

油脂油料板块当前的行情结构： 强势震荡，不轻言见顶

植物油期货 月度交易策略报告

2021/4/25

本期要点：

- 3月底USDA的意向播种面积报告发布后，低于预期的面积数字使得2021/22年度的平衡表绷得很紧，已经有比较激进的观点认为11月美豆价格看到1600美分以上；

- 通过对基本面相似年份价格波动节奏的研究，我们能得到两个小判断：

a. 六月中下旬以前美豆不容易出现趋势，将持续震荡；

b. 如果出现天气炒作，价格会再次向上突破，相反如果天气炒作落空，前期积累的风险升水将无法支撑当前的价格。

- 我们不认为4月下旬以后的国内大豆到港会直接兑现为对盘面的压力，但基差上可能会有继续向下修复的空间；

- 交易建议：

(1) 单边行情维持震荡偏强的判断，尽量规避投机性做空交易。

(2) 以区间震荡的思路进行09YP的区间交易，并进行方向性的过滤，只做缩小不做扩大，区间上沿设定为1300附近。

史恒昱

植物油首席分析师

期货从业资格：F3053587

投资咨询资格：Z0014323

联系电话：0531-81678626

E-mail: shihengyu@outlook.com

客服电话：400-618-6767

公司网址：www.luzhengqh.com

鲁证期货公众号：lzqhyjs



鲁证期货服务号：lzqhyfwh



引言：

进入本月以后，油脂油料的行情的**中长期**和**短期**逻辑之间似乎出现了比较大的**矛盾**，这种状态大概可以戏谑地概括为“理想很丰满，现实很骨感”。

3 月底 USDA 的意向播种面积报告发布后，低于预期的面积数字使得 2021/22 年度的平衡表（见表 1）绷得很紧。

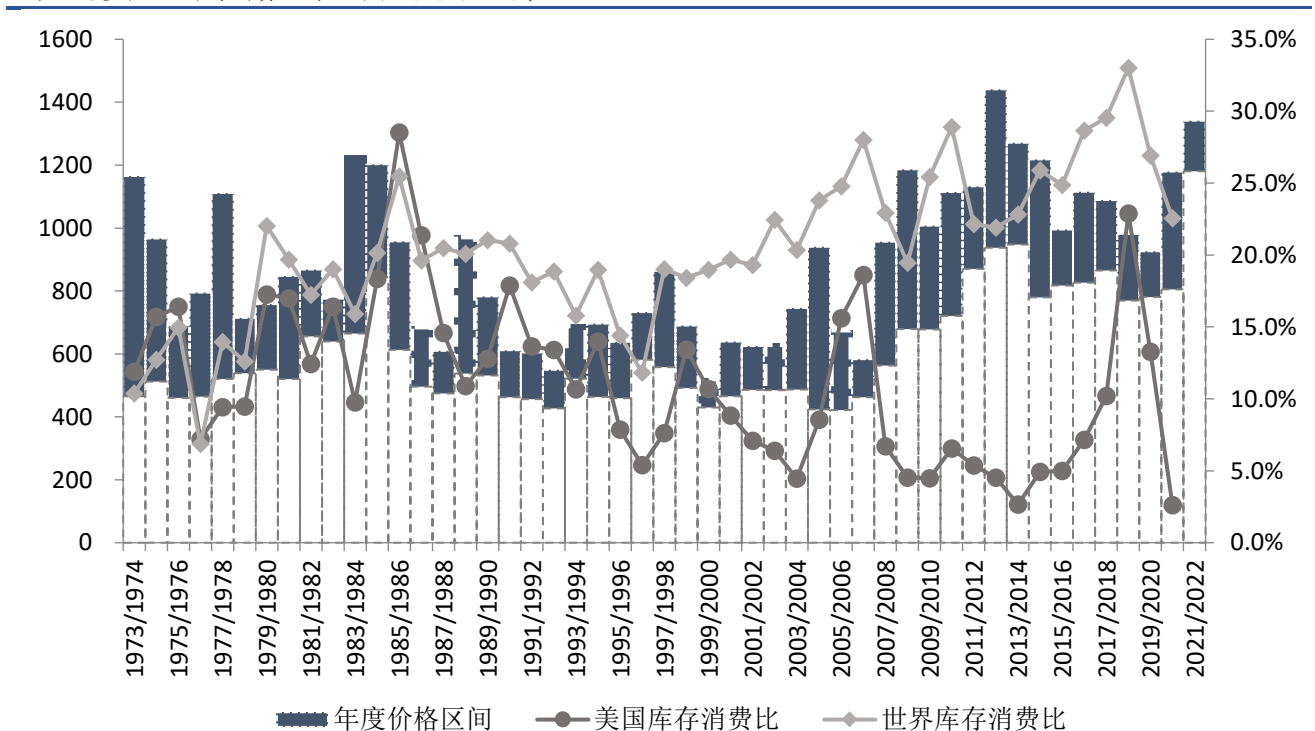
表 1：USDA 美国大豆供需平衡表

Year	Area Harvested	Production	Imports	Total Supply	Exports	Crush	Feed Waste Dom. Cons.	Domestic Consumption	Ending Stocks	Yield	SUR
2000/2001	72.4	2,758	4	3,051	996	1,640	168	1,808	248	38.09	8.8%
2001/2002	73.0	2,891	2	3,141	1,064	1,700	169	1,869	208	39.61	7.1%
2002/2003	72.5	2,756	5	2,969	1,044	1,615	131	1,746	178	38.02	6.4%
2003/2004	72.5	2,454	6	2,638	887	1,530	109	1,639	112	33.86	4.5%
2004/2005	74.0	3,124	6	3,242	1,097	1,696	193	1,889	256	42.24	8.6%
2005/2006	71.3	3,068	3	3,327	940	1,739	199	1,938	449	43.06	15.6%
