2013年期货品种投资策略报告

——油脂套利

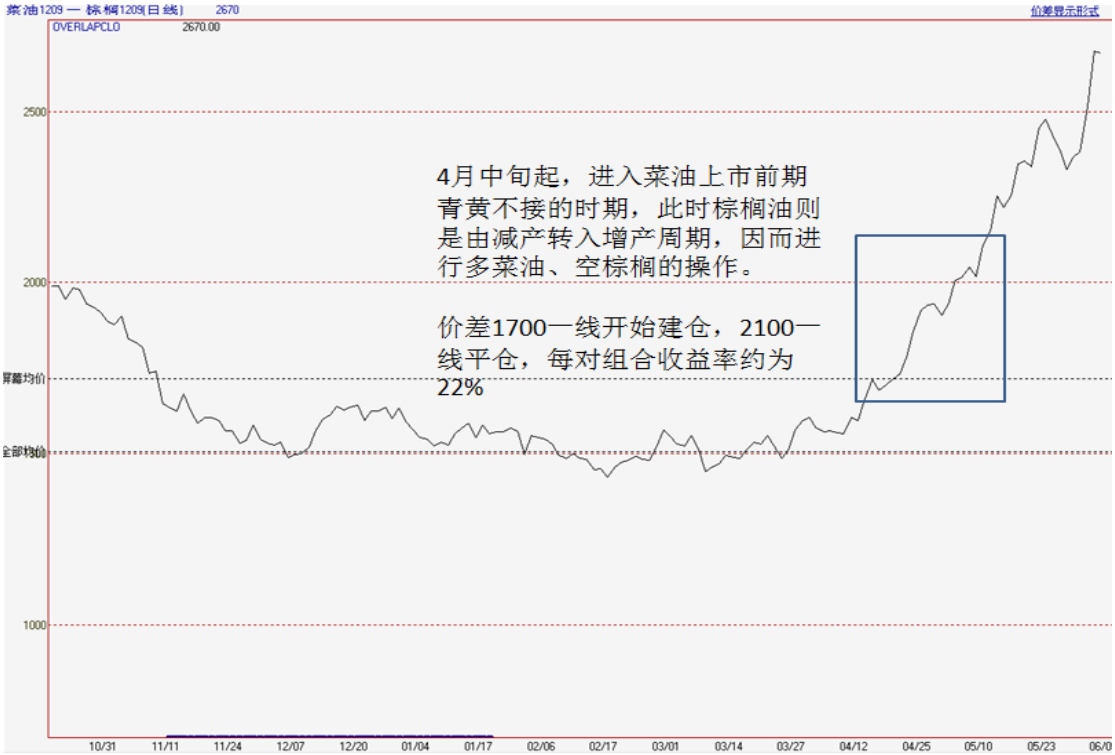
2013.01.20

金鹏经济研究所
Jin Peng Research Institute

2013 年油脂类套利投资策略年度报告

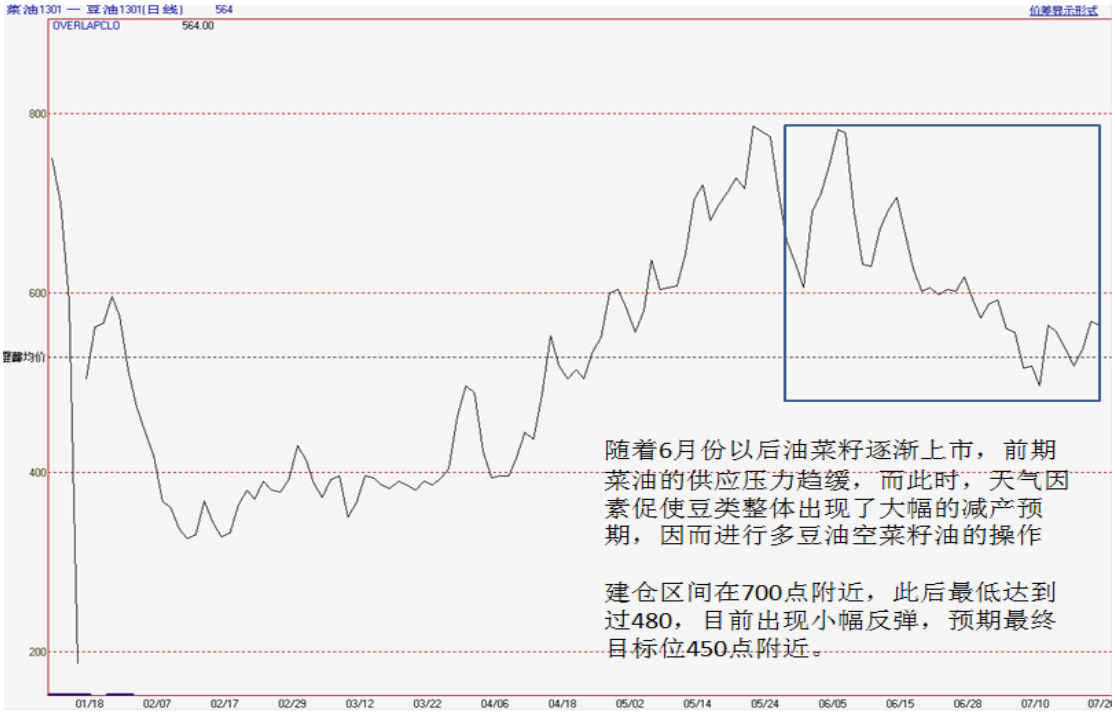
一、 2012 年油脂类商品套利对冲机会回顾

(一) 买菜油-抛棕榈油套利



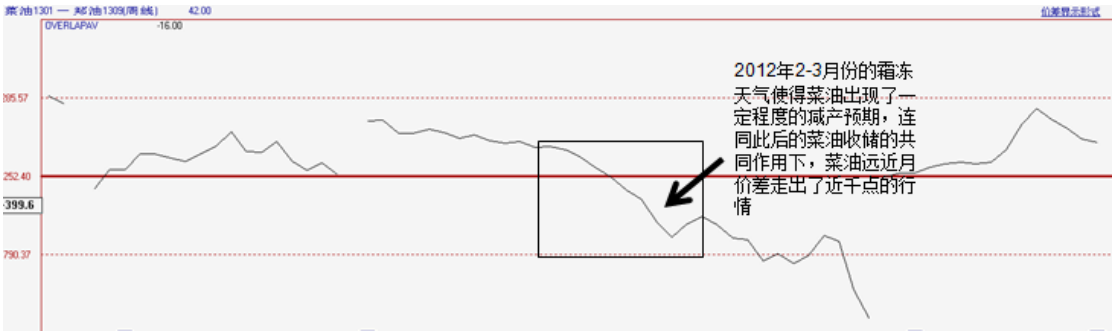
2012 年四月份，进行了买菜油抛棕榈油的套利操作，当价差在 1700 点附近开始建仓，以 2:1 的比例买入菜油，同时抛空棕榈油。由于考虑到 4 月份处于新一季菜籽油上市前夕，新旧菜油青黄不接，在此时期油厂普遍惜售，挺价意愿强烈。而在棕榈油方面，它正在由减产转入增产周期，因此从基本面的对比来看，菜油强，棕榈弱，因此选择如此操作。从我们的操作来看，1700 点完成建仓后，价差开始逐步拉升，在 2100 点附近，由于到达了豆棕价差极值附近，我们开始选择逐步平仓，最终每对组合的收益率约为 22%左右。投资周期从 4 月 13 日起，至 5 月 20 日完全结束，持有期约 1 个月。

(二) 买豆油-抛菜油套利



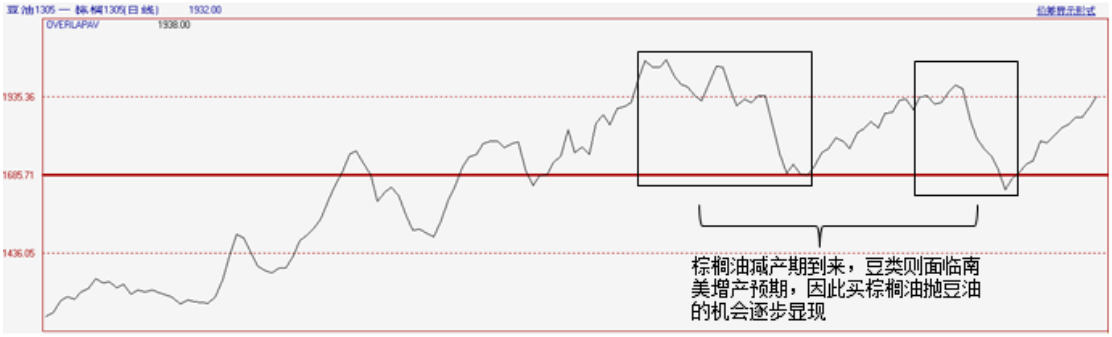
首先在 7 月份的时候，北美大豆的干旱天气因素显露出来，同时考虑到油菜籽的逐步上市从一定程度上缓解了此前的供应紧张。同时，此时的价差水平大致在 800 点左右，接近历史极端价差，在统计上的价差回归成为大概率事件。由此，我们开始逐步考虑建仓进行空菜油多豆油的套利操作。由于菜油依旧受到收储价格的支撑，使得我们在建仓初期受到几次震荡，然而随着美国干旱程度的逐步加深，豆类减产由预期向实际转变，豆类基本面明显强势，而价差终于在 7 月底之后迅速下行，最低下探至 250 点左右。这段套利我们分成两端来进行，首先是在六月初，价差在 750 附近完成建仓，在 7 月中旬，价差达在 450 附近开始反弹，我们在价差反弹至 500 点附近时平仓离场。随后在 7 月底价差再度上探至 700 点附近时再度进场，于 9 月中旬价差下行至 200 点附近时平常离场。两次操作的合计收益率约为每对合约 38%左右，持有期限约为 70 天左右。

