

油脂专题： 做多豆油 09 合约基差的最佳时机

2018-01-15

王瑞

油脂研究员

执业编号：F3032591

电话：0571-28132638

邮箱：wangrui@cindasc.com

何曙慧

豆类研究员

执业编号：F3030450

电话：0571-28132618

邮箱：heshuhui@cindasc.com

张秀峰

农产品研究员

投资咨询号：Z0011152

电话：0571-28132619

邮箱：zhangxiufeng@cindasc.com

核心观点

根据对豆油基差历史的分析，目前豆油 09 合约的基差处于历史低位，是买入 09 合约基差的最佳时机。如果油厂没有直接以 09 合约基差合同销售的豆油现货，下游企业可以买豆油现货，同时在盘面做空 Y1809，等后期基差上涨后，可以逐渐把现货卖掉，同时平掉 Y1809 的空单。

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市文晖路108号浙江出版物资大

厦1125室、1127室、12楼和16楼

全国统一服务电话：

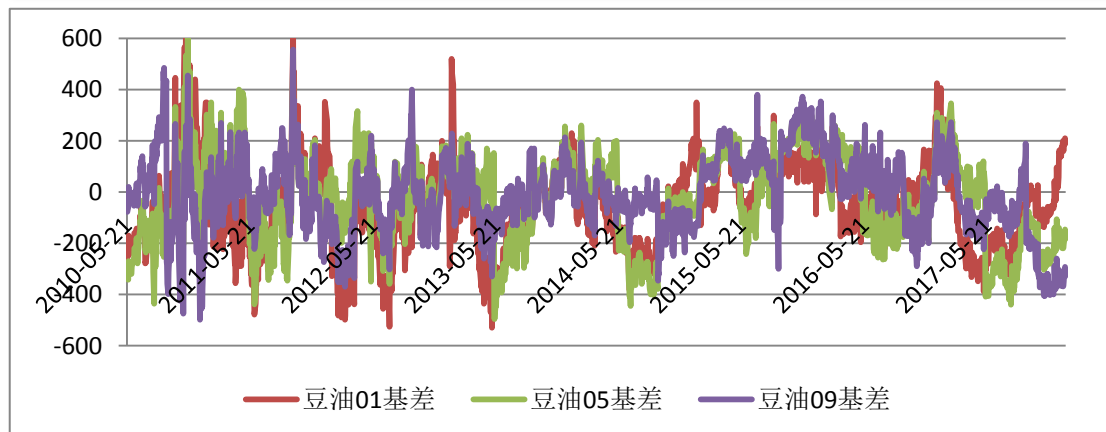
4006-728-728

信达期货网址：www.cindaqh.com

豆油 09 合约基差处于历史低位

通过对 2010 年以来豆油各个合约基差的统计,发现豆油基差一般维持在(-400, 400)元/吨的区间内,大部分的时间则处于(-200, 200)元/吨的窄幅区间波动,随着豆油 01 合约交割结束,春节油脂备货促进豆油库存下降,豆油远月合约的压力将进一步减弱,尤其是豆油 09 合约的基差将得到进一步的修复。

图 1: 豆油各合约基差



资料来源: 文华财经, 信达期货研发中心

备注: 本文的现货价格数据取自 Wind 的张家港一级豆油价格, 在计算基差的时候, 先用现货价格减去 150 元/吨的精炼费, 折算为盘面价格, 然后减去各个合约的期货价格, 得到基差。

通过大豆压榨利润分析油厂挺油挺粕

豆油和豆粕的上游都是黄大豆, 当豆油库存较低的时候, 油厂为了生产更多的豆油, 提高开机率, 就会导致固定比例的豆粕被压榨出来, 此时豆油相对于豆粕更容易销售, 油厂的压榨利润主要来源于豆油销售, 挺油抛粕是油厂的主要经营策略。

