



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



供应导向驱动市场 菜油有望继续走强

摘 要

菜籽方面，加拿大作为全球最大的油菜籽生产国及出口国，出口量占全球总出口量的50%，本年度产量预估较上年度减少35%，进而导致出口量大幅减少。而加拿大新季油菜籽生长期为4月-9月。故而，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。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，进口菜籽油预期到港量也偏少，菜油供应较往年明显较少，另外，三大油脂整体库存仍旧偏低，且俄乌局势进一步升级，原油价格突破百元关口，提振油脂生物柴油需求量，对油脂市场整体利好。不过，随着春节结束，油脂消费迎来需求低迷期，且近期油脂价格大幅上涨，菜油价格相对较高，市场感受程度更为明显，菜油需求弱化情况更甚，对菜油价格较为不利。整体来看，菜油市场多空交织，不过，在供应持续偏紧的情况下，市场仍将处于供应导向市，菜油期价或将维持高位偏强震荡。

菜粕方面，加籽减产幅度较大，加籽价格持续偏高，限制油菜籽进口量，菜粕供应偏少，且成本端支撑较强。同时，巴西和阿根廷大豆减产忧虑持续发酵，美豆价格持续偏强，提振国内蛋白粕市场。另外，3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，价格涨至高位，市场恐慌情绪加大，追涨意愿减弱。整体来看，菜粕基本面仍偏多，但高位追涨风险增加，预计高位波动加大，期价将宽幅偏强震荡。

目 录

一、2022年2月菜籽类市场行情回顾.....	1
1、2022年2月菜油市场行情回顾.....	1
2、2022年2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.....	11
3、水产养殖需求情况.....	12
4、替代品豆粕供需情况.....	13
五、菜粕期权方面.....	13
1、流动性分析.....	13
2、波动率分析.....	15
六、2022年3月菜籽类市场展望及期货策略建议.....	16
免责声明.....	17

一、2022年2月菜籽类市场行情回顾

1、2022年2月菜油市场行情回顾

2022年2月，菜油市场总体呈现先回落后走强。中上旬，加拿大油菜籽供应紧张，需求需要调配，供应偏紧仍是支撑菜油价格的重要支撑。同时，印尼出口限制，马棕出口大幅增加。南美大豆产区干旱减产预期较强，提振豆棕市场偏强运行，对菜油价格亦有所提振。不过，菜油价格持续偏高，豆棕价格优势明显，下游需求明显受到抑制，整体走势上明显弱于豆棕，高溢价逐步被挤出。下旬随着价差逐步回归正常水平，以及另外，俄乌局势进一步升级，推升原油市场大幅走强，提振菜油大幅上涨。

郑商所菜油 2205 合约日 K 线图



图片来源：博易大师

2、2022年2月菜粕市场行情回顾

2022年2月，菜粕 2205 合约呈现高开偏强震荡运行。南美大豆产区干旱减产预期持续偏强，美豆出口大幅转好从侧面证实了南美减产的事实，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，给菜粕价格提供有利支撑，故而本月菜粕高开并持续偏强震荡运行。

郑商所菜粕 2205 合约日 K 线图

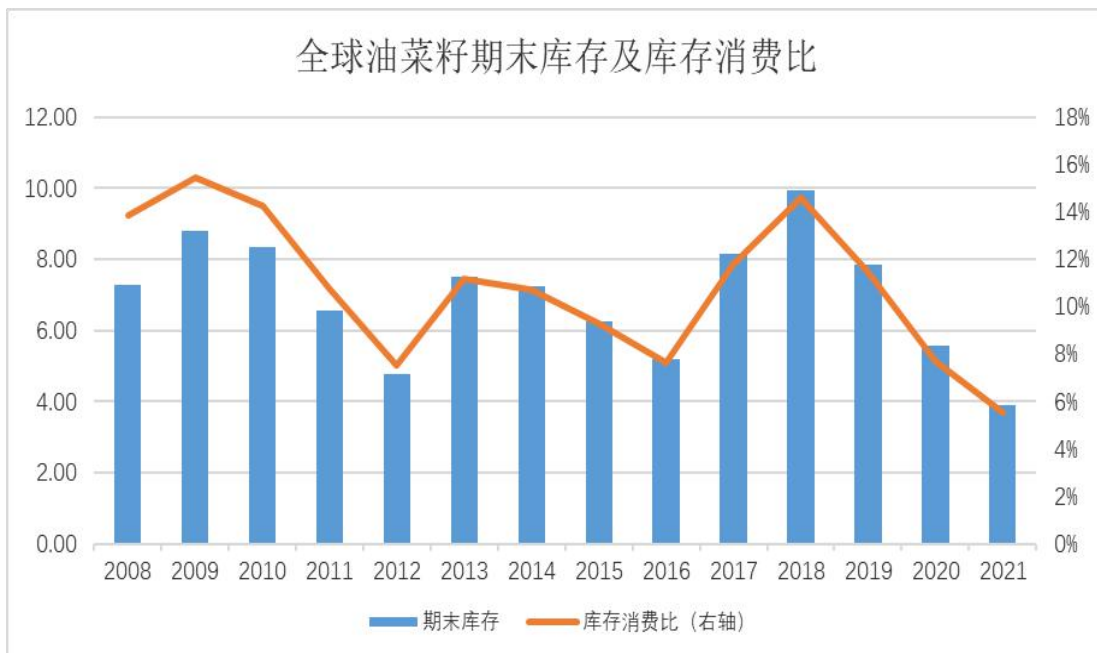


图片来源：博易大师

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 2 月最新报告显示，2021/22 年度全球菜籽产量为 7062 万吨，较上月预估上调 135 万吨，较去年产量预估下调 254 万吨。压榨量预估为 6976 万吨，较上月预估上调 114 万吨，较去年压榨预估下调 153 万吨。期末库存为 391 万吨，较上月预估减少 17 万吨，较上年度减少 1165 万吨。库存消费比大幅下滑至 5.55%（近五年平均值为 10.23%），处于历年来最低水平。从此报告来看，虽然价格持续偏高，对本年度（2021/22 年度）需求量有所抑制，但产量预估较上年度下降幅度更甚，故而期末库存大幅减少，库存消费比降至历年来最低水平。主要因为加拿大作为全球最大的油菜籽生产国及出口国，出口量占全球总出口量的 50%，本年度产量预估较上年度减少 35%，进而导致出口量大幅减少。而加拿大新季油菜籽生长期为 4 月-9 月。故而，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。

