



Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所  
投资咨询业务资格：  
证监许可【2011】1290号

王建锋  
投资咨询证号：  
Z0010946  
wjianfeng@nawaa.com

## 累库周期下的套利

### 摘要

2022年第三季度的震荡行情主要是由于金融市场领先而实体经济还没有来得及出现库存累积的事实。随着9月和11月合约的交割，低库存的逻辑将会阶段性结束。随着实体经济需求衰减的事实传递至上游，大宗库存累积慢慢兑现了后，远月合约将会出现相应的期限结构的扭转，以应对不同库存状态下的期限结构。因此，本次季度报告，我们提出的策略思路，主要围绕着库存状态扭转后的价差策略。具体详见正文。

 **南华期货** | 股票代码  
NANHUA FUTURES | 603093

**边际背离下的  
市场博弈**

南华期货2022年四季度策略展望  
2022.10.11-10.14

 南华期货订阅号

 南华期货视频号

 南华期货APP

## 目录

第 1 章	引言及策略思路 .....	4
第 2 章	策略推荐 .....	4
2.1.	豆粕跨期套利 .....	5
2.2.	纯碱跨期套利 .....	5
2.3.	橡胶反套 .....	6
2.4.	棕榈油和豆油的价差 .....	7
2.5.	铁矿石 1-5 价差 .....	9
第 3 章	2022 年三季度策略运行总结 .....	11
	免责声明 .....	12

## 图表目录

图 1.1 南华商品指数 2022 年上半年日 K 线 .....	4
图 2.1.1 豆粕 2301-豆粕 2305 价差 .....	5
图 2.2.1 纯碱库存 .....	6
图 2.2.2 玻璃库存 .....	6
图 2.3.1 橡胶 2301-2305 价差 .....	7
图 2.4.1 豆油 2301 和棕榈油 2301 价差 .....	8
图 2.4.2 豆油库存 .....	8
图 2.4.3 棕榈油库存 .....	9
图 2.5.1 铁矿石 1-5 价差 .....	9
图 2.5.2 铁矿石 45 港口库存 .....	10
图 3.1 睿盈 1 号 .....	11

## 第 1 章 引言及策略思路

2022 年三季度，主要是以震荡行情为主，一方面是自 6 月初的大跌后，市场在 7 月中旬就开始震荡整理行情；另一方面，全球国际形势不明朗，通胀和经济衰退，以及货币政策的不确定性，令大宗商品的价格无法在短期内出现方向选择。更重要的是，在 6 月份中下旬这一波急跌行情后，实体经济的库存还没有出现相应的验证，也就是说，实体经济或产业的库存仍然处于低水平，还尚未出现累库的事实。金融市场一般会领先 3-6 个月不等，因此，我们也可以发现，在 7 月 15 日第一波下跌见底后，09 合约和 11 合约走势依然偏强，因为部分品种的库存仍然处于低位，现货价格依然坚挺。所以，从 7 月 15 日开始的大宗市场反弹，主要的驱动逻辑就是 09 合约和 11 合约的基差回归逻辑。

然而，随着实体经济需求衰减的事实传递至上游，大宗库存累积慢慢兑现了后，远月合约将会出现相应的期限结构的扭转，以应对不同库存状态下的期限结构。因此，本次季度报告，我们提出的策略思路，主要围绕着库存状态扭转后的价差策略。

图 1.1 南华商品指数 2022 年前三季度日 K 线



资料来源：WIND 南华研究

在品种筛选方面，主要选择三季度库存仍然阶段性偏低的品种，比如油脂、饲料、纯碱等等。我们认为，8 月-9 月份的反弹整理行情，主要驱动来自于部分近月合约的基差回归驱动，这个驱动逻辑具有有限性，但是，也具有一定风险，因为一旦实体经济累积库存的节奏放慢了，那么，会影响到远月合约的贴水修复的预期。市场将会重新调整品种的期限结构。