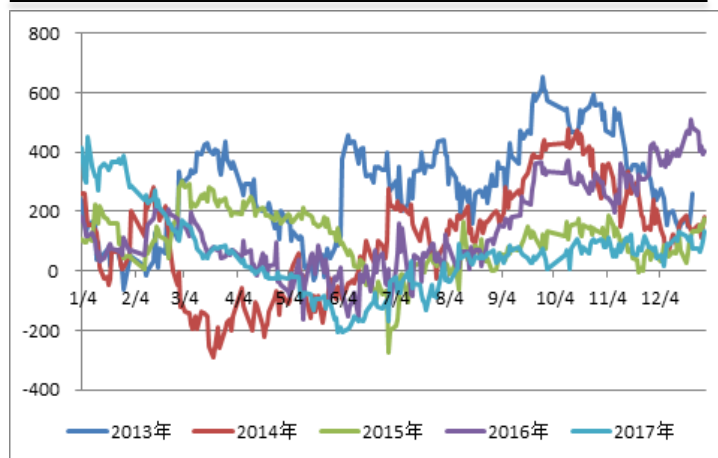
当豆粕库存较低的时候, 油厂为了增加豆粕消费进行压榨时, 豆油的产量也被动增加了, 此时豆粕相对于豆油更容易销售, 油厂的压榨利润主要来源于豆粕销售, 挺粕抛油是油厂的主要经营策略。

压榨利润具有明显的季节性

在上半年, 压榨利润持续减少, 在 5、6 月份达到最低值, 这是由于春节过后, 豆油和豆粕消费进入淡季, 库存增加, 价格下降, 而 4-6 月份是美豆天气炒作的时候, 这段时期由于天气升水, 美豆价格较高, 因此大豆压榨利润减少, 甚至达到负值。在下半年, 压榨利润不断增加, 榨利客观, 在 10 月份左右达到最高值, 然后有所回落。在下半年, 豆粕和豆油的消费增加, 库存减少, 价格上涨, 而 9、10 月份也是美豆定产集中上市的时候, 定产后挤出天气升水, 集中上市供应增加, 美豆价格回落, 成本减少, 销售增加, 压榨利润上升。

图 2: 大豆压榨利润

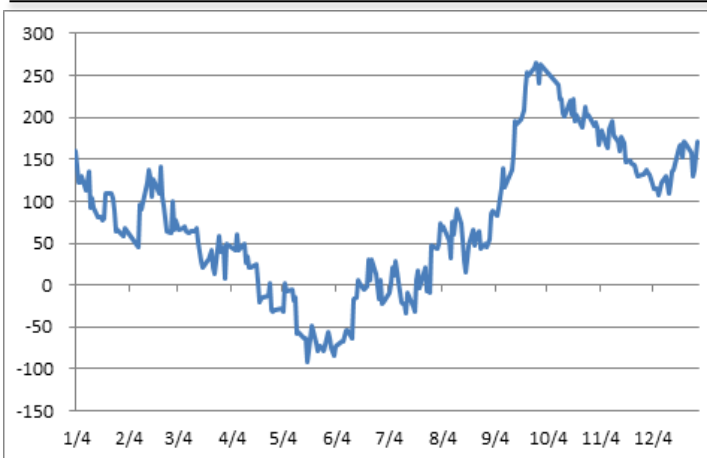
单位: 元/吨



资料来源: USDA, 信达期货研发中心

图 3: 大豆压榨利润季节图

单位: 元/吨



资料来源: USDA, 信达期货研发中心

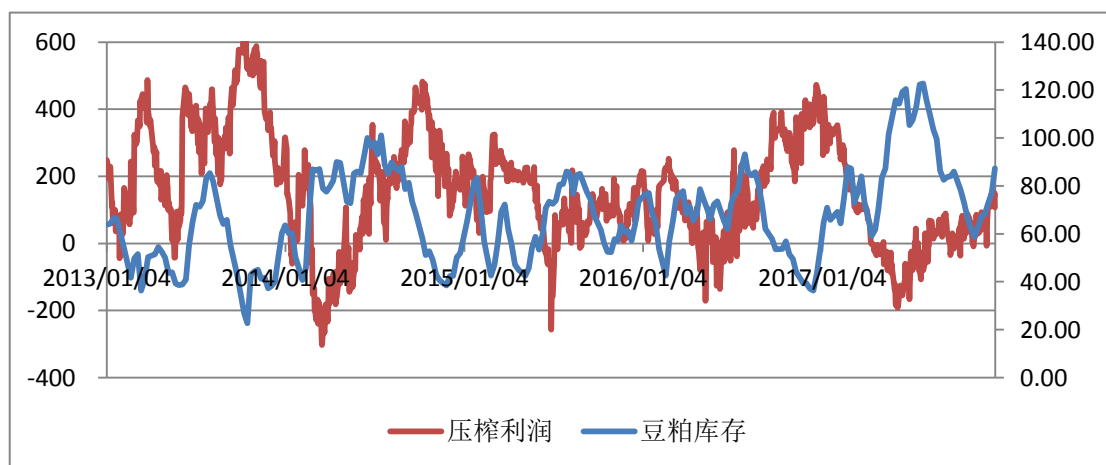
压榨利润大幅增加的驱动不一样, 导致油厂行为及油粕库存的变化不一样: 如果榨利增加是由于进口大豆价格下降, 油厂不会大幅增加压榨量, 油粕库存不会增加; 如果榨利增加是由于豆油价格基差增加, 油厂就会大幅增加压榨量, 油粕库存就会增加。

