

2024 年 3 月 11 日

豆油棕榈油价差为何持续走低倒挂

投资咨询业务资格

证监许可【2011】1772 号

广金期货研究中心

农产品板块-首席分析师

秦海垠

期货从业资格证号:

F03099045

期货投资咨询证书:

Z0017728

摘要

同为植物油，绝大多数时间豆油现货价格高于棕榈油。豆油和棕榈油都是典型植物油，主要用途都是食用、食品加工和工业加工、生物柴油制备。虽说多数功能上豆油通常比棕榈油更优一些，但在食用和工业细分专长上，确实也有棕油无法被豆油替代的功能特征。

2024 年 2 月初至 3 月初，y2405-p2405 合约价差从 0 线一直走深至 -150，豆棕油期货主力合约价差出现长期深倒挂；而钢联、wind 数据显示豆棕油现货价格同样倒挂。回顾过去 10 年来，这样的情况还在 2016.08、2017.04、2021.11 至 2022.07 出现过。

本文选择 2021.11 至 2022.07 这段时间与当下作对比，希望能找到一个合理的豆棕油价差底部支撑。通过对比 2022 年与 2024 年一季度，豆油棕榈油大致供需情况，认为当下 2024 年一季度的豆棕油价差底部大概与 2022 年初相当，支撑位于[-350, -300]位置。

结合目前正处于 3 月 USDA 和 MPOB 月度报告的公布时间点，以及 3 月份既是南美大豆生长期也是马来西亚棕榈油产量季节性增产不确定期，相关跨品种交易策略可择机入场。

一、豆油棕榈油价差倒挂：2024 年与 2022 年

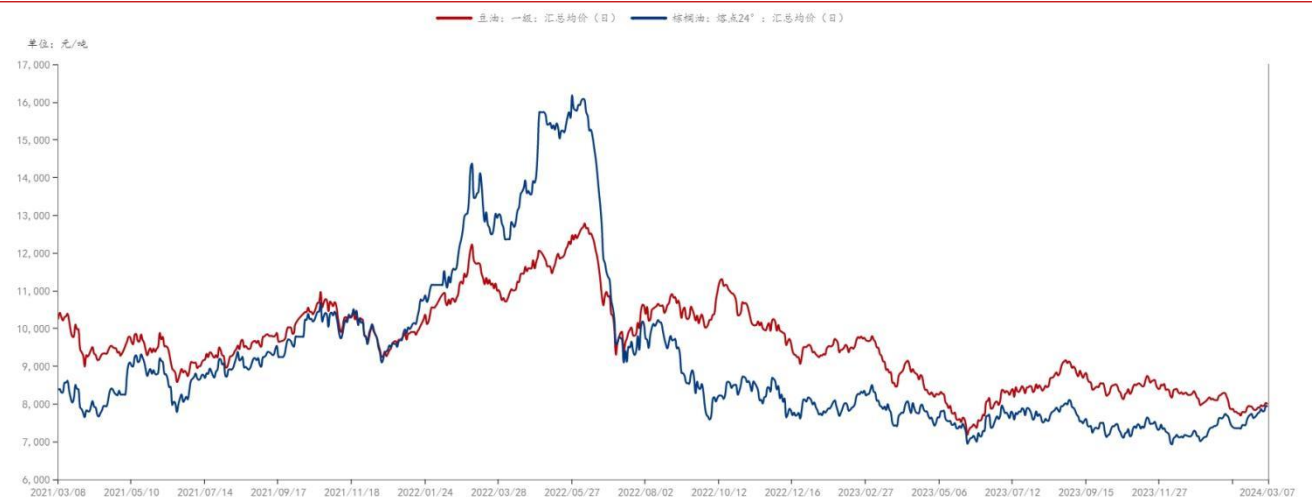
图表：y2405-p2405 价差走势 日 K 线图



来源：wind，广州金控期货研究中心

当前，豆油和棕榈油期货主力均为 2405 合约。2024 年春节前即 2 月初，y2405-p2405 价差位于关键点位 0 线附近，而春节过后一路走低，目前已经跌破 -150。豆棕油价差深度倒挂多日，且未见回升修复的迹象。

图表：豆油（一级）- 棕榈油（熔点 24 度）价格走势



来源：钢联数据 Mysteel，广州金控期货研究中心

2021 年 11 月至 2022 年 7 月，豆棕油现货以及期货价差也出现过严重且长期的倒挂现象。然而，纵观过去 10 余年时间里，多数时候豆油都是比棕榈油贵的；毕竟产量不稳定，又同作为植物油，豆油食用功能与工业功能都不逊色于棕榈油。

