

制度先行，规范运作

浙江省纺织品进出口集团有限公司棉花“点基地”案例

目 录

目 录.....	3
一、浙江纺织品进出口集团有限公司基本情况	4
二、“谈棉论道”棉花会引合作契机	4
三、深入调研，量身定制	5
四、策略稳健，执行规范	6
五、依托郑棉，期现套利渐入佳境	10
六、期现结合，风控为先	13
七、小结	14

一、浙江省纺织品进出口集团有限公司基本情况

浙江省纺织品进出口集团有限公司隶属于浙江省国际贸易集团有限公司，是中国纺织品服装进出口行业主要的专业公司之一，是中国纺织品进出口商会常务理事企业。公司董事长周建雄先生兼任中国纺织品进出口商会副会长。

公司从 1980 年开始经营纺织品进出口业务，现有 17 家子公司和 2 家大型仓库。公司以纺织品服装出口为主业，主要经营面料、服装和家纺产品；兼营机电、轻工、工艺、化工等产品的出口和大宗商品进口、国际知名品牌代理、出口货物运输代理、对外投资等业务，2014 年公司年经营规模 40 亿元。

公司被海关授予 AA 类管理企业；被中国对外贸易经济合作企业协会评定为“AAA 级对外贸易诚信企业”；被中国纺织品进出口商会评定为“企业信用评价 AAA 级信用企业”。

二、“谈棉论道”棉花会引合作契机

从 2012 年开始，在郑商所农产品部的支持下，大地期货有限公司每年在杭州举办“谈棉论道”的棉花产业高端交流会。2014 年的“谈棉论道”会议，邀请浙纺集团负责棉纱进口业务的贸易一部负责人陈加祥经理参加了会议讨论，经会议熟悉以后，大地期货和浙纺集团开始建立定期的交流机制，并且邀请经验丰富的陈经理加入由大地期货牵头的棉花纺织产业投资机构的不定期聚会讨论。陈经理是做了 20 年棉花和棉纱生意的老棉花，在前一个单位时已经积累了丰富的

棉花期现货操作经验，参与了几次沙龙讨论后，基于大家对 2014 年后期棉花的一致不乐观的预期，陈经理考虑到必须将浙纺集团棉纱进口的存货和在途货物的跌价风险进行套保，于是开始向浙纺集团经营班子报告，申请开展期货套期保值业务。通过反复沟通，浙纺集团领导班子经研究决定，初步同意由陈经理负责的贸易一部先进行试点开展期货套期保值业务。



“谈棉论道 2014”大地期货棉花

三、深入调研，量身定制度

2014 年 8 月，大地期货有限公司开始与浙纺集团进行期货套期保值业务专项对接，大地期货由研究总监周文科牵头，协调运作中心、财务部组成一个项目小组，有针对性地开始协助浙纺集团进行套期保值业务的制度建设。大地期货项目组通过对浙纺集团董事长、总裁、业务分管副总裁、管理部、财务部、贸易部等各级人员的拜访调研。根据企业调研得到的信息，8 月底完成了《浙江省纺织品进出口集团

