



广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资

厚德，健行，优术，居方

Guangdong Hedge Fund  
Investment Management Co., Ltd

# 基差定价理论与实践

王月磊



基差定义

以豆粕基差为例

豆粕月间价差

基差与月差

基差与套期保值



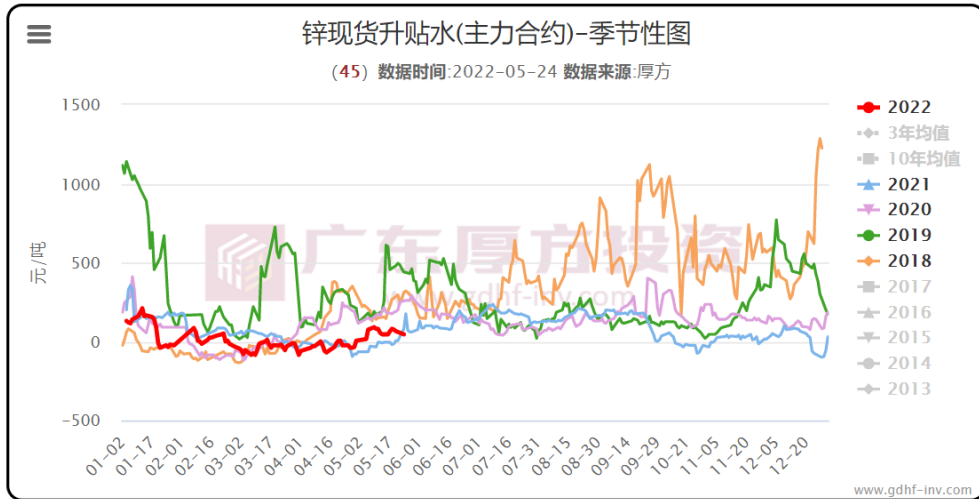
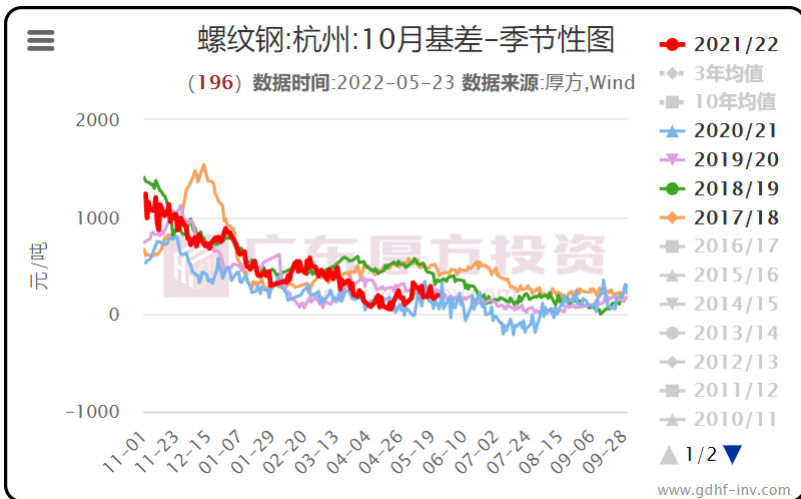
## 基差 = 现货价格 - 期货价格

原理：期货价格是市场对未来现货市场价格的预估值，两者之间存在密切的联系。由于影响因素的相近，期货价格与现货价格往往表现出同升同降的关系；但影响因素又不完全相同，因而两者的变化幅度也不完全一致，现货价格与期货价格之间的关系可以用基差来描述。**基差就是某一特定地点某种商品的现货价格与同种商品的某一特定期货合约价格间的价差**，即，**基差=现货价格-期货价格**。基差**有时为正**（此时称为**反向市场**），**有时为负**（此时称为**正向市场**），因此，**基差是期货价格与现货价格之间实际运行变化的动态指标**。



# 基差实例-工业品

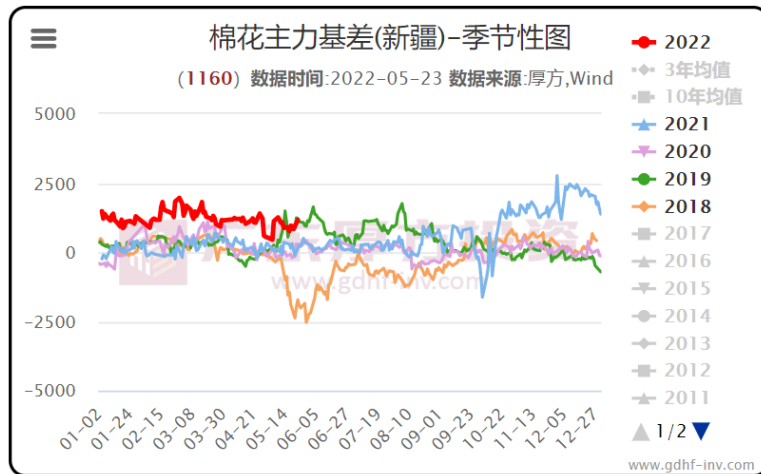
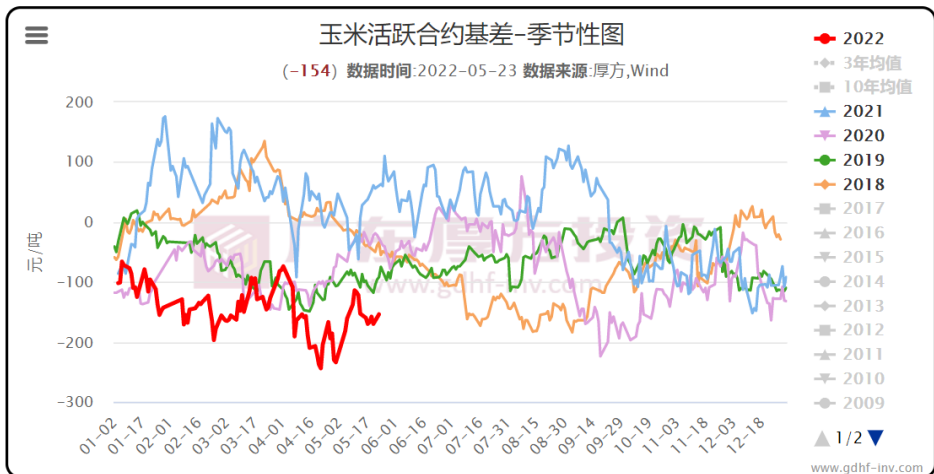
广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资





# 基差实例-农产品

广东厚方投资





# 基差实例-国外大豆

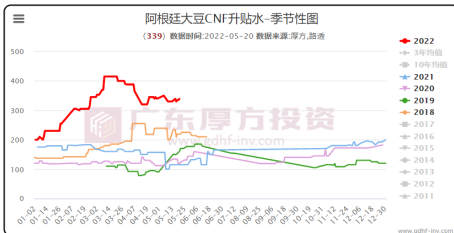
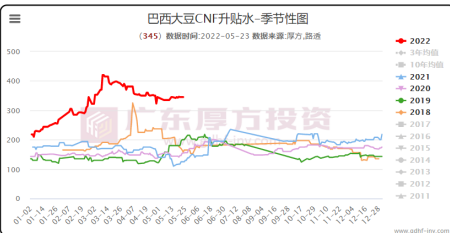
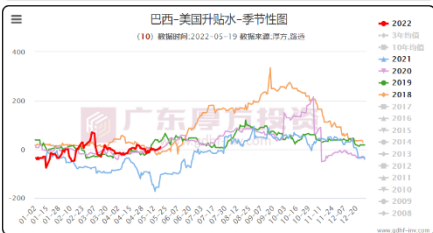
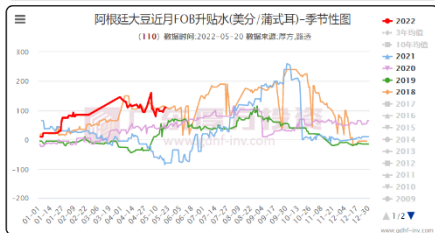
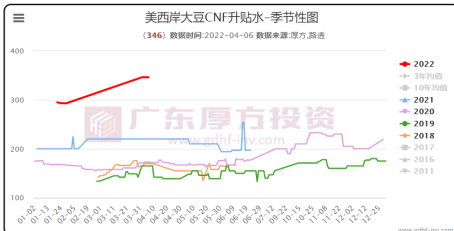
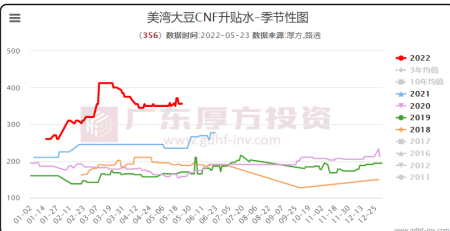
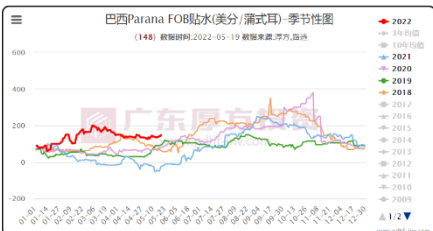
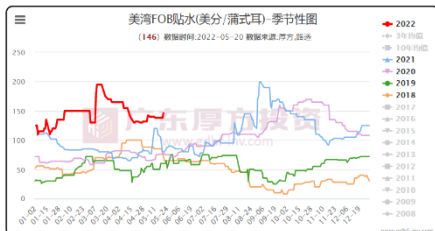
广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资

