

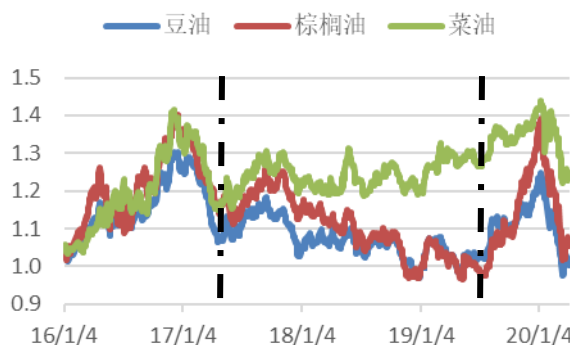
油脂横向交叉复盘

--杜少伦

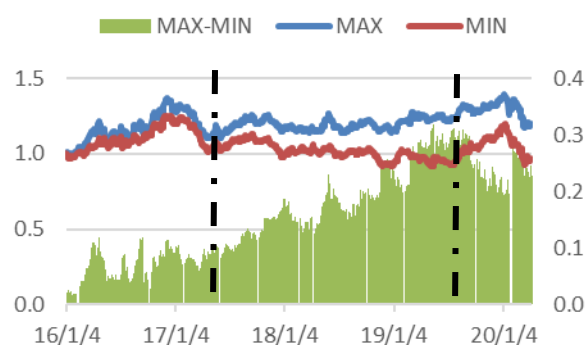
2020-04-21

*这是交叉品种复盘系列的其中一篇，在这个系列里面我会逐个品种的进行历史复盘。主要针对海红投资最常用的几个指标进行复盘解析，商品盘面数据，和股市相关性数据，市场宏观数据。

中国的油脂市场长期被三大油脂：豆油、菜油和棕榈油占领。作为食用油的主体构成本分他们之间存在明显的替代效应，某个油脂个体暴涨会对其他两个油脂产生由于替代作用形成的拉动效应。同样的暴跌之后也是替代效应会产生拖累效应。横向的交叉品种主要考虑的就是这种价格差，和纵向的产业链分层价差策略不同之处是：纵向的往往发生分歧之后会向内部合拢产生回归效应，但是横向的拉动由于暴涨或者暴跌的原因并不发生在产业链内部，而是外部需求的暴涨或者暴跌导致的。所以往往会形成板块的整体趋势效应。不同于均值回归现象，这种板块整体的趋势行情会持续的更久一些。下面我们着重看看三大油脂的横向交叉复盘，这里已经对三大油脂价格走势进行了归一化处理：

