

虚幻的多头逻辑和正在酝酿的 跨月价差中线机会

植物油期货

月度交易策略报告

2019 年 01 月 31 日

要点:

- 根据供需和价格模型, 2月中旬至4月中旬, 5月合约价格可能跌破 850 美分;
- 在策略配置上, 目前的交易价值和行情运行流畅度排序, 大概是: 做多油粕比 > 做多 YP > 做空棕榈油 59 价差;
- 中线角度来看, 目前偏强的行情节奏可能孕育出一波油脂 59 价差做空的机会。

史恒昱

植物油首席分析师

职业证号: F3053587

联系电话: 0531-81678626

公司地址: 济南市市中经七路86号证券大厦15、16层

电子邮箱:

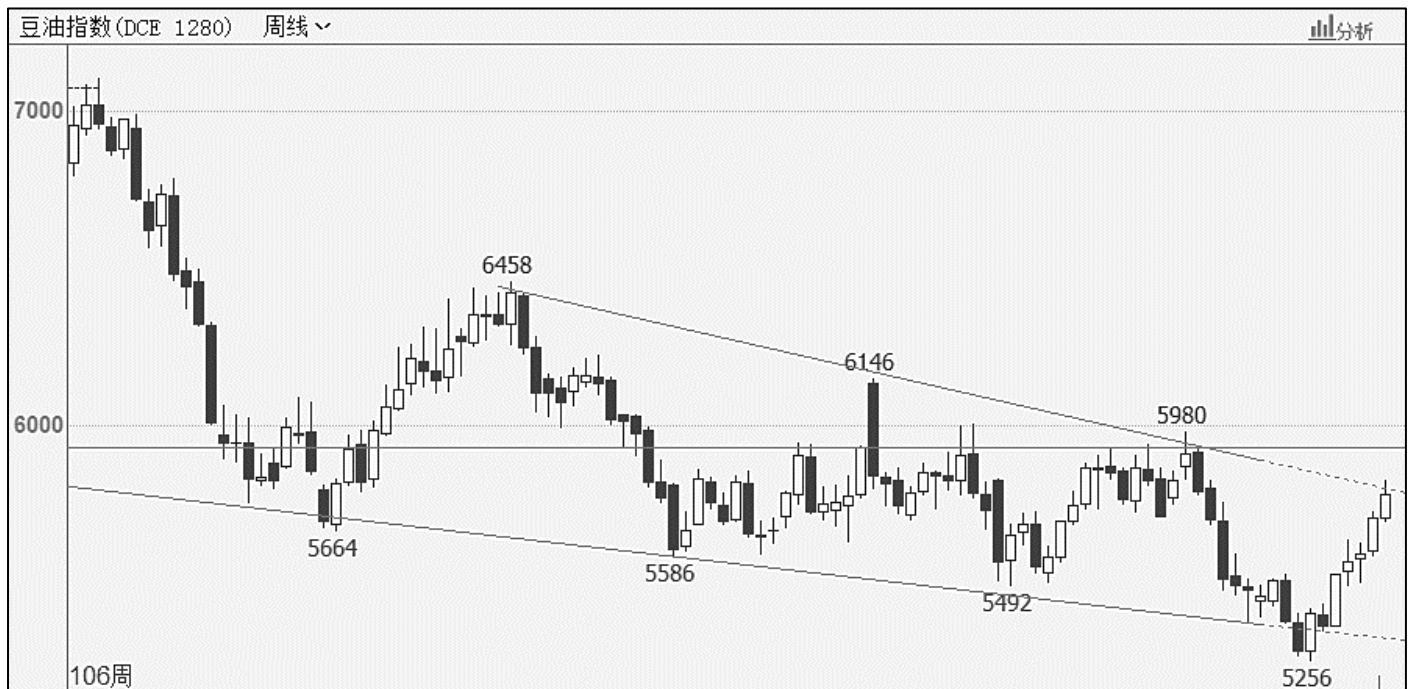
shihengyu@outlook.com

公司网址:

