

# “基差+含权贸易”的创新型风险管理模式

## ——申银万国期货大豆品种试点项目

### 一、项目背景

#### (一) 大豆产业链现状

大豆产业具有明显的地域性，是东北乡村地区的支柱产业，关乎种植业、养殖业、饲料工业和食品工业等多个行业的发展。黑龙江省是我国的大豆之乡，其生产的大豆占全国大豆产量的40%，构成了当地农民重要的收入来源。但当地大豆产业链参与者普遍面临着进口价差、供求不平衡、国内产量低竞争力弱等问题，如何规避价格波动的风险、稳定供应和需求的关系，成为了当地大豆产业链参与者亟需解决的问题。

#### (二) 风险管理需求

传统的基差点价模式需要采购方具备较高的基本面判断和预测能力，能够在合适的时机点价，灵活控制采购成本，避免采购成本过高和过量采购的原材料积压风险。对于销售方而言，如果原材料过量采购、下游提货缓慢，就会加大库存周转压力；如果原材料准备不足，就会损失一定的获利机会。基差点价的模式通常采用期货这种金融工具来套期保值，当套保头寸发生价格反向变动时，企业会面临期货端保证金追加、额外流动资金投入而造成营运资金短缺的风险。

申万智富通过采用“基差+含权贸易”的创新业务模式，

既通过基差缩小价格波动的风险，又通过场外期权帮助大豆产业链参与者进行深入的风险管理。

## 二、服务方案与开展过程

### （一）项目方案设计

本次服务对象为黑龙江省哈尔滨市某大豆贸易企业 **X** 企业。该大豆贸易企业 **X** 企业以一口价形式采购大豆，每年 11 月至次年 1 月向当地大豆农户收购大豆现货，每年 5 月至 10 月按照市场行情低买高卖，并销售给贵阳老干妈、上海清美等知名深加工企业。对于大豆贸易商 **X** 企业来说，上游采购成本难以控制，下游较为强势，且按需购买，销售利润难以锁定。大豆价格的波动会造成 **X** 企业采购成本过高或销售收入减少的问题。

本案例为 2021 年 7 月期间，申万智富为该大豆贸易商 **X** 企业在基差业务的基础上提供不同的场外期权策略，形成创新型的“基差+含权贸易”业务模式，帮助 **X** 企业更好地实现风险管理，对应标的 A2109 合约，根据不同的现货行情和市场预期，设计以下四笔含权贸易方案。

#### 1. 预期受外盘美豆影响，通过卖出期权实现库存保值和低价采购

6 月底至 7 月初，**X** 企业预期由于天气因素美豆亩产增加，6 月底的 **USDA** 报告大概率看空油脂和大豆，预判国内大豆期货价格很大概率应声而跌。**X** 企业预判若研报预期做实，盘面价格可能会下跌 200 个点，美豆价格下跌将会影响国内大豆现货价格，但国内大豆市场现货价格较坚挺，支撑

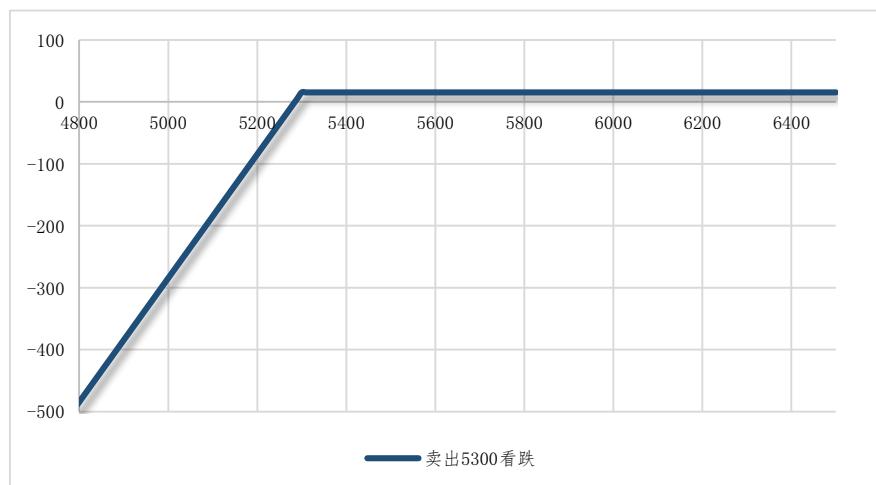
盘面价格。因此，大豆贸易商 X 企业认为 A2109 合约在 5300 点位附近有支撑，希望通过卖出看跌期权为常备库存保值；同时若盘面价格下跌低于 5300 点位，客户也愿意以执行价格 5300 元/吨的价格向申万智富采购大豆标准仓单。

