



2020.02.20

## 豆类油粕强弱现 空油多粕择良机



吴光静

021-33038621

Wuguangjing015010@gtjas.com

证书编号 Z0011992

### 近期报告：

201912:《粕上油下:风展红旗如画 — 2020 年豆类期货行情展望及投资策略》

20200204:《信心比黄金更重要 豆粕具备投资价值》

20200213:《豆粕:风物长宜放眼量》

20200217:《豆油:不念过往 不畏将来》

### 投资要点：

**策略：择机“空油多粕”。**逻辑依据是豆类油粕需求的强弱关系逻辑：豆油需求进入下降周期而豆粕需求处于上升周期。运行机制是油粕跷跷板机制，即为了多生产豆粕而增加压榨，在豆油需求低迷时，豆油过剩会增加。节后豆类油粕现货成交量、提货量、库存、基差等均已初步验证上述结论。

#### 方法：动态策略和静态策略。

**动态策略：**逢高抛空 DCE 豆油主力 2005 合约，逢低做多 DCE 豆粕主力 2005 合约。逢高抛空 DCE 豆油 2005 合约高位区间可参考 6262-6374 元/吨，逢低建多 DCE 豆粕 2005 合约低位区间可参考 2500-2600 元/吨，总体策略思路“反弹抛空豆油、回调建多豆粕”。

**静态策略：**以油粕比作为参考指标，做空油粕比价，即做空“DCE 豆油 2005/DCE 豆粕 2005 合约比价”。当 DCE 豆油 2005/豆粕 2005 合约比价处于 2.29-2.40 区间时，可考虑择机做空该比价。



## 1. 豆类油粕强弱现

2月以来，DCE豆油和豆粕期货价格“油弱粕强”格局显现。截至2020年2月19日，DCE豆油2005合约创下年后新低5852元/吨，较年前（1月23日）收盘价6440元/吨跌幅约9.13%，较年前（1月10日）高点6950元/吨跌幅约15.80%；而DCE豆粕2005合约则于2月14日创下年后新高2689元/吨，较年后（2月3日）最低点2527元/吨涨幅约6.41%，较年前（1月23日）收盘价2640元/吨涨幅约1.86%。

**豆类油粕强弱关系的逻辑是需求强弱逻辑。**首先，**豆粕需求处于上升周期**：本次疫情没有改变豆粕核心逻辑，即猪周期下的生猪复产周期带来的饲料需求恢复逻辑。其次，**豆油需求处于下降周期**：豆油三大需求来源“替代需求、餐饮需求和用作生物柴油的工业需求”三者叠加下降，而疫情引发“赈灾和家庭囤货”短期需求增加对提振豆油整体需求影响十分有限，所以豆油需求进入下降周期。再次，**餐饮需求断崖式下降对豆油消费利空影响要远远大于豆粕消费**。食用油是餐饮必需品，而肉类消费只是可选品。即使对于作为可选品的肉类消费而言，一方面前期高猪价已经抑制了部分酒店餐饮类猪肉需求，另一方面，即使仍有部分饭店餐饮类猪肉禽肉等需求下降，也只是降低了猪肉禽肉消费需求，并没有降低猪禽饲料需求，因为从肉类直接消费到饲料消费需求中间还需要经过养殖行业的传导；但是食用油消费并没有中间产业，餐饮食用油消费的断崖式下降就会直接传导至食用油的消费环节，这就是一个油粕不同的上下游产业周期的问题，即周期越短受到的影响越大，周期越长受到影响越小。所以对于饲料原料消费而言，受到的影响要远远小于食用油消费。此外，由于畜禽出栏延后，还会造成被动式压栏，反而增加饲料原料消费需求。**最后，如果从需求恢复角度而言，禽料需求可能恢复，但是食用油春节节日需求难以恢复。**因为禽的需求最多是需求后置，即后期禽肉价格企稳，市场补栏积极性仍将恢复（因为补栏一个生产过程），但是食用油春节节日消费并不是需求后置的问题，而是需求消失的问题，因为后期不可能把春节节日食用油消费再度弥补回来。所以无论从哪个角度而言，豆油需求都将会弱于豆粕需求。

