



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

王建锋

投资咨询证号：
Z0010946
wjianfeng@nawaa.com

孙 啸

从业证书编号：
F3054383
sunxiao@nawaa.com

震荡下的估值修复

摘要

2021 年一季度是一个冲高回落的走势，在有色和原油的上涨带动下，工业品出现了一波上涨，但是，在 3 月份都纷纷回落。目前整体商品市场面临一个高估值的水平，后续需求能否有效回升是一个值得关注的地方。从大势的研判来说，我们认为商品市场整体将会进入宽幅震荡。关注高利润的工业品的空头机会，以及部分农产品的估值调整行情。从套利角度来看，由于一季度的正套大幅透支了未来，可以关注远月的反套行情。具体策略介绍，详见正文。

目录

第 1 章	一季度高位震荡.....	4
第 2 章	策略推荐.....	4
2.1.	钢厂利润.....	5
2.2.	油脂反套.....	7
2.3.	玻璃和纯碱.....	9
2.4.	动力煤.....	10
2.5.	豆粕和菜粕套利.....	11
第 3 章	2021 年一季度策略运行总结.....	12
	免责声明.....	14

图表目录

图 1.1 南华商品指数	4
图 2.1 2021 年一季度各板块指数变化对比图	5
图 2.1.1 螺纹周度产量	5
图 2.1.2 热卷周度产量	6
图 2.1.3 螺纹社会库存	6
图 2.1.4 钢厂盘面利润	7
图 2.2.1 三大油脂库存	7
图 2.2.2 沿海大豆库存	8
图 2.2.3 豆油 9-1 价差图	8
图 2.2.4 棕榈油 9-1 价差图	9
图 2.3.1 玻璃 2109 日 K 线图	10
图 2.3.2 纯碱 9-1 价差	10
图 2.4.1 动力煤 2105 日 K 线	11
图 2.5.1 豆粕菜粕 09 价差	11
图 2.5.2 沿海油厂豆粕库存	12
图 2.5.3 油菜籽库存	12
图 3.1 套利型策略	13
图 3.2 趋势型策略	13

第1章 一季度高位震荡

在 2021 年一季度，我们看到有色和化工板块、油脂板块出现持续大幅上涨。有色和化工，主要是原油和有色金属的通胀逻辑，全球笼罩在美国放水的通胀预期下，商品供需的影响暂时减弱；油脂主要是因为需求改善，现货基差推动正套超预期走强。但是，板块之间也有所分化。在一季度里，我们总体上采取了两类策略，一是套利策略，因为在高位震荡市里，套利策略具有优势。二是波段策略，阶段性地买强抛弱。因为市场在高位震荡的时候，出现单边趋势大幅行情的概率不大。

图 1.1 南华商品指数



资料来源：文华财经 南华研究

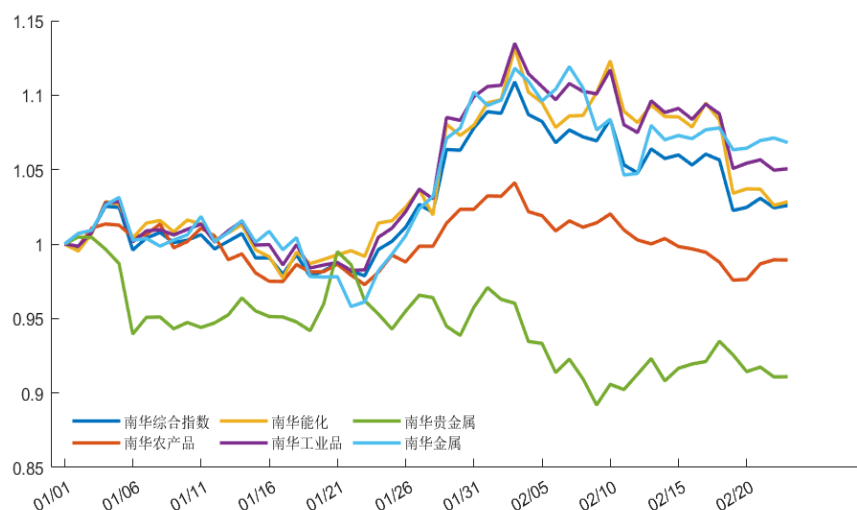
那么，在接下来的时间里，我们认为，市场大概率仍然会以宽幅震荡为主。排除突发事件冲击的情景，那么，我们认为套利策略仍然是可以重点参与的思路。可以从以下几个角度思考：

- (1) 政策支持的对冲套利，比如钢厂利润；
- (2) 政策支持思路需求确定性增加，会导致油脂库存重建、饲料需求增加；对于高估值的正套重点关注。
- (3) 随着疫苗普及，全球开放可期，纺织上游可以关注。