2006/2007	74.6	3,197	9	3,655	1,116	1,808	157	1,965	574	42.85	18.6%
2007/2008	64.1	2,677	10	3,261	1,159	1,803	94	1,897	205	41.73	6.7%
2008/2009	74.7	2,967	13	3,185	1,279	1,662	106	1,768	138	39.73	4.5%
2009/2010	76.4	3,361	15	3,514	1,499	1,752	112	1,864	151	44.01	4.5%
2010/2011	76.6	3,331	14	3,497	1,505	1,648	129	1,777	215	43.48	6.6%
2011/2012	73.8	3,097	16	3,328	1,366	1,703	90	1,793	169	41.98	5.4%
2012/2013	76.1	3,042	41	3,252	1,327	1,689	95	1,784	141	39.95	4.5%
2013/2014	76.2	3,357	72	3,569	1,639	1,734	105	1,839	92	44.04	2.6%
2014/2015	82.6	3,928	33	4,053	1,842	1,873	147	2,020	191	47.55	4.9%
2015/2016	81.7	3,927	24	4,141	1,943	1,886	115	2,002	197	48.04	5.0%
2016/2017	82.7	4,296	22	4,515	2,167	1,901	146	2,047	302	51.95	7.2%
2017/2018	89.5	4,412	22	4,735	2,134	2,055	108	2,163	438	49.27	10.2%
2018/2019	87.6	4,428	14	4,880	1,752	2,092	127	2,219	909	50.55	22.9%
2019/2020	74.9	3,552	15	4,476	1,682	2,165	105	2,270	525	47.40	13.3%
2020/2021	82.3	4,135	35	4,695	2,250	2,200	125	2,325	120	50.24	2.6%
2021/2022基线报告	88.2	4,465	15	4,770	2,175	2,200	140	2,340	255	50.60	5.6%
2021/2022展望论坛	89.1	4,525	35	4,680	2,200	2,210	124	2,334	145	50.80	3.2%
2021/2022意向面积修正	86.8	4,410	35	4,565	2,175	2,185	124	2,309	81	50.80	1.8%

数据来源：鲁证期货研究所整理

对于 50.8BPA 的单产来说，任何风吹草动都将导致平衡表变得更加紧张，而且这个概率非常大。因此，已经有比较激进的观点认为 11 月美豆价格看到 1600 美分以上了（见图 1）。

