入消费淡季，市场清库为新籽做准备，整体供需双弱。菜籽表现不佳情况下，菜油价格难有好的表现。且油菜籽进口保持高位，菜油供应保障坚实。另外，进口大豆到港量将明显增加，豆油供应呈增长趋势。油脂供应压力增加。不过，五一节前备货对油脂需求有所提振，支撑菜油价格。总的来看，在供应压力下，菜油上方压力较大，中长期仍将表现偏弱。短期而言，前期压力集中释放后，市场有望趋于平稳。

菜粕方面，随着巴西大豆集中出口季的到来，以及美豆新季种植面积预期增加，国际大豆价格上方压力增大，成本传导下，国内粕价易跌难涨。同时，进口大豆到港量增加，豆粕供应改善，而生猪养殖利润不佳，饲用需求未有起色。联动作用下，利空菜粕。菜粕自身方面来看，国际油菜籽下跌，进口成本下降明显，成本支撑减弱，且加籽进口持续保持高位，菜粕市场供应量显著增加，且进口菜粕可用于交割，菜粕供应压力仍存。不过，随着温度升高，南方水产养殖逐步启动，且豆菜粕价差相对较高，菜粕替代优势明显，推动养殖企业缩减豆粕用量，提振菜粕需求情况。总的来看，多重压力下，菜粕上方压力较为明显，期价有望继续偏弱震荡。

目 录

一、2023年3月菜籽类市场行情回顾	2
1、2023年3月菜油市场行情回顾	2
2、2023年3月菜粕市场行情回顾	2
二、油菜籽基本面分析	3
1、全球油菜籽供需情况	3
2、国内菜籽供应情况	4
2.1、国内菜籽产需状况	4
2.2、油菜籽进口量	5
3、国内菜籽需求情况	5
3.1、进口压榨利润分析	5
3.2、油厂开机率及库存情况	6
4、替代品大豆方面	7
三、菜油基本面分析	9
1、产量分析	9
2、直接进口量分析	10
3、三大油脂库存情况	11
4、替代品（豆棕油）供应分析	12
5、油脂需求情况	13
四、菜粕基本面分析	14
1、产量库存情况	14
2、菜粕直接进口量分析	15
3、菜粕需求情况	16
4、替代品豆粕供需情况	17
五、菜粕期权方面	18
1、流动性分析	18
2、波动率分析	20
六、2023年4月菜籽类市场展望及期货策略建议	21
免责声明	22

一、2023 年 3 月菜籽类市场行情回顾

1、2023 年 3 月菜油市场行情回顾

2023 年 3 月，菜油 2305 合约大幅下跌。加籽进口到港维持高位，国内油厂开机率同比提升，菜油供应相对充裕。叠加年后油脂需求转入季节性淡季，菜油基本面整体偏弱。国际方面，美国农业部继续上调全球油菜籽产量，且澳大利亚油菜籽丰收，将对加拿大的出口构成有力的竞争。加籽连续回落，进口成本支撑大幅减弱。同时宏观氛围不佳，叠加全球油脂市场需求预期转差，市场被悲观情绪笼罩，对利空因素敏感，弱势联动效应明显增强，国内油脂同步下跌。故而，本月菜油期价呈现大幅下跌。

郑商所菜油 2305 合约日 K 线图



图片来源：博易大师

2、2023 年 3 月菜粕市场行情回顾

2023 年 3 月，菜粕 2305 合约整体表现为大幅下跌。尽管阿根廷作物产区天气持续干旱，美国农业部持续下调该国家大豆产量。但巴西大豆丰产预期强烈，且随着巴西收割持续推进，出口需求转向南美，USDA 公布的美豆出口销售数据也不及去年同期，国际大豆价格大幅回落，成本传导下，拖累国内粕价走势。另外，全球经济忧虑继续升温，宏观氛围转弱，拖累全球商品市场整体走势。菜粕自身方面，全球油菜籽产量预估继续上调，且澳大利亚油菜籽丰收，将对加拿大的出口构成有力的竞争。加籽连续回落，进口成本支撑大幅减弱。同时，油菜籽进口大增，油厂开机率保持高位，菜粕供应相对充裕。故而，多因

素共振下，菜粕期价大幅下跌。

郑商所菜粕 2305 合约日 K 线图

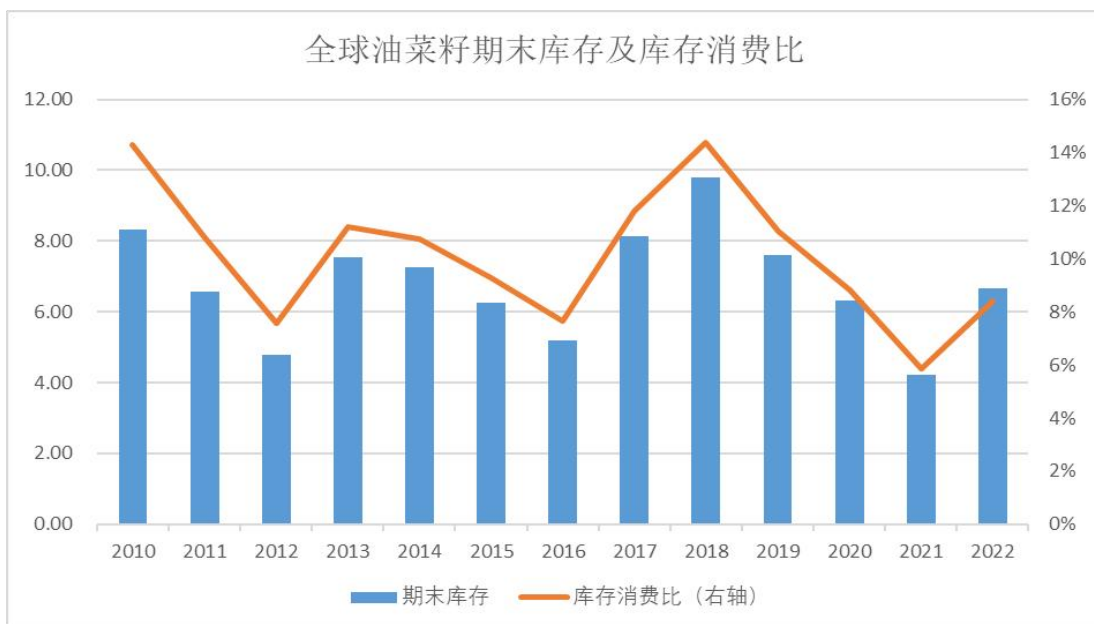


图片来源：博易大师

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）2023 年 3 月报告显示，2022/23 年度全球菜籽产量为 8631 万吨，较上月预估值增加 123 万吨。压榨量预估为 7868.2 万吨，较上月压榨预估上调 54 万吨。期末库存为 667.2 万吨，较上月预估调高 50.9 万吨。库存消费比为 8.40%。从报告数据来看，美国农业部将全球菜籽产量上调了 1.44%，使得期末库存同步上升。全球油菜籽市场由之前偏紧格局逐步向宽松的氛围转变，油菜籽价格承压明显。另外，加拿大农业部（AAFC）发布的 3 月份供需报告显示，2023/24 年度加拿大油菜籽产量预计为 1850 万吨，比 2022/23 年度的 1817.4 万吨增加 1.8%，主要因为播种面积和单产提高。油菜籽出口量预计为 880 万吨，比上年的 860 万吨增加 2.3%。期末库存预计为 850 万吨，比上年的 800 万吨增加 6.3%。新季加籽产量预期维持高位，给国际油菜籽市场供应面提供坚实的基础。同样，欧洲行业机构 Cocere1 将 2023 年欧盟和英国的油菜籽产量预估从 12 月份预测的 2040 万吨上调到 2110 万吨。且澳大利亚油菜籽丰收，将对加拿大的出口构成有力的竞争。国际油菜籽供应增加相对确定，市场上方压力明显。

