

COMPILATION OF CLASSIC CASE STUDY RESULTS ON CHINA'S FUTURES MARKET

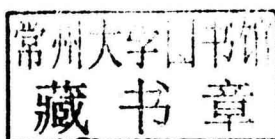
中国期货市场 经典案例研究 成果汇编

大连商品交易所 编

COMPILATION OF CLASSIC CASE
STUDY RESULTS ON CHINA'S
FUTURES MARKET

中国期货市场 经典案例研究 成果汇编

大连商品交易所 编



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

中国期货市场经典案例研究成果汇编 / 大连商品交易所著. —北京: 机械工业出版社, 2018.2
(大连商品交易所丛书)

ISBN 978-7-111-59187-0

I. 中… II. 大… III. 期货市场 - 案例 - 汇编 - 中国 IV. F832.53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 027672 号

中国期货市场经典案例研究成果汇编

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 孟宪勐

责任校对: 殷虹

印刷: 北京瑞德印刷有限公司

版次: 2018 年 3 月第 1 版第 1 次印刷

开本: 170mm×242mm 1/16

印张: 19

书号: ISBN 978-7-111-59187-0

定价: 60.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

前 言

经过 20 多年的发展，中国期货市场走出了一条从无到有、从小到大、独具特色的发展道路。为总结发展经验教训，近年来大连商品交易所（以下简称我所）组织会员单位开展了中国期货市场风险事件等案例研究。我们希望聚焦有关经典案例，回顾期货市场演进历程，总结市场风险防控的宝贵经验。这项课题研究得到了会员单位的积极响应，先后共有 25 家会员单位申报了课题研究计划，并认真组织开展了课题研究。

经过大家共同努力，各课题单位形成了 25 篇各具特色的研究报告。为完善相关研究，我所邀请时任理事肖成等五位业内专家成立了评审委员会，对全部报告进行了认真审阅，通过现场答辩方式对各项课题给出了修改意见与建议，并组织课题单位对各项研究成果进行了优化和完善。2016 年 12 月我所召开第六次会员大会期间，经征求专家评审意见，我们从 25 篇报告中选取了 10 篇具有代表性的报告集结成册，发放给全体参会会员，得到了广大会员的积极好评。大家认为，这些研究成果对于总结中国期货市场发展的经验和教训、积累案例素材具有积极意义，希望更多的期货市场参与者能够分享这些研究成果并从中受益。

为此，2017 年以来我所组织相关课题单位对上述 10 项研究成果开展了新一轮的修改和完善，得到各单位的高度重视和大力支持，并按照出

版要求和统一体例修改定稿。从内容来看，这 10 篇报告涉及我国期货市场多个重大事件、市场热点、政策焦点等，在研究上广泛采用了案例调研、统计分析等方法，形成了一批较有价值的研究成果，为未来期货市场的发展和风险防控提供了借鉴。

当前，中国特色社会主义进入新时代，我国全面开启建设社会主义现代化国家新征程，期货市场发展迎来了难得机遇，同时也面临严峻挑战。回望历史，镜鉴未来。我所将与市场各方一道，继续坚持服务实体经济的根本宗旨，始终坚守不发生系统性风险的底线，加快建设与中国经济发展相适应的期货市场，努力在服务实体经济、服务国家战略中做出新的贡献！

大连商品交易所

2017 年 12 月

目 录

前言

2013 ~ 2014 年度豆粕基差交易模式反思与探索	1
1995 ~ 1996 年“海南棕榈油 M506 事件”深度研究	35
8·16 光大证券异常交易事件	63
煤焦矿企业利用期货市场的案例分析	85
关于提升中国期货市场近月合约活跃度的实证分析	117
期货仲裁理论与实践探析	
——以期货公司强行平仓仲裁案例研究为例	147
以黄大豆一号期货作为大豆直补基准价格的可行性研究	170
2008 年天津中盛粮油进口贸易融资案	198
金融创新背景下的期货行业整合趋势研究	
——以券商类期货公司整合为例	225
大连商品交易所 A0205 巨量交割案例研究	250
后记	295

