



# 兜兜转转，最终还看加菜籽

## ---2025 年菜系商品期货行情展望

傅博

投资咨询从业资格号：Z0016727

fubo025132@gtjas.com

### 报告导读：

**我们的观点：**无论是加拿大菜籽还是国内菜油、菜粕，阶段性均面临供应压力，但是预计 2025 年 2 季度以后加拿大菜籽和国内菜油、菜粕都将陆续进入明显的降库周期，这是 2024/25 年度全球菜籽、葵籽大幅减产以及国内菜籽后续进口大幅减少的延迟影响。供应的收紧以及库存进入下降周期，将令国际菜籽价格、国内菜油和菜粕价格相对偏强，建议等待菜油、菜粕出现降库后关注菜系商品在油脂油料中偏多配的机会，以及菜油、菜粕期货正套的机会。

**我们的逻辑：**24/25 年度全球菜籽和葵籽减产对欧盟的植物油供应影响最大，预计欧盟将大幅增加加拿大菜籽的进口来补充植物油供应，将抵消中国减少加拿大菜籽进口的影响，最终导致 24/25 年度加拿大菜籽出口超预期。另外，由于美国生柴政策的改变需要时间以及美国菜油食用消费稳定，预计 24/25 年度加拿大菜油出口和菜籽压榨或仅同比小幅下降。预计 2025 年 2 季度开始加菜籽库存将明显下降，并且推动国际菜籽价格走强。25/26 年度全球菜籽新增供应的集中上市或在 9 月以后，3 季度国际菜籽价格或仍保持偏强势头。

2025 年中国菜油和菜粕的供应预计前松后紧，2、3 季度菜油和菜粕的供应或偏紧。预计 2025 年前三季度，中国的菜籽进口量将同比大幅减少，菜油和菜粕的供应将主要依靠直接进口。关注每个月国内进口多少加拿大菜油和菜粕。按照每个月进口 25 万吨菜油估算，2025 年 3 月份以后国内菜油将进入降库周期。如果国内每个月合格质量的菜粕进口量超过 25 万吨，国内菜粕降库或要等到水产旺季来临后。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 目录

1. 2024 年菜系期货走势回顾 .....	3
2. 菜系商品主要供需矛盾分析 .....	5
2.1 欧洲：菜籽、葵籽大幅减产情况下菜籽进口需求或将大增 .....	5
2.2 加拿大：2025 年加菜籽、加菜油贸易流向或有所变化，加菜籽出口或远超预期 .....	10
2.3 中国菜粕、菜油供需形势：关注加菜油、加菜粕进口，降库或在 2 季度以后 .....	14
3. 菜系主要矛盾总结及策略展望 .....	16

(正文)

## 1. 2024 年菜系期货走势回顾

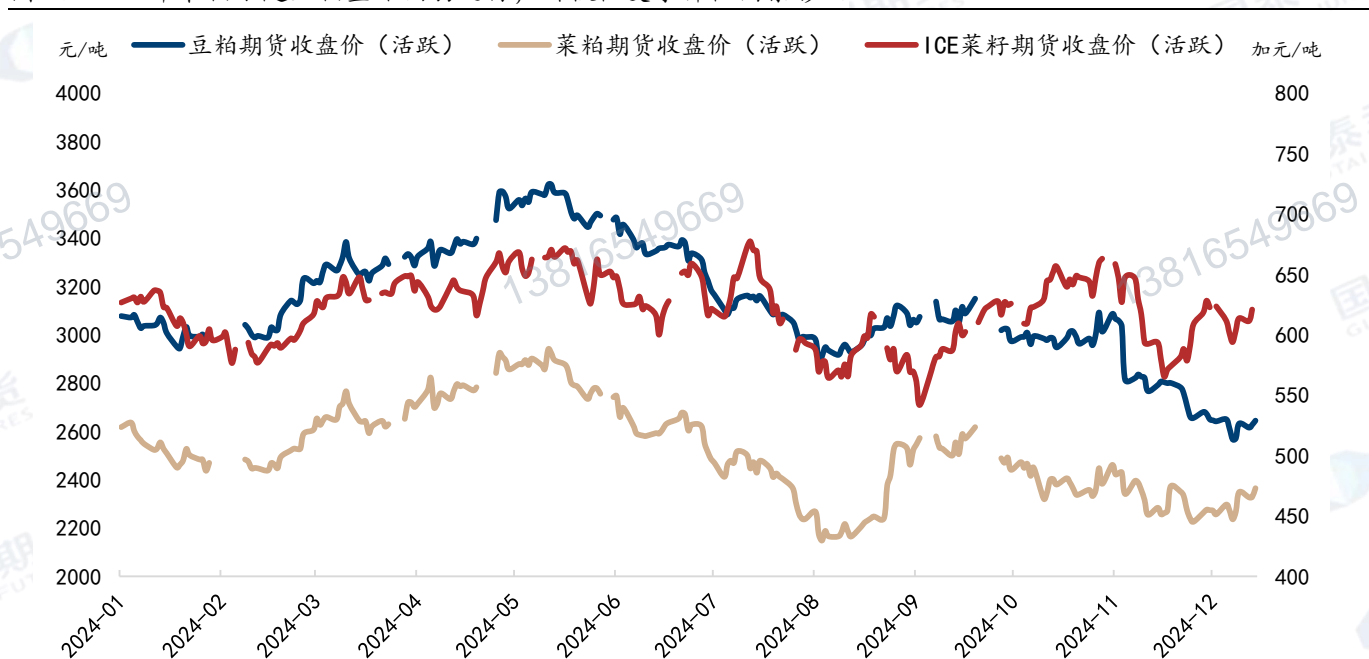
菜粕：主要跟随豆粕走势，事件性因素阶段性影响行情

**第一阶段（2024 年 1 月-5 月），先跌后涨，南美大豆供应压力提前交易：**2 月份之前，巴西大豆的丰产预期导致 CBOT 大豆和巴西大豆升贴水双双下跌，成本端的下行压力导致豆粕下行，带动菜粕下行。3 月份之后，由于马托格罗索州的干旱以及南里奥格兰德的洪水，巴西产量预估持续下调，另外，由于 2 月份之前提前交易了一波供应压力，4、5 月份巴西大豆贴水没有像 2023 年那样出现大幅下跌，这样，在南美大豆供应压力逐渐交易完毕，市场开始转向交易美国天气的情况下，菜粕跟随豆粕迎来了一波反弹行情。期间，4 月底 5 月初左右，欧洲菜籽在花期突遇倒春寒天气，但是一方面由于欧菜籽减产幅度无法准确估量，另一方面受加菜籽出口不畅影响，国际菜籽价格并没有出现大幅上涨，所以菜粕并没能走出独立行情。

**第二阶段（2024 年 6 月-8 月），北美天气炒作落空，国内蛋白大供应，菜粕持续下行：**6-8 月份是传统的北美天气市时间，但是 2024 年美国中西部和加拿大大平原地区的整体天气情况都不错，天气因素未能给出持续上涨驱动，而南美大豆产量创纪录的影响逐渐显现，进口大豆榨利丰厚，国内大量采购巴西大豆，进口大豆和豆粕库存持续上升，在国际大豆价格下行和国内蛋白粕供应压力上升的双重影响下，菜粕跟随豆粕持续下行。期间，加菜籽主产区 SK 和 AB 的菜籽优良率大幅下降，一度导致加拿大菜籽产量预估下调，再加上加菜籽从 6 月份以后出口大幅好转，推动 ICE 菜籽上涨，但是由于国内早已提前采购大量的菜籽，所以 ICE 菜籽的上涨并未能带动国内菜粕期货上涨。

**第三阶段（2024 年 9 月至今），事件性因素阶段性影响菜粕走势，但最终菜粕跟随豆粕走弱：**9 月初商务部公告称对加拿大菜籽进行反倾销调查，菜粕独自走强，豆粕价格差收窄，之后几个月，市场阶段性交易加菜籽反倾销调查这一事件，但是菜粕的反应一次弱于一次，菜粕再次回归成本和库存双重压力的基本面。另外，由于巴西大豆产区天气一直未出现明显问题，市场对 2025 年巴西大豆丰产的担忧情绪日渐上升，CBOT 大豆缺乏上涨驱动，国际大豆升贴水开始走弱，在成本下行和国内供应基本充足情况下，豆粕带动菜粕走弱。

图 1：2024 年菜粕跟随豆粕整体偏弱运行，阶段性受事件性因素影响



资料来源：Wind，国泰君安期货研究



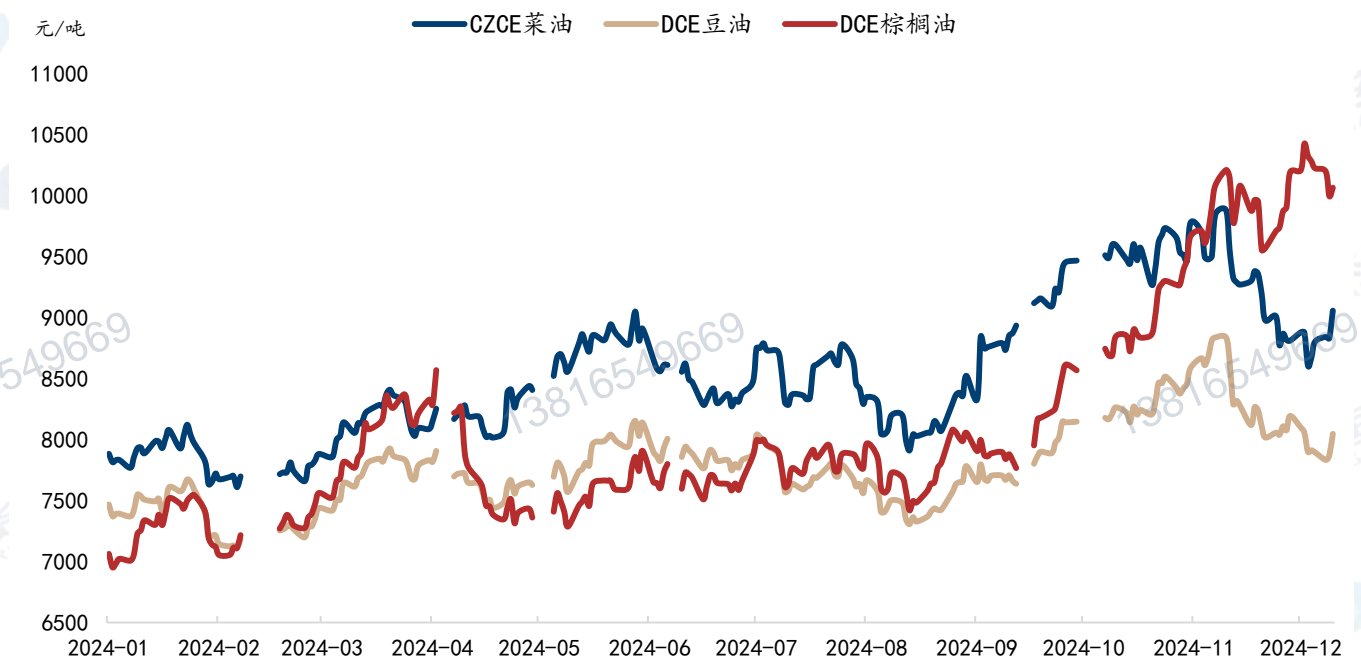
菜油：全年震荡上行，因供应宽松价格受到压制，受事件性因素和棕榈油上涨影响阶段性涨势较大

