

# 基差交易成经营“护身符” 油料油脂企业：生意好不好不如定价巧

□本报实习记者 张利静

近年来，国内外油脂油料价格波动加剧让相关企业充满了不安全感。而伴随着国内大豆、豆油、豆粕等期货品种的出现和活跃，国际上成熟的“期货点价+基差”定价模式流入，国内基差交易应用愈来愈广泛。用业内人士的话说，未来谁在价格管理上越花工夫，谁就越厉害。在油脂油料领域，基差交易业已成为企业经营的护身符。

2014年3月以来，因美国大豆种植面积增加、生长期天气良好等利空因素，豆粕1501合约从5月底的每吨3600多元下跌到9月底的2900多元，再次激发市场广泛使用基差交易。

## 基差定价华丽外衣渐脱落

中国证券报记者采访了多家油脂油料企业感知，企业人士眼中基差定价交易的华丽外衣已逐渐脱落。多家成规模的企业对基差交易的应用已经像吃饭穿衣一样平常。而对期货盘面相关品种的走势，企业人士更是烂熟于心，并头头是道地对价格走势进行预判。

“基差定价”的销售模式是指按“基差+相应月份期货价格”的模式进行销售合同的定价。该定价模式的出现最早是由于对于油厂而言，之前广泛采用的“一口价”定价存在着一些难以克服的问题。

据企业人士介绍，榨油企业在“一口价”定价模式中面临的问题主要表现在三个方面。一是当豆粕价格未来预期价格会下跌时，“一口价”的销售十分困难，销售量也很难保证。二是豆粕现货市场短期的价格波动加剧给油厂的生产与销售带来了很大的不确定性。三是油厂“一口价”作价很难做到随行就市，经常不能达到需求方的预期价位（特别是在市场看跌时），因此在

和一些较大的销售对象交易时的谈判和交易成本偏高。

期货价格参与定价的基差定价方式说起来很简单，应用起来却有千变万化的微妙。

原理上来讲，区别于传统的“一口价”交易，现货市场中的基差定价是指经现货买卖双方同意，以一方当事人选定的某月份期货价格作为计价基础，以高于或低于该期货价格若干金额来买卖现货，买卖双方不理睬现货价格的涨跌变化，而直接以双方商定的基差来进行交易。买方在提货前的约定时间内，根据对市场价格走势的判断在期货市场进行“点价”（通过报出一个可以在当天成交的指定月份期货价格，该期货价格加上先期买入基差就是最后的合同销售价格）。

而实际上，策略配置、时机、基差变化等因素都可能影响到保值效果。实际应用中，基差定价是以合同形式存在的，对交易双方产生约束。

## 期货对冲 买卖都不吃亏

山东新良油脂有限公司是一家有十多年经营历史的大型油脂加工企业，以加工大豆，生产油脂、豆粕及小包装油品等业务为主，兼营粮油贸易。目前公司年加工大豆100万吨以上，年产值超过40亿元。该公司从2012年开始接触基差交易，结合前期已经形成的销售模式共同定价，公司目前参与较多的是豆粕和豆油基差交易，两品种每次基差交易量控制在2万吨和1万吨左右。

“基差交易主要是以豆粕豆油产品为主，特别是在现货市场销售不畅、后期大豆排期正常的前提下，基差交易对于稳定销售有积极意义。对远期期货合约，制定好固定基差，销售给现货客户，既可以保证销售节奏，又可以规避价格下跌风险。”该公司负责人进一步解释说，具体的流程是，让客户充分了解基差交易的结构组成、点价方式和风险后，制定相应基差合同，在与客户签订合同后，一般是立即在期货市场上卖出相应数量的期货对冲风险；然后等待客户点价，客户开始点价时，对相应数量的期货头寸进行平仓。

上述山东新良油脂相关负责人举例说明了公司基差交易操作典型手法。2013年7月，该公司进行了一次豆油基差交易，数量2000吨。当时现货销售不畅，豆油压库，价格不高，期货价格也下跌。由于豆油有一定的保质期，若不及时销售，生产线将被迫停产，豆油销售也会面临更大的亏损。

在与客户沟通后，客户愿意通过基差点价的方式来签合同。基差合同中双方签订了2000吨豆油交易量，该公司当天在期货Y1309合约上建仓200手空单。

“如果在期货价格下跌50元/吨时，客户点价100手，我们就平仓100手Y1309，即使当天现

货也跌50元/吨，我们也不会亏损。如果期货上涨50元/吨，客户点价100手，我们同样平仓100手Y1309，这样现货高卖了50元每吨，期货亏损50元每吨，同样锁定了利润。”该负责人说，这样客户既能在期货下跌的过程中以更低的价格拿到现货，我们也能锁定利润。

而基差协议中，买方并非无利可图，综合来看主要有三大经营效果。一是锁定甚至降低原料采购成本。二是减少资金占用，基差交易中，企业一般只需缴纳10%的保证金就可以订立未来采购协议。三是提高库存管理效率。

