



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



巴西大豆收割推进 菜籽外溢压力增加

摘 要

菜籽方面，加拿大作为菜籽主要出口国，当前来看，新年度菜籽供需状况较为平稳，市场无明显冲突。国内方面，在寒潮影响下，市场看涨情绪升温，但需求表现持续低迷，加上国际菜籽低价冲击，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，加拿大油菜籽出口步伐仍远远落后去年同期，出口需求不佳，继续牵制其市场价格。且新年度加籽预期产量继续保持在年度产量均值附近，整体供需格局与今年相当。其它油籽方面，南美大豆产量下调幅度持续不及预期，且随着收割推进，来自巴西的竞争压力加大。另外，新年度美豆种植面积提升，整体供需继续转松，持续牵制美豆市场价格。不过，马来和印尼棕榈油仍处于减产季，供应端压力降低，对棕榈市场有所支撑。国内市场而言，从船期预报来看，3、4月菜籽进口到港量预期较少，供应压力减弱。不过，三大油脂整体库存仍处于同期高位，且年后油脂需求转淡，继续牵制国内油脂市场价格。故而，菜油市场仍有望维持震荡偏弱趋势。

菜粕方面，巴西大豆收割进程较快，与美豆出口重叠期延长，且巴西大豆的价格优势甚至导致巴西大豆开始向美国出口，来自巴西的竞争压力将随收获进度的推进逐步增强。另外，新年度美豆种植面积预期提升，整体供需继续转松，压制美豆市场价格。成本传导下，国内粕价承压。国内市场而言，进口菜籽预估到港量减少，菜粕供应压力降低。而3月仍处于水产养殖淡季，菜粕刚需消耗总体有限。短期菜粕自身供需无明显驱动。豆粕来看，需求端进入季节性淡季，且终端养殖利润并未有明显改善。不过，后期进口大豆到港量有所回降，豆粕供应压力也同步减弱，对国内粕价有所支撑。总体而言，在外围市场影响下，菜粕或维持偏弱震荡为主。

目 录

一、2024年2月菜籽类市场行情回顾	2
1、2024年2月菜油市场行情回顾	2
2、2024年2月菜粕市场行情回顾	2
二、油菜籽基本面分析	3
1、全球市场供需相对平稳	3
2、国内菜籽供需情况	4
2.1 寒潮袭击，两湖菜籽减产风险较高	4
2.2 进口到港有所放缓，后续压力减弱	5
2.3 油厂开机率短期或维持高位，中长期有回降预期	6
3、替代品大豆方面	7
3.1 巴西降雨改善，产量降幅不及预期	7
3.2 到港压力有所减弱	8
三、菜油基本面分析	9
1、直接进口量明显提升	9
2、菜油库存压力仍存	10
3、替代品（豆棕油）供应分析	11
3.1 马棕库存降幅减缓	11
3.2 豆油库存压力减弱	12
4、菜油替代效应或较为有限	13
四、菜粕基本面分析	14
1、直接进口量保持高位	14
2、菜粕库存或维持低位	16
3、菜粕替代优势仍存	16
4、豆粕终端需求不佳	16
五、油粕比分析	18
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 3 月菜籽类市场展望及期货策略建议	23
免责声明	24

一、2024 年 2 月菜籽类市场行情回顾

1、2024 年 2 月菜油市场行情回顾

2024 年 2 月，菜油 2405 合约维持低位震荡。主要是一方面本月横跨春节假期，市场交投活跃度有所下滑；另一方面，南美大豆产量下调幅度持续不及预期，且随着收割推进，来自巴西的竞争压力加大。另外，新年度美豆种植面积提升，整体供需继续转松，持续牵制国际油籽市场价格。不过，马棕整体表现良好，提振油脂市场。国内方面，春节期间天气回暖，两湖地区油菜进入抽薹期且生长速度较快，冻雨和降雪或对油菜茎秆带来机械性损伤，存在一定减产预期。且春节期间旅游业火爆，餐饮表现红火，油脂预计消耗速度快，节后终端补货，对市场价格有所提振。整体来看，菜油市场表现为多空交织。故而使得本月菜油维持低位震荡。

郑商所菜油 2405 合约日 K 线图



图片来源：博易大师

2、2024 年 2 月菜粕市场行情回顾

2024 年 2 月，菜粕 2405 合约低位偏弱震荡。主要是由于南美降雨的改善，巴西大豆产量下调幅度持续不及预期。且巴西收割进度已超 3 成，后期南美产量潜在下调空间有限，来自巴西的竞争压力将随收获进度的推进继续体现。另外，美国农业部展望论坛预计的 2024 年美国大豆种植面积为 8750 万英亩，高于市场预估以及 2023 年的 8360 万英亩，在 52 蒲/英亩的单产假设下，即便压榨和出口预估同比增长，美豆 2024/25 年度期末库存仍

大幅增加至 4.35 亿蒲的宽松水平。在多重利空的影响下，继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，本月横跨春节假期，市场交投有所放缓。经过春节期间的消耗，下游市场有短暂补货的需求，或支撑国内粕类现货市场价格。且随着温度回升，市场进入水产备货阶段，对菜粕需求有所增加。整体而言，在外围市场走弱压力下，本月菜粕期价偏弱震荡。

郑商所菜粕 2405 合约日 K 线图



图片来源：博易大师

二、油菜籽基本面分析

1、全球市场供需相对平稳

美国农业部（以下简称“USDA”）在 2 月供需报告显示，2023/24 年度全球油菜籽产量预估为 8744 万吨，较上月预估值继续上调 34 万吨。期末库存预估为 800 万吨，较上月预估调高 66 万吨。库存消费比上升至 9.62%。从报告数据来看，本月供需数据较上月继续转松，主要是需求端表现不佳，年末库存提升明显，全球菜籽供需紧缩状况较前期明显改善。同时，加拿大农业暨农业食品部（AAFC）本周首次发布的 2024/25 年度预测报告显示，2024/25 年度加拿大油菜籽播种面积预计为 880 万公顷，低于上年的 893.6 万公顷，仅略高于五年平均水平。不过由于单产预期提高，2024/25 年度的油菜籽产量预计为达到 1836.5 万吨，略高于 2023/24 年度的 1832.8 万吨。出口量预计为 770 万吨，和上年持平；期末库存预计从 2023/24 年度预计的 145 万吨降至 140 万吨。加拿大作为菜籽主要出口国，当前

