



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



中加贸易关系缓和 消息题材情绪转弱

摘 要

菜籽方面，加籽收获接近尾声，随后便迎来集中出口季，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，菜籽市场供强需弱格局未改，短期内菜籽价格或继续承压运行，不过，消息面的影响极不稳定，还需进一步关注官方消息。目前主力菜籽合约成交清淡，不建议操作。

菜油方面，加籽收获接近尾声，随后便迎来集中出口季，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，美豆丰产且收割进程较快，供应压力也同步增加，美豆市场价格将持续受到牵制。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，产需双向均存利好潜力，继续支撑马棕市场价格，提振油脂市场氛围。国内市场方面，中加贸易关系有缓和迹象，反倾销题材情绪转弱，不过，新增采购未见好转，菜籽进口量仍大概率减少，且随着温度下滑，油脂需求有望回升，供需格局或有所好转。在棕榈油提振下，菜油市场有望高位偏强震荡且波动加剧。

菜粕方面，美豆丰产且收割进程较快，供应压力也同步增加，美豆市场价格将持续受到牵制，成本传导下国内粕价同步承压。不过，国际豆价已低于种植成本，且出口需求的回升，支撑美豆底部市场价格。国内市场而言，中加贸易关系有缓和迹象，反倾销题材情绪转弱，且随着温度降低，水产养殖需求转淡，菜粕刚需继续减弱，菜粕自身无明显利好支撑。豆粕来看，四季度是豆粕需求旺季，生猪产能也处于回升趋势中，对豆粕价格有所利好。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10月菜籽类市场行情回顾..... | 2 |
| 1、2024年10月菜油市场行情回顾..... | 2 |
| 2、2024年10月菜粕市场行情回顾..... | 2 |
| 二、油菜籽基本面分析..... | 3 |
| 1、加籽迎来出口旺季，消息面仍是关键..... | 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 进口压力下滑..... | 5 |
| 2.3 油厂开机率或高位回降..... | 6 |
| 3、替代品大豆方面..... | 7 |
| 3.1 美豆供应压力较大..... | 7 |
| 3.2 年末进口再度回升..... | 9 |
| 三、菜油基本面分析..... | 10 |
| 1、直接进口保持增量..... | 10 |
| 2、菜油库存压力减弱..... | 11 |
| 3、替代品（豆棕油）供应分析..... | 12 |
| 3.1 减产季到来，供应面存利好..... | 12 |
| 3.2 豆油库存降幅有限..... | 15 |
| 4、菜油替代消费有限..... | 16 |
| 四、菜粕基本面分析..... | 16 |
| 1、直接进口量保持高位..... | 17 |
| 2、菜粕库存继续高于往年同期..... | 19 |
| 3、菜粕替代难有增量..... | 20 |
| 4、豆粕需求仍需以时间换空间..... | 20 |
| 五、油粕比分析..... | 22 |
| 六、技术面分析..... | 23 |
| 1、菜油技术面分析..... | 23 |
| 2、菜粕技术面分析..... | 24 |
| 七、菜粕期权方面..... | 26 |

| | |
|----------------------------|----|
| 1、流动性分析 | 26 |
| 2、波动率分析 | 27 |
| 八、2024 年 11 月菜籽类市场展望 | 27 |
| 免责声明 | 28 |

一、2024 年 10 月菜籽类市场行情回顾

1、2024 年 10 月菜油市场行情回顾

2024 年 10 月，菜油 2501 合约呈现出上下震荡态势，高位波动加剧。受中加贸易矛盾持续影响，菜油上月涨势较大，不过随着时间的推移，市场影响力度逐步减弱，短期涨势略有放缓。叠加本月中下旬加拿大政府允许企业申请减免对中国电动汽车等加征的关税，中加贸易矛盾得以缓和，反倾销题材情绪转弱，菜油价格似有下滑倾向。不过，马棕产量下滑而出口明显提升，且后续产地棕榈油即将步入季节性减产，为马棕市场价格提供支撑。在马棕强势带动下，菜油市场也受到支撑。故而，本月菜油呈现高位震荡加剧的局面。

郑商所菜油 2501 合约日 K 线图



图片来源：博易大师

2、2024 年 10 月菜粕市场行情回顾

2024 年 10 月，菜粕 2501 合约震荡收跌。主要是随着时间的推移，中加贸易矛盾对市场影响力度逐步减弱，叠加美豆收割进程较快，南美市场也迎来有利降雨，国际豆价承压，成本传导下，国内粕价压力明显。同时，本月中下旬加拿大政府允许企业申请减免对中国电动汽车等加征的关税，中加贸易矛盾得以缓和，反倾销题材情绪转弱。且油脂表现良好，买油卖粕套利下，进一步利空粕价，使得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

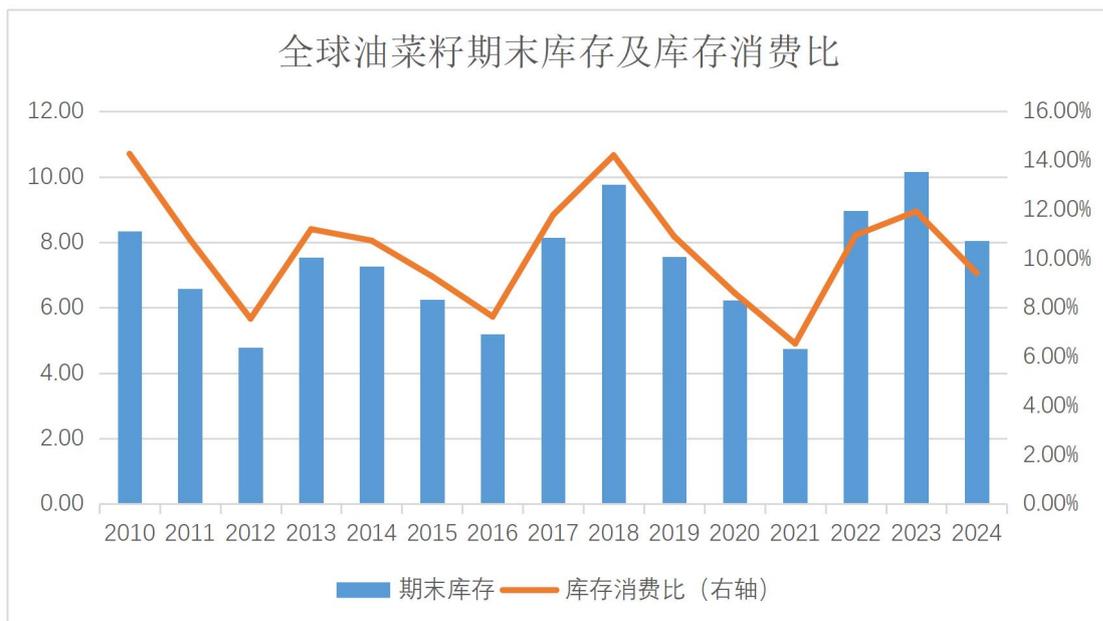


图片来源：博易大师

二、油菜籽基本面分析

1、加籽迎来出口旺季，消息面仍是关键

美国农业部（以下简称“USDA”）10月发布的报告显示，2024/25年度全球菜籽产量为8744万吨，较上月产量预估值下调了12万吨。主要是欧盟和乌克兰菜籽产量略有下调。2024/25年度全球菜籽期末库存也同步下调至805万吨，较上月预估下降了29万吨，全球菜籽供需格局略有转紧，不过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，且我国油菜籽进口数量超九成也来自于自加拿大，加籽的供应状况是国内外市场关注的焦点。现阶段而言，加拿大西部的干燥天气令收割工作得以迅速推进，截止10月14日，萨斯喀彻温省油菜的收割进度为98%，前一周94%；阿尔伯塔省油菜的收割进度为91.6%，前一周83%；曼尼托巴省收获也已接近尾声，完成98%。加籽收获接近尾声，随后便迎来集中出口季，且由于本年度加拿大菜籽呈现丰产，市场总体供应有保障。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。虽然10月18日加拿大财政部发布消息，允许其企业申请减免对中国进口的电动汽车等制品加征的关税，一定程度上缓解市场对中加贸易关系的紧张情绪，但加拿大征收关税仍如期生效，后续减免情况仍不太确定。因此消息面的影响极不稳定，还需进一步关注官方消息。

