



2019.8.16

近期报告:

## 豆棕价差收窄策略



刘佳伟



021-52137412



liujiawei014001@gtjas.com

证书编号 Z0011961

### 投资要点:

豆棕价差套利是很成熟的油脂间的套利。棕榈油是全球贸易量最大的油脂，豆油是国内消费量最大的油脂，影响两者价差的因素较多：国内棕榈油几乎纯进口，定价权在产地，而国内进口利润会影响阶段性的供应；豆油几乎全部由进口大豆压榨而来，油厂的压榨利润、开工率及大豆到港量对国内豆油的供应影响较大，而大豆压榨中 78.5% 是豆粕、18.5% 是豆油，豆粕的需求、价格等因素对油厂的开工率有较大的影响；此外，国际豆棕油价差、政策、季节性等因素也会对两者的价差产生影响。

近期豆棕价差扩大主要受豆油涨幅偏大影响，中美贸易关系紧张导致豆油相对棕榈油偏强、美豆天气干旱导致美豆价格偏强、国内暂停进口美豆导致南美大豆升贴水不断抬升、人民币贬值提升国内大豆进口成本、国内大豆开机率下降导致近期大豆压榨量偏低、市场担心豆油供应紧张、豆油季节性消费好转的预期以及买油空粕资金将豆油作为多头配置等因素导致近期豆油相对棕榈油更强势。

后期驱动豆棕价差的的主要因素有：（1）中美贸易关系缓和，对冲资金离场；（2）高价差水平下，豆油消费不及棕榈油；（3）大豆开机率回升，豆油供应压力大于棕榈油；（4）近月棕榈油交割压力比豆油小，远月豆油上涨有进口毛豆油成本的制约。从豆棕价差收窄的驱动因素来看，在中美贸易关系、国内豆油的供应等方面仍处在一定的不确定性，另外，近期处于美豆的关键生长期，美豆产区的天气也有较大的不确定性，而目前做多豆油的资金仍比较热情，也可能导致价格超涨。

时间点和价格来看，目前豆棕价差已经涨至历史同期偏高水平，从统计规律看，三季度豆棕价差一般季节性收窄，目前豆棕 01 合约价差在 1414 元/吨，极限位置可能在 1500 元/吨，距离价差收窄的时间点可能还有半个月左右。

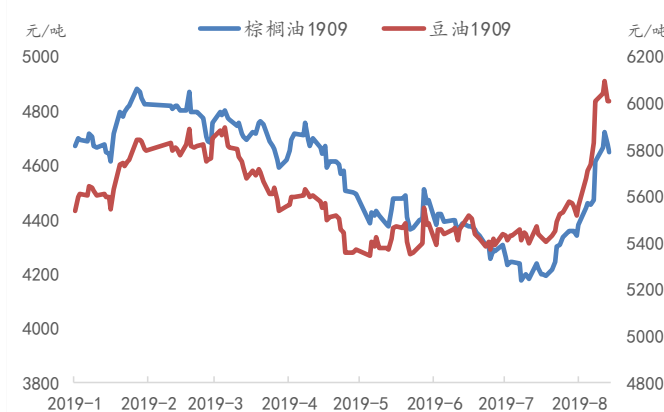


豆棕油价差套利是很成熟的油脂间的套利。棕榈油是全球贸易量最大的油脂，豆油是国内消费量最大的油脂，影响两者价差的因素较多：国内棕榈油几乎纯进口，定价权在产地，而国内进口利润会影响阶段性的供应；豆油几乎全部由进口大豆压榨而来，油厂的压榨利润、开工率及大豆到港量对国内豆油的供应影响较大，而大豆压榨中 78.5%是豆粕、18.5%是豆油，豆粕的需求、价格等因素对油厂的开工率有较大的影响；此外，国际豆棕油价差、政策、季节性等因素也会对两者的价差产生影响。