来看，新年度菜籽供需状况较为平稳，市场无明显冲突。



数据来源：USDA

2、国内菜籽供需情况

2.1 寒潮袭击，两湖菜籽减产风险较高

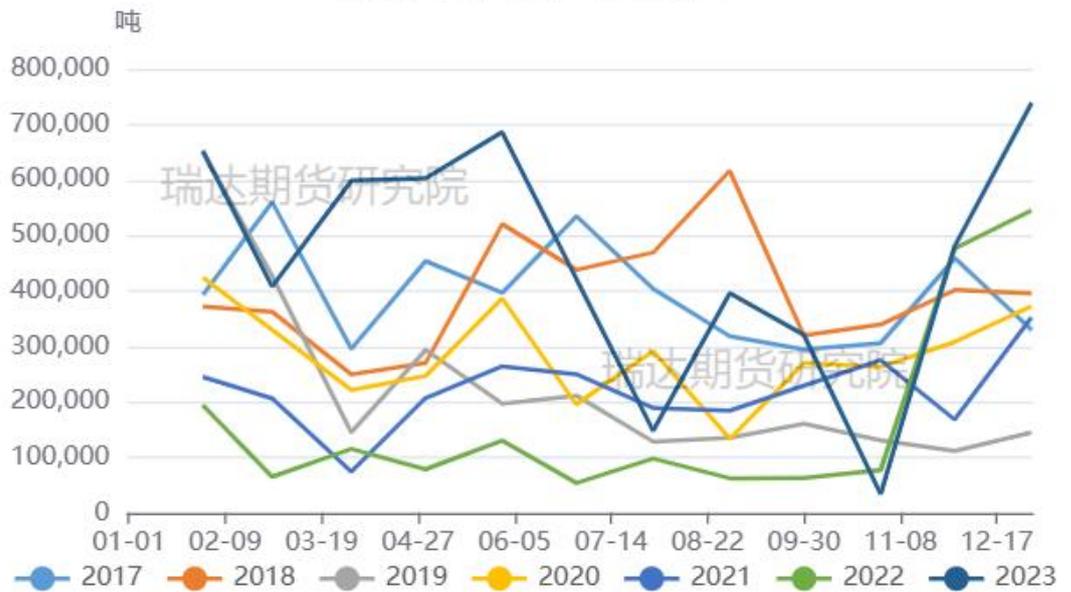
春节前的低温冻雨对安徽以及江苏没有太大影响，两省没有出现超低温，湖北荆州、荆门等地菜籽因超低温冻伤一部分，不过并不严重，主要是低温没有持续太长时间，市场认为问题不大。不过，在本月 21-22 日，沿江冬菜籽产区再度迎来一波低温。第二次低温对菜籽影响较大，目前湖北菜籽主产区遭遇冻害，部分抽薹的部分冻裂，容易病变，主干容易断裂，预估即使出现二次发育，单产也只有三分之一，植株叶子冻僵，预计生长机能被破坏。同时，现阶段的低温延缓菜籽生长，导致菜籽成熟期缩短。湖北当地人士认为，遭遇冻雨的地区单产会大幅下降，预估在 20%附近，菜籽含油量会下降 3%。湖南、江西菜籽也同样受到低温影响。江苏、安徽的菜籽受到的影响有限。总的来看，在寒潮影响下，市场看涨情绪升温，但需求表现持续低迷，加上国际菜籽低价冲击，国产菜籽依旧承压，后期价格或稳中偏弱运行。



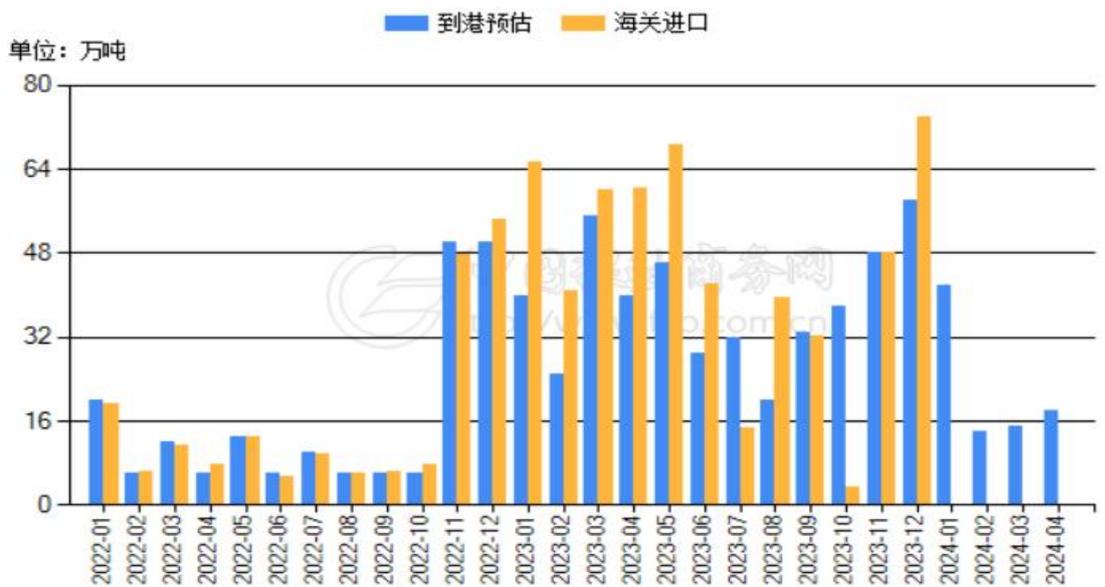
2.2 进口到港有所放缓，后续压力减弱

从菜籽进口来看，海关数据显示，2023年1-12月油菜籽进口总量为549.14万吨，较上年同期累计进口总量的196.06万吨，增加353.08万吨，同比增加180.09%。从全年进口总量来看，2023年菜籽进口量较上年度大幅增加，基本恢复至19年之前的水平，大幅增添国内市场供应。从月度到港量来看，随着加拿大新赛季菜籽采收结束，国内采购量明显提升，使得2023年最后两个月到港量飙升，国内市场供应压力明显提升，牵制其短期市场价格。不过，下游需求持续不及预期，节前备货提振力度有限，下游菜油粕价格表现不佳，加工利润持续偏弱，叠加年后需求转弱，买船积极性明显减弱，2、3、4月菜籽到港预估分别为14万吨、15万吨、18万吨，进口预估大幅回降至同期低位，远期供应压力减弱。