压榨利润大幅增加的时间点不一样, 导致油粕库存变化不一样: 如果榨利增加出现在 9-10 月, 油粕库存不会增加; 如果榨利增加出现在 1-2 月, 油粕库存就会增加。

压榨利润与豆粕库存呈负相关

豆粕的库存对压榨利润有一定的影响, 当豆粕库存较低时, 期现价格上升, 压榨利润增加, 反之增导致压榨利润减少, 但是豆油与豆粕的库存并不一定是同时变化, 而且对压榨利润的相关性不同。

图 4: 大豆压榨利润与豆粕库存



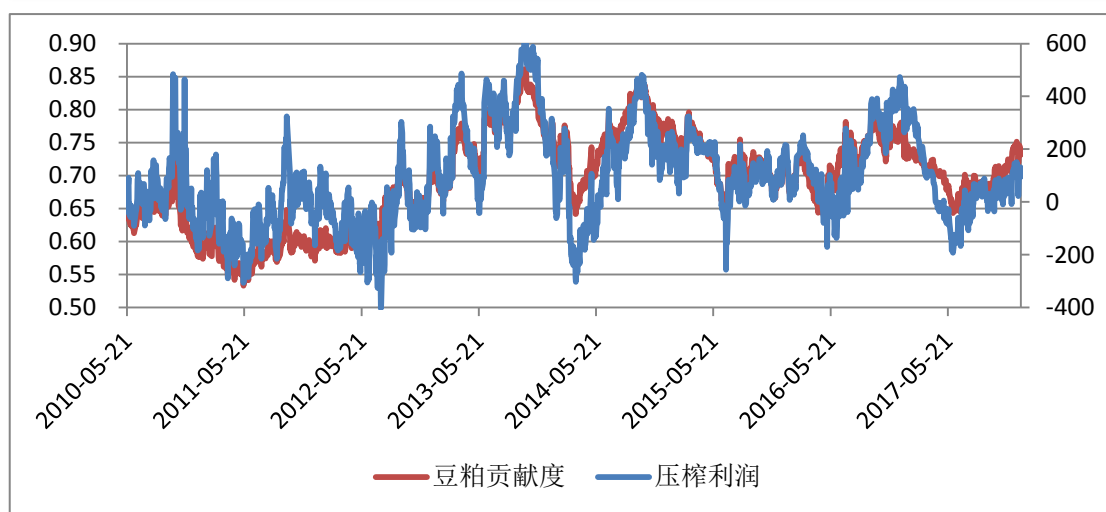
资料来源: 文华财经, 信达期货研发中心

进口大豆的压榨利润与国内豆粕库存呈负相关，当国内豆粕库存减少时，豆粕价格上涨，油厂销售额上升，大豆压榨利润增加；在国内豆粕库存达到最低点时，豆粕价格较高，榨利达到最高点。反之，当国内豆粕库存增加时，豆粕价格下跌，油厂销售额下降，大豆压榨利润减少；在国内豆粕库存达到最高时，豆粕价格较低，榨利达到最低点。