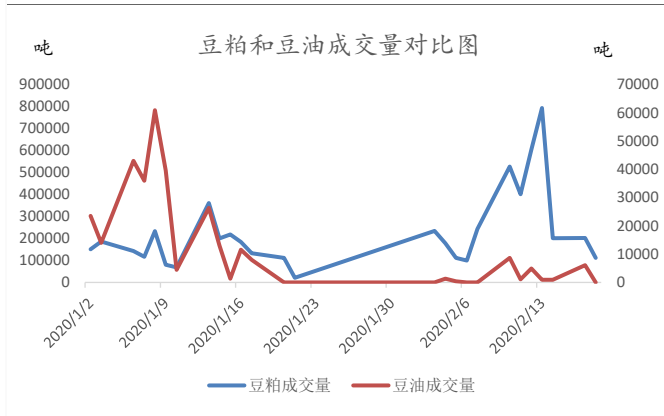
**豆类油粕强弱关系的机制是油粕跷跷板。**在豆油和豆粕生产过程中，生产企业一般会通过调节大豆压榨量来调节豆油和豆粕供应量，由于两者的产出效率不同（大豆压榨出油率大约18%，出粕率大约78%）、不同时期的需求不同，那么就会造成某种产品作为副产品被多生产出来，此时多余产品价格就会下降。比如，年前豆油需求向好，油厂就会为了多生产豆油而提高压榨量，当豆粕需求没有增量（或者豆粕需求疲软），那么此时的豆粕就会被多生产出来，从而豆粕价格越弱，从而出现“豆油价格上涨，豆粕价格下跌”的现象，也就是我们通常说的油粕跷跷板。当然油粕跷跷板只是一个生产机制，背后的逻辑还是豆油和豆粕的需求逻辑。目前情况就正好相反，目前是豆粕不足，那么为了增加豆粕生产，就需要提高大豆压榨量，而此时豆油需求疲弱，那么豆油就会被多生产出来，再度压制豆油价格，形成粕强油弱。

**豆类油粕强弱关系的验证可从现货成交量、提货量、库存、基差等指标得到进一步验证。**现货成交量方面，节后（2月3日-19日），豆粕总成交约382万吨，日均成交量约29万吨，其中2月12日-13日分别成交约60万吨和79万吨，均创下三个多月来单日成交新高。而豆油总成交仅3.096万吨，日均成交2282吨，其中2月3日、6-7日及18日均是零成交，豆油成交极其清淡。现货提货量方面（2月3日-18日），豆粕总提货量（72家油厂）约72万吨，日均提货约6万吨；而豆油总提货量仅约8.49万吨，日均提货量约7078吨，其中2月3日-6日均没有提货统计。现货库存方面，截至2月17日当周，豆粕库存34.65万吨，处于历史绝对低位；而豆油库存102.76万吨，已经升至年后最高位。现货基差方面，以张家港基差为例，豆粕基差已经从年前（1月23日）10元/吨升至2月19日190元/吨，而豆油基差则从500元/吨降至272元/吨。

（由于该部分数据我们在前期报告中已经较为详细说明，在此不赘）。我们从两者现货成交量、提货量、库存、基差等指标进一步验证上文逻辑：豆油需求下降—成交下降—库存上升—基差下降，豆粕需求上升—成交上升—库存下降—基差走强，从而豆类油粕的“油弱粕强”格局显现。

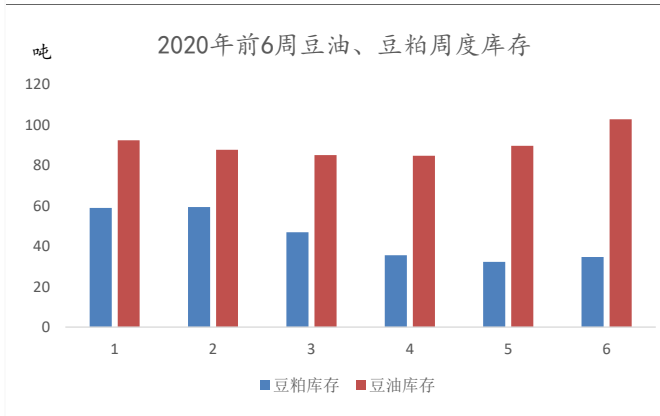
由此，我们通过豆类油粕强弱关系“逻辑—运行机制—数据验证”一步步推导出我们的结论：油弱粕强格局将会延续。根据该结论，我们得出豆类油粕强弱关系的策略：择机“抛空豆油，做多豆粕”。

