



**菜油一路高歌猛进，
强劲势头究竟为哪般？**

长安期货有限公司

2020年07月20日

菜油一路高歌猛进，强劲势头究竟为哪般？

截至7月17日夜盘收盘，菜油主力09合约站上了8500的高位，创下了2013年四季度以来的新高。回顾这几个月菜油的走势，自今年5月28日，加拿大方面公布了孟晚舟引渡案的第一个判决结果，裁定“双重犯罪”成立，孟晚舟未能获释，超出市场预期的裁定结果使菜油的强势反弹格局就此打开，盘面出现罕见的17连阳，在此之后市场出现了第一根阴线，然而这并未带来这波行情的终结，而是短暂的歇息之后，再度的爆发，一路高歌猛进，突破了8500元/吨大关。

图 1：郑油指数日线

单位：元/吨



资料来源：文华财经，长安期货

一、菜油的强势到底为哪般？

(一) 菜油基本面偏紧格局提供强支撑

1、中加关系持续恶化，菜籽进口受限

我国菜油的供应主要依赖于进口菜籽的压榨和进口毛菜油的精炼，而加拿大是我国菜籽类产品的主要进口来源国。自2019年中加关系紧张以来，菜油的原料菜籽供应的紧缺担忧就已经开始显现，菜油的重心开始逐步上移。但进入今年以来，在新冠肺炎疫情爆发的情况下，菜油期货与国内多数大宗商品一起开启了一轮大幅下跌的行情。三月中旬，随着疫情在国内的控制与稳定，菜油期价也随之稳定，呈现底部震荡的状态，在这期间中加关系并未真正缓

请务必阅读正文后的免责声明部分！

放心的选择 贴心的服务

解，只不过疫情转移了基本面的主要矛盾叠加我们一直对中加关系的缓解存有一定乐观预期。然而五月底，孟晚舟事件超出预期的裁定结果，无疑是为空头泼了一盘冷水，这意味着中加关系进一步恶化，两国菜籽贸易也将雪上加霜。

2019/20 年度全年进口菜籽量为 230.03 万吨，较上年度锐减 48.8%，今年截至 5 月份，国内累计进口菜籽 127.91 万吨，较去年同期减少 25.3%。其中来自加拿大的菜籽为 87.97 万吨，占比也降至 68.8%。

2、毛菜油进口受阻，暂难弥补供应缺口

中加关系紧张以来，我国提高了对加拿大油菜籽进口的杂质标准要求，在加菜籽进口量急转直下的情况下，我国开始增加毛菜油的进口。根据天下粮仓数据统计，2020 年 1-5 月共进口菜油 65.76 万吨，较去年同期增加 36.71%，然而，进口菜油的数量尚不足以弥补菜籽进口减少所致的供应缺口。

而最近从欧盟进口的菜油也出现了一些问题，再度引发市场担忧。消息显示，自上月以来海关对非转植物油进行转基因检测，据传有几家进口商被退运一批非转菜油，数量约在 4 万吨左右，这对原本菜油供应不足的担忧起到了推波助澜的作用。

后期进口菜油的通关问题依然存在不确定性，且根据 cofeed 对未来几个月进口毛菜油到港情况的统计，7 月进口 12 万吨，8 月 10 万吨，较去年同期仍是偏低的状态，因此预计近期内毛菜油的进口量依然难以弥补供应缺口。

3、国内菜籽菜油库存不断下滑，处历史同期绝对低位

截至 7 月 10 日，国内沿海进口菜籽库存为 29.7 万吨，环比上周微增 1.3 万吨，但较去年同期的 50.1 万吨，降幅达 40.72%。从菜油库存来看，目前两广及福建地区、长江流域菜油库存均处于近几年历史同期最低水平，华东地区菜油库存也处于近几年低位。截至 7 月 10 日，两广加福建菜油库存为 2.6 万吨，较上周增加 0.5 位万吨，较去年同降幅 27.45%；华东菜油总库存 17.08 万吨，同比减少 57.64%。

我们再从成交情况来看，前期因为菜油价格处于高位，市场主要以刚需采购为主，呈现出“有价无市”的状态，然而目前的情况是菜油期现价格连续上涨超过一个月，在未看到回调迹象的情况下，贸易商的情绪也有所转变，或会在一定程度上加紧采购，以防价格进一步上涨带来更加不利的局面。据此推断，短期内库存的低位难有明显缓解。

