

目录

保障产能最大化 追求利润平稳增长.....	1
—— 恒力石化“点”基地建设报告	
厦门国贸集团股份有限公司 PTA 点基地项目报告.....	12
发挥市场纠偏功能，为产业健康发展服务.....	25 (甲醇) 43 (玻璃)
—— 永安资本甲醇、玻璃期货“点”基地报告	
期现结合 保障企业稳健经营.....	37
—— 港丰能源“点”基地建设报告	
借平台谋发展 玻璃期货助力金晶稳健经营.....	57
—— 滕州金晶玻璃期货“点”基地报告	
借力期货春风，长利扬帆远航.....	71
—— 玻璃期货“点”基地总结案例	
正确运用期货工具 助力企业转型升级.....	83
—— 世德能源动力煤期货“点”基地报告	
期现融合，企业发展构筑闭环式良性循环.....	98
—— 厦门国贸动力煤期货“点”基地报告	

保障产能最大化 追求利润平稳增长

—— 恒力石化“点”基地建设报告

摘 要

恒力石化（大连）有限公司（以下简称恒力石化）是中国 PTA 产业的明星企业，PTA 项目总投资 340 亿元，采用国际先进的美国英威达技术，建设年产 660 万吨的三条 PTA 生产线，具有“投资规模大、生产能力强、工艺水平高、能源消耗低”等特点。在 PTA 领域，恒力石化以显著的产业优势、区域优势、技术优势及规模优势，积极抢占行业制高点，目前已成为全球规模最大的 PTA 生产基地，年销售收入达 600 亿元。公司自投产以来，积极参与期货市场，利用期货市场的价格发现和套期保值功能管理现货经营风险，安排企业的生产和销售计划。

恒力石化在郑州商品交易所的大力支持和协助下，通过不断地加强理论学习、交流考察、实务操作、总结改进等，加深了对 PTA 期货市场功能作用的理解，拓宽了参与 PTA 期货市场的深度和广度。对参与期货市场的形式、策略及风险控制思路也有了明确的掌握。在此基础上，公司结合自身的生产经营情况，成功开展了套期保值的操作，从而有效规避了 PTA 现货价格波动的风险，促进了企业的生产经营，增强了企业的竞争力和生命力，在保障最大产品的前提下，追求利润的平稳增长。郑州商品交易所 PTA 期货服务实体经济的作用也由此在恒力石化得到了有效体现。

1. “点”基地企业基本情况

恒力集团始建于 1994 年，是以石化、聚酯新材料、地产和织造等四大板块为主业，热电、机械、金融、酒店等多元化发展的国际型企业。集团现拥有全球单体产能最大的 PTA 工厂、全球最大的功能性纤维生产基地、全球最大的织造企业，员工 6 万多人，建有国家“企业技术中心”，企业竞争力和产品品牌价值均列国际行业前列。

2015 年，恒力集团销售总收入 2120 亿元，利税 95 亿元，位列中国企业 500 强第 96 位、中国百强民营企业第 8 位、中国制造业企业 500 强第 31 位，获国务院颁发的“国家科技进步奖”和“全国就业先进企业”等殊荣，还先后被评为“中国化纤行业环境友好企业”、“全国纺织工业先进集体”、“国家火炬计划重点高新技术企业”、“全国企业文化建设先进单位”，多项产品荣获“中国驰名商标”、“全国用户满意产品”等称号。

在“什么时代做什么事”的恒力时代观指引下，恒力集团坚定实施企业转型升级和“全产业链”发展战略，2010 年进军石化行业，投资建设恒力石化（大连长兴岛）产业园。产业园位于大连长兴岛经济区，倚靠环渤海经济圈，先期规划 10 平方公里，分两期建设。2010 年 PTA 项目的建设是集团深化改革、实现转型升级的第一步。2014 年炼化一体化项目的筹备是集团延伸产业链，优化产业结构的第二步，也是恒力发展征程中的重要里程碑。

恒力石化 PTA 项目总投资 340 亿元,采用国际先进的美国英威达技术,建设年产 660 万吨的三条 PTA 生产线,具有“投资规模大、生产能力强、工艺水平高、能源消耗低”等特点。在 PTA 领域,恒力石化(大连长兴岛)产业园以显著的产业优势、区域优势、技术优势及规模优势,积极抢占行业制高点,目前已成为全球规模最大的 PTA 生产基地,年销售收入达 600 亿元。

恒力石化 2000 万吨/年炼化一体化项目计划投资 740 亿元,选用世界上最先进的渣油沸腾床工艺,采用 Chevron(雪佛龙)、Lummus(鲁姆斯)、BP(英国石油)、Axens(阿克森斯)等国际先进的工艺包技术以及世界领先的专业水处理工程公司法国 Degremont(得利满)的环保污水处理技术,并委托世界著名的美国 UOP、CLG 高起点、高标准、严要求规划设计。项目计划用 2 年半时间,建设 450 万吨/年芳烃联合装置、2000 万吨/年炼油化工装置、公用工程及辅助生产设施和码头工程。项目达产后可实现年产值 2300 亿元,员工近 6000 人,使中国石化产业炼化一体化生产达世界先进水平。

2014 年 8 月 8 日,《国务院关于近期支持东北振兴若干重大政策举措的意见》(国发〔2014〕28 号)文件精神中指出:“地方和企业要做好恒力炼化一体化项目前期工作并力争尽早开工。”2015 年 8 月 5 日,辽宁省环保厅批复恒力石化炼化一体化项目环境影响报告书,2015 年 9 月 9 日,辽宁省发改委核准恒力石化炼化一体化项目。2015 年 12 月 9 日,恒力石化炼化一体化项目隆重举行开工典礼。乘党的十八大春风,恒力石化成为国务院文件中提到的第一个民营企业重大项目,中国第一家进入石油炼化领域的民营企业,项目规模也将实现首次突破。

从太湖之滨走向渤海湾畔,从运河岸边来到辽东半岛,恒力石化将切实承担起企业在辽宁新一轮经济增长中应起到的作用,为辽宁沿海经济发展和东北老工业经济的振兴做出更大贡献。

2. 企业生产经营风险分析

2.1 企业现货经营情况

2.1.1 原料采购及销售模式

恒力石化主要从腾龙芳烃、中石油、中石化、中海油、S-oil、SAMSUNG、SK、MARUBENI、LG、NIPPON、三井、三菱、以及现货市场采购原料 PX,在华谊、塞拉尼斯、索普及 BP 采购 AA(醋酸),年采购额约三百亿元。

恒力石化的销售对象一般是大型的聚酯和化纤公司,主要采用签订年约的方式,随着市场的发展,也有点价、期转现、仓单贸易等方式。

2.1.2 合同约定价

每月初,恒力石化根据市场情况,参照主要 PTA 生产商逸盛大化、恒力石化、中石化、珠海 BP 等上月结价、现货价格的月度均价、外盘合同价和期货价格,并考虑成本因素,结合对市场后市判断,确定 PTA 月度报价。聚酯企业按照月度报价采购 PTA。到月底,根据现货价格月度均价、外盘合同价、期货价格及价格趋势定出结价。结价与报价之间的差异多退少补。

