

## 大连商品交易所大豆豆粕套利方案

国都期货

### 一、 套利可行性研究

大豆与豆粕之间是原料与加工品的关系，原料成本很大程度上决定了加工品的价格，因此，大豆与豆粕之间的价格存在较强的关联性，通常会出现同涨同跌的特征，不过，由于豆粕还受下游养殖行业周期性变化以及大豆价格的另一个产品豆油价格的影响，因此豆粕走势在与大豆趋于一致的同时，还受自身基本面影响出现上下波动。

我们通过对历年大豆豆粕价差、大豆压榨利润以及油粕比价进行分析发现，大豆豆粕价差与压榨利润走势呈现明显的负相关性，即压榨利润下降，大豆、豆粕价差扩大，反之缩小；油厂压榨利润围绕 0 值附近上下波动，主要是因为当压榨亏损到一定程度后，油厂采取停机策略，豆粕价格回升，压榨利润逐渐转为正值，当压榨利润扩大到一定程度后，刺激油厂提高开工率，导致豆粕供应量增加，价格疲弱，因此压榨利润开始缩小。此外，还发现一个规律，如果油粕比价能保持较高的水平（豆油价格坚挺），使油厂压榨利润保持为正，那么，大豆豆粕之间的价差则具备继续扩大的可能，但如果豆油价格表现疲弱，油粕比价处于低位，那么大豆豆粕价差也就不具备继续扩大的条件。从季节性波动来看，由于消费的季节性，大豆豆粕价差通常在第一季度从低位开始扩大，第二季度达到相对高位后回落，第四季度缩小到低谷，这与豆粕消费的季节性相符。

此外，还需要注意，大豆豆粕价差运行区间呈现缓慢抬升的趋势，05 年至 06 年底，大豆豆粕价差均值在 450 附近，运行区间为 [150-560]，07 年至 08 年，价差从 420 飙升至 1800，波动异常，我们认为主要是因为国际大宗商品以及原油价格大幅飙升，国内豆类产品（大豆、豆粕、豆油价格）均出现大幅上涨，由于生物能源概念炒作，豆油上涨幅度最大，而豆粕则受下游生猪价格的敏感性抑制（生猪价格对人民生活水平影响较大，属于国家重点监测的品种），豆油价格上涨明显，在一定程度上弥补了原料大豆成本的增加，因此大豆、豆粕价差大幅扩大。09 年以后，大豆豆粕价差恢复正常，但运行区间较此前上移，我们认为主要是油脂工业需求增加，推动油脂价格区间上移。



总体来看，大豆豆粕价差运行区间逐渐抬升，同时受油厂压榨利润以及消费季节性呈现规律性上下波动，目前大豆豆粕价差为 1200，处于运行区间上沿。

## 二、 豆类基本面分析

### 1. 油厂压榨持续亏损

自去年 7 月份开始，国际大豆价格步入上涨通道，价格涨幅近 40%，导致国内进口大豆成本不断抬升，与此同时，中国通胀压力日益显现，国家调控力度逐渐加大，去年 11 月份，为抑制不断上涨的油脂价格，国家发改委约谈国内大型油脂企业，要求限制小包装食用油价格，由于原材料成本上升，而终端消费价格受到抑制，国内油厂进入持续亏损状态。目前国内通胀压力不减，国家发改委延长食用油价格限制期限，国内油脂价格上涨空间受限，而春节后豆粕需求也受节日期间生猪集中出栏抑制，导致价格低迷，油厂压榨亏损情况持续。从未来几个月的消费情况来看，由于气温逐渐升高，棕榈油替代效应显现，豆油进入传统消费淡季，消费支撑明显减弱，而豆粕将迎来季节性消费旺季，在食用油价格限制延期以及消费淡季背景下，豆油价格上行空间有限，油厂更倾向于通过豆粕价格来保证利润水平，因此，后期油厂挺粕的可能性更大。