第2章 策略推荐

2021 年是通胀预期和供需基本面相互占据上风的一年，一方面是货币宽松，一方面也是商品生产利润较高。远期供需利空商品价格。我们认为，在一季度主要是释放多头情绪，表现形式主要是正套和单边的上涨形式。二季度将会出现部分品种的分化和调整。关注以下几个品种或策略：(1) 钢厂利润，螺纹 2110 合约和铁矿石 2109 合约的比值；(2) 饲料需求确定性增加，油脂供需紧张的局面或将缓解，库存重建只是时间问题；建议关注油脂高位的反套；(3) 生产利润较高，且出现顶部形态的工业品种，比如玻璃和纯碱、以及它们的套利。

图 2.1 2021 年一季度各板块指数变化对比图

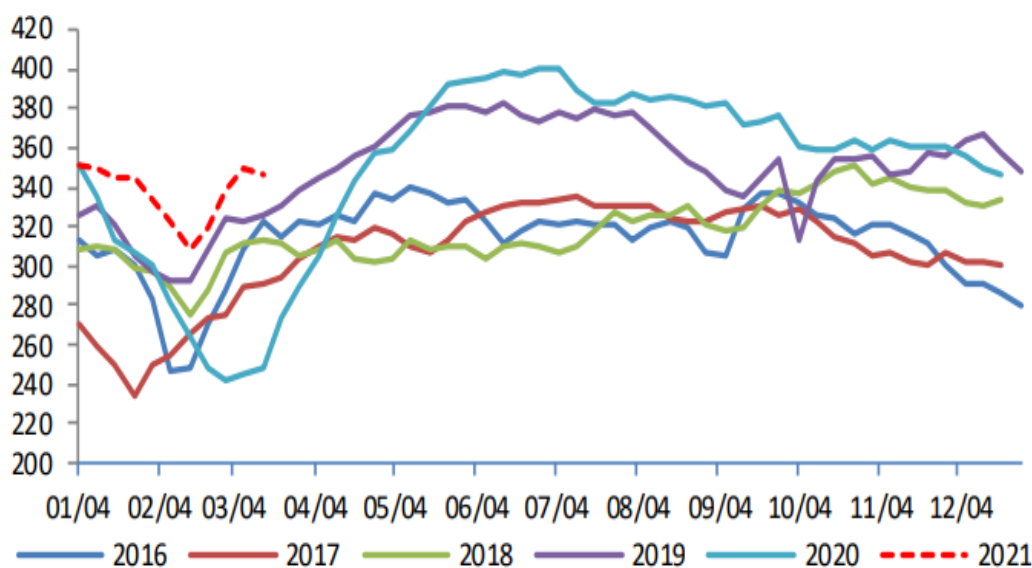


资料来源：南华研究

2.1. 钢厂利润

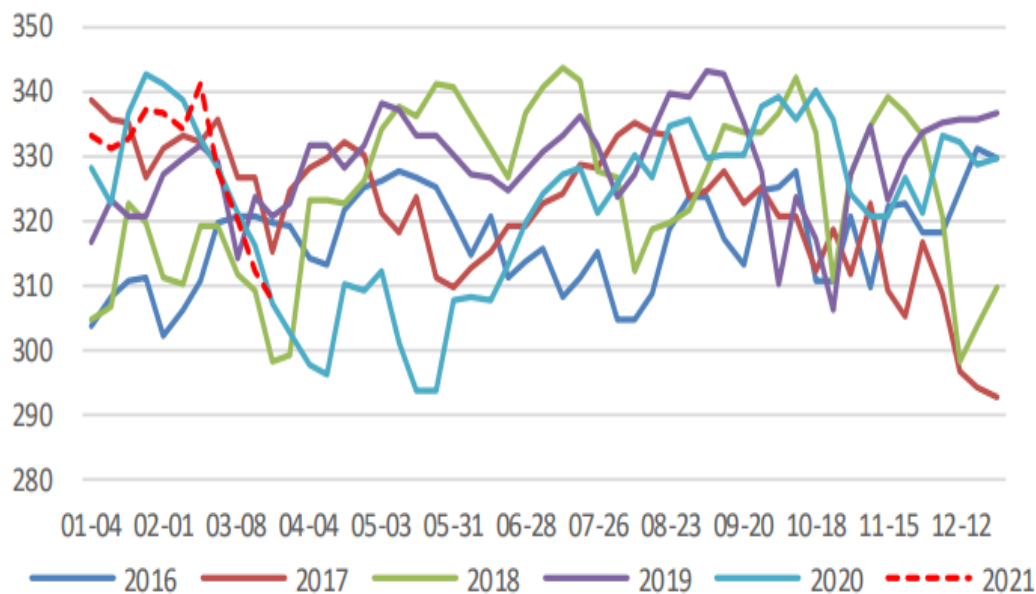
在“碳达峰”、“碳中和”背景下，缩减粗钢产量的措施逐步落实，高炉限产趋严，对其上游原材料造成实质性利空，而原材料价格在上一波行情中攀升至绝对高位也给出了较高的安全边际。目前国内钢材库存阶段性拐点出现，且海外制造业持续景气钢材价格仍在高位，均对钢材价格有所支撑。这种情况下成材或较原材料更抗跌。目前钢厂利润已回升明显，钢厂盘面利润保持升水结构，未来或仍有上升空间。