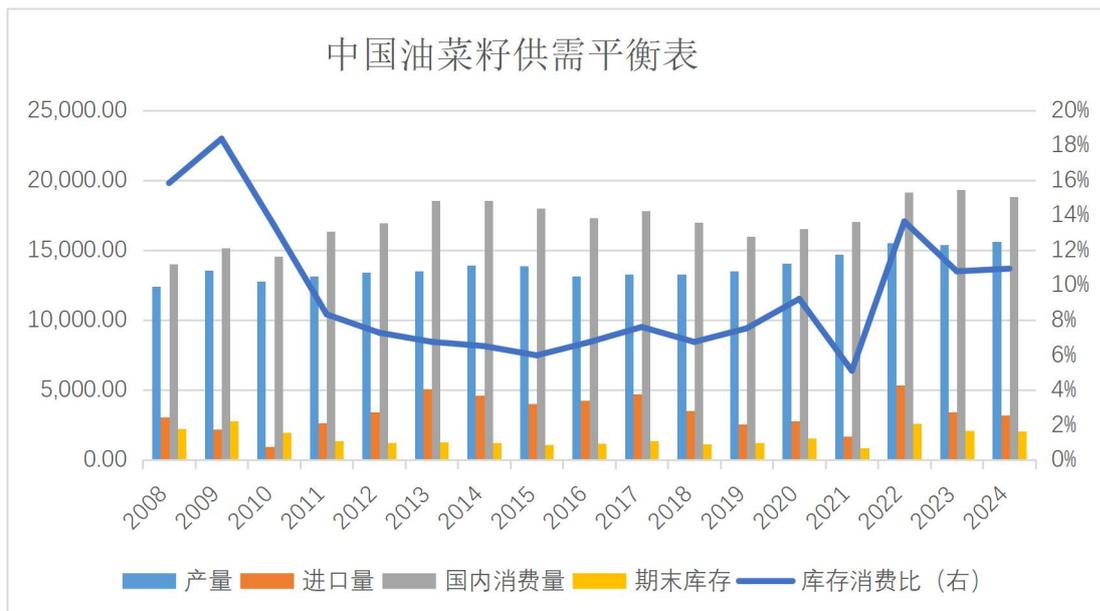


数据来源：USDA

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，国产菜籽库存相对充裕，且国庆过后市场成交极其惨淡，部分小榨生产线也多有停机要求，再加上沿江地区菜饼价格重新回落，需求不高，压制菜籽采购的积极性，更增添悲观情绪。湖北市场净菜籽主流价格在 2.85-2.95 元/斤，含油率 40-41%。江苏市场净菜籽主流价格在 3.05-3.10 元/斤，含油率 41.5%左右。安徽市场净菜籽主流价格在 2.95-3.0 元/斤，含油率 40-41%。内蒙古春菜籽价格因近期走货不佳而小幅下调，现阶段价格在 2.55-2.70 元/斤，含油率 42-43%。另外，沿江流域新季菜籽现已陆续开始播种，且因天气条件较好，播种进度尚可。整体来看，市场上无新的利多消息影响，菜籽市场供强需弱格局未改，令国产菜籽贸易商后市持偏空观点，短期内菜籽价格或继续承压运行，后市还需继续关注官方消息以及相关产品价格走势。

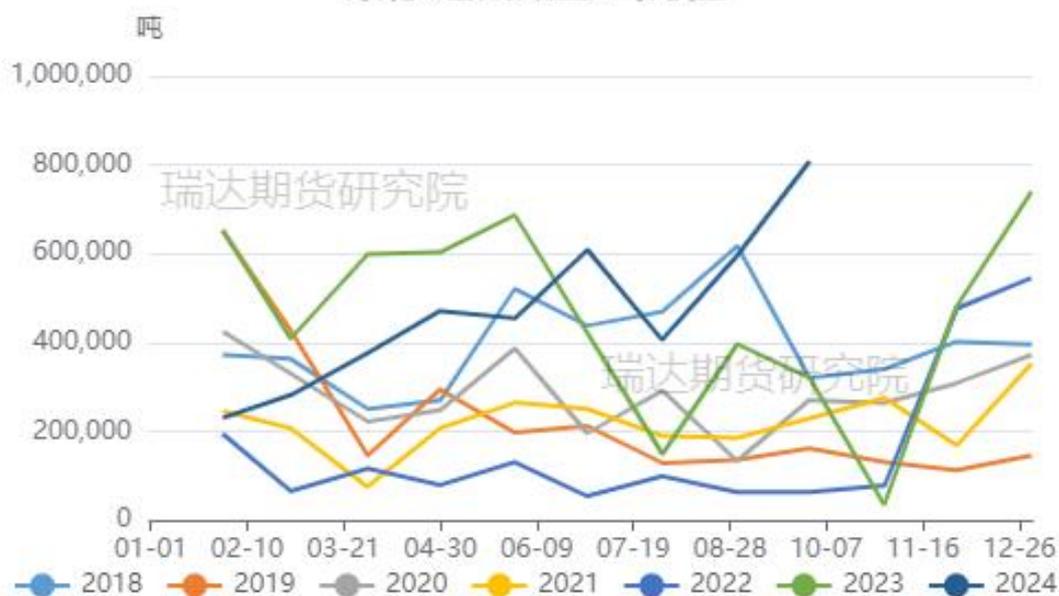


数据来源：USDA

2.2 进口压力下滑

从菜籽进口数量来看，海关数据显示，2024年9月油菜籽进口总量为80.69万吨，较上年同期32.12万吨增加48.56万吨，同比增加151.17%，较上月同期59.47万吨环比增加21.22万吨。2024年1-9月油菜籽进口总量为423.14万吨，较上年同期累计进口总量的423.64万吨，减少0.51万吨，同比减少0.12%。前期加拿大码头工人罢工，影响菜籽装船，导致进口菜籽延期到港，本月进口菜籽数量明显提升，来到历史同期的最高位。同时，截止10月19日，本月菜籽实际到港量为37.7万吨，短期市场供应仍然较为充裕。后期而言，按惯例，随着加拿大菜籽的收割推进，我国会加大该国菜籽的采购量，并于11月中下旬开始陆续到达我国港口，以补充国内市场供应。然而，上月中加贸易矛盾升级，洗船现象频发。虽然本月中下旬加拿大财政部发布消息，允许其企业申请减免对中国进口的电动汽车等制品加征的关税，两国贸易关系的紧张情绪似有缓和之势，但具体实施情况尚待时间来验证，消息面影响还不稳定，新增采购未见明显回升，四季度菜籽到港预期减少，来自进口端的压力降低。后续关注宏观经济政策以及地缘关系的影响。

菜籽:进口数量:当月值

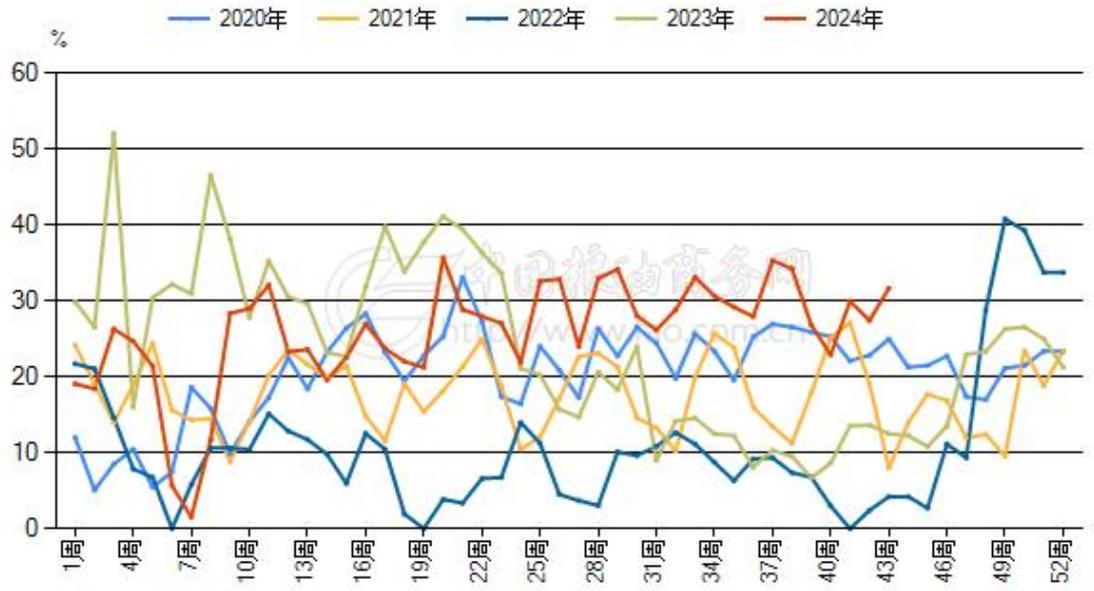


数据来源：海关总署

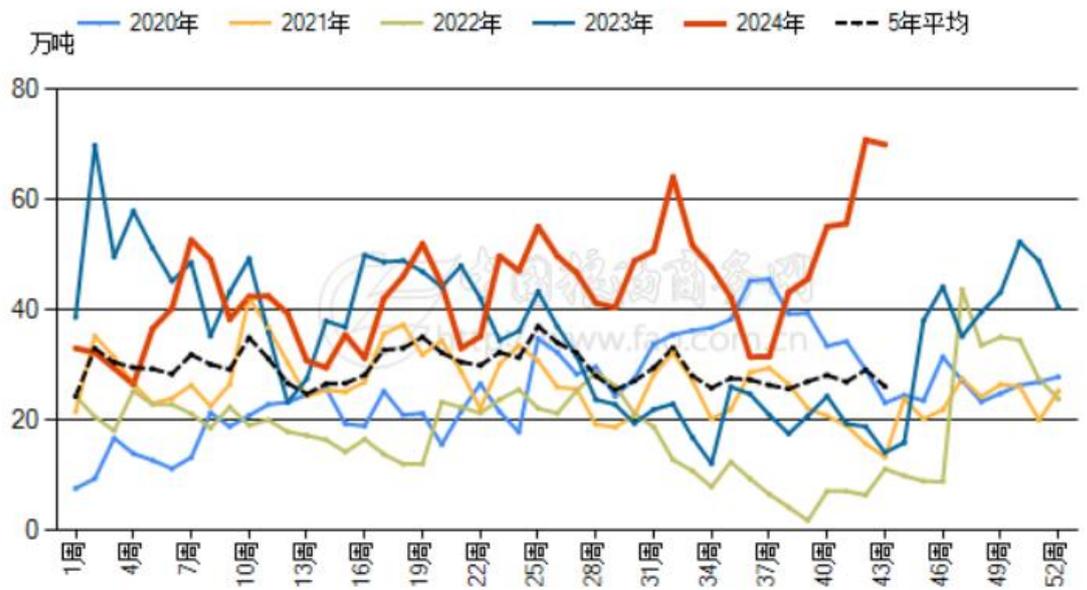
2.3 油厂开机率或将高位回降

从开机率来看，据中国粮油商务网数据显示，本月油厂开机率除国庆期间开机率有所下滑外，其余时段较上月基本持平，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 43 周末，国内进口油菜籽库存总量为 70.0 万吨，较上周的 70.8 万吨减少 0.8 万吨，去年同期为 14.2 万吨，五周平均为 59.4 万吨。尽管开机率维持近年同期最高，菜籽消耗量较大，但进口菜籽到港量增势更甚，使得油厂库存明显回升，来到近年来最高水平。不过，中加贸易关系不确定性仍存，后期菜籽到港或有下滑，菜籽供应有所减少，开机率或自高位回落，菜油粕供应压力略有减弱。

