

2025 年 1 月 17 日

## 豆棕油价差具备修复深贴水的可能性吗

## 核心观点

豆棕油期货价差观点：

豆棕油 2501 合约的基差，在 2024 年 12 月左右下穿了-2000 点之深，这看似反常中有带着不少合理性。早在 2022 年印尼为了阶段性地保证它国内有足够的棕榈油供应，不惜采取禁止出口的政策，使得东南亚棕榈油供应骤减、价格飙升；但极端情况持续时间不长，回复往年的生产和贸易秩序后，豆棕油价格在 2022 下年就回复到正常区间。然而，2024 年末和 2025 年初，豆棕油价差深倒挂却是来自基本面的供应不足、需求激增。当前，国内机构多数年报展望都认为 2025 年豆棕油价差能找到机会返回 0 线以上；然而，随着 B40 乃至未来 B50 政策落地、马来树龄老化、印尼扩种放缓、新棕榈油生产国尚未确立、南北美大豆仍有扩种潜力、美国大豆油生柴推进反复，等诸多因素可能会使未来若干年，豆棕油价差倒挂成为一种常态。

本文主要讨论豆棕油 2509 价差，在今年有多大机会回归到 0 线、或者接近 0 线的位置。我们先判断豆棕油 2509 价差运行区间的顶部和底部可能在什么位置；再回顾过去几年，豆棕油价差倒挂时，分别都发生了什么故事；然后我们罗列 2025 年即将影响豆棕油价差的关注重点。

交易节奏上，我们建议，3 月底之前寻找做空豆棕油 2509 价差的机会；4 月过后寻找做多豆棕油 2509 价差的机会。

投资咨询业务资格

证监许可【2011】1772 号

广金期货研究中心

农产品研究员

苏航

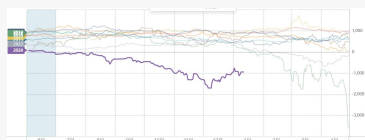
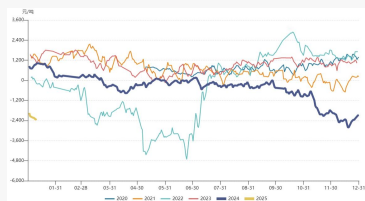
期货从业资格证号：

