

华泰长城期货投资咨询部

✉ 黄玉萍

✉ huangyuping@htgw.com

☎ (021) 68755980

## 关注5月豆-菜粕价差扩大、菜-棕价差缩小

### 报告要点:

11月菜粕现货继续以持续下跌为主，期货则表现出明显的“近强”特点。海关公布的10月菜籽进口量仅为7.4万吨，远远小于此前各机构统计的船期约35万吨，或证实了船期延误消息属实；洗船的消息至今未经证实，后期随着菜籽集中到港菜籽类产品仍面临巨大压力。菜粕基本面利空，但走势却有些扑朔迷离，需要提醒投资者关注的主要是基差和资金动向。影响菜粕的基本面以利空因素为主，目前基差已经明显缩小，但主要以现货下跌为主，且期价贴水是否已经反应了供过于需的预期，期现价格收敛是否会以现价下跌为主、期价慢跌（或震荡甚至走高）来实现，现在还有待观察。而且，菜粕体量无法和豆粕相比，国内油厂每月压榨600万吨大豆，但菜籽年产量1400万吨（国家统计局数据，据称实际不过600万吨），加上进口菜籽300万吨，折合菜粕的数量和期货所有合约持仓量相当，而单个合约上可交割量不可能有很大数量；就1月菜粕而言，中纺已经将自身1月份的现货基本预售完毕，1月合约上可交割量相当有限，这就决定了资金方的动作可能对走势起巨大影响作用。目前郑商所菜粕注册仓单为0，且中纺已经唱多菜粕。因此暂时建议投资者暂不做单边趋势操作，仍可以关注5月豆菜粕价差扩大的投资机会。

菜油从基本面来说菜油仍是三大油脂中最弱的一个：国储库存高位，进口菜油和进口菜籽压榨菜油仍有盈利，进口菜油充斥市场，将使得菜油上涨缺乏足够动能。但鉴于棕榈油减产预期下，菜油和豆油更多是追随棕榈油上涨，另外四季度传统消费旺季对油脂均起到一定提振作用，因此菜油期价易出现反复。建议投资者可关注持有菜棕价差缩小头寸。

## 1.行情回顾

11月，菜粕期货并未如预期出现大幅下跌行情，相反的，1401 合约在震荡中稳步上扬，月度涨幅 128 或 5.39%，收盘于 2502；主力 1405 合约在 2360-2460 区间震荡，月度涨幅 71 或 2.99%，收盘于 2445。菜粕 1 月和 5 月合约走势和豆粕 1、5 月合约走势极其类似，而豆粕又紧随美豆价格变化，三者皆呈现“近强远弱”的格局。可见，虽然美豆收获面积和单产调增、南美天气状况良好丰产在即，但美豆出口强劲、中国大豆库存较低以及春节前豆粕需求良好等因素使得美豆和国内粕类表现出了明显的抗跌性，尤其是近月合约甚至还出现上涨行情。

