

## 内外政策给予的价格弹性或大于基本面

### ——2025 年菜系展望

#### 观点概述

回顾 2024 年，国际油菜籽持续兑现弱基本面，在低位运行期间受事件冲击扰动较多，价格表现宽幅震荡。中加、美加关系对加菜籽贸易流产生不稳定预期，而欧洲地区成为菜系基本面主要支撑因素，区域间价差波动也有所放大。国内菜系现实端供应宽松局面不断兑现，在进口充足局面下，盘面风险溢价被不断挤出。

展望 2025 年，国际油菜籽的弱现实逻辑随着加菜籽的定产减量以及欧洲菜葵供需偏紧而步入尾声。但是新的全球菜籽供应收缩苗头还未显现。这主要体现在欧洲地区菜籽新作种植面积预计增，加菜籽新年度种植面临的争地压力较小以及全球气候模式相对正常三个方面。因此，国际菜籽可能保持筑底姿态。

加菜油受美加关系以及美国生柴政策影响，可能面临寻找新消化路径的局面。在此影响下，海外菜油可能承压。俄菜籽出口受 30% 的高额税费影响，变相提振了俄菜油出口热情。从季节性角度考虑，俄菜油抛压仍有待兑现。

国内菜系供应的最大不确定性在于进口政策。盘面价格已经对相关风险事件有一定程度定价。关注实际进口表现。需求方面，2024 年菜油表观消费水平较高。主要由替代品价差以及进口风险事件驱动。2025 年在此基础之上的增量空间或有限。菜粕需求或受生猪存栏回升提振，同时关注 5 月水产养殖旺季启动表现。

建议关注二季度油粕比承压回落可能。

意外因素：进口政策调整；产区极端天气变化；人民币汇率大幅波动

研究员：孙 啸

邮 箱：[sunx@ghlsqh.com.cn](mailto:sunx@ghlsqh.com.cn)

TEL: 0571-85135807

从 业 资 格 号：F03105353

投资咨询资格号：Z0018239

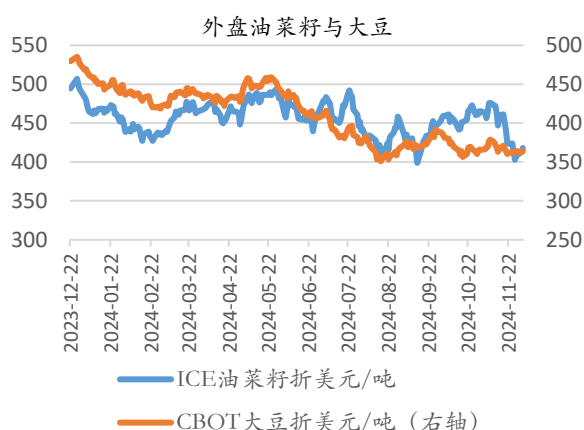
报告时间：2024/12/13

## 一、行情回顾

### （一）国际菜籽区域间价差波动显著

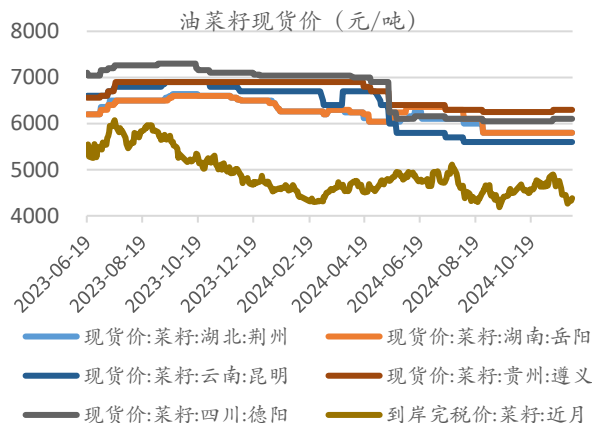
回顾 2024 年，全球油菜籽整体上经历了走弱后转低位震荡的表现。在基本面方面，加菜籽丰产压力逐步交易至尾声，偏弱的基本面对应低价，而需求端缺乏爆发力表现，使得油菜籽价格仅仅表现为跌速放缓。后续欧洲地区菜葵籽减产的影响开始发挥作用，加菜籽出口欧洲窗口出现打开，油菜籽价格因此有所反弹。而 9 月初，中加贸易关系紧张令内外菜系价格显著分化，内盘菜油、粕因加菜籽进口供应忧虑而获得估值抬升。而加菜籽则面临需求缩减压力而探出新低。10 月份，加菜籽当季作物定产下调预期又开始支撑市场反弹。然而，特朗普宣称在就职之初便对墨西哥、加拿大产品加征惩罚性关税再度令加菜油出口前景蒙上阴影，加菜籽随之第三次触及前低位置。