F03113318

期货投资咨询证书：

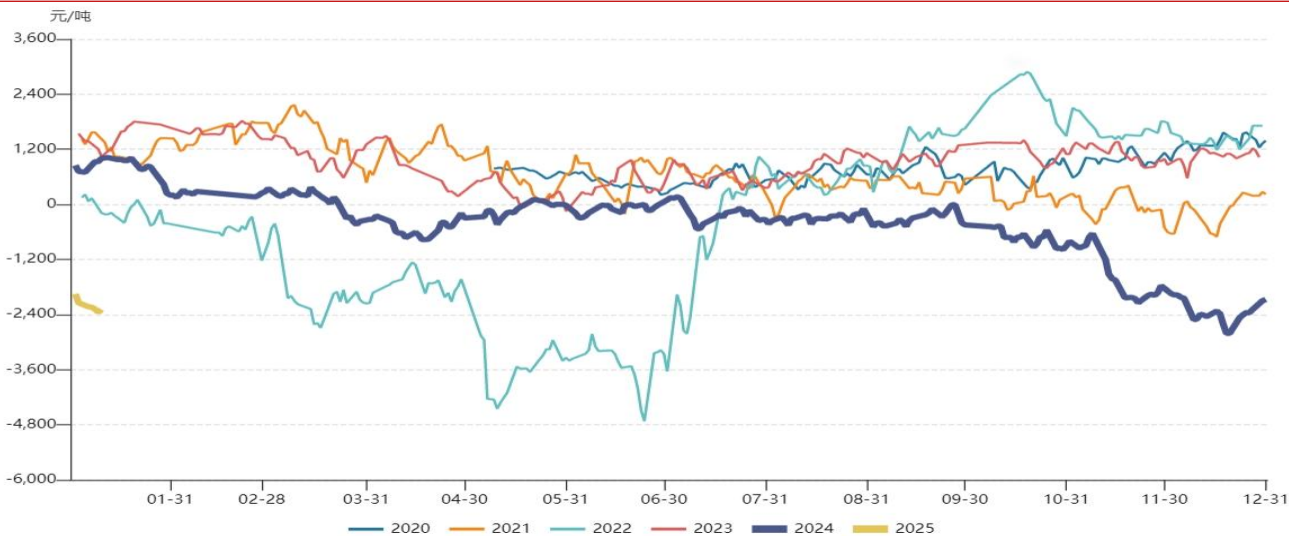
Z0018777

## 相关图表



## 一、豆棕油价差-历年走势一览

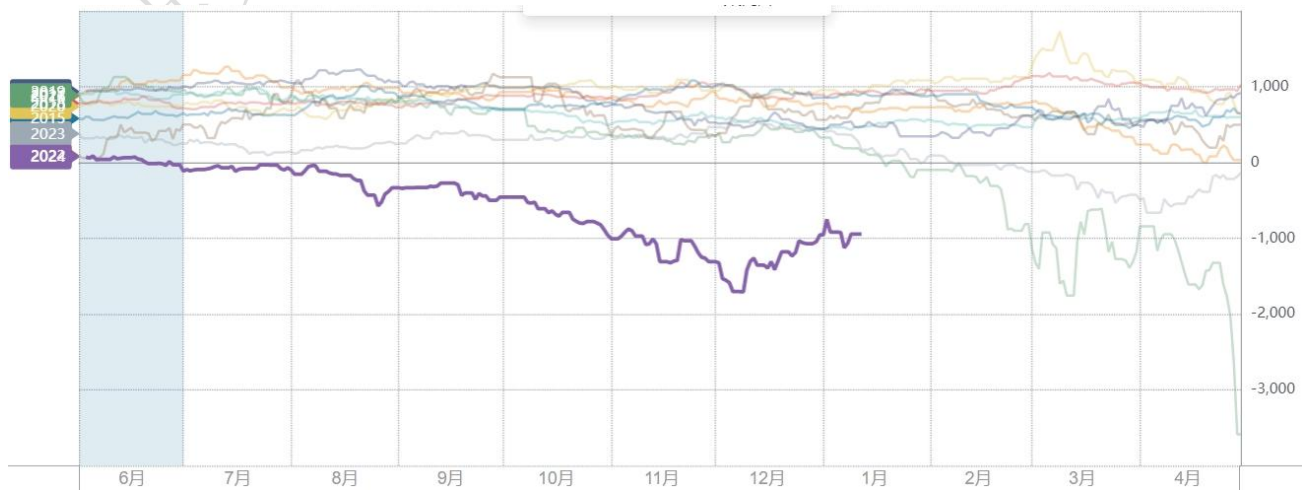
图表：中国豆油平均价-24度棕榈油 历年现货价差走势图



图表：豆油y2501-棕榈油p2501 历年1月合约 价差走势图



图表：豆油y2505-棕榈油p2505 历年5月合约 价差走势图



图表：豆油 y2509-棕榈油 p2509 历年 9 月合约 价差走势图



来源：Wind，广金期货研究中心

过去 10 余年，豆油通常价格都是高于棕榈油的，但是近年来豆棕油倒挂的情况越来越常见；随着东南亚棕榈树扩种放缓、全球生物柴油增加，今后豆油未必会“理所当然”地比棕榈油更贵。国内机构们的年度展望大部分认为 2025 和今后豆棕油价差有望修复，然而当前其仍然大幅低于 0 线。让我们讨论，2025 年豆棕价差是否有机会重回 0 上？

过去几年里，豆棕油倒挂大致有 3 个特征明显的阶段。其一，2021 年底至 2022 年 6 月，印尼限制棕榈油出口；其二，2024 年的 3 月和 4 月、7 月和 8 月，豆油浅幅贴水于棕榈油，主因是棕榈油供给紧张而豆油供应宽松；其三，2024 年 10 月至今，马来西亚棕榈油提前进入减产季，叠加印尼政府多次表态要 B40 政策在 2025 年元旦火速上马。

