

本轮豆棕价差倒挂幅度远超市场预期，主力合约及现货价差均出现了1700元/吨左右的倒挂深度。在进入3月之后，豆棕价差出现了快速向上修复，截止2022年3月21日早盘收盘，豆棕价差最高修复至-332元/吨。但目前距离历史均值水平仍存在着近1000点的差距，价差何时能回复仍存在一定的不确定性。在本轮的极端行情下，当下的基本面影响力正在边际减弱，因此我们希望通过历史极端行情的复盘找寻一些线索，以期为本轮价差修复判断提供参考。

通过对近10年来价差极低值行情的分析我们发现以下规律：

- 1.品种驱动：豆棕价差极低值的出现基本是以棕榈油为核心驱动品种，而在修复过程中则存在不确定性，但多数情况仍以棕榈油为主；
- 2.价格走势：豆棕价差的历史低点通常出现在油脂板块上涨趋势中；
- 3.基差：豆棕价差历史低点通常伴随着棕榈油基差的阶段性高点，豆棕价差向上修复时棕榈油基差多数走势向下；
- 4.跨期价差：棕榈油较容易出现远近月预期不一致的情况，当豆棕价差出现快速下行时，棕榈油跨期价差均呈现明显上行趋势；
- 5.相关品种：近年来原油价格对棕榈油的影响程度明显大于豆油，因此当原油价格预期较为悲观时，豆棕价差容易出现抬升；
- 6.走势特征：豆棕价差第一次从极低点修复后较容易在未来的3-6个月内出现二次探底；
- 7.风险点：豆棕价差的修复可能通过合约换月直接完成，因此在构建策略时需求考虑时间因素。

映射至本轮豆棕价差，目前基本面存着修复驱动，而从微观层面看，近期出现的棕油基差及跨期价差下行迹象均符合历史价差修复时的特征，因此我们认为05合约豆棕价差仍有较大概率出现回归。

风险因素：原油价格大幅上涨。

历史情况1：2016.07-2018.08

基本面：供给端驱动价差运行

若以现货价格作为参考，2016年7月至2018年8月期间，豆棕价差现货先后出现2次倒挂，分别在2016年9月和2017年6月，但两次倒挂出现在截然不同的油脂价格趋势中。

2016年7月至2016年12月期间，油脂价格趋势向上，棕榈油由于在进入复产期后产量表现大幅不及预期叠加低库存因素，领涨油脂板块，造成豆棕价差快速走低。但10月份公布的马棕油库销比数据大幅超预期，市场虽然对于次年棕榈油的复产节奏和幅度存在的不确定性，但产量预期边际好转叠加豆棕价差创历史极值以及换月的多重因素下，价差出现修复。在本次价差修复过程中，期现的走势一度出现明显背离，虽然存在着一定换月因素的影响，但也同样体现出市场对于远近月预期的分歧。回看2016年底市场对油脂板块的行情预期，仍有不少机构认为油脂将在供需双旺的背景下再创新高。因此在看涨的市场氛围中，豆棕价差修复至均值偏低位后并未出现进一步走高，且近月合约价差始终低于远月合约。

第二段豆棕价差行情发生在2017年3月至2017年8月，处于油脂板块趋势向下阶段。尤其是2017年上半年美豆的丰产预期以及种植面积的上调奠定了豆类的疲弱走势，而棕油则由于处于复产初期以及斋月节备货等季节性因素的影响，整体表现相对抗跌。但在进入到6月后，棕榈油处于全年产量旺季，而美豆再次进入播种季，在季节性因素的驱动下豆棕价差出现修复。

在本轮的价差变动过程中，价格走势与价差走势并未呈现出明显的相关性，豆棕价差在首次出现极值及后续修复时，油脂价格均处于上行阶段，而二次出现极值及后续修复时，油脂板块趋势向下。