2013 ~ 2014 年度豆粕 基差交易模式反思与探索

研究单位：中粮期货有限公司

课题负责人：吴浩军

研究人员：刘霓 张立 黄涛 王丽娜

摘要

国内从 2004 年开始尝试“豆粕基差交易模式”，真正活跃和盛行则是开始于 2012 年下半年。

2012 年 CBOT 大豆走出一轮波澜壮阔的过山车行情，国内豆粕现货从年初 2900 元 / 吨一路攀升到 9 月的 4600 元 / 吨。2012 年 6 ~ 9 月，现期基差大幅走强，令饲料厂和贸易商大为获益。直至 2013 年下半年，其仍在积极进行远期基差交易。但农历春节过后，豆粕渠道库存迅速积累，豆粕现货跌幅远高于期货，导致基差快速下跌，贸易商亏损，并出现违约风险。

鉴于近年市场中，饲料厂及贸易商在豆粕基差交易过程极易出现大赚或大赔，我们不得不对基差交易模式进行反思。本文将从豆粕基差交易产生的本源、在市场存在的意义、现行基差交易方式的弊端、如何利用金融衍生品等方式完善交易过程等几个方面进行深入探讨。

引言

早在 2004 年，国内就开始效仿 CBOT 期价 + 升贴水贸易模式，进

行豆粕基差交易，而真正活跃和盛行是开始于2012年下半年。尤其在2013年下半年到2014年，国内豆粕基差交易过程中出现了“大赚”和“大赔”的过山车行情，我们不得不对基差交易模式进行深入反思。

本文通过对国内油厂大豆采购及豆粕销售的完整流程案例的分析与思考，并对基差交易模式进行深层次探索，思考基差交易模式在市场中的意义和风险，进一步结合商品期权，最后对如何更好地为基差交易服务、规避风险，为企业和贸易商提供更好的平台提出了一些改进建议。

基差交易模式介绍

什么是基差

基差从定义上说，是现货价格与期货价格的价差。当现货价格超过期货价格时，基差为正，又称现货升水；当现货价格低于期货价格，基差为负，又称现货贴水。基差的实际意义是现货的运输成本与持有成本之和：运输成本即现货从现货市场到期货交割库的运费，可以理解为基差的空间因素；持有成本包括现货存储费用、利息、保险、损耗等，可以理解为基差的时间因素。

基差具有三大特征。第一是相对稳定性，由于现货的持有成本——存储费用、利息、保险等，相对期价较为稳定，因此基差的变动就相对稳定，幅度较小。如图1所示，2007～2014年，豆油期货及现货价格在6000～16000元/吨之间波动，幅度达10000点之多，但基差波动基本在-300～1700元/吨之间。第二是波动性，影响现货和期货的因素各不相同，会使基差产生波动。基差的变化只与现货和期货的价差有关，与现货和期货价格的绝对值，及其上涨、下跌趋势无关。基差虽然存在波动，但基差的波动也存在一定的规律性，一般来说，收获季来临时，供应充裕，基差倾向走弱；收获季后，供应逐渐减少，基差倾向逐步走强。第三是趋零性，由于存在着交割机制与套利机制，随着交割日期接近，基差大多会趋近到零。



图1 豆油期现货价格与基差

资料来源：中粮期货信息分析系统数据库、路透系统。

影响基差的主要因素包括商品近远月的供求状况、替代品的供求及价差、运输因素、季节因素、宏观政治因素以及自然因素等。如图2所示，2010年6~8月期间，豆粕现货供应较为宽松，现货价格相对下跌，基差走弱。而2012年5~7月期间，豆粕现货供应紧张，现货价格波动走强，基差随之走强。

