



华泰期货有限公司
HUATAI FUTURES CO., LTD.



通胀预期下油脂优选配置

陈玮

- ➔ ◆ 大类资产配置为什么选择农产品期货？
- ◆ 通胀预期下为什么在农产品期货中优选油脂？
- ◆ 油脂的基本面及配置优选的逻辑是什么？
- ◆ 今年资金动向及策略共性是什么？资金与产业的博弈

◆ 大类资产配置为什么选择农产品期货？

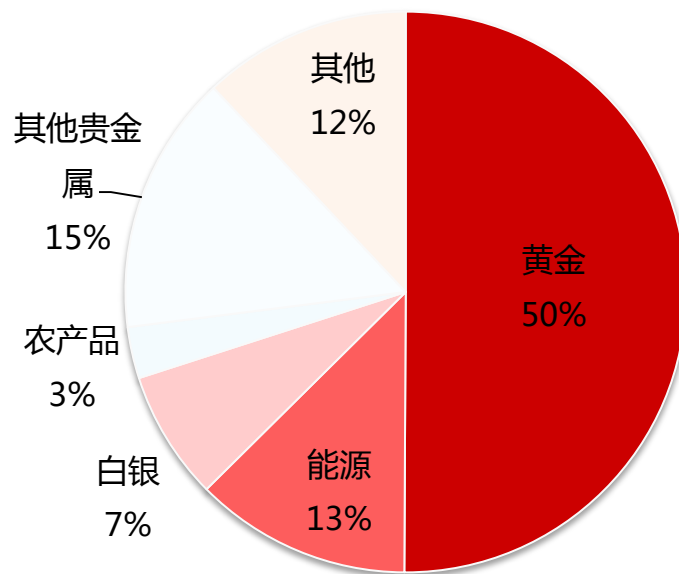
海外农产品配置现状

收益特征明显
区别于股票及
债券

与CPI高联动，
是对冲通胀的
优选工具

- ◆ 根据BlackRock的统计，全球共有5542只ETP产品，规模合计为29712亿美元，其中商品ETP的产品数量为901只，规模1248亿美元，占全部ETP规模的4.20%。商品ETP的种类涉及贵金属、能源、农产品以及其他品种。其中黄金ETP的规模最大，占全部商品ETP规模的50.08%。

商品品种	资产规模 (亿美元)	基金个数
黄金	625	128
能源	156	210
白银	93	70
农产品	37	186
其他贵金属	187	81
其他	150	226
总计	1248	901

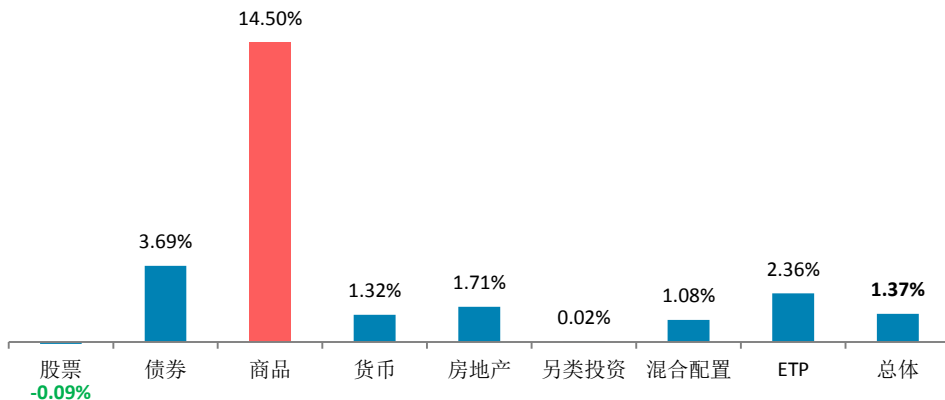


农产品指数与股票指数呈低相关、与债券指数呈负相关

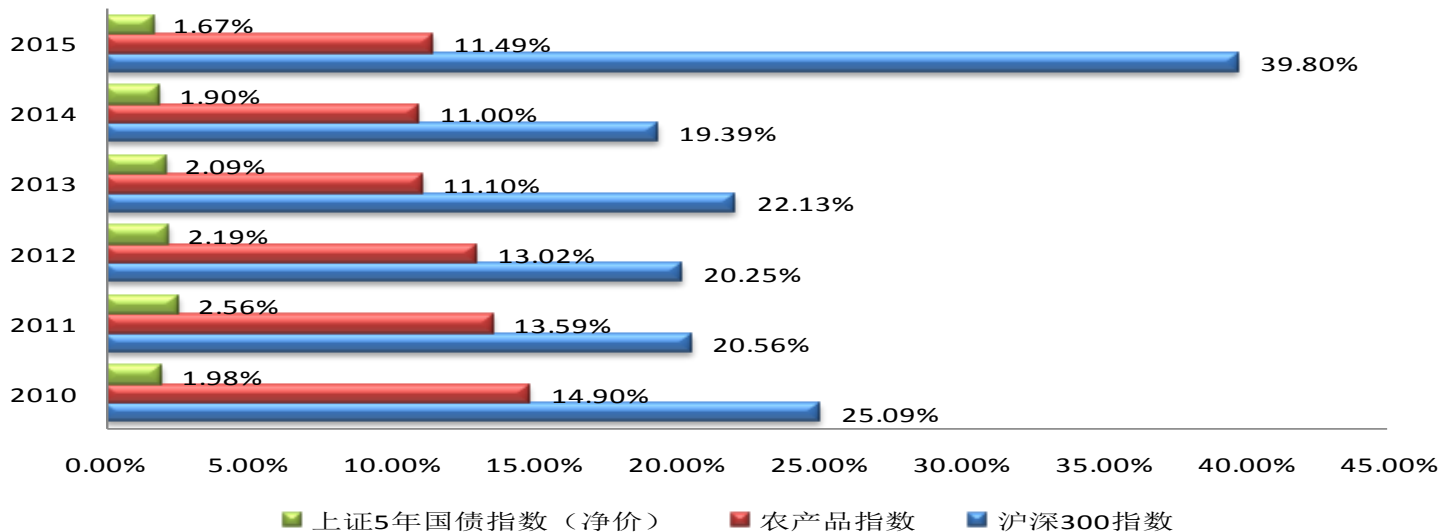
- ◆ 我们分别选取沪深300股票指数与上证5年国债指数（净价）与农产品指数计算其相关性，时间跨度为2010.1.4至2016.10.31，数据频度为日
- ◆ 农产品指数与沪深300股票指数相关系数为-29.93%
- ◆ 农产品指数与中证5年国债指数（净价）相关系数为-46.91%