**基差：期现修复节奏存在差异**

从基差情况来看，豆棕价差首次出现极值时，豆油和棕榈油的基差出现了明显的背离，豆油基差基本维持在合理区间运行，但棕榈油基差出现大幅波动。

棕榈油由于低库存的原因，现货价格始终表现强于期货，P1609合约基差自16年3月起就出现持续走高的迹象。在进入8月后，P1609合约由于交割因素的驱动下，基差快速修复，期货价差在现货的拉动下快速走高，进而造成09合约价差在进入交割月前出现了倒挂的情况。而由于棕榈油活跃合约并非连续合约，且市场对于远近月预期存在较大差异，P1701合约在成为主力合约后并未跟随现货价格出现跳涨，棕榈油基差一度抬升至900以上。在此次换月过程中，豆棕期货价差通过换月一次性完成了近800点的收敛。

但在本次豆棕价差修复的过程中需要注意的是，在1701合约期间，豆棕现货及期货价差出现了阶段性的背离。在16年10月-12月期间，现货价差自低位趋势性抬升，

而期货价差的重心却不断下移。造成该情况的主要原因同样是由于棕榈油活跃合约不连续且远近月分歧较大，造成期现走势不一致。而在交割的驱动下，现货价格向期货收敛，造成基差快速下行约750个点。在1701进入交割月前最后一个交易日，期现豆棕价差分别为520点和730点，而当时的主力合约1705合约价差为778点，基本处于相对合理区间。

本轮豆棕价差二次探底修复的过程中，依旧呈现出近月合约和现货价差下行速度显著快于远月合约，1705合约在交割前一天价差收于32，现货价差最低点为-37，但1709合约的最低点为424。因此本次豆棕期货价差的修复依旧是主要依赖于合约换月完成了倒挂价差的修复，1709合约价差自最低点至交割前一天收敛幅度为262点，而现货的收敛幅度为733点。本次在价差走低的过程中，现货和1705合约保持高度一致，因此基差表现平稳。而在换月至1709后，棕榈油基差再次处于相对高位，而豆油基差处于相对低位，最终是由棕油基差下行同时豆油基差上行完成收敛。

通过棕榈油基差的异常波动可以发现，虽然从现货的角度的看豆棕价差修复策略具有良好的收益表现，但若通过期货构建策略则获得的收益相对有限。豆棕价差在1609合约上虽然出现了倒挂，但最终并未完成修复，而后续1701、1705和1709合约价差自最低点至最高点的修复幅度均不足300点，难以形成有效策略，价差修复主要依赖于合约换月，因此豆棕价差策略在实际操作过程中存在着现货价格修复，但期货合约不修复的可能性。

跨期价差：棕油价差更具参考性

在跨期价差方面，棕榈油和豆油也呈现出了截然不同的走势，豆油市场维持远月升水结构，处于合理状态，且市场对远近月合约预期并未有明显分歧。但市场对棕榈油价格则存在极大的分歧，由于低库存因素现货价格表现更为强势，但同时又对后续供给修复存在较为乐观预期，因此跨期价差在现货的带动下始终处于近强远弱的结构。且越临近交割该表现越为明显。而2次的价差下行均伴随着棕油跨期价差的快速走高，而收敛的过程中则主要伴随棕油跨期价差的快速回落。

历史情况2：2019.11-2020.12

基本面：原油价格影响力增加

本次豆棕价差出现持续走低并创历史极值仍旧是发生在油脂供给紧缺，库存相对偏低的环境下。由于国内豆油受到美豆油的带动叠加油粕比强弱关系的切换，豆油价格领涨油脂，因此在19年8月豆棕价差一度突破1400，创2013年10月份以来的最高水平。但在进入8月后，随着美豆油涨势放缓以及国内豆油累库情况的发生，豆

油价格上行驱动略有减弱。而同时棕榈油在主产国减产预期以及生柴消费预期的带动下海内外棕榈油均出现快速上涨，豆棕价差快速下行，近月合约最低跌至90的历史低位。

在进入到2020年后，油脂板块出现超预期下跌，尤其是棕榈油，产量出现超预期上行的同时在疫情影响下食用需求及生柴需求均不佳，原油价格的回落带动国际棕油价格快速走低，领跌油脂板块。而豆油虽然在供给端并未出现明显利空，但由于未有新增向上驱动，叠加需求端不佳的共同作用下也跟随棕榈油回调，但其基本面边际强于棕榈油，因此豆棕价差出现快速修复。