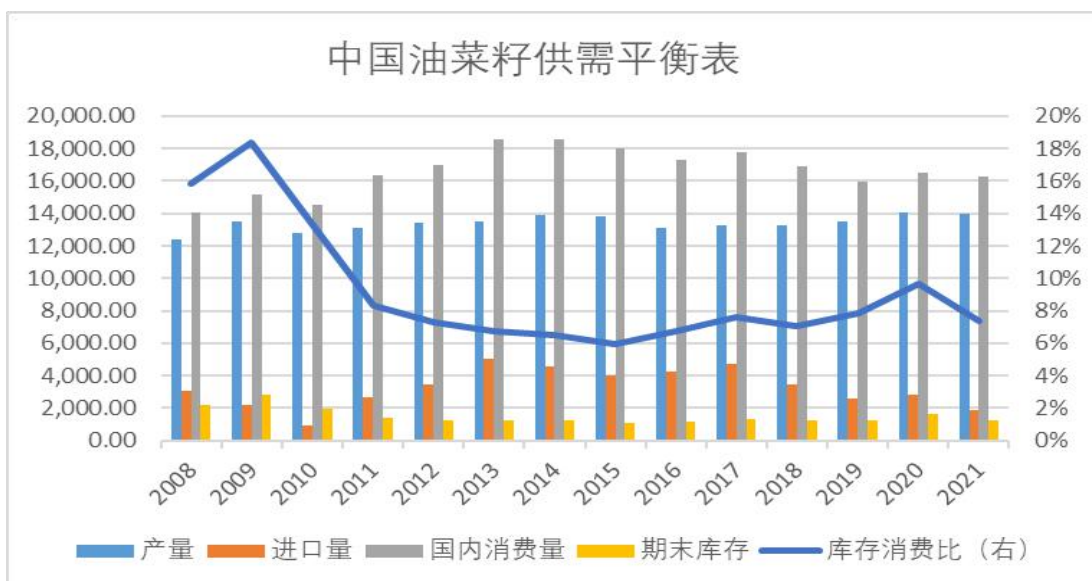


数据来源：USDA

2、国内菜籽供应情况

2.1、国内菜籽产需状况

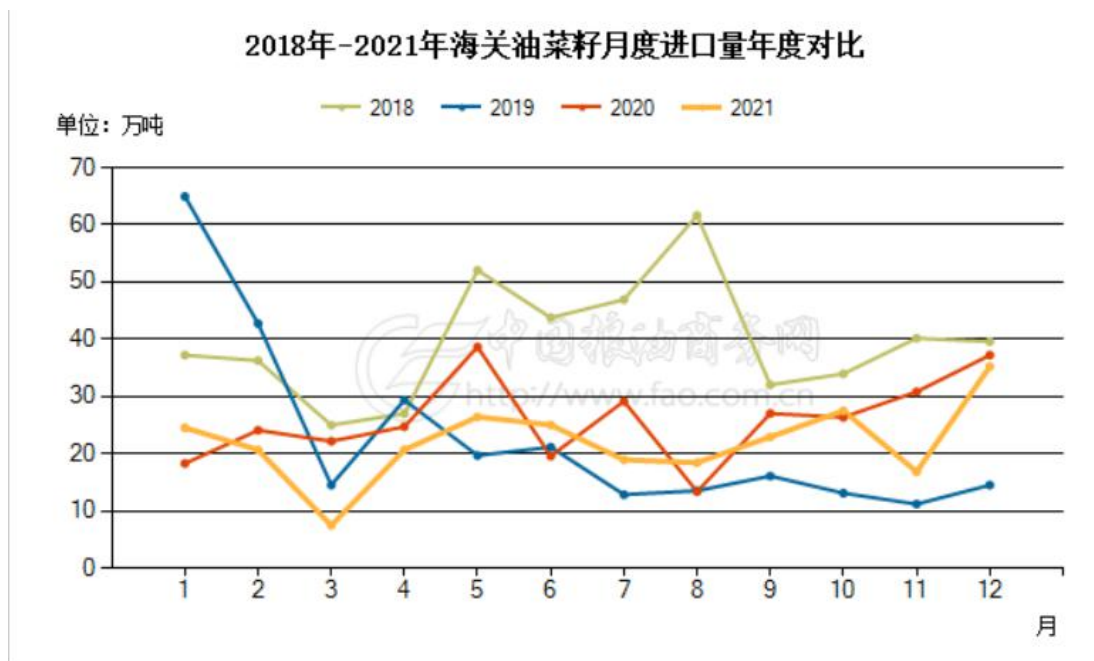
近年来，我国油菜籽产量基本平稳，总体保持在1300-1400万吨。根据USDA 2022年2月最新报告显示，2021/22年度我国菜籽产量为1400万吨，较上年度产量基本持平。压榨量预估为1580万吨，较上年度微降20万吨。期末库存为119.9万吨，较上年度减少约40万吨。库存消费比下滑至7.4%，略低于五年平均值7.9%。从预估数据上来看，由于耕地及种植技术的限制，我国油菜籽产不足需的状况持续存在，需要依靠进口来弥补国内供应缺口，这也增加了国内和国际价格的关联性。



数据来源：USDA

2.2、油菜籽进口量

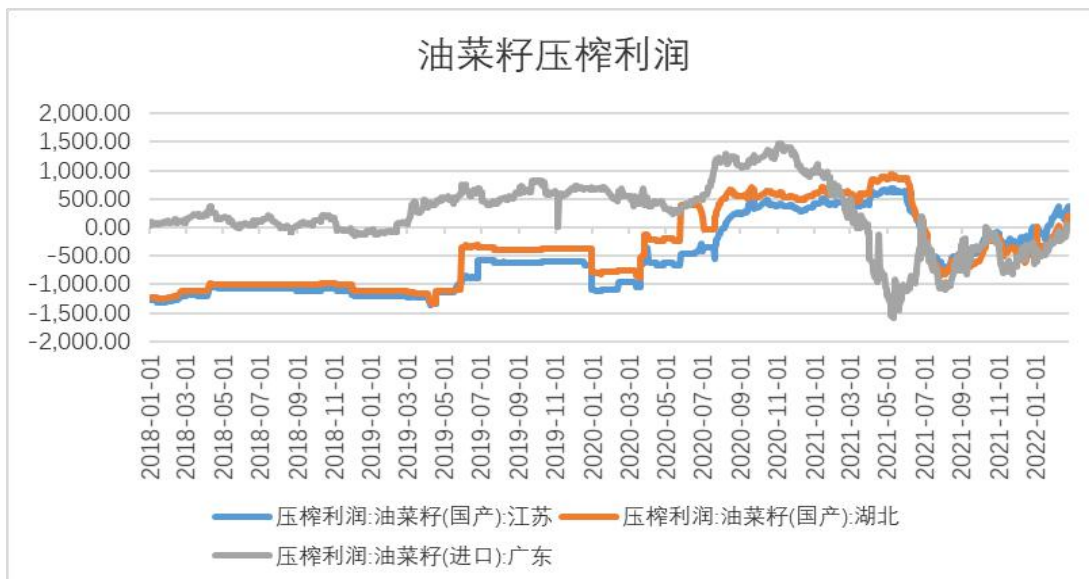
2021年1-12月油菜籽进口总量为264.64万吨，较上年同期累计进口总量的311.44万吨，减少46.81万吨，同比减少15.03%；2021/22年度(6-12月)累计进口总量为164.87万吨，较上年度同期累计进口总量的183.53万吨，减少18.66万吨，同比减少10.17%。从历年加籽进口数据对比图可以看出，2021年加籽进口量持续处于同期低位，主要是加籽大幅减产，供应预期偏紧，价格持续高企，进口成本倒挂，油菜籽进口量大幅下降。在全球油菜籽供应偏紧情况下，油菜籽后期进口量难有较大增量。



