

油粕比有望进一步缩小

2014年5月14日

由于基本面发生较为深远的重大变化，豆类当中豆油和豆粕之间的关系也较以往发生重大改变，自2011年年底以来，豆油和豆粕长期呈现粕强油弱的格局，两者比价出现持续下滑态势。我们以大连商品交易所期货指数价格为参考，豆油指数和豆粕指数的比价从2011年11月份3.21:1的高位开始下跌，到目前已经跌至1.94:1的低位，且中间几乎没有出现像样的反弹走势。笔者通过对油粕的基本面分析，认为后市粕强油弱的格局还将持续，油粕比还将继续缩小，因此油粕之间存在较好的套利机会。

图1：期货指数上市以来油粕比走势图



数据来源：文华财经

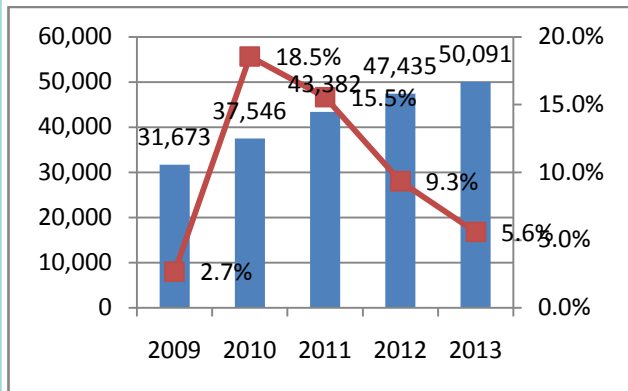
一、基本面分析

1、长期来看，豆粕需求将维持高速增长，豆油需求增速则放缓

随着中国经济发展，人民生活水平的提高，对于肉类家禽的需求也大幅增加，整个养殖行业的规模也随之扩大。尤其是最近几年，由于养殖业利润可观，国内多家大型上市公司纷纷斥巨资进入养殖业，更是进一步扩大了整个行业的规模。过去五年我国豆粕消费量年均增速10.3%。

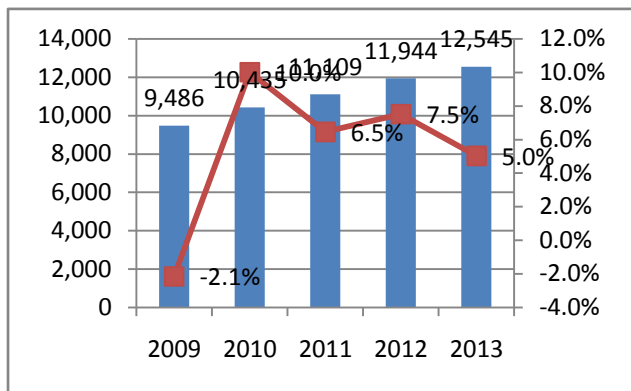
相对于豆粕需求的持续高速增长，豆油等植物油需求的增速则明显放缓。一方面因为随着生活水平的提高，人们更加注重饮食健康问题，对于油脂的摄入量会进行控制，尤其是近年来国内广泛开展的关于转基因食品的讨论，令人们对于以进口转基因大豆压榨的豆油的食用更为谨慎。另一方面，2012年年底以来，中共中央相继出台“八项规定”、“六项禁令”以及《中央军委加强自身建设十项规定》，对三公消费作出严格限制，其中有严禁公款吃喝浪费的若干条款，这对豆油等食用油的需求也造成重大打击。过去五年我国豆油消费量年均增速5.4%