**第一阶段（2024 年 1 月-5 月），先跌后涨，先受棕榈油上涨带动，后因欧菜籽减产走势强于棕榈油：**1 月份，油脂整体仍然延续 2023 年 7 月份以来的下行势头，1 月底受巴西大豆的丰产预期影响，CBOT 大豆和巴西大豆升贴水双双下跌，导致菜油跟随整体油脂板块下行，2 月份，市场交易马来低库存和天气，菜油在棕榈油强势的影响下企稳。3 月-4 月初，马来棕榈油库存下降较快以及斋月备货预期持续推动棕榈油上涨，大豆方面巴西产量预估持续下调也提供了支撑，菜油跟随整体油脂板块上涨。4 月以后，由于一季度国内菜籽进口量明显低于 2023 年 4 季度，国内菜油供应压力有所缓解，再加上 3、4 月份，中国两湖地区和欧洲菜籽西部产区接连出现寒潮天气，对国产菜籽和欧菜籽产量的担忧，推动菜油上涨并强于豆、棕油，这波涨势持续到 5 月底。

**第二阶段（2024 年 6 月-8 月），油料作物没驱动，菜油两次上冲后回落：**6-8 月份是传统的北美天气市时间，但是 2024 年美国中西部和加拿大大平原地区的整体天气情况都不错，天气因素未能给到加菜籽和美豆上涨驱动，棕榈油也面临产地 8-10 月份的产量高峰，6、7 月份，菜油连续两次尝试上冲未果。8 月上半月，受美国大豆和加菜籽丰产预期影响，菜油一度跌破 6-7 月的震荡区间下行，8 月下半月，在棕榈油交易印尼减产和印度消费旺季而大幅上涨的带动下，菜油回到 6-7 月份的震荡区间内。

**第三阶段（2024 年 9 月至今），受事件性因素和棕榈油带动上涨，11 月中旬后回归供需逻辑：**9 月初商务部公告称对加拿大菜籽进行反倾销调查，菜粕回到 6、7 月份的高点附近，之后在棕榈油强势上涨的带动下，菜油接连突破 6、7 月的高点和 5 月底的高点，并且在 9 月底 10 月初跟随整体金融市场在情绪上达到最高峰，随后虽然棕榈油继续高歌猛进，但是由于市场已经比较充分的计价了加菜籽反倾销调查的影响，在加菜籽盘面榨利大幅上升和菜油进口利润大幅上升的情况下，时不时传出的菜籽和菜油新增采购的消息令菜油未能进一步上涨而只是保持高位震荡。11 月中旬，随着 OI1-5 价差收窄到 0 以下后，市场开始交易近端菜油供应压力，菜油从高位回落，之后菜油 05 围绕进口菜油成本上下波动。

图 2：2024 年菜油跟随整体油脂板块偏强运行



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

## 2. 菜系商品主要供需矛盾分析

### 2.1 欧洲：菜籽、葵籽大幅减产情况下菜籽进口需求或将大增

**2024/25 年度全球菜籽、葵籽同比大幅减产，主要减产地区是欧洲（欧盟和黑海地区）。**根据美国农业部（简称 USDA，下同）的数据显示，全球 2024/25 年度菜籽产量较 2023/24 年度减少 371 万吨，其中欧盟菜籽产量同比减少 269 万吨，乌克兰菜籽产量同比减少 100 万吨（见表 1）。全球 2024/25 年度葵籽也大幅减产，同比减少 552 万吨，其中乌克兰葵籽产量同比减少 260 万吨，欧盟葵籽产量同比减少 135 万吨，俄罗斯葵籽产量同比减少 80 万吨。

表 1：2024 年度全球菜籽产量同比减少，其中欧盟和乌克兰同比减产幅度较大

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25f	同比	比5年均值
欧盟	1805	1525	1673	1735	1961	1993	1724	-269	-54
加拿大	2072	1991	1949	1425	1885	1919	1880	-39	46
中国	1328	1349	1405	1471	1553	1632	1580	-52	98
印度	750	740	860	1110	1120	1160	1210	50	212
澳大利亚	237	230	476	682	827	594	560	-34	-2
乌克兰	285	347	275	302	350	475	375	-100	25
俄罗斯	199	204	257	278	430	420	500	80	182
美国	164	155	160	124	174	190	225	36	65
孟加拉	68	75	79	82	105	161	143	-18	43
白俄罗斯	46	58	73	72	80	90	108	18	34
其他	395	359	270	303	405	355	313	-42	-25
全球菜籽产量	7349	7033	7475	7583	8890	8989	8618	-371	624

资料来源：USDA，国泰君安期货研究

表 2：2024 年度全球葵籽产量同比减少，其中乌克兰、欧盟和俄罗斯同比减产幅度较大

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25f	同比	比5年均值
俄罗斯	1271	1531	1327	1557	1625	1710	1630	-80	80
乌克兰	1500	1650	1410	1750	1220	1550	1290	-260	-226
欧盟	951	947	890	1033	939	1013	878	-135	-86
阿根廷	353	286	325	405	502	390	400	11	19
中国	249	266	257	215	174	198	175	-23	-47
土耳其	180	175	156	175	190	155	138	-18	-33
哈萨克斯坦	85	84	84	103	130	124	140	16	35
摩尔多瓦	86	92	54	96	86	90	74	-16	-9
塞尔维亚	73	73	64	61	64	73	63	-10	-4
南非	68	79	68	85	72	64	70	7	-3
其他	216	208	254	206	276	238	194	-44	-42
全球葵籽产量	5033	5391	4887	5686	5278	5603	5051	-552	-318

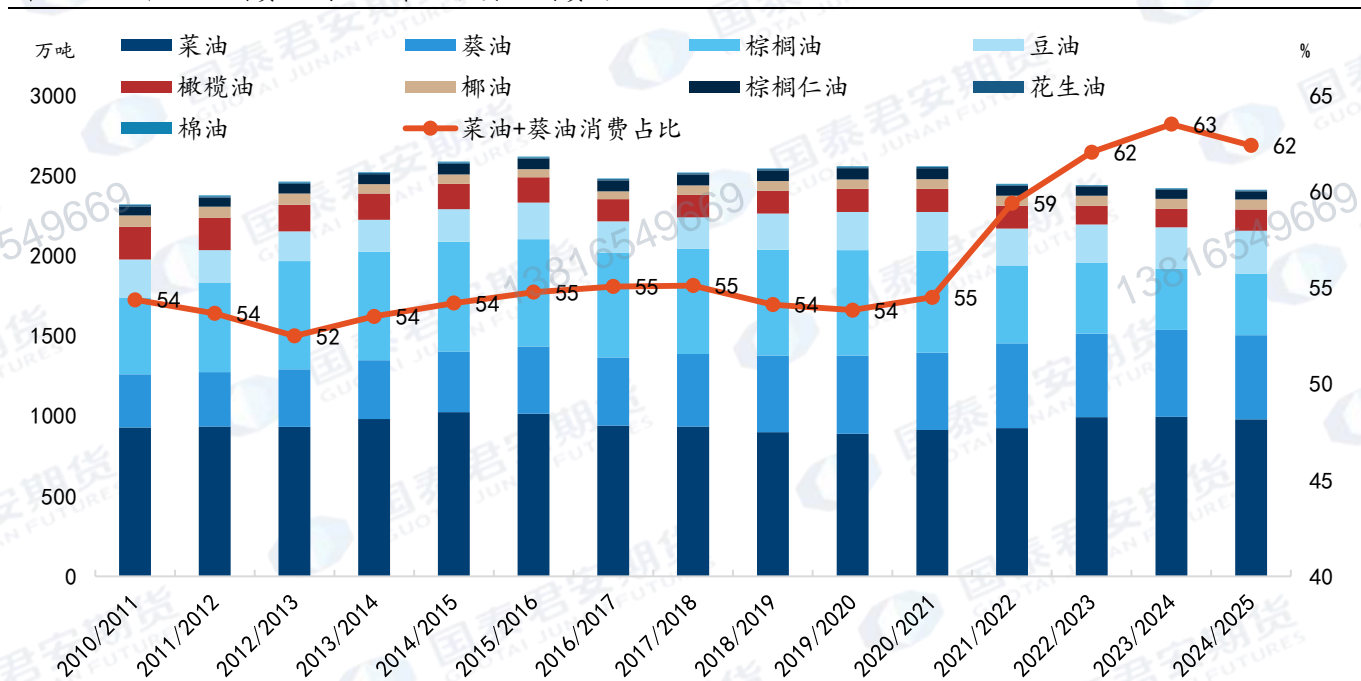
资料来源：USDA，国泰君安期货研究

**2024/25 年度预计欧盟将增加菜籽和大豆进口。**欧盟是全球菜油和葵油的最大消费区域，菜油和葵油的消费通常要占到欧盟植物油消费量的 50%以上，近几年，随着欧盟对棕榈类植物油进口的减少，菜油和葵油的消费占比持续上升至 60%左右（见图 3）。由于欧盟本年度菜籽和葵籽大幅减产，所以欧盟需要通过进口来补充植物油供应。从消费习惯来看，欧盟将首选增加菜油和葵油（菜籽、葵籽）的进口，历史数据来看，欧盟主要通过进口葵油和菜籽来补充葵油和菜油的供应，菜油和葵籽的直接进口量非常少，其中，葵油主要从乌克兰进口，菜籽主要从澳大利亚、乌克兰和加拿大进口（见图 4）。另外，从 2024/25 年度四大油料作物的供应以及欧盟本