图 1: 菜粕 1401 日线图



数据来源：文华财经

图 2: 菜粕 1405 日线图



数据来源：文华财经

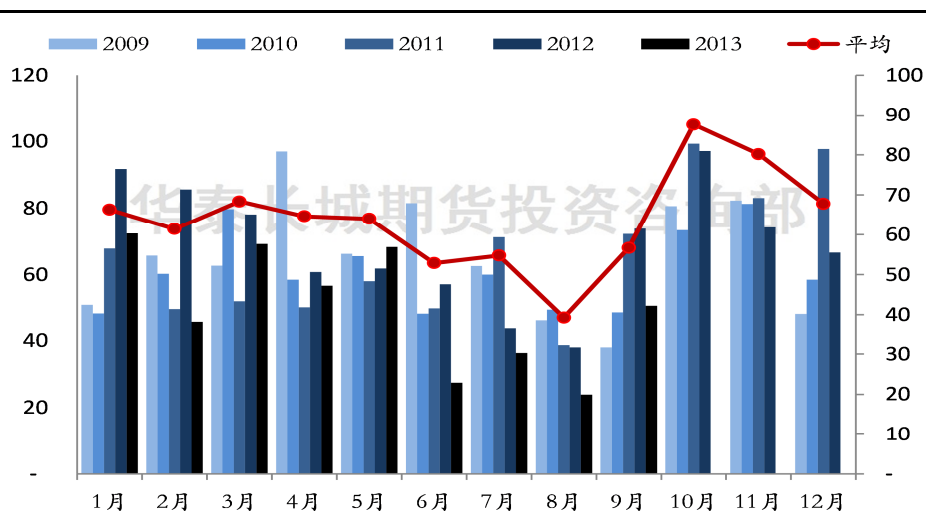
## 2.油籽丰产，11月进口菜籽有望创单月进口量历史最高

**全球菜籽丰产：**今年，以大豆、葵花籽、油菜籽为代表的全球油籽产量大幅增加。我们以油世界 11 月月报数据作为佐证，预计 2013/14 年度全球七大油籽总产量为 4.868 亿吨，较 10 月的产量预估值调高了 620 万吨，较去年同期增加 2780 万吨。其中，产量增加最大的依次为大豆、葵花籽和油菜籽。虽然加拿大农业部给出的最新数据变化不大（仍为 1600 万吨），但油世界在 11 月月报中再度调高加拿大菜籽产量 10 万吨至 1650 万吨，据称部分贸易商预估的产量为 1700+。丰产将大大改善加拿大菜籽库存，2013/14 年末库存预估为 200 万吨。

**预计 11 月我国菜籽进口量将创单月历史新高：**加拿大菜籽每年 9 月收获，历史数据显示每年 9-10 月以来加拿大菜籽出口都明显增加（加拿大是我国菜籽进口最大来源国），因此市场普遍预计 10 月以来我国将会有大量进口菜籽到港，从而根本改善我国菜籽及菜籽产品供应情况。我们以 2012 年加拿大统计局公布的出口数据为例，去年 10 月、11 月加拿大出口中国的菜籽数量分别为 36.28 万吨和 22.84 万吨，因此虽然 10 月份市场各大机构统计的船期各不相同，但预估进口量在 22-35 万吨区间内。不料，10 月 21 日公布的海关数据让人大跌眼镜，10 月我国进口菜籽 7.4 万吨，环比下降 68%，同比下降 69%，验证了此前市场流传的“菜籽

到港延迟”的传言。据悉，加拿大农作物丰产导致的集中出口，使得该国国内运输能力受到挑战，其它作物出口挤占了有限的运输及港口资源，使得菜籽船期有所延误。

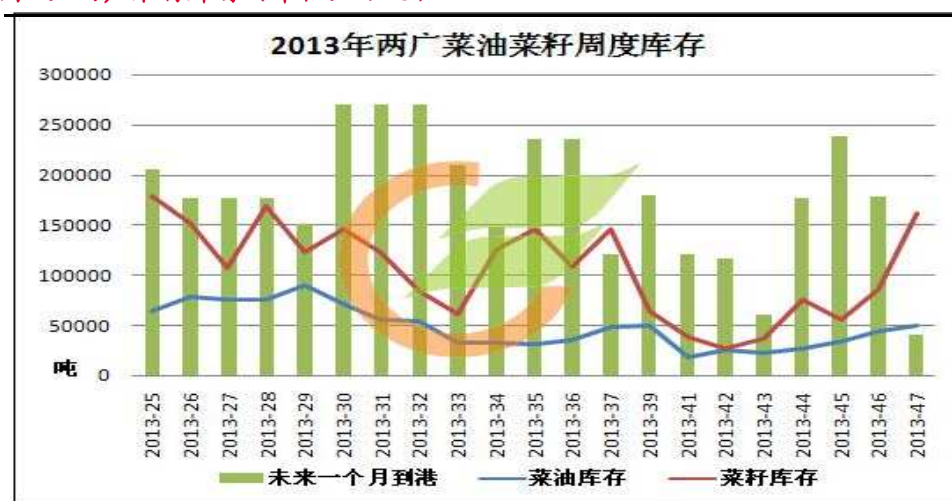
图 3: 加拿大菜籽月度出口数据 (单位: 万吨)



数据来源: 加拿大统计局, 华泰长城期货投资咨询部

11月4日菜粕期货大幅上涨, 1405 当日上涨 54 或 2.27%。有传言称中国洗船 30 万吨, 但这一消息至今未被证实。如果我国进口菜籽只是到港延迟、而并非洗船的话, 那么这部分菜籽依旧构成 11 月以后我国的菜籽供应。目前大多数机构预测的 11 月我国菜籽进口量都在 50 万吨以上, 很可能创下单月菜籽进口历史新高。反映在工厂库存和开机率上, 根据粮油商务网的统计, 截至 11 月 29 日, 两广地区菜籽库存增加至 10.92 万吨, 工厂基本都已经开机压榨, 进口菜籽成本按 4300 计算, 进口菜籽压榨仍有 150 左右的利润。

图 4: 两广菜籽库存 (单位: 万吨)

