

菜油：物换星移几度秋

龚悦

安粮期货研发中心



龚悦，硕士研究生学历，安粮期货农产品研究员，郑商所“资深高级分析师“，分别于2021年、2020年、2019年连续三年荣获“郑商所高级分析师”称号，中级经济师。2017年、2018年在大商所举办的“十大期货投研团队”评选中获“优秀期货投研团队”称号。大商所投教产品评选、中金所金融期货投教产品大赛优秀奖。

从业以来，担任四十余场由交易所主办的行情分析研讨会、圆桌论坛与线上直播主讲分析师。在《期货日报》、《和讯期货》、《对冲研投》、《文华财经》、《资管网》等权威平台上公开发表研究与策略报告四十余篇。

研究方向与特点：注重产业链研究体系、交易策略体系与风控体系的构建与修正，关注套利策略的设计，具有为诸多大型企业提供套保等期现服务的专业经验。

观点摘要

- 2023 年美国或处于弱衰退的宏观周期，长线趋势利空油脂商品板块。后市或有望继续放缓加息速度甚至开启降息进程，宏观因素对油脂运行节奏仍有扰动。
- 从全球菜籽供需情况来看，主产国加拿大、澳大利亚油菜籽增产较为明显，总出口、压榨量等总需求亦有所增加。叠加供给与需求，预计新年度全球菜籽期末库存累积至 680.3 万吨，同比上一年度的 433.2 万吨上升 247.1 万吨。库存消费比由 21/22 年度的 4.82% 上升至 6.91%。总体看来，全球油菜籽供给呈现宽松格局。
- 22/23 年度，在国产菜籽产量与菜籽进口量均有增加，同时总开工率有所提升的背景下，且伴随着豆油、菜棕油高位价差的回落与修复，先前豆棕油对菜油的替代属性预期有所边际削弱等因素的共振下，预期菜油供需“双增”，但供给增加的幅度大于需求增加的幅度，总体来看，呈现供应宽松格局，不排除阶段性的供需错配等潜在因素。叠加期初库存、供给与需求的因素，预期新年度期末库存为 191 万吨，同比上一年度增 8 万吨。新年度库存消费比预期为 23.99%，持平于上一年度的 24.3%。22/23 年度菜油或处于历经主动去库与被动去库后的尾声阶段，库存低位徘徊或低位修复。
- 菜油、豆油、棕榈油作为“三大油脂”品种，其价格具有高度的相关性。总体而言，新年度，在宏观周期趋势利空效应与油脂板块基本面因素下，三大油脂或处于震荡中价格重心有所下移的趋势（棕榈油或为三大油脂中受利空效应最为显著的品种），宏观因素、基本面、消息面、资金面等因素对油脂板块运行节奏有所阶段性扰动。相对于豆棕油而言，菜油受资金推动的影响因素或稍大。
- 新年度，在美国或轮转向弱衰退宏观周期的时间窗口下，菜油或处于历经主动去库与被动去库后的尾声阶段，库存低位徘徊或低位修复。菜油仍具有战略性空头配置的价值，价格波动率或低于 2022 年，关注阶段性反弹带来的逢高布局空头配置的机会（反弹或难以打破 2022 年 6 月伴随着美联储强有力的加息所形成的产业价格顶部）。同时，密切关注国内外宏观政策动态、美国加息进度与幅度、生物柴油政策、菜籽进口动态、国产菜籽集中收割与压榨与全年消费等季节性热点。

一、宏观：美国或轮换至弱衰退宏观周期

当前，宏观周期切换的敏感时间窗口下，宏观因素为主导大宗商品趋势的首要因素，板块内各品种基本面、价位空间一定程度上决定了各品种间的强弱关系。

美欧面临高通胀和低增长的滞涨期，货币、经济收缩仍是主基调，后市向弱衰退宏观周期轮换预期升温（这种弱衰退并不会引发严重的经济及金融危机即我们常说的弱着陆），长线趋势利空油脂商品板块。定价权在美国的油脂，或已经完成了趋势性上行使命，2022年6月下旬美联储强有力的加息或已形成商品市场真正意义上的顶部（但不排除后期冲出资金泡沫顶的可能性）。犹如美联储部分官员所认为的过度加息将导致美国经济陷入“主动低迷”，后市或有望继续放缓加息速度甚至开启降息进程，宏观趋势利空因素或有所阶段性、边际性改善，宏观因素对油脂运行节奏仍有扰动。

