

白糖期权上市两周年系列报道之二

中轻糖业:

白糖期权让企业轻装上阵

■ 记者 郭梦雯

作为连接上下游的渠道和蓄水池,贸易企业在白糖产业链中扮演着重要的角色。毫无疑问,贸易企业对于上游、下游的价格变动十分敏感,两个环节中任一环节的价格波动都有可能使其在经营中遭受损失。而对于同时拥有进出口业务的企业,风险管理能力更是关乎生存的看家本领。广东中轻糖业集团有限公司(简称中轻糖业)就是这样一家贸易型企业,其在经营中灵活运用期权工具,巧妙锁定了现货经营的风险敞口,同时有效缓解了企业的资金压力,在国内食糖产业进入增产周期时,仍有效提高了企业的经济效益和竞争力。

A 价格下行周期中 套保观念需扭转

多年来,食糖现货价格在年度和季度间都表现出较强的周期性特征,市场波动较为频繁。中轻糖业作为中游的贸易商企业,国际贸易和国内购销业务使其同时受到国内外糖价波动的影响,这对企业风险管理能力提出了巨大挑战。

“本榨季我们可以很清楚地看到白糖价格出现一个下跌趋势,之前曾出现了6200—6300元/吨的价格高点,而后也曾出现过5100元/吨的低点,跌幅超过1000元/吨。”中轻糖业战略投资部总经理张桥森对期货日报记者分析,白糖价格下跌的原因应该是商品的周期造成的,作为一个农产品品种,食糖产业基本遵循着3年增产、3年减产的周期性规律,目前新的榨季正处于增产周期的中间一年。在增产年份,白糖的价格面临压力是较为正常的。另外,白糖还是一个全球性品

种,国内的产业情况和全球的食糖周期也较为吻合。国内、国外两个增产周期的叠加,导致了此轮白糖价格的下跌。

张桥森坦言,作为贸易商来说,经营中最大的风险是来自价格波动的风险。他认为,在企业经营中,尤其是在增产周期下价格进入下行通道时,合理地利用金融工具为企业风险管理十分必要。“在市场预期较为悲观,下跌周期仍将持续的情况下,糖厂这样的生产企业可以在适合的价位把未来一部分的库存套在盘面上,通过期货的盈利弥补现货的亏损。但是值得注意的是,套保过程中可能会出现现货和期货的下跌幅度不同,即基差风险。受到预期的影响,在价格下行的时候基差很有可能会扩大,这对于在下跌周期中做卖出套保的企业其实是更有利的。”他说。

事实上,部分生产企业在下跌周期中做套保的意愿并不强烈,在张桥森看来,这些企业的思路应该扭转。“其实,企业不做套保,价格还是会下跌,但是做了套保以后就可以很大程度上弥补现货上的损失。就是说,在价格下跌的情况下,企业原本要亏1000元/吨,但是如果做期货的话可能就会将亏损降至500元/吨。这个时候企业没有更多的选择,因为市场行情已经注定了这个年度就是没有钱挣的,那么我们要考虑的就是怎么样能把风险锁定,怎么样让亏损减小。这应该是一个观念上的问题,企业不能完全以现货买卖的思维去考虑金融工具的操作,因为金融工具本身并不能保证企业一定实现盈利,它的功能是要让企业在合理范围内控制可以预见的风险。”他说。

B “双剑合璧”为企业撑起“保护伞”

据了解,中轻糖业是最早一批陪伴白糖期货成长起来的企业。自2006年白糖期货上市以来,中轻糖业就高度重视,并率先利用期货工具进行对冲服务集团的生产经营,12年来积累了丰富的经验。经过长期的实际操作与探索总结,中轻糖业整合内部资源,设立了集白糖行业研究、部门套期保值、白糖投资自营为一身的投资部,统领企业的白糖风险管理业务。

投资部秉承创造价值理念,运用定性和定量相结合的方法对白糖行业进行深入研究,定期对白糖走势进行基本面和技术面的分析并出具分析报告,并安排专人到产销区调研获取最新的行业信息。同时致力于公司的研发领先战略目标,以专业化带动研发工作,充分利用公司的专业优势,将现货市场产业链的联动和期货市场的分析有效结合,做深白糖品种,逐步形成具有前瞻性、准确性的“中轻观点”。

此外,投资部结合实际情况合理运用期货工具,为公司的业务部门进行套期保值服务,有效规避由于价格的波动给公司带来的生产经营风险,为公司的稳定发展服务。同时依托于自身的

