

犹抱琵琶半遮面——菜油上涨之路坎坷

神华研究院 吴起睿

引言

菜籽油是我国生产量最大的植物油，也是我国消费的第二大植物油。在目前全球范围内的油脂市场氛围较好的情况下，各类植物油普遍表现良好，不仅如此，原油价格的上涨还引发了市场对生物柴油的关注。菜油价格能否延续这一轮油脂上涨的趋势，也成为当前市场关注的焦点。本文从影响菜籽油价格的因素出发，研究了国际国内市场的供需格局和棕榈油、豆油、菜籽油三大油脂的替代关系，梳理了菜籽油的基本面情况，以期把握菜籽油的中期投资机会。

一、菜籽油用途及价格影响因素

菜籽油俗称菜油，是以油菜籽压榨所得的透明或半透明状液体，色泽棕黄或棕褐色。菜籽含油率高，可达 35%-45%，其主要用途是榨油。菜油在世界四大植物油中居第三位，是我国生产量最大的植物油，也是我国消费的第二大植物油。影响菜籽油价格的因素包含以下几点：

1.1 天气

与其他农产品一样，菜籽油的价格很大程度上受菜籽种植地区的天气情况影响，而随着农业种植的规模化、集中化发展，天气对菜籽油产量的影响越来越大。天气因素是人类当前科技水平无法控制的，因此极端天气出现，势必影响到期货市场农产品价格波动。目前，全球没有极端天气的发生，天气对菜籽油供应影响不大。

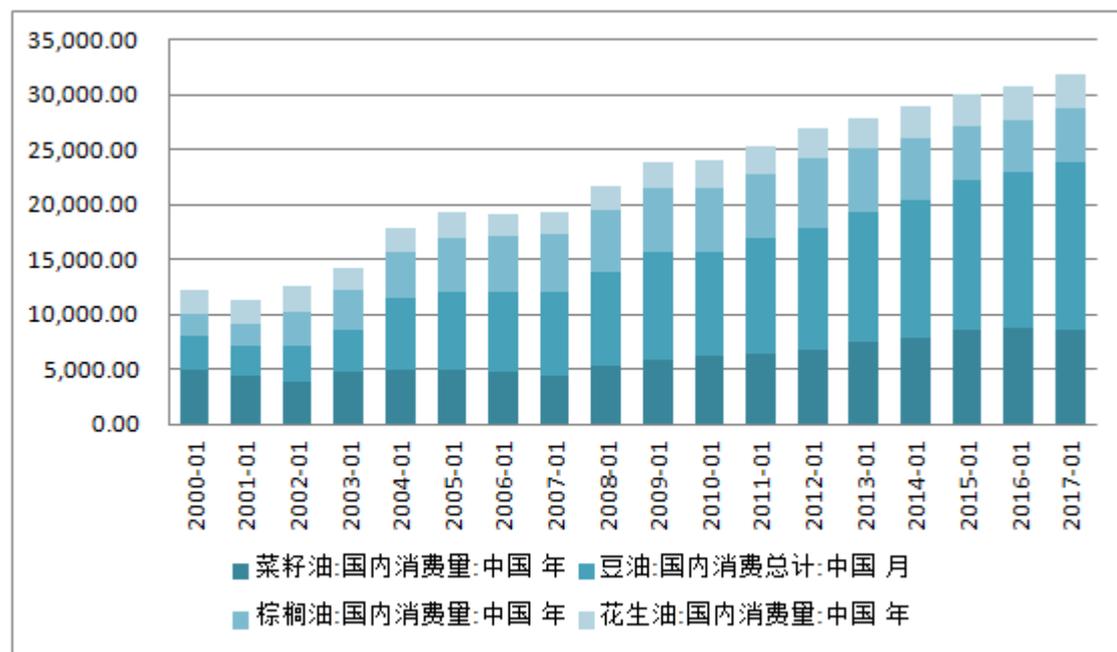
1.2 季节性因素

从季节性来看，清明之前为国内水产淡季，菜粕的消费较少，菜籽油压榨厂开机率不足，菜籽油价格受支撑。5 月份之后，水产养殖逐渐回暖，菜粕需求增加，油厂将会增加菜籽压榨以满足菜粕需求，而菜油库存将出现季节性增加。而此时正处于油脂消费淡季，菜油库存增加将导致其价格承压。

