

菜籽类月报

2024年11月28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

联系电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号



关系缓和预期增加 市场回归供需逻辑

摘 要

菜籽方面，现阶段加籽处于集中出口季，且由于本年度加拿大菜籽呈现丰产，市场总体供应有保障，继续牵制其市场价格。国内方面，菜籽基本面偏弱格局未改，国产菜籽价格上涨有一定的难度，关注后期春节备货价格能否上调。目前主力菜籽合约成交清淡，不建议操作。

菜油方面，加籽处于集中出口季，且由于本年度加拿大菜籽呈现丰产，市场总体供应有保障。同时，美豆集中上市期供应压力较大，且最近几周巴西和阿根廷降雨频繁，提振大豆产量前景，对国际豆价形成压力。不过，产地棕榈油逐步进入减产季，且印尼的生柴计划有利于工业用量的提升，产需双向仍存利好，继续支撑马棕市场价格。国内市场方面，中加贸易端领导不断会晤，关系缓和预期提升，消息面影响进一步减弱，且短期菜籽供应依旧充裕，菜油库存维持相对高位，菜油基本面偏弱。不过，新增采购未见好转，远月菜籽进口量仍大概率减少，对远期市场有所利好。

菜粕方面，美豆收割结束，集中上市期供应压力较大，且最近几周巴西和阿根廷降雨频繁，提振大豆产量前景，对国际豆价形成压力。成本传导下，拖累国内粕类市场。不过，国际豆价已低于种植成本，限制其后期下跌空间。国内市场而言，中加贸易端领导不断会晤，关系缓和预期提升，消息面影响进一步减弱，且水产养殖仍处于消费淡季，菜粕刚需支撑不足，菜粕自身无明显利好支撑。豆粕来看，年内大豆进口到港预期仍然较多，阶段性供应相对充裕。总体而言，菜粕后期将更多的是跟随豆粕市场的波动而波动。不过，仍需关注中加贸易关系的发展。

目 录

一、2024年11月菜籽类市场行情回顾	2
1、2024年11月菜油市场行情回顾	2
2、2024年11月菜粕市场行情回顾	2
二、油菜籽基本面分析	3
1、中加贸易缓和预期增强，消息面影响减弱	3
2、国内菜籽供需情况	4
2.1 供强需弱格局不变，价格继续承压	4
2.2 进口压力或有下滑	5
2.3 油厂开机率或高位回降	5
3、替代品大豆方面	6
3.1 国际市场供应压力较大	6
3.2 年末进口量依旧良好	8
三、菜油基本面分析	9
1、直接进口保持平稳	9
2、菜油库存压力较高	10
3、替代品（豆棕油）供应分析	11
3.1 减产季到来，供应面存利好	11
3.2 豆油库存降幅有限	14
4、菜油替代消费有限	15
四、菜粕基本面分析	16
1、直接进口量相对平稳	16
2、菜粕库存继续位于同期最高水平	18
3、菜粕替代难有增量	19
4、豆粕需求前景并不乐观	19
五、油粕比分析	21
六、技术面分析	22
1、菜油技术面分析	22
2、菜粕技术面分析	23
七、菜粕期权方面	24

1、流动性分析	24
2、波动率分析	25
八、2024 年 12 月菜籽类市场展望	26
免责声明	27

一、2024 年 11 月菜籽类市场行情回顾

1、2024 年 11 月菜油市场行情回顾

2024 年 11 月，菜油 2501 合约呈现出震荡下跌态势，市场波动加剧。一方面，本月马棕出口放缓，且 MPOB 将 12 月毛棕出口关税从 8%上调至 10%，并上调其参考价，短期出口需求或持续受到抑制。同时，市场对棕榈油后续生柴需求存在担忧，且美豆油的生物柴油需求亦存在不确定性，拖累外围油脂市场价格明显下跌；另一方面，国内菜籽供应依旧充裕，菜油库存维持相对高位。同时，近期中加贸易端领导不断会晤，关系存在缓和预期，消息面影响进一步减弱。总体而言，外围市场走弱叠加自身基本面欠佳，本月菜油呈现出高位震荡下跌态势。

郑商所菜油 2501 合约日 K 线图



图片来源：博易大师

2、2024 年 11 月菜粕市场行情回顾

2024 年 11 月，菜粕 2501 合约震荡下跌。主要是随着美豆收割推进，集中上市期供应压力较大，且南美大豆产区天气仍表现良好，巴西国家商品供应公司（CONAB）公布的数据显示，截至 11 月 17 日，巴西 2024/25 年度大豆播种进度为 73.8%，一周前 66.1%，去年同期的播种进度为 65.4%。11 月 14 日，CONAB 预计 2024/25 年度巴西大豆产量为 1.66143 亿吨，同比提高 12.5%。巴西产量预期创历史新高，或持续牵制美豆市场价格。成本传导下，拖累国内粕类市场。国内市场而言，随着温度下滑，菜粕进入季节性淡季，刚需支撑减弱。且短期菜籽、菜粕库存均较高，供应较为充裕。供强需弱格局延续。同时，近期中加贸易

端领导不断会晤，关系存在缓和预期。总体而言，在美豆持续承压以及自身弱现实背景下，本月菜粕价格呈现出震荡下跌走势。

郑商所菜粕 2501 合约日 K 线图

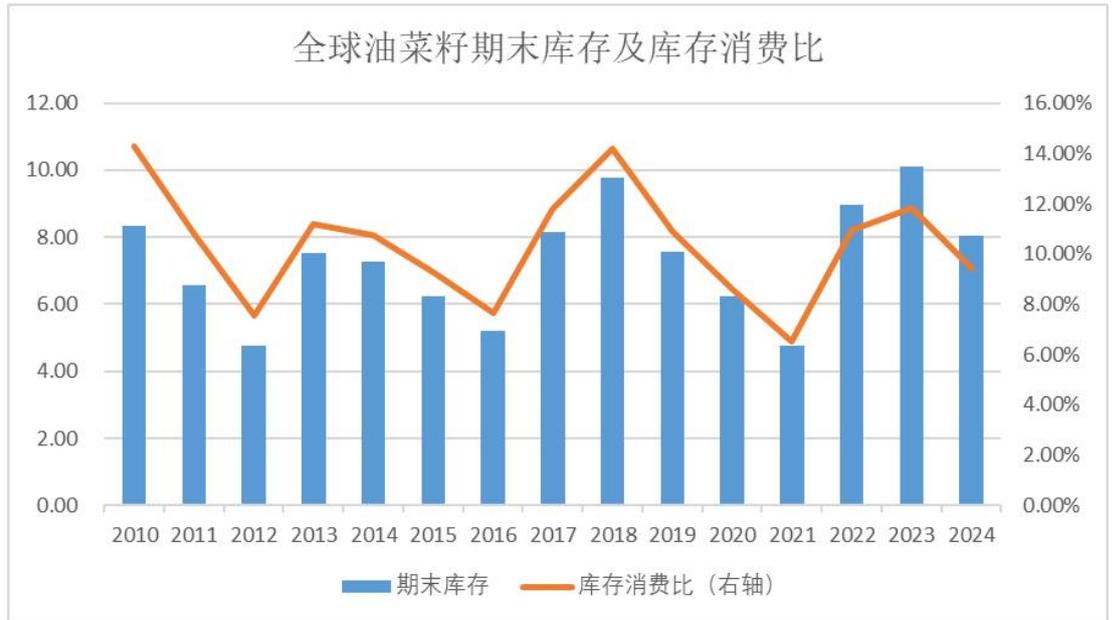


图片来源：博易大师

二、油菜籽基本面分析

1、中加贸易缓和预期增强，消息面影响减弱

美国农业部（以下简称“USDA”）11月发布的报告显示，2024/25年度全球菜籽产量为8724万吨，较上月产量预估值下调了20万吨。2024/25年度全球菜籽期末库存总体变化不大维持805万吨，较上月预估下降了0.1万吨。月度调整幅度不大，不过同比上年度而言，无论是产量还是期末库存均有所下降，全球菜籽供需格局略有转紧。库存消费比仍保持在五年均值附近，整体供需矛盾并不明显。加拿大作为全球菜籽最大的出口国，且近两年我国油菜籽进口数量超九成也来自于加拿大，加籽的供应状况是国内外市场关注的焦点。现阶段而言，加籽收获已经结束，现处于集中出口季，由于本年度加拿大菜籽呈现丰产，市场总体供应有保障。不过，从加拿大菜籽的主要出口国来看，中国占据该国出口总量一半以上，中加贸易关系仍是影响市场价格的关键因素。中加贸易端领导不断会晤，关系存在缓和预期，消息面影响进一步减弱。不过，最终结果仍尚未确定，后续继续关注商务部通告。