www.luzhengqh.com

客服电话: 400-618-6767

豆油指数周线：



豆油 Y1905 日线

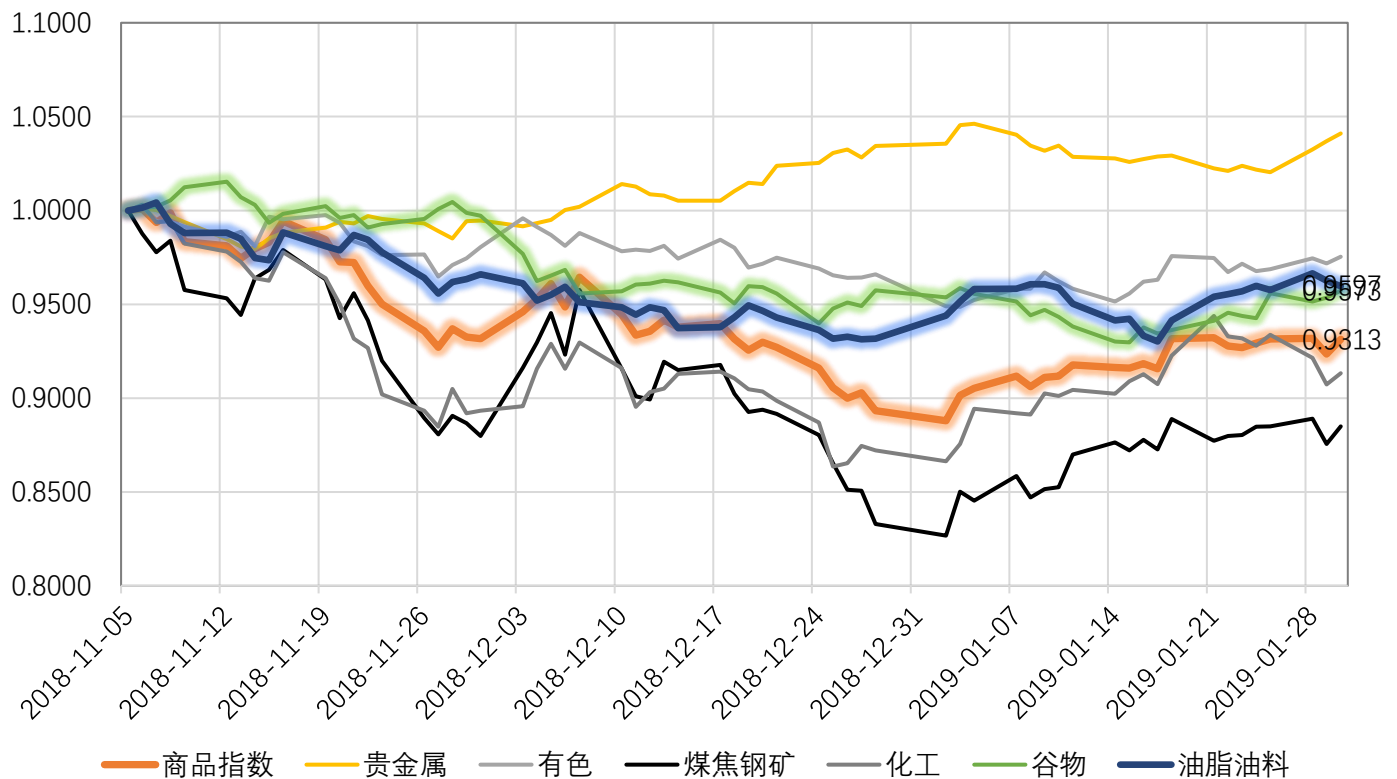


元旦以后，油脂价格从前期不断下跌的最低点开始反弹，至今累计涨幅已经达到 500 个点左右。

从技术上看，本周价格已经触到了周线级别和日线级别（上图）形成的长线和中线压力位，短期内如果没有突然性事件，单边价格面临较

大的回调压力。

各大类商品归一化相对强弱短期表现：



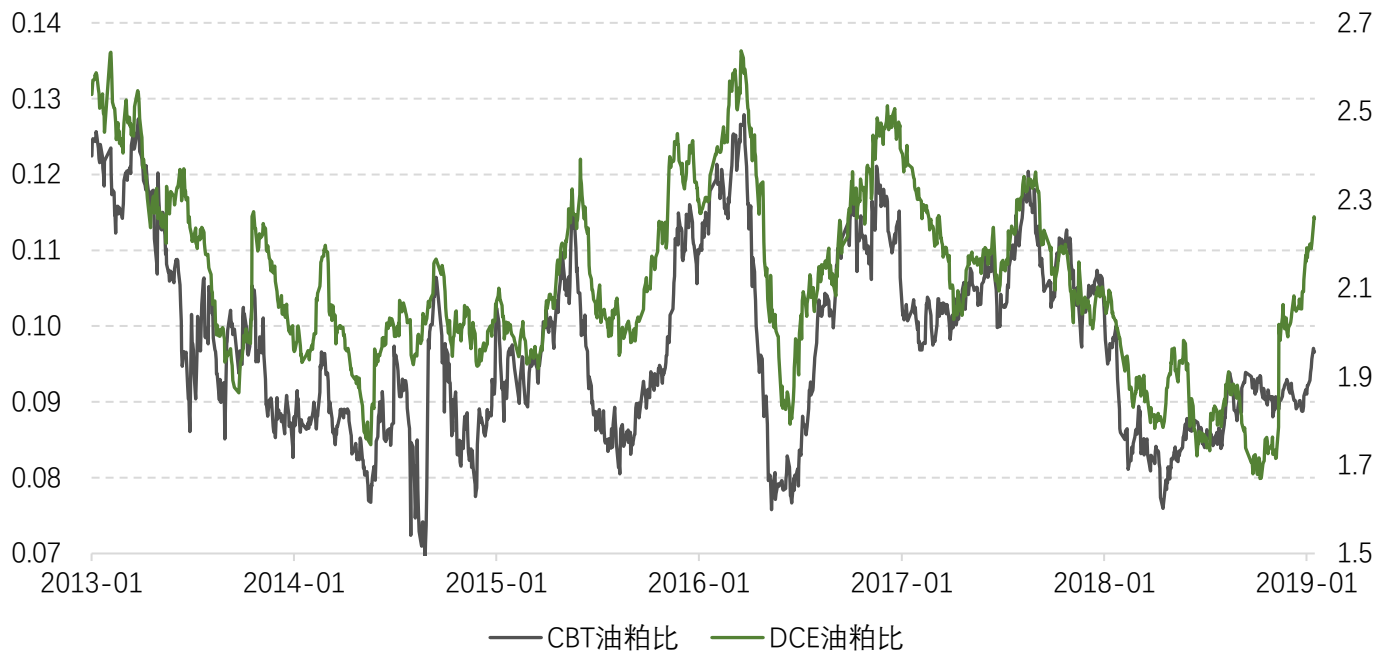
数据来源：Wind 资讯 鲁证期货研究所

从短期的价格归一化相对强弱的对比的角度看，油脂油料整体上表现平平。从距离元旦前后的低点附近的反弹幅度和行情运行的流畅程度来看，油脂油料的表现并没有黑色、有色、贵金属等品种平稳。

然而，国内油脂油料指数由油脂和蛋白两类品种构成。

近期市场交易的一大热门就是做多油粕比。2018 年 12 月份以后，油脂行情显然强于蛋白。尽管主力合约从 1901 到 1905 切换过去以后由于油脂 15 价差过低导致使用主力连续合约计算的油粕比出现了特别大的跳动，然而在 1905 合约油粕比存续至今，它也还是一直在保持在快速上涨的节奏里（下页图）。

