



郑州商品交易所

Zhengzhou Commodity Exchange



白糖期货功能

# 目 录

## 第一部分 白糖期货服务实体经济报告

一、白糖期货市场运行情况	1
(一) 期货交易情况	1
(二) 企业开户情况	1
(三) 期货交割情况	1
二、郑商所促进白糖期货市场功能发挥的举措	2
(一) 按照贴近现货的原则, 不断完善创新各项规则制度	2
(二) 以服务企业为核心, 不断提高白糖期货功能发挥的深度和广度	4
三、郑商所白糖期货功能发挥情况与成效	4
(一) 白糖期货市场的基本功能发挥良好	4
(二) 白糖期货提高企业风险控制能力, 服务农业发展功能初步发挥	6
(三) 白糖期货在丰富用糖企业经营手段和贸易方式方面开始发挥积极作用	9
(四) 白糖期货为国家和地方政府的政策制定和宏观调控提供了重要参考	10

## 第二部分 典型案例

一、金岭糖业套期保值案例分析	13
(一) 金岭糖业简介	13
(二) 金岭糖业经营分析	13
(三) 金岭糖业参与期货市场案例分析	14
二、白糖终端需求企业套期保值案例分析	16
(一) D公司参与郑州白糖期货市场的动因	16
(二) D公司套期保值指导思想	17
(三) 套期保值交易的不同层次	18
三、国有上市公司甜菜糖套期保值案例分析	21
(一) 甜菜制糖企业卖期保值案例	22
(二) 甜菜糖与蔗糖套保的不同	23
(三) 大型国企涉足期货市场的经验	24

## 第三部分 一般案例

一、价格发现案例	27
案例一: 影响蔗农种植意向, 调节甘蔗产量, 熨平价格波动	27
案例二: 使企业能够预期糖价, 为企业经营策略提供依据	28
二、套期保值案例	29
案例: 糖企期货市场规避价格风险案例	29
三、期现套利案例	31
案例: 糖业贸易商期货市场期现套利案例	31
四、资金管理案例	33
案例一: 糖企在期货市场利用库存虚拟化来盘活资金	33
案例二: 糖企通过仓单质押提前收回部分货款	34

## 第一部分 白糖期货服务实体经济报告

2006年1月6日，白糖期货在郑州商品交易所（以下简称“郑商所”）挂牌交易。白糖期货上市4年以来，交易制度逐步完善，市场发育较快成长，整体运行理性稳定。各类涉糖企业利用期货市场套期保值，稳定了生产经营，保障了糖料种植安全，白糖期货市场也为现货企业探索更有效的贸易方式创造了条件。总体上看，白糖期货功能得到初步发挥。

### 一、白糖期货市场运行情况

#### （一）期货交易情况

白糖期货上市以来，交易持续活跃，市场规模迅速扩大。白糖期货2006年成交5,868万手（每手10吨，双边计算，下同），日均交易24.3万手，日均持仓11.2万手；2007年成交9,094万手，日均交易37.5万手，日均持仓40万手；2008年以来，白糖期货市场规模呈现跨越式增长，2008和2009年分别成交33,092万手和29,207万手，日均交易突破100万手，2009年底，白糖期货持仓突破130万手。据美国期货业协会（FIA）统计，2008年在全球成交前10名的农产品期货和期权当中，郑商所白糖位居第一。

#### （二）企业开户情况

截止2009年底，郑商所涉糖企业开户数为531家，参与白糖期货交易的法人客户2,661家，年底法人客户持仓量占总持仓量的41.63%。

#### （三）期货交割情况

截止2009年底，郑商所共有33家白糖期货交割仓库，分布在广西、广东、云南、上海等全国15个省、自治区和直辖市。白糖期货上市四年来的平均交割率（交割量/交易量）为0.03%，最高交割率为0.04%（2008年），最低交割率为0.01%（2006年），最大交割量为617,980吨（2008年）。

### 二、郑商所促进白糖期货市场功能发挥的举措

白糖作为以甘蔗或甜菜为原料加工而成的工业品，与其上游的糖料种植，特别是甘蔗种植具有非常紧密的关系。白糖期货上市以来，郑商所为了糖业的发展和涉糖企业更好地利用期货市场做了大量的工作，具体内容包括：

#### （一）按照贴近现货的原则，不断完善创新各项规则制度

白糖期货上市以来，郑商所根据贴近现货、贴近市场的原则，对白糖期货制度进行调整和完善，方便交易者特别是制糖企业的参与，深受行业的欢迎。

##### 1. 不断优化交割仓库布局

交割仓库布局和库容是影响涉糖企业参与白糖期货交易的重要原因。2006 年白糖期货上市之初，仅有 11 家交割仓库。四年来，郑商所根据市场不断发展的需要，在食糖主产区和主销区的集散地增设交割仓库，为糖厂和各地经销商利用期货市场交割提供了方便，如在广西有 7 家基准交割仓库和一家指定质检机构，有效交割库容达到 40 万吨左右，基本满足了制糖企业在广西本地交割的需要；在广东设置了 5 家交割仓库，其中部分仓库既照顾了广东主产区和主销区的需要，也充分满足了广西糖的流向；在云南糖的集散地设置了 2 家交割仓库。

## 2. 实行通用的标准仓单

郑商所通过实行通用的标准仓单，实现了白糖仓单的高效流通，方便了制糖企业利用期货市场进行物流配送，也方便了销区经销商就近提货，顺应了食糖物流方向和规律。并且，制糖企业可以用标准仓单冲抵保证金，也可以到银行申请质押贷款，这有助于解决企业套期保值保证金紧张和流动资金不足的问题。

## 3. 审批套期保值仓位，完善套期保值管理

郑商所不断完善套期保值管理办法，对现货企业套期保值的需求进行审批和管理，放宽对套期保值的持仓限制，不仅满足了大型制糖企业的套保需求，还简化了套期保值审批的流程。

## 4. 实行滚动交割和期货转现货制度

将白糖期货上市初期的集中交割方式改为滚动交割，即交割月的第一个交易日就可以进行实物交割，同时设置了“期货转现货”的提前交割方式，使白糖期货交割与现货市场合理对接，方便了现货商同时利用期货和现货两个市场，也为企业进行跨市套利创造了条件，更为期、现货价格回归提供了制度上的保证。

## 5. 顺应制糖业发展，放开持仓限制

初期的风险管理制度是在严控风险的背景下制定的，随着期货市场法制、监管体制及日常管理的日益规范，以及白糖期货交易规模的急剧扩大，初期的风险管理制度中规定的持仓限制过小，严重制约了大型制糖企业的参与需求。郑商所及时调整了持仓限制额度，如将交割月前一个月上、中、下旬客户的最大单边持仓的绝对量限制（含跨期套利持仓）分别由 3000 手、1500 手和 800 手提高到 8000 手、6000 手和 3000 手，满足了制糖企业的需求，吸引了大量制糖企业入市交易，也有效提高了期货市场运行的质量和效率。

## 6. 采取了现货转期货交割的政策

初期白糖期货的交割垛位摆放要求与现货不同，并且期货库房与现货库房也是严格分开的，企业如果先把货存放在期货仓库后再注册仓单，就需要倒垛。郑商所根据现货企业工业库存较多的现状，及时修改规则，使期货垛位和库房要求与现货一致，实现了现货可直接转为期货的交割措施，大大简化了交割程序，降低了交割成本，提高了交割效率。

## 7. 增挂一年半合约，满足不同类型的企业的远期套保需求

根据甘蔗种植及食糖行业的周期性特点（甘蔗苗栽种一次，其宿根可以生长三年；糖业也以三到四年为一个周期），郑商所在广泛征求制糖企业意见的基础上，增挂了一年半期货合约，通过更远期的合约价格，为蔗农调整种植结构提供预期价格指导，也为制糖企业订单农业提供了风险管理工具，更重要的是为地方政府制定发展糖业的政策提供了参考依据。

## （二）以服务企业为核心，不断提高白糖期货功能发挥的深度和广度

为了更好地发挥白糖期货为企业、产业和国民经济服务的功能，2009年以来，郑商所开展了“走进产业、贴近行业、服务企业”的“三业”系列主题活动，白糖期货市场的服务延伸到食糖产业链的各个环节，通过期货市场功能的发挥，促进了糖业生产的稳步健康发展和食糖生产的产业化。

2009年年初，郑商所以对会员就白糖期货市场功能发挥课题定向邀标，动员对食糖现货企业服务较好的会员，挖掘企业（上、中、下游）开发和服务的模式，总结典型案例，11月举办了课题汇报和功能发挥研讨会。课题认真总结了现货企业成功利用期货市场的典型案例，为我国甘蔗种植的产业化经营提供了理论依据。

