

基差视角看企业的风险管理途径

——以不锈钢品种为例

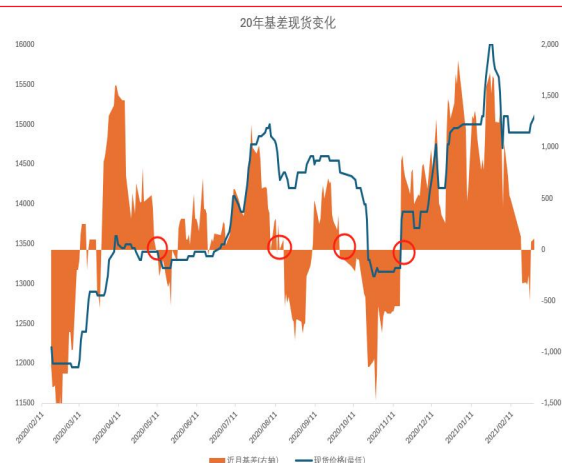
在趋势性行情下，基差的变化能够反映市场未来发展的预期以及对现货市场供需关系的认知。基差指的是现货价格与期货价格之间的差价，升水表示现货价格高于期货价格，贴水表示现货价格低于期货价格。**基差升贴水的转化和基差持续扩大的**有着不同的含义和影响。

在趋势性行情下，基差升贴水的持续扩大，能够反映当前市场主体的认识程度。如果当前趋势性行是现货价格启动引领，那么在趋势上涨中，基差升水会不断扩大；在下跌行情中，基差贴水会持续拉动。如果是期货价格引领的，那么期货价格会提前上涨，在趋势上涨行情中，基差贴水会不断拉大；在下跌行情中，基差升水会不断拉大。这种基差升贴水变化反映了市场主体的认知程度以及市场供需情况。而在趋势性行情前夕，**基差升贴水转化表示是基差的方向发生改变，从升水转为贴水，或者从贴水转为升水。这种转化可能暗示着市场供需关系或者市场预期发生了变化**

从 2019 年以来统计的不锈钢基差升贴水的反转的次数可以发现。在历次**基差发生反转行情**中发现了以下规律：在 2021 年时在交割月时发生过 3 次基差升贴的转换，2 次位于大的行情转折前夕。在 2022 年时交割月时出现 4 次升贴水的转换，其中 2 次位于牛熊转折的之中。在 2023 年时交割月时，也出现了 4 次大的升贴水的转化，其中 2 次位于牛熊的转折之中。因此**基差升贴水转换**常常意味着未来期货市场的结构变化。在价格处于相对高位或低位时，一旦前期稳定的升贴水发生转换时，往往意味着市场行情和结构发生重大变化，通常在牛熊转化之际都会先发生**基差升贴水**的转换。

因此，企业可以通过跟踪基差的升贴水和基差的修复来更好地把握未来期现货市场的行情变化。通过对基差升贴水的修复和转化进行研究，企业可以根据采购和销售的需求，在不同价格下通过期货和现货两种方式调整敞口比例，从而获取利润并规避风险。若未来更可能通过现货价格的下跌来进行基差修复，企业调整风险敞口时可以考虑采用随采随购的策略或者加快现货流转的方式来降低库存。如果未来基差修复更可能以期货价格的上涨为主导，企业可以更多地通过期货市场的开平仓来调整风险敞口。