商品、股票和债券年化收益率对比



农产品、股票和债券风险（历史波动率）对比

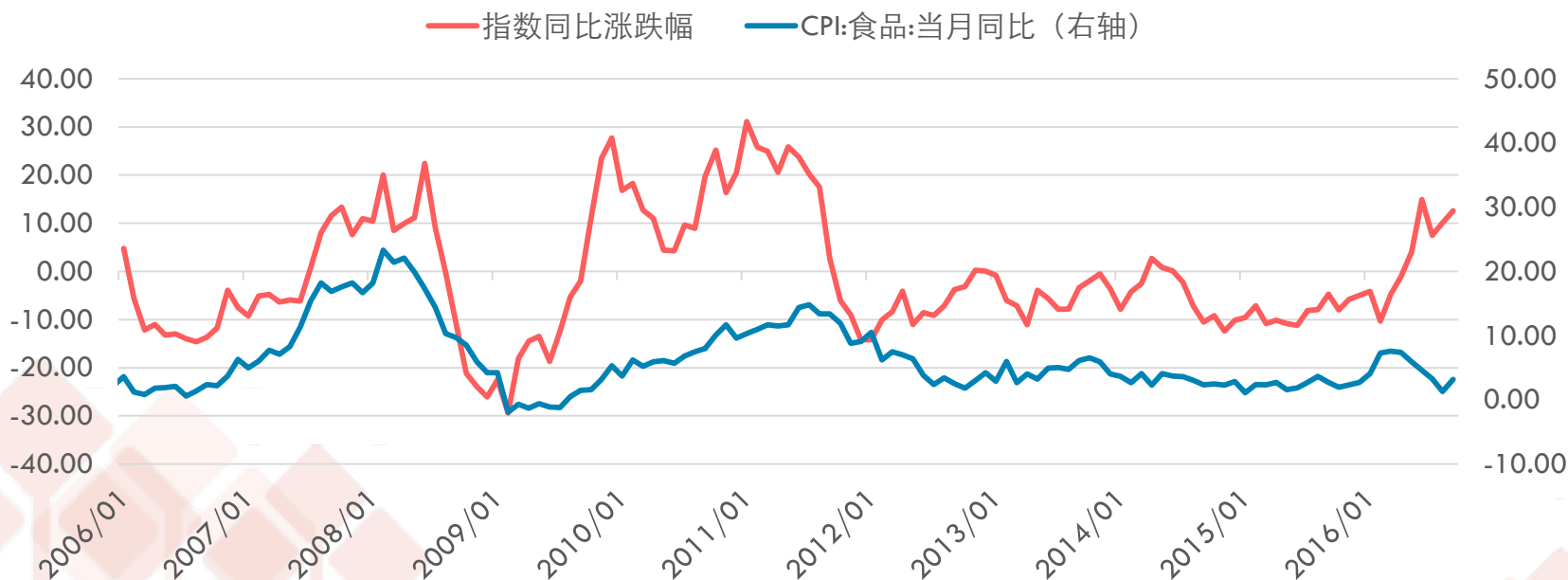


相关系数

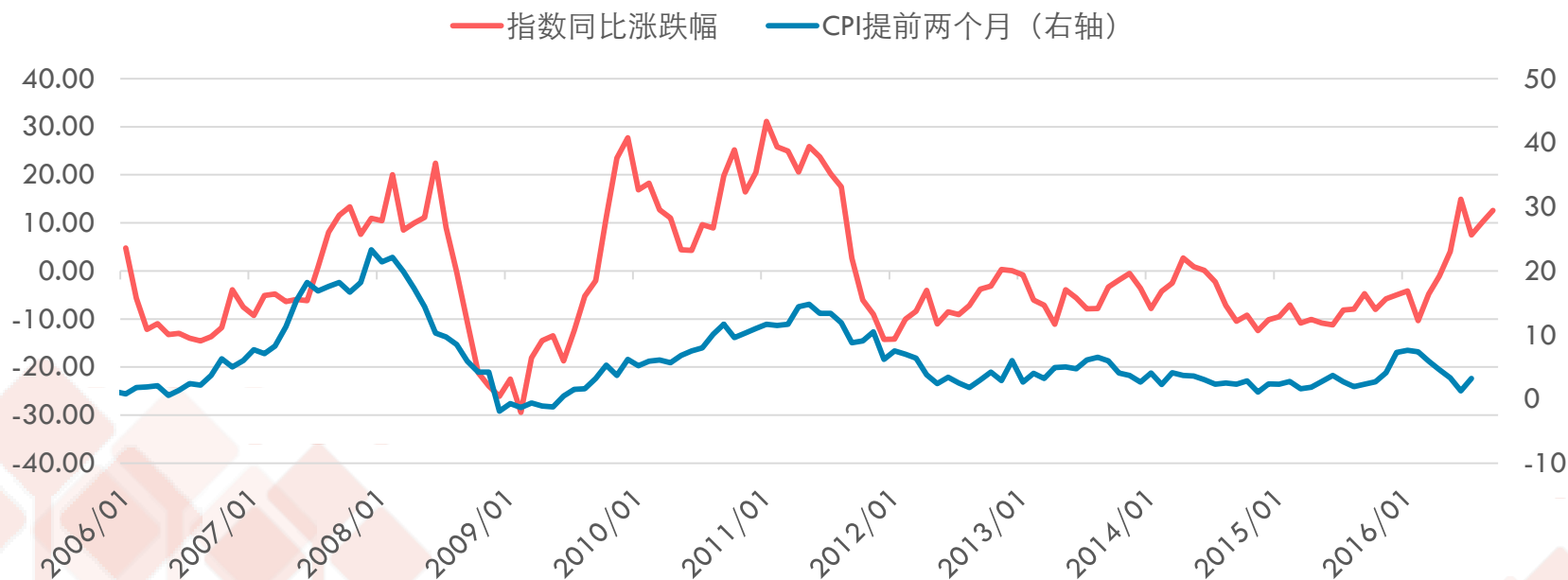
指数同比 VS CPI (食品) 同比	80.49%
指数点位 VS CPI (食品同比)	69.43%

弹性系数(同向样本)

MAX	274
MIN	0
MEDIAN	16
AVE	33



- ◆ 农产品指数与CPI指数具有很强的相关性。
- ◆ 特别需要指出的是，指数领先CPI指数两至三个月，若将CPI指数向前调整两个月，两者相关性提高。



- ◆ 大类资产配置为什么选择农产品期货？
- ➔ ◆ 通胀预期下为什么在农产品期货中优选油脂？
- ◆ 油脂的基本面及配置优选的逻辑是什么？
- ◆ 今年资金动向及策略共性是什么？资金与产业的博弈