大豆FOB升贴水

选择类别: 近月

大豆CNF升贴水

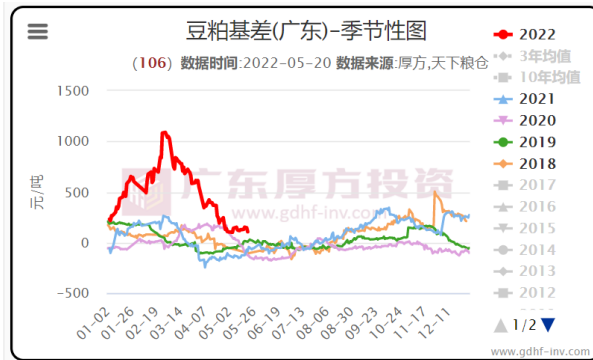
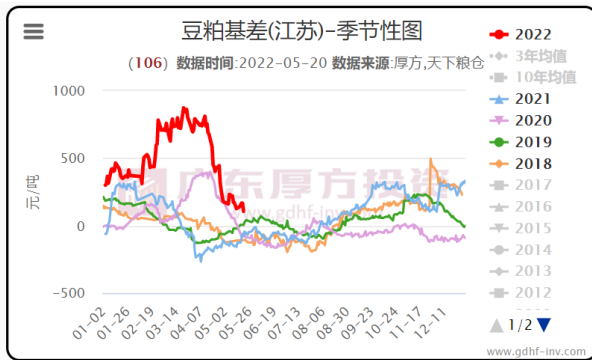
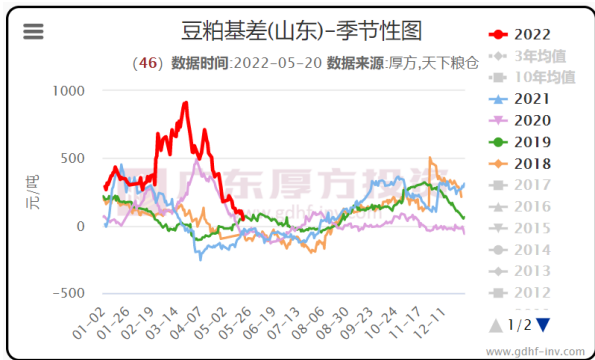
选择类别: 7月





# 基差实例-农产品-豆粕分区域

广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资





# 基差实例-农产品-豆粕基差特殊性

广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资

2022/5/23		43%豆粕			备注
广东油厂	成交价	现货成交量	远月成交量		
东莞 油厂1	/	0	0	/	
东莞 油厂2	/	0	0	/	
东莞 油厂3	/	0	58000	8-9月09+200成交8000, 明年4-9月2305+100成交5万	
东莞 油厂4	4320	1000	0	现货4320成交1000	
东莞 油厂5	/	0	3000	8-9月09+200成交3000	
阳江 油厂6	/	0	0	/	
广州 油厂8	/	0	0	/	
东莞 油厂7	/	0	0	/	
汕头 油厂9	/	0	0	/	
深圳 油厂10	/	0	0	/	
湛江 油厂11	4320	2000	0	现货4320成交2000	
湛江 油厂12	/	0	0	/	
地区小计	4320	3000	61000	总成交量: 64000吨	

2022/5/23		43%豆粕			备注
地区	成交价	现货成交量	远月成交量		
天津 油厂1	/	0	10000	2023年5-7月2301-50成交1万	
天津 油厂2	/	0	0	2023年5-7月2301-50	
天津 油厂3	/	0	0		
天津 油厂4	/	0	290000	2023年5-9月2301-200成交29万	
天津 油厂5	/	0	15000	2023年5-7月2301-200成交15000	
北京 油厂6	4290	2500	0	4290-4300成交2500	
秦皇岛 油厂7	4360	0	0		
唐山 油厂8	/	0	0		
沧州 油厂9	/	0	0	现货09+140, 2023年5-7月2301-50	
华北地区小计	4290	2500	315000	317500	



基差定义

以豆粕基差为例

豆粕月间价差

基差与月差

基差与套期保值



# 豆粕基差产生的背景

广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资

## 压榨厂诉求：

1. 04年之后，贴水定价机制已经让大豆原料市场与期货建立起密切的关系，但国内产品市场还没有同步发展，豆粕现货短期的价格波动加剧，经常出现一天几次变换定价的情况，这给油厂的利润特别是远期利润带来了很大的不确定性，急需更完善的风险控制模式。
2. 市场没有统一的定价机制，隐性的交易成本偏高。经过与境外贸易商交易，期现结合的理念日渐成熟，有引入新机制的冲动。

## 下游诉求：

1. 缺乏分散定价机制，在价格剧烈波动的市场里，一次失误的判断会带来巨大损失，可能直接关系到企业的生死存亡。
2. 盲目采购主导市场，专业化企业竞争力无法体现。



## 尝试

2004年，金光，  
经典基差定价  
模式

2006年，嘉吉、  
达孚，卖方单  
方期货保值模  
式

## 整合

2008年后随着国内  
压榨业的进一步整  
合，压榨企业推广  
基差销售模式更为  
迫切。而国内饲料  
养殖行业，为了减  
少采购盲目性和市  
场风险，也愈发接  
受基差销售模式。

## 推广

2013年前后基差  
销售模式市场认  
可度已经很高，  
特别是在长三角、  
珠三角市场化成  
熟的地区，过去  
两年豆粕基差销  
售模式几乎成为  
最主要模式。

## 形成

以九三为例，  
2016年全年豆粕  
基差销售占总销  
量的约50%，17  
年上半年东北三  
厂超过85%。



# 影响豆粕基差的因素-盘面榨利

广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资

时间	现货	期货M1601	榨利/基差
T1	D(买)	A1(卖)	E
T2	B(卖)	A2(买)	C

T1时点：D进口大豆成本，A1期货M1601价格；T2时点：B豆粕销售价格，A2期货M1601价格

假设：1) 不考虑豆油头寸； 2) 油厂管理10月--1月份压榨利润头寸

1、 T1时点，油厂买入进口大豆D，同时在A1价位做空M1601，即油厂锁定盘面压榨利润 $E=A1-D$ ，

(需要注意的是，10-1月的油厂头寸全部对应1月盘面套保)

2、油厂对外销售豆粕基差为： $C+M1601$  (基差C可以是10-1月当中月份，对应期货合约是M1601)