## 三、郑商所白糖期货功能发挥情况与成效

白糖期货上市4年来，从“要不要做期货”到“该怎样更好地做期货”，糖企的着眼点发生了很大转变。和上市初期相比，企业利用期货市场的广度和深度都在逐步增加，使得他们的生产和销售模式更为科学，在实现自身稳健经营的同时，也在促进农民增收和地方经济发展中发挥了一定的积极作用。

### （一）白糖期货市场的基本功能发挥良好

近年来，郑商所紧紧围绕市场功能发挥，通过各项业务创新，不断深化对产业链企业的服务，持续地做深做厚白糖期货市场，价格发现和套期保值功能发挥良好。

#### 1. 价格发现功能

据统计，郑商所白糖期货价格与柳州白糖现货价格相关系数达到0.98，并且期货价格的变动往往领先于现货价格。2007年国内外食糖大幅增产，白糖期货价格步入振荡下行的行情，白糖期货价格从3月中旬的4000元/吨跌至7月初的3400元/吨左右，现货价格也随着下跌；而在7月12日国家出台白糖收储政策后，白糖期货带动现货价格大幅反弹，期货价格涨至4200元/吨左右。2008年初，我国南方出现大规模冰冻灾害天气，市场出现甘蔗减产预期，901合约从1月22日的3880元/吨一路上行至3月4日的5385元/吨，涨幅38.79%，现货也由3400元/吨涨至3700元/吨；其后期货价格在日渐明朗的现货压力下一路下行，10月31日主力合约报收于3139元/吨，跌幅41.71%，现货价格也延续跌势，10月31日报收于2945元/吨，跌幅20.41%。

随着郑商所白糖期货交易规模的日益扩大，以及国内对白糖现货市场宏观调控力度的加大，白糖期货逐渐步入独立行情，基本上形成了反映国内供求关系的“中国价格”。白糖期

货价格能够灵敏、快速地反映影响现货供求变化的各种因素，并且对现货价格变化方面具有引导作用，价格发现功能得到初步发挥。

## 2. 套期保值功能

郑州白糖期货价格的有效性，为各类主体利用期货市场指导生产经营提供了坚实基础。而活跃的交易和良好的流动性为各类主体利用期货市场规避风险提供了畅通高效的平台。目前，各类糖企在白糖期货市场上运作日益深入，套期保值的理念和操作手法日趋成熟。多数糖商在上午 9:00 期货市场开盘后根据郑州白糖期货价格变化情况进行现货报价。各地一些大型糖企已形成了一套理性的风险管理模式，套期保值成为企业经营必不可少的一个环节。不少企业专门成立了负责套期保值交易的部门，并建立相应的工作机制。如新疆一家甜菜制糖企业 E 企业成立风险控制部，集中管理套期保值交易。风险控制部会逐笔核实套期保值头寸与现货贸易、加工量的对应关系，核实保证金的使用情况，计算市场风险，根据公司的生产和贸易量制定套期保值操作计划和指导意见，决定套保的头寸，并且限定好亏损的额度。广西永凯糖业公司也设立专门部门来搜集信息，观察期货盘面成交量、持仓量等情况，来决定公司应该采取哪些措施来应对市场的变化，进而合理规避风险。

白糖期货价格发现功能和套期保值功能的更深入发挥，需要社会各界尤其是媒体的支持，如积极向白糖主产区的制糖企业和蔗农通报宣传期货价格信息，并进行分析引导；也需要加强对制糖企业和相关部门的教育培训，以便他们正确利用白糖期货价格信息和期货套期保值。

### （二）白糖期货提高企业风险控制能力，服务农业发展功能初步发挥

涉糖企业在灵活利用期货套期保值的基础上，结合现货经营，创造出多样化的经营方式，如期现套利、低价买进等，不仅规避了价格风险，还能提高现货经营的效率，提高企业的风险控制能力，为企业创造新的利润增长点。

我国食糖 60%以上由广西生产，广西在糖料收购中采取了政府定价、二次结算的政策，基本上是计划经济方式，而糖厂的食糖销售则采取市场定价的方式，是完全的市场经济，因此，制糖企业一头连着计划（上游），一头连着市场（下游），承担了市场的大部分风险。白糖期货上市后，广大制糖企业充分利用期货市场转移风险，稳定上游甘蔗种植和蔗农收入，服务农村经济建设。

#### 1. 制糖企业通过卖出保值，降低经营风险，渡过行业危机

蔗田是糖厂的第一车间，由于影响甘蔗种植的因素很多，如自然灾害、天气等不可抗拒因素以及甘蔗收购政策和糖厂的惠农措施等，甘蔗种植成为白糖产业链上最薄弱的环节，风险很大。2003 年以前，由于全行业亏损，广西糖厂欠农民甘蔗款白条达到 57 亿元，严重挫伤了蔗农种植积极性。

在白糖期货上市前，糖厂缺乏转移市场风险的渠道，在行情不好时就往往出现糖厂与蔗农“双输”的局面。白糖期货上市后，这种局面出现了变化，企业可以利用期货工具从容应

对市场风险，在稳定自身经营提高竞争力的同时，也保护了农民的利益，实现了“双赢”。

2007/2008 榨季，由于种植面积扩大和单产提高，食糖生产大幅增产，出现供大于求的严重状况，加上国际金融危机对大宗农产品价格的影响，食糖现货价格暴跌，制糖企业承受着巨大的亏损压力，也严重威胁着糖料种植的安全。面对严峻的形势，广西制糖企业一方面通过期货市场卖期保值，规避市场价格下跌风险，另一方面加大现货销售力度，减轻库存压力，加快资金回笼。通过期货市场和现货市场的同时运作，成功渡过了行业危机。经过广西糖业协会估算，通过套期保值操作，2008 年广西制糖企业至少减少 40 亿元以上的损失，实现了每吨糖多卖（或少亏）400 多元，部分糖厂因为成功套期保值，还获得了较好的经济效益。

根据广西丰浩糖业有限公司（以下简称“丰浩公司”）的测算，2008 年白糖的成本在 3200-3300 元/吨之间，而卖价在 3000-3100 元/吨之间，如果单纯从事现货生产和贸易，必亏无疑。丰浩公司充分利用现货市场阶段性波动风险和期货市场的机会，果断进行灵活的卖期保值。2008 年 3 月，丰浩公司分别在 907 和 909 合约以每吨 4200 多元价格卖出 6 万吨白糖，并在价格下降到 3700 元/吨时平仓获利；当期货价格反弹到 3900 元/吨时，又卖出 6 万吨，并在价格跌至 3800 元/吨时平仓获利。2008 年，公司自产的 20 万吨糖全部在期货市场上做了套期保值，事实证明这是明智的，后来现货糖一路跌到了每吨 2600 多元，公司副总裁周云龙估计，如果没有及时套保，本轮价格暴跌将会为公司带来 3.6 亿元的损失。在 2008 年行业洗牌的过程中，丰浩公司并购了许多小糖厂，不断壮大自己的力量。2007 年，丰浩公司年产糖 10 万吨，而 2009 年丰浩公司产糖已达 20 多万吨，现货贸易达 60 万吨，公司产业链进一步完善，延伸到酒精制造、仓储物流、酒店服务等。周云龙说，“是否用好了期货这个工具，是糖企在竞争中分出胜负的一个重要原因。”在糖厂发展壮大的同时，农民的甘蔗款得到及时偿付，稳定了蔗农种蔗的积极性，保护了甘蔗生产，实现了糖厂与蔗农的“双赢”。

## 2. 通过“订单+期货”模式，稳定蔗源

2008 年末至 2009 年初，受国际金融和国内糖市低迷的影响，广东省湛江市的糖业也受到前所未有的冲击，开榨期间，大部分糖厂因为缺乏资金不能进行甘蔗款及时兑现，并不断压低甘蔗收购价格。广东金岭糖业集团公司（以下简称“金岭糖业”）根据当时的近期期货价格核算后，认为可以套保，随即通过在期货市场进行套期保值操作，预先锁定食糖的销售价格，同时按照核算出来的成本，按照 250 元/吨的价格（当时市场价 230 元/吨）同蔗农签订“订单价格”，敞开收购甘蔗，仅此一项，多支付蔗农甘蔗款 250 多万元，保证了农民的收益稳定，同时也保证了蔗源的稳定。

为了提高农民种甘蔗的积极性，金岭糖业还为订单农户提供良种和先进技术以及每亩 250 元的贴息贷款，降低农户甘蔗种植成本。通过“订单+期货”模式，在农民收益得到保障的同时，保障了蔗农种蔗的积极性，在湛江甘蔗种植面积大幅减少的背景下，金岭糖业的蔗区不仅没有减少，反而有所扩大。其原因就如遂溪县岭北镇农民黄永贤所说，“购销合同