2022 年是豆棕油价差多数时间倒挂，较为特殊的一年。

回顾 2021.11 至 2022.08 这几个月里，豆棕油期货价差走势（K 线图略）：

【2021.11-2021.12】此时段主力合约约为 y2201-p2201。豆棕价差从 11 月初的 200 左右持续走低至 12 月底，多次触达区间底部，支撑位约-300。

【2022.01-2022.04.20】此时段主力合约基本为 y2205-p2205。豆棕价差从 1 月初的 300 左右持续走低至 4 月底。在 3 月 11 日和 4 月 18 日两次触达-1700。

【2022.04.18-2022.08】此时段主力合约约为 y2209-p2209。豆棕价差经历筑底回升。在 3 月 11 日和 4 月 18 日和 5 月底多次位于-350。最低点-780 在 4 月 28 日“印尼禁止出口事件”生效日；而 6 月 9 日确认重新出口政策落地后涨超 0 线。

对比这三段时间的期货主力价差和现货价差（国内），可知：（1）2021.11-2021.12 现货价差约为 0，而期货价差小于 0，推测为期货价差引导现货价差；（2）2022.01-2022.05，现货价差大幅地、持续地、比期货更猛烈地深度倒挂小于 0，推测为现货价差引导期货价差；（3）2022.06 确认印尼重新出口后，期货价差领先于现货价差，修复到 0 线以上。

二、为何豆棕油价差倒挂：回顾 2022 年

2022 年豆油棕榈油现货和期货价差长期倒挂，其中经历多个历程：

- （1）市场预期马来西亚减产，马印出口量减少，中国国内未实质性短缺；
- （2）中国进口船期少，国内棕榈油库存告罄，现货和期货深倒挂（-1700 点）；
- （3）印尼突然宣布禁止棕榈油出口，现货低库存和政策变动，使得市场放任豆棕价差倒挂至不可思议的深度（现货-3000 点，期货 09 合约-800 点）；
- （4）市场确认印尼政府重新允许出口，期货价差迅速恢复，现货随后跟进。

主要事件如下：

【2021. 10. 13】据印尼国家通讯社安塔拉报道，印尼总统佐科·维多多计划停止所有毛棕榈油的出口，只出口毛棕榈油的附加值产品（该政策尚未执行，仅有此预期）。维持出口关税 8%，但上调毛棕榈价格。

【2021. 12 月初】MPOB 确认马来西亚棕榈油季节性减产开始，环比-5.27%属正常幅度。印棕油价格比马棕油稍高。但此 2021 年秋季的加拿大菜籽大幅减产，预计 2022 菜籽油会很紧张；棕榈油国内库存在 12 月整体中等稍高；2021 年秋季美国大豆预计偏丰产，国内进口油料大豆库存非常充足。总体上，菜系最紧，棕榈系一般，大豆系宽松；市场未预计 2022 棕油会整体紧缺。

【2022. 1 月初】MPOB 确认马来西亚棕榈油季节性减产继续。USDA 确认南美天气良好，巴西播种面积显著增加。豆油偏松，棕油偏紧；但市场未预计 2022 棕油会整体紧缺。

【2022. 1. 27】印尼贸易部规定尼棕榈油出口商需要将计划出口量的 20%在国内按照固定价格销售。（DMO 政策）

【2022. 2 月初】我国确认 1 月从马来西亚进口的棕榈油正常偏少，从印尼进口的棕榈油显著少于往年。此时国内，豆油比棕榈油现货便宜约 500 元。

【2022. 3. 8】印尼贸易部表示，从 3 月 10 日期前期“在印尼国内固定价格销售的棕榈油”比例从 20%上调至 30%。（DMO 政策）

【2022. 3. 17】3 月 17 日，取消上述 DMO 政策；同时将上调毛棕榈油出口关税至最多每吨 675 美元，此前为每吨 375 美元。

【2022. 4 月初】MPOB 确认马棕油 3 月环比增产，出口回升。

【2022. 4. 23】印度尼西亚总统佐科表示，他决定从 4 月 28 日起禁止食用油

及其原材料的出口，直到印尼拥有“充足且负担得起”的食用油供应。

【2022.5.23】上述出口禁令仅持续1个月便解除，重回“DMO政策”。印尼政府计划近期批准100万吨棕榈油出口配额，但因政策反复，国际市场对此存疑。

【2022.6.9】印尼贸易部表示，截至6月9日，印尼已经发放约46万吨棕榈油制品的出口许可。国内棕榈油期货开启暴跌模式，豆棕油期货倒挂当天修复。

特别地，1月底直到6月底，国内对棕榈油的进口量一直都非常低，棕榈油库存也显著低于往年区间；而虽然豆油库存正常偏低，但进口大豆库存一直偏高。

三、当下的相同与不同：2024年3月对比2022年

2024年2月至3月初这段时间，y2405-p2405价差倒挂走深，其背后逻辑大致是棕榈油季节性减产，叠加国际大豆供给宽松、豆油区域性高企，所导致的。豆棕油价差在0线下方徘徊多日，但豆棕油现货端未有一种是极度紧缺或极度宽松（2022年3月起棕油极度紧缺）。因此参考2021.11-2022.01阶段，较为合理。