1.3 其他食用油价格

我国食用油消费总共有四大油类，分别是豆油、棕榈油、菜籽油和花生油，其中消费比例最高的是豆油。菜籽油的价格趋势主要追随豆油波动。

图 1-1 中国主要品种食用油消费情况（千吨）



数据来源：WIND 神华研究院

1.4 政策

影响菜籽油价格的政策主要分为三类，其一是进出口政策，其二为国家收储政策，其三是生物柴油政策。

进出口政策方面，随着国内菜籽的减产，中国菜籽油的消耗越来越依赖于进口。加之中美贸易战反复，其中大豆作为中方博弈的重要武器，豆油价格随贸易战进展而波动。豆油价格在很大程度上影响着国内各食用油价格波动，菜籽油也在其列。

收储政策方面，国家 2015 年停止收储转为拍储的政策，使菜籽种植收益开始下滑，种植面积也逐渐下降。今年国内菜籽油库存创出新低位，支撑油价。

另外，菜籽油凝固点在 $-8^{\circ}\text{C}\sim-10^{\circ}\text{C}$ ，远低于其他油脂，是良好的生物柴油原料。近几年，菜籽油转化为生物柴油的比例逐年增加，其中，欧盟菜籽油消费的 60%以上用于生物柴油。值得注意的是，在目前原油价格上涨的市场氛围下，生物柴油价格理应同趋势看涨。

二、菜籽油供需格局

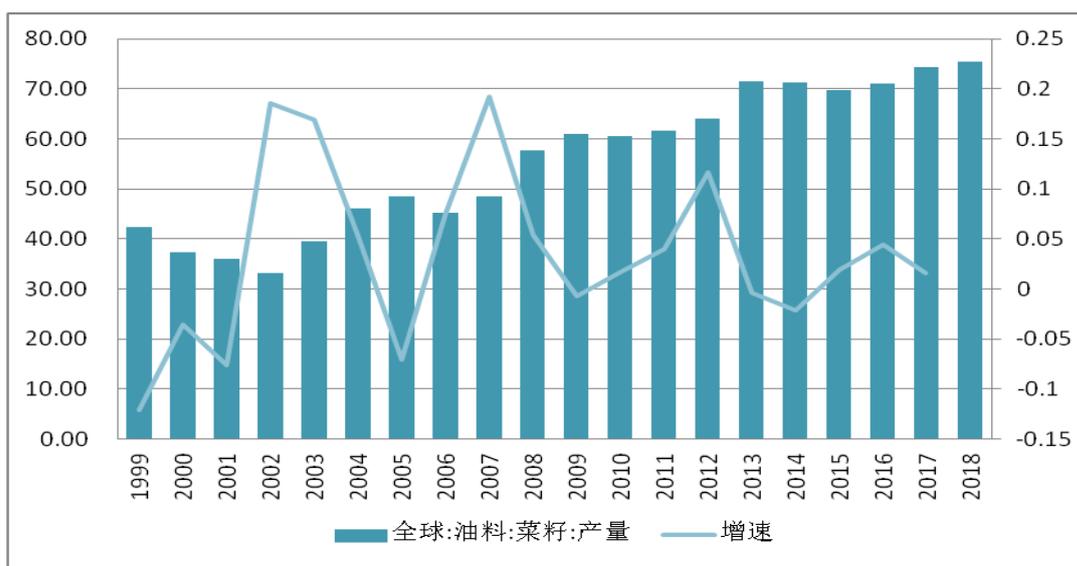
2018/19 年度，我国菜籽油库销比再创新低，全国菜籽油供给预测存在约 254.6 万吨的缺口，这个缺口需要从国外（主要是加拿大）进口，或者以其他品种的食用油替代来填补。从全球和国内菜籽与菜籽油的供需格局来看，这一缺口

