

## 基差交易 点石成金

## 期货工具:油脂油料业的熊市“魔杖”

□本报记者 叶斯琦



“现在,我们能够以低于上游油厂的价格,将豆粕和菜粕卖给下游饲料厂,为什么?正是因为期货盘上的智慧。”一位油脂油料贸易商如是说。

贸易商所谓盘上的智慧,到底指什么?对此,2014年1月,中国证券报记者来到油脂油料贸易重镇广东省,深入产业链各个环节——油厂、贸易商和饲料厂,调研油脂油料产业链的运营状况。

通过调研记者发现,随着价格透明化和流通便利化,传统贸易商赚取上下游差价的盈利模式已进入“死胡同”,利用期货工具,开展基差交易,成为产业领跑者的共识。正如一位油厂经理所说:“基差交易使得期货和现货形成一盘完整的棋,各种策略方能开展。在去年的熊市行情中,凡是能利用基差的都赚钱,反之都得亏。做实体经济如果不用期货,必然会被淘汰。”

当然,相比于国外成熟市场中,每个农场主都将运用期货当成家常便饭的状态,中国期货市场的完善仍是任重而道远。不过,从视期货为洪水猛兽,到积极开展基差交易,实体企业已经迈出坚实一步。



## 豆粕菜粕价差“缩水” 大规模替代或现

□本报记者 叶斯琦

由于豆粕和菜粕的价差已逼近历史低值,当前两粕市场高度关注饲料厂是否调整配方,用豆粕对菜粕进行大规模替代。对此,中国证券报记者调研显示,调整配方在技术上很容易实现,一般来讲,大型饲料厂配方较为稳定,而中小型饲料厂在极端情况下日内即可调整两三次配方。当前的豆粕菜粕价差已引起饲料厂高度关注,不过由于季节性因素,目前大规模替代尚未出现。展望后市,分析人士指出,供需仍是“两粕”走势的主导因素,二者价差继续缩小的空间有限。

## 豆粕菜粕价差接近历史低值

1月的最后一个交易日,豆粕和菜粕均以阴线报收,其中豆粕1505合约下跌1.11%,报收于2662元/吨;菜粕1505合约下跌1.13%,报收于2103元/吨,均延续了1月份的弱势节奏。据中国证券报记者统计,在1月份的21个交易日中,豆粕1505合约累计下跌7.22%,菜粕1505合约累计下跌6.66%。

由于全球大豆供应量较上一年度出现大幅增加,供大于求的局面使得豆粕承压,而菜粕走势总体跟随豆粕,因此2014年下半年以来,豆粕和菜粕的价格持续下跌。

1月份美国农业部大豆供需报告显示,美国大豆期末库存预估值为4.11亿蒲式耳,高于市场预期的4.02亿蒲式耳,同时巴西大豆产量上调150万吨至9550万吨,这标志着全球大豆供应的持续宽松并未改变。

值得注意的是,由于豆粕和菜粕的价差已经接近历史低位,“两粕”市场纷纷将目光投向饲料厂可能出现的大规模替代。以1505合约为例,截至1月30日收盘,豆粕和菜粕合约的价差为559元/吨,从历史趋势来看,豆粕和菜粕之间的价差一般维持在700-900元/吨。

通过实地调研,中国证券报记者发现,菜粕和豆粕的价格比值在0.75-0.85之间为相对合理的水平,超过该值,饲料厂会逐步增加豆粕的用量,反之菜粕的用量则会逐步提升。

“对于饲料厂而言,调整配方在技术上很容易实现。一般来讲,大型饲料厂配方调整的幅度较小,而对中小型饲料厂而言,极端情况下日内即可调整两三次配方。”广东地区一家饲料厂经理告诉记者。

业内人士进一步指出,在豆粕和菜粕的替代方面,南北方饲料厂存在一定区别。北方地区的饲料厂利润较高,因此对改变配方的积极性较低。而南方地区的饲料厂竞争激烈,利润相对微薄,所以调整配方相对积极,对价格的变动十分敏感。总体来看,由于目前是水产淡季,且部分饲料厂认为菜粕单位蛋白价格优势还未降至引起大规模替代的时机,因此目前并未出现豆粕对菜粕的大规模替代,不过在鸭料中菜粕的添加确已降至较低水平。