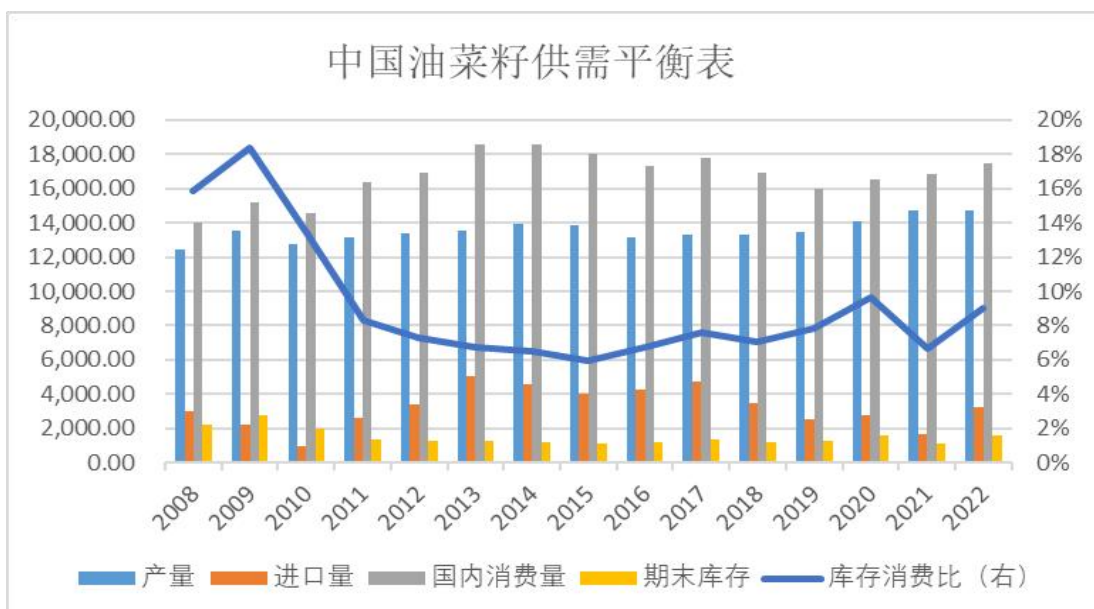


数据来源：USDA

2、国内菜籽供应情况

2.1、国内菜籽供需状况

按照往年的购销特点来看，每年的3-4月将进入传统的菜籽市场淡季。进入三月以来，菜籽市场下游需求日渐疲软，需求量逐渐减少，贸易商也逐渐下调菜籽价格，刺激走货速度，清理库存以待新菜籽上市。同时，临近新菜籽上市，市场供应量后期将大幅增加，下游油坊对陈菜籽的采购积极性也较弱，整个市场处于供需双弱的状态，菜籽市场价格连续下跌。另外，目前加籽继续大量到港，国内菜籽收割上市前市场关注点在进口菜籽到港情况上，根据船期统计数据预估显示，4月菜籽到港约40万吨，5月到港量约50万吨，油菜籽进口量预期持续保持高位，国内供应相对充裕，制约菜籽价格。

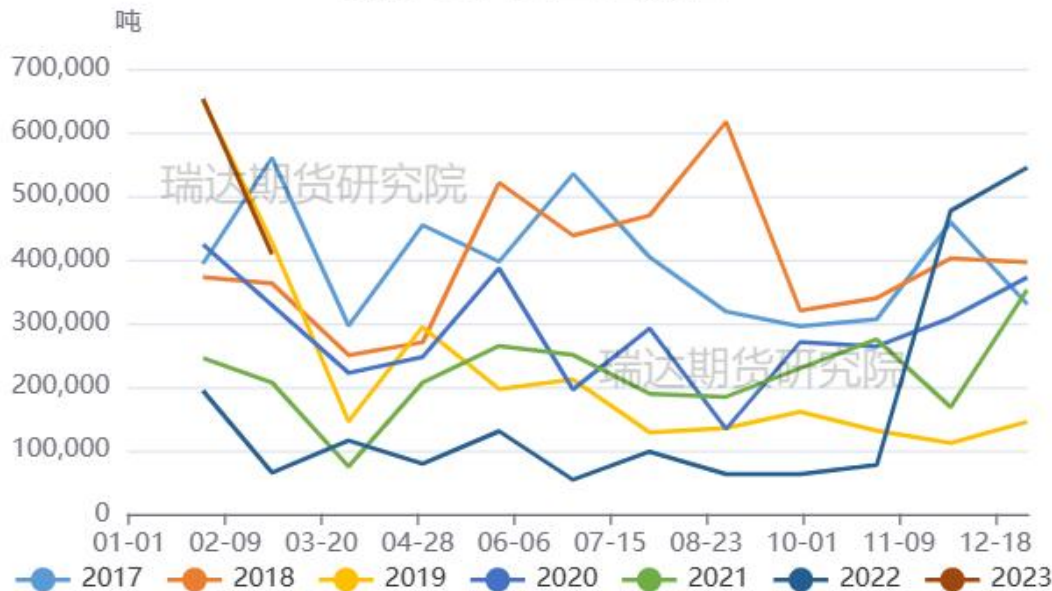


数据来源：USDA

2.2、油菜籽进口量

随着加籽收获结束，国内进口菜籽自去年 11 月起港量持续维持绝对高位，中国海关公布的数据显示，2023 年 2 月油菜籽进口总量为 40.84 万吨，较上年同期 6.53 万吨增加 34.32 万吨，同比增加 525.79%，较上月同期 65.27 万吨环比减少 24.42 万吨。2023 年 1-2 月油菜籽进口总量为 106.11 万吨，较上年同期累计进口总量的 25.93 万吨，增加 80.18 万吨，同比增加 309.27%。另外，根据船期统计数据预估显示，4 月菜籽到港约 40 万吨，5 月到港量约 50 万吨。进口菜籽预估持续保持高位，短期供应相对较为充裕。从进口国来看，2023 年 1-2 月，我国菜籽的主要进口来源国为加拿大、俄罗斯联邦和蒙古三个国家，其中加拿大菜籽进口占比达 90%左右，且俄罗斯从 2022 年 3 月 31 日开始实施油菜籽出口禁令，原定 2022 年 8 月 31 日结束，但是后来又延长至 2023 年 2 月 28 日，最新消息显示俄罗斯油菜籽出口临时禁令延长至 2023 年 8 月 3 日，未来俄罗斯菜籽进口量增幅预期有限。后期我国菜籽主要进口来源仍依赖加拿大。

菜籽:进口数量:当月值



数据来源：海关总署

3、国内菜籽需求情况

3.1、进口压榨利润分析

受美联储加息方面消息的影响，导致市场对经济衰退担忧升温，叠加硅谷银行事件，宏观面对大宗商品的利空影响再次升级，拖累国际油籽市场同步大跌，加籽价格也大幅下

挫。截止 3 月 24 日收盘，ICE 油菜籽主力合约收盘价为 743.40 加元/吨，进口成本明显降低。不过，进口菜籽持续大量到港，油厂开机率保持相对高位，菜油粕产出增加，供应相对宽裕，现货价格明显回落，整体利润继续降低。据中国粮油商务网数据显示，截止到 3 月 24 日，近月到港现货压榨利润目前为-104 元/吨，盘面压榨利润为-390 元/吨。进口压榨利润由正转负，油厂开工积极性有所降低，影响菜籽需求情况。