## 第 2 章 策略推荐

我们根据上文提供的策略思路，我们提供分别提供几个策略供参考。

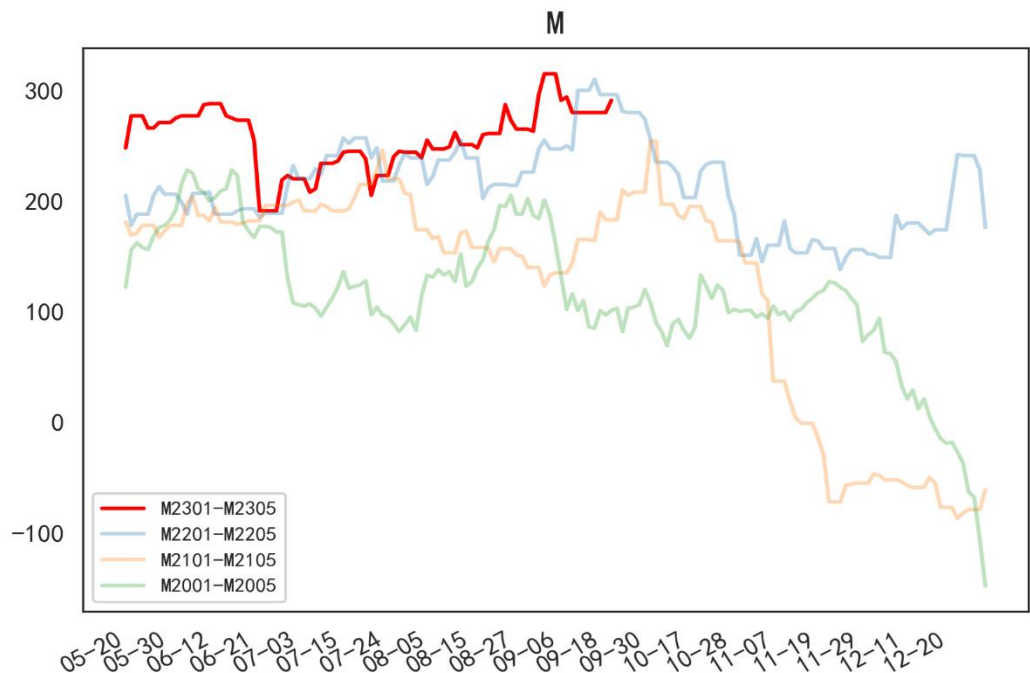
## 2.1. 豆粕跨期套利

豆粕跟美豆的涨跌有着密不可分的联系，旧作大豆的库存偏低，导致了美豆 2208 和 2209 合约出现了挤仓行情。但是，新作大豆在 10 月份批量上市后，供应紧缺的状况将会显著改善。国内的情况也是类似，国内油厂压榨量偏低，主要是国内进口大豆的量在缩减，压榨量有限，叠加高温停电的冲击，在 7-8 月份里，相比去年压榨量明显偏少，这导致豆粕的供应相应下降。

因此，我们看到豆粕 2209 合约、豆粕 2211 合约，大幅升水于豆粕 2301 合约，主要是因为供应偏少，又叠加了消费旺季，以及国庆长假。下游采购方提前备货。这导致了国庆前豆粕现货价格比较坚挺，但是，这种坚挺具有阶段性或时效性，一旦 10 月份大豆到港后，消费旺季效应消逝后，现货坚挺的局面就难再了。