的签订和价格信息的透明给我们吃了颗定心丸，”“从期货上的价格就可以大约估算到企业卖出糖的价格，信息是公开的，因此我们蔗农不会吃亏。”

### 3. 糖企反哺蔗区，促进农业产业化，提高农民收益

做大做强之后，糖企便更有能力反哺蔗区，让利于农民，实现糖企与蔗区的良性互动，促进农业产业化进程。白糖期货上市以来，广西永鑫华糖集团有限公司（以下简称“永鑫公司”）通过参与白糖期货套期保值，稳定了收益，扩大了规模，经营效益稳步提高，对蔗区的投入力度也越来越大，也更为制度化和常态化。据介绍，2004年永鑫公司对来宾市糖厂蔗区（蔗田80万亩）的投入不足1000万元，而到了2008年，公司为蔗区累计投入已达1.6亿元，其中，通过各种途径返还农民8000多万元，修蔗区公路投入4500万元，通车里程7000公里。据蔗农张伟川介绍，他在2008年承包的100亩蔗田每亩净收益为450元，而每亩地收益中来自糖厂各类补贴就有250元，占净收益的56%。

从白糖期货这几年的运行情况看，白糖期货对我国制糖企业的健康发展起到了初步的推动作用。如广西发改委称，白糖期货已经成为“促进广西糖业和经济发展的重要金融工具。”白糖期货功能要在更大范围、更深层次发挥作用，需要加强对企业的教育培训，帮助企业树立风险防范意识，让他们认识到期货是规避市场风险的重要工具，并帮助企业深刻认识套期保值的内涵，防范投机。同时，制糖企业也应该认识到，期货作为风险管理的工具，主要是用来规避价格波动风险，对于自然灾害等带来的风险是无能为力的，这需要依靠农业保险来实现，从而要求企业建立更健全而有效的风险管理体系。

#### （三）白糖期货在丰富用糖企业经营手段和贸易方式方面开始发挥积极作用

食品行业是与老百姓日常生活息息相关的行业，其中以食糖为主要原材料的饮料、糖果、糕点企业也面临着食糖价格波动风险及原料采购的风险。2006年白糖期货上市以来，广大用糖企业积极利用期货市场规避风险，构建新的贸易模式，取得了积极的效果。郑商所白糖期货市场国际影响力的日益提高，也吸引了国际大型企业的注意并积极参与，其中就包括国际知名饮料公司C公司。

#### 1. 利用期货市场，为白糖采购进行套期保值

作为白糖终端需求商，C公司在白糖期货上市不久便参与买期保值业务，并在期货市场实际操作中树立了风险管理的理念，建立了严格的套保流程。

2006年8月，由于当年白糖的减产，市场供应偏紧，现货市场白糖拍卖价格基本在3900元/吨左右。另外由于季节性因素，每年在8-9月份均会出现采购高峰，白糖会有一轮上涨态势。而此时，郑商所白糖期货市场是典型的反向市场，即期货价低于现货价，价差在600元/吨左右。在综合考虑这些因素后，C公司决定进行买期保值。2006年8月底，C公司买入郑商所各合约总量2000手左右，买入价格3300元/吨附近。随着市场进入2006榨季的尾声，市场可供应白糖量日趋减少，现货市场价格始终保持在3900-4000元/吨水平上。9月，国储最后一次拍卖，成交价在3900元/吨以上，C公司依据计划买入拍卖糖。11月，2006

榨季即将结束，2007 榨季压力开始显现。白糖期货价格向现货价格收敛，10 月底白糖期货主力合约价格达到 3800 元/吨，C 公司便将保值多单平仓出场。公司根据市场行情判断及现货采购计划，完成白糖采购的期货保值，历时两个多月期货盈利 800 多万元，摊低了现货采购成本。

## 2. 通过期货交割完成现货采购，探索新的贸易方式

白糖期货不仅增加了制糖企业的销售渠道，也增加了用糖企业的进货渠道。随着白糖期货市场功能发挥的深入，在现货贸易中，贸易双方不仅可以参考期货价格为现货定价，还可以为现货贸易保值，降低贸易风险，并探索新的贸易方式。

金岭糖业在非榨季的主要业务是用白砂糖加工绵白糖。2008 年，相对于白糖价格的大幅下跌，绵白糖下跌幅度相对较小，到 7 月份，二者之间的价差扩大到了 500 元/吨左右，远远超过用白砂糖加工绵白糖的成本（每吨不超过 200 元）。于是，金岭糖业决定在期货市场上以 3150 元/吨的价格买入白糖期货 807 合约，通过交割完成现货原料的采购，并同时以 3700 元/吨的价格签订绵白糖销售订单。由于同时锁定成本和售价，金岭糖业在这次贸易中获得了无风险收益，扣除加工费和运输费用之后，每吨收益 200 多元。

C 公司在利用白糖期货买期保值的过程中，也开始尝试利用期货市场与贸易企业构建新的贸易方式。C 公司每年年初的时候内部会审核原材料成本，并根据价格的季节性和实际生产进度，得到一个逐月可以接受的采购价格和进度，但由于期货市场并不总能让期货价格低于公司的成本预算，于是公司与贸易商协商之后，签订一个长期稳定的购货合同，协商了每月的采购量和价格。价格签订后，现货价格一旦低于合同价，则买方吃亏（买高了）；一旦高于合同价，则卖方吃亏（卖低了）。双方接受这一协议后，其对手企业也不得不去期货市场进行套保，而 C 公司也根据价格的实际情况进行期货市场套保而获取更低的买入价格。双方接受这一方法的原因有两点，首先是 C 公司在贸易过程中的强势地位，其次由于 C 公司的贸易对手也是上市公司，这样的长期稳定合同对上市公司的财务稳定和施工进度十分有利。

这种新的贸易方式类似于期货“点价”模式，只是一般所说的“点价”，是按未来到期的期货合约价格加减一个“升贴水”。而 C 公司则是提前已按期货远期合约价格稳定了每月现货采购价。而要真正实现“点价”交易，还有许多工作要做，首先是期货市场的自身建设，如价格有效性高，流动性好，近月合约活跃等，其次就是参与现货贸易的企业能积极地、正确地利用期货市场。达到这两点，需要期货行业和相关企业的共同努力。

### （四）白糖期货为国家和地方政府的政策制定和宏观调控提供了重要参考

期货价格具有预期性、连续性等特征，能够反映现货供求状况及其价格变动趋势。政府可以参考期货价格的变动趋势，制定指导农业种植和生产及贸易的政策措施，避免产量和价格的大幅波动。

#### 1. 白糖期货成为蔗区地方政府制定地方经济政策的重要参考

作为白糖产量占全国 60% 以上的主产区广西，当地政府对于发展甘蔗种植业给予了大力的支持，近年来先后出台了甘蔗种植扶持、收购实行政府定价等政策，极大鼓舞了农民的种蔗热情。白糖期货的上市，使政府在新榨季前协调、指导蔗农和制糖企业又多了一个“新帮手”。白糖期货价格信号反映未来的供求关系，可以提前形成下一年（或榨季）的预期价格。充分利用期货市场发现的远期价格信息，可以完善企业、蔗农价格联动机制，有利于合理制定糖料收购政策和价格。

随着期货市场功能的不断发挥，广西在甘蔗定价过程中越来越重视对白糖期货价格的应用。据广西区农业厅糖料处林处长介绍，广西甘蔗收购价根据三个要素确定，分别是国内现货供求状况、国际糖价变动趋势和郑州期货市场白糖价格。白糖期货价格综合反映了白糖市场的现状、变动趋势，包含了丰富的信息，已经成为广西区政府制定甘蔗收购价的重要参考。2008 年，广西发改委和有关部门组成调研组对广西利用白糖期货问题进行调研，形成了《广西利用白糖期货市场研究报告》，分析了广西利用白糖期货市场的必要性，并提出了广西利用白糖期货市场的目标、主要任务、对策措施及建议，为自治区政府决策提供参考。

## 2. 白糖期货为国家宏观调控提供有效工具

从白糖期货上市运行 4 年的情况看，白糖期货价格已经成为国家食糖宏观调控的晴雨表，每次调控的效果在白糖期货市场上都能迅速体现出来，而白糖期货价格信息的超前预期性，也为国家宏观调控提供科学的参考信号。

