

内外显著分化，菜油路在何方？

发布日期：2021 年 08 月 10 日 分析师：石丽红

电话：023-81157334

期货投资咨询号：Z0014570

面对国内外冰火般分化的菜油市场，市场普遍感觉十分迷茫。一边是加菜籽市场的热火朝天，大幅减产预期下供应大幅收紧，ICE 菜籽上涨近 40%；另一边则是冷清的国内市场，中小包装菜油销量大降，港口库存高企，基差大跌，成交冷清。ICE 菜籽为何带不动菜油？后市还有无上涨空间？国内菜油库存高企，压力何时可得到缓解？在菜油国内外极度分化的走势下，国内菜籽榨利及菜油进口利润倒挂加剧，后期利润将如何修复？本文将主要围绕以上几个问题展开讨论。

一、加菜籽还有无上涨空间？

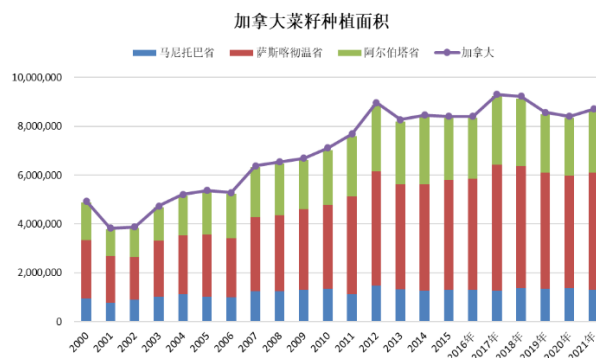
在过去的两年里，因与中国关系出现问题，加菜籽对华贸易流受阻令菜籽种植利润大幅下滑，加拿大农户由此减少了对菜籽的种植，令加拿大菜籽经历了快速的去库存阶段，库存由2018/19年度443万吨的高位一路降至2020/21年度的88万吨，菜籽及菜油价格重心也随之不断上移。随着加菜籽去库存的持续推进，种植利润出现显著回升。在丰厚的利润驱动下，加拿大农户种植菜籽积极性再起，加拿大统计局调查数据显示今年加菜籽种植面积较去年大增长8.2%，市场预期加菜籽库存将受增产带动迎来一定修复。

图表 1：过去两年的加菜籽经历了快速的去库存



来源：加拿大农业暨食品部，中信建投期货

图表 2：加拿大菜籽种植面积经历连续下滑后略有回升



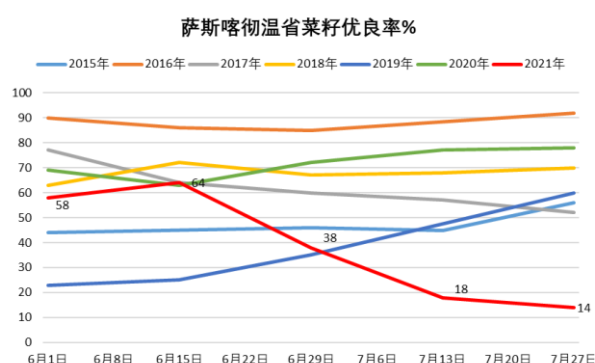
来源：加拿大统计局，中信建投期货

然而，加拿大菜籽的库存重建之路却走得并不顺畅，在过去的几个月的时间里，主产区草原三省经历了持续的干热，菜籽优良率跌至历史低位。随着关键花期及结荚期的结束，单产的大幅下降已不可避免，大幅减产成为一件大概率的事情。按照当前的机构预估，加菜籽产量可能进一步调降至 1500 万吨甚至 1300

万吨，要远低于官方机构此前 1900-2000 万吨左右的预估。

然而，在上个月大涨接近40%后，ICE菜籽近期走势却略显乏力，为何？我们认为，近期ICE菜籽盘面走势偏弱，一方面与美豆走弱拖累有关，在优良率回升及降雨预报好转的情况下，美豆天气炒作窗口正在关闭中，对菜籽涨势造成一定程度的拖累。另一方面，官方主流尚未将加菜籽产量调降至如此悲观的程度，市场在一口气交易接近1500万吨的产量后，需要停下来歇歇消化消化，等待定产实锤。而在价格已经兑现相当一部分减产预期的情况下，资金会考虑继续参与做多的盈亏比还有多大，获利单的出场也容易令盘面陷入整理期。此外，在中国疲弱的国内消费和倒挂的进口利润下，中国对加菜籽及菜油买兴不足，也对产地买货及报价情绪有一定打压。