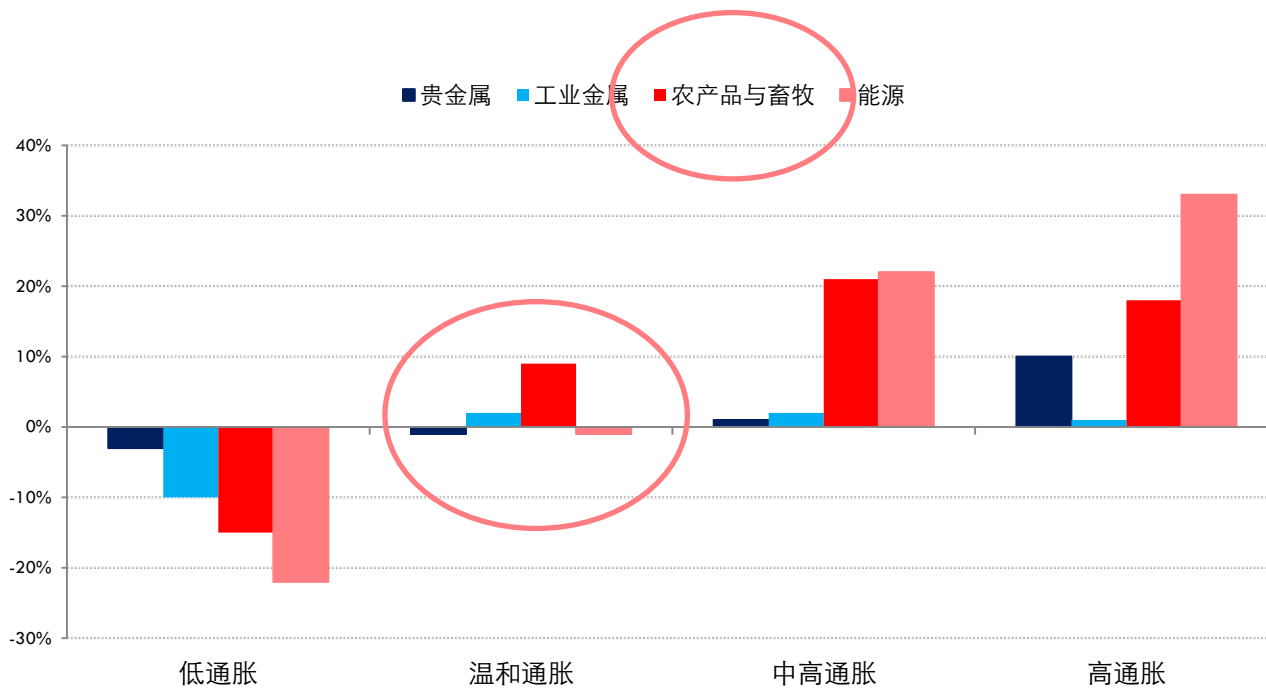
◆ 通胀预期下为什么在农产品期货中优选油脂？

历史通胀周期
中农产品表现

此轮通胀预期
水平

历史通胀周期
中油脂表现，
此轮通胀表现
预期

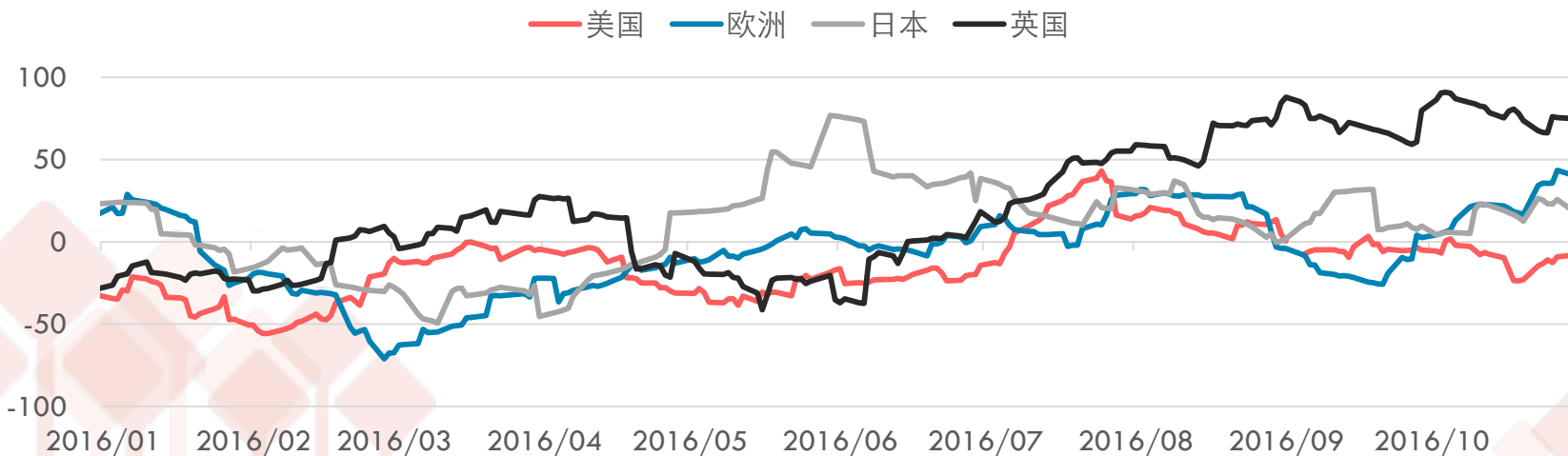
超额收益指数在超预期通胀时期年均收益 (1982-至今)