具体来看，12月23日美国经济分析局公布美国11月PCE各项数据。11月美国PCE同比和环比增速分别录得5.54%和0.1%，大幅低于前值6.08%和0.37%。其中，核心PCE同比和环比增长4.68%和0.17%，同样远低于前值。随着全球能源危机、供应链危机、粮食危机的持续好转，美国的商品供给持续增加。同时，随着经济衰退预期增强，美国需求增速持续放缓。在商品供需错配不断得到缓解的情况下，美国物价水平不断得到回落。2023年美国通胀率将会进一步回落。展望2023年，美国通胀会出现较快下行，预计明年一季度末美国的CPI和核心CPI都会下降到5%左右，二季度末核心CPI下滑回到4%，而CPI可以回到3%（因明年二季度食品和原油价格下跌概率较大）。

相比CPI，美联储更为看重PCE指标。美国PCE是在今年6月出现拐点，明年预期将会进一步回落，这就给美联储放缓加息步伐提供了足够空间。根据联邦基金期货隐含的目标利率推断，美联储将在明年前三次议息会议中再加息2次25BP，将终端利率提升至5%左右，本轮加息即告结束。虽然美联储暂不会谈及降息时间点，但市场已经开始交易2023年四季度美联储将降息50BP，通过历史复盘，自1980年以来的每个周期中（2004-2006年除外），美联储都在利率达到峰值的6个月内降息。

美国的经济超过70%动力来自于消费。目前在财政的刺激下，商品消费慢慢降温，但服务类消费甚至还在攀升阶段；美国劳动力市场在疫情后呈现紧平衡，失业率极低，就业仍然强劲；负债问题上，本轮刺激是有政府代替私人部门加杠杆，居民资产负债表仍然健康。总体上看，高热的通胀数据倒逼美联储追随其不断抬升利率，高企的利率使

美国在生产端出现显著放缓，经济弱衰退预期增强。但从强劲的就就业数据、攀升的服务消费及健康的居民资产负债表来看，仍然强劲，大概率 2023 年实现弱衰退、软着陆。

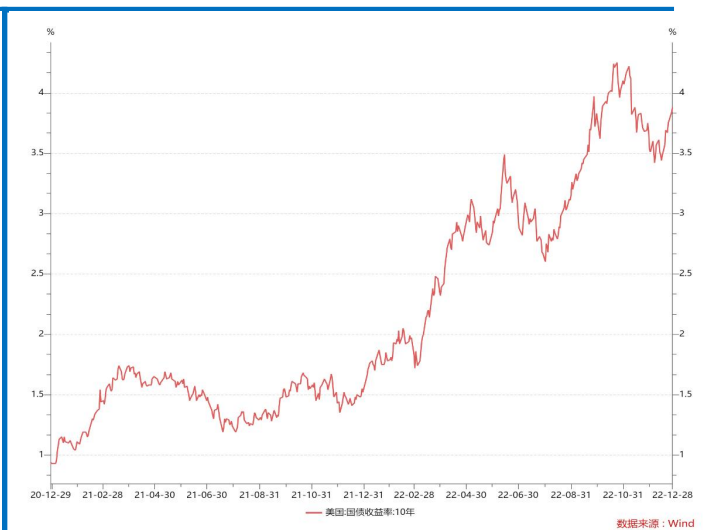
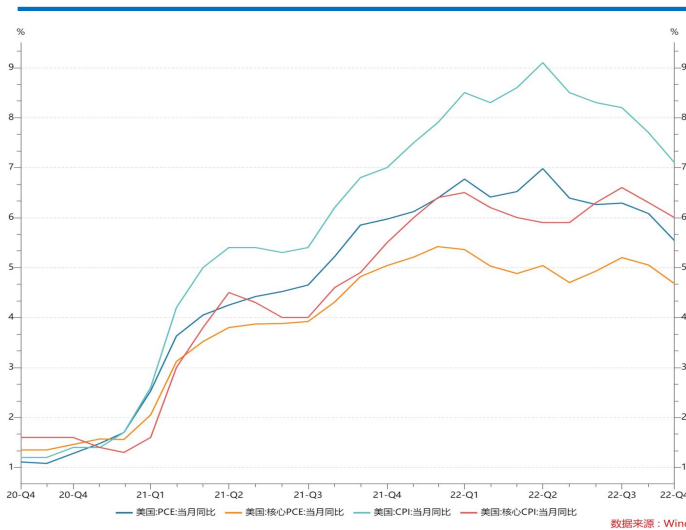
弱衰退之后美国经济是否会开启一轮复苏及繁荣周期？至少 2023 年我们看不到这种情况。首先，美国经济去过两年繁荣的主要因素之一来源于美国的量化宽松政策，导致了巨量的超额储蓄，最高点的时候美国居民的超额储蓄已经高达 1.9 万亿美元，但经过两年时间，目前超额储蓄已经回到了均值 1200 亿美元下方。同时，我们看到，美国人的可支配收入也在下行，主要原因在于 2021 年 9 月后，美国各级政府都停止了给居民“发钱”的行为。从储蓄和收入两个维度我们可以判断美国的消费在一段时间内难有起色。而美国的经济超过 70% 动力来自于消费，消费难有起色意味着新的经济繁荣周期还比较远。