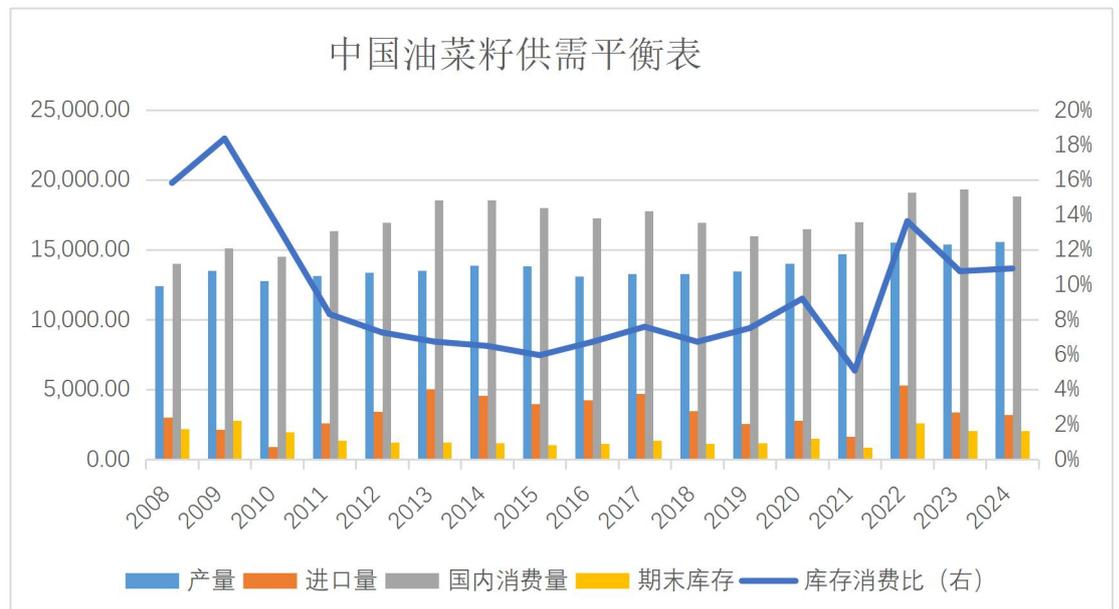


数据来源：USDA

2、国内菜籽供需情况

2.1 供强需弱格局不变，价格继续承压

国内市场而言，市场担忧中国或将对加拿大进口菜籽加征关税，中国买家加紧步伐提前采购，国内10月油菜籽进口量再创新高。在菜籽进口量持续增加的影响下，国内菜籽基本面偏弱格局未改。现南方部分贸易商因对后市行情不看好，在手中库存销售完毕后直接退出市场，油厂则少量出库菜籽，正常走货为主。北方春菜籽贸易商多将质量好的菜籽销售至四川地区，普通菜籽销售至甘肃及陕西地区。在菜饼价格持续回落的影响下，菜籽市场采购信心依旧偏弱，维持刚需采购为主，总体成交量不高。短期来看，国产菜籽价格上涨有一定的难度，关注后期春节备货价格能否上调。

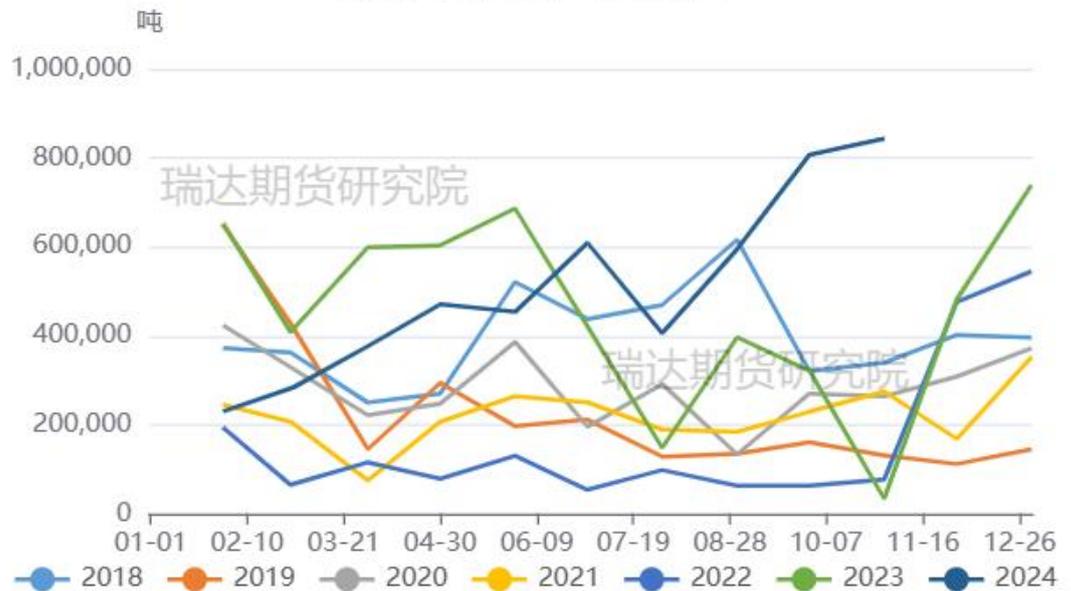


数据来源：USDA

2.2 进口压力或有下滑

从菜籽进口数量来看，中国海关公布的数据显示，2024年10月油菜籽进口总量为84.30万吨，较上年同期3.44万吨增加80.86万吨，同比增加2347.91%，较上月同期80.69万吨环比增加3.62万吨。2024年1-10月油菜籽进口总量为507.44万吨，较上年同期累计进口总量的427.09万吨，增加80.35万吨，同比增加18.81%。市场担忧后期我国或将对加拿大进口菜籽加征关税，故而贸易商加紧步伐提前采购，使得10月油菜籽进口量再创新高。同时，截止11月23日，本月菜籽实际到港量为32万吨，短期市场供应仍然较为充裕。后期而言，据监测显示，12、1月我国菜籽进口预估分别为45.5万吨和27万吨。尽管近期中加贸易端领导不断会晤，关系存在缓和预期。不过，最终结果仍尚未确定，新增采购未见明显回升，远月菜籽到港预期减少，来自进口端的压力降低。后续继续关注商务部通告。

菜籽:进口数量:当月值



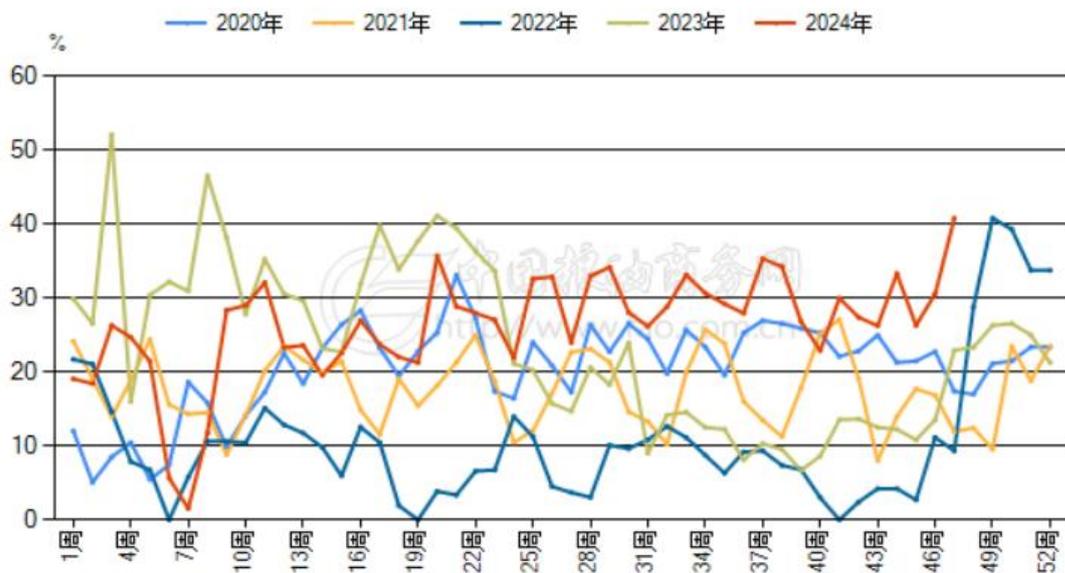
数据来源：海关总署

2.3 油厂开机率或将高位回降

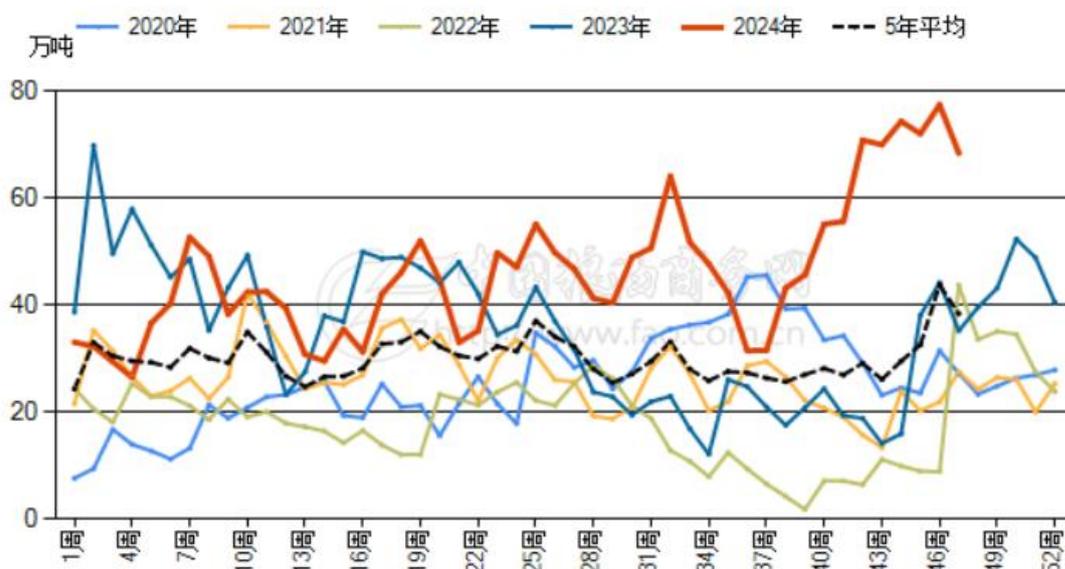
从开机率来看，据中国粮油商务网数据显示，本月油厂开机率较前期变化不大，继续保持在30%附近，仍处于近年来最高位。主要是菜籽供应较为充裕且压榨利润较好，提升油厂压榨积极性，开机率持续保持高位。截止到2024年第47周末，国内进口油菜籽库存总量为68.4万吨，较上周的77.4万吨减少9.0万吨，去年同期为35.2万吨，五周平均为