(三) 买菜油 1209，抛菜油 1301 套利



在 2012 年年初，长江中下游的菜籽油主产区遭受了一场霜冻天气，正处于灌浆期的油菜籽收到了较为严重的影响，而导致了之后其出油率的下降。对于这种灾害性天气来说，根据油菜籽以及菜油的上市时间来看，我们判定他主要影响的将是 1209 合约，而对于远期合约 1301 来讲，其受到的基本面支撑必然相对较小，因此我们决定尝试进行空菜油 1209 合约同时多 1301 合约。此后，当减产预期兑现之后，国家的收储行动随之展开，收储本身同样是对当期上市的菜油即 1209 合约影响显著，远期合约 1301 再次相对疲软。因而预计远近月合约价差会进一步下行，因此我们选择继续持有。最终，从结果上看，我们的建仓成本为-100 点左右，最终的平仓价差为-380 点，每对合约收益率约为 26%。当然这轮行情实际上的总跌幅接近 1000 点，从收益率上看，接近 100%，相当于保证金翻倍，相比于此阶段的菜油单边价格，由于受累于整体油脂行业疲软以及欧债等宏观系统性风险的制约，在此期间内弱势震荡，最终的波动幅度仅有 500 点左右，潜在收益远低于套利操作。

(四) 买棕榈油-抛豆油套利



历年的 10-11 月份开始，棕榈油逐步进入减产周期，同时下游的食品加工行业进入了生产旺季，对于棕榈油的需求量有较大程度提振，在这两方面的共同作

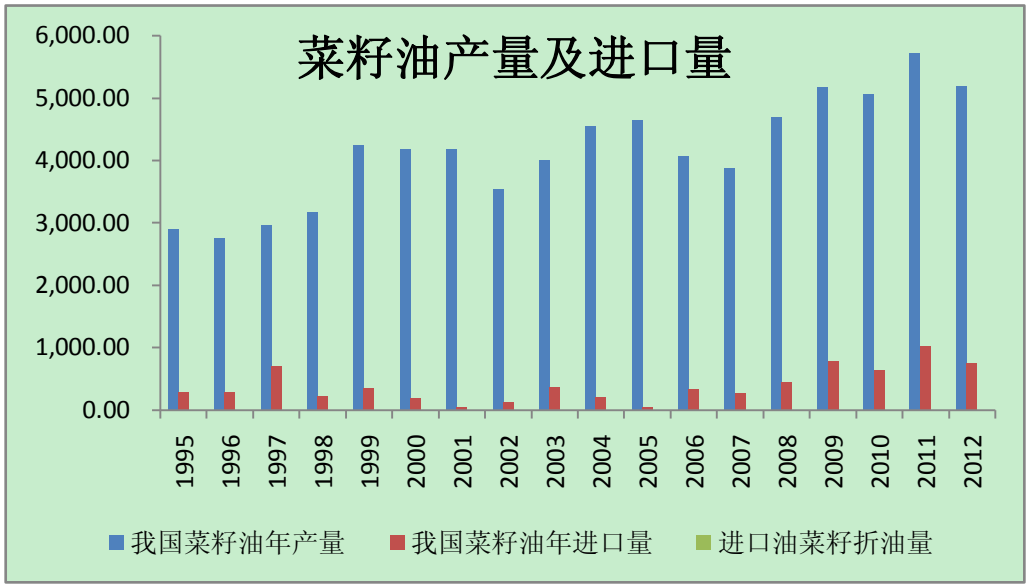
用之下，棕榈油在历年的 11 月份之后逐步进入强势周期，反观豆油，在近几年来几乎都会受到南美大豆播种面积增加所带来的增产预期压力，表现相对疲软。这也就造成了豆油与棕榈油在冬季棕强豆弱，价差呈现周期性回落的态势。2012 年的 10 月中下旬，我们开始关注豆棕价差的运行情况，由于那时的 5 月价差突破 2000 点，突破历史极值，同时棕榈油的减产期如约而至，因此我们选择在 10 月中下旬开始做空豆油，买入棕榈油期货。随后在 11 月中旬，价差顺利到达我们的预期点位后，开始反弹，我们选择减仓锁定部分收益后继续持有。随后在 12 月 17 日，价差反弹到 1900 之上时，基于与此前相同的预期，我们对豆棕价差进行加仓，随后价差如期回落，这次直落到 1600 附近，我们继续选择减仓锁定部分收益。目前仍持有部分持仓。在已完成的两轮操作当中，总计收益率约为每对合约 31%左右，持有时间约为 2 月时间。

二、 2013 年油脂类商品基本面展望

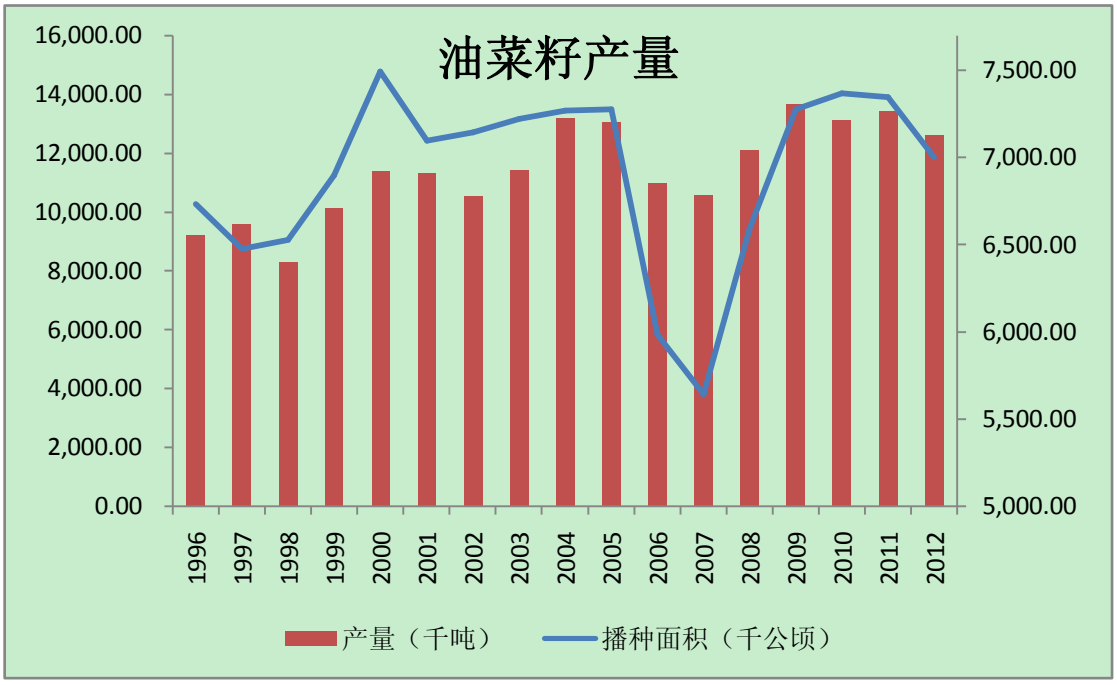
在我们的套利机会研判与投资的过程，主要是依据统计手段与基本面分析相结合的办法，同时采用市场中性对冲的思路，利用相关性较强的不同期货合约对冲掉系统性风险，由此使得品种的基本面信息充分反映在合约价差之中。因此我们对于套利对冲的价差走势主要判断依据来源于商品自身基本面的强弱关系对比，再借由统计手段来进行进出场点位的选择以及资金的分配。在这一章节中，我们主要对三大油脂进行基本面展望，以发掘蕴含于其间的套利对冲投资机会。

(一) 菜籽油：国内供应缓和，消费稳定，收储作用明显

与棕榈油、豆油不同，我国的菜籽油价格走势的独立性较强，由于我国的菜籽油进口量较小，且基本都用于国内消费，因此使得国内的菜油价格与国际价格的关联程度较低。



从数据上看，2012 年我国菜籽油的总产量约为 519.5 万吨，而进口的菜籽油仅为 75 万吨，再加上进口的油菜籽的折油量，总计约 130 万吨左右，相对于总产量来说，进口率仅为 20%。再者，从进口成本上面来看，目前油菜籽的进口成本仍高于国产菜籽的现货价格，而这个趋势仍将保持甚至继续扩大，因而，进口菜籽油并没有太多的价格优势，对于 13 年而言进口量预期仍将维持在 100 万吨左右的水平，对于国内才有的供应形势影响有限。所以，我们对于菜籽油的基本面展望仍将集中在国产菜籽油上面。



