



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：
许方莉
投资咨询证号：
Z0017638

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



短期供应相对充足 菜系价格压力仍存

摘 要

菜籽方面，现阶段加籽收割结束，市场面临加速出口压力，国际油菜籽市场短期供应相对充足。同时，印度和欧盟新季油菜籽均有扩种预期，全球油菜籽供需格局逐步改善，油菜籽市场价格继续承压。目前主力菜籽合约成交清淡，不建议操作。

菜油方面，随着加籽和美豆迎来加速出口季，且黑海出口协议如期续签，国际油脂市场短期压力较大。然而，印尼库存恢复至同期均值水平，且马棕步入减产季而出口前景相对乐观，棕榈市场氛围逐步转暖。另外，南美大豆天气升水预期仍在，给油脂市场提供支撑。国内市场而言，随着进口加籽集中到港，国内油厂开机率明显回升，菜油市场供应量显著增加。同时，进口大豆到港也逐步恢复，且棕榈油买船持续较好，国内油脂市场供应压力逐步凸显。另外，国内疫情形势严峻，油脂需求有望不及预期，短期而言，国内市场有望呈现供过于求的状态。不过，从中长期来看，豆棕盘面进口利润大幅倒挂，中加关系隐忧仍存，远期进口量有望再度回落，对菜油远期价格有所支撑。预期菜油期价有望维持区间震荡。

菜粕方面，美豆收割结束，目前处于大量出口期，季节性出口压力增强，且南美大豆目前种植及生长状况良好，增产预期较强，国际大豆承压。不过，市场前期给予南美较高的产量预期，后期天气如表现欠佳，升水预期明显增加。菜粕自身方面来看，随着进口加籽集中到港，油厂恢复开机，菜粕市场供应量显著增加，且进口菜粕可用于交割，菜粕供应压力凸显。同时，水产养殖处于淡季，需求明显减少。不过，豆菜粕价差相对较高，菜粕替代优势明显，一定程度上有助于对水产饲用减量的弥补，总的来看，菜粕基本面相对较弱，预期菜粕期价继续维持偏弱震荡趋势。

目 录

一、2022年11月菜籽类市场行情回顾.....	2
1、2022年11月菜油市场行情回顾.....	2
2、2022年11月菜粕市场行情回顾.....	2
二、油菜籽基本面分析.....	3
1、全球油菜籽供需情况.....	3
2、国内菜籽供应情况.....	4
2.1、国内菜籽产需状况.....	4
2.2、油菜籽进口量.....	5
3、国内菜籽需求情况.....	6
3.1、进口压榨利润分析.....	6
3.2、油厂开机率及库存情况.....	7
4、替代品大豆方面.....	8
三、菜油基本面分析.....	9
1、产量分析.....	9
2、直接进口量分析.....	10
3、三大油脂库存情况.....	11
4、替代品（豆棕油）供应分析.....	12
5、油脂需求情况.....	12
四、菜粕基本面分析.....	13
1、产量库存情况.....	13
2、菜粕直接进口量分析.....	14
3、菜粕需求情况.....	15
4、替代品豆粕供需情况.....	17
五、菜粕期权方面.....	18
1、流动性分析.....	18
2、波动率分析.....	20
六、2022年12月菜籽类市场展望及期货策略建议.....	21
免责声明.....	22

一、2022 年 11 月菜籽类市场行情回顾

1、2022 年 11 月菜油市场行情回顾

2022 年 11 月，菜油 2301 合约总体呈现冲高回落走势。国内菜油供应本就偏紧，叠加上加关系隐忧再起，市场担心后期加籽进口数量存在变数，同时，加籽进口价格持续强劲，成本支撑较强，中上旬菜油期价整体上涨。不过，黑海谷物出口协议如期延长，且加籽和美豆迎来加速出口季，国际市场供应压力增加。另外，原油价格大幅下挫，以及全球经济衰退忧虑仍存，需求减弱隐忧仍在，国际油脂市场整体承压。同时，随着进口菜籽大量到港，油厂开机率大幅回升，菜油供应预期增加。且国内疫情有所抬头，油脂需求受到制约，使得中下旬菜油期价高位回落。故而，菜油期价本月呈现冲高回落态势。

郑商所菜油 2301 合约日 K 线图



图片来源：博易大师

2、2022 年 11 月菜粕市场行情回顾

2022 年 11 月，菜粕 2301 合约整体表现为宽幅震荡。进口大豆 10 月到港量低于预期，国内油厂开机率下滑，豆粕产出少而需求旺盛，使得豆粕库存持续下跌，提振粕类市场。同时，豆菜粕价差较大，菜粕替代优势增强，且高基差支持下，菜粕大幅走强。然而，水产养殖逐渐步入淡季，菜粕整体需求呈季节性回落，且随着加籽大量到港，菜油出现收储传言，如油厂开机率回升，菜粕存在被动累库预期，菜粕价格上涨压力增加，期价也高位回落。故而，本月菜粕整体表现为宽幅震荡。

郑商所菜粕 2301 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 11 月最新报告显示，2022/23 年度全球菜籽产量为 8482 万吨，较上月预估值增加 101 万吨。压榨量预估为 7761 万吨，较上月压榨预估上调 48 万吨。期末库存为 716 万吨，较上月预估调低 8 万吨。库存消费比为 9.15%。从报告数据来看，本月继续上调 2022/23 年度产量，主要是继续上调欧盟油菜籽产量。另外，印度农业部数据显示，截至 11 月 18 日，印度 2022/23 年度（始于 10 月）冬季油菜籽播种面积达到 630 万公顷，高于一周前的 550 万公顷，比去年同期的 550 万公顷提高 14.5%。且为减少对食用油进口的依赖，印度近期向本国开发的转基因芥菜种子（油菜籽的一种）发放环境许可，有利于提高该国油菜籽产量。同时，法国分析机构战略谷物公司首次发布对 2023/24 年度油籽作物的播种面积预测，预计欧盟下个年度将会扩大油菜籽播种面积，可收获面积为 600 万公顷，比 2022/23 年度增长 2.4%。国际油菜籽市场供需格局处于逐步趋松的趋势中，对油籽价格有所牵制。