72.4万吨。尽管开机率维持近年同期最高，菜籽消耗量较大，但进口菜籽到港量也相对较多，使得油厂库存保持在70万吨水平波动，仍处于近年来最高位。不过，中加贸易关系不确定性仍存，贸易商采购积极性尚未完全恢复，远期菜籽到港或有下滑，菜籽供应有所减少，开机率下滑的情况或在明年1月开始体现，彼时菜油粕供应压力略有减弱。

2020-2024年47周进口油菜籽周度开机率对比



2020-2024年第47周全国油厂进口油菜籽周度库存对比



数据来源：中国粮油商务网

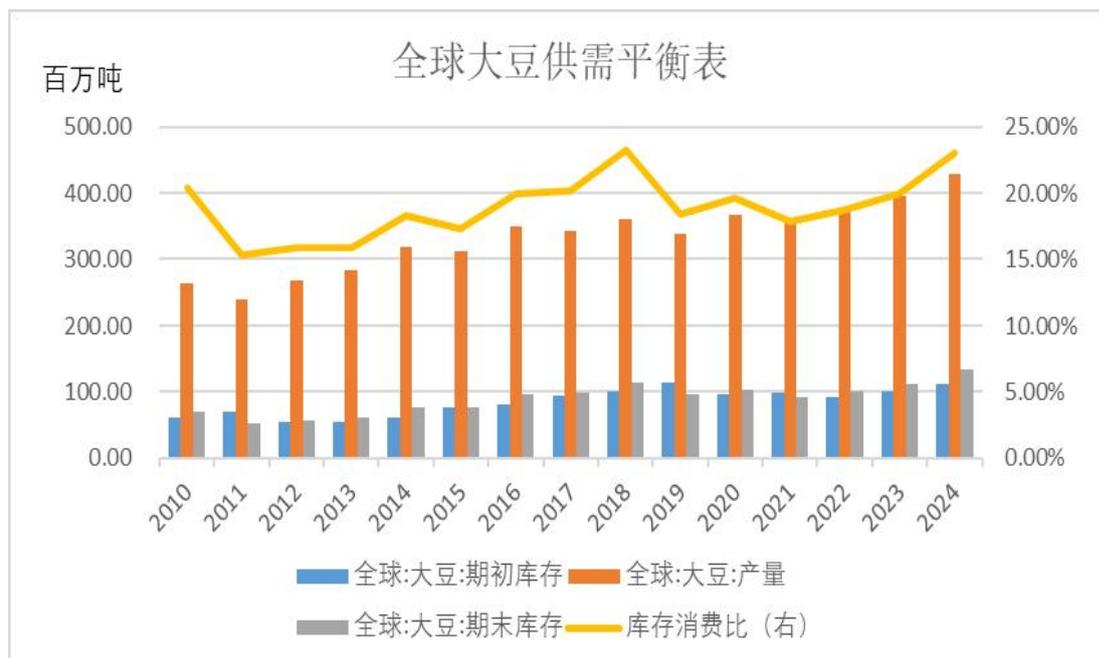
3、替代品大豆方面

3.1 国际市场供应压力较大

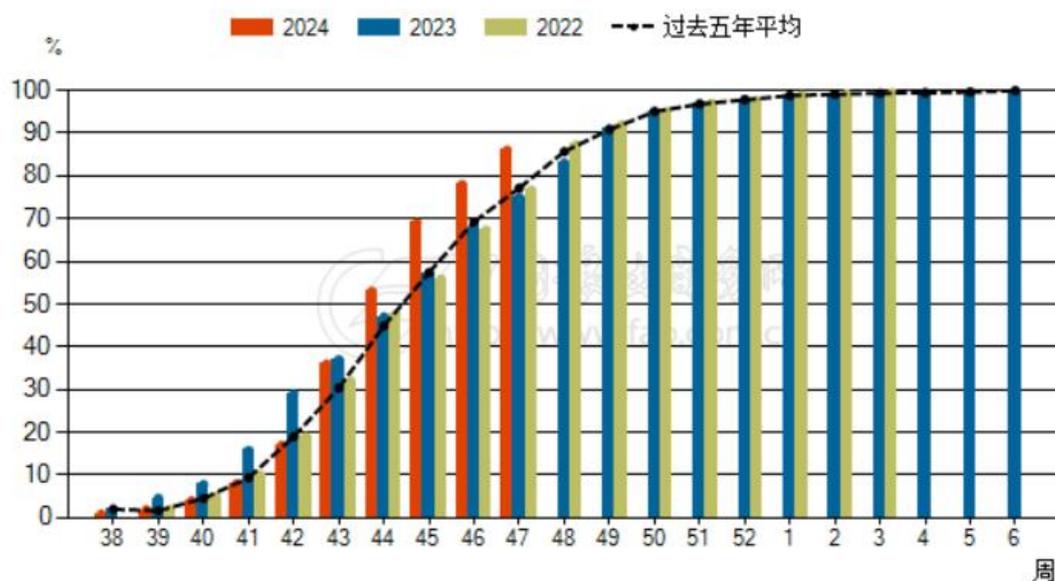
美国农业部（USDA）公布的11月供需报告显示，美国2024/25年度大豆产量预估为

44.61 亿蒲式耳，低于此前市场预期的 45.57 亿蒲式耳和 10 月预估的 45.82 亿蒲式耳。美国 2024/25 年度大豆单产预估为 51.7 蒲式耳/英亩，低于 10 月预估的 53.1 蒲式耳/英亩和此前市场预估的 52.8 蒲式耳/英亩。因在季末干旱影响下，单产和产量低于预期。美国 2024/25 年度大豆期末库存预估为 4.7 亿蒲式耳，低于 10 月预估的 5.5 亿蒲式耳。本次报告整体呈现利多状态。不过就美豆及全球大豆整体供需情况来看，产量和期末库存均处于历年相对高位。供需压力月环比虽然有所好转，但年同比压力依旧较大。现阶段美豆收割基本结束，集中上市期阶段性供应压力较大，持续牵制市场价格，期价继续徘徊于多年低位。

另外，随着巴西降雨改善，该国大豆种植进度也明显得到提升。巴西国家商品供应公司 (CONAB) 称，截至 11 月 17 日，巴西 2024/25 年度大豆播种进度为 73.8%，一周前 66.1%，去年同期的播种进度为 65.4%。同时，各分析机构对巴西大豆产量前景均抱以乐观的态度。CONAB 预计 2024/25 年度巴西大豆产量为创纪录的 1.66143 亿吨，较上月预测调高 9 万吨，同比提高 12.5%；大豆出口量估计为 1.054757 亿吨。阿根廷方面，由于大部分地区的地表墒情良好，大豆播种进展迅速。布宜诺斯艾利斯谷物交易所 (BAGE) 表示，截至 11 月 20 日，阿根廷 2024/25 年大豆播种进度为 35.8%，高于一周前的 20.1%，比去年同期高出 0.8%。该交易所预测 2024/25 年度阿根廷大豆产量为 5080 万吨，高于上年的 5020 万吨。南美大豆丰产预期较强。尽管美国国家气象局气候预测中心 (CPC) 称，拉尼娜警报仍然有效，拉尼娜现象最有可能在 2024 年 10 月至 12 月出现 (概率为 57%)，预计将持续到 2025 年 1 月至 3 月，但是今年秋季出现的任何拉尼娜现象都可能是短时间的微弱现象。整体来看，拉尼娜对南美大豆产量影响有限。



截止到2024年11月22日巴西大豆种植进度对比



数据来源：USDA 中国粮油商务网

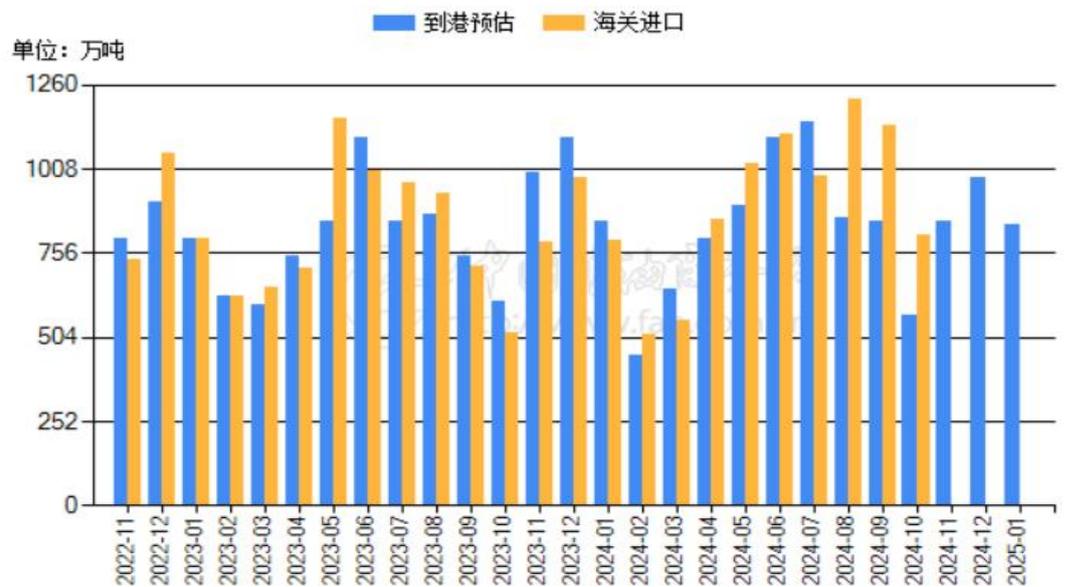
3.2 年末进口量依旧良好

从月度进口量来看，中国海关公布的数据显示，2024年10月大豆进口总量为808.74万吨，环比减少29%，较上年同期515.76万吨增加292.98万吨，同比增加56.81%，较9月1137.09万吨减少328.34万吨。10月份大豆进口数量是近七年次高水平。2024年1-10月大豆进口总量为8993.66万吨，较上年同期累计进口总量的8087.09万吨增加906.58万吨，同比增加11.21%。其中1-10月份自巴西进口大豆总量为6777万吨，较上年同期的5966万吨增长14%；1-10月份自美国进口大豆总量为1508万吨，较上年同期的1733万吨减少13%；1-10月份自阿根廷进口大豆总量为359万吨，较上年同期的209万吨增长140%。近年来，中国自美国进口大豆占比由21年的33%回落到23年的24%，而自巴西进口大豆比例增加至71%，中国已经大幅降低了对美国大豆的进口依赖。后期而言，考虑到特朗普将于明年1月份就职，中国买家可能趁着政策窗口期积极采购。中国粮油商务网预估数据显示，2024年11月和12月中国大豆进口量分别为850万吨和980万吨，预计今年大豆进口量将达到1.08亿吨，有可能打破历史进口记录。