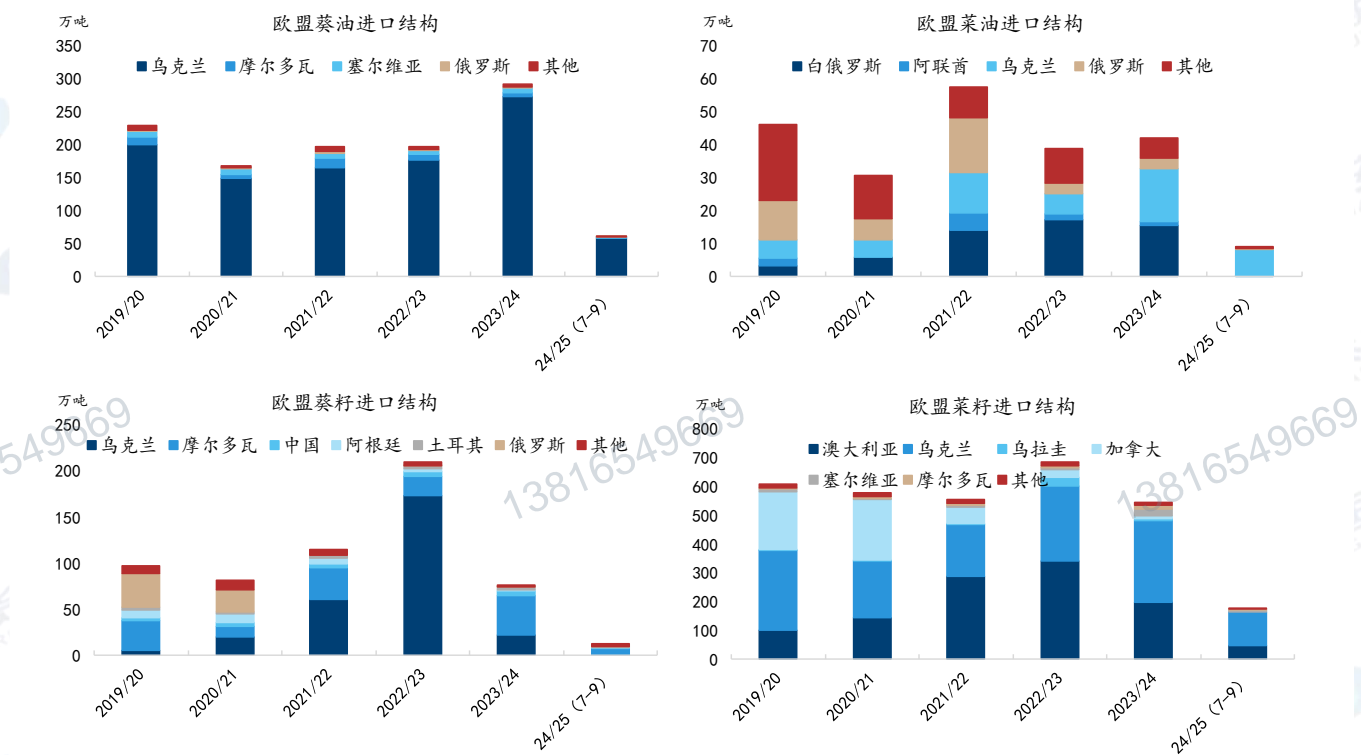
年度以来（2024 年 7 月份以来）的进口结构来看，欧盟主要增加了大豆和菜籽的进口（见图 5）。

图 3：欧盟植物油消费结构：以菜油和葵油消费为主



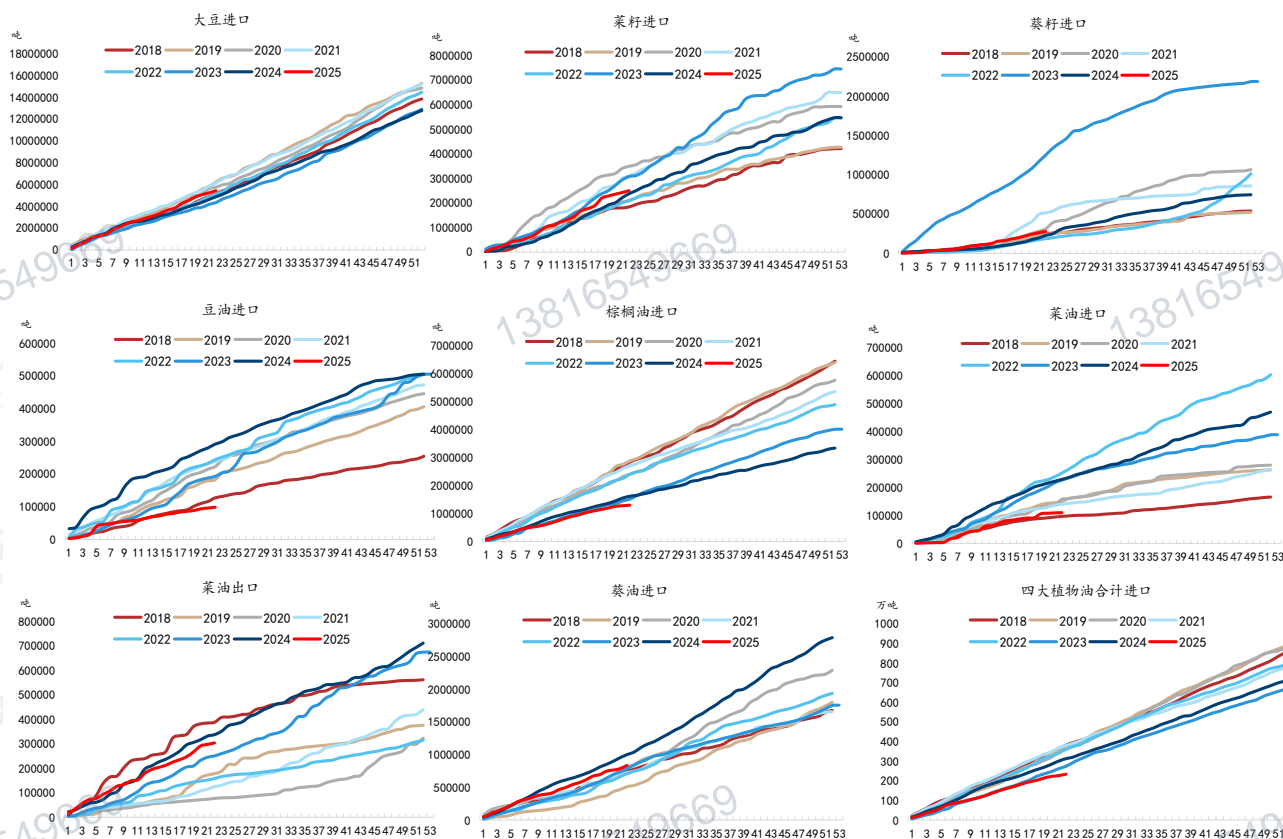
资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 4：欧盟进口菜籽和葵油为主，菜籽主要来自澳大利亚、乌克兰和加拿大，葵油主要来自乌克兰



资料来源：欧盟统计局，国泰君安期货研究

图 5：本年度以来欧盟进口大豆、菜籽和葵籽同比增加，其他油脂和油料的进口均同比减少



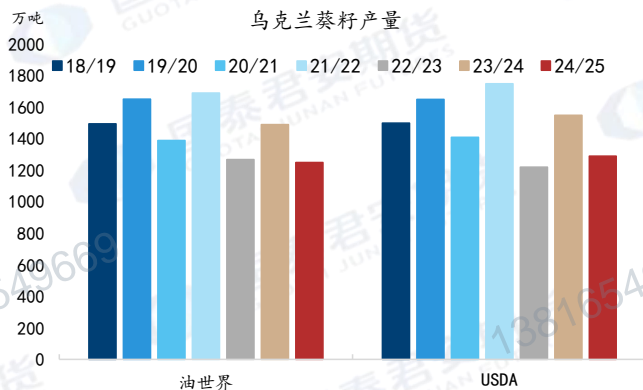
资料来源：欧盟统计局，国泰君安期货研究

**2024/25 年度欧盟或将大量增加加拿大菜籽进口。**由于消费习惯和当地油厂的压榨偏好和产能的限制，欧盟年度消费豆油的量相对是有限的，历史上欧盟年度大豆进口量最多为 1530 万吨，2023/24 年度大豆进口量为 1280 万吨；历史上欧盟豆油年度进口量最多为 51 万吨左右，最近几年基本都是这个数量，本年度以来豆油进口量远低于过去几年水平，初步预估豆油年度消费量同比增量最多 50 万吨。受欧盟绿色能源政策（RED III）和即将推出的 EUDR 政策的影响，欧盟的棕榈油进口难有增量，如果考虑到 EUDR 政策执行之前的投机需求，2024/25 年度欧盟棕榈油进口量最多与上一年度持平。由于 2024/25 年度欧盟菜籽和葵籽同比减产 270 和 180 万吨（相当于少了 180-190 万吨油脂），所以，如果要保障消费稳定，欧盟还是不得不考虑多进口葵油和菜籽。不过，2024/25 年度乌克兰葵籽和菜籽大幅减产，澳大利亚菜籽同比减产并且不像 2023/24 年度有那么多结转库存，所以，能够为欧盟提供大量供应的只有加拿大菜籽。