图 1 2020 年 1 月以来豆粕和豆油成交量对比图



资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

图 2 2020 年前 6 周豆粕和豆油库存对比图



资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

## 2. 空油多粕择良机

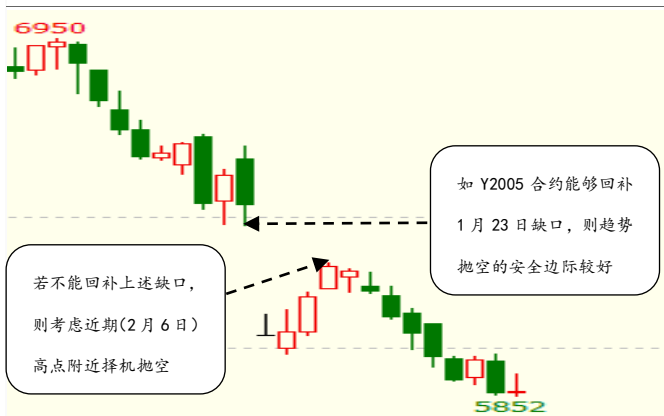
### 2.1 动态策略：逢高抛空 DCE 豆油主力 2005 合约，逢低做多 DCE 豆粕主力 2005 合约

**动态策略：逢高抛空 DCE 豆油主力 2005 合约，逢低做多 DCE 豆粕主力 2005 合约。**

该策略主要从趋势角度出发，结合两者期货价格走势，选择合适价格区间，进行“买粕抛油”策略。按照该策略思路，两个合约价格进入目标价格区间的时间以及持仓杠杆等不一定吻合，所以就存在动态调整的过程。对于豆油而言，由于意外疫情扰动，春节后 DCE 豆油 2005 合约出现跳空缺口，如果后期能够回补该缺口，那么在缺口附近位置抛空的安全边际相对较好。对于缺口问题，我们对 2006 年以来 DCE 豆油指数复盘可以发现，在豆油下跌趋势中出现的缺口有的可以回补，但是也有较多的缺口没有回补：有一些下跌过程中出现的缺口，需要等到下一轮上涨周期才能回补，中间间隔半年至几年不等。所以从 DCE 豆油指数复盘来看，回补缺口也并非充分必要条件。从横向对比来看，春节之后，菜油、棕榈油均已经回补缺口，其他也有部分品种处于回补缺口的过程中。所以如果豆油能够出现回补缺口的情况，那么缺口附近位置进行抛空的安全边际较高。如果回补缺口的概率下降（比如随着时间推移，价格离缺口位置越来越远），那么可以考虑节后（2 月 6 日）高点位置择机抛空。总体而言，从趋势角度来说，豆油抛空仍要等待反弹时再择机抛空。对于豆粕而言，可以考虑春节后（2 月 3 日）低点位置择机建立多头头寸。同样豆粕趋势多单的策略也是以回调建多单为主。

**策略建议：逢高抛空 DCE 豆油 2005 合约时的高位区间可以参考 6262-6374 元/吨，逢低建立 DCE 豆粕 2005 合约多头头寸的低位区间可以考虑 2500-2600 元/吨，总体策略思路“反弹抛空豆油、回调建多豆粕”。**