填补起来较为困难。

2.1 全球供需格局偏紧

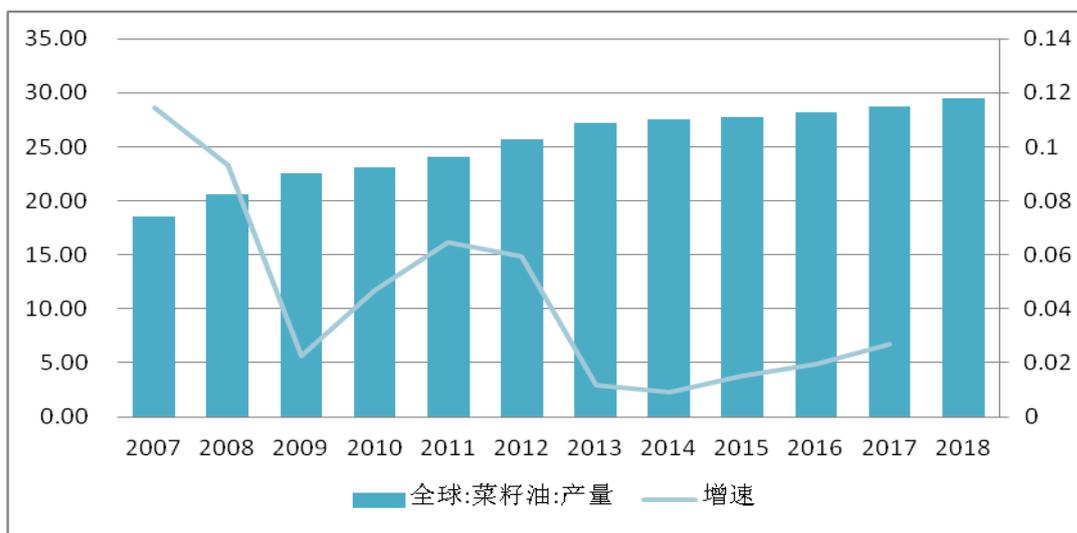
WIND 提供的数据显示，全球菜籽以及菜籽油的产量增速趋缓，尤其是菜籽产量方面增速缓慢。从具体数据来看，美国农业部 USDA 预测 2018/19 年度，全球菜籽产量为 7543 万吨，增长速度约为 1.5%；全球菜籽油产量为 2952 万吨，增长速度约为 2.7%。

