

# 一念地狱，一念天堂

—2019 年油脂行情主线与重点策略回顾及 2020 年行情展望

史恒昱

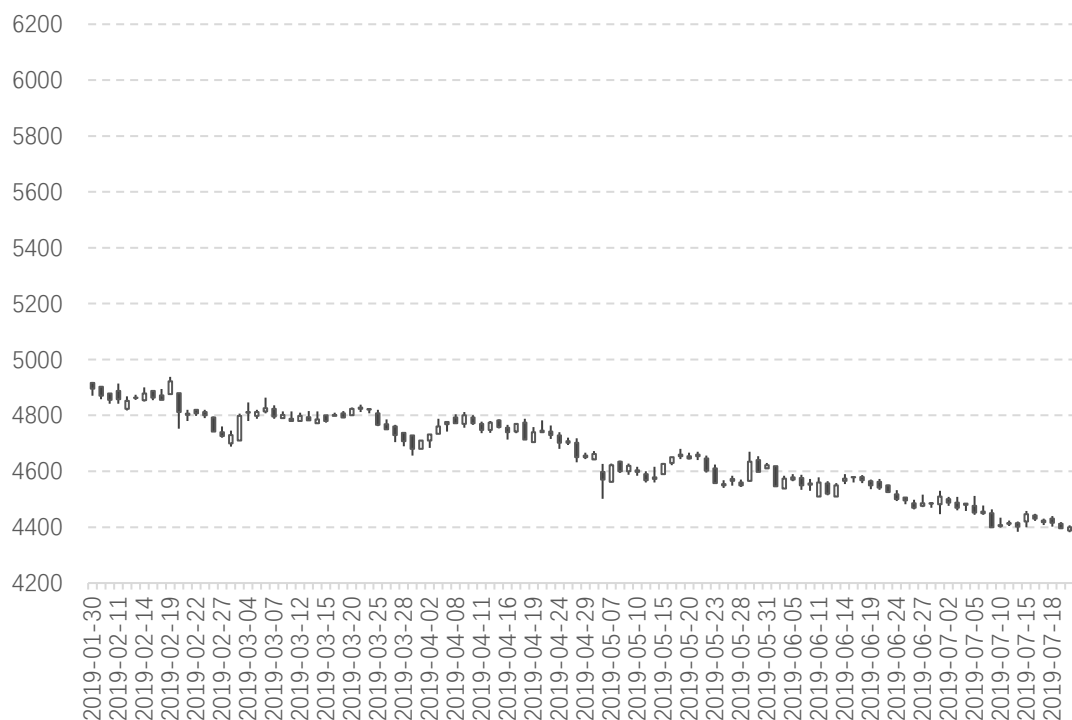
2019 年油脂的行情可谓冰火两重天——上半年市场情绪极度悲观，基本面缺乏亮点，行情缩量阴跌，价格在逾 6 个月的时间里缓慢震荡下行，总波动幅度仅 10%，单边行情基本没有交易价值。好在从月间和品种间价差的逻辑里找到一些机会。

7 月下旬以后，随着国内大豆压榨开机率意外降低，豆油率先异军突起，带动整个油脂板块快速脱离底部。10 月中旬以后，棕榈油产量下滑的预期和生物柴油政策的推出，使棕榈油从豆油手里接过了上涨的接力棒。菜油也不甘落后，近月合约躲在棕榈油成功的阴影背后“闷声发大财”。

又临岁末，油脂本轮多头行情的故事还在延续。让我们一起来回顾和梳理一下过去一年里油脂行情和市场心态变化的轨迹，尝试揣测一下未来主线逻辑的演变节奏，发掘潜在的机遇和风险。