图 2：我国豆粕消费量及增速



数据来源：USDA

图 3：我国豆油消费量及增速

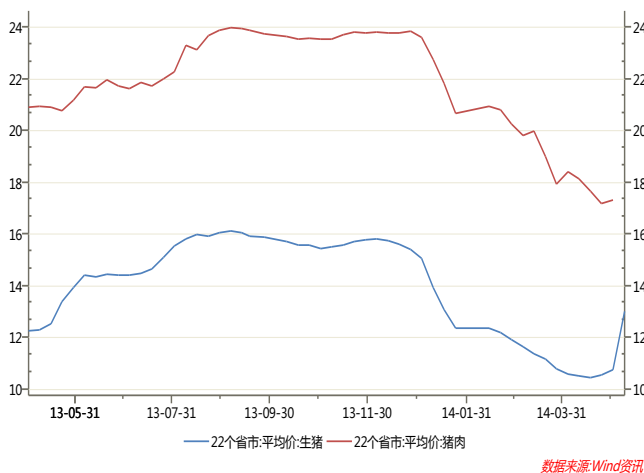


数据来源：USDA

2、从短期来看，豆粕进入需求旺季，豆油受大豆抛储压力大

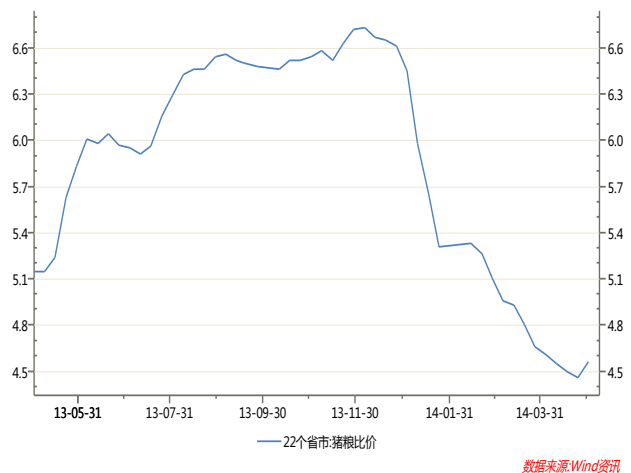
进入 4 月份，随着天气转暖，豆粕需求也将逐步回暖。首先，禽类、水产饲料需求最先启动，目前已经进入禽类和水产养殖的旺季，禽类和水产饲料需求旺盛。其次，猪肉价格上周开始拐头向上，猪料需求也有望逐步增加，尽管之前由于猪肉价格持续下跌，下游生猪养殖行业亏损较为严重，一度令豆粕需求不被看好，但随着上周国家开启第二轮冷冻猪肉收储，猪肉价格在连续 19 周下跌之后开始回升，预计后市猪周期将进入价格上涨通道，那么后市豆粕在猪料方面的需求也有望逐渐增加。

图 4：全国生猪和猪肉平均价格



数据来源 Wind 资讯

图 5：全国平均猪粮比



数据来源 Wind 资讯

相比于豆粕开始进入消费旺季，豆油在整个夏季仍处于消费淡季。一方面因为天气变热，人体对油脂的摄入量降低；另一方面天气变热，使得棕榈油的替代性加强，因为棕榈油的熔点高，温度低的时候会有固状物体出现，冬季的使用量相对较少，而到夏季温度高就不会存在固状物体，使用量就会加大，而且棕榈油价格要低于豆油，因此夏季棕榈油对于豆油的替代性就会加强。

此外，从本周二开始国家将抛售 300 万吨国储大豆。从 2008 年收储以来，除去竞价销售与定向销售，目前国储大豆库存结余 659.5 万吨。本次抛储将抛出近一半的国储库存，而去年 8 月至 10 月国储竞价销售 242.6 万吨，可见此次抛储力度将大于去年。从价格上看，2010 年三等豆收储价 3800 元/吨，2011 年 4000 元/吨，2012 年 4600 元/吨，按照底价 3800 元/吨拍卖，至少与 2010 年的收储成本价持平，预计成交较好，国储抛售 300 万吨将顺利流向市场。由于存储时间较长导致质量下降，抛储大豆大多用于压榨油粕，而油粕的淡旺季区别，使得本次抛储对豆油的利空影响远大于豆粕的利空影响。300 万吨临储大豆折油约 50 万吨，加之当前的豆油商业库存 100 万吨，后期豆

油库存将大幅提高。

3、从期货合约远近格局来看，豆粕为天然多头，豆油为天然空头

由于市场普遍存在对未来长期全球大豆产量将大幅增加的预期，但同时短期内大豆库存仍较为紧张，豆粕需求旺盛，因此造就了国内豆粕合约价格呈现近高远低的排列。豆粕期货上近高远低的反向市场格局，给了做多投资者一种操作思路，即多单在向远月合约移仓的同时，可以降低持仓成本，获得换月的利润，如此就坚定了多头做多豆粕的信心。

对应的，由于豆油的需求放缓，且投资者进行的油粕之间的套利交易，导致豆油合约价格呈现近低远高的格局。豆油期货上则为近低远高的正向市场格局，多头投资者向远月移仓，反而会增加持仓成本，而对空头投资者来说，向远月移仓就会获得换月的利润，反而会坚定空头做空豆油的信心。

因此，豆粕合约的这种近强远弱的排列，使得豆粕形成天然的多头，豆油合约的这种近弱远强的排列，使得豆油形成天然的空头。往往豆粕新合约一上市就大幅跳空低开，此后震荡上行；而豆油新合约一上市就跳空高开，此后则震荡下行。