### 2. 美豆基本面利多提前消化，国内大豆供应充足

3 月 31 日，美国农业部发布作物种植意向报告，报告预测 2011/12 年度美国大豆播种面积为 7660 万英亩，低于上一年度的 7740 万英亩，报告对市场利多。但从后期来看，市场利多消息可能较为有限，从目前美国玉米播种情况来看，虽然农户倾向于多种植收益高的玉米，但由于美国中西部潮湿天气阻碍玉米种植，如果天气不能尽快改善，玉米播种可能延误，农户不得不改种大豆，这样将增加大豆播种面积，如果后期报告显示播种面积增加，则对美豆价格不利。此外，南美方面，巴西大部分大豆已顺利收割，阿根廷也开始收割，截止目前，天气状况较为有利，南美大豆产量已然明朗，丰产压力限制大豆上涨空间。

国内方面，一季度大豆进口步伐放缓，最近国内大型油厂延迟和取消大豆船期，可能使未来两个月大豆到港量较去年同期下滑，但国内大豆供应较为充足，据悉，国家临储大豆预计有 700 万吨左右，此外还有国储国产大豆 300 万吨以及国储进口大豆 300 万吨，而商业库存预计在 800 万吨左右，国内大豆供应总量为 2100 万吨左右，因此我国上半年大豆供应充足，在外盘不出现大幅上涨的情况下，国内大豆价格上涨空间有限。

### 三、 大豆豆粕套利方案

通过大豆豆粕价差分析，我们知道，其变化具有一定的规律性，大豆豆粕价差通常在第 2 季度自高位回落。从基本面上看，豆油价格上涨空间受到限制，油厂可能通过力挺豆粕价格也弥补压榨损失；国内大豆供应充足，在外盘上涨动能不足的情况下，未来大豆价格上涨空间相对有限，因此，我们可以尝试进行大豆、豆粕之间的价差套利，可以卖出大连豆一 1201，买入大连豆粕 1201（注：豆粕大多由进口大豆压榨，理论上应该用代表进口大豆的豆二进行套利，但由于豆二合约不活跃，而国产大豆与进口大豆的价格具有高度的正相关性，因此选用豆一进行套利）。

#### 套利操作：

**【套利对象】：**豆一 1201 合约和豆粕 1201 合约（上市时间短且交易活跃）；

**【交易方向】：**买豆粕卖大豆；

**【手数配比】：**1 手大豆：1 手豆粕；

**【建仓时机】：**1200 附近，具体操作配合市场行为，目标是价差回归至 1100 附近（虽然 2010 年以来价差均值为 1055，但考虑到价差运行区间有一个上升的过程，因此将目标上移）；

**【预期收益】：**成功的买豆粕卖大豆套利将获得 100 个点的收益，期望收益率为 15%，年化收益率为 60%；

**【止损设置】：**根据大豆、豆粕价差在 1200 以上时波动的剧烈程度，将止损设为 25 点，止损额度为投入资金的 4%。

**【仓位设置】：**综合比较止损情况，将仓位设置为 80%；

**【注意事项】：**

- 1、建仓时点选择不同，所需的资金量也有所变化，如在跌势中，占用资金相对较少，而在涨势中占用资金则多；
- 2、开仓数量较大时会产生冲击成本，造成收益缩小；
- 3、考虑近期资金借贷难易程度，融资成本可能高于银行贷款利率；
- 4、由于价差运行区间呈现上移的态势，价差回归的空间有可能小于预期目标。

国都期货研发部 套利研究小组

010-84183027

010-84183019

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。

**北京总部**

北京市东城区东直门南大街3号国华投资大厦10层

电话：010-64008822 传真：010-64005891

**上海代表处**

上海市杨浦区黄兴路1725号怡富商务广场605室

电话：021-61230963

**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1909

电话：0411-84807616

**郑州营业部**

河南省郑州市黄河路26号中孚大厦8楼D座

电话：0371-63588090