

菜系合约月间结构的供需预期差异

2025 年 3 月 21 日 星期五

兴证期货·研究咨询部
农产品研究团队

林玲
从业资格编号: F3067533
投资咨询编号: Z0014903

联系人
胡卉鑫
从业资格编号: F03117395
hhx@xzfutures.com

核心观点

菜系近、远月合约月间结构差异反映了市场对不同阶段菜粕供需的预期变化，虽然菜系受中加贸易冲突影响，价格整体抬升，但是 9 月后的远月合约运行整体弱于近月合约。近月方面，海外旧作菜籽出口接近尾声，国际菜籽供应下降，国内受加菜籽反倾销调查影响，菜籽买船较少，2025 年一季度菜籽到港量同比大幅下降，油厂采购谨慎，国内菜籽供应紧张，菜粕刚需消费存在，供应补充有限，菜籽、菜粕去库预期较为确定，短期内难以扭转，9 月合约潜在利多因素较多，表现较为强势，而 11 月合约恰逢新作菜籽上市时间，叠加菜粕需求淡季，供需两端均存在一定利空，当前价格运行相对偏弱。目前菜粕 5-9 价差走弱、9-11 价差走强现状均反映市场对未来供需变动预期，但是当前关税驱动情绪基本消化，5-9 价差继续走弱空间相对有限，预计保持低位震荡，价差存在小幅反弹修复可能，但是在二、三季度供应趋紧情况下，远月合约仍将强于近月合约，关注反倾销时间裁决结果以及美豆生长阶段天气题材对菜籽、菜粕的价格影响。

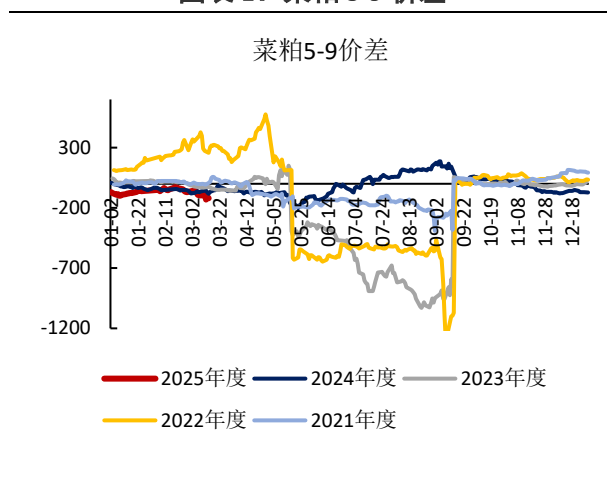
目录

一、菜粕各合约价格变动回顾	1
二、菜系供应紧张三季度前难以缓解，9 月合约成为潜在利多情绪释放载体	1
三、国内菜系供需再平衡，菜粕需求预计持续转弱	2
四、结论	3

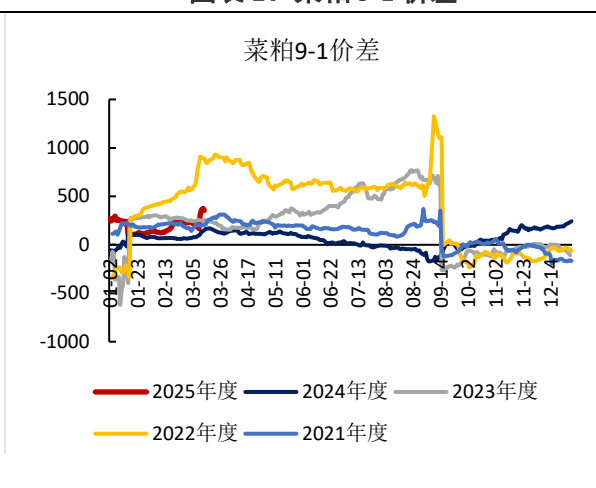
一、菜粕各合约价格变动回顾

去年 9 月以来，中加贸易摩擦频发，突发事件冲击菜系板块，远月菜籽、菜粕、菜油供应担忧推动价格区间上升，菜粕、菜油最高涨幅分别为 28.4%与 25.4%，随后中国反歧视关税再次利好菜系价格，远月供应收紧预期较为确定。合约价差也快速定价菜系贸易事件，但是 5 月合约与 9 月合约呈现 contango 结构，与 9 月后的期货合约呈现 back 结构，月间结构的差异似乎暗示未来菜系供需存在较大调整。