图 2.1.1 螺纹周度产量



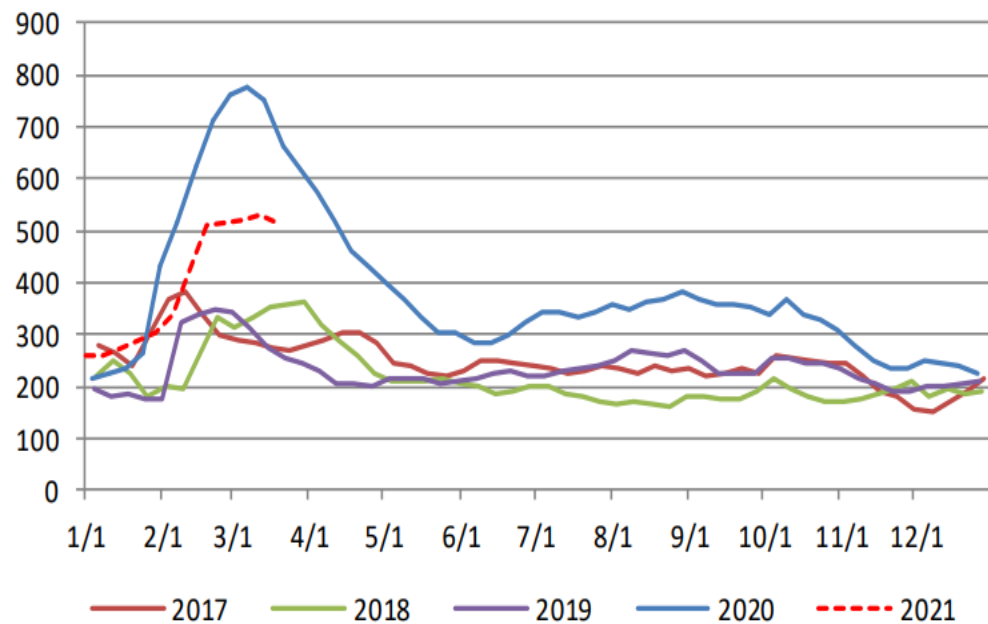
资料来源：WIND 南华研究

图 2.1.2 热卷周度产量



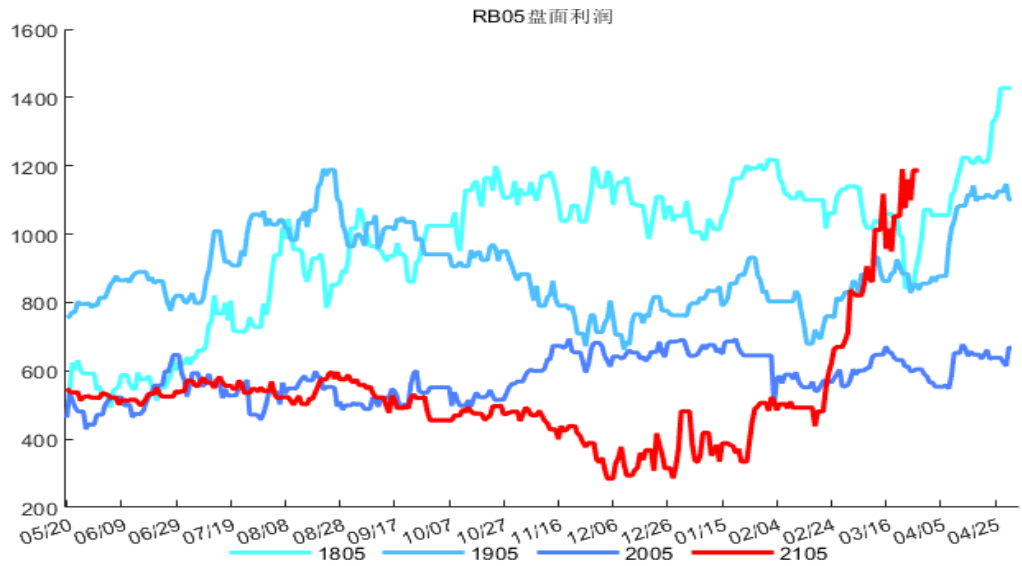
资料来源: WIND 南华研究

图 2.1.3 螺纹社会库存



资料来源: WIND 南华研究

图 2.1.4 钢厂盘面利润



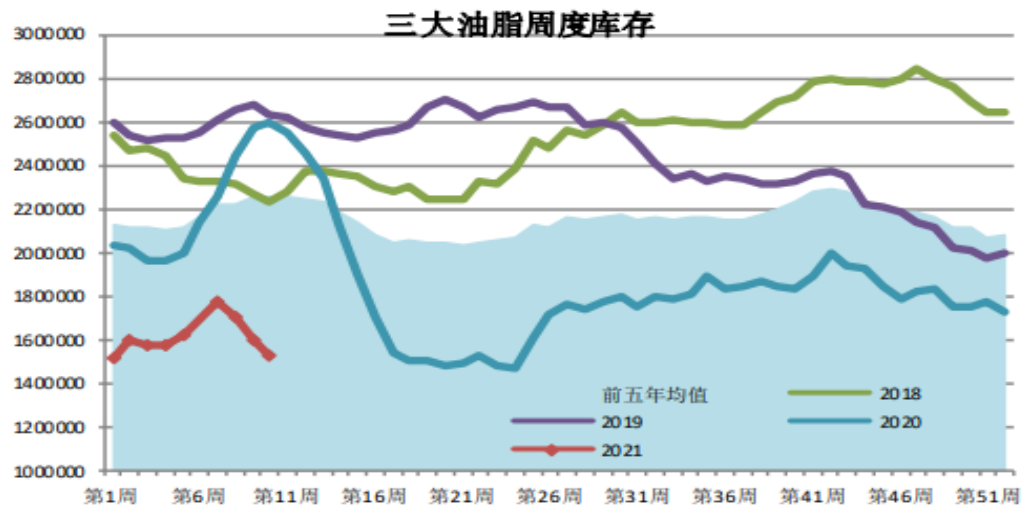
资料来源：WIND 南华研究

2.2. 油脂反套

油脂上轮行情受低库存、天气炒作以及巴西大豆种植进度偏慢美豆阶段性紧缺等因素影响，其价格已在高位。随着利多逐步兑现，在进口大豆供应充足基础上未来国内油脂库存大概率保持逐步重建节奏，且未来巴西大豆丰产概率大，美豆种植面积增加已成定局。油脂供需边际转弱概率加大。目前油脂品种的月间结构普遍近月升水程度达季节性高位，但也需警惕当下现货坚挺基差较大，未来或可关注反套。