图表 3：萨斯喀彻温省菜籽优良率降至多年低位



图表 4：加菜籽产量大降势必影响其菜籽及菜油出口潜力

	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22F 较差	2021/22F 中性	2021/22F 较好
种植面积 (千公顷)	9,313	9,232	8,481	8,410	9,097	9,097	9,097
收获面积 (千公顷)	9,273	9,120	8,456	8,320	9,042	9,042	9,042
单产 (吨/公顷)	2.31	2.27	2.32	2.25	1.80	1.90	2.00
产量 (万吨)	2,146	2,072	1,961	1,890	1,600	1,700	1,800
进口量 (万吨)	11	15	16	13	20	20	20
出口量 (万吨)	1,074	939	1,036	1,070	750	780	830
压榨量 (万吨)	927	930	1,013	1,022	850	900	950
其他用量 (万吨)	26	39	57	36	40	40	40
结转库存 (万吨)	264	443	313	88	68	88	88

来源：萨斯喀彻温省农业部，中信建投期货

来源：加拿大农业暨食品部，中信建投期货

然而，即便是按照保守的 1600-1800 万吨的产量估计，加拿大菜籽及菜油的出口潜力仍难免受到大幅挤压，加菜籽的压榨及出口可用量将从 2000 万吨上方大幅压缩至新季菜籽产量水平，同比大降 200-400 万吨，将令其菜籽及菜油平衡表大幅转向紧张。在供应大幅缩减的预期下，ICE 菜籽 40%的涨幅甚至可能都还尚未消化完当前产量预期，更不用提交易实际产量更低的可能。我们预计，随着加菜籽收割的推进，待单产形势进一步明朗，后市该题材仍有发酵可能。

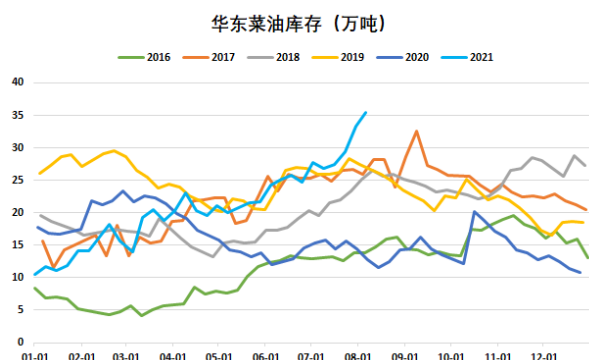
高温推动今年加拿大菜籽成熟及收割早于往年。从时间节点来看，当前萨斯喀彻温省已先行开启油菜籽收割，截至 8 月 2 日当周收割率已达 3%，快于五年平均的 1%，在未来的一两个月的时间里，我们预计菜籽单产形势将随收割的推进而变得越发明朗。在大幅减产真实可靠的背景下，可能进一步推动 ICE 菜籽的上行。事实上，近一周多以来的 ICE 菜籽已默默重拾涨势，无视美豆疲弱走势，预计这对于郑盘菜油来说将会是一个支撑。然而，当前国内菜油疲弱的需求及高企的库存依然施压，在棕榈油 09 多头资金的助推下，植物油价格整体升至多年高位，单边做多菜油仍面临风险较高及盈亏比不足的问题，令资金望而却

步，需待盘面从高位进行一定回调以给出安全边际，或才能重新吸引到资金的关注及参与，这正是 ICE 菜籽带动郑盘菜油的重要原因之一。

二、菜油库存压力何时缓解？

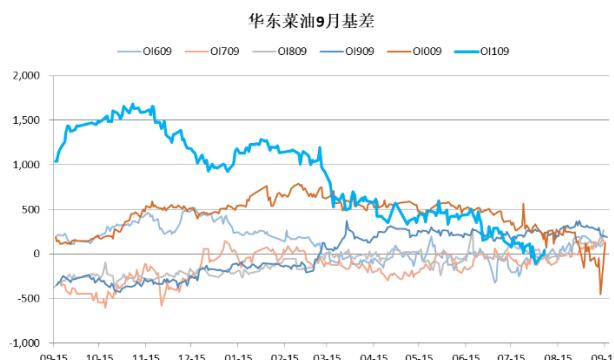
除此之外，ICE 菜籽带动郑盘菜油的另一个重要原因还在于国内菜油较大的库存压力。供需缺口的大幅缩窄令其今年以来菜油库存迅速回升，基差随之跌至冰点。截至 8 月 9 日，华东菜油库存 35.4 万吨，周比增长 2 万吨，较去年同期的 12.71 万吨大增 179%。相应地，华东四菜基差由此前 1000 以上的超高水平下跌至平水附近，盘面相较其他植物油也由曾经的领头羊变成了如今的后腿，强势不再。