另外我们从库存角度来看，美国目前的全社会库存处于历史高位，同时库销比也较高，这意味库存多，去库存速度缓慢，历史上来看美国的每一次去库存周期为 13 到 22 个月，而目前去库存周期可能刚刚开始，只有当去库存结束了才会开启一轮新的繁荣周期。因此至少 2023 年我们看不到去库存结束的可能。但明年下半年可能是美国去库存加速的一个阶段，特别是四季度市场就会有周期转换的预期。

综上，2023 年美国或处于弱衰退的宏观周期，长线趋势利空油脂商品板块。犹如美联储部分官员所认为的过度加息将导致美国经济陷入“主动低迷”，后市或有望继续放缓加息速度甚至开启降息进程，宏观因素对油脂运行节奏仍有扰动。

图 1：美国 CPI、PCE 预期回落

图 2：美国十年期国债收益率



资料来源：WIND，安粮期货研究所

二、全球市场：预期 22/23 年度库存消费比有所上升

1、全球油菜籽呈现供给宽松格局

从全球油菜籽情况看，欧盟、加拿大、中国是油菜籽的主产国，依据近几年的数据，三个国家（地区）的产量占到全球油菜籽总产量的85%以上。其中，加拿大地广人稀，为全球第一大油菜籽出口国，其菜籽的供需情况对全球菜籽价格影响举足轻重。欧盟，其油菜籽产量较高，食用植物油消费少，70%的菜油用于生物柴油消费，产不及需，每年仍需大量进口菜籽，从供需结构看，是油菜籽净进口方。我国，作为全球油菜籽主产国与最大的消费国，国内的产量远远无法满足其消费，需要依靠大量的进口。加拿大为我国油菜籽的主要进口国，2019年之前，加籽进口量占菜籽进口总量的90%以上（除2005年和2013 年以外）。近年来，我国不断拓展进口来源渠道，从俄罗斯、澳大利亚进口菜籽的比重有所上升。

2022/23 年度，由于主产国加拿大、澳大利亚油菜籽产量的增加（其中加拿大预估增产524.3万吨），全球增产至8434.1万吨，同比上年的7395.2万吨增加1038.9万吨。从全球角度看，总出口、压榨量等有所增加，进而总需求同比上一年度增加851.9万吨至9845.7万吨。叠加供给与需求，预计新年度全球菜籽期末库存累积至680.3万吨，同比上一年度的433.2万吨上升247.1万吨。库存消费比由21/22年度的4.82%上升至6.91%。总体看来，全球油菜籽供给呈现宽松格局。

表1：全球油菜籽供需平衡表 单位：万吨

年度	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	年度差额
期初库存	814	993.6	786.5	629.7	433.2	-196.5
产量	7285.3	6959.8	7359.3	7395.2	8434.1	1038.9
进口	1463.5	1571	1666.1	1402.1	1658.7	256.6
总供应量	9562.8	9524.4	9811.9	9427	10526	1099
出口	1462.3	1591.5	1798.9	1466.1	1770.9	304.8
压榨量	6802.9	6840.7	7144.7	7169.5	7744	574.5
食用消费	15	25	65	65	65	0
其他消费	289	280.7	201	293.2	265.8	-27.4
总需求	8569.2	8737.9	9209.6	8993.8	9845.7	851.9

期末库存	993.6	786.5	602.3	433.2	680.3	247.1
------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源：USDA，安粮期货研究所