2006 年我国白糖产量为 881 万吨，而国内食品工业消费与家庭需求为 1050-1100 万吨左右，缺口达 170 万吨，白糖价格持续高涨，期货价格创出 6239 元/吨的历史高价。国家为平抑糖价，从 2006 年 1 月份至 10 月份分 12 次抛储，在此过程中，白糖期货灵敏反应了国家一系列宏观调控措施，期货价格伴随国家抛储行动一路下跌，2006 年 10 月 13 日国家最后一次抛储后期货价格已下行至 3513 元/吨，跌幅 43.69%。在期货价格下跌的带动下白糖现货价格顺利平稳回落，为白糖终端消费企业的稳定发展奠定了良好的基础。

2007 年 7 月，白糖期货价格达到阶段低点，主力合约价格最低达 3400 元/吨左右。国家出台的收储价格是 3500 元/吨，这一政策出台后，期货价格便带动现货价格一路上涨，收储价格增加了现货商信心。由于现货价格上涨，前六次收储均零成交，仅在 2008 年 9 月 14 日成交 1200 吨，使国家基本上没花钱就达到稳定价格的目的。

总之，白糖期货上市后，市场体系得以健全，市场价格更加透明，价格变化也更加灵敏，大大完善了国家对食糖市场宏观调控的决策参照。国家在调控决策时拥有了来自期货市场的价格信息，解决了多年来区域性、局部性价格信号传导不及时甚至扭曲等问题，决策的科学性和预见性大大增强；同时，白糖期货价格信息传导效率高，对现货市场影响大，国家宏观调控信息通过期货价格信息传递，能够避免信息传导时滞，强化国家对市场的宏观调控效果。云南中糖发展有限公司总经理黄宇飞指出，“期货交易是我国白糖市场体系中不可缺少的高级交易形态，”“市场价格的博弈以及商品期货期现间的‘收敛’属性，决定了期货市场的交

易价格对全国白糖市场价格的指引作用。”

利用期货市场服务实体经济是一项系统工程，需要各方面的配合和努力，尤其是需要生产、贸易、信贷、税收、监管和信息传播等各个环节的规范和引导。同时，期货市场只有在各市场主体高度重视，并做出科学合理决策时，才能发挥更大作用。今后，郑商所将投入更多人力、物力、财力，并配合各有关团体，将期货市场服务实体经济的工作做深、做实、做细。

## 第二部分 典型案例

### 一、金岭糖业套期保值案例分析

在制糖企业生产经营过程中，利用期货市场进行套期保值已成为企业的普遍选择。以下以金岭糖业为例，来阐释白糖期货市场套期保值的基本操作方法。

#### （一）金岭糖业简介

广东金岭糖业集团有限公司（以下简称“金岭糖业”）是一家以制糖业为主，兼营仓储物流等业务的多元化集团公司。在制糖业，金岭糖业拥有属于自己的蔗区 16 万亩和三家糖厂，糖厂年榨甘蔗能力 100 万吨，每年自产白砂糖 10 万吨。另外，金岭糖业还大量开展绵白糖的加工贸易，以白砂糖或原糖作为原料生产绵白糖并销往北方，其甘岭牌与金岭牌绵白糖在北方已产生了较好的品牌效应。

#### （二）金岭糖业经营分析

金岭糖业经营模式的特点在于“加工”，将甘蔗“加工”成白砂糖或者将白砂糖、原糖加工成绵白糖，再通过公司便利的仓储物流和销售渠道将成品糖销售出去，获取“加工利润”。其实不仅金岭糖业，国内绝大多数制糖企业的生产经营在本质上都是这种模式。

榨糖和加工糖意味着金岭糖业可以保持常年运转，在榨季主要利用甘蔗榨糖，在非榨季用白砂糖或原糖加工绵白糖，而不像一般糖厂那样非榨季就停工。显然，金岭糖业的这两种生产方式决定了金岭糖业既是白砂糖的生产企业，同时又是白砂糖和原糖的需求企业。在甘蔗制糖和“砂改绵”这两种经营模式中金岭糖业面临较多的风险，因为湛江地区的甘蔗价格是在收购甘蔗时依当时的糖价而定，所以金岭糖业在甘蔗制糖方面的主要风险就在于敲定甘蔗收购价以后糖价的不确定（主要是从甘蔗制糖到白糖销售的这段时间）；而金岭糖业“砂改绵”加工贸易的风险点则在于白砂糖和绵白糖之间能否出现较好的价差以及企业能否顺利捕捉到这个价差（即能否在相应的价位实现足够的买卖量）。

#### （三）金岭糖业参与期货市场的案例分析

自 2006 年 1 月白糖期货在郑商所上市以来，金岭糖业就一直对期货保持密切关注，并通过积极参与期货市场来化解其现货经营中的风险。以下就是金岭糖业在甘蔗制糖和“砂改绵”经营方面的两个实际案例。

##### 1. 积极参与期货市场卖期保值，规避价格波动风险，锁定销售利润

在榨季将甘蔗压榨成白糖之后，企业下一步要做的就是将白糖以较好的价格销售出去，糖价波动自然而然就成了企业面临的主要风险。此时，白糖期货市场可以向企业提供未来的销售价格，制糖企业可以在期货市场上选择自己认为合适的价格进行卖期保值，从而锁定未来销售价格，锁定利润。此外，期货市场上巨大的成交量使得企业能够在合适价位卖出足够的白糖，这也是现货市场不能比拟的。

2006年1月，白糖价格一路走高，期货价格上涨幅度远超现货，至1月底，白糖5月合约（SR605）价格已经超过6000元/吨，对现货价格的升水近800元/吨，高出金岭糖业吨糖成本约1800元。期货价格可能继续走高，但金岭糖业认为此价格下的吨糖利润已经很可观，因此决定在此价位进行卖期保值，锁定售价。具体操作见下表1-1：

表1-1：金岭糖业卖期保值案例具体操作过程

	现 货	期 货	基 差
1月27日	价格5250元/吨，持有现货10000吨。	以6024元/吨的价格卖出SR605合约1000手（10,000吨）	-774元/吨
2月13日	价格5150元/吨，卖出现货10000吨	以5300元/吨的价格买入1000手平仓。	-150元/吨
盈亏	亏损100元/吨	盈利724元/吨	盈利624元/吨
保值结果	盈利：624元/吨×10000吨=624万元，相当于平均以5874元/吨的价格实现销售		

注：基差=现货价格-期货价格

套保后，期货价格跌幅远大于现货价格跌幅，金岭糖业果断地在期货市场买入平仓并在现货市场上顺价销售白糖。在价格下跌的情况下，金岭糖业不仅锁定了销售利润，还在基差发生有利变化的情况下获得了额外收益。

## 2. 利用期货市场进行买期保值，锁定“砂改绵”原料成本

金岭糖业的绵白糖在北方的一些地区具有较好的品牌效应，并且拥有固定的购买客户。在与客户签订绵白糖销售订单时，金岭糖业就会进行原料白砂糖（或者原糖）的采购。采购过程中，企业会综合比较期货市场和现货市场上的糖价，从而采购价格较低的糖，最大限度的降低原料成本。显然，与现货市场相比，期货市场的金融属性更强，期货价格的波动更有可能出现对自己有利的价位，从而便于金岭糖业进行买期保值，锁定原料价格。

2008年3月份开始，白糖价格持续大幅下跌，而绵白糖由于价格弹性较小，下跌幅度相对也较小，到7月份，二者之间的价差已扩大到500元左右。金岭糖业用白砂糖加工绵白糖的成本不超过200元，这个价差对其而言存在较大的利润空间。此时期货市场807合约价格为3150元/吨左右，低于湛江地区现货价格3220元/吨，并且期货交割库存有大量的白糖仓单，于是，金岭糖业在签订绵白糖销售订单（价格在3700元/吨附近）的同时决定在期货市场上买入白糖，通过交割购买期货交割库中的白糖来完成原料采购。具体操作过程见下表1-2：

表1-2：金岭糖业买期保值案例具体操作过程

	现货	期货	基差
2008年7月9日	湛江现货价格3220元/吨	SR807合约价格3150元/吨左右	70元/吨
操作	买入807合约500手，买入均价3163元/吨		
2008年7月14日	湛江现货价格3200元/吨	SR807结算价3095元/吨	105元/吨
操作	14日未平仓头寸自动进入交割，以3095元/吨的价格拿到白糖5000吨		
套保结果	以期货建仓价购买白糖，低于现货37元/吨		

金岭糖业通过在期货市场上对原料做买期保值并进行实物交割，完全将原料成本锁定。由于在买入白糖的同时金岭糖业已经签订了3700元/吨的绵白糖销售订单，因此，金岭糖业在这笔加工贸易中可以说是完全无风险的。扣除加工费和运输费用之后，金岭糖业还获得200多元的吨糖收益。