(二) 相关油脂盘面产生的共振

棕榈油：产地减产炒作&国内库存低位，多头情绪再次升温

上周五，马来西亚 BMD 棕榈油期价收盘上涨，周线录得三年半最大涨幅。一方面，SPPOMA 数据显示，7 月 1-15 日棕榈油产量环比下滑 18.72%，其中单产下滑 19.51%。市场基于去年年中产地干旱，预计东南亚马来西亚、印度尼西亚等棕榈油出现减产。另一方面，马来西亚独立检验机构 AmSpec 周三公布的数据显示，马来西亚 7 月 1-15 日棕榈油出口量较上月同期下滑 10.1%至 82.9 万吨；船运调查机构 ITS 公布的数据显示，7 月 1-15 日较上月同期下滑 9.1%，两机构的出口数据降幅均较前 10 日有所收窄。

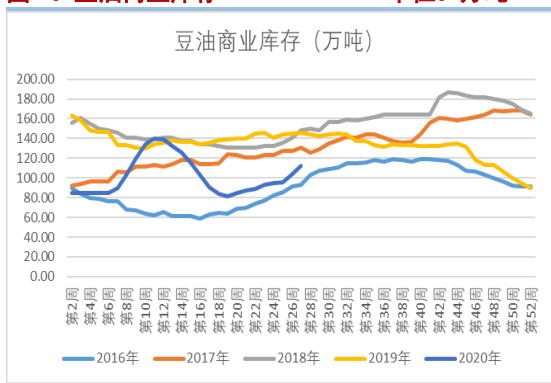
国内库存来看，截止 2020 年 7 月 14 日，棕榈油港口库存为 36.8 万吨，环比减少 4.7 万吨，位于历史同期较低水平。在外盘提振及国内库存水平支撑下，多头情绪转浓。

豆油：油厂延续小幅累库格局，后期或有缓解

全国油厂大豆压榨量暂维持较高的水平，因此国内豆油累库趋势仍在继续，截至 7 月 10 日，豆油商业库存总量为 118.88 万吨，较前一周环比增加 0.55%。不过我们从数据也可以看出，其实豆油的累库幅度并不大，叠加目前国内豆油库存水平较往年同期并不高，整体库存并未构成太大的压力。原本并不强劲的利空因素在相关油脂的强劲带动下很容易被淹没，引发盘面跟随整个油脂板块共振上行。

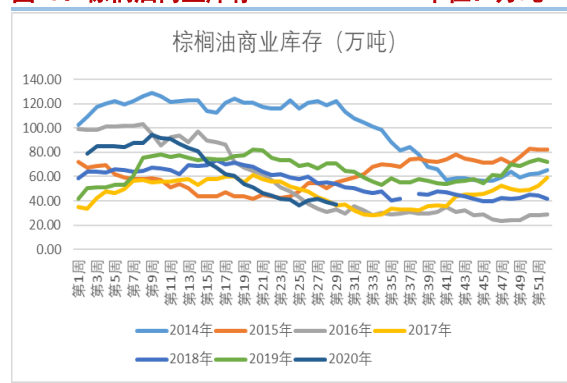
此外，中国前期大量进口的巴西大豆所剩不多，后期将以进口美豆为主，不过中美关系仍存疑，预计进口大豆到港量后期或有减少，油厂高开机和高压榨的情况将有所转变，豆油的累库格局或存在缓解预期。

图 2：豆油商业库存 单位：万吨



资料来源：wind，长安期货

图 3：棕榈油商业库存 单位：万吨



资料来源：wind，长安期货

二、菜油潜在的风险因素

随着菜油期现价格的不断走高，其风险因素也在累积。其中一部分风险来自于突破历史区间上沿的与相关油脂的高位价差。7月以来，菜豆、菜棕价差延续了6月的走扩趋势，并不断创出新高，截至7月17日，菜豆主力合约价差达到2200以上，菜棕主力合约价差达到2900附近的水平，原因自然在于我们上文中所分析的菜油基本面支撑下的强劲势头，即便豆棕油也处于多头趋势，但强势程度依然难以企及。不过在这样的高位价差之下，考虑到相关油脂的替代作用，我们认为菜油持续强势上行的空间或受到一定压制。关注下游成交情况以及菜油库存的变化。