2018-2024年海关大豆月度进口量年度对比



2022年11月至2025年1月进口大豆进口量预估



数据来源：中国粮油商务网

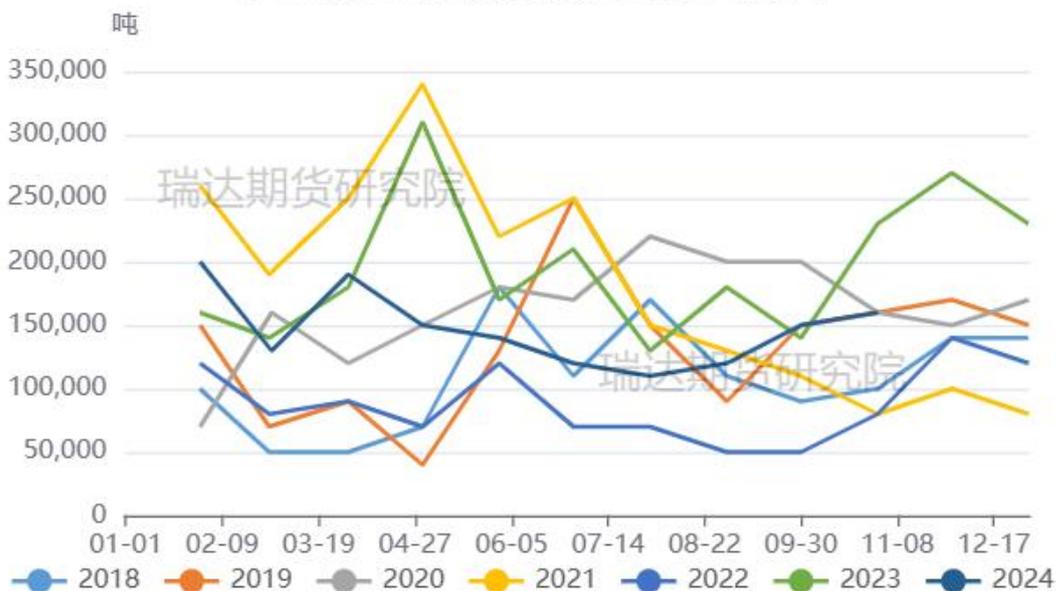
三、菜油基本面分析

1、直接进口保持平稳

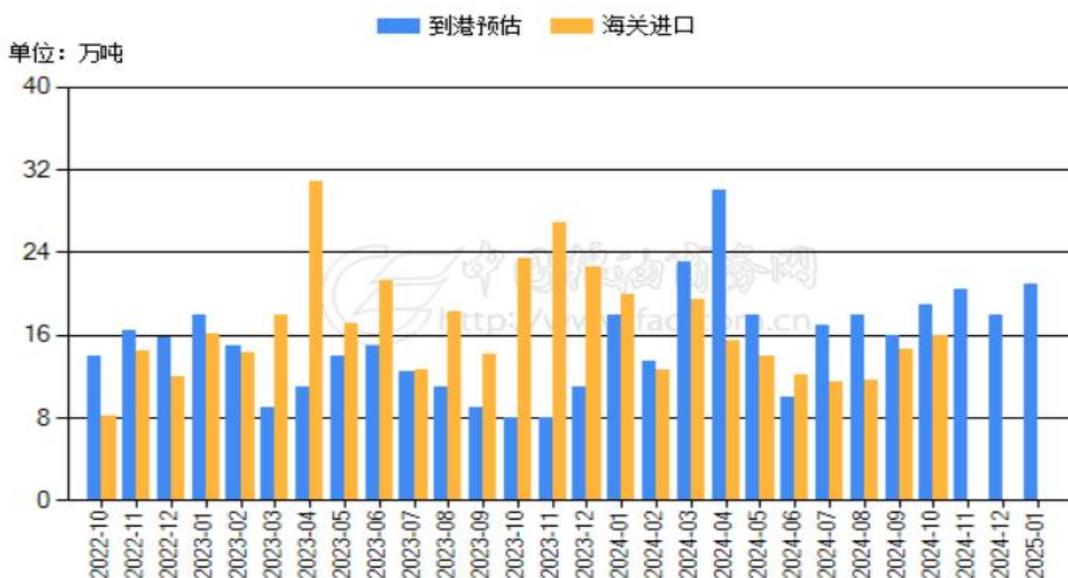
从月度进口量来看，中国海关公布的数据显示，2024年10月菜籽油进口总量为15.65万吨，较上年同期23.34万吨减少7.68万吨，同比减少32.92%，较上月同期14.64万吨环比增加1.02万吨。2024年1-10月菜籽油进口总量为146.85万吨，较上年同期累计进口总量的186.51万吨，减少39.65万吨，同比减少21.26%。我国菜籽油进口约有六成来自俄罗斯，且随着俄罗斯菜籽收获结束，俄菜油进入季节性出口高峰，利好我国采

购端。不过，一方面，上游油菜籽进口量相对较大；另一方面，国内需求表现持续欠佳。使得菜油直接进口量并未像去年四季度一样明显放量，而是持续保持在 15-20 万吨的区间内。菜油自身进口压力并不明显。

进口数量:菜籽油和芥子油:当月值



2022年10月至2025年1月菜籽油进口量预估



数据来源：海关总署 中国粮油商务网

2、菜油库存压力偏高

中国粮油商务网监测数据显示，截止到 2024 年第 47 周末，国内进口压榨菜油库存量为 48.2 万吨，较上周的 47.2 万吨增加 1.0 万吨，环比增加 2.29%；合同量为 25.5 万吨，较上周的 27.5 万吨减少 2.0 万吨，环比下降 7.13%。其中：非油企库存量为 33.0 万吨，

较上周的 34.4 万吨减少 1.4 万吨，环比下降 4.07%；合同量为 0.1 万吨，较上周的 0.2 万吨减少 0.1 万吨，环比下降 40.0%；油企库存量为 15.2 万吨，较上周的 12.7 万吨增加 2.5 万吨，环比增加 19.47%；合同量为 25.4 万吨，较上周的 27.3 万吨减少 1.9 万吨，环比下降 6.95%。由于菜籽进口到港较高，且压榨利润持续向好，油厂开机率维持近年来最高水平，供应压力较高。但下游需求表现持续不及预期，使得油厂库存也难以下滑，目前处于近五年来最高位，库存压力相对偏高。



3、替代品（豆棕油）供应分析

3.1 减产季到来，供应面存利好

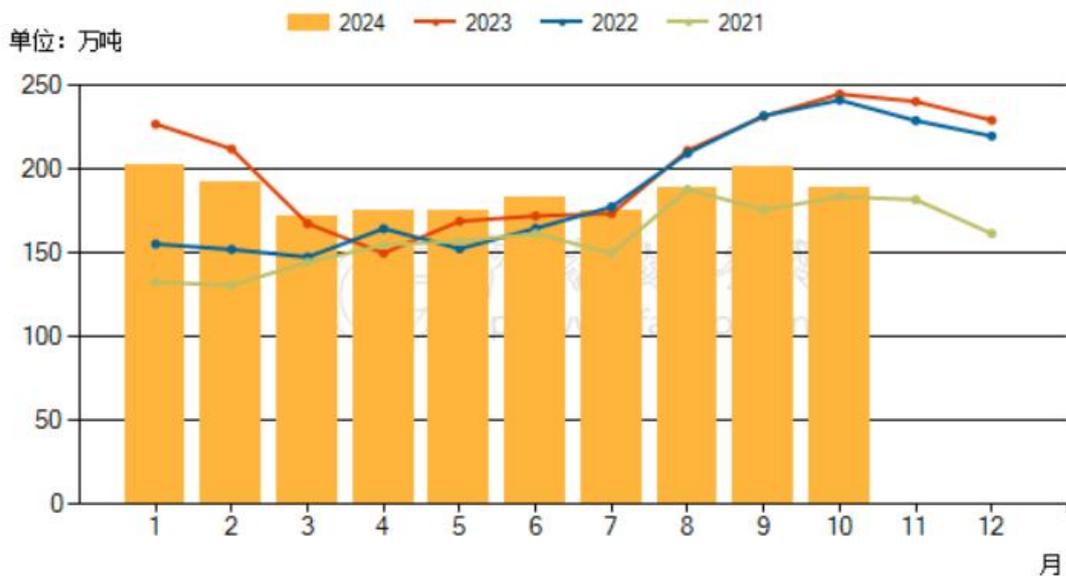
马来西亚棕榈油局(MPOB)公布的数据显示,2024年10月马来西亚棕榈油产量为179.73万吨,较9月的182.19万吨下降2.46万吨,环比下降1.35%。进口量为1.63万吨,较9月的0.55万吨增加1.09万吨,环比增加198.19%。出口量为173.24万吨,较9月的155.98万吨增加17.26万吨,环比增加11.07%。月末库存为188.46万吨,较9月的201.18万吨下降12.72万吨,环比下降6.32%。由于产量小幅下滑而出口却明显增加,使得月度库存明显下滑。在季节性增产季,产量不增反降,更增添减产季产量下滑预期,且整体库存压力明显弱于前两年,给棕榈市场提供一定的支撑。不过,从本月高频数据来看,马来西亚南部棕果厂商公会(SPPOMA)数据显示,11月1-20日马来西亚棕榈油产量环比下降1.43%,其中鲜果串(FFB)单产环比下降1.79%,出油率(OER)环比增加0.07%。尽管本月马棕产量继续小幅下滑,但出口降幅更大,三家船运调查机构发布的数据显示,11月1-25日马