## 一、2019 上半年：单边缩量阴跌，多有龃龉

P2001 日线：

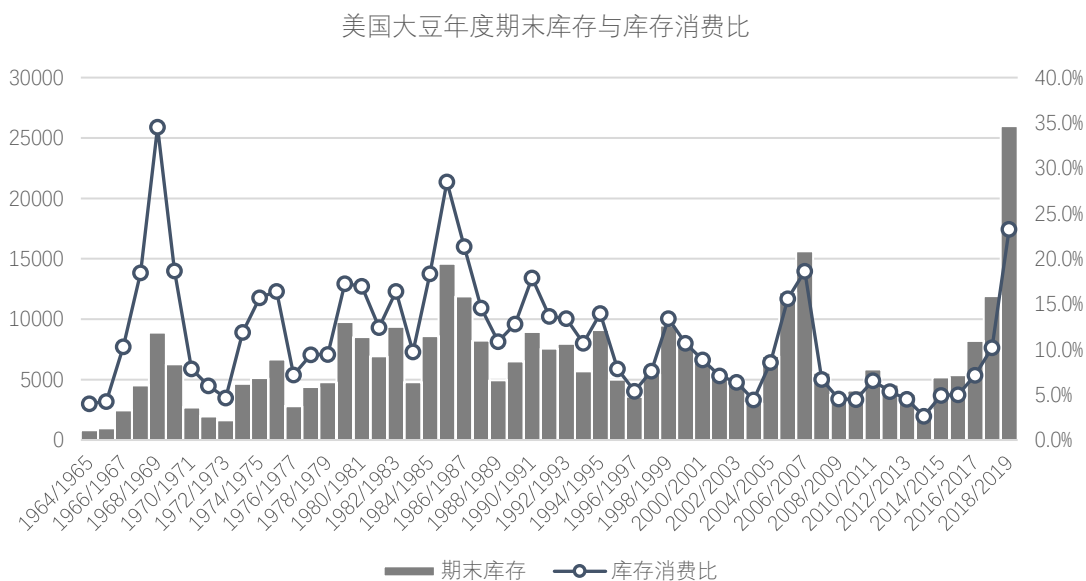


上半年油脂的单边行情从上面的图上可以非常直观地看出——毫无亮点。

令人窒息的市场情绪来源于以下几个方面：

### (1) 美豆旧作库存巨大，新作天气炒作被忽视

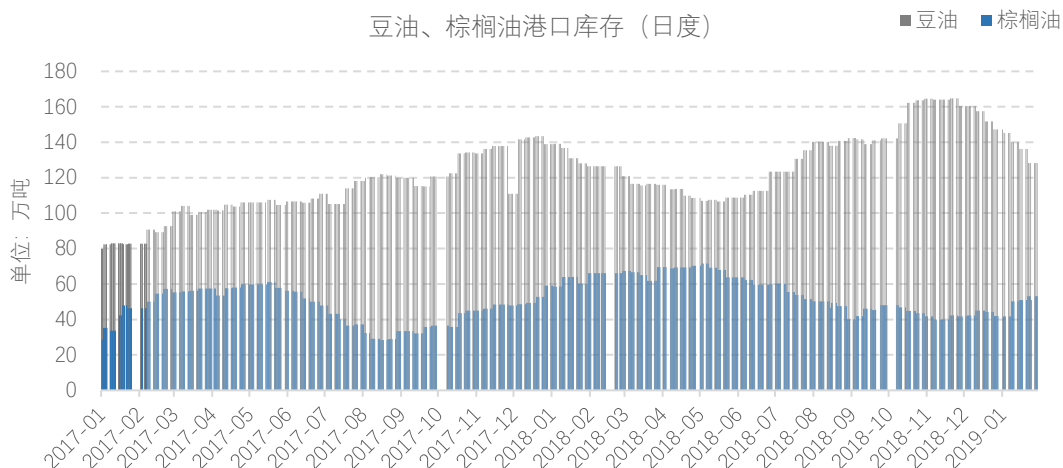
今年年初，市场看到的美国大豆市场是这样的：

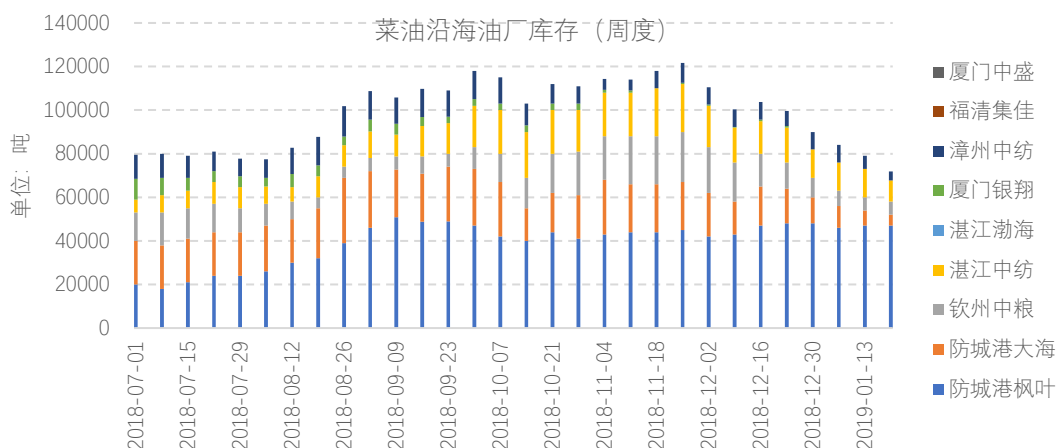


贸易摩擦抑制出口创造了刷新历史新高的期末库存和历史第三高的库存消费比，使晚些时候市场甚至忽视了新作播种延迟和减产预期的影响。

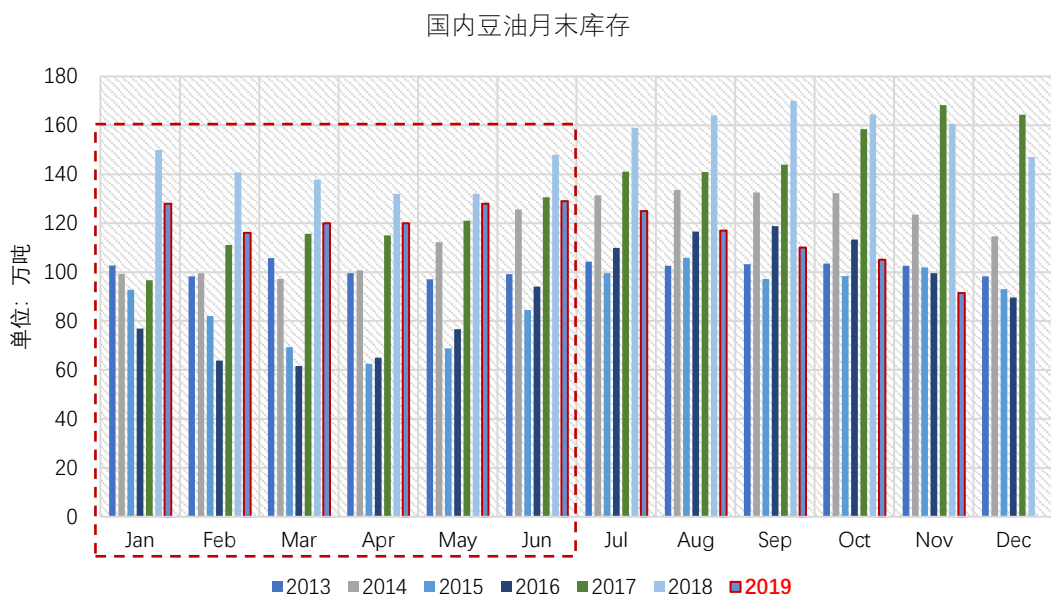
在1月底的时候，市场谈论最多的一个词是“二月顿挫”。

### (2) 国内油脂总库存处于相对低位，且正在环比下滑，但豆油绝对量仍然很高





从 2018 年底到 2019 年一季度，国内油脂总库存 持续下滑，但当时主导行情的是豆油。尽管库存下滑的趋势存在，但豆油库存的绝对数字仅略低于 2018 年同期水平，与历史上其他年份比，处于高位，这个情况一直持续到 6 月份：

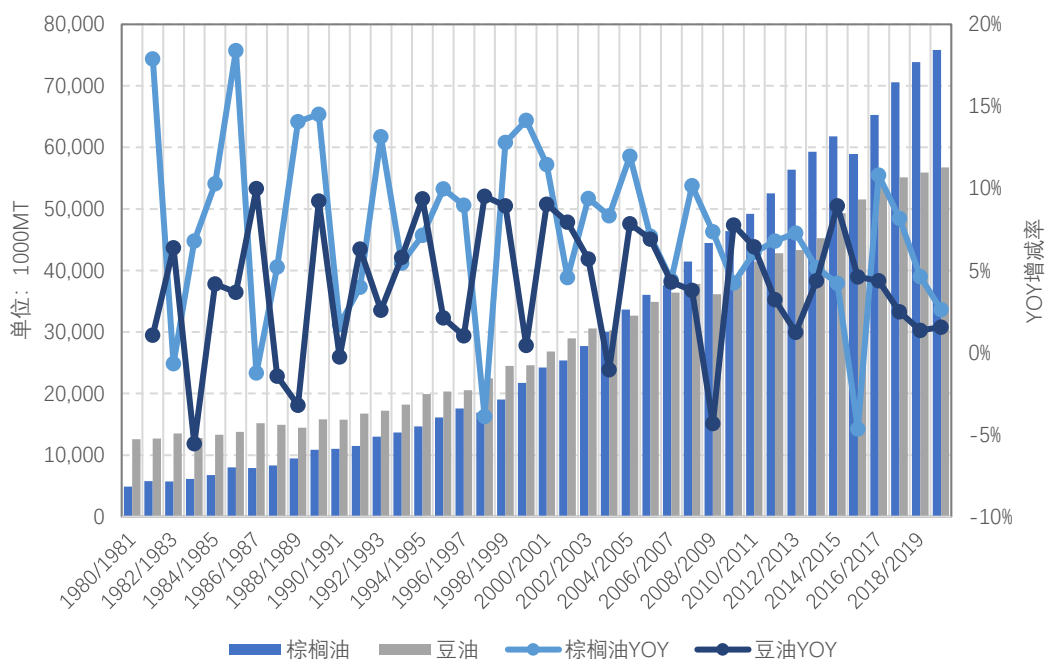


### (3) 国际市场上，预期印尼的产量将通过大幅的自然增长对全球油脂市场带来极大的压力

相对于豆油的供给增长速度逐渐放缓，棕榈油每年的自然增长速度非常快。除了 2015/15 年度以外，每年产量都以极高速增长，印尼和马来每年的产量增幅基本在 200 万吨以上。