风险点：美豆到港延后；

图 2.1.1 豆粕 2301-豆粕 2305 价差



资料来源：WIND 南华研究

## 2.2. 纯碱跨期套利

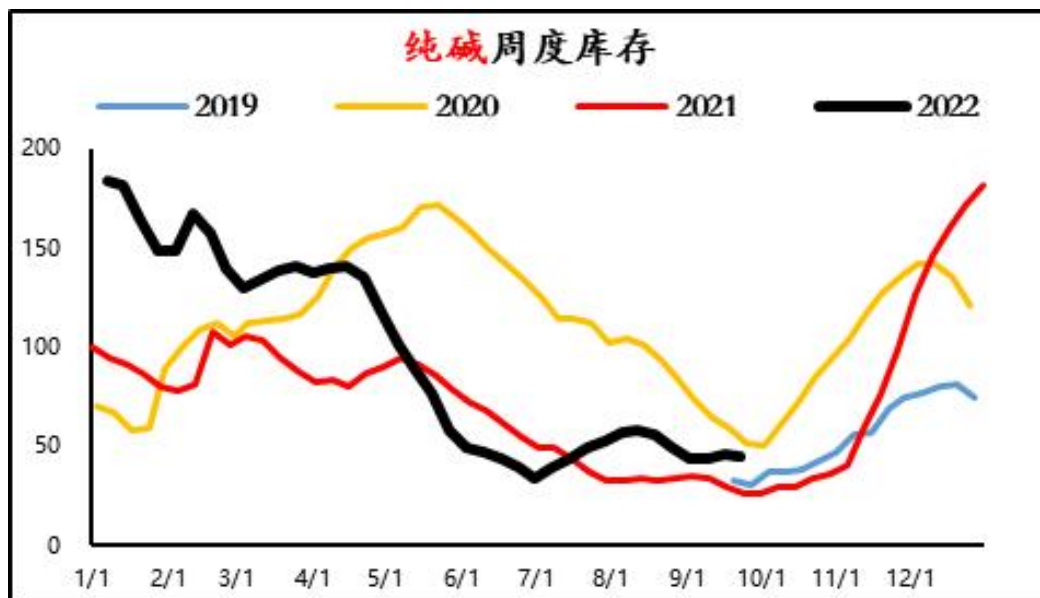
近期我们发现纯碱 2301 和 2305 合约之间的价差有所扩大，主要是由于远月合约比较悲观，而近月合约相对坚挺。但是，看到玻璃的高库存，纯碱保持这种高升水的结构，是比较脆弱的。一旦玻璃厂开始减量生产，那么，纯碱的需求端的逻辑将会坍塌，毕竟当下的需求结构中，纯碱在平板玻璃的占比还是偏大，光伏玻璃虽然需求占比在提高，但是从绝对量而言，一旦平板玻璃生产减少，对纯碱的需求打击是存在的。

另外，从估值角度来说，2021 年纯碱 2201 和 2205 之间的价差，是在能耗双控等极端情况下创造了 450 的价差高度，而这种高度在未来都很难复制。能耗双控的情景下，生产停止，供应缩减，而当下，纯碱 1-5 价差更多的驱动力来自于远月合约偏弱，并不是因为近月供需支撑。我们认为，可