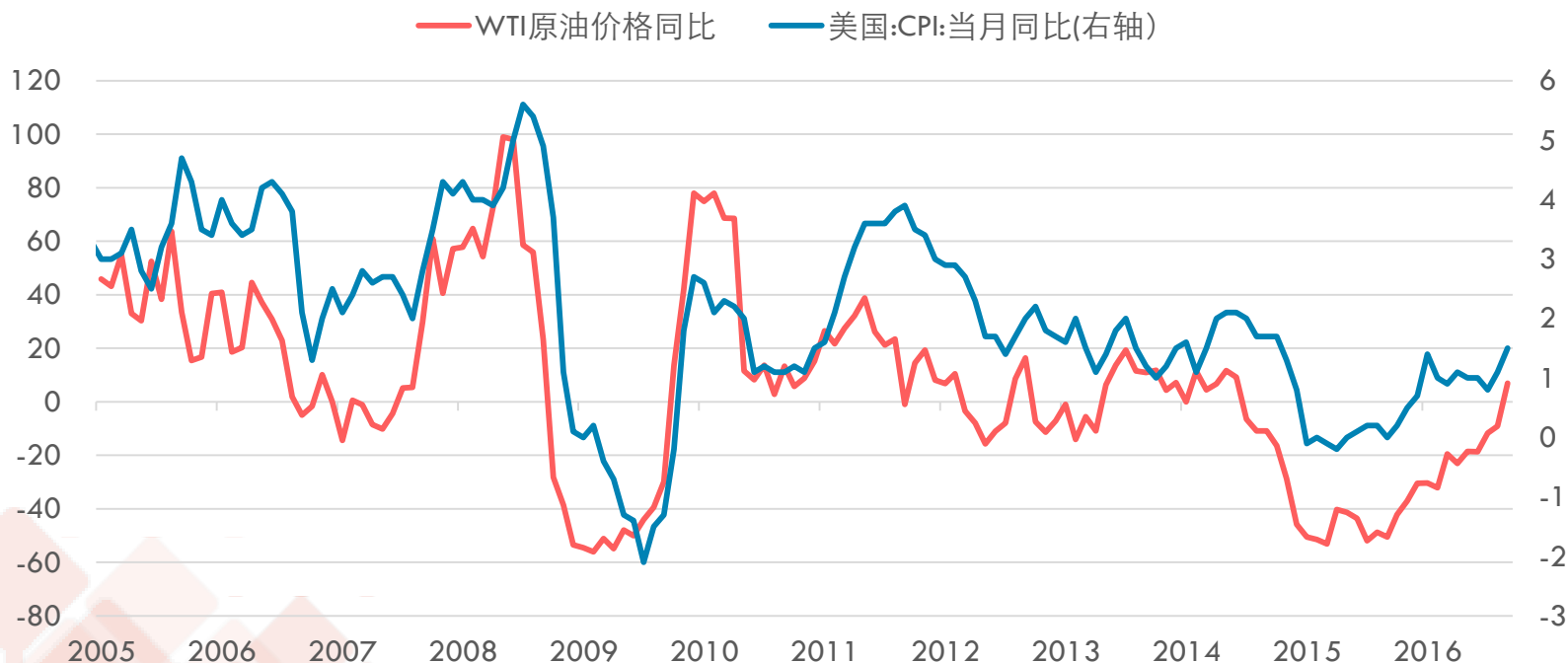
英国通胀预期三年来最高，欧洲两年来最高

		今值	预期	前值
2016/10/31	欧元区10月CPI同比	0.5%	0.5%	0.4%
2016/10/27	英国3季度GDP季环比	0.5%	0.3%	0.7%
2016/10/27	英国3季度GDP同比	2.3%	2.1%	2.1%
2016/10/24	欧元区10月制造业PMI	53.3	52.7	52.6

发达市场的经济数据总体超预期。美、欧和日的经济意外指数分别上升14、27和7个点。



- ◆ 通胀预期的上升主要和原油价格的上涨有关。8月和9月底以来油价的两波反弹，将通胀预期送上年内的最高点。接下来，只要油价能够大体维持在当前水平，由于2016年一季度油价处于历史洼地，基数效应会使得明年一季度CPI明显走高。



◆ 中国cpi同比



◆ 结论：看好油脂在配置中的表现

自2000年以来国内出现两轮比较明显的通胀周期，分别是2003-2008年以及2009-2011年。每一轮通胀周期，农产品的价格涨幅都会远高于CPI，最近几轮通胀周期，农产品价格涨幅都在20%以上，CPI最高涨幅只有8%左右。

油脂：每轮周期的稳定表现及此轮基本面支撑



- ◆ 大类资产配置为什么选择农产品期货？
- ◆ 通胀预期下为什么在农产品期货中优选油脂？
- ➔ ◆ 油脂的基本面及配置优选的逻辑是什么？
- ◆ 今年资金动向及策略共性是什么？资金与产业的博弈