豆粕贡献度与压榨利润成正相关

进口大豆压榨利润主要受到豆粕价格、豆油价格和进口大豆成本的影响，最近几年国内豆粕消费增速快于豆油消费，油厂往往为了销售更多的豆粕而压榨大豆，且国内具有竞争优势的豆粕替代品较少，因此在压榨利润中，豆粕的贡献度高于豆油，压榨利润与豆粕贡献度高度正相关，随着豆粕价格上升，其贡献度增加，压榨利润上升。

图5：大豆压榨利润与豆粕贡献度



资料来源：文华财经，信达期货研发中心

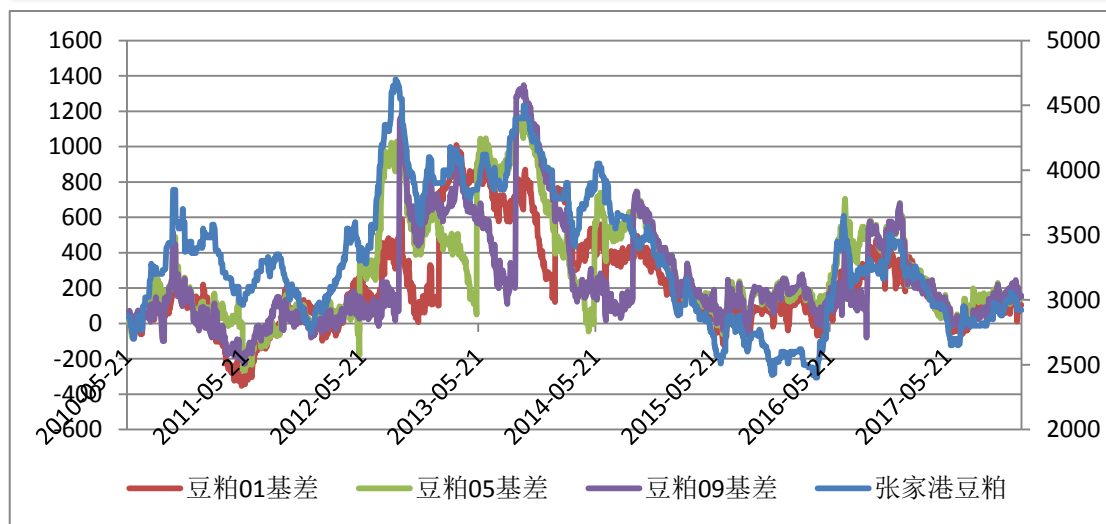
盘面压榨利润与现货压榨利润的差异体现在基差上

盘面榨利区间(-200, 200)，盘面榨利低于-200时，通过豆粕基差的提升，来提升现货榨利。

豆粕现货价格与基差走势相似，豆油现货价格与基差走势相关性不大，豆油的基差在(-200, 200)区间。

盘面利润较低时，油厂首先采取提高豆粕基差的形式，保证现货压榨利润为正，而提高豆油基差来提升现货榨利则比较少。原因有两个：一是大豆压榨后豆粕产量是豆油产量的4倍，通过豆粕基差微小的上调就能改善现货压榨利润；二是由于豆油价格受到棕榈油和菜油价格的影响，而棕榈油又与马来西亚和印度尼西亚的价格相关，因此提高豆油价格比较难。