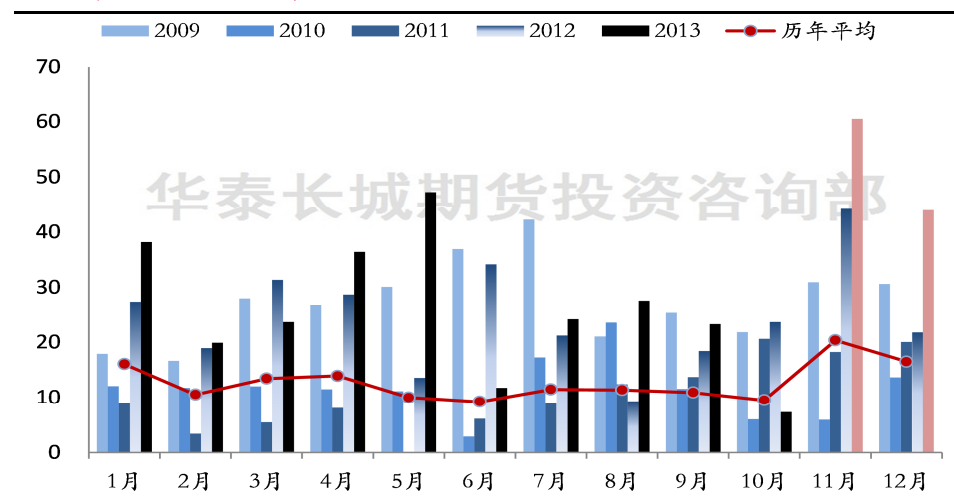


数据来源: 粮油商务网, 华泰长城期货投资咨询部

**进口菜粕增加明显:** 国家质检总局在 2011 年 12 月 31 日更新的《允许进口饲料和饲料添加剂的国家与地区及产品名单》中, 取消了从印度进口菜籽粕、花生粕、棉籽粕、豆粕、芝麻饼粕和蓖麻粕。此前, 印度是我国最进口菜籽粕的主要来源国, 印度菜粕价格低廉, 到我

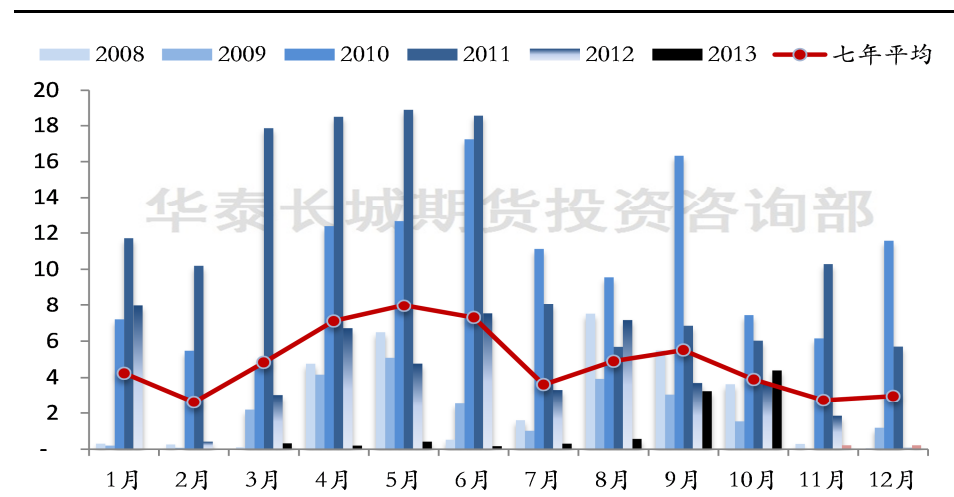
国的海运费低，但灰分高、适口性差。在 2009 我国限制主产区进口油菜籽之后，进口油菜籽生产菜粕数量大幅减少，需要通过进口菜粕弥补国内产需缺口。但在国家质检总局禁止进口印度菜粕后，不仅导致菜粕进口量大幅减少，也使得国内菜粕供应紧张，价格明显上涨。另外，受 2012 年减产影响，加拿大菜粕价格不断上涨，2012 年以来我国进口加拿大菜粕数量也明显减少，沿海地区油厂投产也需进口菜籽加工以维持运转。因此，我们看到，从 2012 年期我国进口菜粕数量大幅减少。2013 年 1-8 月累计进口量仅 18490 吨。但是 9、10 两月进口菜粕数量大幅增加，分别为 32275 和 43820 吨，多来自巴基斯坦和埃塞俄比亚，进口量的增加，也将改善我国菜粕供给局面。如果后期这种进口量能够维持，那么也会使得供给大于需求的矛盾也会更加突出。

图 5: 中国进口菜籽 (单位: 万吨)



数据来源: 海关, 华泰长城期货投资咨询部

图 6: 我国菜粕进口量 (单位: 万吨)