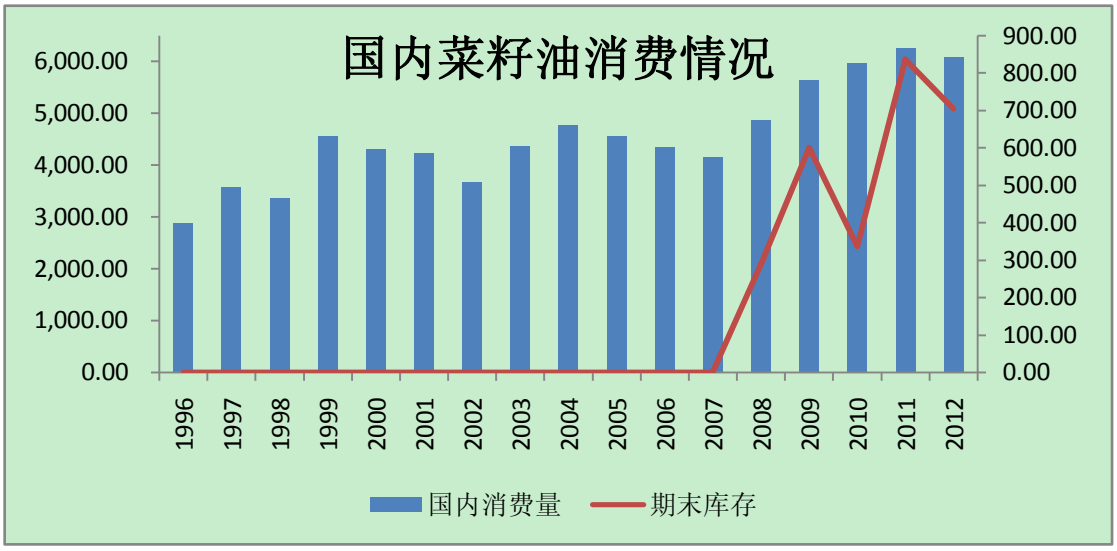
距美国农业部所公布的数据来看，自 09 年以来，我国的油菜籽产量一直在 1200 万吨以上，最高时，在 09 年接近过 1370 万吨。依照从 96 年到现在的数据

来看，这一产量基本上保持在历史高位附近，供应相对充裕。

另据农业部分数据显示，截至去年 11 月份，全国冬油菜已完成的播种面积约为 5360 万公顷，完成率接近 78%，比预期提高 0.3 个百分点。预计今年冬油菜的播种面积将提高 60 万公顷。湖北、四川的播种面积继续扩大，此外，安徽也一反近几年的下降趋势，由降转增，增幅为 5.54%。究其主要原因，是由于近年来国家连续提高油菜籽的收购托市价格，主产区对于种植油菜籽的扶植力度与重视程度加大，使得农民的种植积极性有所提高。

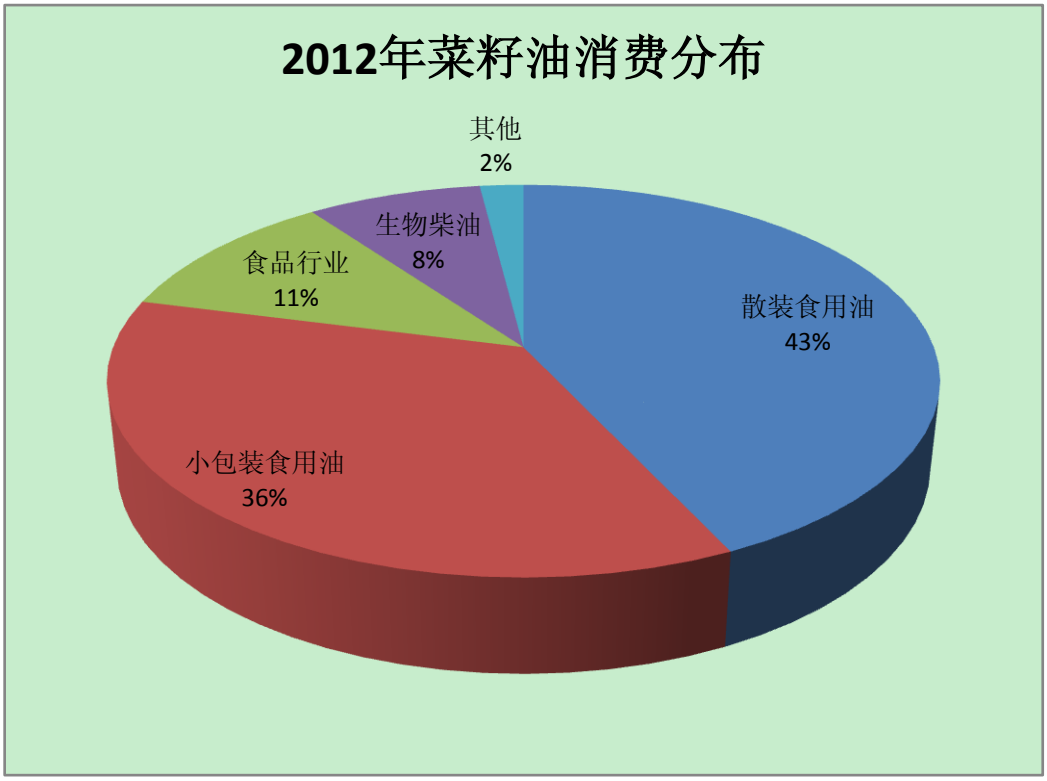
与此同时，从目前的天气状况来看，油菜籽的主产区自年底播种以来至今，降水、气温等气象数据均在往年的正常波动范围之内，并未出现对于产量有着明显影响的灾害性天气。总体来说，大部分油菜籽产区土壤状况良好，光照充足，降水适宜，目前冬油菜的长势正常，预计将会比去年的单位产量有所提高。

综上而言，在播种面积略有增加同时单产预期提高的前提下，我们认为 13 年的冬油菜产量将会较 12 年有所提高，如果在此后的两个月不出现较大的灾害性天气，那么今年的供应情况较去年相比，应该会有很大的缓和。



从国内的菜籽油消费情况来看，国内的菜籽油消费量在近 15 年以来呈现震荡走高的态势，从 1996 年的 288 万吨的年消费量，上涨至 2012 年的 600 多万吨。然而值得注意的是 06 年之前菜籽油市场大体上处于供需相抵，无结余的紧平衡状态，然而这一形式在 07 年以后逐渐有所改变，近两年种每年都出现了 70 万吨左右的期末库存量。从原因上来看，随着一直以来国人生活水平的提高，油脂使用量保持逐步提升的态势，但是由于菜籽油在产能上的提高，以及进口量的逐步开放，使得供给的增长仍然超过了国内需求的增幅，因此出现了期末库存的增加，

这也验证了菜籽油国内的供需情况由紧转松的趋势。

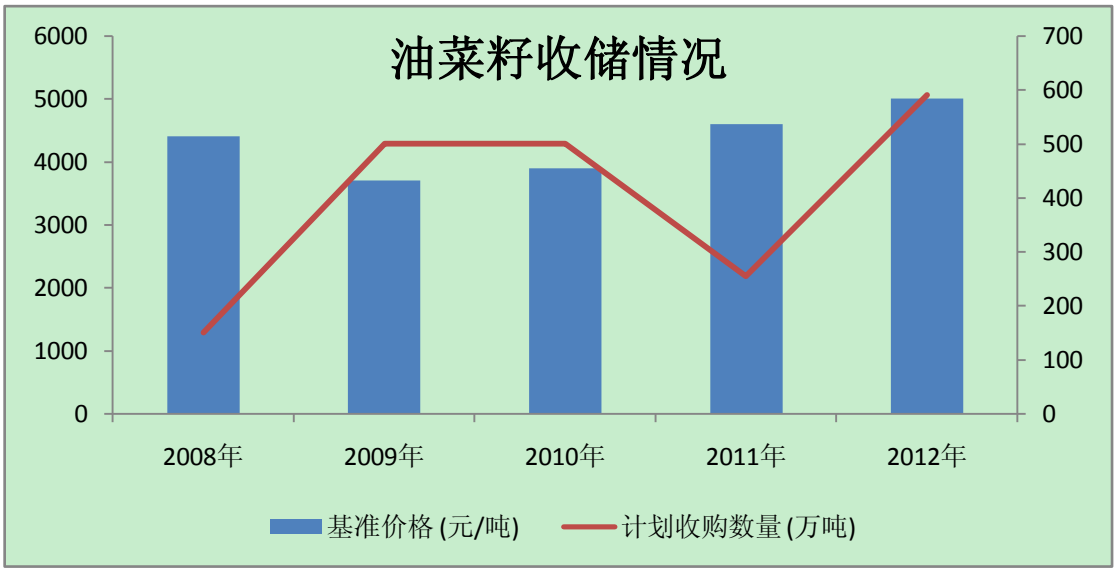


在消费流向上，由于市场普遍认为菜籽油的营养成分相对于豆油与棕榈油更高，脂肪酸结构更为合理，因此直接的食用消费是菜籽油的主要去向。在 2012 年，包括小包装菜籽油与散装菜籽油在内的直接食用油占据了菜籽油消费量的 79%，间接食用的食品行业用油占了 11%。相对于豆油与棕榈油消费在地域上的普遍性，菜籽油具有明显的地域分布特征，我国的菜籽油消费地区集中在长江中下游沿岸省市，也就是菜籽油的主产区，基本处于自产自销的态势，贸易用油相对较少，基本上仅有部分在其他省份以进口油菜籽生产的菜籽油用来贸易，而流向的目的地大体上也是上述菜籽油消费区。总之，菜籽油自身明显的区域性消费从一定程度上制约了其消费潜能的增长，结合近四年来的消费数据，我们大体上看到了菜籽有的年消费量基本上稳定在 560-620 万吨，预计 2013 年的消费量也大致在 620 万吨左右，增长潜力有限。