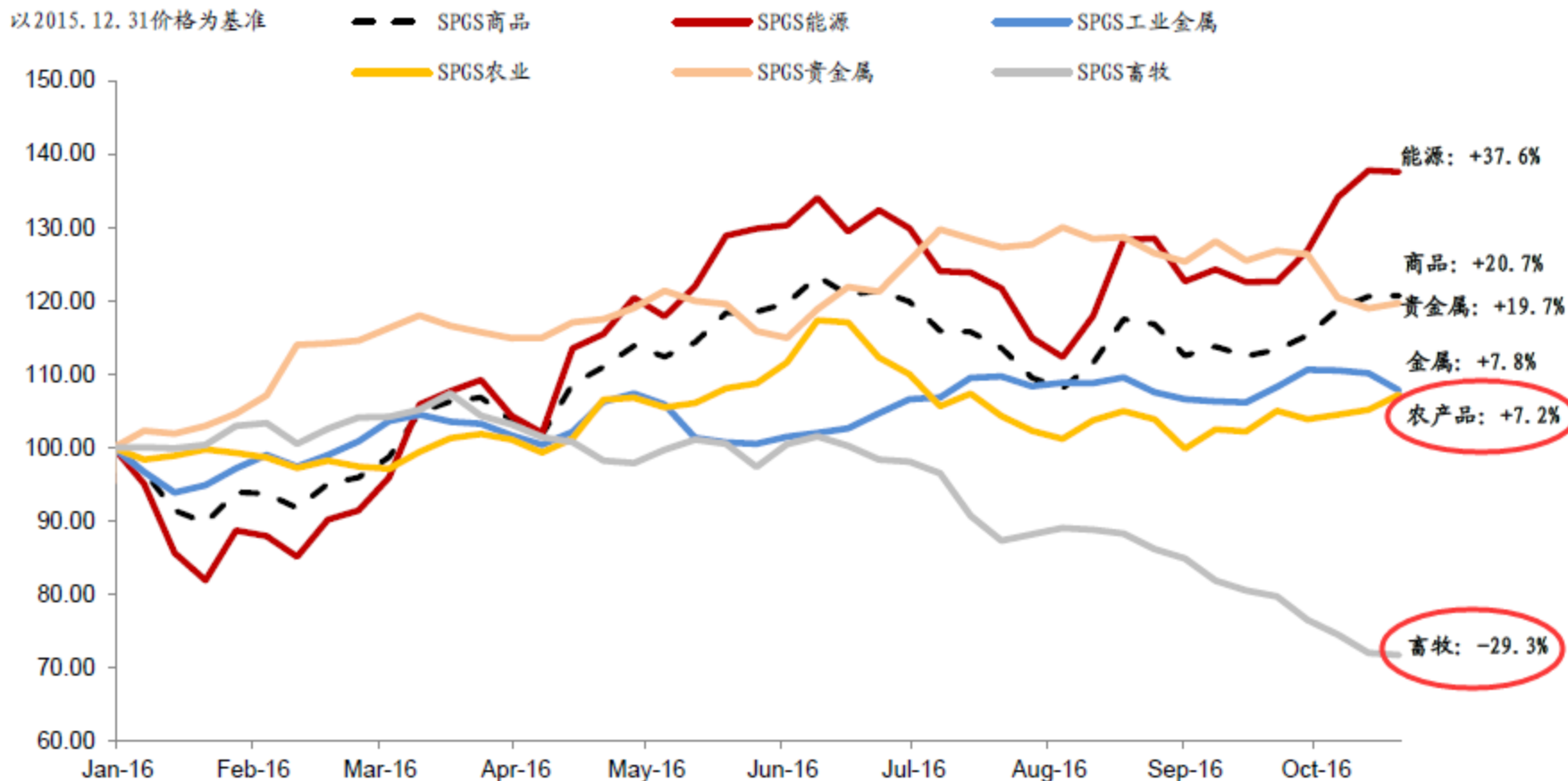
◆ 油脂的基本面及配置优选的逻辑是什么？

豆粕优选
油脂

油脂基本
面及策略

今年资金
动向及策
略共性

2016年大宗商品价格表现



◆ 油脂的基本面及配置优选的逻辑是什么？

豆粕优选
油脂

油脂基本
面及策略

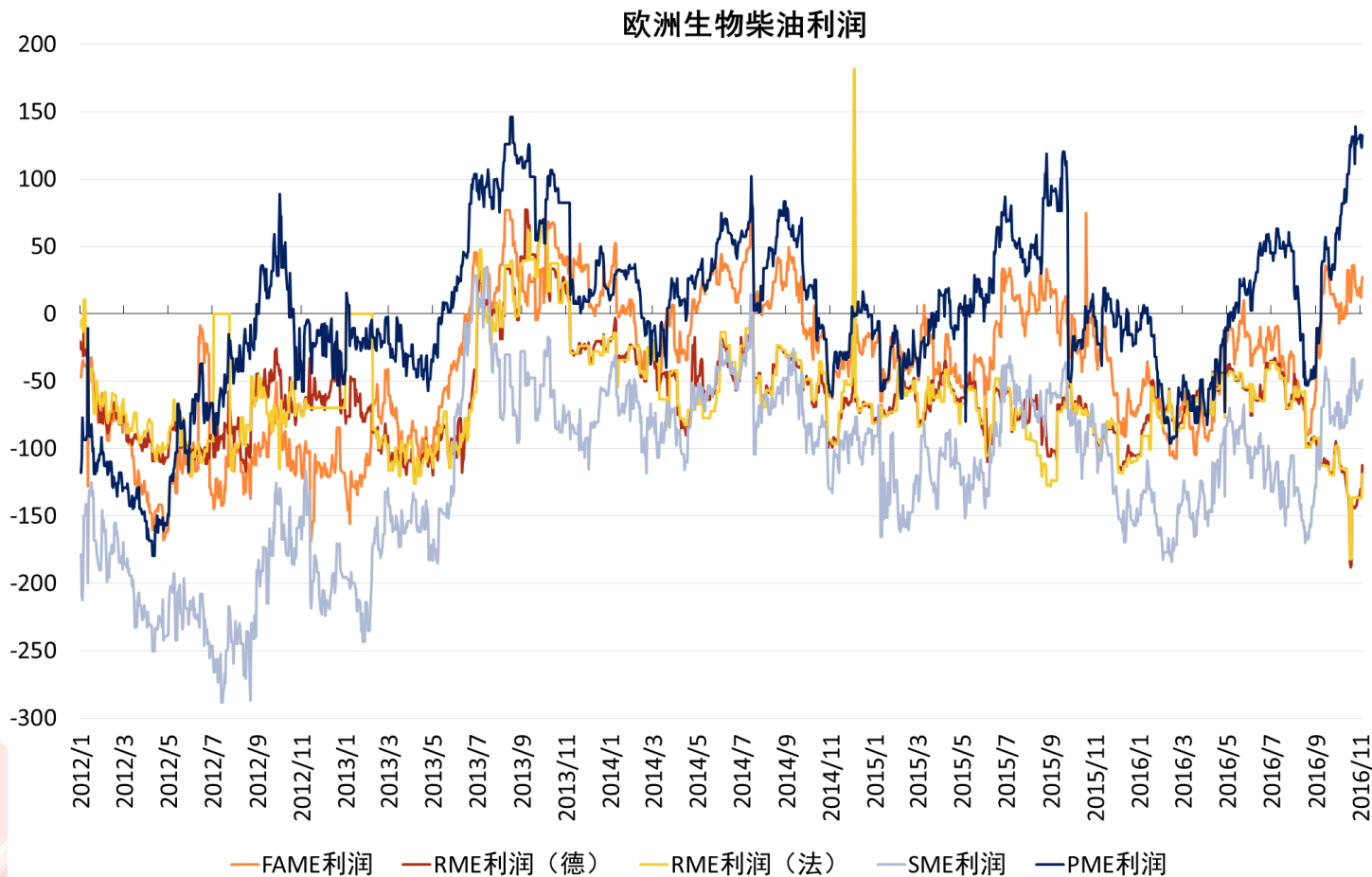
今年资金
动向及策
略共性

- ◆ 观点：伴随着棕榈油复产未及预期，而减产有紧随其后，产区低库存至少将维持到明年3月，李克强走访马来印尼，马来12月开启B10生柴计划，棕榈油带领油脂四季度继续走强。17年来看，菜油抛储落定，菜油触底上涨，10月暴力拉涨只是开始，17年菜油表现强于豆棕。
- ◆ 逻辑框架如下：
 - ◆ 一、大格局：全年价格上涨的基础未变——2000年以来倒数第二低的油脂库销比
 - ◆ 二、中方向：明年3月之前棕榈主产及主需国维持低库存
美豆油内外需两旺，年末库存预计历史倒二低位
 - ◆ 三、小节奏：美豆收割低点即将见到，年末旺季需求导致国内继续去库存

◆ 观点：

- 原油：重挫对油脂情绪影响较多，对油脂的影响最终应兑现到生柴利润锐减，传到至需求下滑。
- 美豆丰产必然豆油过剩？①权重较小：折油率最高19.2%计算；②假设需求不变，美豆55蒲单产下全球豆油库销比调增到13/14年水平，排行为近十年倒数第四的库销比；③与马来B10新增需求对冲，对全球油脂整体库销比的影响更是微乎其微，但豆棕强弱会受到影响。

◆ 原油下挫，生柴外需，欧洲生柴利润虽有所下滑，但依旧超过前高。



- ◆ **生柴内需**：MPOB邮件显示，12月1日起执行（今年推迟两次，原计划是6月实行，后推迟至7月，接着再推迟至12月），“B10计划”要求运输行业的生柴强制掺混比例提至10%，**从柔佛开始分阶段实施**。针对工业领域的“B7计划”同期在全国范围内执行。销售欧五标准柴油的加油站不受“B10”强制比例约束，但被要求零售“B7”比例的柴油。**马来B10的全面实施每年需消耗75万吨棕榈油。即全面实施将增加棕榈油生柴需求22.5万吨（B7→B10）。**