3、T2时点，买基差者在A2价位点价，锁定采购成本： $C+A2$ ；相应地，油厂获得豆粕销售收入 $B=C+A2$ ；

4、在T2时点定价后油厂的盈亏情况：

现货头寸盈亏=豆粕销售收入-原料成本= $B-D=(C+A2)-(A1-E)=(A2-A1)+(C+E)$

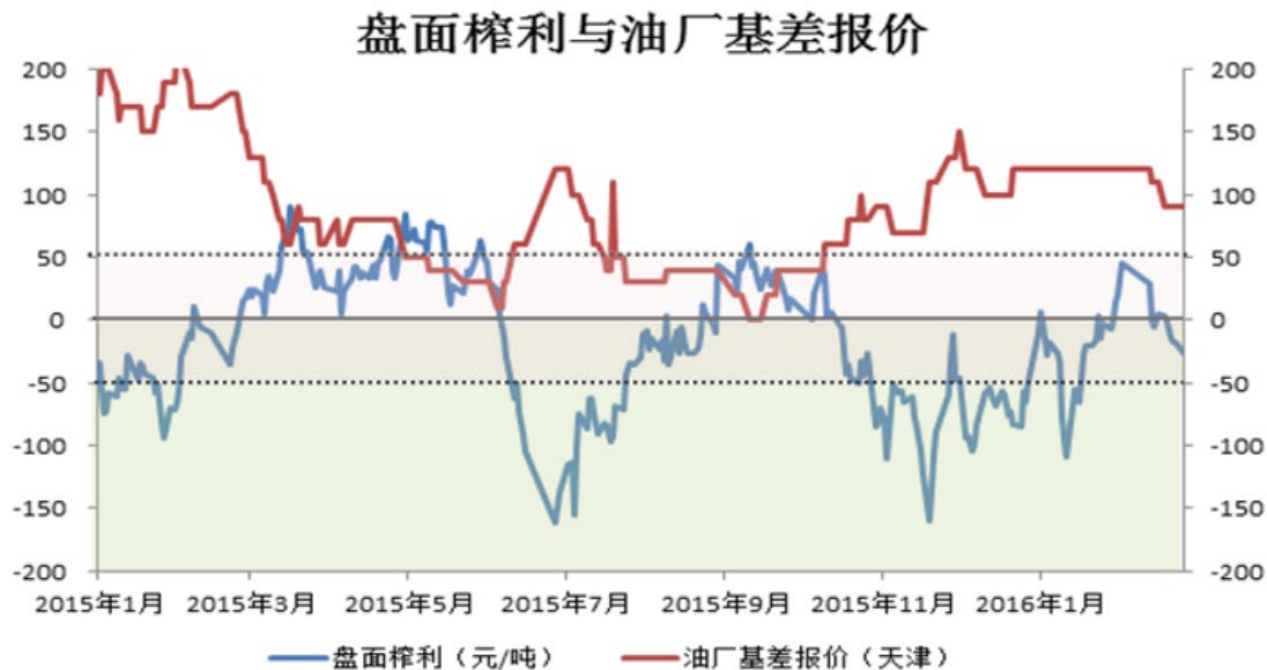
期货头寸盈亏= $A1-A2$

总盈亏=现货头寸盈亏+期货头寸盈亏= $(A2-A1)+(C+E)+(A1-A2)=E+C$



# 影响豆粕基差的因素-盘面榨利

广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资



- 油厂综合压榨利润是影响基差价格的重要因素，特别是对远月基差来说，影响尤为显著。



# 影响豆粕基差的因素-盘面榨利

广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资

日期	月份	对应盘面	船期	船期对应 CBOT月份	CBOT	升贴水 CNF	贴水变化	中行汇率 卖出价	港杂	大豆到港 成本	制造财务 成本	出油率	出粕率	DCE豆油	豆粕理论 成本	DCE豆粕	盘面榨利	美金	榨利变化	豆粕基差	豆油基差	油厂利润
2022/05/24	8月	M2209	7月美西	SN美豆07	1677.0	334	0	6.6834	85	5629	140	18.5%	77.6%	11450	4705	4087	-618	-92	74	180	500	-338
	9月	M2209	7月美湾	SN美豆07	1677.0	371	0	6.6816	85	5730	140	19.1%	78.5%	11450	4692	4087	-605	-90	74	180	500	-325
	9月	M2209	7月巴西	SN美豆07	1677.0	346	0	6.6816	85	5661	140	20.0%	78.5%	11450	4473	4087	-386	-58	74	180	500	-106
	9月	M2209	7月阿根廷	SN美豆07	1677.0	335	0	6.6816	85	5631	140	18.8%	78.1%	11450	4633	4087	-546	-82	74	180	500	-266
	9月	M2209	8月美西	SN美豆07	1677.0	308	0	6.6816	85	5556	140	18.5%	77.6%	11450	4611	4087	-524	-78	75	180	500	-244
	10月	M2301	8月美湾	SN美豆07	1677.0	366	0	6.6820	85	5716	140	19.1%	78.5%	11060	4769	3870	-899	-135	73	0	0	-899
	10月	M2301	8月巴西	SN美豆07	1677.0	361	0	6.6820	85	5703	140	20.0%	78.5%	11060	4625	3870	-755	-113	73	0	0	-755
	10月	M2301	8月阿根廷	SN美豆07	1677.0	345	0	6.6820	85	5659	140	18.8%	78.1%	11060	4762	3870	-892	-134	74	0	0	-892
	10月	M2301	9月美西	SX美豆11	1511.8	331	0	6.6820	85	5164	140	18.5%	77.6%	11060	4199	3870	-329	-49	32	0	0	-329
	11月	M2301	9月美湾	SX美豆11	1511.8	478	0	6.6834	85	5571	140	19.1%	78.5%	11060	4584	3870	-714	-107	32	0	0	-714
	11月	M2301	9月巴西	SX美豆11	1511.8	368	0	6.6834	85	5268	140	20.0%	78.5%	11060	4071	3870	-201	-30	31	0	0	-201
	11月	M2301	10月美西	SX美豆11	1511.8	434	0	6.6834	85	5450	140	18.5%	77.6%	11060	4566	3870	-696	-104	32	0	0	-696
	12月	M2301	10月美湾	SX美豆11	1511.8	424	0	6.6832	85	5422	140	19.1%	78.5%	11060	4394	3870	-524	-78	31	0	0	-524
	12月	M2301	10月巴西	SX美豆11	1511.8	368	0	6.6832	85	5267	140	20.0%	78.5%	11060	4071	3870	-201	-30	31	0	0	-201
	12月	M2301	11月美西	SX美豆11	1511.8	419	0	6.6832	85	5408	140	18.5%	77.6%	11060	4513	3870	-643	-96	32	0	0	-643
	1月	M2301	11月美湾	SX美豆11	1511.8	400	0	6.6819	85	5355	140	19.1%	78.5%	11060	4308	3870	-438	-66	31	0	0	-438
	1月	M2301	11月巴西	SX美豆11	1511.8	368	0	6.6819	85	5266	140	20.0%	78.5%	11060	4069	3870	-199	-30	31	0	0	-199
	1月	M2301	12月美西	SX美豆11	1511.8	409	0	6.6819	85	5379	140	18.5%	77.6%	11060	4476	3870	-606	-91	32	0	0	-606
	2月	M2305	12月美湾	SX美豆11	1511.8	390	0	6.6808	85	5326	140	19.1%	78.5%	10656	4371	3607	-764	-114	31	0	0	-764
	3月	M2305	1月美湾	SF美豆01	1513.3	375	0	6.6799	85	5288	140	19.1%	78.5%	10656	4322	3607	-715	-107	33	0	0	-715
	3月	M2305	1月巴西	SH美豆03	1505.5	325	0	6.6799	85	5129	140	20.0%	78.5%	10656	3997	3607	-390	-58	33	0	0	-390
	4月	M2305	2月美湾	SH美豆03	1505.5	340	0	6.6784	85	5169	140	19.1%	78.5%	10656	4171	3607	-564	-84	33	0	0	-564
	4月	M2305	2月巴西	SH美豆03	1505.5	250	0	6.6784	85	4921	140	20.0%	78.5%	10656	3733	3607	-126	-19	32	0	0	-126
	5月	M2305	3月美湾	SH美豆03	1505.5	295	0	6.6768	85	5044	140	19.1%	78.5%	10656	4011	3607	-404	-61	33	0	0	-404
	5月	M2305	3月巴西	SH美豆03	1505.5	210	0	6.6768	85	4810	140	20.0%	78.5%	10656	3591	3607	16	2	32	0	0	16
	6月	M2305	4月巴西	SK美豆05	1510.0	205	0	6.6768	85	4809	140	20.0%	78.5%	10656	3589	3607	18	3	8	0	0	18
	7月	M2305	5月巴西	SK美豆05	1510.0	210	0	6.6768	85	4822	140	20.0%	78.5%	10656	3607	3607	0	0	8	0	0	0