数据来源：USDA 瑞达研究院

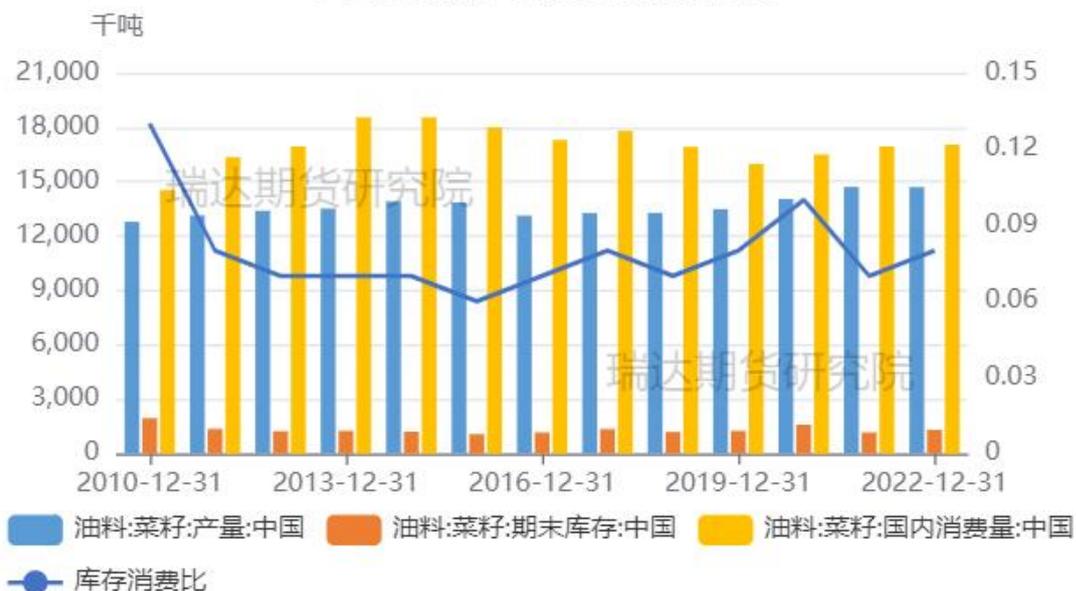
2、国内菜籽供应情况

2.1、国内菜籽产需状况

南方市场菜籽余量渐少，毛菜籽货源紧张，市场交易多以净菜籽为主，且物流不畅，菜籽无法快速流通，导致行情有支撑。春菜籽市场基层货源充足，但部分产区受疫情影响请车困难，春菜籽难以大量流入销区。国产菜籽价格延续高位运行，贸易商因囤货风险较大而维持随购随销状态，下游多按需补库，高价下需求端整体表现较为疲软。且内蒙市面上涨菜籽所剩不多，好菜籽已经消耗的差不多，剩余菜籽品质下降，难以支撑菜籽继续上涨。同时，现阶段加籽收割完成，目前处于大量出口期，而我国油菜籽基本从加拿大进口，据 Mysteel 调研显示，2022 年 11 月，沿海地区进口菜籽到港船数 7 条，菜籽数量约 42.6 万吨，较上月增加 30.6 万吨。随着进口菜籽大幅到港，国产菜籽价格承压。

对于新季冬油菜籽种植情况而言，在中央一号文件的指示下，非传统的油菜种植区域得到有效利用，例如冬闲田和盐碱地，并且各地政府根据当地实情开展不同形式的政策支持和资金补贴，除此之外还有技术上的改革，例如高含油、高单产油菜种子的研发和推广，以及专业科学的种植技术的推广等，以上措施均对新季油菜籽种植起到利好作用。据国家统计局数据显示，2022 年我国油菜籽种植面积预计达到 7180 千公顷，同比增长 6.05%。给产量增加提供有利保障。

中国油菜籽年度供需平衡表

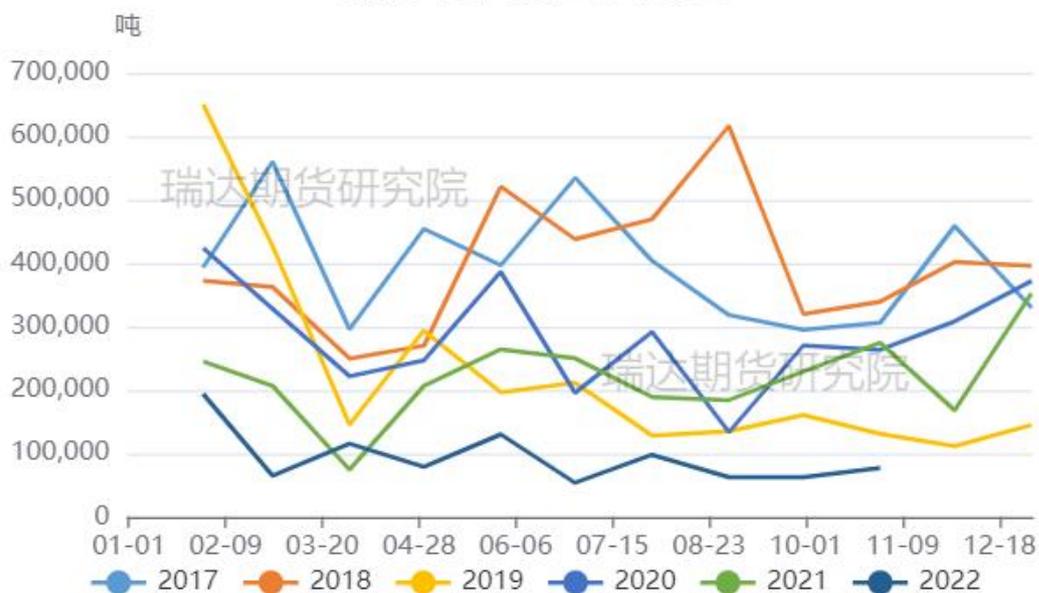


数据来源：USDA

2.2、油菜籽进口量

海关数据显示，2022年10月油菜籽进口总量为77245.50吨，较上年同期275011.10吨减少197765.60吨，同比减少71.91%，较上月同期62956.27吨环比增加14289.23吨。2022年1-10月油菜籽进口总量为939023.69吨，较上年同期累计进口总量的2125810.84吨，减少1186787.16吨，同比减少55.83%。从前10个月的进口数据来看，由于加拿大菜籽旧作供应持续偏紧，出口量有限，从而使得我国油菜籽进口量同比大幅减少，月度进口量持续维持最低位。但从本月（11月）开始菜籽进口量明显增加，中国粮油商务网数据显示，截止到47周，我国进口菜籽实际已到港29.5万吨，后续仍有大量待到港船只。短期国内市场供应量将较为充足。

菜籽:进口数量:当月值



数据来源：海关总署

3、国内菜籽需求情况

3.1、进口压榨利润分析

欧盟作物监测机构表示，10月的温暖天气有利于主要生产国油菜籽长势。且加拿大农民开始销售，施压于加籽价格。同时，联合国斡旋达成的黑海谷物出口协议从11月18日起延期120天，缓解人们对黑海谷物及葵籽出口中断的担忧。加籽期货交易商开始抛售头寸，加籽价格连续下跌。截止11月25日收盘，ICE油菜籽主力合约收盘价为812.9加元/吨。进口成本大幅降低，然而国内菜油粕价格亦有所回落，整体利润相对平稳。据中国粮油商务网数据显示，近月到港现货压榨利润目前为1373元/吨，盘面压榨利润为86元/吨。现货价格明显升水于盘面期价，对于油厂来说，即期压榨利润好于远期，故而，油厂压榨积极性较高，菜籽短期需求向好。

2020-2022年进口油菜籽近月现货榨利走势图

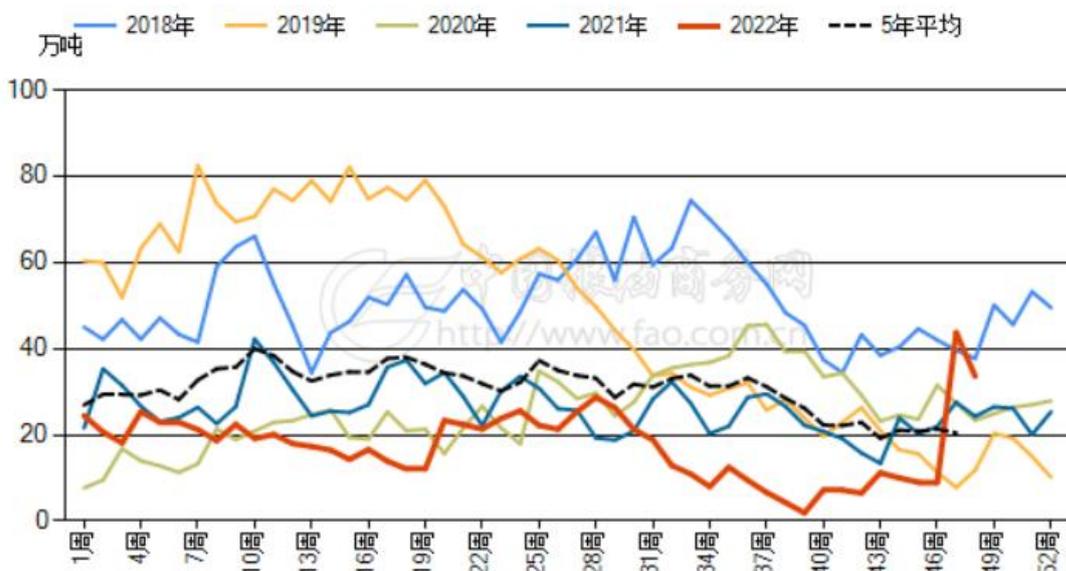


数据来源：中国粮油商务网

3.2、油厂开机率及库存情况

随着进口加籽大量到港，油菜籽库存快速回升至同期偏高水平。据中国粮油商务网数据显示，截止到2022年第48周末，国内进口油菜籽库存总量为33.6万吨，较上周的43.7万吨减少10.1万吨，去年同期为27.6万吨，五周平均为21.0万吨。菜籽库存快速回升，同时压榨利润相对较好，国内进口油厂开机率亦恢复性增加，截止到第48周末，油厂开机率回升至29.72%，来到近年来最高位。菜油粕产出大幅增加，对期价有所牵制。