2020-2024年43周进口油菜籽周度开机率对比



2020-2024年第43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

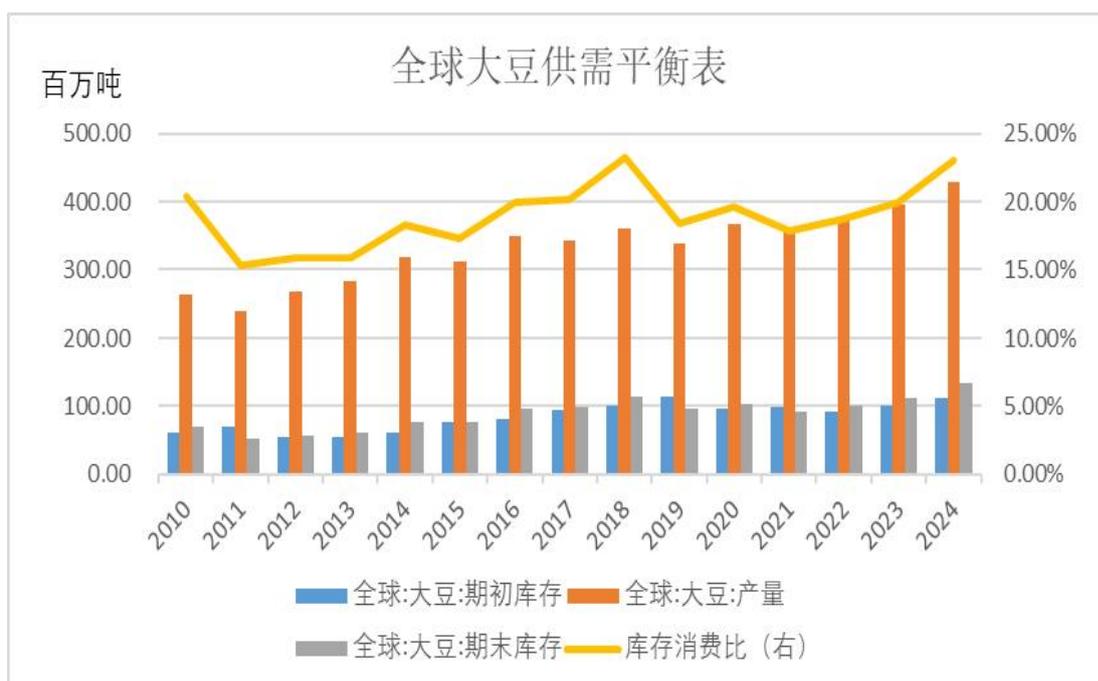
3、替代品大豆方面

3.1 美豆供应压力较大

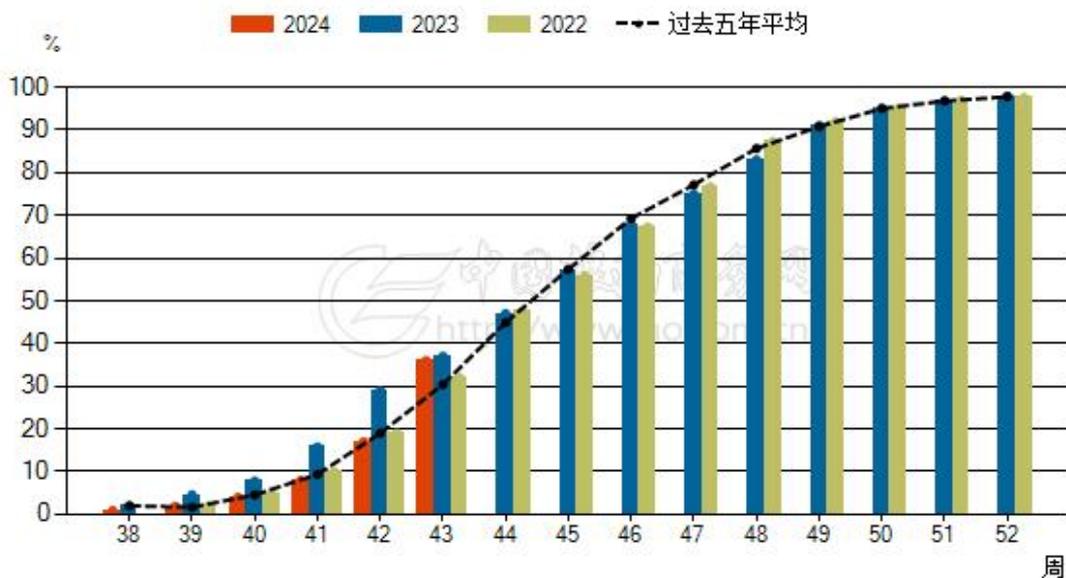
美国农业部（USDA）分布的10月供需报告仅对美豆单产及对应数值做出小幅调整，2024/25美豆单产预估下调0.1蒲/英亩至53.1蒲/英亩，因此新作大豆产量预估同步下调400万蒲式耳至45.82亿蒲式耳。同时，2024/25年度期初库存增加200万蒲式耳至3.42亿蒲式耳，但其国内食用、种用及工业用途用量预估相较9月减少200万蒲式耳至3600万蒲式耳，最终2024/25年度美国大豆期末库存保持不变。同样本次报告中对全球大豆供

需平衡表中的各项数值也都有做出调整，但是变化幅度也较小。总体而言，本次报告基本符合预期，整体呈中性，美豆及全球大豆宽松供应格局的不变。现阶段美豆收割进程良好，美国农业部(USDA)发布的每周作物生长报告，截至2024年10月20日当周，美国大豆收割为81%，市场预估为81%，之前一周为67%，上年同期为72%，五年均值为67%。美国大豆的季节性收获压力持续压制盘面涨势，期价继续徘徊于多年低位。

不过，市场对于美豆的丰产已赋予了充分的预期，后期市场将主要聚焦于美豆出口销售和南美大豆的种植及生长情况上。美国农业部(USDA)公布的出口销售报告显示，10月17日止当周，美国当前市场年度大豆出口销售净增215.17万吨，较之前一周增加26%，较前四周均值增加47%，市场此前预估为净增120.0万吨至净增240.0万吨。美豆出口销售达到八周最高，且从近日来美国农业部对外发布每日出口销售报告来看，美豆出口仍然较为强劲。同时，南美方面，经过前期的干旱后，近来巴西大豆主产区迎来了雨季的回归，各地区大豆播种进度有所提速。截至10月25日，巴西大豆播种率36%，略落后于去年同期的37%。不过现已赶超五年均值水平，且目前的天气形势有利于巴西农户继续追赶播种进度，改善土壤墒情，为来年的丰产奠定基础。另外，气象学家Heinzenknecht称，阿根廷农业中心地带近期的降雨可能会持续到11月份，从而使大豆的播种工作得以正常进行。但是今年冬季全球大概率会经历拉尼娜年份，拉尼娜现象会导致太平洋东部海水偏冷，冷空气沉降不利于降雨生成，这给南美的大豆生长仍带来一定的不确定性，但从拉尼娜持续时间和强弱来看，不会导致极端风险。



截止到2024年10月25日巴西大豆种植进度对比



数据来源：USDA 中国粮油商务网

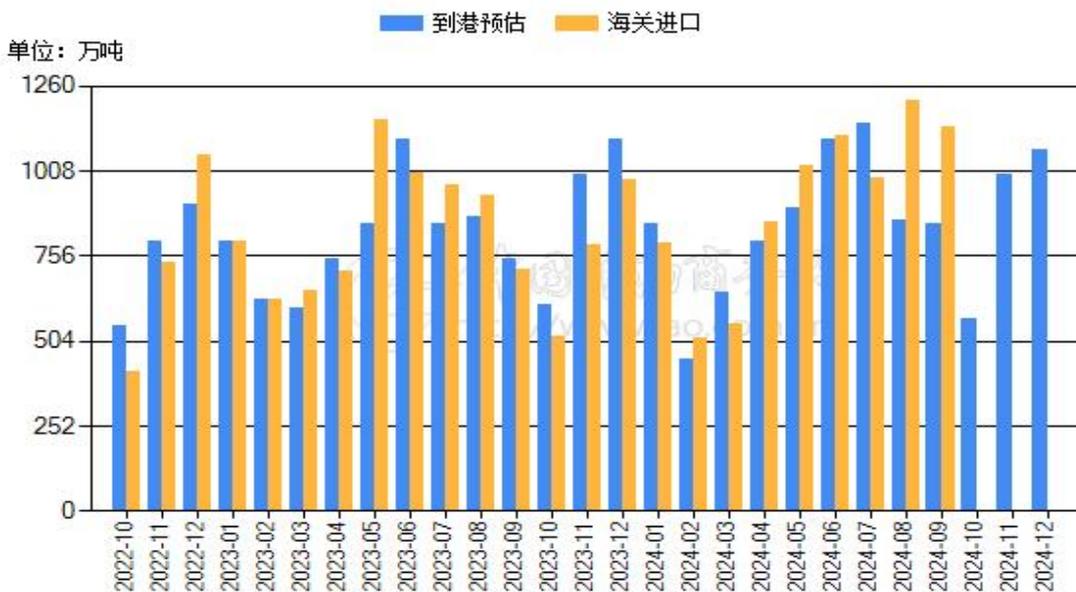
3.2 年末进口再度回升

从月度进口量来看，中国海关公布的数据显示，2024年9月大豆进口总量为1137.09万吨，较上年同期715.35万吨增加421.74万吨，同比增加58.96%，较上月同期1214.39万吨环比减少77.30万吨。2024年1-9月大豆进口总量为8184.92万吨，较上年同期累计进口总量的7571.33万吨，增加613.60万吨，同比增加8.10%。从月度进口量来看，今年仅一季度进口大豆到港量明显偏少，供应量有限。后期随着巴西大豆收获上市，自二季度开始，大豆进口量明显回升，6、7、8、9月连续四个月月度进口量均处于近年同期最高位，市场供应明显增加。且根据中国粮油商务网跟踪统计，截止10月19日，本月进口大豆实际到港量为472.1万吨，整体到港情况较上月有所下滑，主要是本月是美豆收割期，市场等待新季美豆供应上市，采购进程略有放缓。从后期进口大豆到港预估来看，11、12月大豆进口预估分别为1000、1070万吨，随着美豆销售旺季到来，年末进口量将再度回升。