2021-2023年进口油菜籽近月现货榨利走势图

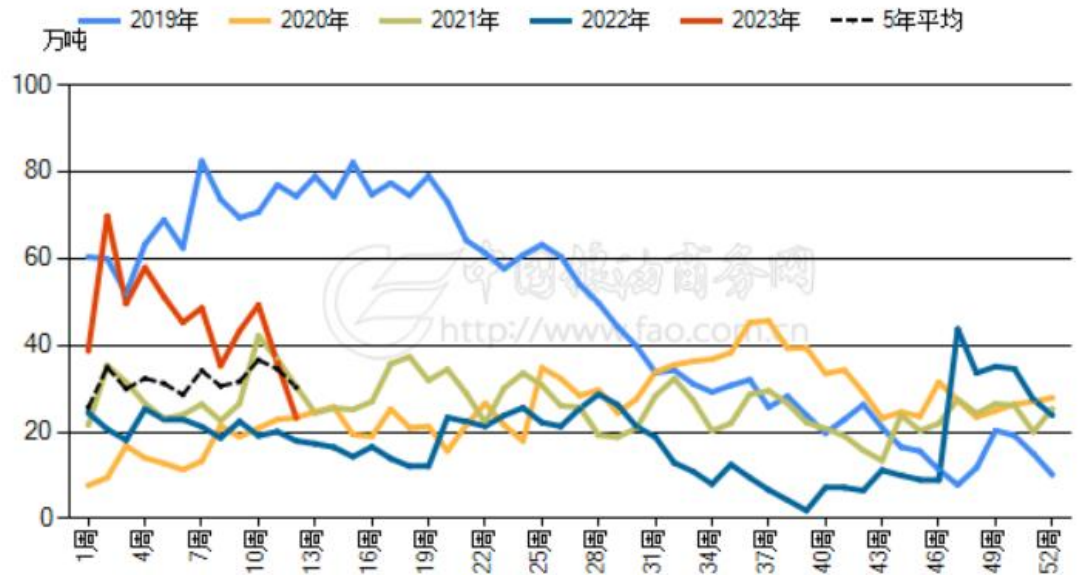


数据来源：中国粮油商务网

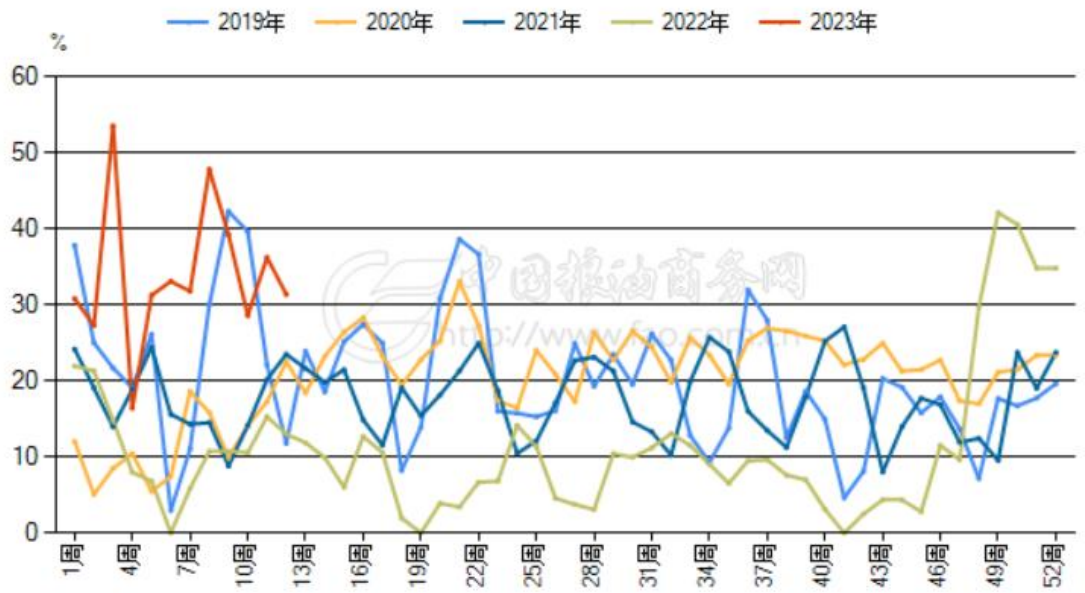
3.2、油厂开机率及库存情况

随着进口加籽大量到港，且压榨利润持续向好，国内进口油厂开机率持续保持相对高位。据中国粮油商务网数据显示，截止到 2023 年第 12 周末，油厂开机率保持在 29.24%，处于近五年来最高位。开机率相对较好，菜籽消耗同步增加，截止到第 12 周末，国内进口油菜籽库存总量为 23.3 万吨，较上周的 36.0 万吨减少 12.7 万吨，去年同期为 17.3 万吨，五周平均为 37.4 万吨，菜籽库存整体有所降低。后期而言，进口油菜籽短期供应充足，而压榨利润由正转负，油厂开工积极性较前期有所降低，菜油粕产出有望减少，现货价格有望止跌企稳，期价亦有望从前期悲观氛围得到修复。

2019-2023年第12周全国油厂进口油菜籽周度库存对比



2019-2023年12周进口油菜籽周度开机率对比



数据来源：中国粮油商务网

4、替代品大豆方面

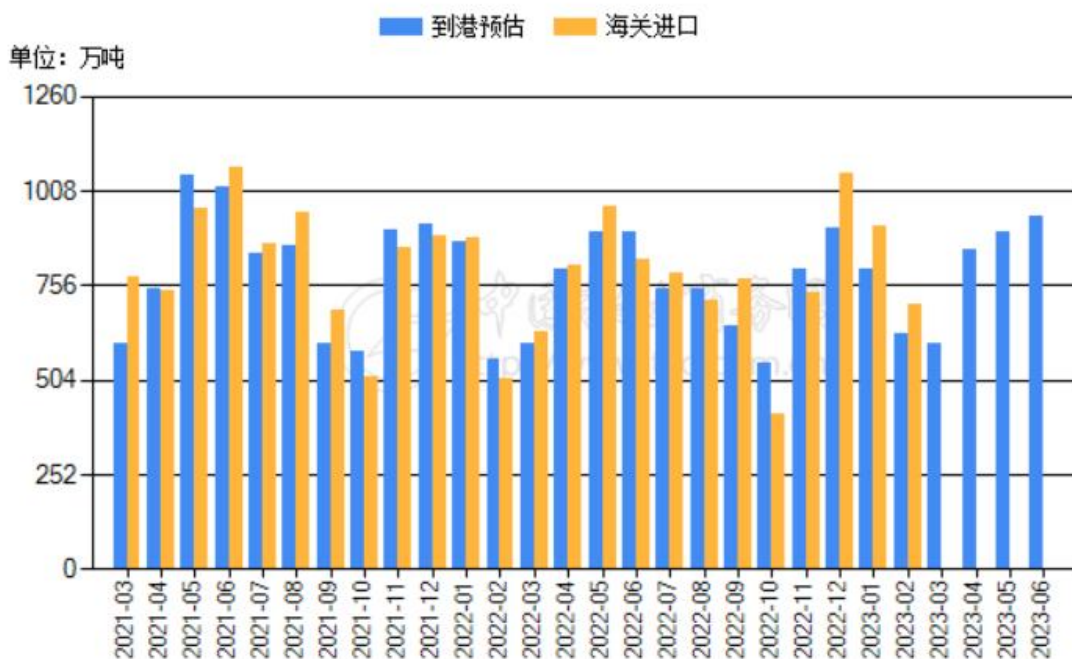
从全球大豆供需来看，美国农业部（USDA）公布的3月供需报告显示，全球2022/23年度大豆产量预估为3.7515亿吨，上月预估为3.8301亿吨。全球2022/23年度大豆期末库存预估为1.0001亿吨，上月预估为1.0203亿吨。全球大豆产量和期末库存继续调低，主要是阿根廷干旱天气持续影响下，使得本月产量预估继续调低800万吨。然而，随着时间的推移，南美天气炒作步入尾声，阿根廷产量继续大幅下调空间有限，且随着巴西丰产预期逐步明晰，市场关注点将由阿根廷减产转移至巴西大豆集中出口方面。3月21日，咨

询机构 AgroConsult 根据全国作物考察的结果, 预计 2022/23 年度巴西大豆产量达到 1.55 亿吨, 高于本月初预测的 1.53 亿吨。报告称, 如果不是因为南里奥格兰德的大豆产量损失 500 万吨, 巴西大豆产量将会达到 1.60 亿吨。巴西大豆产量创下历史新高, 而仓储容量有限, 农户没有太多选择, 只能利用高峰期扩大销售。巴西全国谷物出口商协会 (Anec) 21 日表示, 巴西 3 月大豆出口量预计将触及 1,538.8 万吨, 之前一周预计为 1,489.3 万吨。后期巴西大豆出口时间窗口打开, 国际大豆价格承压。