3、国内菜籽需求情况

3.1、进口压榨利润分析

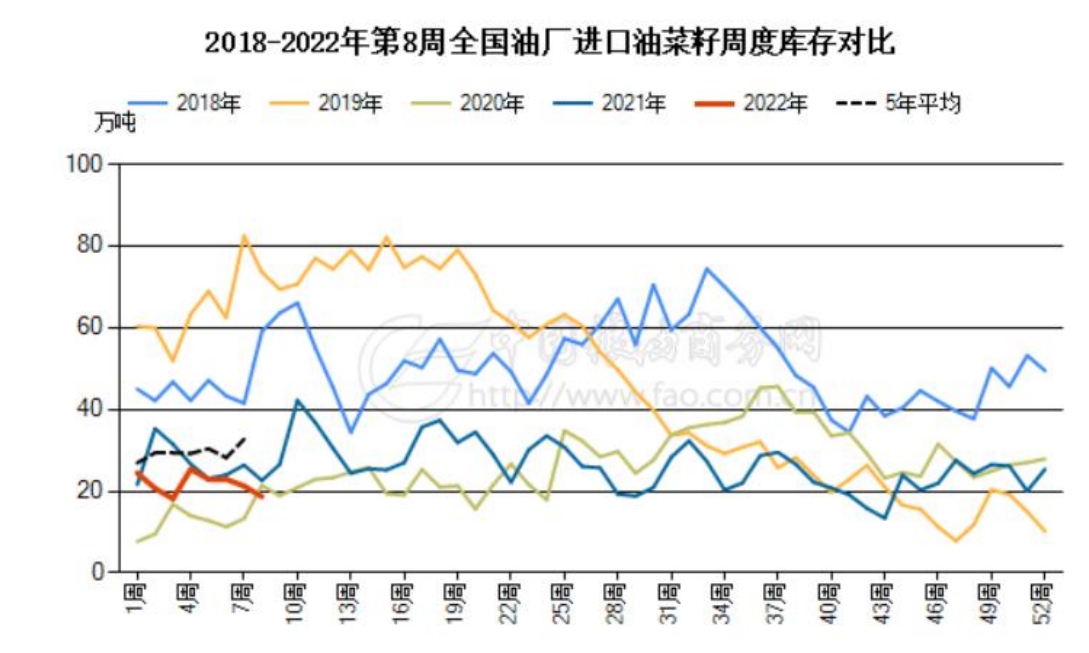
受加籽减产的持续影响，进口油菜籽价格持续走高，进口油菜籽压榨利润持续被挤出，据wind数据显示，自2021年3月开始，进口压榨利润就逐步转为负值状态，全国压榨企业严重亏损，使得油厂开机率持续偏低，菜籽消耗较同期持续减少。不过，2月以来，国内外油粕价格均大幅上涨，截止2月23日，广东港口进口油菜籽压榨利润为31.8元/吨，压榨利润基本得到修复。后期油厂的开工积极性有望逐步增加，油菜籽需求预期增加。



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 8 周，全国油厂进口油菜籽库存为 18.6 万吨，周比减少 2.6 万吨，处于近五年来最低水平。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

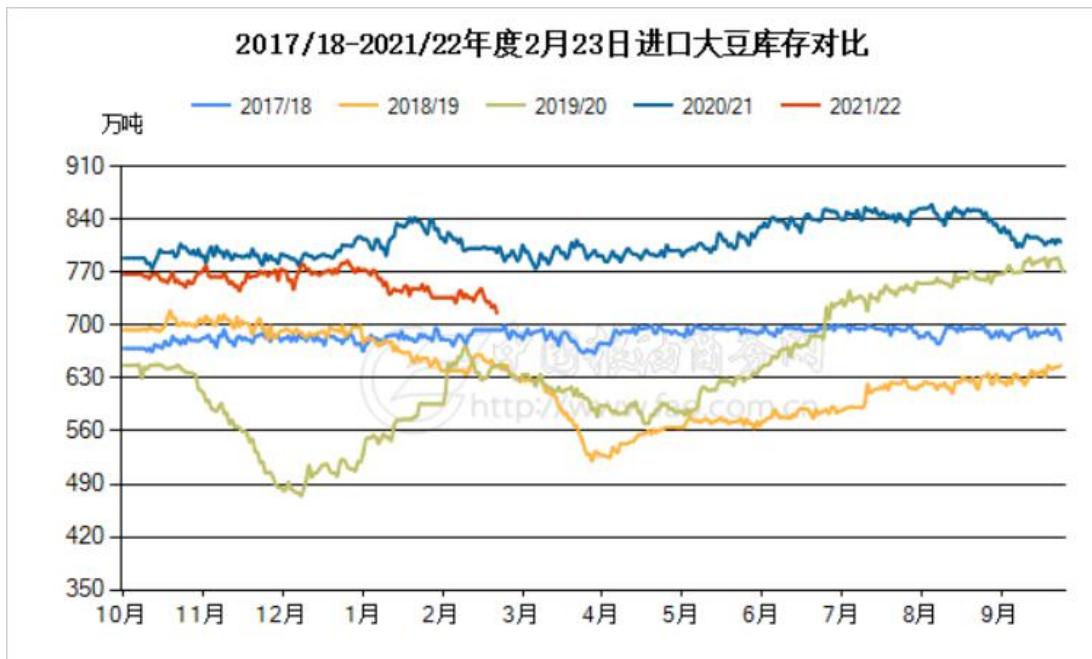
4、替代品大豆方面

从全球大豆供需来看，美国农业部（USDA）公布的 2 月供需报告显示，全球 2021/22

年度大豆产量预估为 3.6386 亿吨，1 月预估为 3.7256 亿吨，全球 2021/22 年度大豆年末库存预估为 9,283 万吨，此前市场预估为 9,151 万吨，1 月预估为 9,520 万吨。全球大豆产量及期末库存降低主要是因为南美天气持续干旱，巴西和阿根廷大豆产量预期下调所致，全球大豆产量预估下调 870 万吨，低于市场预期，但市场普遍认为美国农业部本次下调较为保守，给后期的预估留下继续下调的空间，美豆也因此持续走强。从南美天气情况持续分析来看，布宜诺斯艾利斯谷物交易所（BAGE）称，未来几周阿根廷大豆和玉米的单产可能继续下滑，因为气象预报显示，要到 3 月中旬才会出现缓解旱情的大范围降雨。农业咨询机构 AgRural21 日表示，目前巴西大豆收割仍面临大范围的天气问题，马托格罗索州是巴西头号粮食产区，该州遭遇降雨过多的问题，破坏大豆质量，而巴西最南部的一些地区近期则受到酷热干燥天气的影响，持续影响该产区大豆产量。巴西和阿根廷产量大概率如市场早先预估一致，美国农业部对南美产量存在继续下调的预期，美豆有望受此支撑继续偏强运行。

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 2 月 23 日，主要港口的进口大豆库存量约在 715.85 万吨，去年同期库存为 795.7 万吨，五年平均 704.78 万吨，本月累计到港 431.82 万吨。根据中国粮油商务网跟踪统计的数据显示，2022 年 2 月进口大豆到港量为 525.7 万吨，较上月预报的 670.3 万吨到港量减少了 144.6 万吨，环比变化为-21.57%；较去年同期 592.8 万吨的到港船期量减少 67.1 万吨，同比变化为-11.32%。预期 3 月份到港量增加到 600 万吨，到港量仍然不大，2 月节日停机现象较多，同比而言 3 月油厂开机率有望恢复，预计大豆消耗量会增加，港口库存量呈下降趋势。

大豆 (百万吨)	2021/22 2月预估	2021/22 1月预估	2021/22 调整幅度	2020/21 2月预估	2019/20
巴西产量	134	139	-5	138	128.5
巴西出口	90.5	94	-3.5	81.65	92.14
阿根廷产量	45	46.5	-1.5	46.2	48.8
阿根廷出口	3.75	4.85	-1.1	5.2	10
中国进口	97	100	-3	99.76	98.53
全球产量	363.86	372.56	-8.7	366.23	339.88
全球产量 (除中国)	347.46	356.16	-8.7	346.63	321.79
全球期末库存	92.83	95.2	-2.37	100.42	95.6
全球期末库存 (除中国)	58.75	61.12	-2.37	65.93	68.81

