

基 差 及 其 交 易

王
琪
英

一、基差的概念

所谓基差是指某一商品在某一地点的现货价格与该商品的期货价格之差。若现货价格低于期货价格,基差为负就称之为远期升水;反之,当现货价格高于期货价格,基差为正就称之为远期贴水,这一点与外汇市场中即期汇率与远期汇率间的升、贴水相同。

一般来说,现货价格和期货价格的走势是基本一致的,但由于两个价格的变动值不完全一样,从而引起基差的变化。当正基差变大时,表示现货价格坚挺,即基差增强;反之,负基差变大时,表示现货价格疲软,即基差减弱。

基差增强的原因有:(1)现货价格不变,期货价格下跌;(2)现货价格上升,期货价格不变;(3)现货价格上升,期货价格下跌;(4)现货价格与期货价格均上升,但现货价格上涨更快;(5)现货价格与期货价格均下跌,但期货价格跌速更快;(6)现货价格从期货价位之下突破上场。

基差减弱的原因有:(1)现货价格不变,期货价格上升;(2)现货价格下跌,期货价格不变;(3)现货价格下跌,期货价格上升;(4)现货价格与期货价格均上升,但期货价格升得更快;(5)现货价格与期货价格均下跌,但现货价格跌得更快;(6)现货价格从期货价位之上跌破下滑。

基差由两部分——两个市场的运输成本和持有成本(即持仓费用)构成。运输成本反映了现货市场与期货市场的空间因素,这也便是同一时间不同地点商品期货基差有异的基本原因。持有成本则反映了两个市场间的不同交割月份时间因素下的差别,持有成本包括仓储费、保险费和利息。仓储费是指实际储藏商品的费用,保险费是为储存商品投保各种险而花费的费用;利息则是因持有商品所致对资金的占用所相应损失掉的机会利息收入。

理论上,同一市场不同交割月的期货基差反映了它们的持有成本之差。显然,距合约交割期时间愈长,持有成本也愈大,反之则持有成本减少,基差变得微小,而这部分微小的差额即为运输成本。

尽管在正常情况下,基差随着交割月份的接近而逐渐减少,但在实践中基差的变化往往并非呈现如此规律,其中的关键仍然还是供求规律的作用。若现货市场供不应求,现货价格可能迅速上升,而期货价格可能停止不前或上升很慢;若现货市场供大于求,现货价格下跌,而期货价格可

能不跌或跌幅较小。

当然,除供求因素外,还有其他因素,这里可归纳为:①当年产量的预测;②上年的库存;③当年的收成;④国外的产量与需求;⑤进出口动向;⑥替代性商品供求状况及相对价格;⑦仓储设施与费用;⑧运输成本;⑨保险费;⑩季节性价格变化;⑪品质因素;⑫政府有关政策;⑬某些突发事件。

对金融期货来说,除上述因素外,还包括:①利率;②政府的财政与金融政策;③期货合约有效期;④保证金需要量;⑤现货有价证券的国内外实际需求;⑥可交割的现货市场有价证券供给量;⑦通货膨胀率;⑧对利率、通货膨胀率的预测等。

二、基差交易

所谓基差交易,就是在套期保值不能充分转移价格风险的前提下,按一定的基差来确定现货价格及相应进行现货商品买卖的交易方式。具体做法是:经现货商品买卖双方协商同意后,以其中一方选定的某月份该商品的期货价格作为计价基础,然后按高于或低于该期货价格多少,即在该期货价格之上加上或减去基差来确定现货商品的买卖价格,而不管现货市场上该商品的价格究竟如何。例如,谷物储运商欲以“低于12月份期货价4美分”的价格买进小麦的报价方式或某银矿开采公司出售的银现货报价“高于10月份期货5美分”。显然,此时现货商品的报价用的是某月份该货期货价和基差的相加、减来确定买卖价格。

基差交易建立在“买宽卖窄”的原则基础上,宽窄即基差的减弱和增强;对于卖出套期保值者,应选定一较窄的基差作为未来现货买入的计价基础。例如,某储运商9月25日买进10000蒲式耳小麦现货,以备12月份装船出口,同时,他在芝加哥期货交易所卖出12月份小麦期货合约2份。现货价比期货价低0.20美元,即基差为-0.20美元。按“买宽卖窄”原理,他于11月份卖出现货小麦时,基差应不低于-0.20美元。否则他将受损。经洽商,出售价最后为“低于12月期货价15美分”,具体交割日期可在这笔12月份期货到期前的任意时间,由买方选择。结果,对该储运商而言,进货基差-20美分,出货基差-15美分,稳获5美分的差额利润,而不管这段时间现货和期货价格如何变动。可见,在此基差交易中,只要保证基差缩窄,其缩窄的幅度即为其获利的大小。

