

期货套利专题报告

2009年2月20日

买豆油卖豆粕套利策略

金融衍生品研究员：侯书锋（编辑）

Tel: 0755-83788558

housf@pasc.com.cn

文章简介

- 当前豆粕走势趋弱，而豆油市场有望相对坚挺。
- 油粕比值已进入历史低位，建议投资者买豆油卖豆粕

本期目录

请务必阅读正文之后的免责条款

一、 什么是豆油/豆粕套利.....3

1. 套利的理论基础.....3

2. 油粕现货贡献率.....3

3. 套利策略.....3

二、 豆粕豆油基本面分析.....4

1. 当前豆类走势.....4

2. 豆粕市场走势趋弱.....4

3. 豆油市场有望相对坚挺.....4

三、 油粕比值分析.....5

1. CBOT 油粕比值分析.....5

2. 国内现货比值分析.....6

3. 油粕比与压榨利润.....6

四、 操作建议.....7

1. 技术分析.....7

2. 操作建议.....7

一、 什么是豆油/豆粕套利

1. 套利的理论基础

豆油和豆粕是大豆加工的主要产品，他们之间的价格具有极其紧密的联系。制约豆油和豆粕价格关系的根本性

因素是现实压榨过程中的压榨利润值，英文为 **Crush**，简记为 **C**，其计算公式如下： $C = \text{豆油价格} \times \text{出油率} + \text{豆粕价格} \times \text{出粕率} - \text{大豆价格} - \text{加工费}$ 。大豆压榨的加工费在相当长的时期内为一常值，美国平均为 16 美元/吨，我国平均为 100 元人民币/吨，大豆的压榨利润 **C** 必然在合理的范围内波动，当 **C** 过高或者过低时，市场的力量将会完成自我修正。

对于出油率和出粕率，根据 USDA（美国大豆协会）的统计，美国的平均压榨水平为：1 吨大豆生产 0.18 吨豆油、0.78 吨豆粕。我国的平均压榨水平没有官方统计，根据南方几家大型油厂的统计，1 吨大豆生产 0.16 吨豆油、0.785 吨豆粕。可以看出大豆加工后豆粕的价值要高于豆油的价值。根据上述的大豆压榨公式，在压榨利润值、加工费以及出油（粕）率比较稳定的情况下，豆油和豆粕的价格与大豆的价格变动应该保持稳定的幅度。可以说大豆价格是影响豆油、豆粕价格的成本性因素，或者是系统性因素。同时，由于豆油和豆粕又各自面临自身不同的需求环境，因此他们的价格变动在受大豆价格变动的成本性（系统性）因素影响之外，还受各自的需求性（非系统性）影响。

2. 油粕现货贡献率

油厂为了维持一定的利润水平，在豆油价格相对较高时，豆粕往往被当作副产品降价处理；而当豆油价格相对低迷时，豆粕的价格则会较为坚挺。我们通过分析豆油价格和豆粕价格对油厂利润的贡献率可以看出两者之间呈明显的周期性变化。

由于豆油消费旺季与豆粕消费旺季存在时间上的差异，造成两者比值呈现出一定季节性特征。一般情况下，在每年 7-9 月份之间为豆粕消费旺季，在这一时间段养殖业消耗饲料数量较大，拉动豆粕消费需求，而此时豆油由于受到棕榈油和菜籽油的替代效应需求减少，两者比值呈阶段性下降趋势。进入 10 月份以后气温变低，棕榈油的替代效应减弱，豆油消费趋旺，而养殖业对饲料需求开始下降，豆粕消费进入淡季，两者比值逐渐上升，这一趋势通常会持续到春节前后的豆油消费高峰。



3. 套利策略

通过上面的分析，可以发现豆油/豆粕套利实际上不是一种无风险套利，他是建立在对豆油和豆粕各自的需求环境的判断之上的。通过比较豆油和豆粕各自的需求环境，可以豆油/豆粕套利。在豆油需求相对强劲而豆粕需求相对疲软的情况下，可以买入豆油、卖出豆粕进行套利；在豆粕需求相对强劲而豆油需求相对疲软的情况下，可以买入豆粕、卖出豆油进行套利。