2018-2022年第48周全国油厂进口油菜籽周度库存对比





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11月供需报告显示，美国2022/23年度大豆单产预估为50.2蒲式耳/英亩，10月预估为49.8蒲式耳/英亩。美国2022/23年度大豆产量预估为43.46亿蒲式耳，10月预估为43.13亿蒲式耳。美国2022/23年度大豆期末库存预估为2.2亿蒲式耳，10月预估为2亿蒲式耳。分析师此前预计美国大豆产量为43.15亿蒲式耳，单产为每英亩49.8蒲式耳。美国大豆产量及期末库存均有所上调，并高于市场预估，美豆期价整体承压。目前，美豆收获结束，处于上市高峰期，市场焦点也逐步转向美豆出口销售情况及南美大豆的种植及生长状况上。咨询机构DATAGRO公司对南美2022/23年度大豆播种进行的第二次调查证实了9月份发布的种植意向趋势，南美大豆播种面积将达到创纪录的6685万公顷，比最初的预测高出1.1%，比2021/22年度的6387万公顷高出5%，也将是播种面积连续第六年增长。DATAGRO公司预计2022/23年度南美大豆产量为2.1816亿吨，低于9月份预测的2.1934亿吨，但仍比2021/22年度因恶劣天气而减产的1.8176亿吨增加20%。市场对于南美大豆增产均给予较高的预期。

国内大豆情况而言，从预报到港及港口库存情况来看，截止到11月25日，主要港口的进口大豆库存量约在582.02万吨，去年同期库存为770.4万吨，五年平均678.02万吨，本月累计到港638.75万吨。根据中国粮油商务网跟踪统计的数据显示，2022年11月进口大豆到港量为766.5万吨，较上月预报的539.5万吨到港量增加了227万吨，环比变化为

42.08%；较去年同期736万吨的到港船期量增加30.5万吨，同比变化为4.14%。11月份到港量增加，从而使得港口库存止跌回升。且预期12月份到港量在1000万吨左右，港口库存量将呈上升趋势，国内大豆市场短期供应较为充足。

类别	2020/21	2021/22	2022/23	2022/23	月度变化
			10月	11月	
	单位：百万英亩				
种植面积	83.4	87.2	87.5	87.5	0
收割面积	82.6	86.3	86.6	86.6	0
	单位：蒲式耳				
单产	51	51.7	49.8	50.2	0.4
	单位：百万蒲式耳				
期初库存	525	257	274	274	0
产量	4216	4465	4313	4346	33
进口	20	16	15	15	0
总供应	4761	4738	4602	4634	32
压榨	2141	2204	2235	2245	10
出口	2261	2158	2045	2045	0
种用	101	102	102	102	0
残值	-4	2	20	22	2
总需求	4504	4465	4402	4414	12
期末库存	257	274	200	220	20
库存消费比	5.71%	6.14%	4.54%	4.98%	0.44%

2018/19-2022/23年度11月25日进口大豆库存对比



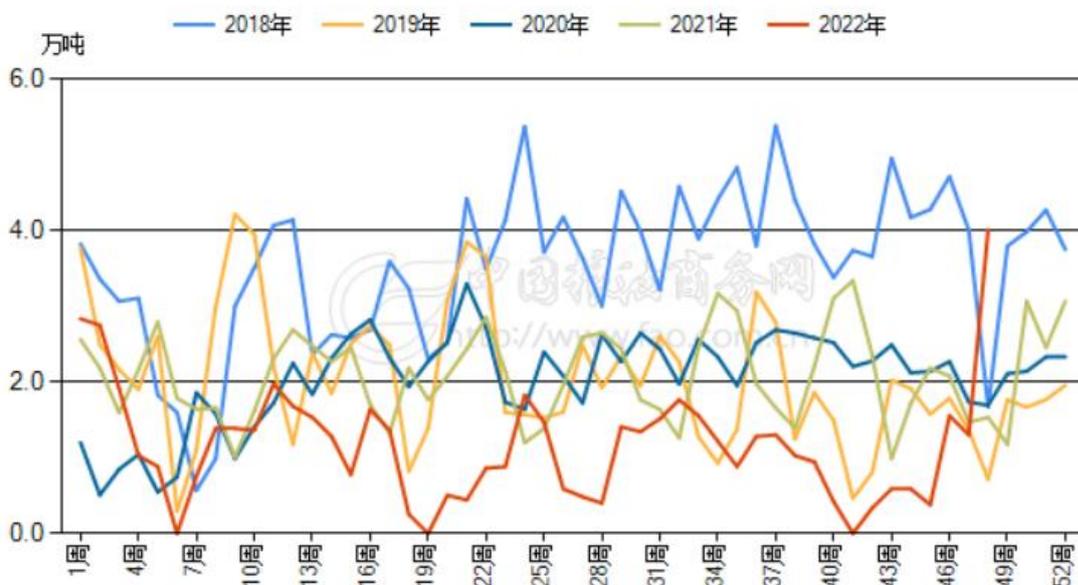
数据来源：USDA 中国粮油商务网

三、菜油基本面分析

1、产量分析

今年以来，在加籽减产的持续影响下，进口受限，菜籽到港持续偏低，国内供应持续偏紧，油厂断籽停机的情况较为普遍，油厂开机率持续处于同期偏低水平，菜油产量同比持续处于最低位，然而，自11月中下旬，随着进口菜籽大量到港，油厂开机率恢复性增加，菜油产出快速提升。截止到2022年第48周，进口油菜籽周度开机率为29.72%，菜油周度产量为4.01万吨，处于近年来同期最高位。后期而言，进口压榨利润持续向好，且油菜籽到港量预期也处于同期最高水平，短期内菜油供应将维持宽松状态。