豆棕价差，我们看期货各个 1-5-9 主力，2022 年倒挂达 -3000 以下，2024 年穆斯林斋月期间达 -650，年底 2501 倒挂又达 -2000。现货价差相比期货，关键拐点通常滞后数周。

## 二、豆棕油 2509 价差的支撑位和压力位

让我们把预判豆棕油价差的焦点，集中到 2509 合约上，重点讨论 2509 价差能否回归 0 线以上？豆棕油 2505 价差倒挂程度，大概率要低于同期的 2509 价差，因东南亚 4 月之前都处于棕榈油季节性减产阶段，几乎不可能看到产量和库存数据上比 9 月预期宽松；而 2601 合约近日才刚挂牌上市，后期既面临印尼 B40 执行变动、美国生柴补贴变动等政策因素，又面临大豆扩种或不扩种、来年丰产或欠收等产业因素，现在去判断 2601 价差，还为时过早。

判断豆棕油 2509 价差，重点判断“豆棕油期货主力连续价差”和“豆棕油现货价差”的历年走势。在同一时间点，我们一般不去横向对比不同月份到期合约的是否彼此构成压力或支撑。如 2024 年 12 月，豆棕 2501 走向“交割”，价差去到了-2000，其面临着向现货价差靠拢的压力；而豆棕远月合约价差还有比较大的不确定性和叙事空间，因此同期 2509、2511 价差完全不在同一区间。

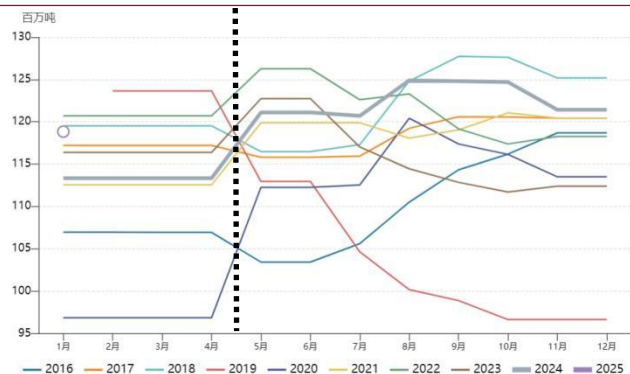
我们预判 2025 年里，豆棕油 2509 价差可能有 3 种结局：其一，成功回归到 0 线，或接近 0 线，如 2024 年 5 月浅倒挂；其二，2509 走向到期时，豆棕油价差不深不浅地倒挂在 (-1000,-200)，如 2024 年 8 月；其三，2509 走向到期时，期货和现货豆棕价差深倒挂至-1500 点以下，如同 2501 临到期。