菜籽:进口数量:当月值



2022年1月至2024年4月进口油菜籽进口量预估



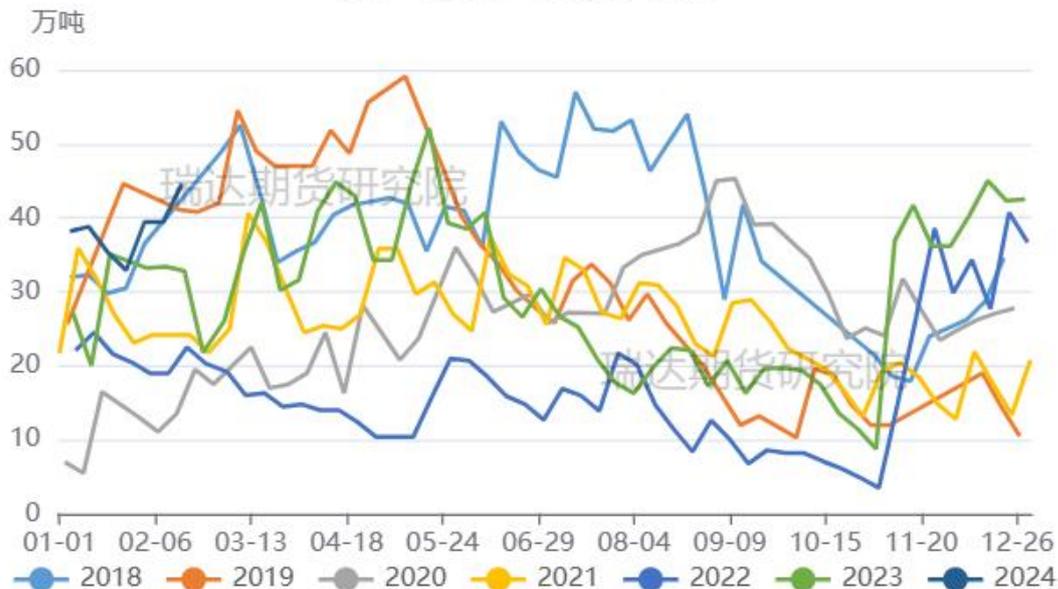
数据来源: 海关总署 中国粮油商务网

2.3 油厂开机率短期或维持高位，中长期有回降预期

从开机率来看，由于2月横跨春节假期，油厂停机现象较为明显，使得开机率明显回降。据中国粮油商务网数据显示，节后第一周，油厂开机率小幅回升至10%附近，较上月同期下降一半左右。不过，随着节后复工，且短期油厂菜籽库存量相对较高，截止到2024年第8周末，国内进口油菜籽库存总量为49.1万吨，较上周的52.7万吨减少3.6万吨，去年同期为35.3万吨，五周平均为41.1万吨。处于近五年来最高位，菜籽供应相对充裕。短期开机率或继续回升至年前水平，菜油粕供应压力仍存。不过，后期进口菜籽到港明显

回落，远期供应压力减弱。

油厂库存量:菜籽:总计



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 巴西降雨改善，产量降幅不及预期

美国农业部（以下简称“USDA”）公布的2月供需报告显示，2023/24年度美豆期末库存上调3500万蒲至3.15亿蒲，略高于市场预估的2.82亿蒲，是2019/20年度以来的最高值；其中出口预期的下调是造成期末库存增加的主要原因。同时，由于南美降雨的改善，本月报告中仅将巴西大豆产量下调100万吨至1.56亿吨，高于市场预期的1.5315亿吨。

全球 2023/24 年度大豆产量预估为 3.9821 亿吨，1 月预估为 3.9898 亿吨。全球 2023/24 年度大豆期末库存预估为 1.1603 亿吨，1 月预估为 1.146 亿吨。由于需求下滑，使得全球大豆期末库存有所上调，整体供需格局继续转松，牵制国际豆价。

现阶段而言，大豆市场焦点仍在南美以及美豆新季的种植面积上。南美方面，巴西咨询机构家园农商公司（PAN）表示，截至 2 月 23 日，2023/24 年度巴西大豆收获进度达到 38%，高于一周前的 31.10%。去年同期进度为 34.51%，过去五年同期均值为 35.95%。随着收割推进，后期南美产量潜在下调空间有限，且来自巴西的竞争压力将随收获进度的推进持续增强。另外，美国农业部展望论坛预计的 2024 年美国大豆种植面积为 8750 万英亩，高于市场预估以及 2023 年的 8360 万英亩，在 52 蒲/英亩的单产假设下，即便压榨和出口预估同比增长，美豆 2024/25 年度期末库存仍大幅增加至 4.35 亿蒲的宽松水平。

综合来看，南美大豆产量维持高位预期概率较高，并且新季美豆种植面积预期增幅较高，在平均单产下，美豆期末库存有望继续回升，压制大豆市场价格。

年度	2022/23			2023/24		
	1月报告	2月报告	报告差额	1月报告	2月报告	报告差额
期初库存	9802.8	9803	0.2	10187	10356.7	169.7
产量	37539.7	37805.7	266	39897.6	39821	-76.6
进口	16484.1	16437.7	-46.4	16834.8	16784.8	-50
总供应量	63826.6	64046.4	219.8	66919.4	66962.5	43.1
出口	17166.3	17195.7	29.4	17094.1	17057.1	-37
压榨量	31391.2	31421.2	30	32939.6	32929.1	-10.5
食用消费	2288.4	2285.1	-3.3	2403.8	2396.3	-7.5
其他消费	2793.7	2787.7	-6	3022.3	2977.4	-44.9
总需求	53639.6	53689.7	50.1	55459.8	55359.9	-99.9
期末库存	10187	10356.7	169.7	11459.6	11602.6	143