图表 1：2020年期现价格的涨跌

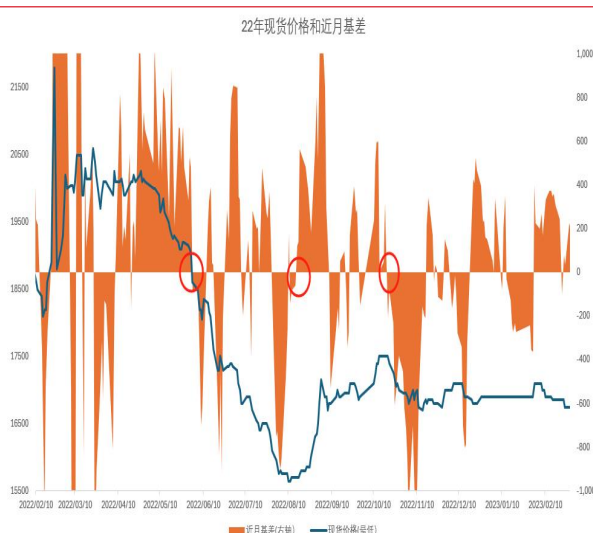


图表 2：2021年期现价格的涨跌

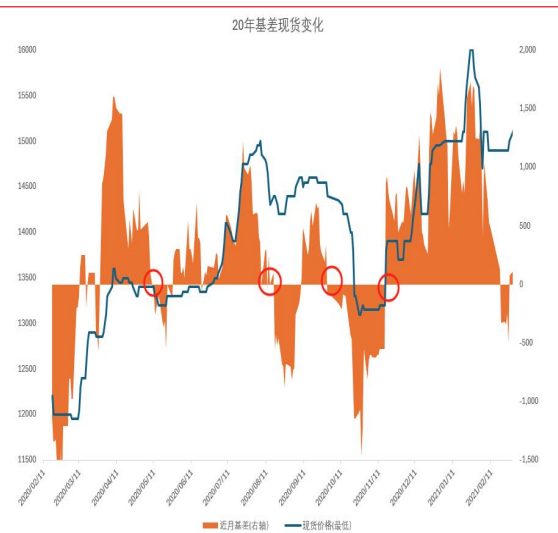


数据来源：Mysteel、华安期货投资咨询部

图表 3：2022年期现价格的涨跌



图表 4：2023年期现价格的涨跌



数据来源：Mysteel、华安期货投资咨询部

2.1 交割月时，基差升贴水的重要作用

在不锈钢市场中，趋势性大行情下无论上涨或者下跌，由于期现货市场不同参与者的信息差，基差会在趋势性行情中不断扩大。在趋势性行情中，有时是现货拉着期货价格涨，有时是期货价格引领现货价格上涨。一般来说，期货市场受到宏观因素影响越来越大，大资金会基于预期宏观政策或者海外事件预期提起布局期货，因此基于未来政策预期的行情或者海外风险事件下，会出现期货价格引导现货价格的涨跌。但是另一方面，现货价格最能准确的反映当前市场供需情况。现货商也能更加敏感的感知现货市场，一旦市场出现供需的不匹配时，现货价格会大幅上涨，从而引导期货价格被动上涨的趋势性行情。

因此基差升贴水的持续扩大，能够反映当前市场主体的认识程度。如果当前趋势性行情是现货价格启动引领，那么在趋势上涨中，基差升水会不断扩大；在下跌行情中，基差贴水会持续拉动。如果是期货价格引领的，那么期货价格会提前上涨，在趋势上涨行情中，基差贴水会不断拉大；在下跌行情中，基差升水会不断拉大。因此通过趋势行情中的升贴水的扩大，可以初步判断出趋势性行情是基于商品期货的供需和库存周期引发的，还是基于宏观政策预期的资金布局。

近三年历史行情复盘：基差升贴水转化的意义

在 2021 发生的大涨大跌行情，基差的大涨大跌主要是由于新能源的发展，引发镍铁和镍矿商品库存的紧缺。现货价格的持续上涨主动引领期货价格不断跟进。在 3 月至 7 月单边上涨行情中，现货价格的上涨始终引领期货价格，虽然期货较 3 月初涨 50%，但现货价格始终升水期货价格，从基差从升水 400 元一直上涨至最高升水 3000 元附近。此时价格的上涨的主要是现货价格带着期货价格上涨。而在 11 月单边下跌行情当中，仍然是现货引导期货价格不断下跌，基差贴水不断扩大，从-600 元一直贴水至最高达到-3000 元。