图 1 ICE 油菜籽与 CBOT 大豆



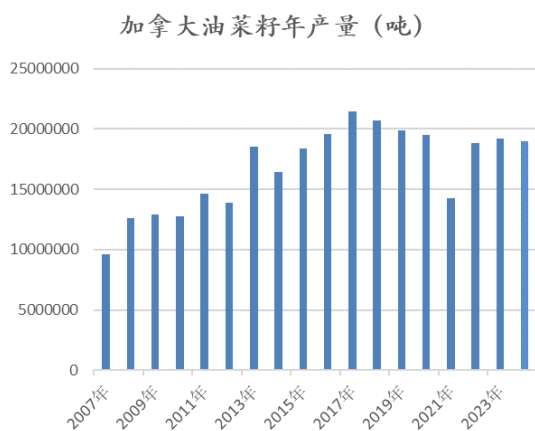
数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

图 2 内外菜籽现货价（元/吨）



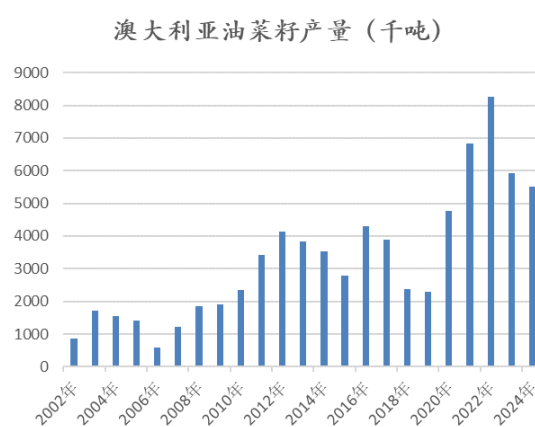
数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

图 3 加拿大油菜籽年产量（吨）



数据来源：加拿大统计局、国海良时期货研究所

图 4 澳大利亚油菜籽年产量（千吨）



数据来源：澳大利亚农业部、国海良时期货研究所

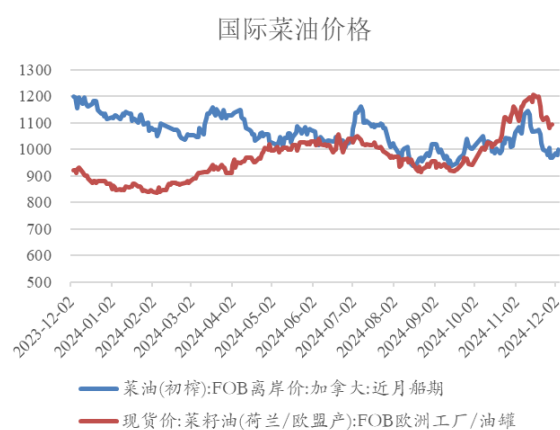
## （二）郑菜油国内需求不敌进口冲击

2024 年油脂板块整体保持大体上的方向一致，但内部的价差重心重塑也极为明显。不同油脂在不同的基本面背景下，呈现强弱迥异特点。在这一年，菜油无疑是被带动上涨的跟随者，无论国内还是国外。当菜油的价格出现相对性价比优势时，需求端的表现始终表现出难以驱动价格向上的乏力状态。我们认为其中的一大原因在于在全球农产品价格低位背景下，倾向于长线买低估值等待驱动的大资金以及热衷于定价区域贸易风险事件的资金在不同的阶段将内盘菜系价格维持在了一个相对高位。在产地供应端收缩迟迟未能出现的情况下，又遭遇了产地层出不穷的利空打击，内盘价格面临成本坍塌压力。另一方面，俄菜油面临的出口路径仍然受阻，其对中国的出口依赖依旧显著。在俄菜供应充足的情况下，其通过随盘报价的方式，不断通过输出俄菜油至中国以兑现其国内压榨利润。在棕榈油的强势带动下，菜油获得了相较菜籽成本更高的向上弹性，菜系油粕比也出现趋势性上行行情。

图 5 郑菜油与 ICE 菜籽折人民币



图 6 国际菜油价格



数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

## （三）郑菜粕供强需弱

2024 年菜粕羸弱的基本面承担了更大的成本坍塌压力。上半年相对高的豆粕价格尚能给菜粕提供一些支撑。随着水产养殖旺季过去，西北棉籽丰产上市压榨、海外杂粕价格快速下跌，进口颗粒粕不断到港、进口菜籽买船不断到港，油厂开机居高不下等因素共同确立了国内菜粕供过于求的局面。随着豆粕价格持续走弱，菜粕在性价比方面愈发欠缺优势。而中加关系不确定带给菜粕盘面的升水支持也随着交割逻辑，向弱现实不断靠近。