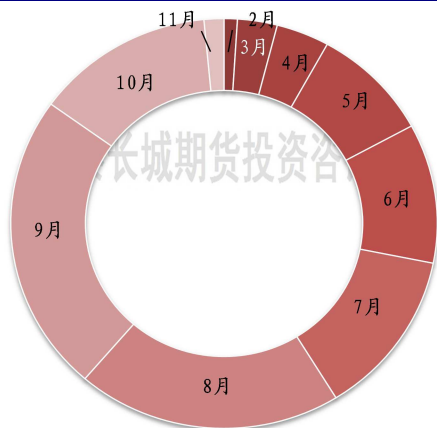
数据来源: 海关, 华泰长城期货投资咨询部

### 3.菜粕需求继续下降

作为菜粕的下游，水产养殖和饲料分散且缺乏足够数据。在此我们仍然以图 7、图 8 来说明菜粕需求的季节性特征。菜粕使用最广泛的领域还是水产养殖行业，统计数据显示我国水产饲料养殖行业中菜粕用量占到菜粕产量的一半以上。我国最主要的三大淡水养殖省份为湖北、广东、江苏，最主要的四大海水养殖省份为山东、福建、广东、辽宁。这些地区大部分属于温带，冬季寒冷，而水温的变化会直接影响鱼类新陈代谢的强度，因此也就影响其生长速度、饲料利用效率等。按照鱼类在不同水温下的生长状况，可将鱼类生长期分为三个阶段：

(1)弱度生长期，水温在 10-15℃，鱼类体重仅有缓慢生长；(2)一般生长期，水温在 15-24℃，鱼类体长、体重增加速度保持正常；(3)最适生长期，水温 24-30℃，鱼类体长、体重增长速度最快。参照图 9 显示的广东省月度气温，可以说明水产养殖在 12、1 月进入最低谷，而其它纬度更高的省份养殖需求在冬季下降更快。

图 7：水产料月度使用比例



数据来源：华泰长城期货投资咨询部

图 8：水产料月度使用比例（单位：%）

月份	1月	2月	3月
占比		1	2-4
月份	4月	5月	6月
占比	3-5	8-10	10-12
月份	7月	8月	9月
占比	14-16	18-22	22-25
月份	10月	11月	12月
占比	12-15	2-3	

数据来源：华泰长城期货投资咨询部

图 9：广东省天气情况

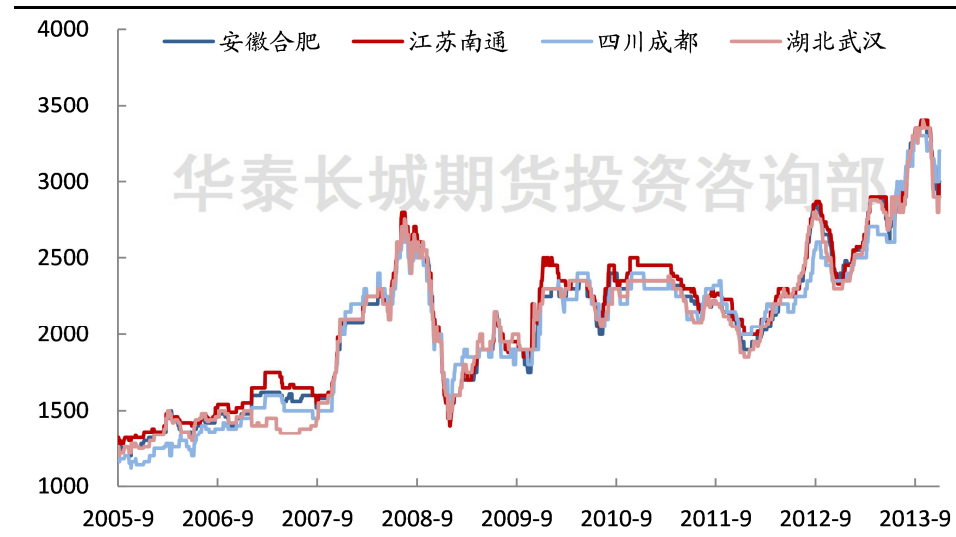
广东天气情况									
2013年	降雨量 (毫米)	较常年同期 变化	气温 (摄氏度)	较常年同期 变化	2012年	降雨量 (毫米)	较常年同期 变化	气温 (摄氏度)	较常年同期 变化
1月	8.8	偏少近8成	13.1	偏低0.2℃	1月	74	偏多82.4%	11.4	偏低1.9℃
2月	12.7	偏少8成	16.7	偏高2.0℃	2月	40	偏少45.1%	13.8	偏低0.9℃
3月	63.7	偏少3成	19.7	偏高2.4℃	3月	71.1	偏少22.1%	17.1	偏低0.2℃
4月	201.3	偏多近2成	20.6	偏低1.1℃	4月	282.1	偏多65%	22.7	偏高1.1℃
5月	344.2	偏多5成	25	偏低0.2℃	5月	204	偏少8.3%	25.2	偏高1.5℃
6月	236	偏少2成	27.5	偏高0.2℃	6月	248.2	持平	27.5	偏高0.2℃
7月	255.6	偏多2成	27.7	偏低0.8℃	7月	200.7	持平	28.6	持平
8月	390.5	偏多7成	27.9	偏低0.4℃	8月	146.4	偏少4成	28.4	偏低0.1℃
9月	165.4	偏多1成	27.2	偏高0.2℃	9月	96.7	偏少4成	26.7	偏低0.3℃
10月	4.2	偏少9成	23.8	偏低0.3℃	10月	8.2	偏少近9成	24.2	偏高0.1℃
11月					11月	121.2	偏多2.2倍	19.7	略偏高0.2℃
12月					12月	51.5	偏多1倍	15.3	偏高0.3℃