来西亚棕榈油出口量环比减少 8.2%到 9.2%不等。主要是目前棕榈油相对于其他植物油的溢价高企，限制其出口需求。本月马棕库存继续下滑预期减弱。且 MPOB 将 12 月毛棕出口关税从 8%上调至 10%，并上调其参考价，出口需求或受抑制，引发市场担忧。

印尼方面，印尼能源矿产资源部部长巴利尔·拉哈达利亚在 11 月中旬的一次演讲中重申，在 2025 年 1 月实施 B40 生物柴油强制掺混计划。印尼经济事务协调部高级官员迪达·加德拉称，政府计划明年对 B50 生物柴油进行路试，并在 2027 年至 2028 年全面推广 B50。印尼提高生物柴油掺混比例是为了减少昂贵的燃料进口支出，同时支持国内棕榈油行业。此举将提振棕榈油的需求和价格，在印尼巴厘岛的行业会议上，德国汉堡油世界的负责人托马斯·梅尔科估计，如果实施 B40，将推动棕榈油价格再上涨 10%-15%。另外，孟买经纪商桑文集团的研究主管阿尼库玛·巴格尼估计印尼将会把 12 月份棕榈油参考价格调高到每吨 1073.56 美元，高于 11 月份的每吨 961.97 美元。11 月份的棕榈油出口税为每吨 124 美元。有助于马来西亚棕榈油出口竞争力提高，减弱马来因出口关税增加带来的不利影响。

国内方面，中国海关公布的数据显示，2024 年 10 月棕榈油进口总量为 30.04 万吨，较上年同期 66.62 万吨减少 36.58 万吨，同比减少 54.91%，较上月同期 30.60 万吨环比减少 0.56 万吨。由于国际棕榈油市场价格仍然偏高，国内进口利润继续倒挂，叠加豆棕油以及菜棕油价差转负，棕榈油比价优势下滑，且温度降低对其需求量也降低，使得进口买船积极性有限，进口量也继续保持近年来最低水平。进口量的下滑，使得全国棕榈油库存在季节性累库周期并未提升。中国粮油商务网监测数据显示，截止到 2024 年第 47 周末，国内棕榈油库存总量为 49.1 万吨，较上周的 52.3 万吨减少 3.2 万吨；合同量为 4.3 万吨，较上周的 3.6 万吨增加 0.7 万吨。其中 24 度及以下库存量为 47.5 万吨，较上周的 50.5 万吨减少 3.0 万吨；高度库存量为 1.6 万吨，较上周的 1.7 万吨减少 0.1 万吨。库存压力相对较小。

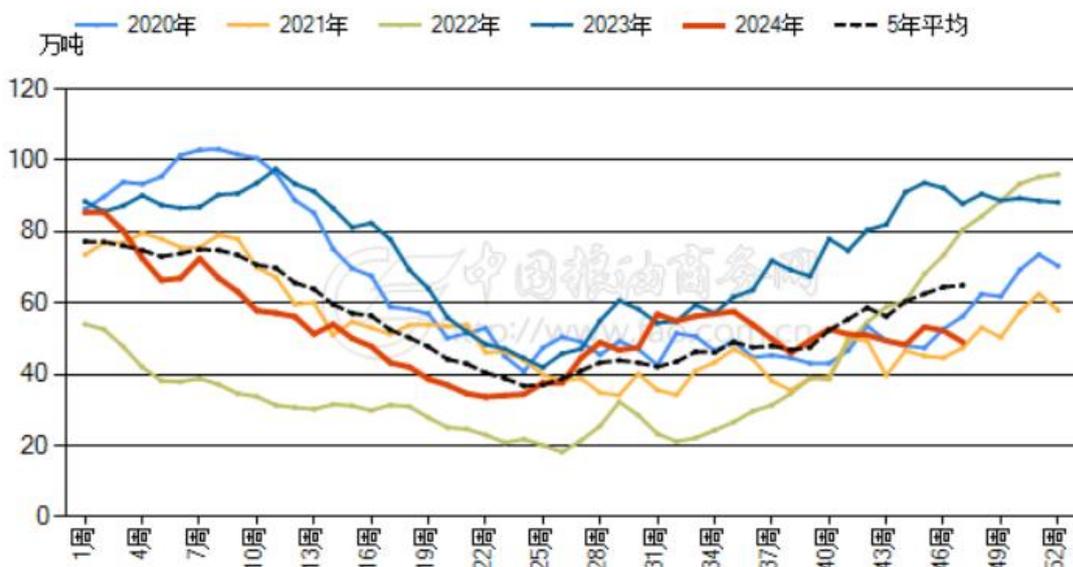
2021年-2024年POB棕榈油月度库存量年度对比



2021年-2024年海关棕榈油月度进口量年度对比



2020-2024年第47周全国棕榈油周度库存对比

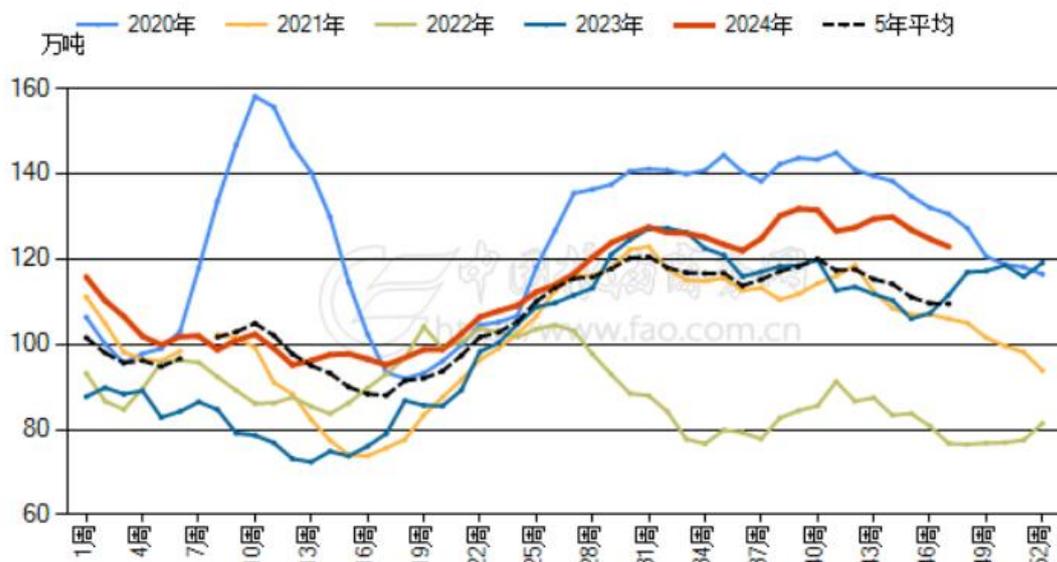


数据来源：MPOB 中国粮油商务网

3.2 豆油库存降幅有限

由于中美贸易关系的不确定性较高，近年来我国已经大幅降低了对美国大豆的进口依赖，巴西大豆进口占比明显得到提升。在巴西大豆出口季，我国进口买船持续较多，大豆供应充裕，豆油产出压力也相对加大。然而下游需求却并没有超预期表现，进而使得库存压力持续较大。中国粮油商务网监测数据显示，截止到2024年第47周末，国内豆油库存量为122.9万吨，较上周的124.7万吨减少1.8万吨，环比下降1.48%。后期而言，考虑到特朗普将于明年1月份就职，中国买家可能趁着政策窗口期积极采购。中国粮油商务网预估数据显示，2024年11月和12月中国大豆进口量分别为850万吨和980万吨，年末大豆进口量仍然较为充裕，给豆油提供良好的供应保障。不过，随着温度降低，油脂总消费量有所增加，叠加豆棕价差倒挂，豆油替代优势持续较好，库存或有季节性下滑倾向。总体而言，在供应持续较好支撑下，库存降幅有限。

2020-2024年第47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、菜油替代消费有限

现货市场来看，截止 11 月 25 日，菜豆油价差为 860 元/吨，菜棕价差为-710 元/吨。本月菜豆油价差小幅回落，仍处于历史同期中等水平，菜油较豆油并没有较好的比价优势。而菜棕油价差均明显走缩，来到历史同期最低水平，且二者基差呈现出倒挂的状态。盘面来看，菜豆油主力 01 合约期货市场价差为 954 元/吨，二者期价比值为 1.118。菜棕油期货市场价差为-698 元/吨，二者期价比值为 0.928，菜豆油价差和比值相对平稳，而菜棕油价差和比值均明显下滑。主要是近期中加贸易端领导不断会晤，关系存在缓和预期，消息面的支撑减弱，且菜油自身基本面也相对偏弱，故而使得菜油在油脂集体回落中表现更弱。对比三大油脂而言，尽管菜棕价差倒挂，菜油较棕榈油比价优势凸显，但菜豆油价差仍然处于合理区间，豆油价格更具优势。故而，在替代使用中，市场更倾向于性价比更高的豆油，且豆油供应也较充裕，菜油替代消费相对有限。