DCE 与 CBOT 市场油粕比：

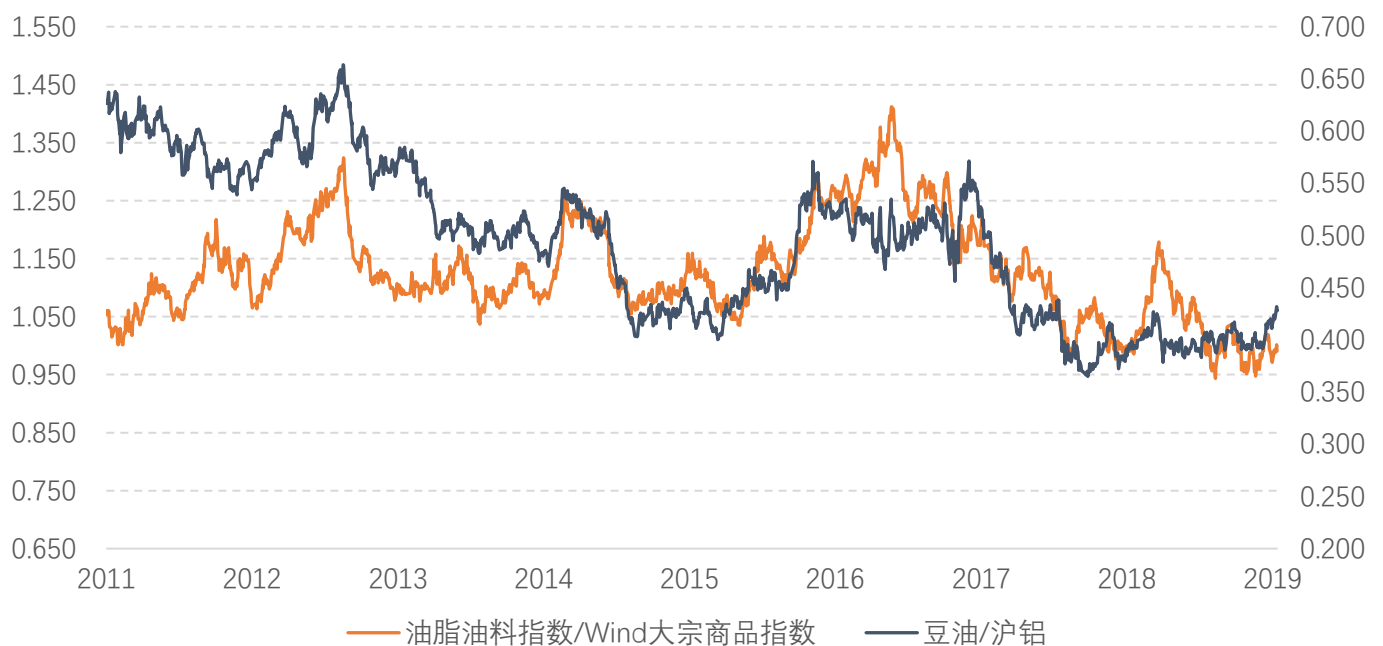


数据来源：Wind 资讯 鲁证期货研究所

所以单独看油脂的话，相对于其他大类商品，它还是表现出了一定的 α 。

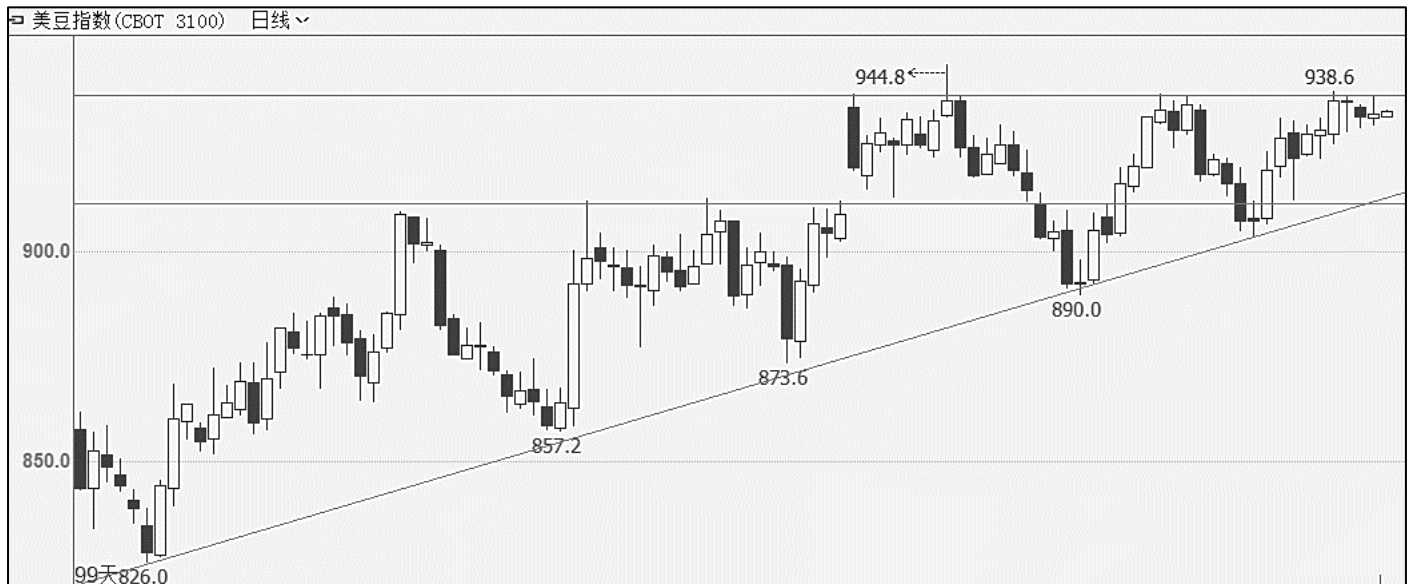
这一点从我们一直在跟踪的一个跨大类对冲的策略里面可以得到

印证：



油脂行情表现出正 α 的原因，无非以下两个方面：

(1) 贸易摩擦的缓和使美豆价格反弹，盘面榨利一直在下跌，使美豆价格上涨的支撑效应越来越容易地传导到国内市场；



(2) 国内油脂现货库存快速环比下降，主要是豆油和菜油，国内棕榈油库存近期出现了小幅上涨，但总量与往年同期相比处于较低水平，且产地棕榈油也跟国内其他油脂品种类似，处于环比下降的趋势里。