研发优势,给予公司糖业部、进出口部、市场部等与期货业务相关的部门提供行业分析及趋势判断,并提供行业拐点前瞻性预测,提示交易风险,充分发挥期货市场服务实体经济的作用。

2017年4月,郑商所白糖期权正式上市。白糖场内期权的出现,对整个行业的定价模式、市场格局及产业竞争产生显著影响,在极大地丰富风险管理和财富管理工具的同时,也为涉糖企业提供更好的避险工具。中轻糖业对新型风险管理工具极为重视,因此早在白糖期权上市前就已经开始关注这一衍生品工具,并进行积极准备和探索。

早在2015年,中轻糖业就已经开始主动了解场外期权业务的相关资讯,安排公司主要人员参加期权基础知识的培训,学习期权相关的操作要点及策略。2017年1月,白糖场内期权开展仿真交易,中轻糖业率先申请账号进行测试,深入了解场内期权交易、结算和风控的相关流程,做好实战准备。2017年4月,白糖场内期权正式上市,中轻糖业开始进行场内期权与现货买卖结合的测试,借此不断完善企业套期交易的制度措施

和人员配备。

与期货相比,期权在灵活、高效方面有明显的优势。“在白糖场内期权上市以前,企业主要利用期货进行现货套保,策略往往比较单一,主要还是参考生产成本,加上一定的利润进行套保。而在价格上行的行情时,糖价上涨空间可能远超公司的套保价,资金压力将会变得非常大。但期权工具出现了以后,这种情况得到了很大改善。因为期权有更加多样化的获利方式,更加精细化的策略空间,更大的容错空间和更高的资金利用效率,所以不管是用在现货套保,还是用在期货头寸的保护上,期权都能充分发挥它独有的优势。”中轻糖业相关负责人表示。

在具体的操作上,中轻糖业会结合企业情况和市场研判选择做买方或卖方。“如果我们预估未来可能会发生一些小概率事件,那么就会选择做买方。至于卖方的情况,则是当我们预估未来很难达到一个价格时,我们就可能去做卖出的操作,赚取权利金。通常我们会用期货锁定现货的风险,再用期权锁定期货的风险。”张桥森说。

C 发挥期权资金优势 帮助企业放下包袱

期货套保是目前市场上普遍运用的套保手段,利用期货套保也具备其特有的优势。只是当企业遇到某些特定情形的时候,可在其已有的期货套保策略的基础上增加期权工具,利用期权给期货头寸“上保险”,大大增加避险资金的安全性。

据介绍,今年5月份,中轻糖业利用白糖期权对于企业采购库存进行了套期保值,在提高资金利用率的基础上,成功为企业规避了价格下行带来的风险。

2017/2018榨季,国际市场在总体供应过剩的背景下延续了前一年度的下跌走势,由榨季初的15.5美分/磅一直震荡下行,一度跌至10美分/磅的近十年新低,下行周期的格局较为明显。这主要是因为全球结束连续两年供需缺口,产量大幅增长,其中以全球第二及第三大主产国印度和泰国的增产预期对市场影响最大。印度预期大幅增产50%以上至3150万至3200万吨,泰国预期增产45%至1460万吨,创历史新高;虽然第一产糖国巴西预期减产,但预期减产幅度远远不能缓解全球供过于求的局面。

国内市场方面,2017/2018榨季,国内处于三年增产周期的第二年,下行周期延续,增产预期明确。同时配额外进口指标增加50万吨,叠加非正式糖源的竞争,北方甜菜糖大幅度套保和甘蔗直补政策传闻的影响,国内价格持续下跌,从榨季初的6500元/吨一路下滑至4750元/吨附近。基本面的弱势基本奠定了本榨季郑糖以下跌为主,偶有反弹的基调。

此时,中轻糖业考虑到7月为传统销售旺季,当时公司库存较低,因此需要提前备货,增加

库存以应对旺季供货。但是担心现货价格在总体市场疲软的情况下继续下跌,因此需要对库存进行风险规避。考虑到郑糖价格从新榨季开始已达到了年度的低位,加上行业素有“七死八活九回头”之说,中轻糖业担心市场会出现阶段性反弹给企业带来追加保证金的压力,所以综合考虑下,决定选择利用占用资金较少的场内期权进行套期保值。

中轻糖业在当年5月28日买入现货白糖2000吨补库,价格为5600元/吨,并与下游用糖企业签订供货合同,约定7月3日进行送货。此时期货盘面收盘价格为5451元/吨。同时在盘面买入2000吨郑商所白糖虚值看跌期权SR1809P5300,权利金价格为34元/吨,锁定价格下跌风险。