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

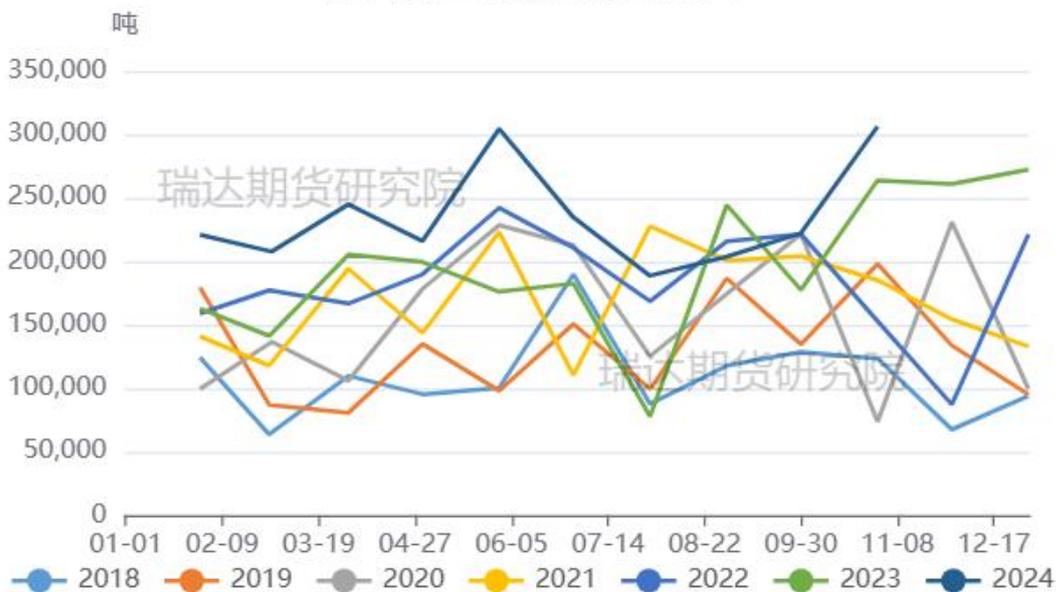
四、菜粕基本面分析

1、直接进口量相对平稳

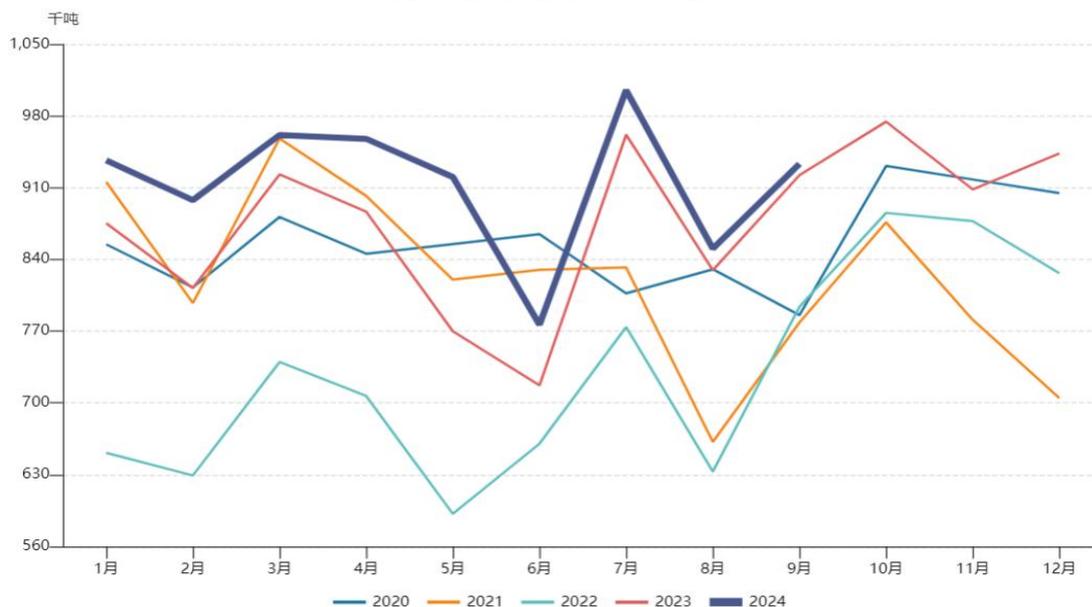
从菜粕月度进口数据来看,中国海关公布的数据显示,2024年10月菜粕进口总量为30.64万吨,较上年同期26.39万吨增加4.24万吨,同比增加16.08%,较上月同期22.23万吨环比增加8.40万吨。2024年1-10月菜粕进口总量为235.03万吨,较上年同期累计进口总量的183.19万吨,增加51.85万吨,同比增加28.30%。本月菜粕直接进口量再度来到近年来最高位,增加国内市场供应量。主要是由于加拿大国内压榨利润较好,使得其

国内压榨量明显提升，据加拿大加工商会（COPA）数据显示，9月压榨量为93.3万吨，同比环比继续增加，处于近年来最高位，菜粕产出相对充裕，利好我国采购端。后期而言，加拿大油厂压榨积极性仍然良好，菜粕供应有保障。不过，短期来看，油菜籽进口到港仍然较为充裕且现阶段也是菜粕需求淡季，菜粕增量采购动能尚显不足。据监测显示，12、1月菜粕进口预估分别为22、20万吨，处于同期次高位。

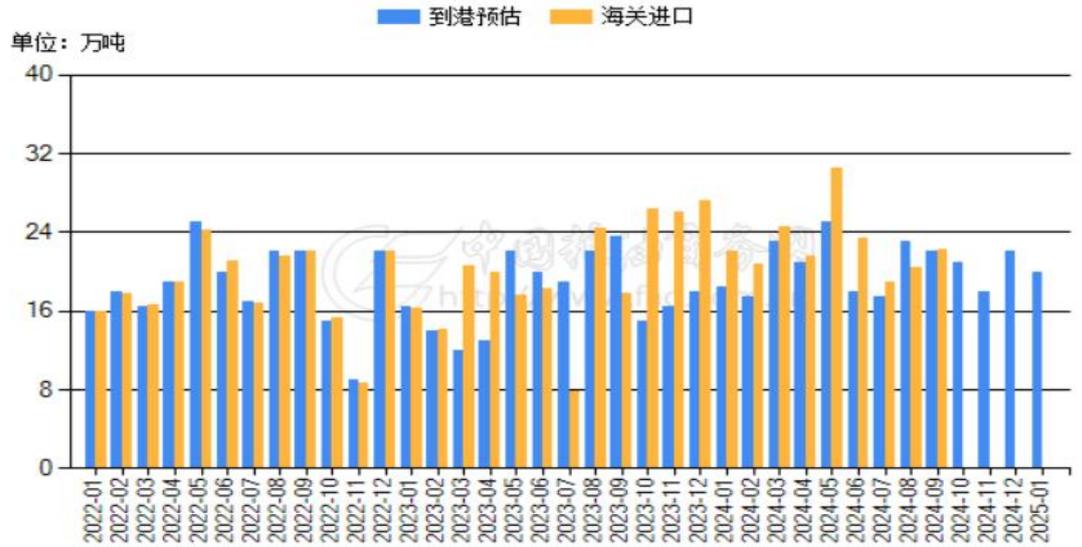
进口数量:菜籽粕:当月值



加拿大:压榨量:油菜籽:当月值



2022年1月至2025年1月进口菜粕进口量预估

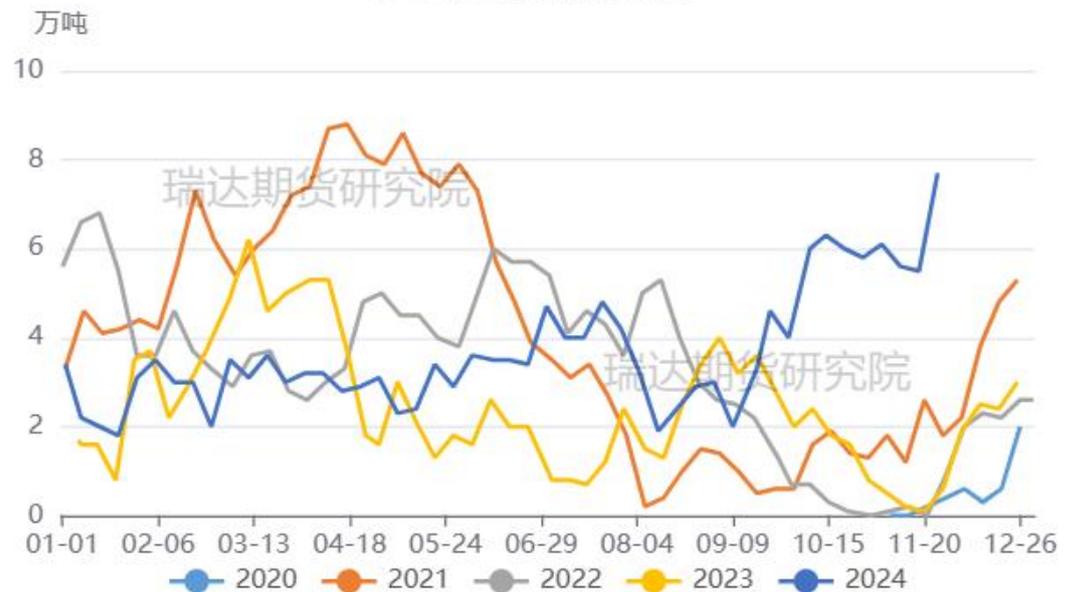


数据来源：海关总署 中国粮油商务网

2、菜粕库存继续位于同期最高水平

中国粮油商务网监测数据显示，截止到2024年第47周末，国内进口压榨菜粕库存量为7.7万吨，较上周的5.5万吨增加2.2万吨，环比增加39.60%。本月库存较上月继续回升，持续处于近年来最高水平，同时也与往年季节性回降趋势相背离。主要是油厂开机率保持偏高水平，菜粕产出压力较大，并且随着温度的下降，水产养殖需求明显下滑，叠加今年水产存塘量本就不高，更加弱化其需求，油厂库存也继续回升。后期而言，水产养殖继续处在季节性淡季，刚需支撑有限。同时，短期进口菜籽到港仍然良好，产出压力仍存，整体库存或继续高于往年同期。