在 2022 年的大涨大跌过程中，基差的涨跌幅度有所减弱。在年初的单边下跌中，基差长期处于升水维持在 800 元附近，期货价格引领现货价格的下跌。但同时我们可以注意，此次的下跌伴随着基差升贴水的转化，从贴水-1000 元到升水 800 元再到贴水。表明随着期货的下跌，随着基差的拉大，现货价格会大幅的下跌来进行基差的修复。

在 2023 年的涨跌过程中，基差的涨跌幅度大幅减弱，主要原因是随着现货市场中基差点价的方式不断运用，每日的现货主流价格报价基本参考当日的期货主力合约盘口进行成交，因此随着现货与期货的联系加强，基差的波动率也在不断减弱。在 2 月初的下跌过程中，期货在现货稳定背景下提前下跌，在下跌行情中，基差不断走强。随后现货价格开始大幅补跌，基差出现升贴水转化，由前期的升水转化为大幅贴水。但 23 年行情中，基差绝对值大部分时间处于较小区间在 200 元附近波动，大的升贴水行情出现时间较小。

图表 5：2021年期现价格的涨跌



图表 6：2022年期现价格的涨跌



数据来源：Mysteel、华安期货投资咨询部

基差升贴水转化的重要意义：

基差作为连接期货和现货基本面的重要指标，我们统计从 2019 年以来出现基差反转的次数，通过统计发现。在历次基差发生反转行情中，期货行情处于近一个月的高位或者低位背景下的次数，发现了以下规律：在 2021 年时在交割月时发生过 3 次基差升贴水的转换，2 次位于大的行情转折前夕。在 2022 年时交割月时出现 4 次升贴水的转换，其中 2 次位于牛熊转折的之中。在 2023 年时交割月时，也出现了 4 次大的升贴水的转化，其中 2 次位于牛熊的转折之中。

基差作为连接期货和现货基本面的重要指标，基差升贴水转换常常意味者未来期货市场的价格变化。在价格处于相对高位或低位时，一旦前期稳定的升贴水发生转换时，往往意味着市场行情和结构发生重大变化，通常在牛熊转化之际都会先发生基差升贴水的转换。

2.2 交割月时，基差修复的重要逻辑

稳定的基差的发生大的升贴水的转化往往预示着市场行情发生了多空的变化，代表未来大趋势反转。然而在趋势开始前，无论是期货启动带来的，还是现货价格启动引起的，只要期现价格的一方反应不及时，仍然处于先前的市场行情惯性思维中，就会出现基差持续拉大的现象。一旦基差扩大到一定的程度，就会发生小级别的回调，即通过一方的补涨或者补跌来进行基差的修复。

因此在交割月时，一般期货会有小级别的反弹或下跌，即基差修复逻辑。在不锈钢的交割制度中，考虑运费、仓储费用基差在 200 元附近处于平水状态。一旦交割月的基差大幅超过 200 元，就会有期货或现货的小级别的基差修复逻辑。现货价格由于存在地域、品质和品牌的原因，不同的现货来源计算出现的基差相差较大。但是由于不锈钢和沪镍使用是品牌交割，因此只需要按照交易所给定的

规格和品牌，寻找所有交割品牌中符合要求的最低规格，作为现货价格基本可以在交割月中正确反映基差的修复。

我们以去年的单边下跌为例，期货受到基本面疲软的冲击大幅下跌，但是现货价格受到钢厂挺价等因素影响维持坚挺，导致现货和期货之间的价格不断拉大，基差在临近9月份时达到500元，远超过基本交割成本。因此在10合约在临近交割月时，基差通过期货价格的小幅反弹逐渐恢复到平水的150元附近。因此即使在去年典型的单边下跌过程中，也可以分为两个级别的趋势：即基本面的过剩带来的主趋势和交割月时的基差修复逻辑。但是一旦交割月结束后，基差修复的逻辑走完，期现货价格处于平水，又将开启新一轮基本面定价的大趋势中。宏观经济和商品的库存周期将继续回到交易重心当中。