## 二、白糖终端需求企业套期保值案例分析

D公司是一家国际大型食品生产企业，具有多年的期货市场操作经验，其具体操作方法及管理理念对终端需求企业参与期货市场具有一定的借鉴意义。下文不仅介绍D公司进行套保的动因和指导思想，还介绍D公司在风险管理不同层次上对期货工具的具体运用。

### （一）D公司参与郑州白糖期货市场的动因

D公司自2006年起参与郑州白糖期货交易，主要基于以下几点考虑：

#### 1. 白糖价格的高波动性特征

D公司认为，糖价较高的波动率给白糖终端消费企业带来极大的经营风险，而郑州白糖期货的上市为其提供了一个可以对冲价格风险的工具。

#### 2. D公司利用期货市场的原因

由于大糖厂处于垄断地位，在当时的定价模式下，用糖企业只能被动的接受糖厂的报价，在价格博弈中处于不利地位。糖厂与用糖企业签订的一般只是意向合同，这种合同并没有什么强制性，当供应相对紧张时，糖厂往往抬高报价，而他们的高报价又是用糖企业不能接受的。D公司希望通过白糖套期保值交易达到两个目的：

（1）通过期货市场的价格发现功能有效地指导商品定价。随着白糖生产商、消费商与贸易商广泛参与期货市场，积极进行集中竞价交易，大糖厂在定价中的垄断地位将被打破，从而扭转以往用糖企业在定价中的被动地位。

（2）通过套期保值中期货与现货对冲交易，规避白糖价格上涨带来的成本提高。

（3）通过期货市场的实物交割与期转现交易，获得稳定数量和高质量的货源，并可通

过期货市场建立起虚拟库存来保证对原料的需求。

### 3. 郑州白糖期货市场的优势

#### (1) 质量标准

2006 年郑商所白糖期货推出时，直接采用了尚未实施的新白糖国家标准，质量要求高于当时通行的现货标准，且交割商品质量有严格保证，满足 D 公司对高品质白糖的需求。

#### (2) 仓库设置

郑商所在主销区设有交割仓库，给终端消费企业实物交割带来很大便利。

#### (3) 资金安全

期货交易保证金是按照中国证监会制定的保证金封闭运行管理规定执行，并且接受证监会监督检查，资金的安全性具有高度保障。

### (二) D 公司套期保值指导思想

#### 1. 套期保值的目的

规避价格风险，控制生产成本，拓展采购渠道，保证货物供应。

#### 2. 套期保值的基本原则

严格区分保值和投机交易、坚持只做保值的根本原则。根据企业性质和董事会要求，买期保值是公司参与期货的主要手段，套期保值交易一定要做到：

- (1) 保值量的控制要和实际需求量相结合；
- (2) 现货采购成本与期货交易盈亏统一核算；
- (3) 保值时机的选择要和 market 形势及采购形势相结合。

#### 3. 套期保值的管理内容

##### (1) 价格风险管理（没有实物交割）

根据库存量或采购量，核定进行期货交易的数量，始终保持期货交易量与现货拥有量或采购量的合理比例，按套期保值的原则进行相反交易，从而达到回避风险的目的。

##### (2) 实际交割货物

根据市场形势判断、生产需求、期货市场的仓单（数量、品质、地点等）情况，通过期货市场交割现货满足生产或库存要求。

### (三) 套期保值交易的不同层次

对期货市场的利用是企业风险管理体系中的一个重要组成部分。D 公司的风险管理在逐步的实践探索中已经形成一定的层次和变化，构成了从最简单的基础套保，到基差套保、资金管理等不同层次的套期保值体系。

#### 1. 基础套保

以交割为出发点的套保是套保中最简单的方式，D 公司时常使用。D 公司内部通过审核原材料成本，定出一个可以接受的白糖价格和采购进度。这时，如果期货相应月份的价格低于采购成本，也低于当时的现货，他们就会直接在期货市场上进行买期保值，并根据实际情

况选择是否交割。这种方式是套期保值最基本的方式，也最能体现期货的套期保值功能。但这种做法有两个明显的不足：其一，有可能期货市场没有给买期保值者提供低于其原材料核定成本的价格；其二，就算期货市场提供了这一价格，也有可能出现的时机与企业需要采购的数量和进度不相匹配，更有可能使企业的套保锁在高位。

## 2. 基差套保

由于那些影响期货价格的因素也同样作用于现货市场，现货价格和期货价格常常是同时上涨或下跌的，然而二者间的升降幅度却很难完全一致，国际市场上将现货价格减期货价格定义为基差，套期保值的本质在于用基差的较小风险取代现货价格波动的较大风险。影响基差的因素非常多且富于变化，但总的来说，其变化呈现一定的季节性。基差套保就是通过对基差历史变动趋势、当前值及未来变化趋势的把握来确定套期保值点位和时机，而不完全依靠单一现货市场或期货市场。

D 公司通过对历史基差的变动规律来预测基差水平的未来变化，用较小的基差变动风险代替利用单一市场可能带来的价格大幅波动的风险，取得了更好的套保效果。

例如，2008 年 11 月底，在陈糖仍有大量剩余、而新糖又面临集中上市的压力下，白糖期、现货价格都较低，期现价差（即基差）处于历史低位；通过到白糖产区实地调研，D 公司认为 2009 年白糖可能减产，白糖价格后市有望走高。从历史价格变动趋势来看，这种情况下基差放大（从绝对值角度讲）的可能性较大，D 公司在 2008 年 12 月 1 日进入期货市场进行买期保值，具体过程见下表 2-1：

表2-1：D公司基差套保案例具体操作过程

	现货	期货	基差
2008年12月1日	目前价位3010元/吨	以3070元/吨的价位买入SR905合约100手（1000吨）	-60元/吨
2009年2月17日	以3200元/吨的价格买入1000吨	以3400元/吨的价格将手中的SR905合约全部平仓	-200元/吨
盈亏	成本提高19万元	盈利33万元	
保值效果	尽管期现货价格都上涨，但期货价格涨幅大于现货价格涨幅，基差扩大，买入保值总体盈利14万元，相当于采购成本为3060元/吨。		

## 3. 资金管理

期货头寸可以作为虚拟库存，与企业的现货经营共同管理；同时期货仓单的质押业务也可以与企业的资金流管理一起构成融资管理，这些都是对期货市场的延展应用。

### （1）在期货市场建立虚拟库存锁定成本，减少资金占用

2009 年初，白糖价格处于历史低位，但 D 公司通过各方面分析，认为 2009 年度全国白糖供需缺口较大，后市白糖价格有走高趋势。从现货贸易习惯来讲，如果一次购入大量现货

白糖，必将占压大量流动资金；如果与制糖企业签订订单合同，分月逐批采购，又往往只是确定采购数量，价格依然随行就市。为稳定本年度生产利润，D公司选择在期货市场进行买期保值，通过建立虚拟库存的方式将以后的购糖成本控制在合理范围之内。利用该方式在基本锁定白糖购入价格的同时极大的减少了流动资金的占用。具体比较见下表 2-2：

表2-2：D公司库存管理方案比较

日期	方案	操作	操作过程	现金流动
2009年 1月5日 至1月9日	方案一	现货市场买入备货	在柳州市场以2850元/吨的价格购入1.3万吨	总支出为 3705万元
	方案二	通过期货市场建立虚拟库存	分别以2920元/吨、3000元/吨的价格购入SR905、SR909合约500手（5000吨）、800手（8000吨）	保证金支出 386万元
方案二比方案一减少流动资金占用3319万元				

其后白糖期现货价格果如所料，一路走高，D公司依据生产计划在现货市场分批次购买白糖的同时，在期货市场逐步平掉相应数量的买单，以期货市场的盈利弥补因现货市场价格高涨而增加的成本，保证了生产成本处于可控范围之内。

#### （2）通过期货仓单质押，提高资金流动性

由于可以进行期货仓单质押获取仓单融资，企业能够提前回拢资金，提高资金使用效率。当企业在期货市场买入现货时，需要支付百分之百资金，在不需要立即全部提货时，可以将仓单质押，换回充分资金，加速资金周转；当需要提货时，再将仓单解冻。在如今“现金为王”的时代，这对企业经营具有重要意义。

### 三、国有上市公司甜菜糖套期保值案例分析

E企业是一家以甜菜制糖为主的大型国有上市公司。以下除介绍其利用期货市场的具体操作外，还把重点放在了分析甜菜糖套保与蔗糖套保的不同，以及大型国企进行套保的经验上。

#### （一）甜菜制糖企业典型卖期保值案例

##### 1. E企业进行卖期保值的原因

2008年2月，由于国内白糖市场对灾害天气的恐惧反应，期货价格涨势很猛，有利于卖期保值者的参与。E企业是甜菜糖生产企业，其参与保值的目的是为了规避现货价格下跌风险。