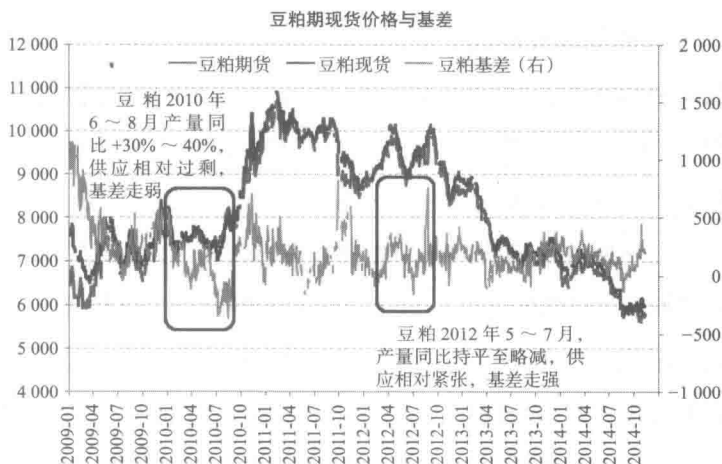


图2 影响豆粕基差波动的因素

资料来源：中粮期货信息分析系统数据库、路透系统。

基差定价方式起源于国际市场

基差交易模式首先从国外兴起，产生于 20 世纪 60 年代，早先在新奥尔良港口定价中使用，后来逐渐推广到美国内陆各地。早在巴西的帕拉纳瓜市场，大豆贸易模式也渗透着基差交易的思想。其贸易商通过为大豆生产者提供生产资金，达到掌控部分大豆资源的目的。为了保证农资供给，自有资金有限的大豆生产者在大豆播种前就与收购商依据 CBOT 价格（和一部分基差费用）签署当年的大豆供销合同。一般情况下，收购商预先支付 30% ~ 50% 的订金或提供部分贷款，为生产者提供购买种子、化肥、农药等所需资金。大豆收获季节，贸易商便会派人派车前来收购大豆，履行双方供销合同义务。

国际大豆现货贸易由一口价方式改为升贴水 + 点价方式

1999/2000 年以来国际大豆现货贸易由美国公司推动，将一口价（flat price）方式改为以 CBOT 为基础的升贴水 + 点价方式，最大的好处就是可规避在到货前的 2 ~ 3 个月间在途价格的波动风险。升贴水定价方式，即大豆出口价格 = 升贴水 + 交货期内某一天的 CBOT 期货价格，升贴水可以是 FOB 升贴水或 CNF 升贴水。具体的升贴水由美国贸易商报出，是国外到货港价格与 CBOT 期货价格之间的基差，该升贴水取决于美国现货收购市场的紧张程度、海运费、贸易商的经营利润等因素。

所谓升贴水贸易模式，就是买卖双方在合同订立时不确定具体成交价格，只是约定在未来某一时间对合同标的物进行实物交收，并规定以交货之前某一时间期货市场的该标的物期货价格为基准，加上双方事先达成的升贴水 / 基差（期现货之间的价差）确定销售价格并进行货款结算。经典的升贴水定价，是在买卖合同订立的同时，买卖双方会根据市场情况选择时机在期货市场对该合同项下的货物进行套期保值，并在期货价格“点价”的当天通过期货转现货交易完成套期保值头寸的了结。图 3 为传统一口价模式与升贴水贸易模式实例对比。所举的例子就很好地说明了升贴水

贸易模式和传统一口价模式的区别。

(单位：美元 / 吨)				
定价方式	FOB	海运费	期货	CNF 价格
传统一口价	247	40		287
升贴水				
CNF 升贴水	67 (FOB 升贴水 27+ 运费 40)		220	287
FOB 升贴水	27	40	220	287

图 3 升贴水贸易模式和传统一口价模式的区别

资料来源：中粮期货信息分析系统数据库。

美国贸易商现货大豆升贴水的操作模式

中美之间的大豆贸易主要是在中国油厂、美国贸易商和美国农民三方之间进行的。像中粮集团这样的加工企业，本身就参与境内境外、场内场外的大豆和豆粕交易，体现了“中国油厂的角色”，主要过程大致包括以下三步，如图 4 所示。