6月份,受国际白糖主产国的增产影响,国际糖价仍将偏弱运行。国内方面,受有关政策性传闻的影响,市场情绪悲观,叠加外盘和原油价格下跌影响,郑糖大幅破位下跌。由于符合中轻糖业预期,因此对仓位不作调整。

7月3日,供货合同到期,中轻糖业按照合同约定销售2000吨现货白糖,销售价格为5320元/吨,现货每吨亏损280元,总计亏损56万元。此时期货盘面收盘价格为5049元/吨,低于期权执行价,SR1809P5300权利金涨到275元/吨,于是对期权进行平仓,期权方面每吨盈利241元,除去权利金6.8万元的成本,共计盈利41.4万元。综合核算现货期权,总计亏损14.6万元。

此次套期保值操作虽然最后亏损14.6万元,但如果进行套期保值,则会直接损失280

元/吨×2000吨=56万元,利用期权大大降低了企业的亏损。此外,使用场内期权进行套保,占用资金为权利金6.8万元,如果使用期货进行同等规模的套保,占用保证金(以10%算)则需要5451元/吨×2000吨×10%=109.02万元。利用期权大大节省了资金使用率,减少企业资金负担。并且最大亏损控制在权利金6.8万元以内,风险得到量化,可控性大大提高。

此外,中轻糖业在保护性看涨期权策略上也进行过操作,即利用期权为期货持仓“上保险”,实现对冲掉价格下行中的潜在的反弹性上涨风险。10月16日,中轻糖业卖出200手SR1905合约,为其2000吨库存白糖套期保值,卖出价格为5110元/吨。同时买入等量的场内白糖虚值看涨期权SR1905C5300,付出权利金125元/吨,合计25万元,构建保护性看涨期权策略。

随着时间推移,SR1905从5294元/吨一路下滑,一直没有再形成有效的反弹,加上11月正式进入开榨季节,因此中轻糖业判断10月的反弹已完全消化,决定择机对期权部位进行平仓,解除“保险”。

本次保护性看涨期权策略成本合计(125-80)元/吨×2000吨=9万元,相对于有可能出现的上涨风险所造成的亏损,这一成本远远低于企业所能承受的底线。

构建保护性看涨期权策略进行套保,能够在不影响套保持仓的前提下,规避价格阶段性上涨带来的风险,且将卖出风险控制在一一定的成本范围内,此外,由于权利金具有时间价值这一特性,因此只要在行权之前平仓,还能取回剩余的一部分权利金,进一步压缩避险成本。

行业动态

期现融合助力钢铁行业高质量发展

■ 记者 杨美

2019年以来,钢铁行业面临着日趋复杂的国内外环境,市场不确定性增加,如何管理市场风险成为各方关注焦点。4月19日,在上期所、大商所等联合主办的“2019年中国钢铁产业期货大会”上,来自行业协会、大型钢铁企业、期货公司的100多位代表共聚南京,探讨新形势下钢铁产业和期货市场如何深度融合,期货市场如何服务钢铁行业高质量发展。

钢铁企业拥抱期货工具正当时

在成本压力增大、钢铁行业不确定性和风险因素增加的背景下,钢材企业对于期货衍生品的重视程度日益提升。“对钢铁企业来说,当今行业竞争格局已从钢铁生产、钢材销售、贸易流通这三大传统的现货战场,向钢铁电商和衍生品市场拓展。钢企传统的经营模式存在诸多痛点,在现在激烈的市场竞争中,已容不得我们犹豫是否使用衍生品工具,而是必须思考如何正确的使用期货工具为企业经营保驾护航。”南钢股份党委书记、董事长黄一新表示,钢铁产业链金融属性不断增强,成交量持续上升,为企业稳定经营提供了有效的金融工具和套保容量。期货价格引导了现货定价,其价格波动为企业开展套期保值带来了机会。

从南钢利用衍生品进行期货套期保值的实践来看,南钢股份副总裁徐林介绍,进行套期保值使得南钢化挑战为机遇,实现了产融深度融合,提升了企业的综合实力。当前钢铁行业已进入期现融合新时代,在商品价格大幅波动的情况下,通过套期保值,能够熨平企业的利润曲线,规避极端风险,为企业稳定生产经营提供保障。在丰富购销渠道的同时,还能减少资金占用、降低企业的财务成本,建立期货的虚拟库存较实物库存节省了物流、仓储等运营成本。