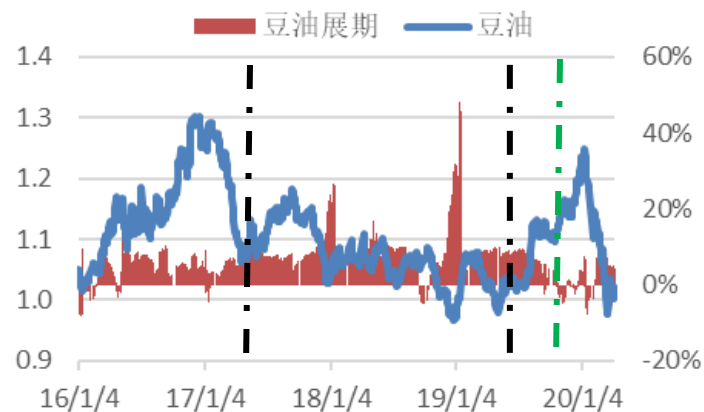


图一、油脂走势对比

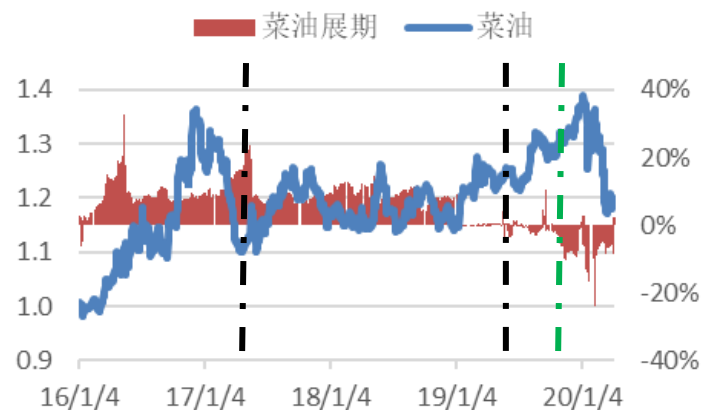


图二、最值对比

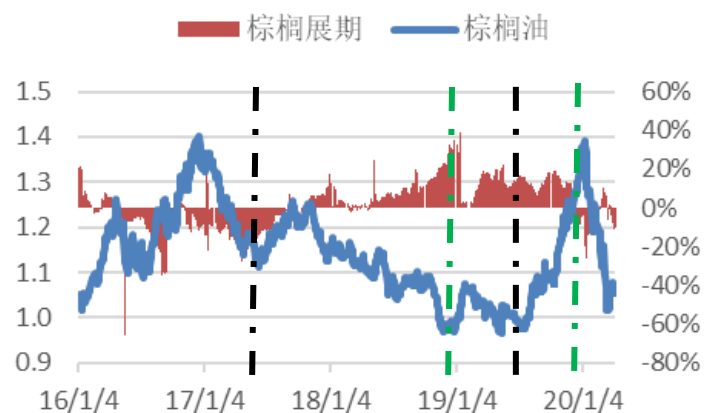
从上图中可以看到，从2017年第二季度开始，油脂经历了16年末期的大幅回调，大浪淘沙之后开始产生了剧烈分歧，并且分歧随着时间的流逝逐步拉大。右图表示了最大值和最小值的差距，从17年第二季度开始图中的绿色柱线就在一直扩大中。油脂横向来看菜油明显强于其他两个油脂，棕榈油和豆油走势高度重合。由于菜油给与的替代作用在一定程度上对豆油和棕榈油产生了一定支撑，这就是为什么从18年之后豆油和棕榈油一直底部震荡，并没有出现暴跌。但是菜油在同一时期已经能够完全维持强势了。从2019年末期开始，我们看到持续积累了长达两年的价格分歧终于爆发，最终换来棕榈油和豆油暴涨回归了和菜油之间的差距。但是在暴涨结束之后，棕榈油和豆油的下跌幅度依然大于菜油，导致本来缩小的价格差再次走阔。下面我们分品种来看这背后的原因：



图三、豆油和展期



图四、菜油和展期



图五、棕榈油和展期

从上面的组图中可以看到，油脂内部产生严重分歧的分水岭发生在 2017 年第一季度末期，当时盘面上棕榈油明显严重倒挂远期价格，菜油处在绝对的高远期价格，豆油处在平稳的远期过度。这里面说明盘面的预期已经被吸收的部分是棕榈油最差，菜油最强势的。

这也充分迎合了之前的油脂内部价差走势，从这个时候开始棕榈油就开始逐渐走弱，同时菜油开始逐渐走强。在 2017 年第一季度末期的很好的横向套利操作为多菜油，空棕榈油。之后从 2017 年第二季度到 2019 年中期都维持了很好的棕榈油弱于菜油的走势，这期间产生了巨大的超额利润。同时我们看到从 2018 年末期开始棕榈油的远期就已经不在倒挂，取而代之的是不停拉大的正向基差，同时菜油从 2019 年初开始一直存在的正向结构突然崩塌，开始倒挂走势。之后的行情大家也都很清楚了，棕榈油一骑绝尘，暴涨的不回头，菜油没有很大涨幅，反而回调的幅度不小。我用绿色虚线表明了盘面结构的明显转折点，每一次盘面结构的改变基本都说明商品的基本面随着时间发生了根本的转变。看到棕榈油的正向基差，在价格达到阶段性顶峰之后突然坍塌，然后不久之后，价格触顶开始暴跌。同一时期的菜油则是从 2019 年以来就已经不在能够维持长达两年的正向基差结构了，同样是价格上涨的过程中基差不断拉大，最终投机者发现远期一直没有起色，近期价格向远期回归，挤泡沫式的下跌开始。这一时期最好的操作是做空菜油和棕榈油因为油脂内部已经不存在明显的价差交易机会。单纯的做空就好。

从上面的分析我们看到，油脂板块内部的价格结构直接决定了盘面上对于这个品种预期，可以理解为远期价格其实是目前对基本面因素吸收之后的价格。当参与者把基本面的因素考虑进价格之后，远期和近期价格就会有不同，远期高往往表示这预期是看多的，但是已经进行了大部分的吸收。远期看空这说明预期看空，同时也进行了部分的吸收。短周期来看，已经被吸收了的预期大概率会因为预期不能兑现而产生反方向运动的行情，但是长期来看基本面因素是左右商品价格运行的底层逻辑，看空就是看空，看多就是看多，没有那么多不确定因素。这就是为什么大部分投机者会持有远期倒挂的品种，因为短期内由于预期的摇摆和实际与预期的差距导致了大概率行情会反向运动，但是长期投资者往往持有远期正向的品种因为这是对基本面的市场吸收价格。特别是对于板块内部的价差策略来说，更是要遵循长期一致性原则，也就是价差策略是做多基本面好的品种同时做空基本面差的品种对冲，使得策略本身对大环境不太敏感，比较好的捕捉个体差异带来的超额利润。