

油粕比将回升

今年以来，国内非洲猪瘟疫情扩散至规模养殖户，豆粕供应预期宽松的判断，叠加国内豆油库存自高位连续回落，买油卖粕套利积极，连盘油粕主力 1905 合约比值从 2.0620 大幅上涨，最高达到 2.3411，涨幅近 15%。目前豆油粕比值扩大已有段时间，下面将结合相关基本面变化及季节规律和历史数据进行分析，并作出后期的套利建议。

豆粕供应趋向宽松

全球大豆供应趋向于宽松压力持续存在，最新的数据显示，2018/2019 年度全球大豆度结转库存预估为 1.072 亿吨，高于 2 月份报告预估的 1.067 亿吨。虽然美豆压榨数据增加 27 万吨及巴西产量数据下调 50 万吨，但阿根廷及我国压榨数量共减少 120 万吨，致使全球大豆库存亦出现增加。

我国大豆的供应近 80% 靠进口，目前中美贸易谈判接近尾声，有望达成一定协议，但是受非洲猪瘟疫情不断蔓延的影响，国内饲用豆粕需求有可能超预期减弱，2019 年豆粕需求同比持平或略有下降 200 万吨。整体豆粕市场供应仍趋向于宽松，长期基本面走弱逻辑不变，但是目前豆粕价格已经对贸易摩擦利空充分反应，继续大幅下跌空间也将有限。关注 3 月末即将公布的美豆种植意向报告及 4 月天气情况对价格的指引。

豆油需求端有增量

我国豆油基本用于食用消费，过去三年，国内油脂供应过剩，豆油消费量保持在 2%—6% 的增幅。同时，我国实施植物油标签新规，豆油消费增加，整体消费端需求增加量约为 60 万—80 万吨。整体豆油供应趋于偏紧，长期利好豆油市场价格，短期豆油价格底部夯实仍需一定时间。

季节性因素分析

受国内养殖业高速增长影响，历年二三季度，在饲料消费旺季、油脂淡季影响下，豆油与豆粕的 5 合约与 9 月合约都是以振荡走低为主，一四季度则刚好相反。

目前豆油粕比为 2.2678，处于相对高位，现货油粕比值为 2.2432，豆油粕期货比值处于升水状态，临近交割月由于季节性因素及期货比值向现货比值靠拢特性影响，短期期货比值有向近期均值附近回归的可能，但长期来看，比值回归均值附近后有继续走阔的可能。

后市豆油粕比值走势判断及操作策略：

1. 目前中美贸易摩擦进入收尾阶段，有望达成一定协议，但达成最终协定的时间未定，中国可能大量进口美国大豆至少 2000 万吨以上，整体大豆供应量有望恢复性反弹，豆粕供求可能将会出现一定程度的过剩，而豆油将会处于相对均衡状态。

2. 非洲猪瘟持续发酵，后期的生猪存栏量预期仍将被动减少，豆粕可能面临

超过预期减弱的风险。整体 2019 年在豆粕需求量低迷的情况下，可能导致国内豆油的供求出现较大的缺口，豆油相对豆粕偏强。

综上所述，笔者认为，长期油强粕弱的走势将延续，目前豆油、粕比值在高位已有所回落，后期再度下跌至年初水平以下的概率较小，若后期比值收窄至 2.06—2.1 区间，可布局买油卖粕多单，关注中美贸易达成协议情况及中加关系影响。

主要的风险点有：

1. 中国政府未实质性取消进口美国大豆的 25% 关税，高成本支撑下，不排除豆油粕比值跌破年初低点的可能，投资者需要关注基本面的变化情况，谨慎入场。
2. 每年 4—9 月处于北美大豆播种、生长及成熟期可能出现天气炒作。