

豆油/棕榈油/

菜油 Back 与 Contango 的分化与菜油上涨逻辑

2026. 8. 26

投资咨询业务资格

皖证监函【2017】203 号

市场部

作者：姜祉寅 从业资格号：F03135987 投资咨询号：Z0021932

初审：张莎 从业资格号：F03088817 投资咨询证号：Z0019577

复审：赵肖肖 从业资格号：F0303938 投资咨询号：Z0022015

总部地址：合肥市包河区花园大道986号安粮中心23-24层

客服热线：400—626—9988

网站地址：www.alqh.co

一. 核心结论

美伊冲突反复，国际原油价格居高不下。2026 年 8 月中旬，厄尔尼诺事件已确认为强等级，并极大概率在秋冬季发展为“超强厄尔尼诺”。在这双重驱动下，三大油脂下半年以来整体偏强。但是三者期限结构上明显分化，菜油、豆油呈 Back（近月升水）结构，棕榈油呈 Contango（远月升水）结构。笔者认为，菜油未来弹性在三大油脂中可能最大——低库存 + 低开机 + 进口端多重扰动（澳菜籽减产、加菜籽病害、俄菜油入关受限）叠加 Back 结构带来的正展期收益，菜油未来波动波动可能在三大油脂中最强；但需警惕高价抑制需求与减产预期被证伪的风险。

二. 三大油脂期限结构

截止 2026 年 8 月 21 日收盘，三大油脂期货结算价如下（单位：元/吨）：

合约	棕榈油	豆油	菜油
2609	9734	8867	10612
2701	10147	8836	10338
2705	10353	8623	10181
结构	Contango	Back	强 back

数据来源：安粮博易 app

同期现货端：天津地区一级豆油现货价格 8960 元/吨，现货基差 Y01+93 元/吨；广州地区 24 度棕榈油现货价格 9860 元/吨，现货基差 P01-287 元/吨；江苏地区四级菜油现货价格 11190 元/吨，现货基差 0I01+852 元/吨。现货价格同时也符合期限结构特点，虽然油脂板块集体走强，但是内部不同品种分化较为明显。

三. 期限结构理论框架

结构	形态	隐含信号	对多头的意义
Back（贴水/近月强）	近月 > 远月，曲线向 左上倾斜	现货/近月紧缺、库存 低、近需求强；或远 月存在供应恢复预期	正向展期收益：换月 “卖近买远”天然获 利，多头结构友好
Contango（升水/远月 强）	近月 < 远月，曲线向 右上倾斜	近月宽松/高库存、持 有收益为正（carry）； 或远月存强驱动	负向展期损耗：换月 “卖近买远”亏损， 需远月确有强驱动才 值得持有

如果长期拿多头，每次换月到底亏/赚多少（以多头1手为例）

换月方式	棕榈油（Contango， 亏）	豆油（Back，赚）	菜油（Back，赚）
2609→2701	远月升水 +413/吨 → -4130 元/手（年 化-12.7%）	远月贴水-31/吨 → +310 元/手（年化 +1.05%）	远月贴水 -274/吨 → +2740 元/手（年 化+7.72%）
2701→2705	远月升水 +206/吨 → -2060 元/手（年 化-6.07%）	远月贴水-213/吨 → +2130 元/手（年化 +7.21%）	远月贴水 -157/吨 → +1570 元/手（年 化+4.54%）
整体(折算年化)	约-9.51%/年，累计 -6190 元/手	约+4.12%/年，累计 +2440 元/手	约+6.08%/年，累计 +4310 元/手

计算公式：

- 1. 价差 Spread=远月价-近月价（正=Contango，负=Back）
- 2. 单次换月收益率(多头)=(近月价-远月价)÷近月价=-Spread÷近月价
- 3. 年化收益率=单次收益率×(365÷该段持有天数)

以棕榈油 2609→2701 举例（近月=9734，远月=10147，持有约 122 天）：

1. 价差 Spread=10147-9734=+413 元/吨（正，Contango 结构）
2. 单次换月收益率(多头)=-413÷9734=-Spread÷近月价=-4.24%
3. 年化收益率=-4.24%×(365÷122)=-12.7%

整体年化收益率 2609→2705（近月=9734，远月=10147，持有约 244 天）：

1. 价差 Spread=10353-9734=+619 元/吨（正，Contango 结构）
2. 单次换月收益率(多头)=-619÷9734=-Spread÷近月价=-6.36%
3. 年化收益率=-6.36%×(365÷244)=-9.51%

四. 期限结构形成原因

形成不同期限结构的原因在于持仓成本与便利收益之间的博弈。

持仓成本包括仓储+利息+保险+运费等，便利收益大部分时候体现为当前现货缺货。

当持仓成本>便利收益，则会形成正向市场（Contango 结构）

当持仓成本<便利收益，则会形成反向市场（Back 结构）

1. 为什么棕榈油呈现 contango 结构

棕榈油 100%进口，且几乎全年供应不断：油棕是热带树种，全年连续产果，没有大豆/菜籽那种“旧作耗尽、新作未上”的断档。若无天气或其他因素扰动的情况下，近月天然不会稀缺 → 没有推高近月的便利收益。