二、 豆粕豆油基本面分析

1. 当前豆类走势

由于南美天气好转，大豆市场对于南美天气的炒作告一段落。悲观的经济形势引领市场走势，商品市场笼罩在一片利空氛围之中，CBOT 大豆市场出现回调走势。国际市场的走弱拖累国内市场行情，本周以来连豆市场出现回落行情。

周四连豆市场跌势企稳，而下游产品市场走势分化。豆粕市场出现反弹，豆油市场延续跌势，市场短期呈现粕强油弱局面。其中，大豆 0909 合约报收 3338 元，较前一交易日下跌 5 元；豆粕 0905 合约报收 2575 元，较前一交易日上涨 13 元；豆油 0905 合约报收 5938 元，较前一交易日下跌 132 元。不过，由于基本面的差异，后期市场将完成强弱转换，豆油走势将强于豆粕市场，油粕比有望回升。

2. 豆粕市场走势趋弱

春节之后，国内豆粕期货市场走势较强，然而现货价格持续下挫。需求不旺是粕价下跌的主要动力。春节过后畜禽饲料需求形势很不乐观，即使除去季节因素，多数企业饲料销量均出现下滑。另外，北方的严重旱情也对养殖业造成威胁。近期河南、河北、山东和湖北等地均出现不同程度的疫病，导致存量水平进一步降低，部分地区家禽存栏量较正常水平偏少 2~3 成，养殖业存栏水平的不足导致饲料消费降低。自 2 月份以来，国内多数饲料企业销售形势不佳，部分企业预计 2 月份饲料销售数量将较 1 月份下降 30% 左右。后期豆粕市场需求不乐观，加大价格回调压力。

2 月份到港的进口大豆成本较低，基本相当于沿海豆粕售价，油厂加工收益丰厚，订购进口大豆意愿仍然较强，今后几个月进口大豆到港量很难显著下降。在加工利润驱动下，油厂开工率上升，据悉目前沿海地区油厂开工率在 80% 以上，2 月下旬将全面开机，豆粕供给量趋于上升，在需求不旺的情况下，此情形必然加重价格回调压力。同时，国际大豆市场回吐天气升水，导致国内大豆进口成本降低，也对豆粕走势不利，国内豆粕现货价格预计进一步回调的可能性较大，期货市场也可能继续走弱。

国内豆粕出厂价格（山东地区, 42%蛋白）



3. 豆油市场有望相对坚挺

豆油及豆粕均为大豆的下游产品，油厂开工率的上升将增加豆油及豆粕的供给。同时，国际大豆市场的走弱也将拖累豆油市场。不过，相对于豆粕市场而言，豆油走势有望相对坚挺。从供给情况来看，虽然油厂开工率上升，国内豆油产量增加，但近两个月进口豆油数量锐减。据海关总署公布的数据显示，中国 1 月份进口豆油数量为 2 万吨，较去年同期下降 87%，而 2008 年 12 月份豆油进口量较上年同期下降 49%。豆油市场供给由国内生产及进口两部分组成，而进口量的减少，导致豆油市场供给相对偏紧，对豆油走势产生一定支撑作用。另外，目前国内植物油社会库存水平总体偏低，也对油脂价格具有支撑作用。同时，春节前不少地区的国储库集中向社会投放储备植物油，这些轮出的植物油库存将在 2 月份集中补库，对于植物油需求有提振作用。