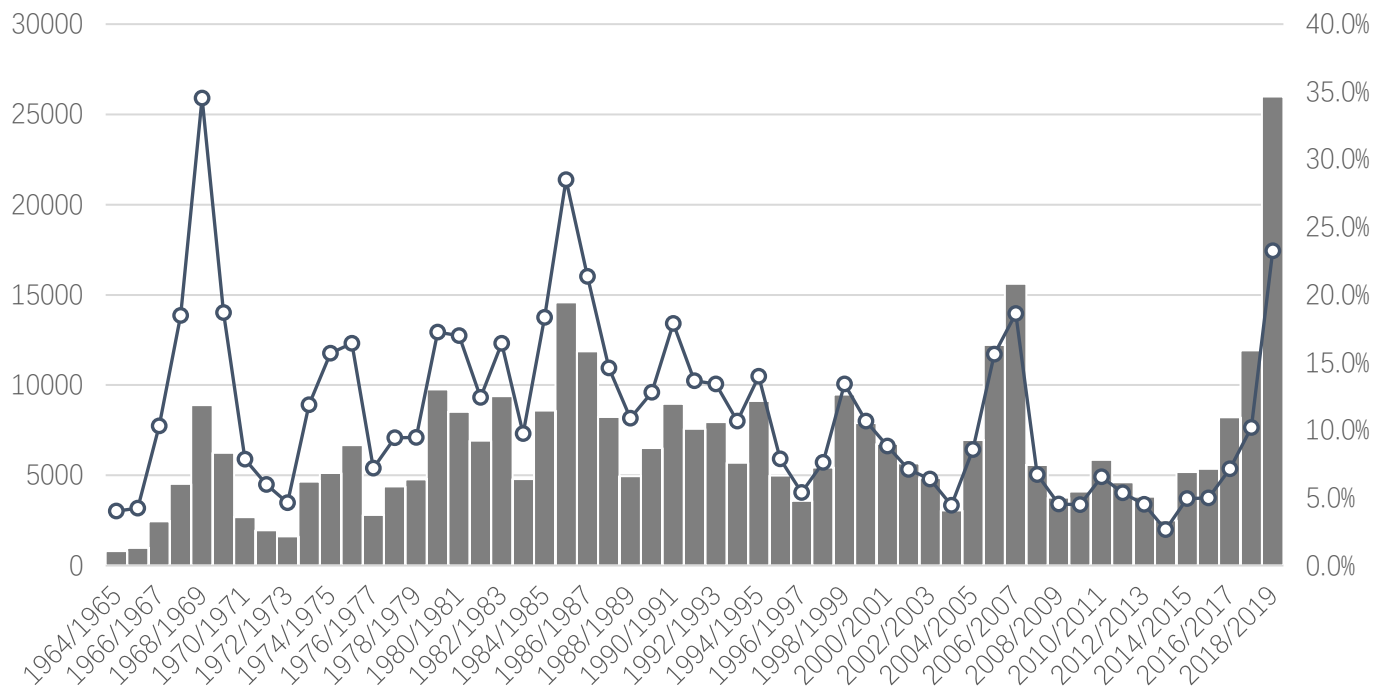
最近这两天中美两国高层领导人继续就贸易摩擦解决的细节在进行磋商。

从人民币汇率的走势来看，贸易摩擦最激烈的阶段大概率已经过去了。

失去了贸易摩擦对需求带来负面影响和贸易摩擦缓和的预期对已经极低的价格带来的支撑，CBOT 大豆炒作的关注点会重新回到基本面上。

时间马上进入二月份，沉重的美国市场库存水平、极高的库存消费比和即将上市的南美大豆一定会把价格压得喘不动气。

美国大豆年度期末库存与库存消费比



数据来源: USDA/PSD 鲁证期货研究所

现在美国大豆的库存和库存消费比真的是高的能吓死所有的人……

按 CBOT 市场一般的传统,二月份将会出现“二月顿挫”的行情。

今年2月份,CBOT 大豆是否会重演这一幕,价格是否会结束最近一段时间的强势表现呢?

我们筛选出美国大豆库存消费比大于15%的一些市场年度:

YEAR	COUNTRY	EX- PORTS	CRUSH	FOOD USE DOM. CONS.	FEED WASTE DOM. CONS.	DOMES- TIC CON- SUMP- TION	END- ING STOCKS	STK/CNSP
1967/1968	United States	7,255	15,687	0	1,559	17,246	4,527	18.5%
1968/1969	United States	7,805	16,490	0	1,464	17,954	8,895	34.5%
1969/1970	United States	11,773	20,066	0	1,640	21,706	6,255	18.7%
1974/1975	United States	11,450	19,085	0	2,093	21,178	5,121	15.7%
1975/1976	United States	15,107	23,545	0	1,942	25,487	6,666	16.4%
1979/1980	United States	23,818	30,573	0	2,157	32,730	9,756	17.3%
1980/1981	United States	19,712	27,773	0	2,673	30,446	8,519	17.0%

1982/1983	United States	24,634	30,155	0	2,368	32,523	9,379	16.4%
1984/1985	United States	16,265	28,045	0	2,530	30,575	8,592	18.3%
1985/1986	United States	20,158	28,658	0	2,323	30,981	14,580	28.5%
1986/1987	United States	20,600	32,087	0	2,885	34,972	11,876	21.4%
1990/1991	United States	15,150	32,305	0	2,609	34,914	8,955	17.9%
2005/2006	United States	25,579	47,324	0	5,427	52,751	12,229	15.6%
2006/2007	United States	30,386	49,198	0	4,275	53,473	15,617	18.6%
2018/2019	United States	51,710	56,608	0	3,469	60,077	25,995	23.3%