图表 1：菜粕 5-9 价差



图表 2：菜粕 9-1 价差



数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研究咨询部

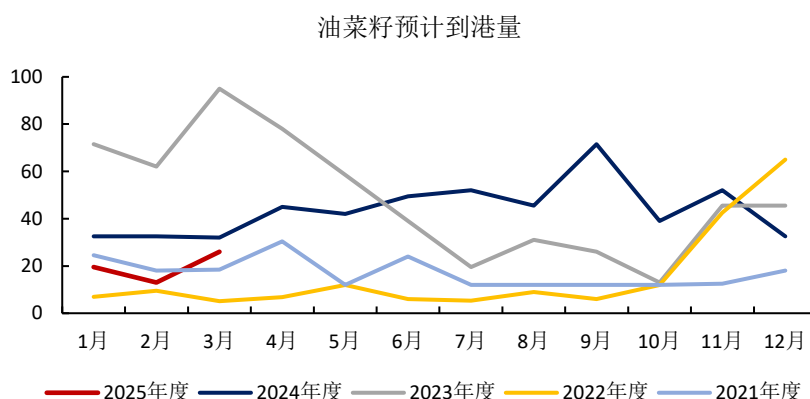
二、菜系供应紧张三季度前难以缓解，9 月合约成为潜在利多情绪释放载体

菜系市场先后经历加菜籽反倾销调查与反歧视关税两大事件冲击，供应紧张预期不断发酵，9 月合约潜在利多持续叠加。本轮菜系合约上涨开始于 2024 年 9 月加菜籽反倾销调查，虽然该调查从开始到最终裁定需要一年至一年半时间，目前仍未最终落地，但是市场根据以往相关反倾销案例裁决结果认为，除非中加经贸关系出现明显修复，否则反倾销调查制裁仍将以关税形式进行。加菜籽进口成本抬升以及可能出现的加菜籽进口阻断预期使得油厂在 2024 年底加快对油菜籽的采购，但是 2025 年度油菜籽买船进度较慢。2025 年 1-3 月油菜籽累计到港量为 58.5 万吨，仅为去年同期 60%，油

菜籽进口降幅较大。虽然国内尚未出台加菜籽相关关税要求，但是油厂采购态度谨慎，当前4月、5月累计买船量不足20万吨，油厂以消耗菜籽库存为主，进口补充有限。国内菜籽库存为45万吨，往年月度油菜籽压榨量为20-35万吨，菜籽预计持续去库，远月供应紧张程度高于近月。

海外菜系进口方面，俄罗斯、欧盟、澳大利亚等可能存在的进口替代产区当前为旧作菜籽出口尾声或新季菜籽播种初期，海外可进口量下降，阿联酋存在转口加菜籽或加菜粕可能，但是加菜籽出口同样接近尾声，2025/26年度新作上市前国内菜籽、菜粕供应难以出现改善可能。同时国内菜系受豆系影响较大，较难出现独立行情，本年度美豆种植面积下降，天气炒作发生概率上升，潜在利多菜系9月合约。

图表3：国内一季度菜籽到港量低于去年同期水平



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

三、国内菜系供需再平衡，菜粕需求预计持续转弱

国内四季度前菜籽、菜粕供应紧张情况难以缓解，供应下降后菜粕、菜油需求预计出现相应调整，菜系供需情况预计出现变动。菜粕方面，菜籽、菜粕进口供应下降基本确定，中加贸易未好转前国内菜粕供应难以获得较大增量，需求方面，饲料添加需求弹性较大，受菜粕供应下降影响，需求端预计压缩至刚需水平。菜粕下游需求主要为水产饲料生产，每年4-5月水产养殖开始投料，6-8月为养殖旺季，菜粕消费存在季节性旺季，但是豆粕、杂粕等在价格合适的情况下将挤占菜粕饲料添加量，因此菜粕在饲料添加中具有较大弹性。目前菜粕受中加贸易冲突影响，菜粕添加成本上升，