图表 5：华东菜油库存攀升至历史高位



来源：我的农产品网，中信建投期货

图表 6：菜油基差大幅下跌



来源：Wind，中信建投期货

自 2019 年初国内取消几家加菜籽出口商资质，并加强对加菜籽检验检疫及提高杂质标准以来，中粮、益海等大集团避免采购加拿大菜籽，令国内菜籽进口量明显下跌。短期菜油进口增量无法弥补菜籽供应减量，菜油供应大幅萎缩，菜油与其他植物油价差不得不升至超高水平以压缩非刚性需求。然而，在两年多以来的高价差背景下，菜油市场各参与主体积极适应这种变化，菜油的供需缺口随时间推移不断缩窄。

在供应端，虽然菜籽进口受到一定限制，但丰厚的利润驱动仍进口商努力拓展菜油进口来源，近些年欧盟、阿联酋等地区的菜油对华出口增长明显。虽然菜籽进口大幅回落，从 2018 年的近 500 万吨跌至 2019 年及 2020 年的不到 300 万吨；但菜油进口量却连年攀升，从 2018 年的 130 万吨稳步增至 2020 年的 180 万吨，实际菜油供应仍出现明显恢复。

图表 7：菜籽年进口大降后小幅反弹



来源：海关总署，中信建投期货

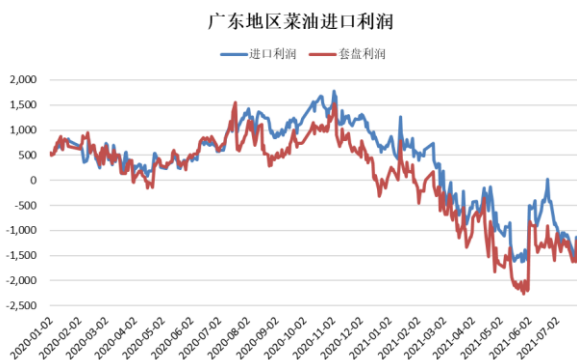
图表 8：菜油进口逐年稳步增长



来源：海关总署，中信建投期货

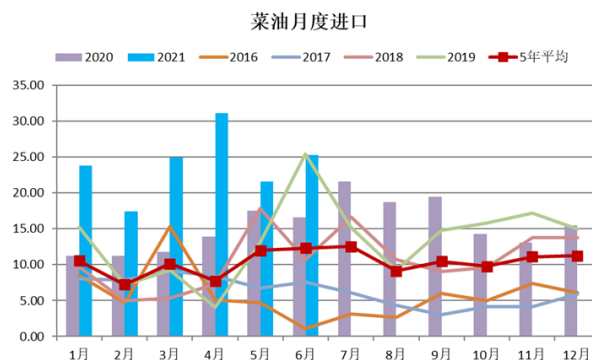
更有甚者，在去年的持续高利润下，国内积极增加菜油采购，提前远至半年甚至一年的采购令今年上半年菜油进口量暴增，即便背靠背的进口利润已经急剧恶化。今年 1-6 月，国内菜油进口 144 万吨，较去年同期的 82 万吨增近 60%，仅仅半年的进口就几乎是已超过以往正常年份的全年进口量。

图表 9：国内菜油进口利润恶化明显



来源：Wind，中信建投期货

图表 10：今年上半年菜油进口量暴增



来源：海关总署，中信建投期货

而在需求端，持续的高价差令终端积极寻求替代，菜油市场消费结构已发生翻天覆地的变化。在菜油重要消费市场川渝地区，菜油调和油中菜油的占比已经较两年多前大幅下降，而川味调味品中使用非菜油作为原料的也越来越多。2020 年的菜油需求格局变化被疫情期间家庭需求增加及储备入储所掩盖，需求大降终于在 2021 年随疫情好转，菜油家庭消费、囤货需求下滑以及储备入储完成而显现出来。