## 1. 前期豆棕价差扩大的逻辑

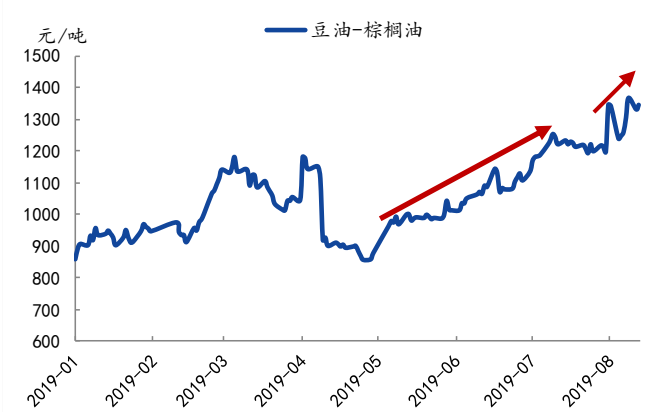
5 月以来，豆油与棕榈油的价差开始走扩，我们认为价差扩大主要分为两个阶段：5 月-7 月中旬，两者价差扩大主要受棕榈油跌幅较大影响；7 月下旬-至今，两者价差扩大主要受豆油涨幅较大影响。

图 1 豆棕油主力合约的走势



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 2 豆棕油期货主力价差的走势



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

4-7 月中旬，棕榈油炒作的题材更多，棕榈油跌幅较大，主要逻辑有：棕榈油供应压力大、需求差，印度 3-5 月棕榈油进口量偏多导致 5 月底印度棕榈油库存偏高，抑制 6 月买货的积极性，拖累产地的出口；国内进口利润持续偏好，到港压力大，期货升水现货，期货买盘较少、套保压力较大；整个油脂市场氛围偏空，棕榈油领跌。

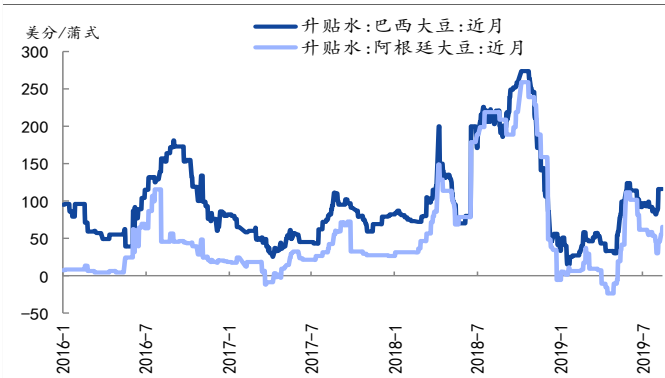
7 月下旬-8 月中旬，豆油炒作的题材更多，豆油上涨幅度较大，主要逻辑有：中美贸易关系紧张导致豆油相对棕榈油偏强、美豆天气干旱导致美豆价格偏强、国内暂停进口美豆导致南美大豆升贴水不断抬升、人民币贬值提升国内大豆进口成本；国内大豆开机率下降导致近期大豆压榨量偏低、市场担心豆油供应紧张、豆油季节性消费好转的预期；买油空粕资金将豆油作为多头配置。

图 3 人民币汇率



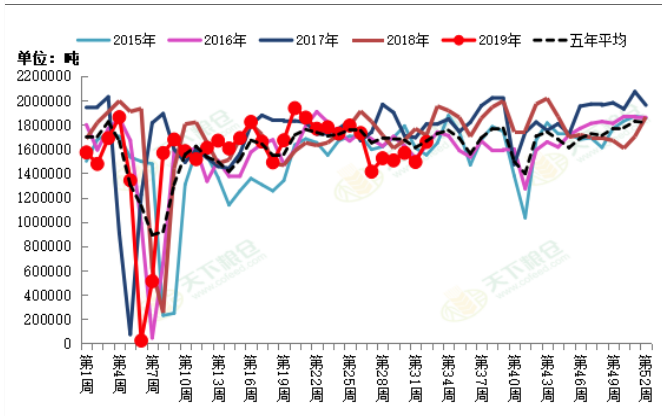
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 4 南美升贴水