“价差方面,在现货大规模替代出现之前,1505合约豆粕菜粕价差仍将维持在较低的水平,但继续缩小的空间也比较有限。”华泰长城期货研究员黄玉萍指出。

## 供需仍是主导因素

影响豆粕和菜粕走势的因素中,除了二者价差,当前市场还较为关心进口DDGS的竞争。所谓DDGS,是指含有可溶固形物的干酒糟,作为蛋白饲料原料,DDGS对豆粕和菜粕具有一定替代作用。

记者调研结果显示,虽然中国已放开DDGS的进口,但由于豆粕和菜粕价格持续走弱,进口DDGS的利润空间逐步缩小。从当前情况看,进口DDGS已没有太多价格优势。

展望后市,黄玉萍分析,目前市场处于春节备货期,菜粕自身的成交和库存并无重大利空,且由于此前部分油厂停机检修或无籽停机,开机率极低,因此菜粕库存继续下降且未执行合同继续增加,这些因素利好菜粕。

中信期货研究员王聪颖则表示,对未来豆粕行情而言,当前能繁母猪数持续走低,猪价大周期上涨格局已定,同时冬季为疫情高发期,养殖户补栏并不积极,因此预计生猪存栏量将在未来2个月持续走低,短期内豆粕需求难以大幅增长,因此建议豆粕逢高沽空思路贯穿一季度。

## 盘上的智慧:期现并进 殊途同归

“传统经营方式一点竞争力都没有,凡是墨守成规的都亏得一塌糊涂。”一位成功转型的贸易商如是告诉中国证券报记者。

对于传统的豆粕和菜粕贸易商而言,主要利润来自上下游的价差。不过,随着市场价逐步透明,流通渠道逐步通畅,现在如果贸易商报价较高,下游饲料厂就会绕过贸易商,直接从油厂进货。面对竞争,贸易商可谓毫无还手之力。

树挪死,人挪活。严峻的生存状况,促使贸易商寻找新的经营方式,部分贸易商开始接触期货市场,并发现一旦将期现货相结合,一个点石成金的交易方式——基差交易就诞生了。

所谓基差交易,是指按“某月份期货价格+基差”的模式为销售合同进行定价。签订合同时,贸易双方可暂不固定价格,而只需固定交易所对应品种和月份期货合约的基差。通过基差交易,贸易双方把价格波动转为更容易判断

“配置风险的市场充满了不确定性,套期保值犹如一把双刃剑,既能护身也能伤身。”一位颇有经验的贸易商指出,也有不少企业忽视套保过程中的风险,在利用期货的过程中遭遇很大损失,甚至因此将套期保值视为洪水猛兽,唯恐避之不及。

那么,企业该如何拿好套期保值这把利剑,才能避免剑锋伤及自身呢?业内人士指出,深刻理解种种风险因素无疑是重中之重。

首先,期现货价格严重背离是开展基差交易的“黑天鹅”。教科书中所说“月份相同或相近、产品种类相同、数量相等、方向相反”的四原则,是实施套期保值的基础,不过这只是一理想状态。实际操作中,如果期货和现货价格出现严重背离,可能使得基差朝着与

和操作的基差波动,并可充分利用期货工具,将风险转移。

“传统销售方式中的‘一口价’定价缺少灵活性,很难做到随行就市,经常达不到需求方的预期价位,特别是当贸易商和饲料厂都预期粕类价格会下跌时,‘一口价’的作价方式给销售增添了很大困难。”业内人士表示。

据中国证券报记者了解,大约在2004年前后,中国第一批“吃螃蟹”的贸易商出现了。

“初期,我们只通过期货盘面来调整现货的单边头寸,资金量有限。2006年起,我们改变策略,着重开展基差交易,2010年之后每个月至少有三分之一的豆粕交易量是通过基差交易完成的。2012年,我们开始把豆粕经验应用到菜粕中,与湛江中纺每个月保证5000至10000吨的基差合同。”广东福百盛粮食有限公司总经理阮杏朝说。

具体而言,贸易商首先估算出某一

## “魔杖”也是“双刃剑”

预期相反方向大幅扩大,或者长期维持高位而不收敛,套期保值的理论基础就不复存在,基于基差回归的套保方案就面临失效的风险。

“对于一家中型企业而言,期货和现货出现严重背离的情况,一年可能出现两三次。当这只‘黑天鹅’降临时,企业可通过滚动期货合约等方式适当挽回损失。”专业人士指出,市场不可控,但策略可控,抵御“黑天鹅”,最重要的还是控制好敞口,追求相对稳定的收益。