今年年初，极度悲观的市场认为，在极弱的不足以影响降水的厄尔尼诺天气模式下，2019 年产地的供给压力会非常大。

全球棕榈油与豆油产量对比



#### (4) 大宗商品市场整体氛围温和平淡



上半年，除了全球市场避险情绪影响下贵金属走势偏强外，大宗商品市场整体表现平淡，工

业品走势比较分化，有色最弱，黑色稍强。

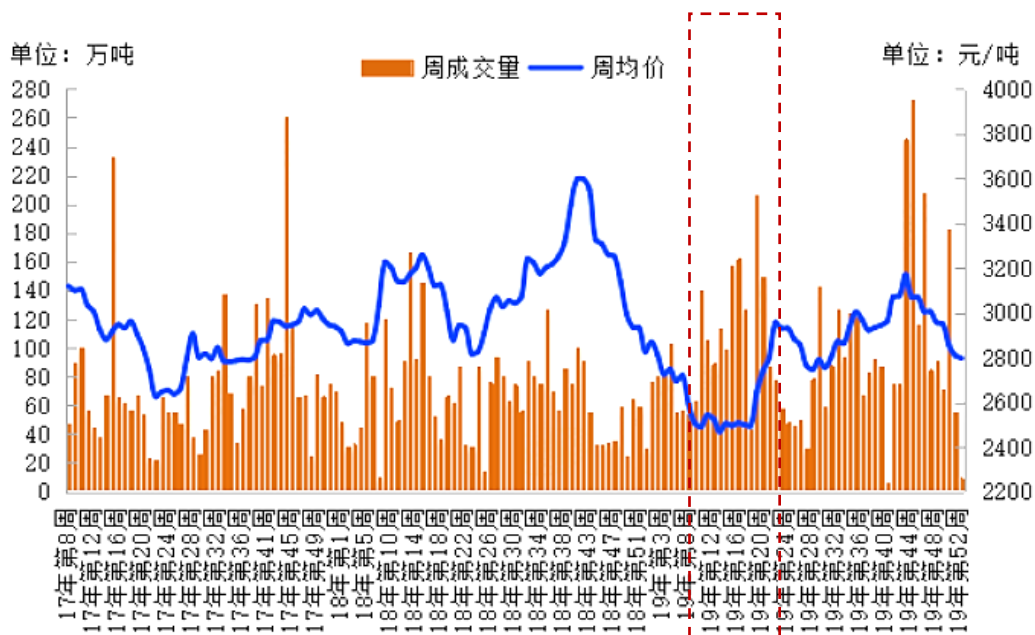
## 二、2019 上半年可以把握的交易机会

### (1) 油粕比反套

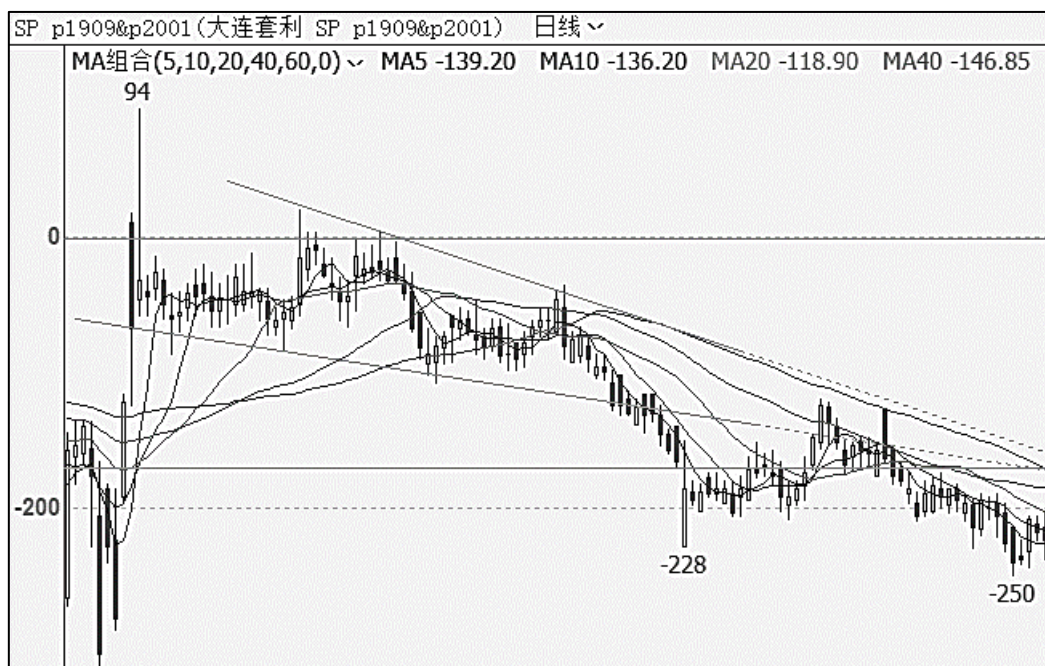


油粕比自高位快速下跌的时间点始于3月初，一直持续到6月份后触底。

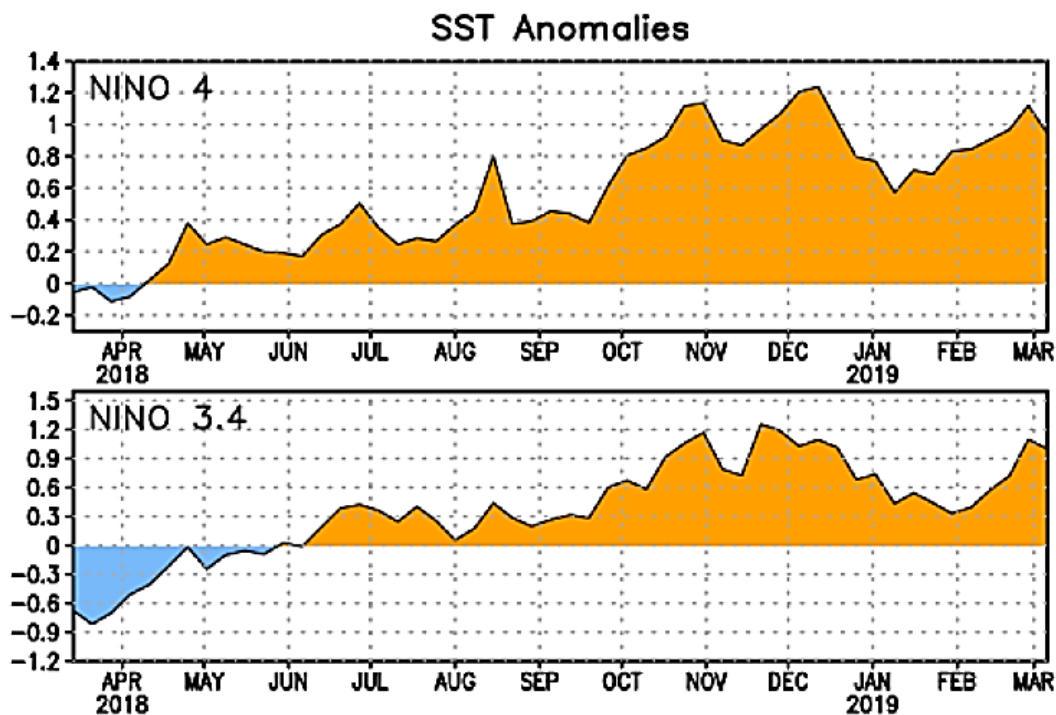
这段时间油脂市场仍然处于空头氛围中，但豆粕的成交在二季度开始后出现了一波显著的增长（下图，资料来自天下粮仓），催生了这波行情：



(2) 棕榈油 91 反套：



在今年年初至一季度末，由于整个市场认为产地压力将不断加大，9月作为传统的季节性产量和库存高点，压力一定率先兑现。而早在年初，我们已经通过长期气象模型检测到，ENSO将趋于厄尔尼诺天气模式，当时认为2001月合约可能会面临减产，因此91反套具有很强的逻辑基础：