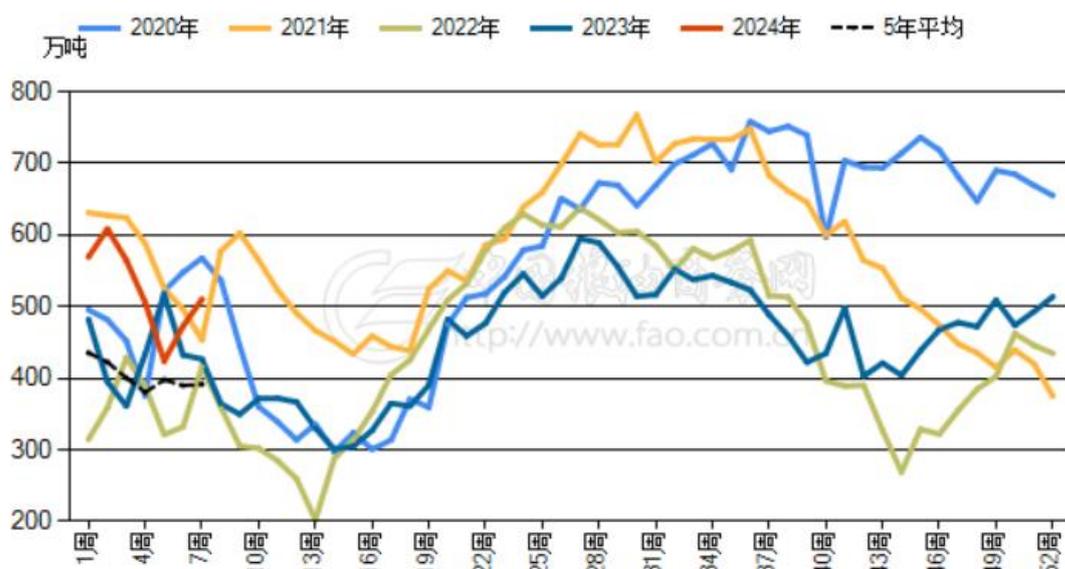
数据来源：USDA

3.2 到港压力有所减弱

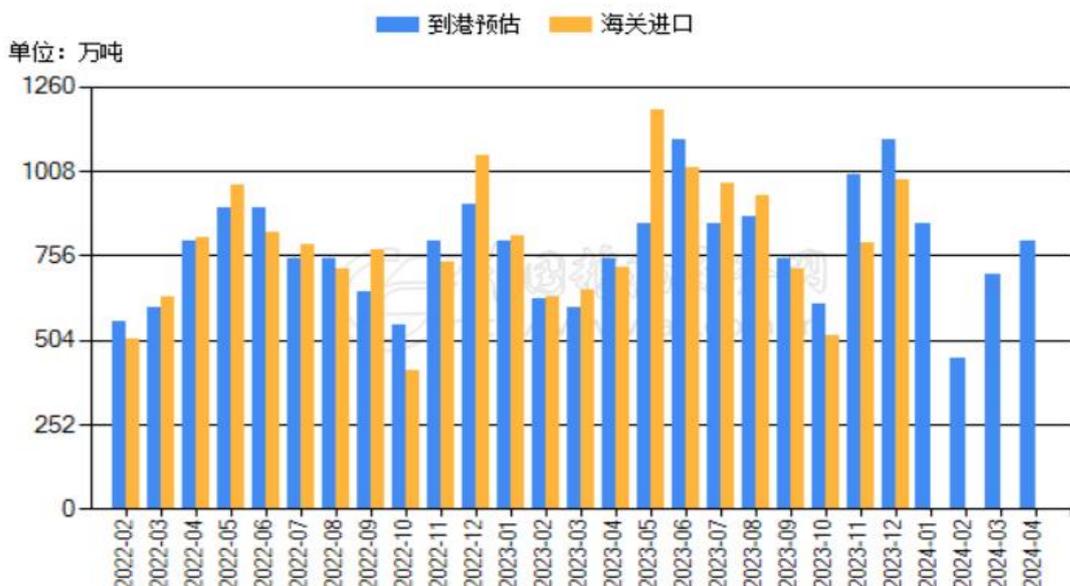
从月度进口量来看，中国海关公布的数据显示，2023 年 12 月大豆进口总量为 982.32 万吨，较上年同期 1055.46 万吨减少 73.13 万吨，同比减少 6.93%，较上月同期 792.00 万吨环比增加 190.33 万吨。且根据中国粮油商务网对国内各港口的跟踪统计数据，2024 年 1 月国内大豆到港量约为 759.2 万吨，较去年同期基本相当，前期进口到港量相对较高，国内大豆供应充裕。截止到 2024 年第 7 周末，国内进口大豆库存总量为 510.3 万吨，较上

周的 472.8 万吨增加 37.5 万吨，去年同期为 426.8 万吨，五周平均为 495.5 万吨。其中：沿海库存量为 445.6 万吨，较上周的 407.5 万吨增加 38.1 万吨，去年同期为 338.7 万吨，五周平均为 422.4 万吨。整体处于五年来次高位。从后期进口大豆到港预估来看，2、3、4 月大豆进口预估分别为 450、700、800 万吨，整体预估较往年进口量差距不大，后期大豆供应相对平稳，无额外驱动因素。

2020-2024年第7周全国油厂进口大豆周度库存对比



2022年2月至2024年4月进口大豆进口量预估



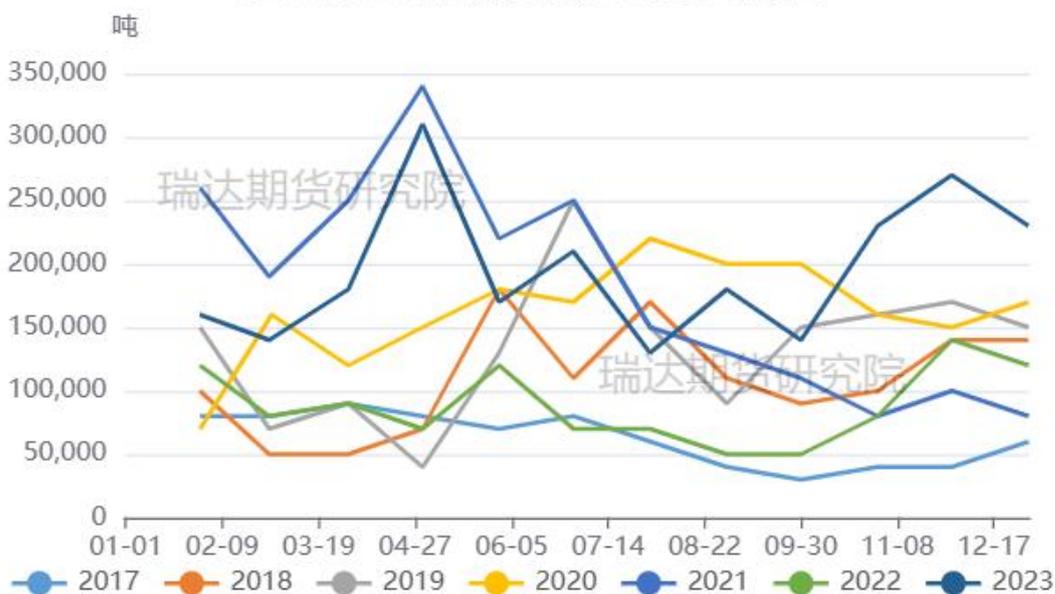
数据来源：中国粮油商务网

三、菜油基本面分析

1、直接进口量明显提升

从月度进口量来看，2023年12月菜籽油进口总量为22.61万吨，较上年同期11.99万吨增加10.62万吨，同比增加88.58%，较上月同期26.82万吨环比减少4.21万吨。2023年1-12月菜籽油进口总量为235.94万吨，较上年同期累计进口总量的106.13万吨，增加129.81万吨，同比增加122.31%。四季度以来，菜油直接进口量持续处于近年来最高位。主要是2023年来自俄罗斯的菜油进口量占比超55%，已取代加拿大成为我国最大的菜油进口来源国。而俄罗斯畜牧业十分发达，当地菜粕需求量较大，因此更倾向于菜籽压榨后出口菜油。同时，俄菜油进口利润尚好，国内采购积极性仍存。后期来看，国内菜油进口量有望继续保持同期高位，增加国内市场供应压力。