在期货市场中,基差的种类如下:

1. 买方叫价交易 这是一种由现货商品的买方决定最后成交时间和成交价格的基差交易方式。通常与卖期套期保值交易配合使用,以加强卖出套期保值的效果。具体操作如下:买卖双方确定基差和作为计价基础的该商品某月份期货价格,由现货商品买方在商定的期限内选取他认为对自己最为有利的某天来成交,并为卖方买进期货合约。例如,某小麦生产者将在9月份收获10000蒲式耳小麦并出售,为防止价格下跌,他在4月份即做了卖出套期保值,当时10月份的期货价格为每蒲式耳2.85美元,而当时小麦现货价格为每蒲式耳2.80美元,基差为-5美分。

9月1日,某面粉加工商认为小麦价格可能会下跌,故不想马上买进现货小麦。

假定小麦生产者预料基差走势对己不利,即基差减弱,故决定以基差交易来进一步加强4月所做的卖出套期保值。他提出“低于10月期货5美分”的小麦出货建议,并让面粉加工商在20天内选定任何一天的小麦期货价格作为计价基础,于是双方达成协议。

15 天后,小麦价果然下跌,且现货价比期货价跌得更惨,10 月份期货合约的价格下跌至每蒲式耳 2.70 美元,现货价降至 2.60 美元,基差 -10 美分。9 月 16 日,面粉加工商决定以当天 10 月份小麦期货价格为计价基础买进现货。于是他按事先的约定通知小麦生产者的经纪人,以每蒲式耳 2.70 美元的价格为小麦生产者买进 10 月份小麦期货合约 2 份,对冲并结束卖出套期保值交易。同时通知小麦生产者按“低于 10 月份期货 5 美分”即 2.65 美元/蒲式耳的条件买进现货小麦。

然而,若此笔现货交易来做基差交易,小麦生产者的卖出套期保值的情况是:

	现 货(美元/蒲)	期 货(美元/蒲)	基 差
4 月	小麦价 2.80 美元/蒲式耳	以 2.85 美元卖出 10 月份合约 2 份	-5 美分
9 月 16 日	以 2.60 美元/蒲卖出 10,000 蒲式耳	以 2.70 美元/蒲买进 10 月份合约 2 份	-10 美分
结果是:	盈:0.15 美元/蒲式耳	亏 0.05 美元	
现货销售价:	2.60 美元/蒲	目标价:2.80 美元/蒲	
加期货交易盈利	+0.15 美元/蒲	减基差亏损 = -0.05 美元/蒲	
净销售价格:	2.75 美元/蒲	净销售价格:2.75 美元/蒲	

但,小麦生产者在做了基差交易后,整个交易便有了很大的改善:

	现货(美元/蒲)	期货(美元/蒲)	基 差
4 月	小麦价:2.80	以 2.85 卖出 10 月期货 2 份	-5 美分
9 月 16 日	以低于 10 月期货 5 美分出售 10,000 蒲式耳 价:2.65	由买方代为通知买进 10 月 合约 2 份 价格:2.70 盈 0.15 美元/蒲	-5 美分 (基差改善)

基差交易强化保值的结果是:

现货销售价:2.65 美元/蒲	目标价格:2.80 美元/蒲
加期货交易盈利: +0.15 美元/蒲	基差盈亏:0
净销售价格:2.80 美元/蒲	净销售价格:2.80 美元/蒲

上例中,小麦生产者争取到了“低于 10 月期货 5 美分”的基差报价,基差盈利正好弥补套期保值中所未能补偿的那部分损失。若小麦生产者能争取到更好的基差的报价,如低于 4 美分或 3 美分,则基差交易的结果还可额外获利。

至于面粉商,有了基差交易使他只能从小麦生产者处买进,即使到时现货价可能更低,但是,对他来说,不仅保证了稳定的商品来源,而且还能在商定时间内选定对自己最有利的期货价作计价基础。

2. 卖方叫价交易 即由现货卖方决定最后成交价的基差交易方式,与买方叫价交易相反,它一般与买期套期保值交易相配合。在基差变化情况下,为加强买入套期保值效果而实施基差交易:即由买卖双方确定基差和作为计价基础的某商品某月份期货价格,但由现货商品的卖方在商定期限内选取他认为对己最有利的那天来成交,并为买方卖出期货合约。

例如,某饲料加工商拟在7月进玉米以补库存,但根据对行市的分析,认定玉米价在最近一段时间内坚挺,所以也做了买入套期保值。现货市场玉米价格为2.47美元/蒲,而期货市场9月份玉米的价格为2.62美元/蒲,基差-15美分,时间4月20日。