数据来源：广东省气象局，华泰长城期货投资咨询部

**现货价格：**这种供过于求的局面从 10 月起就已经反映在了现货价格上。广东是我国最大的饲料生产和消费省份，而两广是我国菜籽进口量最大的两省，因此我们以两广地区菜粕现货报价情况来加以说明。广东：11 月 1 日，珠三角现货菜粕送到价已经由 10 月初的 3750 降至 3050-3100 元/吨，因水产需求锐减，贸易商积极出货为主。而 11 月 29 日，黄埔港国产加粕价格已跌至 2630 元/吨。11 月初，东莞富之源 12 月 5 日-2 月 15 日菜粕报 2700；11 月 29 日，1-2 月报价已经降至 2640。广西：11 月初，广西产区工厂大部分处于无籽停机状态，大海四菜、湛江中纺均停报，钦州中粮 11 月 15 日以后报 2750，防城枫叶 11 月 20 日-12 月 20 日平仓价报 2800。11 月 29 日，枫叶粮油菜粕出厂价 2600，12 月下半月报 2480；防城大海和钦州中粮出厂价分别报 2600 和 2650。

我们认为，目前正处在全年下游需求最清淡的时间，虽然有部分冬储需求，但整体成交仍比较清淡，买方仍在等待更合理的价格出现。或者说，我们认为，一旦油厂挺价战线出现松动，在 12 月价格仍可能突破现在的主流报价区间 2600-2650，继续下跌至 2500 以下。

图 10：各地菜粕现货价格



数据来源：粮油商务网，华泰长城期货投资咨询部

#### 4.菜粕基差缩小以现货下跌为主，5 月豆菜粕价差仍偏小

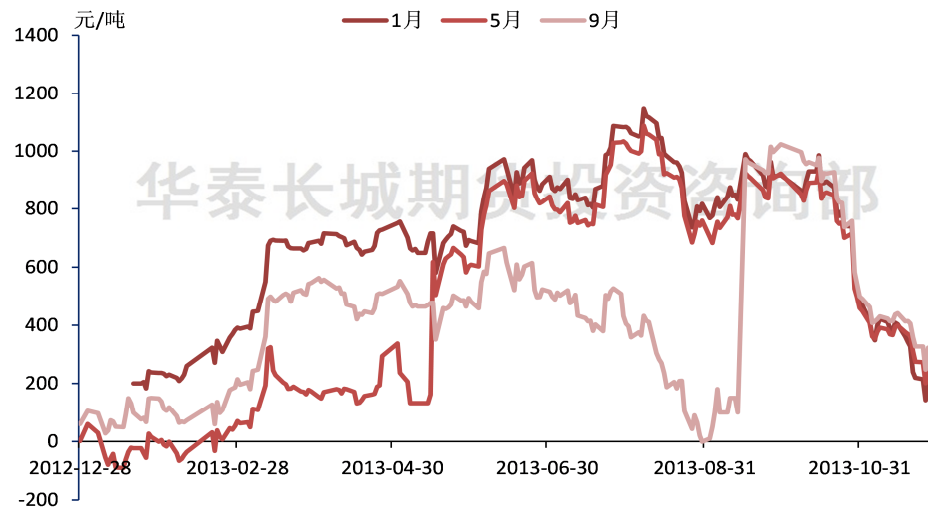
**基差：**在 11 月月报中，我们对菜粕走势持看跌的观点，但提醒投资者注意基差对菜粕期价的保护作用。从 11 月菜粕期货走势图上来看，我们以广东菜粕价为基准，截至 11 月 29 日，1401 合约基差已经由 469 明显缩小至 128，而主力 1405 合约基差也已经由 449 缩小至 185。基差的缩小主要以现货下跌为主，而期货价格则保持稳定甚至还有所上涨。应该说，期价贴水是否已经反应了供过于需的预期，期现价格收敛是否还将以现价下跌为主、期价慢跌（或震荡甚至走高）来实现，现在还有待观察。