基差升贴水的研究对于企业风险管理的意义。通过对于基差升贴水的修复和转化研究，企业可以根据采购和销售的需求，在不同的价格下，通过对敞口比例进行调整，获取利润规避风险。不同价格走势下，敞口比例的把握是企业风险把控能力的重要体现。通过对于基差在高位和低位时的修复和转化研究，及时把握未来行情变化，调节敞口比例，有利于企业在同期的行业竞争中获取先机。

2.3 基差修复的方向确定

基差大升贴水时，临近交割月时市场面临基差修复的可能性，但基差修复一般分为两种可能：以基差大升水即期货受到宏观悲观预期的影响率先启动下跌行情为例。未来基差修复可能会有两种路径：一种是以期货价格短期出现回调上升，缩小基差；另一种是现货跟着期货价格，出现大的补跌行情来缩小基差。因此企业进行风险管理时，短期内可以在现货和期货两端根据未来的市场的变化调整风险敞口。

由于期货端不仅受到基本面的影响，还会受到大资金基于宏观政策预期的提前布局，难以有数据直接量化。因此企业可以根据掌握的现货市场的情况，通过判断未来现货价格的变化来确定未来基差修复的方式。当前衡量现货商品的基本面数据较多，例如日度的地区成交量、周度社会库存和企业库存、内贸港口交易量、交易所期货库存以及企业未来排产计划等。因此根据商品的当前供求紧缺程度以及未来排产，来判断未来期货和现货价格变动方向。

例如在期货价格大幅低于现货价格时，如果当前交易所仓单量相较于近月期货的持仓量总额不大，社会库存处于低位，中下游持续处于去库过程，现货价格维持高位难以下跌，那么未来基差修复的更有可能是以期货价格的上涨。因此此时企业如果需要调整风险敞口，可以更多通过期货市场的开平仓来调整。如果在

期货价格大幅低于现货价格时，交易所仓单量随着近期价格的上涨出现大幅累仓，同时社会库存高企，中下游需求疲软去库流程不畅，因此未来更有可能通过现货价格的下跌来进行基差修复，因此企业调整风险敞口时，可以考虑采用随采随购的策略或者加快现货流转的方式，来降低库存。

总体来看，在临近交割月不能依靠基差高升贴水，单纯从期货方面来，寻找未来价格变化方向。因为当市场受到宏观政策面的利多影响时，即使基差处于大升水时，未来仍然可能出现期货继续拉涨的可能性，同时未来以现货大幅上涨结束。另一方面如果市场极其悲观，期货价格一直下跌，即使基差出现大贴水，未来期货也不一定反转，也可能通过现货的补跌来实现基差修复。

三、依据基差的升贴水：企业的风险管理的意义

基差升贴水的研究对于企业风险管理的意义。通过对于基差升贴水的修复和转化研究，企业可以根据采购和销售的需求，在不同的价格下，通过对敞口比例进行调整，获取利润规避风险。不同价格走势下，敞口比例的把握是企业风险控制能力的重要体现。通过对于基差在高位和低位时的修复和转化研究，及时把握未来行情变化，调节敞口比例，有利于企业在同期的行业竞争中获取先机。在基差升贴水研究时不能单纯只从期货方面考虑，单纯的期货大升水直接做空，期货大贴水直接做多的简单思路。企业可以结合商品基本面数据较多，例如日度的地区成交量、周度社会库存和企业库存、内贸港口交易量、交易所期货库存以及企业未来排产计划等。因此根据商品供求紧缺程度以及未来厂家的未来排产，来判断未来期货和现货价格变动方向。如果未来更有可能通过现货价格的下跌来进行基差修复，因此企业调整风险敞口时可以考虑采用随采随购的策略或者加快现货流转的方式，来降低库存。如果未来基差修复的更有可能是以期货价格的上涨。因此此时企业如果需要调整风险敞口，可以更多通过期货市场的开平仓来调整。

华安期货 投资咨询业务资格 证监许可[2011]1776

刘德勇 分析师

从业资格证号：F03094242

咨询从业资格：Z0020048

联系电话：0551-62839752

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货研究院力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

联系我们

华安期货有限责任公司

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心超高层写字楼 40、41 层

电话：400-882-0628、62839752