**2024/25 年度，欧盟可进口的乌克兰葵油将同比减少。**油世界预测 2024/25 年度乌克兰葵籽产量同比减产 240 万吨，USDA 预测 2024/25 年度乌克兰葵籽产量同比减产 260 万吨。据此计算乌克兰葵油出口可能同比减少 103-112 万吨，APK-INFORM 预测 2024/25 年度乌克兰葵油出口同比将减少 75 万吨，从过去 5 年的数据来看，乌克兰葵油的出口中欧盟占比 30-46%（见图 7），所以乌克兰葵籽减产可能造成欧盟可进口葵油减少 30-50 万吨。目前乌克兰葵籽的最终减产幅度还未确定，如果乌克兰葵籽减产幅度大于目前市场的预期，则欧盟 2024/25 年度葵油进口量同比减幅或进一步扩大；另外，乌克兰葵油除了出口欧盟以外，还出口印度、土耳其、中国等国家，乌克兰对欧盟的葵油出口还需要看其他国家的需求和价格情况；从月度出口情况来看，乌克兰葵油出口的季节性不是很明显，通常 9-5 月份的出口量比较大，6-8 月份余量较少。

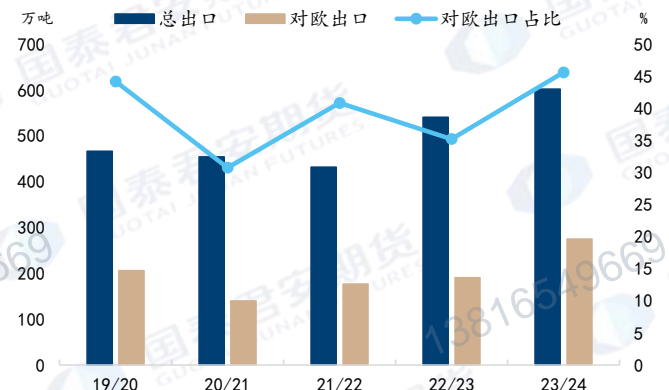


图 6：2024/25 年度乌克兰葵籽同比减产



资料来源：油世界，USDA，国泰君安期货研究

图 7：欧盟每年进口葵油约占乌克兰出口的 30-46%



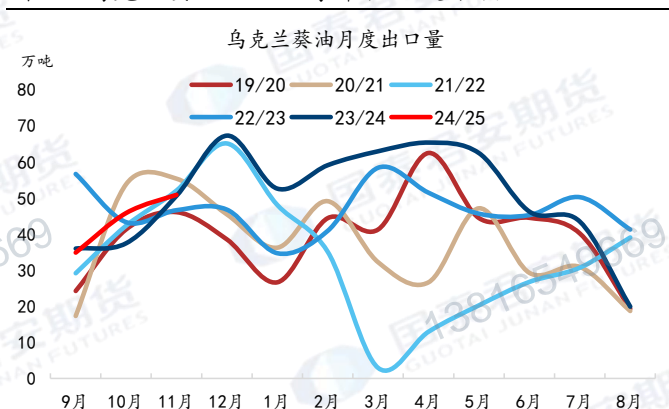
资料来源：欧盟统计局，乌克兰农业部，国泰君安期货研究

表 3：乌克兰葵油平衡表

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25f
葵籽压榨	1480	1643	1375	1080	1400	1570	1255
期初库存	28	4	19	28	9	8	12
产量	636	739	591	464	602	675	540
进口量	0	0	0	0	0	0	0
总供应	664	743	610	492	612	683	552
出口量	606	669	527	447	562	626	500
工业消费	3	3	3	2	2	3	3
食用消费	52	52	52	35	40	41	43
国内总消费	55	55	55	37	42	44	46
期末库存	4	19	28	9	8	12	7

资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 8：乌克兰葵油出口的季节性不是很明显



资料来源：路透，国泰君安期货研究

2024/25 年度欧盟从乌克兰和澳大利亚进口的菜籽数量或和 2023/24 年度基本持平，其中，欧盟进口乌克兰菜籽或同比小幅减少，欧盟进口澳大利亚菜籽或同比小幅增加。油世界预测 2024/25 年度乌克兰菜籽产量为 385 万吨，同比减产 78 万吨，USDA 预测 2024/25 年度乌克兰菜籽产量 375 万吨，同比减产 100 万吨。由于 2023/24 年度乌克兰菜籽丰产，产量比出口量多 105 万吨，乌克兰正常年度的菜籽压榨量小于 40 万吨，所以有可能有菜籽结转到 2024/25 年度，2024/25 年度乌克兰菜籽出口量或高于 USDA 预估的 337 万吨，本年度前 5 个月，乌克兰菜籽出口同比增 37 万吨，不过 11 月出口量开始明显下降，2024/25 年度乌克兰菜籽出口或在 350 万吨左右。本年度前 3 个月（7-9 月）欧盟进口乌克兰菜籽 118 万吨，远超去年同期，根据前三个月的情况推算，预估 2024/25 年度乌克兰或出口欧盟 235 万吨菜籽，同比减少 47 万吨。澳大利亚农业部 12 月的报告显示，2024/25 年度澳大利亚菜籽产量为 559 万吨，同比减少 46 万吨，由于 2023/24 年度澳菜籽出口强劲，所以基本没有结转库存，扣除 110 万吨左右的国内压榨量，预计 2024/25 年度澳大利亚可以出口的菜籽数量约为 450 万吨左右，将同比减少 156 万吨。澳大利亚菜籽对欧盟出口的主要时间为 11 月到来年 5 月，历史数据来看，澳籽出口中欧盟占比在 50-85% 之间，当前欧菜籽和澳菜籽的价差和 2020/21 年度类似，根据 2020/21 年度澳菜籽对欧盟出口份额推算，预计 2024/25 年度澳菜籽可能有 280 万吨出口至欧盟，同比增 45 万吨。

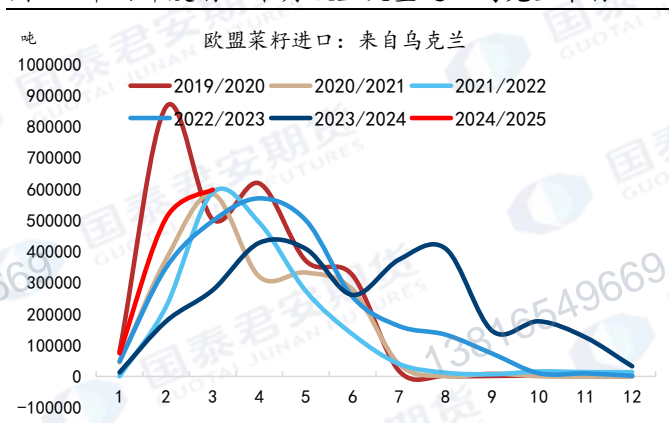


表 4：乌克兰菜籽平衡表

	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25f
收割面积(万公顷)	119	104	123	160	135
期初库存(万吨)	3	15	7	0	0
产量(万吨)	275	302	350	475	375
进口(万吨)	7	1	4	1	3
总供应(万吨)	285	318	361	476	378
出口(万吨)	240	270	342	370	337
压榨(万吨)	30	40	18	105	40
饲用等消费(万吨)	0	1	0	1	1
总消费(万吨)	30	41	19	106	41
期末库存(万吨)	15	7	0	0	1
单产(吨/公顷)	2.31	2.91	2.85	2.93	2.74

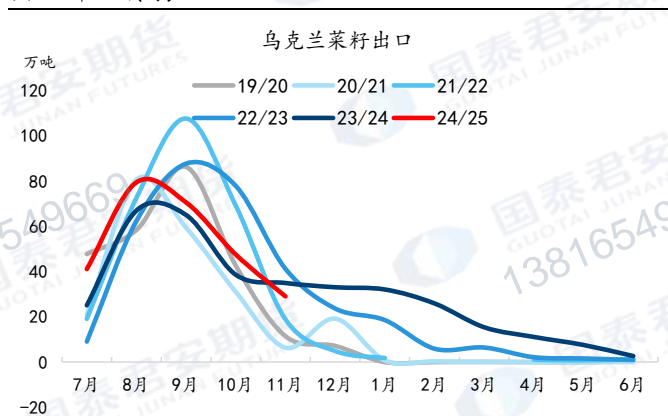
资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 9：市场年度前三个月欧盟大量进口乌克兰菜籽