同时豆菜粕价差持续收窄，菜粕性价比存在下降预期，限制菜粕实际添加用量，2025年全年刚需预计下降至250-300万吨区间。

远月菜系供应存在边际改善可能。三季度末至次年年初，海外主产区新季菜籽进入收割、出口阶段，新季菜籽集中上市利好国内菜籽、菜粕进口替代，在一定程度上缓解国内菜籽、菜粕供应紧张问题。并且，四季度起水产养殖进入淡季，菜粕饲料需求下降，供需情况预计边际转松，价格运行转弱概率上升，因此9月合约之后的远月合约贴水近月合约。

图4：国内菜籽进口集中于四季度

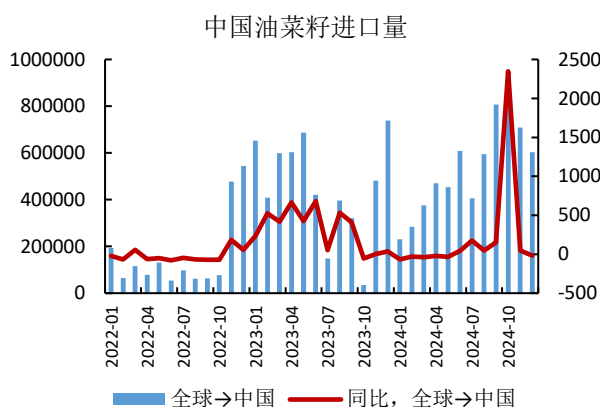
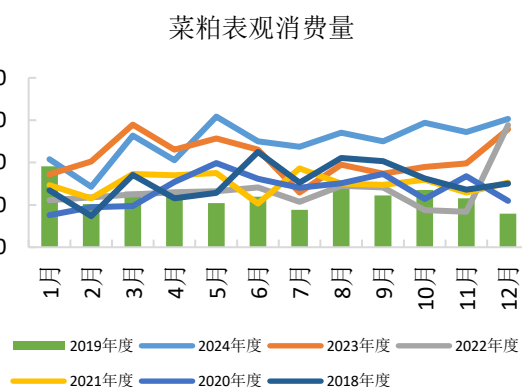


图5：国内菜粕需求弹性较大



数据来源：海关总署，Mysteel，兴证期货研究咨询部

四、结论

菜系近、远月合约月间结构差异反映了市场对不同阶段菜粕供需的预期变化，虽然菜系受中加贸易冲突影响，价格整体抬升，但是9月后的远月合约运行整体弱于近月合约。近月方面，海外旧作菜籽出口接近尾声，国际菜籽供应下降，国内受加菜籽反倾销调查影响，菜籽买船较少，2025年一季度菜籽到港量同比大幅下降，油厂采购谨慎，国内菜籽供应紧张，菜粕刚需消费存在，供应补充有限，菜籽、菜粕去库预期较为确定，短期内难以扭转，9月合约潜在利多因素较多，表现较为强势，而11月合约恰逢新作菜籽上市时间，叠加菜粕需求淡季，供需两端均存在一定利空，当前价格运行相对偏弱。目前菜粕5-9价差走弱、9-11价差走强均反映市场对未来供需变动预期，但是当前关税驱动情绪基本消化，5-9价差继续走弱空间相对有限，预计保持低位。

震荡，价差存在小幅反弹修复可能，但是在二、三季度供应趋紧情况下，远月合约仍将强于近月合约，关注反倾销时间裁决结果以及美豆生长阶段天气题材对菜籽、菜粕的价格影响。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。