图 3 DCE 豆油 2005 合约日 K 线图



资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

图 4 DCE 豆粕 2005 合约日 K 线图



资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

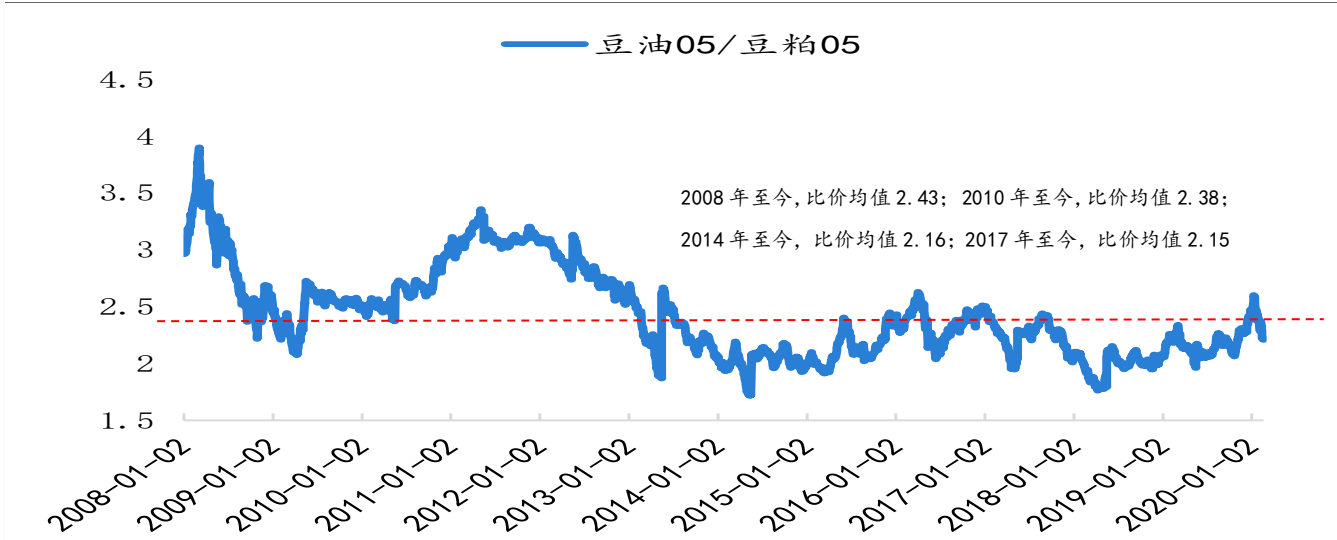


## 2.2 静态策略：做空“DCE 豆油 2005/DCE 豆粕 2005 合约比价”

**静态策略：**以油粕比作为参考指标，做空油粕比价，即做空“DCE 豆油 2005/DCE 豆粕 2005 合约比价”。

我们对 2008 年以来 DCE 豆油 05/豆粕 05 合约比价做出统计图表，如图 5 所示。同时我们对于两者比价统计分成不同的时间段以观察不同时期的比价情况：2008 年至今（长期）、2010 年至今（9 年时间段）、2014 年至今（5 年时间段）、2017 年至今（3 年时间段）和 2019 年至今（1 年时间段）。在上述不同的时间段内，我们统计两者比价的均值、最大值和最小值，如表 1 所示。

图 5 2008 年 1 月 2 日-2020 年 2 月 18 日期间，DCE 豆油 05/豆粕 05 合约比价图（长期）



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

**DCE 豆油 05/豆粕 05 比价均值处于 2.15-2.43 之间，比价均值逐步下移。**通过统计，我们可知：2008 年至今（11 年均值）、2010 年至今（9 年均值）、2014 年至今（5 年均值）、2017 年至今（3 年均值）和 2019 年至今（1 年均值）DCE 豆油 05/豆粕 05 合约比价均值分别为 2.43、2.38、2.16、2.15 和 2.20，除了 1 年短期指标之外，长期而言，DCE 豆油 05/豆粕 05 比价均值不断下移。

**DCE 豆油 05/豆粕 05 比价最大值处于 2.60-3.90 之间，最大值逐步下移。**通过统计，我们可知：2008 年至今（11 年均值）、2010 年至今（9 年均值）、2014 年至今（5 年均值）、2017 年至今（3 年均值）和 2019 年至今（1 年均值）DCE 豆油 05/豆粕 05 合约比价最大值分别为 3.90、3.36、2.63、2.60 和 2.60，比价最大值也是处于下降趋势。除了 2008 年豆油超级牛市周期之外，两者比价的最大值基本上处于 2.60 附近。

**DCE 豆油 05/豆粕 05 比价最小值基本稳定于 1.72-1.76 附近。**根据统计，我们可知：对于 DCE 豆油 05/豆粕 05 合约比价的最小值而言，除了短期 1 年均值指标为 1.96 以外，两者比价最小值长期处于 1.72-1.76 附近。

