

## 豆粕基差异异常波动下的套保研究

价格发现与套期保值是期货市场的核心功能，上市时间较长的品种，期货市场作为某一商品市场定价的基准作用愈发突出，市场会普遍形成以期货价格作为定价基准的模式。以国内上市时间最久的豆粕合约为例，目前市场全产业链基本形成了参照期货进行定价的模式，无论是一口价还是定价更为灵活的期货+升贴水模式，目前整个产业链的定价基准是大连商品交易所的豆粕期货价格，尤其是期货价格+升贴水的基差定价模式因给予交易双方更多选择权，广受市场好评，基差交易模式已成为市场交易的主流。尽管基差定价贸易模式存在诸多优点，但近年来在运行中也出现了一些问题。

以 2025 年 4-5 月为例，25 年 9 月豆粕合约收盘价最高 3164，最低为 2886 元/吨，而同期广东地区豆粕现货价格最高价为 3940 元/吨，最低价为 2900 元/吨。与期货相比，同期广东东莞地区的豆粕现货价格波动区间明显大于期货价格波动幅度。期间东莞地区豆粕基差从 0 左右一度升至 880 元/吨，然后又在很短时间内跌回至-100 元/吨左右。

对企业来讲该阶段需要应对的价格波动风险大幅提升，如果使用豆粕期货工具进行价格风险管理并不能有效覆盖现货市场面临的风险。以贸易企业为例，客户如果在 2025 年 4 月 24 日，从油厂购入 1000 吨豆粕，价格为一口价 3940 元/吨，为控制价格风险，该企业当日在豆粕 2509 合约卖出 100 手合约进行期货对冲，卖出价格为 3060 元/吨，至 5 月 23 日，东莞地区豆粕现货价格跌至 2940 元/吨，当日豆粕 2509 合约收盘价为 2952 元/吨，现货端每吨亏损 1000 元，期货端每吨盈利 108 元，期货端的盈利远远不能对冲现货端的亏损，这种情况下使用传统套保操作难以有效管控商品的价格波动风险。针对这种情况我们需要采取更有针对性的策略应对商品价格波动风险。

首先需要对产业链不同环节企业应对的价格波动风险进行分析，上游的压榨行业由于原料、产成品均进行了期货套保，压榨企业的利润已基本锁定，尤其是豆粕销售中基差销售占多数，据三方信息机构数据统计，24 年全年国内豆粕成交中基差成交占比超过六成。通过基差销售的豆粕完全规避了基差大幅下降带来的产品销售额损失风险。但中间贸易环节及终端饲料、养殖等环节难以将价格风险进一步向下游转移，更多只能通过自身消化。通过对产业链进行逐一分析，我们可以发现这种基差异异常波动风险在成熟产业链中多集中于中下游产业，当然不同行业由于上下游品种的期货覆盖度、品种上市时间、行业基差贸易比例等因素，价格风险覆盖情况有较大差异。

以豆粕为例的，近期豆粕基差剧烈波动带来的价格风险更多集中于中下游企业，而且传统或者说机械的期货套保操作并不能有效对冲这种风险。首先从目前可以使用的工具层面，因为豆粕期权以豆粕期货作为标的物，所以无论是单一的期货、期权或