2.1.3 仓储物流

恒力石化仓库在仓储、管理、资质、消防和物流等各个方面都制订了完善的制度和操作流程,配备了熟练的操作人员,在国内仓储物流方面处于领先水平。

2.1.4 市场份额

恒力石化作为 PTA 行业里的龙头企业之一,在整个中国 PTA 市场的份额达到接近 15%。

2.2 企业面临的风险分析

2.2.1 常规产品价格波动的风险

恒力石化在生产经营的过程中,面临的主要常规风险就是产品价格波动的风险,一是采购原料后,产品价格下跌风险,另外一个为价格下跌带来的库存贬值风险。

由于市场上一些不确定因素爆发,导致现货价格明显下跌,恒力石化需要对下游聚酯企业用户实行追补政策,这相当于降低了销售价格,使自身利益遭受损失,这是恒力石化面临的主要风险;另外,恒力石

化在日常经营中经常需要建立产品以及原料库存，当 PTA 出现明显下跌时，这就给企业库存带来贬值的重大风险。

2.2.2 产品生产不足的风险

恒力石化在年度检修期，或者意外停产，导致产品不足，不能按照合同约定交付客户现货，就会面临客户流失的风险。

3. 参与期货历史及现状

恒力石化随着自身对期货市场内在机制和功能作用认识理解的增强，以及期货市场流动性加强，企业开始逐步加大进行套期保值操作，并成功利用期货市场进行卖出套期保值，为企业顺利度过经济危机做出了巨大贡献。近几年，企业加大在期货市场的投入，也尽可能多的利用期货市场进行套期保值，每年的保值量超过了全年产能的百分之十，通过期货市场稳定了现货经营，对于产业的扶植起到了重要作用。

恒力石化投产以来就根据之前的经验积极参与期货市场，利用期货工具管理自身的经营风险，充分利用期货市场进行点价、仓单贸易、期转现、基差交易等方式，真正体现了期货服务实体经济的重要作用。

企业利用期现之间密不可分的联系，加强市场间的信息收集、加工、利用和反馈，让期货市场提供的服务融入到销售乃至整个经营体系之中，同时又结合企业实际情况对套保操作进行了灵活的丰富和改进。企业通过对各种期货交易方式的综合运用，有效地促进了企业的生产经营，提升了企业的经营绩效。

4. 企业利用期货市场的主要形式

恒力石化根据市场波动和自身的生产经营情况，灵活多样利用期货市场管理价格风险和企业的经营风险，其主要形式为卖出套期保值交易，即当签订上游采购原料合同后在 PTA 期货市场上选择合适的合约进行卖出，避免产品价格下跌的风险；同时，产品生产不足（检修时），也会根据整个生产经营状况在期货市场建立“虚拟生产线”，买入现货满足客户需求，保持与客户长期稳定的合作关系；企业充分利用期货市场进行点价交易、期转现、仓单贸易及点价等方式弥补工厂停产导致的供应不足，避免自身的市场份额被吞并；企业介入时机的选择则主要通过综合宏观、产业未来走势得出总体研判并结合企业自身的实际生产经营情况来确定，具体分析如下：

4.1 对产品进行卖出套期保值

恒力石化作为 PTA 生产企业，既要担心原材料价格上涨，又要担心成品价格下跌，当采购了高位原材料来不及消化而成品价格下跌的时候，企业的利润就被大大压缩，为避免这种风险，恒力石化利用期货市场对其成品进行卖出套期保值，有效安排生产进程。

4.1.1 市场分析

2016 年 2 月，公司购买 PX 价格 710 美元/吨，汇率按照 6.5，增值税按 17% 计算成本为：

产品成本=（PX 美元价） $710 \times 6.5 \times 0.667 \times 1.02 \times 1.17 + 600 = 4274$ 元/吨

经过对当时市场环境的分析，整个产业链利润不是很好，下游拿货意愿也不是很强烈，对于工厂而言，综合考虑各种因素，对后市的判断是面临较大的价格风险，应该要进行套期保值，于是在期货市场进行卖出保值。

4.1.2 操作过程

2016 年 2 月逐步卖出期货合约，随着原料的买入和产品的逐渐卖出，逐步把期货合约进行平仓。

4.1.3 绩效评估

虽然在进行保值的时候，期货市场有升水非常少，到考虑到后市比较悲观，进行套期保值是很有必要的，后面事实也证明，通过期货操作，成功的锁定了产品价格下跌的风险，达到了预期的保值效果。

4.2 产品生产不足的情况下，建立“虚拟生产线”

期货市场不仅可以进行传统意义的卖出套期保值，锁定预期利润和产品下跌的风险，在公司生产线检修，产品生产不足的情况下，还可以利用期货市场建立“虚拟生产线”，以满足客户需求，保持与客户长期稳定的合作关系。

4.2.1 市场分析

2015年8月，恒力石化按照生产计划要进行年度检修。但这时候市场需求比较大，一些合约客户不希望减少供货量，为了能够履行年约合同，避免流失客户，恒力石化根据当时的市场行情判断，PTA易涨难跌，于是决定在期货上建立“虚拟生产线”，买入的数量依据年约数量一定比例进行。

4.2.2 操作过程

2015年8月，逐步买入期货合约，建仓后，根据交易所规则和客户要求，分别进行了期转现、提前交割、仓单转让等操作，在不同阶段满足了客户对于现货的需求，从而保持了良好的客户关系，促进了公司的长远发展。

4.2.3 绩效评估

在公司生产线检修，产品生产不足的情况下，恒力石化利用期货市场建立“虚拟生产线”，买入一定数量的现货，交付客户，以满足客户需求，保持与客户长期稳定的合作关系，提高市场竞争力。

4.3 多种方式利用期货市场管理风险

期货市场不仅可以进行传统意义的卖出套期保值，锁定预期利润和产品下跌的风险，还可以通过期现、仓单贸易赚取加工费、点价等方式进行风险管理。

4.3.1 期转现

在公司有产能缺口时，公司要保证按照合约量对下游客户进行供应，就必须在现货市场和期货市场进行大规模的采购，比较这两个市场，期货市场具有价格公开、透明、流动性好、成交量大的优点，所以，公司在期货市场进行采购的数量就远远大于现货市场，为了能够获得较多的利润，规避价格波动的风险，公司根据原料价格、市场供应情况以及对未来价格的预期，在期货市场操作，通过标准仓单或非标准仓单期转现实现产品销售，最终保障了客户的需求。

例如，2016年5月公司与某下游聚酯客户签订销售合同，为了能够按量保障产品供应，公司在期货市场进行买入操作，当时考虑到整个市场环境不好，未来价格有下跌的风险，公司在买入近月合约的同时，在远月合约同时进行了卖出的保值动作，这样就规避了价格下跌的风险。等公司与期货近月对手盘进行了协议平仓，通过标准仓单或非标准仓单期转现拿到现货之后，再通过仓单转让或者货权转让的方式交付下游客户，同时把远月合约平仓，这样既进行了采购，达到交付客户合约货的目标，也避免了期货价格下跌带来的风险，在整个过程中，公司还利用了近月和远月合约价差的不合理波动获取了一定的利润。