### 三、极度悲观中被忽视的市场变化——夯实底部的几个重要因素

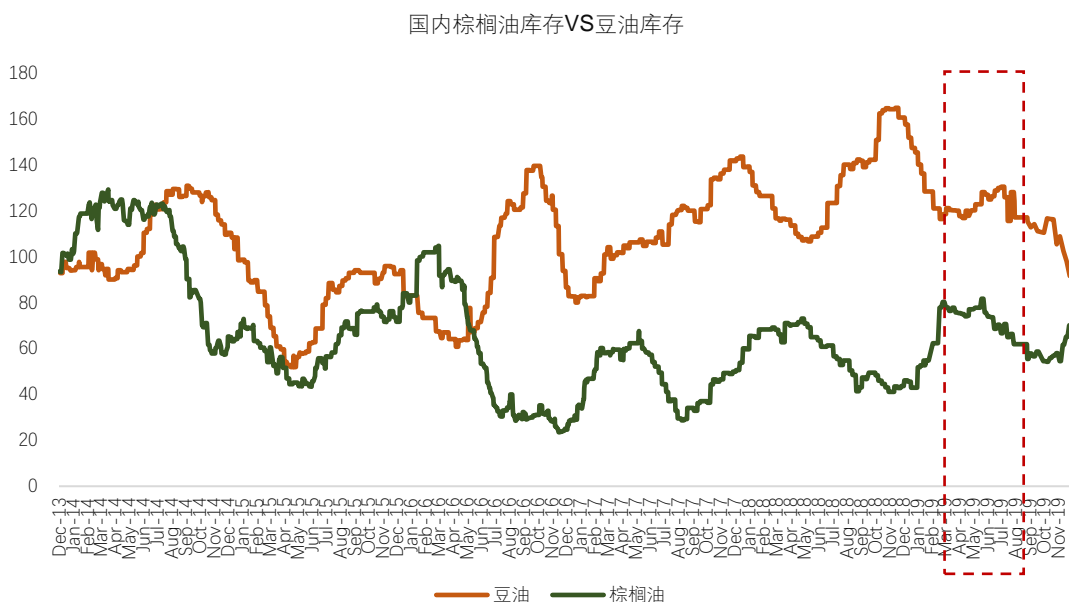
时间来到 2019 年年中以后，市场发生了很大的变化：

#### (1) 主导美豆新作平衡表已经收紧：

由于种植面积和单产的下滑，美豆新作平衡表在减产确认后已经大幅改善：

Year	Area Harvested	Production	Imports	Exports	Crush	Food Use Dom. Cons.	Feed Waste Dom. Cons.	Domestic Consumption	Ending Stocks	Stk/Cnsp
2004/2005	29,930	85,016	152	29,860	46,160	0	5,247	51,407	6,960	8.6%
2005/2006	28,834	83,507	92	25,579	47,324	0	5,427	52,751	12,229	15.6%
2006/2007	30,190	87,001	246	30,386	49,198	0	4,275	53,473	15,617	18.6%
2007/2008	25,959	72,859	269	31,538	49,081	0	2,546	51,627	5,580	6.7%
2008/2009	30,222	80,749	361	34,817	45,230	0	2,882	48,112	3,761	4.5%
2009/2010	30,907	91,470	397	40,798	47,673	0	3,051	50,724	4,106	4.5%
2010/2011	31,003	90,663	393	40,959	44,851	0	3,500	48,351	5,852	6.6%
2011/2012	29,856	84,291	439	37,186	46,348	0	2,438	48,786	4,610	5.4%
2012/2013	30,814	82,791	1,103	36,129	45,967	0	2,583	48,550	3,825	4.5%
2013/2014	30,858	91,389	1,953	44,594	47,192	0	2,877	50,069	2,504	2.6%
2014/2015	33,423	106,878	904	50,136	50,975	0	3,987	54,962	5,188	4.9%
2015/2016	33,076	106,857	641	52,870	51,335	0	3,127	54,462	5,354	5.0%
2016/2017	33,466	116,920	606	58,960	51,742	0	3,970	55,712	8,208	7.2%
2017/2018	36,228	120,039	594	57,945	55,926	0	3,047	58,973	11,923	10.2%
2018/2019	35,448	120,515	383	47,564	56,935	0	3,473	60,408	24,849	23.0%
2019/2020	30,605	96,615	544	48,308	57,289	0	3,488	60,777	12,923	11.8%