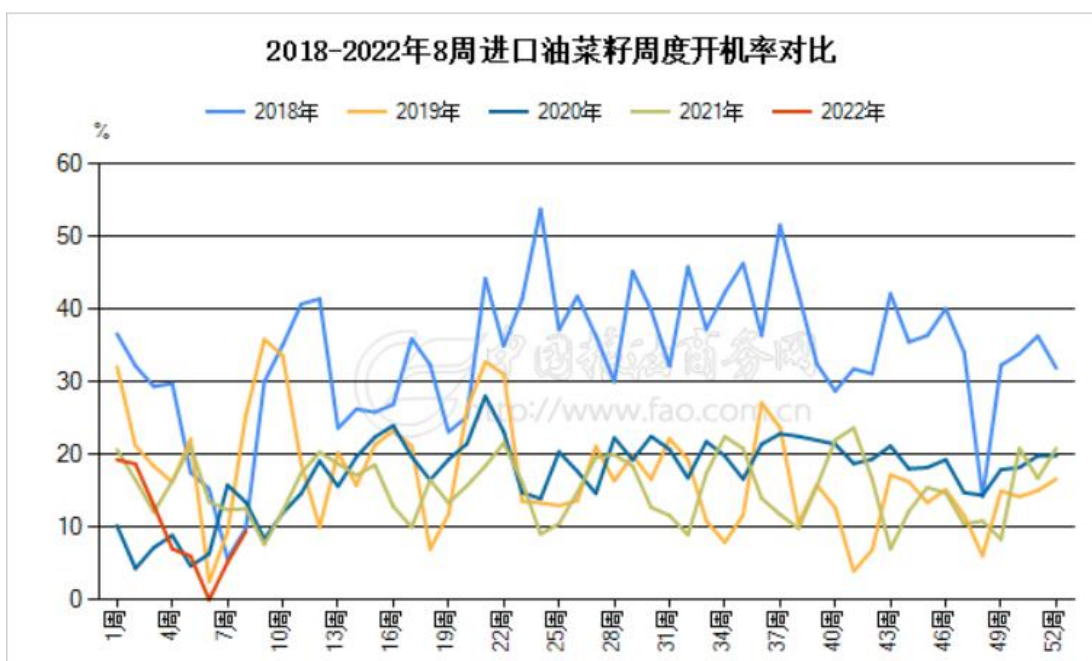


数据来源：USDA 中国粮油商务网

三、菜油基本面分析

1、产量分析

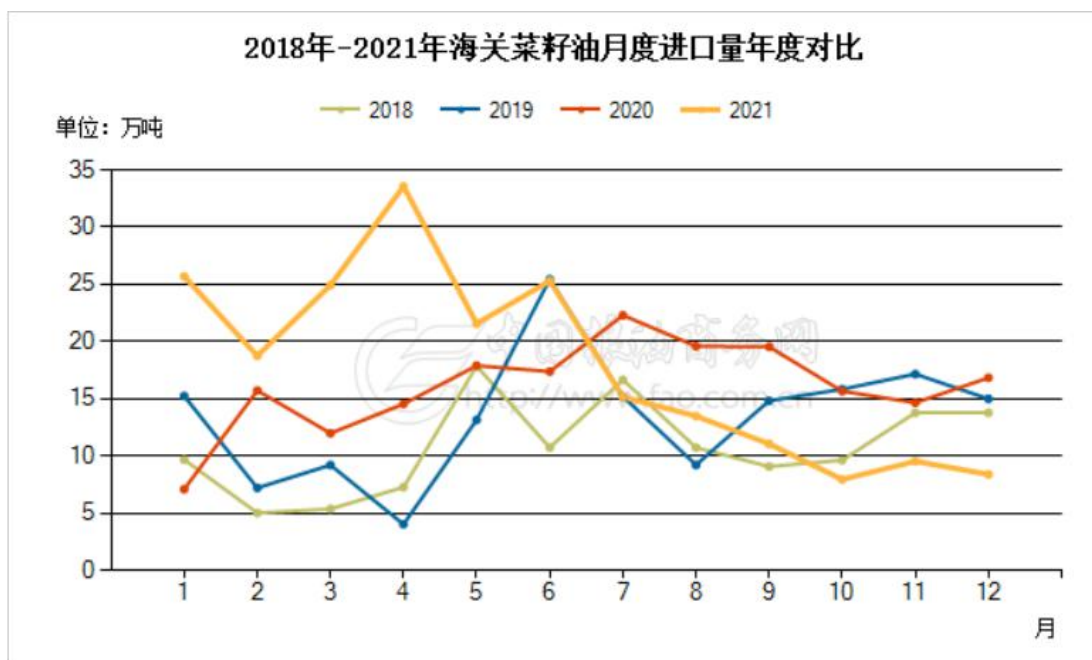
今年以来，一方面由于加工利润持续亏损，另一方面油菜籽供应持续偏紧，油厂断籽停机的情况较为普遍，进口油菜籽开机率持续偏低，菜油产量较往年同期下降。3月来看，尽管加工利润有所好转，不过仍处于盈亏平衡的边缘，叠加油菜籽短期供应持续偏紧，对开机恢复有所牵制，整体而言或将处于往年同期偏低水平，菜油产出压力相对较小。