2021年-2024年海关大豆月度进口量年度对比



2022年10月至2024年12月进口大豆进口量预估



数据来源：中国粮油商务网

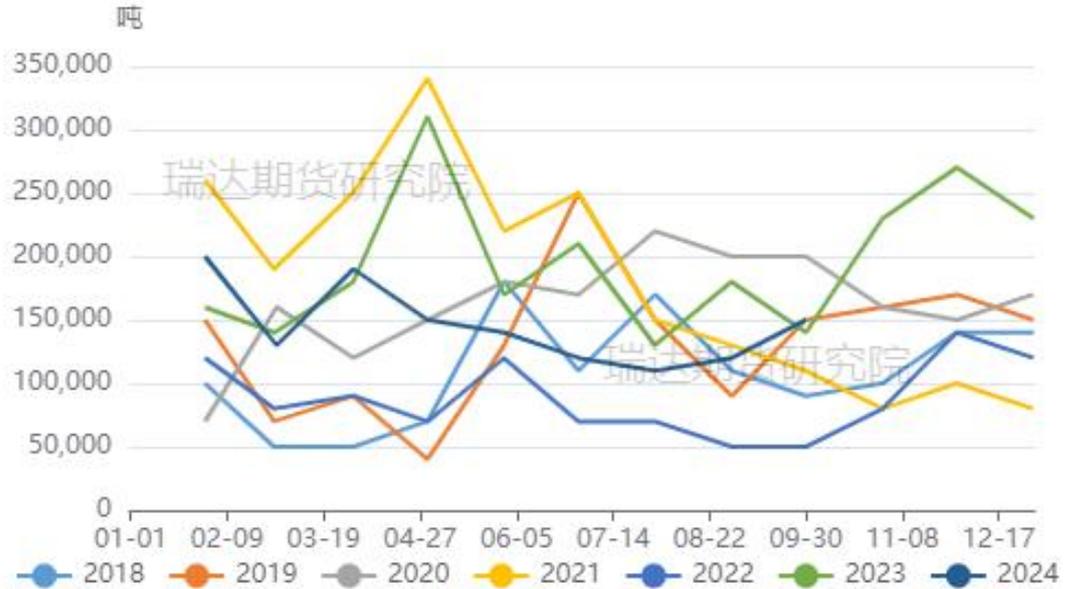
三、菜油基本面分析

1、直接进口保持增量

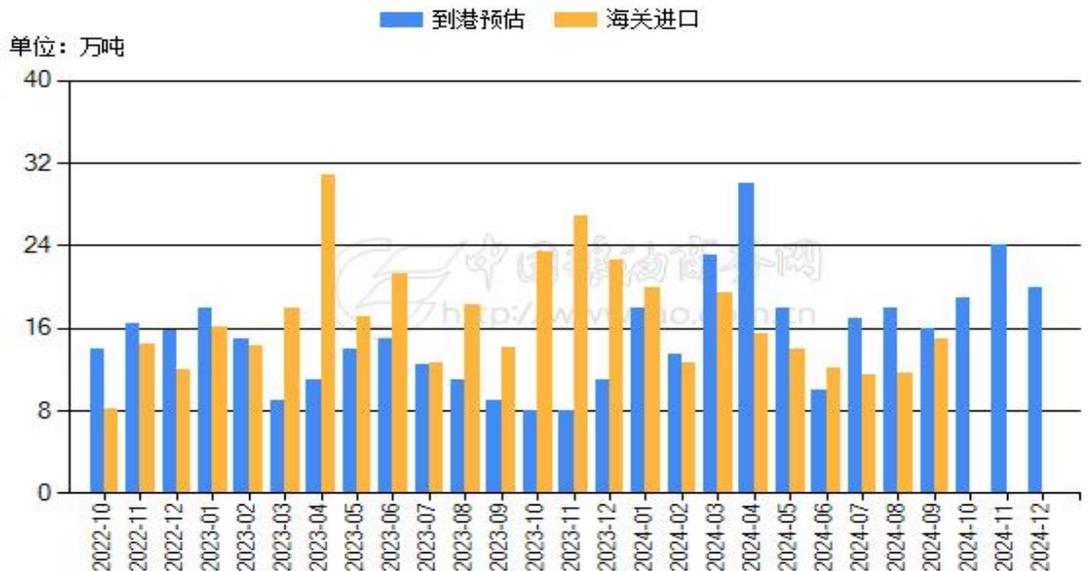
从月度进口量来看，中国海关公布的数据显示，2024年9月菜籽油进口总量为14.64万吨，较上年同期14.25万吨增加0.39万吨，同比增加2.74%，较上月同期11.60万吨环比增加3.04万吨。2024年1-9月菜籽油进口总量为131.20万吨，较上年同期累计进口总量的163.17万吨，减少31.97万吨，同比减少19.59%。随着暑期结束温度回降，油脂消

费有所好转，提振采购积极性。同时，虽然中加贸易关系似有缓和迹象，但政策面的不确定性仍存，市场采购油菜籽的积极性尚未恢复，四季度菜籽端的进口量大概率有所下滑。故而，市场转向加大对下游产成品的直接进口。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。据监测显示，11、12月菜油进口预估分别为24、20万吨，菜油自身进口压力有所增加。

进口数量:菜籽油和芥子油:当月值



2022年10月至2024年12月菜籽油进口量预估

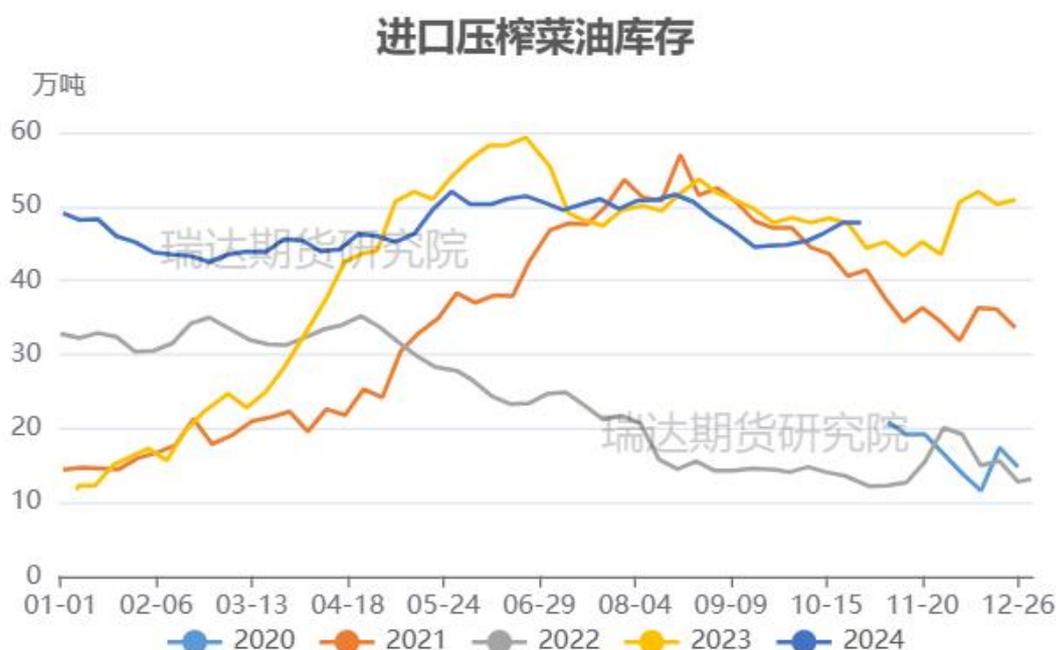


数据来源：海关总署 中国粮油商务网

2、菜油库存压力减弱

中国粮油商务网监测数据显示，截止到2024年第43周末，国内进口压榨菜油库存量

为 47.3 万吨，较上周的 47.8 万吨减少 0.5 万吨，环比下降 1.15%；合同量为 35.1 万吨，较上周的 35.5 万吨减少 0.4 万吨，环比下降 1.13%。其中：非油企库存量为 34.8 万吨，较上周的 34.6 万吨增加 0.2 万吨，环比增加 0.71%；合同量为 0.1 万吨，较上周的 0.1 万吨持平，环比持平；油企库存量为 12.5 万吨，较上周的 13.3 万吨减少 0.8 万吨，环比下降 5.99%；合同量为 35.0 万吨，较上周的 35.4 万吨减少 0.4 万吨，环比下降 1.13%。尽管菜籽进口到港较高，油厂开机率维持较高水平，供应压力较大，但随着温度下降，菜油下游需求有所好转。同时，市场反复消化反倾销情绪带来的影响，市场依旧担忧进口菜籽和菜油到港量情况，情绪面给予一定的支撑，促使下游提货略有向好，油厂菜油库存压力相对平稳。