（1）E企业依据对蔗区甘蔗实际生长状况的掌握，估计当时的冰冻天气对甘蔗生长并无实质性影响，本榨季全球及中国产量会有不同程度增长，市场将呈现供大于求的局面；

（2）E企业白糖生产成本远远低于期货市场价格，卖期保值无风险；

(3) 2 月份—5 月份是国内蔗糖集中上市的阶段，甜菜糖与蔗糖共同参与市场竞争。

## 2. 套保的实际操作过程

(1) 依据套期保值操作计划，在 2008 年 2 月底卖出郑商所白糖期货 807 合约共计 2000 手，卖出价格 4300 元/吨，当时甜菜糖现货价格为 4000 元/吨左右；

(2) 由于灾害天气对白糖市场的实际影响甚微，07/08 榨季全国白糖产量达到创纪录的高点，现货、期货市场价格持续下滑，现货市场在 5、6 月份出现极为严重的淡销局面。到了 7 月份，现货价跌至 3300 元/吨左右，比 2 月份下跌 550-700 元；期货市场价格下跌已达 1000 元/吨左右，因此 E 企业计划对 807 合约上的头寸进行现货交割。

具体过程见下表 3-1：

表3-1：E企业卖期保值案例具体操作过程

	现 货	期 货	基 差
2008年2月26日	当时乌鲁木齐甜菜糖价位3950元/吨	以4300元/吨的价格卖出SR807合约2000手(20,000吨)	-350元/吨
2008年7月7日	当时乌鲁木齐甜菜糖价位3365元/吨	全部进行实物交割，交割结算价3160元/吨	205元/吨
盈亏	亏损1170万元	盈利2280万元	总体盈利1110万元
保值效果	期货市场完全弥补现货市场亏损后仍有盈利，达到了预期保值效果		

注：企业在期货市场进行实物交割时，尚需发生运输费、检验费、仓储费、资金占用利息等一系列费用，实际盈利将低于上表数字。

E 企业根据市场行情判断及现货销售情况，完成了期货市场套期保值，在期货市场上实现盈利 2000 多万元，有效弥补了库存现货的亏损，在现货价格持续下跌的情况下保证了销售利润的提前锁定。

## (二) 甜菜糖与蔗糖套保的不同

世界上食糖的主要原料是甘蔗和甜菜。尽管制糖原料不同，但甘蔗糖和甜菜糖在品质上没有差别，白砂糖国家标准对两者同样适用。因此对期货套期保值而言，甜菜糖与蔗糖生产商的套期保值并没有质的差异，但由于二者制糖特性不完全一样，两者又稍有差别。

我国制糖期为 10 月至翌年 9 月，甘蔗糖榨季为 11 月至翌年的 4 月；甜菜糖榨季为 10 月至翌年 2 月，甜菜糖开榨时间早于蔗糖，因此相应的上市时间也早于蔗糖，更为重要的是，由于种植成本等原因，与蔗糖相比，甜菜糖总体生产成本偏高。

### 1. 对白糖季节性的理解与把握

首先是白糖产量的季节性，白糖在集中上市时供给十分充足，特别是蔗糖集中上市的月份，这时价格走势往往较弱；其次是消费季节性，白糖的销售旺季主要集中在传统的春

节、中秋节以及夏季冷饮的消费旺季，市场一般提前 1 个月进行备糖，其中八九月份是用糖高峰期，价格最为坚挺。对甜菜糖而言，由于开榨时间早于蔗糖，因此其套保时间宜选在蔗糖集中上市之前，通常选在传统节日之前。

2. 由于甜菜糖生产成本高于蔗糖生产成本，因此对甜菜糖生产商而言套保策略更为重要

在套保方法的使用上，基础套保往往对甜菜糖生产商更为重要，一旦市场提供了这样的机会，就应当充分利用。有时基差有利，但期货价格并不十分有利，这时价差获取方法更多地被甜菜糖生产商使用，在建立套保头寸后，甜菜糖生产商应使用将头寸往更高估的合约上滚动的方法来弥补成本上的劣势。总的来说，对甜菜糖商而言，基础套保很重要，在出现机会的时候，尽可能建立与其现货持有量相当的仓位，而后通过价差获取的方式来捕捉市场提供的机会。

### （三）大型国企涉足期货市场的经验

E 企业是大型国有集团下的业务单元，在几年的套期保值交易中，E 企业积累了相当多的经验，这些经验是国有企业在期货市场得以成功的关键因素。

#### 1. 对国企而言，让决策层接受风险管理理念至关重要

E 企业所属集团从上至下深刻理解并严格贯彻风险控制的理念，充分认识到利用期货市场进行“套期保值”是降低市场价格风险的有效工具之一。作为在国际贸易基础上发展起来的大型企业集团，集团上至最高领导层董事长、总裁，下至业务单元的普通员工，由于有多年参与国际贸易的实践，对商品价格的波动本身就十分敏感，而且利用“套期保值”管理国际贸易中的商品、外汇等价格风险的理念，在集团内部也经过了多年的浸润与传承，这为集团的业务单元能够成功进行套期保值奠定良好的基础和氛围。因此，E 企业所属集团保值业务的成功首先是经营理念上的成功，正确理解套期保值并不是简单的“做期货”的概念，而是一种管理风险的概念，是利用期货市场套期保值来追求低风险下收益和业绩的平稳增长，是正确的风险价值观。不保值也许可以暴利，但也可能导致巨亏，这对大型或超大型企业发展来说非常不利。

#### 2. 用制度来保障风险管理理念的落实

将一种好的理念落实下去必须要有组织体系上的保障，E 企业所属集团在风控体系、业务流程、考核标准、专业人才等各项组织体系的成功建设，是能够很好地完成套期保值工作的保障。具体来说，E 企业进行套期保值的时候，建立了以下几项制度，形成了一些良好的理念：

##### （1）商情委员会

为了更好的了解市场动态，把握影响价格的各种宏观、微观因素，分析未来价格变动趋势以及考量市场的风险变化，集团打破业务单元架构，成立了由集团总经理牵头，多个业务板块参加的“商情委员会”。该委员会每月一次共同会商与集团经营有关的商品行情、经济

形势变化、经营情况、市场变化、风险状况等，并形成文件指导各业务单元的经营。每周由集团战略研究部、信息部等信息人员及时汇集市场信息并编制成《商情周报》下发各业务单元，供大家及时掌握市场动态。

#### （2）风险控制部

经过大量的调查研究和团队讨论，集团根据对风险控制工作的要求成立了风险控制部，集中管理业务单元的套期保值交易。所有业务单元的套期保值交易都要受到该部门全方位、多维度、立体式的风险监控。集团风险控制部会逐笔核实套期头寸与现货贸易、加工量的对应关系，核实保证金的使用情况，计算市场风险。在风险管理架构上同时明确各业务单元一把手是该单元风险控制的第一负责人，并在单元设置专门的风险管理机构、配备相应的工作人员开展工作。同时，经过全面的业务流程梳理，找出风险源和多发节点，又制订了一系列的风险管理方法和规章制度，进一步细化和明确了职责，提高了工作效率。

#### （3）套保交易与经营风险点的有效对应

集团由于长期以来一直从事国内外期货交易，对期货交易的管理已经系统化，但在发展过程中由于涉及的产业面越来越广，经营的商品种类也越来越多，产业和商品差异化越来越明显，这就要求经营性质不同的业务单元在生产经营与风险管理之间建立有效机制，使套期保值交易能够顺畅地与经营中的风险点相互对应，这样才能达到控制风险的目的，这也是成功完成套期保值最重要的一环。

#### （4）各部门之间的相互制衡

企业根据其经营及风险管理的特点，改变传统经营管理模式，并根据期货市场的特点，建立完善的期货交易系统、信息系统和风险控制系统。交易系统应该具备对行情的随时论证机制和高效率的决策执行机制；信息系统应该具备准确跟踪和分析市场的能力，具备甄别、提炼和研究能力。应把财务、交易、风险控制完全分开，使各环节间具备相互制衡的能力，防范风险事件的发生。

#### （5）各环节之间的有机结合

套期保值交易是一个控制风险的系统工程，只有把现货、期货、财务、生产、销售等各领域各环节有机地结合起来，才能达到保值的效果。例如，E企业进行保值的时候，现货销售人员每天都要随时向期货交易人员提供现货销售情况、库存状况，以便期货保值人员能够根据现货库存、现货价格波动等及时调整期货仓位，通过期现货头寸的统一部署与调整，使企业成品库存与期货仓位作为一个整体纳入风险控制之中。

#### （6）套期保值效果的衡量

套期保值作为防范价格风险的工具，不能仅以期货市场单方面盈亏衡量保值整体效果。E企业在对套期保值效果进行评价时设计了适合整体风险效果评价的考核体系，这套体系包括套期保值的每个环节，而不是仅仅针对几个套保交易人员。