国内大豆情况而言, 从预报到港及港口库存情况来看, 截止到 3 月 27 日, 主要港口的进口大豆库存量约在 651.11 万吨, 去年同期库存为 681.67 万吨, 五年平均 675.99 万吨, 本月累计到港 539.13 万吨。根据中国粮油商务网跟踪统计的数据显示, 2023 年 3 月进口大豆到港量为 619 万吨, 较上月预报的 587.2 万吨到港量增加了 31.8 万吨, 环比变化为 5.42%; 较去年同期 578.5 万吨的到港船期量增加 40.5 万吨, 同比变化为 7.00%。市场预期 4、5、6 月份到港量分别在 850 万吨、900 万吨以及 940 万吨左右, 自 4 月开始进口大豆到港量将明显恢复, 国内大豆供应明显好转。

大豆 (百万吨)		2022/23 2月预估	2022/23 1月预估	2022/23 调整幅度	2021/22 2月预估	2020/21
巴西	产量	153	153	0	129.5	139.5
	出口	92	91	1	79.12	81.65
阿根廷	产量	41	45.5	-4.5	43.9	46.2
	出口	4.2	5.7	-1.5	2.86	5.2
中国	进口	96	96	0	91.57	99.74
全球 (不包括中国)	产量	362.68	367.68	-5	341.6	348.92
	期末库存	69.7	72.19	-2.49	67.43	68.61
全球	产量	383.01	388.01	-5	358	368.52
	期末库存	102.03	103.52	-1.49	98.83	99.75

2021年3月至2023年6月进口大豆进口量预估



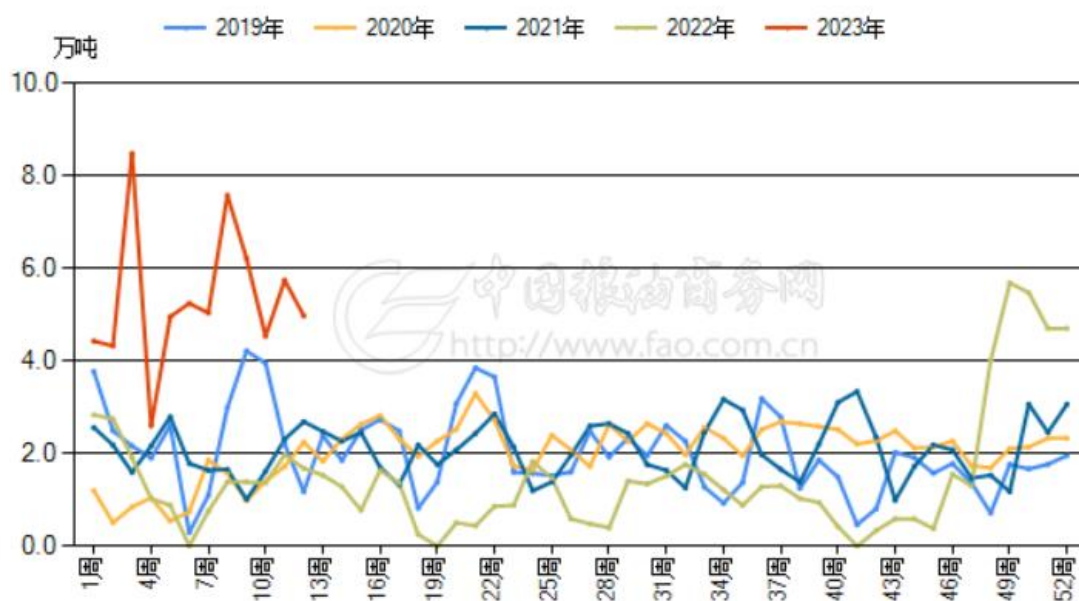
数据来源：USDA 中国粮油商务网

三、菜油基本面分析

1、产量分析

自 11 月中下旬以来，随着进口菜籽大量到港，油厂开机率恢复性增加，菜油产出快速提升。截止到 2023 年第 12 周，进口油菜籽周度开机率为 29.24%，菜油周度产量为 4.98 万吨，处于近年来同期最高位。后期而言，进口菜籽到港量仍处于同期高位，菜籽供应相对充裕，但压榨利润由正转负，油厂开工积极性将有所降低，菜油供应压力较前期有望减弱，市场价格有止跌企稳趋势。

2019-2023年12周国内进口压榨菜油周度产量

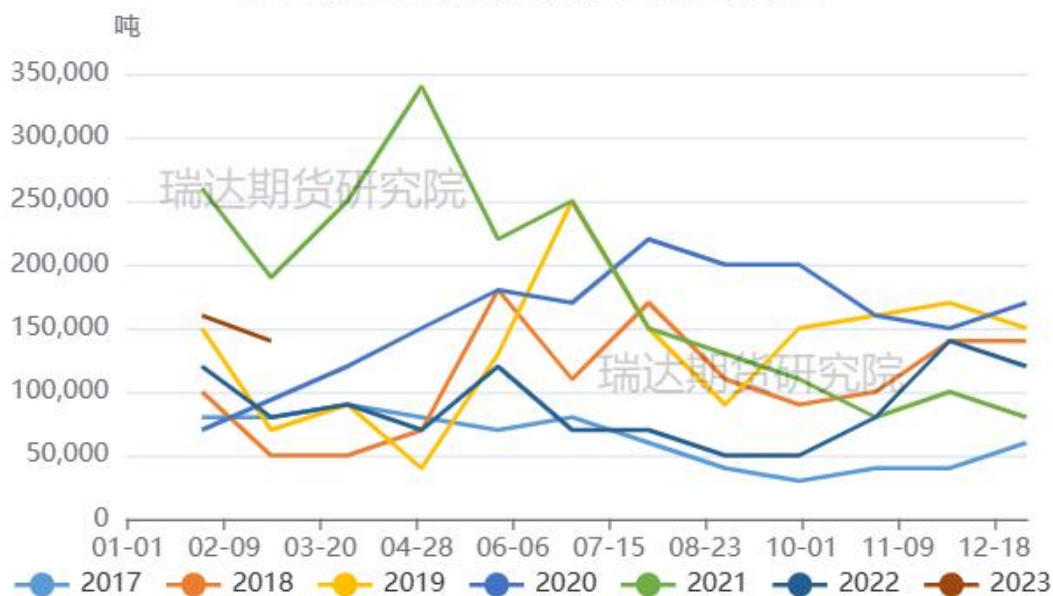


数据来源：中国粮油商务网

2、直接进口量分析

从月度进口量来看，中国海关公布的数据显示，2023年2月菜籽油进口总量为143550.76吨，较上年同期77430.36吨增加66120.40吨，同比增加85.39%，较上月同期161690.62吨环比减少18139.87吨。2023年1-2月菜籽油进口总量为305241.38吨，较上年同期累计进口总量的199181.26吨，增加106060.12吨，同比增加53.25%。从进口国来看，今年前两个月俄罗斯菜油进口量明显提升，同比增加180.47%，加拿大菜油进口同比下降了38.87%。主要是俄罗斯政府为维护国内市场稳定，促进菜籽在境内压榨加工，从2021年1月1日起将菜籽出口关税从6.5%提高到30%，从2022年3月开始目前已延长至2023年8月3日，对菜籽出口施行临时禁令，只允许从与中国接壤的贝加尔地区出口菜籽，但对菜籽油和菜籽粕的出口仍维持零关税。随着俄罗斯春菜籽上市，以及出口禁令影响下，俄罗斯国内菜籽压榨量大幅提升，菜籽油产出及出口潜力同步大增。同时，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，后期菜油直接进口增量有望从俄罗斯方面得到体现。