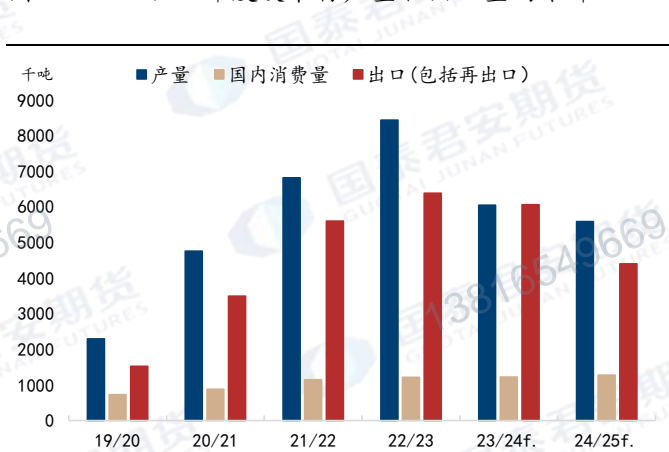
资料来源：欧盟统计局，国泰君安期货研究

图 10：本年度前 5 个月乌克兰菜籽出口强劲，但 11 月出口开始转弱



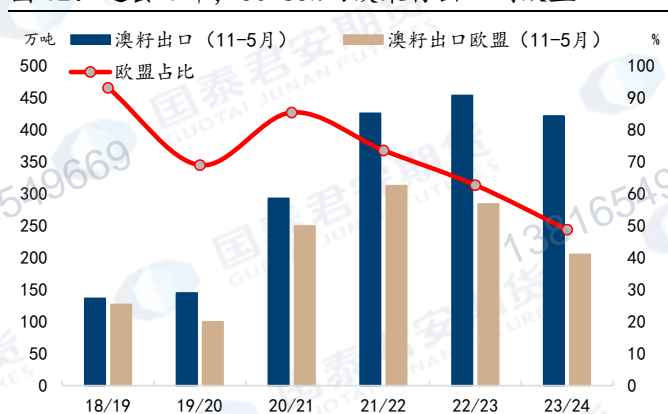
资料来源：乌克兰农业部，国泰君安期货研究

图 11：2024/25 年度澳菜籽产量和出口量均下降



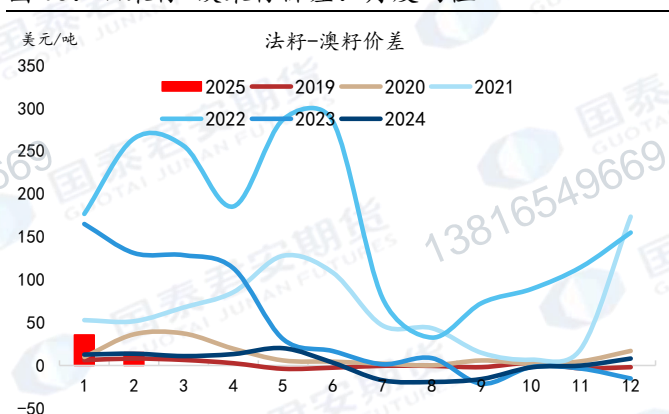
资料来源：澳大利亚农业部，国泰君安期货研究

图 12：过去 4 年，50-85%的澳菜籽出口到欧盟



资料来源：澳大利亚海关，国泰君安期货研究

图 13：法菜籽-澳菜籽价差：月度均值



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

2024/25 年度欧盟或需要多进口超过 200 万吨加拿大菜籽。根据 USDA 的数据，欧盟近 4 年的生物柴油原料的需求是稳定的，其中，菜油的占比最大，在 UCO 和 POME(PFAD)这两类原料的增量存在不确定性的情况下，菜油的工业需求很难大幅下降，2025 年豆油或部分替代菜油（上文提到 2024/25 年度豆油供应或增 50 万

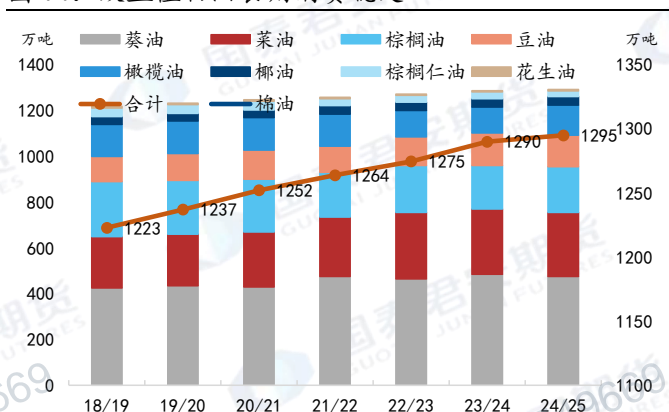
吨)。USDA 预估欧盟植物油的食用需求稳步增长，但是增幅非常有限，从结构上来看，欧盟食用植物油中，占比最大是葵油，其次是菜油、棕榈油、豆油和橄榄油，棕榈油现在价格偏贵，豆油和橄榄油的增量有限（橄榄油从减产中恢复，同比增 20 万吨）；而 2024/25 年度欧盟自产+进口的葵油或合计减少 85-105 万吨，如果考虑阿根廷葵油去欧盟，对应的还是会短缺 40-60 万吨葵油，需要菜油来补充。目前，油世界和欧盟统计局预估 2024/25 年度欧盟菜油消费量将同比减少 60 万吨左右，USDA 预估 2024/25 年度欧盟菜油消费量同比减少 15 万吨。我们认为欧盟 2024/25 年度植物油需求保持稳定小幅增长，根据我们的计算，我们预计 2024/25 年度欧盟菜油消费量或同比减少 5-25 万吨之间（约等于-12 到-48 万吨菜籽）。考虑到 2024/25 年度欧盟菜籽产量同比减少 270-340 万吨左右（不同机构对 2024/25 年度欧菜籽减产幅度预估不同，以及乌克兰+澳大利亚菜籽进口或同比持平，欧盟或需要从加拿大同比多进口 222-328 万吨菜籽。

表 5：欧盟植物油工业需求稳定，其中菜油需求最大

欧盟BD+RD+SAF原料消费量						
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
菜油	595	580	608	620	638	640
UCO	336	350	400	374	353	368
动物油脂	119	125	130	105	100	102
豆油	107	90	78	95	109	90
葵油	27	24	23	30	26	27
棕榈油	260	150	89	38	24	10
其他	60	141	171	236	253	273
合计	1504	1460	1498	1498	1502	1510

资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 14：欧盟植物油食用消费稳定



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

表 6：2024/25 年度欧盟菜油消费或同比小幅下降，由于欧盟菜籽大幅减产，所以需要进口更多菜籽

机构	植物油	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25	同比	和4年均值比
油世界 (MY:10-9月)	菜油	926	958	1012	1067	1009	-58	18
	葵油	469	531	539	609	616	6	79
	棕榈油	746	655	624	528	498	-30	-140
	豆油	241	235	235	261	281	20	38
	四油合计	2382	2379	2410	2466	2404	-62	-6
USDA (MY:10-9月)	菜油	913	925	993	995	980	-15	24
	葵油	481	529	521	541	524	-18	6
	棕榈油	636	485	440	383	385	2	-101
	豆油	243	231	241	258	266	8	23
	四油合计	2273	2169	2194	2177	2154	-23	-49
欧盟统计局 (MY:7-6月)	菜油	888	913	1008	942	873	-68	-64
	葵油	440	531	477	565	440	-125	-63
	棕榈油	617	532	494	393	280	-113	-229
	豆油	268	252	232	272	245	-26	-10
	四油合计	2213	2229	2210	2172	1839	-333	-367

资料来源：油世界，USDA，欧盟统计局，国泰君安期货研究

## 2.2 加拿大：2025 年加菜籽、加菜油贸易流向或有所变化，加菜籽出口或远超预期

2024/25 年度加拿大菜籽供应仍较充足，需要关注的是加拿大菜籽的出口和压榨量怎么分配。根据加拿大统计局的最新数据显示，2024/25 年度加拿大菜籽产量为 1784 万吨，同比减少 115 万吨；USDA 和油世界对



2024/25 年度加拿大菜籽的产量预估为 1880 万吨和 1860 万吨。考虑到 2023/24 年度加拿大菜籽的结转库存为 275 万吨，同比多 89 万吨，所以即使加菜籽产量真低于 1800 万吨，总体来看 2024/25 年度加菜籽的供应同比减幅不大。加菜籽 2025 年面临的主要问题是，在中国对加拿大菜籽进行反倾销调查，以及美国新任总统可能削弱美国生柴需求和对加拿大商品加征 25%关税的情况下，加拿大菜籽和菜油能出口多少以及出口到哪里，加拿大菜系商品的供应是偏宽松还是偏紧。加拿大菜系商品的供需情况仍然是全球菜系商品定价的锚。

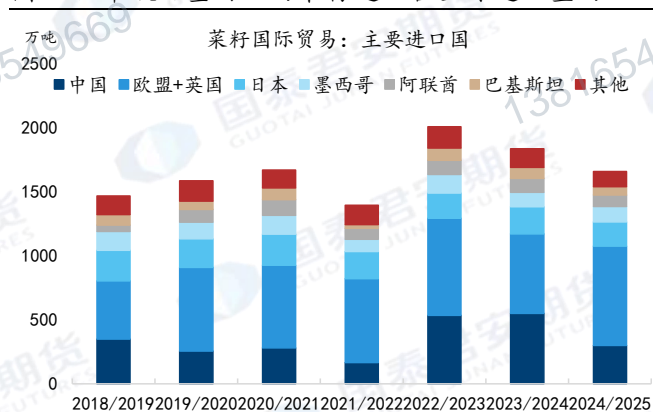
表 7：2024/25 年度加拿大菜籽供应仍较充足，关注菜籽出口和压榨

	加拿大统计局				USDA		油世界	
	21/22	22/23	23/24	24/25f.	23/24	24/25f.	23/24	24/25f.
期初库存	178	149	186	275	186	275	185	295
产量	1425	1885	1919	1784	1919	1880	1919	1860
进口	10	15	28	10	28	10	28	19
总供应	1613	2049	2132	2069	2133	2165	2132	2174
出口	525	795	668	750	675	675	675	835
食品和工业用途	856	996	1103	1150	1103	1200	1103	1125
残余	78	65	80	58	80	69	59	64
总需求	940	1068	1189	1214	1183	1269	1162	1189
期末库存	149	186	275	105	275	221	295	150

资料来源：加拿大统计局，USDA，油世界，国泰君安期货研究

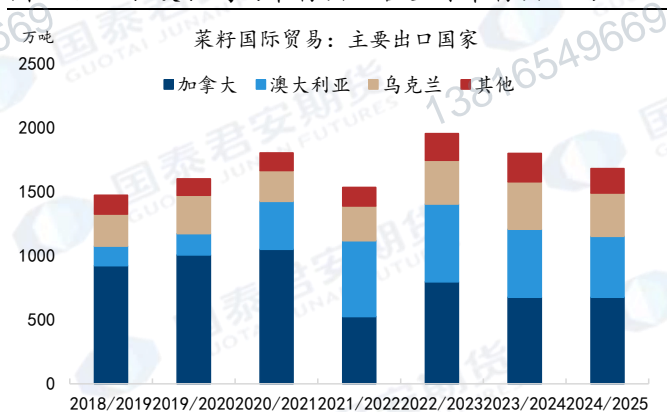
加拿大菜籽的出口量及节奏将由欧盟来决定。从过去 5 年全球菜籽贸易来看，中国、欧盟+英国、日本、墨西哥、阿联酋、巴基斯坦的菜籽进口需求占到全球菜籽需求的 90%以上；加拿大、澳大利亚和乌克兰的菜籽出口占到全球菜籽出口的 90%左右。根据上文分析，由于产量下降，2024/25 年度澳大利亚和乌克兰的菜籽出口将同比减少 166 万吨，所以 2024/25 年度全球菜籽出口将更加依赖加拿大。进口需求方面，根据 USDA 的数据，日本、墨西哥、阿联酋和巴基斯坦的菜籽进口量都比较稳定（和菜系商品需求以及菜籽压榨产能有关）：日本的菜系商品的需求应该可以被其他油料作物部分替代，日本菜籽的刚性进口需求大概在 200 万吨左右，墨西哥一般进口 20-30 万吨菜油和 110-120 万吨菜籽，巴基斯坦在正常菜籽价格下进口 80 万吨左右菜籽，阿联酋通常进口 110-120 万吨菜籽。由于中国从 9 月份开始对加拿大菜籽进口反倾销调查，中国 2025 年以后对加拿大菜籽的采购大幅下降，2024/25 年度（2024 年 8 月到 2025 年 7 月）中国进口加拿大菜籽数量预计 300 万吨左右，同比减少 180 万吨，所以，加拿大菜籽的出口主要看欧盟。