2、加拿大菜籽产量、库存消费比显著上涨

加拿大作为全球主要的菜籽生产国与出口国，其供需情况对全球菜籽价格与我国进口菜籽价格有举足轻重的影响。

2022/23 年度，加拿大油菜籽相较于上一年度的 1375.7 万吨大幅增产至 1900 万吨。预估增产主要来源于种植面积调增与单产提高两方面因素。出口方面，2022/23 年度加拿大油菜籽出口预估值为 790 万吨，相对于上一年度的 526.8 万吨有了小幅回升，低于 20/21 年度的 1058.9 万吨。对于出口量的增加，部分在于加拿大菜籽重要出口国——中国对其菜籽进口的增加。此外，加拿大加大了本国菜籽消化能力，预计新年度国内压榨量相对于上一年度提高 144.5 万吨。

新年度，加拿大菜籽大幅增产，其总供应量显著高于上一年度，达到 1900 万吨。出口预期有所增加，国内消费量与压榨量有所提升，其期末库存 165 万吨，同比上一年度的 87.5 万吨下降 77.5 万吨，库存消费比由 21/22 年度的 5.93%提高至 8.99%。

表2：加拿大油菜籽供需平衡表 单位：万吨

年度	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	年度差额
期初库存	263.6	443.5	345.7	177.6	87.5	-90.1
产量	2072.4	1991.2	1948.5	1375.7	1900	524.3
进口	14.6	15.5	12.5	10.5	12.5	2
总供应量	2350.6	2450.2	2306.7	1563.8	2000	436.2
出口	920.2	1004.1	1058.9	526.8	790	263.2
压榨量	929.5	1012.9	1042.5	855.5	1000	144.5
食用消费	0	0	0	0	0	0
其他消费	57.4	87.5	31.5	94	45	-49
总需求	1907.1	2104.5	2132.9	1476.3	1835	358.7
期末库存	443.5	345.7	173.8	87.5	165	77.5

数据来源：USDA，安粮期货研究所

三、国内菜油：供需“双增”，库存或低位修复

22/23 年度，国产菜籽与进口菜籽均有所增加，其中，国内菜籽产量预期值调增为 1550 万吨，上一年度为 1471 万吨。在国产菜籽产量与菜籽进口量均有增加，同时总开工率有所提升的背景下，新年度菜油的国内产量同比上一年度的 610 万吨提高至 651 万吨。同时，预期中国对菜油的直接进口量亦有所增加，总计为 152 万吨。总体来看，22/23 年度，期初库存、国内产量叠加进口即年度总供给预期为 987 万吨，同比去年的 936 万吨增加 51 万吨。

菜油的需求一方面受到刚需的支撑（以川渝小包装以及花椒油为代表的川调味品的刚需占菜油总消费的 60%—70%），另一方面受豆油、棕榈油与葵油等替代油脂价格的影响。基于新年度菜豆油、菜棕油高位价差的回落与修复，预计先前豆棕油对菜油的替代属性有所边际削弱。22/23 年度菜油预期消费量为 796 万吨，同比上一年度的 753 万吨调减 43 万吨。

总体来看，22/23 年度，菜油供需“双增”，但供给增加的幅度大于需求增加的幅度，总体来看，呈现供应宽松格局，不排除阶段性的供需错配因素。叠加期初库存、供给与需求的因素，预期新年度期末库存仅为 191 万吨，同比上一年度增 8 万吨。新年度库存消费比预期为 23.99%，持平于上一年度的 24.3%。可见，22/23 年度菜油或处于历经主动去库与被动去库后的尾声阶段，库存低位徘徊或低位修复。

表 3：2022/23 年度中国油菜籽市场年度供需平衡表（单位：万吨，万公顷）

年度(6/5月)	2021/22 年度			2022/23 年度		
	11月预估	12月预估	增减	11月预估	12月预估	增减
期初库存	52	52	0	25	32	7
种植面积	670	699	29	690	690	0
国内产量	1400	1471	71	1550	1550	0
进口量	223	223	0	280	280	0
总供应量	1675	1747	72	1855	1862	7
压榨用量	1576	1641	64	1756	1752	-5
其中：国产菜籽	1329	1394	64	1477	1472	-5
：进口菜籽	247	247	0	280	280	0