据了解，未来几个月菜籽月均到港在 4 船左右，菜油月均到港量在 10 万吨左右，在需求同比大幅下滑的情况下，我们预计国内菜油的高库存需要时间消化，库存拐点将直接影响基差拐点的到来时间。

图表 11：保守估计国内菜油库存拐点可能得到 10 月后

	期初库存	菜籽进口	菜籽压榨	压榨出油	菜油进口	国内需求	期末库存
2020/01	27.46	22.89	8.60	3.70	11.27	20.43	22.00
2020/02	22.00	19.49	12.50	5.38	11.27	13.65	25.00
2020/03	25.00	22.18	19.10	8.21	11.74	20.95	24.00
2020/04	24.00	24.71	25.10	10.79	13.93	31.72	17.00
2020/05	17.00	38.65	26.70	11.48	17.55	30.23	15.80
2020/06	15.80	19.58	20.25	8.71	16.63	24.94	16.20
2020/07	16.20	29.16	25.25	10.86	21.62	30.18	18.50
2020/08	18.50	13.36	23.90	10.28	18.73	29.01	18.50
2020/09	18.50	27.03	26.05	11.20	19.44	33.14	16.00
2020/10	16.00	26.36	24.25	10.43	14.31	18.74	22.00
2020/11	22.00	30.82	17.75	7.63	13.09	27.82	14.90
2020/12	14.90	37.20	24.85	10.69	15.47	28.49	12.56
2021/01	12.56	24.50	22.90	9.85	23.81	31.22	15.00
2021/02	15.00	20.70	15.40	6.62	17.45	23.07	16.00
2021/03	16.00	7.50	24.65	10.60	24.89	28.49	23.00
2021/04	23.00	20.70	20.70	8.90	31.10	42.50	20.50
2021/05	20.50	26.43	26.43	11.36	21.57	31.73	21.70
2021/06	21.70	25.00	25.00	10.75	25.30	32.75	25.00
2021/07	25.00	24.00	24.00	10.32	10.00	12.44	33.40
2021/08	33.40	24.00	24.00	10.32	10.00	15.00	38.72
2021/09	38.72	24.00	24.00	10.32	10.00	20.00	39.04
2021/10	39.04	24.00	24.00	10.32	10.00	20.00	39.36
2021/11	39.36	24.00	24.00	10.32	10.00	25.00	34.68
2021/12	34.68	24.00	24.00	10.32	10.00	25.00	30.00

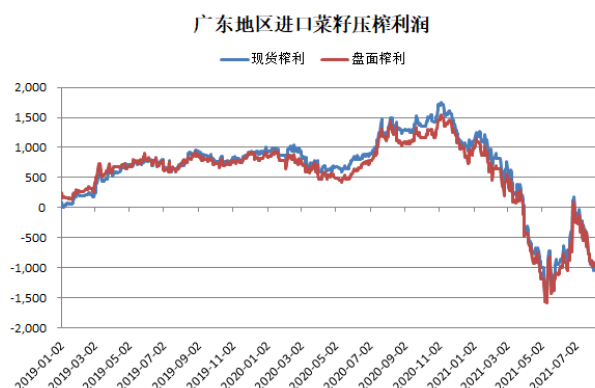
来源：海关总署，中信建投期货

根据沿海菜油库存推导出的今年 1-6 月菜油表观消费量偏高，因其包含了较多内地菜油库存增长量，预计随着内地放缓提货以消化自身库存，沿海菜油的表观消费量将较前期大幅回落，甚至将低于真实需求。在当前的库存水平下，我们预计至少在国庆中秋备货前，菜油表观消费量将延续低迷。即便按照较低的月均 10 万吨的菜油进口量估算，华东菜油库存转降的拐点可能至少也得到 10 月后，然后将维持一段时间高库存运行，短期基差要想彻底反转并不容易。近期随盘面下跌，港口菜油基差有所反弹，但在高库存及弱需求压力下，我们并不认为基差拐点已经真正到来，而盘面的王者归来预计在中短期也很难看到。

三、大幅倒挂的利润如何修复？

国内外菜油市场分化走势令利润大幅倒挂，当前国内近月船期的菜籽压榨利润及菜油进口利润亏损在 1000 元/吨以上，幅度非常深。目前比较困扰市场的是如此深度亏损的菜籽榨利及菜油进口利润该如何修复。考虑到加拿大大幅收紧的菜籽及菜油平衡表，我们并不认为利润修复会通过海外报价下跌来实现，而更可能将通过国内价格上涨来进行。