图 7 郑菜粕与 ICE 菜籽折人民币

图 8 郑菜粕与连豆粕

郑菜粕与ICE油菜籽



数据来源：同花顺、国海良时期货研究所



数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

## 二、2024 菜系行情展望

### （一）国际菜籽供应缩量预期或难成行

现实端的加菜籽的供应压力消化较为正常，商业库存处于历史同期中性水平。加拿大统计局将 2024 年油菜籽产量进一步下调至 1785 万吨或进一步夯实加菜籽价格底部区域。加菜籽获产量调降的支撑同时，加菜油因出口需求忧虑而相对偏弱，致使加拿大本土榨利缺少上行动力。但就目前估算的榨利水平，也依旧留有相对较足的缓冲空间，或不至于大幅削弱其本土压榨需求。欧洲地区菜葵减产带来的相关品种价格坚挺现象持续，为加菜籽出口欧洲带来便利。因此，对于加菜籽方面我们认为其本身的下行压力相对有限，关注俄菜籽集中上市后的抛压影响。

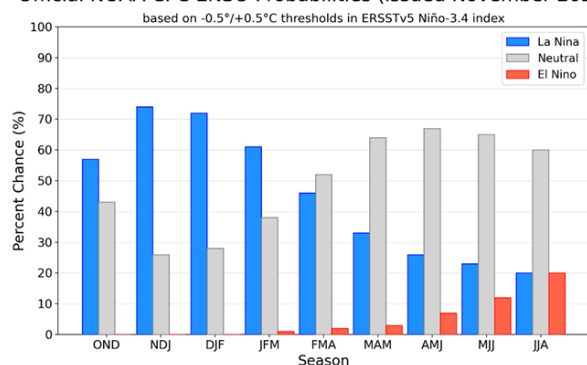
未来供应预期方面，目前正值欧洲地区油菜籽的生长关键期。海外机构预估欧洲地区新季油菜籽播种面积同比增 4%。且从目前的天气情况来看，新作暂无减产担忧。对于明年 5 月份的加菜籽新作播种方面，虽然我们看到加菜籽从过去的 2023、2024 年一直以来维持着惨淡的种植收益水平，2025 年已是第三个年头，但与油菜籽有一定争地性质的小麦种植收益也同样很差。在这样的情况下，新季加菜籽种植面积能否出现显著减量还是值得怀疑。此外，根据国外气象预测机构估计，在 7、8 月加菜籽生长期期间，全球或呈厄尔尼诺/拉尼娜中性特征，加菜籽遇极端天气的概率偏低。

综合来看，国际油菜籽围绕种植成本附近挣扎运行的可能性仍较高。

图 7 厄尔尼诺发生概率预测

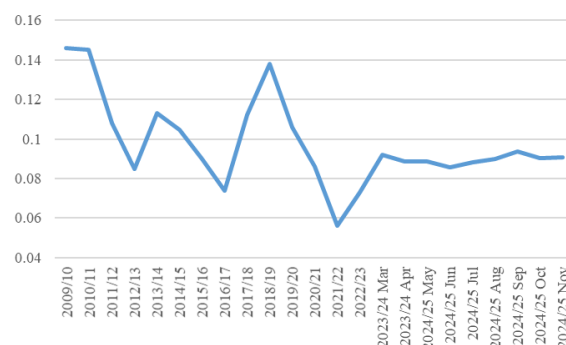
图 8 USDA 全球油菜籽库消比

Official NOAA CPC ENSO Probabilities (issued November 2024)