种用及其它	74	74	0	73	73	0
总需求量	1650	1714	64	1829	1824	-5
期末库存	25	32	7	26	38	12

表 4：2022/23 年度中国菜籽油市场年度供需报告（单位：万吨）

年度(6/5月)	2021/22 年度			2022/23 年度		
	11月预估	12月预估	增减	11月预估	12月预估	增减
期初库存	189	188	-1	181	183	3
进口量	138	138	0	152	152	0
国内产量	586	610	24	653	651	-2
总供应量	913	936	23	986	987	1
食用消费	732	753	20	793	795	2
出口量	0	0	0	0	0	0
总需求量	733	753	20	794	796	2
期末库存	181	183	3	192	191	-1

数据来源：粮油商务网，安粮期货研究所

四、油脂板块价格走势

菜油、豆油、棕榈油作为“三大油脂”品种，其价格具有高度的相关性。棕榈油作为生物柴油用途占比较大的油脂，相对于豆菜油而言，具有更强的金融属性与能源属性，同原油的价格关联度更高，受后市欧美轮转向经济衰退的宏观周期而带来的趋势利空效应或更为显著。就三大油脂本身的基本面而言，棕榈油或更显疲弱。不同于豆菜油自 2022 年二季度起历经的去库进程，棕榈油的去库进程于更早的时间点即 2022 年年初开启，于年中结束并于三季度起开启持续累库进程。新年度，菜油与豆油或处于历经主动去库与被动去库后的尾声阶段，库存低位徘徊或低位修复。反观棕榈油，延续阶段性的累库进程后或持续高位整理。

总体而言，新年度，在宏观周期趋势利空效应与油脂板块基本面因素下，三大油脂或处于震荡中价格重心有所下移的趋势（棕榈油或为三大油脂中受利空效应最为显著的品种），宏观因素、基本面、消息面、资金面等因素对油脂板块运行节奏有所阶段性扰动。相对于豆棕油而言，菜油受资金推动的影响因素或稍大。

五、市场分析总结

2023 年美国或处于弱衰退的宏观周期，长线趋势利空油脂商品板块。美国后市或有望继续放缓加息速度甚至开启降息进程，宏观因素对油脂运行节奏仍有扰动。

从全球菜籽供需情况来看，主产国加拿大、澳大利亚油菜籽增产较为明显，总出口、压榨量等总需求亦有所增加。叠加供给与需求，预计新年度全球菜籽期末库存累积至 680.3 万吨，同比上一年度的 433.2 万吨上升 247.1 万吨。库存消费比由 21/22 年度的 4.82% 上升至 6.91%。总体看来，全球油菜籽供给呈现宽松格局。

22/23 年度，在国产菜籽产量与菜籽进口量均有增加，同时总开工率有所提升的背景下，且伴随着豆油、菜棕油高位价差的回落与修复，先前豆棕油对菜油的替代属性预期有所边际削弱等因素的共振下，预期菜油供需“双增”，但供给增加的幅度大于需求增加的幅度，总体来看，呈现供应宽松格局，不排除阶段性的供需错配等潜在因素。叠加期初库存、供给与需求的因素，预期新年度期末库存为 191 万吨，同比上一年度增 8 万吨。新年度库存消费比预期为 23.99%，持平于上一年度的 24.3%。22/23 年度菜油或处于历经主动去库与被动去库后的尾声阶段，库存低位徘徊或低位修复。

菜油、豆油、棕榈油作为“三大油脂”品种，其价格具有高度的相关性。总体而言，新年度，在宏观周期趋势利空效应与油脂板块基本面因素下，三大油脂或处于震荡中价格重心有所下移的趋势（棕榈油或为三大油脂中受利空效应最为显著的品种），宏观因素、基本面、消息面、资金面等因素对油脂板块运行节奏有所阶段性扰动。相对于豆棕油而言，菜油受资金推动的影响因素或稍大。

新年度，在美国或轮转向弱衰退宏观周期的时间窗口下，菜油或处于历经主动去库与被动去库后的尾声阶段，库存低位徘徊或低位修复。菜油仍具有战略性空头配置的价值，价格波动率或低于 2022 年，关注阶段性反弹带来的逢高布局空头配置的机会（反弹或难以打破 2022 年 6 月伴随着美联储强有力的加息所形成的产业价格顶部）。同时，密切关注国内外宏观政策动态、美国加息进度与幅度、生物柴油政策、菜籽进口动态、国产菜籽集中收割与压榨与全年消费等季节性热点。

免责声明：

本报告基于安粮期货股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的公开信息和资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺任何有关变更的通知。本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。