2018-2022年48周国内进口压榨菜油周度产量

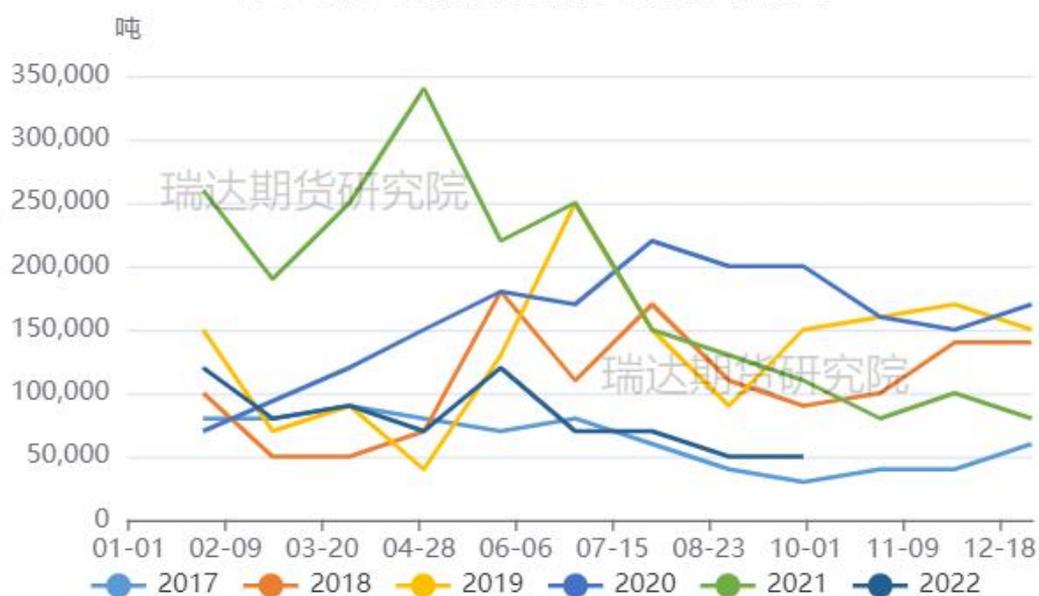


数据来源：中国粮油商务网

2、直接进口量分析

中国海关公布的数据显示，2022年10月菜籽油进口总量为81487.81吨，较上年同期79438.63吨增加2049.19吨，同比增加2.58%，较上月同期45692.65吨环比增加35795.17吨。2022年1-10月菜籽油进口总量为796583.06吨，较上年同期累计进口总量的1974617.66吨，减少1178034.60吨，同比减少59.66%。从菜籽油每月进口数据可以看出，自旧作加籽大幅减产，菜油直接进口量亦明显减少，持续处于同期偏低水平，菜油供应量明显下降。然而，随着加籽收割结束，且压榨商加工利润向好，加拿大油菜籽压榨量也同步增加。COPA数据显示，加拿大10月油菜籽压榨量为88.53万吨，环比增加11.52%。基本恢复至往年同期相当水平，菜籽油产量同步增加10.62%。加拿大菜籽油产出增加，有利于我国后期恢复进口量。

进口数量:菜籽油和芥子油:当月值

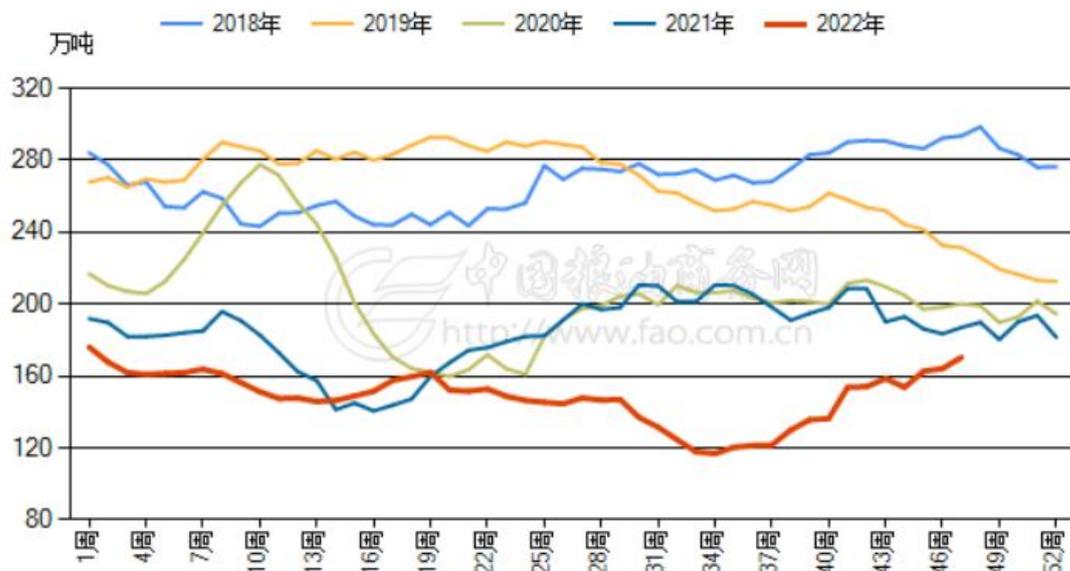


数据来源：海关总署

3、三大油脂库存情况

中国粮油商务网数据显示，截止到 2022 年第 47 周末，国内三大食用油库存总量为 170.37 万吨，周度增加 6.19 万吨，环比增加 3.77%，同比下降 8.89%。其中豆油库存为 76.75 万吨，周度下降 4.04 万吨，环比下降 5.00%，同比下降 27.56%；食用棕油库存为 78.11 万吨，周度增加 7.38 万吨，环比增加 10.43%，同比增加 74.63%；菜油库存为 15.51 万吨，周度增加 2.84 万吨，环比增加 22.42%，同比下降 57.31%。从库存走势来看，近两个多月以来油脂库存持续回升，主要是因为印尼持续加大棕榈油出口力度，叠加进口利润快速修复，国内买船积极性增加，棕榈油到港量大幅增加，提振油脂整体库存快速回升。后期而言，油菜籽及大豆进口量均在 11、12 月大幅增加，油厂开机率回升，豆菜油产出同比增加，三大油脂库存将处于继续回升趋势。

2018-2022年47周国内三大油脂周度库存走势对比



数据来源：中国粮油商务网

4、替代品（豆棕油）供应分析

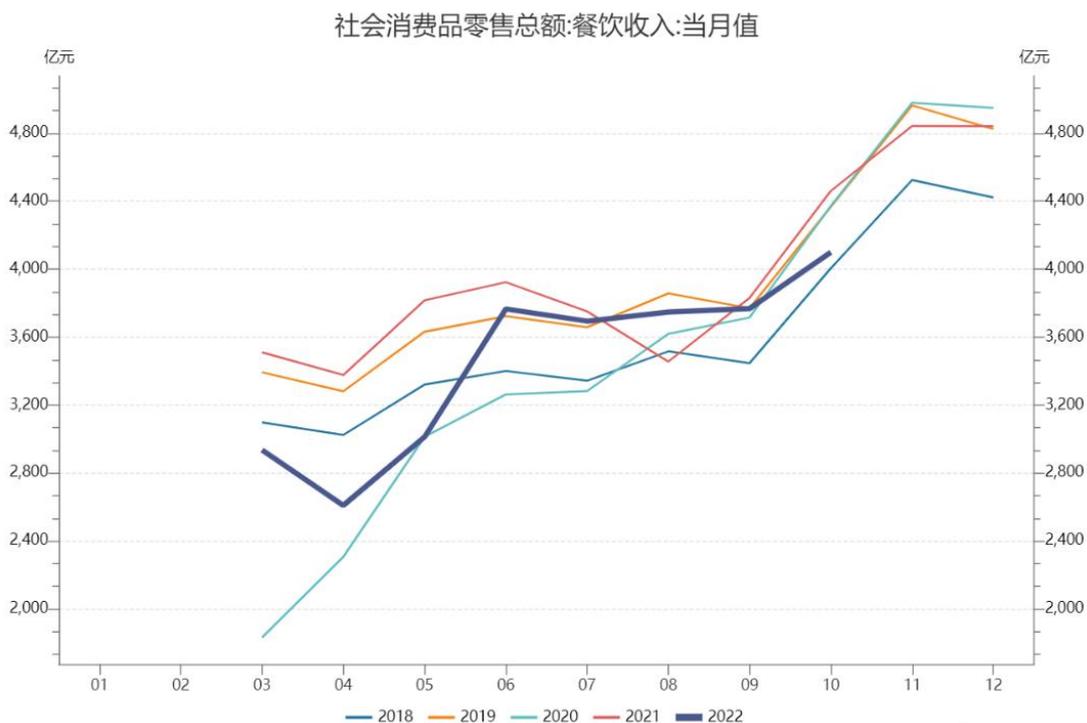
棕榈油方面，印尼棕榈油协会（GAPKI）的数据显示，9月底的库存为403万吨，随着印尼库存回落至正常区间，印尼供需对市场的扰动也将较前期减弱。另外，根据船运调查机构SGS公布数据显示，马来西亚11月1-25日棕榈油出口量为1192881吨，较10月1-25日出口的1146113吨增加4.1%。同时，马来西亚棕榈油协会（MPOA）称，2022年11月1-20日马来西亚棕榈油产量环比下降6.44%，其中马来西亚半岛的产量环比下降10.37%，沙巴的产量环比增加0.01%；沙捞越的产量环比增加2.50%；东马来西亚的产量环比增加0.60%。马棕产量下降而出口却相对好转，11月马棕库存将止升转降。这也正好验证了，自11月开始东南亚的雨季将令棕榈油结束其季节性增产期，而步入减产季，马来西亚棕榈油的库存压力也将逐步减轻，棕榈油利空压力大幅减弱。