历年区间上看，豆棕油 2509 价差，上方阻力位约在-200，下方很深支撑位不明。

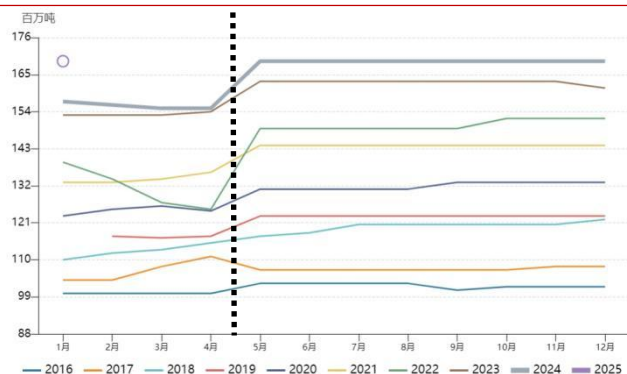


### 三、豆油和棕榈油-历年供需概况

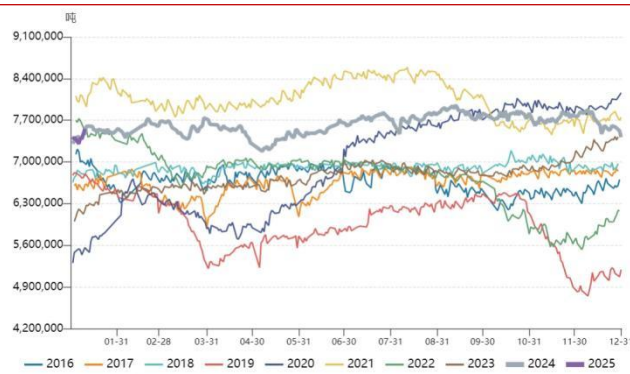
图表：美国大豆产量（预测年度）



图表：巴西大豆产量（预测年度）



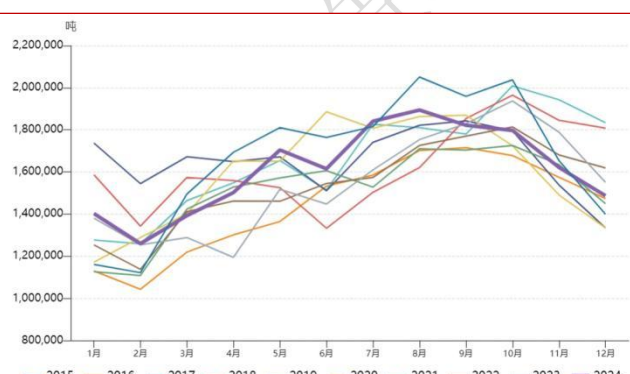
图表：中国港口库存：进口大豆



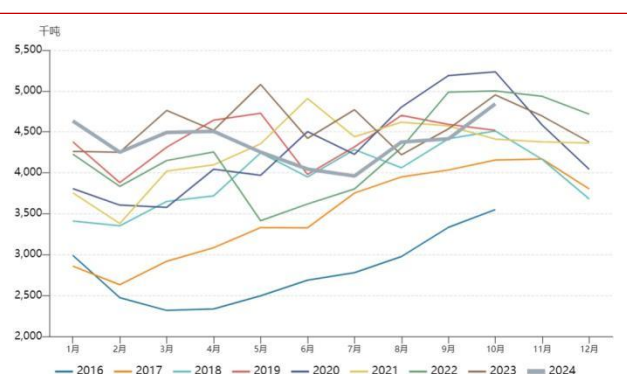
图表：中国港口库存：豆油



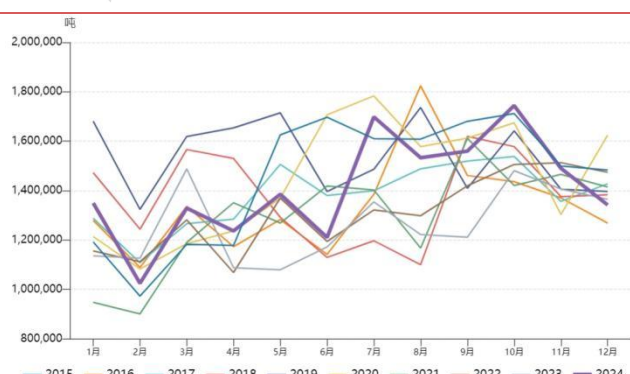
图表：马来西亚产量：棕榈油



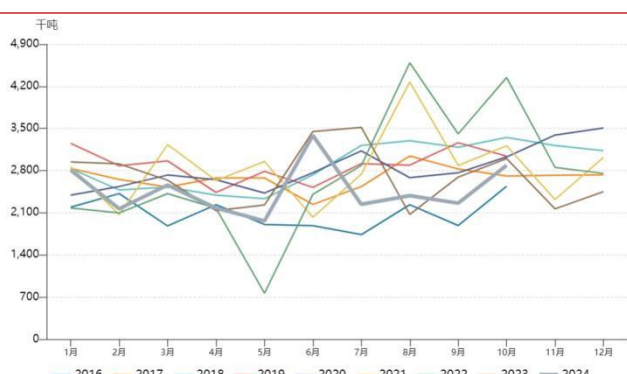
图表：印尼产量：棕榈油（GAPKI滞后2月）



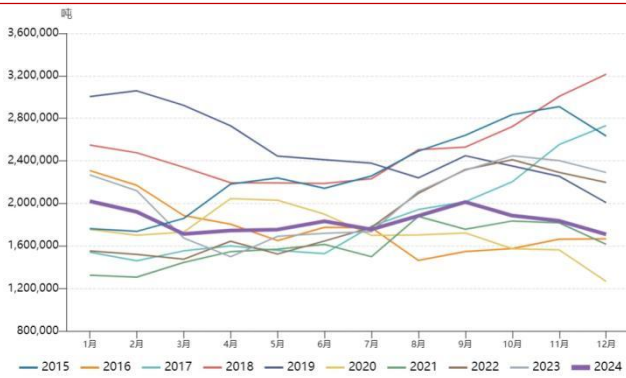
图表：马来西亚出口：棕榈油



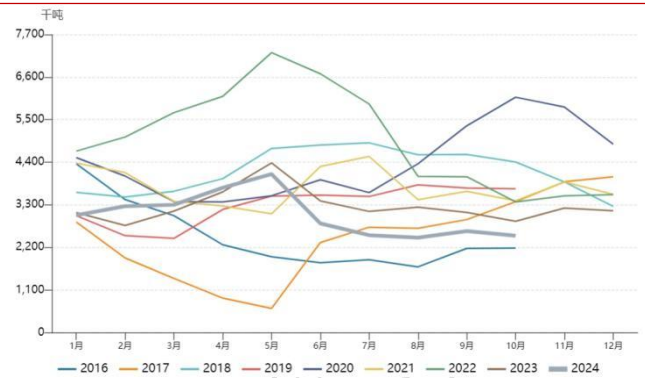
图表：印尼出口：棕榈油（GAPKI滞后2月）



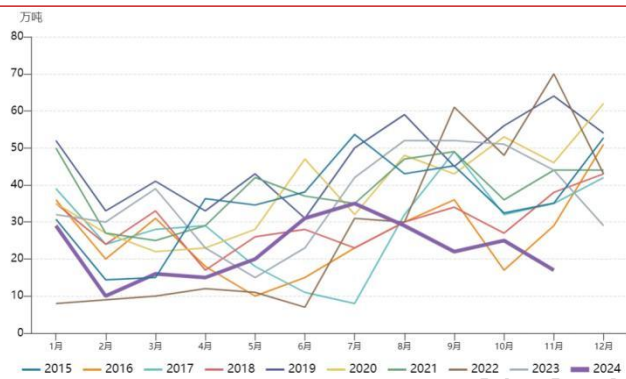
图表：马来西亚期末库存：棕榈油



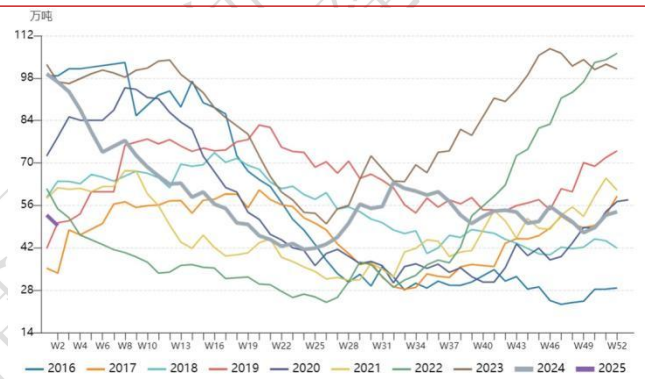
图表：印尼期末库存：棕榈油（滞后2月）