数据来源：中国粮油商务网

3、替代品（豆棕油）供应分析

3.1 减产季到来，供应面存利好

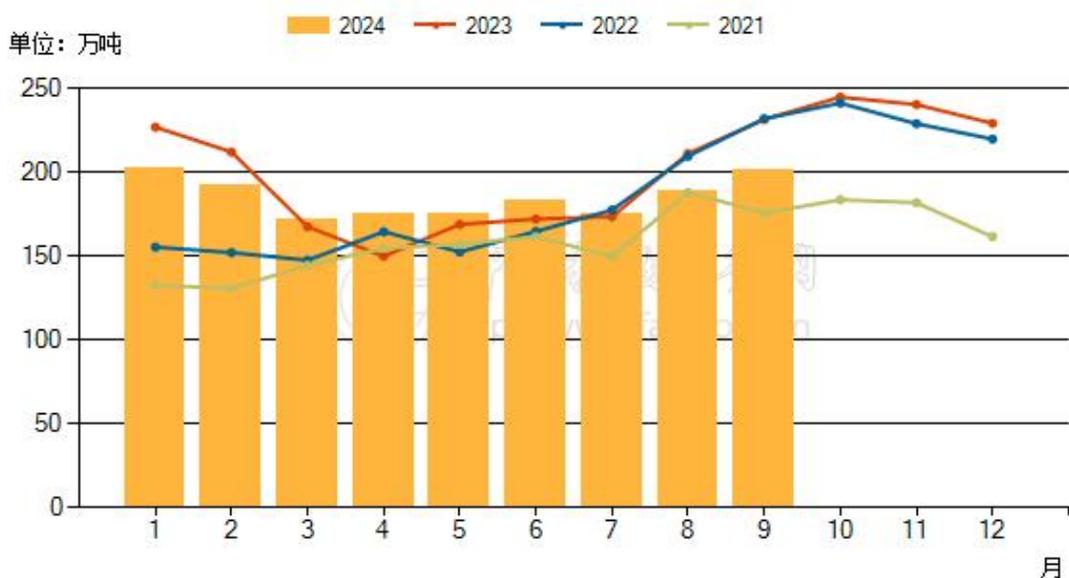
马来西亚棕榈油局（MPOB）公布的数据显示，24年9月马来西亚棕榈油产量为182.19万吨，较8月的189.39万吨下降7.19万吨，环比下降3.8%。进口量为0.55万吨，较8月的1万吨下降0.45万吨，环比下降45.02%。出口量为154.28万吨，较8月的152.86万吨增加1.42万吨，环比增加0.93%。月末库存为201.38万吨，较8月的188.33万吨增加13.05万吨，环比增加6.93%。由于产量小幅下滑而出口略有增加，使得月度库存增幅并不明显。年度对比来看，整体库存压力明显弱于前两年。从本月高频数据来看，由于前期马来半岛北部的天气恶劣，使得季节性增产不及预期。南马来西亚棕榈油公会（SPPOMMA）的数据显

示，2024年10月1-25日，南马来西亚棕榈油产量环比减少7.40%，其中鲜果串单产环比减少7.60%，出油率（OER）增长0.04%。出口方面，各机构数据略有差异，不过，整体而言，马来西亚9月1-25日棕榈油出口量较上月同期增幅约10.0%。季节性增产季产量却出现下滑，而出口继续提升，马棕库存有望止升转降。且从时间上来看，进入11月，主产国马来西亚将步入季节性减产中，供应方面存在一定利好支撑。

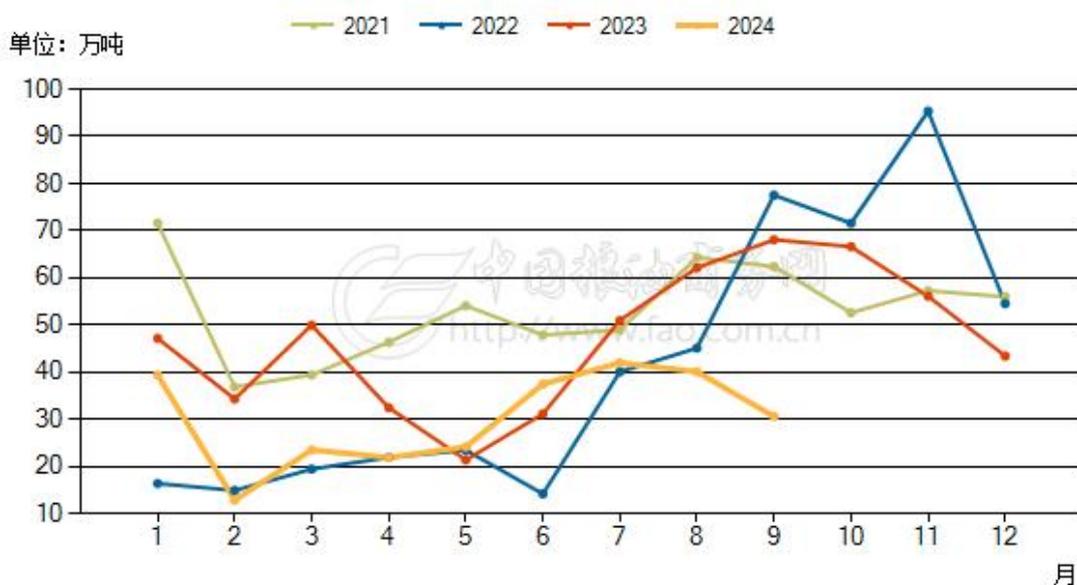
同时，印尼农业部长重申该国计划执行40%的生物柴油强制掺混计划，从1月开始启动，并称未来该国将努力在未来实施B50计划。B50计划预计将需要1,150万吨棕榈油，如果推行B50，出口降幅可能达到600万吨。生柴份额的增加意味着食用油份额减少，一定程度上提振棕榈油价格。且印尼棕榈油行业协会（GAPKI）表示，印尼2024年底棕榈油库存料保持在250万吨左右，因产量受到去年干燥天气的影响。8月份的棕榈油产成品出口较去年同期增加15%，至238万吨，8月底的棕榈油库存从一个月前的251万吨降至245万吨。进一步利好棕榈油市场。

国内方面，中国海关公布的数据显示，2024年9月棕榈油进口总量为30.60万吨，较上年同期68.07万吨减少37.47万吨，同比减少55.05%，较上月同期40.08万吨环比减少9.48万吨。由于国际棕榈油市场价格表现相对强劲，国内进口利润倒挂，叠加豆棕油价差转负，豆油替代优势凸显，降低棕榈油需求预期，从而使得进口买船积极性减弱，进口量也再度下滑，且下滑幅度明显加大。进口量的下滑，使得季节性累库周期库存似有下滑迹象。中国粮油商务网监测数据显示，截止到2024年第42周末，国内棕榈油库存总量为51.0万吨，较上周的51.2万吨减少0.2万吨；合同量为5.5万吨，较上周的4.9万吨增加0.6万吨。其中24度及以下库存量为48.9万吨，较上周的48.9万吨持平；高度库存量为2.1万吨，较上周的2.3万吨减少0.2万吨。

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42周全国棕榈油周度库存对比

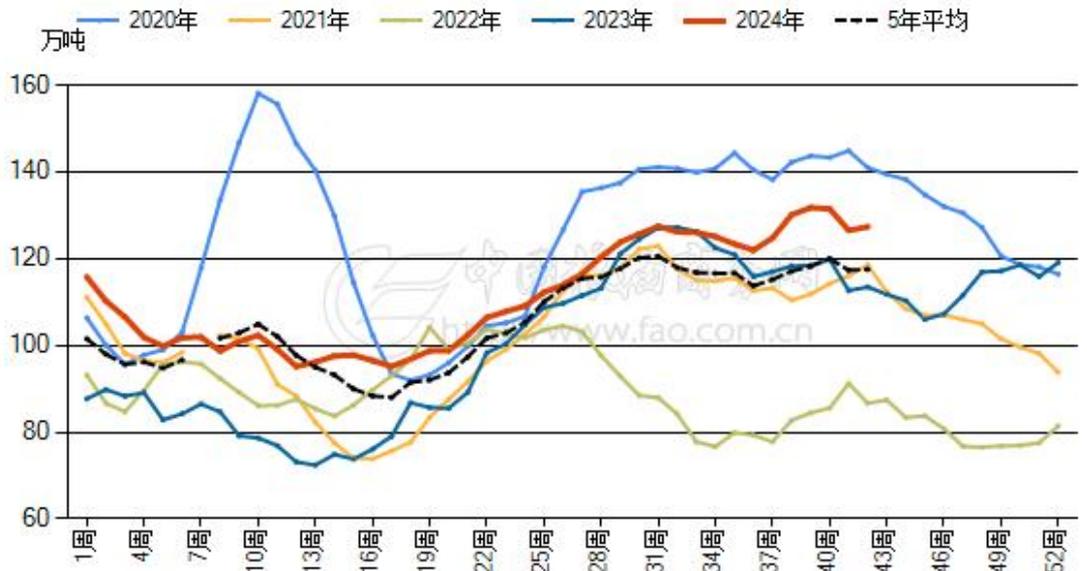


数据来源：MPOB 中国粮油商务网

3.2 豆油库存降幅有限

随着巴西大豆大量到港，国内大豆供应充裕，油厂加工量持续偏高，豆油产出压力增加，库存也持续位于同期高位。中国粮油商务网监测数据显示，截止到2024年第42周末，国内豆油库存量为127.3万吨，较上周的126.5万吨增加0.8万吨，环比增加0.64%。仍处于近五年来次高位，库存压力较高。从历年豆油库存走势来看，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，不过在供应持续较好支撑下，库存降幅有限。

2020-2024年第42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10月29日，菜豆油价差为1090元/吨，菜棕价差为110元/吨。本月菜豆油价差相对平稳，仍处于历史同期中等水平。而菜棕油价差均明显走缩，再度来到历史同期最低水平。盘面来看，菜豆油主力01合约期货市场价差为1159元/吨，二者期价比值为1.138。菜棕油期货市场价差为267元/吨，二者期价比值为1.029，菜豆油价差和比值相对平稳，而菜棕油价差和比值均有缩小。主要是前期菜油价格的上涨主要来自于中加贸易矛盾发酵下，市场担忧后续加籽进口受限，菜油供应端出现短缺，而本月中下旬中加贸易关系似有缓和迹象，来自情绪面的支撑减弱，菜油上涨动能不足。不过，棕榈油在其供需双重利好支撑下，涨势较好。另外，对比三大油脂而言，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。后期来看，中加贸易关系仍存在不确定性，对市场影响也极为不稳定，还需继续关注官方消息。

