

## 贸易溢价支撑菜油价格，高库存下菜油相对强势

2024年3月28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

邮箱：

hhx@xzfutures.com

### 核心观点

贸易摩擦升水与供应紧张预期是当前支撑菜油价格高位运行的核心逻辑，两大利多短期内尚未发现存在转弱迹象。菜油供应方面，当下高库存的供应充裕现实不具备持续性，菜籽进口替代来源有限，进口菜油对国内供需缺口弥补有限，压榨菜油缺失无法逆转，随着下游消费持续，菜油远月供应紧张强于近月。贸易方面，加拿大未释放缓和信号，中加问题预计将延续至加拿大新任总统任期，短期结束可能性较小。目前加拿大新季菜籽即将开始播种，若播种窗口期内贸易问题未出现缓和迹象，国内9月菜籽供应将持续收紧，供应紧张与贸易冲突将持续支撑菜油近远月高位运行，关注加拿大新政府对中国态度以及澳菜籽进口开放情况。

## 目录

一、远月供应下降担忧持续，高库存利空尚未纳入交易逻辑 .....	1
二、中加摩擦仍将持续，菜油供应修复仍需时间 .....	2
三、结论 .....	3

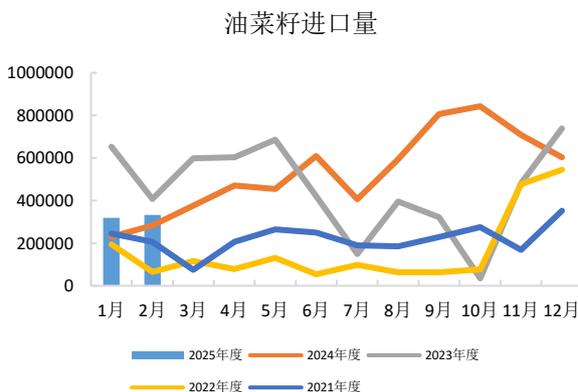
## 一、远月供应下降担忧持续，高库存利空尚未纳入交易逻辑

3月油脂市场宏观扰动频发，菜油消化前期关税事件后价格中枢上移。关税题材消化后近期油脂板块缺乏事件驱动，棕榈油价格运行开始转弱，但是产地供应偏紧现实仍然对价格形成支撑，菜油价格运行同样走弱，但在植物油中相对较强。但是菜油当下库存仍然较为充裕，库存利空对价格影响有限，价格延续远月供应担忧逻辑震荡运行。

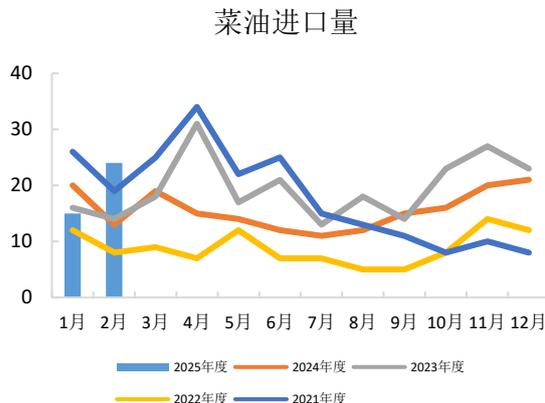
国内菜油高库存主要来源于2024年四季度的大量进口。加菜籽反倾销调查影响下，国内四季度油菜籽进口快速下降，缺失的菜籽压榨制品由进口菜油、菜粕替代，该期间菜油进口大幅回升，国内库存持续位于高位。2024年四季度期间，我国菜油进口量达57万吨，位于近5年进口高位区间，2025年1-2月进口量延续高位水平，累计进口量达39万吨，国内机构买船数据显示3月菜油到港预计达21万吨，国内菜油进口供应整体稳定。需求方面，菜油性价比下降，下游需求存在被豆油替代趋势，但当前消费尚可。2025年一季度，菜油成交量仅为6.16万吨，不及去年同期水平的1/3，但是与近5年平均水平相对接近，菜油消费尚可。菜油当下供应整体较为充裕，截至3月21日，全国油厂库存与商业库存共计77.57万吨，远高于去年同期水平，仅从供需基本面数据方面，菜油库存压力整体较大。

但是菜油同样面临远月供应下降担忧。菜油进口方面，俄罗斯、阿联酋以及中亚地区菜油进口整体稳定，单纯月度进口量预计稳定在10-20万吨，但是压榨部分的产量缺失是市场当前的主要远月担忧。市场预估国内菜籽进口预计将下降300万吨，折合压榨菜油约138万吨，菜油供应量预计下降40%-50%，市场计价远月供应紧张，高价替代叠加供应边际收紧，菜油预计将进入供需双减的再平衡过程，但是短期内贸易冲突难以结束，贸易题材仍然对菜油注入升水，在前期植物油价格调整阶段仍然保持相对偏强运行。