表 1：2008 年 1 月 2 日-2020 年 2 月 18 日期间，DCE 豆油 05/DCE 豆粕 05 合约比价统计

时间区间	豆油 05/豆粕 05 比价均值	豆油 05/豆粕 05 比价最大值	豆油 05/豆粕 05 比价最小值
2008.01.02-2020.02.18	2.43	3.90	1.72
2010.01.04-2020.02.18	2.38	3.36	1.72
2014.01.02-2020.02.18	2.16	2.63	1.72
2017.01.03-2020.02.18	2.15	2.60	1.76
2019.01.02-2020.02.18	2.20	2.60	1.96
2020.01.02-2020.02.18	2.40	2.60	2.21
2020.02.03-2020.02.18	2.29	2.37	2.21

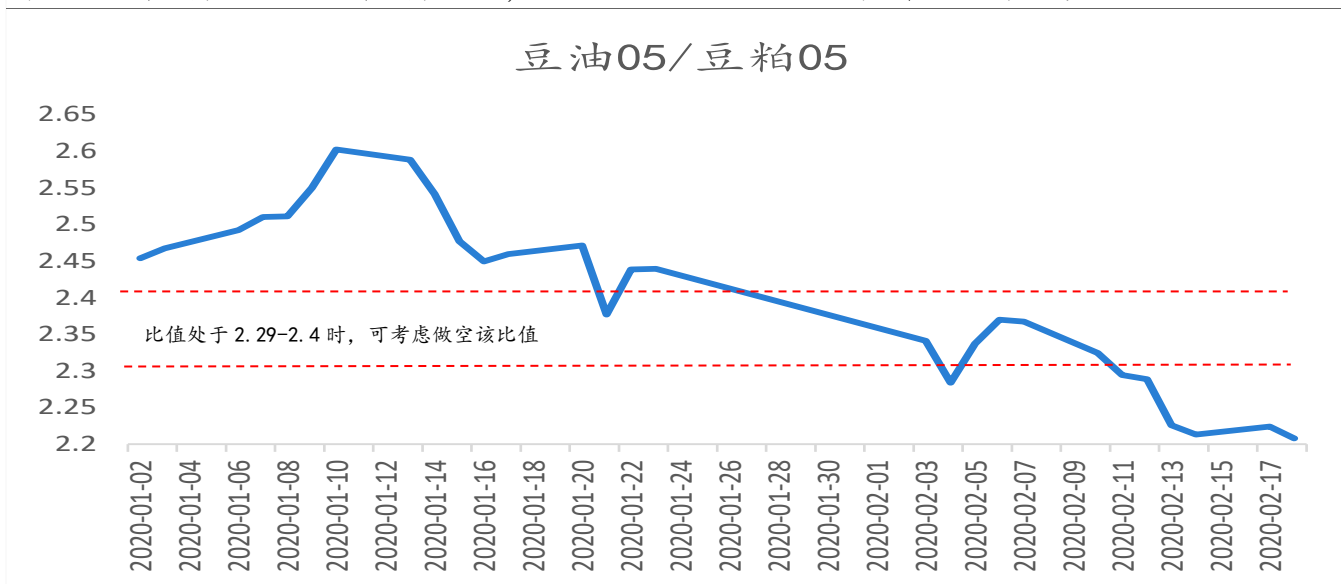
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

从长期来看，目前 DCE 豆油 2005/豆粕 2005 比价 2.21 高于前五年均值，该比价水平仍相对偏高。截至 2020 年 2 月 19 日，DCE 豆油 2005/豆粕 2005 合约比价约 2.21，该比值略高于 1 年均值 2.20，高于 2 年均值 2.15，高于 5 年均值 2.16，低于 9 年均值 2.38。所以如果从统计上看，目前 DCE 豆油 2005/豆粕 2005 合约比价高于近五年以来均值水平。