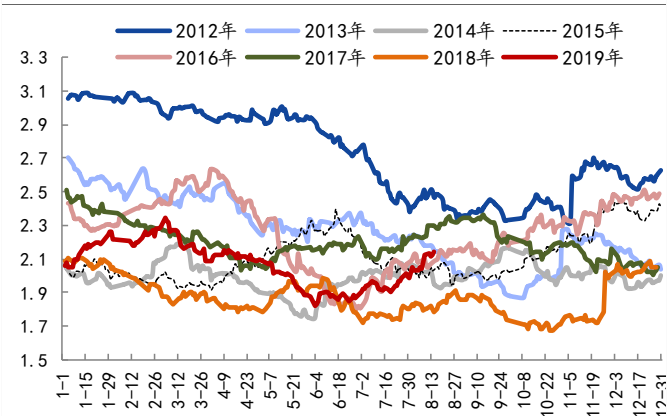
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 5 近几年全国大豆压榨量周度趋势图



资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

图 6 豆油与豆粕期货主力收盘价的比值



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

## 2. 豆棕价差收窄的驱动

### 2.1 价差扩大的逻辑逐渐兑现，市场开始关注价差收窄的逻辑

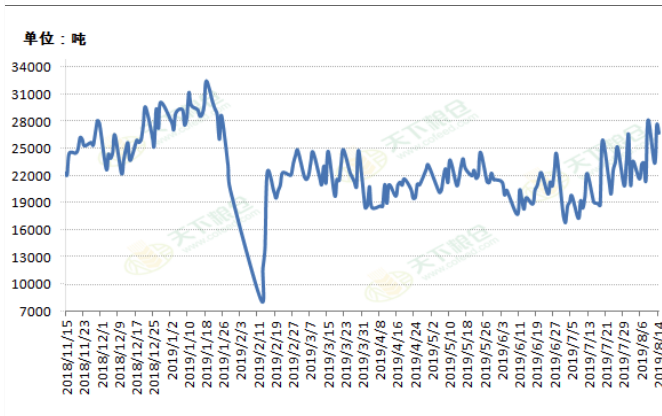
#### (1) 中美贸易关系缓和，对冲资金离场

美国贸易代表办公室（USTR）于 8 月 13 日宣布，特朗普政府将推迟原定于下月开始对包括笔记本电脑和手机在内的某些中国产品征收 10% 的关税，同日，中美双方磋商团队进行了电话沟通，并约定未来两周再次通话，将 3000 亿关税清单拆分来看，实际上完全免除的仅有 3.1%，9 月 1 日落地占比 38.9%，推迟到 12 月 15 日落地占比 58%，虽然算不上一个好的开始，但中美贸易关系有缓和的迹象，人民币贬值压力减轻，对油脂做多氛围有所打压。

#### (2) 高价差水平下，豆油消费不及棕榈油

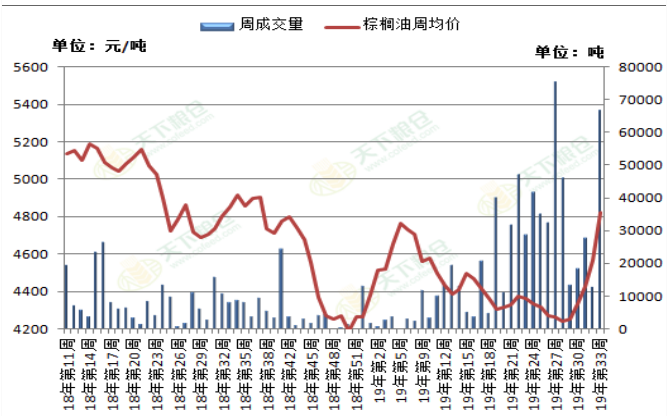
年初以来，豆油与棕榈油现货价差持续回升，6 月以来华南 18 度棕榈油成交持续火爆、而豆油需求相对偏弱，目前张家港四级豆油与广东 24 度棕榈油价差已经达到 1360 元/吨，目前价差水平下，棕榈油对豆油的替代效应明显。7 月底以来豆油价格强势上涨，现货贸易商追涨意愿较强，豆油提货量增加，但本周随着价格处于高位，下游买货谨慎，豆油成交放缓，而棕榈油成交仍放量。