其次,期货的杠杆特性,使得企业在进行基差交易时,需谨防保证金不足的情况。由于生产经营的连续性,企业期货头寸的持有时间往往较长,即使套保方向正确,保证金也可能不够,徒生“心有余而力不足”的遗憾。

## 完善市场 任重道远

业将期货视作洪水猛兽。”

其实,通过基差定价进行交易的风险管理方式在英美等成熟市场国家已经得到广泛运用。据悉,较普遍的基差定价产生于上世纪60年代,最早在新奥尔良港口订价中使用,后来逐渐推广到内陆各地。在发达国家,现货市场已形成一个完全套期保值的市场,包括农民、产地收购商、国内贸易商、出口商和进口商在内的所有现货市场参与者,都在期货市场参与套期保值。由于基差有明显的季节性,易于判断,通过转卖基差,贸易商的主要风险转变为对手信用风险,而不再直接承担价格风险,利润因此得到锁定。

朱喜安进一步指出,具体品种而言,在国际上,农产品和有色金属的基

月份期现货的合理基差,然后将基差销售给下游市场,当基差缩窄的时候,贸易商择机从油厂购买货物;或者销售远期一口价给下游市场,同时在盘面买入套保合约,等到交割月基差回归时,再从油厂购买一口价,同时平期货盘面的多单。

例如,2014年初,福百盛公司预计菜籽供应趋于宽松,便销售了4600吨7月份交货的基差合约给油厂,平均基差为270元/吨;同时销售给4600吨7月份交货的基差合约给下游客户,平均基差为250元/吨,两条路径均对应着菜粕1409期货合约的套保操作。最终,公司在现货合同中亏损67元/吨,不过期货平仓却盈利167元/吨,该笔交易实际为公司盈利46万元。

“通过基差交易,我们每个月菜粕销售量稳定在1.5至2万吨之间,2013年菜粕贸易实现销售收入7亿元,对公司利润贡献率为40%。”这是阮杏朝给出的基差交易成绩单。

第三,在进行期现货匹配的过程中,由于期货市场不同合约的活跃度不尽相同,如果对应合约的流动性较差,企业只能选择时点接近的合约进行替代,到期移仓。如果不同月份合约的基差出现异常变动,可能严重影响套保效果。

此外,交割储运过程中也“潜伏”着种种意外。例如,交割商品是否符合交易所规定的质量标准、运输环节中交货时间能否保证、成本控制是否到位、交割库是否因库存不足而无法入库,等等。

“套期保值归根到底是收益与风险配对的双向博弈,交易过程中风险在所难免,因此需要预先确立危机的标准,从根本上防止套保暗中演变为过度投机,并建立多项应急预案,以供危险出现时快速决策。”业内人士表示。

有学者研究表示,在一个成熟的期货市场上,现货与期货无论从认知上还是价格体系上,都不应存在人为的割裂和本质的区别,期现货只是同一标的物在不同时间阶段的表现形式。中国作为新兴市场国家,期货市场的发展需从国情出发,循序渐进,在完善国内市场的同时努力建设区域性国际市场,进而建设成为全球性的期货市场,以争取全球产业定价权。

## 名家视野

## 商品金融化助农民保价增收



唐启军

1994年加入期货行业,现任南华期货股份有限公司副总经理、党委书记。同时还担任上海期货交易所交易委员会委员、大连商品交易所资格审查委员会委员、期货学院政委;郑州商品交易所交割委员会委员。

□唐启军

我国农民专业合作社的蓬勃发展有效解决了单个农户“办”不了,集体“统”不了,政府“包”不了的事情,实现了劳动力、资金、技术、土地、设备等生产要素的整合,提高了农业机械化、标准化、规模化经营水平。但由于合作社规模小,实力还较弱,虽然合作社可以成为承贷主体,却难获资金支持。