#### (2) 豆棕库存双降、菜油供给受限，国内油脂库存已经下降至极低水平

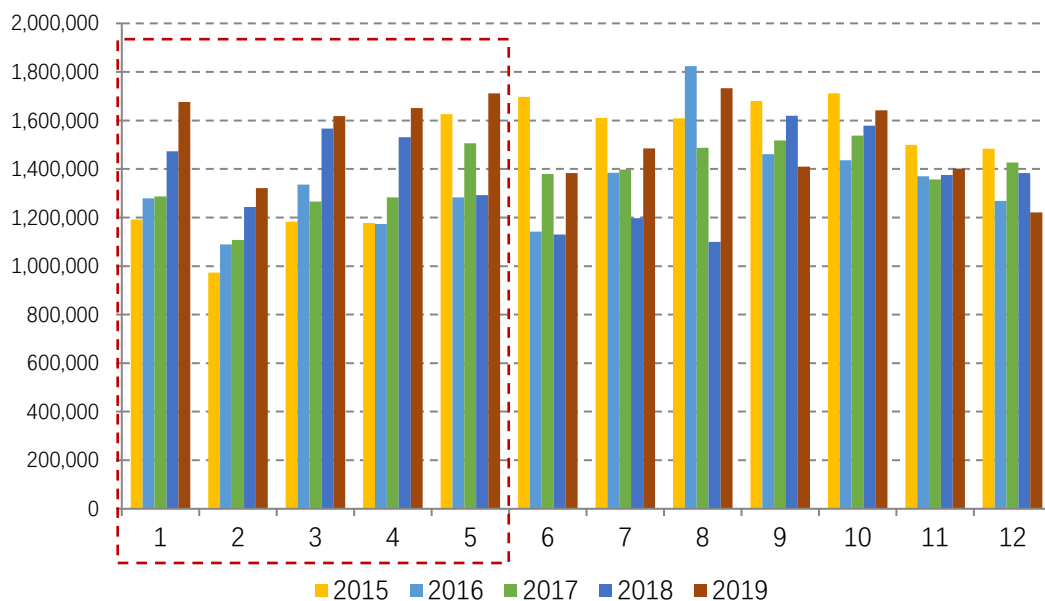


国内豆油和棕榈油在消费的替代上还是比较明显的，库存同时下降的时候，一般都伴随着供给或者需求出现矛盾。

而今年菜油一方面受中加关系影响，加籽进口受限，另一方面，没有临储拍卖，沿海和内陆库存都很紧张。

### (3) 产地出口数据持续强劲，库存快速下降

马来棕榈油月度出口量：



对于产地来说，今年上半年的需求实在是太好了，印度采购的积极性非常高，到五月份时，马来库存已经下降到 250 万吨以下。

当然，2018 年同期时库存比 250 万吨还少，所以在此前，市场并没有把强劲出口当成一个重要的利多。

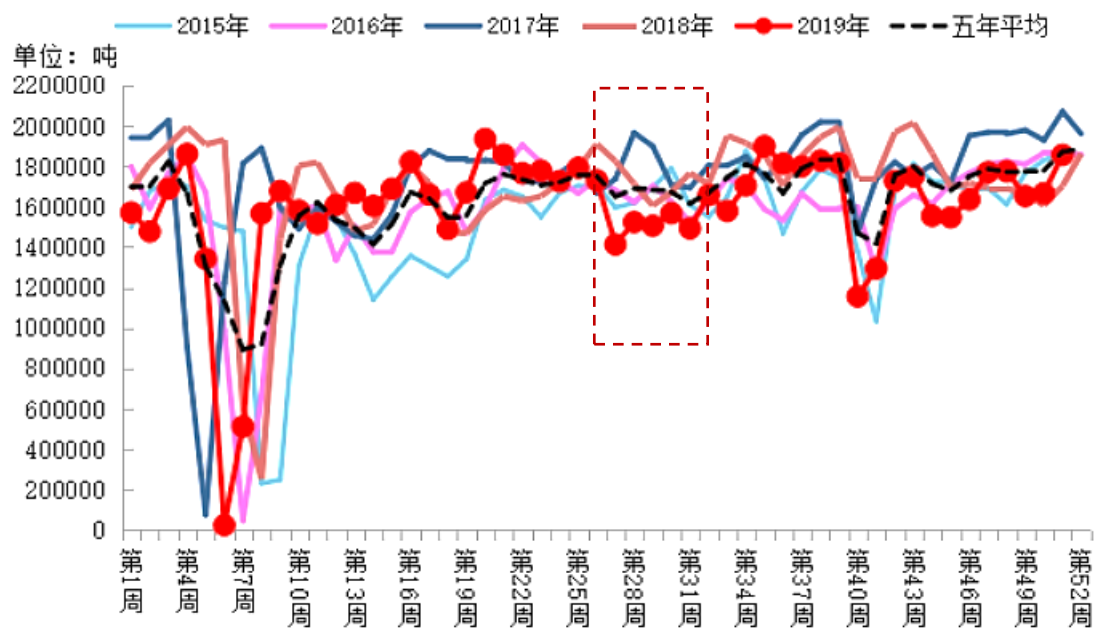
## 四、反弹的触发点和持续性的支撑

### (1) 大豆商业库存和开机率大幅下降，豆油库存趋紧

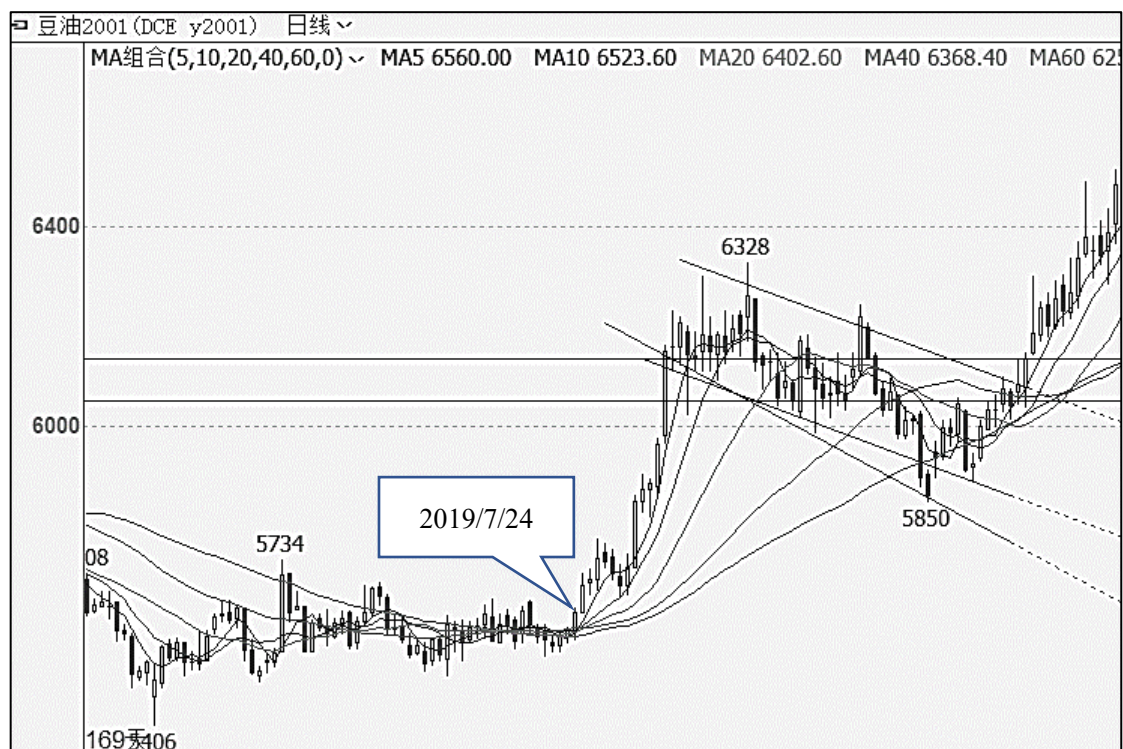
油脂下半年牛市的起点在 7 月下旬。

七月份，全国大豆压榨开机率突然超预期爆降，导致豆油库存快速下滑。进口的美国大豆大比例流向国储，导致国内大豆商业库存快速下降，远低于去年同期水平。



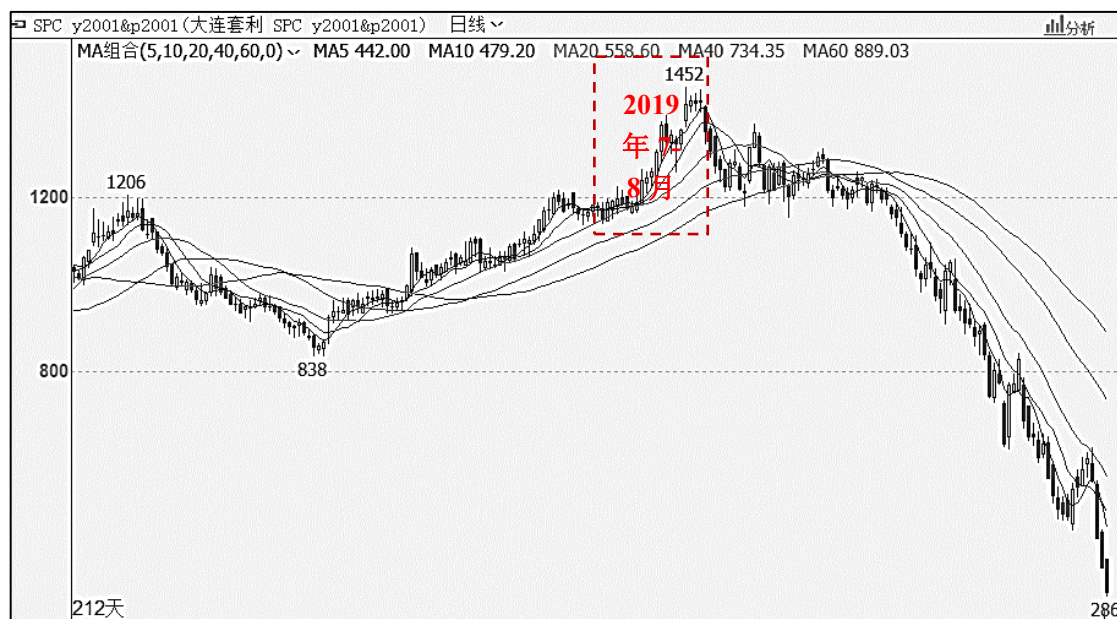


DCE Y2001:



豆油上涨的过程中，YP 不断扩大（见下页），显示了豆油在这一波行情里领头羊的低位。

然而在价格快速脱离底部后，价格开始震荡。很多多头在这个阶段丢掉了头寸。



而后面，就是棕榈油的故事了——

## (2) 印尼、马来减产和 B30 生物柴油对 2020 年消费的持续支撑

印尼和马来减产和 B30 生物柴油对 2020 年消费的支撑，我们已经在之前的月报、周报以及很多其他场合反复分析过，这里不再赘述，这是今年持续到目前为止的棕榈油乃至所有油脂的核心驱动。

市场上很多人都把今年棕榈油的这波行情与 2016 年进行比较。简单说，今年与 2016 年的异同如下：

### 相同点：

基本面都伴随着减产+生物柴油带来的消费提升=库存持续降低；

### 不同点：

(1) 2015 年底以后，全球大宗商品整体上涨，美元走弱，货币面趋于宽松，而今年外围和宏观目前还没那么乐观；

(2) 2016 年印尼从 B15 到 B20，新增消费仅有 100 万吨左右，2020 年 B30 的增幅有 2016 年的两倍；

(3) 今年的减产还是预期，尤其是印尼，马来已经连续两个月产量表现糟糕，但整个东南亚是否全年产量都很差，目前仍然存在不确定性；

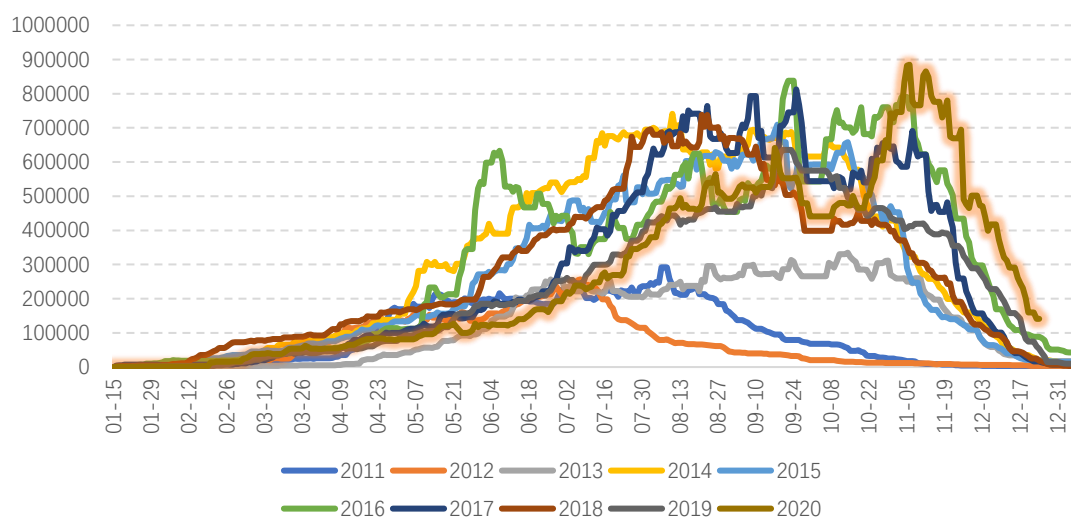
(4) 今年有贸易摩擦的影响，2016 年没有；

(3) 有了 2016 年的先例，大量场外资金今年被吸引到棕榈油上来，行情进行的节奏和波动性将会有很大的不同

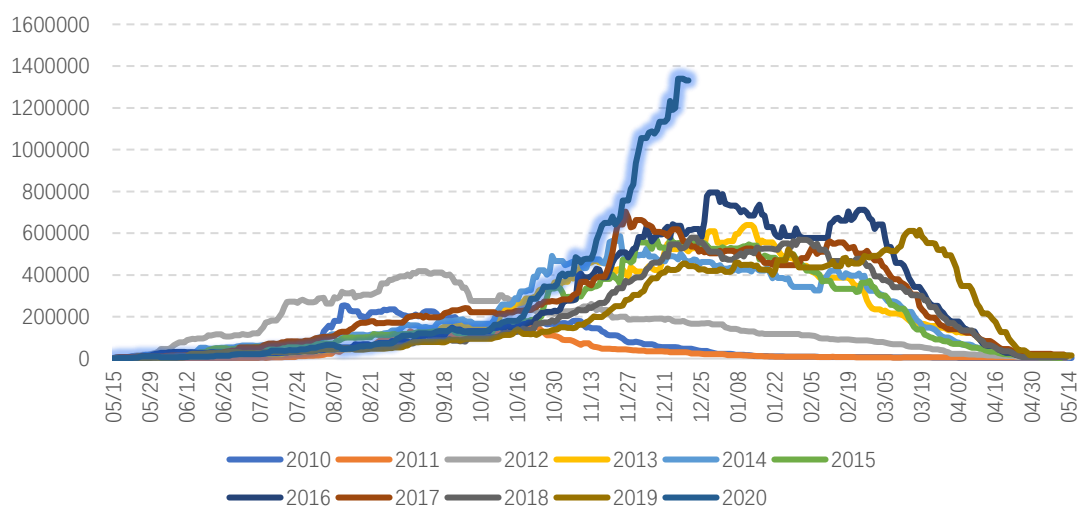
这一点单独拿出来讲，很有必要。

正在谢幕的 01 合约和方兴未艾的 05 合约，持仓量都远高于往年同期水平：

P01分年度持仓

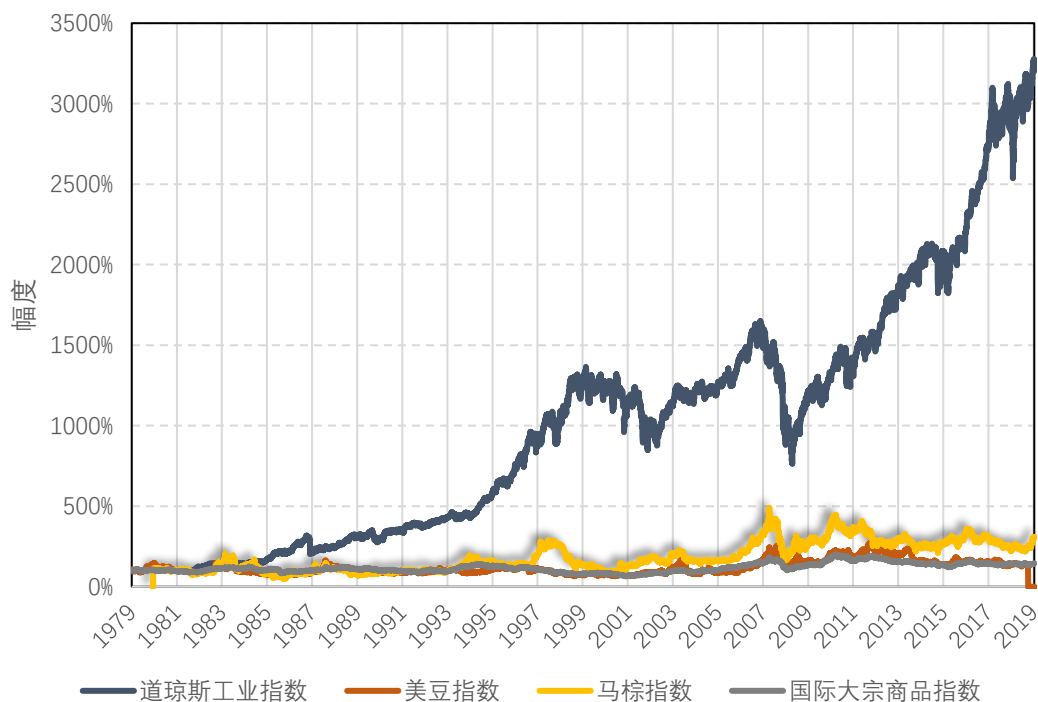


P05分年度持仓



现在 05 合约的持仓量已经达到了往年同期的两倍，整个市场对棕榈油的关注程度之高可见一斑。

早些时候，有产业里的朋友戏称：“市场这是把棕榈油当成股票来炒了”。尽管是玩笑话，可是我们需要明白，在一些投机性较强的资金眼力，目前棕榈油的涨幅可能并不大，仍然有继续炒作的空间：