图 15：中欧日墨阿巴的菜籽进口占全球进口量的 90%



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

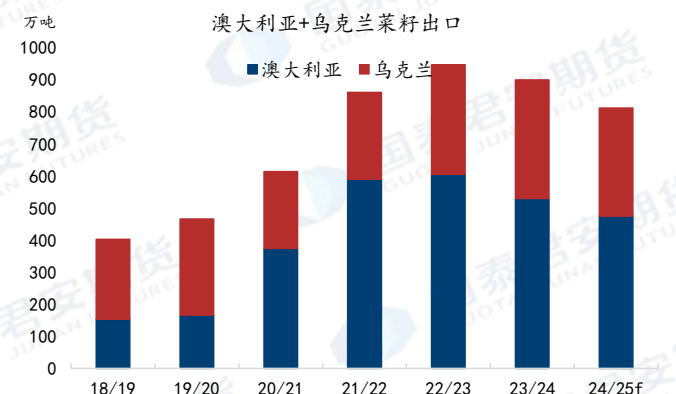
图 16：加、澳、乌的菜籽出口占全球菜籽出口的 90%



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

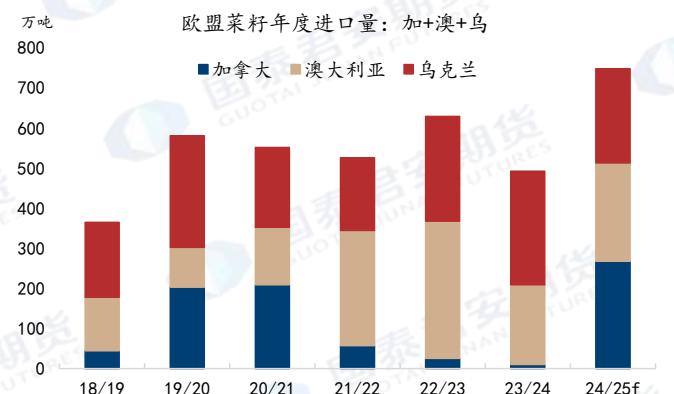
2024/25 年度加拿大菜籽出口很可能超预期，集中出口中国之后的出口高峰在 2025 年二季度。根据前文的分析，欧盟 2024/25 年度进口澳大利亚+乌克兰的菜籽总量可能和 2023/24 年度持平，在其他国家菜籽进口需求基本稳定的情况下，2024/25 年度澳大利亚+乌克兰菜籽同比减产 166 万吨的影响将直接导致加拿大菜籽的出口增加 150 万吨。同时，欧盟将增加 222-328 万吨的加拿大菜籽的进口。这样，中国以外国家对加拿大菜籽的进口需求或将增加 372-478 万吨，扣除中国进口减少 180 万吨，加拿大菜籽的出口将增加 192-298 万吨，加拿大 2024/25 年度菜籽出口需求将达到 867-973 万吨，超过油世界的预估。节奏上来看，随着乌克兰菜籽出口减少以及加拿大对中国的集中出口结束，1 月份加拿大对欧盟和其他国家的出口将开始增加，4-6 月份加拿大每个月对欧盟的菜籽出口或将比 1-3 月份再翻一番。

图 17：澳+乌菜籽年度出口将同比减少 100 万吨以上



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 18：欧盟对加拿大菜籽进口预计同比大增

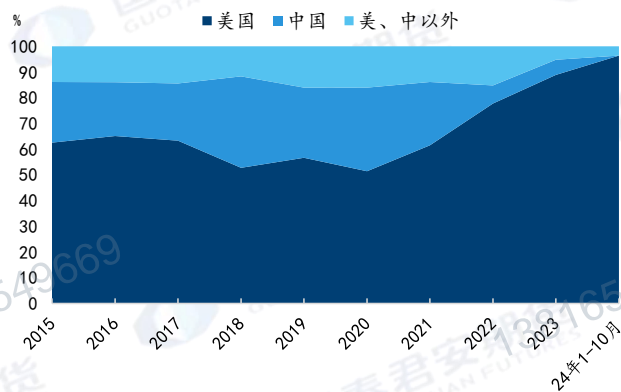


资料来源：欧盟统计局，国泰君安期货研究

2024/25 年度加拿大菜籽压榨量看菜油出口需求，加拿大菜油出口目的地关注美国和中国。根据加拿大统计局的数据显示，2022 年以来加拿大菜油绝大部分出口给了美国，且美国占比逐年上升，2024 年加拿大菜油对其他国家的出口降到了 5% 以下（见图 19）。美国菜油进口需求激增主要受美国生柴需求激增影响，2025 年随着美国新总统上任，市场担忧美国生柴政策将发生变化，美国的菜油进口需求将下降，另外美国可能对加拿大商品加征 25% 关税也将影响美国的菜油进口需求。从 EIA 的数据来看 2021/22 年度（7-6 月）美国生柴中菜油消耗 52 万吨，2023/24 年度美国生柴中菜油消耗上升到 178 万吨，增加 126 万吨。根据 USDA 的数据，美国菜油的食用消费可以达到 200-230 万吨，最近 3 年小幅增长，在 2022-2024 年加拿大菜油价格远高于其他植物油的时候美国菜油的食用消费仍然是稳定的，所以预计加征关税对美国菜油的食用消费的影响会非常有限，加拿大对美国的菜油出口预计主要受美国生柴政策、生柴企业生产利润、炼厂掺混利润影响，综合考虑美国生柴总需求可能下降以及加菜油和美豆油价差，我们认为美国生柴原料中的菜油消费可能降至 70-80 万吨左右。这样年度美国菜油消费需求在 270-310 万吨，扣除自己生产 80-90 万吨，进口需求大约 180-230 万吨。加拿大 2023/24 年度出口 324 万吨菜油给美国，年度来看加菜油出口美国可能同比将减少 94-144 万吨。从历史数据来看，美国和中国以外地区年度进口加拿大菜油最多 61 万吨（2019/20 年度），2023/24 年度是 11 万吨，所以美国、中国以外地区可能可以增加 50 万吨左右的菜油进口，加菜油出口的同比降幅仍有 44-94 万吨，需要关注中国是否有这么多的进口需求和能力。44-94 万吨的菜油对应 105-225 万吨的菜籽压榨。单独考虑加拿大的 2024/25 年度（8-7 月），目前已经过去了 5 个月，加拿大菜籽的周度压榨量非常强劲，或许表明在美国新总统上任前菜油出口强劲，这样 2024/25 年度加拿大菜油对美出口或仅下降不到 50 万吨，其他国家如果增加 30 万吨左右的进口的话，中国只要多进口 20 万吨就可以令加菜油出口和 2023/24 年度持平；不过，如果要实现 USDA 预估的 1200 万吨的压榨，需要中国多进口 60 万吨加菜油。

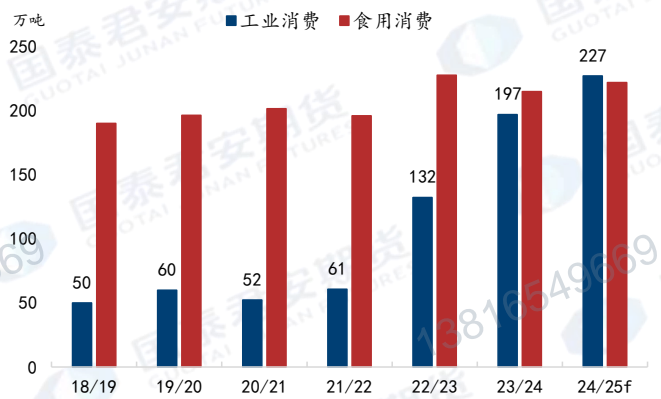


图 19：加菜油绝大部分出口给了美国



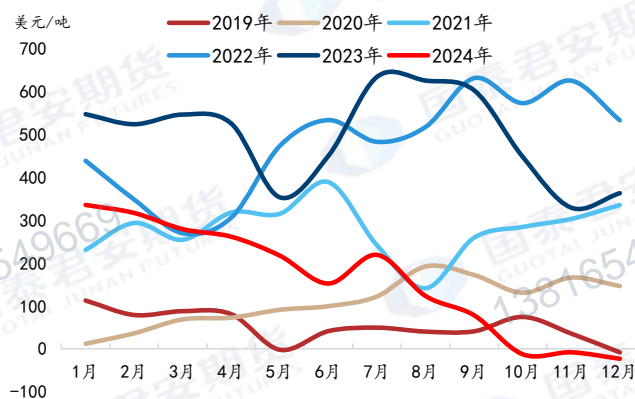
资料来源：加拿大统计局，国泰君安期货研究

图 20：美国菜油食用消费稳定



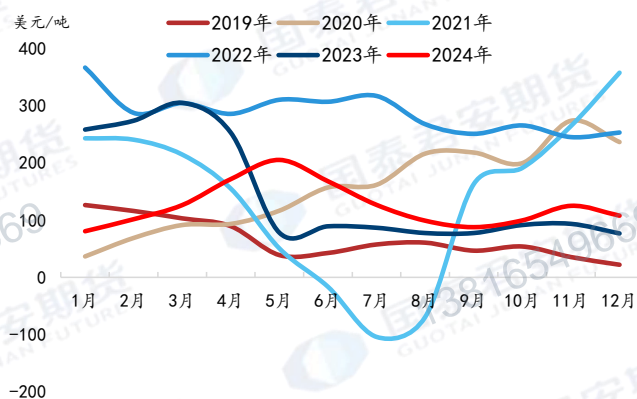
资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 21：加菜油和阿根廷豆油 FOB 价差月度均值