4.3.2 仓单贸易，赚取加工费

仓单贸易主要是通过期货公司提供的信息，在期货市场上进行直接仓单买卖，不涉及到双方期货合约的平仓，把原来纯现货交易转变成以标准仓单为标的的现货交易，双方的资金往来通过交易所结算系统，保障了资金的安全性，同时根据期货市场价格加一定的升贴水进行定价，使价格更加公平。并且，在整个交易过程中，贸易商参与其中，避免了PTA工厂直接进行仓单贸易的尴尬。

例如，2016年4月，加工费处于高位，为了赚取加工费，公司将产能提高到最大化，导致库存增加，不能找到现成的销售对象，就将多余产品注册成期货标准仓单卖给敏锐的贸易商，贸易商利用自身优势，进行点价交易买入这些仓单，或者直接销售到市场中，或者等到加工费走低的时候再卖回给公司。通过这样的交易，工厂赚取了加工费，贸易商赚取了点价基差利润，双方都根据自身的比较优势获取了利润最大化。

4.3.3 点价

点价交易可以降低双方的风险，提高交易的效率，稳定生意上的伙伴，扩大合作的对象，并且有效实现期货与现货的“两条腿走路”。同时，点价模式可以绕开期货的标准化交割。在对方的点价协议中，基价的市场化、点价期的灵活性和升贴水的议价性，都将使得点价模式在甲醇贸易的运用中大有可为。

期货点价也可以说是基差点价。基差是期货与现货之间的价差，基差的波动情况是衡量市场效率的重要标尺。基差是否广泛得到认可和运用，是期货市场服务产业深度的重要标志之一。基差定价是一种交易方式，即买卖双方在合同订立时不确定具体的成交价格，只约定在未来某一时间对合同标的物进行实物交割，并规定以交货之前某一时间期货市场对应品种期货价格为基准，加上双方事先达成的期现货之间的价差（基差）来确定销售价格，并进行货款结算。

最为理想的基差定价是在买卖合同订立的同时，买卖双方根据市场情况选择合适时机在期货市场对该合同项下的货物进行套期保值，并在期货点价的当天通过期转现交易完成套期保值头寸了结。

随着点价交易量的增加，说明期货市场价格发现功能的作用得到了充分的发挥，恒力石化也积极参与到点价交易中。2015年6月，公司从期货市场买入了2000张标准仓单，下游企业提出通过期货市场进行点价，大家商定一个价格，在未来两天内的，如果期货市场出现这个价格，就以这个价格进行现货交割，如果期货市场没有出现这个价格，交易取消，这样就避免了因为价格争议导致贸易摩擦，结果是在未来两天内，双方商定的价格刚好是期货价格的一个中间价格，双方都利用期货市场进行了保值，点价之后，通过协议平仓和仓单转让的方式完成了整个交易过程，买卖双方都获得了预期的效果。

综上所述，在公司检修，产品供应不足的情况下，利用期货市场建立“虚拟生产线”，通过期转现、仓单贸易、点价等多种方式，在规避风险的同时买入一定数量的现货，交付客户，以满足客户需求，保持与客户长期稳定的合作关系，避免了市场份额被占有的风险，为公司长久发展提供了强有力的保障。

5. 企业参与期货市场的风险控制

5.1 企业的风控思路及控制方式

恒力石化在期货上套保遵循方向相反、种类相同、数量相等、月份相同或相近的原则；规避交割风险；以一个市场盈利来弥补一个市场的亏损。如果违反方向相反原则，所做的期货交易达不到规避现货价格风险的目的，反而增加了现货价格波动的风险。只有保持两个市场上买卖数量相等，才能使一个市场上的盈利额与另一个市场上的亏损额相等或最为接近。结束套保时，两个市场上盈利额和亏损额的大小，还取决于当时的基差与开始做套保时的基差是否相等。在基差不变的情况下，两个市场上的亏损额和盈利额就取决于套保数量，只有当两个市场上买卖的数量相等时，两个市场的亏损额和盈利额才能相等。在做套保交易时，有时恒力石化难使其所买卖的期货数量等于现货市场上买卖的数量，这就给恒力石化做套保交易带来了一定困难，并在一定程度上影响套保交易效果。因为两个市场上出现的亏损额和盈利额受两个市场上价格变幅的影响，只有使所选用的期货合约的交割月份和现货市场上实际买进或卖出现货的时间相同或相近，才期价和现货价之间的联系更加精密，增强套保效果。公司卖出保值坚持“均等相对”原则；在种类上或数量上相对一致。当价格稳定之时就不需套保；比较净冒险额与保值费用，据价格短期走势预测，计算出基差预期变动额，并据此做出进出期市的时机。有担心就应入市保值，达到目的则平仓；即当预测现货价变化对恒力石化不利时，就入市；有利时，就平仓。再不利，再入市；再有利，再平仓；一旦套保后，在保持方向一致前提下，如果恒力石化发现原来判断有错误、或市场发生变化，就据市场变化作出反应。

恒力石化在参与期货市场的时候，会结合市场和自身经营情况，合理确定自身的角色，根据不同的需要，合理转换角色，相应的期货行为也同步调整，否则，就会存在角色定位和期货行为错位的风险，导致调整期货交易方向时仍机械地按照原有的角色定位对应的交易方向操作，最终使风险管理的效果背道而驰。比如，在原料充足，产品库存增加的情况下，即使行业利润可观，卖出套期保值对恒力石化是最合理的选择，而如果选择做多，博取更多的利润，将会增加企业的风险敞口；而在企业检修期间，产品供应不足，恒力石化会通过期货市场建立“虚拟生产线”，买入现货，交付客户，这时候即使会有一定损失，但为了与客户保持长期稳定的合作关系，对恒力石化来讲，也是最好的选择，而如果一味的追求短期利润，减少供货量，将会给公司长期发展带来障碍。

针对企业中长期战略而言，不能以较大的幅度违背企业在现货市场中的原有角色。而期货行为则主要是从企业行为的角度剖析，所从事的具体期货业务是具体的、与时俱进的，并非是一成不变的。准确把握现货和期货两者之间的关系，才能从根本上规避套期保值业务的风险。

5.2 出现风险时的决策和处理

企业制定了严格的套期保值制度和操作流程，严控套期保值风险。比如企业实行期货交易下单人和风控人分岗，一旦出现类似长假等带来的价格波动风险，风控人第一时间向公司套期保值决策委员会汇报，讨论采取追加保证金的措施，而后由法人代表指示资金调拨人进行相应的资金调拨操作。这一决策程序简单且有效，较好的帮助公司规避了交易价格波动较大带来的保证金风险，保障了套期保值操作的连贯有效。而一旦发现价格波动大幅超出原有套保计划，套期保值决策委员会经过讨论，也可能采取调整套保方案的措施，并指示交易下单人采取减仓或平仓的操作，并对原套保方案进行重新评估、改进或取消，从而避免企业出现更大的损失。

6. 利用期货的效果分析

期货市场是成熟市场经济体系中的重要组成部分，是企业进行价格风险管理的有效场所。PTA 期货上市以来，有效的发挥了价格发现及帮助企业规避风险的功能，随着 PTA 品种日益活跃，其对现货市场的指导作用也越来越大。作为 PTA 的生产企业，我公司自参与期货市场以来，深感期货市场的重要性和有效性。