进口数量:菜籽油和芥子油:当月值



数据来源：海关总署

2、菜油库存压力仍存

中国粮油商务网监测数据显示，中国粮油商务网监测数据显示，截止到2024年第8周末，国内进口压榨菜油库存量为42.5万吨，较上周的43.3万吨减少0.8万吨，环比下降2.04%；合同量为21.7万吨，较上周的21.2万吨增加0.5万吨，环比增加2.60%。其中：非油企库存量为36.5万吨，较上周的38.0万吨减少1.5万吨，环比下降4.07%；合同量为0.1万吨，较上周的0.1万吨持平，环比增加33.33%；油企库存量为6.0万吨，较上周的5.3万吨增加0.7万吨，环比增加12.56%；合同量为21.7万吨，较上周的21.1万吨增加0.6万吨，环比增加2.51%。受年前备货提振以及节日期间油厂停机等因素影响，今年以来菜油库存整体处于下滑趋势，但降幅较为有限，整体库存水平仍处于五年同期最高位，库存压力仍高于往年同期。



3、替代品（豆棕油）供应分析

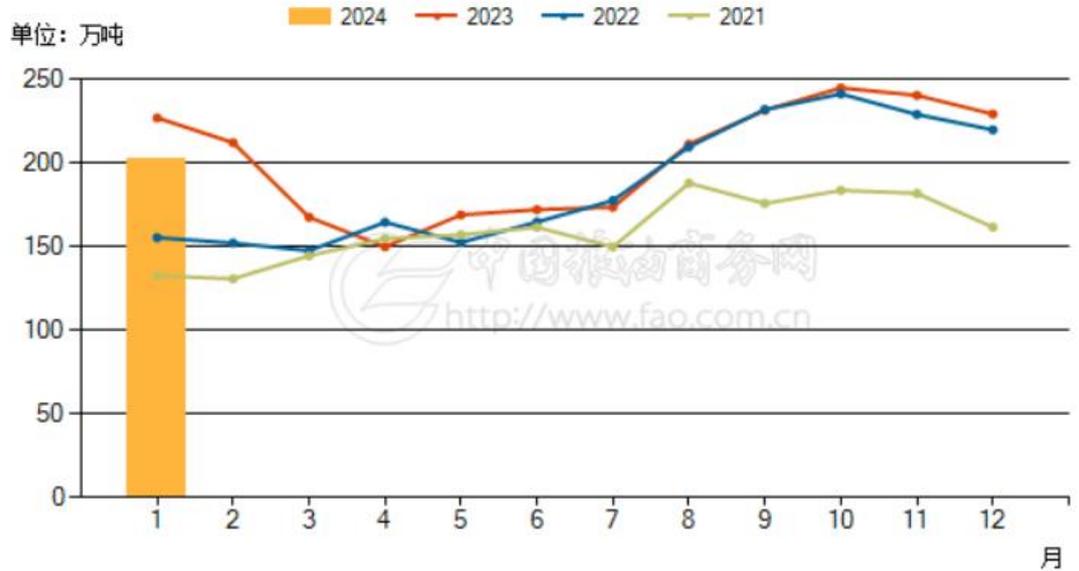
3.1 马棕库存降幅减缓

马来西亚棕榈油局(MPOB)公布的数据显示,2024年1月马来西亚棕榈油产量为140.2万吨,较12月的155.08万吨下降14.88万吨,环比下降9.59%。进口量为2.95万吨,较12月的4.01万吨下降1.06万吨,环比下降26.38%。出口量为135.06万吨,较12月的136.21万吨下降1.16万吨,环比下降0.85%。月末库存为201.98万吨,较12月的229.08万吨下降27.1万吨,环比下降11.83%。马棕仍处于减产季,供应面压力减弱,产量大幅下滑缓解了棕榈油出口表现不佳的影响。从近期高频数据来看,马来西亚南部棕果厂商公会(SPPOMA)数据显示,2月1-25日马来西亚棕榈油产量环比下降1.7%,其中鲜果串(FFB)单产环比下降4.09%,出油率(OER)环比增加0.46%。出口方面,各机构预估出口数据减少10%-14%不等,据船运调查机构ITS数据显示,马来西亚2月1-25日棕榈油出口量为951409吨,较上月同期出口的1064778吨减少10.65%。对比来看,本月产量降幅较出口降幅相对较低,故而马棕库存后期回降幅度将明显减少。

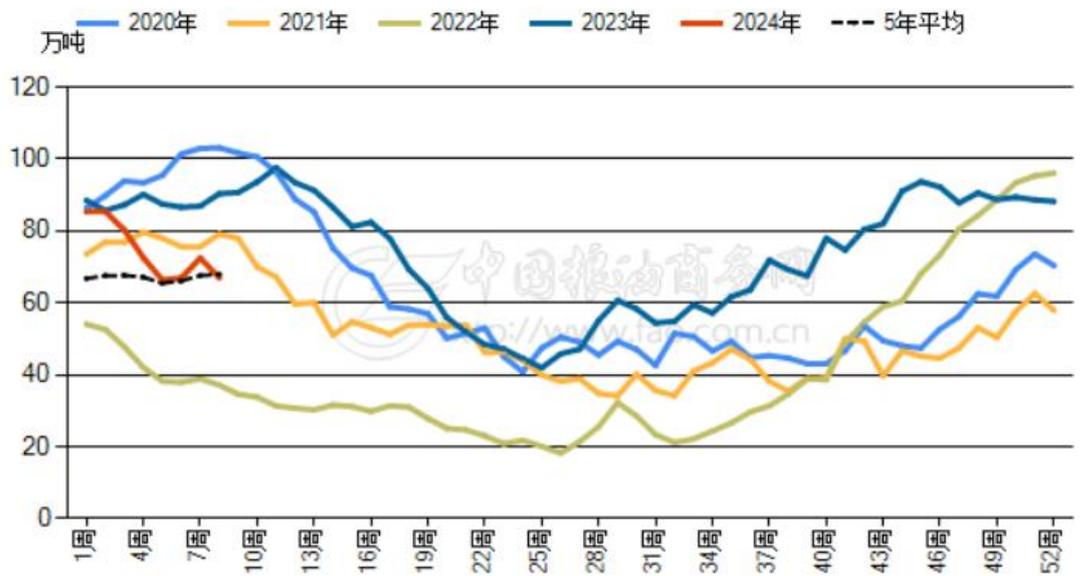
国内方面,中国粮油商务网监测数据显示,截止到2024年第8周末,国内棕榈油库存总量为67.0万吨,较上周的72.5万吨减少5.5万吨;合同量为3.7万吨,较上周的3.8万吨减少0.1万吨。其中24度及以下库存量为62.1万吨,较上周的67.4万吨减少5.3万吨;高度库存量为4.9万吨,较上周的5.0万吨减少0.1万吨。国内棕榈油库存水平较前期继续下滑,整体处于去库周期中。后期而言,据监测数据显示,2、3、4月棕榈油进

