

# “油”比“水”便宜 抄底油脂呼声起

□本报记者 马爽

“4000元/吨的棕榈油粗略地折成500ml的瓶装也就2块钱1瓶，比矿泉水都便宜了。”近日，有业内人士慨叹道。12月13日，国内棕榈油期货1901合约价格一度跌至4050元/吨。目前油粕比价也处于历史低位。这不由得吸引一些投资者抄底油脂市场的冲动。2018年末会否成为油脂价格新周期的起点？

## 油脂遭遇“至暗时刻”

“4000元/吨的棕榈油粗略地折成500ml的瓶装也就2块钱1瓶，比矿泉水都便宜了”的说法比较符合现实情况。”卓创资讯棕榈油分析师张兰向中国证券报记者表示。

2018年，由于国内外油脂市场持续低迷，现货价一度跌至三年来低位。卓创资讯数据显示，以天津地区进口24度棕榈油市场报价为例，2018年12月24日报价在4255元/吨，相比2015年同期的4510元/吨回落5.65%，相比2016年同期的6550元/吨回落35.04%，相比2017年同期回落17.78%。

期货价格亦维持颓势。自2016年12月中旬创下阶段新高6760元/吨之后，国内棕榈油期货1901合约便开启了震荡探底之旅，本月13日该合约一度跌至4050元/吨，创下2015年11月20日以来新低。

“近期，油脂价格持续下跌主要是受中国放开美豆进口的供应压力影响。”光大期货农产品研究总监王娜表示，近期美国出口销售报告确认中国重新进口美豆的事实，这样一来，美豆和南美大豆供应压力将会集中在2019年上半年出现，买方采购积极性下降。

“棕榈油价格低于矿泉水价格是由市场需求等经济学原理造成的，属于比较正

常的现象。”银河期货农产品事业部油脂油料研究员刘博闻表示，任何商品的价格都是由其供需情况决定。

不仅如此，2015年市场也曾有过螺纹钢价格不及白菜价格的说法。对于当前油脂市场与2015年螺纹钢市场情况，两者存在一个共性，即市场处于严重的供过于求格局。

## 谁主导了这场尴尬戏

一直以来，国际棕榈油价格是全球油脂的定价核心。

从基本面来看，国外方面，棕榈油自2016年—2017年作物年度连续三年大幅增产后，目前产量攀升至7300万吨历史新高。近些年，由于马来西亚和印尼棕榈油核心产地天气状况良好，导致油棕榈单产较高。

此外，印尼产地前期扩种的油棕榈树也进入旺产年龄，亦施压于供应端。虽然油脂需求一向比较稳定，但近期由于国际原油价格重挫，棕榈油制生物柴油掺混利润下降，不利于棕榈油消费。因此，供需两端压力致使棕榈油产地库存上升至历史最高位。

从国内市场来看，大豆原料充足，豆油库存量较高，也导致目前全国工厂油脂库存处于偏紧张的态势。“因此，无论从国外市场还是国内市场来看，油脂市场压力重重，导致价格逼近历史新低。”刘博闻表示。

张兰也认为，造成棕榈油市场惨淡局面的主要原因是内外利空夹击的结果。“2018年，一方面棕榈油主产国增产及印度提高棕榈油进口关税，另一方面国内港口库存水平普遍偏高，用户基本按需采购。”

短期来看，张兰表示，随着国际棕榈油价格逐步下行，12月下旬以来，国内进口商低成本增加订单，因此后期到货后，港口压力会进一步加大，加之国内正值传统需求淡季，短

期棕榈油市场情况依然不太理想。

## 看好油粕比后市表现

“从长期交易投资角度来看，当前国内外油脂价格均处于历史底部，油脂似乎可为多头配置，但从当前市场情况来看，仍无明显利好因素来刺激油脂价格上涨。”刘博闻表示。

不过，目前的气象条件显示，全球天气模式再次转至厄尔尼诺状态。世界气象组织(WMO)发布《全球季节性气候最新信息》和《厄尔尼诺最新情况》近期称，2018年12月到2019年2月，发生厄尔尼诺现象的可能性为75%至80%，但预计不会发生强事件。

世界气象组织官员表示，预计此次事件强度低于2015年至2016年的厄尔尼诺事件。即便如此，它仍可显著影响许多地区的降雨和温度，对农业和粮食安全等产生重要影响。

众所周知，厄尔尼诺不利于棕榈树生长，可能导致油脂出现减产。因此，该因素可能成为市场参与投资者未来关注的核心。

## 观点链接

### 信达期货：2019年价格有望筑底反弹

东南亚棕榈油复产进入尾声，2019年产量增速将放缓。需求方面，印尼与马来西亚采取降低出口关税、增加生物柴油参混率提高棕榈油消费。另外，多国气象机构预计2019年将发生弱厄尔尼诺，或引发棕榈油降产去库，价格有望筑底反弹。