图 2-1 全球菜籽产量和增速（百万吨）



数据来源：WIND 神华研究院

图 2-2 全球菜籽油产量和增速（百万吨）

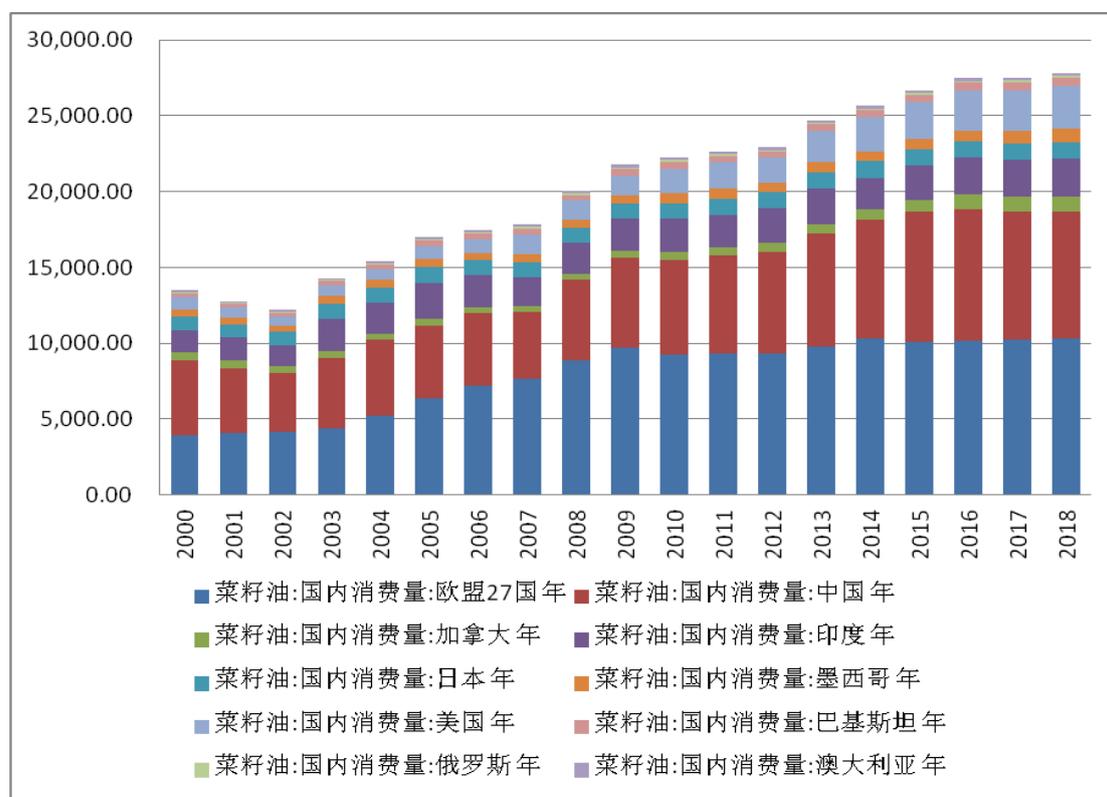


数据来源：WIND 神华研究院

全球菜籽油的主要消费国家是欧盟 27 国、中国和印度。USDA 数据预测 2018/19 年度全球菜籽油消费量为 2783 万吨，较 2017/18 年度增长 1.16%。供需

相抵后，今年全球市场将较去年仅仅多供给 169 万吨的菜籽油。

图 2-3 全球菜籽油消费情况（千吨）



数据来源：WIND 神华研究院

2.2 国内存在供给缺口

我国菜籽油的供给主要来自于几个方面：抛储菜油、国产菜籽榨油、进口菜籽榨油、进口毛菜油。

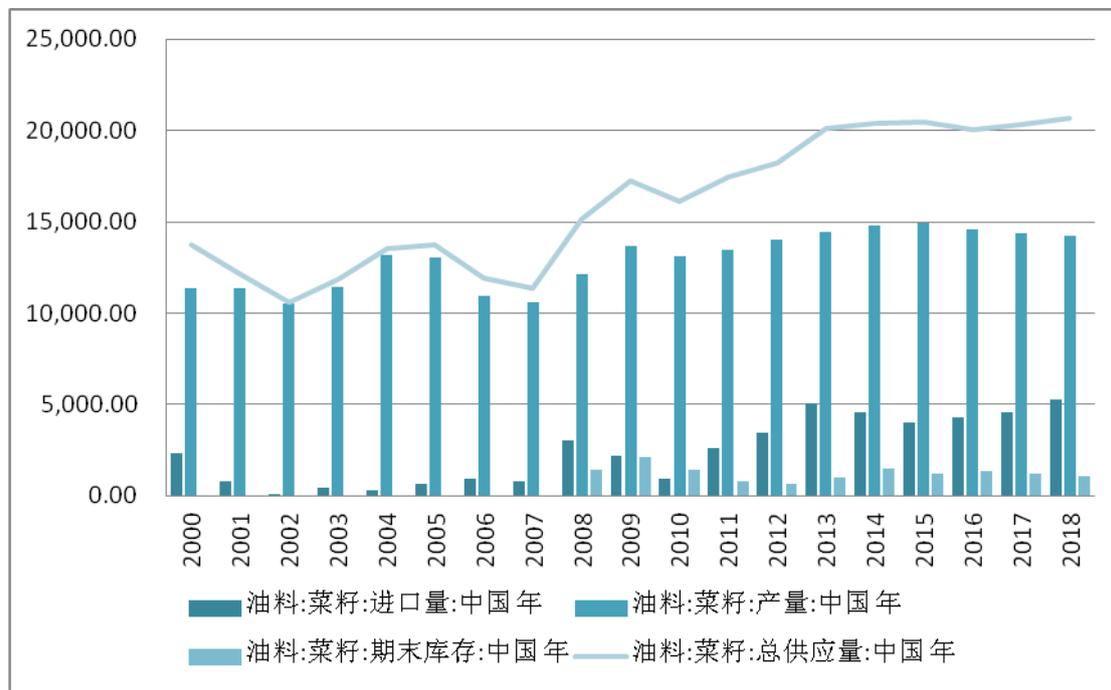
2008 年以前，农民菜籽种植收益低的现象普遍存在。在 2006/2007 年度，菜籽的种植净利润仅为 21 元/吨，这严重的影响着农民种植油菜籽的热情。国家收储政策的实施，重新激发了农民种植菜籽的积极性，国家菜油库存 2014/15 年度达到了 411.4 万吨。随后，国家收储导致库存高企的弊端逐渐凸显，2015 年之后国内停止收储转而开始拍储政策，农民种植菜籽效益重回低值，种植积极性受到打击，中国油菜籽的产量逐年减少，国内菜油库存与库销比也逐年下降。