数据来源: USDA/PSD 鲁证期货研究所

选择距离现在比较近的几个年份, 观察季节性价格运行节奏:



可以发现, 在这些供给压力极大的年份里, 价格再2月中旬开始到四月中旬前后, 确实非常弱。

但是跌幅也不太大, 在10%左右的幅度。

按现在美豆的价格看, 届时5月合约价格可能跌破850美分, 其实也创出最近一年的新低了。

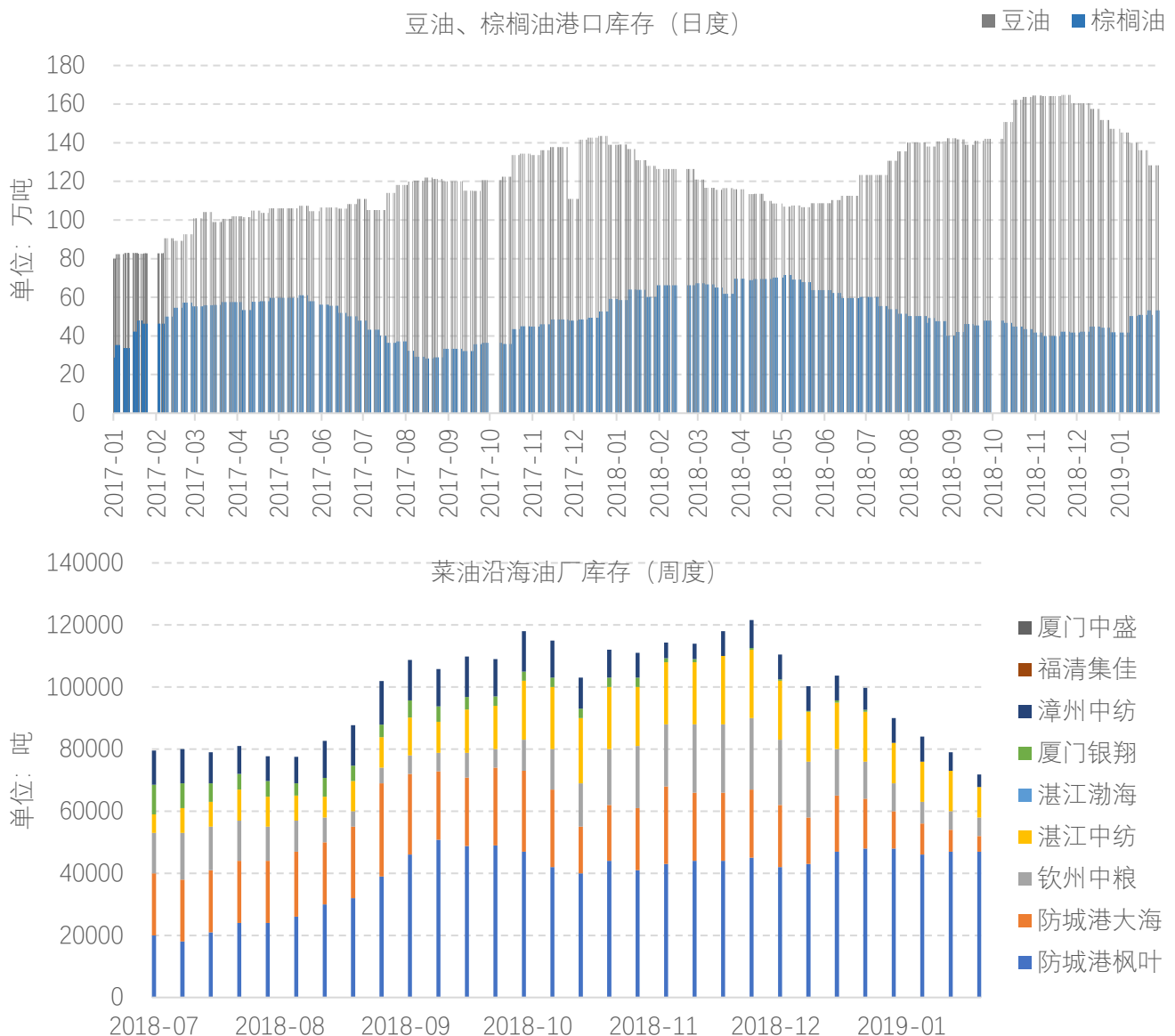
美豆价格的下跌将可能对国内蛋白的价格造成雪上加霜的负面影

响。

国内豆粕的基本面毋庸多言，当下需求就很疲软，未来的需求预期依然疲软。

这样看起来，油粕比在粕这一条腿上，还是比较支持比价继续上涨的。

下面来看下油脂：

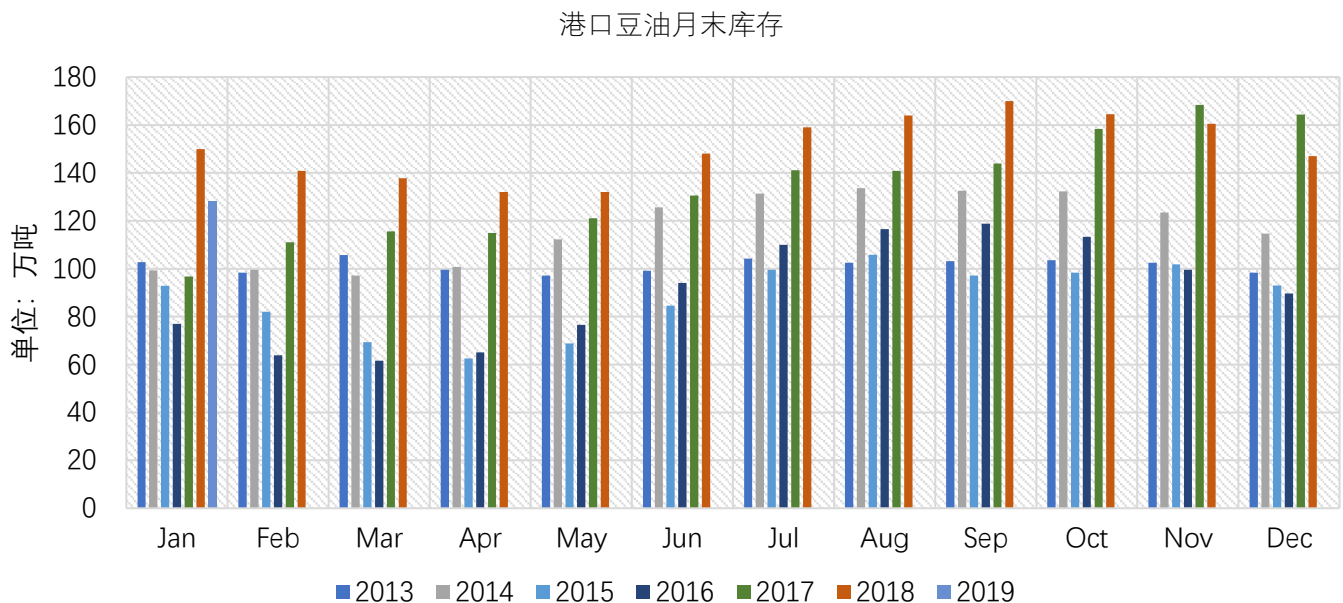


数据来源：Wind 资讯 鲁证期货研究所

豆油和菜油库存环比下滑确实很明显，菜油沿海库存消化的比例最

大，其次是豆油。棕榈油库存微涨，但绝对数字也很低。

然而豆油的压力依然很大。目前的库存数字与往年同期相比还是太大：



数据来源：Wind 资讯 鲁证期货研究所

春节将至，压榨开机、成交、提货都会萎缩到全年最清淡的状态。

从目前的大豆采购和到船预估情况看，4月份以后上游的压力才会逐渐显现。

看起来，国内豆油在一月份在供给上不存在太大的压力。

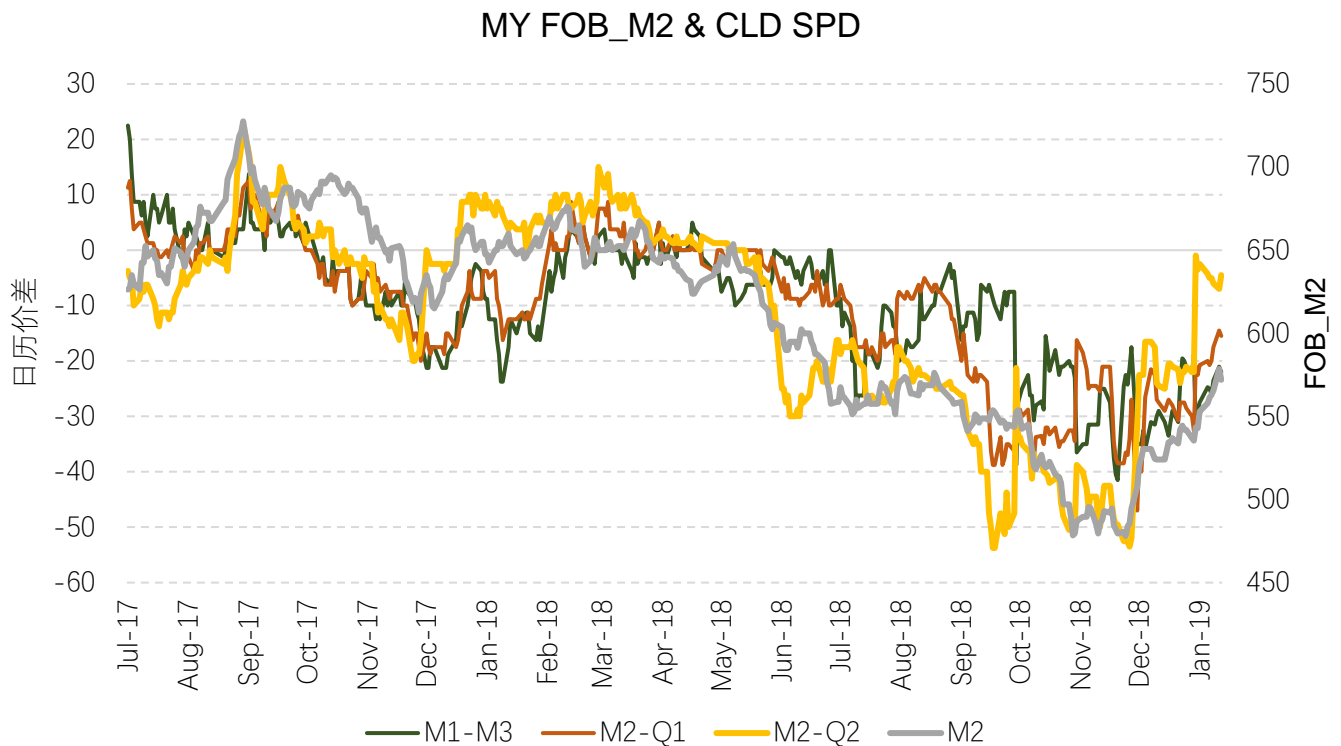
在国际市场，油脂的话语权更多地由棕榈油确定。

马来的情况也无须赘述，核心只在产量上。