7 月 1 日大豆主力合约 A2109 盘面价格跌至 5561 点位时，X 企业入场并尝试卖出 A2109-P-5300 看跌期权，套保期限 2 周，收取权利金 15 元/吨，共  $15 \text{ 元/吨} \times 200 \text{ 吨} = 3000 \text{ 元}$ 。若盘面价格继续下跌，X 企业也愿意以  $(5300 - 15) \text{ 元/吨}$  的价格建仓。

表 1 卖出 A2109-P-5300 看跌期权到期收益

A2109 合约价格 (元/吨)	卖出 A2109-P-5300 权利金 (元/吨)	期权被执行收益 (元/吨)	期权到期收益 (元/吨)
5250	15	-50	-35
5290	15	-10	5
5300	15	0	15
5350	15	0	15
5380	15	0	15

图 1 卖出 A2109-P-5300 看跌期权到期损益图



6月30日晚上发布的USDA报告对大豆看空情绪不及预期，叠加天气干旱可能导致大豆减产的因素，7月1日开盘后盘面强势上涨，上涨200多个点。上行趋势维持至期权到期，到期日7月15日收盘价5828点，通过该笔场外期权交易，X企业增厚库存收益15元/吨，共节省库存成本3000元。

## 2. 二次点价，获取再次高价销售的机会

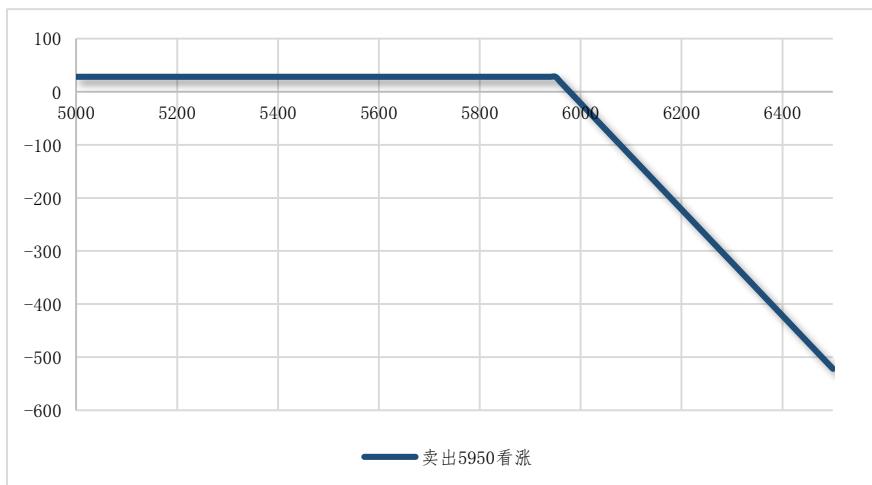
7月初继USDA报告发布后，国内大豆盘面强势上涨，大豆贸易商X企业希望通过基差业务以实现高价销售的目的。首先，按照大豆主力合约A2109盘面价格加上基差-190的价格销售同时过货权给申万智富。通过与X企业沟通了解到，该大豆贸易商的现货采购成本为5650元/吨，预期后市大豆现货价格将上涨，希望通过销售每吨盈利110元。结合盘面走势，X企业认为5950点属于价格高位，按照以往基差业务的模式难以在该点位做空期货，此时寄希望于场外期权，希望锁定A2109盘面价格上涨至5950点高位的点价权利。7月2日在A2109合约盘面价格5758点时，卖出A2109-C-5950看涨期权，2周期限可收权利金15元/吨。

期权存续期间内，盘面价格始终低于5950点位，X企业未能按照预期的价格点价。为满足X企业高价出货的需求，分两次点价，在期权到期日7月16日和7月23日当天分别按收盘价将卖出看涨期权转为期货空单，分别200吨增加15元/吨，300吨增加20元/吨收益，共实现0.9万元的盈利。  
(基差收益未考虑)

表 2 卖出 A2109-C-5950 看涨期权到期收益

A2109 合约价格	卖出 A2109-C-5950 权利金 (元/吨)	期权被执行收益 (元/吨)	期权到期收益 (元/吨)
5800	28	0	28
5850	28	0	28
5900	28	0	28
5920	28	0	28
5944	28	0	28
5950	28	0	28
6000	28	-50	-22
6050	28	-100	-72

图 2 卖出 A2109-C-5950 看涨期权到期损益图



盈亏平衡点: (5978, 0)

### 3. 巧用场外期权二次点价，获得高价销售的收益

根据 7 月初上涨的大豆行情，贸易商 X 企业希望销售库存大豆，且认为目前盘面价格偏低，预期未来盘面价格仍将上涨。于是和申万智富签订后点价模式的基差销售合同，先将大豆现货以暂定价格 (A2109 盘面价格加上约定的基差 -170) 的价格销售，未来盘面价格上涨，X 企业将行使点价权利，最终实现高价销售。7 月 6 日，A2109 合约价格涨至 5880