◆ B10计划后马来平衡表的调整

Malaysia	2015/2016			2016/2017			B10计划			
	9月	10月	变动	9月	10月	变动				
期初库存	2642	2641	-1	2082	1547	-535	1547			
产量	18250	17700	-550	21000	20000	-1000	20000			
进口	1000	950	-50	400	800	+400	800			
总供给	21892	21291	-601	23482	22347	-1135	22347			
出口	16800	16600	-200	18000	17500	-500	17500			
食用消费	660	700	+40	680	720	+40	720			
饲用消费	50	50	-0	50	50	-0	50			
工业消费	2300	2394	+94	2500	2400	-100	2625			
国内消费	3010	3144	+134	3230	3170	-60	3395			
总需求	19810	19744	-66	21230	20670	-560	20895			
期末库存	2082	1547	-535	2252	1677	-575	1452			
S/D	10.51%	7.84%	-2.67%	10.61%	8.11%	-2.49%	6.95%			
2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017
9.12%	10.99%	8.45%	9.06%	11.18%	12.57%	8.51%	10.34%	13.00%	7.84%	8.11%

◆ 美豆52-55单产情景分析

United States Oilseed, Soybean	2015/2016			2016/2017			2016/2017			
	9月	10月	变动	9月	10月	变动	面积不变	面积不变	面积不变	面积不变
收割面积(1000公顷)	33109	33076	-33	33604	33608	+4	33608	33608	33608	33608
期初库存(1000吨)	5188	5188	-0	5317	5363	+46	5363	5363	5363	5363
产量(1000吨)	106934	106857	-77	114332	116180	+1848	117530	119790	122050	124311
进口量(1000吨)	680	640	-40	817	817	-0	817	817	817	817
总供应(1000吨)	112802	112685	-117	120466	122360	+1894	123710	125970	128230	130491
出口量(1000吨)	52798	52688	-110	54023	55112	+1089	55112	55112	55112	55112
压榨量(1000吨)	51710	51335	-375	53070	53070	-0	53070	53070	53070	53070
食用消费量(1000吨)	0	0	-0	0	0	-0	0	0	0	0
饲用消费量(1000吨)	2977	3299	+322	3428	3439	+11	3439	3439	3439	3439
总消费量(1000吨)	54687	54634	-53	56498	56509	+11	56509	56509	56509	56509
期末库存(1000吨)	5317	5363	+46	9945	10739	+794	12089	14349	16609	18870
单产(蒲式耳/英亩)	48.02	48.04	0.01	50.59	51.40	0.81	52	53	54	55
库存使用比	9.72%	9.82%	0.09%	17.60%	19.00%	1.40%	21.39%	25.39%	29.39%	33.39%