以考虑将纯碱 1-5 价差套利作为关注。

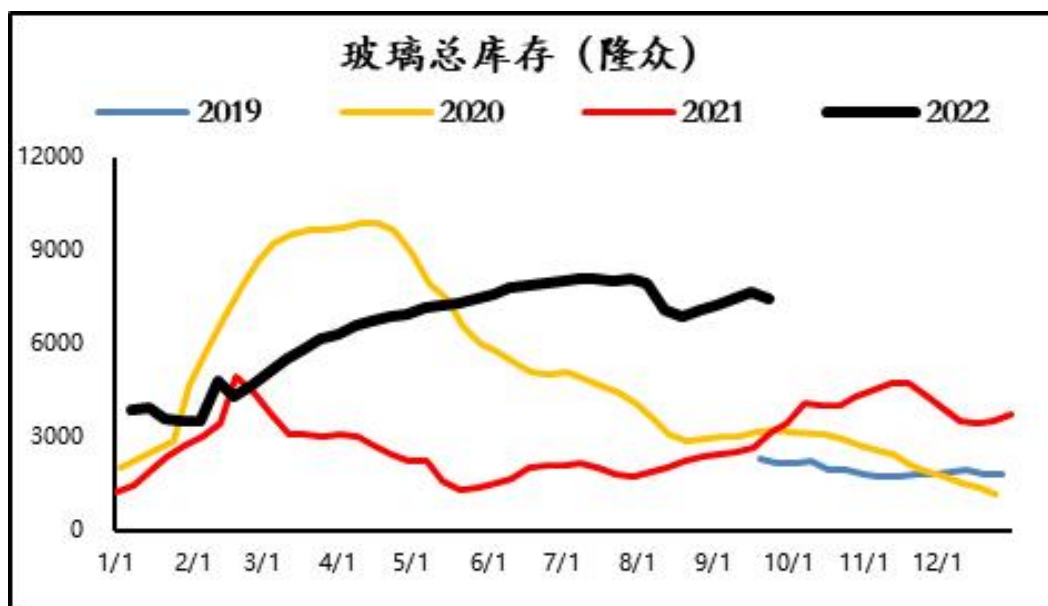
风险点：光伏需求大增、地产需求改善；

图 2.2.1 纯碱库存



资料来源：隆众 南华研究

图 2.2.2 玻璃库存



资料来源：隆众 南华研究

## 2.3. 橡胶反套

在本轮商品大牛市中，橡胶是仅有几个没有出现大幅上涨的品种。这主要是取决于它本身的基本

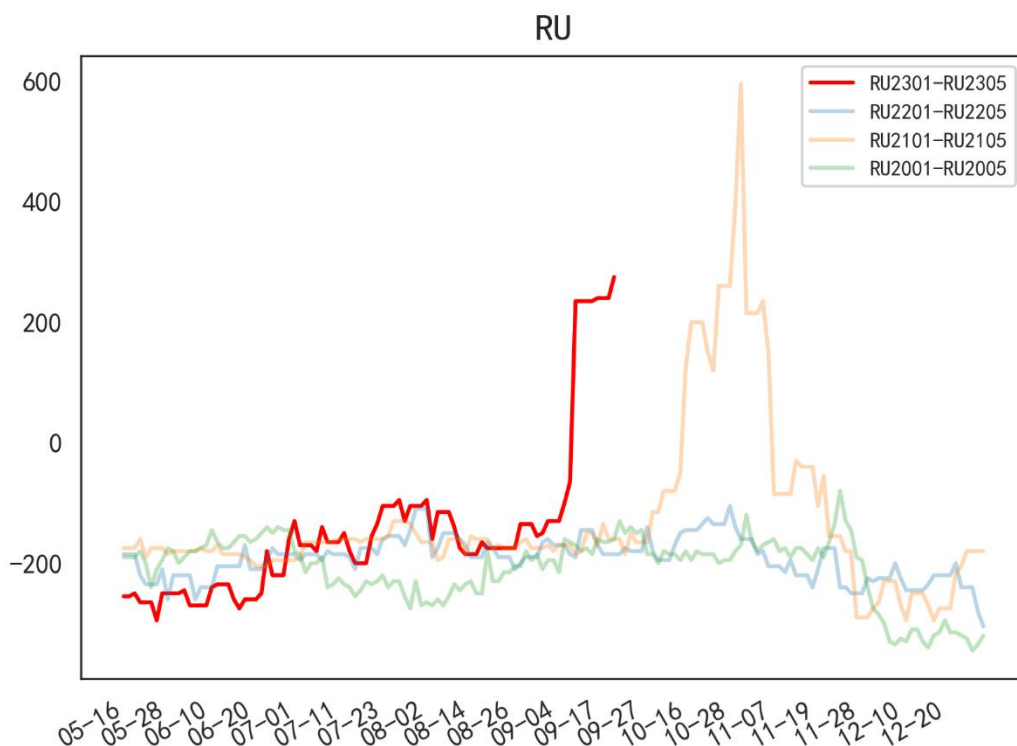
面不佳，供应提升，需求端又因为疫情防控等原因而缩减。也就是市场中常说的供需双弱。但是，我们发现近期橡胶 2301-2305 价差出现快速抬升，但是这种抬升更多来自于短期对供应不确定的担忧，即主要生产国的洪水灾害对产量的影响。