图 7 豆油提货量



资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

图 8 棕榈油成交量



资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

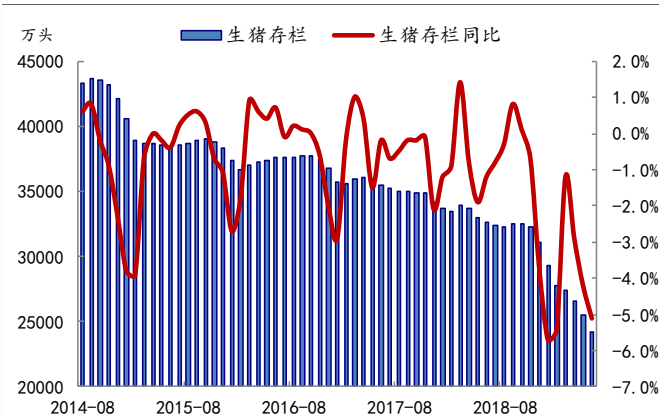
#### (3) 大豆开机率回升，豆油供应压力大于棕榈油

国内豆油供应主要受大豆开机率影响，豆粕需求对大豆开机率影响较大，生猪和蛋禽养殖对豆粕需求影响较大，目前禽类养殖利润偏好、蛋鸡存栏较去年同期大幅增加，拖累豆粕需求的主要是生猪。受猪瘟影响，国内生猪存栏持续下降，对豆粕需求有所打压。目前生猪养殖利润丰厚，近期猪肉价格持续上涨，国家鼓励生猪养殖，并给予一定的补贴。目前国内生猪存栏已经下降 50% 左右，养猪密度大幅下降，猪瘟继续大范围爆发的可能性偏少，在养殖户尝试复养背景下，预计国内生猪存栏继续下降的空间较小。一旦豆粕需求恢



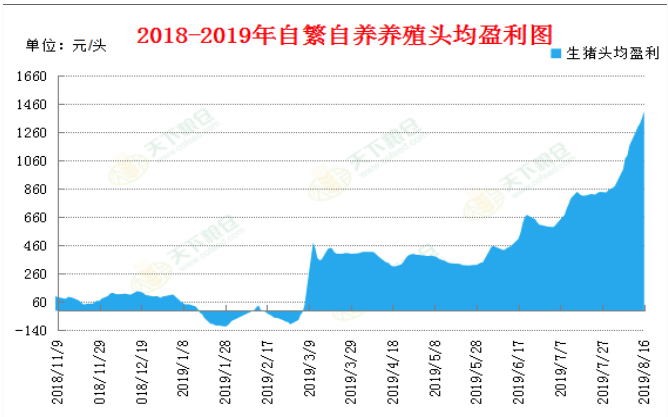
复，大豆开机率有望回升，豆油供应将增加。棕榈油方面，受近期延迟到港影响，国内供应偏紧，目前供应偏紧的情况仍没有缓和。

图9 生猪存栏



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图10 生猪养殖利润



资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

#### (4) 近月棕榈油交割压力比豆油小，远月豆油上涨有进口毛豆油成本的制约

近月来看，棕榈油基准交割品为24度棕榈油，目前基准交割地棕榈油现货报价4700元/吨左右，升水棕榈油09合约50元/吨左右，卖方交割意愿偏低，交割压力小；豆油基准交割品为毛豆油，市面流动的毛豆油偏少，一般以一级豆油为主，目前基准交割地一级豆油报价6280元/吨左右，按照毛豆油与一级豆油价差230元/吨计算，交割成本在6050元/吨，与目前期货盘面基本平水。