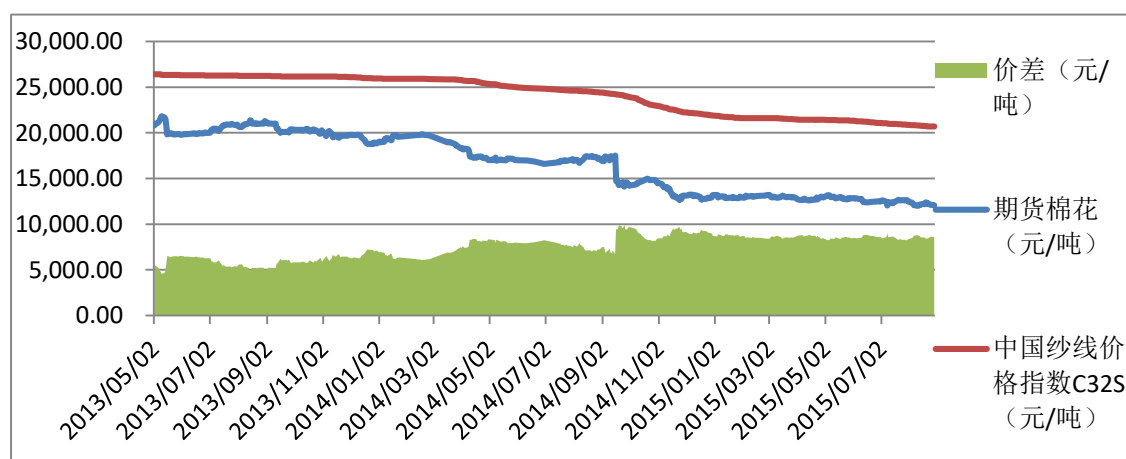
有限公司套期保值业务管理制度》初稿，内容包含了套保准则、运营模式、组织结构，岗位权限、运营流程、结算、风控处理、信息收集、档案整理、期现对应标的物等，浙纺集团由朱副总裁牵头召集贸易部、管理部、财务部、办公室等进行讨论，对《管理制度》进行优化，9月中旬，大地期货项目组完成了《浙江省纺织品进出口集团套期保值业务管理制度》修改稿，经浙纺集团评审后，同时向上级浙江省国际贸易集团进行开展套期保值业务申报审批。11月，浙纺集团董事长亲自召集管理班子、各相关部门负责人、具体业务执行人，邀请大地期货浙纺项目组对浙纺团队进行期货基础知识、期货功能、套保相关业务流程、岗位权限、风控、套保策略涉及、方案执行、效果评估、财务处理等知识逐一进行培训，培训会上，浙纺集团各级人员提出很多实际操作的可能会遇到的难点和应对措施，大地期货项目组一一进行了解答，大地期货财务部、运作中心和浙纺集团对口部门建立联系，持续地为浙纺集团提供套期保值业务进行专业指导。12月，浙纺集团正式开始规范运行棉花期货套期保值业务。

四、稳健策略，规范执行

（一）棉纱和棉花期货的价差关系分析

2011/12 年度—2013/14 年度，国家实行棉花收储，尤其是2013/14 年度，90%以上的国内棉花上交国储，造成期货标的物缺失，郑棉期货由于没了可交割的棉花现货，对棉花现货的定价作用几乎丧失。因此，全棉纱和棉花现货之间相对稳定的加工费价差关系没有反

应到全棉纱和郑棉期货的价差走势上，全棉纱和郑棉期货之间的价差关系非常不稳定。但是，随着 2014/15 年度国家取消棉花收储，2014 年 9 月以后，郑棉期货恢复了对现货的价格指引功能，由于全棉纱和棉花现货的价差基本稳定，所以，我们可以考虑用郑棉期货对浙纺集团的全棉纱进行虚拟库存管理。（实际后来从图表可以验证大地期货和浙纺团队的当初设想的逻辑合理性，32 支全棉纱和郑棉期货的价差主要维持在 8000—8500 元/吨区间）。



32 支全棉纱和郑棉期货连续的价格同列

（二）设计棉纱库存的套保比例和方向

浙纺集团棉纱常备库存 5000 吨，因为考虑到 2014/15 年度取消收储改直补后，全球和国内棉花供过于求的格局延续，预期棉花和棉纱价格将在未来半年内不容乐观，库存面临跌价损失风险，因此，有必要对常备的棉纱现货库存和在途订单进行全部保值。但是，考虑到浙纺集团是省属国企的因素，为了能够稳定推进期货保值业务的长期开展，因此前期采取稳起步的策略，通过部分套保的尝试，积累团队套期保值的运作经验教训，为将来全额套保、虚拟库存调节、基差交易等积累经验。浙纺集团经营班子通过讨论决定：1、先尝试对现货