资料来源：锦峰期货部



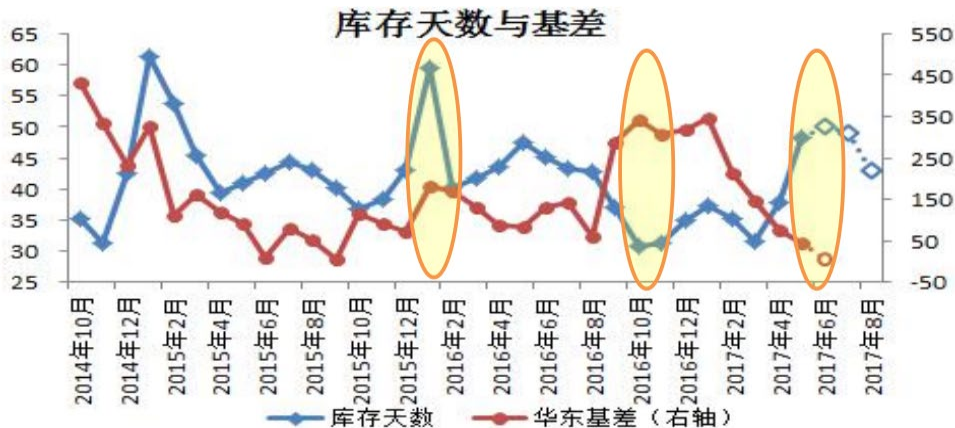
## 月间供求结构差异对现货月基差的影响

现货月 (6、7、8)	交割月 (9)	现货月基差
紧张	宽松	很高
紧张	紧张	高
宽松	宽松	低
宽松	紧张	很低



# 影响豆粕基差的因素-月度供需

广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资



分析市场供求情况的变化是首要的，但也有缺陷，主要体现在：

- 1、供求相对平衡情况下，库存使用天数和基差之间走势相关性下降。一般库存天数在35天到45天之内为供求相对平衡。超过45天为供给压力较大，低于35天为供应紧张。
- 2、在离交割月较远的时期，和库存使用天数相关性最好的是油厂的综合压榨利润。综合压榨利润由基差和盘面榨利共同构成，因此盘面榨利变化也会影响基差走势。
- 3、买家的备货意愿并不完全受库存使用天数的影响。



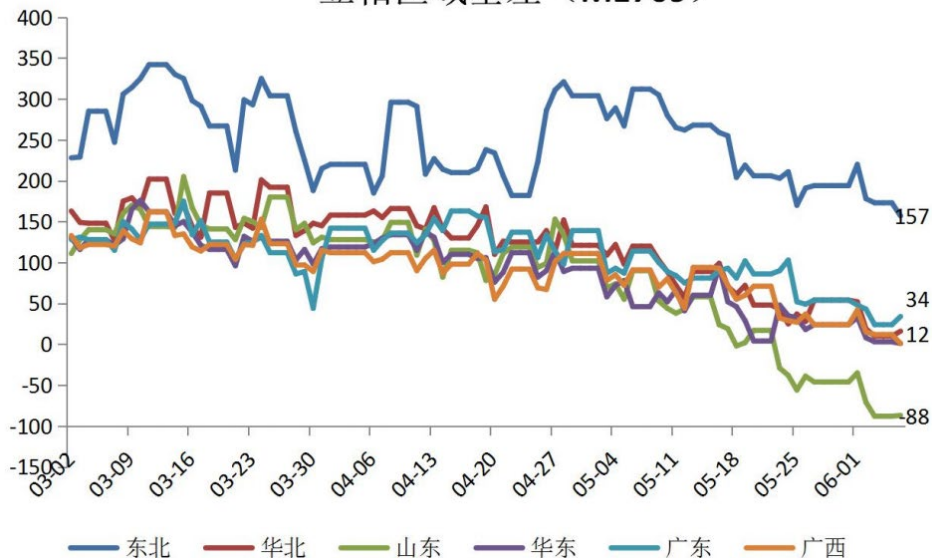
# 影响豆粕基差的因素-地区差异

广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资

## 期货合约所交易的地区

1. 离交割月较远时，期货价格往往反映的是全球以及全国的供求情况
2. 在临近交割月时，期货价格和某个特定区域的现货价格回归，此时地区之间的差异也会影响基差水平。

豆粕区域基差 (M1709)



### 地区差异

- 区域油厂数量差异
- 区域需求差异
- 区域油厂类型差异
- 区域买家类型差异
- 区域政策差异



**卖方：基差定价更便于压榨企业进行套期保值操作，特别是有利于对远期压榨利润的锁定，有利于降低经营风险。**

## 正套操作说明

### ◆操作步骤：

1、买入10月船期贴水；2、在CBOT1月合约测算点位做多相应数量（60000吨/441手），在DCE1月合约测算点位做空相应数量（粕47100吨/4710手，油11100吨/1110手）；3、同时锁定美元；4、对应DCE1月合约分别卖出12月提货的油粕基差。5、随着下游基差客户点价不断平仓内盘相应数量的空单。

### ◆操作结果：

◆假设客户点价时盘面下跌，粕价格2900，油价格7100，那么现货销售收入减少48.55元/吨，但同时盘面空单盈利也是48.55元/吨，对冲掉了现货销售损失，综合榨利与正套操作时保持不变。

◆假设客户点价时盘面上涨，粕价格2986，油价格7260，那么现货销售收入增加48.55元/吨，但同时盘面空单亏损也是48.55元/吨，对冲掉了现货销售盈利，综合榨利与正套操作时保持不变。



## 单边:

市场不断验证“完全的或大量的单边操作”都无法逃脱突发的危机



## DCE套保:

套保实现基础的盘面榨利，但也敞口了基差，使利润不完全锁定



## DCE套保+基差销售:

实现了利润的完全锁定，把市场单边风险和基差变化移到更多的经销商和饲料厂的交易环节



买方

基差

1

少量的保证金锁定远期货权

2

提前采购有利于合理安排未来生产及销售

3

作价自由度高，有利于分散风险



- 在这些年，豆粕基差大部分时间为正，即使在国内豆粕供应非常充足的情况下，负基差维持的时间也特别短（排除豆粕贸易商集中杀价导致的极端负基差）。

原因：

- 1、国内大豆压榨行业集中度高。
- 2、油厂的管理从以前的营销抢占市场为主逐渐转变成压榨利润管理为主，特别是大量外资油厂进入中国以后采用基差（2013年）的定价模式。



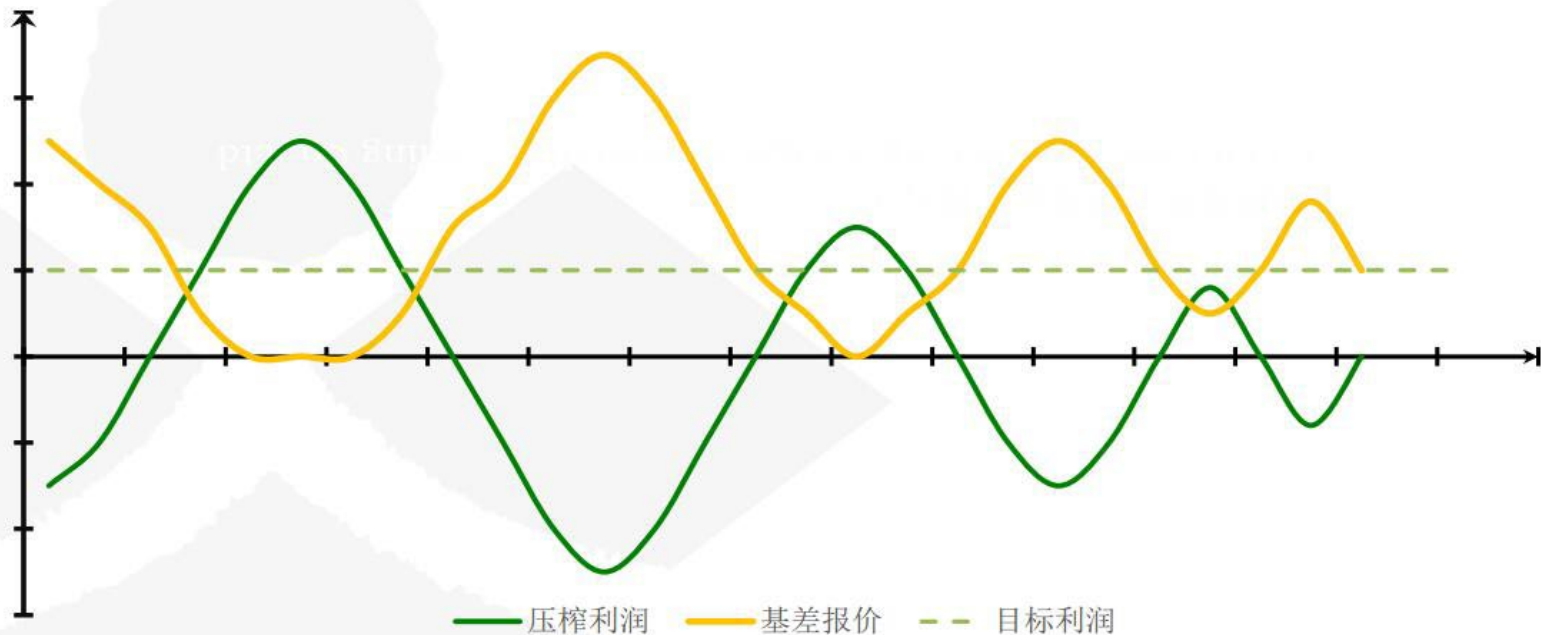
- 这些年，油厂一般会提前销售远期基差，基本是捆绑销售，一方面抢占客户，另一方面锁定远期开机率，更重要的是锁定远期榨利。这就导致豆粕远月套保压力比较大。
- 豆粕卖出保值主要集中在远月合约上面，同时给套保运作以足够的时间。而随着交割月的临近，套保盘一般都会根据客户需求转月，并在远月上增持头寸，这就很容易造就豆粕近强远弱的格局。