#### （7）专业套保团队的建立

E 企业不仅具备了上述的理念、机制与模式，而且专门建立了套期保值专业团队，这对提高保值交易效果、控制风险起到了决定性作用，是做好套期保值工作的重要条件。

### 第三部分 一般案例

#### 一、价格发现案例

案例一：影响蔗农种植意向，调节甘蔗产量，熨平价格波动

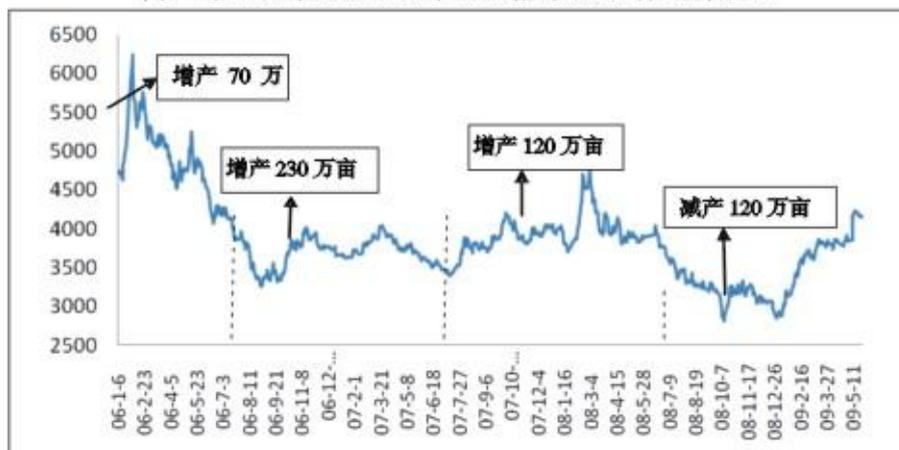
白糖价格对蔗农的种植意愿有着直接的影响，蔗农会根据白糖价格来调整甘蔗种植面积，从而影响下一榨季白糖的产量。一般说来，在白糖价格较高的年度，蔗农会有很高的扩大甘蔗种植面积的意愿，积极扩大甘蔗种植面积；反之，在白糖价格低迷的年度，甘蔗收购价也相对较低，打击蔗农种植甘蔗的积极性。

由于现货价格的局限性，利用现货价格安排甘蔗种植具有很大的风险，而白糖期货的价格发现功能使其具有预期性，能够更好的反映下一榨季的白糖价格，这使得蔗农会关注期货价格，做出增加或减少甘蔗种植面积的决策。

下图 4-1 是白糖期货上市以来的主力合约价格走势，以广西为例，2006 年高涨的期货价格使蔗农具有很高的种植热情，甘蔗种植面积连续两年扩大，甘蔗产量随之增加，带动高位运行的白糖价格持续下跌，有效降低白糖终端消费企业的用糖成本。2008 年持续低迷的期货价格，又使蔗农开始减少种植面积，从而改变白糖供应过剩的局面。

2009 年春季，白糖 1001 合约价格在 4000 元以上运行，预示着下一榨季的白糖价格将处于高位，蔗农又有了扩产冲动。此时，广西政府开始出台政策，如降低挂钩联动价，引导农民种植，控制糖料种植面积，使下一榨季不会出现甘蔗种植面积的大幅增加，稳定行业发展。可以说，期货市场价格发现的功能对甘蔗种植具有很强的引导作用。

图 4-1：2006 年 1 月至 2009 年 5 月白糖期货主力合约价格走势



点评：期货市场的功能之一便是价格发现。在市场经济中，价格机制是调节资源配置的重要手段，价格反映了供求同时影响供求，即准确的价格信号既充分体现了市场的供求关系，反过来又对市场供求起到引导作用。市场参与各方对白糖未来供求关系和价格趋势进行预期，通过期货市场的交易形成期货价格，而其交割套利机制使价格传导到现货市场，并对现货供求关系产生影响。白糖期货上市以来，白糖期货价格和现货价格运行趋势基本一致，但在运行方向上往往要先于现货市场，期货市场发现价格的功能得到了充分发挥。

#### 案例二：使企业能够预期糖价，为企业经营策略提供依据

白糖期货的价格发现功能有助于糖企经营策略的制定。有些企业并没有参与期货市场的交易，却时刻关注白糖期货价格走势，充分利用期货市场的价格发现功能，为企业经营策略提供依据。一方面，企业会通过期货价格预期下一榨季的白糖价格，从而做出扩大或减少产能的决策；另一方面，企业可以根据不同月份的合约价格来确定企业产销量与库存量，例如，在白糖开榨期间现货市场低迷时，企业往往关注远期期货合约来安排销售，若远期期货合约价格升水，企业会减少近期销售量，期待在榨期结束后高价销售；若远期期货合约价格贴水，企业会加快销售，减少库存量甚至保持零库存；而期货价格震荡期间，企业会依据价格情况，在价格高时尽可能多销售。利用期货价格安排生产销售，制定经营策略，企业能够更好的应对糖价的波动，取得良好的经营效果。

点评：白糖期货市场的价格发现功能形成了对白糖价格的合理预期，同时提高了现货市场的信息效率，对市场参与各方的经营决策产生影响。企业通过白糖期货价格能够更好的把握未来糖价走势，制定相应的经营策略，合理的安排自身的生产与销售。

## 二、套期保值案例

### 案例：糖企期货市场规避价格风险案例

A 公司在 2006 年白糖期货上市之初即开始参与交易，当时他们对市场形势的判断是：

1. 2005/2006 榨季广西主产区食糖减产造成糖价飙升，造成现货价格虚高的局面，替代品迅速挤占食糖消费市场，食糖需求受到明显抑制；
2. 食糖现货价格的大幅上涨带动相关下游消费品价格出现持续上涨的局面，国家决定动用储备糖平抑市场价格，稳定市场需求，这对白糖期货及现货价格将形成较大利空影响；
3. 二季度食糖消费将进入淡季，很可能形成价量同跌的走势；
4. 食糖价格已进入牛市上涨的第三年，后期将面临糖料种植面积增加、产量增长、价格下跌的局面。

图4-2：2006年度白糖期货指数价格走势

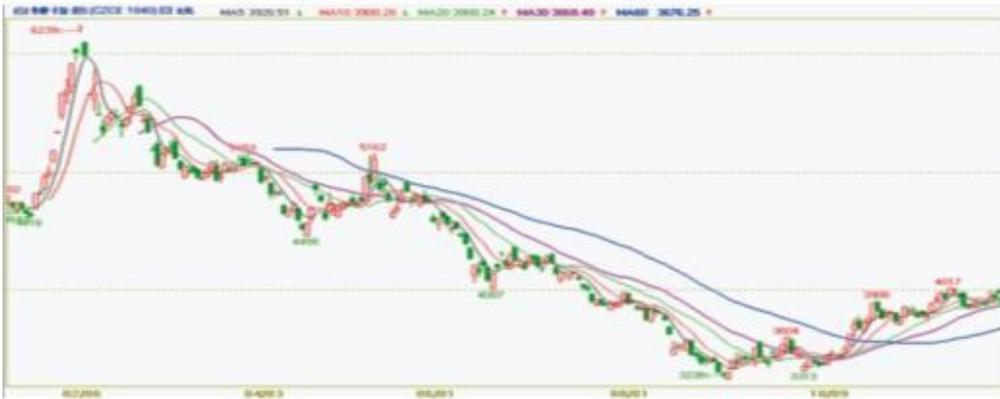
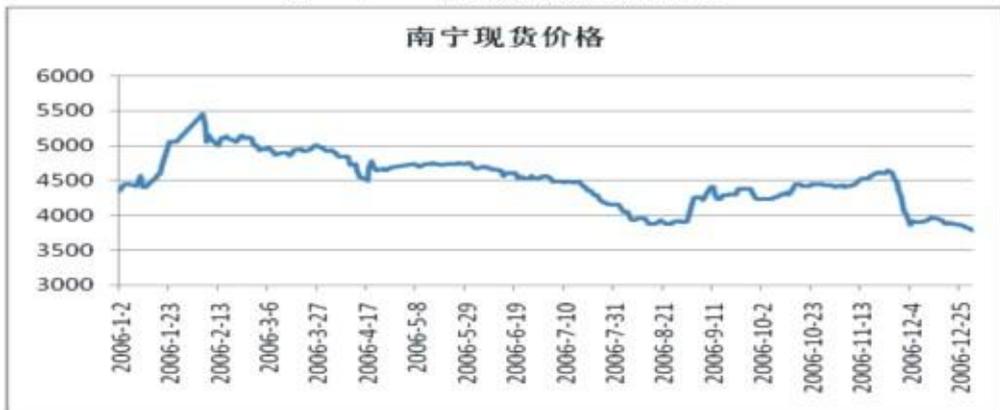