菜豆油现货价差 (季节图)



菜棕油现货价差 (季节图)



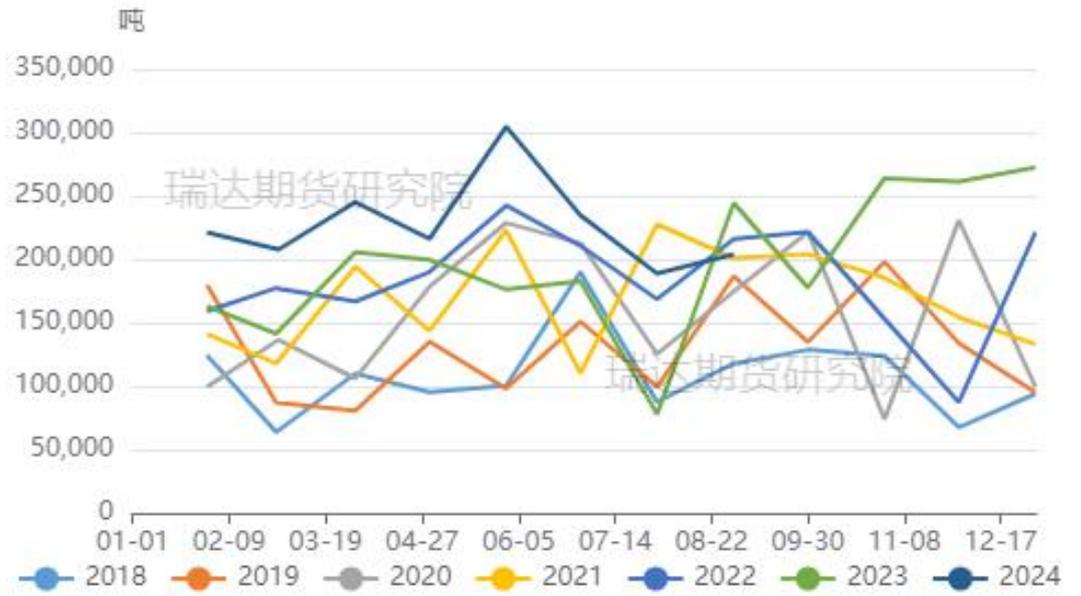
数据来源: wind

四、菜粕基本面分析

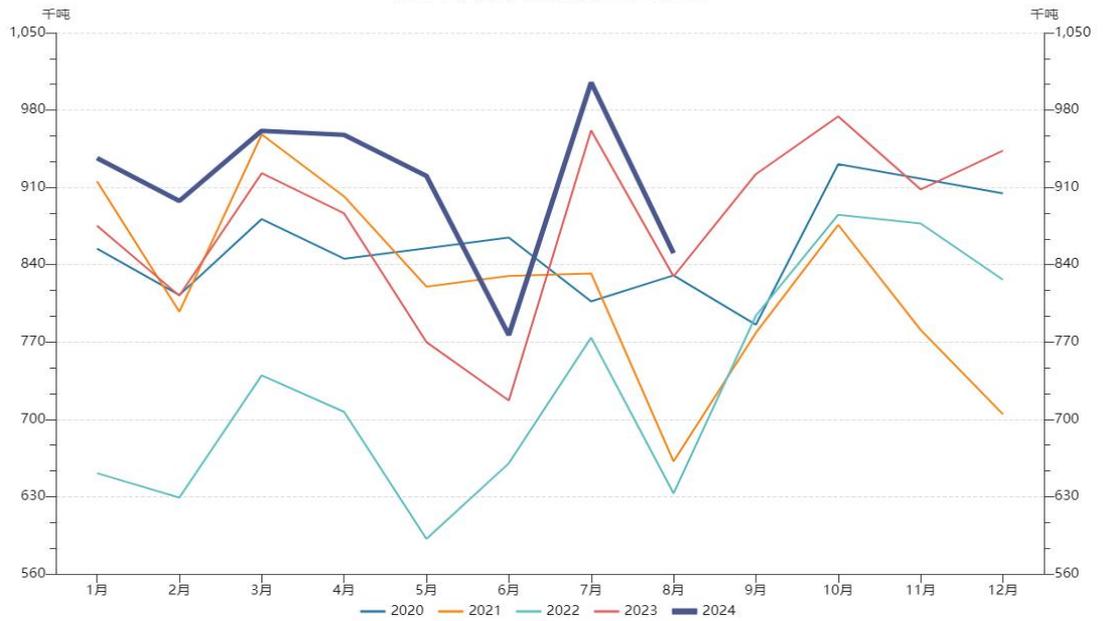
1、直接进口量保持高位

从菜粕月度进口数据来看,据海关数据显示,2024年9月菜粕进口总量为22.23万吨,较上年同期17.76万吨增加4.47万吨,同比增加25.17%,较上月同期20.38万吨环比增加1.86万吨。2024年1-9月菜粕进口总量为204.40万吨,较上年同期累计进口总量的156.79万吨,增加47.60万吨,同比增加30.36%。今年以来菜粕直接进口量持续保持近年来高位。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,8月压榨量为85.05万吨,同比继续增加,处于近年来最高位,菜粕产出相对充裕,利好我国采购端。菜粕直接进口量的增加,进一步增加国内市场的供应。由于中加贸易关系的不确定性,我国对菜籽的进口量大概率出现下滑,使得企业更倾向于直接购买其产成品,利好菜粕直接进口量。据监测显示,11、12月菜粕进口预估分别为17、21万吨,仍处于同期高位。

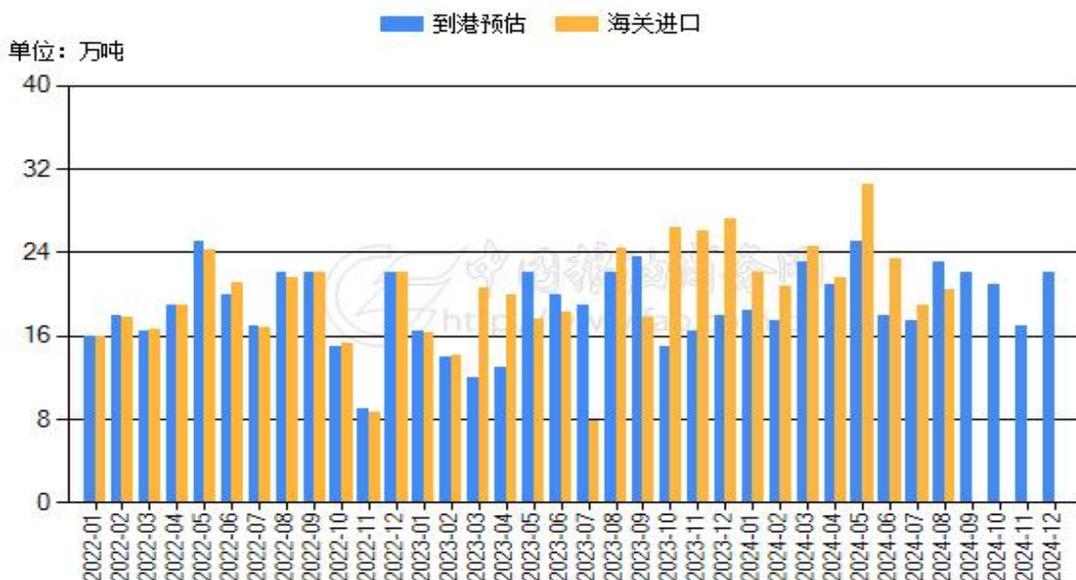
进口数量:菜籽粕:当月值



加拿大:压榨量:油菜籽:当月值



2022年1月至2024年12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、菜粕库存继续高于往年同期

中国粮油商务网监测数据显示，截止到2024年第42周末，国内进口压榨菜粕库存量为6.0万吨，较上周的6.3万吨减少0.3万吨，环比下降4.74%。本月库存较上月继续回升，来到近年来最高水平，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，水产养殖进入季节性淡季，刚需减弱。不过，在进口菜籽到港下滑影响下，产出压力同步减弱，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 10 月 25 日，豆菜粕现货价差为 720 元/吨，二者价差处于同期中等水平，菜粕并不存在比价优势。另外，随着温度降低，人体对热量需求提升，且年底腌腊逐步启动，对生猪需求有所利好，养殖利润有望再度提升。在利润向好情况下，饲企也更倾向于直接使用豆粕。后期而言，菜粕步入供需双弱格局，市场提价意愿不强。后期将更多的是跟随豆粕市场的波动而波动。



数据来源：wind

4、豆粕需求仍需以时间换空间

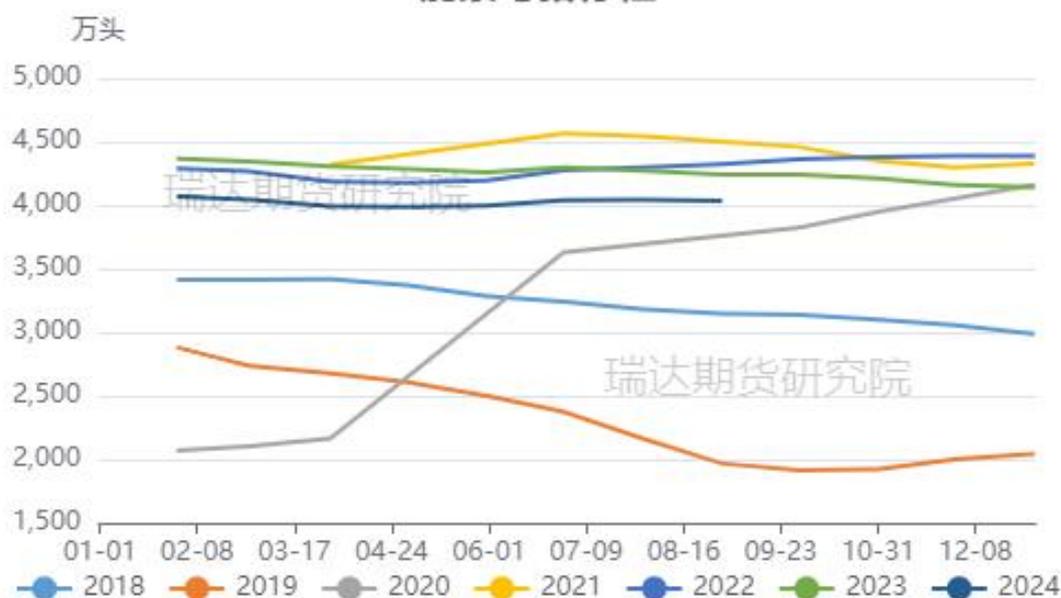
从饲料总产量情况来看，据中国饲料工业协会测算，2024 年 9 月，全国工业饲料产量 2815 万吨，环比增长 1.2%，同比下降 4.1%。主要配合饲料、浓缩饲料、添加剂预混合饲料产品出厂价格环比、同比以降为主。饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比为 34.7%，同比增长 9.1 个百分点；配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比 12.8%，同比下降 0.1 个百分点。受生猪产能回调、畜禽存栏减少和养殖盈利不及预期等因素影响，饲料产量高位回落。前三季度，全国工业饲料总产量 22787 万吨，同比下降 4.3%。由于前期养殖产能的下