# 豆粕反向基差结构

广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资

油厂综合榨利是影响基差价格的重要因素，而大部分时间盘面很难给出太好的榨利，近几年盘面净利大部分时间在-50到50的区间波动，油厂为了自己的综合榨利，基差报价一般为正。





# 基差定价——作价

广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资

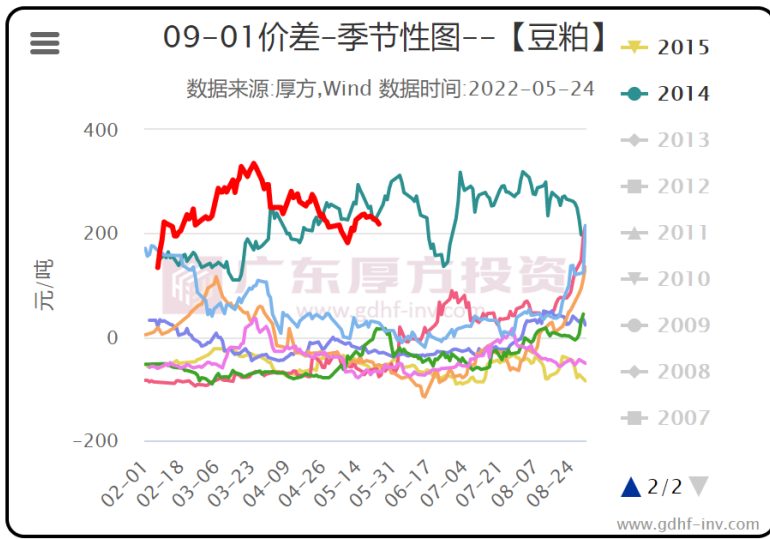
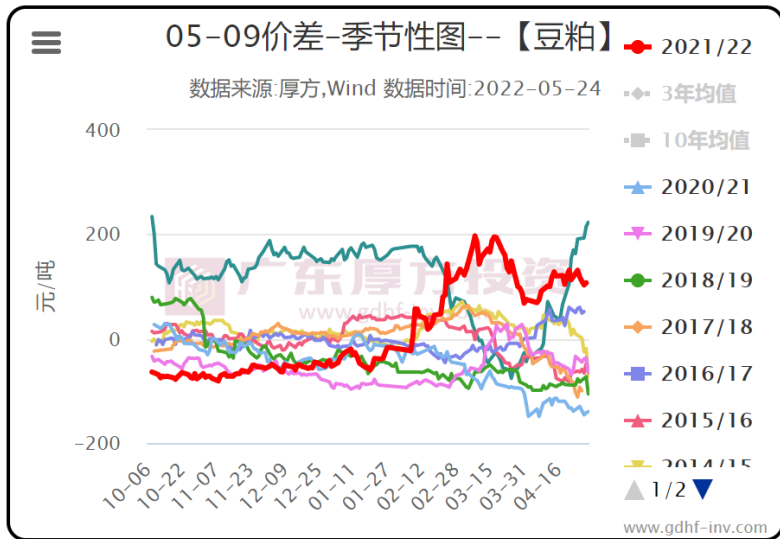
例：客户需要购买2018年1月份提货的豆粕，油厂对1月提货豆粕的报价是M1801+60，即基差价格是60元/吨。合同签订后，买方可以在2018年1月份之前，根据大商所M1801的期货价格，选择在该合约交易时间内点价，点价的加权平均结果作为合同最终价格。

客户	订货日期	工厂	基差	提货月	点价日期	点价价格	最终价格	工厂现货价
A	2017.10.12	张家港	M1801+60	1月	2017.10.13	2808	2868	3070
B	2017.9.13	张家港	M1801+20	1月	2017.12.14	2950	2970	3070



# 基差定价实例——转月

广东厚方投资



- 转月实际上是价差套利，一样存在风险，做转月博弈的是价差的扩大，方向做对了可以降低点价成本，**反之...**
- 一般来讲，**-100**以下的价差从成本考虑，是风险较小的转月机会，**也不尽然。**



# 基差定价实例——转月

广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资

客户	订货日期	工厂	基差	提货月	转月日期	转月价格	点价日期	点价价格	最终价格	工厂现货价
A	2017.2.17	张家港	M1605+150	5月	2017.3.7	12	2017.5.24	2810	2810+162	3080
B	2017.3.8	张家港	M1605+150	5月	2017.3.24	-52	2017.5.10	2621	2621+98	2900



基差定义

以豆粕基差为例

**豆粕月间价差**

基差与月差

基差与套期保值



# Carry结构下的正套机会

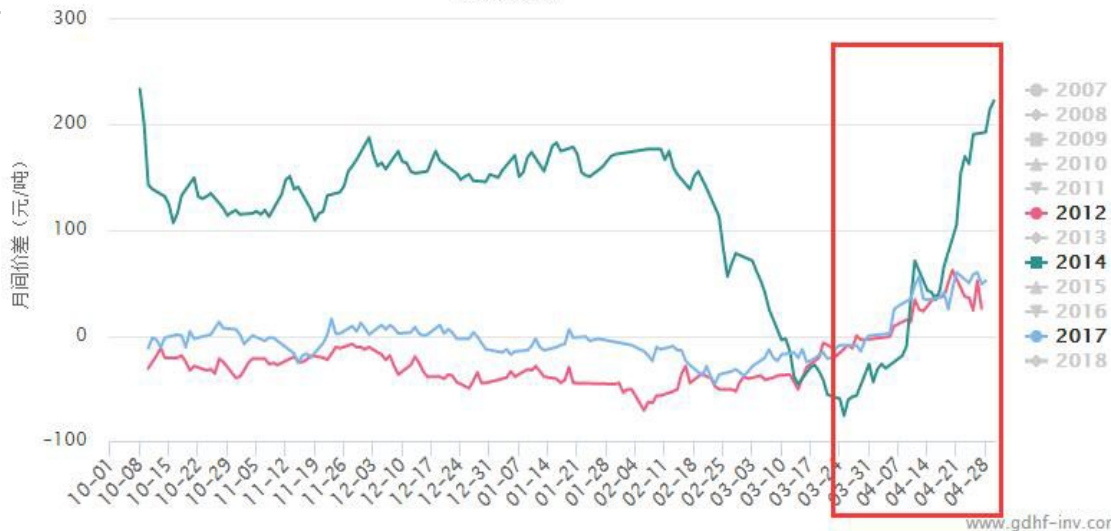


# Carry结构下的正套机会-M59

广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资

豆粕5-9价差（主要观察期为上年10月-本年4月）

基础数据来源：WIND



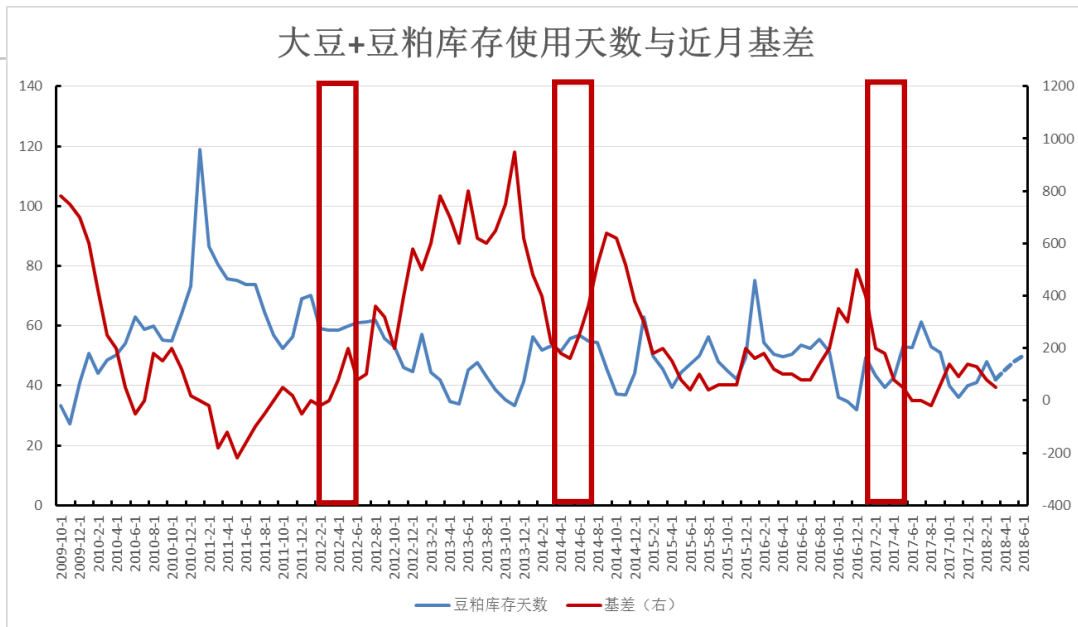
- 发生时间段：**2012年2月初至4月底，2014年3月25号至4月底，2017年2月23号至4月底。**
- 幅度：**2012年（-70到50），2014年（-70到200），2017年（-50到50）。**
- 可参与性：进入**4月限仓**，但流动性可以。



