

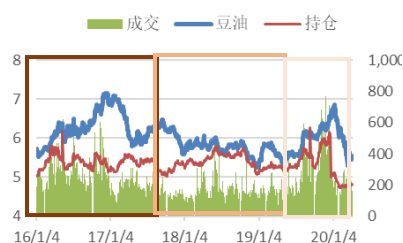
食用油走势复盘

--杜少伦

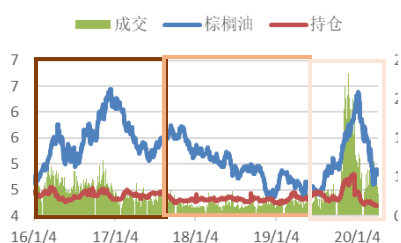
2020-04-07

*这是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。

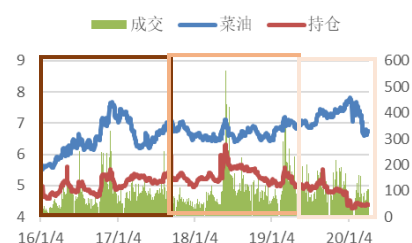
食用油市场主要受到三大油脂的影响：豆油，菜油和棕榈油。他们之间犹豫供给端不同但是需求端基本相同的原因，导致宏观面上收到的影响因子一样，但是微观面上受到的冲击完全不同，某个品种由于供给的微观冲击会导致个体行情爆发，个体行情的爆发又由于替代作用会带动油脂板块的行情出现。同时宏观面的因子改变例如人民币价格或者通胀预期也会直接影响油脂板块的整体趋势。下面我们使用如下模式进行讨论，油脂品种个体进行复盘分析主要针对油脂盘面走势，油脂和展期收益率，油脂和仓单。同时稍后会对油脂总体对应不同宏观变量的反应相关性进行分析，这里将会对油脂和人民币价格，油脂和通胀预期（十年期债券价格）分别进行相关性分析，复盘时间采取 2016 年-现在。