图 1：美国大豆库存消费比与主力合约定价的关系

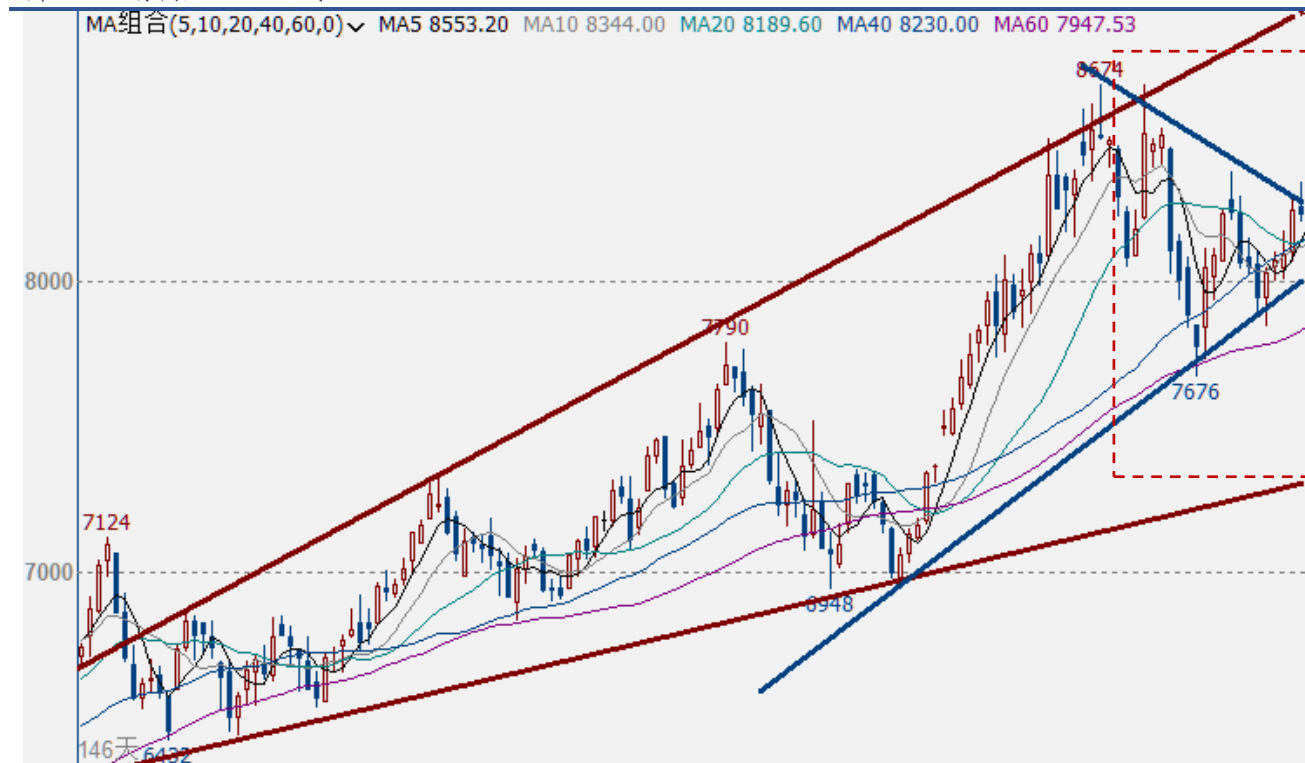


数据来源：鲁证期货研究所整理

尽管看到远期定价存在大幅上涨的可能性，市场的反应却非常淡定。报告发布当天美豆的上涨几乎一步到位，之后波动率迅速下降，国内市场交易的主线逻辑再次回归到了进口巴西大豆集中到港对近月形成的供给压力和东南亚棕榈油产量和库存的季节性恢复上。