口到港预估分别为 20、45、40 万吨，进口预估数据与历年同期进口量基本相当，供应方面无明显驱动。

2021年-2024年MPOB棕榈油月度库存量年度对比



2020-2024年第8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 豆油库存压力减弱

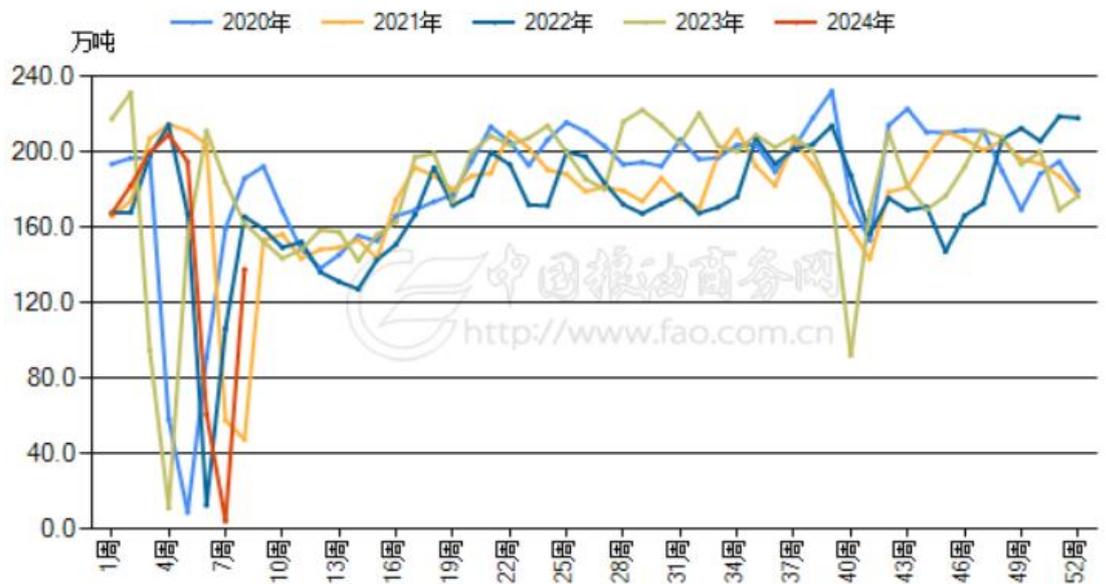
中国粮油商务网监测数据显示，截止到 2024 年第 8 周末，国内豆油库存量为 98.7 万吨，较上周的 101.9 万吨减少 3.2 万吨，环比下降 3.13%。本月横跨春节假期，油厂开机率明显降低，豆油产出有所减少，不过，随着备货结束，下游提货亦有所放缓。故而，本月豆油库存整体变化不大。从历年豆油库存走势来看，除开新冠发生特殊年份（2020 年），

一季度豆油库存整体处于去库阶段，供应压力不大。这也是由于此期间大豆到港量有所减少，油厂开机率处于相对低位，豆油产出压力减弱。

2020-2024年第8周全国油厂豆油周度库存对比



2020-2024年8周国内油厂大豆周度加工量



数据来源：中国粮源商务网

4、菜油替代效应或较为有限

现货市场来看，截止2月26日，菜豆油价差为-10元/吨，菜棕价差为380元/吨。菜油较豆油和棕榈油价格均回降至最低价差水平，特别是菜豆油现货价差，今年以来二者价差基本处于0轴附近小幅波动，菜油性价比凸显。盘面来看，菜豆油主力05合约期货市场价差为461元/吨，二者期价比值为1.064。菜棕油期货市场价差为385元/吨，二者期价

比值为 1.053，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。不过，现阶段整体经济环境仍然不佳，市场消费持续低迷。在无明显价差的情况下，市场不会刻意使用大量菜油去替代豆棕油，整体替代效应或较为有限。3月而言，进口大豆、菜籽以及棕榈油预期到港量均有所回降，三大油脂供应压力同步降低，在尚未有新的矛盾点出现之前，菜豆和菜棕价差有望继续维持低位。

菜豆油现货价差 (季节图)



菜棕油现货价差 (季节图)



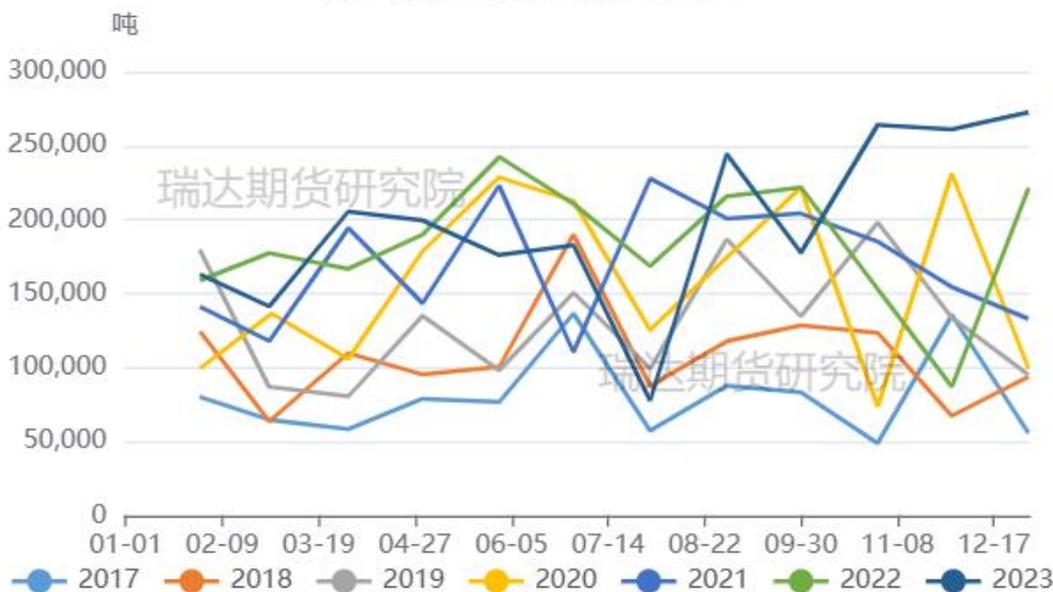
数据来源: wind

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，海关数据显示，2023年12月菜粕进口总量为27.24万吨，较上年同期22.14万吨增加5.10万吨，同比增加23.02%，较上月同期26.10万吨环比增加1.14万吨。2023年1-12月菜粕进口总量为236.53万吨，较上年同期累计进口总量的221.37万吨，增加15.17万吨，同比增加6.85%。12月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，1月压榨量为93.66万吨，较去年同期增加7%，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。菜粕直接进口量的增加，进一步增加国内市场的供应，牵制其市场价格。