与没有进行套期保值前对比，恒力石化参与 PTA 期货进行套保后对其生产经营有着较为有效的影响，公司充分利用期货市场，不仅多次利用期货市场进行卖出套期保值，有效锁定了产品价格下跌的风险，获得预期销售利润，促进公司的稳健发展，提高了经营效益和竞争力；更是利用期货市场建立“虚拟生产线”，通过期转现、仓单贸易等多种方式把现货和期货有效的结合起来，在管理风险的同时，买入足够量的现货交付客户，为与客户保持长期稳定的购销关系提供了保障。可以说，期货市场是一只稳定锚，保障了恒力石化这艘大船在疾风暴雨中能够顺利航行。

7. 进一步利用期货市场的建议

与没有进行套期保值前对比，恒力石化参与 PTA 期货进行套保后对其生产经营有着较为有效的影响，企业多次利用期货市场进行套期保值，有效锁定了产品价格波动的风险，获得预期利润，在公司检修时，利用期货市场建立“虚拟生产线”，保障了公司采购，维护了与客户的长久关系，促进公司的稳健发展，提高了经营效益和竞争力。

下一步参与期货市场建议：

第一，郑州商品交易所对持仓的限制。根据《郑州商品交易所期货交易风险控制管理办法》中对 PTA 的规定，客户在交割月前一个月第十五个交易日之前持仓不超过 25000 手，交割月前一个月第十六个交易日至前一个月最后一个交易日持仓不超过 10000 手，交割月份不超过 5000 手。从聚酯产业的发展趋势来看，无论是上游 PTA 工厂还是下游的聚酯工厂，目前均处于产能高度扩张中，单一公司生产、消费能力越来越大，越来越多的工厂 PTA 交易量均可达 5 万吨/月以上，目前的限额虽刚经过修改，但仍难以满足套保需求。

第二，希望交易所早日上市期权品种，企业能更有效地利用金融工具组合拳促进现货经营。我们期待郑州商品交易所上市 P T A 期权，更好地为现货企业服务。

第三，与期货公司等信息研发部门结合，完善集团套期保值决策流程，提升套期保值、期现套利、点价效果。运用期货市场服务现货的效果与对市场行情的分析和研发能力密切相关，通过与相关部门的沟通，及时获取 P T A 的最新供需状况、贸易状况，以期实现套保、套利、点价计划的内容。

我们真切的欢迎郑州商品交易所和业内同仁到恒力石化考察、指导，分享期货市场操作经验，为进一步推进 PTA 品种发展做出自己的贡献。

厦门国贸集团股份有限公司 PTA 点基地

项目报告

引 言

郑州商品交易所 PTA（精对苯二甲酸）期货将满 10 周岁。PTA 期货上市初期，PTA 行业对于期货的态度相对排斥、不理解，但如今大多数企业却把 PTA 期货用得“如鱼得水”。之所以能发生这样的改变，与 PTA 贸易商在其中发挥的重要作用密不可分。目前，套期保值、点价交易、仓单交易、仓单串换等模式已经成为企业业务模式中的“闪光点”。

与此同时 PTA 期货也给贸易商带来新的挑战，通过期货的媒介功能，PTA 市场越来越透明化，信息也越来越显性化，不过这对于行业而言是件好事。从交易角度看，PTA 供应链管理确实成为了赤裸裸的市场博弈，这使得贸易商必须具有更强的前瞻性，才可能在激烈的竞争中发展壮大。

期货市场影响着 PTA 供应链，虽然期货市场不可能决定企业的开工率，但可以肯定的是有效使用期货工具的企业，将在行业中具有长期的竞争优势、并占据强势地位。随着时间的推移，在行业整合中处于弱

势地位的企业将自然被市场所淘汰，期货市场会放大 PTA 企业之间实力强弱的差距，从侧面推动 PTA 产业链向好发展。

近几年，PTA 行业经历了从产能不足到产能过剩，在这样的情况下，供应链上中下游将更为关心 PTA 货物的流通性、安全性以及价格管理的有效性。

本文将向读者介绍国内 PTA 的主要贸易商之一厦门国贸集团股份有限公司（以下简称“厦门国贸”），并分享他们的期货经验。厦门国贸作为最早介入国内期货市场的国有控股上市公司之一，从事期现结合贸易的历史已长达 25 年。

厦门国贸能充分发挥资金优势以及参与期货市场进行套期保值的经验，结合自身优势在“空间、时间与价格”方面多维度地改变了 PTA 行业传统的竞争关系，影响着供应链上中下游的传导机制，实现了 PTA 行业的多方共赢。在市场经济环境中厦门国贸如同经营着一家大型的“PTA 超市”，满足着不同空间维度 PTA 客户的多样需求，在完成自身经营发展的同时，厦门国贸为 PTA 供应链上中下游之间的供需关系提供了充裕的缓冲区间，保证了 PTA 供应链的顺畅运行，减小了 PTA 期货市场的价格波动，为确保金融市场的平稳运行承担了厦门国贸的社会责任。

厦门国贸集团股份有限公司简介

厦门国贸集团股份有限公司是一家国有控股上市公司。始创于 1980 年，1996 年在上海证券交易所上市。经过三十多年发展，已形成供应链管理、房地产经营和金融服务三大核心业务。厦门国贸秉承“持续创造新价值”的使命，“创新、恒信、成长”的核心价值观，“激扬无限、行稳致高”的企业精神，“大舞台、大舞台、大家庭”的文化理念，锐意进取、不断创新，全力将企业打造成为令人尊敬的优秀综合服务商。

厦门国贸现行的社会责任体系包括：明晰的企业战略，较为完善的公司治理，稳健成长的经营业绩，关注并力求满足各利益相关者的需求，不断提升的人力资源管理与企业文化，积极的公益慈善、环境保护与安全生产等，上述与可持续发展紧密相关的要素已被全面贯穿到厦门国贸日常生产经营当中。

厦门国贸在追求经济效益的同时，积极承担社会责任，树立可持续发展的理念，实现了经济、社会、环境的和谐发展。多年来在社会责任方面所作的不懈努力为厦门国贸赢得了中国质量诚信企业、模范劳动关系和谐企业、模范职工之家等一系列荣誉，并入选上海证券交易所“上证公司治理指数”和“上证社会责任指数”。

2016 年 6 月厦门国贸品牌价值首破百亿元，2016 年 7 月重返中国上市公司百强；再次入选美国《财富》杂志评选的中国企业 500 强榜单（排名 111 位），其中在批发零售业榜单中位列第 6 位；入选“2015 中国最受投资者尊重的上市公司”入围奖、“2015 年中国国有上市公司社会责任榜百强”，并再次蝉联中国质量诚信企业。厦门国贸以“成为令人尊敬的综合服务商”为愿景，致力于实现经营模式的创新，不断提高公司的竞争实力，持续提升盈利水平。同时，公司注重了解不同利益相关者的关注与诉求，持续加强与股东、客户和债权人的沟通，并竭力为其提供优质的服务。2015 年 6 月，中诚信国际信用评级公司将公司主体评级由 AA+ 调整至目前企业主体评级最高级别——AAA 级，评级展望为稳定，充分体现了对公司稳健发展和诚信经营能力的认可。

