

菜油价格运行稳定，宏观扰动影响有限

2025 年 5 月 16 日 星期五

兴证期货·研究咨询部

农产品研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

联系人

胡卉鑫

从业资格编号：F03117395

邮箱：

hhx@xzfutures.com

核心观点

本次宏观事件冲击中，菜油价格受影响程度较小，相较于价格波动剧烈的豆油、棕榈油，整体保持稳定运行。由于菜油价格在前期中加贸易冲突、美加关税冲突中已经被市场定价，美国 4 月 2 日“对等关税”冲击并未对菜油贸易流产生实质性改变，因此菜油价格在消化关税波动后回归基本面运行。对菜油自身而言，国内外利多、利空因素杂糅，仍然保持震荡运行，市场缺乏新的驱动题材。海外方面，2025/26 年度加拿大、乌克兰等国存在种植面积下调、产区干旱上升、越冬霜冻灾害等影响，海外存在减产担忧，驱动 ICE 油菜籽价格转强，但是今年欧盟菜籽修复性增产，或将抵消油菜籽减产担忧，目前海外菜籽整体偏强运行。虽然国内菜油受中加贸易影响下，对海外油菜籽价格支撑反映有限，但是海外油菜籽仍将通过进口菜油价格对国内菜油价格形成一定支撑。国内菜油目前受高库存与若消费影响，库存压力限制价格上方空间，但是中加贸易不确定性以及菜油供应收紧预期仍然价格底层支撑，近期菜油仍将延续窄幅震荡，在植物油中表现相对强势。

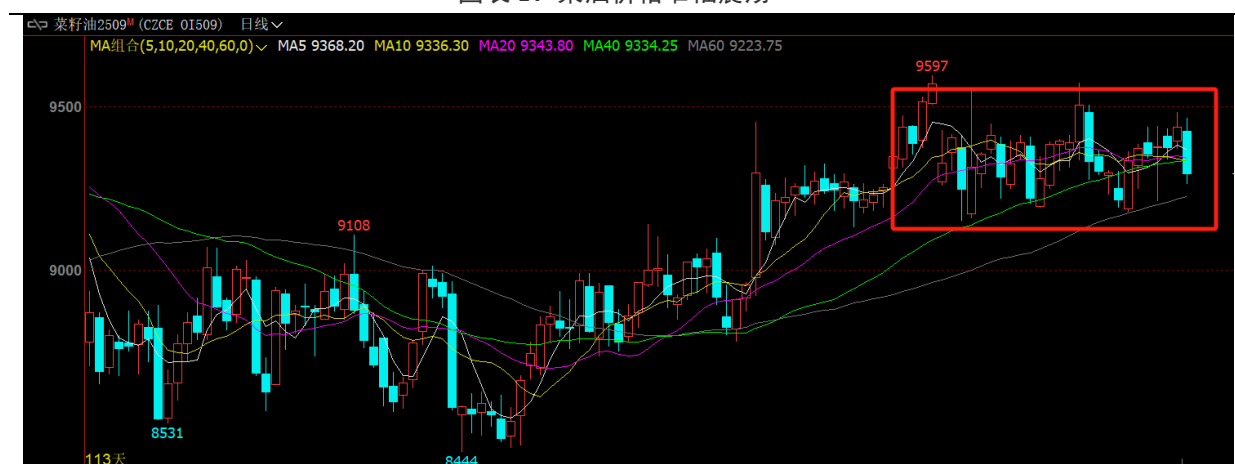
目录

一、菜油价格窄幅震荡，宏观波动对价格影响有限	1
二、菜油价格保持稳定运行原因	1
三、菜油未来可能发生的利空因素	5
四、总结与展望	7

一、菜油价格窄幅震荡，宏观波动对价格影响有限

4月2日至5月12日期间，宏观环境先后面临美国关税政策到中美贸易谈判等事件冲击，原油等大宗商品价格波动剧烈，植物油价格波动同样放大，豆油、棕榈油价格波动剧烈，价格运行中枢出现明显变化。但是菜油仍然围绕9330元/吨水平窄幅震荡，在植物油板块中价格运行稳定。