国内菜籽总供应量多年来维持相对稳定。国内菜籽产量受拍储影响，2015 年以来有所下降。而进口菜籽的数量在这几年持续攀升，目前国内对加拿大菜籽的依存度已超过 30%。

国内菜籽油总供应量在 2014-2016 年度达到峰值后回落。国内储备大幅下降；产量最近几年相对稳定在年产 700 万吨左右，存在逐年小幅下降的情况；进口菜籽油量在 2012/13 年度达到峰值后回落，近几年进口量大约稳定在 70 万吨

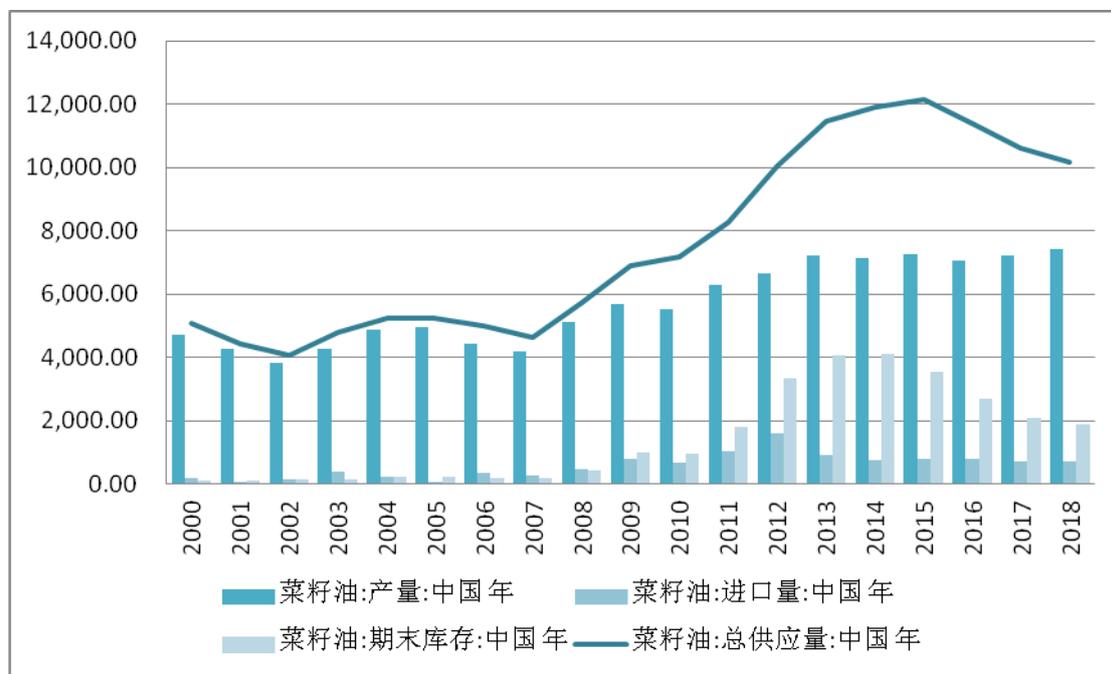
左右。

图 2-4 中国菜籽供应情况（千吨）



数据来源：WIND 神华研究院

图 2-5 中国菜籽油供应情况（千吨）

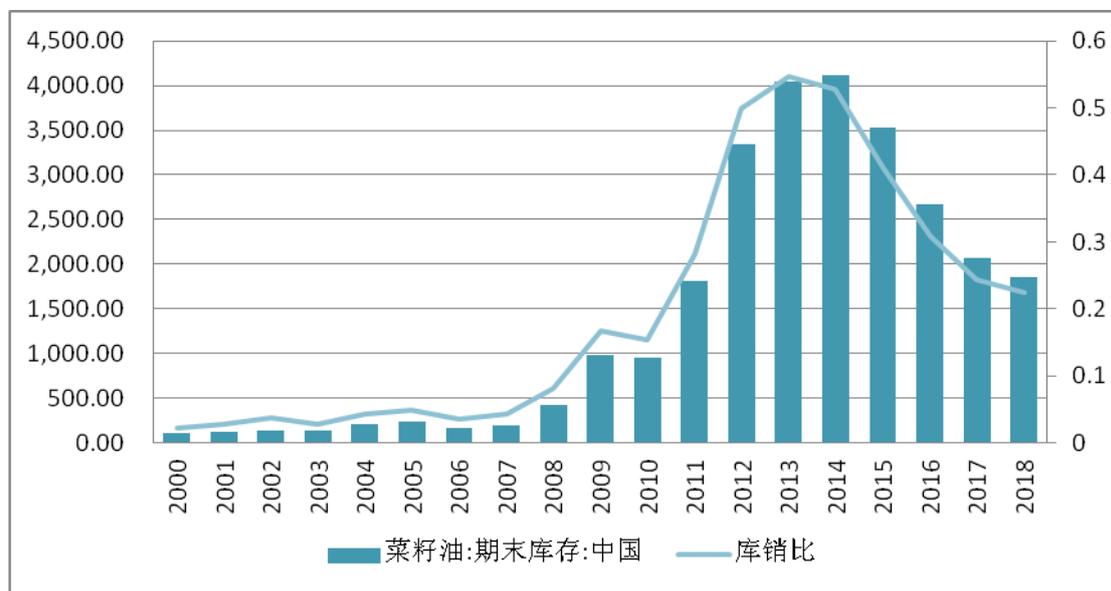


数据来源：WIND 神华研究院

2018/19 年度，国内菜籽油总供应量预计为 1018 万吨，其中包括菜籽油产量 741 万吨，进口量 70 万吨和库存 186 万吨。总供应量较 2017/18 年度下降 41