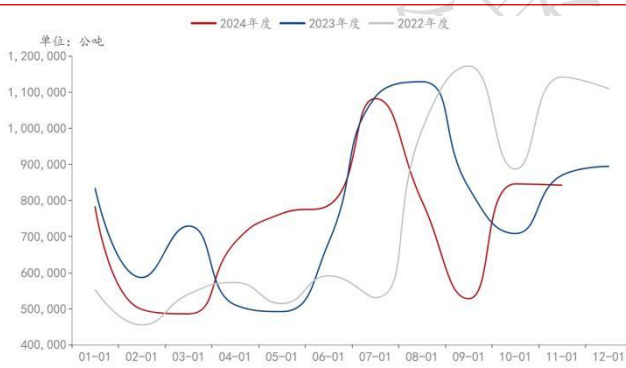
图表：中国进口：棕榈油 当月值



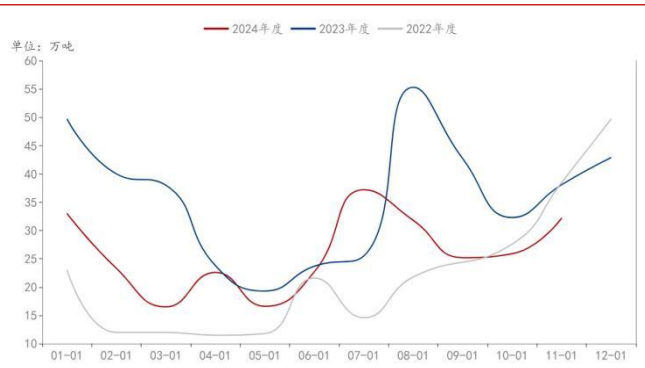
图表：中国商业库存量：棕榈油



图表：印度 SEA：进口数量 棕榈油（月）



图表：印度 SEA：港口库存 棕榈油（月）



来源：Wind，钢联数据库，广金期货研究中心

植物油价格框架，有时判断“供需因素”为主，即不同品种油脂间，中国国内的库存消费比；有时侧重“成本因素”，即国际大豆供需情况→巴西和美豆进口成本→DCE 豆油，以及马来印尼产量库存出口→东南亚棕榈油→DCE 棕榈油。本文中，我们的分析一律采用后者，即“进口成本主导”。

回顾 2022 年 3 月初到 6 月中旬，豆棕油现货价差、05

价差、09 价差深贴水的供需情况。这个阶段属于“大豆与豆油强势，但东南亚棕榈油显著更加强势”造成的豆棕油价差深倒挂。2021 年底到 2022 年巴西大豆生长期出现多地干旱，当年巴西新作大豆产量预估也不断下调，美豆和美豆油期货都是偏多的，好在 2021 年夏天美豆产量符合预期，中国港口的大豆和豆油都相对充足。另一方面，棕榈油非常强势，创下了自棕榈油期货上市以来空前绝后的涨幅，因 2021 年底起印尼政府不断调整棕榈油出口，4 月 23 日到 6 月 10 日期间更是“禁止出口”极端阶段，在政策强干预贸易市场时，豆棕油价差出现了史上第一个深倒挂。