远月来看，近期国家放开豆油进口，目前全球主要的豆油出口来自阿根廷，豆油上方空间受阿根廷豆油制约，根据天下粮仓的豆油进口成本测算，目前进口豆油成本在6200元/吨左右，根据我们的了解，目前阿根廷豆油的实际进口成本比天下粮仓的贵200元/吨左右，将限制国内豆油的涨幅。

表1 8月16日全球毛豆油到中国口岸成本

品种	交货月	CBOT价 美分/磅	涨跌 美分/磅	升贴水	FOB价格 美元/吨	运费 美元/吨	CIF中国 美元/吨	完税价 元/吨
美湾豆油	2019年8月	29.07	-0.10	+250U	696	55	751	7780
阿根廷豆油	2019年9月	29.07	-0.10	+160U	676	55	731	6180
	2019年10/12月	29.45	-0.10	+130Z	678	55	733	6190
	2020年1/2月	29.93	-0.13	+100G	682	55	737	6230
巴西	2019年9月	29.07	-0.10	+170U	678	55	733	6190
	2019年10/12月	29.45	-0.10	+180Z	689	55	744	6290
	2020年1/2月	29.93	-0.13	+120G	686	55	741	6260

资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

## 2.2 做空豆棕油价差的风险点

从前文豆棕价差收窄的驱动因素来看，在中美贸易关系、国内豆油的供应等方面仍处在一定的不确定性，另外，近期处于美豆的关键生长期，美豆产区的天气也有较大的不确定性，而目前做多豆油的资金仍比较热情，也可能导致价格超涨。

#### (1) 豆油供应偏紧、棕榈油供应宽松，棕榈油压力反而更大

目前豆粕需求仍较差，近期非洲猪瘟影响明显，四川疫情之后当地油厂普遍胀库，两湖粕类需求也受到



疫情影响，近期江苏部分地区也出现疫情，严重影响当地豆粕需求，如果豆粕需求持续较差，将影响油厂开机率，导致豆油供应偏紧；另外，临近国庆，北京周边地区环保安检较严，华北地区油厂可能受影响出现停机的情况。棕榈油方面，前期一直延迟到港的船货可能在8月下旬陆续到港，导致棕榈油的供应压力反而更大。

## (2) 中美贸易关系紧张

本周四，针对美国贸易代表办公室宣布将对约3000亿美元自华进口商品加征10%关税，国务院关税税则委员会有关责任人表示，美方此举严重违背中美两国元首阿根廷会晤共识和大阪会晤共识，背离了磋商解决分歧的正确轨道，中美将不得不采取必要的反制措施。中美贸易关系又开始有紧张的迹象，两国关系一直打打谈谈，一旦中美贸易关系紧张，可能对豆油更利好。

## (3) 美豆的天气市炒作

近期美豆种植区天气偏干旱，未来一周，偏干的伊利诺伊、印第安纳等区域雨量不多；未来第2周，主产区雨量大部正常，核心区域爱荷华、伊利诺伊、印第安纳、俄亥俄偏干。目前正值美豆关键生长期，警惕9月早霜的出现，如果美豆天气出现炒作，可能更有利于豆油。