### 方正中期：棕榈油料逐渐扭转颓势

2019年棕榈油供给压力可能会因厄尔

“如果届时发生厄尔尼诺现象，将对棕榈油东南亚产区造成影响，棕榈油或进入减产周期。”张兰表示，此外，中国已开始进口美国大豆，原先市场担忧豆油供应紧张的局面暂时不会发生。因此，2019年上半年，棕榈油市场在季节性减产周期的支撑下，市场或表现抗跌，但若天气条件出现不利于产量的情况，2019年可能演绎企稳走高行情。

王娜则表示，打算抄底油脂期货的投资者应谨慎看待2019年一季度的供应压力。棕榈油在油脂品种中绝对价值相对偏低，油厂卖出保值避险要求使得期价整体承压。预计2019年一季度将是美国及南美大豆集中供应的时间窗口，而油脂则处于库存周期，基本面好于粕类，预计油脂或先于粕类走出底部行情。

策略方面，刘博闻表示，市场较为看好油粕比的上涨，即买入豆油卖出豆粕的套利，即以空单豆粕来对冲多单的豆油，目前该比值处于历史底部，未来或有较大上涨空间。而激进的投资者可以单边轻仓买入豆油，博取未来油脂板块整体上涨的利润空间。

尼诺气候的形成而边际减弱。国内进口棕榈油呈现恢复性增长，叠加生产国的生柴掺混扩大，预期棕榈油会逐渐扭转颓势。

### 兴证期货：棕榈油可能继续寻底

棕榈油产量的恢复性反弹已导致国际市场价格大幅下挫，棕榈油性价比已较豆油和菜籽油有优势，未来可能还需价格走低来夺回豆油和菜籽油占领的市场份额。未来一年，棕榈油增产还将继续打压价格。(马爽 整理)

## 记者观察

### 避险资产仍是配置首选

□本报记者 王姣

支持，央行操作应该会适应地方债发行而变化，降准是可能的选择；另一方面，虽然专项债要较大幅度地增加，但考虑到资金结构性的替换和对隐性债务的替代，专项债实际效果仍有限。

此外，从海外环境看，机构认为，目前美国持续加息以及人民币汇率压力使得货币政策在利率放松层面受到约束，但一旦明年美联储加息进程逐步趋缓，美元有望弱转强。对中国而言，未来货币政策的空间进一步加大，央行具备重新引导货币市场利率下行的空间。

总的来看，在经济面临下行压力、宽货币向宽信用传导受阻的背景下，A股估值扩张幅度会受到限制，比如结构性去杠杆限制地方政府大搞基建、房地产调控有定力限制居民加杠杆等，在此过程中大类资产配置更倾向债券等避险资产。但中央经济工作会议利于市场中长期风险偏好的修复，随着稳增长政策逐步落地、见效，实体经济回暖，未来金融数据有望呈现阶段性改善，将有助于超跌市场的滞后恢复。

### 郑商所期货衍生品部：

### 易盛农期指数可预测CPI走势

郑州商品交易所期货衍生品部张婧日前表示，经过实证研究发现，农期指数和能化指数可提前4个月预测CPI走势，提前6个月预测PPI走势。

由郑州商品交易所、北京期货商会共同主办的“2018年郑商所北京地区业务培训交流会”21日在北京举行。与会人士就宏观经济形势分析与展望、郑商所衍生品现状与探索、棉纱期货和尿素期货合约及交易规则、PTA引入境外交易者业务流程、大宗商品市场风险管理与期现操

这些培训会上，郑州商品交易所相关人士介绍了棉纱期货、尿素期货合约及交易规则，以及PTA引入境外交易者相关业务流程。(孙翔峰)

### 铜期权首个到期日运行平稳

中国证券报记者了解到，12月24日上海期货交易所铜期权首个到期日CU1901系列期权合约顺利摘牌。

我国首个工业品期权铜期权自9月21日挂牌上市以来，成交、持仓总体呈上升态势，投资者结构较为合理。截至12月24日，累计成交110.05万手(单边，下同)，日均成交1.80万手，占铜期权的18.88%；累计成交额78.2亿元，日均成交额1.3亿元；12月24日收盘时全部合约共持仓4.79万手，占铜期货的9.44%。

上期所相关负责人表示，为确保到期日行权的顺利进行，上期所在前期进行了充分准备，多举措帮助市场参与者深入了解并较好掌握铜期权交易、结算、行权等规则和行权操作特点。同时，市场参与者关于行权风险防范的意识