国内油脂的波动率比较大，但方向上同样纠结。单纯从技术上看，在至少一两周这样的时间跨度里，也是可上可下的（见下图）。

图 2：DCE 棕榈油 P2109 日线



数据来源：鲁证期货研究所整理

1、基本面相似年份 CBOT 大豆行情运行节奏回顾

主导行情的到底是预期还是现实，这个问题可能让很多朋友感到困惑。尤其是当价格的位置不够极端时，也很难找到能落实到交易的安全边际。

我想，对于基本面事件来说，什么会成为主流逻辑，判断标准应该是确定性。

举两个例子：

对于现在的豆粕来说，美豆高位强势震荡和极低的榨利的支撑和马上就要兑现的进口大豆供给压力同时存在，这两个方面都没有确定性。

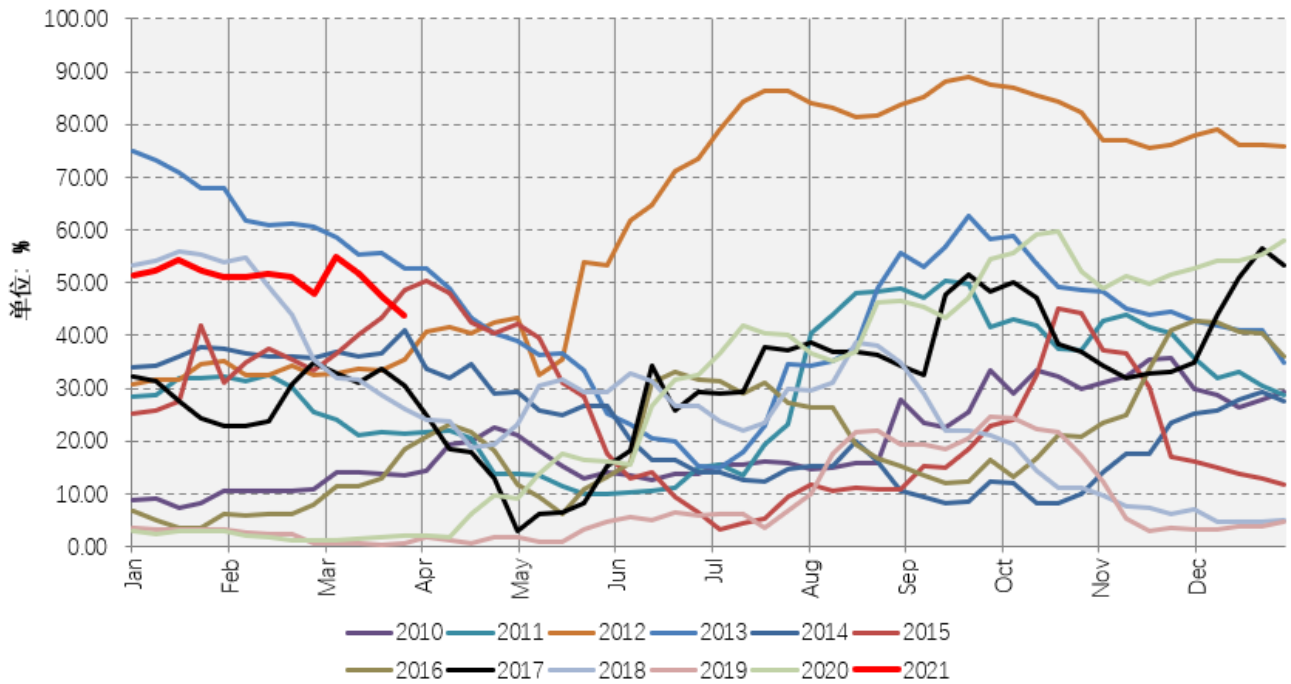
而 CBOT 大豆的天气炒作是否会开始，至少要等到五月底以后才能确定。

即使是在 2012 年这样近 20 年大豆生长期最干旱的年份，D0 级以上的干旱指数也是从 5 月中旬以后开始快速升高的（见图 3）；

优良率的调整是从六月份才开始的，而 WASDE 中单产的下调是从 7 月初才开始的。

而对应到行情，是市场预期到 USDA 将要调整单产后，6 月底价格才开始上涨的。