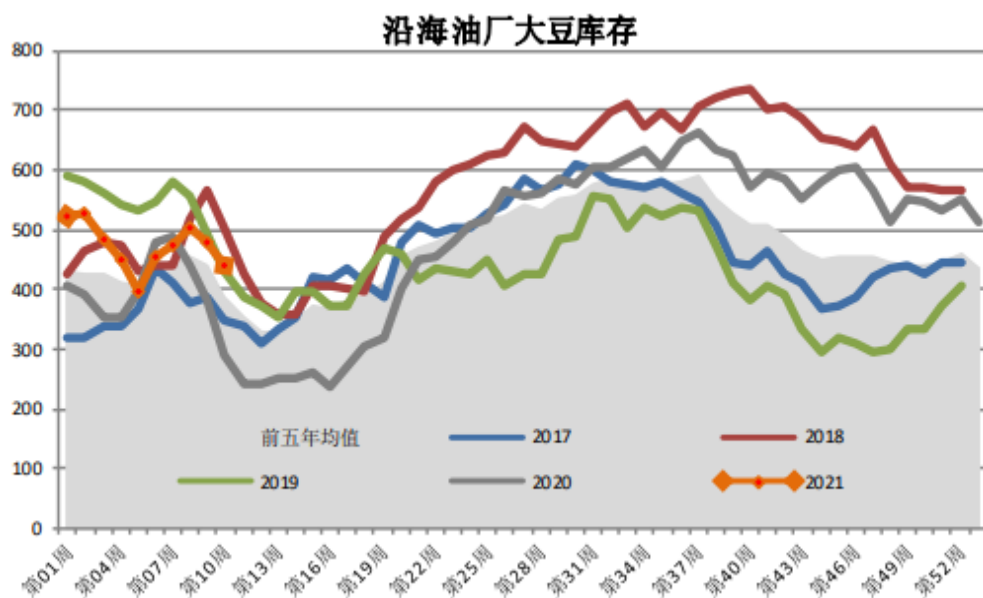
风险点：天气炒作、餐饮需求超预期

图 2.2.1 三大油脂库存



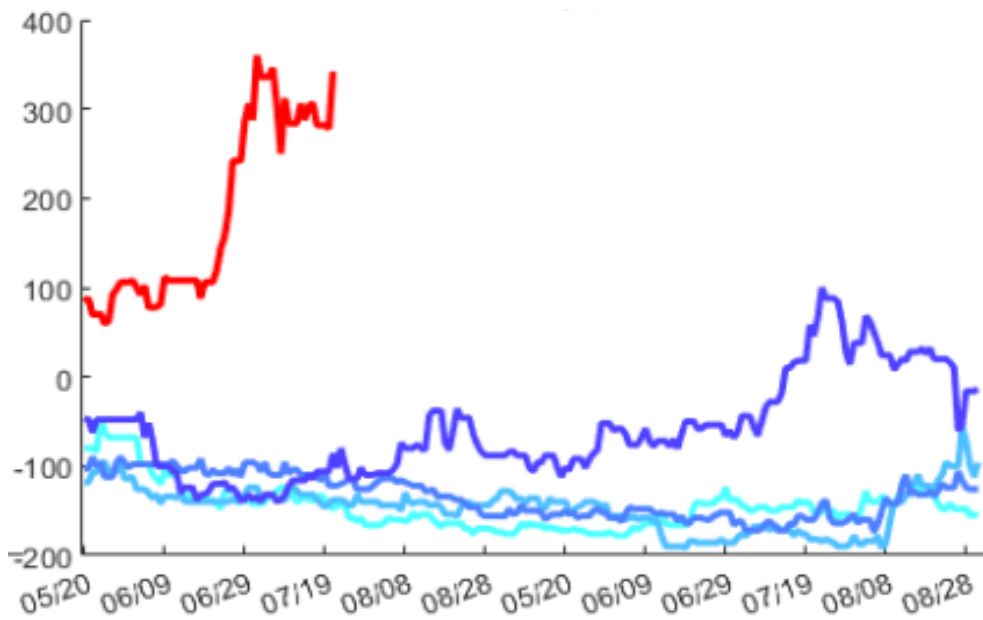
资料来源：WIND 南华研究

图 2.2.2 沿海大豆库存



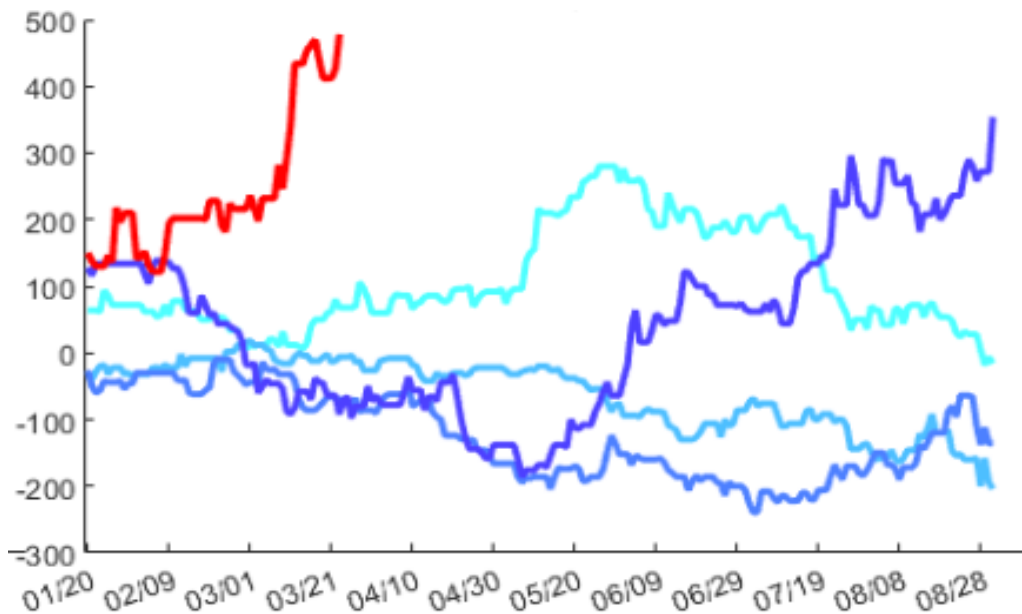
资料来源：WIND 南华研究

图 2.2.3 豆油 9-1 价差图



资料来源：WIND 南华研究

图 2.2.4 棕榈油 9-1 价差图



资料来源：WIND 南华研究

2.3. 玻璃和纯碱

一季度玻璃和纯碱的上涨，有类似的逻辑，供需方面受制于环保和电力影响。然而，玻璃由于产量较高，对纯碱的需求旺盛。纯碱的上涨，属于估值回归的类型。而玻璃的上涨，主要是由于需求较好。总体来说，是需求驱动的上涨。需求驱动的上涨，具有明显的季节性。且目前玻璃生产利润较高，一旦需求阶段性回落，玻璃价格将会面临调整。不建议追高，在出现持续背离的结构信号，可以逢高做空试探。

在时机的把握上，可以参考集中经典的顶部结构。比如双顶放量突破失败，或单日放量突破失败，或价差结构出现典型的背离等等。都可以作为参考。在操作层面上，必须要注意风险敞口管理。