数据来源：中国粮油商务网

2、直接进口量分析

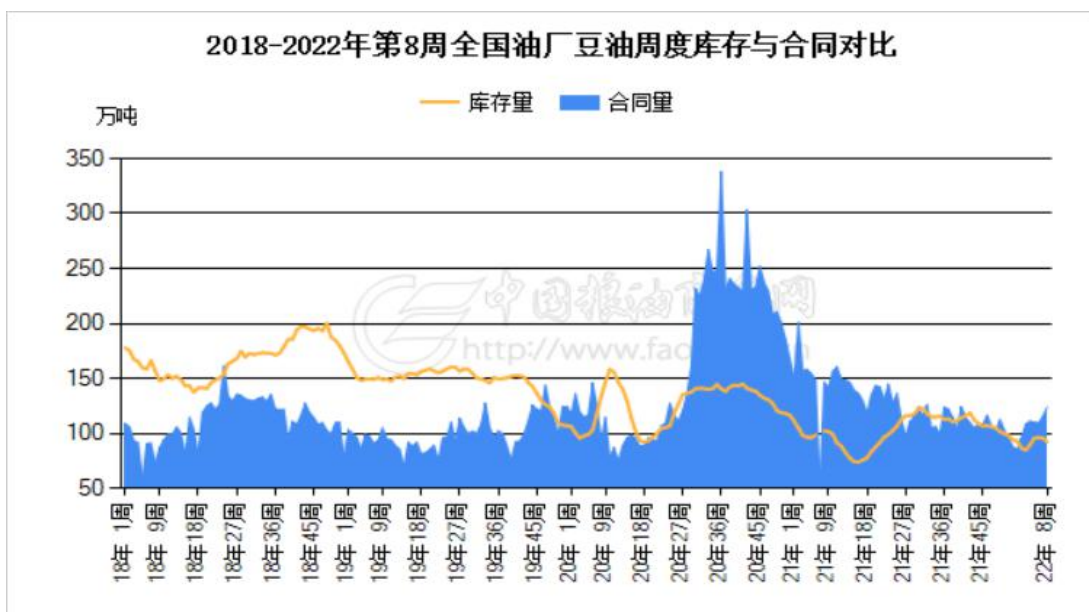
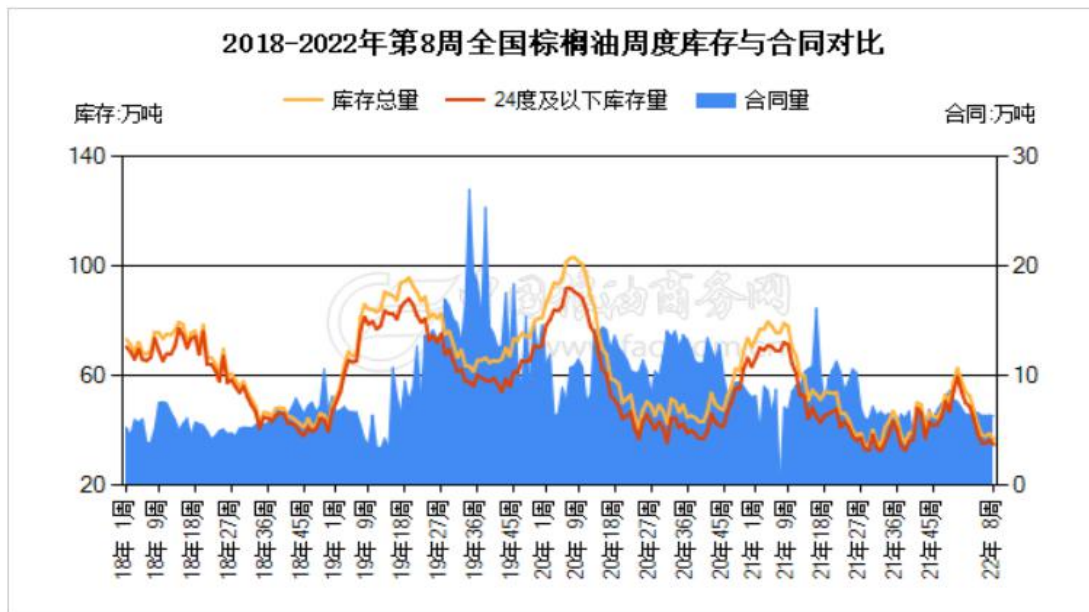
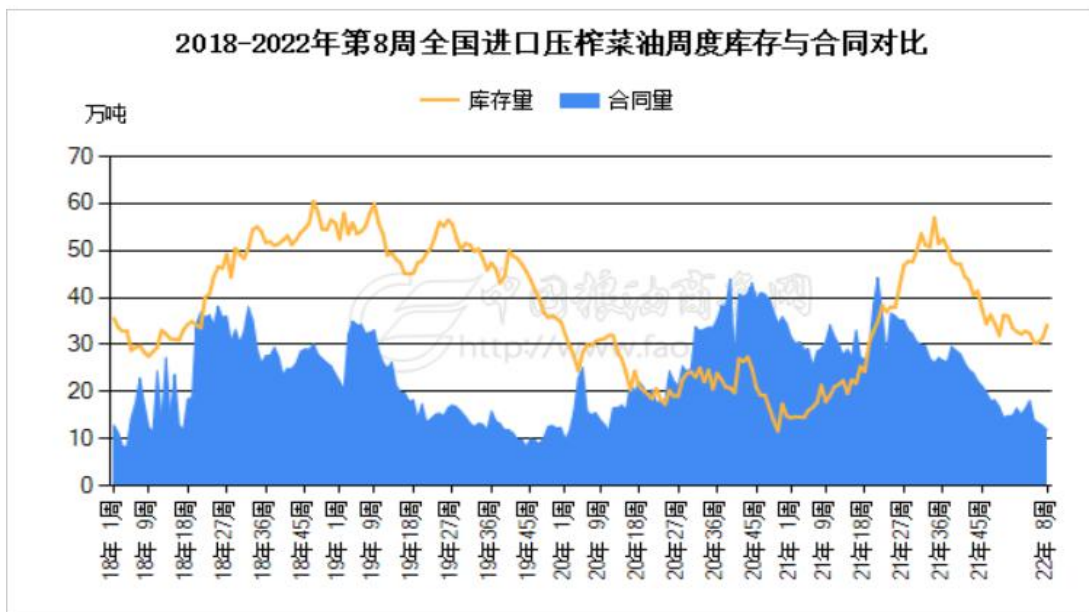
2021年1-12月菜籽油进口总量为215.38万吨，较上年同期累计进口总量的193.16万吨，增加22.22万吨，同比增加11.50%；2021/22年度(6-12月)累计进口总量为90.87万吨，较上年度同期累计进口总量的125.95，减少35.08万吨，同比减少27.85%。油菜籽进口价格持续高企，压榨利润持续亏损，进口量持续偏少，我国通过直接进口菜籽油来弥补国内供应缺口。从菜籽油每月进口数据可以看出，21年上半年进口量相对较多，而下半年进口价格持续上涨，使得进口量明显减少，菜油供应量明显下降。22年度看，据中国粮油商务网数据显示，1-4月月度进口预估分别为10万吨，10万吨，13万吨，13万吨，明显低于去年实际进口量，支撑菜油价格。



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8周国内三大油脂总库存为161.35万吨，较上周减少2.41万吨，环比-1.47%，较2021年同期库存195.83万吨，同比降幅17.61%。整体处于为五年同期最低水平。后期来看，尽管3月油脂消费处于淡季，整体需求预期减少。不过，从合同量来看，除菜油因溢价较高，市场接受度有所降低，合同量持续减少外，棕榈油合同量基本持平于往年同期，豆油合同量还存在小幅增加的情况，说明市场采购积极性仍存。故而，油脂整体库存短期大幅增加的可能较小，供应压力不大。



数据来源：中国粮油商务网

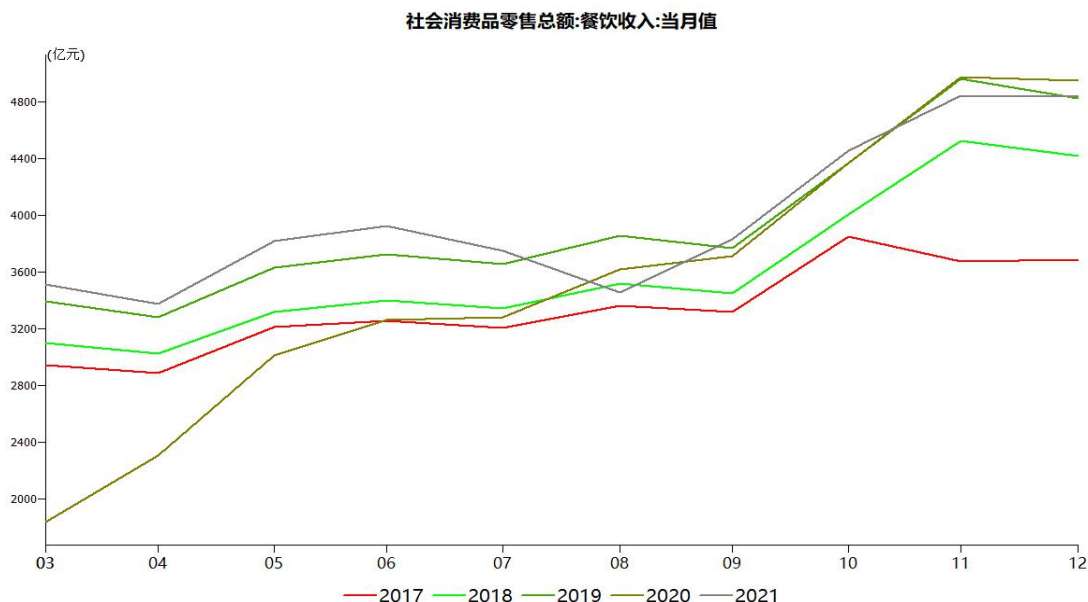
4、替代品（豆棕油）供应分析

棕榈油方面，贸易部长穆罕默德·路飞在一次网络新闻发布会上说，DMO 规定将适用于所有食用油出口商，计划出口食用油的 20% 必须在国内市场销售。且从 1 月 27 日起的六个月里，印尼对棕榈油出口实施出口许可证制度。2022 年 2 月 8 日对条例进行了第二次修正案，将毛棕榈油、RBD 棕榈液油和废弃食用油，改为到毛棕榈油及其衍生产品。印度政府 2 月 13 日发布公告，将毛棕榈油进口的农业附加税从 7.5% 降至 5%，即时生效。印尼限制棕榈油出口，印度下调棕榈油进口关税，均利多马来西亚棕榈油出口需求，且当前马来西亚棕榈油产量整体偏低，库存也处于历史偏低水平，马来棕榈油供应持续趋紧，价格大幅上涨，进口利润恶化，总体维持亏损的状态，继续影响进口船货的进货量预期。