回顾 2024 年 10 月到 2025 年 1 月，豆棕油 2501 合约也出现从-500 到-2000 的深倒挂。这个阶段属于“国际大豆与豆油供给宽松而廉价，但东南亚棕榈油紧缺而涨价”。美国大豆迎来丰收，现货上市装船出口造成卖压，南美播种较快截至目前优良率也较佳，各主要消费国包括中国港口大豆库存较高。棕榈油方面，从 8 月 26 日印尼宣布 2025.1.1 上马“B40 生柴政策”，到 9 月、10 月马来棕榈油提前减产，马来库存也稳有下降，中国印度主要消费国库存偏低，等因素叠加在一起，使豆棕油现货和 2501 价差都下穿了-2000。虽然豆棕油深倒挂符合基本面，但为何“非 2022 之境况却有 2022 之价差？”其实我也找不到确切解释，在缺乏逻辑限制时交易价格可以宽幅震荡，也许就是期货的魅力之一吧。



回顾 2024 年 3 月 8 日起到 4 月 10 日止的豆棕油浅倒挂，我们认为当时处于穆斯林斋月导致的节日效应。我们建议从 2 月和 3 月 MPOB 发布时间（分别 3 月 12 日和 4 月 15 日）都略晚于上述两个日期，却与 2024 年斋月节日吻合，推测不是报告数据在驱动；和此段时间马来棕榈油期货涨幅显著大于美豆油来，推出驱动力在棕榈油不在国际豆油。

回顾 2024 年 5 月和 6 月，豆棕油 2409 价差重回 0 上，现货价差走势也大致相同。其原因比较显然，因马来 4 月和 5 月的产量和库存都确认了季节性回升，而中国和印度的进口量和港口库存都显著朝着供应宽松的方向变化，是多指标叠加展现的棕榈油供应回暖。另有个业内难以定性的变量，就是滞后 2 个月的印尼 GAPKI 月报数据，印尼产量和出口甚至大于马来，但因数据不甚透明，较少直接用其分析行情。