图表 1：国内油菜籽进口量

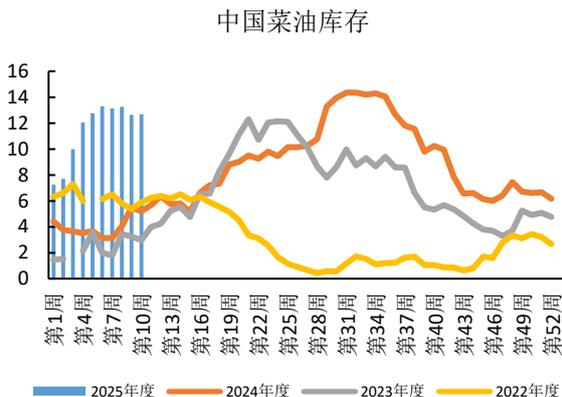


图表 2：国内菜油进口量

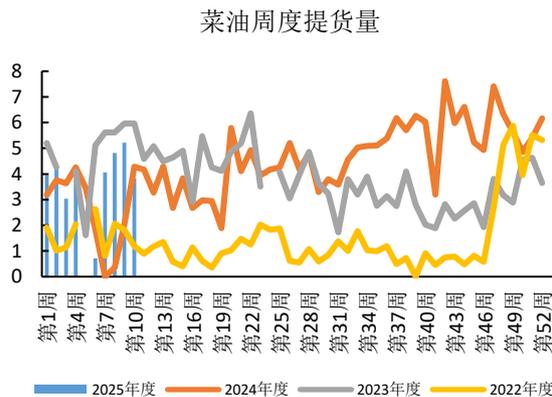


数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

图表 3：国内菜油库存



图表 4：菜油周度消费量



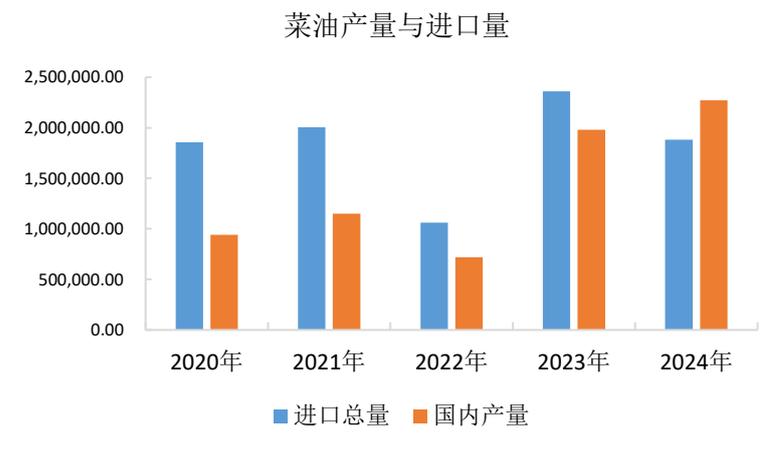
数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

## 二、中加摩擦仍将持续，菜油供应修复仍需时间

国内菜系供应修复焦点在于菜籽进口情况以及中加贸易态度。菜油进口方面，我国进口加菜油比例极低，菜油进口相对稳定，预计仍将保持 160-200 万吨进口水平，对菜油供应缺口弥补有限。菜籽进口替代方面，可进行进口替代的澳菜籽尚未出现明显进口量，菜籽进口替代有限。中加贸易方面，3 月 24 日加拿大请求就中国对加拿大某些农产品和渔业产品征收额外进口关税的措施与中国进行 WTO 争端磋商，加拿大政府当局并未释放缓和信号，3 月 28 日加拿大将进行新一届总统大选，新任总统上任后中加贸易问题才可进一步谈判。但是当前加拿大菜籽种植即将开始，加拿大预计下调

油菜籽种植面积，若在播种窗口期内中加双方未达成和解，即使后续贸易问题缓和后菜籽产量也难以存在明显回升，因此 2025 年菜油供应仍将持续，菜油去库预期将导致 9 月供应紧张程度强于 5 月，贸易摩擦担忧以及远月供应收紧预期是当前菜油价格较为坚挺的核心逻辑。

图表 5：菜油进口量与产量情况



数据来源：海关总署，兴证期货研究咨询部

### 三、结论

贸易摩擦升水与供应紧张预期是当前支撑菜油价格高位运行的核心逻辑，两大利多短期内尚未发现存在转弱迹象。菜油供应方面，当下高库存的供应充裕现实不具备持续性，菜籽进口替代来源有限，进口菜油对国内供需缺口弥补有限，压榨菜油缺失无法逆转，随着下游消费持续，菜油远月供应紧张强于近月。贸易方面，加拿大未释放缓和信号，中加问题预计将延续至加拿大新任总统任期，短期结束可能性较小。目前加拿大新季菜籽即将开始播种，若播种窗口期内贸易问题未出现缓和迹象，国内 9 月菜籽供应将持续收紧，供应紧张与贸易冲突将持续支撑菜油近远月高位运行，关注加拿大新政府对中国态度以及澳菜籽进口开放情况。

### 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。