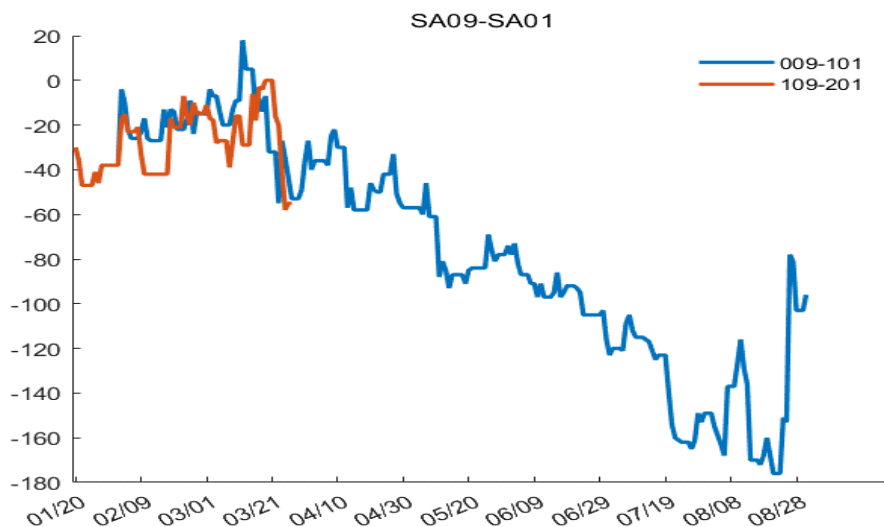
相对于玻璃而言，纯碱的产能调整更加灵活一些。尽管纯碱有需求支撑，但是纯碱的供应调整的周期会较短一些。因此，在玻璃和纯碱的价差或比值出现持续背离后，就必须要注意纯碱追高的风险了。

图 2.3.1 玻璃 2109 日 K 线图



资料来源：WIND 南华研究

图 2.3.2 纯碱 9-1 价差



资料来源：WIND 南华研究

2.4. 动力煤

动力煤的供需格局，对外的依赖度相对较低，按照近几年的数据，约 10%左右的消费量需要进口来补充。动力煤未来可能会受到季节性需求旺季的影响，在环保等因素的影响下，动力煤或许会出现持续走高的情况。但是，动力煤作为化工品的源头，期待它持续高位是不现实的。动力煤目前的价格已经处于历史高位，若有利多消息，可能会是多头出货的节点。不建议大幅度做多，在盈亏比方面并不划算，可以考虑在背离结构后逢高做空远月合约。关键信号可能是动力煤 5-9 价差出现背离。

图 2.4.1 动力煤 2105 日 K 线



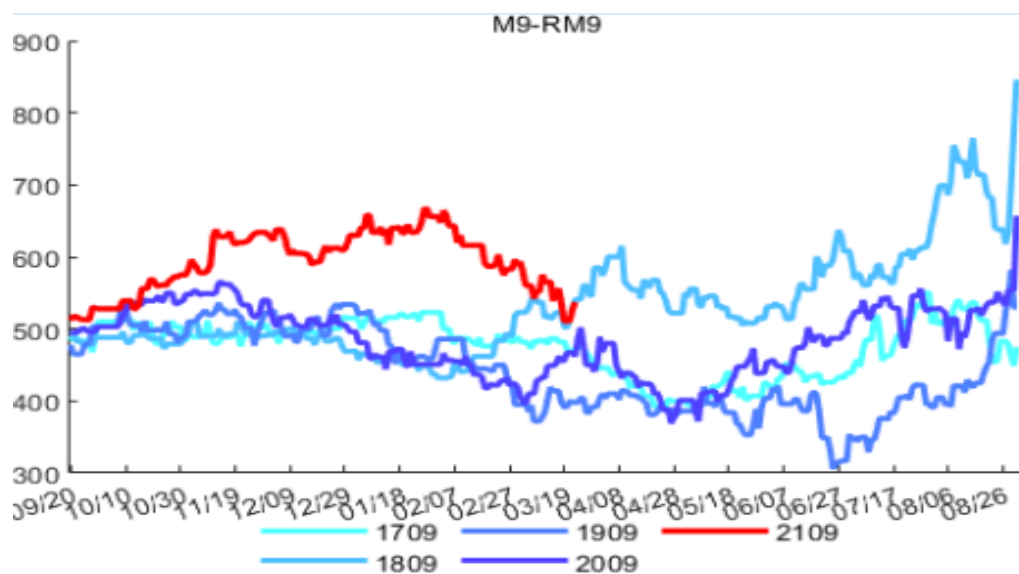
资料来源：WIND 南华研究

2.5. 豆粕和菜粕套利

在豆菜粕上轮行情中，猪瘟零星出现以及饲料需求季节性走弱使得豆粕库存回升较快，叠加油厂倾向于挺油价等因素使得豆粕价格逐步走弱。同时，菜籽供应始终受制于中加关系而偏紧，且随天气转暖下游水产养殖存恢复预期。因此，豆菜粕价差自高位顺畅下探。但是，生猪存栏不断恢复的趋势难以转变，对豆粕的需求有较强支撑。另外，夏季水产类饲料需求存季节性走弱可能。因此或可关注多豆粕空菜粕套利。

