

## 买棕油抛豆油套利可行性分析

### 内容摘要

**我们的观点:** 通过对豆、棕油的历史价差规律分析,我们可以得出目前豆棕价差处于收敛阶段。结合对两者的库存及需求潜力分析,我们认为后期棕油由于价格偏低将对其他两大油脂构成替代,生物柴油也将成为其另一方面的需求支撑。在全球大豆供应偏紧炒作结束的背景下,以上将支撑棕榈油走势强于豆油,豆棕价差有望从历史极值收敛回归,建议投资者在1900-2000一线参与买棕油抛豆油套利操作。

### 操作策略:

1. 建仓方向: 卖出豆油、买入棕榈油
2. 合约选择: 选择目前的主力合约1305合约
3. 入场价差: 1900点开始建仓,100个点加仓
4. 资金比例: 1:1。
5. 目标价差: 1400点

✉: [dept\\_paqhyjs@pingan.com.cn](mailto:dept_paqhyjs@pingan.com.cn)

研究所 农产品研究小组

✉: [dept\\_paqtzzxb@pingan.com.cn](mailto:dept_paqtzzxb@pingan.com.cn)

投资咨询部 整理/分发

✍: 丁红

☎: 86-755-83786973

✉: [dinghong052@pingan.com.cn](mailto:dinghong052@pingan.com.cn)

☎: 期货从业资格:F0260021

本文分三部分，第一部分对跨品种套利做简单概述，第二部分是本文核心——对买棕油抛豆油理由进行阐述，第三部分是针对本套利制定的操作策略。

## 一、跨品种套利概述

套利交易作为一种相对稳健的投资方法，已经成为国际金融市场中的一种主要交易手段。由于其收益预期相对稳定，风险相对较小，国际上绝大多数大型基金均主要采用套利或部分套利的方式参与期货或期权市场的交易。其优点主要表现在：

1. 相对低的波动率。一般而言，价差的波动相对于绝对价格的波动，其幅度要小很多，因此投资者面临的风险也小很多。

2. 价差（或比价）比价格更容易预测。价差（或比价）的变化一般表现出一定的周期性规律，当出现极端价差（或比价）状况时，往往也意味着价差（或比价）即将开始反向运行以回归正常。

3. 更有吸引力的风险/收益比率。虽然每次套利交易收益不很高，但成功率高，也因此在一年的或更长时间段内，套利交易表现出相对稳定的收益率和较低的资金回撤幅度，这是单纯投机交易难以达到的。

跨品种套利主要是指在买入或卖出某种商品（合约）的同时，卖出或买入相关的另一种商品（合约），当两者的差价（或比价）收缩或扩大至一定程度时，平仓了结的交易方式。

从套利机制上讲，商品期货套利划分为两种套利类型：内因套利和关联套利。内因套利是具有直属联系的品种之间的价格关系套利，如大豆和豆粕、豆油之间的压榨利润套利；关联套利通常会考虑两个品种之间的内在联系是否具有很好的相关性，品种之间的相关性越强，出现跨品种套利机会时的投资风险相对就越低，若品种之间具有替代性，则套利风险会更低，如豆油和棕榈油之间的套利。

跨品种套利策略中的资产间不具有确定的因果关系，只具备一定程度的相关关系，因此该套利也会面临失败亏损的风险。一般来讲跨品种套利需注意以下三个重要问题：

1. 套利组合中合约的品种不同，不能以实物交割的方式平仓；
2. 资产间的相关性对套利策略的成功与否非常重要；
3. 虽然套利的风险很低，但不存在无风险套利的可能，套利的收益率也无法在策略制定时明确确定；

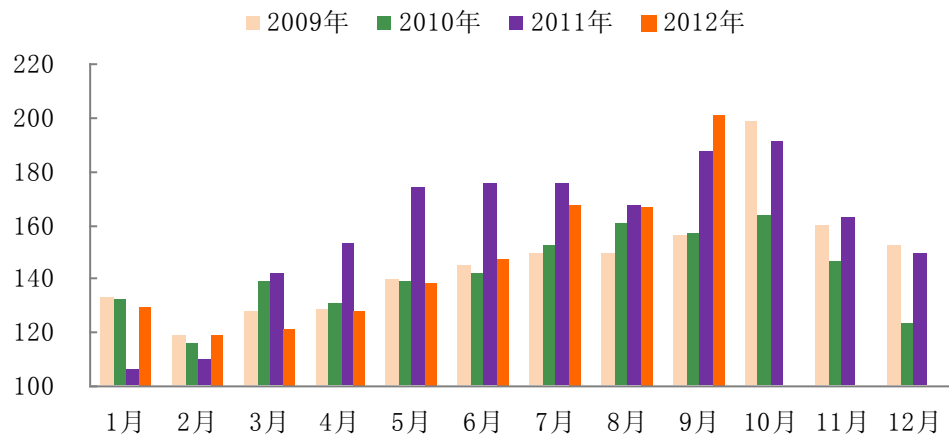
## 二、买棕油抛豆油套利分析

### （一）棕油产量高峰已过，库存步入下行通道

按季节性规律，10月一般是马来西亚棕榈油产量及库存的高峰，进入11月产量将逐步走低。马来西亚棕榈油局数据显示，马来西亚10月棕榈油产量环比下滑3.3%至194万吨，产量缩减拐点的出现，对棕油后期去库存将起到正面作用，有利于超跌市场预期修正。