进口数量:菜籽粕:当月值



2021/22年度-2023/24年度1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、菜粕库存或维持低位

中国粮油商务网监测数据显示，截止到 2024 年第 8 周末，国内进口压榨菜粕库存量为 2.0 万吨，较上周的 3.0 万吨减少 1.0 万吨，环比下降 33.90%。本月库存先涨后跌，整体较上月同期基本相当，主要是年前受油脂备货需求提振，油厂开机率相对较高，而菜粕处于消费淡季，需求端支撑不足，使得前期库存大幅回升，而节日期间开机率下滑，产出压力减弱，叠加年后下游饲企补库提振，使得菜粕库存再度回降。另外，由于现阶段豆菜粕价差维持相对高位，菜粕替代优势较好，对需求有所利好，库存也降至同期低位。后期来看，3 月水产养殖尚未启动，菜粕刚需支撑仍然偏弱，不过，进口菜籽到港也同步降低，限制其产出量，整体库存压力不大。



3、菜粕替代优势仍存

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 2 月 26 日，豆菜粕现货价差为 880 元/吨，二者价差仍处于相对高位，菜粕比价优势仍存，有利于饲料企业对菜粕需求的增加。然而，菜粕因其自身含有很多种毒素和抗营养因子，在饲料中的添加比例均有限制，故而饲用增量相对有限。

豆菜粕现货价差



数据来源: wind

4、豆粕终端需求不佳

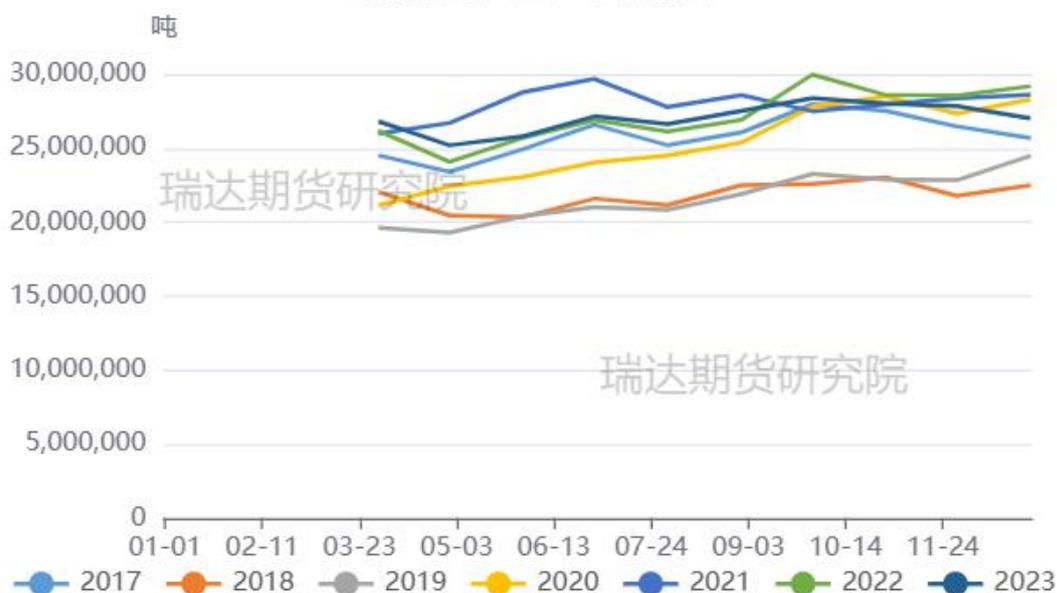
从饲料总产量情况来看,2023年全国工业饲料总产量32162.7万吨,比上年增长6.6%。分品种看,猪饲料产量14975.2万吨,增长10.1%;蛋禽饲料产量3274.4万吨,增长2.0%;肉禽饲料产量9510.8万吨,增长6.6%;反刍动物饲料产量1671.5万吨,增长3.4%;水产饲料产量2344.4万吨,下降4.9%;宠物饲料产量146.3万吨,增长18.2%;其他饲料产量240.2万吨,增长7.6%。但从单月饲料产量来看,年末饲料月度产量较上年度明显下滑。主要是由于养殖利润不佳,企业整体产能逐步去化。同时也降低饲料中豆粕的用量占比,全国饲料生产企业的豆粕用量比上年下降11.8%,在配合饲料和浓缩饲料中的比例较上年下降2.6个百分点,菜粕、棉粕等其他饼粕用量增长7.8%。

另外,对于饲用占比最高的生猪产业而言,截至2024-02-23,养殖利润:自繁自养生猪报-190.16元/头,环比下跌75.83%养殖利润:外购仔猪报7.88元/头,在春节提振下,猪肉价格短暂回暖,但随着节日氛围消散,后期整体而言,市场猪源相对充足,供给形势尚未转变,企业计划完成情况偏缓,出栏压力仍存。而节后消费惯性回落,元宵后鲜肉消费无短期增长点,且居民消费意愿一般,部分仍以库存消化为主,需求支撑不足,猪价或将延续偏弱走势。生猪产能仍有去化空间,对粕类总需求较为不利。

生猪养殖利润



饲料总产量: 当月值



数据来源：中国粮油商务网

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，期货合约油粕比整体变化不大。截止2月26日，期货主力2405合约比值报3.142，现货价格比值报3.14。主要是本月横跨春节假期，期现市场交投均有所放缓。且年后下游

企业均存在补库支撑，国内油粕市场价格相对平稳，期货端在现货市场支撑下，波动也相对较小，油粕比值整体变化不大。后期来看，菜油粕供需面并无明显驱动因素，油粕比预计整体变化不大，波动幅度预期有限。

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 05 合约均线仍表现为空头排列，不过，DIFF 和 DEA 有向 0 轴附近靠拢迹象，跌势有所放缓。从本月持仓情况来看，年后多空双方持仓量均有所增加，不过空头增仓幅度较大，使得净空持仓量明显提升，截止 2 月 26 日，前 20 名净空持仓达到 10 万手

以上，期价保持震荡，表明短期市场仍然空头占优，但续跌氛围有所减弱。

菜油 2405 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 05 合约均线仍表现为空头排列，且 DIFF 和 DEA 离 0 轴仍然较远，表明市场仍处于空头氛围。从持仓情况来看，年后多空双方持仓量均有所增加，不过空头增仓幅度较大，使得净空持仓量明显提升，截止 2 月 26 日，前 20 名净空持仓增加至 25 万手以上，表明市场氛围仍然偏弱，后期仍有走弱预期。