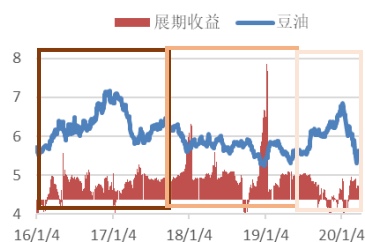
图一、豆油盘面



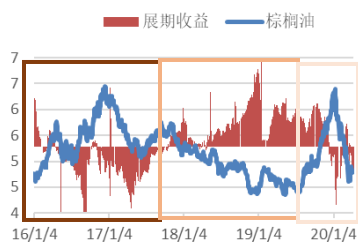
图四、棕榈油盘面



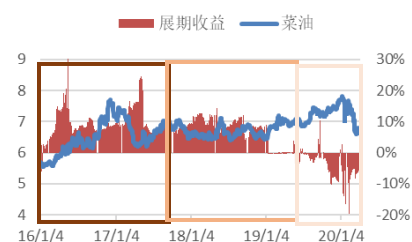
图七、菜油盘面



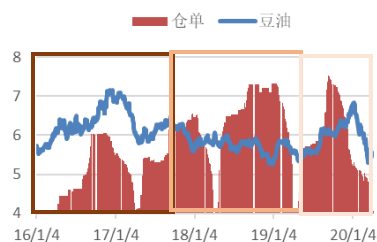
图二、豆油和展期收益



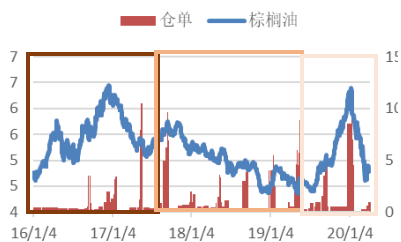
图五、棕榈油和展期收益



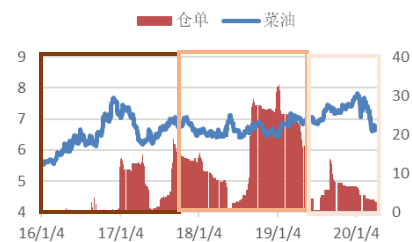
图八、菜油和展期收益



图三、豆油和仓单



图六、棕榈油和仓单



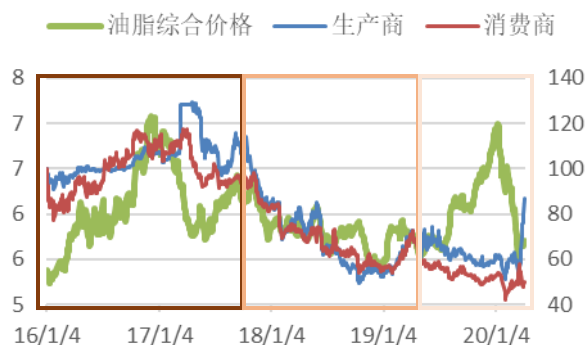
图九、菜油和仓单

从上图看到，三大油脂走势高度正相关，我们将他们的走势分成三段来分析：第一段 2016 年-2017 年中期：大反弹拉升之后回调，一次完整的多头趋势。第二阶段 2017 年中期-2019 年中期：震荡下行，新行情的酝酿，第三阶段 2019 年中期-现在：另一次多头周期。第一阶段的拉升主要还是当时的商品整体大反弹，但是从这次反弹的盘面价格远期可以看出明显的差别，菜油和豆油都能走出明显的远期持续拉高，强势于近期的走势，说明远期价格看是看多，但是同一时期的棕榈油远期价格没有上涨反而下跌。随着近期的上行，远期价格不跟随上行，最终棕榈油在 2017 年初开始崩溃。再看豆油和菜油对比，其中菜油的盘面远期强势程度明显强于豆油，随着盘面价格拉高，菜油走势明显强势。记住这个对比，我们带入到第二阶段来看，棕榈油跌破了前期的启动价格，豆油回调到了前期的启动价格附近，但是没有打破。菜油则刚好相反，整个 2018-2019 年都十分强势，能够一直保持在 116 年反弹后期平台之上。同时看到从 2016 年开始直到 2019 年初才有的远期价格都能保持良好的正向价差，说明菜油的远期消费需求预期明显是看好的。但是同同一时期再看豆油，也能保持很好的远期价格结构，同时伴随几次小幅的脉冲，远期拉高走势，但是相比于菜油，豆油的仓单压力十分明显，这种仓单压力解释了为什么尽管远期开始升水价格依然起不来的原因。贸易商拿着太多的库存抛售，每一个仓单都在盘面对应了一手空头头寸。再看同一时期的棕榈油远期呈现出倒挂走势，随着倒挂的加深，反弹行情彻底崩溃，之后的下跌图中更是出现了明显的深度远期倒挂，叠加仓单抛售，这是明显的看空信号，所以棕榈油一路下跌直接跌破了当时的反弹起点价格。同样的在棕榈油跌入谷底之后，远期价格就开始了明显的正向转变，倒挂结构崩塌，正向结构一直维持了从 2018-2019 年末。这其中伴随着棕榈油在最底部的库存消耗，可以看到一个明显的“下跌坑”，大概发生在 18 年末期，当时棕榈油价格突然崩塌，但是伴随崩塌迎来了超高的远期升水，说明远期价格不再跟随近期价格下跌了，同时在谷底出现了明显的仓单减少。高升水伴随低仓单形成了完美的做多节点。棕榈油稍后迎来一次反弹，但是之后再次下探，不过没有走出新低。在第二次下探底部有一次出现了超高升水伴随超少的仓单，棕榈油这一次开始了完美爆发，直接冲破云霄。我们再看棕榈油爆发之后的顶部特这也是明显的远期倒挂伴随巨量仓单，明显的做空信号，之后棕榈油大幅回调回吐所有涨幅。从这个层面我们站在今天的角度再次审视三大油脂。