进口压榨菜粕库存



数据来源：中国粮油商务网

3、菜粕替代难有增量

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 11 月 25 日，豆菜粕现货价差为 720 元/吨，与上月同期变化不大，二者价差处于同期中等水平，菜粕并不存在比价优势。后期而言，中加贸易关系存在缓和迹象，且菜粕需求端仍然处于淡季，油厂更多的将盈利希望寄托在油脂上面，挺粕意愿不强。菜粕价格将更多的是跟随豆粕市场的波动而波动。



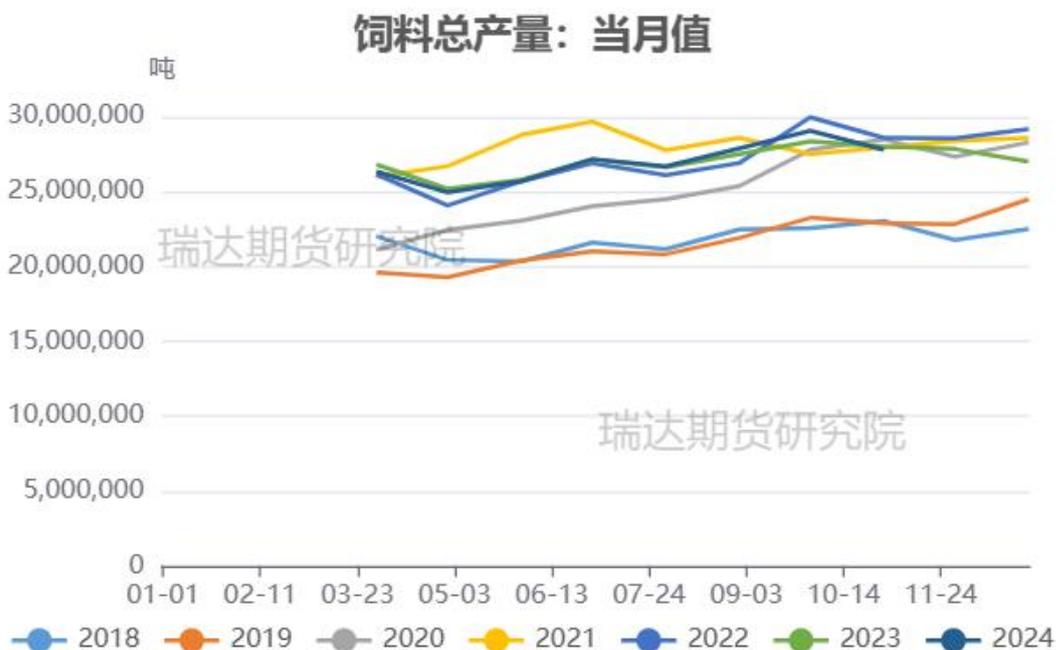
数据来源：wind

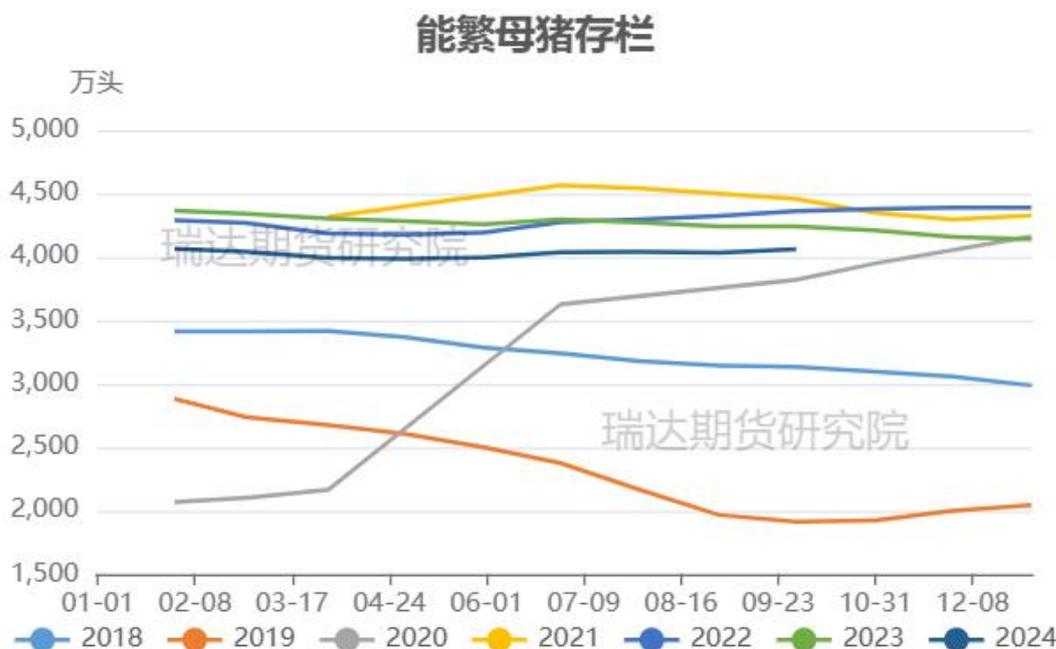
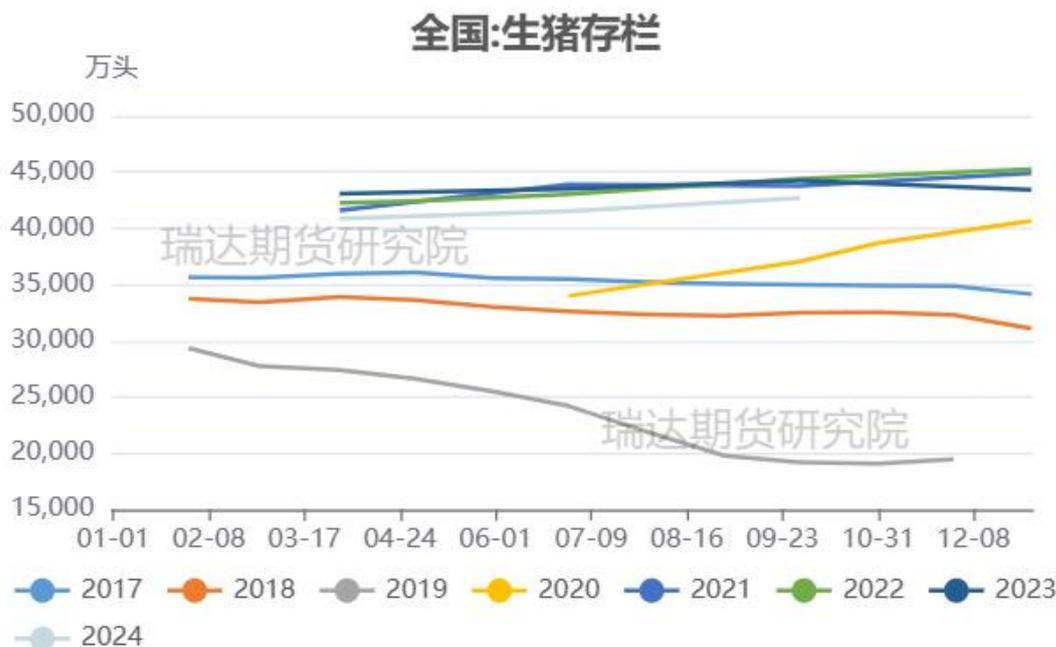
4、豆粕需求前景并不乐观

从饲料总产量情况来看，据中国饲料工业协会测算，2024 年 10 月，全国工业饲料产量 2742 万吨，环比下降 2.7%，同比下降 5.4%。主要配合饲料、浓缩饲料产品出厂价格环比、同比均呈下降趋势，添加剂预混合饲料产品出厂价格同比小幅下降。饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比为 39.3%，同比增长 11.3 个百分点；配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比为 12.6%，同比下降 0.3 个百分点。受生猪产能回调、畜禽存栏减少和养殖盈利不及预期等因素影响，饲料产量同比环比均呈现回落。由于饲料总需求量下降，产量同比

下滑较多，不利于粕类消费。且随着养殖利润的回落，饲料中豆粕用量占比同比下降幅度再度提升，对豆粕需求有所不利。

对于饲用占比最高的生猪产业而言，据农业农村部监测，截止到2024年三季度末，全国生猪存栏42694万头，同比减少1535万头，下降3.5%；环比增加1160万头，增长2.8%。10月份能繁母猪存栏环比增长0.3%，增幅较上月收窄0.3个百分点，同比下降3.2%。据测算，10月末全国能繁母猪存栏量4073万头，为3900万头正常保有量的104.4%，已接近105%的产能调控绿色合理区域上线。生猪产能同比下滑，使得豆粕饲用总需求量也弱于去年同期。同时，尽管前期养殖利润的回升，使得市场情绪明显好转，能繁母猪存栏也有所回升，进一步促进生猪产能的恢复。但是能繁母猪存栏增幅不大，且同样低于去年同期的存栏量，故而生猪产能的恢复程度或不及预期。另外，随着天气进一步转凉，猪肉消费将进入传统旺季，加之冬季腌腊和元旦等节日消费拉动，年末猪肉消费需求将明显增长，叠加历年产能变化的季节性规律，截止四季度末生猪存栏较三季度末存下滑风险，对粕类需求并不乐观。