菜粕 2405 合约日 K 线图



数据来源：博易大师

七、菜粕期权方面

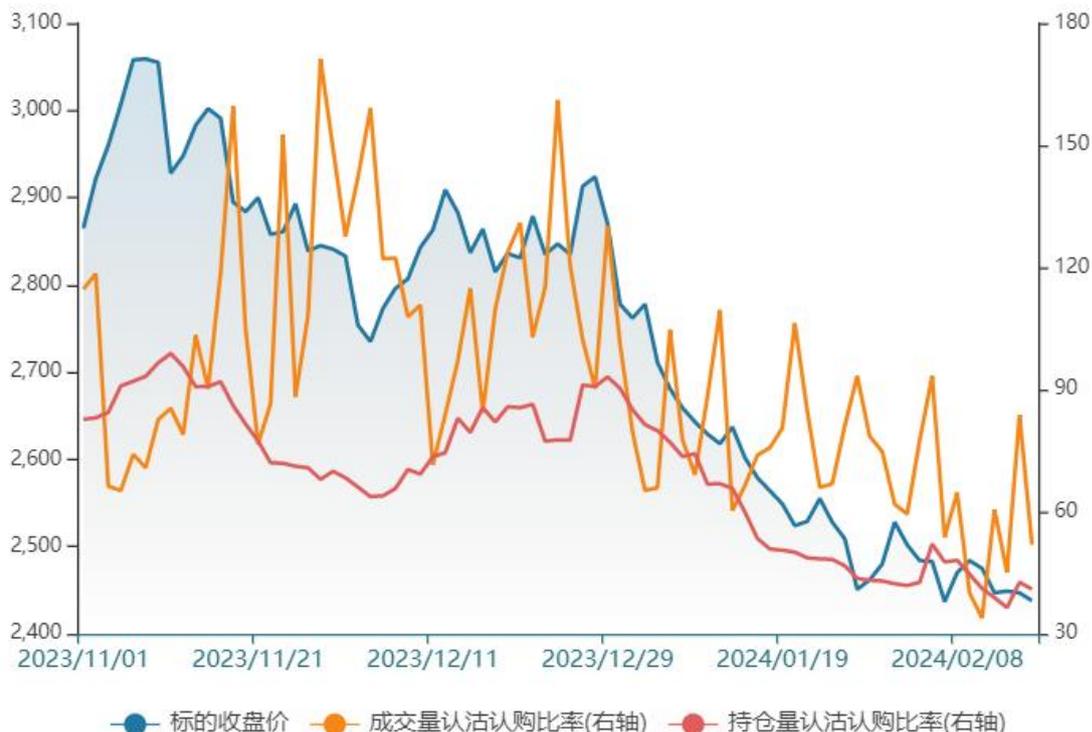
1、流动性分析

本月标的品种菜粕期货加权价格低位震荡。截止 2 月 26 日收盘，期权最新持仓量为 229401 张，日成交量 88692 张，本月成交量和持仓量均有所回降，主要是本月横跨春节假期，市场节前避险情绪较高，成交和持仓明显回降，节后随着市场逐步回暖，市场交投活跃度有所回升。从成交量和持仓量的认沽认购比率来看，成交量认沽认购比整体较为震荡，整体围绕 60% 上下震荡运行。持仓量认沽认购比继续震荡下降，整体持续运行在 50% 以下，表明市场看跌预期减弱。从平值期权合约的收益率来看，本月平值期权认购震荡下跌，认沽收益率保持区间震荡，截止 26 日，认购收益率在 -210% 附近，认沽收益率在 120% 附近，表明虽然续跌意愿有所放缓，但止跌回涨预期不强，本月空头氛围仍占优。

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 2405 隐含波动率整体明显下滑，主要是本月横跨春节假期，市场交投放缓，波动率也有所下滑。截止 2 月 26 日，菜粕 2405 合约平值期权隐含波动率为

18.43%，较月初的 22.08% 下跌了 3.65%。目前菜粕 05 合约平值期权隐含波动率处于 40 日、60 日、20 日历史波动率平均水平的位置，对应的期权价格相对合理。



数据来源: wind

八、2024 年 3 菜籽类市场展望及期货策略建议

菜籽方面，加拿大作为菜籽主要出口国，当前来看，新年度菜籽供需状况较为平稳，市场无明显冲突。国内方面，在寒潮影响下，市场看涨情绪升温，但需求表现持续低迷，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，加拿大油菜籽出口步伐仍远远落后去年同期，出口需求不佳牵制其市场价格。且新年度加籽预期产量继续保持在年度产量均值附近，对全球菜籽供应端给予较高的保障，整体供需格局与今年相当。其它油籽方面，南美大豆产量下调幅度持续不及预期，且随着收割推进，来自巴西的竞争压力加大。另外，新年度美豆种植面积提升，整体供需继续转松，持续牵制美豆市场价格。不过，马来和印尼棕榈油仍处于减产季，供应端压力降低，对棕榈市场有所支撑。国内市场而言，从船期预报来看，3、4 月菜籽进口到港量预期不大，供应压力减弱。不过，三大油脂整体库存虽有回降，但仍处于同期高位，且年后油脂需求转淡，继续牵制国内油脂市场价格。故而，菜油市场仍有望维持震荡偏弱趋势。

菜粕方面，巴西大豆收割进程较快，与美豆出口重叠期延长，且巴西大豆的价格优势甚至导致巴西大豆开始向美国出口，来自巴西的竞争压力将随收获进度的推进逐步增强。另外，新年度美豆种植面积预期提升，整体供需继续转松，压制美豆市场价格。成本传导下，国内粕价承压。国内市场而言，进口菜籽预估到港量减少，菜粕供应压力降低。而 3 月仍处于水产养殖淡季，菜粕刚需消耗总体有限。短期菜粕自身供需无明显驱动。豆粕来

看，需求端进入季节性淡季，且终端养殖利润并未有明显改善。不过，后期进口大豆到港量有所回降，豆粕供应压力也同步减弱，对国内粕价有所支撑。总体而言，在外围市场影响下，菜粕或维持偏弱震荡为主。

操作建议：

1、投机策略

建议菜油 2405 合约在 8000 元/吨下方偏空交易，止损 8200 元/吨。

建议菜粕 2405 合约在 2600 元/吨下方偏空交易，止损 2650 元/吨。

2、套期保值

建议油厂 3 月可于 8000 元/吨卖出菜油 2405 合约锁定卖出利润，止损参考 8200 元/吨。

3、期权操作

3 月菜粕 05 合约或将偏弱震荡，压榨企业可以可尝试卖出 RM405C2600，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。