**豆菜粕价差：**虽然美国大豆单产调增以及南美丰产预期对大豆及豆粕价格构成利空，但美豆出口良好使得 CBOT 大豆价格居高不下。国内方面，尽管看空气氛浓重，但现货供应远未达到宽松的地步。这主要是因为，随着元旦春节的临近，饲料厂也投入到紧张的备货阶段，前期大豆库存较低，尽管 11 月进口大豆到港量预计在 650 万吨、12 月预估进口量更是高达

700 万吨，但考虑到春节停机时间、春节出栏前生猪和家禽对豆粕需求良好等因素，豆粕供给并未超宽松。

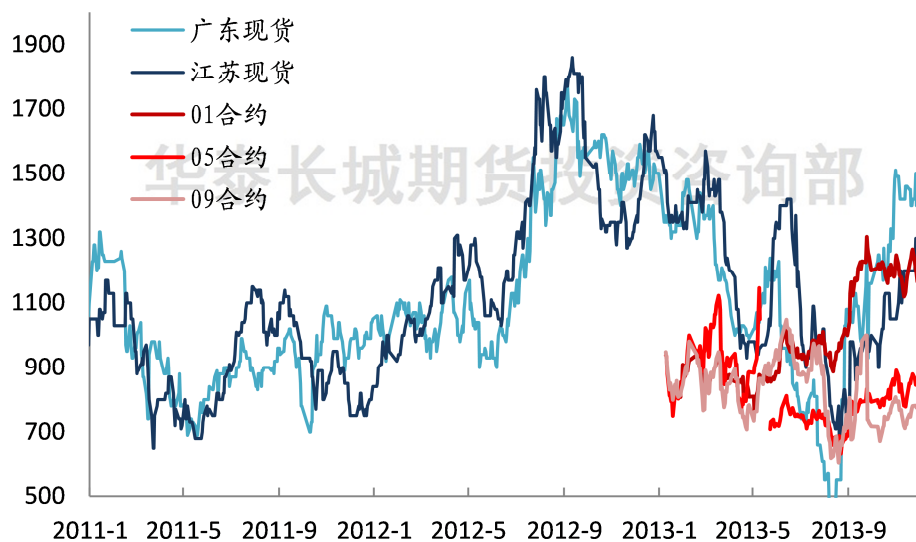
另外，从豆菜粕替代的角度来考虑，目前广东现货豆菜粕价差为 1390，1 月盘面价差为 1200 左右，而 5 月价差仅 900 不到，仍可以关注 5 月豆菜粕价差扩大的机会。

图 11: 菜粕基差



数据来源：华泰长城期货投资咨询部

图 12: 豆-菜粕价差



数据来源：华泰长城期货投资咨询部

## 5.菜油：节日促进消费转好，走势受周边油脂影响

截至 9 月 30 日，湖北、四川等 12 个油菜籽主产区各类粮食企业累计收购新产油菜籽 615.8 万吨（折油 205 万吨），比上年同期增加 27.4 万吨。今年我国照例对冬菜籽实行托市收购，收

储价 5100 元/吨，计划收储量为 500 万吨（折油 166.7 万吨）。春菜籽收购基本完成，目前已经进入冬菜籽播种时期，监测显示，近期长江中下游大部地区多晴少雨，气温接近常年同期或略微偏高，日照充足，土壤墒情适宜，气象条件整体利于冬油菜作物的移栽及生长。

图 13: 收抛储

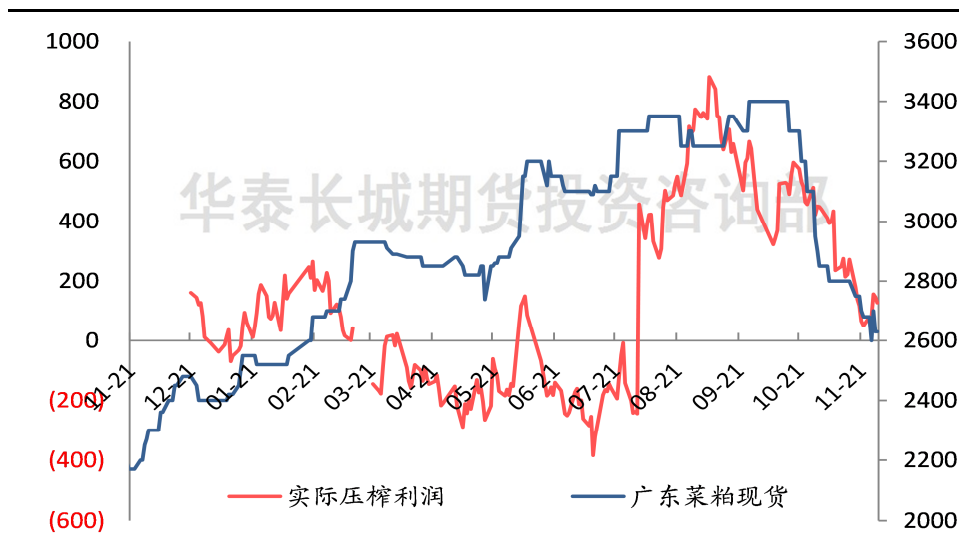
年度	收储价格 (元/吨)	收储数量 (万吨)	收储菜籽折 油 (万吨)	抛储	菜油储备节余 (万吨)
2008/09	4400	150	50		50
2009/10	3700	430	150		200
2010/11	3900	250	90	200	90
2011/12	4600	340	120		210
2012/13	5000	437	151		361
2013/14	5100	500	166.7	?	