四季度是橡胶的供应集中上市的阶段，对于供需双弱的局面，这种价差的抬升，本身就已经反应出市场对于远月合约仍然存在需求担忧。供应端少量的减少，无法撼动整体供需大格局。

另外，从估值角度而言，2021 年度的同期是因为能耗双控带来的近月高升水。可以此作为估值分水岭，小仓位去搏利润。即，在固定止损空间下，做空 RU2301-2305 的价差；

风险：天气灾害扩大化、防控措施改善；

图 2.3.1 橡胶 2301-2305 价差



资料来源：WIND 南华研究

## 2.4. 棕榈油和豆油的价差

半年度的时候，由于印尼单方面设置了棕榈油出口管制措施，使得全球棕榈油的供应比较紧张，导致了豆油和棕榈油的价差一度达到负 2000 的水平，可以说，棕榈油被严重高估。这种高估是临时管控措施带来的，由于印尼库存累积，且马来西亚棕榈油的生产旺季即将来临，逼迫印尼调整出口措施，由此我们迎来了 6 月份的棕榈油暴跌行情。

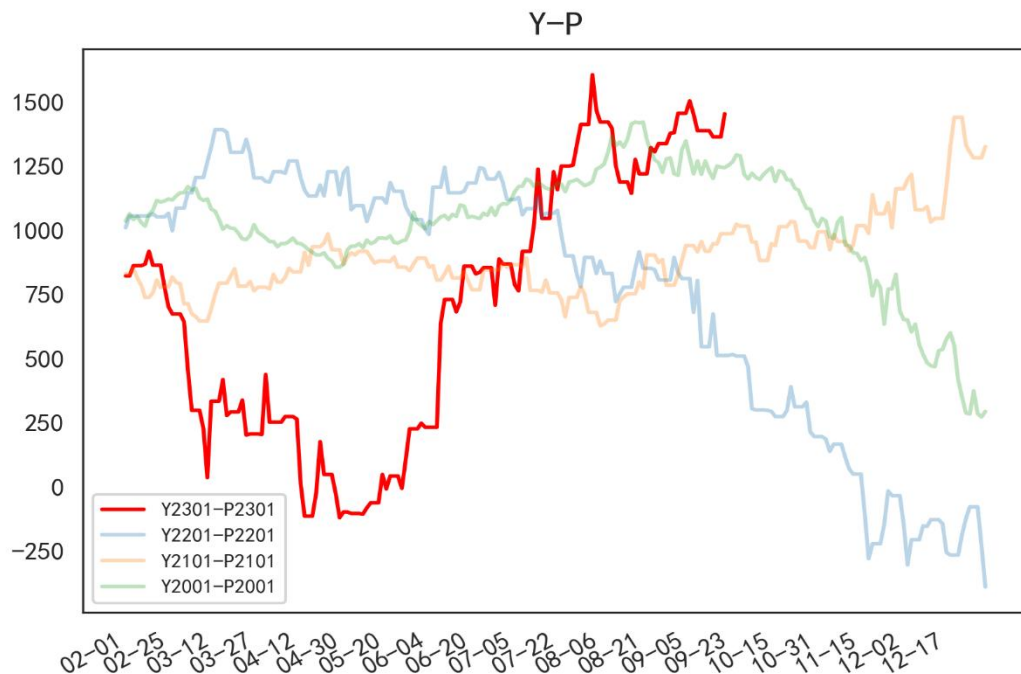
随后，在美豆种植周期，市场对于干旱对北美大豆单产的担忧，令豆系品种的估值得到抬升。而美豆的估值抬升，并不会令豆油和棕榈油价差再度上升，因为影响国内豆油供应的主要原因是压榨量不足，也就是 8-9 月份的大豆到港量偏少，这是短周期的影响因子，会随着美豆大量到港后，得到显著缓解。