常备库存的 40%比例进行期货保值操作，也即 2000 吨；2、前期只对棉纱库存做卖出保值，暂不建虚拟库存和不做基差套利，待套保流程熟练运行后再行考虑。

（三）策略分析、执行和效果评估

2011/12-2013/14 年度全球棉花供过于求，代表除中国外的棉花价格的 ICE 棉花价格从 2011 年 3 月的 220 美分/磅一直滑落到 2014 年 12 月的 60 美分/磅左右，按照现货升水 15 美分/磅进口 1%关税计算，折合国内价格 11900 元/吨。而国内棉花由于三年国家收储，虽然稳定了国内的棉花种植面积，但是，期间造成内外棉价差最高达 6000 元，严重损害了下游纺织行业的全球竞争力，部分大型纺织厂不仅有 1%进口配额的优势，同时还有资金优势，将纱厂外迁到越南、印度、巴基斯坦等国家，以维持在全球纺织行业的竞争力，但是不具备到国外设厂实力又无 1%关税进口配额的中小纺织服装企业只能在残酷的竞争环境中败下阵来，大量的企业迫于政策的不平衡被迫关停，中国国内年度棉花需求从 1100 万吨下滑到 750 万吨，棉纱从净出口 50 万吨/年到净进口 170 万吨/年。根据大地期货和浙纺团队的分析，2014/15 年度，中国国内棉花供应预计 650 万吨，WTO 规则进口配额 89.4 万吨，滑准税进口预计 60 万吨，实际供应量大约 800 万吨，而预计需求 750 万吨，因为前期价格预期下跌，所以期初期末库存维持平稳，则 2014/15 年度棉花将供过于求，况且还有 1100 万吨天量的国储棉花需要每年部分抛储出库。因此，2014/15 年度棉花在供大于求的局面下，价格将继续寻底。前期大地期货研究团队开展了对浙江、

江苏、山东的下游纺织品企业进行调研，下游纺企普遍认为中低端的内外纱和内外棉价格必须相同，才会考虑用国产棉纱。因此，我们预期，通过棉纱价格的反压，国内的棉花未来将和国外棉花 1%关税进口价相当，也即 ICE60 美分/磅对应的郑棉价格 11900 元/吨附近。

2014 年 12 月，浙纺集团开始在 cf1505 合约上进行开仓卖出 400 手（2000 吨），均价为 13000 元，后来在 1 月底，在 13200 附近平仓，平均平仓亏损 200 元/吨，在 13400 元/吨的价格将空单移到了 cf1509 合约，然后一直持有。2015 年 6 月底，国储抛储消息出来后，大地期货研究团队和浙纺团队经过讨论，预期棉花这个时候可能是基本面最坏的时候，同时，我们监控到市场上手采棉花仓单现货销售的价格一直维持在 13500 元/吨以上，机采棉的仓单按照现货价销售 12500 元—12800 元/吨，现货有止跌迹象。虽然有部分兵团棉花积压出现卖棉难，但是通过了解，兵团各师积压的库存大部分没法通过期货仓单的质检，因此，新疆建设兵团库存棉花不能反应可交割棉花的供需，兵团最后棉花拍卖的价格不能代表郑棉期货的价格。于是浙纺集团贸易一部决定在 7 月上旬将 cf1509 合约的套保空单逐步进行平仓，到 2015 年 7 月 7 日全部平仓完成，平仓均价 12500 元/吨。该套保方案执行完成后，cf1509 合约期货空单平均盈利 900 元/吨，减去前期 cf1505 合约的亏损 200 元/吨，合计盈利 700 元/吨。期间现货棉纱从 21100 元/吨下跌到 20400 元/吨，基本上棉纱现货的下跌的亏损和棉花期货套保盈利持平，避免了 2000 吨棉纱库存跌价 140 万左右的损失。通过套期保值操作，浙纺集团基本实现了接近所对应棉纱现货

头寸 100%的套保率。

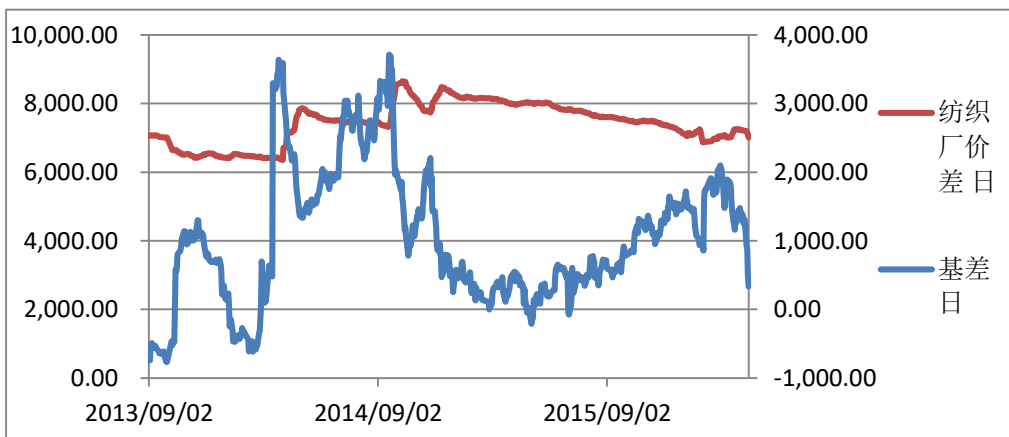
期间执行过程中，经历过 2 个月的期货持仓的浮亏，浙纺团队上下面临很大压力，期货小组曾在会议讨论过是否止损。但是正因为浙纺现货团队和大地期货研究团队对棉花供需的扎实的基础研究及推理呈现，坚定了浙纺集团将套保持仓坚持到底的决心。