数据来源：华泰长城期货投资咨询部

我国菜籽托市收购，一方面人为地减少了市场上菜油供给数量，抬高了菜油价格运行区间；另一方面导致进口菜油大幅增加，从 2008 年的 27 万吨增加至 2012 年的 118 万吨。此前临储陈菜油在 361 万吨，今年新增数量预计为 166.7 万吨，庞大的储备使得菜油供给始终对其走势起压制作用。

目前，我国进口菜籽压榨和直接进口菜油都为盈利状态，且预计盈利将继续保持。两广地区是我国进口菜籽最集中的地区，我们按近月菜籽进口成本 4243、国产加粕现货 2650、四菜现货 7600 计算，压榨利润约为 180 元/吨。江苏是我国直接进口菜油最多的省份，按张家港四菜出厂价 7900、毛菜油进口成本 7700 计算，除去加工费 120，进口菜油贸易利润仍有 80 元/吨；且据称年底进口菜油成本低至 7300。在这种情况下，进口菜籽压榨和直接进口菜油贸易将持续，国内仍将充斥进口菜油，迫使菜油价格向进口成本靠拢。（当然始终需要密切关注国家政策变化）

图 14: 菜籽压榨利润



数据来源：华泰长城期货投资咨询部



我们看到，11月郑油主力上涨194或2.62%，收于7606。价格上涨的同时，成交持仓量均出现大幅增加。我们认为，这种上涨更多是源于四季度是我国油脂传统消费旺季、以及马棕减产预期下棕油大涨带动周边油脂轮番走强。菜油基本面仍是三大油脂中最弱的一个，不建议投资者去追涨郑油，以关注油脂间相对强弱关系导致的价差变化为主，例如菜棕价差缩小。

## 6. 总结及操作建议

11月菜粕现货继续以持续下跌为主，期货则表现出明显的“近强”特点。海关公布的10月菜籽进口量仅为7.4万吨，远远小于此前各机构统计的船期约35万吨，或证实了船期延误消息属实；洗船的消息至今未经证实，后期随着菜籽集中到港菜籽类产品仍面临巨大压力。菜粕基本面利空，但走势却有些扑朔迷离，需要提醒投资者关注的主要是基差和资金动向。影响菜粕的基本面以利空因素为主，目前基差已经明显缩小，但主要以现货下跌为主，且期价贴水是否已经反应了供过于需的预期，期现价格收敛是否会以现价下跌为主、期价慢跌（或震荡甚至走高）来实现，现在还有待观察。而且，菜粕体量无法和豆粕相比，国内油厂每月压榨600万吨大豆，但菜籽年产量1400万吨（国家统计局数据，据称实际不过600万吨），加上进口菜籽300万吨，折合菜粕的数量和期货所有合约持仓量相当，而单个合约上可交割量不可能有很大数量；就1月菜粕而言，中纺已经将自身1月份的现货基本预售完毕，1月合约上可交割量相当有限，这就决定了资金方的动作可能对走势起巨大影响作用。目前郑商所菜粕注册仓单为0，且中纺已经唱多菜粕。因此暂时建议投资者暂不做单边趋势操作，仍可以关注5月豆菜粕价差扩大的投资机会。

菜油从基本面来说菜油仍是三大油脂中最弱的一个：国储库存高位，进口菜油和进口菜籽压榨菜油仍有盈利，进口菜油充斥市场，将使得菜油上涨缺乏足够动能。但鉴于棕榈油减产预期下，菜油和豆油更多是追随棕榈油上涨，另外四季度传统消费旺季对油脂均起到一定提振作用，因此菜油期价易出现反复。建议投资者可关注持有菜棕价差缩小头寸。