图表 1：菜油价格窄幅震荡



数据来源：文华财经，兴证期货研究咨询部

二、菜油价格保持稳定运行原因

（一）关税冲突聚焦中美两国，对菜油贸易流影响有限

本次关税事件主要通过原油端与贸易端两大途径影响植物油价格。原油方面，随着生物柴油的广泛运用，原油价格对植物油价格影响日益上升。一方面美国关税政策发布后，受经济衰退担忧影响，原油价格大幅回落，拖累植物油板块价格中枢，豆油、棕榈油、菜油跟随原油价格大幅回落，但是目前豆油、棕榈油为全球生物柴油掺混最为广泛的两大品种，原油价格回落将削弱豆油、棕榈油生物柴油性价比，因此二者价格波动与原油价格波动关联性更大，价格回落程度更深。相对而言，菜油生柴投料主要集中于欧盟地区，整体需求量相对低于豆油、棕榈油，因此原油端对菜油影响相对有限。另一方面，对美油脂出口受阻也导致本次事件中棕榈油价格回落幅度最大。美

国棕榈油进口达全球 5.5%，棕榈油进口量达 260 万吨，美国对马来西亚和印尼同样加征较高关税，棕榈油出口前景低迷同样打压价格。对于菜油而言，前期中国贸易摩擦以及美国加征加、墨关税等事件已经在一定程度上改变菜油贸易流向，关税影响已经被市场计价，并且影响菜系价格的中加贸易、美国生物柴油政策尚未出现明显异动，美国对等关税实质上并没有改变菜油贸易格局，菜油消化宏观冲击后价格波动下降，延续前期基本面逻辑运行。

图表 2：4 月 2 日美国对等关税情况

国家（地区）	对等关税税率	国家（地区）	对等关税税率
莱索托	50%	巴基斯坦	29%
柬埔寨	49%	突尼斯	28%
老挝	48%	哈萨克斯坦	27%
马达加斯加	47%	印度	26%
越南	46%	韩国	25%
缅甸	44%	日本	24%
斯里兰卡	44%	马来西亚	24%
毛里求斯	40%	文莱	24%
圭亚那	38%	科特迪瓦	21%
孟加拉国	37%	纳米比亚	21%
博茨瓦那	36%	欧盟	20%
列支敦士登	36%	约旦	20%
塞尔维亚	36%	以色列	17%
泰国	36%	菲律宾	17%
波斯尼亚和黑塞哥维那	35%	尼加拉瓜	18%
中国	34% (20%+34%=54%)	挪威	15%
北马其顿	33%	委内瑞拉	15%

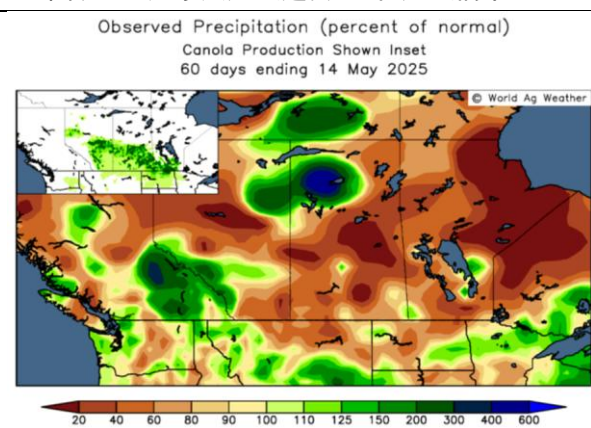
印度尼西亚	32%	尼日利亚	144%
斐济	32%		
瑞士	31%		
南非	30%		
阿尔及利亚	30%		