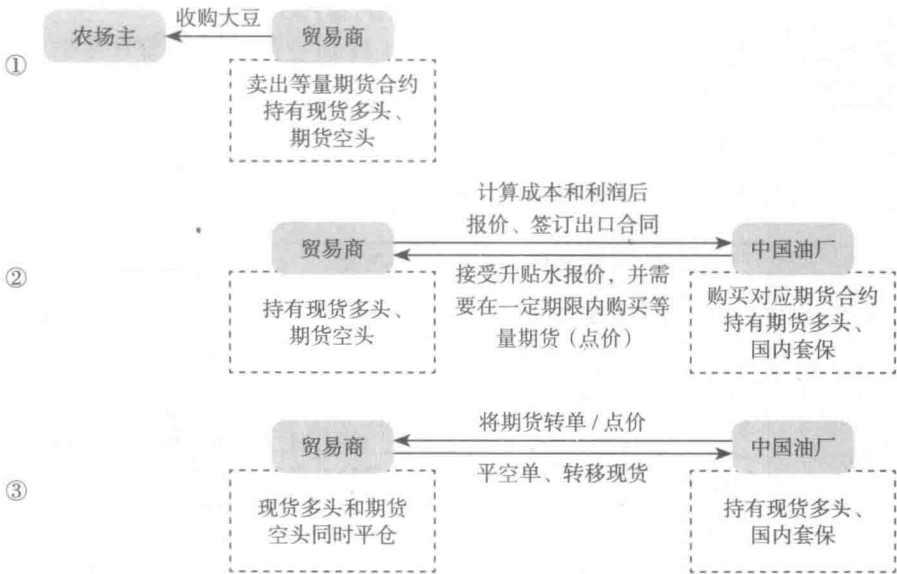


图 4 外盘大豆升贴水的操作模式

资料来源：中粮期货信息分析系统数据库。

第一步：贸易商向农场主收购大豆，同时在期货市场卖出相应期货

保值，该过程完成后手中持有大豆现货多头和相应期货空头；

第二步：计算自己的成本和利润，确定向中国油厂的升贴水报价，并和中国油厂签订出口合同，中国油厂接受升贴水报价，并在一定的期限内购买相应数量的期货（中国油厂点价），同时在国内套保；

第三步：中国油厂将期货多单转单给贸易商，贸易商借以平掉手中的期货空头，同时中国油厂从贸易商手中购买相应数量的大豆现货，该过程完成后贸易商手中的大豆现货多头和期货空头同时平仓。

美国贸易商现货大豆升贴水的实际案例

一个美国贸易商现货大豆升贴水的实际案例如图 5 所示。

日期	事件	美国贸易商	中国油厂
7 月 1 日	贸易商 买入大豆	现货买价 650 美分 / 蒲式耳 ^① 套保期货卖价 610 美分 / 蒲式耳 成交时升贴水 40 美分 / 蒲式耳	
10 月 20 日	贸易商 与油厂签 订合同	签订合同升贴水 140 美分 / 蒲 式耳	签订合同升贴水 140 美分 / 蒲式耳 套保期货买价 620 美分 / 蒲 式耳
12 月 15 日	油厂 点价	套保期货买入平仓 740 美分 / 蒲 式耳 现货卖价 880 美分 / 蒲式耳	套保期货卖出平仓 740 美分 / 蒲式耳 现货买价 880 美分 / 蒲式耳 成交时升贴水 140 美分 / 蒲 式耳
盈亏计算		现货盈利 = 880 - 650 = 230 美分 / 蒲式耳 期货亏损 = 740 - 650 = 130 美分 / 蒲式耳 净盈利 = 230 - 130 - 费用 90 = 10	期货盈利 = 740 - 620 = 120 美 分 / 蒲式耳 实际购买成本 = 880 - 120 = 760 美分 / 蒲式耳
说明		只要以升贴水 140 签订合同，最 终成交时无论期货价格多少，都能 保证盈利为 140 - 40 - 90 = 10 美分 / 蒲式耳	只要以升贴水 140 签 订 合 同，最终成交时无论期货价格 多少，都能保证实际购买成本 为 620 + 140 = 760 美分 / 蒲式耳