进口数量:菜籽油和芥子油:当月值

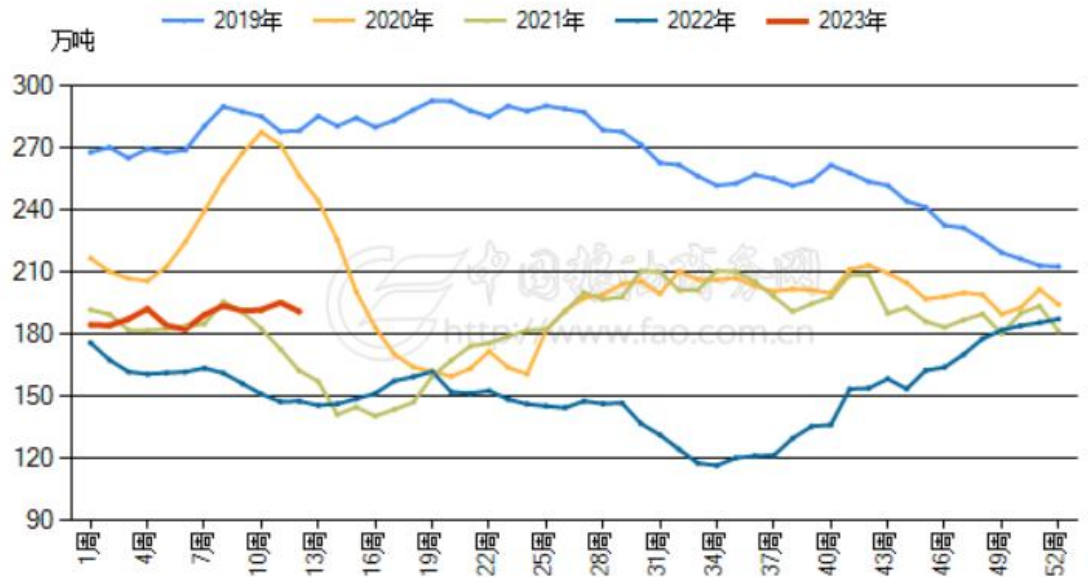


数据来源：海关总署

3、三大油脂库存情况

中国粮油商务网数据显示，截止到 2023 年第 12 周末，国内三大食用油库存总量为 191.05 万吨，周度下降 4.38 万吨，环比下降 2.24%，同比增加 29.25%。其中豆油库存为 73.13 万吨，周度下降 3.77 万吨，环比下降 4.90%，同比下降 16.51%；食用棕油库存为 89.77 万吨，周度下降 3.82 万吨，环比下降 4.08%，同比增加 211.81%；菜油库存为 28.15 万吨，周度增加 3.21 万吨，环比增加 12.87%，同比下降 10.46%。从库存走势来看，今年一季度整体库存相对平稳，变化幅度不大。主要是菜油供应相对充裕库存小幅回升，而进口大豆到港有限，豆油供应偏紧，库存有所回落，同时，年后油脂消费处于淡季，整体供需矛盾并不明显，所以库存相对平稳。后期而言，由于五一节前备货对油脂需求有所提振，不过，进口买船同步增加，供应也将趋于好转，整体库存有望继续趋于平稳。

2019-2023年12周国内三大油脂周度库存走势对比



数据来源：中国粮油商务网

4、替代品（豆棕油）供应分析

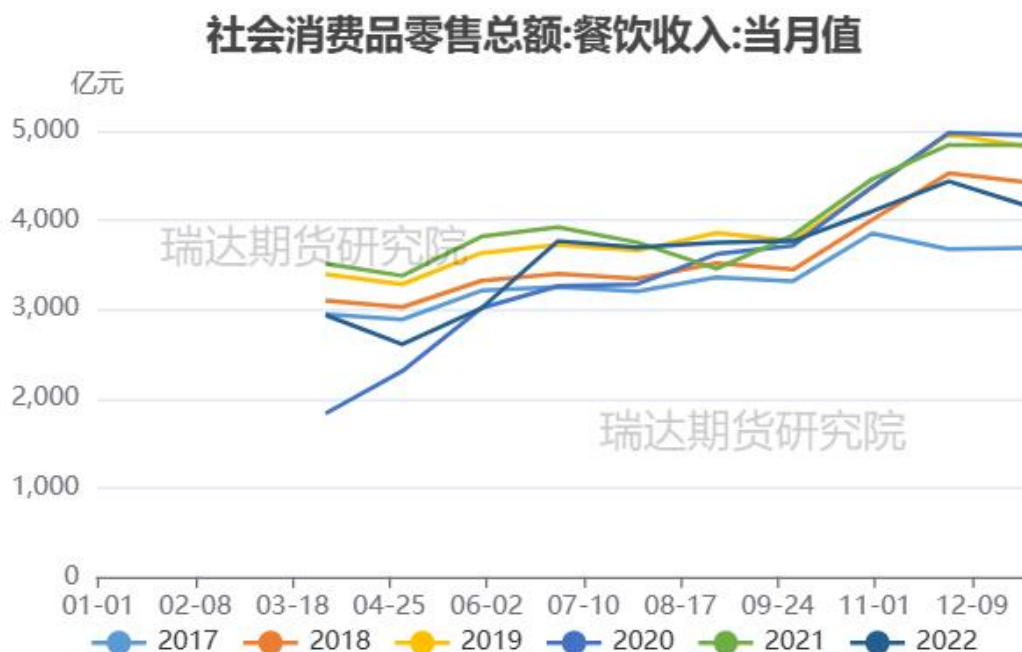
棕榈油方面，马来西亚棕榈油局（MPOB）公布的数据显示，2023年2月马来西亚棕榈油产量为125.13万吨，较1月的138.04万吨下降12.91万吨，环比下降9.35%。进口量为5.24万吨，较1月的14.49万吨下降9.25万吨，环比下降63.81%。出口量为111.43万吨，较1月的113.7万吨下降2.27万吨，环比下降1.99%。月末库存为211.95万吨，较1月的226.82万吨下降14.87万吨，环比下降6.56%，低于分析师们预期的221万吨。同时，目前仍处于南美减产季，且马来西亚种植园面临洪水影响，可能遭受严重的作物损失，进一步引发供应担忧。南马来西亚棕榈油公会（SPOMMA）的数据显示，2023年3月1-25日马来西亚棕榈油产量环比降低22.92%。其中鲜果串单产环比降低22.61%，出油率（OER）减少0.06%。同时，船运调查机构AmSpec发布的数据显示，2023年3月1-25日期间，马来西亚棕榈油出口量为1,136,825吨，比上月同期的949,082吨提高19.78%。ITS的数据显示，3月1-25日期间棕榈油出口量为1,151,224吨，比上月同期的1,033,905吨提高11.35%。本月马来产量继续降低而出口环比增加，马来西亚棕榈油库存有望继续下降，市场普遍预计3月马棕库存有望降至200万吨以下，提振棕榈油市场。印尼方面，印尼棕榈油协会（GAPKI）27日发布的数据显示，2023年1月份印尼棕榈油（包括毛棕榈油和棕榈仁油）产量为426万吨，低于12月份的472万吨，产量下降是受到季节性因素的影响。1月出口量为294.6万吨，比2022年12月的275.4万吨增加7%，因为对埃及、意大利和新加坡的出口增幅，超过了对孟加拉、巴基斯坦、越南和俄罗斯的出口降幅。国内消费量为178.6万吨，低于