“基差交易使得买方企业对未来豆粕的价格多了一个选择权，因为交易之初双方开始仅仅确定了基差，买方企业可以根据自己的判断和价格趋势在后来合适的时间点再定。最终的成交价格为点出的期货价格+基差+费用。”一位市场研究人士称。

他表示，基差交易能否顺利实施，关键在于协议基差水平的确定。协议卖方在提出基差报价时需要考虑自身的成本、利润。一般而言，基差越低对买方越有利，成交可能性越大。因此，卖方在作出协议基差报价并确定双方合约时，通常采用在期货市场进行卖出保值，从而实现对自身风险的规避。

在现实操作中，当企业暂时无法明确判断价格未来的走势，可以在签订合约的同时，做套期保值，锁住价格；也有企业在价格趋势确定了以后，平掉保值单，投机价格。

## 特色化基差定价模式成型

据了解，油脂油料产业企业对基差定价的应用，多数华东、华南地区最为广泛、成熟，这部分企业受外资企业的影响和带动也最为明显，在这样的环境中，一部分榨油企业逐渐形成了自己独特的基差定价模式。

江苏张家港某粮油企业基差定价应用较为频繁，主要从事豆粕、豆油、棕榈油现货贸易，年销售额在30亿元左右。该公司负责人解释说，公司对基差定价的依赖越来越高，主要有两方面原因，一是目前华东地区工厂和进口商的报价方式较传统的一口价模式有了很大变化，以基差报价为主；二是基差定价可以规避经营中的风险。

“我们在贸易中以买入基差为主，基差对应的期货合约多以近月合约为主，在点价期内，点完价后通常会卖出套保到相应品种的期货合约，锁定基差。另外如果一口价买入合同，通常会在期货对应的合约上卖出套保来锁定基差。基差锁定后，我们会根据基差的回归情况，卖现货平期货或者直接交割来结清头寸。目前基差交易几乎占到我们经营比例的90%以上，效果很好。”上述企业相关负责人表示。

该企业在长期的基差定价参与中形成了自己独特的模式——基差交易主要结合期现货套保业务来开展。据介绍，这样的模式较为稳健，基本不留敞口，且多以近月合约作为套保对象，周期短、稳定性高。

## 基差交易成经营“护身符”

# 油料油脂企业：生意好不好不如定价巧

□本报实习记者 张利静



CFP图片 制图/王力

## 油企伺企购销模式变局

□本报实习记者 张利静

2000年开始，中国大豆压榨行业的重心，经历了从产区到沿海的布局变革。市场人士称，此次变革中，但凡没有走向沿海建厂扩张规模的企业，要么处在半停产状态，要么走向了消亡。十多年后，豆粕的上下游企业再次来到历史关口。

不同于上次，此次转折孕育在无形的购销模式变化中，率先实现基差贸易的油企伺企及相关贸易企业已经赢得了更多生存筹码。

### 较单边价格更易把握

据介绍，本轮淘汰赛中，企业的压力并不一定来自竞争对手，而更多在于自身应对价格风险的能力。

“目前率先实现基差贸易的大豆压榨企业会更早更多地积累基差数据、基差定价经验，更能提前占领客户资源，占领产品销售面，降低跌价风险，另一方面积累了经验，也更好地维护了和与大豆压榨企业之间的关系。如果经过若干年发展，依旧以一口价为主要定价模式的大豆压榨企业，必然会受到来自于基差定价大豆压榨企业的有力竞争，很有可能面临淘汰出局的命运。”国投中谷期货农产品研究员刘国良表示。

据中国证劵报记者了解，基差交易在有色金属产业中应用最为普遍和成熟，目前这种新型定价方式在以油脂油料品种为代表的农产品市场也逐渐兴起。在基差的应用中，除了期现货基差，还涉及到跨市、跨品种等多种操作方式。

银河期货产业客户总部助理总经理郭云峰一直致力于期现结合领域的研究实践。他表示，一般来说，只要有相关性就能进行相应的基差操作，比如金属产品铝、铜的替代操作以及农产品上的菜粕、豆粕间的基差应用。目前国内油脂油料企业应用最多的是线性基差即期现价差。“中粮、益海嘉里等国

内甚至跨国大型粮商更多采用的就是这类套保套利的手法，就是用相应的头寸去锁定价格风险，但是都会留下一定的风险敞口。这不同于现货市场的单边风险敞口，而是仅对部分头寸买一个基差，类似买一个产品，而不在期货上做对冲保护。”

据了解，基差至少包含两个头寸，目前大豆产业链企业应用最普遍的基差交易，一般采用“期货某合约价格+升贴水”的方式，无论是其中的期货头寸和现货头寸，单边来看，都存在风险敞口，基差交易的原理就在于锁定期现价差，从而锁定产品价格，规避单边价格波动风险。

“相对于单边的价格走势，基差的走势相对更容易预测。”郭云峰解释说，这是因为影响基差的因素是既定的，变化逻辑也相对明朗，具体来看，其影响因素依次是库存、运输、消费、资金等，可以通过一些主流的方式来判断未来基差的走势。