# Carry结构下的正套机会-M59

广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资

## 基差比较



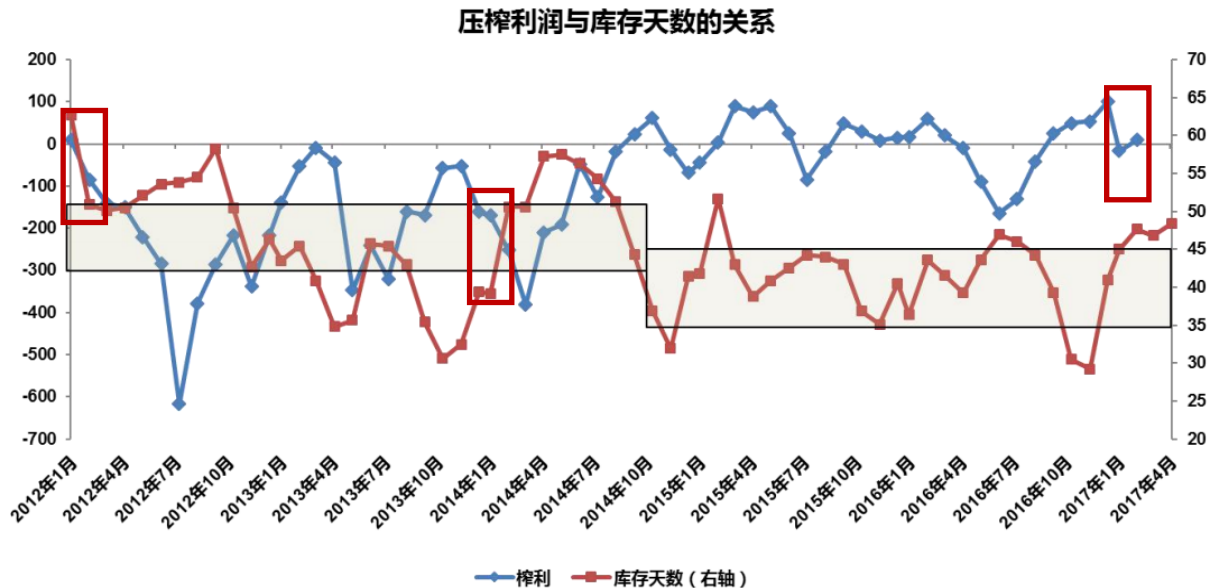
- 3个年份都是价差向基差的回归，但基差走势不同：**2012年**和**2014年**都是基差走强，但**12年**基差是从0附近走强，**14年**是**200多**的高基差继续走强；**2017年**是基差跌，但维持在**80**左右。
- 库存天数各不相同：**12年**变化不大；**14年**预期后面库存天数不断减少，基差将大幅走强；**17年**是预期未来库存天数增加，基差走弱。
- **12年M59**正套有单边上涨的驱动，当时正在炒南美干旱，但归根结底还是基差的驱动。
- 所以幅度上，**14年**幅度最大。



# Carry结构下的正套机会-M59

广东厚方投资

## 压榨利润比较



- 2012年M59正套阶段榨利处于相对较高的位置，所以开始基差较低，但后面榨利不断走差，基差不断上涨。
- 2014年M59正套阶段，榨利不好且大幅走差，基差不断上调。
- 2017年M59正套阶段，榨利相对较好，基差不断下调。



# Carry结构下的正套机会-M59

广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资

## 平衡表比较

年度	月份	进口大豆				进口大豆压榨豆粕						
		期初库存	总进口	压榨(进口)	期末库存	期初库存	产量	豆粕消费	环比	同比	累计同比	豆粕库存
11-12	十月	6493	4668	5111	6043	2928	4014	3969	-0.7%	17.3%	17.3%	2960
	十一月	6043	5188	5334	5768	2960	4189	4208	6.0%	29.7%	23.4%	2925
	十二月	5768	5388	5690	5333	2925	4468	3811	-9.4%	18.3%	21.7%	3614
	一月 (1.23)	5333	4818	3961	5905	3614	3110	3221	-15.5%	-3.8%	15.2%	3503
	二月	5905	3678	4967	4643	3503	3900	3346	3.9%	59.5%	21.3%	4028
	三月	4643	4388	4758	4179	4028	3736	3632	8.6%	30.1%	22.7%	4105
	四月	4179	4958	4459	4532	4105	3502	3540	-2.5%	18.1%	22.0%	4027
	五月	4532	5828	4933	4928	4027	3874	3617	2.2%	8.3%	20.1%	4188
	六月	4928	6008	4885	5575	4188	3836	3812	5.4%	9.9%	18.9%	4095
	七月	5575	5308	4912	5756	4095	3857	3689	-3.2%	-2.6%	16.3%	4082
	八月	5756	4698	4689	5988	4082	3682	3729	1.1%	-3.0%	14.2%	3881
	九月	5988	4307	5072	5289	3881	3983	3578	-4.1%	-10.5%	11.7%	4106

年度	月份	进口大豆				进口大豆压榨豆粕						
		期初库存	总进口	压榨(进口)	期末库存	期初库存	产量	豆粕消费	环比	同比	累计同比	豆粕库存
13-14	十月	4414	4560	5407	3701	2449	4244	4332	-8.7%	7.3%	7.3%	2323
	十一月	3701	6560	5403	4383	2323	4241	4203	-3.0%	9.7%	8.5%	2337
	十二月	4383	7220	6838	4766	2337	5368	4783	13.8%	17.0%	11.4%	2873
	一月 (1.31)	4766	5566	5967	4472	2873	4684	4497	-6.0%	7.9%	10.5%	2934
	二月	4472	4640	4083	5430	2934	3205	3291	-26.8%	9.2%	10.3%	2748
	三月	5430	5367	5250	5781	2748	4121	3826	16.2%	14.5%	10.9%	2905
	四月	5781	6313	5657	6497	2905	4441	3842	0.4%	14.0%	11.3%	3226
	五月	6497	6260	5910	6557	3226	4639	4378	13.9%	13.5%	11.6%	3079
	六月	6557	6565	5822	6680	3079	4570	4054	-7.4%	5.6%	10.9%	3294
	七月	6680	6777	5592	7134	3294	4390	4167	2.8%	1.1%	9.8%	3253
	八月	7134	6091	6101	7078	3253	4790	4557	9.4%	2.2%	9.0%	3314
	九月 (9.8)	7078	4441	5889	5772	3314	4623	4757	4.4%	0.3%	8.1%	3103

年度	月份	进口大豆				进口大豆压榨豆粕						
		期初库存	总进口	压榨(进口)	期末库存	期初库存	产量	豆粕消费	环比	同比	累计同比	豆粕库存
16-17	十月	6939	5210	6700	4749	4403	5260	5600	11.5%	0.4%	0.4%	3960
	十一月	4749	7840	8070	3807	3960	6335	6200	10.7%	18.3%	9.1%	3972
	十二月	3807	9000	7800	4383	3972	6123	5850	-5.6%	4.6%	7.5%	4154
	一月 (1.27)	4383	7660	7100	4820	4154	5574	5460	-6.7%	5.2%	7.0%	4210
	二月	4820	5540	5120	5107	4210	4019	4750	-13.0%	41.0%	11.6%	3443
	三月	5107	6330	6500	4519	3443	5103	5050	6.3%	15.6%	12.1%	3439
	四月	4519	8080	6990	5205	3439	5487	5200	3.0%	7.7%	11.5%	3633
	五月	5205	9590	7600	6726	3633	5966	5300	1.9%	-1.3%	9.8%	4209
	六月	6726	7690	7400	6466	4209	5809	5200	-1.9%	-4.1%	8.1%	4690
	七月	6466	10080	8000	8064	4690	6280	5400	3.8%	6.3%	7.9%	5454
	八月	8064	8450	7800	8232	5454	6123	5600	3.7%	4.3%	7.6%	5857
	九月	8232	8110	8000	7759	5857	6280	5853	4.5%	16.5%	8.3%	6221