数据来源：公开新闻，兴证期货研究咨询部整理

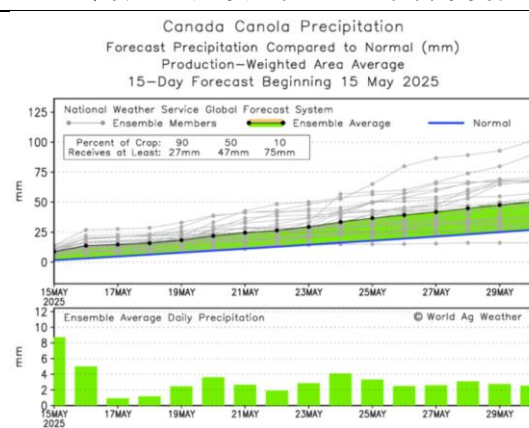
（二）新季加菜籽种植面积下降，外盘成本支撑仍然存在

新季菜籽开始播种，种植情况支撑外盘价格。2025/26 年度菜籽种植基本开始，但播种初期菜籽产量面临种植面积与霜冻担忧。加拿大统计局 3 月种植面积报告表示，将下调种植面积 1.7%至 2164.6 万英亩，但是加拿大产区自 3 月播种起降水持续不足，土壤整体表现偏干，加菜籽期末库存同样下降。虽然 USDA 小幅上调加菜籽 2025/26 年度产量，但是仍需关注 6 月降水改善情况。乌克兰菜籽同样受天气灾害影响，2024 年 4 季度起，乌克兰产区遭受霜冻灾害，部分产区作物严重受损，菜籽越冬表现不佳，2025/26 年度乌克兰菜籽收获面积或将下降 10%至 114 万公顷，产量下降 40-50 万吨至 335-350 万吨水平，同样存在减产担忧。受外盘减产担忧影响，外盘油菜籽价格持续上升，对菜油存在一定支撑。