回顾 2015 年，全球经济复苏疲弱，国内外经济增速持续放缓。厦门国贸迎难而上，在保持业绩稳步增长的同时，着力践行业务创新转型的发展目标，度过了不平凡的一年。厦门国贸在追求自身不断发展的同时，不忘回馈社会，在经济效益、社会公益和环境保护上做出自身应有的贡献。2016 年是国家“十三五”规划的开局之年，厦门国贸将顺应形势，以“再变革、再融合、再创业”为工作指导方针，不断提升公司的管理能力、盈利能力，继续支持社会公益事业，推动社会和谐可持续发展。

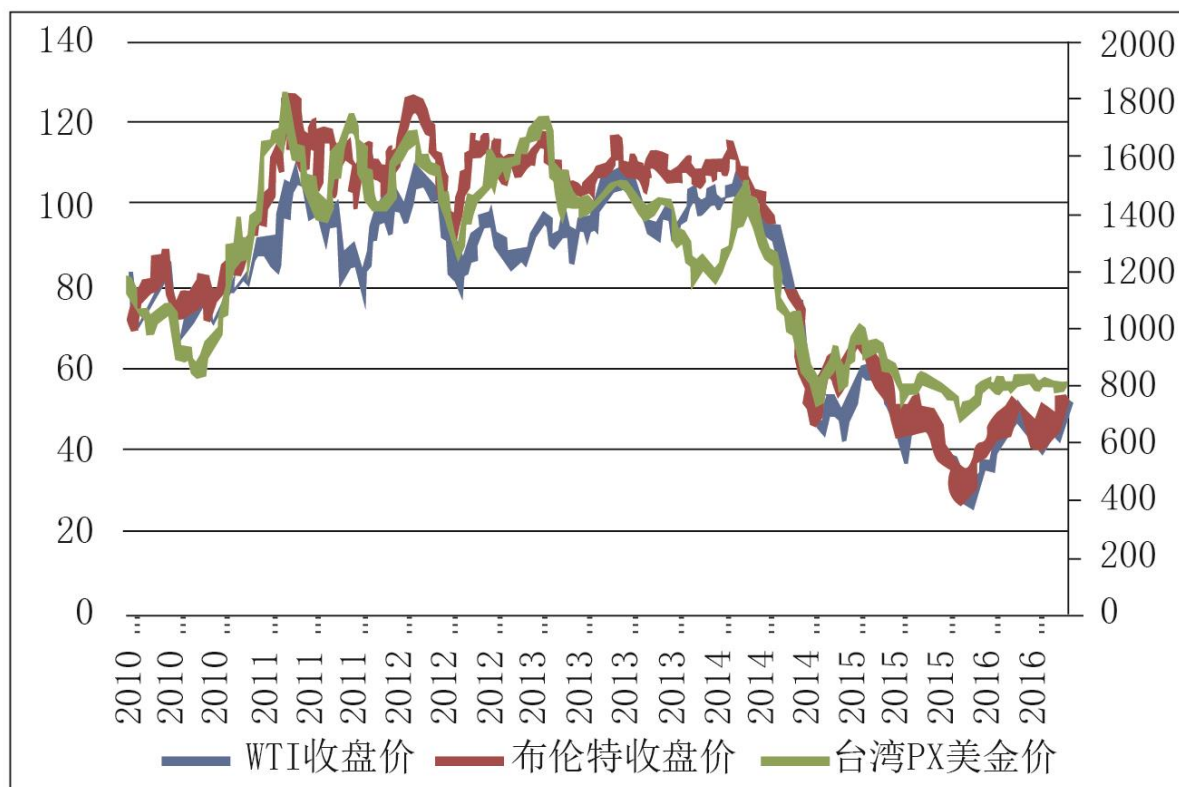
一、PTA 市场运行分析

（一）PTA 市场方面

2016 年上半年，国内 PTA 市场触底反弹，自去年开始的去产能化使得在今年一季度前 PTA 市场供需都维持偏紧行情，二季度虽然有新增产能使得产能供需格局较为宽松，但是新装置状况频发，市场整体供应有限，从月均价格来看，上半年的国内 PTA 市场整体呈现震荡上行走势。

国际原油与 PX 价格

国际原油与PX价格

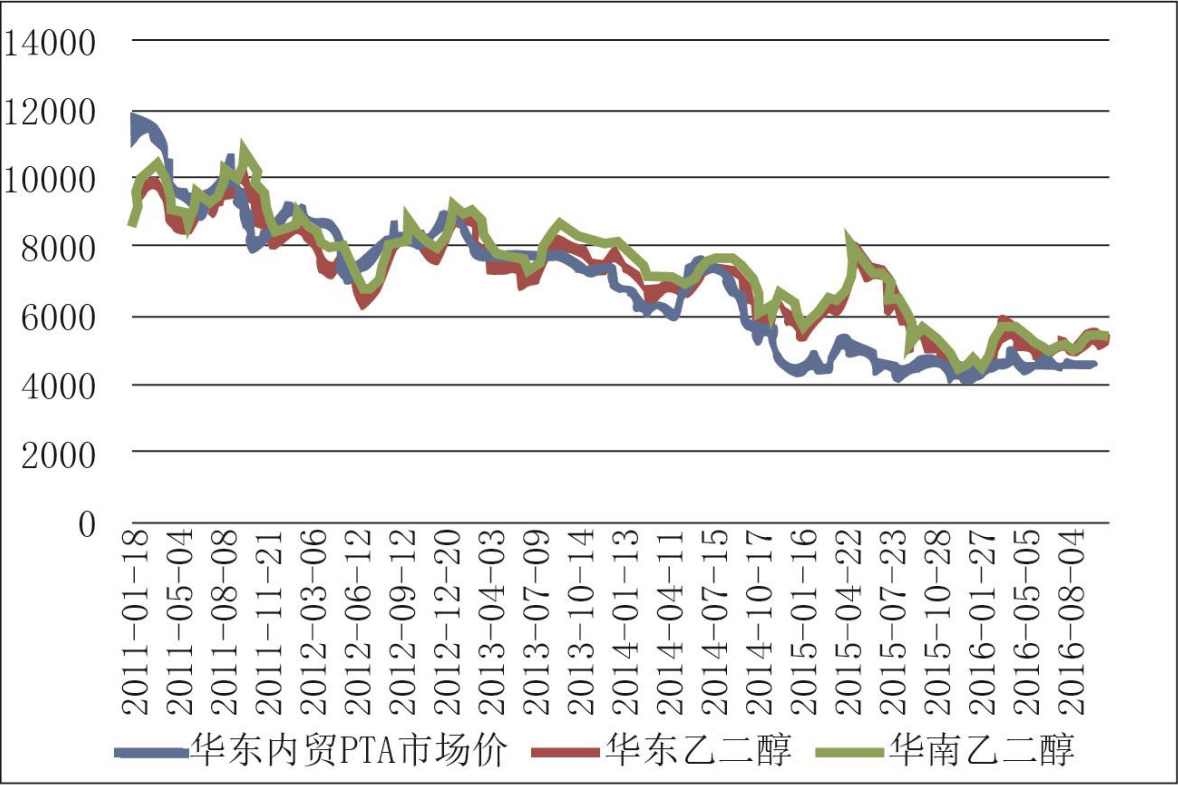


数据来源：厦门国贸

据不完全统计，PTA 方面 2015 年国内 PTA 产能基数为 4655 万吨，而 2016 年上半年国内 PTA 产能基数为 4595 万吨。聚酯方面，截止 2015 年底中国聚酯总产能达 4971 万吨，其中长期停车以及工厂倒闭的装置产能在 284 万吨，调整中国聚酯总产能为 4687 万吨，而 2016 年国内聚酯生产企业计划扩增产能大约在 438 万吨。在下游需求略有增长的前提下，今年国内 PTA 市场总体供应略显偏紧。