➤ 2012、2014和2017这三个年份，2-4月豆粕消费均非常好。



# Carry结构下的正套机会-M91

广东厚方投资

www.gdhf-inv.com

豆粕9-1价差（主要观察期为2月-8月）

基础数据来源：WIND



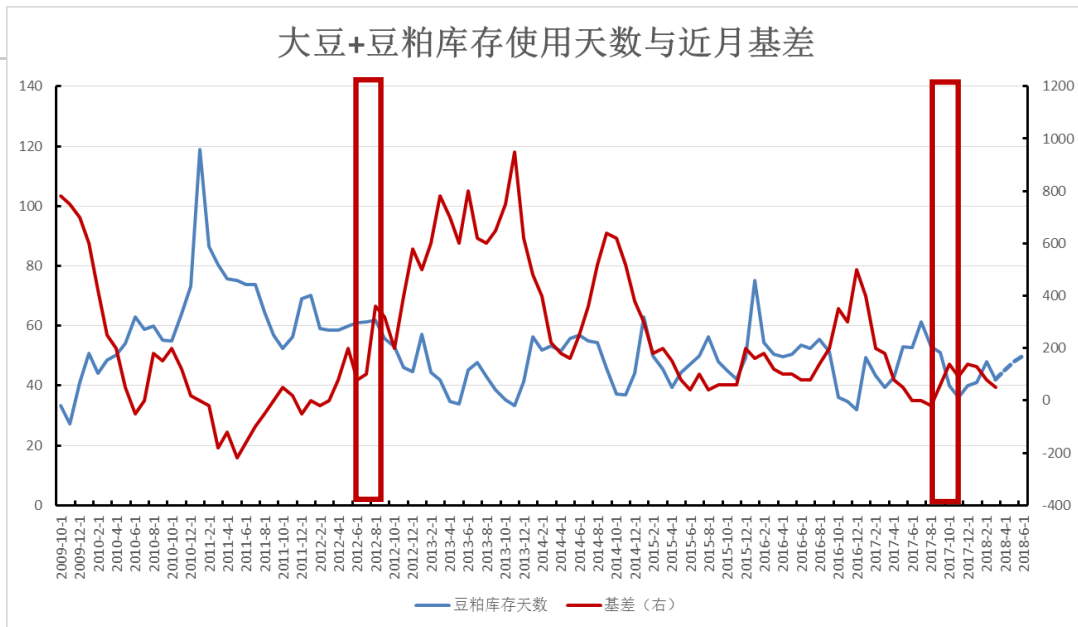
- 发生时间段：2012年七月初至8月中，2017年七月底至8月中。
- 幅度：2012年（-20到300），2017年（-30到50）。
- 可参与性：因进入8月份限仓，但流动性可以。



# Carry结构下的正套机会-M91

广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资

## 基差比较



- 两个年份均是基差低位走强，2012年从6月份80的基差涨至8月底320的基差，2017年7-8月份-20的基差走强至9-10月份140的基差。
- 库存天数：库存天数均下降，支撑基差走强。
- 2012年5-6月因基差下跌，M91先走了一波反套，从160到-20，而后跟着基差上涨快速扩大。基差涨幅较大，M91正套空间也比较大。2017年5-8月基差压力均比较大，M91一直在平水附近徘徊，而后在基差上涨预期下快速扩大，但基差涨幅有限，M91正套空间也有限。

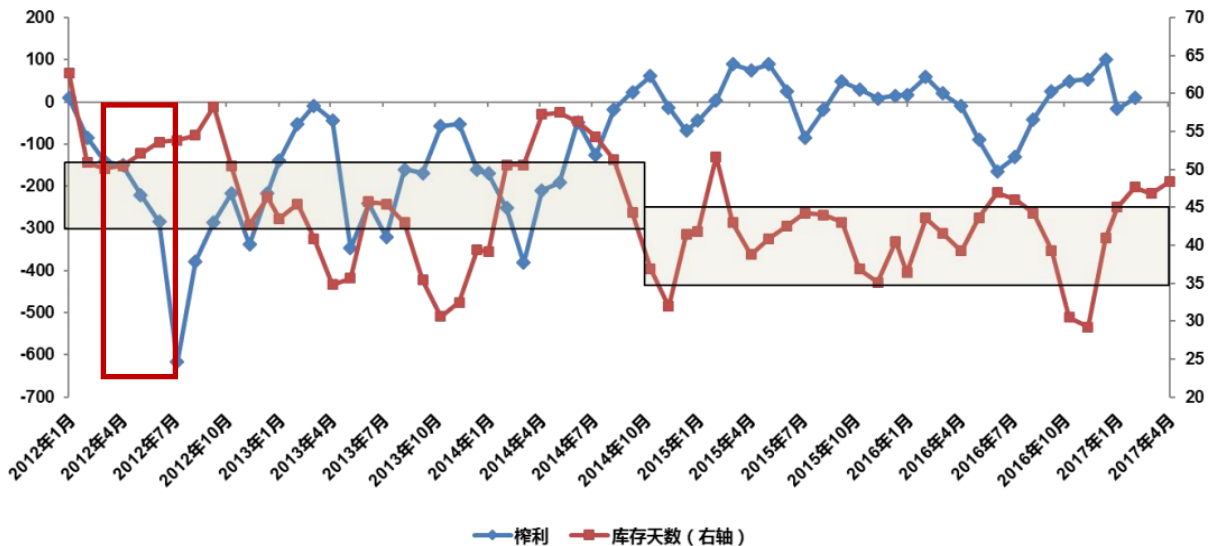


# Carry结构下的正套机会-M91

广东厚方投资

2012年

压榨利润与库存天数的关系



➤ 2012年4-7月，伴随着美豆单边的上涨，压榨利润快速大幅恶化，支撑基差走强。



# Carry结构下的正套机会-M91

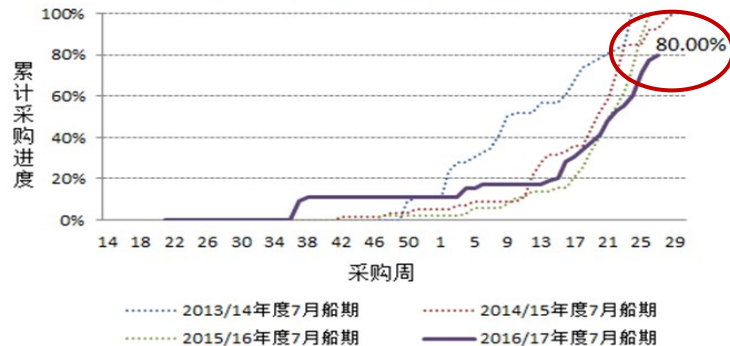
广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资

2017年

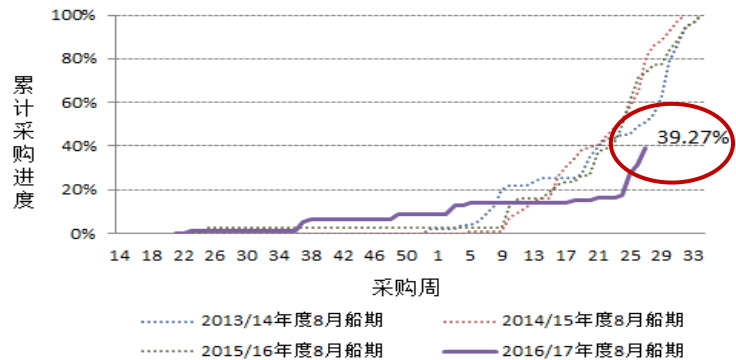
### 大豆一月榨利



### 7月船期周累计采购进度



### 8月船期周累计采购进度



➤ 2017年7-8月份榨利处于比较差的水平，不利于油厂买船，当时7-8月船期买船进度非常慢，导致9-10月大豆到港量少，支撑基差走强，进而利于M91价差扩大。



# Carry结构下的正套机会-M91

广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资

2017年

年度	月份	进口大豆				进口大豆压榨豆粕						
		期初库存	进口豆	总进口	压榨(进口豆)	期末库存	期初库存	产量	豆粕消费	环比	同比	累计同比
16-17	十月	6939	5210	6700	4749	4403	5260	5600	11.5%	0.4%	0.4%	3960
	十一月	4749	7840	8070	3807	3960	6335	6200	10.7%	18.3%	9.1%	3972
	十二月	3807	9000	7800	4383	3972	6123	5850	-5.6%	4.6%	7.5%	4154
	一月 (1.27)	4383	7660	7100	4820	4154	5574	5460	-6.7%	5.2%	7.0%	4210
	二月	4820	5540	5120	5107	4210	4019	4750	-13.0%	41.0%	11.6%	3443
	三月	5107	6330	6500	4519	3443	5103	5050	6.3%	15.6%	12.1%	3439
	四月	4519	8080	6990	5205	3439	5487	5200	3.0%	7.7%	11.5%	3633
	五月	5205	9590	7600	6726	3633	5966	5300	1.9%	-1.3%	9.8%	4209
	六月	6726	7690	7400	6466	4209	5809	5200	-1.9%	-4.1%	8.1%	4690
	七月	6466	10080	8000	8064	4690	6280	5400	3.8%	6.3%	7.9%	5454
	八月	8064	8450	7800	8232	5454	6123	5600	3.7%	4.3%	7.6%	5857
	九月	8232	8110	8000	7759	5857	6280	5853	4.5%	16.5%	8.3%	6221
17-18	十月	7759	5860	7600	5533	6221	5966	6000	2.5%	7.1%	7.1%	6135