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，期现货油粕比均有所回落。截止11月25日，期货主力2501合约比值报4.09，现货价格比值报4.06。本月油粕比值的下滑更多的是由于油脂价格的下跌引起的。主要是本月

近期中加贸易端领导不断会晤，贸易关系缓和预期增强，反倾销题材情绪进一步转弱，菜系品种影响基本回归于自身基本面。然而，棕榈油因前期涨势较多，市场普遍认为其溢价较高，叠加出口下滑，使得马棕价格高位回落。同时，美豆油的生物柴油需求亦存在不确定性，外围油脂集体下跌影响下，国内油脂同步跟跌。菜油因基本面欠佳，跌幅较大。而菜粕因前期涨幅不及菜油，本次跌幅也相对偏小。进而使得本月油粕比值高位有所回落。后期来看，菜油粕供应端变化较为一致，而需求端来看，水产养殖仍处于季节性淡季，菜粕刚需支撑不足，而油脂消费仍然处于旺季，市场更愿意挺油价，油粕比值仍有进一步走强的可能。

油粕比



数据来源：郑商所 wind

六、技术面分析

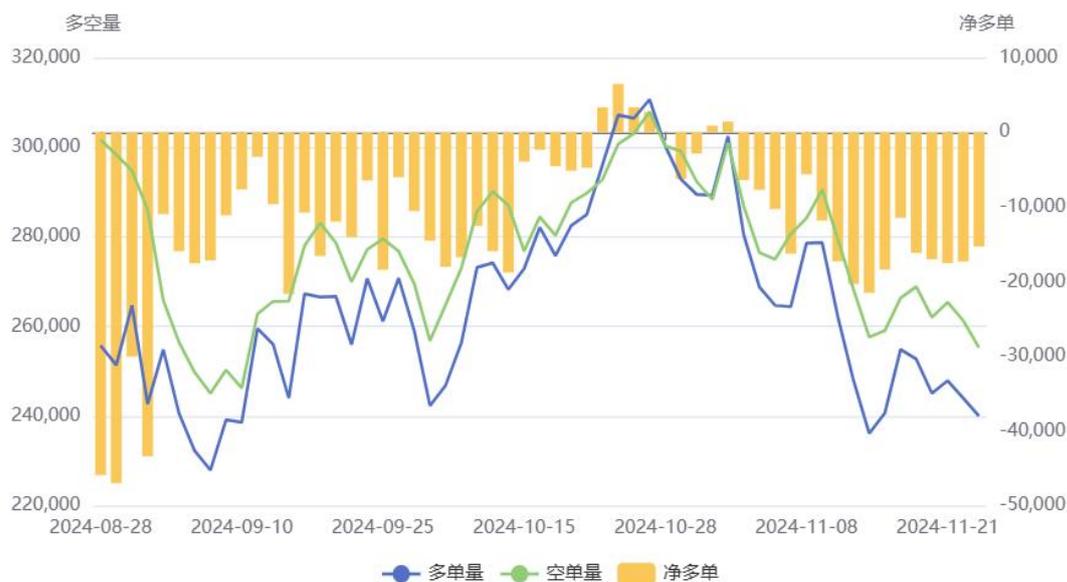
1、菜油技术面分析

本月菜油主力 01 合约日均线排列并不规律，短周期逐步下穿长周期，前期多头局面被打破。且 MACD 绿柱增长，DIFF 和 DEA 逐步远离 0 轴。表明市场总体有所转空，且短期有进一步下跌的倾向。从本月持仓情况来看，多空双方持仓均明显减少，且多方减仓幅度更大，使得前二十名净空持仓量有所增加。截止 11 月 25 日，前 20 名净空持仓 15280 手，表明市场空头氛围持续。

菜油 2501 合约日 K 线图



菜油(OI)前20持仓量变化



数据来源：博易大师

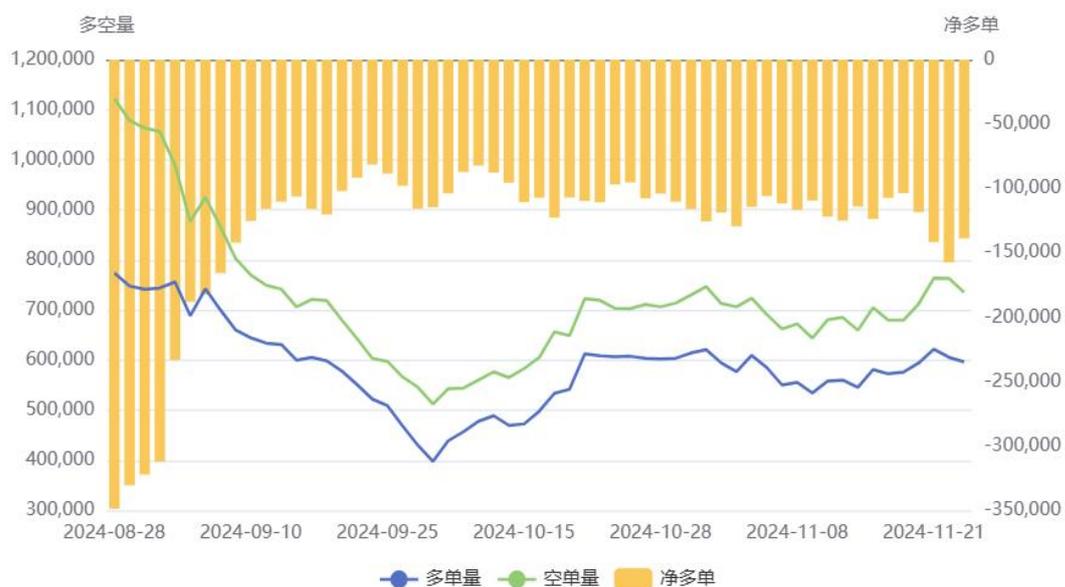
2、菜粕技术面分析

菜粕主力01合约日均线呈空头排列，且MACD绿柱增长，DIFF和DEA逐步远离0轴。表明市场总体偏空，且短期有进一步下跌的倾向。从持仓情况来看，本月多空双方持仓量均先小幅下滑而后增加，空方增幅略高于多方，使得前二十名净空持仓量有所增加，截止11月25日，前二十名净空持仓约13.88万手左右，较月初的11.87万手略微增加2.01万手，短期市场仍是空方略占优。

菜粕 2501 合约日 K 线图



菜粕(RM)前20持仓量变化



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重心震荡下跌。截止11月26日收盘，期权最新持仓量为306105张，日成交量182150张，本月持仓量和成交量较上月均呈现小幅回升，总体市场参与度有所增加。从平值期权合约的收益率来看，本月期价震荡下跌，平值期权认购收益率震荡下滑，认沽收益率震荡回升，截止26日，认购收益率在-263%附近，认沽收益率在203%附近。短期市场氛围仍然偏弱。

菜粕期权成交量及持仓情况



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 2501 隐含波动率整体呈现震荡下滑,主要是近期中加贸易端领导不断会晤,关系存在缓和预期,反倾销题材情绪继续转弱。同时,菜粕自身基本面偏弱,市场看法较为统一,使得波动率呈现回落态势。截止 11 月 26 日,菜粕 2501 合约平值期权隐含波动率为 23.15%,较月初的 28.79%下滑了 5.64%。目前菜粕 01 合约平值期权隐含波动率明显低于 40 日、60 日、20 日历史波动率平均水平,对应的期权价格略有低估,可尝

试做多波动率。



数据来源: wind

八、2024 年 12 月菜籽类市场展望

菜籽方面，现阶段加籽处于集中出口季，且由于本年度加拿大菜籽呈现丰产，市场总体供应有保障，继续牵制其市场价格。国内方面，菜籽基本面偏弱格局未改，国产菜籽价格上涨有一定的难度，关注后期春节备货价格能否上调。目前主力菜籽合约成交清淡，不建议操作。

菜油方面，加籽处于集中出口季，且由于本年度加拿大菜籽呈现丰产，市场总体供应有保障。同时，美豆集中上市期供应压力较大，且最近几周巴西和阿根廷降雨频繁，提振大豆产量前景，对国际豆价形成压力。不过，产地棕榈油逐步进入减产季，且印尼的生柴计划有利于工业用量的提升，供需双向仍存利好，继续支撑马棕市场价格。国内市场方面，中加贸易端领导不断会晤，关系缓和预期提升，消息面影响进一步减弱，且短期菜籽供应依旧充裕，菜油库存维持相对高位，菜油基本面偏弱。不过，新增采购未见好转，远月菜籽进口量仍大概率减少，对远期市场有所利好。

菜粕方面，美豆收割结束，集中上市期供应压力较大，且最近几周巴西和阿根廷降雨频繁，提振大豆产量前景，对国际豆价形成压力。成本传导下，拖累国内粕类市场。不过，国际豆价已低于种植成本，限制其后期下跌空间。国内市场而言，中加贸易端领导不断会晤，关系缓和预期提升，消息面影响进一步减弱，且水产养殖仍处于消费淡季，菜粕刚需支撑不足，菜粕自身无明显利好支撑。豆粕来看，年内大豆进口到港预期仍然较多，阶段

性供应相对充裕。总体而言，菜粕后期将更多的是跟随豆粕市场的波动而波动。不过，仍需关注中加贸易关系的发展。

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。