点位时，X 企业认为价格阶段性涨至高位，在 5880 点位做空期货，最终以 5710 元/吨的价格结算现货。此时现货价格涨至 5680 元/吨，通过基差业务增加销售收入  $5710 - 5680 = 30$  元/吨，销售库存大豆共 400 吨，共增加收入 1.2 万元。

7 月 7 日大豆贸易商 X 企业点价销售后，认为后市盘面价格可能下跌，若价格下跌则愿意低价采购，运用场外期权卖出 2 周的看跌期权 A2109-P-5650 结构收取的权利金 17 元/吨，既增厚了库存收益，同时又保留了价格下跌带来的采购便利。若 A2109 合约收盘价小于等于 5650 元/吨时，X 企业愿意以-130 的基差向申万智富采购大豆；若 A2109 合约收盘价大于 5650 元/吨时，获得 17 元/吨的权利金收益。

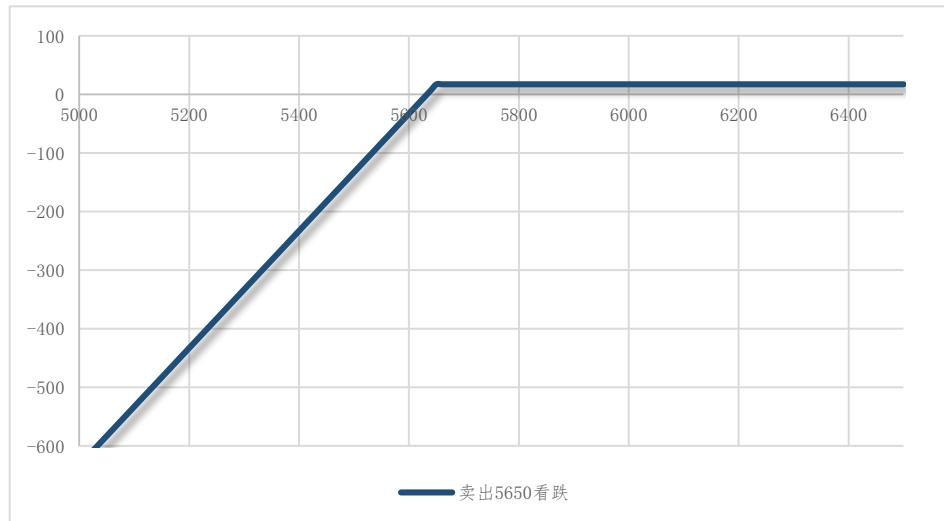
期权到期日 7 月 23 日临近收盘时 A2109 合约在 5670 点位徘徊，处于当时较强烈的采购意愿，X 企业愿意盘面价格 5670 以下都愿意采购大豆。于是在收盘前 14:59 下条件单 A2109 合约按市价平仓，场外期权按照 5672 点位成交，实现了大豆每吨  $(5672 - 130 - 17) = 5525$  元/吨的采购价格，相比当时的现货价格 5710 元/吨，节省采购成本 185 元/吨，共 7.4 万元。

表 3 卖出 A2109-P-5650 看跌期权到期收益

A2109 合约价格	卖出 A2109-P-5650 权利金 (元/吨)	期权被执行收益 (元/吨)	期权到期收益 (元/吨)
5500	17	-150	-133
5600	17	-50	-33
5650	17	0	17
5670	17	0	17
5700	17	0	17

5750	17	0	17
5800	17	0	17

图 3 卖出 A2109-P-5650 看跌期权到期损益图



盈亏平衡点: (5633, 0)

#### 4. 预期不看涨行情，卖出看涨期权增厚库存收益

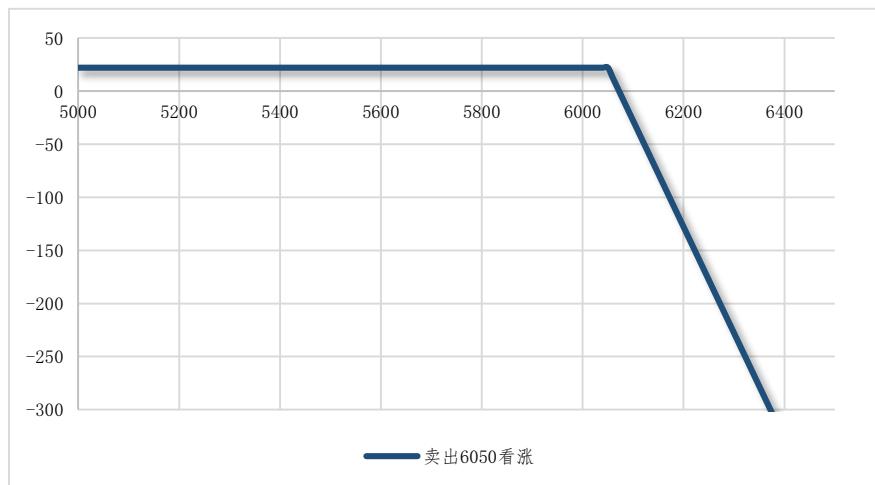
7月中上旬 X 企业预期国储将增加大豆收购入库的规模，大豆盘面延续上涨，现货价格得以提振，但现货价格仍然贴水期货主力合约，现货大豆价格对应期货交割标准的盘面价格约 5800 元/吨。X 企业希望运用场外期权增厚库存收益，若价格继续上涨，则愿意以盘面 5900 点结算卖出现货。X 企业在 5920 点卖出 A2109-C-6050 看涨期权，权利金 18 元/吨，套保规模 200 吨，预计可盈利 3600 元。