五、依托郑棉期货，棉纱和郑棉套利渐入佳境

2015 年 8 月，经历了股灾后的纺织产业也面临着普遍的现金流危机，直到 9 月传统纺织行业旺季，也未见棉花和棉纱需求起色，更不见往年的加库存的景象。大地期货研究团队在郑商所农产品部的带领下，参加了新疆南北疆棉花产量调研，回来后建议浙纺贸易一部按计划开展新疆棉花现货业务。为此，浙纺集团非常重视，棉花现货业务的开展，将为棉花期货和棉纱的套保和对冲铺垫了一座桥梁。于是，贸易一部陈经理立即从市场上招聘了棉花现货贸易经验丰富的团队。10 月份，浙纺贸易一部、管理部、财务部一行相关人员赴北疆拜访兵团各师和轧花厂，计划采购高等级棉花。但是 2015 年新疆产的高等级棉花比较紧俏，大型纺企定向预定采购，资源比较紧缺，加上对现货棉花预期相对悲观，期货贴水套保比较难做，考虑到棉花现货经营开局阶段潜在的风险比较大，浙纺的棉花现货团队暂时转回集团优势的棉纱进口和国内销售业务。浙纺集团暂时放弃了棉花的期现结合的机会，但是保留适当的时候重启棉花贸易和开展棉花期现货业务的能力，而且棉纱贸易和郑棉期货的套保和基差交易的机会一直没有放

弃。

2015 年 12 月底，郑棉期货到了 11300 元/吨（考虑到平均 500 元/吨的仓单升水，折合现货 11800 元/吨），此时棉花现货在 13000 元/吨，期现价差 1200 元，此时 32 支普梳纱价格在 20150 元/吨，期货折算到现货后和 32 支普梳纱价差在 8350 元/吨，现货只有在 2014 年才出现那么高的价差机会，目前在纺织产能过剩的环境下，高于 8000 元/吨虚拟纺织厂的加工费用很难维持，浙纺集团贸易一部和大地期货研发部于是召开专题讨论，设计了一个做空纺织厂加工费用的套利方案：将浙纺集团现有的全棉纱线库存降低 2000 吨，同时在郑棉期货上对应买入 2000 吨棉花，考虑到现货销售的时间进度，因此采取分批实施、期现同步的策略。方案设计完成提交给浙纺集团相关部门审批通过，立即进入实施。



2016 年 1 月上旬，浙纺集团贸易一部实现全棉纱降库存 1000 吨，同期在郑棉期货 1609 合约上买入 1000 吨(折合 200 手)，均价 11200 元/吨，随后，棉花现货和郑棉期货价差波动剧烈，32 支普梳纱和棉花现货价差在稳步走低。至 2 月底，棉花现货和期货基差最高达到 2100 元，棉花现货和 32 支喷气纱的价差 7050 元，考虑到郑棉期货

仓单的平均升水 500 元/吨，那么郑棉期货 1609 合约和 32 支普梳纱的价差约 8650 元，达到最近 3 年的高位值。于是浙纺集团一边加快全棉纱库存的去库存，至 3 月上旬，完成了计划额度内还有的 1000 吨现货去库存的任务，32 支棉纱售价平均 19150 元/吨，同时在郑棉期货 1609 合约上买入 1000 吨（折合 200 手），买入平均成本 10400 元/吨。4 月中旬，郑棉期货暴涨，32 支全面纱价格维持在 19100 元/吨附近，此时棉花期现基差低于 500 元/吨，考虑到仓单升水 500 元因素，实际郑棉期价已经升水现货，而现货和 32 支纱价差在 7000 元/吨附近，意味着郑棉期货折现货和 32 支全棉纱价差已经低于 7000 元/吨。于是，浙纺集团贸易一部将 2000 吨郑棉期货 1609 合约的多单全部平仓，同时现货市场买入 2000 吨 32 支全棉纱。该方案从实施到结束，时间跨度将近 4 个月，其中现货减亏 125 万元，期货端盈利 140 万元，合计增加利润 265 万元。