国内盘面的价格对于产地的 CNF 报价和马盘盘面价格依然偏低，这是多头的一个安全边际。

而产地库存只要不要快速增加，出口商就没有必要为了迁就中国的进口而主动降价给出利润。

所以，产地的减产和消费造成的低库存是上涨行情的核心逻辑。

## 五、当前市场的中短期风险点

天下无不散的宴席，物极必反。

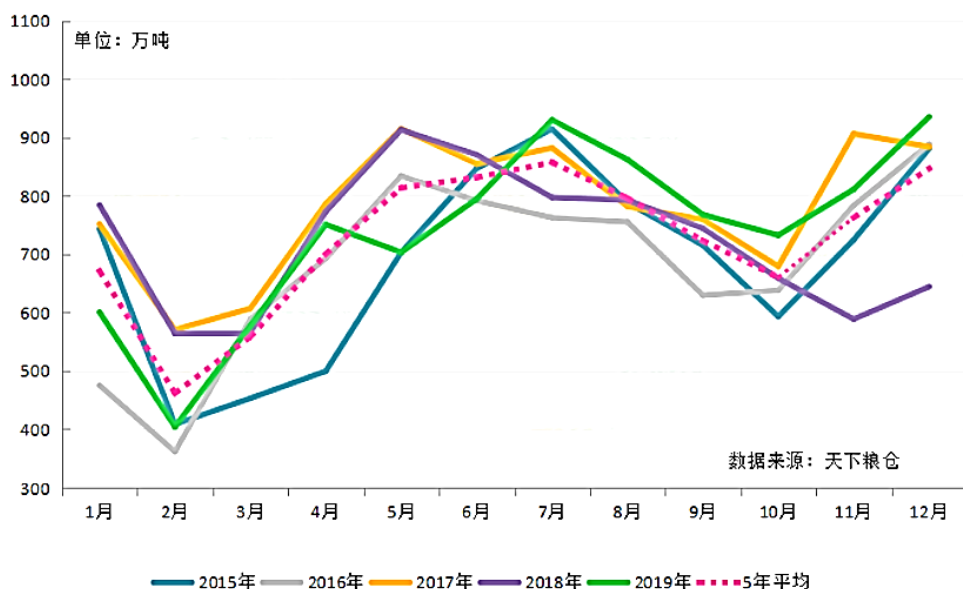
就像今年 6、7 月份市场沉浸在之前的悲观氛围中，导致很多朋友错过了 7 月份的行情一样，我们现在也应该时时刻刻对行情的发展保持谨慎。

毕竟价格不可能永远上涨。

目前来看，油脂市场可能存在三个风险点：

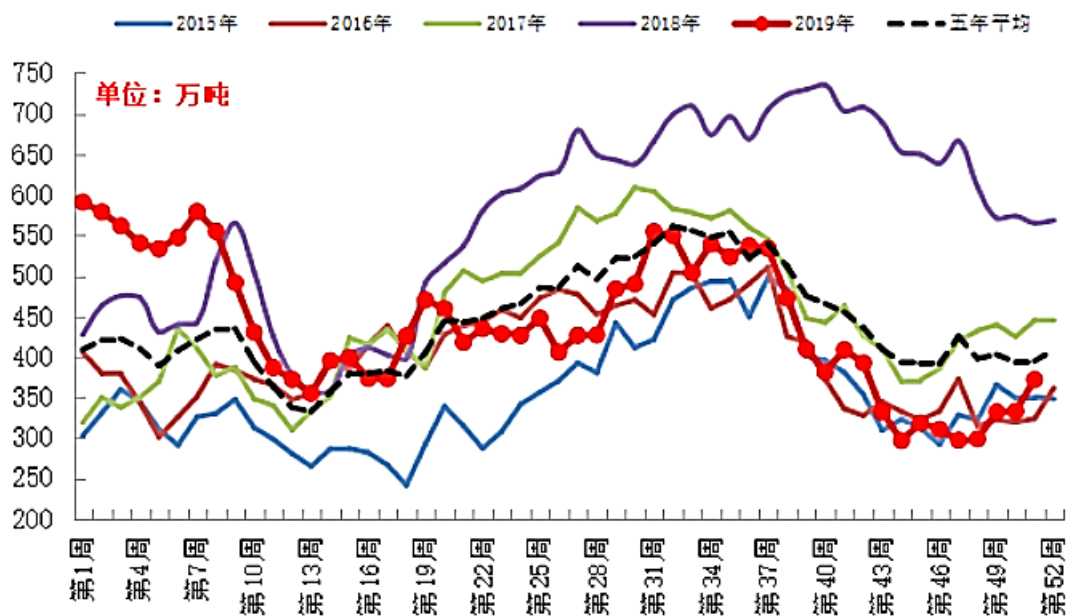
### (1) 一季度及以后大豆供给增加，可能对豆系品种形成压力

今年全年，尤其是下半年，海关口径进口大豆的数量并不少：



数据来源：天下粮仓

然而从今年二季度开始，国内大豆商业库存急剧下降：



在压榨开机率整体正常甚至偏低的情况下，“消失”的商业大豆事实上都流入了国储。

而国储对进口大豆的存储周期并不会太长。

可以预计，最迟明年一季度，会陆续有前期进口的部分临时国储大豆流入市场，届时将导致



整个市场的大豆供给变得非常充裕。

在生猪存栏尚未恢复至较高水平，以及进口 DDGS 的冲击下，豆粕成交和提货可能暂时不会特别理想，这会限制油厂的开机率上升的速度和空间。

然而，本轮行情的起点就在豆油，之于豆棕价差，豆油就是整个油脂的“β”，值得密切关注。

## (2) 马来出口数据疲软，12、1 月 PPO 库存升高利空 CNF

已经兑现的马来 11 月数据和即将兑现的 12 月全月数据，马来棕榈油最近出口数据表现不佳。

从目前的平衡表推演，12、1 月，随着 PPO 出口不佳：

**产地的 PPO 库存可能会快速累积，导致 CNF 走弱，产地精炼利润下滑。**

	PROD	IMP	EXP			STK		
年月	CPO PROD	TOTAL PO	CPO EXP	PPO EXP	TOTAL PO EXP	CPO STK	PPO STK	TOTAL PO STK
Jun-19	1518239	101250	325507	1057254	1382761	1353749	1069866	2423615
Jul-19	1738356	36664	306501	1178715	1485216	1336089	1055588	2391677
Aug-19	1821548	51055	326334	1406555	1732888	1290565	961266	2251831
Sep-19	1842433	71112	316922	1093023	1409945	1353087	1095185	2448272
Oct-19	1795880	85034	344686	1297056	1641743	1323696	1024370	2348066
Nov-19	1538054	74684	336341	1065121	1401462	1154222	1101826	2256048
Dec-19	1413155	81890	280849	920835	1221685	803265	1339670	2142936
Jan-20	1488107	67871	257982	905201	1163183	574948	1563669	2138617