我们预测，2019年1、2、3月份马来CPO的产量分别为：167、147、165万吨。

这个库存数据对应稍微正常的需求，库存继续环比下滑是很容易的。

马来西亚 RBD Olein 日历价差：



数据来源：鲁证期货研究所

对于印尼来说，由于供需数据发布的时间严重滞后，我们还是从价格角度来观察现货供给的松紧程度。

目前3月份船期的CNF对Q1、Q2的报价已经向inverse方向显著反弹，近月确实压力不大。

总的来说，产地棕榈油的产量压力兑现到CNF报价的时间最早应该在4月份以后，兑现到供需数据上可能要等到5月初。

所以看起来，一季度棕榈油的压力也不大。

这只是一个比较粗略的基于季节性的考虑，也是目前油脂多头的核心逻辑。

然而，这个逻辑可能在单边行情和59价差最终的定价上存在问题。

首先，印尼YOY的自然增长率会极大地对冲掉产量的季节性下滑。

这个问题难以量化地评估，最后还是看报价结构，价格骗不了人。

如果3月份及以后船期的CNF进口利润给出较高水平，买船大量增加，棕榈油紧张的故事一定就讲不下去了。需要密切跟踪。

另外，美豆价格的下跌和技术派交易者的操作其实对短期油脂的行情影响非常大。

所以，在策略配置上，一季度乃至上半年，策略的价值和流畅度排序，大概是：

做多油粕比 > 做多YP > 做空棕榈油59价差。

在5月合约交割之前，单边方向和价差结构可能出现一次转折，时间是来得及的。

所以，中线角度来看，目前偏强的行情节奏可能孕育出一波油脂59价差做空的机会。这个策略并不着急进入，等待春节以后，合适的点位慢慢等。或许接近0的时候是一个好的位置，往下走100个点，还是挺容易的，尤其是棕榈油。