在此之外，菜籽油的另一个独特之处在于历年国家的收储与抛储政策对于菜籽油自身价格影响深远，很大程度上造就了菜籽油近年来这种难涨抗跌，波幅较小的走势。

从 2008 年开始，政府在历年的 5 月份起，即新季度油菜籽开始逐步上市的时期，针对部分农产品出现的价格下跌及卖难现象，适时出台了油菜籽临时收储

政策，以解决农产品销售问题，保障农民收入，并促进农产品生产稳定。



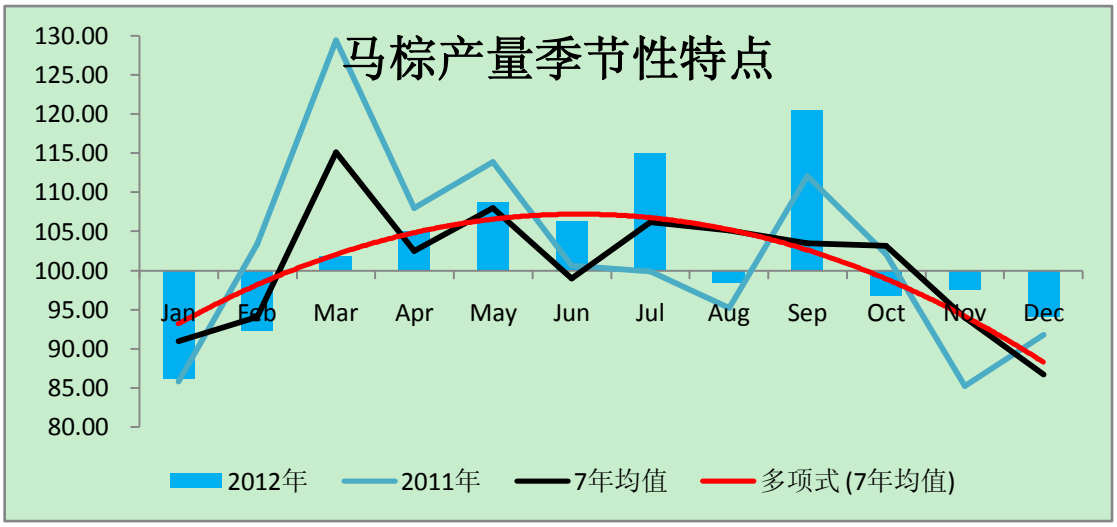
在这五年的收储过程当中，平均收购量约为每年 400 万吨，而这一数字有着逐年增加的态势，到了 2012 年，收购量已经达到了 590 万吨，折合菜油近 200 万吨，接近当年总产量的 40%。这种限价的巨量收购足以对菜籽油价格产生了几乎是决定性的影响——油菜籽收储价格支撑现货价格，提高了国产菜油成本，导致国产菜油价格相对抗跌；对于菜油期货价格而言，由于收储政策提升了国产菜油成本，而菜油价格相对偏高导致现货市场交易不畅，当菜油期货价格涨至国产菜油成本价格上涨使交割存在利润空间时，现货企业会选择通过期货市场进行卖出期货合约并交割。这就是菜籽油价格上涨和下跌空间都有限，波动较其他两个油脂较小的原因。

在 13 年菜油供应相对缓和的局面之下，下游企业考虑生产成本，很可能降低菜油消费而转至其他油脂，增加了企业通过期货平台卖出交割的意愿，菜籽油基本面的总体情况难言强势。

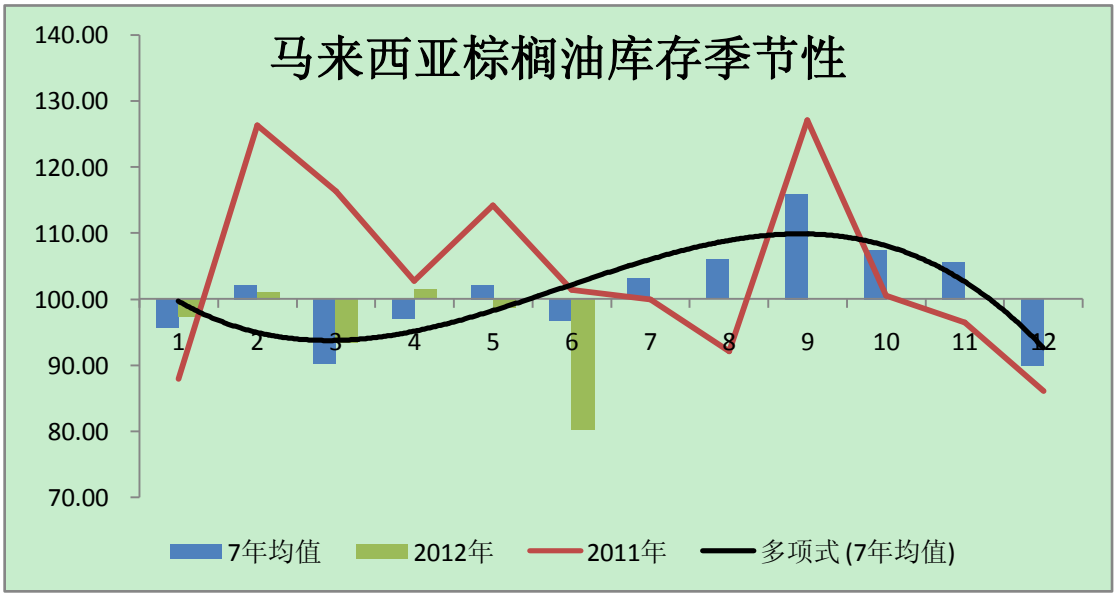
结合菜籽油具体的供应周期，我们预计 2013 年的 5 月份极有可能成为菜籽油方面强弱转换的拐点，5 月份之后受到菜籽油收储的支撑，菜油极有可能成为三大油脂中走势相对最强的品种。而在那之前，历年 1-3 月份是油菜生长的关键期而在这期间，天气将会成为主导菜油走势的关键影响因素，这是由于灾害性天气的发生会直接影响到油菜籽产量。如果这段时期不出现霜冻等自然灾害，并且这段时间内存在着国家抛储调价的可能，由此我们认为 1-3 月份将成为菜油相对弱势的时期。

(二)棕榈油：减产期继续，下游需求回暖，库存有望见顶回落

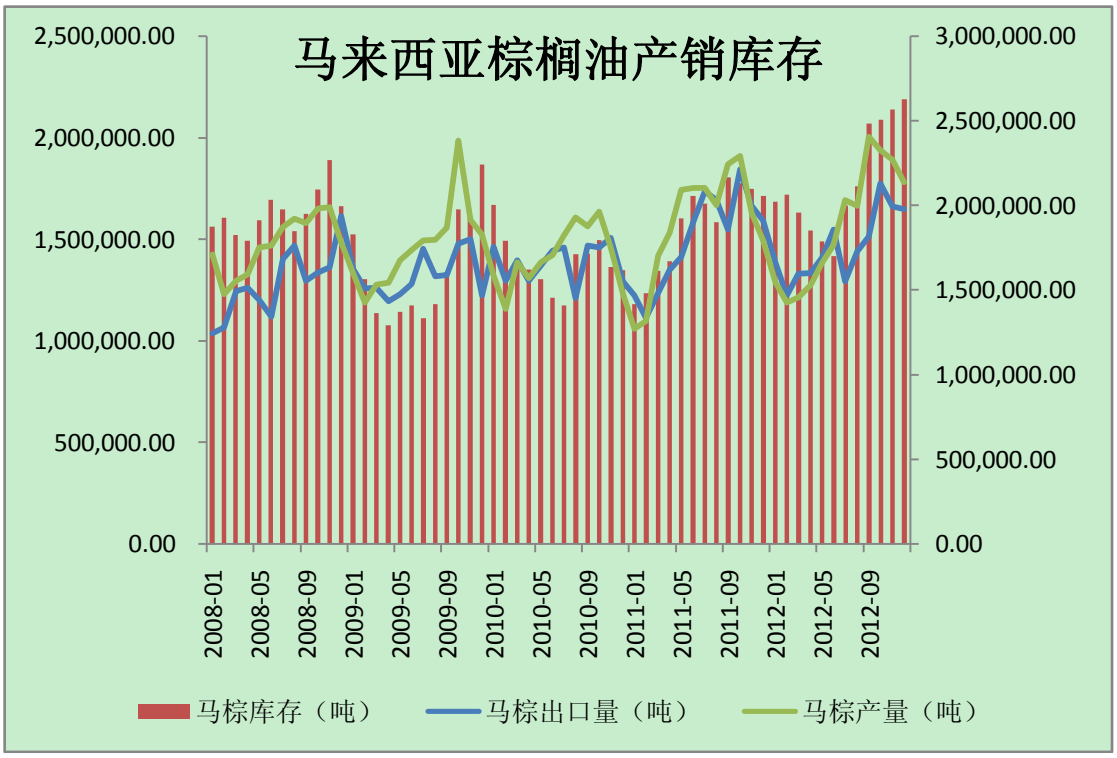
我国的棕榈油供给上，基本全都有赖于进口，主要进口国家是马来西亚以及印度尼西亚。其中从马来西亚进口的棕榈油约占总量的 45%-48%，从印度尼西亚的进口量约为 30%-35%。因而，我国的棕榈油价格走势受国外影响较深，与国际棕榈油价格联系紧密。在供给方面，同时受到主产国产量、库存以及我国的实际进口量、港口库存量等多方面制约。