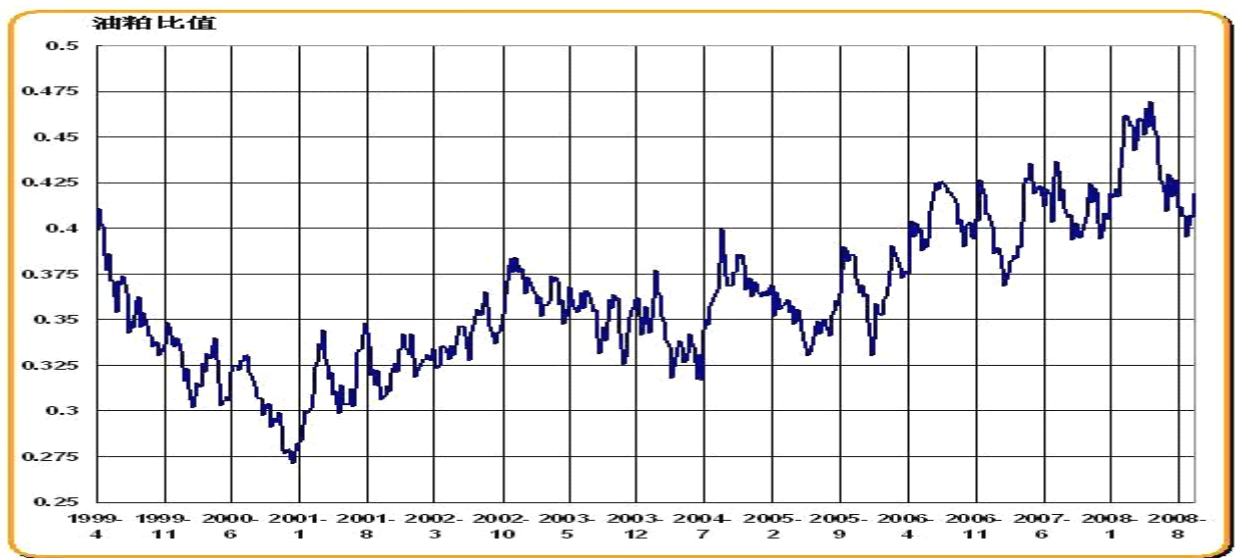
换个角度，从豆油及豆粕市场的“跷跷板”关系看，豆粕市场的走弱将提振豆油市场走势。从市场供需情况及国际市场走势来看，豆油及豆粕市场均面临一定压力，但相对而言，豆粕市场承受压力更大，更可能成为释放国际市场利空压力的突破口。节前豆粕报价一度攀升至4000元/吨之上，虽然节后出现回调，但豆粕报价仍在3000元/吨附近，仍处于豆粕历史价格的高端；而豆油价格一直在6600元/吨附近徘徊，处于历史价格的低端。另外，受养殖业不景气拖累豆粕消费量低迷，因此，后期油厂很可能通过降低豆粕报价来释放供给压力及外盘下跌的不利影响，而对豆油价格调整幅度预计有限，从而相对支撑豆油价格。综合基本面情况来看，后期市场有望呈现油强粕弱局面。



三、 油粕比值分析

1. CBOT 油粕比值分析

08 年上半年随着国际原油价格的快速飙升，与之相关的产品价格也受到拉动飞速上涨，作为原油可能的替代能源生物能源是西方国家大为鼓励的，由此农产品的价格飞涨，特别是油脂产品。CBOT 豆油在 08 年起到最高点的涨幅就高达 46.7%，而豆粕同期的涨幅就只有达到 33.7%；此时油粕比也随着豆油价格的快速上涨而迅速攀升，并在 3 月份创下历史高点随后因豆油和豆粕各自的供求关系影响以及季节性的需求转变油粕比出现回落。而随后的下半年美国的金融风暴席卷全球，受到金融业寒冬的来临商品期货的价格也就此即转而下一泻千里，CBOT 豆油价格到 08 年底从最高点下跌已经达到 61.2%，豆粕的跌幅也有 46.9%；这段时间内油粕比也大幅回落并且跌破了常年以来一直保持的波动区间 30% 的下沿。