今年7月初国家质检局发布下发了《关于进一步加强进口食用植物油检验监管的通知》，通知中提到政府对进口食用油质检力度将进一步趋紧，从中长期来看，相关制度一旦实施会在一定程度上抑制棕榈油的进口或提高进口棕油成本。

图1：马来棕油产量高峰已过



资料来源:USDA、平安期货研究所

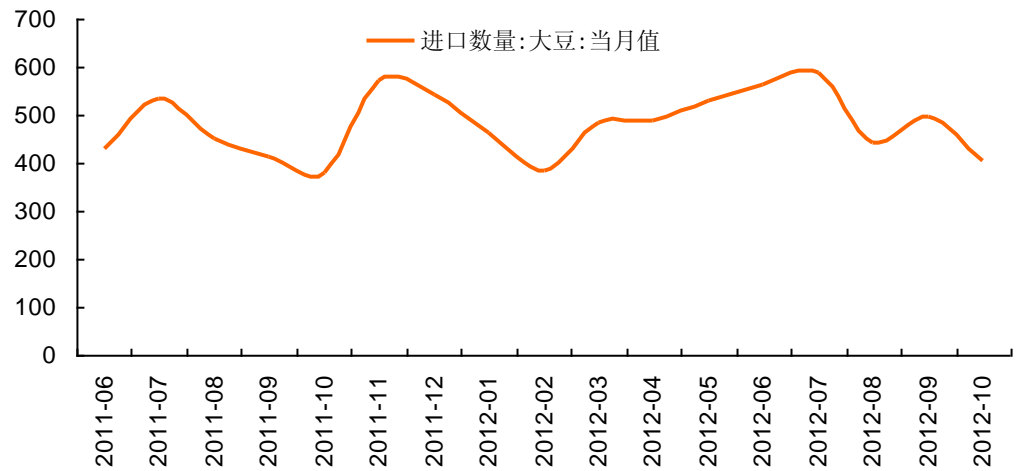
## (二) 豆油面临阶段性供应过剩

USDA 11月供需报告显示，受益于季末降雨，美国大豆产量环比大幅提高。美国大豆单产从10月预估值37.8蒲式耳/英亩，上调至39.3蒲式耳/英亩。大豆的出口需求环比大幅增长。尽管美国大豆消费量和出口量有所增加，但其增幅小于产量的增幅，使得美国2012/13年度大豆期末库存预估较上月增幅明显。尽管全球大豆消费量有所上升，但消费量的增幅小于产量增幅，使得全球大豆期末库存上升。市场前期对于减产的担忧早已兑现。

随着美国产量基本确定，市场将关注焦点转移到南美的播种上，2012/13年度南美大豆播种面积预计会大幅增加。第七届国际油脂油料大会上相关专家对阿根廷大豆产量估计为5600万吨，区间为5300-5900万吨，巴西产量估计为8250万吨，区间为7800-8450万吨。新年度全球大豆的增产，无疑会加剧未来全球油脂尤其是豆油供给宽松的局面。

另一方面，年内大豆供应也将出现阶段性过剩。中国海关公布的9月进口大豆到港数据为497万吨，至此，1-9月我国进口大豆到港数量达到4430万吨，2011年1-9月份共进口仅为3691万吨，而2010年前9个月也仅为4015万吨。今年前9个月我国大豆累计进口较去年同期大幅增加17.5%。目前港口地区进口大豆库存约为543.8万吨，加上国储拍卖供应充足，临近春节油厂加工迎来旺季，豆油库存或进一步升高，豆油将极面临阶段性供应过剩。

图2：2012年1-9月进口大豆数量较同期增加17.5%



资料来源:wind、平安期货研究所

### (三) 棕油制生物柴油比例增加拓宽其需求

2012年全球生物柴油产量约1890万吨,比2011年小幅增加10万吨,而棕油使用比例在逐步增加。马来西亚种植及原产业部长柏纳东博表示,政府计划将B5生物柴油目前占5%的棕油成分,逐年增加到7%或10%,并计划于2014年在全马落实生物柴油计划。假设马来的生物柴油含量由5%提高到7-10%,将对应增加约40-60万吨棕榈油消费量,而如果实现2014年在全马落实生物柴油计划,则将进一步扩大对棕油的需求。