图 4：菜油-豆油价差 单位：元



资料来源：wind，长安期货

图 5：菜油-棕榈油价差 单位：元



资料来源：wind，长安期货

另一方面，豆油棕榈油的供需格局也是我们关注的重点，目前来看，棕榈油产地减产炒作再起，不过后期的机构产量数据会否进一步印证，以及产地出口能否企稳转好，都还存有不确定性。一旦相关油脂出现明显利空因素，菜油恐也会受到拖累。

此外，菜油期价见顶回落的风险还在于中加关系会否转变，现货进口窗口会否打开，以及做多资金的止盈离场。

三、综合分析及操作建议

受中加关系紧张影响，加拿大油菜籽进口收紧，在此背景下，我国加大了菜油的进口，然而进口量并不能弥补供应缺口，而且近期还出现了通关受阻的问题，在此格局下国内菜籽菜油库存不断下滑，基本面的紧张格局成为菜油本轮拉升的核心逻辑。近期棕榈油产地方面的减产炒作再现，相关油脂利多因素的出现为菜油的上行再添了一把力，叠加资金助推，油脂板块共振上涨的势头明显。短期来看，印尼减产无法证伪，菜油库存暂无缓解迹象，多头请务必阅读正文后的免责声明部分！

放心的选择 贴心的服务

情绪仍然较浓，操作上建议暂不可逆势重仓摸顶抛空，以前多续持为主，空仓者可尝试轻仓滚动做多。考虑到期价的不断上行，风险也在累积，也需要保持谨慎态度，短期关注资金的变化情况，同时中加关系的转变、相关油脂基本面变化以及高价差对菜油需求的抑制都需要我们持续追踪。

长安期货有限公司

胡心阁 F3064864

2020年07月20日

免责声明

本报告基于已公开的信息编制，但对信息的准确性及完整性不作任何保证。本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成个人投资建议。投资者应当充分考虑自身投资经历及习惯、风险承受能力等实际情况，并完整理解和使用本报告内容，不能依靠本报告以取代独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

长安期货有限公司版权所有并保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“长安期货投资咨询部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

长安期货各分支机构

江苏分公司

地 址:常州市新北区高新科技园 3 号楼 B 座 307
电 话: 0519-85185598
传 真: 0519-85185598

山东分公司

地 址: 山东省烟台市经济技术开发区珠江路 10 号
电 话: 0535-6957657
传 真: 0535-6957657

福建分公司

地 址: 福建省厦门市思明区嘉禾路 23 号
新景中心 B 栋 1007-1008 室
电 话: 0592-2231963
传 真: 0592-2231963

安徽分公司

地 址: 合肥市蜀山区潜山路 188 号蔚蓝商务港 F 座 1103 室
电 话: 0551-62623638

郑州营业部

地 址: 郑州市郑东新区商务外环 30 号期货大厦
1302 室
电 话: 0371-86676963
传 真: 0371-86676962

淄博营业部

地 址: 山东省淄博市高新区金晶大道 267 号颐
和大厦 B 座 501 室
电 话: 0533-6217987 0533-6270009

上海营业部

地 址: 上海市杨浦区大连路宝地广场 A 座 1605
电 话: 021-60146928
传 真: 021-60146926

宝鸡营业部

地 址: 宝鸡市渭滨区经二路 155 号国恒金贸大
酒店 21 层
电 话: 0917-3536626
传 真: 0917-3535371

西安和平路营业部

地 址: 西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话: 029-87206088 029-87206178
传 真: 029-87206165

西安经济技术开发区营业部

地 址: 西安经济技术开发区凤城八路 180 号长
和国际 E 座 1501 室
电 话: 029-87323533 029-87323539
传 真: 029-87323539

能源化工事业部

地 址: 西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话: 029-87206172
传 真: 029-87206165

金融事业部

地 址: 西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话: 029-87206171
传 真: 029-87206163

农产品事业部

地 址: 西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话: 029-87206176
传 真: 029-87206176

金属事业部

地 址: 西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话: 029-87380130
传 真: 029-87206165