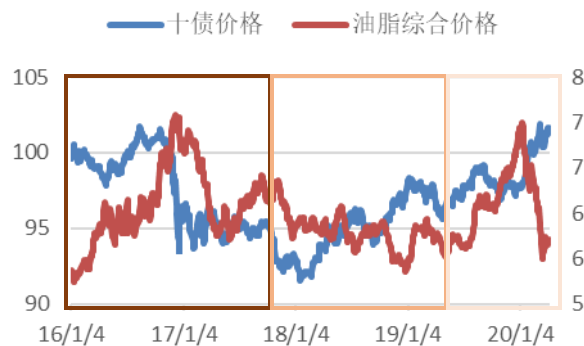
豆油远期升水，小幅升水+历史地量仓单=做多品种合适

菜油远期贴水，从 19 年开始崩塌+历史地量仓单=没有方向

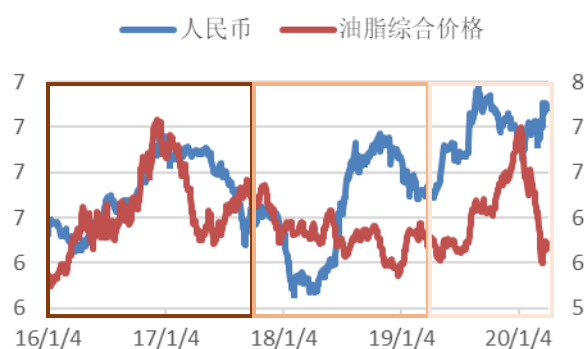
棕榈油远期结构不稳定+没有仓单压力=宽幅震荡



图十、油脂综合价格和股票指数



图十一、油脂综合指数和通胀预期



图十二、油脂综合指数和人民币

从图十可以看到，食用油和消费商对应的股票指数从 2016 年大反弹开始是跟随食用油价格一起上行的，说明当时是市场上充满了乐观预期。但是从 2017 年初开始的头部出现以后股票指数反面就开始了单边下行，说明需求端在假的预期被证伪之后开始快速向现实回归。可以说从 16 年到 19 年都是商品价格和股票指数价格联动完美的年份，直到 2019 年中期开始背离，表现为商品价格突然开始旱地拔葱，以棕榈油为代表的拉升开始，当时是因为马来西亚的棕榈油出口受到政策影响大幅减少，国内开始对棕榈油短期的短缺进行定价。同时由于我们之前说到的替代因素导致菜油和豆油可开始跟随走高，但是幅度上远远不及棕榈油的拉升。反观同一时期的食用油股票指数价格，一直低位徘徊，说明这次的涨价是外来价格输入导致的上升，国内使用有消费没有预期扭转。也就是说老百姓对食用油的需求没有增长，厂家还是只能赚到一小部分涨价的利润而已，没有办法拉动未来涨价预期。这也就解释了都来食用油价格大崩盘，直接被打回原形的原因。从现在来看，食用油的生产商明显股票价格开始突破上行，同时伴随消费商开始企稳。再看图十一，油脂价格对通胀预期趋势上来讲是有明显的负相关性的，在债券价格上变现为和债券价格正相关，作为必需消费品，油脂从这一点上来讲属于防守型的商品，在经济开始不景气的时候反而开始表现良好。目前来看十债价格还在明显上行趋势，对于油脂价格产生正向影响。同样的由于油脂中的原材料和棕榈油都是进口主导的商品，油脂综合价格对于人民币汇率自然呈现明显的负相关特点，人民币贬值导致油脂价格上行。目前人民币还在明显的贬值区间，油脂因此受到汇率方面的支撑因素。

总结一下宏观面对油脂的影响：

油脂股票价格可以反映油脂的未来消费预期，目前的消费预期开始抬头。

油脂属于防守型品种，对于十债价格走势正相关，对于通胀预期负相关，通缩预期加重会给油脂价格支撑。

油脂对人民币价格负相关，人民币贬值会对油脂产生支撑作用。