棕榈油的供给特点与豆油、菜籽油存在着本质的区别，从生产模式上来说，它并不是季产年销的一年生作物，而是以从棕榈树果的果肉中榨取而成，这种油脂一年四季都可以进行生产，并不受时间与季节的限制。然而东南亚的棕榈油供应却有着明显的周期性规律，即每年的 3、4 月份开始，进入增产周期，这一增产趋势一直持续到 10、11 月份为止，随后，棕榈油开始进入减产周期。



除此之外，冬季也是东南亚棕榈油出口较旺的时期，因而在减产与出口增加的双重作用下，棕榈油的库存一般来说在此时期见顶，并逐步回落。一般降低周期来说，产量减少与出口增加这一效应在库存上反应需要一段时期的积累，因而，库存的季节性下降周期一般自 12 月份开始，至次年的 5 月份左右结束，而在那之后则进入了棕榈油库存积累增加的阶段。

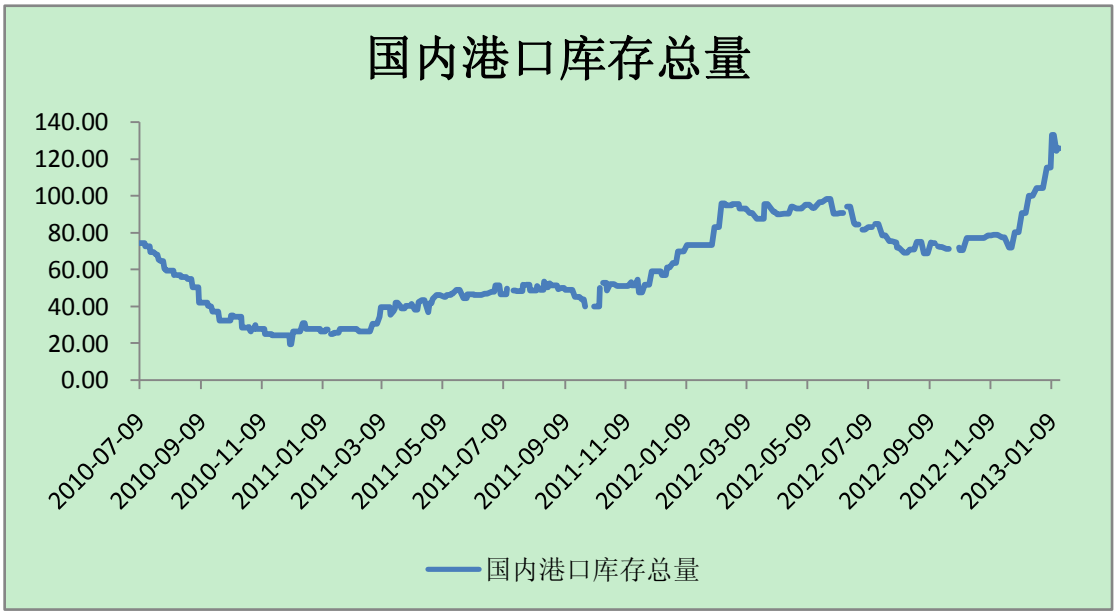


就今年的形势而言，马来西亚棕榈油库存明显比往年偏高，主要是由于前期产能的过度扩张以及整体的出口疲软所致，使得今年 9 月份开始，棕榈油主产国的库存连创新高，截至 2012 年 12 月份，马来西亚棕榈油库存已达到了 262.7 万吨这一前所未有的历史库存高点。这一巨量库存所传达出的潜在供应压力使得棕榈油在今年的第四季度较往年的走势疲软许多，相对豆油与菜油而言，棕榈油在这一季度虽然几度受到减产与出口增加的提振，几度显现出由弱转强迹象，但高库存的压力始终不能使其彻底的进入相对强势格局。

在另一个主产国印尼方面，印尼棕榈油协会表示，2012 年印尼棕榈油出口量可能在 1700 万吨，比上年增长 3%，但是低于早先预测的 1760 万吨。另据 USDA 数据显示，今年印尼棕榈油产量预计为 2700 万吨，此前预期仅为 2540 万吨，棕榈油库存压力较大。印尼棕榈油协会表示九月份棕榈油库存增长到 300 万吨，为历史最高水平，比正常值高出 50%左右，主要因为需求疲软。为了提高棕榈油出

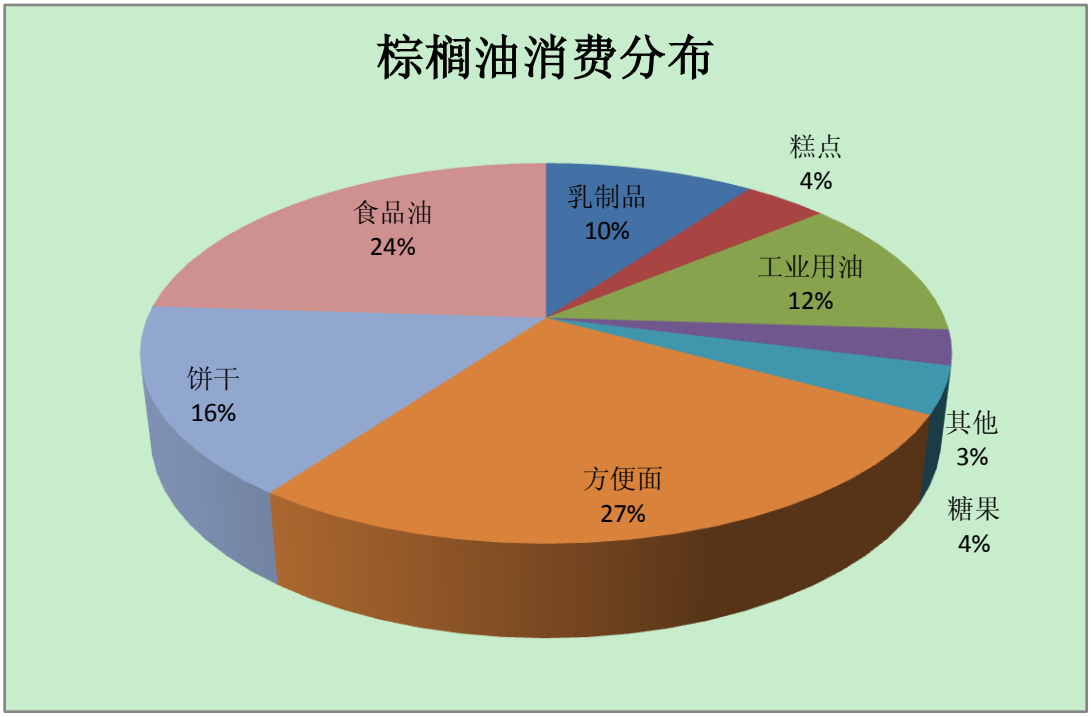
口，印尼政府将十一月份毛棕榈油出口关税从十月份的 13.5%下降到 10.5%，分析师预计十二月份印尼棕榈油出口量将比十一月份的 160 万吨减少 3%，为 155 万吨。十二月底棕榈油库存仍稳定在 300 万吨左右的水平。

然而对于未来，高库存不可能一直持续，我们可以明显看出，印尼与马来西亚两国应对当前的库存问题，均采用两双管齐下的方法，一方面加大减产力度，控制住新增棕榈油的数量，另一方面降低关税，促进出口。其效果已经在 2012 年年底有所显现，11、12 月份两国棕榈油产量均有了非常明显的降幅，同时出口受关税下降的影响，提振较为显著。虽然马来西亚 12 月份的棕榈油出口量较 11 月份略有下降，但依旧维持在 150 万吨这一高位水平。从实际情况来看，年末两国棕榈油出口量均高于近五年历史同期水平，在一定程度上缓解了棕榈油高库存的局面，预计马来西亚和印尼两国棕榈油港口库存基本上已经达到峰值水平，随着气候的变化棕榈油已经结束了高产期，月度产量将会逐步回落，伴随着较低的出口关税，棕榈油出口或将持续维持在同期较高的水平上，棕榈油去库存化的过程已逐步开始。