豆油方面，受拉尼娜天气影响，巴西南部、阿根廷和巴拉圭等大豆产区天气干旱，造成大豆单产和产量受损，1 月份以来，市场机构持续下调南美各国大豆产量；近期南美天气并没有好转迹象，后期大豆产量可能进一步下调。近来美豆强劲的出口量也似乎印证了南美大豆减产的预期，推动美豆大幅飙涨，进口压榨亏损，进口大豆买船积极性受限，据中国粮油商务网数据显示，2022 年 1-4 月，进口预估分别为 870 万吨、560 万吨、620 万吨、800 万吨，进口压力不大，豆油产量受限，后期累库压力较小。

5、油脂需求情况

从历年餐饮消费数据可以看出，上半年餐饮消费明显低于下半年，3 月随着节日氛围完全消散，油脂消费迎来需求低迷期，叠加近期人员流动性增加，国内多地新冠疫情再度显现，管控存在偏紧预期，对油脂需求利空。对于菜油而言，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，对菜油价格较为不利。

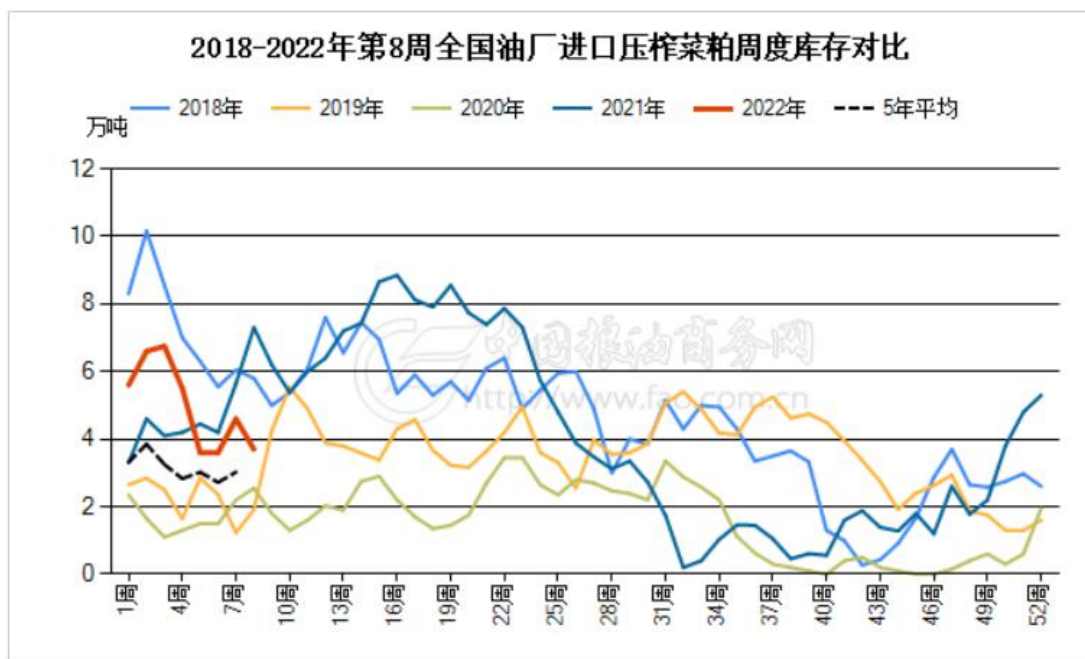


数据来源: wind

四、菜粕基本面分析

1、产量库存情况

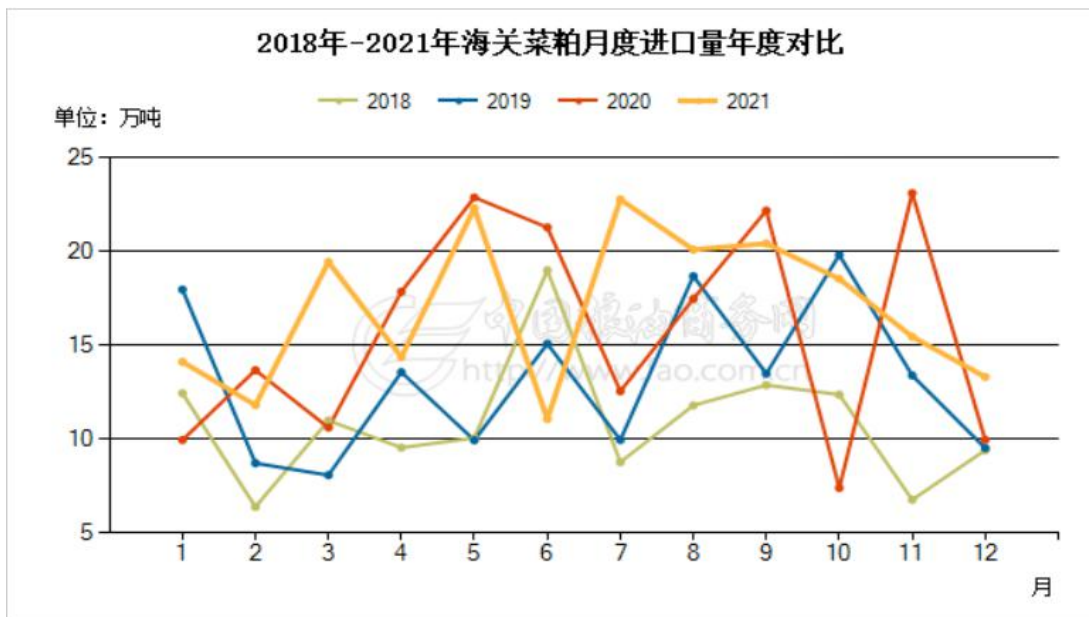
因油菜籽供应持续偏紧，油厂断籽停机的情况较为普遍，进口油菜籽开机率持续偏低，菜粕产量较往年同期下降。3月来看，尽管加工利润有所好转，不过仍处于盈亏平衡的边缘，叠加油菜籽短期供应持续偏紧，对开机恢复有所牵制，整体而言或将处于往年同期偏低水平，菜粕供应增量压力相对较小。中国粮油商务网数据显示，截止2022年第8周，全国油厂进口压榨菜粕库存为3.7万吨，周比减少0.9万吨，环比-19.57%，处于同期中等水平。整体来看，菜粕供应压力不大，提振菜粕市场价格。



数据来源: 中国粮油商务网

2、菜粕直接进口量分析

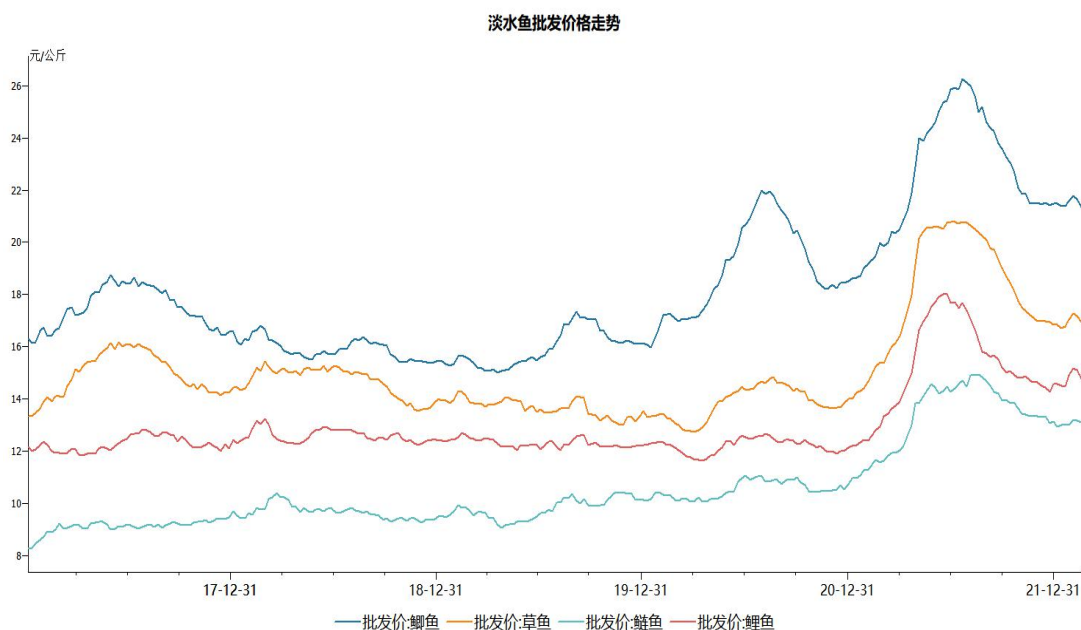
中国海关公布的数据显示，2021年1-12月菜粕进口总量为203.56万吨，较上年同期累计进口总量的188.78万吨，增加14.78万吨，同比增加7.83%；2021/22年度(6-12月)累计进口总量为121.57万吨，较上年度同期累计进口总量的113.86，增加7.72万吨，同比增加6.78%。从菜粕进口数量上来看，无论从哪个时间维度着眼均较同期均大幅增加，在一定程度上弥补了油菜籽进口减少，而导致菜籽粕供应偏紧的预期。