豆油方面，随着巴西大豆种植的不断推进，以及美豆集中到港时间的逐步临近，利多因素逐步弱化。据中国粮油商务网数据显示，2022年12、1月，大豆进口预估分别为1000万吨、865万吨左右，自本月开始进口到港大幅增加，近月进口预估也基本恢复至往年同期相当水平，供应量趋增，且现阶段国内因新冠疫情影响，下游需求预期减弱，豆油市场短期压力较大。然而，美豆进口利润大幅倒挂，必将影响后期买船积极性，叠加南美大豆生长初期，天气升水预期仍存，支撑远期豆油市场价格。

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，四季度餐饮收入基

本上处于全年最高位，油脂消费将有所提升。不过，现阶段而言，全国多地疫情程度明显增加，各地防控压力再度升级，油脂消费需求仍然疲弱。10月餐饮收入4099.4亿元，明显低于2019-2021年时期。就目前疫情整体情况及防疫政策而言，今年油脂消费难有好的转变，整体提升力度较为有限。对于菜油而言，由于菜油价格明显高于豆棕，且宏观经济不景气，消费端更偏向于选择性价比较高的替代品，菜油将继续维持刚需采购为主，需求端对菜油价格支撑较弱。



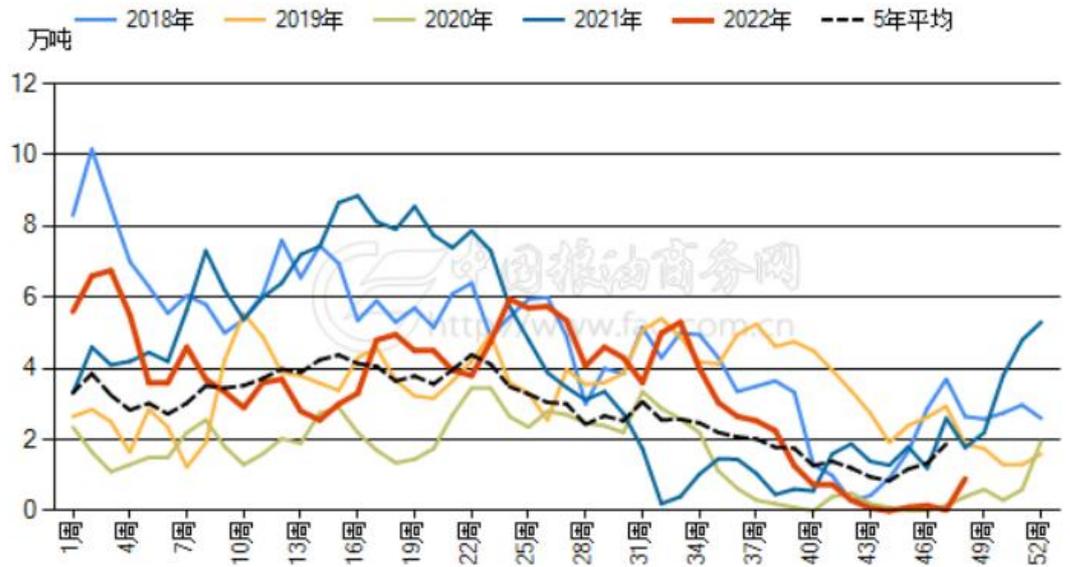
数据来源: wind

四、菜粕基本面分析

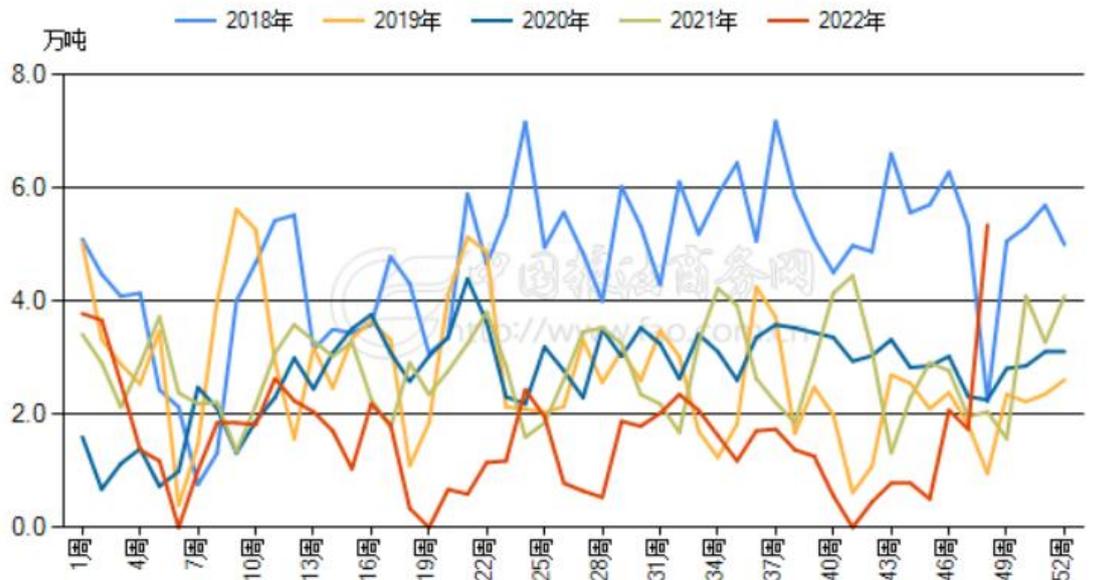
1、产量库存情况

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处于同期最低，菜粕产量较往年同期大幅下降。但下游提货仍相对较好，进口油厂菜粕库存也降至同期最低位。然而，随着加籽大量到港，油厂开机率回升，菜粕产出亦同步增加，库存也处于回升阶段。据中国粮油商务网数据显示，截止到2022年第48周末，国内进口压榨菜粕库存量为0.9万吨，较上周的0.0万吨增加0.9万吨。12月来看，国内菜籽供应相对充裕，且现货压榨利润相对较好，菜粕产出有望继续维持偏高水平。同时，水产养殖处于淡季，需求预期减弱，菜粕将处于持续累库状态。