当下与2021.11-2022.01的相同点在于：供给方面，中国进口棕榈油的到港数量都位于历年来最低水平，2022一季度与2024一季度相当，马来西亚11月至2月都出现了典型的季节性减产，而印尼数据因GAPKI统计进度历来拖沓不得而知；库存方面，中国的2022一季度和2024一季度都出现了国内棕榈油库存明显、迅速的减少，而且港口进口大豆库存在2022年和2024年都属于历年来的高位。

当下与2021.11-2022.01的不同点在于：供给方面，东南亚棕榈油供给都遭遇季节减产没啥区别，然而全球大豆供给却是南美2024供应比2022春季更宽松；库存方面，2024年1月初，国内三大库存储备都位于高点，比2022年1月初充足，因此更有机会抗住东南亚棕榈油季节性减产，应该不会有现货紧张，和夸张

离谱的豆油棕榈油价差深度倒挂；政策方面，市场不再像 2022 年那样敏感，目前唯一不确定性是印尼 B35 或 B40 生物柴油政策以及马来 B20 政策，然而现在 2024 年春季连最基本的生柴炒作消息都还未曾在新闻媒体上涌现过。

总之，当下与 2021.11-2022.01 比起来，棕榈油供应没那么紧张，但大豆油更加宽松。因此，参照 2021.11 至 2022.07，基本可认为 $[-350, -300]$ 可作为豆油棕榈油价差的下方支撑位。

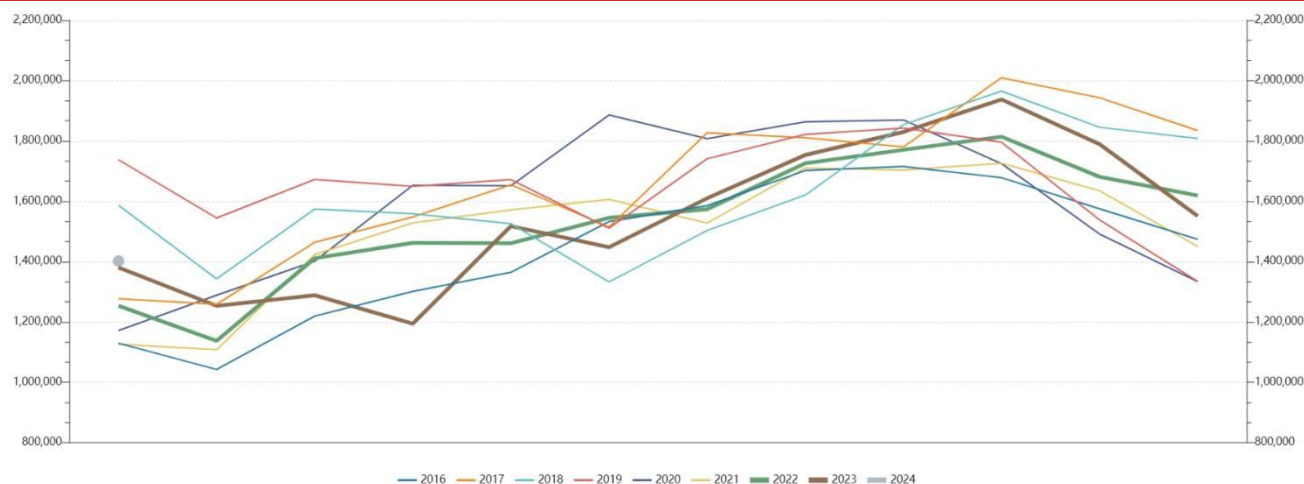
四、参考策略建议

近日最低价：2024 年 3 月 8 日 $y2405-p2405 = -176$

参考止损区间：-350 至 -300 止损

参考止盈区间：100 至 150 止盈（盈亏比约 2:1）

图表：马来西亚棕榈油 月度产量（吨）



来源：MPOB, Wind, 广州金控期货研究中心

策略成立前提：1. 南美大豆产量预估不会被 USDA 继续上调；2. MPOB 等权威机构录得 3 月份马来西亚棕榈油产量或出口量明显地回升，结束季节性减产。

风险点：1. 国内到港棕榈油船期增多，有他国货源；2. 马棕油未走出减产季。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货有限公司”，并保留我公司的一切权利。

广州金控期货有限公司是广州金融控股集团有限公司的控股子公司，业务范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询和资产管理业务。全资控股风险管理子公司-广州金控物产有限公司，业务范围包括基差贸易、仓单服务、场外衍生品业务。

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1772号