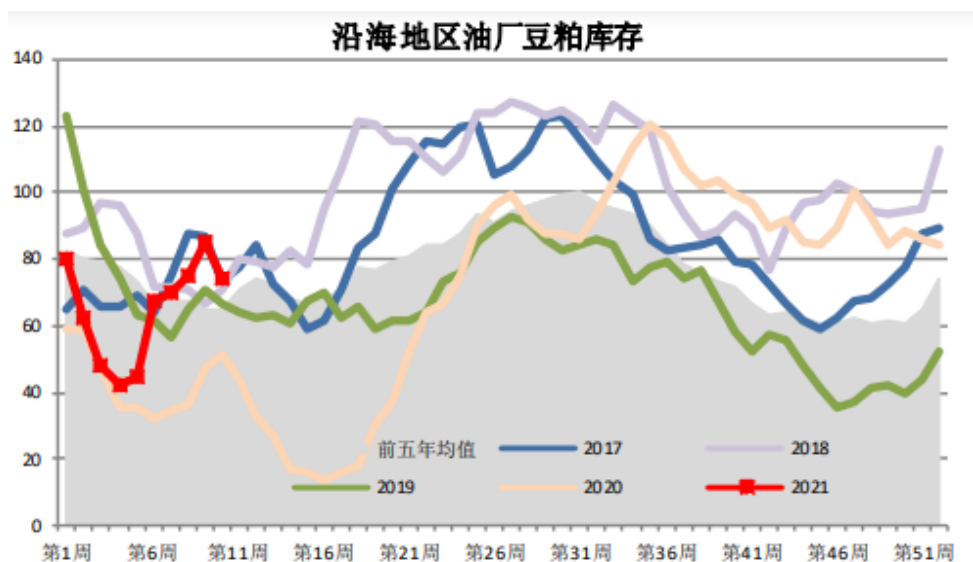
风险点：生猪存栏回升不及预期、中加关系变化

图 2.5.1 豆粕菜粕 09 价差



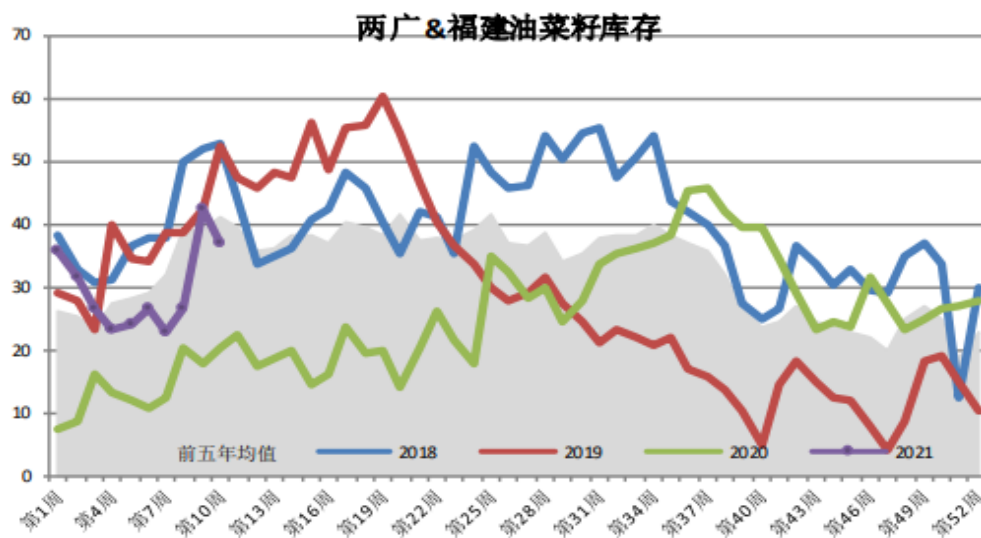
资料来源：WIND 南华研究

图 2.5.2 沿海油厂豆粕库存



资料来源：WIND 南华研究

图 2.5.3 油菜籽库存



资料来源：WIND 南华研究

第3章 2021 年一季度策略运行总结

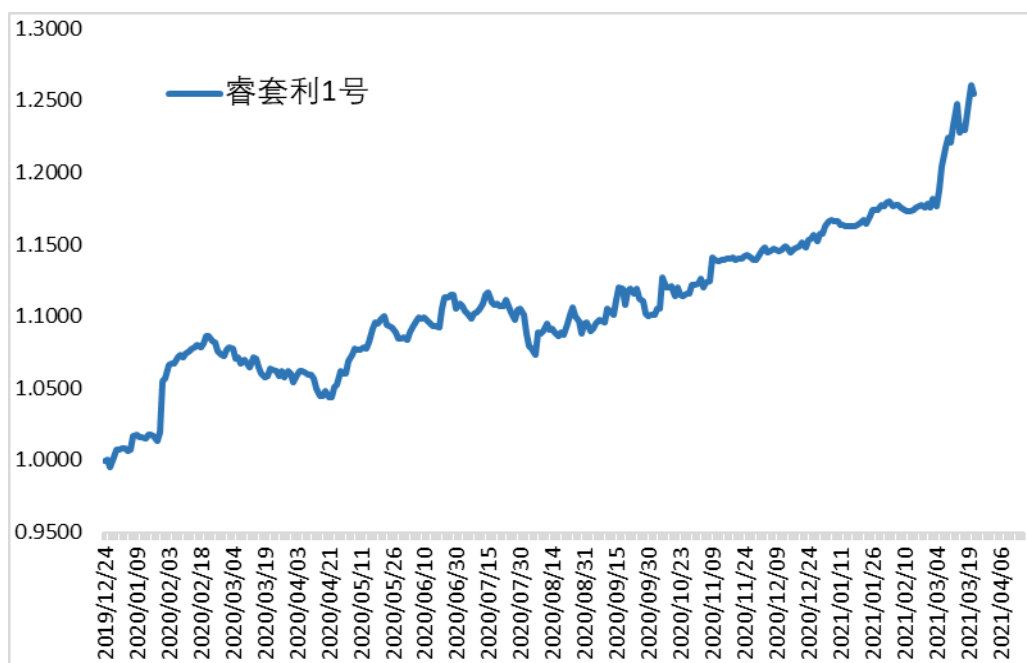
在一季度里，我们总体上采取了两类策略，一是套利策略，因为在高位震荡市里，套利策略具有优势。二是波段策略，阶段性地买强抛弱。因为市场在高位震荡的时候，出现单边趋势大幅行情的概率不大。