国内 PTA 与 MEG 现货价格

国内PTA与MEG现货价格

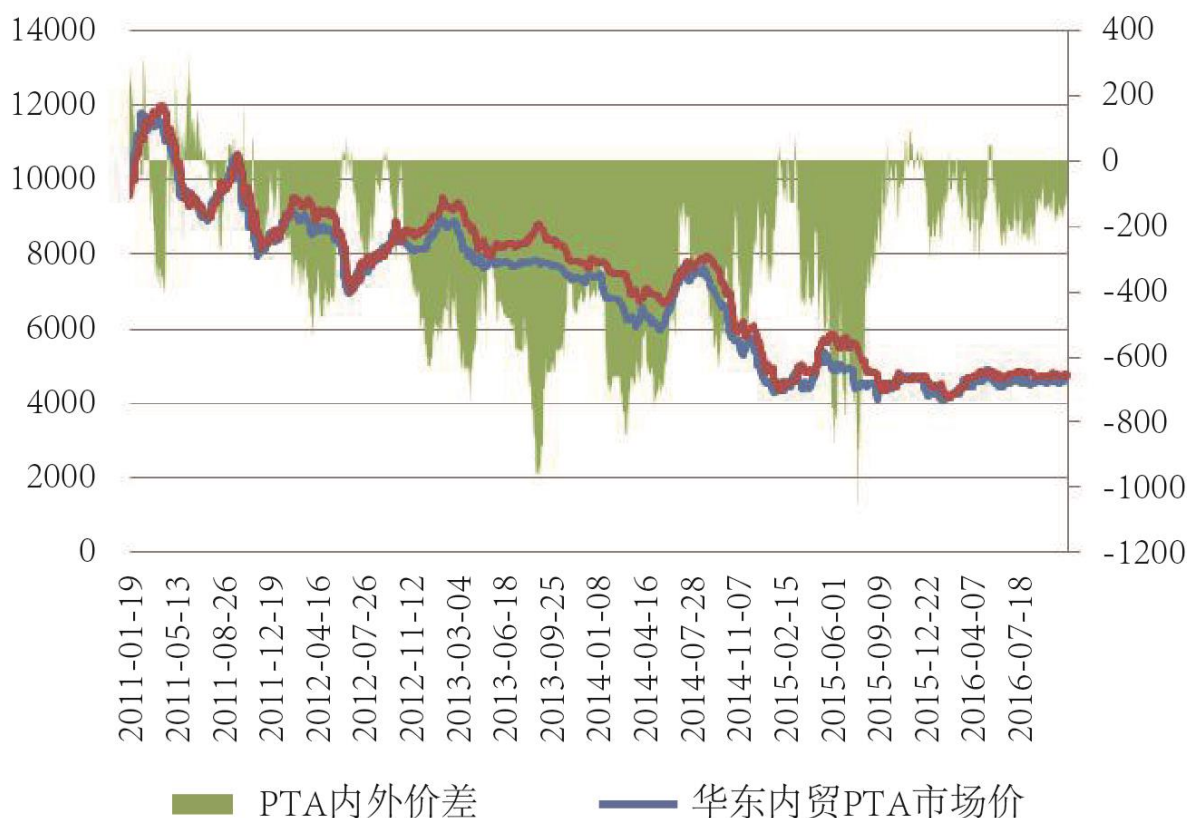


2016 年 3 月份以后，由于江阴汉邦 220 万吨 PTA 装置投产，国内 PTA 之前略显偏紧的供应格局稍显宽松，但是新装置问题频发，使得市场整体供应偏紧的格局仍未改善，3-6 月份市场净库存基本为负增长。据不完全统计，2016 年上半年，国内 PTA 平均开工率为 69%，2015 年上半年，国内 PTA 平均开机率为 68%，但由于产能基数发生变化，实际供应较 2015 年同期略显偏紧。整体来讲，2016 年上半年，国内 PTA 市场整体维持向好格局，下半年 PTA 市场或将继续维持震荡格局。

（二）PTA 经营风险

2016 年上半年，PTA 加工费用先扬后抑。据不完全统计，汉邦新装置开机前，市场加工费维持在 350-800 元，PTA 工厂利润尚可，但随着汉邦新装置的重启，国际油价的下跌，使得 PTA 工厂加工费开始出现下滑，最低跌至 300 元附近，加工费变化跨度在 500 元。下半年市场维持底部震荡可能性较大，国际油价有企稳回升之势，目前维持在 50 美元附近震荡，下半年国内仍有四川晟达 100 万吨 PTA 装置投产，而 PTA 行业洗盘仍未结束，但结合宏观市场因素分析，PTA 市场再次跌破前期低点可能性较小，下半年市场维持底部震荡行情，预计 PTA 走出单边大行情的难度较大。

国内外 PTA 现货价格



数据来源：厦门国贸

在这样的产业环境下，PTA 贸易商如果不能主动地参与期货市场并充分使用 PTA 期货保值工具，厦门国贸作为 PTA 的主要贸易商若单方面持有市场上采购的 PTA 现货，将很难在不确定的市场环境中生存并且发展壮大，而厦门国贸作为最早介入国内期货市场的国有控股上市公司之一，从事期货结合贸易的历史已长达 25 年，下面将与读者分享厦门国贸从事期现结合贸易的业务模式和市场经验。

二、厦门国贸集团结合 PTA 期货多维度运作

（一）PTA 空间维度

近几年来，PTA 期货仓单注册量逐年递增。2014 年 PTA 期货仓单量最高达到 40 万吨，2015 年增长至 80 万吨。今年以来，PTA 期货仓单量仍在持续增长中。期货仓单是指由期货交易所指定交割仓库，按照规定的程序签发的符合合约规定质量的实物提货凭证。随着市场对 PTA 期货参与度的不断提升，在期货市场中有着“蓄水池”功能的期货仓单越来越受到市场各方的追捧，期货仓单的注册量已成为市场关注的焦点。

随着 PTA 期货品种自身发展不断成熟，使得 PTA 供应链上下游原先持有的库存更多的以安全的期货仓单形式呈现出来。PTA 期货贸易之所以能够越来越受到 PTA 企业的认可，其中关键因素之一就是货物的流通性，由于华东地区的聚酯企业每年都要使用大量的 PTA，但相当一部分的 PTA 生产商来自辽宁和海南地区，对于这些聚酯企业而言，原料运输的过程往往会产生大量的时间与费用，但有了期货仓单之后，聚酯企业可以通过就近注销交割仓库的期货仓单来提取 PTA 现货，不仅避免了在途风险，还节约大量运输时间与成本。