图表 3：加拿大产区过去 60 日产区偏干



图表 4：加拿大未来 1-15 日降水变化

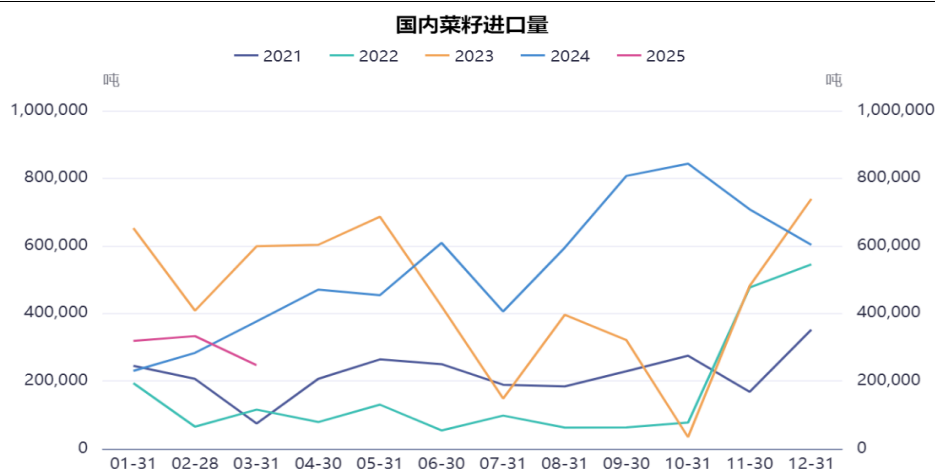


数据来源：AG Weather，兴证期货研究咨询部

（三）国内油菜籽库存持续下降，贸易不确定性支撑菜油价格

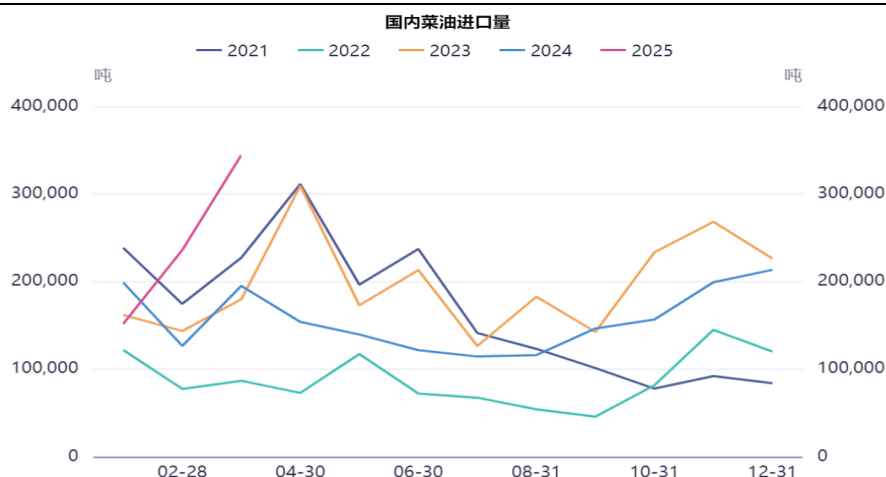
国内菜油价格底层逻辑仍然锚定中加贸易以及当前难以证伪的远月菜籽供应下降。

去年 9 月起，中方对加拿大发起反倾销、反歧视调查，市场对加菜籽进口谨慎，买船意愿与实际进口量较为低迷，并且落地加菜粕、加菜油 100% 的反歧视关税，加拿大菜系进口渠道基本中断。国内菜籽进口数量自去年 10 月起持续下降，2025 年尚未出现较大买船，现在多为年前订单到港。2025 年 3 月，油菜籽进口量下降至 24.6 万吨，低于往年同期水平，中加关系未缓解前菜籽供应难以出现明显好转，菜籽库存同样持续下降，限制国内菜油压榨产量。菜油进口方面，俄罗斯、白俄罗斯菜籽产量稳中有增，但对我国菜油进口补充增量有限，国内菜油整体供应较上年收紧。

图表 5：国内菜籽进口量下降


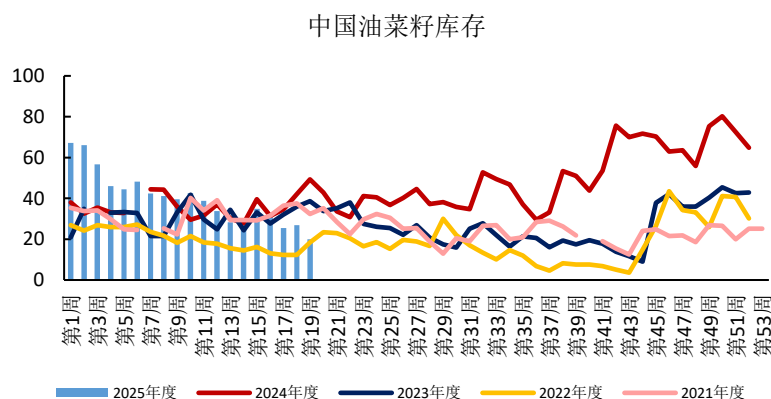
数据来源：汇易网，兴证期货研究咨询部

图表 6：国内菜油进口量上升



数据来源：汇易网，兴证期货研究咨询部

图表 7：国内油菜籽持续去库



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

三、菜油未来可能发生的利空因素

（一）国内菜油库存高企，豆油替代减缓菜油去库速度

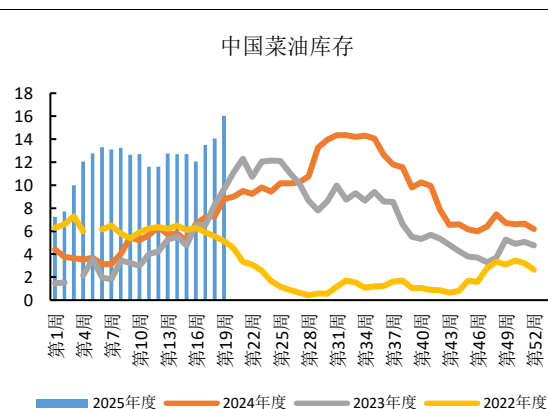
受中加贸易矛盾影响，国内油厂在窗口期内加速采购菜油、菜籽，2024 年四季度二者进口量快速上升，也带来了菜籽、菜油快速累库、库存高位情况。菜籽由于存在压榨需求，库存持续去化，目前位于中等偏低情况，随着水产养殖旺季到来，进口菜籽库存预计进一步去化。但是菜油进口主要来源是俄罗斯、白俄罗斯等国家，进口来源稳定，供应约束相对较小，并且，现在豆菜价差倒挂，除川渝地区外，豆油对菜油消费替代量较大，2025 年开年至今，豆油成交量持续高于往年水平，总成交量达