## 公司总部

广州市越秀区先烈中路 65 号东山广场东楼 11 层  
电话: 4006280888 网址: www.htgwf.com

## 北京营业部

北京市朝阳区北三环东路 28 号易亨大厦 12 层 1209 房  
电话: 010-64405616 传真: 010-64405650

## 上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 7 层 01-05 单元  
电话: 021-68753986 传真: 021-68752700

## 深圳金田路营业部

深圳市福田区金田路与福中路交界东南荣超经贸中心 1009  
电话: 0755-23942178 传真: 0755-83252677

## 湛江营业部

湛江市开发区观海路 183 号荣基国际广场公寓 25 层 01-08 号房  
电话: 0759-2669108 传真: 0759-2106021

## 东莞营业部

东莞市南城区胜和路华凯大厦 802B 室  
电话: 0769-22806930 传真: 0769-22806929

## 佛山营业部

佛山市禅城区季华五路 21 号金海广场 1401—1404 室  
电话: 0757-83809098 传真: 0757-83806983

## 郑州营业部

郑州市金水区未来大道 69 号未来公寓 601、602、603、605、616 室  
电话: 0371-65628001 传真: 0371-65628002

## 南宁营业部

南宁市民族大道 137 号春晖花园 A 区办公楼 1501 房  
电话: 0771-5570376 传真: 0771-5570372

## 南京营业部

南京市中山东路 288 号新世纪广场 A 座 4703 室  
电话: 025-84671197 传真: 025-84671123

## 石家庄营业部

石家庄市中山西路 188 号中华商务中心 A 座 1608、1611 室  
电话: 0311-85519307 传真: 0311-85519306

## 汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 116 号汕融大厦 1210、1212 号房  
电话: 0754-8848857 传真: 0754-88488563

## 青岛营业部

山东省青岛市香港中路 12 号丰合广场 A 栋 3 层 A 户  
电话: 0532-85029800 传真: 0532-85029802

## 韶关营业部

韶关市浈江区熏风路 14 号鼎禾会社 201 和 202 号  
电话: 0751-8885679 传真: 0751-8221951

## 中山营业部

中山市石岐区兴中道 6 号假日广场南塔 510 室  
电话: 0760-88863108 传真: 0760-88863109

## 番禺营业部

广州番禺区市桥街清河东路 338 号中银大厦 2205、2206、2207 房  
电话: 020-84701499 传真: 020-84701493

## 惠州营业部

惠州市新岸路 1 号世贸中心第 16 层 F  
电话: 0752-2055272 传真: 0752-2055275

## 大连营业部

大连市会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2312 房  
电话: 0411-84807967 传真: 0411-84807267

## 贵阳营业部

贵阳市南明区都司路 62 号鸿灵-纽约纽约大厦 25 楼 5-6 号  
电话: 0851-5833569 传真: 0851-5833570

## 深圳竹子林营业部

深圳福田区竹子林中国经贸大厦 22 层 ABCDEFGHJ 及 13 层 ABC  
电话: 0755-83774627 传真: 0755-83774706

## 无锡营业部

无锡市中山路 343 号东方广场 A 栋 22 楼 H/I/J 座  
电话: 0510-82728358 传真: 0510-82728913

## 珠海营业部

珠海市吉大海滨南路 47 号光大国际贸易中心 2308、2309 室  
电话: 0756-3217877 传真: 0756-3217881

## 武汉营业部

武汉市汉口建设大道 847 号瑞通广场 B 座 1002 室  
电话: 027-85487453 传真: 027-85487455

## 昆明营业部

昆明市人民中路 169 号移动通信大楼 15 层 B 座  
电话: 0871-5373933 传真: 0871-5355199

## 宁波营业部

宁波市海曙区柳汀街 230 号华侨酒店二期三层 8306、8308 号  
电话: 0574-83883688 传真: 0574-83883828

## 南通营业部

南通市青年中路 69 号 4 层 401 室  
电话: 0513-89013838 传真: 0513-89013838

## 长沙营业部

长沙芙蓉区韶山北路 159 号通程国际大酒店 1301 室  
电话: 0731-88271762 传真: 0731-88271761

## 成都营业部

成都市锦江区新光华街 1 号航天科技大厦 8 层 806 号  
电话: 028-86587081 传真: 028-86587086

## 天津营业部

天津市河西区友谊路 35 号君谊大厦 2-2002  
电话: 022-88356381 传真: 022-88356380

## 杭州营业部

杭州市朝晖路 203 号 1502 室  
电话: 0571-85362828 传真: 0571-85362228

## 免责声明

本报告仅供华泰长城期货有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的资料、工具、意见及推测仅供参考，并不构成对所述期货买卖的出价或征价。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅向特定客户传送，版权归华泰长城期货有限公司所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。