◆ 美豆油52-55单产情景分析（极限是豆油供应增75万吨）

Oil, Soybean	2015/2016			2016/2017				压榨/产量=45.7%,出油率19.3%			
	9月	10月	变动	9月	10月	变动	52	53	54	55	
United States					51.4单产						
期初库存	841	841	-0	821	793	-28	793	793	793	793	
压榨	51710	51335	-375	53070	53070	-0	53687	54744	55776	56810	
产量	10015	9961	-54	10217	10217	-0	10362	10566	10765	10964	
进口	125	129	+4	113	113	-0	113	113	113	113	
总供给	10981	10931	-50	11151	11123	-28	11268	11472	11671	11870	
出口	1089	1021	-68	1043	1021	-22	1021	1021	1021	1021	
食用消费	6576	6577	+1	6622	6622	-0	6622	6622	6622	6622	
工业消费	2495	2540	+45	2699	2699	-0	2699	2699	2699	2699	
国内消费	9071	9117	+46	9321	9321	-0	9321	9321	9321	9321	
总需求	10160	10138	-22	10364	10342	-22	10342	10342	10342	10342	
期末库存	821	793	-28	787	781	-6	926	1130	1329	1528	
S/D	8.08%	7.82%	-0.26%	7.59%	7.55%	-0.04%	8.95%	10.92%	12.85%	14.78%	
2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	
16.60%	13.55%	17.59%	21.54%	16.16%	13.99%	8.81%	6.17%	9.78%	8.70%	8.39%	

◆ 全球豆油52-55单产情景分析

Oil, Soybean	2015/2016			2016/2017						
	9月	10月	变动	9月	10月	变动	52	53	54	55
World					51.4单产					
期初库存	3655	3738	+83	3694	3699	+5	3699	3699	3699	3699
压榨	277752	275941	-1811	288859	288488	-371	289105	290162	291194	292228
产量	51989	51684	-305	53771	53704	-67	53849	54053	54252	54451
进口	11650	11666	+16	10971	11092	+121	11092	11092	11092	11092
总供给	67294	67088	-206	68436	68495	+59	68640	68844	69043	69242
出口	12149	12041	-108	11629	11728	+99	11728	11728	11728	11728
食用消费	42387	42472	+85	43739	43882	+143	43882	43882	43882	43882
工业消费	8934	8746	-188	9277	9172	-105	9172	9172	9172	9172
国内消费	51451	51348	-103	53151	53189	+38	53189	53189	53189	53189
总需求	63600	63389	-211	64780	64917	+137	64917	64917	64917	64917
期末库存	3694	3699	+5	3656	3578	-78	3723	3927	4126	4325
S/D	7.18%	7.20%	0.02%	6.88%	6.73%	-0.15%	7.00%	7.38%	7.76%	8.13%
2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017
11.35%	10.20%	9.34%	9.48%	10.70%	10.30%	9.20%	8.12%	7.80%	7.20%	6.73%

◆ 观点：

- 原油：重挫对油脂情绪影响较多，对油脂的影响最终应兑现到生柴利润锐减，传到至需求下滑。
- 美豆丰产必然豆油过剩？①权重较小：折油率最高19.2%计算；②假设需求不变，美豆55蒲单产下全球豆油库销比调增到13/14年水平，排行为近十年倒数第四的库销比；③与马来B10新增需求对冲，对全球油脂整体库销比的影响更是微乎其微，但豆棕强弱会受到影响。
- 下跌的可能性，空间，继续看多，买入的位置：①原油是否继续下探至生柴利润消失，原油到40以下（16年一季度上轮生柴利润亏损的情景）？②跌回美豆新作成本930美分/蒲，甚至跌破成本跌至去年成本860美分/蒲？

美原油指	涨跌幅	豆油指数	涨跌幅	棕油指数	涨跌幅	菜油指数	涨跌幅	备注
30 (一季度)		5600		4750		5580		棕油国内库存90万吨以上，豆油库存60万吨，菜油拍储120万吨，进口菜油15万吨，油脂总供应285万吨
53 (最高点)	77%	6650	18.8%	5800	22.1%	7000	25.4%	
45.5 (目前)	-14%	6632	-0.3%	5904	2%	6820	-3%	生柴利润未明显压缩，植物油下跌幅度明显低于原油
30 (假设极限值)	-34%	5850	-13.4%	5300	-11.3%	6000	-13.7%	棕油国内库存27万吨以上，豆油库存109万吨，菜油拍储40万吨，进口菜油15万吨，油脂总供应191万吨。供应压力少了94万吨，价格不可能回到一季度，对于跌幅打七折。
40 (假设)	-14%	6370		5700		6500		假设原油只跌到极限值区间的三分之一，那么植物油总跌幅也仅跌三分之一

	美豆成本	美豆油	豆油	棕榈油	菜油	备注
新作成本	930 (9月)	30	6100	5300	6100	
旧作成本	860 (3月)	30	5620	5000	5500	
			5720	5100	5600	目前国内油脂库存少于三月，同上，跌幅打折，假设上浮100

◆ 油脂的基本面及配置优选的逻辑是什么？

油粕优选油
脂

油脂基本面
及策略

今年资金动
向及品种策
略共性

- ◆ 资金来源多元化：
- ◆ 资金与产业：

全国资金总量日K线



◆ 今年品种策略共性：

- 现货所在产业链条各个环节库存是否已经处于历史低位，甚至还在继续去库存
- 现货所在产业链条各个环节亏损导致去产能
- 现货较期货升水幅度
- 是否在期货上有实盘卖出套保仓单

◆ 范例：

- ◆ 油脂是否符合利多属性？是否符合资产配置周期？



谢谢!