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。3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 2 月 18 日，鲫鱼批发价格为 21.35 元/公斤，草鱼批发价格为 16.96 元/公斤，鲢鱼批发价格为 13.11 元/公斤，鲤鱼批发价格为 14.79 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。



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7周(2月11日至2月18日)111家油厂大豆实际压榨量为170.78万吨,开机率为59.36%。较第6周实际压榨量大增104.96万吨。主要因多数油厂大豆在经历春节长假后,本周陆续恢复开机。不过,美豆价格持续走高,进口压榨利润大幅亏损,叠加进口到港预估偏少,油厂会出现断豆停机的现象,预计2022年第8周(2月19日至2月25日)国内油厂开机率大幅下降,油厂大豆压榨量预计168.24万吨,开机率为58.48%,豆粕供应压力不大。

从去年6月开始,农业农村部会同有关部门,密集发布生猪产能过剩的预警信息,引导养殖场户淘汰过剩产能。今年1月末全国能繁母猪存栏量为4290万头,环比下降0.9%,同比下降3.7%,7个月累计调减274万头,向着正常保有量有序回调,不过产能去化较为缓慢。由农业农村部、国家发展改革委、商务部、海关总署、国家统计局联合发布的生猪产品数据,2021年末全国生猪存栏44922万头,同比增长10.5%,达到2017年末的101.7%。母猪存栏去化缓慢,生猪存栏水平将继续偏高,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)



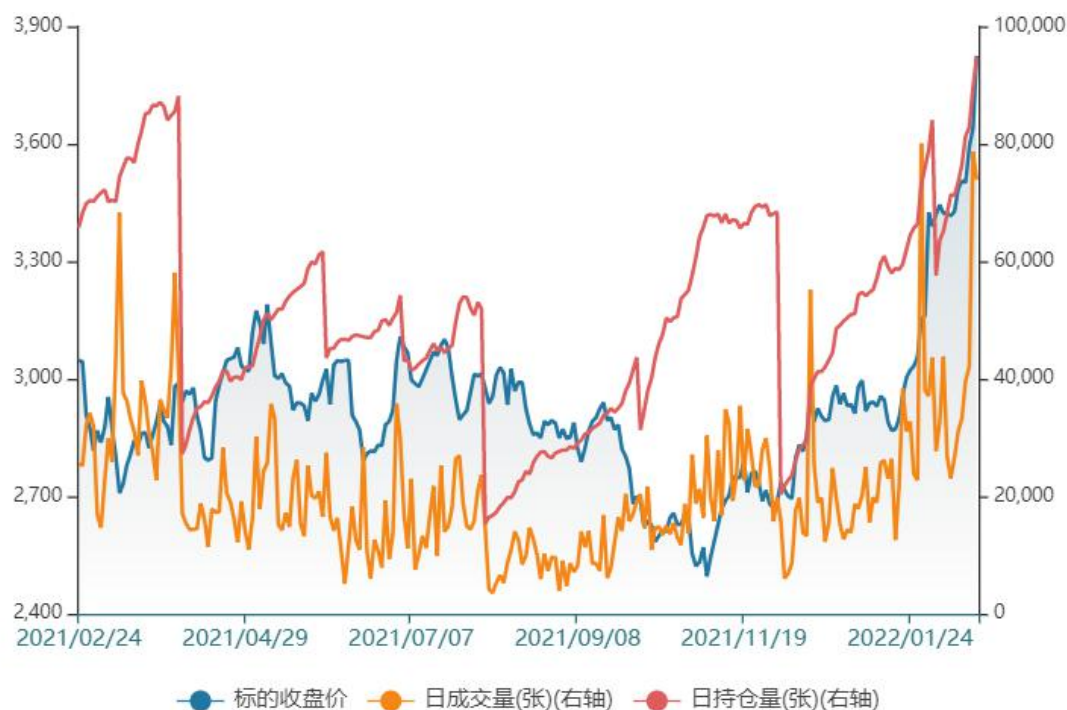
数据来源: Mysteel 农产品

五、菜粕期权方面

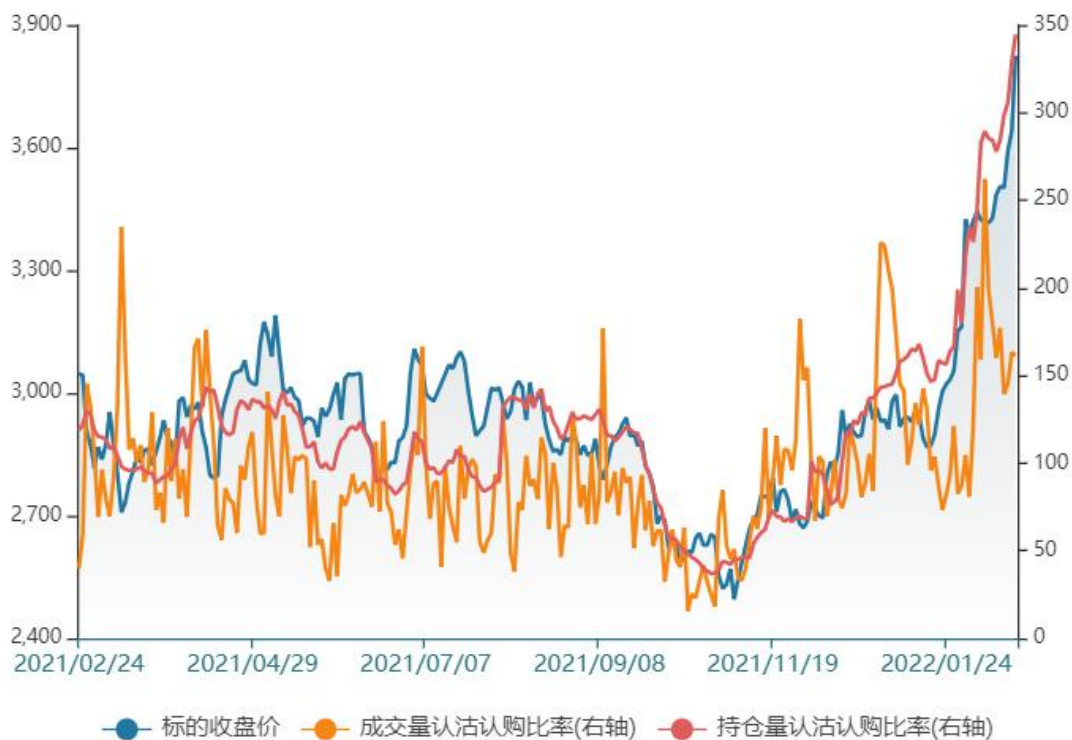
1、流动性分析

菜粕期货 2205 合约标的呈现高开震荡走强的趋势，菜粕期权活跃度明显增加，整体成交量和持仓量均较上月明显增加，截止 2 月 24 日收盘，最新持仓量为 94737 张，日成交量 73922 张，均处于最高水平。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 87%附近上升至目前的 161%左右，而持仓量认沽认购比例从上月末的 180%大幅上升至 345%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+469.63%附近，而平值期权认沽收益率整体震荡下跌，从-150%左右下跌至目前-324.61%附近，显示目前多头氛围占主导。