另外，从估值角度而言，豆油和棕榈油的价差达到 1600 左右的水平，属于偏高水平。上方空间

有限，适合关注逢高做空的机会。

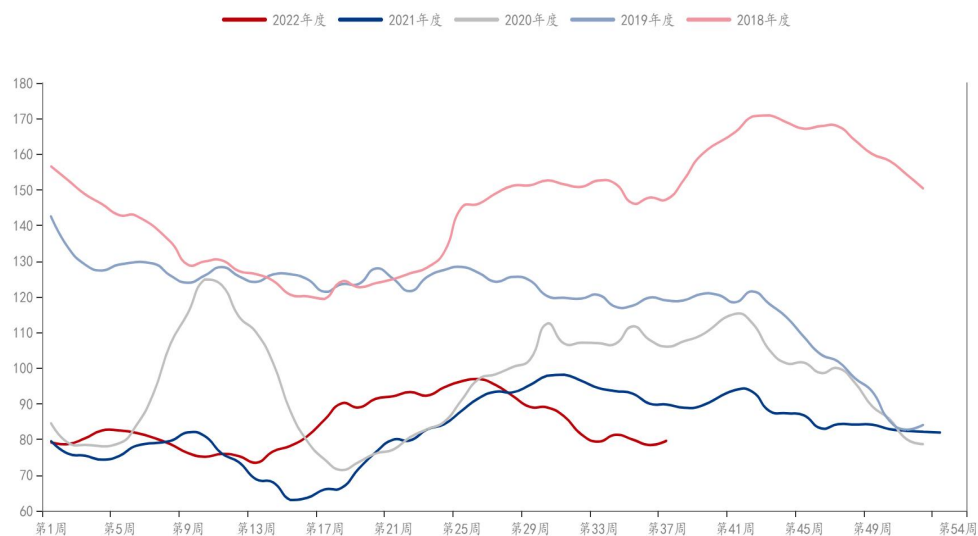
风险点：美豆生产受阻、巴西种植进度受阻；

图 2.4.1 豆油 2301 和棕榈油 2301 价差



资料来源：隆众 南华研究

图 2.4.2 豆油库存

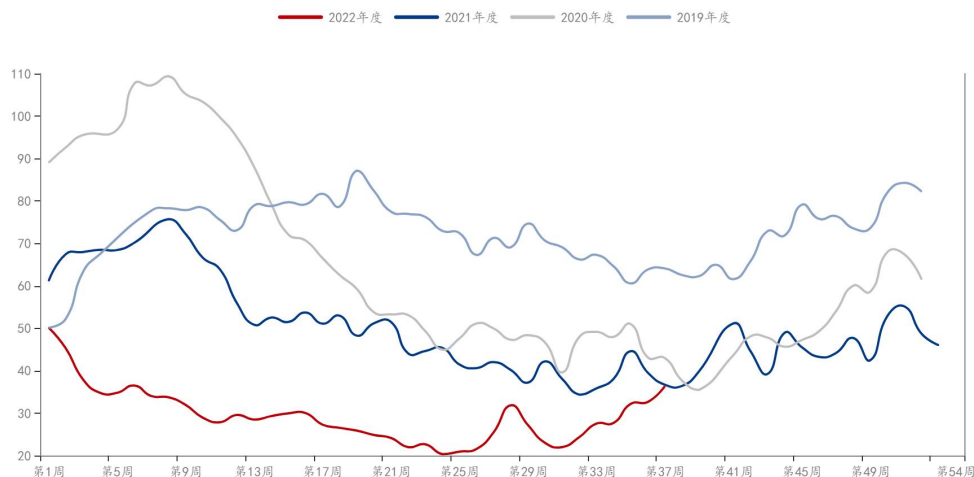


数据来源：钢联数据

资料来源：MYSTEEL 南华研究



图 2.4.3 棕榈油库存



数据来源：钢联数据

资料来源：MYSTEEL 南华研究

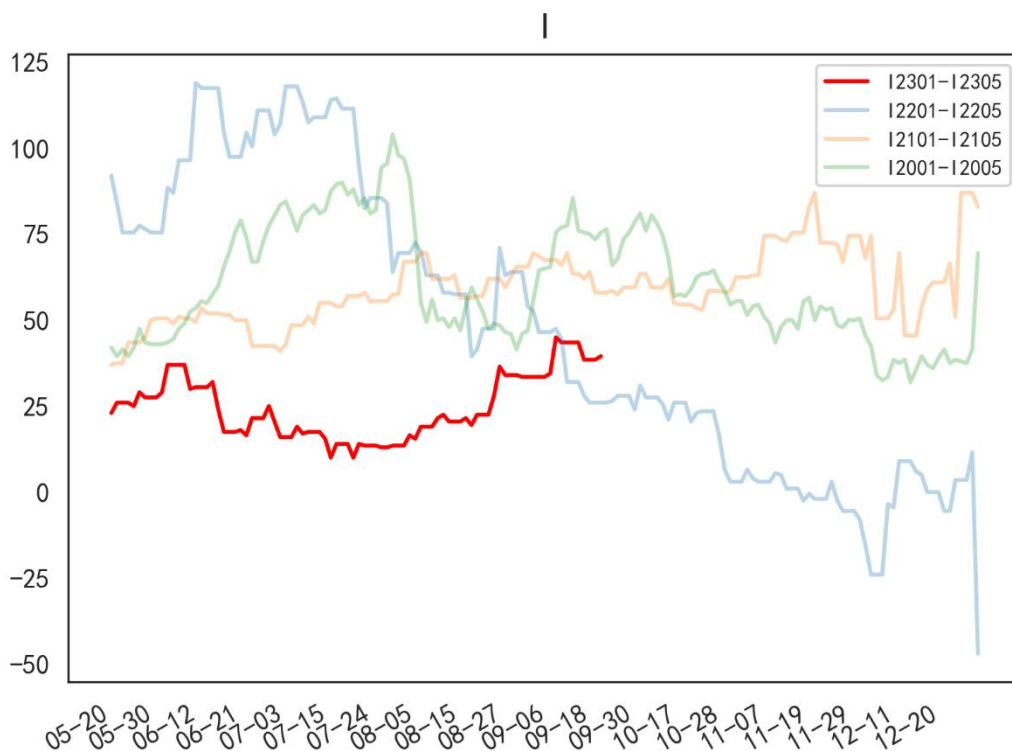
## 2.5. 铁矿石 1-5 价差

在二季度钢厂出现集中限产措施后，铁水产量下滑至较低水平，随后钢厂复产，对铁矿石的需求再次抬升。然而终端的房地产市场才是最关键的因素，如果钢厂复产后，下游无法消化掉这些建材，那么，就会出现类似于玻璃和 PVC 等品种那样的库存堆积。届时，铁矿石的近月或将难以维持高升水的状态。在下游需求疲软的背景下，随着时间的推移，会慢慢传导至最上游的品种。

在三季度并没有出现预期中的金九银十，各项经济指标都不及预期。上游大宗价格高企，侵蚀了一部分制造业的利润。从控制通胀的角度，大宗商品在全球加息的背景下，难言继续走牛。而这种低迷的产业状态，会逐渐向上传导。因此，对于尚处于低库存状态的品种，且叠加近月高升水的情况，更是要谨慎追多。甚至可以关注反套的机会。

风险点：矿石供应突发短缺；

图 2.5.1 铁矿石 1-5 价差



资料来源：WIND 南华研究

图 2.5.2 铁矿石 45 港口库存



资料来源：WIND MYSTEEL 南华研究

### 第 3 章 2022 年前三季度策略运行总结

在 2022 年前面三个季度，我们采用的策略在各个阶段有所不同。在三季度里，由于市场大幅释放了风险，我们采用了套利策略作为主要策略形式参与市场。震荡行情里，趋势策略比较难以获得超额收益，但是，却要忍受巨大的风险。在四季度展望里，我们认为在三季度埋伏的策略，很可能在四季度逐渐兑现。我们将会适当采用一些趋势策略来表达。

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

图 3.1 睿盈 1 号



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：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点