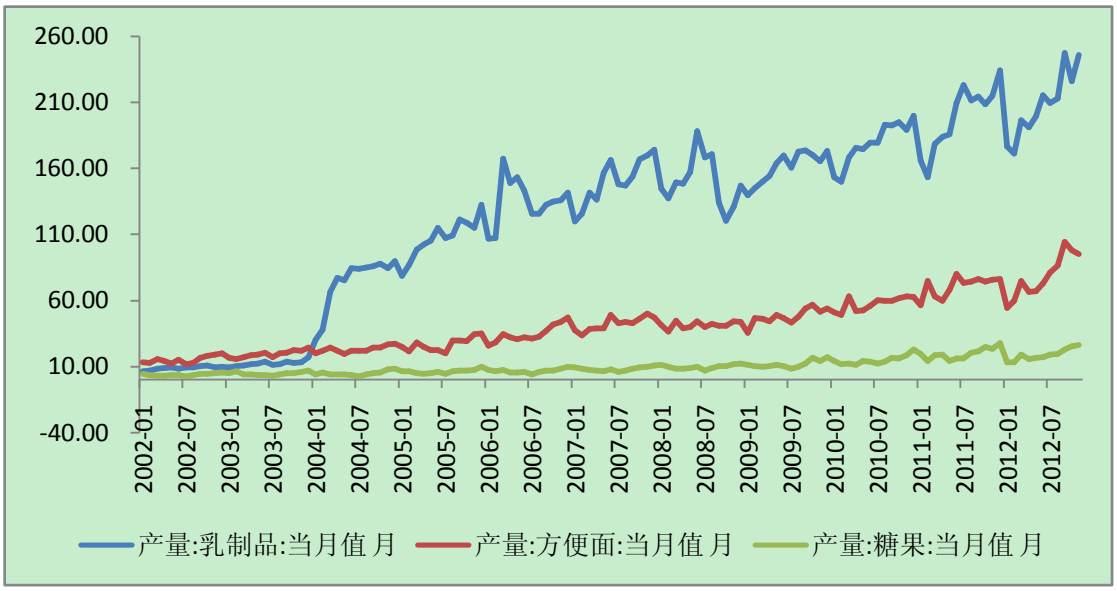
除棕榈油主产国外，我国自身的棕榈油港口库存高企也是制约棕榈油短期走强的重要因素之一，尤其是在 2012 年底国内棕榈油贸易商希望趁着棕榈油进口政策改变前进行投机式的囤积，造成了棕榈油港口库存在近期陡然增加，全国港口日库存总量约为 125 万吨。我们认为，高企的港口库存会在短期内压制国内的棕榈油价格，然而随着需求的逐步改善，这种短期的库存波动并不能成为决定棕

棡油价格的关键性因素。



在需求方面，我们首先需要指明的是，我国的棕棡油主要有三大类的用途，其一是食品加工业，包括方便面、饼干、糕点、糖果于乳制品，这一大类总共占据了棕棡油需求量的 61%，是其核心用途之一。而直接使用则只占了 24%。最后一类是工业用途，与菜油类似，棕棡油也可以用于生产清洁能源生物柴油。

由图中可以看出，棕棡油的主要消费流向并不是直接使用，而是食品加工，这是由于棕棡油的凝点较低，混入食用油或者和直接食用受到气温的制约比较大，我国北方地区的冬季棕棡油会凝结成块，影响食用。同时，在消费者中一直存在着棕棡油营养成分相对较低，脂肪酸结构较差的观念，因此即使被用来食用，棕棡油也是作为调和油的一部分，在少部分地区以散装油的形式出现。然而在食品加工也中则不受此限制，因此棕棡油以其低廉的价格，被食品加工业中广泛接受并应用。



从这些下游产品的产销量来看，这些年，食品加工业产能都处于显著扩张的过程中。以方便面、乳制品与糖果为例，我们可以从图中看到，方便面 2012 年底的月产量，是 10 年前的 40 倍左右，乳制品与糖果的产量也分别是 10 年前的 8 倍与 7 倍。同时，近两年的发展尤其迅猛，并且到目前为止一直保持着产量增加的良好势头。这势必会带动整个棕榈油需求量持续的上升。

同时，以方便面为首的食品加工行业同样存在着季节性波动的规律，年底双节与春节的接踵到来，市场对于此类食品的需求量激增，因此 10 月份开始，这些食品加工企业一般来说都会着力扩大产能已应对旺季所增加的巨量需求。因此，从季节性的周期来看，我国国内棕榈油的需求量在近两个月之内预计还是会保持一个良好的势头，这也是解决前面我们提到的港口高库存的有效途径。

从各个行业的产量来看，唯一不乐观的是前期表现较好的小包装食用油领域。据监测数据显示，尽管我国精炼食用植物油产量增速依然有所放缓，9 月份产量为 48.2 千吨，略高于去年同期数据，但是产量同比增速较前几个月份出现较大幅度的下滑。10 月份最新的数据显示月度产量仅为 44.1 万吨，同比增速出现下滑。糖果方面，根据国家统计局数据显示，9 月份产量为 22.5 万吨，产量基本与去年同期持平，十月份产量攀升至 25.1 万吨，仍高于去年同期水平。同时市场中一直担忧明年开始实行的棕榈油新标准会对棕榈油的直接使用方面产生较大影响，因而过度看空棕榈油的需求面。

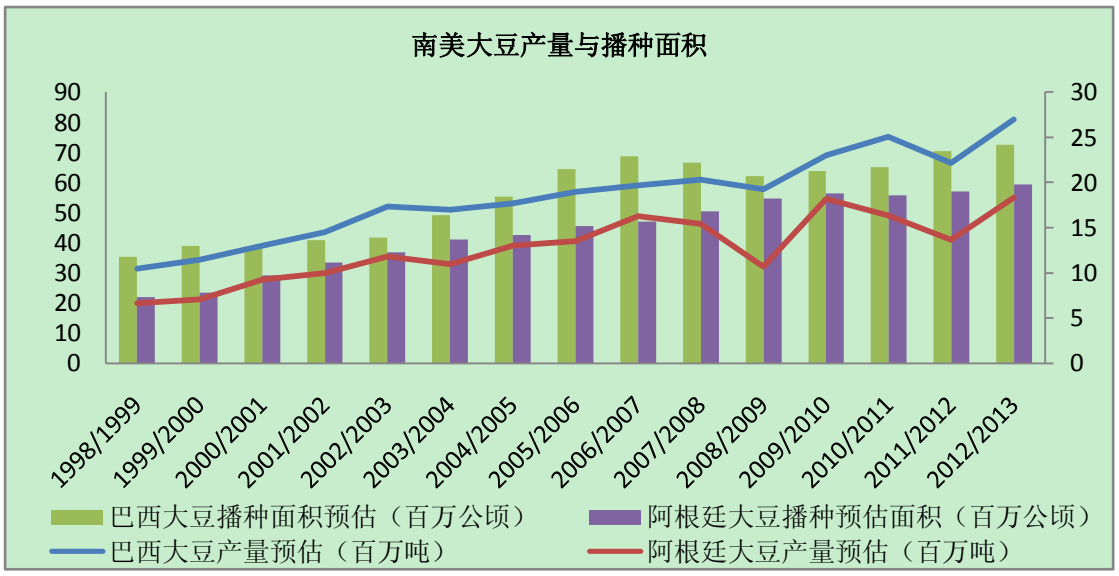
然而，就我们此前所列出的棕榈油主要消费分布当中，直接使用的棕榈油仅占总消费量的 24%，这一部分的消费下滑对于棕榈油总需求的影响我们认为是有

限的，加之考虑到站到总需求 61%的食品加工行业对于棕榈油的需求量一直保持上升的态势，因此综合考量，我们对于 2013 年棕榈油的整体需求保持谨慎乐观的态度。

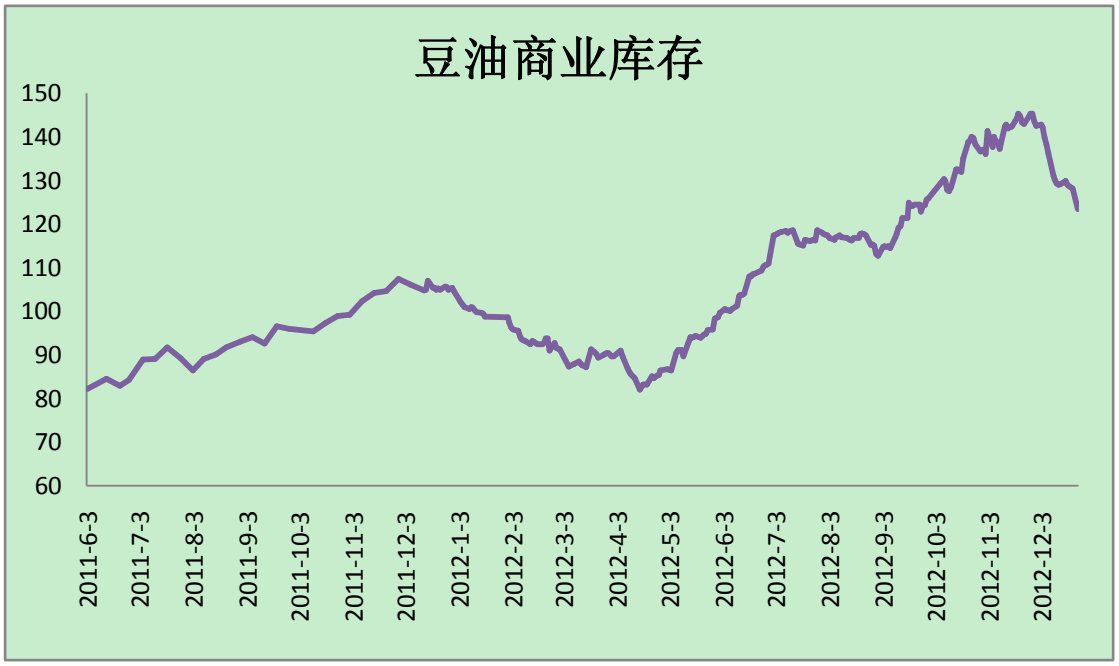
总而言之，对于棕榈油的基本面判断，我们认为在供给方面，随着减产的持续以及低出口关税政策的逐步生效，主产国的高库存压力将会在未来得到缓解，在国内的需求方面，食品加工业的乐观预期将会抵消由食用油新标准所带来的需求降低，因此从整体的供需面上我们认为棕榈油整体将会进入由弱转强的阶段。在时间上，短期内棕榈油依旧受到主产国高库存以及国内港口的库存压力，但是预计在近一两个月之内，这些问题会逐步缓解，继而进入去库存化的阶段，促使棕榈油基本面格局逐步走强。在时间点上，我们预计 4、5 月份前都将会是棕榈油相对走强的阶段，而在那之后，棕榈油将面临一年一度的增产周期到来，基本面的格局上又会回到相对弱势阶段。