万吨，降幅 3.87%。2018/19 年度，国内菜籽油库销比达到近几年新低。这将对国内菜籽油价格形成有力支撑。

图 2-6 中国菜籽油库存和消费情况（千吨）



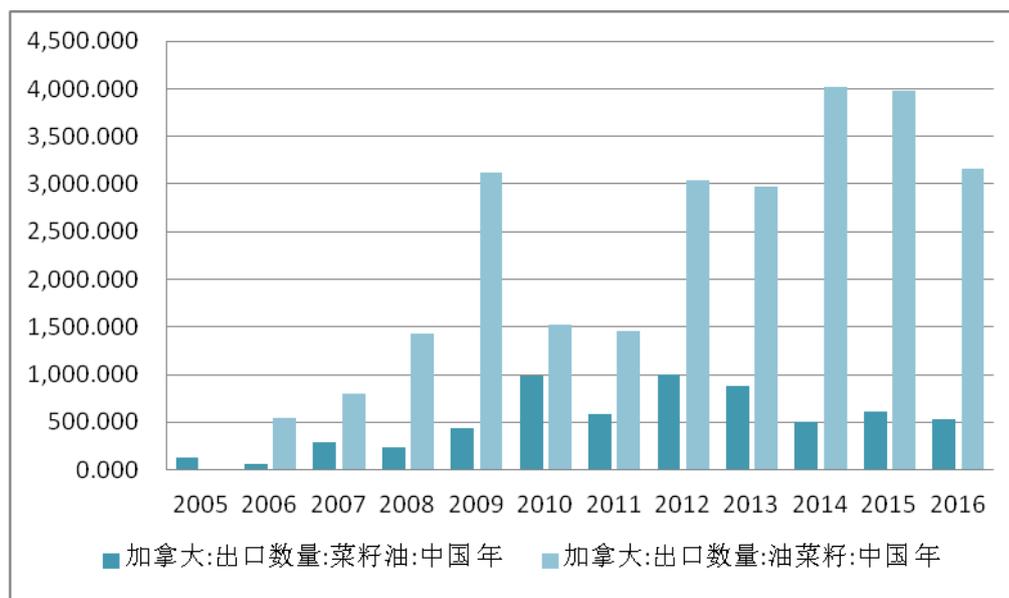
数据来源：WIND 神华研究院

我们来计算一个总账，2018/19 年度国内菜籽油库存剩余 186 万吨，菜籽产量预计为 1420 万吨，按照 37% 的出油率折合 525.4 万吨菜籽油，也就是说在不依靠进口的情况下今年国内菜籽油总供给只能达到 711.4 万吨。而需求方面，预计 2018/19 年国内菜籽油消费量为 830 万吨。也就是说，即使在国储菜籽油今年全部拍卖完的情况下，国内菜籽油仍然存在 118.6 万吨的缺口。按照拍储 50 万吨计算，2018/19 年度国内菜籽油将出现 254.6 万吨的缺口。