图 6: 豆粕价格与基差

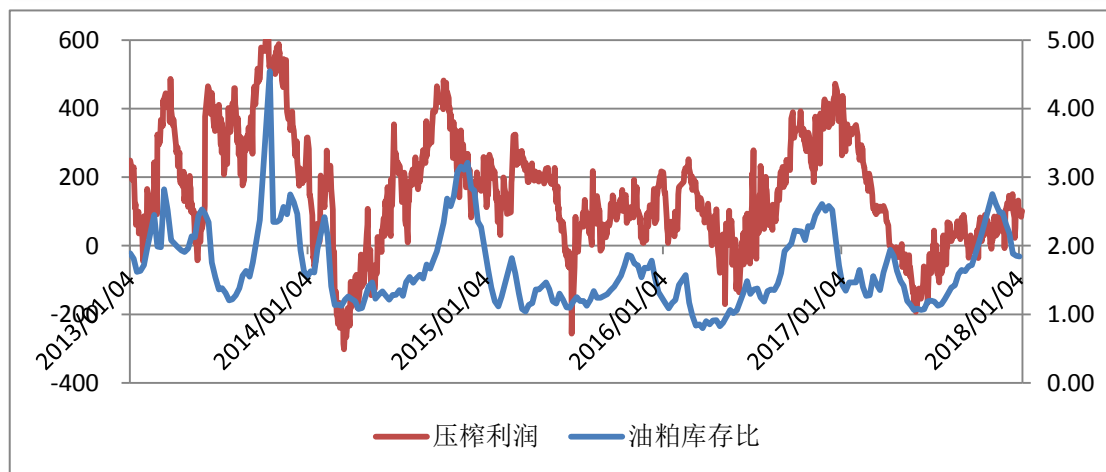


资料来源: 文华财经, 信达期货研发中心

压榨利润与油粕库存比

通过分析可以发现, 大豆压榨利润与油粕库存比正相关, 目前油粕库存比减少, 因为豆油的库存下降幅度大于豆粕, 油厂此前挺粕抛油的策略逐步转变, 豆油的压力将有所好转, 未来豆油现货价格下跌驱动弱化, 随着 01 合约交割结束, 远月基差将回归, 目前 09 合约基差处于历史低位, 是做多的最佳时机。

图 7: 压榨利润与油粕库存比



资料来源: 文华财经, 信达期货研发中心

公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货经纪业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会批准成立，核发《期货经纪业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（注册号 330000000014832），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货经纪公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您的交易提供最优的服务。

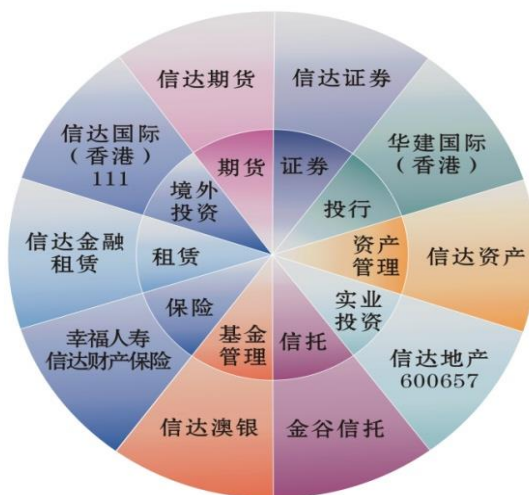
公司总部设在杭州，下设浙江金华分公司、台州分公司、北京营业部、上海营业部、沈阳营业部、哈尔滨营业部、大连营业部、石家庄营业部、广州营业部、深圳营业部、乐清营业部、富阳营业部、温州营业部、宁波营业部、绍兴营业部、临安营业部 16 家分支机构，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

雄厚金融央企背景

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司是经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，将原中国信达资产管理公司整体改制而成立，注册资本 362.57 亿元人民币。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

信达资产拥有全牌照金融服务平台



全国分支机构

- 金华分公司 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 (咨询电话: 0579-82328735)
- 台州分公司 台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室 (咨询电话: 0576-82921160)
- 北京营业部 北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室 (咨询电话: 010-64101771)
- 上海营业部 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 (咨询电话: 021-50819373)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 (咨询电话: 020-28862306)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 (咨询电话: 024-31061919)
- 哈尔滨营业部 黑龙江省哈尔滨市南岗区长江路 157 号盟科汇 A 座 503 室 (咨询电话: 0451-87222486)
- 石家庄营业部 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 (咨询电话: 0311-89691998)
- 大连营业部 辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2408 房间 (咨询电话: 0411-84807776)
- 乐清营业部 温州市乐清市双雁路 432 号七楼 (咨询电话: 0577-27857766)
- 富阳营业部 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 (咨询电话: 0571-23255888)
- 温州营业部 浙江省温州市鹿城区车站大道京龙大厦 1 幢十一层 1 号 (咨询电话: 0577-88881881)
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室 (咨询电话: 0574-28839998)
- 绍兴营业部 绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403 (咨询电话: 0575-88122652)
- 临安营业部 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 (咨询电话: 0571-63708006)
- 深圳营业部 深圳市福田区福田街道深南大道 4001 号时代金融中心 4 楼 402-2 (咨询电话: 0755-83739096)

重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。