最后回顾 2022 年 6 月到 8 月，豆棕油 2209 价差从 -500 修复到 0 上高位，只用了 1 个月左右。其原因是 5 月底印尼政府迫于压力取消了出口禁令，但企业仍需获得行政批准，全市场在 6 月 10 日首次观察到有印尼企业确实获得了出口许可并准备装船，当天豆棕油 2209 价差就上涨超过 200 点。值得注意的是，6 月底豆棕油 2209 价差基本告别贴水，但豆棕油现货价差重归 0 上是 7 月后才确认的，可见期货价格和现货价格始终有一定区别，期货价格更反应市场资金心理，现货价格反应贸易和实物的供需。



## 四、豆棕油 2509 价差的关键事件和交易思路分享

1. 印尼 B40 生物柴油政策的落地实施情况以及相关配套政策演化。自 2024 年 7 月 B40 印尼企业测试以来这是市场大热门话题了,9 月印尼生物燃料生产商协会 APROBI 估算如 B40 从 2025. 1. 1 如期落地执行, 2025 年生物柴油方面的棕榈油使用量提升至 1390 万吨, 高于 2024 年 B35 预估使用的 1100 万吨。290 万吨的年增量, 相当于印尼棕榈油月均产量大半, 高于马来月均产量和现有库存, 可谓需求大增。其他机构预估区间[150, 300]万吨不等。2025 年元旦, 印尼当局确定推迟至少 1.5 月落地, 参考之前 B35 推迟了半年, 此举实属合理。2025 全年 B40 实施过程中不确定的点有: 推迟时长不确定、棕油出口专项税 Levy 是否继续提升以补充印尼生柴厂商、印尼生柴补贴政策是否调整、具体 B40 生柴技术规格印尼政府尚未对其国内主要生柴厂公布等等。

2. 东南亚棕榈油季节性减产节奏和幅度, 以及斋月效应。每年 10 月至次年 3 月是马来、印尼两国棕榈树环比减产的月份, 今年也是如此; 预计从 4 月份开始, 棕榈树又开始迈向增产节奏。增产节奏通常可看 SPPOMA、MPOA 等周度数据和 MPOB 等月度正式统计值; GAPKI 也会统计但滞后 2 月公布。产地库存, 一般指马来的库存; 消费地区库存一般指印度和中国的库存, 也是重要变量。最后, 斋月是穆斯林世界重要节日, 消费量大增、采摘工人和出口船期减少, 斋

月期间棕油容易阶段小幅短缺，假日过后又回落。2025 年的斋月大致为 2 月 28 日到 3 月 31 日。

3. 南美大豆生长状况和产量预估。1 至 4 月是每年巴西、阿根廷大豆生长关键期，天气至关重要；天气报告是周度数据，产量预估通常是月度数据。它们会影响外盘美豆和国内豆粕期货 2505 和 2509 价格。业内对国际大豆每年种植情况和价格研判框架比较成熟，在此不再赘述。

4. 2025 年夏天的美国大豆种植面积，以及特朗普新政府对美国生物柴油政策的不确定性。美豆价格相当于 2020 年的水平，种植成本却显著更高，即农场种植大豆的利润更低了；而且，历史经验表明，美豆/美玉米期货价格低于 2.3 则属于偏低水平。以上两点促使当前市场估计 2025 年美国大豆种植面积可能不增加甚至减少，但具体确认是个缓慢过程：建议关注 2 月中旬的 USDA 农业展望论坛、3 月末的 USDA 对美国农场种植意向调查报告、5 月 USDA 为新市场年度首次预估报告、6 月底的 USDA 对美国农场种植面积统计报告。

关于 2025 年豆棕油 2509 价差，上文总结是“乐观情况可以回归至 0 线或浅倒挂，悲观情况也会重现-2000 点的深贴水”。当前多数同行认为“2025 豆棕油大概率回归往年区间”，我们却不排除 B40 乃至将来 B50 等生物柴油政策全面铺开，全球对棕榈油需求增量超过豆油需求增量，豆油或