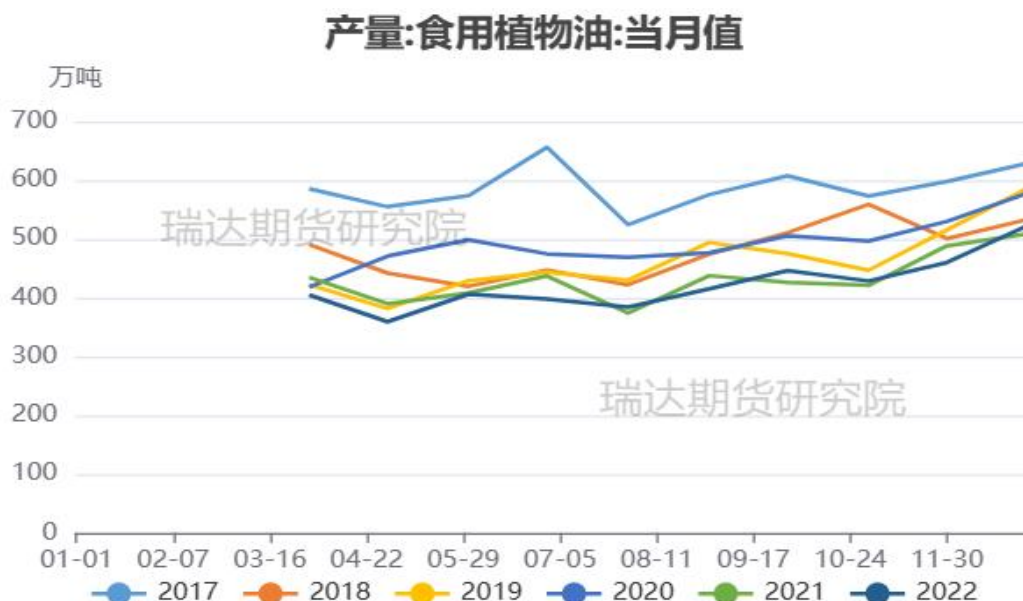
2022年12月份的193.6万吨。截至2023年1月底，印尼毛棕榈油和棕榈仁油库存约为310万吨，低于12月底的约356.5万吨。尽管印尼数据存在滞后，但是1月库存下滑至五年来次低位，对棕榈油市场有所支撑。

豆油方面，随着时间的推移，巴西收割持续推进，私营咨询机构AgRural 27日表示，截至3月23日，巴西2022/23年度的大豆收获进度为70%，高于一周前的62%，低于去年同期的75%。巴西大豆收割早已进入下半程，集中出口季同步到来，国际市场供应压力加大。同时，美国农业部公布种植意向报告前，一项针对行业分析师的调查显示，分析师平均预计2023年大豆播种面积为8824.2万英亩。分析师的预估区间在8735.0-8962.0万公顷之间，美国2022年的大豆作物播种面积为8745万英亩。美国农业部2023年展望论坛公布的种植面积预估为8750万英亩。美国大豆种植面积预期增加，美豆市场价格承压。国内方面，4月进口大豆到港预估为850万吨，油厂开机率有望提升，国内豆油供应将有望得到改善。

5、油脂需求情况

尽管随着防疫政策优化，居民出行需求意愿增长，春节期间各项数据同比回升，经济复苏预期较强，对油脂需求有所利好。但从食用植物油产量及餐饮收入月度数据来看，上半年是油脂消费淡季，产量和消费量均低于下半年，需求整体呈转弱趋势。且从往年情况来看，4月消费量和产量较3月均呈小幅降低状态。故而，需求端整体支撑较弱，价格支撑有限。





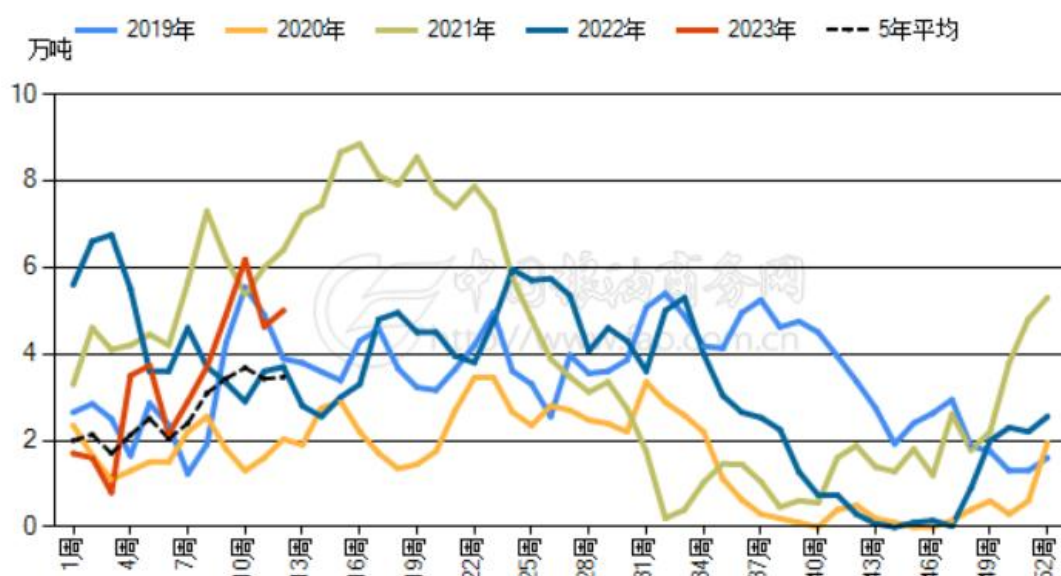
数据来源: wind

四、菜粕基本面分析

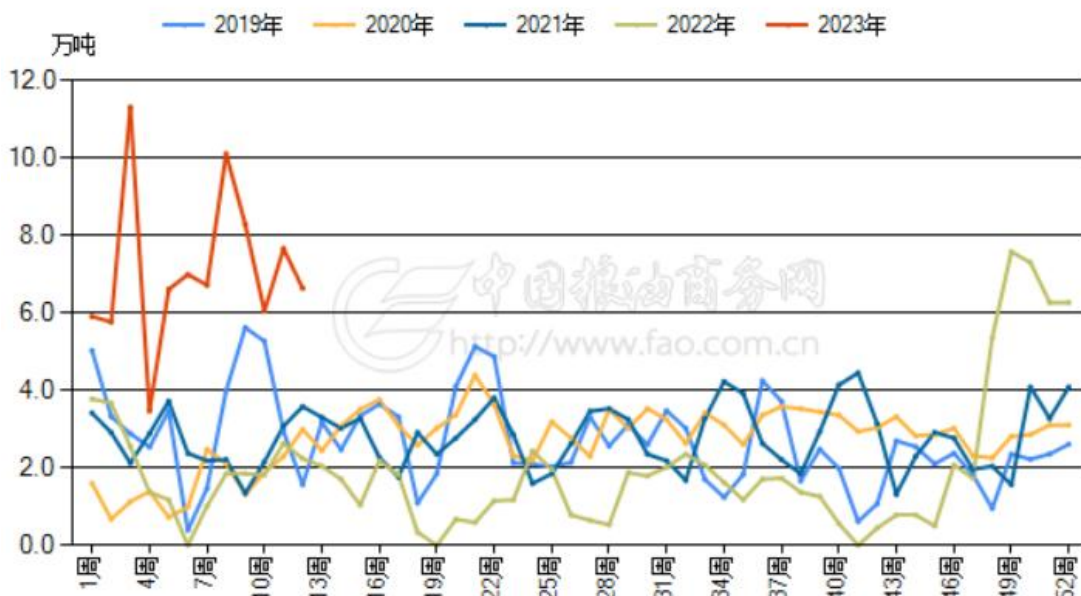
1、产量库存情况

随着加籽大量到港，油厂开机率回升，菜粕产出亦同步增加，油厂库存明显提升。据中国粮油商务网数据显示，截止到2023年第12周末，国内进口压榨菜粕库存量为5.0万吨，较上周的4.6万吨增加0.4万吨，环比增加7.99%。4月来看，国内菜籽供应相对充裕，不过现货压榨利润由正转负，菜粕产出有望降低。且随着温度上升，南方水产养殖逐步启动，需求预期增加，菜粕库存压力降低。