- 虽然当时M91正套走完，预期10月基差涨到80，对应M91到50。但基差并没有涨完，由于9-10月国内豆粕需求非常好，再加上到港量少，10月豆粕现货基差一度涨到180。

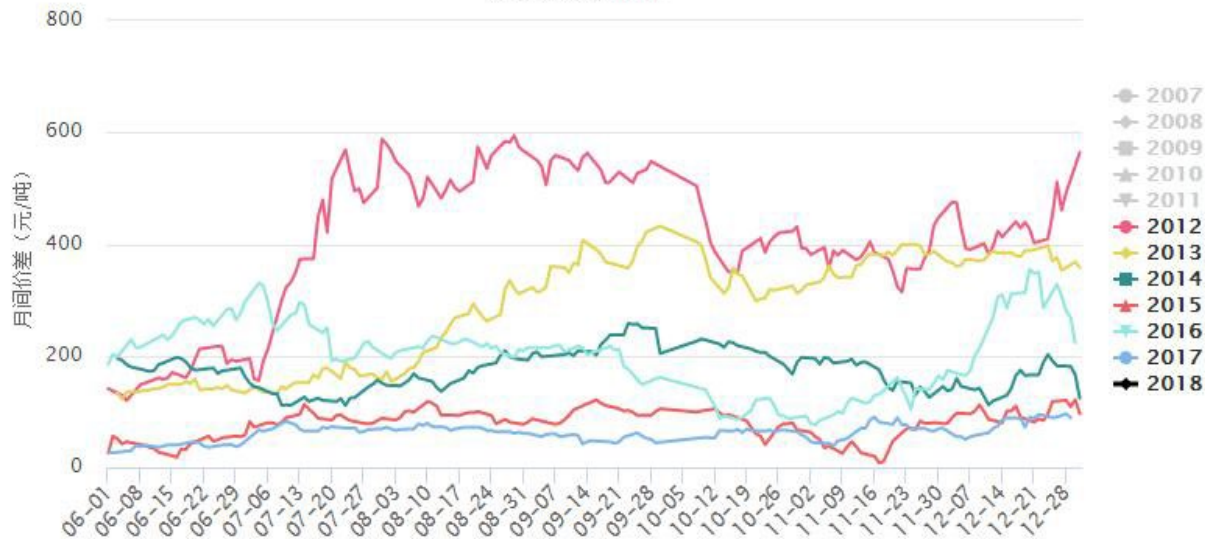


# Carry结构下的正套机会-M15

广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资

豆粕1-5价差（主要观察期为上年的6月-12月）

基础数据来源: WIND



www.gdhf-inv.com

- 对于M15价差，开篇已经阐述，这种inverse结构首先是成本端决定的，豆粕的反向基差结构再加上M15处于北美和南美大豆交替的阶段，这个阶段豆粕基差表现一般较强，所以该价差基本都是inverse结构。



## Carry结构下的正套机会-小结

广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资

- Carry结构下的正套，安全边际较高。full carry为-100，所以当价差打到Carry水平时做正套比较安全。当然能不能做，正套的空间有多大，还要根据当时的基本面来做。
- 这种正套机会在临近交割月前一般随成本的波动而波动，越临近交割月就越跟随基差波动，所以流畅的行情大多在临近交割月时才发生，临近交割月时，价差要向基差回归。
- 观测的指标包括**榨利、买船进度、未来大豆到港量、基差成交、豆粕需求以及未来的大豆豆粕库存**，总之就是从供需角度去评估未来基差走势。供需方面，供应一般能够提前确定，需求往往有一定的滞后性，所以有些时候可以根据供应端先做预期。



基差定义

以豆粕基差为例

豆粕月间价差

**基差与月差**

基差与套期保值



# 基差与月差结合

广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资

## 基差买方：

➤ 基差和月差结合。

- 远月基差报价高于盘面月间价差，可以买月间价差代替远月基差。例如现在的**M9-1 (-80)**，**10月基差报价30**。
- 买了基差，但未来基差偏空，可以空月间价差对冲。例如去年买了今年**5月50**的基差，而最终基差跌到**-100**，**M5-9**从**70**跌到**-120**。
- 看多未来基差和月间价差，可以转月。例如**17年M9-1**在**-50**的时候转月，最终**M9-1**到**50**。

## 投机：

- 根据供需判断基差走势，进而判断月间价差走势，参与盘面月间的正套与反套。



# 基差与月差结合的实例1

广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资





## 基差与月差结合的实例2

广 | 东 | 厚 | 方 | 投 | 资





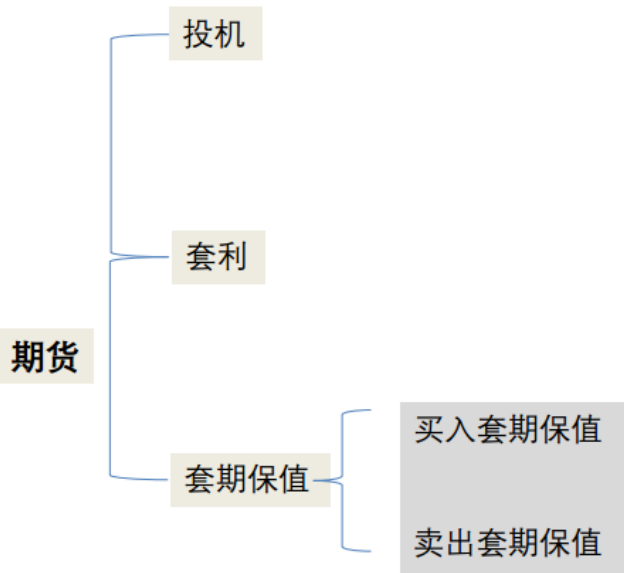
基差定义

以豆粕基差为例

豆粕月间价差

基差与月差

**基差与套期保值**



## ◆ 买入套期保值

- 在期货市场买入期货合约，用期货市场多头来规避未来价格上涨的风险
- 如原材料成本的锁定

## ◆ 卖出套期保值

- 在期货市场卖出期货合约，用期货市场空头来规避未来价格下跌的风险
- 如产品价格的锁定、库存的保值



基差变化	套期保值类型	保值效果
基差不变	卖出套期保值	盈亏完全相抵
	买入套期保值	盈亏完全相抵
基差走强	卖出套期保值	部分盈利
	买入套期保值	部分亏损
基差走弱	卖出套期保值	部分亏损
	买入套期保值	部分盈利



# 案例

- 企业买入套保，规避采购原材料风险
- ◆ 主体：饲料生产企业
- ◆ 情景：计划6月初采购2000吨豆粕作为原材料
- ◆ 顾虑：担心后期豆粕价格上涨带来收益损失
- ◆ 操作：选择在M1909合约上买入套期保值，当时现货价格在2590元/吨，期货价格2580元/吨。





# 案例

## ◆ 保值效果评估

豆粕买入保值案例			
交易日期	现货市场	期货市场	基差
5月6日	豆粕现货价2590元/吨，担心未来价格上涨	买入200手M1909豆粕期货合约； 价格2580元/吨	10
6月3日	采购现货豆粕；价格3000元/吨，按计划买入2000吨	卖出2000手M1909豆粕期货合约； 价格3030	-30
套保效果评估	采购成本增加： $(3000-2590) \times 2000=82$ 万	盈利： $(3030-2580) \times 2000=90$ 万	基差收窄
总体盈亏	盈8万（相当于成本下降40元/吨）		



谢谢大家