马来西亚棕榈油 7 月产量环比 +7.4% 至 176 万吨、库存 +2.6% 至 261 万吨；国内棕榈库存 83.08 万吨，同比 +42.7%，近月价格承压，远月价格则受印尼 B50（10 月 1 日全面执行）生柴增量和厄尔尼诺减产预期支撑。

2. 豆油表现为 Back 结构的原因

巴西 2026/27 大豆产量预估创纪录 1.831 亿吨（StoneX），美豆面积扩张且天气良好，全球大豆宽松；国内豆油库存 137.89 万吨（同比 +5.65%）仍处累库。豆油之所以呈 Back，主要原因是当前正处于南美大豆季节性到港高峰，

而非近端紧缺。其近端强势度明显弱于菜油，Back 的“牛市信号”成色不足。

3. 菜油为何表现出强 Back

进口成本抬升：外盘 ICE 加拿大油菜籽期货价格走强：8 月 20 日 ICE 油菜籽期货主力收于 819.9 加元/公吨，延续上涨，直接抬升进口成本。

俄罗斯转基因审查风波：2025 年 12 月，中国海关在一批进口俄罗斯非转基因菜籽油中检出未经批准的转基因成分，随即对该批货物作退运处理。截至 2026 年 8 月，被禁企业扩大至 23 家，另有 35 家被列入高风险名单；中国已暂停约 13%俄罗斯企业的菜籽油、菜籽粕输华资格。

库存低位运行，下降明显：根据安期智库之前的研报数据，截至 8 月 14 日，沿海菜油总库存（油厂+华东）约为 35.8 万吨，同比大幅减少 28.85 万吨。8 月上旬虽然库存环比小幅增加，但绝对水平仍处于近年同期低位。虽然当前为菜油传统消费淡季，高价进一步抑制采购，但可流通货源偏紧，叠加进口成本较高，使得市场持货商提价意愿强烈。

五. 菜油在强 Back 下未来的上涨逻辑

1. 高油价的间接传导

霍尔木兹海峡持续发酵，美伊和平渺茫；8 月 22 日收盘，WTI 原油收 85.83 美元/桶、Brent 原油收 91.62 美元/桶，均较月初显著抬升。高油价导致船用燃油价格随之暴涨，直接推高运营成本，化肥、海运、压榨成本抬升，托底农产品估值中枢。同时，高油价间接导致各国对于生物柴油政策扩张，植物油价（尤其是菜油/RME、豆油/UCOME、棕榈/PME）获得能源溢价。

2. 超强厄尔尼诺带来的减产预期

8 月 13 日，NOAA 发布最新厄尔尼诺-南方涛动(ENSO)诊断。结果表明，厄尔尼诺正在继续增强，2026-2027 年北半球秋冬季出现“非常强厄尔尼诺”的概率已经超过 90%。

高温干旱覆盖了澳大利亚菜籽的播种及关键生长期，导致种植面积缩减，单产下滑。澳大利亚官方预估产量环比下降约 20%。相关分析预测总产量将下滑 19.5%，至 618.1 万吨。

加拿大虽然受厄尔尼诺影响较小，但是随后在 6-7 月关键生长期又遭遇过量降水，引发洪涝灾害，导致播种进度受阻。尽管天气扰动，但得益于种植面积的大幅增加。若后期天气问题持续加剧、加拿大菜籽播种进度持续偏慢，市场或将担忧三季度末至四季度初的供应问题，进而催生新的上涨驱动。

欧盟部分油菜产区遭遇了低温霜冻及干旱，菜籽单产预估已从 3.25 吨/公顷下调至 3.19 吨/公顷。在最坏情况下，欧盟 2026/27 年度的油菜籽产量可能降至 2000 万吨以下。不过，由于种植面积扩大，预计整体减产规模有限。

六. 行情总结

菜油在原油高位+极强厄尔尼诺+自身基本面多重因素影响下。远月期货合约价格波动可能变大。棕榈油 Contango 远月起点已高、豆油受丰产压制，弹性均弱于菜油。如果油脂上涨趋势还在，可以重点关注菜油远月期货合约。

七. 风险注意要点

- 1. 天气炒作被证伪：厄尔尼诺若弱于预期，减产逻辑弱化，则盘面注入的减产溢价将面临回吐风险。
- 2. 原油价格回落：若美伊和解、霍尔木兹通航恢复，生柴溢价与能源属性溢价回吐。
- 3. 政策变量：国家菜油储备抛售可快速平抑价格；生物柴油政策执行不及预期。

免责条款

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。