2018-2022年第48周全国油厂进口压榨菜粕周度库存对比



2018-2022年48周国内进口压榨菜粕周度产量



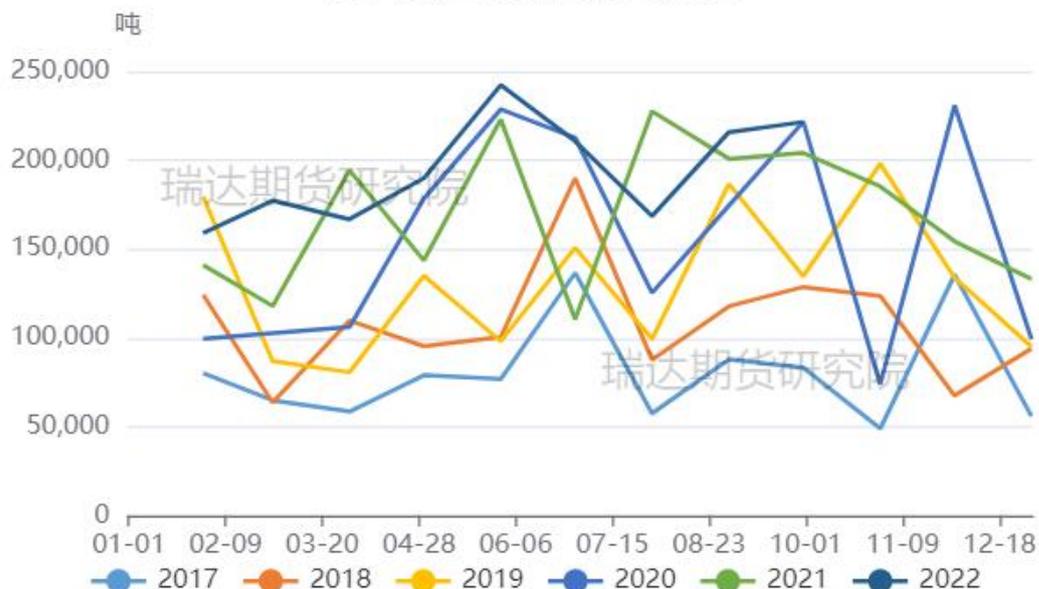
数据来源：中国粮油商务网

2、菜粕直接进口量分析

海关数据显示，2022年10月菜粕进口总量为15.30万吨，较上年同期18.53万吨减少3.23万吨，同比减少17.43%，较上月同期22.15万吨环比减少6.86万吨。2022年1-10月菜粕进口总量为190.50万吨，较上年同期累计进口总量的174.82万吨，增加15.69万吨，同比增加8.97%。从进口数据来看，菜粕本月进口量有所回落，主要是水产养殖步入淡季，且菜籽后期到港大增预期较强，贸易商直接进口菜粕量有所放缓。后期来看，加籽收割结束，目前处于加速出口期，且由于压榨利润相对较好，加拿大油籽加工厂压榨量也

大幅回升，菜粕产出增加。且从 2301 合约开始，进口菜粕可直接用于交割，加籽及加籽粕进口价格优势凸显，买船积极性仍存。不过进口菜籽到港量大增，国内菜粕短期供应较为充足，菜粕直接进口有望趋缓。

进口数量:菜籽粕:当月值



数据来源：海关总署

3、菜粕需求情况

从菜粕合同量来看，中国粮油商务网数据显示，截止 2022 年第 48 周，全国油厂进口压榨菜粕合同量为 41.5 万吨，较上周的 33.4 万吨增加 8.1 万吨，环比增加 24.25%。合同量大幅回升，表明新增采购合同大幅增加，市场对于目前菜粕市场价格较为接受，且需求保持乐观的想法，对菜粕市场有所利好。

从饲料总产量来看，中国饲料工业协会数据显示，2022 年 10 月，全国工业饲料产量 2672 万吨，环比下降 5.7%，同比增长 0.2%。10 月产量较上月略有减少，主要是国庆节前生猪有集中出栏情况，不过整体仍处于同期最高水平。后期而言，因 12 月是冬季灌香肠以及南方腌腊时节，生猪出栏明显增加，饲料产量将继续小幅回落，粕类消费需求支撑力度减弱，同时，冬季是水产养殖淡季，自 9 月开始水产饲料产量处于直线下滑趋势，菜粕需求也将同比大幅减弱，对菜粕价格较为不利。

另外，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 1640 元/吨，处于近年来最高位，菜粕比价优势增强，有利于饲料企业对菜粕需求的增加，一定程度上有助于对水产饲用减量的弥补。

2018-2022年第48周全国油厂进口压榨菜粕周度库存与合同对比



2020-2022年10月全国饲料总产量年度对比



豆菜粕现货价差



数据来源：wind 中国粮油商务网

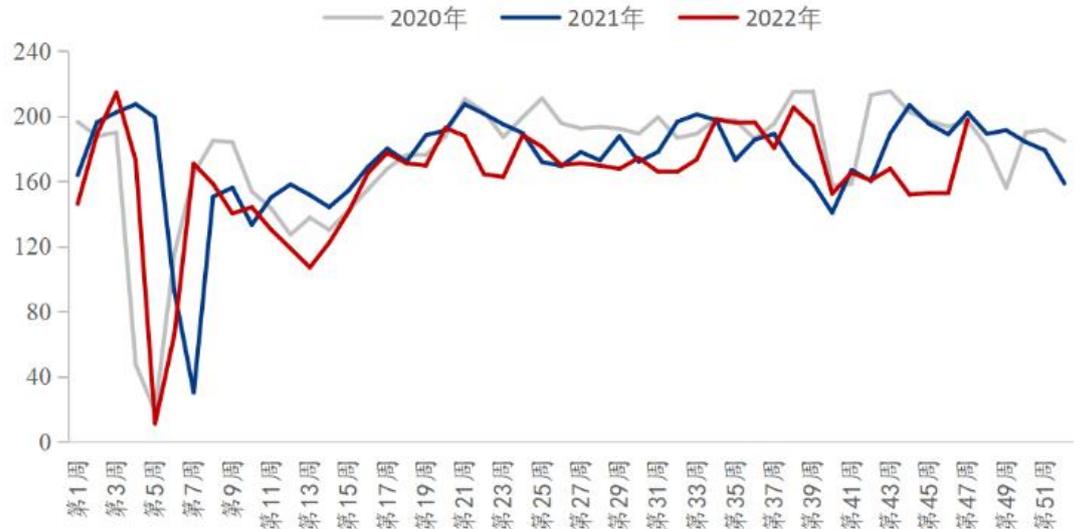
4、替代品豆粕供需情况

根据 Mysteel 农产品对全国主要油厂的调查情况显示，第 47 周（11 月 19 日至 11 月 25 日）111 家油厂大豆实际压榨量为 197.7 万吨，开机率为 68.72%。本周油厂实际开机率低于预期，较预估低 8.66 万吨；较前一周实际压榨量增加 44.84 万吨。预计下周 2022 年第 48 周（11 月 26 日至 12 月 2 日）国内油厂开机率继续上升，油厂大豆压榨量预计 206.51 万吨，开机率为 71.78%。主要是进口大豆到港量增加，且现货榨利相对较好，油厂开机率大幅回升，豆粕供应将同比增加。

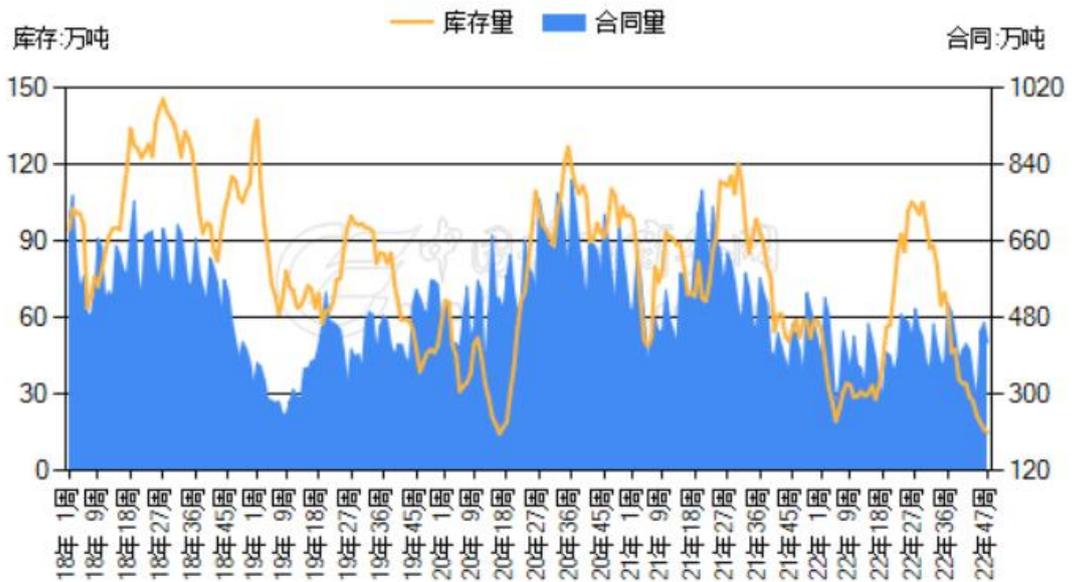
从豆粕库存来看，据中国粮油商务网数据显示，截止到 2022 年第 47 周末，国内豆粕库存量为 14.9 万吨，较上周的 16.3 万吨减少 1.4 万吨，环比下降 8.59%。近几个月来，豆粕库存量持续处于下降趋势，主要是因进口大豆到港量持续偏低，限制油厂开机率，而饲用需求强劲，使得豆粕库存持续走低。后期而言，随着进口大豆到港量增加，油厂开机恢复同期水平，豆粕产出增加，库存有望低位回升。