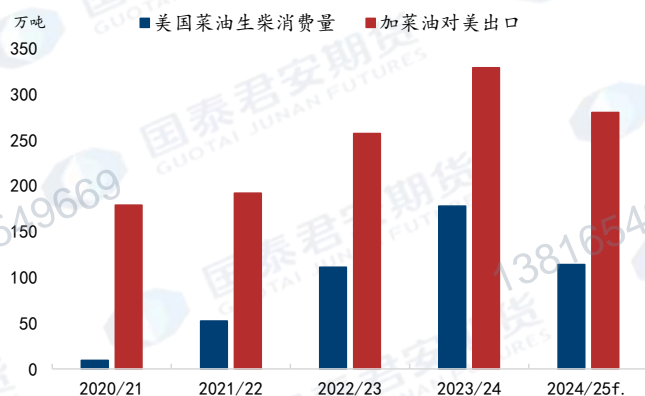
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 22：加菜油和美豆油 FOB 价差月度均值



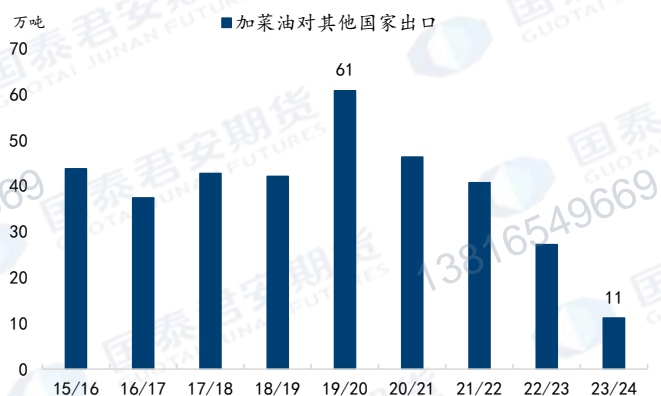
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 23：加菜籽市场年度美国菜油生柴和进口需求预估



资料来源：EIA，加拿大统计局，国泰君安期货研究

图 24：加菜油对美、中以外地区的年度出口量



资料来源：加拿大统计局，国泰君安期货研究

图 25：本年度前 3 个月加菜籽压榨保持强劲

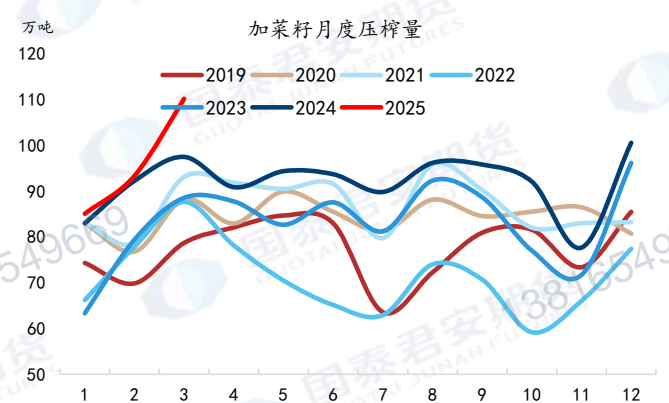
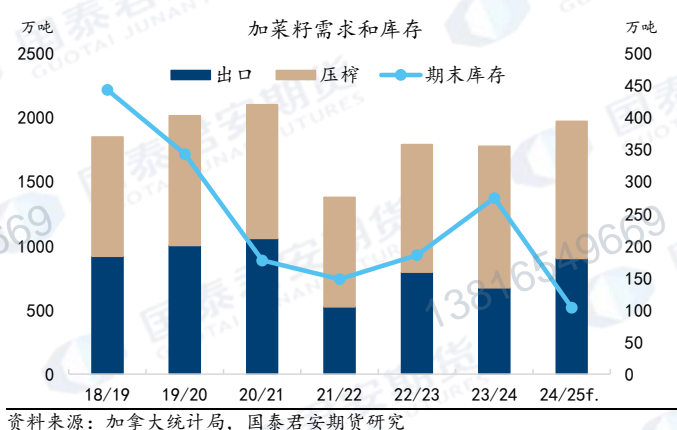


图 26：2024/25 年度加菜籽出口可能增加，压榨小幅下降，期末库存低于上一年度



### 2.3 中国菜粕、菜油供需形势：关注加菜油、加菜粕进口，降库或在 2 季度以后

2025 年中国菜油和菜粕的供应预计前松后紧，2、3 季度菜油和菜粕的供应或偏紧。中国商务部在 2024 年 9 月份公告对加拿大菜籽进行反倾销调查后，国内前期采购的加拿大菜籽在 9-12 月大量到港，导致 2025 年一季度之前国内菜油、菜粕的供应都非常宽松。不过由于 2025 年一月份以后菜籽进口量预计将明显下降，另外 2 季度通常是全球菜籽新旧作供应青黄不接的时候，所以，预计 2、3 季度国内菜油和菜粕的供应将收紧。

国内菜籽压榨量预计从 2025 年 2 月份开始显著下降，关注是否有澳菜籽进口。从目前国内菜籽采购情况来看，2025 年 1 月份开始国内加拿大菜籽进口量将明显下降，这样 2 月份开始国内菜籽压榨量或从当前的 50 万吨以上下降到 20 万吨以内。后续需要关注中国是否会进口澳大利亚菜籽，不过由于本年度澳大利亚菜籽可出口量将同比大幅减少，所以即使中国采购澳大利亚菜籽，平均每个月的采购量可能也很难超过 12 万吨。

图 27：中国菜籽月度进口量及预估（虚线）

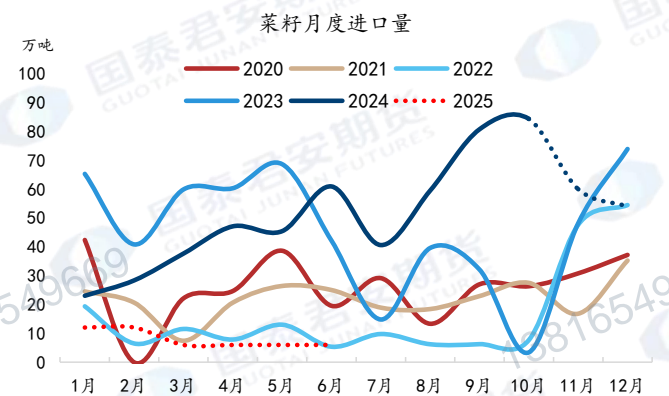
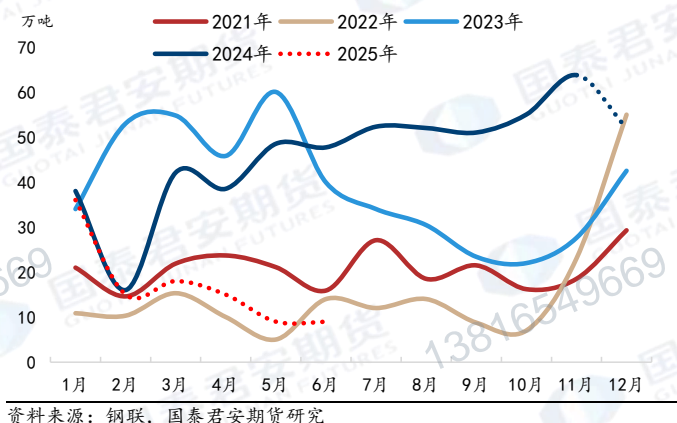


图 28：中国菜籽月度压榨量及预估（虚线）

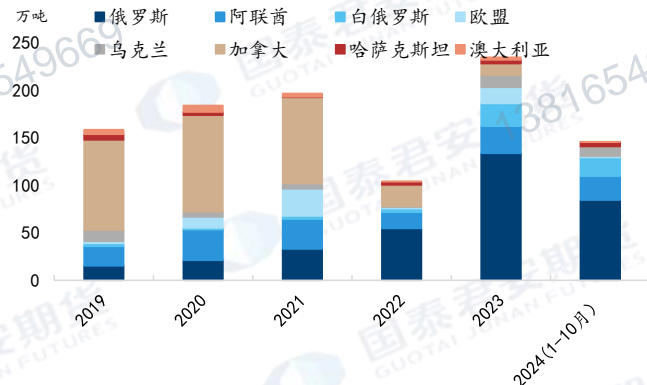


菜油消费难有增量，菜油去库要等待供应明显收缩，关注菜油进口，预计 2025 年 3 月份以后菜油进入去库周期。国内的豆油目前具有绝对性价比，且全球大豆丰产背景下国内豆油供应有保障，所以菜油很难从豆油上抢回消费，再加上随着人口增速和城镇化率放缓，国内植物油总消费量暂时也难大幅增长，所以菜油的消费预计最多保持稳定。2 月份之后压榨的菜油供应量可能将降到 10 万吨以下，相比每个月 30-40 万吨的菜油消费量，如果菜油进口量降至 20 万吨以下，国内菜油将降库。从海关数据来看，最近 3 年，国内主要从俄罗斯、白俄罗斯和阿联酋进口菜油（见图 29），2024 年俄罗斯和白俄罗斯的菜籽都是增产的，增幅大概在 80-100 万吨



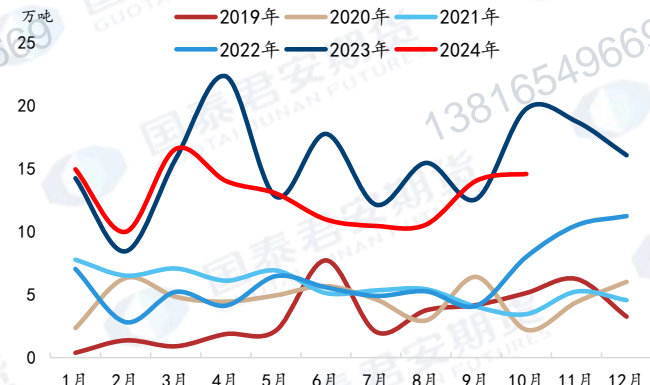
之间，所以俄罗斯+白俄罗斯对我国的出口可能有所增加，能够抵消乌克兰菜油对我国出口减少的影响，但是即使如此，中国每个月从俄罗斯+白俄罗斯+阿联酋的菜油进口量也只有 20 万吨左右。所以，国内菜油能不能去库关键在于 2025 年国内每个月进口多少加拿大菜油。按照每个月进口 25 万吨菜油估算，2025 年 3 月份以后国内菜油将进入降库周期。