这部分缺口需要依靠进口，或者用其他类型的食用油进行填补。

目前加拿大是我国进口菜籽及毛菜油的主要来源国，同时美国也是加拿大的主要菜油进口国，其菜油消费量这些年也在增加。加拿大菜籽产量增长空间有限，特别是今年加拿大菜籽的种植面积降低了 7%，出现改种小麦的情况，所以今年中国从加拿大菜籽和菜籽油的进口量会出现维持甚至下滑的困境。

图 2-7 加拿大菜籽和菜籽油出口中国情况（千吨）



数据来源：WIND 神华研究院

USDA 数据显示，2017/18 年度中国进口菜籽油 70 万吨，进口菜籽 455 万吨，按照进口菜籽出油率 43% 折算，进口菜籽折油 195.65 万吨，合计 265.65 万吨。这一数值刚好满足国内缺口，但是考虑加拿大供给下降和美国需求上升的情况下，需要国内菜油价格上涨来提供较高的菜籽和菜油进口利润，进而与其他国家争夺有限的资源。

而另一种解决办法就是用其他食用油消费替代菜籽油，从前文统计数据可以看到，目前中国菜籽油的消费量逐年上升，仅次于豆油成为国民消费的第二大食用油品种。只有在菜籽油价格高于其他食用油一定程度的情况下，消费者才会改变消费习惯，转而消费其他食用油。

三、豆油、菜籽油、棕榈油之间的替代关系

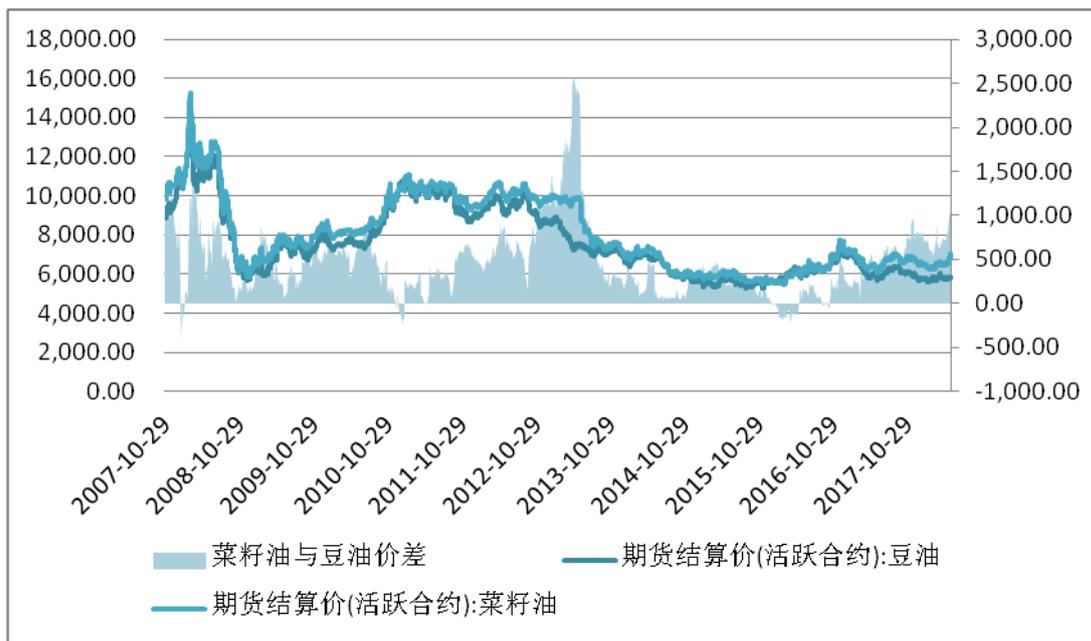
在此，本文选取我国消费的前三大品种食用油进行替代关系分析，即豆油、菜籽油和棕榈油。