研究员：王晨希

邮箱 wangcx@ghlsqh.com.cn

TEL: 0571-85238905

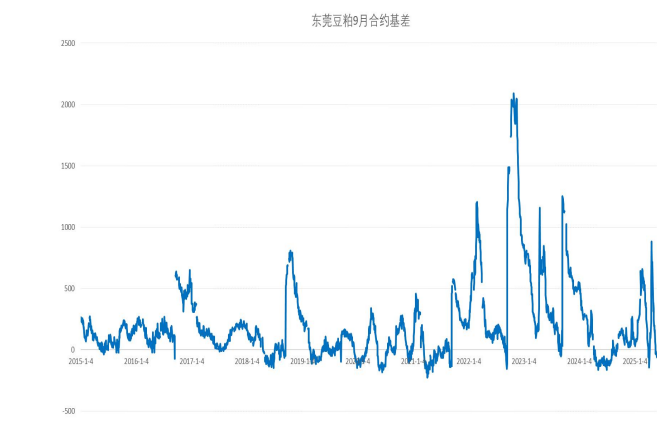
从业资格号：F3019654

投资咨询资格号：Z0011802

2025 年 06 月 05 日

者期货与期权组合都不能有效解决这种风险。因为风险根植于期现货短期的异常波动，所有有效的解决方案必然包括现货端，能够有效解决基差异异常波动对企业的不良影响

的方案肯定是期现货结合的方式。



数据来源：IFIND 国海良时研究



数据来源：IFIND 国海良时研究

我们分析一下近期豆粕基差异异常波动的主要原因，上文中提到的豆粕基差剧烈波动主要发生在 4 月 1 日-5 月 31 日之间，4 月份由于进口大豆通关时间延长，市场普遍担心 4-5 月国内大豆供应紧张，进而影响国内豆粕供应，随着时间推移，国内油厂大豆、豆粕库存均快速持续下降，而这种库存下降进一步加剧市场对后期供应收紧的预期，现实与预期形成了正反馈强化螺旋，带动同期豆粕现货报价快速上行，而期货合约由于是未来交割，远期合约价格涨幅明显逊于现货价格涨幅。我们可以发现当时期现货的这种背离更多是受现货及预期驱动，且该驱动的影响周期较短，基于正常逻辑，因通关造成的大豆供应紧张难以长期持续。而且从豆粕基差波动历史来看，过去十年东莞豆粕 9 月合约基差均值为 206.5，中位数为 123。从历史走势看，9 月合约基差多在 (-200-500) 之间波动，最近三年波动区间明显放大，基差多次出现剧烈波动。

综合豆粕供需驱动及基差波动规律，我们可以认为这种基差异异常波动持续时间较短，基于这个判断，豆粕贸易企业、下游饲料/养殖企业在面对这种基差剧烈波动时，应该清醒认识到这种价格风险主要集中于现货市场，更精确的说是存在于短期对豆粕供应持续性的恐慌心理，所以此时贸易企业，应该降低存货敞口头寸，尽快与下游企业签订销售协议锁定价格或者销售的基差水平，对下游的饲料与养殖企业来说，一方面尽量拓宽采购渠道，另一方面在建立安全库存后，需要谨慎操作尽量压缩库存规模，同时根据市场变化及时调整采购节奏，在基差持续走弱时放缓现货采购节奏，通过企业库存的缓冲降低基差剧烈波动带来的冲击。

---

在现货市场采取有效所示控制价格波动风险的同时，可以同步使用期货期权工具进一步降低价格异常波动带来的风险，从上文豆粕基差异常波动的驱动我们可以发现，一旦大豆进口通过缓解，现货市场价格将在很短的时间内恢复正常水平，即基差将更多通过现货回落纠偏，但届时伴随油厂开机回升、中间贸易环节隐形库存的加速释放，市场有可能迎来短期的供应过剩压力，这有可能带动豆粕期现货价格同时走弱，5月中上旬豆粕市场的表现也基本符合这一判断。所以我们理论上可以通过在期货端进行超额套保来提高对现货价格下跌的对冲效果，但期货超额套保在豆粕高基差结构时存在较大风险。例如一旦进口通关时间延长，市场有可能迎来期货上涨向现货靠拢的所谓收基差行情，出现这种情况时，超额套保的企业套保端的亏损则会明显放大，为了解决这种问题，我们可以使用豆粕期权替代豆粕期货进行超额套保，通过超额买入浅虚值看跌期权的方式，5月豆粕基差大幅下跌时，期权端带来的盈利可以在较大程度上抵消现货库存价值下跌带来的损失，而如果后期市场不能恢复正常继续走高，则期权的损失则不会超过权利金，规避了使用期货工具进行风险管理的不良后果。

另外考虑到市场驱动对远近合约影响的差异，在使用期货期权衍生工具时应该选择受该驱动影响最为直接的合约，以上文为例，在5月时点，应尽量选择近月合约的豆粕期权工具。

所以，面对这种基差异常波动带来的风险，企业需要审慎应对，首先判断企业自身面临的风险属性、规模等情况，其次对市场进行全面深入分析，综合期货公司研究机构、三方咨询机构等多方面判断，对基差异常波动的驱动因素进行细致梳理，对后期市场走势做好处理预案。最后根据风险属性及驱动根源选择合适的应对策略及最佳工具组合，综合使用期现货工具实现最佳的商品价格风险管理效果。

#### 【免责声明】

本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，为避免发生疑问，请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的后果由投资者自行承担，我公司不承担任何形式的损失。

本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用请遵循原文本意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有期货交易咨询资格。