表 4 卖出 A2109-C-6050 看涨期权到期收益

A2109 合约价格	卖出 A2109-P-5650 权利金 (元/吨)	期权被执行收益 (元/吨)	期权到期收益 (元/吨)
5800	17	-150	-133
5900	17	-50	-33
6000	17	0	17

6020	17	0	17
6050	17	0	17
6080	17	0	17
6100	17	0	17

图 4 卖出 A2109-C-6050 看涨期权到期损益图



盈亏平衡点: (6072, 0)

交易当日下午，大豆现货市场弥漫省储将拍卖国产大豆的消息，盘面应声下跌，跌幅达到 200 点以上，继而盘面多空博弈、震荡运行。7 月 30 日期权到期，A2109 合约收盘价 5678，远低于执行价格 6050，通过卖出期权增厚库存收益。

### 三、项目总结

此案例共展示了 7 月份期间 4 笔申万智富为哈尔滨某大豆贸易商 X 企业设计的“基差+含权贸易”的交易方案。如图 5 所示：





图 5: 2021 年 7 月期间 X 企业四笔“基差+含权贸易”交易策略

X 企业初次尝试“基差+含权贸易”的创新业务模式，共盈利 10.36 万元。具体交易情况整理如下：

- 第一笔交易方案：2021 年 7 月 1 日至 2021 年 7 月 15 日  
套期保值规模 200 吨

卖出 A2109-P-5300 看跌期权为常备库存保值，到期未被行权，获得权利金收益  $15 \text{ 元/吨} \times 200 \text{ 吨} = 0.3 \text{ 万元}$ ，即降低库存成本 0.3 万元。

- 第二笔交易方案：2021年7月2日至2021年7月16日

期权部分套期保值规模 500 吨

X 企业卖出 A2109-C-5950 看涨期权，提前锁定 5950 点做空效果。期权到期转为 5944 点位空单，通过基差搭配卖出期权策略实现了增加销售利润 1.1 万元。

- 第三笔交易方案：2021年7月6日至2021年7月23

日

套期保值规模 400 吨

当盘面价格上涨至高位 5880 点位时，**X** 企业预判盘面价格大概率将下跌，通过卖出 A2109-P-5650 看跌期权实现低价采购。相比同行，由于权利金的收入 **X** 企业还额外降低采购成本共  $17 \text{ 元/吨} \times 400 \text{ 吨} = 0.68 \text{ 万元}$ 。

期权到期日 **X** 企业以市价 5672 点平仓期权，以基差-130 的价格向申万智富采购大豆，帮助 **X** 企业节省采购成本 181 元/吨，共 7.24 万元。

• 第四笔交易方案：2021 年 7 月 16 日至 2021 年 7 月 30 日

套期保值规模：200 吨

在 5900 点位卖出 A2109-C-6050 看涨期权，期权至到期日始终未超过执行价格，收取权利金 18 元/吨增厚库存收益，为 200 吨现货库存共盈利 3600 元。

此次案例为申万智富通过和 **X** 企业深入沟通、充分挖掘需求、实地调研后，综合基差和场外期权并探索设计的创新风险管理定制方案，帮助 **X** 企业在期现套利业务模式的基础上保值增值，进一步规避价格波动的风险。依托并充分利用期货市场，乡村经济参与者 **X** 企业实现了创新灵活的“基差+含权贸易”的风险管理模式。

乡村经济参与者 **X** 企业还可将部分补贴以让利下游的方式增加与下游客户的粘性，提高大豆产业链的综合效益。**X** 企业以贸易商的身份积极参与“基差+含权贸易”，通过贸

易各环节的流通，有助于创新风险管理模式在乡村经济各产业链内应用和普及。在基差点价的基础上，搭配场外期权，实现策略定制化、组合多样化、和占用流动资金更少的优点，切实为 X 企业提供了风险对冲和经营优化的新模式，也为企业解决了套保人才不足的问题。