综合来看，前期由于进口大豆到港量偏低，油厂开机率不佳，叠加下游饲企提货情况相对良好，豆粕市场库存继续减少。后市而言，随着进口大豆到港量增加，豆粕产出预期有所恢复，在一定程度上给豆粕库存回升创造有利的支撑。

国内主要油厂周度大豆压榨量（万吨）



2018-2022年第47周全国油厂豆粕周度库存与合同对比



数据来源：Mysteel 农产品 中国粮油商务网

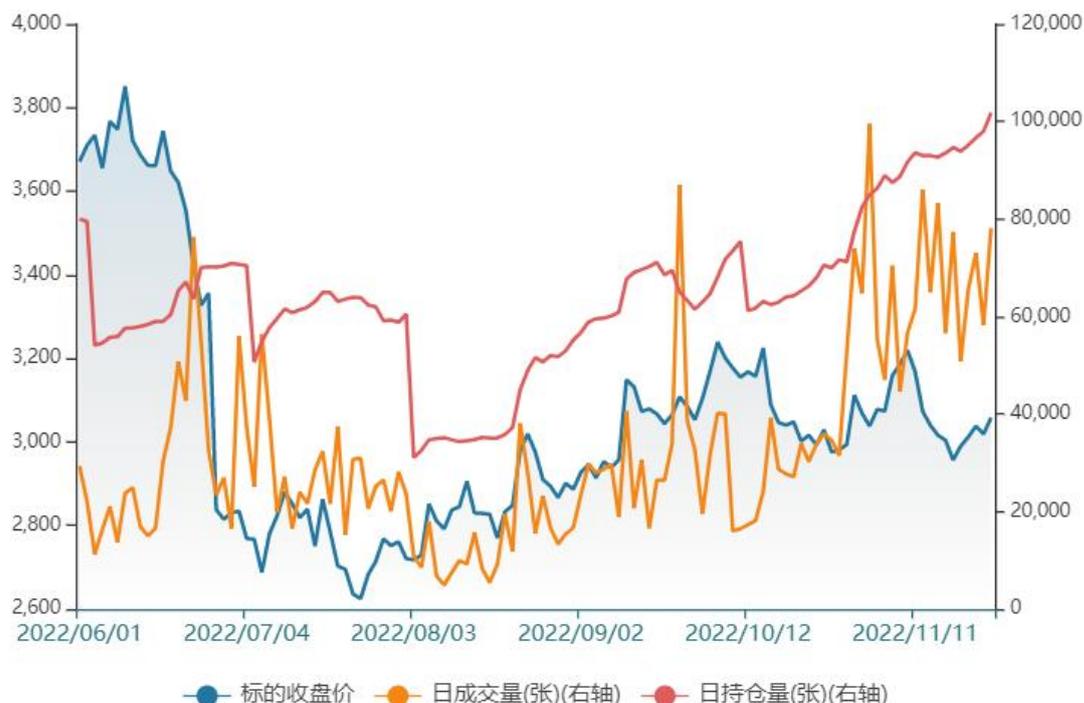
五、菜粕期权方面

1、流动性分析

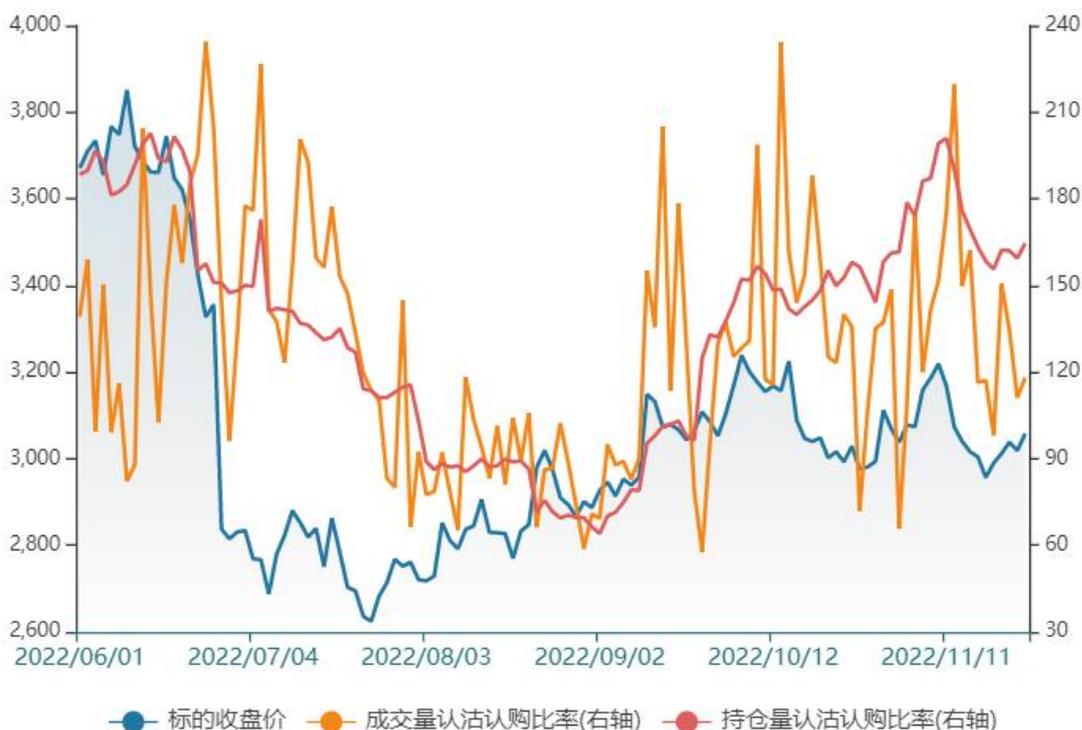
本月标的品种菜粕期货加权价格呈现高位震荡趋势。截止11月25日收盘，最新持仓量为101798张，日成交量78161张，成交量和持仓量较上月同期均有所增加，表明市场参与度提升。从成交量和持仓量的认沽认购比率来看，成交量认沽认购比率基本处于100%-200%之间大幅波动，而持仓量认沽认购比率呈现冲高回落状态，从月初的158%上升

至最高位 200%附近后再度回落至目前的 164%，表明市场仍是空头氛围占优，期价上方压力较大。从平值期权合约的收益率来看，本月平值期权认购收益率以及认沽收益率均呈现较大幅度的波动，不过，最终与月初收益率相比均略有回落，表明市场仍处于震荡偏空氛围。