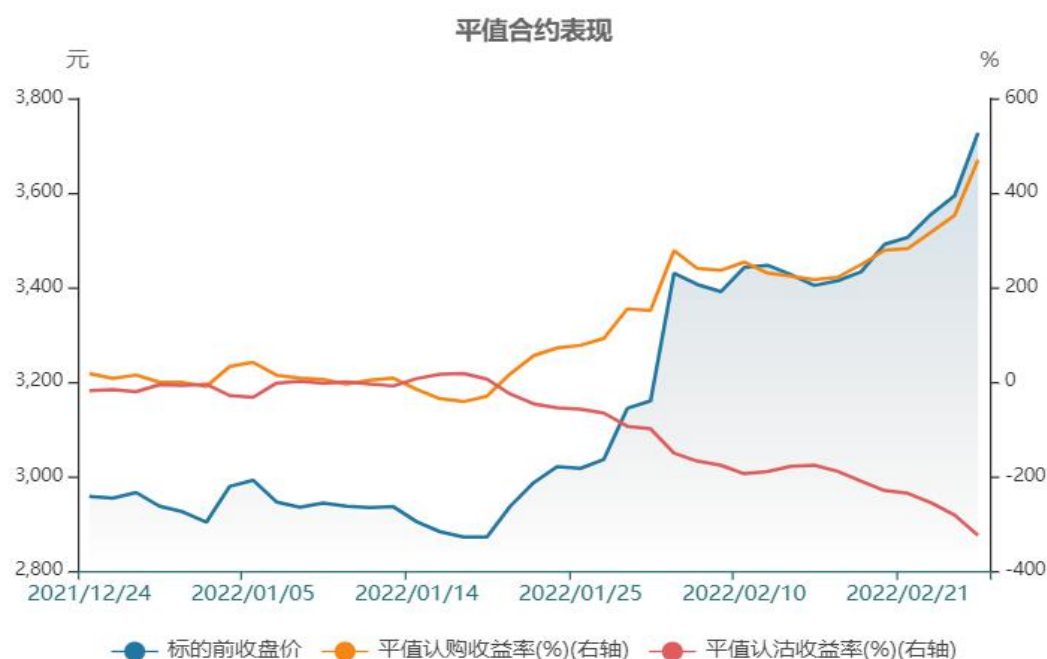
菜粕期权成交量及持仓情况



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

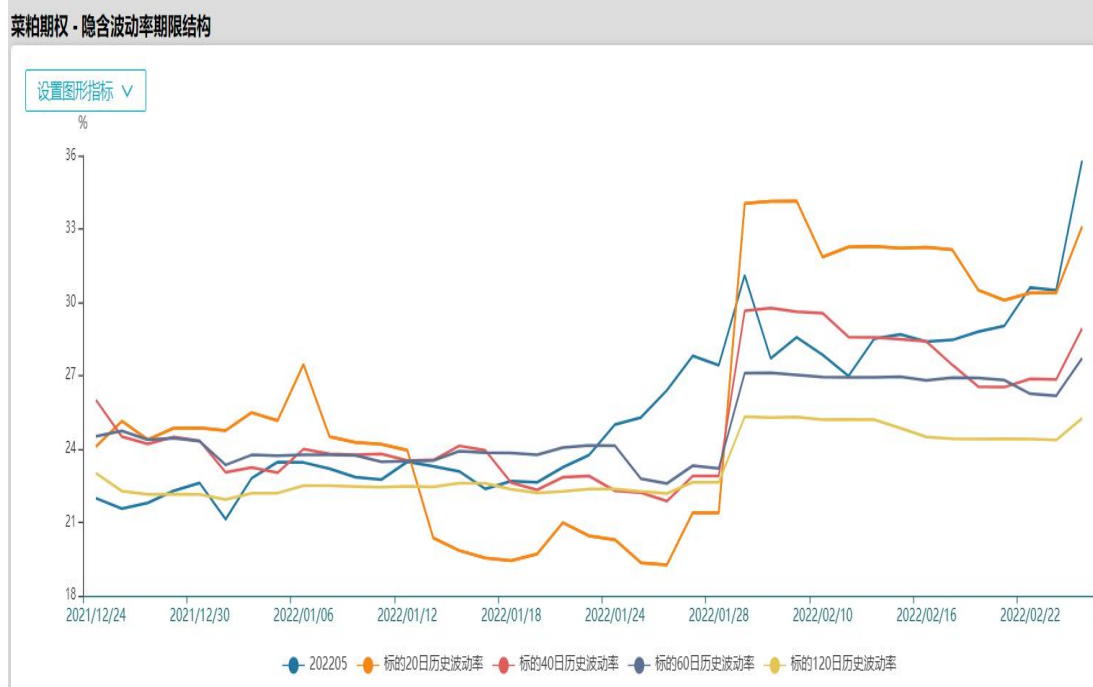


数据来源: wind

2、波动率分析

本月菜粕期权主力合约 2205 隐含波动率较上月有所回升,处于 26.99-35.8 之间波动,截止 2 月 24 日,菜粕 2205 合约平值期权隐含波动率为 35.8%,较上月同期隐含波动率 25%

上升 10.8%，处于同期最高水平。对于 2205 合约而言，平值期权隐含波动率为 35.8%，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，而波动率有回归均值的水平的意愿，故而，可尝试做空 2205 合约的波动率。



数据来源：wind

六、2022 年 3 月菜籽类市场展望及期货策略建议

菜籽方面，加拿大作为全球最大的油菜籽生产国及出口国，出口量占全球总出口量的 50%，本年度产量预估较上年度减少 35%，进而导致出口量大幅减少。而加拿大新季油菜籽生长期为 4 月-9 月。故而，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。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，进口菜籽油预期到港量也偏少，菜油供应较往年明显较少，另外，三大油脂整体库存仍旧偏低，且俄乌局势进一步升级，原油价格突破百元关口，提振油脂生物柴油需求量，对油脂市场整体利好。不过，随着春节结束，油脂消费迎来需求低迷期，且近期油脂价格大幅上涨，菜油价格相对较高，市场感受程度更为明显，菜油需求弱化情况更甚，对菜油价格较为不利。整体来看，菜油市场多空交织，不过，在供应持续偏紧的情况下，市场仍将处于供应导向市，菜油期价或将维持高位偏强震荡。

菜粕方面，加籽减产幅度较大，加籽价格持续偏高，限制油菜籽进口量，菜粕成本端支撑较强。同时，巴西和阿根廷大豆减产忧虑持续发酵，美豆价格持续偏强，提振国内蛋

白粕市场。另外，3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，价格涨至高位，市场恐慌情绪加大，追涨意愿减弱。整体来看，菜粕基本面仍偏多，但高位追涨风险增加，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

建议待菜粕 2205 合约在 3580 元/吨附近做多，目标 3780 元/吨，止损 3530 元/吨。

建议待菜油 2205 合约在 12800 元/吨附近做多，目标 13600 元/吨，止损 12600 元/吨。

2、套保策略

3月油脂供应仍将偏紧，下游食品厂为防止菜油价格继续大幅上涨，建议于 12800 元/吨做多菜油 2205 合约。止损 12600 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 RM205C3600。

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。