数据来源：NOAA、国海良时期货研究所

USDA全球油菜籽库存比



数据来源：USDA、国海良时期货研究所

图 9 曼省油菜籽及其种植成本

曼省油菜籽与其种植成本（加元/吨）

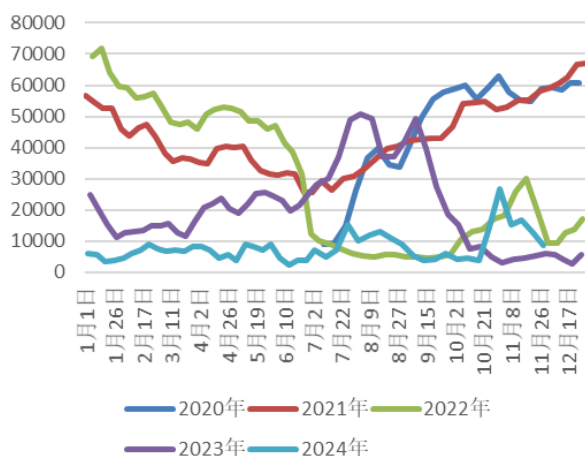


数据来源：同花顺、曼尼托巴农业部、国海良时期货研究所

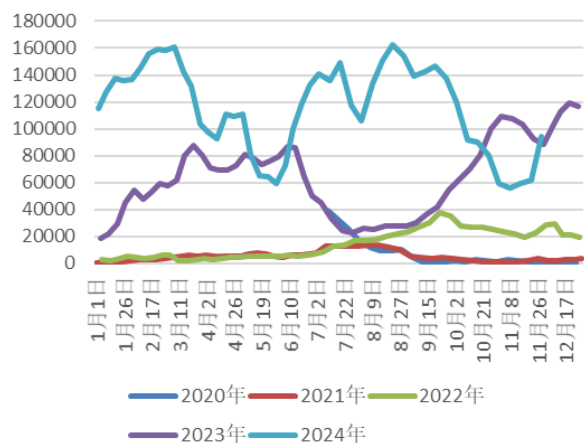
图 10 ICE 油菜籽基金多头持仓

图 11 ICE 油菜籽基金空头持仓



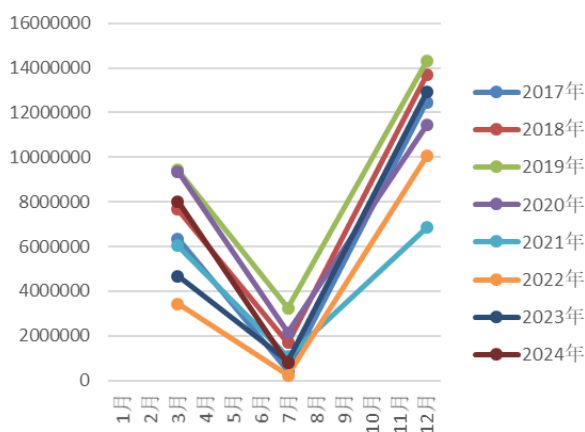


数据来源：ICE、国海良时期货研究所



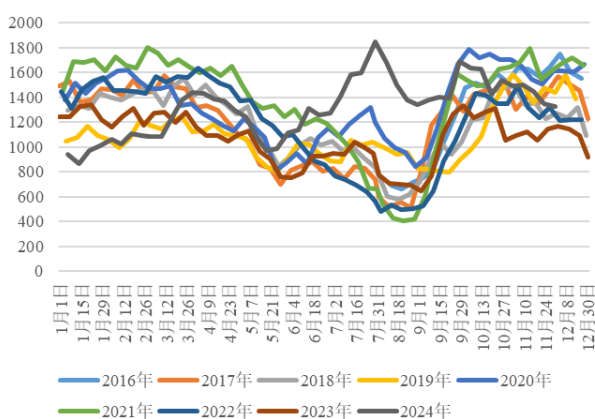
数据来源：ICE、国海良时期货研究所

图 12 加拿大油菜籽农场库存（吨）



数据来源：加拿大统计局、国海良时期货研究所

图 13 加拿大油菜籽商业库存（千吨）



数据来源：加拿大谷物协会、国海良时期货研究所

图 14 加拿大油菜籽周度出口（千吨）

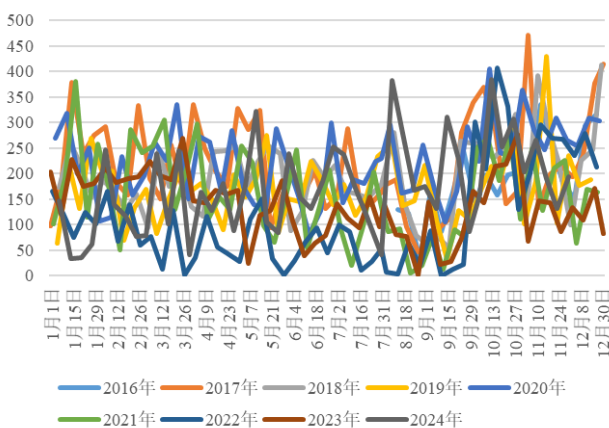
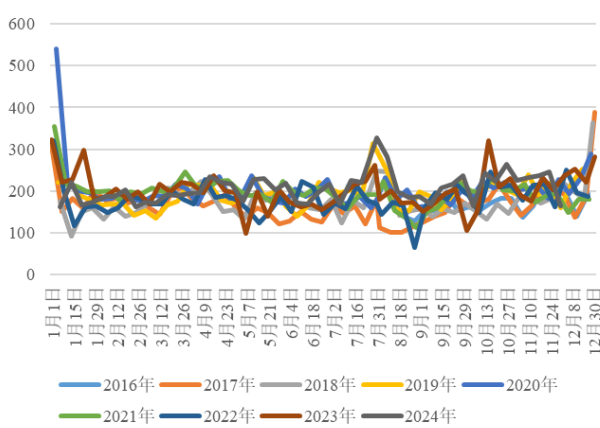