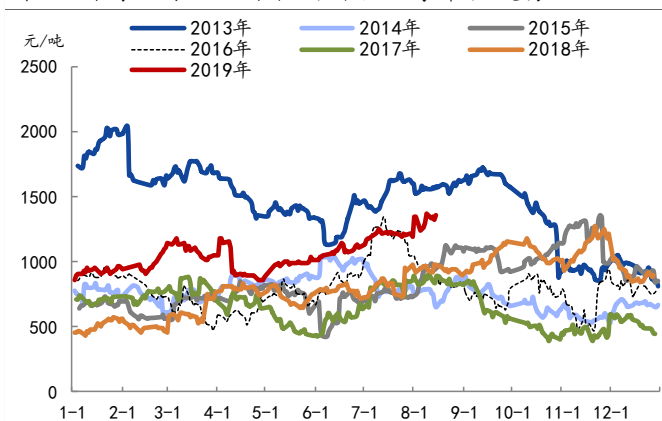
## (4) 资金的市场情绪

近期国内三大油脂中，做多豆油的资金相对热情，如果做多资金情绪持续高涨，可能导致豆油拖累基本面出现短暂的超涨情况。

# 3. 统计规律：三季度豆棕价差大概率季节性收窄

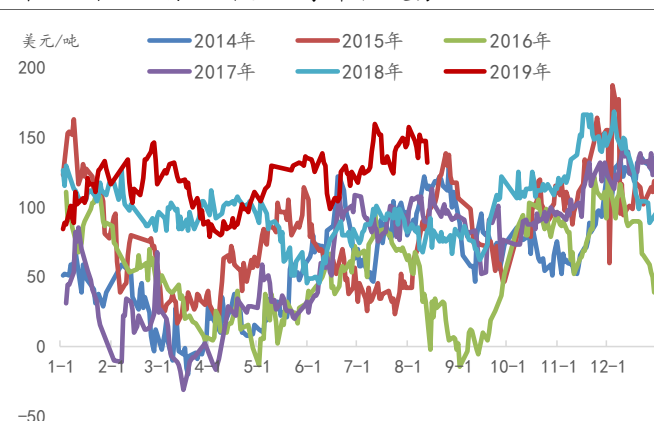
从历史表现来看，三季度豆棕价差一般季节性收窄，开始收窄的时间可能略有差别；从价格来看，目前豆棕价差处于历史同期偏高水平。从国际豆棕油价差来看，季节性与国内类似，9月份季节性收窄的概率较大。从统计规律看，目前距离豆棕价差收窄的时间点可能还有半个月左右，价格短期可能高位震荡走势为主，继续上行的空间相对有限，两者价差的极限位置可能在1500元/吨，目前豆棕01合约价差在1414元/吨。

图 11 国内豆棕油主力合约价差的季节性走势



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 12 国际豆棕油价差的季节性走势



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

## 4. 结论

近期豆棕价差扩大主要受豆油涨幅偏大影响，中美贸易关系紧张导致豆油相对棕榈油偏强、美豆天气干旱导致美豆价格偏强、国内暂停进口美豆导致南美大豆升贴水不断抬升、人民币贬值提升国内大豆进口成本、国内大豆开机率下降导致近期大豆压榨量偏低、市场担心豆油供应紧张、豆油季节性消费好转的预期以及买油空粕资金将豆油作为多头配置等因素导致近期豆油相对棕榈油更强势。

后期驱动豆棕价差的驱动因素主要有：（1）中美贸易关系缓和，对冲资金离场；（2）高价差水平下，豆油消费不及棕榈油；（3）大豆开机率回升，豆油供应压力大于棕榈油；（4）近月棕榈油交割压力比豆油小，远月



豆油上涨有进口毛豆油成本的制约。从豆棕价差收窄的驱动因素来看，在中美贸易关系、国内豆油的供应等方面仍处在一定的不确定性，另外，近期处于美豆的关键生长期，美豆产区的天气也有较大的不确定性，而目前做多豆油的资金仍比较热情，也可能导致价格超涨。

时间点和价格来看，目前豆棕价差已经涨至历史同期偏高水平，从统计规律看，三季度豆棕价差一般季节性收窄，目前豆棕 01 合约价差在 1414 元/吨，极限位置可能在 1500 元/吨，距离价差收窄的时间点可能还有半个月左右。



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

上海市静安区延平路 121 号 31 楼

电话: 021-52137126 传真: 021-52138150

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

上海市延平路 121 号三和大厦 10 楼 A 座

电话: 021-52138131 传真: 021-52138110

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

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

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

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

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

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

上海市延平路 121 号三和大厦 28 楼

电话: 021-52131163

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

北京三元桥营业部

北京市曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元

电话: 010-64669008 传真: 010-64669884

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: 0731-82250043 传真: 0731-82256453

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