棕榈油和大豆油是世界上产量占比最高的两大油脂，数量级是其他油脂无法比拟的。2017/18 年全球产量的增幅主要还是集中在棕榈油、大豆油，占总产量增幅的 82.87%。因此 2017/18 棕榈油和豆油产量的变动情况对行情走势至关重要。油脂的大趋势还是由棕榈油、豆油主导，但是强弱关系是由自身基本面决定的。从产量和消费变动情况来看，2017/18 年度棕榈油、大豆油、菜籽油三大油脂的强弱关系是菜籽油价格 > 豆油价格 > 棕榈油价格，但是油脂由于需求相互替代相对容易，价差有极限要求。

我们选取 2007 年 10 月以后的期货活跃合约结算价数据进行比对，在这八年

里菜籽油与豆油的平均价差为 466 元/吨，价差最高时为 2500 元/吨，截止 2018 年 5 月 31 日，菜籽油与豆油的价差为 1180 元/吨。菜籽油与棕榈油的平均价差为 1457.94 元/吨，价差最高时为 3900 元/吨，截止 2018 年 5 月 31 日，菜籽油与豆油的价差为 1922 元/吨。相对于豆油来说，菜籽油价格已经处于高位，但是参考历史最高值还有约 1300 元的上涨空间，相对于棕榈油来说价差稍小，参考历史最高值还有 2000 元的上涨空间。

图 3-1 菜籽油与豆油期货活跃合约价差情况



数据来源：WIND 神华研究院

图 3-2 菜籽油与棕榈油期货活跃合约价差情况



数据来源：WIND 神华研究院

目前全球范围内的油脂市场氛围较好。豆油方面，前期对中美贸易战的担忧引发国内美豆库存高企，且前期压榨利润较好，所以目前大部分油厂处于胀库停机状态，豆油库存对其价格有一定压制。不过如果油厂继续停机的话，将会是对豆油价格的利好。棕榈油前期基本面较差，压制油脂价格，近期棕榈油供需格局有所好转，棕榈油触底反弹对油脂价格提供支撑。棕榈油经历了 2016 年极端天气后，目前产量仍然处于恢复上升阶段，但是国内进口利润偏低，预计油价上涨还需要较长的一段时间。与此同时，近期原油价格的持续上涨，生物柴油概念引起市场关注，对整个油脂市场也提供较好的市场氛围。

四、行情展望与策略建议

对于未来的行情走势，我们认为短期将维持震荡，同时将伴随重心的逐渐上移，长期来看有较大的上涨空间。

短期由于正值食用油的消费淡季，菜籽油需求疲软，价格缺乏有力支撑。但通过计算我们发现，今年国内将出现 250 万吨左右的供给缺口，这一缺口只能用进口替代或者以其他品种的食用油来进行弥补，这必然导致菜籽油价格的上涨。因为只有较高的价格才能从国际上争夺到更多的菜籽油资源，同时也才能让消费者转而消费其他品种的食用油。从前文提到的三种食用油的替代关系计算，菜油有可能会上涨到 8000 元/吨，所以中长期菜籽油有较大的上涨空间。

从近期菜籽油的K线走势来看，主力合约在 6400 元/吨附近的底部支撑较强，菜油多单存在一定的安全边际。短期在 7200 元/吨下方位置维持震荡，有效突破这一压力位后，或将进入 7200-8000 的震荡区间。后期天气转凉食品油需求提振后，菜籽油可能进入上行通道。

图 4-1 菜油期货主力合约价格走势



数据来源：WIND 神华研究院

建议投资者先行减仓止盈，待期价企稳后，可考虑在 6500-6700 区域波段做多，中期支撑 6400 元/吨。

从产业链消费性企业角度来说，考虑到菜籽油未来会震荡上行，企业可考虑在 6500-6700 区域进行买入套保尝试，锁定未来原材料上涨的成本。

对于可能出现的基差风险，现货需求疲软，期货强势，基差大概率走弱。下图展示了近期菜油基差的走势情况，从图中我们可以看出目前基差正处于下行通道当中，因此买入套保风险较小。

图 4-2 菜籽油期货主力合约基差走势



数据来源：WIND 神华研究院

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归神华研究院所有，在未获得神华研究院书面授权下，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“神华研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。投资有风险，入市须谨慎！