这个问题目前从 24 度棕榈油和 CPO 的 FOB 报价上似乎可以得到一点验证：



然而，根据 2016 年的经验，出口的短暂下滑在产地库存极低时，似乎并不会造成价格的大幅调整。

### (3) 市场对产量下降的判断太粗糙，单月产量环比大幅上升可能触发大幅回调

降水对产量的影响的机制是复杂的。降水本身也不是影响产量的唯一因素。

棕榈油期货圈有个“常识”，就是降水的影响会延迟 6-7 个月作用于产量。这个说法太过笼统，而且未必正确。

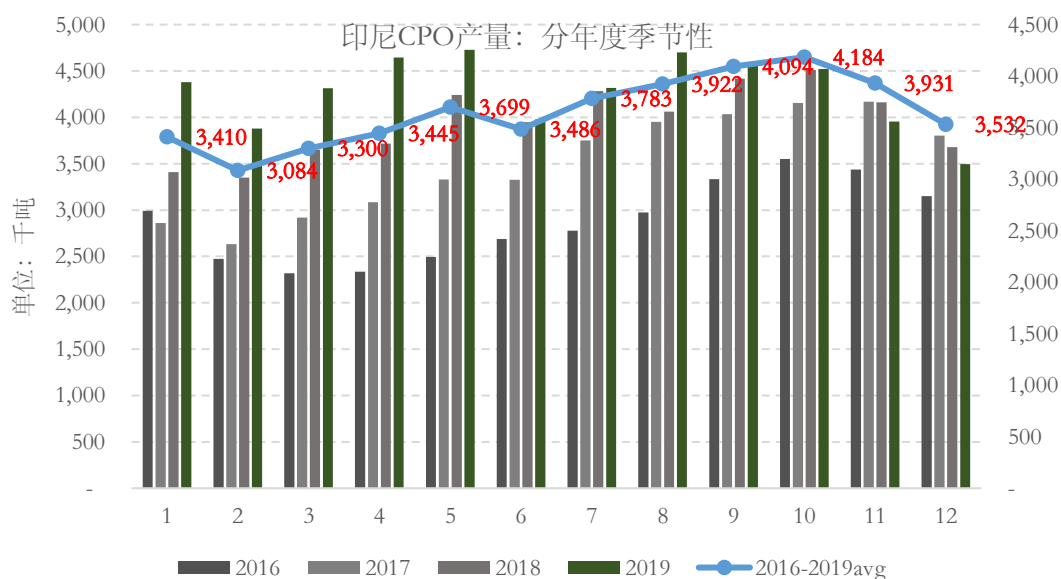
在旱季发生严重的干旱，可能会对即期及未来 2-3 个月的产量构成立竿见影的影响。

而在年末和年初，单月大量降水，则有可能对马来半岛或者苏门答腊这些丘陵地、梯田较多的地区的产量构成很大的负面作用——比如今年 12 月，上半个月多达 400 毫米的降水，可能对上半个月的产量构成了很大的影响。

而这种单月的大量降水造成的短暂减产，又会在降水恢复后立刻反弹。还会对前期的干旱造成的影响形成修复。

所以，无论是马来还是印尼，我们并不能简单地根据 2016 年的经验，判断 2020 年全年的产量都很糟糕。

对于马来，在不久的未来，任何一次单月产量的环比大幅增长，都可能是吹响一次大幅调整甚至本轮行情终结的号角。





对于印尼，我们只能通过 CNF 报价的变化来对当前的库存松紧程度进行判断。根据印尼产量的季节性规律，3 月份可能会是一个关键的节点（见上页图），它将在 5 月份才能得到兑现。

## 六、2020 年主线策略配置和交易建议

### (1) 豆油 59 反套

这个策略基于后期大豆供给的增加和开机率的改善，从往年的情况看，目前 Y59 在 90-100 的位置已经具有良好的安全边际，可以先建立部分头寸。

这个策略可以拿的久一些，短期内驱动可能还不会到来。

如果开立头寸后遇到棕榈油回调，将会获得额外的驱动。

### (2) 做空 2009 合约油粕比

到 6、7 月份，国内生猪存栏将恢复至正常状态，导致豆粕销售和提货转好。而届时国内宽松的商业大豆供给，将导致油粕比出现一次大幅向下的调整。

如果市场对这个预期的交易提前，机会可能提前出现。

一个近期出现的变量是中美贸易摩擦缓和后中国即将放开进口 DDGS，这将挤占一部分豆粕消费，具体的情况我们应该密切关注豆粕销售和油厂开机情况。当市场发生变化时，再交易油粕比还来得及。

另外，南美大豆进入关键生长期后的天气炒作，对豆粕的影响显然更大，也是即将要考虑的因素。

比较好的交易机会恐怕会在春节后出现。

### (3) 建议远离豆棕价差、投机性做空棕榈油要非常谨慎

豆棕价差的问题在于豆油和棕榈油各自的炒作题材，在棕榈油多头行情延续下去的情况下，YP 可能在一个比较长的时间里低位窄幅震荡。而如果豆油在一季度末以后走弱，5 月甚至 9 月 YP 再创新低并不是没有可能。

在减产的逻辑被证伪之前，左侧投机性做空棕榈油是非常不安全的。我们虽然在上涨中应该维持一丝谨慎，但不应该激进地逆势。

## 结语

2019，我们经历长达 7 个月的苦闷，差点在悲观中麻木和沉沦。然后随之而来的火爆行情，让很多来不及上车的小伙伴们目瞪口呆。

地狱的最下层就是天堂，天堂的最高处或许就连着地狱。世界就像一个巨大的莫比乌斯环，最好和最差，可能只是一念之间。

行情发展到现在，有很多核心的利多还未被充分验证，还存在着巨大的不确定性。

2020 年，油脂油料市场一定不会平静。让我们睁大眼睛，保持警惕，小心研究，大胆交易！











恭喜发财！

史恒昱

鲁证期货植物油首席分析师

2019 年 12 月

PS：下面今年的月度策略报告，看起来除了 7 月行情启动时反应不够快以外，我们几乎抓住了主要的交易机会，谢天谢地：

-  20190131植物油期货月度交易策略报告：虚幻的多头逻辑和正在酝酿的月间价差中线机会.docx
-  20190228-植物油期货月度交易策略报告：05YP和P59还在路上棕榈油91反套方兴未艾.docx
-  20190328植物油期货月度交易策略报告：继续聚焦棕榈油91月间价差1909豆棕价差保持观望\_MAR2019.docx
-  20190420植物油期货月度交易策略报告：远期利空交易已相对充分，颗粒归仓等待下个机会\_APR2019.docx
-  20190527植物油期货月度交易策略报告：国内商品市场β可能面临拐点，油脂交易回归套利策略.docx
-  20190729植物油期货月度交易策略报告：棕榈油产量压力显著缓解，贸易摩擦预期缓和利空豆类.docx
-  20190826植物油期货月度交易策略报告：汇率和基本面双重驱动油脂轮番上涨，后市仍有想象空间.docx
-  20190930植物油期货月度交易策略报告：贸易摩擦缓和预期至油脂回调，棕榈油远期利多蕴藏重大机遇.docx
-  20191030植物油期货月度交易策略报告：减产预期驱动棕榈油成为油脂领头羊，利多基础或已被提前透支.docx
-  20191128植物油期货月度交易策略报告：短期波动性显著放大，中长线谨慎乐观.docx

## 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股份有限公司所有。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。