今年有“北大仓”之称的黑龙江省今年粮食生产再创历史新高,预计2014年粮食总产量达到1360亿斤以上,全省粮食作物种植面积达到2.14亿亩。其中,黑龙江省的玉米产量再创新高,总产预计2800多万吨,实现了“十一连增”。然而,国家玉米临储政策启动存在一到两个月的真空期,导致玉米霉变率上升的风险增加。因为只有政策启动,粮库才有钱开秤收粮。在2012年、2013年、2014年,黑龙江临储玉米的开秤时间分别是11月16日、11月23日、12月18日。而黑龙江省玉米10月中旬开始进入成熟期,临储时间则据此时间延后近一月有余。因此,潮粮不能马上在收获后销售出去,则面临存放难,易霉变,集中销售价格低等问题。

此外,开秤后,加工企业不愿意高价收粮,又由于诸多因素,合作社和农民不能及时变现,玉米现货价格下跌后,农民又出现惜售情况,面对这一切,合作社和农民只能被动接受。利用期货、现代金融手段和工具帮助农民增收,已迫在眉睫。

目前,南华期货利用黑龙江省实施《黑龙江省“两大平原”现代农业综合配套改革试验金融改革方案》的有利时机,在黑龙江证监局和大连商品交易所的大力支持下,根据黑龙江省农业自身现状和发展特点,设计出了利用期货工具服务三农,帮助农民保价增收的多种模式,目前南华期货已开始了逐步实施的过程。

## 农民保价增收运作详解

随着黑龙江省在玉米产量成为全国第一大省之后,玉米存储及销售成为困扰农民最大问题,一旦短期农民手中存粮不能快速变现,就会出现大量霉变,造成国家不得不调降霉变标准进行收储,这对于未来拍卖粮的采购方也会造成忧虑。如何将农民手中粮快速变现,同时又不损失一段时间价格上涨带来的收益,成为解决农民担忧的关键。目前可行的方案如下:

农民保价增收合作方:由期货风险管理子公司、玉米销售合作社、大型玉米采购企业三方构成,期货公司通过对接合作社与玉米采购企业帮其进行现货销售。

农民保价增收流程:首先,玉米合作社通过期货公司对接,将现货玉米卖给大型玉米采购企业,企业根据现货等级标准进行结算,期货公司在此期间不参与现货贸易流程。期货公司为玉米合作社提供二次点价的权利,按合作社与玉米采购企业现货销售价格为标准,高于该价格在规定的时间内合作社享有定价权,如果在规定期间内玉米价格始终低于现货卖出价,合作社可以点价。由于现货已经销售,所以合作社没有任何损失。如果价格高于合作社与企业销售价格,合作社可以点价,超出部分由期货风险管理子公司补给合作社。为了得到二次点价的权,合作社必须将玉米销售现货50%货款存入期货风险管理子公司合作套保账户,期货公司通过复制场外期权及资金运用对冲二次点价上涨成本,同时享有套保账户中所产生的其他收益。点价结束后子公司返还合作社资金,合作社不承担套保账户运作风险及期权费用。

## 农业产业种植基金运作

随着中央审议通过了《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》,在工业化、城镇化不断推进中,农村劳动力逐步转移,原来经营的土地流转增加,使得农业从业者的土地经营规模不断扩大,先进的农业技术装备得到利用,为建设现代农业创造了必要条件。黑龙江作为玉米产量大省目前已经出现合作社自发承包农户土地,进行集中式种植、收获、运输、销售。但在其运作过程中,种植及收获仍需要大量的资金投入,并且随着国家收储政策的变动,玉米现货价格也呈现阶段性下跌走势,为合作社卖粮形成压力。合作社承担着种粮资金投入成本上升,以及玉米价格下跌双重风险。而目前要解决其高种植成本资金和价格下跌风险,运用传统工具已经无法实现。期货公司借助金融领域优势整合资源将合作社种植资金成本降至最低,同时运用南华期货风险管理子公司及引入外部投顾,将合作社卖粮风险及收益增值在资本市场上得以对冲和实现,形成种植低成本销售无风险的运营新模式。

农业产业种植基金运作模式:针对种植合作社突出的种植资金成本和粮食销售风险,期货公司帮助合作社引入优质低息农业贷款资金将合作社承包土地及种粮投入成本降至最低。同时与合作社按玉米产量产出的高低给予的奖励,鼓励合作社精细化管理种植与收获。期货风险管理子公司同种植合作社签订合作种植意向,最终现货销售后按收入进行分配。粮价下跌风险由期货公司风险管理子公司进行风险对冲,套保盈利部分弥补现货下跌损失。同时引入外部投顾对闲置资金进行固定收益产品运作,进一步保证资金最大收益。