图 29：中国菜油进口量及分布



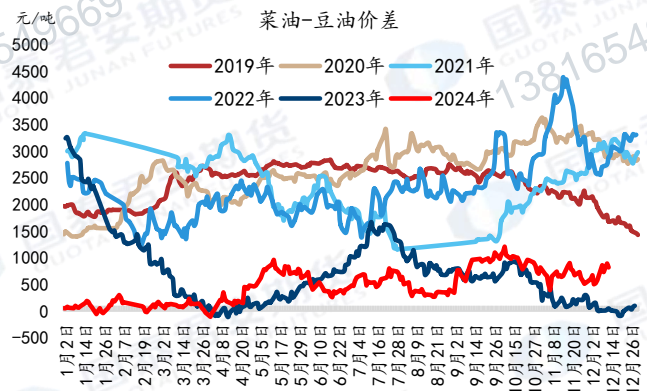
资料来源：海关总署，国泰君安期货研究

图 30：月度进口合计：俄罗斯+白俄罗斯+阿联酋



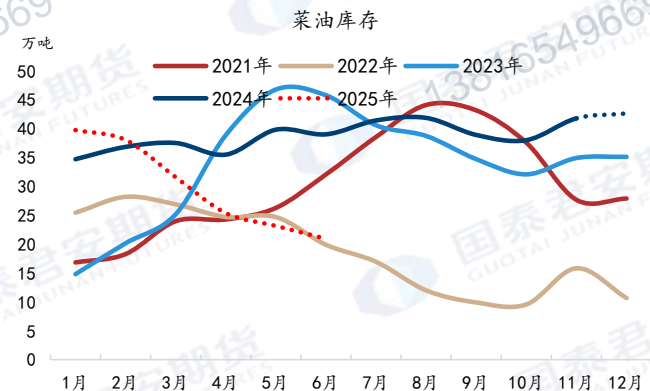
资料来源：海关总署，国泰君安期货研究

图 31：豆菜油现货价差



资料来源：国家粮油信息中心，国泰君安期货研究

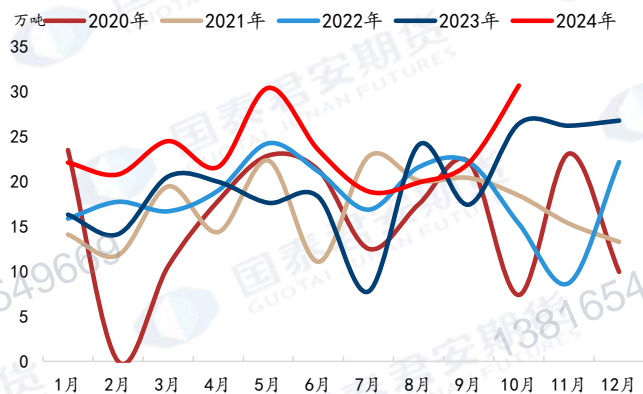
图 32：国内菜油库存及未来变化预估（虚线）



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

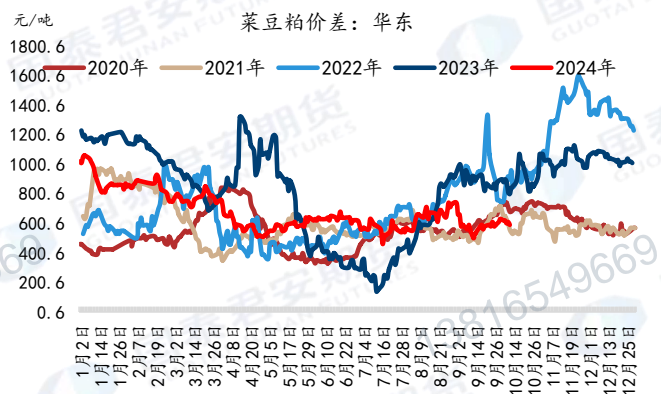
菜粕价格和消费将受豆粕价格影响，关注加拿大菜粕进口情况，关注水产旺季来临时国内菜粕降库情况。菜粕的供应情况和菜油类似，后续主要关注加拿大菜粕的进口量，根据 10 月份的菜粕进口情况，如果国内继续大量进口加拿大菜粕，未来每个月国内可能进口 25 万吨以上菜粕。菜粕的替代需求主要看豆菜粕价差，在菜籽压榨量下降后，进口颗粒粕将成为供应的主力，目前华东的豆菜粕价差并不是特别大，对菜粕消费的刺激有限，如果按照正常月份每个月 35-40 万吨菜粕消费量估算，要到水产旺季来临后菜粕才会出现明显降库。

图 33：菜粕进口强劲



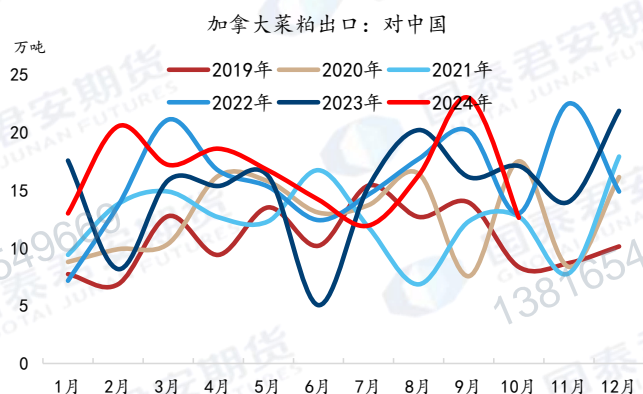
资料来源：海关总署，国泰君安期货研究

图 34：华东豆菜粕现货价差偏低，不利于菜粕消费



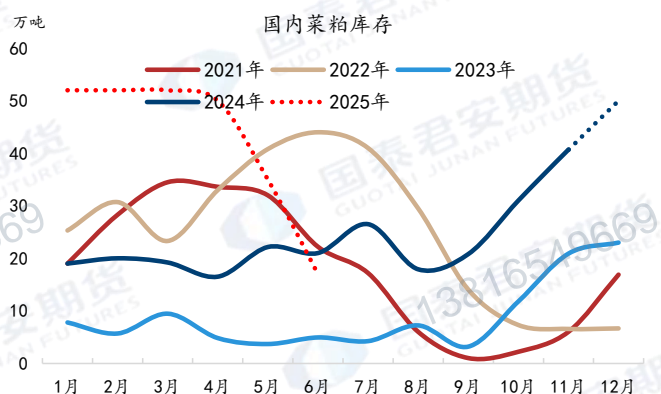
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 35：加拿大菜粕对中国出口



资料来源：加拿大统计局，国泰君安期货研究

图 36：国内菜粕库存及预估变化



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

### 3. 菜系主要矛盾总结及策略展望

**国际菜籽：**2024/25 年度全球菜籽和葵籽减产，其中欧盟和乌克兰的菜籽、葵籽减产幅度较大，澳大利亚 2024/25 年度菜籽可出口量也下降（减产+结转库存低）。从消费习惯和传统贸易流向来看，全球菜籽、葵籽减产对欧盟的植物油供应影响最大。如果为了保障供应，预计欧盟将大幅增加加拿大菜籽的进口。由于中国对加拿大菜籽进行反倾销调查、以及美国新任总统可能削减生柴消费和限制其他生柴原料的进口，导致市场担忧加拿大菜籽和菜油出口，进而阶段性压制国际菜系商品价格，但是随着欧盟、乌克兰和澳大利亚菜籽大量消耗后，预计 2025 年 1 月份以后欧盟将大量进口加拿大菜籽，并且在 2 季度加大进口力度，加菜籽 2024/25 年度出口或将远超市场目前的预期。另外，由于美国生柴政策的改变需要时间以及美国菜油食用消费稳定，预计 2024/25 年度加拿大菜油出口美国的降幅或仅在 50 万吨左右，2024/25 年度加拿大菜籽压榨量或仅同比小幅下降。预计 2025 年 2 季度开始加菜籽库存将明显下降，并且推动国际菜籽价格走强。2025/26 年度全球菜籽供应有望同比回升，但是新增供应 6 月份以后才会陆续上市，加拿大新作菜籽更需要等到 9 月份以后，所以在库存下降以及新作天气不确定性的影响下，3 季度国际菜籽价格或仍保持偏强势头。

**国内菜系商品供需：**2025 年中国菜油和菜粕的供应预计前松后紧，2、3 季度菜油和菜粕的供应或偏紧。受欧盟菜籽进口需求强劲、以及中国远期采购偏少影响，预计 2025 年前三季度，中国的菜籽进口量将同比大幅减少，菜油和菜粕的供应将主要依靠直接进口。俄罗斯+白俄罗斯+阿联酋每个月合计的菜油进口量通常很难超过 20 万吨，国内菜油能不能去库关键在于每个月进口多少加拿大菜油。按照每个月进口 25 万吨菜油估算，请务必阅读正文之后的免责条款部分



2025 年 3 月份以后国内菜油将进入降库周期。菜粕也主要关注每个月加拿大菜粕进口量，如果国内每个月合格质量的菜粕进口量超过 25 万吨，国内菜粕降库或要等到水产旺季来临后。

综上，无论是加拿大菜籽还是国内菜油、菜粕，阶段性均面临供应压力，但是预计 2025 年 2 季度以后加拿大菜籽和国内菜油、菜粕都将陆续进入明显的降库周期，这是 2024/25 年度全球菜籽、葵籽大幅减产以及国内菜籽后续进口大幅减少的延迟影响。虽然国际菜籽价格会受到大豆等其他油料作物价格影响，国内菜油价格会受到豆油和棕榈油的价格影响，国内菜粕会受到豆粕价格影响，但是供应的收紧以及库存进入下降周期，将令国际菜籽价格、国内菜油和菜粕价格相对偏强，建议关注菜系商品在油脂油料中偏多配的机会，以及菜油、菜粕期货正套的机会。不过，时间点来说，建议等待菜油、菜粕出现降库再入场。

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

#### 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

#### 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

#### 版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。