(三) 豆油：南美大豆丰产预期强烈，需求面短期内缺乏亮点

根据大豆的生长周期来看，北美大豆在 10 月份之后基本收获完毕，而豆油也在随后的一两个月中完成压榨并上市。此后供给面的热点主要集中在南美大豆之上。



目前来看，经历了 2012 年的灾害性天气之后，本年度南美大豆的播种面积再创新高，分别增至巴西的 2420 万公顷与阿根廷的 1980 万公顷，在此基础上，若不发生灾害性天气，那么南美豆类产量将比去年增产 26.5%，约为 2850 万吨。这种增产预期正是目前影响市场走势的主要氛围。



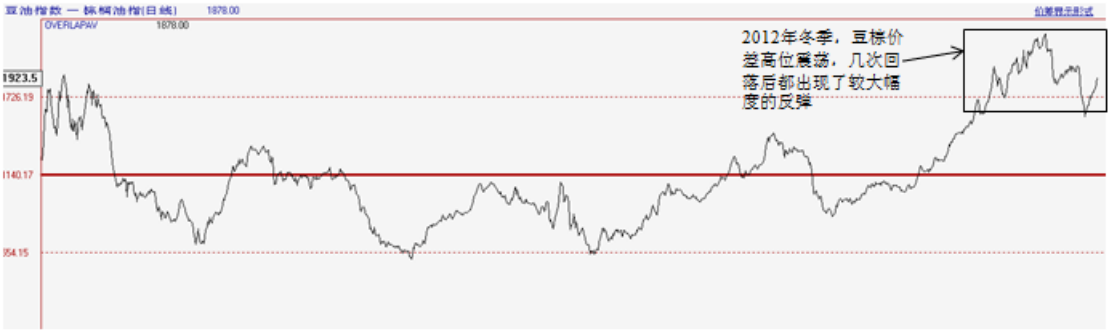
与此同时，我国国内的豆油一直呈现出库存高企，消费不振的局面。据海关数据显示，2012 年 1-10 月份我国累计进口大豆 4833 万吨，预测全年 1-12 月份我国大豆进口数量将超过 5800 万吨，比 2011 年的 5263 万吨增长 11%，再创历史新高。受养殖业扩张的影响，我国的蛋白粕需求出现高速增长，蛋白粕供应缺口增加，这就助推了我国大豆进口的增长。值得注意的是，目前来看，豆油已经演变成为豆粕的附属产品，从而导致粕强油弱，同时豆油相对供给过剩。自 2012 年 10 月份以来，与棕榈油类似，高企的库存一直是压制豆油价格走势的主要因素之一。截至至 2012 年 11 月份，国内豆油商业库存总量约为 141.32 万吨，较去年同期增加 41.47 万吨，增幅约为 30%。加之豆油现货市场出货缓慢，消费低迷，从而致使豆油的商业库存难以消化。因此，在 2013 年，我们认为豆油仍将面对库存居高不下以及消费疲软等问题。

综上所述，我们认为短期内豆油将面临增产预期、消费疲软与库存压力等多重问题，同时 2013 年 2、3 月份的南美天气将成为影响市场预期的关键性时间，如果按照市场预期出现厄尔尼诺天气（此天气有助于南美大豆增产）或者气候正常，那么南美大豆增产几成定局，到时候豆油的基本面弱势自然显露无疑。当南美大豆基本上市之后，市场的重点将会转移到北美大豆的播种与生长情况之上，届时需要重点关注天气即播种等方面的数据变动，然而目前来看较难预测（本部分的详细基本面分析参见豆类年报）。

三、 2013 年油脂类商品套利机会预期与提示

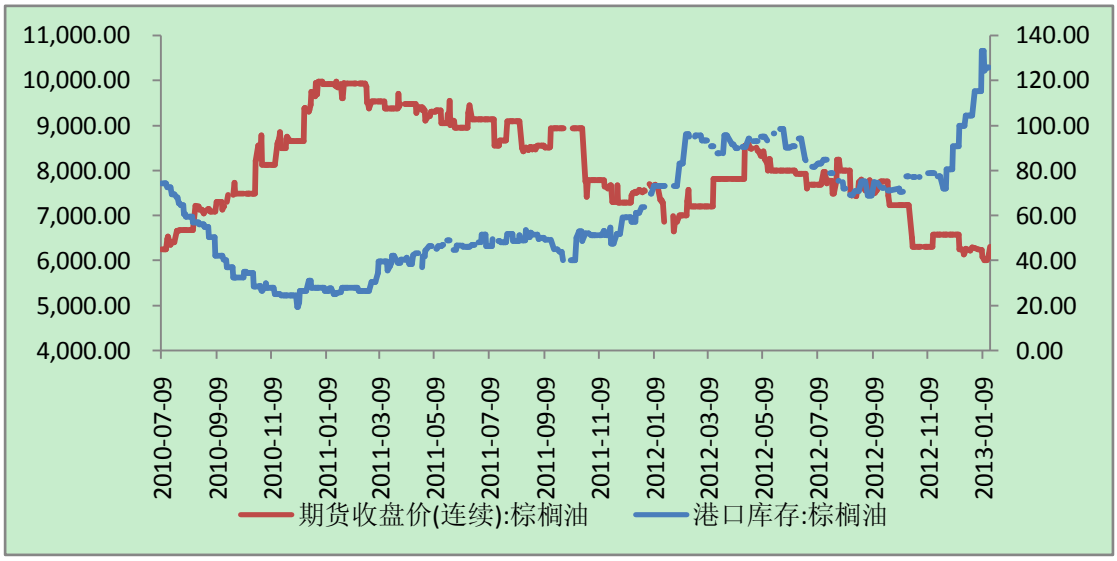
(一)近期投资机会推荐

1. 买棕榈油-卖豆油套利机会提示



依照上文中提到的棕榈油与豆油的周期性变动规律来看，往年的冬季一般存在着棕榈油减产，同时出口增加进而使其库存逐步下行的趋势；而豆油方面，则由于在这段时间内，北美大豆上市完毕，市场的重点主要在南美大豆的播种方面。近几年来，南美大豆的播种面积与产量预期连年增加，导致了这一时期出现了豆油偏弱，棕榈油相对较强的基本面格局，进而导致了价差的周期性回落。

然而，由于 2012 年棕榈油方面的的异常高企的库存而导致棕榈油无法真正的由弱转强，虽然价差两度回落，1305 合约价差两度出现了 400 左右的回落，但是随后均出现了大幅反弹，几乎达到了回落前的水平。究其原因，除了棕榈油主产国的高库存因素之外，前期国内大量进口的棕榈油如今在港口堆积导致国内短期的港口库存出现了成倍的猛增。同时，由下图的港口库存与大连棕榈油收盘价的对比中可以看出，短期内的国内棕榈油价格受库存带动较为明显，因此棕榈油无论是单边价格还是套利价差的走强，都需要国内港口库存的逐步消化。



从中期角度来看，由于我们此前分析的食品加工业需求因素向好，同时马棕的出口优惠政策影响正在逐渐深化，因此我们预计无论是主产国还是我国的港口库存均不会维持太久，将在第一季度逐步进入去库存化的过程当中。

考虑到目前的价差仍处于历史极端水平，距离安全边际较近，因此我们认为在第一季度买棕榈油卖空豆油的套利机会依旧存在，并且值得操作，具体策略如下：

方向：买入棕榈油 1305 合约，同时卖出豆油 1305 合约（1309 合约亦可，但点位略有不同，下文标注）

合约配比：1:1

建仓区间：1305 合约在 1950-2050 一线，1309 合约在 1750-1850 一线

目标区间：第一目标位，1305 合约为 1600 一线，1309 合约为 1300 一线；第二目标位，1305 合约为 1450 一线，1309 合约为 1150 一线。