图4-3：2006年度南宁白糖现货价格走势



套保实际操作过程：

1. 按照销售计划及进度分别于2006年2月卖出郑商所白糖期货SR609、SR701合约各600手，价格分别为5600元/吨、5300元/吨左右；

2. 依次进行仓单预报及食糖入库、检验等工作，同时通过期货公司会员向郑商所提交套期保值申请，做到期货盘面保值量与仓单量的基本匹配；

3. 2006年8月，现货价格（南宁价）跌至3900元/吨，较2月下落1400元/吨左右，同期郑商所白糖期货SR609、SR701合约分别跌至3700元/吨、3500元/吨，各下跌1900元/吨、1800元/吨左右，期货市场盈利完全弥补了现货市场价格下跌带来的亏损，取得了良好的套期保值效果。在期货价格低于现货价格的状况下，A企业决定对大部分仓单进行注销，重新回到现货市场销售，每吨比进行仓单交割多得200-400元/吨的利润，只留少部分仓单进行交割，既实现了保值的目，又熟悉了郑商所的交割规则与流程，为即将开始的06/07榨季做好了铺垫。

经过2005/2006榨季的过山车式行情及套期保值操作，郑商所白糖期货市场已经成为A企业回避市场风险的重要平台之一，在参与白糖期货的过程中，A企业专门设立了套期保值交易小组，根据集团的生产和销售进度制定操作计划，并做好风险控制工作。

### 三、期现套利案例

#### 案例：糖业贸易商期货市场期现套利案例

传统企业是通过销售商品取得销售利润，而期货市场的存在使企业可以在控制风险的前提下，将期货作为投资渠道，进行期现市场套利，实现投资收益。

某食糖经销商主要从柳州批发市场买货，销售给下游食糖消费企业，从购销价差中获取利润。2008 年下半年，糖价一路下跌使经销商利润大幅下降，同时，下游消费的减少使企业销售不旺，库存在积压中贬值，到 9 月初，该企业具有白糖库存 1 万吨。当时，合约 SR901 与现货的价差超过 400 元，超过持仓成本及交割费用，企业决定在期货市场卖出 SR901 合约 1000 手，进行期现套利，一方面规避库存减值的风险，另一方面获取套利利润。

依郑商所管理办法规定，SR901 需交割新糖，而此时企业手中的糖是 07/08 榨季的旧糖，故交割还需发生新旧糖置换成本 50 元-150 元，如果企业手中有新糖，此项成本可免。

企业在 9 月份建仓后，时刻关注基差变化，争取在基差有利的时机平仓，获取比交割更高的收益，最终决定在 10 月份平仓获利。具体操作见下表 4-1：

表 4-1：糖业贸易商期现套利案例具体操作过程

日期 (2008 年)	现货	期货	基差
9 月 5 日	柳州现货价格 2810 元/吨	SR901 开盘价 3220 元/吨	-410 元/吨
操作	卖出 1000 手 SR901，卖出均价 3230 元/吨		
10 月 13 日	柳州现货价格 2680 元/吨	SR901 开盘价 2655 元/吨	25 元/吨
操作	期货 2700 元/吨均价平仓，现货低价迅速销售。期货盈利 530 万元		
套利结果	套利收入 = (3230 - 2700) - (2810 - 2680) = 400 元/吨，总收入为 400 万。		

在此案例中，企业在进行期现套利前，首先要计算套利成本。当期现价差超过套利成本时，才具有无风险套利机会。此次套利前套利成本计算如下：

资金占用利息： $(2810 + 3230 \times 10\%) \times 7.84\% \times 4 \div 12 = 82$  元

到交割四个月仓储费： $0.4 \times 30 \times 4 = 48$  元

入库费用：10 元/吨

交割费用：1 元/吨

增值税：与交割结算价有关，估计约 30 元/吨

新老糖置换成本：50 元/吨 150 元/吨，以最高 150 元/吨计算

该经销商在广西当地交割库，运输成本：10 元/吨

套利成本 =  $82 + 48 + 10 + 1 + 30 + 150 + 10 = 331$  元/吨

在 9 月 5 日，价差达到 410 元/吨，高于套利成本约 80 元/吨，企业选择卖出 901 合约，锁定套利利润。等到 2009 年 1 月，企业卖出交割，便获得 80 元/吨的期现套利利润。若在持有合约期间，价差收敛到 331 以下，企业可以选择在期货价格较低的时候对期货空头头寸

进行平仓，同时顺价销售现货，结束套利。

点评：期货市场各合约间价差及期现价差的波动往往给市场带来风险较小的套利机会。白糖现货企业由于具有信息优势，更能够把握出现的套利机会，而其现货基础也使其能够进行无风险套利，通过期货市场的资产配置取得好的投资效果。

现货企业进行的套利操作主要有两种：一种是期现套利，本身拥有现货，当期现价差超过持有成本时，卖出期货合约到期交割取得套利利润；一种是跨期套利，当合约间价差超过持有成本和交割费用后，买入近月合约卖出远月合约，若价差收敛则平仓获利，若价差未收敛，则进行交割获得套利利润。

#### 四、资金管理案例

企业可以利用期货市场进行资金管理。由于期货的杠杆效应，企业可以用较少的资金通过期货市场运作来调整企业的购销和库存，缓解企业资金压力，提高资金使用效率。

##### 案例一：糖企在期货市场利用库存虚拟化来盘活资金

企业在经营过程中可能会面临市场形势较差，库存过大的情形，当企业出现资金短缺时，即使看好后市，也要销售库存来获取所需的资金。此时，企业可以在现货市场销售库存、盘活资金的同时在期货市场买入期货合约，将实有库存转化为“虚拟库存”。库存虚拟化一方面可获得大笔可支配现金，另一方面也节省了库存的仓储和管理成本，同时也可获得未来价格上涨的收益。

广西某糖厂年产白糖 30 万吨，企业领导认为 2009 年糖价会持续走高，故在 08/09 榨季初期开始加紧生产，大量压榨甘蔗，并少量销售，保持了较高库存。到 2009 年 1 月初，企业流动资金紧张，需要销售白糖库存获取资金用于甘蔗收购，但此时白糖现货价格仍然处于 2900 元/吨以下的低位。由于糖价低于成本价，该糖厂选择在现货市场清理库存获取资金的同时在期货市场买入合约。具体操作见下表 4-2：

表 4-2：糖企库存管理案例具体操作过程

日期 (2009 年)	操作	操作过程	资金流动
1 月 5 日到 1 月 12 日	销售现货库存	以 2840 元/吨在柳州市场卖出 3 万吨 以 2870 元/吨在柳州市场卖出 5 万吨	总销售收入为 22870 万元
1 月 6 日	建立虚拟库存	以 2900 元/吨买入 SR905 合约 8000 手	保证金 2320 万元
2 月 18 日	了结虚拟库存	以 3400 元/吨均价平仓 8000 手	收益 4000 万元

糖厂通过在柳州市场销售库存的同时在期货市场建立多头头寸，将现货库存通过保证金杠杆向期货市场转移，一方面盘活了库存占压资金，除去保证金外，取得可自由支配现金 2.055 亿元；另一方面，8 万吨的虚拟库存使糖厂在白糖价格回升后，通过平仓了结多头头寸获得收益 4000 万元，同时，糖厂现货库存的提前销售也降低了其仓储成本。

## 案例二：糖企通过仓单质押提前收回部分货款

由于可以进行期货仓单质押获取仓单融资，企业能够提前收拢资金，提高资金使用效率。当企业在期货市场进行卖出交易时，相当于签订远期合同。一般情况下，合约到期时，如果企业以交割方式了结仓位，作为期货市场的卖方，企业只有交出白糖仓单后，才能拿到买方支付的货款，但如果企业将注册的仓单到银行进行了仓单质押，就可以提前收回部分货款。

白糖推荐网站:

郑州商品交易所: [www.czce.com.cn](http://www.czce.com.cn)

中国食糖网: [www.chinasugarmarket.com](http://www.chinasugarmarket.com)

中国糖网: [www.cnsugar.cn](http://www.cnsugar.cn)

中国糖业交易网: [www.ec-sugar.com](http://www.ec-sugar.com)

糖网: [www.sugarinfo.net](http://www.sugarinfo.net)

广东糖网: [www.gdsm.cn](http://www.gdsm.cn)

广西糖网: [www.gsmn.com.cn](http://www.gsmn.com.cn)

云南糖网: [www.ynsugar.com](http://www.ynsugar.com)