现货	卖出 20100 元/吨 *1000 吨	卖出 19150 元/吨 *1000 吨	买入 19000 元/吨 *2000 吨	减亏 125 万元
期货	买入 11200 元/吨 *1000 吨	买入 10400 元/吨 *1000 吨	卖出 11500 元*2000 吨	盈利 140 万元
合计	总库存未变	总库存未变	总库存未变	增利 265 万元

2016 年 7 月初，郑棉价格在 15100 元/吨时，32 支喷气纱价格在 21500 元/吨左右，浙纺集团贸易一部买入 32 支喷气纱 1000 吨，同时在郑棉 1701 合约卖出 1000 吨；郑棉冲高到 8 月初回落至 14900 元/吨，而那时 32 支喷气纱价格在 22100 元/吨，卖出棉纱每吨平均获利 600 元/吨，在郑棉市场我们平仓市获利 200 元/吨。现货盈利

60 万元，期货盈利 20 万元，合计盈利 80 万元。

五、期现结合，风控为先

浙纺集团的期现结合业务的能够顺利推进，除了业务开展前的制度建设保障，同时和集团把风险控制放在第一位是分不开的。在设计制度时，浙纺集团对可能产生的风险进行分类，根据不同的风险分类进行有针对性地设计相应制度进行控制和解决，并且在实践过程中进行优化和完善。

（一）合规风险控制

由总裁负责，下设监察管理员，监察管理员随时进行合规检查，以确保期现结合业务不触碰相关的期货法律和法规，同时又满足集团统一监管的要求，保证期现结合业务按照公司通过的方案设计有序进行。

（二）管理风险控制

在业务开展前，先进行《浙江省纺织品进出口集团有限公司套期保值业务管理制度》，规范了各岗位的职责、流程、进行相应的授权，运行过程中对制度和流程进行优化完善。期现结合过程中，重点审查贸易一部现货业务和期货业务计划的对应状况，交易员的交易行为是否和报批的方案是否一致，检查各部门是否对应进行了档案和交易结算材料的存档保存。严格规定保密制度，对于泄漏公司期现结合头寸信息对公司造成重大影响的人员，将进行严厉追责。

（三）流程风险控制

主要是针对期现结合执行过程中，若出现短期的市场风险和环

风险，如果流程反应不及时，将可能造成计划无法顺利执行或头寸裸露，由此会带来巨大的损失。比如 2016 年 11 月 11 日，短期剧烈的市场波动，期货端容易出现大幅浮亏造成被期货公司强平，以至于现货头寸单独裸露。浙纺集团当天紧急开了期货小组碰头会，考虑到 CF1701 合约已经升水现货超过 1500 元/吨，期现价差交割前一定会回归，因此，当天采取应急的保证金打款流程，在期货公司结算前入金 300 万，保证期货头寸能扛住当天晚上的涨停板，保证期现总头寸的稳定，不去赌后市市场的继续上涨而现货头寸裸露单边获利的机会。11 月 11 日晚上，期货大跌，期现回归，11 月 14 日，顺利实现期货头寸的平仓出场，现货进行平价销售。

（四）市场风险控制

市场风险的防控，主要围绕二个重点。一是贸易一部设置专人进行纺织行业的市场信息收集、筛选和整理，跟踪行业政策、产业链各道的价格、库存、加工费和期现之间价差变化，防止产业链供需基本面发生重大变化造成期价短期的冲击风险。二是关注市场重大的财政、货币政策和市场情绪的变化造成短期对棉花期货的冲击，及时提前合理安排资金和期现头寸。

七、小结

浙江省纺织品进出口集团从 2014 年开始进行套期保值业务的筹备，从制度建设入手，将风险控制放在首位，凭借浙纺集团扎实的现货基础和稳健的工作作风，踏踏实实地把郑棉期货当成一个活跃的购

销市场和风险对冲的场所，充分利用产业链上下游间各品种的相互关联性和相对价差波动，一方面实现利用与现货相关联的期货进行套期保值，同时又捕捉到关联的期现货之间的价差波动的机会，逻辑推导严密，过程执行规范，为今后持续地产业融结合奠定良好的开端，也为企业现货业务规模的拓展积累了宝贵的经验。

大地期货有限公司研发部 周文科整理