图表 12：广东地区近月进口菜籽压榨利润



来源：Wind，中信建投期货

图表 13：广东地区近月菜油进口利润



来源：Wind，中信建投期货

然而，在当前菜油处于 1 万以上的绝对价格高位，且后期植物油面临边际转弱的背景下，植物油盘面持续上冲的动能并不会特别坚实，除了菜油盘面可能有一定上行空间之外，我们预计大部分利润修复通过基差上涨来实现的概率较大。8 月 9 日，港口四菜基差报价为华东 8 月 01 平水、9 月 01+120，厦门现货 01-50、9 月 01+100、10-1 月 01+350，菜油基差已经显示出逐月转强的特征。

相比于 10-1 月棕榈油及豆油对 01 合约动辄六七百以上的超高基差，菜油仅仅 350 的基差简直已是白菜价。君不见，在前两年供应偏紧时期，华南菜油基差最高也已到七八百的高位。在今年加拿大菜籽大幅减产的背景下，国内菜油即便给出进口利润也可能面临没有足够货可买的尴尬局面，新年度的进口量可能重回两年前的低位，这将驱动菜油与其他植物油价差回升至此前高位，预计其中基差仍将扮演较重要的角色。只不过，该逻辑需要时间来兑现，当务之急需要先熬过这段库存压力山大、投机热情低迷的时期。

对于企业来说，对菜油基差的采购可耐心等待 10 月左右的库存拐点，但基差拐点常常先于库存拐点出现，9-10 月这段时间可重点关注。近期棕榈油 09 合约多头资金提振整体植物油走势，但我们预计在 8 月 20 日棕榈油 09 限仓后，资金大幅流出可能令植物油整体盘面走出阶段性低点。考虑到复产缓慢下棕榈油下方的强力支撑及全球菜油平衡表的大幅收紧，届时可考虑提前于盘面建立菜油多单虚拟库存，菜油 2201 合约在 9500 左右可考虑介入多单，此外宜将远月菜油置于与其他植物油价差的多配地位。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

联系我们

中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心27楼、30楼

电话：023-86769605

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路490号，世纪大道1589号8楼10-11单元

电话：021-68765927

济南分公司

地址：济南市历下区冻源大街150号中信广场A座六层611、613室

电话：0531-85180636

湖南分公司

地址：长沙市芙蓉区五一大道800号中隆国际大厦903室

电话：0731-82681681

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2901号房间

电话：0411-84806336

河南分公司

地址：郑州市未来大道69号未来大厦2205、2211、1910房

电话：0371-65612397

河北分公司

地址：廊坊市广阳区吉祥小区20-11号门市一至三层、20-1-12号门市第三层

电话：0316-2326908

深圳分公司

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦11I

电话：0755-33378759

杭州分公司

地址：浙江省杭州市江干区钱江国际时代广场3幢702室

电话：0571-87380613

宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街180号国际金融中心F座1809室

电话：0574-89071681

西安分公司

地址：西安市高新区高新路56号电信广场裙楼6层北侧6G

电话：029-89384301

重庆渝北分公司

地址：重庆市渝北区龙山街道新南路439号中国华融现代广场3幢19-1/2号

电话：023-67380500

上海浦东分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦东南路 528 号 2202 室

电话：021-68597013

四川分公司

地址：成都市武侯区科华北路 62 号（力宝大厦）1 栋 2 单元 18 层 2、3 号

电话：028-62818701

重庆分公司

地址：重庆市渝中区中山三路 107 号上站大楼平街名义层 11-A4-A6

电话：023-86769600

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室

电话：010-85282866

南昌营业部

地址：江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1# 办公楼-3404 室

电话：0791-82082702

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路 410 号第 16 层自编 1605C、1605B、1606 房

电话：020-28325286

漳州营业部

地址：福建省漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场 A2 地块 9 幢 1203 号

电话：0596-6161588

合肥营业部

地址：安徽省合肥市包河区马鞍山路 130 号万达广场 C 区 6 幢 1903、1904、1905 室

电话：0551-2889767

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路 2899 甲号 1 幢 1601 室

电话：021-64040178

武汉营业部

地址：武汉市江汉区香港路 193 号中华城 A 写字楼 13 层 1301-06、07 号

电话：027-59909521

南京营业部

地址：南京市黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1、D2 座

电话：025-86951881

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街 6 号 9 层 912

电话：010-82129971