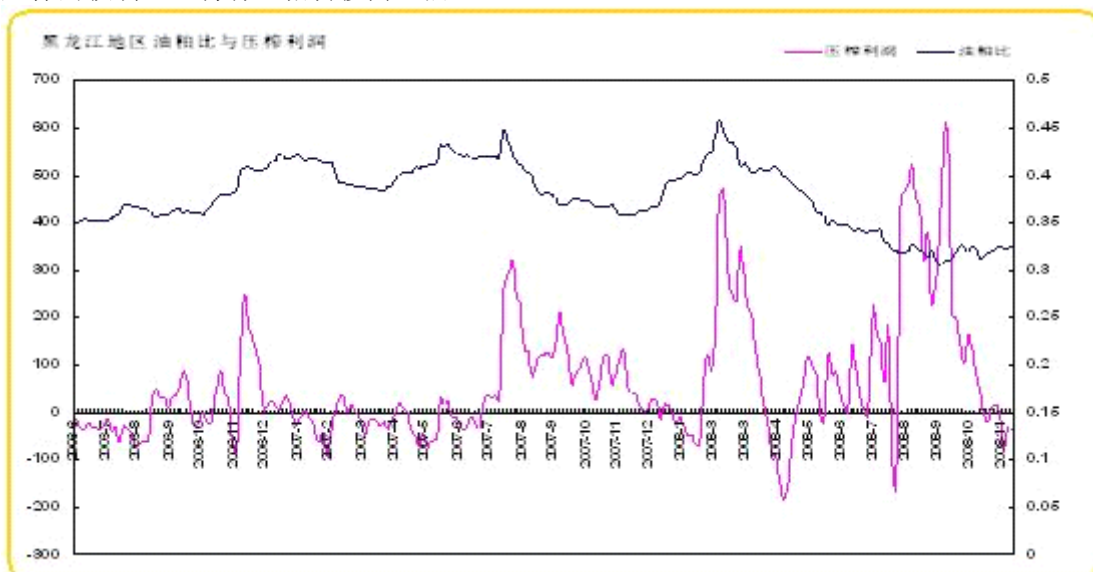
2. 国内现货比值分析

相对于 CBOT 油粕比的长期走势，国内所能获得的历史数据较少，从获得的数据可以看出从 2006 年 6 月至今国内现货油粕比的波动区间和 CBOT 区间基本吻合也同样处在 30%~45%之间。并且从中可以看出油粕比每一次创下高点后，都会出现较大幅度的回落。在 08 年 3 月份，国内豆类油粕比创下历史高点 45.88%，此后国内豆类市场油粕比开始回落，如果排除 08 年 7 月以美国两房危机引发金融风暴的爆发对商品市场价格的影响国内的油粕比在回落至 06 年来的低点 35%附近将会获得支撑。由于今年下半年基本面的特殊情况，需要考虑因为金融危机过后对整体经济的影响将进入减速甚至进入衰退期，社会消费能力下降商品整体价格都将下滑，由此引起油粕比值整体下调。



3. 油粕比与压榨利润

对应豆类油粕比的高点，油厂的压榨利润在短时间内利润也将出现高点，但是根据压榨公式可以明显的看出在生产出 1 吨豆油的同时有近 5 吨的豆粕伴随着生产出来。换一种思路，在压榨利润中，豆粕所占的比例比较大，当油粕比过高时，这意味着，豆油占产出值得份额较大，这样势必会影响未来豆粕的供给量从而影响到压榨利润，这也可以从豆油、豆粕贡献率获得旁证。在油粕比过高以及油粕比过低都将出现套利的机会，而目前国内现货的油粕比值已经跌至区间底部位置，正值季节性的豆粕消费淡季，压榨利润不佳的情况下，压榨企业压榨的获利重心将有豆粕转移向豆油。



四、 操作建议

1. 技术分析

从豆油 909 和豆粕 909 价格差值和比值来看，截止 2 月 20 日，两者差值达到 3440 元，比值达到 2.35 点。从技术图形看，比值和差值经过快速回落后，09 年开始逐步构筑底部，目前有挑头向上的迹象。



2. 操作建议

根据前面对油粕比的分析 and 期货两个品种比、差值的技术分析，可以考虑参与 909 合约的油粕比的套利交易，买入 0909 豆油，卖出 0909 豆粕。持仓比例按照豆油：豆粕=1：2，目前油粕比为 2.3-2.4 之间，目标油粕比为 2.8~3 之间。

操作合约	买豆油 909 卖豆粕 909
操作比例	1 : 2
入场比值	2.35-2.4
目标比值	2.8-3
止损位	2.3

风险提示：套利本身也是杠杆化交易，在比值变化方向反转时，必须及时止损，止损点为 2.3

此报告旨为发给平安期货经纪有限公司（以下简称“平安期货”）的特定客户及其他专业人士。未经平安期货事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安期货认为可靠，但平安期货不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述期货、期权和证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安期货不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的期货、期权和证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表深圳市平安期货经纪有限公司的立场。

平安期货经纪有限公司 2008 版权所有。保留一切权利。

平安期货经纪有限公司

期货研究所

总部地址：广东省深圳市福田区振华路设计大厦 15 楼

邮编：518031

电话：(0755)83788558 传真：(0755) 83788519

电子邮箱：housf@pasc.com.cn