滑，饲料总需求量下降，产量同比下滑较多，不利于粕类消费。不过，随着养殖利润的回暖，饲料中豆粕用量占比同比下降幅度有所降低，对豆粕需求有所利好。

对于饲用占比最高的生猪产业而言，今年以来，在市场调节和产能调控的双重作用下，能繁母猪和生猪存栏逐步调整在合理区间，猪饲料的消费量整体呈高位回落趋势。前三季度，猪饲料产量 10229 万吨，同比下降 6.8%。不过，生猪价格自 3 月份触底反弹后稳步回升，生猪养殖扭亏为盈，养殖盈利进入较好水平，猪饲料需求持续改善，猪饲料产量环比连续四个月小幅增长。另外，据国家统计局数据统计，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%。其中，能繁母猪存栏 4062 万头，同比减少 178 万头，下降 4.2%；环比增加 25 万头，增长 0.6%，基础产能继续小幅调增。尽管生猪产能总体低于去年同期，使得豆粕饲用总需求量也弱于去年同期。不过，随着养殖利润的回升，市场情绪明显好转，能繁母猪存栏也有所回升，生猪产能也处于缓慢恢复中，利好远期需求。然而生猪产能的恢复仍需时间来兑现，远期需求的提升更多的将在明年得到体现。



能繁母猪存栏



全国:生猪存栏



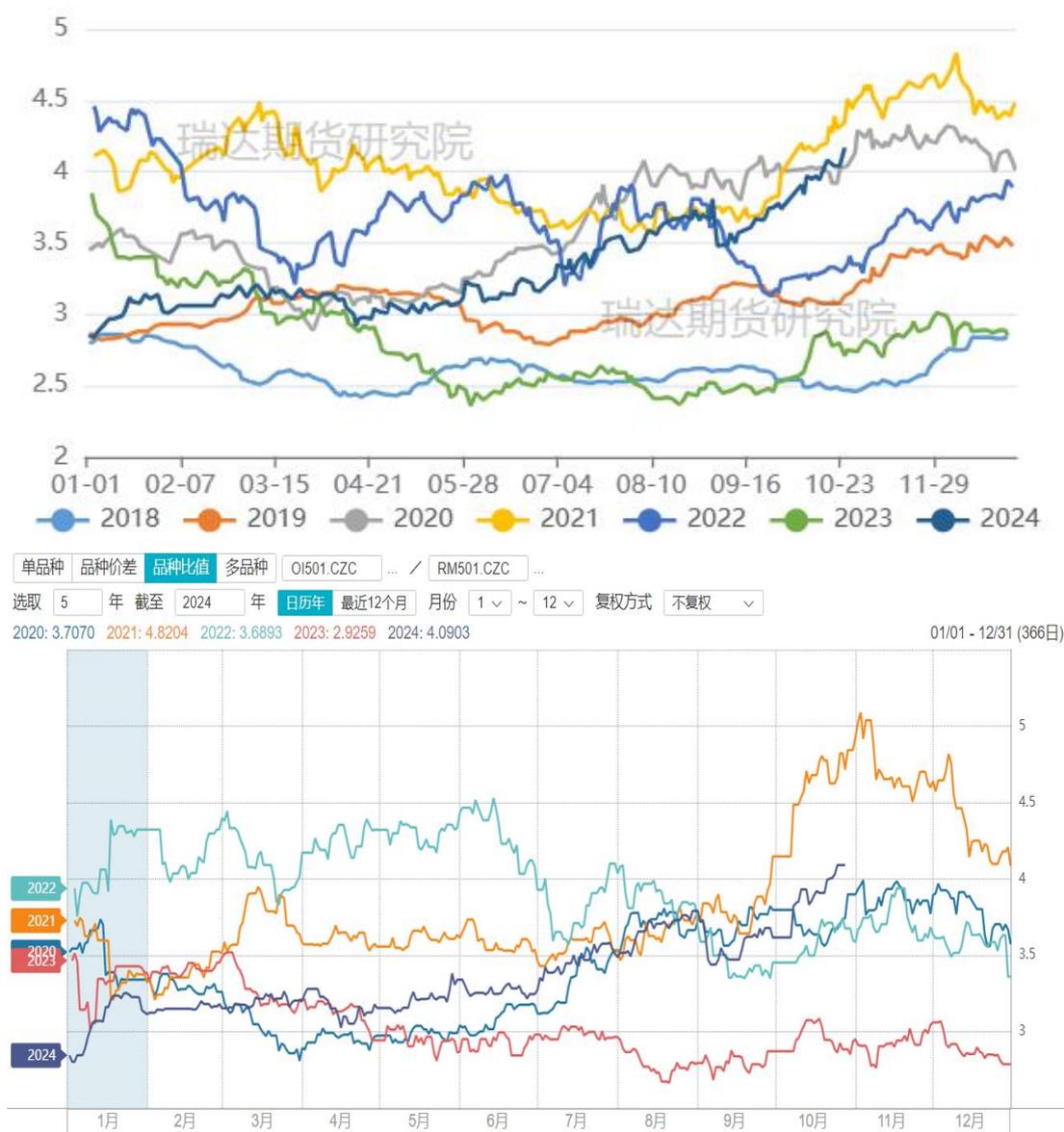
数据来源: wind

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，期现货油粕比均明显上涨。截止10月25日，期货主力2501合约比值报4.09，现货价格比值报4.17。主要是随着时间的推移，中加贸易矛盾对市场的边际影响力逐步减弱，

叠加本月中下旬加拿大政府允许企业申请减免对中国电动汽车等加征的关税，中加贸易矛盾或得以缓和，反倾销题材情绪转弱，菜系品种继续推涨动能不足。然而，棕榈油表现强劲，提振菜油市场价格。菜粕却因刚需下滑以及国际豆价压力较大，价格以偏弱调整为主，从而使得本月油粕比值稳步上涨。后期来看，菜油粕供应端变化较为一致，而需求端来看，随着温度下降，水产养殖步入淡季，菜粕刚需继续下滑，而四季度油脂消费逐步提升，叠加棕榈油基本面相对较好，油粕比值有进一步提升的空间。

油粕比



数据来源：郑商所 wind

六、技术面分析

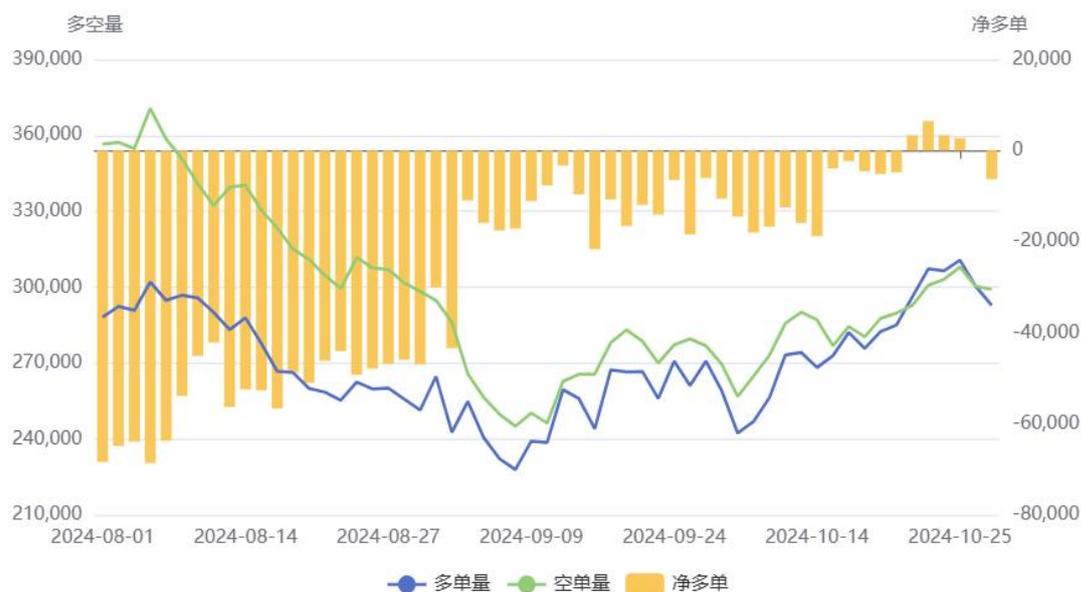
1、菜油技术面分析

本月菜油主力 01 合约日均线呈多头排列，不过，短周期有联合迹象，MACD 红柱转绿，DIFF 和 DEA 向 0 轴靠拢。表明市场仍是多头方占优，但短期涨势放缓。从本月持仓情况来看，多空双方持仓均有所提升，且多方增仓幅度更大，使得前二十名净空持仓量继续减少。截止 10 月 24 日，前 20 名净空持仓 6252 手，较月初减少约 1.2 万手。净空持仓继续减少而期价维持高位震荡，表明市场多头氛围持续。