得到进一步提升。到期日当天，交易所、会员单位的行权和结算等环节顺畅。下一阶段，上期所将根据市场发展情况，进一步优化铜期权相关业务规则；完善做市商指标设计，积极鼓励做市商发挥提高流动性的功能；同时，做好一般投资者期权基础知识普及和机构投资者培训工作。上期所还将抓紧做好天然橡胶期权各项准备工作，推进有色金属指数期货上市，推动建设上期所多层次商品市场体系，提升服务实体经济的广度和深度。(孙翔峰)

## 苹果期货满周岁 市场功能初步发挥

□本报记者 马爽

2017年12月22日，全球首个鲜果类期货品种——苹果期货在郑州商品交易所上市。一年来，苹果期货在服务实体经济、服务相关产业方面的作用正初步发挥，并获得了相关地方政府机构、行业协会和现货企业的认可。

## 交易活跃奠定功能发挥基础

记者在12月24日郑商所召开的苹果期货上市周年座谈会上了解到，截至2018年12月21日，苹果期货共成交1亿手，日均成交量43万手，日均持仓量19万手，法人客户数超5600家。

资料显示，2017年12月24日，仅在苹果期货上市两天后，全国首单苹果“期货+保险”项目就由华信期货联合人保财险在陕西省宜君县实施。2018年8月，郑商所将“保险+期货”试点扩大到苹果品种，共有10家期货公司的10个项目获郑商所资金支持，支持资金约1000万，目前已9个项目顺利出单落地，涉及农户5511户，承保苹果现货2.7万吨。

在交割方面，2018年5月，苹果期货迎来上市首次交割，当月共完成交割320吨。随着现货企业对于交割流程的熟悉，参与度不断提高，交割量逐步放大，7月、10月、11月、12月交割量分别为640吨、740吨、1380吨、2640吨，累计达到5720吨。此外，郑商所于今年三季度将苹果期货交割服务机构数量由原有的19家增加至23家，基本覆盖我国苹果主要产区。

## 果农果企“尝甜头”

与会人士认为，今年10月以来，苹果期货促进和推动产业升级的作用开始逐步显现。“苹果期货的出现，使得现货企业在经营模式上有了新的变化，期货的价格发现功能初步发挥，现货企业开始利用期货工具管理新产季价格波动风险，产业主体逐渐重视苹果国标要求和期货标准化分级理念，仓单融资、场外期权等金融衍生工具开始为企业提供金融服务。”陕西华圣果业的执行总经理彭小强在会上表示。

郑商所相关负责人表示，下一步将从五方面做好市场服务工作。一是联合相关主产地地方政府、行业协会等有针对性地开展市场培育工作，提高产业参与度，同时总结苹果期货服务产业典型案例，通过市场活动进行重点宣传介绍，提高市场培育效果。二是针对目前市场对于苹果期货认知存在差异的情况，加大宣传力度，普及现货知识，帮助市场正确认识苹果期货。三是广泛开展分析师培训、视频讲座等活动，做好投资者教育，提醒投资者理性参与。四是持续关注新产季期货合约运行情况，及时了解现货市场价格及产业主体需求，持续做好苹果期货合约规则修订完善工作，夯实苹果期货功能发挥基础。五是做精做实苹果“保险+期货”试点建设工作，并加强宣传提高政府参与力度。

## 记者观察

分析人士指出，近期全球市场波动加剧，推升市场避险需求，同时，美元指数或难继续大幅攀升，黄金的避险属性重新受关注。

## 回购利率午后“泄气”有玄机

□本报记者 张勤峰

24日，交易所市场上债券回购利率大起大落，午后出现一波明显的回落。交易所市场资金利率为何在午后“泄气”，年底资金面会不会再现类似2017年末的异常上涨？市场人士认为，年底市场资金面局部收紧可能难免，但总体问题不大。

## 上午大涨 午后大跌

24日，交易所市场债券回购利率先扬后抑，上午涨势十分明显，午后则整体回落。

以上交所债券质押式回购利率为例，24日上午，1天、2天、3天等超短期品种高位走高，最高时成交到4.5%-4.6%一线，较前一交易日收盘时上涨60至70基点；4天期品种更一度大涨386基点，最高成交到7.6%，创下6月29日以来新高；7天期品种一度上涨超过220基点，最高成交到8.39%，创6月26日以来新高。