目前厦门国贸已经在 PTA 市场上建立了广泛而又深入的物流、商流与资金流交织而成的购销网络。厦门国贸在参与 PTA 供应链的管理中，实现了“虚实结合”期货仓单与现货库存的双向配置并将其有效转换。自 2015 年开始，PTA 社会库存一直处于下降通道，PTA 整体库存“显性化”注册成为期货仓单的比例则越来越高。PTA 社会库存显性化，对上下游企业的生产经营决策都带来了很大的便利性，库存变现和采购效率都得到了很大提升。目前 PTA 市场已经是一个显性的市场，通过注册期货仓单的方式，使得社会库存显

性化。PTA 行业的市场存货透明度加大，进一步提升了市场的决策效率。厦门国贸在 PTA 供应链的管理中通过贸易手段与金融手段来提升经营效率，实现了优化资源配置的市场功能。

PTA 市场上的现货库存作为期货仓单的基础，厦门国贸积极配置各交割仓库、主要仓库以及主要码头的现货库存，并且根据各仓库与码头的物流特点，配套提供了自提或送到以及车板或船板的个性化服务，同时满足了 PTA 上中下游的各种需求。而期货仓单作为一种流通工具，可用于仓单质押与期货交割，目前 PTA 期货采用通用仓单形式，即买方拿到 PTA 标准仓单后就能够像拿着银行存折一样进行通存通兑。厦门国贸同样大量配置期货仓单，可结合客户个性化的需求选择指定的交割仓库，进行仓单注销并以自提或送到的方式实现与客户需求的无缝对接。

厦门国贸长期配置现货库存与期货仓单，能够在实现“现货变期货”、“期货变现货”的基础上，进一步实现各交割仓库、主要仓库与主要码头之间的现货库存相互置换，同时厦门国贸有别于传统的 PTA 贸易商，所持有期货仓单与现货库存不仅限于供应下游以及贸易商，作为 PTA 社会库存的运营者厦门国贸还能供应 PTA 上游，协助上游的 PTA 工厂完成销售计划，甚至可以实现不同 PTA 工厂之间的库存调配，进而推进 PTA 市场资源再优化，在市场经济环境中厦门国贸如同经营着一家大型的“PTA 超市”，满足着不同空间维度 PTA 客户的多样需求。

（二）PTA 时间维度

PTA 供应链的上中下游之间，往往由于产能的不匹配、市场购销时机的不均衡，导致大量 PTA 生产资料闲置，从而严重冲击 PTA 市场价格，导致期货市场波动加剧，影响金融市场平稳运行。而厦门国贸则充分发挥资金优势以及在期货市场进行套期保值的经验，在 PTA 供应链的时间维度上实现“当下产能对接未来需求”，对 PTA 的供应商而言厦门国贸是 PTA 工厂的销售网络，对 PTA 的采购商而言厦门国贸是聚酯工厂的战略库存。

PTA 供应面的结构特点为 PTA 工厂单体产能大而集中，然而 2011 年以来，PTA 行业盛极而衰。首先，PTA 行业投资过热，大量装置投产开工，导致行业产能严重过剩。其次，国外主要经济体遭到次贷危机的打击，导致经济陷入停滞，而国内经济由于面临转型，经济增速也在持续下滑，PTA 陷入外需和内需双重疲软的境地。长期以来 PTA 的产能开工率不足，但在 PTA 生产运行的过程中也不乏市场机会。2016 年上半年，PTA 厂家平均加工费在 672 元，同比较去年增加 143 元，涨幅在 27%。

在 PTA 供应面的时间维度上，例如 4 月中旬-5 月中旬，PTA 工厂盈利情况良好，PTA 产能得到有效的释放，而下游聚酯工厂的实际需求有限导致 PTA 工厂库存上涨，此时对于 PTA 工厂而言财务核算上的加工利润难以转化为实际的现金流。而当远期价格合适的时候，PTA 工厂则可通过厦门国贸进行远期现货购销，完成价格管理，厦门国贸进行套期保值实现了 PTA 工厂的价格发现。厦门国贸有充裕的资金承担库存和保证金，PTA 工厂则专注于加工费控制，这样就实现了厦门国贸与 PTA 工厂过剩产能的有效对接与合作。

PTA 需求面的结构特点则是与上游 PTA 工厂不同，下游聚酯工厂相对于 PTA 工厂而言，单体的需求量较小而且较为分散，这就产生了一个鲜明对比，当 PTA 工厂在市场上集中供给销售之时，聚酯工厂往往无法完全吸纳社会库存，导致大量 PTA 生产资料闲置，从而严重冲击 PTA 市场价格，导致期货市场波动加剧，影响金融市场平稳运行。

在 PTA 需求面的时间维度上，由于下游聚酯工厂现金流多用于生产经营，在 PTA 市场上出现集中采购的机会之时，大多数的聚酯工厂相对于 PTA 主要贸易商资金并不充裕，而聚酯工厂结合自身的市场经验有建立大量库存储备的需求，在这样的情况下厦门国贸充分发挥资金优势以及在期货市场进行套期保值的经验，与众多聚酯工厂签订了销售意向，在 PTA 期货市场价格合适时，大量吸收 PTA 社会库存，成为聚酯工厂建立 PTA 战略库存合作伙伴。

厦门国贸在完成自身经营发展的同时，为 PTA 供应链上中下游之间的供需关系提供了充裕的缓冲区间，保证了 PTA 供应链的顺畅运行，减小了 PTA 期货市场的波动，为确保金融市场的平稳运行承担了厦门国贸的社会责任。

（三）PTA 价格维度

厦门国贸作为最早介入国内期货市场的国有控股上市公司之一，从事期现结合贸易的历史已长达 25 年。在参与中国期货市场发展的过程中，分享了中国期货市场的发展成果，同时积累了较为丰富的期货市场交割经验。

在以往期货市场时常出现所谓“多逼空”、“空逼多”的市场现象，多次严重冲击 PTA 市场价格，导致期货市场波动加剧，影响金融市场平稳运行，厦门国贸充分发挥资金优势以及在期货市场进行套期保值的经验，结合市场机会在期货市场上进行集中交割。

在“多逼空”的市场现象出现时，厦门国贸作为 PTA 工厂产能的合作者，为防止 PTA 市场价格被恶意的推高，从而导致 PTA 产业链运行成本过高，厦门国贸积极融入 PTA 期货市场充分使用 PTA 期货工具，结合 PTA 市场机会进行卖出套期保值操作，当市场进入交割月份后，厦门国贸已成为 PTA 卖方交割的重要力量，减小了 PTA 期货市场的波动，确保了金融市场的平稳运行。

在“空逼多”的市场现象出现时，厦门国贸作为 PTA 社会库存的运营者，为防止 PTA 市场价格被恶意的压低，从而导致 PTA 行业利润被过分压缩，厦门国贸充分发挥资金优势以及在期货市场进行套期保值的经验，在 PTA 市场机会进行买入套期保值操作，当市场进入交割月份后，厦门国贸已成为 PTA 买方交割的重要力量，维护了 PTA 行业各环节的合理利润，保证了 PTA 社会库存的高效运营。