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

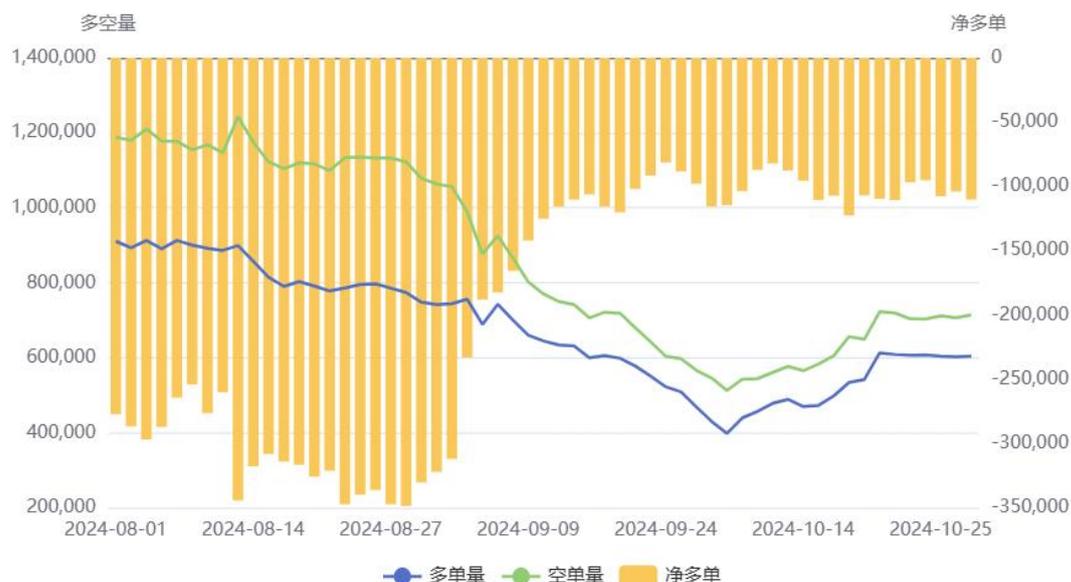
2、菜粕技术面分析

菜粕主力 01 合约日均线排列并不规律，短周期下穿长周期均线，处于由多头向空头趋势转变中。MACD 绿柱窄幅波动，DIFF 和 DEA 下穿 0 轴转负，表明市场是空头方占优，短期偏弱震荡。从持仓情况来看，本月多空双方持仓量均小幅增加，不过增幅也相对平均，使得前二十名净空持仓量变化不大，截止 10 月 29 日，前二十名净空持仓约 11.03 万手左右，较月初的 10.38 万手略微增加 6500 手，短期市场仍是空方略占优。不过，期价下滑但净空持仓持稳，表明市场主动做空意愿仍然不强。

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

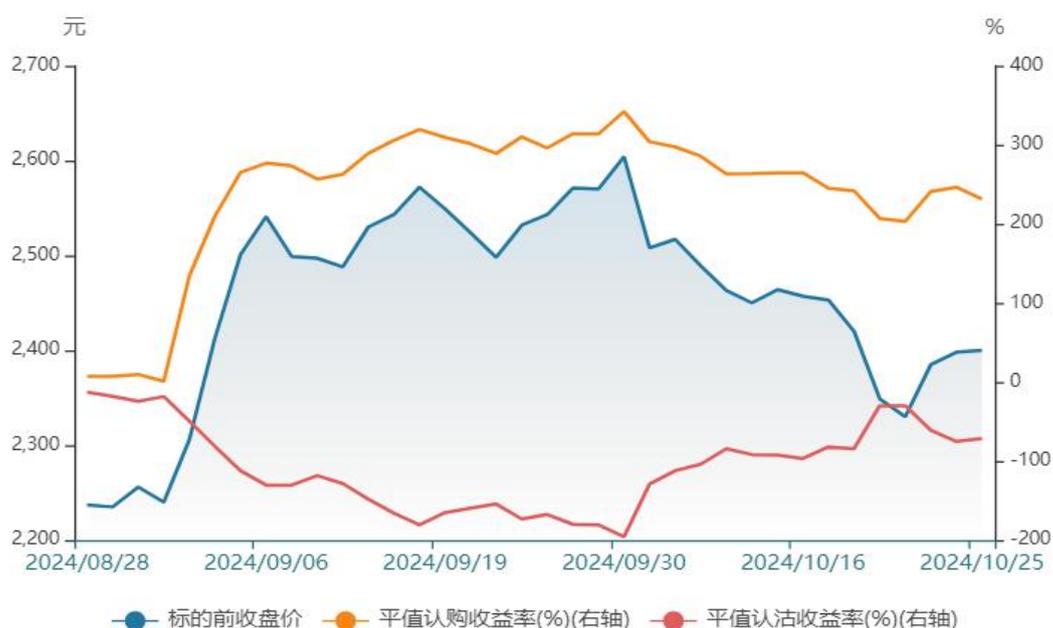
1、流动性分析

本月标的品种菜粕期货加权价格重心震荡下跌。截止 10 月 25 日收盘，期权最新持仓量为 211046 张，日成交量 71320 张，本月持仓量和成交量较上月均出现下滑，总体市场参与度明显下滑。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 25 日，认购收益率在 231%附近，认沽收益率在-71%附近。短期市场氛围仍然偏弱。

菜粕期权成交量及持仓情况



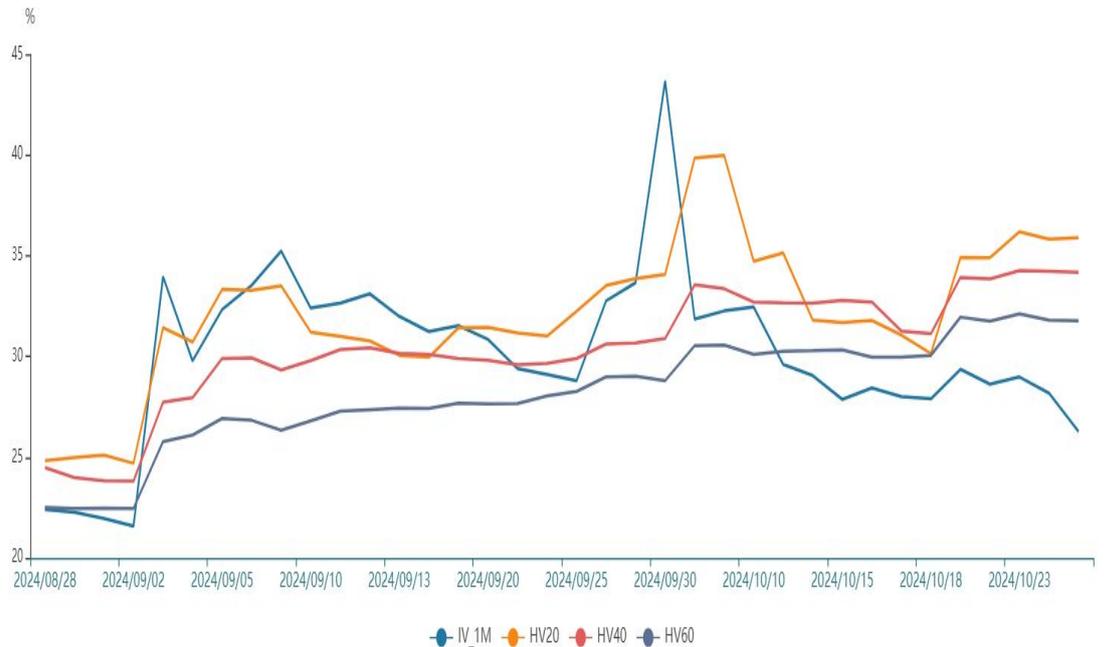
平值认购和认沽收益率走势



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，主要是随着时间的推移，中加贸易矛盾对市场的边际影响力逐步减弱，叠加本月中下旬加拿大政府允许企业申请减免对中国电动汽车等加征的关税，中加贸易矛盾或得以缓和，反倾销题材情绪转弱。但消息面的影响还是极不稳定的，使得市场参与度下滑，波动率也呈现回落态势。截止 10 月 25 日，菜粕 2501 合约平值期权隐含波动率为 26.27%，较月初的 31.86% 下滑了 5.59%。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 11 月菜籽类市场展望

菜籽方面，加籽收获接近尾声，随后便迎来集中出口季，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，菜籽市场供强需弱格局未改，短期内菜籽价格或继续承压运行，不过，消息面的影响极不稳定，还需进一步关注官方消息。目前主力菜籽合约成交清淡，不建议操作。

菜油方面，加籽收获接近尾声，随后便迎来集中出口季，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，美豆丰产且收割进程较快，供应压力也同步增加，美豆市场价格将持续受到牵制。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，产需双向均存利好潜力，继续支撑马棕市场价格，提振油脂市场氛围。国内市场方面，中加贸易关系有缓和迹象，反倾销题材情绪转弱，不过，新增采购未见好转，菜籽进口量仍大概率减少，且随着温度下滑，油脂需求有望回升，供需格局或有所好转。在棕榈油提振下，菜油市场有望高位偏强震荡且波动加剧。

菜粕方面，美豆丰产且收割进程较快，供应压力也同步增加，美豆市场价格将持续受到牵制，成本传导下国内粕价同步承压。不过，国际豆价已低于种植成本，且出口需求的回升，支撑美豆底部市场价格。国内市场而言，中加贸易关系有缓和迹象，反倾销题材情绪转弱，且随着温度降低，水产养殖需求转淡，菜粕刚需继续减弱，菜粕自身无明显利好支撑。豆粕来看，四季度是豆粕需求旺季，生猪产能也处于回升趋势中，对豆粕价格有所利好。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。