

期货市场助力油脂贸易商渡过疫情难关

文 中信建投期货

一、项目背景介绍

在新冠疫情的冲击下，春节前后全国各地对聚集性会餐做出明确限制，餐饮行业消费深受影响。数据显示¹，疫情期间，78%的餐饮企业营业收入损失达100%以上；9%的企业营收损失达到九成以上；7%的企业营收损失在七成到九成之间；营收损失在七成以下的仅为5%。

植物油的消费与餐饮行业的景气程度息息相关。在国内植物油需求结构中，餐饮用量占比超过40%。因此，餐饮行业表现不佳对植物油消费影响很大。正是基于消费转弱的预期，春节后期货市场首个交易日以豆油为首的油脂品种直奔跌停。油脂盘面和基差齐跌，再加上现货销售又十分困难，令年前囤货看涨的油脂贸易商损失严重。

面对日渐严峻的经营状况，云南某油脂公司（下称“云南某公司”）积极寻求解决办法。他们在春节前曾以期货点价方式购买了1万吨豆油现货，实际购买成本为6600元/吨。当时因看涨后市并未作套保，现在疫情导致油脂现货价格面临较大下跌压

力，企业急需通过期货市场进行对冲保值。

二、项目开展情况

了解到企业的需求，中信建投期货农产品事业部（下称“中信建投”）在仔细研判大连豆油期货合约的后市走势后，及时与客户进行分析交流，制定出相应的套保方案。

中信建投判断，本次新冠肺炎疫情短期内难以得到迅速控制，餐饮豆油需求中短期来看较难恢复，而因饲料需求较为刚性，年后上游大豆压榨厂在国家政策支持下，率先开机以保障豆粕供应，但油脂中下游企业受到开工限制复工进度较慢，豆油供需错配势必导致豆油库存快速回升，对豆油期货盘面价格及基差走势形成压制。因此，虽然节后大连豆油在首日跌停后反弹，但中短期内价格上涨压力很大。

考虑到云南某公司当前持有豆油现货，为防止后市豆油价格继续下跌造成库存贬值，中信建投建议企业趁豆油价格反弹时在较高点位建仓，卖出豆油期货，对其1万吨现货

头寸进行100%套保，以减少库存跌价风险。此外，考虑到基差也在下跌，而套期保值无法对冲基差下跌风险，中信建投还建议企业逢高点在豆油2005和2009合约上进行反向价差套利，以降低基差成本。

在中信建投团队的建议下，2020年2月5日，云南某公司卖出豆油2005合约1000手，成交均价为6250元/吨；卖出Y5-9价差1000对（买入Y2009合约1000手，卖出Y2005合约1000手），价差均价为20元/吨。

由于豆油库存出现了快速反季节性累积，建仓之后Y5-9合约价差下跌迅猛，在2月中旬左右很快跌破大商所减免仓单质押手续费后的转抛成本（-135元/吨左右），价差进入full carry结构。这种情况下，中信建投建议企业对其1000对月间反向套利头寸进行平仓，平仓价差平均在-150元/吨左右。本次跨合约套利共实现盈利170元/吨。

虽然Y5-9月间价差很快跌到预期价位，但由于2月中旬全国大部分地区尚未复工，油脂需求还没有太好改善，豆油销售依旧冷清。云南某公

1 数据来源：中国烹饪协会发布的《2020年新冠肺炎疫情期间中国餐饮业经营状况和发展趋势调查分析报告》。

司并未对其套保头寸做太多调整。随着3月起各地陆续复工复产，下游灌装厂、食品厂陆续开启补库，豆油的需求开始有一些起色，云南某公司根据其现货头寸销售情况，对部分套保头寸进行了减持，共平仓300手，平仓均价5500元/吨，平仓盈利750元/吨。

3月中下旬，随着湖北解封，各地复工复产进程加快，中下游企业对豆油补库现象增多，在火爆成交及提货形势下，豆油2009合约在5200-5300元/吨附近逐渐企稳反弹。在这种情况下，云南某公司将剩余空头头寸进行平仓，700手均价在5300元/吨，平仓盈利950元/吨。

三、项目效果

根据前述操作，云南某公司利用期货市场对冲现货进行对冲，最终取得如下效果：

时间	期货市场	现货市场	盈亏
2020年2月5日	6250元/吨 卖出1000手Y2005； 做空Y5-9价差1000对	6600元/吨	——
2020年2月中旬	-150元/吨 平仓Y5-9价差	无	期货盈利170元/吨
2020年3月上旬	5500元/吨 平仓300手Y2005	-50元/吨 基差销售3000吨	期货盈利750元/吨； 现货亏损1150元/吨
2020年3月下旬	5300元/吨 平仓700手Y2005	180元/吨 基差销售7000吨	期货盈利950元/吨； 现货亏损1120元/吨



期货市场盈利： $170 \times 10000 + 750 \times 3000 + 950 \times 7000 = 1060$ (万元)

现货市场亏损： $1150 \times 3000 + 1120 \times 7000 = 1129$ (万元)

虽然本方案通过月间价差反向套利的方式对基差下跌风险做了保护，月差盈利基本覆盖掉基差下跌的亏损，但由于该企业在年前点价买入现货的价格较高，且未在点价后及时在盘面套保，导致年后盘面跳空后再套保仍出现了亏损。但综合来看，这种单边套保与月间价差套利相结合的操作方案，还是大幅挽回了企业在现货市场的损失。期现货两个市场叠加核算之后，亏损额从原本的1129万元大幅减少到了69万元，取得了较好的风险管理效果。

四、总结与建议

一是灵活设计方案，提升保值效果。如果仅仅对现货头寸进行空头套保，虽然可以规避大部分价格下跌风险，但基差下跌的风险将无法规避。本方案通过空头套保与月间价差套利相结合的方式，既可以规避价格下跌风险，又减少了基差不利变动可能带

来的损失。

二是期货市场帮助企业在“普遍冲击”下，锚定风浪中的舵。通过这种单边套保与月间价差操作相结合的方式，云南某公司利用期货市场的盈利大幅冲抵了在现货市场的损失，亏损额从原本的1000万元数量级降至100万元以内。反观其他没有及时在期货市场进行套保的贸易商同行，亏损巨大甚至导致企业出现违约、倒闭。云南某公司在疫情对整个油脂贸易行业形成较大冲击的情况下，通过期货市场进行风险管理减少了自身经营的损失，成功经受住了疫情带来的行业洗牌考验，也丰富了其在极端市场行情下处理应对经营风险的能力。

三是企业风险意识仍需进一步加强。尽管本案例中，企业通过期货市场减少了损失，但是如果企业的风险管理意识和专业性更强一些，亏损是可以彻底避免的。设想云南某公司在年前点价之后就及时在期货盘面套保，而不是因为看涨后市就赌单边，使得大量现货库存处于风险裸露状态。那么即使疫情突发情况导致豆油价格大幅下跌，企业亏损的将仅仅是基差，而基差的损失仍可通过月间价差操作得到一定弥补。有了价格和基差的“双重保险”，相信企业在面对疫情冲击时会更加从容。由此来看，加强对产业客户的风险管理意识及能力的培训和教育，依然任重道远，需要交易所和期货公司共同努力，不断深化期货市场宣传和培育工作，让更多的企业能够利用衍生品工具进行风险管理。■