图 5 美国贸易商现货大豆升贴水的实际案例

① 1 蒲式耳（英）= 36.268 升；1 蒲式耳（美）= 35.238 升。

资料来源：中粮期货信息分析系统数据库。

7 月 1 日，贸易商买入 1 万蒲式耳大豆合同，收购价 650 美分 / 蒲

式耳。同时,在1月合约进行卖出保值,当日期价610美分/蒲式耳,贸易商买入价格的贴水为1月合约40美分/蒲式耳。

10月20日,贸易商与中国油厂签订出口合同。贸易商计算全部费用:储存费和资金占用利息等40美分/蒲式耳+海运费50美分/蒲式耳+贸易商目标利润10美分/蒲式耳=100美分/蒲式耳。于是,贸易商确定其卖出报价为CNF升贴水140美分/蒲式耳+CBOT1月大豆期价。油厂认为后期市场上涨,于是在620美分/蒲式耳价位进行买入期货保值——须注意,买入期货保值并不是基差交易的必需步骤,若对市场判断错误,买入期货保值反而会导致亏损。

12月15日,油厂确定期货买入价格为740美分/蒲式耳后,贸易商和油厂分别对冲持有的期货头寸,同时双方按880美分/蒲式耳(升贴水140+点价740)结清该批大豆货款。

贸易商从盈亏来计算,不论价格涨跌,贸易商事先确定的卖出价格中已包含了经营利润10美分/蒲式耳。油厂在此过程中,现货的亏损120美分/蒲式耳与期货盈利120美分/蒲式耳相抵消,所以只要升贴水不变,油厂通过升贴水交易手段可以规避价格波动风险,保证买入大豆价格为760美分/蒲式耳。

这个例子涉及一个问题,就是对于卖方大豆贸易商而言,只要进行升贴水交易,就可以稳定获得经营利润。但是对于买方油厂而言,在价格上涨的过程中可以通过买入期货获得利润;如果对市场判断错误,价格出现下跌,就会遭受损失。因此,我们要明确,升贴水交易原本也是卖方规避价格波动风险的工具,买方则须对市场有所把握才能谋取利润。这一潜在问题和风险也是下文中将要深入探讨的主题。

国内豆粕基差定价的发展和现状

2004年,以浙江金光油脂为代表的油脂企业最先尝试了国内豆粕市场的基差交易模式。2006年,以嘉吉和路易达孚为代表的合资与独资

油脂企业开始了简化的基差定价模式（卖方单方期货保值模式）的尝试，即在定价之前，基差的卖方（油厂）入市对合同头寸进行保值，点价时，油厂在买方指定价位将保值头寸了结。2008 年前后，南方的植之元也开始尝试基差交易模式。

进行基差定价的企业，一般是压榨企业，在进行定价时，首要考虑盘面压榨利润，测算压榨利润为零的情况下豆粕基差报价的理论值，再根据预期的市场供求状况、现货榨利、期货走势以及市场的接受程度等进行调整。供求趋紧，或期货价格走低时，压榨企业通常会考虑调高基差报价，反之调降。图 6 为国内豆粕基差交易的实际案例。

日期	事件	油厂	饲料厂
10 月 9 日	油厂买入大豆	油厂买入大豆，同时在国内卖出豆粕 5 月期货套保期价 3341 元 / 吨	—
12 月 2 日	油厂与饲料厂签订基差合同	基差 300 元 / 吨，提货期 2014 年 5 月 豆粕现货 4155 元 / 吨 5 月豆粕期价 3367 元 / 吨	买入 800 吨豆粕基差合同 基差 300 元 / 吨，提货期 2014 年 5 月
2 月 19 日	饲料厂点价	5 月豆粕期价 3434 元 / 吨 豆粕成交价 3434+300=3734 元 / 吨 油厂以 3434 元 / 吨平仓豆粕期货 现货豆粕报价 3867 元 / 吨	饲料厂按照 3434+300=3734 元 / 吨 点价 800 吨豆粕
5 月 15 日	饲料厂提货	—	当日豆粕现货 3 870 元 / 吨