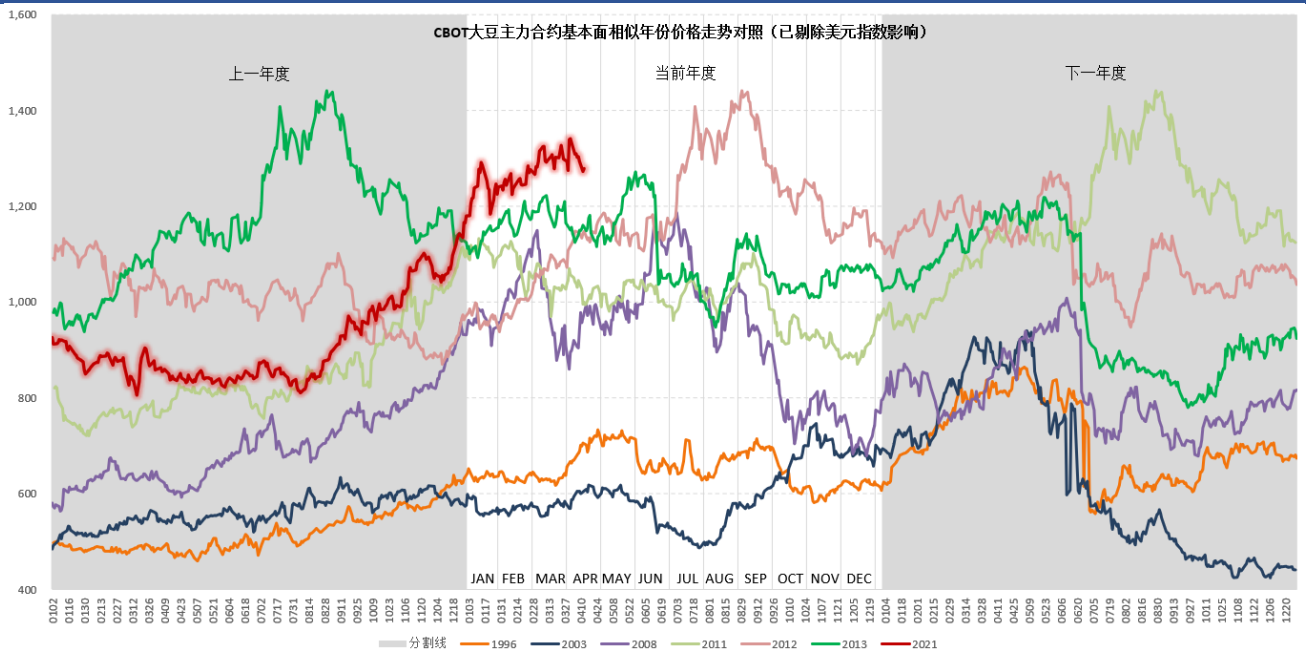
图 3：D0-D4 级别美国大豆核心产区干旱指数



数据来源：鲁证期货研究所整理

挑选出 SUR(库存消费比)处于较低水平的几个年份,我们来看一下今年和这些年份美豆行情波动节奏的比较:

图 4：CBOT 大豆基本面相似年份行情对比



数据来源：鲁证期货研究所整理

历史不会简单重复，但可以给人启发。从上面的图里我们能得到两个小判断：

a. 六月中下旬以前美豆不容易出现趋势，将持续震荡；

b. 如果出现天气炒作，价格会再次向上突破，相反如果天气炒作落空，前期积累的风险升水将无法支撑当前的价格。

另外，细心的朋友可能注意到图上的美豆价格似乎是“错误”的，因为你看到行情软件上 11 月美豆的价格现在只有 1200 多美分。

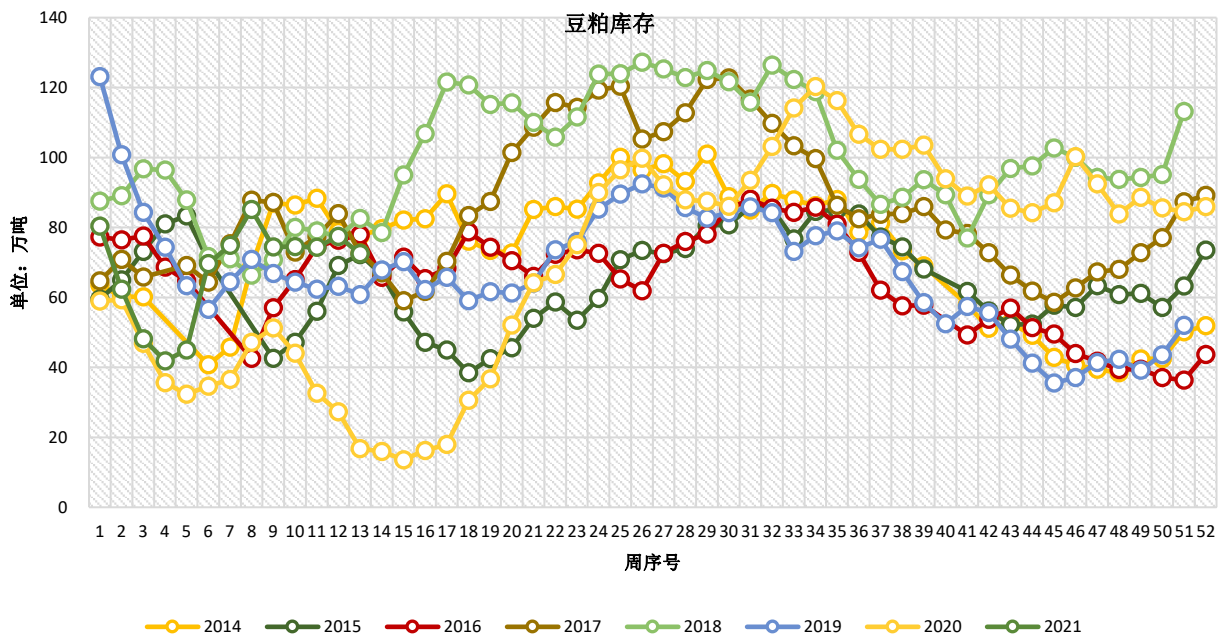
这是因为，为了更多地考虑基本面的影响，我将美元指数对价格的影响从数据中做了一个剔除处理。比如 2012 年的时候，美元指数在 80 左右，现在美元指数在 90+，所以 2012 年的价格里包含了汇率形成的升水。从这个角度来看，美豆价格继续上涨的空间可能比大家预想的要少一些。