图 15 加拿大油菜籽国内周度消费（千吨）

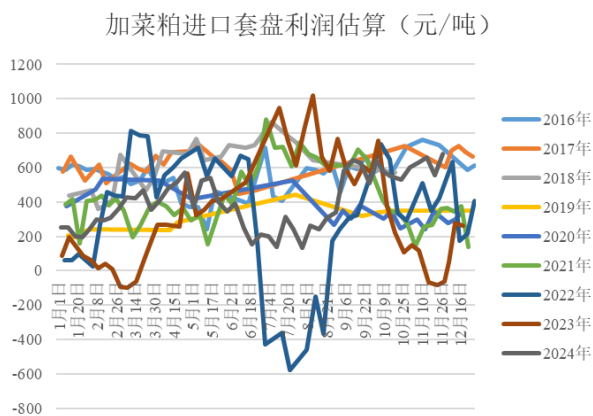
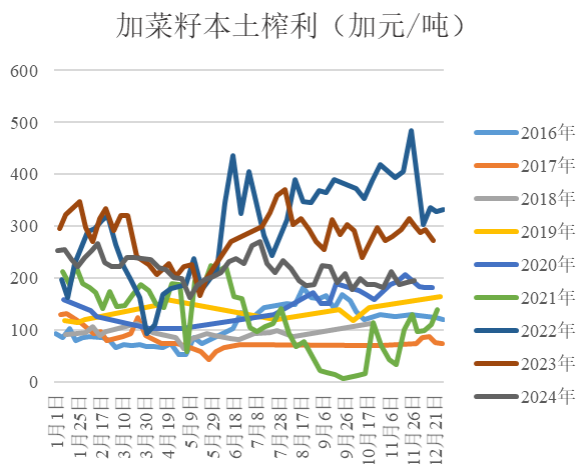


数据来源：加拿大谷物协会、国海良时期货研究所

数据来源：加拿大谷物协会、国海良时期货研究所

图 16 加菜籽榨利估算（加元/吨）

图 17 加菜粕进口套盘利润估算（元/吨）



数据来源：公开数据整理、国海良时期货研究所

数据来源：海外农业部、国海良时期货研究所

## （二）政策导向成国内菜系进口供应最大变数

2025 年区域间贸易流是否会发生重大变化是影响菜系供应端最大的变量。其中，国家间政治博弈色彩是主导因素之一。特朗普政府上台之后，中、美、加、欧之间的经贸关系均存在不确定性。在这样的背景之下，内盘容易提前注入进口受限的升水。但是在另一方面，盘面较好的进口窗口又会在经济性层面支持进口买船。因此，在进口限制类政策真正落地之前，如果榨利维持良好水平，那么大概率会保持较高的到港量。而油厂菜籽库存压力又会直接兑现在压榨开机之上，进而施压现货基差，并最终传导至近月合约。需要补充的是，对加拿大菜油、粕的进口政策并不一定与加菜籽相同，任何一项的进口受限都会使其价格锚定转向新的可能来源。

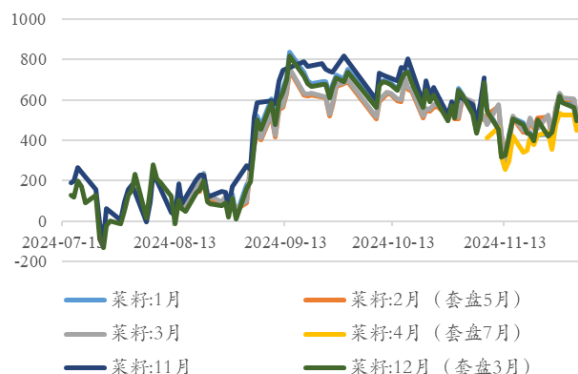
另一方面，俄罗斯非转菜油的出口压力释放情况值得关注。四季度俄菜籽新作收获上市叠加明年俄罗斯政府大幅增加葵油出口税计划，令当地植物油面临一定的提前抛售压力。随着现实端供应压力逐步兑现，俄菜油抛压可能边际放缓，较高的出口税可能限制进口俄植物油进口成本向下空间。