### 参与形式主要有三种

郭云峰表示，从参与者的参与目的划分，目前参与基差交易的形式主要有三种。第一，个人投资者在期货盘面利用期现价差进行套利，如换月套利、反套利。第二，产业企业站在稳定价格风险、扩大收益的角度做基差。第三，一些主流投资公司通过对基差的分析预测，做反基差回归的套利，他们更注重的是买基差的盈利。

目前，大豆产业链企业所进行的基差交易属于上述第二种。据业内人士介绍，这类基差交易在实际操作中的实现主要通过基差定价合同的购销，具体主要有五大步骤。一是卖家报基差，买家询基差，二是买卖双方签订豆粕基差定价采购合同，三是买家按照合同约定交纳履约保证金，四是买方点价，五是提货、结算，对于未点价部分如果买家想先提货后点价，可以按照合同约定比例支付溢价货款，也就是先提货后点价；而对先点价后提货的买家而言就是结清货款、提货，对于先提货后点价的买家而言，就是结清货款。

至于这一过程中点价操作应遵循的要点，则主要有四方面：接近提货月点价；分批多次点价；测算利润点价；买卖基差，不理睬期货价格。

## 知识链接

### 什么是基差交易？

基差是指现货价格减去期货价格的差，即基差=现货价格-期货价格。现货价格高于期货价格，则基差为正数，又称远期贴水或现货升水；现货价格低于期货价格，则基差为负数，又称远期升水或现货贴水。基差主要反映现货和期货两个市场之间的运输成本和持有成本。

所谓基差交易，区别于传统现货贸易商习惯的“一口价”定价方式，是通过“期货盘面点价+基差”这一计算模型还原出一个价格，作为报价。

具体操作中，手中有货的一方，可卖出基差，锁定所持有货物的价格，从而锁定利润；未来需要买货的一方，则可买入基差，规避价格上涨风险，锁定成本。二者均需要在期货盘进行套保操作。一批货物可分多次多笔进行点价操作。相较于单纯的期货套保，“期货点价+基差”的定价方式给了企业更多的价格选择。通过这种模式，企业自身的贸易风险只是相对价格变化，而非传统的绝对价格变化。

基差交易中，基差水平由卖方报价，买方选择是否接受这一报价。基差越低对买方越有利，成交可能性越大。

## 农产品基差定价生根中国

□本报实习记者 张利静

交货的时间差带来的价格风险、仓储风险等一直是现货产业的心头之忧。应对此类风险的基差交易最早应用于港口农产品出口定价。上世纪60年代，这一模式在新奥尔良港口应用普遍，随后推广到内陆各地。

国际上，对规模较大的农产品贸易公司来说，基差图已经成为经营中不可缺少的重要工具，而且就像白领对办公软件的应用一样普遍和娴熟。

基差图记录了上个世纪60年代起各地每天或每周的基差变化，既有现货价格与近月合约的基差图，也有现货价格与远月合约的基差图。每家公司的图在此基础上又存在差异。

据了解，嘉吉、ADM等公司在全国各地都设有收购站，采用收购站的买入报价作为当地的现货价格，并据此计算当地的基差。

我国大豆产业链上存在百余家压榨企业及万余家饲料企业，豆类产品的国际化程度较高，国际大豆价格波动很容易对国内相关经销商带来冲击。而国际粮商均装备有经营“护身符”——以基差交易为主的成熟定价模式。

在我国，基差交易始于2004年。一些经验意识超前的浙江榨油企业在国内率先开展了基差定价在国内豆粕市场的最先尝试。

其背后，一方面，传统豆粕现货销

售中的“一口价”定价由于缺少灵活性，导致豆粕交易的谈判和交易成本偏高；特别是贸易商和饲料厂豆粕价格未来预期价格会下跌时，“一口价”的销售缺乏市场吸引力。另一方面，大商所豆粕期货市场在2003年、2004年后得到迅猛发展，油厂、饲料厂及贸易商对豆粕期货的参与度逐步提高，大商所豆粕期货价格逐渐成为国内现货价格的风向标。

华北地区企业参与基差交易晚于华东榨油企业。据市场研究人士介绍，基差在国内油脂油料企业中的推广经历了外资公司推广——南方企业——东北、华北企业这样的接受过程。2006年，以Cargill、Luis Dryfus公司为代表的合资与独资油脂企业开始将基差定价模式成规模、成系统地在国内豆粕和豆油销售中开始推广，并在豆粕市场中取得较好的反响。2008年前后，南方的部分民营榨油企业也开始加入豆粕基差定价模式的试点。

2010年，以九三为代表的国有油脂企业吸收国内外基差定价经验，开始从国内原料收购到成品销售的全产业链基差定价创新，并取得不错成绩。

据了解，目前路易达孚、嘉吉等外资榨油企业均开展了豆粕、豆油的基差定价合同交易，但开展基差定价的企业在国内榨油市场规模仍有提升空间，基差定价合同在试点榨油企业总销售量中所占份额、基差报价连续性都有待提高。