毕竟对于进口商来说，3、4、5月份船期的棕榈油，不给出大于100的进口套盘利润，应该很难吸引到足够多的买盘。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获取性资料，鲁证期货力求客观公正，但不保证这些信息的准确及完整，也不保证这些信息不发生任何更新，更不保证我们的建议或意见不会发生任何变更。报告中的信息和我们的意见乃至结论并不构成所述品种交易的出价或征价，投资者据此进行的投资行为与我公司和作者无关。

本报告版权仅为鲁证期货有限公司所有。未经授权许可，任何机构和个人以任何形式所进行的引用、翻版、复制及向第三方传播等行为均可能承担法律责任。

鲁证期货股份有限公司及咨询产品简介

鲁证期货股份有限公司（以下简称公司）是经中国证监会批准，由齐鲁证券有限公司控股，在山东省工商局注册登记的期货公司。公司总部设于山东济南，注册资本 7.5 亿元。公司业务范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询和资产管理等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所三家商品期货交易所和中国金融期货交易所席位，是中国金融期货交易所全面结算会员。

公司研究所具有强大研发能力，现有研究人员 30 余人，均为研究生以上学历，部分人员具有海外留学经历。目前研究所可以提供一系列投资咨询服务，包括：微信服务、定期报告、调研报告、策略报告以及风险管理等服务。