进口颗粒粕方面，在全球油脂价格强势带动压榨环节利润整体蓬勃的背景下，粕类供应压力保持偏大，菜粕内外顺挂依旧最为明显。在无人为因素影响下进口充足概率大。

图 18 加菜籽进口套盘榨利（元/吨）

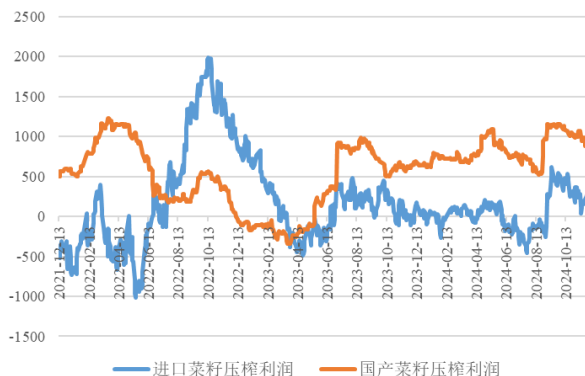
图 19 菜籽现货榨利（元/吨）

加菜籽进口套盘榨利



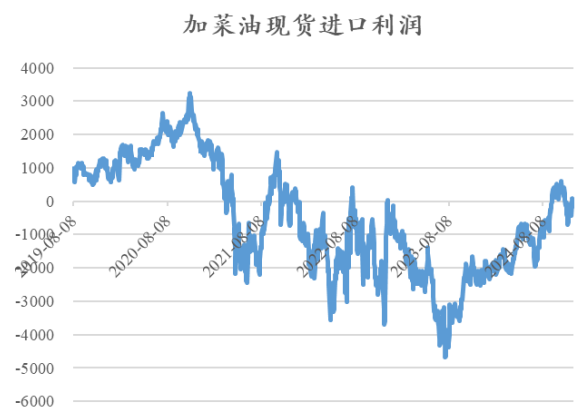
数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

油厂菜籽压榨利润



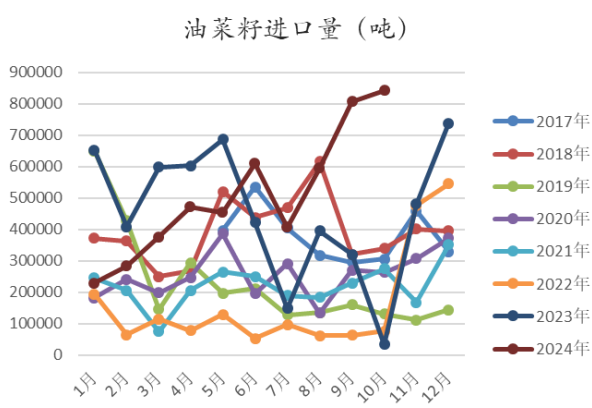
数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

图 20 加菜油近月进口利润 (元/吨)



数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

图 21 油菜籽进口量 (吨)



数据来源：海关总署、国海良时期货研究所

图 22 油菜籽压榨量 (万吨)

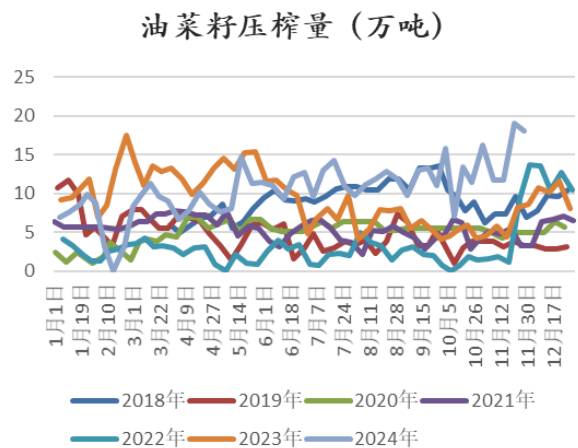
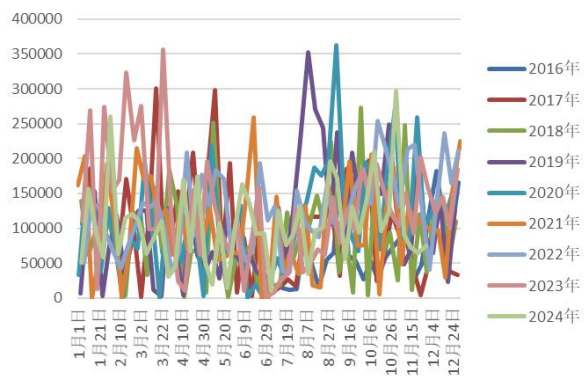


图 23 欧洲地区油菜籽进口 (吨)