2019-2023年第12周全国油厂进口压榨菜粕周度库存对比



2019-2023年12周国内进口压榨菜粕周度产量

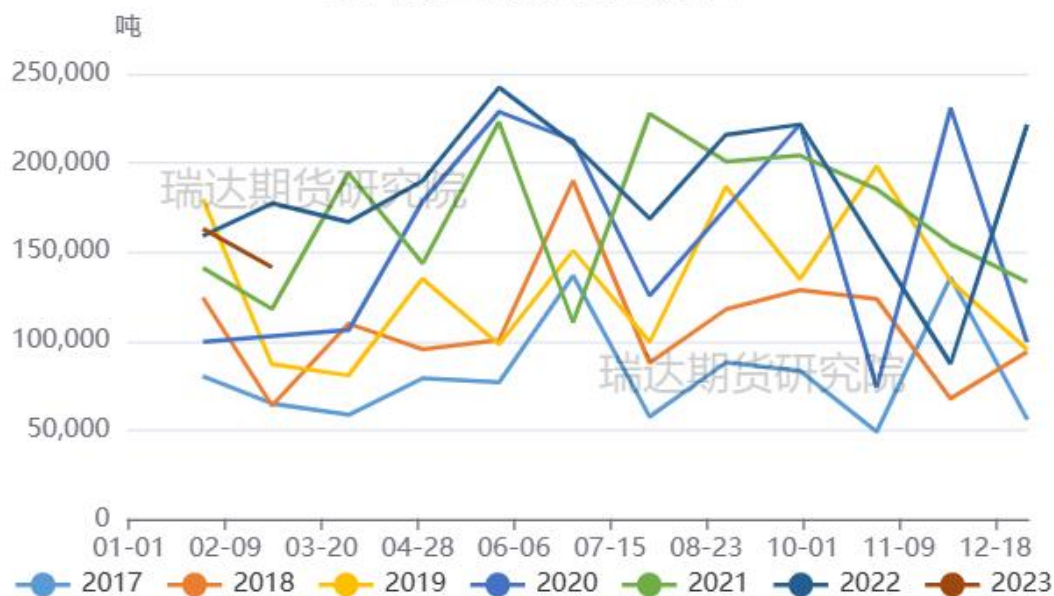


数据来源：中国粮油商务网

2、菜粕直接进口量分析

我国菜粕进口主要来自加拿大和阿联酋，其中加拿大占比约为 80%。海关数据显示，2023 年 2 月菜粕进口总量为 141337.46 吨，较上年同期 177316.38 吨减少 35978.92 吨，同比减少 20.29%，较上月同期 162996.08 吨环比减少 21658.62 吨。2023 年 1-2 月菜粕进口总量为 304333.54 吨，较上年同期累计进口总量的 336328.12 吨，减少 31994.58 吨，同比减少 9.51%。菜粕直接进口量较上年同期略有降低，主要是油菜籽进口量大幅增加。从加拿大月度压榨量来看，随着新季菜籽产量恢复，且压榨利润持续较好，自去年四季度以来，加籽压榨量明显回升，COPA 数据显示，2023 年 2 月加籽压榨量为 81.2 万吨，同比增长 29.1%，菜粕可供出口量明显提升，给我国菜粕进口提供充足保障。且从 2301 合约开始，进口菜粕可直接用于交割，加籽及加籽粕进口价格优势凸显，买船积极性仍存，菜粕直接进口有望维持偏高位置。

进口数量:菜籽粕:当月值



数据来源:海关总署

3、菜粕需求情况

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 3 月 28 日,豆菜粕现货价差为 880 元/吨,处于同期偏高水平,菜粕比价优势增强,有利于饲料企业对菜粕需求的增加。

不过,从月度饲料产量来看,下半年产量情况明显好于上半年,主要是养殖业年末集中出栏,上半年生猪以及肉禽存栏明显降低,饲料需求同步减少。今年来看,中国统计局公布的数据显示,2022 年年末生猪存栏 45265 万头,同比增加 343 万头或增幅 0.76%,较三季度末增加 871 万吨或增幅 2.0%。2023 年 2 月末全国能繁殖母猪存栏 4343 万头,环比继续下跌。能繁母猪在经历连续八个月的回升后近期两个月小幅回落,似乎也印证着生猪市场近来的不景气。猪源供应持续相对宽裕,且需求端无明显利好刺激,猪价表现持续低迷,养殖利润持续不佳,据 wind 数据显示,截止 3 月 24 日,自繁自养生猪养殖利润为-259.30 元/头,外购仔猪养殖利润为-472.77 元/头。尽管前期部分地区收储工作开启,短暂刺激猪肉价格小幅回升,但收储量相对有限,猪价短暂回升后再度回归市场供需面,猪肉价格持续表现不佳,生猪养殖继续处于亏损状态,补栏积极性减弱,生猪远期产能存下降风险,不利于饲料的消耗,对菜粕支撑有限。

生猪养殖利润



豆粕现货价差



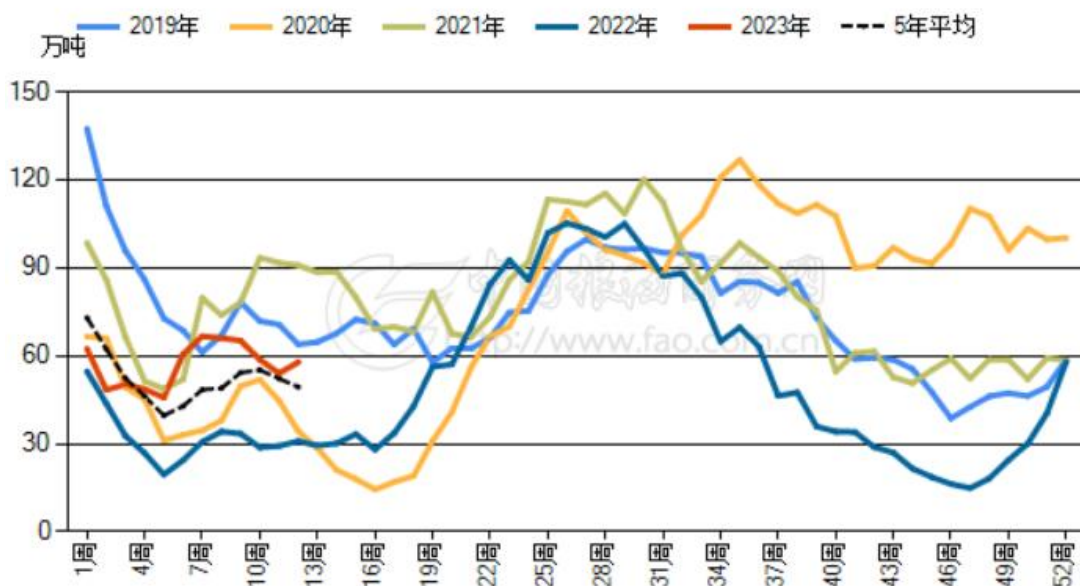
数据来源: wind

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, 第 12 周(3 月 18 日至 3 月 24 日) 111 家油厂大豆实际压榨量为 139.41 万吨, 开机率为 46.85%; 较预估低 13.79 万吨。预计第 13 周(3 月 25 日至 3 月 31 日)国内油厂开机率变化不大,油厂大豆压榨量预计 139.59 万吨, 开机率为 46.91%。由于 3 月进口大豆到港量偏低, 部分油厂有断豆停机的情况, 使得 3 月大豆压榨量维持偏低水平, 豆粕产出同步下降。不过, 4 月随着进口大豆到港量增加, 油厂开机率将明显提升, 豆粕产出增加。

从豆粕库存来看，据中国粮油商务网数据显示，截止到 2023 年第 12 周末，国内豆粕库存量为 57.8 万吨，较上周的 54.0 万吨增加 3.8 万吨，环比增加 6.98%。由于生猪养殖利润持续不佳，养殖饲用需求降低，故而，在本月产出水平降低的情况下，豆粕库存并未出现明显回落。后期而言，进口大豆到港量明显提升，油厂开机率恢复，豆粕供应有所增加，叠加饲用需求仍旧不乐观，库存有望小幅增长。

2019-2023年第12周全国油厂豆粕周度库存对比



数据来源：中国粮油商务网

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呈现大幅下跌态势。截止 3 月 28 日收盘，期权最新持仓量为 127081 张，日成交量 78236 张，成交量和持仓量较上月同期均明显增加，表明市场活跃度明显提升。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波动较为剧烈，整体表现为偏强震荡从月初的 105%附近上升至 138%，而持仓量认沽认购比从 105%附近下跌至 77%，表明市场继续下跌意愿有所减弱。从平值期权合约的收益率来看，本月平值期权认购收益率大幅下降，而认沽收益率明显上升，表明本月空头氛围强烈，并呈现单边走势。

