

豆棕价差有望进一步扩大

2014年5月15日

在中国的植物油消费市场，豆油和棕榈油分别占总消费的 40%和 20%，是国内植物油消费的主要品种。虽然他们有不同的基本面，但两者具有很强的可替代性，使得两者的价格高度相关，据统计，豆油和棕榈油的价格相关性高达 95%以上；但同时又由于豆油和棕榈油有各自的生产 and 消费特点，使得两者价差呈现季节性的变化规律，从而为豆油和棕榈油之间的套利创造了机会。

一、历史数据分析

图 1：豆油指数与棕榈油指数价差走势图



数据来源：文华财经

根据对豆油指数和棕榈油指数的价差历史数据进行分析，历史上两者价差的最低点出现在 2010 年 3 月 8 日为 524，两者价差的最高出现在 2012 年 10 月 31 日为 2198，两者价差的均值为 1166，其中价差 95%的概率在 594 ~ 1738 区间内运行。而且我们发现两者价差存在较为明显的季节性规律走势。价差的高点往往出现在每年的三季度，价差的低点往往出现在每年的一季度。过去 6 年当中，年内高点的平均价格为 1612，年内低点的平均价格为 740。

豆油和棕榈油价差之所以会存在如此明显的季节性规律走势，我们认为主要跟他们各自的生产 and 消费周期有关。因为三季度，(1) 美国大豆的重要生长期，此时往往是大豆的传统天气炒作阶段，(2) 面临美国大豆即将上市，美国投资者从自身的利益出发有意拉升豆类价格以便获得更多的出口利润，(3) 四季度的消费旺季即将来临，下游需求逐渐增强，因此此时大豆及豆油价格走势往往较强。与此同时，三季度往往是东南亚的雨季，棕榈油处于增产阶段，棕榈油供给量较大，因此此时棕榈油价格走势往往较弱。

而到了一季度，(1) 面临南美大豆即将上市供给将大量增加，美国投资者从自身利益出发有意打压豆类价格，(2) 年末的消费旺季过去，因此此时大豆及豆油价格走势较弱。与此同时，一季度往往是东南亚的旱季，棕榈油进入减产

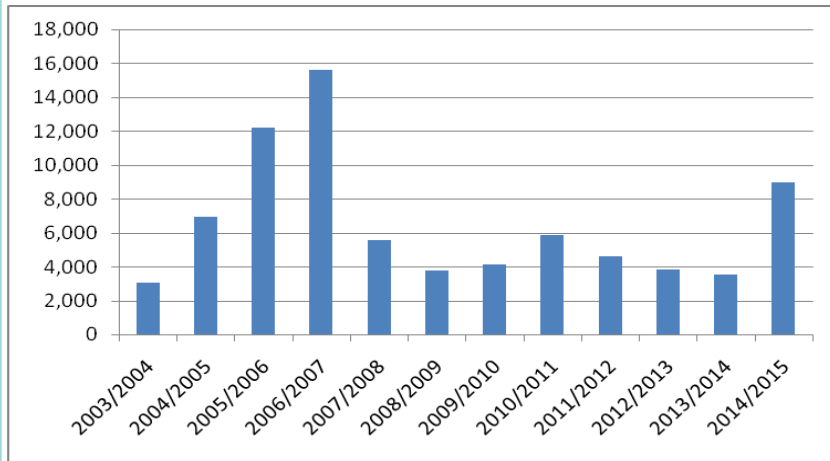
阶段，棕榈油供给量较小，因此此时棕榈油走势相对较强。

二、当前基本面分析

根据美国农业部 (USDA) 最新 5 月份供需报告显示，预计本年度 (13/14 年度) 美国大豆期末库存为 1.3 亿蒲式耳，较上个月预估下调 0.05 亿蒲式耳，为过去 10 年当中最低。尽管本次报告中，美国农业部预计下年度 (14/15 年度) 美国大豆期末库存将增加至 3.3 亿蒲式耳，较本年度增加一倍有余，但毕竟远水难解近渴，至少在本年度即 9 月之前，大豆及其下游的豆粕豆油供需仍将保持紧张格局。