数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

图 24 菜粕进口量（吨）

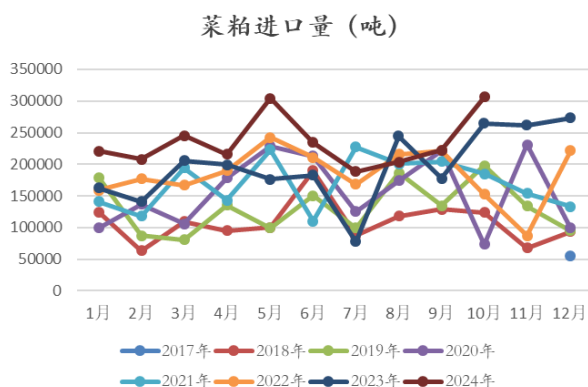
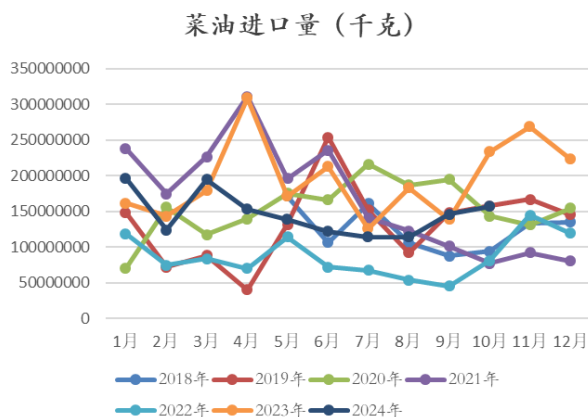


图 25 菜油进口量（千克）



数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

数据来源：海关总署、国海良时期货研究所

### （三）国内菜油需求上方空间有限，菜粕等待旺季验证

2024 年国内菜油表需基数总体较高，主要是菜豆油价差维持在偏低水平运行对菜油消费端提供的支持。再加上 9 月中加关系紧张带来的下游恐慌性备货，也使得四季度菜油提货表现显著回暖。从海关口径数据显示，9、10 月进口菜籽超预期，而菜油油厂几无累库也印证年度菜油需求高基数的情况。考虑到国内油脂消费的特点，2025 年尽管有刺激消费等扶持政策出台，但就菜油而言，在此基础上再上台阶的难度较大。节奏上看，四季度集中备货可能对春节前备货有所透支，关注节后备货需求表现。

菜粕方面，短期上方豆粕价格偏低，下方棉粕低价拖累的状态仍将限制菜粕的消费场景。上期看，国内生猪产能有所恢复，2025 年存栏有望同比上升，将对粕类需求有所提振。节奏上关注 5 月份水产养殖启动情况。

图 26 菜油现货成交（吨）

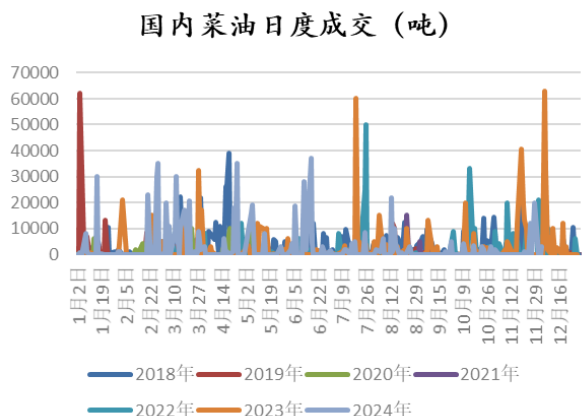
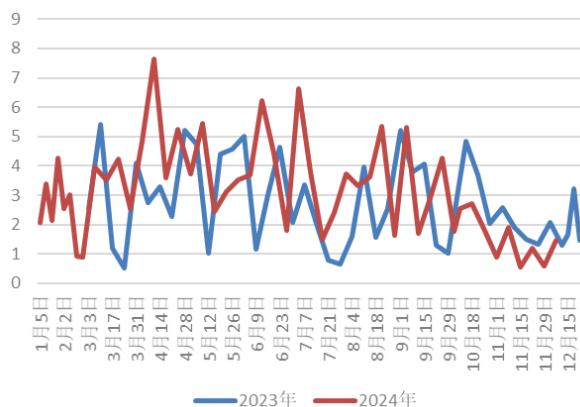


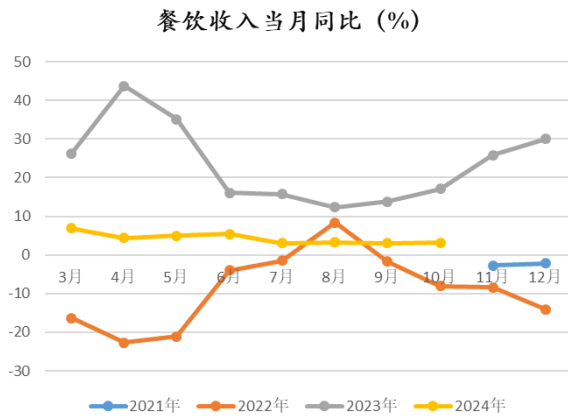
图 27 南通颗粒粕消费（万吨）



数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

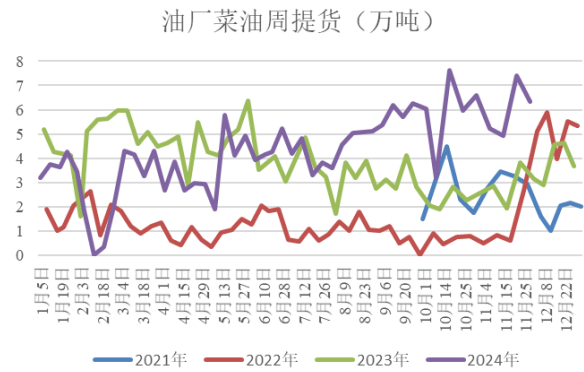
数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