## 无系统性风险

事实上，近期不同交易场所乃至不同期限的资金利率走势呈现较大分化。

当前银行间市场资金面总体较为平稳，甚至偏宽松。24日，银存间隔夜回购利率下行近19基点至2.26%；代表性的7天期回购

利率也只上涨不到5基点至2.63%，无论是上行幅度还是上行后绝对值，都处于较低水平。与银行间同期限品种相比，交易所市场回购利率要高出不少。

当前资金市场上上涨最明显的仍是跨年品种，年内到期品种以及1个月以上期限的资金需求并不强。

这些现象表明，当前资金面波动主要是结构性问题。分析人士表示，随着年底财政支出增多，可形成大量流动性供给，只要银行体系总量有保障，资金面不大可能出现持续的大幅紧张。不过，年底市场资金面仍难免出现波动，尤其是交易所市场，受监管考核影响，年底银行向非银机构出借资金意愿不强，流动性容易出现分层现象，非银机构往往成为推高资金利率特别是交易所资金利率的边际力量。

往后看，银行体系流动性总体有望维持充裕，但局部资金供求可能出现紧张，这一现象在跨年后终将得到缓解。

## 业内人士：2019年债券将延续牛市

□本报记者 王姣

风险的情况下，下一阶段，中国宏观经济面临的下行压力仍然较大。展望2019年，基于未来经济下行压力依然较大，“宽货币”传导到“宽信用”具有较长时滞的判断，债牛下半场行情值得继续期待，收益率仍有下行空间。

第一创业证券董事总经理、资产管理部负责人尹占华补充称，中国经济长期会大体呈L型震荡下行，基本面对债市长期是有利的。此外，政府要解决民营企业和小微企业融资难、融资贵的问题，所以从政策的角度来说，也会引导利率进一步下行。

南京银行资产管理业务中心副总经理张兰表示，制约2019年债券牛市演绎的核心矛盾依然存在，比如中美周期的不同步，“保汇”有现实压力，还有在债务去化的过程中经济下行的压力与政策的实施之间会有一个博弈的过程。“我们仍然看多明年债券市场。债券牛市的深度则取决于央行的政策在公开市场操作利率上的松动程度。”张兰表示。

## 债牛仍将延续

此次论坛上，与会嘉宾围绕“2019年债市及投资策略展望”议题开展了精彩的探讨，多数专家对债牛延续的判断达成一致。

第一创业证券股份有限公司总裁王芳表示，2018年金融监管经历了从“去杠杆”到“稳杠杆”的过程，在内需和外需均面临走弱

## 把握结构性机会

市场人士认为，2019年基本面利好债市延续，但经济刺激政策不断出台，如果刺激政策超预期的话，对债券市场就会带来较大扰动。总的来看，明年债券市场同时面临机遇和风险，投资者可把握结构性机会。

中国农业发展银行资金部总经理刘光辉在论坛上表示，“2019年预计基本面发生大的变化的概率较小，市场形势在国内外多重因素作用下肯定会变，机遇与风险并存，存在投资盈利的空间。投资者应保持战略定位，优化完善投资策略，以不变应万变。”

尹占华同时表示，“站在目前时点看明年债券市场，我们谨慎乐观，利率债和超AAA级信用债收益率下行空间有限，配置中高等级信用债更稳妥。但债券久期不宜过长，以配置资质较好的中高等级信用债换取票息和杠杆套利为主，以交易利率债和超AAA级信用债为辅。”

尹占华同时表示，“站在目前时点看明年债券市场，我们谨慎乐观，利率债和超AAA级信用债收益率下行空间有限，配置中高等级信用债更稳妥。但债券久期不宜过长，以配置资质较好的中高等级信用债换取票息和杠杆套利为主，以交易利率债和超AAA级信用债为辅。”

此外，当前美国部分联邦政府部门停摆，持续时间尚不明确，预计对金价起到一定支撑。根据中金公司对美国政府停摆期间的分析，1976年—2017年，美国政府合计停摆17次，平均停摆天数7.4天，波动范围1—21天，停摆时间越短，对金价影响幅度越小。

郭朝辉指出，近期油价超跌持续打压通胀预期，导致美债实际利率对金价支撑有限，谨慎看好短期黄金价格。长期来看，通胀对金价的影响可能偏向支撑，预计2019年金价可能上行至1320美元/盎司。前期美债真实利率下行对金价起到推动作用；随着油价回落，通胀预期大幅下行，对金价的支撑相对有限。基于此判断，谨慎看好短期内黄金价格走势。

## 避险情绪升温 黄金重获青睐

□本报记者 王朱莹

济疲弱仍然对美元有利多支撑。目前短期经济数据方面，美国明显好于欧洲。从货币政策差异看，欧洲央行虽然结束QE，但随着通胀预期走低，加息遥遥无期。总体美元指数多空交织，维持宽幅震荡的判断。

中金公司分析师郭朝辉表示，近期全球市场波动加剧，推升市场避险需求。美元指数或难继续大幅攀升，黄金的避险属性重回视野，预计黄金的避险需求将重回视野，对黄金价格起到支撑