图 2：美豆期货库存

单位：千吨

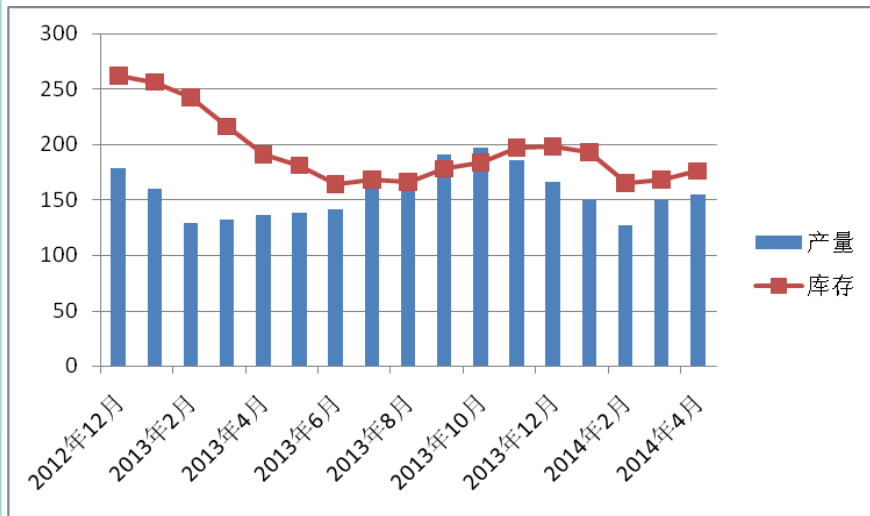


数据来源：USDA

相对而言，棕榈油的供需紧张格局则在不断改善。根据马来西亚棕榈油局 (MPOB) 的统计，由于处于一季度的旱季，2 月份马来西亚棕榈油产量创下 24 个月以来新低 127 万吨，库存也达到 8 个月以来新低 165 万吨。但进入 3 月份，东南亚开始进入雨季，产量逐渐增加，3 月份马来西亚棕榈油产量为 149 万吨，环比增加 17%，4 月份马来西亚棕榈油产量为 155 万吨，环比增加 4%；3 月份马来西亚棕榈油库存为 168 万吨，环比增加 2%，4 月份马来西亚棕榈油库存为 176 万吨，环比增加 5%。从历史季节性规律来看，东南亚棕榈油产量增产周期将持续到 10 月份左右，因此我们认为在三季度之前棕榈油供需将保持较为宽松的状态。

图 3：马来西亚棕榈油产量及库存

单位：万吨



数据来源：MPOB

三、套利方案

综上所述，目前一季度已经结束，豆油和棕榈油的价差在 2014 年的年内低点已经于 2 月底的时候出现，后市二季度至三季度这段时间内豆棕价差将有望进一步扩大。因此，我们建议现阶段至三季度之前可进行买豆油卖棕榈油的套利。不过从可操作性及合约的流动性考虑，指数合约显然不能成为我们的操作对象。我们认为现阶段可以进行买豆油 1409 卖棕榈油 1409 套利交易。

图 4：豆油 1409 和棕榈油 1409 价差走势图



数据来源：文华财经

操作方案：

- 1、操作合约：买豆油 1409 卖棕榈油 1409。
- 2、操作数量：买 300 手豆油 1409，卖 300 手棕榈油 1409。
- 3、资金量：占用保证金约 400 万。
- 4、操作计划：采用分批建仓，（1）价差扩大情况，当前价差为 850 点，买 100 手豆油 1409 卖 100 手棕榈油 1409，价差缩小至 800 点，再买 100 手豆油 1409 卖 100 手棕榈油 1409，价差继续缩小至 750 点，再买 100 手豆油 1409 卖 100 手棕榈油 1409。（2）价差扩大情况，当前价差为 850 点，买 100 手豆油 1409 卖 100 手棕榈油 1409，价差扩大至 900 点，再买 100 手豆油 1409 卖 100 手棕榈油 1409，价差继续扩大至 950 点，再买 100 手豆油 1409 卖 100 手棕榈油 1409。
- 5、止损：价差缩小至 700 点。
- 6、赢利目标或套利终止时间：价差扩大至 1200-1400 点，或者尽管价差还没扩大至 1200~1400 点，但时间已经进入 9 月。
- 7、评估：占用资金约 400 万，止损最大亏损 30 万，赢利最大目标 180 万，盈亏比为 6：1。

四、风险点

- 1、今年美国大豆种植面积大幅增加达到 8150 万英亩，为历史新高，大幅增产预期较强，尽管短期内难以改变大豆及豆油供需紧张的格局，但这种预期可能会导致豆油涨幅受限。
- 2、天气问题，今年下半年爆发厄尔尼诺现象的概率较大。近期多个气象机构分析认为今年 6、7 月份开始爆发

厄尔尼诺现象的概率在加大，这主要是通过周期性的规律推测，但目前从海洋温度监测数据来看，爆发的迹象还不是很明显。如果未来真的爆发厄尔尼诺现象，那么会导致太平洋西岸东南亚等地出现干旱，不利于棕榈油产量增加，而太平洋东岸则会出现过多降雨，理论上是有助于北美和南美的大豆生长，大豆产量可能会进一步增加。那么，豆棕的价差在三季度可能会不增反降，或者说豆棕价差的高点可能会提早出现。

免责声明：

本报告由东吴期货制作及发布。报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改、及用于其它用途。**期市有风险，投资需谨慎**