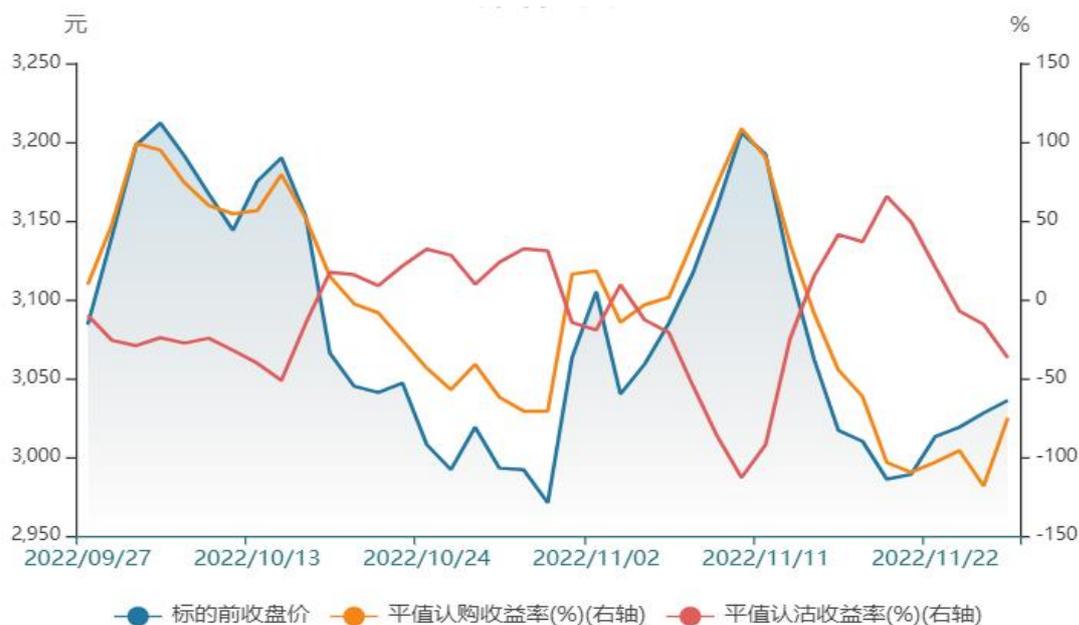
菜粕期权成交量及持仓情况



菜粕期权成交量及持仓量认沽认购比率



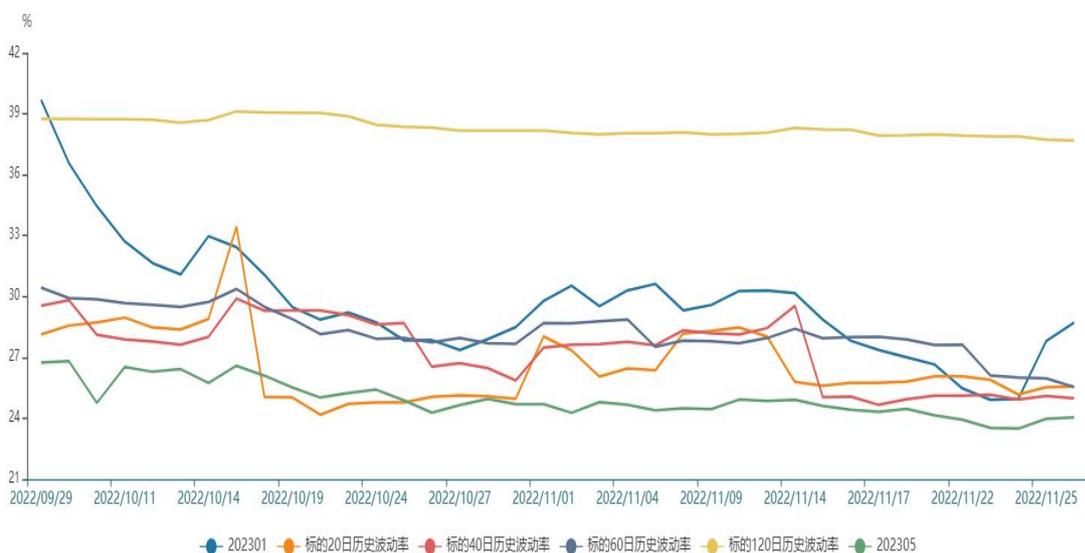
平值认购和认沽收益率走势



数据来源: wind

2、波动率分析

本月菜粕期权主力合约 2301 隐含波动率整体处于震荡下跌的趋势, 截止 11 月 25 日, 菜粕 2301 合约平值期权隐含波动率为 27.81%, 较上月末隐含波动率 28.49% 下降了 0.68%, 处于同期中等水平。主要是对于 01 合约来说, 是季节性淡季合约, 叠加加籽收获结束, 进口加籽大量到港, 供应压力大幅增加, 市场继续看涨预期减弱, 故而期价上方压力较大, 期价回升时波动率涨幅明显较小, 而期价回落时, 市场波动率也跟随回落。目前菜粕 01 合约平值期权隐含波动率低于 120 日历史波动率, 略高于 40 日、60 日、20 日历史波动率, 显示对应的期权价格较为适中。不过 12 月主力合约处于移仓换月阶段, 05 合约的隐含波动率处于持续下跌状态, 并明显低于历史波动率, 表明对应的期权价格有低估的可能。



数据来源: wind

六、2022 年 12 菜籽类市场展望及期货策略建议

菜籽方面，2022/23 年度全球油菜籽产量继续上调，表明全球供需格局逐步改善。且现阶段加籽收割结束，市场面临加速出口压力，国际油菜籽市场短期供应相对充足。同时，印度和欧盟新季油菜籽均有扩种预期，油菜籽市场价格继续承压。目前主力菜籽合约成交清淡，不建议操作。

菜油方面，随着加籽和美豆迎来加速出口季，且黑海出口协议如期续签，国际油脂市场短期压力较大。然而，印尼库存恢复至同期均值水平，且马棕步入减产季而出口前景相对乐观，棕榈市场氛围逐步转暖。另外，南美大豆天气升水预期仍在，给油脂市场提供支撑。国内市场而言，随着进口加籽集中到港，国内油厂开机率明显回升，菜油市场供应量显著增加。同时，进口大豆到港也逐步恢复，且棕榈油买船持续较好，国内油脂市场供应压力逐步凸显。另外，国内疫情形势严峻，油脂需求有望不及预期，短期而言，国内市场有望呈现供过于求的状态。不过，从中长期来看，豆棕盘面进口利润大幅倒挂，中加关系隐忧仍存，远期进口量有望再度回落，对菜油远期价格有所支撑。预期菜油期价有望维持区间震荡。

菜粕方面，美豆收割结束，目前处于大量出口期，季节性出口压力增强，且南美大豆目前种植及生长状况良好，增产预期较强，国际大豆承压。不过，市场前期给予南美较高的产量预期，后期天气如表现欠佳，升水预期明显增加。菜粕自身方面来看，随着进口加籽集中到港，油厂恢复开机，菜粕市场供应量显著增加，且进口菜粕可用于交割，菜粕供应压力凸显。同时，水产养殖处于淡季，需求明显减少。不过，豆菜粕价差相对较高，菜粕替代优势明显，一定程度上有助于对水产饲用减量的弥补，总的来看，菜粕基本面相对较弱，预期菜粕期价继续维持偏弱震荡趋势。

操作建议:

1、投机策略

本月处于移仓换月阶段，主力合约逐步转移至 05 合约，故建议交易 05 合约。

建议菜油 2305 合约在 9700-10700 元/吨区间交易，止损各 200 元/吨。

建议菜粕 2305 合约在 3100 元/吨下方偏空交易，止损 3150 元/吨。

2、套利交易

本月主力合约处于移仓换月阶段，近月合约波动率明显增加，不建议跨期套利。

3、套期保值

建议油厂 12 月可于 3100 元/吨少量卖出菜粕 2305 合约参与套保，止损参考 3150 元/吨。

4、期权操作

12 月菜粕或将偏弱震荡，可尝试买入 RM305P3100。

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。