不会再显著地比棕榈油贵。如果要求豆棕油价差重回 0 上，需要看到马来印尼的产量库存在二季度后显著回升；如果要求豆棕油价差跌至-1500 以下，需要看到马来或印尼至少 1 国因供给不足，导致月度出口量的显著下滑。

交易心态上，建议做“顺趋势交易”，而不是“区间均值回归”。建议在棕榈油利多或豆油利空事件集中的阶段，做低豆棕油价差；在棕榈油利空或豆油利多的阶段，做多豆棕油价差。不要去试图寻找豆棕价差的顶部或底部。

交易节奏上，对于豆棕油 2509 价差来说：1. 当前 B40 政策至少有 1.5 个月缓冲期，不排除缓冲期延长、出口关税或生柴补贴政策等再生变动，利多或者利空均有可能，这个时间节点可能在一季度，也可能贯穿全年。2. 斋月结束前，刚好也是棕榈油减产季，利多棕榈；斋月结束后，利空棕榈。3. 南美天气状况和 2025 美豆种植预估，从 2 月中下旬开始就会逐渐成为市场关注点。故在此建议，3 月底之前寻找做空豆棕油 2509 价差的机会；4 月过后寻找做多豆棕油 2509 价差的机会。



## 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。



更多期货咨询请关注广金公众号

## 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。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流，不构成任何投资建议。

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

总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元

联系电话：400-930-7770

公司官网：[www.gzjkqh.com](http://www.gzjkqh.com)

## 广州金控期货有限公司分支机构

|  |   |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"><li>• 广州营业部</li></ul> 地址：广州市天河区临江大道1号之一904室<br>电话：020-38298555/38298522              | <ul style="list-style-type: none"><li>• 佛山营业部</li></ul> 地址：佛山市南海区大沥镇毅贤路8号17层20号至17层22号<br>电话：0757-85501856/85501815 |
| <ul style="list-style-type: none"><li>• 大连营业部</li></ul> 地址：辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2311室<br>电话：0411-84806645 | <ul style="list-style-type: none"><li>• 福州营业部</li></ul> 地址：福建省福州市晋安区福飞北路175号6层6D单元<br>电话：0591-87800021              |
| <ul style="list-style-type: none"><li>• 杭州分公司</li></ul> 地址：浙江省杭州市西湖区文二西路5号508室<br>电话：0571-87791385                     | <ul style="list-style-type: none"><li>• 河北分公司</li></ul> 地址：河北省石家庄市长安区中山东路508号东胜广场三单元1406室<br>电话：0311-83075314       |
| <ul style="list-style-type: none"><li>• 唐山营业部</li></ul> 地址：河北省唐山市路北区金融中心3号楼1607、1608号<br>电话：0315-5266603               | <ul style="list-style-type: none"><li>• 淮北营业部</li></ul> 地址：安徽省淮北市相山区惠苑路6号金冠紫园6幢105号<br>电话：0561-3318880              |
| <ul style="list-style-type: none"><li>• 太原营业部</li></ul> 地址：山西省太原市万柏林区长风街道长兴路1号4幢11层1123-1124号<br>电话：0351-7876105       | <ul style="list-style-type: none"><li>• 嘉兴分公司</li></ul> 地址：浙江省嘉兴市海宁市海洲街道新苑路147-149号2楼<br>电话：0573-87216718           |
| <ul style="list-style-type: none"><li>• 北京分公司</li></ul> 地址：北京市丰台区广安路9号国投财富广场2号楼1403、1404室<br>电话：010-63358857/63358907  | <ul style="list-style-type: none"><li>• 深圳分公司</li></ul> 地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦1905室<br>电话：0755-23615564               |
| <ul style="list-style-type: none"><li>• 龙岩营业部</li></ul> 地址：福建省龙岩市新罗区龙岩大道中688号1幢703室<br>电话：0597-2566256                 | <ul style="list-style-type: none"><li>• 重庆分公司</li></ul> 地址：重庆市渝北区新南路439号中国华融现代广场2幢5层4-1<br>电话：023-67380843          |
| <ul style="list-style-type: none"><li>• 厦门营业部</li></ul> 地址：中国（福建）自由贸易试验区厦门片区东港北路29号港航大厦2503-6单元<br>电话：0592-5669586     |   |