从目前的价格来看,马盘棕油与原油价格已经接近,棕油制备的生物柴油开始具有竞争力,相关企业已经有所行动。

### (四) 豆棕价差在年末处于回落周期

今年下半年以来,豆棕价差持续攀升,突破09年至今波动区间上沿后连创新高,10月底最高行至2100点附近。造成豆棕价差持续扩大有以下原因:1、马来西亚及印尼的高库存压制棕榈油价格,两国为争夺市场份额连续下调出口关税;2、美豆主产区遭遇干旱,市场炒作使得豆类相关产品大幅走高。

图3：5月豆油棕油价差处于历史高值,出现收缩迹象



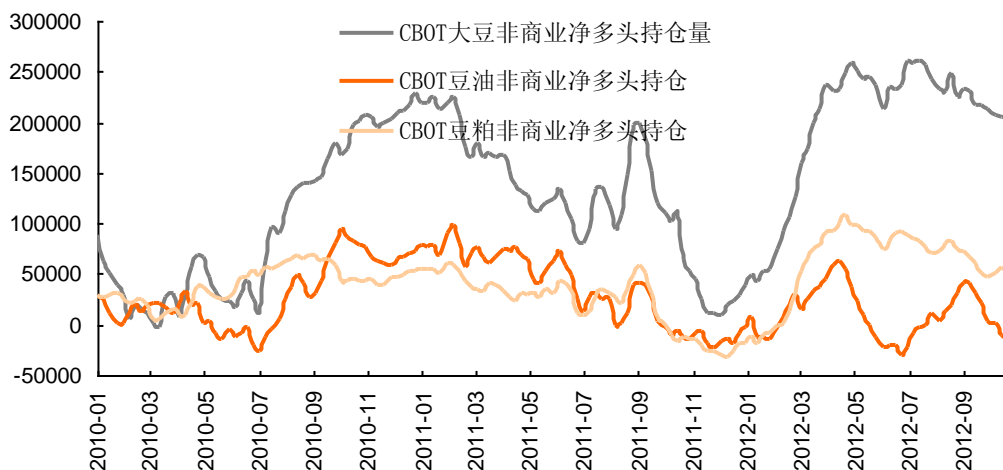
资料来源:wind、平安期货研究所

从历史数据可以得出结论: 10 月中下旬豆棕桐价差处于阶段价格高位, 之后的 11、12 月两个月呈现逐步走低趋势。现阶段刚进入 11 月, 价差已经开始呈现调头迹象, 究其原因, 两者价差的拉大必然会引发油脂间的替代消费, 进而支撑棕榈油的价格。我们认为在豆棕价差处于回落周期的背景下, 以 2000 一线价差为参考介入买棕油抛豆油盈亏比对参与者非常有利。

#### (五) 豆油沦为资金长线配置的空头品种

2012 年年中农产品行情最为火热的时段, 豆油是唯一一个净多持仓为负的品种, 且与豆粕连创新高不一样的是, 年内豆油高点也并未突破近几年高点, 从走势来看构成了一个经典的头肩形态。近段时间, CBOT 主要农产品的资金结构也发生了一定程度的分化, 投机基金在豆类产品上的持仓仍旧相对谨慎, 尤其是豆油品种上的态度仍旧偏空, 豆油仍是唯一的净空头持仓品种, 从资金层面来看豆油沦为资金长线配置的空头品种。

图4: CFTC豆油净多持仓为负值



资料来源:wind、平安期货研究所

### 三、结论及操作策略

#### 结论:

通过对豆、棕油的历史价差规律分析, 我们可以得出目前豆棕价差处于收敛阶段。结合对两者的库存及需求潜力分析, 我们认为后期棕油由于价格偏低将对其他两大油脂构成替代, 生物柴油也将成为其另一方面的需求支撑。在全球大豆供应偏紧炒作结束的背景下, 以上将支撑棕榈油走势强于豆油, 豆棕价差有望从历史极值收敛回归, 建议投资者在 1900-2000 一线参与买棕油抛豆油套利操作。

#### 操作策略:

1. 建仓方向：卖出豆油、买入棕榈油
2. 合约选择：选择目前的主力合约 1305 合约
3. 入场价差：1900 点开始建仓，100 个点加仓
4. 资金比例：1:1。
5. 目标价差：1400 点

**风险提示：**

1. 在建仓后，若价差持续走高，突破历史高点先离场观望，待价差趋稳时再考虑重新进场；
2. 当已临近交割期，市场流动性已较差，而价差仍维持高位也必须止损了结或转移至 9 月合约；
3. 以及其他行业突发政策因素造成的影响。

#### **风险提示:**

期货市场是一个风险无时不在的市场。您在进行交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券，期货交易。市场有风险，投资需谨慎。

#### **免责条款:**

此报告旨在发给平安期货有限公司（以下简称“平安期货”）的特定客户及其他专业人士。未经平安期货事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

平安期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的期货、期权和证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安期货有限公司的立场。

平安期货有限公司版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安期货有限公司**

地址：深圳市福田区中心区福华三路88号时代财富大厦26楼

客服：400 8888 933

电话：0755-8378 8578

传真：0755-8378 5241

邮编：518031

网址：<http://futures.pingan.com>