



2025年3月27日

菜系

菜系

## 政策不确定性大 菜粕易涨难跌

姓名：毕慧

宝城期货投资咨询部

从业资格证号：F0268536

投资咨询证号：Z0011311

电话：0411-84807266

邮箱：bihui@bcqhgs.com

### 作者声明

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人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。

3月20日，中国对加拿大菜粕和菜油加征的反歧视关税正式生效，随着关税预期照进现实，在市场情绪得到释放之后，内外盘菜系期价同步回落。ICE油菜籽期价跌幅超2%，主要受到出口下滑忧虑的影响。国内菜系市场在提前计价关税风险的背景下，买预期卖现实的行情再现，菜粕期价自高位回落超3%。目前关税政策仍在持续压制ICE油菜籽的市场情绪，制约ICE油菜籽期价的反弹空间。同时由于中国对加拿大油菜籽的反倾销调查仍在路上，进口菜粕成本又将大幅攀升，令国内菜粕期价整体仍保持易涨难跌的走势。

## 一、政策风险仍是重要变量 基金持仓多翻空

目前政策风险仍是影响油菜籽供需平衡表的重要变量，并在加拿大农业部的3月份报告中得到印证。加拿大农业部上调加拿大2025/26年度油菜籽产量预估至1800万吨，同时受到关税政策影响，加拿大油菜籽出口预估下调至600万吨，随着产量和出口预估的一升一降，加拿大2025/26年度油菜籽库存预估上调至200万吨，供需格局迎来明显改善，此前市场对加拿大油菜籽供应紧张的预期明显缓解。从基金持仓来看，截至3月21日当周，ICE油菜籽期货及期权上的空头持仓周比增加2.9万手至7.9万手，同期ICE油菜籽期货鸡齐全上的多头持仓周比下降2.7万手至5万手。基金净持仓从2月末的净多持仓8.5万手逐步下降，并在3月21日当周迎来多翻空，净持仓转为净空2.9万手。从资金持仓的转向中反映出市场情绪的快速切换，以及在关税政策影响下，市场对未来加拿大油菜籽供需格局可能会发生重大转向的预期。

## 二、菜粕关税政策落地 油菜籽反倾销调查仍在路上

目前中国对加拿大菜粕加征关税的影响明显小于油菜籽，毕竟加拿大菜粕出口中国的数量占加拿大菜粕出口总量的比重仅为34.78%，而加拿大油菜籽出口中国的数量占加拿大油菜籽出口总量的比重高达67.9%，为加拿大油菜籽出口其他国家总量的2倍还多。对国内市场而言，进口加拿大菜粕数量占我国菜粕供应总量的比重为32.5%，进口菜籽压榨菜粕的数量占我国菜粕供应总量的比重则高达56%。由于进口加拿大菜籽占进口菜籽总量的95.8%，因此进口加拿大菜籽间接影响我国菜粕供应总量的比重为53.6%。显然，如果中国加拿大油菜籽的反歧视关税兑现，无论对加拿大还是国内市场带来的冲击，都将大于中加菜粕关税的影响，相比国内市场受到的供应收紧影响，对于加拿大油菜籽出口带来的冲击影响更大，届时将可能回引发加拿大油菜籽供需结构25-30%的调整。

## 三、不稳定因素增强 进口菜籽采购和到港节奏受影响

国内市场来看，海关公布的数据显示，2025年1-2月份期间，中国进口加拿大油菜籽61万吨，进口俄罗斯油菜籽1.15万吨，进口蒙古油菜籽3.04万吨。1-2月份期间，中国进口加拿大菜粕42.04万吨，进口俄罗斯菜粕5.57万吨，进口阿联酋菜粕5.66万吨。可见，无论是油菜籽还是菜粕，加拿大都是中国采购的首选目的地，但由于今年前2个月，中国尚未对加拿大菜粕加征关税，因此实际进口并未受到关税影响。随着中国对加拿大菜粕和菜油关税的启动，未来加拿大菜粕的进口将被按下暂停键，取而代之的将是俄罗斯和阿联酋菜粕进口

量的增加。截至 3 月 21 日，国内压榨厂油菜籽库存为 33.8 万吨，连续 2 周出现高位回落。目前 3 月份的进口菜籽到港预期是 26 万吨，环比明显增加。但随着中加贸易的不稳定因素增强，未来进口油菜籽的采购和到港节奏都将受到影响。在此背景下，今年的水产备货需求有所提前，国内油菜籽压榨厂开机率近期持稳于 27% 的年内均值附近，压榨厂的油菜籽日压榨量稳定在 14000 吨的历年同期第二高位，仅次于 2023 年同期的 18500 吨。压榨厂菜粕提货量连续 5 周高位运行，仅次于 2023 年同期。在压榨厂开工稳定，提货量居高不下的背景下，压榨厂菜粕库存下降至 2.65 万吨，再创年内新低，并且低于 2020 年同期的 2.89 万吨，为近 7 年同期最低水平。

#### 四、进口菜粕和颗粒粕库存高位去化 消费构成强支撑

进口菜粕市场来看，港口菜粕库存 64.43 万吨，虽然自年内高位 70.83 万吨小幅回落，但相比历年同期不足 30 万吨的库存而言，整体翻了一倍还多。同时，进口颗粒粕的库存也是持续高位运行，但从 2025 年第 8 周开始也已经连续 6 周出现回落，截至 2025 年第 12 周，南通颗粒粕库存自高位 54.67 万吨下降近 10 万吨至 44.75 万吨。随着中加菜粕关税生效，未来进口加拿大菜粕数量下降，如果俄罗斯和阿联酋的菜粕进口量继续稳定，那么港口菜粕和颗粒粕库存将持续去化。2 月份国内菜粕表观消费量 49.91 万吨，为近 7 年同期最高水平，在中国对加拿大菜粕关税政策生效，油菜籽的反倾销调查结果悬而未决的背景下，下游备货需求前置，安全库存提高，将继续对菜粕消费构成支撑。

盘面表现来看，菜粕合约间呈现近弱远强的结构，近期菜粕期货主力 05 合约保持高弹性，在 3 月中旬市场情绪推动下创出阶段性高点之后出现明显回落，伴随部分资金撤离，但整体下行空间明显受限。随着市场情绪回稳，期价止跌回升。由于菜系进口高度依赖加拿大市场，因此在关税风险爆发的背景下，菜系价格弹性明显高于豆类，令豆菜粕价差持续收缩并跌破历史运行区间下沿最低下探至 98，距离 2022 年 3 月末的低点 83 仅一步之遥。由于粕类品种各自依托各自的贸易风险进行计价，短期豆菜粕价差出现过大偏离，但由于市场风险尚未解除，未来仍有愈演愈烈的风险，短期豆菜粕价差或难以实现回归。随着粕类市场中菜粕成为引领品种，菜粕的供应收紧预期和强需求仍将对菜粕价格构成支撑，制约菜粕期价调整空间。

### 获取每日期货策略推送

服务国家  
知行合一

走向世界  
专业敬业



诚信至上  
严谨管理

合规经营  
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在掌握

#### 免责声明

除非另有说明，宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）拥有本报告的版权。未经宝城期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告的全部或部分内容。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。宝城期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是宝城期货在最初发表本报告日期当日的判断，宝城期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但宝城期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。宝城期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

宝城期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

宝城期货版权所有并保留一切权利。