但在进入到5月之后，虽然全球疫情仍在持续发酵，但市场关注度逐步降低，且食用需求正在快速修复，叠加原油价格不断上涨，对油脂板块整体形成利多。因此与原油相关性最强的棕榈油价格受拉动最为显著，此外印度重新放开对马来精炼棕榈油的进口，以及马来和印尼两国对生柴政策的强力支持在需求端对棕榈油形成潜在利多，棕榈油再度领涨油脂板块，豆棕价差快速回落至前底附近。

在进入到9月后，豆油受到季节性食用需求强劲以及美豆价格不断走强的共同作用，领涨油脂板块。而棕榈油则呈现出利多出尽的迹象，虽然需求端仍较为强劲，但马来西亚高库存以及原油价格的压制作用下，向上驱动明显不如豆油，豆棕价差持续向上修复至1400附近。

本次豆棕价差的波动从基本面来看，受到疫情因素的影响较为明显。在供给端方面，由于棕榈采摘更以依赖于人工，因此疫情对棕榈油影响明显要强于豆油；而在需求端方面虽有油脂板块下游需求较为一致，但由于东南亚地区对于生物柴油的政策不断修订存在较大的不确定性，棕榈油近年来受到原油价格的扰动明显强于豆油，因此当原油价格与油脂价格走势较为一致时，对棕油价格存在助力作用，而当原油价格与油脂价格走势不一致时，对棕油价格走势存在抑制作用，进而造成豆棕价差与原油价格容易出现负相关。

**基差：豆棕价差修复伴随棕油基差高位回落**

在本轮豆棕价差变动过程中，豆油和棕榈油的基差并未出现明显的异常情况，但仍有一定的规律性。在两次豆棕价差快速下行的过程中，基差均表现的较为平稳，而在两次豆棕价差向上修复的过程中，基差均出现明显回落的迹象，且在拐点出现时，棕榈油基差基本处于阶段性高点。

结合16-17年的基差走势来看，通常当棕榈油基差处于历史高位，且出现基差下行的情况下，豆棕基差低位修复即将发生。

跨期价差：豆棕价差下行伴随棕油跨期价差上行

在跨期价差上，豆油除了在20年10月-12月之间出现了明显的价差上行，其余多数时间表现都较为平稳，且基本维持在0附近。这体现出了不同月间的豆油价格预期较为一致，异常波动情况较少。而棕榈油则在多数情况下都呈现出跨期价差趋势向上的走势，近月合约升水远月合约的情况较多。这体现出了棕榈油利多驱动通常影响时间较为短期，价格波动明显大于豆油。

结合16-17年的行情来看，每次当豆棕价差出现快速下行时，棕榈油跨期价差均呈现明显的上行趋势，这与豆棕价差的快速下行均是由棕油价格驱动的情况基本一致。而向上修复时价差则并未出现明显的规律性特征，且核心驱动品种也存在不确定性，但仍以棕榈油驱动为主。

对本轮豆棕价差的启示

本轮豆棕价差倒挂的幅度远超前两次，2201合约在进入交割月前的最后一个交易日倒挂幅度达到390，在换月至2205合约后豆棕价差进一步下行，最低跌至-1756。从基本面看造成本次豆棕价差快速下行的主要原因是马棕产量在疫情的影响下预期持续走弱，目前来看虽然疫情有所反复，但利空因素的边际作用正在逐步减弱。而豆油方面，受天气影响大豆产量预期逐步由南美丰产转向北美减产，因此从基本面来看豆棕价差存在修复驱动。而从微观层面来看，棕榈油基差目前已经达到了2000点以上，且在3月初出现了拐头向下的迹象。而跨期价差方面，棕榈油价差在近期出现明显回调，基差的回调及跨期价差向上趋势的打破或意味着豆棕价差难以出现进一步下行。而从以往价差修复持续时间来看，豆棕价差首次出现低点后将有1-2个月的抬升时间，因此05合约将有比较大概率出现向上修复的可能。而目前原油价格的走势仍是潜在风险点，若原油价格持续上涨或导致豆棕价差在向上修复的过程中出现反复，修复节奏慢于市场预期。

张舒绮

投资咨询从业编号：Z0013114

从业资格编号：F3037345

E-mail：zhangsq@cifutures.com.cn

Tel：021-80220135

本文源自金融界资讯