图 28 餐饮收入当月同比 (%)



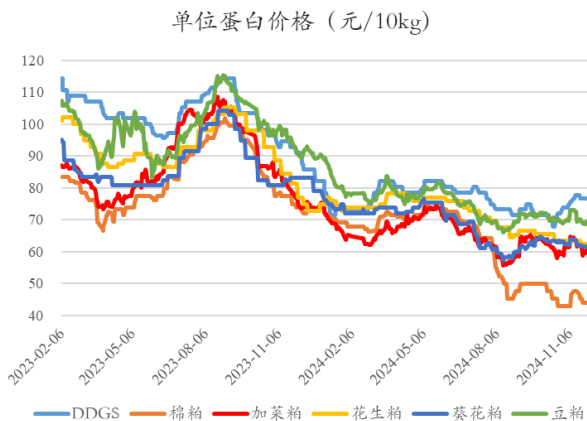
数据来源：国家统计局、国海良时期货研究所

图 29 沿海菜油周度提货 (万吨)



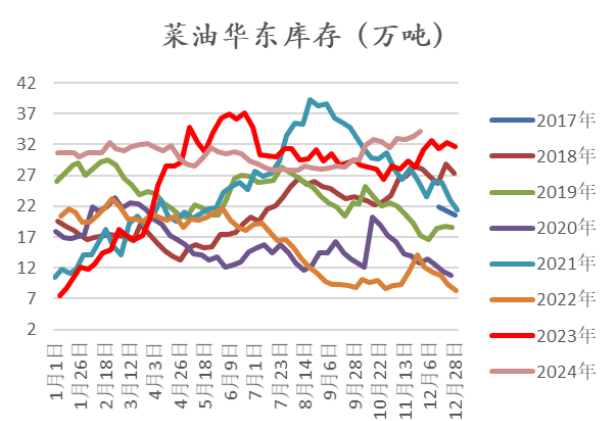
数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

图 30 单位蛋白价格 (元/1%)



数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

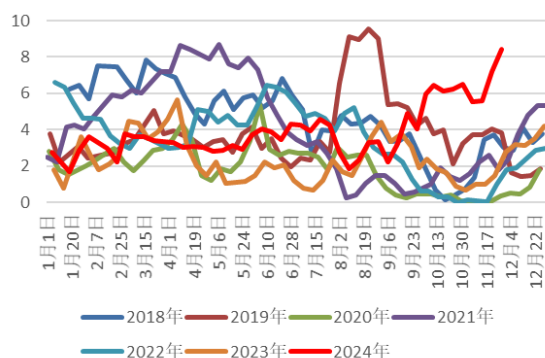
图 31 菜油华东库存 (万吨)



数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

图 32 菜粕油厂库存 (万吨)

油厂菜粕库存（万吨）



数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

### 三、总结

展望 2025 年,国际油菜籽的弱现实逻辑随着加菜籽的定产减量以及欧洲菜葵供需偏紧而步入尾声。但是新的全球菜籽供应收缩苗头还未显现。这主要体现在欧洲地区菜籽新作种植面积预计增,加菜籽新年度种植面临的争地压力较小以及全球气候模式相对正常三个方面。因此,国际菜籽可能保持筑底姿态。

加菜油受美加关系以及美国生柴政策影响,可能面临寻找新消化路径的局面。在此影响下,海外菜油可能承压。俄菜籽出口受 30%的高额税费影响,变相提振了俄菜油出口热情。从季节性角度考虑,俄菜油抛压仍有待兑现。

国内菜系供应的最大不确定性在于进口政策。盘面价格已经对相关风险事件有一定程度定价。关注实际进口表现。需求方面,2024 年菜油表观消费水平较高。主要由替代品价差以及进口风险事件驱动。2025 年在此基础之上的增量空间或有限。菜粕需求或受生猪存栏回升提振,同时关注 5 月水产养殖旺季启动表现。

建议关注二季度油粕比承压回落可能。

意外因素：进口政策调整；产区极端天气变化；人民币汇率大幅波动

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，未免发生疑问，所请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。

本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用请遵循原文本意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有期货投资咨询业务资格。