我们通过每日策略报告，向大家公布了策略逻辑和执行情况，并展示每日的净值变化和策略操作更新，为客户提供了更为直接的交流方式。在既定的策略模式下，结合相匹配的资金管理方法，我们一季度获得了一些收益。其中，套利策略主要在钢厂利润、鸡蛋反套、豆棕套利上面斩获了一些利润。

趋势策略，主要在豆粕、油脂、玻璃、动力煤等品种上斩获一些利润。

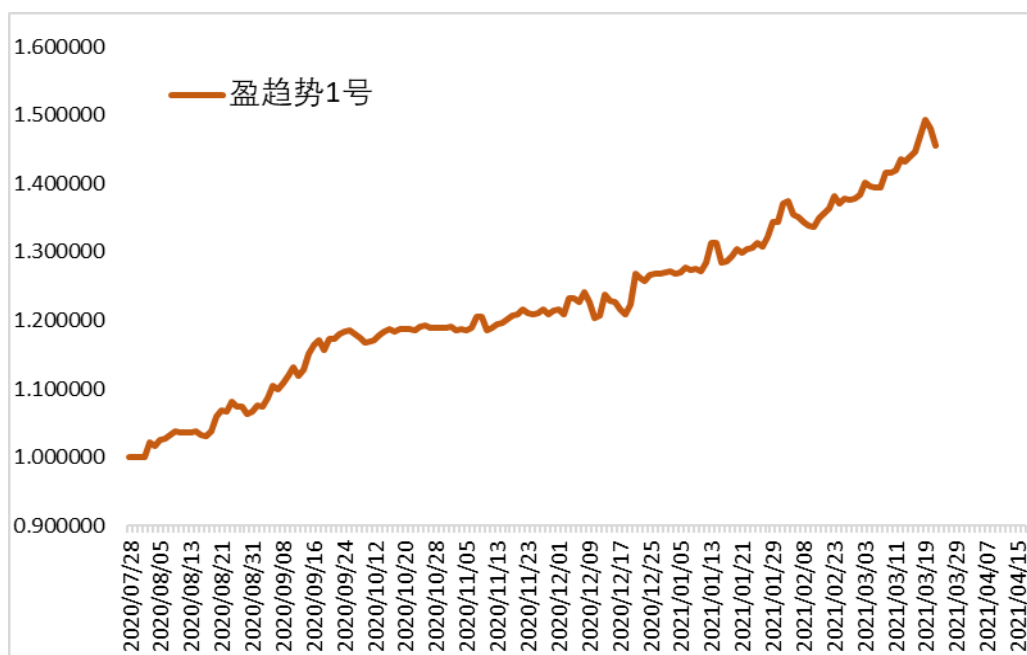
我们会在收盘后，通过每日策略的方式向大家推送策略。如果想要更为丰富的策略推送，可以通过客服电话联系研究所策略部，我们将提供更全面、更及时的策略服务。

图 3.1 套利型策略



资料来源：南华研究

图 3.2 趋势型策略



资料来源：南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点