从最近一个多月看，目前 DCE 豆油 2005/豆粕 2005 比价 2.21 则处于短期低点。短期而言，2020 年 1 月 2 日至 2 月 18 日（28 个交易日），DCE 豆油 05/豆粕 05 合约比价均值 2.40，最大值 2.60，最小值 2.21；春节之后（2 月 3 日至 2 月 18 日共 12 个交易日），DCE 豆油 05/豆粕 05 合约比价均值 2.29，最大值 2.37，最小值 2.21。就短期而言，目前 DCE 豆油 05/豆粕 05 合约比价处于最低位。

**策略建议：**当 DCE 豆油 2005/豆粕 2005 合约比价处于 2.29-2.40 区间时，可考虑择机做空该比价。我们通过对 DCE 豆油 05/豆粕 05 合约比价不同时间段的统计可知，目前两者比价高于 1 年、3 年和 5 年均值，低于 9 年均值，所以从最近五年时间段来看，目前两者比价依然高于均值水平。从近期来看，目前两者比价处于最近 1 个多月以来的最低位。综合考虑两者比价的长期情况和近期情况，我们可以考虑当两者比价反弹时，再做空该比价。反弹高度我们参考过去 28 日均值和过去 12 日均值，即当两者比价处于 2.29-2.40 期间时，可以考虑择机做空该比价。

图 6 2020 年 1 月 2 日-2020 年 2 月 18 日，DCE 豆油 05/豆粕 05 比值图（最近 28 个交易日）



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所





本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本研报发布的观点和信息仅供风险承受能力合适的投资者参考。若您并非风险承受能力合适的投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或者服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。



## 国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话: 021-33038635 传真: 021-33038762

## 广东分公司

天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 房  
电话: 020-38628010 传真: 020-38628583

## 金融理财部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼  
电话: 021-33038803 传真: 021-33038720

## 上海期货大厦营业部

上海市自由贸易试验区松林路 300 号期货大厦 2001B 室  
电话: 021-68401886 传真: 021-68402738

## 国际业务部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼  
电话: 021-33038895 传真: 021-33038683

## 深圳营业部

深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 15 楼 1502、1503、1504 室  
电话: 0755-23980587 传真: 0755-23980597

## 大连营业部

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 2703  
电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759

## 宁波营业部

宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 <6-1>  
电话: 0574-87916522 传真: 0574-87916513

## 天津营业部

天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层  
电话: 022-23304956 传真: 022-23300863

## 郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路 30 号 1105 房间  
电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168

## 青岛营业部

青岛市崂山区香港东路 195 号 11 号楼杰正财富 5 楼 501 室  
电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993630

## 北京三元桥营业部

北京曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元  
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907

## 济南营业部

济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室  
电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210177

## 厦门分公司

厦门市思明区湖滨东路 95 号华润大厦 B 座 1508-1509 单元  
电话: 0592-5886138

## 北京分公司

北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元  
电话: 010-58795771 传真: 010-58795787

## 产业发展部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼  
电话: 021-33038719

## 上海国宾路营业部

上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室  
电话: 021-55892500 传真: 021-65447766

## 上海中山北路营业部

上海市中山北路 3000 号长城大厦 507、508 单元  
电话: 021-32522836 传真: 021-32522823

## 长春营业部

吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号川渝泓泰国际环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室  
电话: 0431-81907955 传真: 0431-85916622

## 杭州营业部

杭州江干区五星路 185 号泛海国际中心 6 幢 1 单元 501-B 室  
电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517

## 南京营业部

南京市建邺区庐山路 168 号 1911 室  
电话: 025-87780990 传真: 025-87780991

## 武汉营业部

武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室  
电话: 027-82886695 传真: 027-82888027

## 西安营业部

西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 1802 室  
电话: 029-88220218 传真: 029-63091956

## 石家庄营业部

石家庄市裕华区裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层 803 室、804 室  
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907

## 长沙营业部

长沙市芙蓉中路一段 442 号新湖南大厦产业楼 3404 室  
电话: 0731-82258088 传真: 0731-82256453

## 上海延安东路营业部

上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室  
电话: 021-63331738 传真: 021-63332282

## 上海银城路营业部

中国(上海)自由贸易试验区银城路 88 号 27 楼(实际楼层 24 楼) 06 单元  
电话: 021-58590368国泰君安证券各营业部受理 IB 业务 客户服务中心: 95521 <http://www.gtjaqh.com>

国泰君安期货客户服务电话 95521