二、2011年下半年以来数据分析

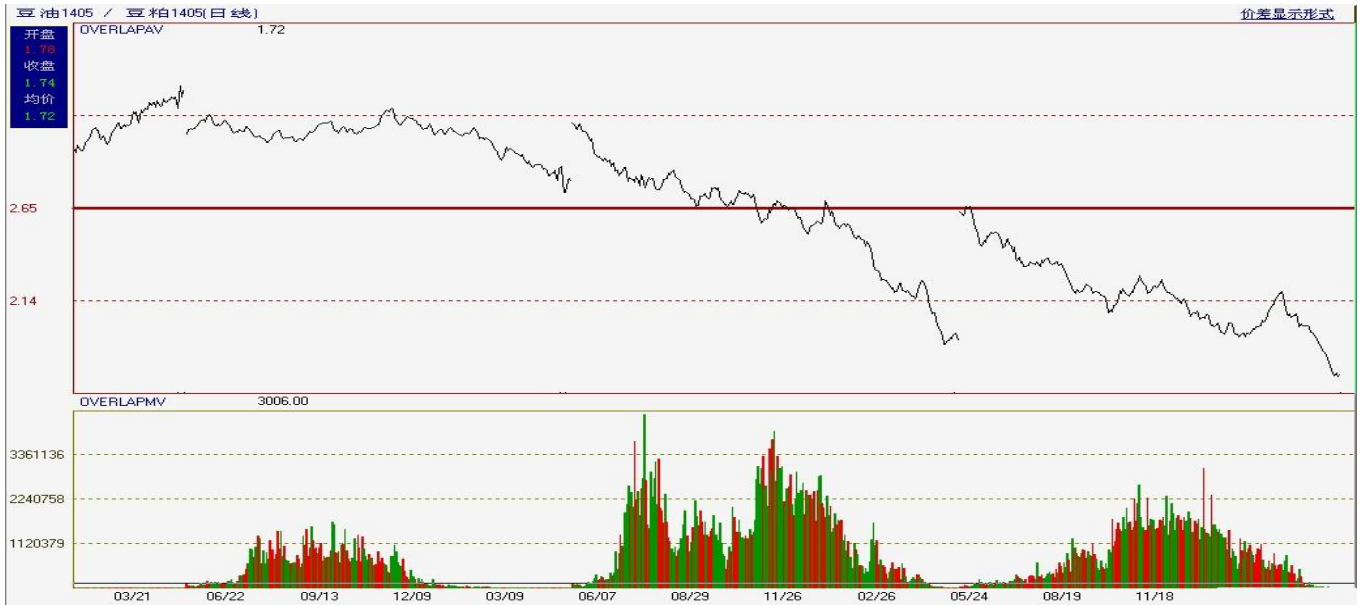
1、1月合约油粕比走势



1301 合约油粕比上市之初油粕比为 3.07，最高为 3.11，最低为 2.19，合约到期为 2.24。1401 合约油粕比上市之初为 2.78，最高为 2.79，最低为 1.74，合约到期为 1.79。1501 合约油粕比上市之初为 2.25，最高为 2.29，最低为 2.05，目前为 2.05。

1月合约	上市之初	最高	最低	合约到期/目前
1301	3.07	3.11	2.19	2.24
1401	2.78	2.79	1.74	1.79
1501	2.25	2.29	2.05	2.05

2、5月合约油粕比走势



数据来源：文华财经

1205 合约油粕比上市之初油粕比为 3.06，最高为 3.21，最低为 2.74，合约到期为 2.82。1305 合约油粕比上市之初为 3.12，最高为 3.12，最低为 1.9，合约到期为 1.92。1405 合约油粕比上市之初为 2.63，最高为 2.66，最低为 1.72，目前为 1.72。

5月合约	上市之初	最高	最低	合约到期/目前
1205	3.06	3.21	2.74	2.82
1305	3.12	3.12	1.9	1.92
1405	2.63	2.66	1.72	1.72

3、9月合约油粕比走势



数据来源：文华财经

1209 合约油粕比上市之初油粕比为 3.11，最高为 3.21，最低为 2.1，合约到期为 2.14。1309 合约油粕比上市之初为 2.86，最高为 2.89，最低为 1.71，合约到期为 1.76。1409 合约油粕比上市之初为 2.28，最高为 2.37，最低

为 1.87，目前为 1.87。

9 月合约	上市之初	最高	最低	合约到期/目前
1209	3.11	3.21	2.1	2.14
1309	2.86	2.89	1.71	1.76
1409	2.28	2.37	1.87	1.87

三，操作方案

根据对上述对 2011 年下半年以来油粕新合约上市后走势的规律发现，新豆粕合约上市往往会大幅跳空低开，而新豆油合约上市往往跳空高开，此后新豆粕合约价格逐渐走高，新豆油合约价格逐渐走低，油粕比会逐渐震荡走低，因此新合约的油粕比下跌空间更大，我们可以将新上市合约作为交易对象。

目前可进行买豆粕 1501 合约卖豆油 1501 合约，交易比例为买 2 手豆粕卖 1 手豆油。目前 1501 合约油粕比为 2.07，预计后市将下跌至 1.9 下方，预计收益率为 26%~49.5% 区间，止损油粕比为 2.1，预计亏损率 7.7%~16% 区间，盈亏比约为 3.3:1。

等到新合约 1505 合约上市之后，则可进行买豆粕 1505 合约卖豆油 1505 合约套利。

免责声明：

本报告由东吴期货制作及发布。报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改、及用于其它用途。**期市有风险，投资需谨慎**