对于企业如何通过套期保值进行原料采购风险管理,沙钢商贸总经理李向阳认为,传统上采购原料和销售钢材是通过现货市场进行,钢厂参与期货市场后,可以在期货市场建立虚拟通道,利用期货与现货的价差实现套利。“当期货合约被高估时,企业可以卖出该期货合约,建立相应套利头寸。当期货价差趋于正常时,将期货合约平仓,可以获得套利利润,这是正向基差套利。反之,当期货合约被低估时,企业可以买入该期货合约,当价差修复时平仓获利,这是反向基差套利。”李向阳说。

据悉,近年来,铁矿石期货等衍生品市场迅速发展为行业管理风险提供了有效工具。大商所会员服务部相关负责人表示,铁矿石期货自上市以来,市场运行平稳有序,客户结构日益优化,产业参与度逐步提高,市场功能发挥情况良好。在流动性上,2018年铁矿石期货日均成交97.32万手,为企业套期保值等相关操作提供了足够深度。在产业参与度上,已有1000多家钢厂、贸易商等产业客户参与到铁矿石期货交易,国内前十大钢铁企业中有8家已经参与。在市场功能上,截至2018年底铁矿石期货现货价格相关性高达0.98,与普氏指数、新交所铁矿石期货价格的相关性在0.95以上,已成为国内外现货贸易定价和指数编制的重要参考。

铁矿石期货国际化促进基差贸易推广

随着钢铁行业进入期现融合新时代,基差贸易作为一种以期货价格为基准的贸易方式,使得风险管理与企业生产经营有了更紧密的结合,近年来在钢铁行业得到了更多关注和普及。

“中国每年铁矿石使用量超过10亿吨,钢铁行业的波动性在过去几年内表现尤为显著。在这样的背景下,铁矿石的基差贸易合约能够充分帮助企业管理原材料风险,更好地发挥金融衍生品为钢铁产业服务的作用。”嘉吉投资金属事业部中国战略客户总监王强在会上说。

“大宗商品市场发展的一般路径是从现货直接交易到远期合约、期货、掉期和基差合约。以期货价格为基准的基差贸易在企业风险管理中的作用主要表现在:一是在基差贸易合约中企业可以锁定其实际需求,并将现货价格与金融化、流动性好的期货品种关联;二是企业可以灵活地选择对冲策略,最大化交易所品种的作用;三是在铁矿石原材料精细化管理的大背景下,点价合约提供了对品种间价差最理想的管理手段。”王强说,对于铁矿石而言,大商所铁矿石期货交易量大,持仓量领先于国际其他铁矿石衍生品,尤其铁矿石期货引入境外交易者后,市场影响提升,为中国港口铁矿石现货贸易提供了优质的定价依据。

据介绍,大商所自2017年开始持续开展基差贸易的创新试点。截至目前,大商所共支持开展了8个铁矿石基差贸易试点项目,河钢、鞍钢、福建三钢等很多行业代表性企业都参与了试点工作。2018年,河钢和嘉吉以期货定价的方式签署了意向采购200万吨、年内采购60万吨的铁矿石采购协议。2018年采购的60万吨铁矿石为河钢节约采购成本约1450万元,不仅为企业采购铁矿石提供了新模式,还有效降低了企业采购成本。

记者了解到,2018年5月铁矿石期货引入境外交易者,对于提高铁矿石期货价格的代表性、在国际贸易中推广基差贸易模式具有重要意义。截至2018年底,来自10个国家和地区的113个境外客户开户,除嘉吉、嘉能可、托克等全球前五大贸易企业早已参与铁矿石期货交易外,一批日韩企业或以境内注册主体身份、或通过境内产业客户代理的方式参与了铁矿石期货交易。据粗略统计,目前铁矿石期货市场上外资背景企业的成交、持仓占比已超过5%。

“铁矿石期货国际化是基差贸易健康发展的催化剂,有利于吸引更多境外矿山等产业企业关注和参与我国期货市场。以期货价格为基准的贸易定价方式灵活实用,可以保障企业利益、提升钢铁企业的定价主动性。下一步,在深化铁矿石期货对外开放的同时,大商所将持续推广铁矿石基差贸易,支持产业链实体经济开展基于铁矿石期货价格的基差贸易试点,提供一对一服务,结合企业实际需求进行定制化培训,助力钢铁企业在基差贸易实践中积累经验、完善模式。”大商所会员服务部相关负责人表示。