图 6 豆粕基差交易的实际案例

资料来源：中粮期货信息分析系统数据库。

此例中油厂盈亏 = 期货盈亏 + 现货盈亏 = (3341-3434) × 800+ (3734- 每吨豆粕成本) × 800。

若油厂不采用基差交易，用一口价方式，则有：油厂盈亏 = 期货盈亏 + 现货盈亏 = (3341-3434) × 800+ (3867- 每吨豆粕成本) × 800。

因此对于油厂，两种交易模式相比，基差交易相比一口价盈利减少 (3867-3734) × 800=106 400 (元)。

对于饲料厂，两种交易模式区别在于2月19日当天是以基差价格购入豆粕还是以现货价格购入豆粕。因此饲料厂成本区别为 $(3867-3734) \times 800 = 106\,400$ （元）。

总之，通过基差交易，油厂盈利减少，饲料厂获得利润，可以认为是油厂将部分利润转让给饲料厂，从而获得了豆粕销售的连续性。

从上述案例中我们看到，饲料厂通过基差交易减少了购货成本，规避了价格上涨的风险；而油厂则通过让出部分收益来保障豆粕销售的连续性。似乎豆粕基差交易是个双赢的过程，但其实并不然，对于饲料厂来说，此次交易能够盈利是因为利用了合适的点价时机，若点价时机不合适，也可能导致亏损。对于油厂来说，本例中虽然看似减少了收入，但是在整个“购买大豆—压榨—出售基差”的链条中，仍能通过“压榨套利+基差交易”模式稳定获取利润。所以说豆粕基差交易在风险承担方面是不对等的，具体的案例将在下文具体阐述。

近年国内基差交易实例引发的深入反思

2013/2014 年度豆粕基差交易大赚和大赔的事件回顾

盈利阶段：2013年6月至2014年春节前

2013年上半年全球豆类在南美丰产预期的压制下，年初短暂反弹后便进入了持续三个月的跌势。压榨亏损，使油厂更愿意利用基差交易的方式提前卖货；买方利润空间缩窄，投机心理加剧，基差交易模式同样成了其投机的捷径，并迅速普及，自2013年8月开始基差交易不再只是达孚、嘉吉、金光等外资油厂的常用销售模式，国内各主要地区油厂纷纷都有了远期基差报价，鉴于6~9月蛋白需求的季节性增加，油厂6~9月的基差报价成为当时最受关注的时段。

1. “初尝甜头”：2013年6月至2014年春节前到期基差合同盈利可观
由于下游需求市场还在初期摸索阶段，2013年6~9月到期时的基

差大单其实并不多，其中最为经典的是 2012 年第三季度通威饲料预定的一单 m/309+250 的 10 万吨合同，此单交易的大幅获得，让很多同行看到了机会。

参考图 7 2013 年 6～9 月豆粕现货均价：3900～4300 元/吨，如果在 6 月之前点价，点价成本 3350～3650 元/吨，盈利区间为 350～950 元/吨；如果在 2013 年 6～9 月间点价，点价成本 3667～4253 元/吨，盈利还在 300 元/吨左右。

通威饲料这一单盈利引发了市场极大关注，很快出现了许多买家效仿，2013 年 10～12 月基差预售量出现

了明显的增加，且最终 10～12 月的这些买单大多也实现了盈利，幅度在 100～500 元/吨不等。经历了 6～12 月份上下游共同的丰厚获利阶段，1 月现货均价已经回落到了 3835 元/吨，而当时 1 月基差预售价格还在 M1401+170，点价成本 3725～3941 元/吨，相当于盈利 -106～459 元/吨，此时的利润已随着到期时间推后而逐渐减少，甚至出现亏损，从图 8 中 10～2 月的变化中可以明显地看到，这也意味着基差交易已经开始出现隐患，但当时市场参与者大多仍然身处一片欣欣向荣的假象之中。