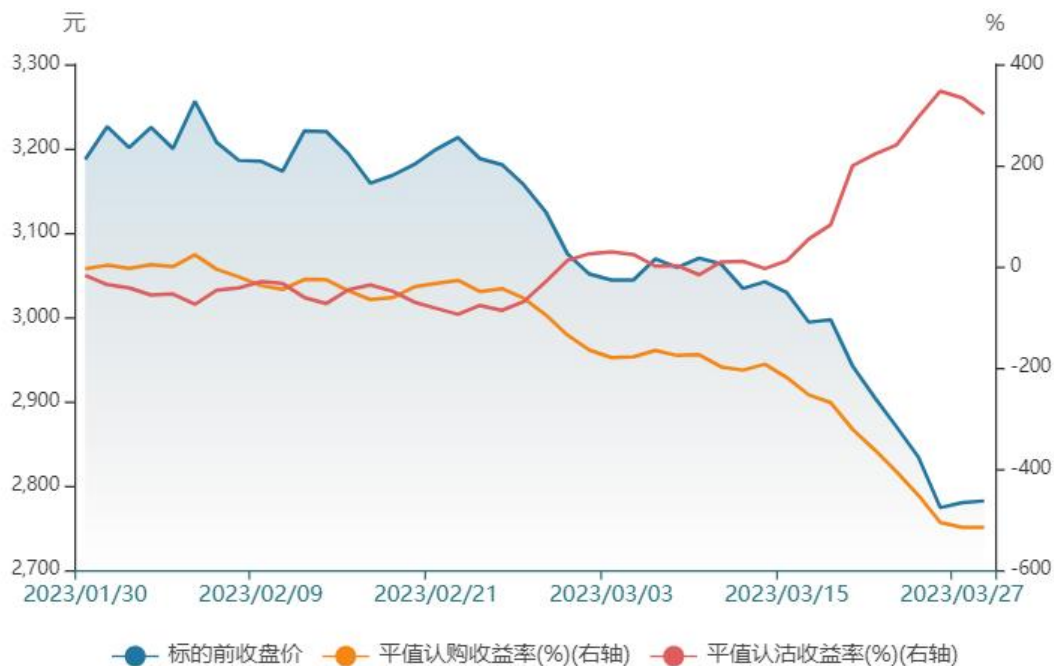
菜粕期权成交量及持仓情况



菜粕期权成交量及持仓量认沽认购比率



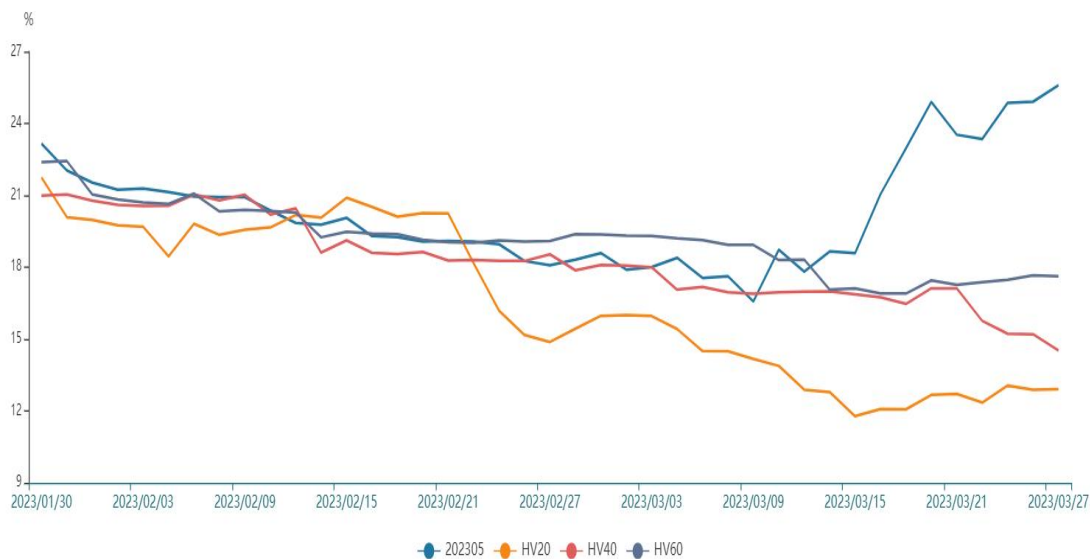
平值认购和认沽收益率走势



数据来源: wind

2、波动率分析

本月菜粕期权主力合约 2305 隐含波动率整体处于窄幅震荡后大幅上涨状态, 截止 3 月 28 日, 菜粕 2305 合约平值期权隐含波动率为 25.6%, 较上月末隐含波动率 18.32% 上升了 7.28%。主要是巴西大豆收割推进, 且丰产预期强烈, 美豆出口放缓, 期价高位下跌, 成本传导下, 国内粕价跟随回落, 同时, 宏观忧虑增加, 菜粕大幅走低, 使得菜粕波动率明显增加。目前菜粕 05 合约平值期权隐含波动率大幅高于 40 日、60 日、20 日历史波动率, 显示对应的期权价格存在高估预期。



数据来源: wind

六、2023 年 4 菜籽类市场展望及期货策略建议

菜籽方面，美国农业部继续上调全球油菜籽产量预期，供应增加相对确定，国际油菜籽市场由紧转松。且澳大利亚油菜籽丰收，将对加拿大的出口构成有力的竞争。油菜籽市场上方压力明显。目前主力菜籽合约成交清淡，不建议操作。

菜油方面，全球油菜籽产量增产预期较为明朗，市场供应增加，国际油菜籽价格压力较大，进口成本明显下滑。且巴西大豆集中出口季的到来，国际大豆承压。不过，马来和印尼棕榈油库存均下滑，且马来产量不佳而出口增加，总体利好油脂市场，对菜油亦有所提振。国内市场而言，菜籽进入消费淡季，市场清库为新籽做准备，整体供需双弱。菜籽表现不佳情况下，菜油价格难有好的表现。且油菜籽进口保持高位，菜油供应保障坚实。另外，进口大豆到港量将明显增加，豆油供应呈增长趋势。油脂供应压力增加。不过，五一节前备货对油脂需求有所提振，支撑菜油价格。总的来看，在供应压力下，菜油上方压力较大，中长期仍将表现偏弱。短期而言，前期压力释放后，市场有望趋于平稳。

菜粕方面，随着巴西大豆集中出口季的到来，以及美豆新季种植面积预期增加，国际大豆价格上方压力增大，成本传导下，国内粕价易跌难涨。同时，进口大豆到港量增加，豆粕供应改善，而生猪养殖利润不佳，饲用需求未有起色。联动作用下，利空菜粕。菜粕自身方面来看，国际油菜籽下跌，进口成本下降明显，成本支撑减弱，且加籽进口持续保持高位，菜粕市场供应量显著增加，且进口菜粕可用于交割，菜粕供应压力仍存。不过，随着温度升高，南方水产养殖逐步启动，且豆菜粕价差相对较高，菜粕替代优势明显，推动养殖企业缩减豆粕用量，提振菜粕需求情况。总的来看，多重压力下，菜粕上方压力较为明显，期价有望继续偏弱震荡。

操作建议：

1、投机策略

本月移仓换月，主力合约将移至 9 月，故建议操作 2309 合约

建议菜油 2309 合约在 9000 元/吨下方偏空交易，止损 9200 元/吨。

建议菜粕 2309 合约在 3000 元/吨下方偏空交易，止损 3050 元/吨。

2、套利交易

豆菜粕价差处于同期高位，菜粕替代优势增强，二者价差存回归预期，建议 M2309-RM309 价差于 770 元/吨附近卖出，止盈价差为 570 元/吨，止损价差为 820 元/吨。

3、套期保值

建议油厂 4 月可于 9000 元/吨少量卖出菜油 2309 合约参与套保，止损参考 9200 元/吨。

4、期权操作

4 月菜粕或将震荡趋弱，可尝试卖出 RM309C2950。

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。