192.53 万吨，而菜油成交量仅为 8.66 万吨，仅为去年同期 20%，菜油去库困难预计限制价格上方空间。

图表 8：豆菜油价差持续倒挂

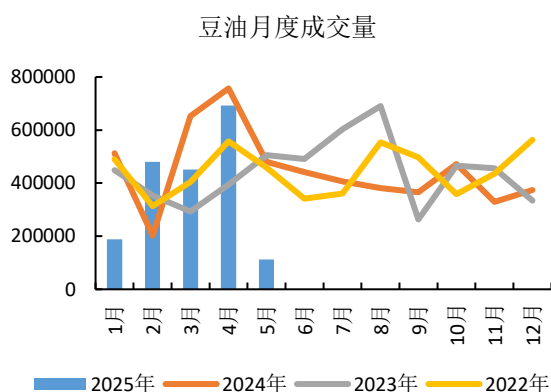


图表 9：菜油库存高企

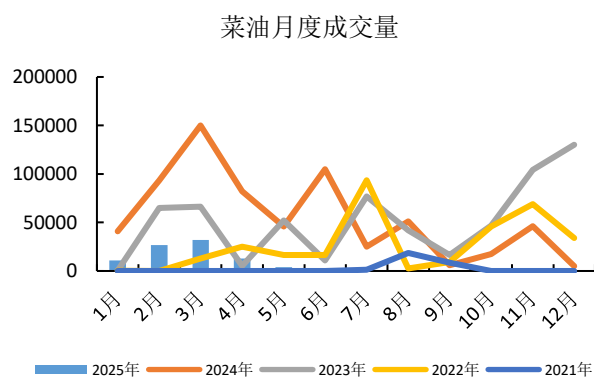


数据来源：同花顺 iFind, Mysteel, 兴证期货研究咨询部

图表 10：豆油月度消费量



图表 11：菜油月度消费量



数据来源：Mysteel, 兴证期货研究咨询部

（二）美国 45Z 政策或将延期，菜油生柴投料优势下降

近期有知情人士透露，美国众议院税收委员会拟议的草案计划将 45Z 清洁燃料税收抵免政策延长四年至 2031 年 12 月 31 日，较原定截止日期延展 4 年，生柴补贴政策对植物油等掺混投料形成利好。但是草案存在多项条款调整：（1）限制抵免仅适用于使用美国、墨西哥或加拿大原料生产的燃料；（2）取消 45Z 税收抵免的可转让性；（3）在温室气体排放计算中排除间接土地利用变化（ILUC）因素；（4）为动物粪便（包括乳制品、生猪、家禽粪便等）衍生的运输燃料制定单独的排放率标准。本次抵免范围虽然仍然包括墨西哥、加拿大原料，但是仍然偏向美国本土油脂投料，菜油由于碳排放量不符合美国气候智慧型农业政策，税收抵免补贴将显著低于豆油、动物油脂等其余油脂投料，菜油能源需求性价比下降。同时美国生物柴油政策迟迟未落地，市场存在掺混义务量不及预期担忧，能源政策对菜油利好程度相对有限。

四、总结与展望

本次宏观事件冲击中，菜油价格受影响程度较小，相较于价格波动剧烈的豆油、棕榈油，整体保持稳定运行。由于菜油价格在前期中加贸易冲突、美加关税冲突中已经被市场定价，美国 4 月 2 日“对等关税”冲击并未对菜油贸易流产生实质性改变，因此菜油价格在消化关税波动后回归基本面运行。对菜油自身而言，国内外利多、利空因素杂糅，仍然保持震荡运行，市场缺乏新的驱动题材。海外方面，2025/26 年度加拿大、乌克兰等国存在种植面积下调、产区干旱上升、越冬霜冻灾害等影响，海外存在减产担忧，驱动 ICE 油菜籽价格转强，但是今年欧盟菜籽修复性增产，或将抵消油菜籽减产担忧，目前海外菜籽整体偏强运行。虽然国内菜油受中加贸易影响下，对海外油菜籽价格支撑反映有限，但是海外油菜籽仍将通过进口菜油价格对国内菜油价格形成一定支撑。国内菜油目前受高库存与若消费影响，库存压力限制价格上方空间，但是中加贸易不确定性以及菜油供应收紧预期仍然价格底层支撑，近期菜油仍将延续窄幅震荡，在植物油中表现相对强势。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将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。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。