2. “埋下隐患”：2013 年 9 月～2014 年 2 月盈利的同时带来了更积极的报价和大量的成交

据统计截至 2014 年 4 月初，预售的 2014 年 6～9 月基差合同全国

(单位：元/吨)			
2013 年国内豆粕现货均价			
月份	国内均价	最高价	最低价
6 月	4 057	4 155	3 892
7 月	3 871	3 915	3 804
8 月	3 972	4 267	3 785
9 月	4 308	4 407	4 207

图 7 2013 年国内豆粕现货均价

资料来源：中粮期货信息分析系统数据库。

(单位：元/吨)			
2013/2014 年国内豆粕现货均价			
月份	国内均价	最高价	最低价
2013 年 10 月	4 382	4 468	4 281
2013 年 11 月	4 206	4 268	4 152
2013 年 12 月	4 053	4 155	3 930
2014 年 1 月	3 835	3 910	3 801
2014 年 2 月	3 832	3 879	3 719

图 8 2013/2014 年国内豆粕现货均价

资料来源：中粮期货信息分析系统数据库。

大概有 260 万吨, 10 ~ 12 月约有 30 多万吨, 具体报价参考图 9。

销售时间	2013 年 12 月至 2014 年春节前	2013 年 12 月至 2014 年春节前	2013 年 9 月至 2014 年春节前
基差合同时间	2014 年 2 月	2014 年 5 月	2014 年 6 ~ 9 月
华北地区	m1 405+ (430 ~ 570)	m1 405+ (250 ~ 440)	m1 409+ (260 ~ 360)
华东地区	m1 405+ (350 ~ 570)	m1 405+ (200 ~ 300)	m1 409+ (220 ~ 600)
两广地区	m1 405+ (410 ~ 600)	m1 405+ (200 ~ 350)	m1 409+ (220 ~ 400)
山东地区	—	—	m1 409+ (250 ~ 400)

图 9 盈利阶段基差合同价格

资料来源: 中粮期货信息分析系统数据库。

盈利阶段内市场报价及成交情况呈现以下三个特点: 首先, 不再是个别工厂华东、华南、华北、辽宁、山东、华中等地区厂家都报出了基差合同价格, 饲料厂、贸易商同时都有跟单; 其次, 行情持续时间较长, 基差加价持续上涨, 成交追买量同时放大; 最后, 买卖双方实现了不同程度的利润, 这是新一波远期基差预售较好的基础, 也为 2014 年上半年内外期货市场逼仓, 导致亏损埋下了伏笔。

亏损阶段: 2014 年春节后至 2014 年 9 月

2014 年上半年美豆逼仓, 大豆成本高企, 油厂最高亏损为 700 多元/吨, 同时, 国内存在近 300 万吨 2013 年四季度预售的、2014 年 6 ~ 9 月到期的基差合同等待点价, 点价时机被迫不断推迟, 不少买方推迟至 5 月底 ~ 6 月 3700 元/吨左右价位点价。但之后, 从 2014 年 6 月底开始, 受到 USDA 季度库存报告影响, CBOT 与 DCE 豆粕期货开始大幅下行, 到 9 月底, 买方出现严重亏损。

1. 隐患爆发: 2014 年 6 ~ 9 月间到期基差合同大幅亏损

以成交最为集中的 2013 年签订的 2014 年 6 ~ 9 月提货基差合同为例, 当时大多成交价格为 m1409+250, 许多买家在 m1409 期价 3700 元/吨附近点价, 推算下来成交成本在 3950 元/吨左右, 对比图 10 6 ~ 9 月现货价格 3500 ~ 3800 元/吨, 亏损在 150 ~ 450 元/吨。