2、目前国内油脂油料现货市场对输入性风险的腾挪空间和短期的压力评估

对于短期逻辑来说，4 月份全月大豆到港量并不算多，而 6-8 月份整体的买船进度尚且偏慢。现货真正的压力兑现，又取决于需求，但需求只能走一步看一步。所以这个看起来比较利空的因素，也同样不具备很高的确定性。

关键的是，目前国内的大豆库存和豆粕库存都处于较低水平，简单说，豆粕想在短期内通过胀库为油脂提供支撑，也是非常难的：

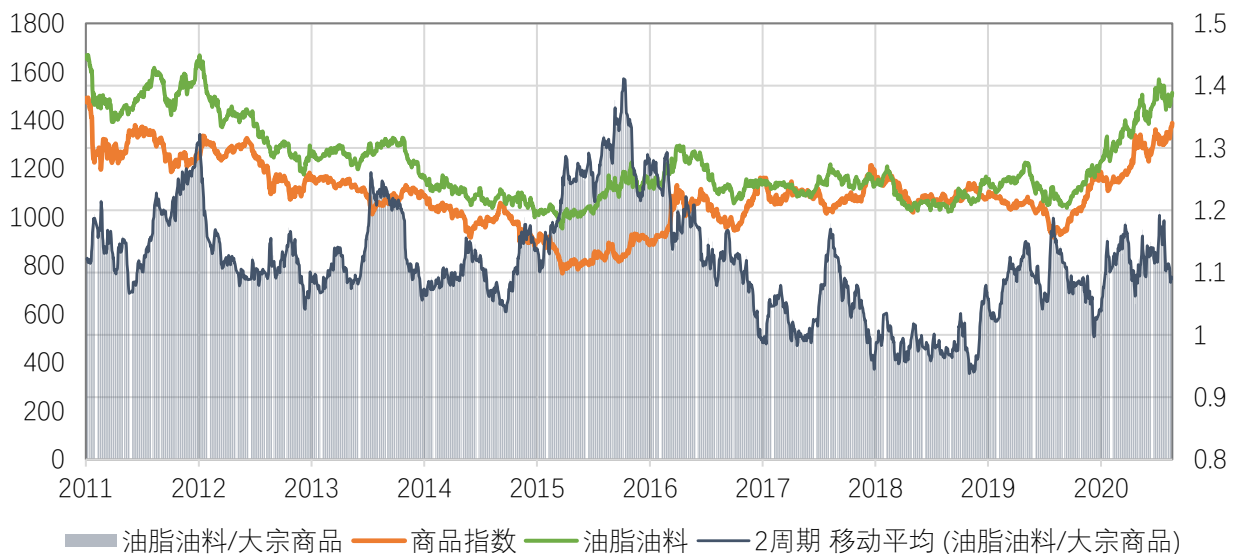
图 5：国内豆粕油厂库存



数据来源：鲁证期货研究所整理

所以现在蛋白的不确定性很高，确定性很少，很难找到主流逻辑。

图 6：油脂指数/大宗商品指数



数据来源：鲁证期货研究所整理

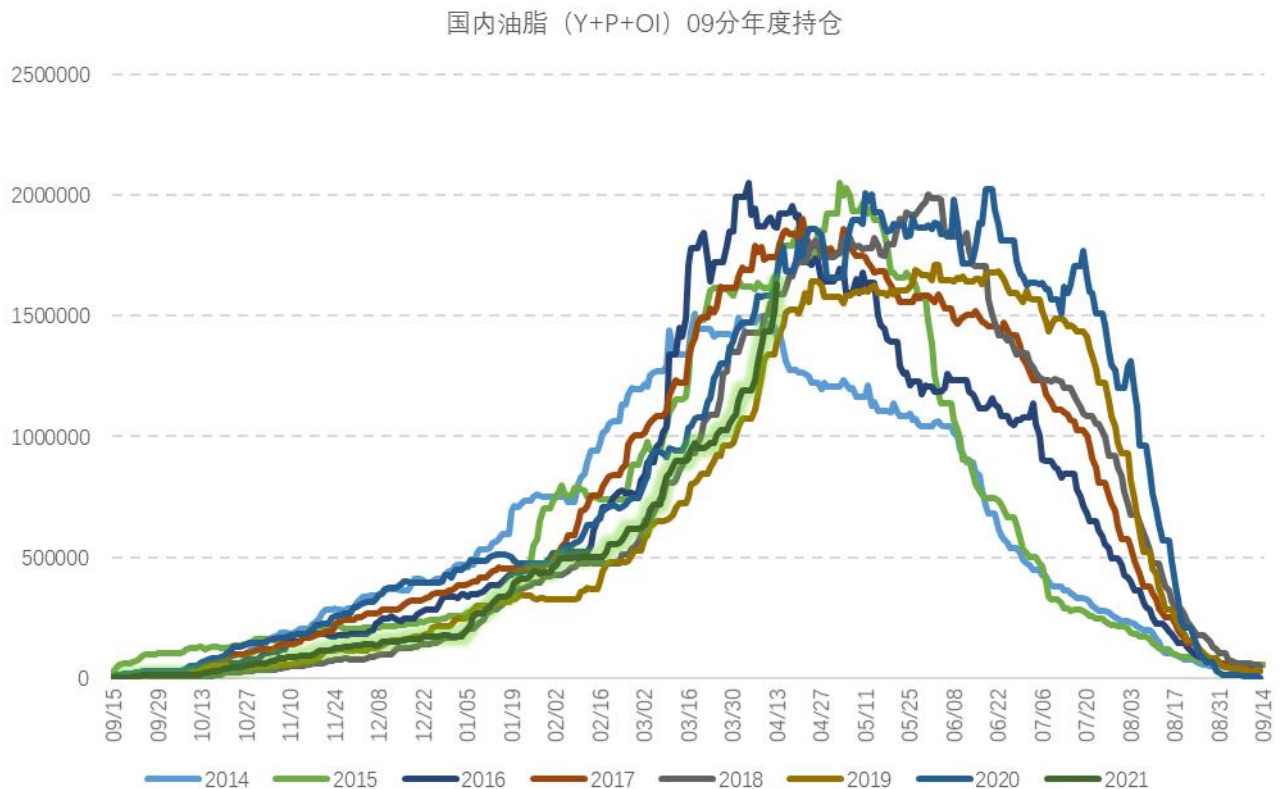
2019 年 10 月份初的时候，东南亚棕榈油的减产和印尼的 B30 生物柴油生产计划，这种影响就是确定性极高且同向的，不必过多解释，相信也不会有人质疑。这造成了 2019 年四季度到 2020 年一季度的行情，在油脂的 α 上也得到了充分地体现（见图 6）。

回到当下的市场，美豆大概率还会持续震荡一段时间，加上东南亚棕榈油未来至少一个季度产量和库存都不会有超预期的上涨，那么油脂油料市场整体上都会是一个比较温和的状态。

也就是说，基本面无法贡献 α ，那么 β 对行情的影响就会更大了。

这显然不是基本面和产业交易者所擅长的。所以我们看到，在主要的油脂品种上，今年以来，油脂整体的持仓量都处在较低的水平——整体的市场参与程度确实很低：

图 7：国内油脂 09 合约分年度持仓



数据来源：鲁证期货研究所整理

对于一个池子来说，参与者越少，水必然就越红。所以，在未来 1-2 个月的时间里，降低单边、投机交易的频率和仓位，多配置震荡区间相对稳定的价差策略，比如 YP，可能是比较稳妥的权宜之计。

3、交易策略建议

（1）单边行情维持震荡偏强的判断，尽量规避投机性做空交易。

（2）以区间震荡的思路进行 09YP 的区间交易，并进行方向性的过滤，只做缩小不做扩大，区间上沿设定为 1300 附近。

免责声明

本研究报告仅供鲁证期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为鲁证期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。