7月1日加工商找玉米仓储商欲购玉米,但仓储商认为玉米价格会上涨,不愿马上出售,同时加工商也注意到玉米基差可能增强而对其原先买入套期保值不利,故提议做基差交易。经双方协商,加工商争取到“低于9月份期货16美分”的买进报价,但仓储商获在20天内任选9月份玉米期货价为其计价基础的权利。

到期玉米行市果然上扬,7月15日的9月份合约价涨至2.75美元/蒲。仓储商认定价格基本涨足,于是按原先约定通知加工商经纪人以2.75美元/蒲的价格为加工商卖出9月份期货合约。同时通知加工商按约定的“低于9月期货16美分”报价买进玉米现货,价格2.59美元/蒲($2.75 - 0.16$)。若本例加工商未做基差交易,其结果是:

	现货(美元/蒲)	期货(美元/蒲)	基差
4月20日	玉米价 2.47	买入9月期货价 2.62	-15美分
7月15日	买入现货价:2.68	卖出9月期货价 2.75	-7美分
	盈:0.13美元/蒲	亏8美分	
现货购入价:2.68美元/蒲		目标价:2.47美元/蒲	
减交易盈利:-0.13美元/蒲		加基差亏:+0.08美元/蒲	
净买入价格:2.55美元/蒲		净买入价:2.55美元/蒲	

但实施基差交易后,整个交易结果变为:

	现货(美元/蒲)	期货(美元/蒲)	基差
4月20日	玉米价 2.47美元/蒲	买入9月期货价 2.62美元/蒲	-15美分
7月15日	以低于9月期货16美分 买入现货价:2.59美元/蒲	由卖方代为通知卖出9月期 期货价 2.75美元/蒲	-16美分
	盈:0.13美元/蒲	盈1美分	
现货购入价:2.59美元/蒲		目标价:2.47美元/蒲	
减交易盈利:0.13美元/蒲		减基差盈利:-0.01美元/蒲	
净买入价格:2.46美元/蒲		净买入价:2.46美元/蒲	

(下转第67页)

份额分配利润,分担风险,分配责任、权利、义务。因此正确确定双方的投资份额是保证合资顺利进行的基础,是平等互利原则的具体体现。中外合资合作企业,也必须遵循国际惯例,本着平等互利的原则,公平公正地评估中外双方投入的资产,以便正确确定双方投资份额。从而有效避免一些企业以损害国有资产为代价而实现“合资经营”的现象,杜绝合资过程中的国有资产流失现象。因此,在《国有资产管理法》没有正式出台之前,开办中外合资、合作经营企业时应严格执行国务院颁布的《国有资产评估管理办法》以及国资办 1992 年发布的《国有资产评估管理办法施行细则》,对中方投入的资产必须按规定进行评估,以确认的评估价值作为投资作价的基础。对外方投入的资产,必要时经外方同意也可进行评估。中外合资、合作的评估工作原则上应在项目建议书批准后进行。经国有资产管理行政主管部门确认的资产评估报告,是作为批准可行性研究报告,审批合同的必备文件;也是作为工商行政管理部门办理登记注册的必备文件。只有经过资产评估,合资过程中的资产被侵占的现象才能加以控制。

4. 对合资企业资产管理履行审计监督

对合资、合作企业的资产评估结果,实施抽样审计,发现中介机构营私舞弊情节,应采取行政和法律制裁。凡现有合资合作企业资产流失严重者,组织人员进行专案审计,严肃依法制裁。

另外,还必须搞好项目技术经济论证,选好投资伙伴,签订好供应和销售合同。确定好具体的评估操作方法,培养资产管理、资产评估鉴定的专门人才。

通过以上措施,则可以杜绝减少合资企业中方资产的流失现象,优化投资环境,提高合资企业的管理水平,实现我国改革开放,引进外资,发展经济的目标。



(上接第 61 页)

显然,加工商通过基差交易不仅消除了基差的不利影响,而且还稍有盈余,即争取的 - 16 美分小于 4 月 20 日的 - 15 美分基差,相当于基差减弱,对买入套期保值有利。

至于仓储商,由于基差交易,尽管其玉米未卖到理想价,损失 0.09 美元/蒲(2.68—2.59),但他获得了在商定时间选定最有利成交日来确定最后成交价的权利,且同时也保证了玉米现货的销售。

3. 双向叫价交易 在现货和期货市场中,交易者往往并不仅仅限于单方面地充当买方或卖方,而是既充当买方,又充当卖方,这在基差交易中就意味着他可综合运用卖方叫价和买方叫价交易的优势,使其可不用自己进行套期保值交易,他只需设法确定有利的卖出时基差和买进时基差,不管价格如何变化,都可稳稳当当地获得盈利。因为作为卖方,由其现货商品的买方客户为他买进期货合约,而作买方,又要他的卖方为他卖出期货合约。