止损价差：1305 合约 2200 一线，1309 合约 2000 一线。

预期收益率：每对组合预期回报率 18%-25%

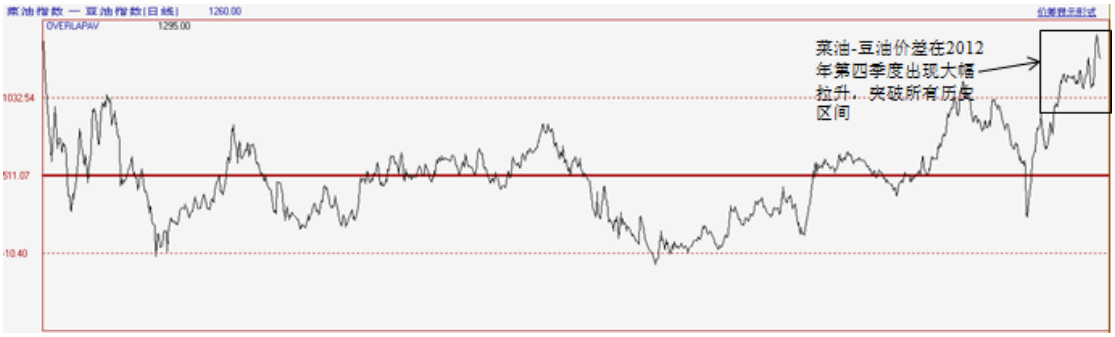
最大风险：满仓时最大资金回撤 8%

投资周期：1-2 个月

备注：当前价差正处于扩大的过程中，建议投资者轻仓尝试，最大仓位控制在三成以内，当价差冲高后回落至我们的建仓区间内时，建议适量加仓，最大控制在 6 成仓内。如果基本面消息给予印证，即国内的港口库存以及马来西亚棕榈油库存出现回落，那么我们可以进行大幅加仓，最大建议控制在

8 成仓附近，这样就完成了建仓过程。对于平仓阶段，当价差到达或接近我们的第一目标位时，建议投资者减掉现有持仓的一般，锁定收益。若价差继续下行，则投资者继续持有，接近第二目标位之后继续减仓或完全平仓；若价差出现反弹，则当 1305 合约价差反弹至 1750（1309 合约在 1400）附近的时候彻底立场，锁定已有收益，完成套利操作。

2. 买豆油-卖菜油套利机会提示



在 2012 年的第四季度，菜油-豆油价差出现了迅速的大幅拉升，打破了以往 200-700 的常态价差运行区间，1305 合约价差最高时曾一度达到过 1450 点附近，与历史上的菜豆价差极值相近。从单纯的数量上来看，菜豆价差已经出现了套利空间，然而我们仍需要对其价差异常走势所反映出的基本面因素进行分析。

这轮菜豆价差的上涨，很大程度上是由于前期北美大豆上市缓解了前期由于减产所造成的豆类供给紧张预期。尤其是当 11 月份，南美大豆的播种面积大幅增长而带来的增产预期更是直接使得豆类的基本面由强转弱。反观此时的菜籽油，由于受到国家收储价格的支撑，菜籽油在这轮下跌当中体现出了明显的抗跌性，由此使得菜-豆价差在年底大幅拉升。

然而需要注意的是，在这轮拉升中所体现出的品种基本面方面的市场预期，已经基本兑现，正逐步开始产生变化。首先是在菜油方面，收储一方面使得菜籽油成本提升，导致其价格抗跌，然而过高的价格使得菜油在市场上失去竞争力，导致目前的菜油市场成交异常清淡，同时国储收购的油菜籽会始终作为库存压力而存在直到轮动抛储的进行。而在豆油方面，南美大豆此前所炒作的的增产预期逐渐被市场兑现，并且目前还未到其生长周期中的灌浆、开花等关键时期，相对来说未来的产量还存在着较大的不确定性，因此我们认为本轮价差扩大的主要支撑因素将会逐步褪去，菜油与豆油的强弱关系有望扭转。其次，从现货的替代性

上面来看，目前的菜豆现货价差已经接近 2000 元/吨，从替代性的角度来看，豆油的价格优势显露无疑，替代效应的逐步生效，也是支撑菜豆价差回归的重要因素。因此，在近期菜-豆价差逐步见顶之时，我们建议投资者可以开始考虑在空菜油-多豆油的套利交易上建仓。

方向：买入豆油 1305 合约，同时卖出菜油 1305 合约

合约配比：1:2（菜油 2）

建仓区间：1300-1450 一线

目标区间：第一目标位，1000 点附近，第二目标位 800 点附近

止损价差：1550 点。

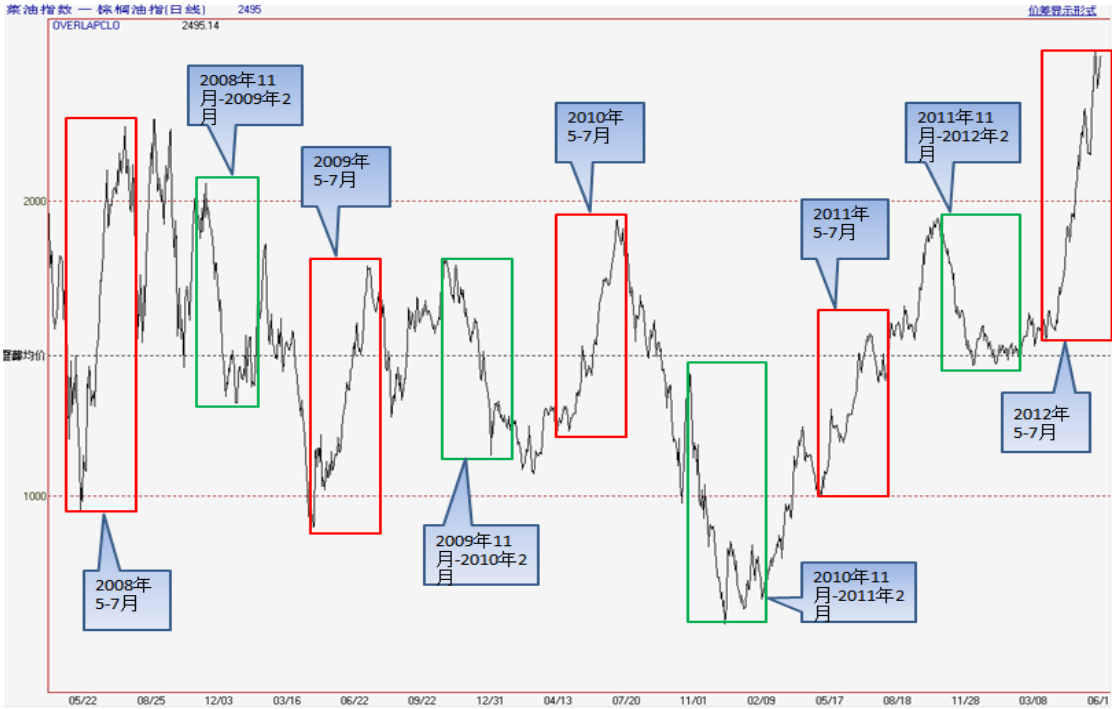
预期收益率：每对组合预期回报率 15%-20%

最大风险：满仓时最大资金回撤 10%

投资周期：2 各月左右

备注：首先需要注意的是，不建议将本组合与上述豆棕套利同时进行，这样的话相当于豆油锁仓。希望将两组套利同时进行的，可以选择豆棕 1309 合约，与菜豆 1305 合约。其次，在建仓方面，与豆棕套利的建议类似，我们建议投资者在目前价差轻仓进行尝试，最大仓位 3 成以内。当价差冲高回落之后，再行加仓。平仓策略与豆棕思路相同，不再赘述。在进行这组套利的时候，需要重点关注南美天气情况，以及我国长江中下游菜籽油产区的天气情况。由于 2-3 月份分别是 2 这生长的关键时期，若这段时期出现了严重的灾害性天气，需要及时注意，控制风险。尤其是菜油方面，极端的灾害性天气导致的预期改变会使菜豆价差居高不下，给投资者造成以外的损失。

(二) 中远期投资机会预期。



在 2013 年的行情当中，油脂中的周期性走势我们认为在今年依旧会重演。首先是 5 月份的菜油收储行为势在必行，今年的收储虽未必能达到去年的收购量与收购价格，但大体上相去不远。而收储也意味着菜油强势期的到来，据往年的周期性规律来看，5-7 月份是菜油与其他两个油脂相比，较为强势的阶段，在这期间，南美大豆上市，供应充足，而北美大豆刚刚进入播种期，缺乏炒作热点，同时棕榈油又开始了增产周期，库存则会进入上行周期。因此，预计 2013 年也将出现类似的投资机会，值得投资者届时关注。

在豆棕方面，6 月份开始至 10 月份前也将出现多豆空棕的好机会，同样因为棕榈油增产周期的到来。

同时，玉米-豆粕与豆粕-菜粕间同样存在着供给或消费周期不用所带来的周期性套利机会。具体的投资机会敬请关注后期我们的套利策略报告。

金鹏经济研究所

电话：010-66211319

免责声明：本研究报告由金鹏经济研究所提供，其中观点仅代表分析师个人观点，出现的价位及操作建议仅体现分析师个人分析思路，分析师力求报告内容所述信息的可靠、准确及完整，但不保证报告所述信息及结论的准确性。本报告所提出的观点、结论和建议仅供投资者参考，不能当然作为投资研究决策的依据，也不能成为本公司承担明示或暗示的道义或法律责任的依据。