厦门国贸在市场经济的环境中为社会扮演了“PTA 超市”的市场角色，保证了 PTA 供应链的顺畅运行，减小了 PTA 期货市场的波动，为确保金融市场的平稳运行承担了厦门国贸的社会责任。

三、厦门国贸集团的经验分享与企业使命

（一）协助 PTA 完成“资产证券化”

传统的 PTA 行业是建立在基本的供需基础之上，但随着 PTA 市场化程度的加大，2011 年以来，PTA 行业盛极而衰。首先，PTA 行业投资过热，大量装置投产开工，导致行业产能严重过剩。其次，国外主要经济体遭到次贷危机的打击，经济陷入停滞，且国内经济由于面临转型，经济增速也在持续下滑，PTA 陷入外需和内需双重疲软的境地。传统的产业资本已难以单方面维系 PTA 供应链的运行。

厦门国贸正在 PTA 供应链中起到了调节上下游供需关系的作用。面向上游厦门国贸有充裕的资金承担库存和保证金，PTA 工厂则专注于加工费控制，这样就实现了厦门国贸与 PTA 工厂过剩产能的有效对接与合作；面向下游厦门国贸充分发挥资金优势以及在期货市场进行套期保值的经验，与众多聚酯工厂签订了销售意向，在 PTA 期货市场价格合适时，大量吸收 PTA 社会库存，成为了聚酯工厂建立 PTA 战略库存合作伙伴。厦门国贸在完成自身经营发展的同时，为 PTA 供应链上下游之间的供需关系提供了充裕的缓冲区间，调剂 PTA 供应链上各环节的供需关系，影响着供应链上下游的传导机制，改变了 PTA 行业传统的竞争关系，实现了多方共赢，这样的模式虽然不是厦门国贸所特有，但却是厦门国贸长期坚持的成果。

全球金融危机后，世界各经济体纷纷采取货币、财政等金融手段，捍卫本国经济、维护世界经济，使得金融市场资金活跃，金融资本进入国民经济的各个领域。厦门国贸充分发挥资金优势以及在期货市场进行套期保值的经验，在郑州商品交易所的基础之上，将传统 PTA 行业具有商品属性的产业资本对接上了金融资本，使得 PTA 现货具备了金融属性，厦门国贸在结合 PTA 期货市场的过程中协助郑州商品交易所完成了对 PTA 现货的“资产证券化”，履行了在 PTA 供应链上对接产业资本与金融资本的职责。厦门国贸参与建立并运营 PTA 的社会库存，同时结合了 PTA 期货市场实现了 PTA 的社会库存从商品属性的基础上具备了金融属性，承担了促进金融市场有效服务于实体经济的社会责任。

（二）PTA 供应链管理的综合服务商

厦门国贸作为供应链管理的综合服务商，在期货市场上有别于传统的期货交易商进行高抛低吸的市场操作，而是开展结合了 PTA 期货价格的市场点价交易操作模式。

期货点价是指以某月份的期货价格为计价基础，以期货价格加上或减去双方协商同意的升贴水来确定双方买卖现货商品价格的交易方式。点价交易从本质上看是一种为现货贸易定价的方式，在一些大宗商品

贸易中，点价交易已经得到了普遍应用。之所以使用期货市场的价格来为现货交易定价，主要是因为期货价格是通过集中、公开竞价方式形成的，价格具有公开性、连续性、预测性和权威性。使用市场都公认的、合理的期货价格来定价，可以省去交易者搜寻价格信息、讨价还价的成本，提高交易的效率。

与传统的贸易不同，在点价交易中，贸易双方并非直接确定一个价格，而是以约定的某月份期货价格为基准，在此基础上加减一个升贴水来确定。升贴水的高低，与点价所选取的期货合约月份的远近、期货交割地与现货交割地之间的运费以及期货交割商品品质与现货交割商品品质的差异有关。在国际大宗商品贸易中，由于点价交易被普遍应用，升贴水的确定也是市场化的，有许多经纪商提供升贴水报价，贸易商可以很容易确定升贴水的水平。

在期货点价的业务模式中，厦门国贸结合 PTA 期货价格在现货市场进行多方合作。PTA 的供应商希望期货价格上涨，这样即可参考 PTA 期货价格在现货市场上以较高的价格完成销售，此时 PTA 现货市场容易出现供过于求的格局，这样的情况下厦门国贸参考期货价格按一定的升贴水，在 PTA 现货市场上高位吸收 PTA 社会库存平衡了市场的供需关系；而 PTA 的采购商则希望期货价格下跌，这样可参考 PTA 期货价格在现货市场上以较低的价格完成采购，此时 PTA 现货市场容易出现供不应求的格局，厦门国贸同样参考期货价格按一定的升贴水，在 PTA 现货市场上低位释放 PTA 社会库存平衡了市场上的供需关系。

厦门国贸从事的期现结合的贸易业务以套期保值为主，主要开展期货点价交易操作，已经形成较为成熟的交易运营模式，其中运营重点主要集中于基差运行与客户管理。基差的运行管理长期以来就是厦门国贸经营的重点；而客户的管理方面主要集中为信用风险的管理，体现在客户的资信与授信方面的管理，在规避风险方面，厦门国贸愿意与行业内知名的现货企业以及与同行合作共同降低 PTA 供应链管理的风险。

厦门国贸作为供应链管理的综合服务商，参与了 PTA 社会库存的运营，间接实现对 PTA 行业的管理，对于厦门国贸而言，在参与期货交易的过程中，更多的是将自身核心业务之一的“供应链管理”与 PTA 产业链运营进行再融合，形成了以服务于整个 PTA 行业供应链管理为特色的发展模式。

（三）厦门国贸的企业使命

厦门国贸集团是 PTA 现货产业与期货市场的一股力量，结合自身优势在“空间、时间与价格”方面多维度地改变了 PTA 行业传统的竞争关系，影响着供应链上下游的传导机制，实现了 PTA 行业的多方共赢。

社会各界普遍关注厦门国贸的市场动向，厦门国贸作为最早介入国内期货市场的国有控股上市公司之一，从事期现结合贸易的历史已长达 25 年。过去的 2015 年，既是厦门国贸 35 岁的生日，亦是国家“十二五规划”的收官之年。厦门国贸 2015 年全年实现营业收入 642.20 亿元，再创历史新高，比增 16%；实现税前利润总额 13.37 亿元，比增 19%；年末资产总额 390.53 亿元，增长 13%；归属于上市公司股东的净资产 79.42 亿元，增长 7.2%。

2016 年上半年，厦门国贸实现营业收入 407.48 亿元，同比增加 52.49%；归属于母公司所有者净利润 6.12 亿元，同比增长 52.70%；加权平均净资产收益率 7.16%，同比增加 2 个百分点。其中供应链管理业务实现营业收入 369.49 亿元，同比增长 48.79%，进出口总额为 14.98 亿美元，同比增长 44.87%，主要的经营品种营业规模均大幅提升，经营规模亦快速增长。厦门国贸的供应链管理业务占总营业收入的 90%以上，经营品种大多涉及期货相关的品种并已全面实现套期保值，厦门国贸在供应链管理业务方面承担着市场风险，同时也结合期货市场化解了市场风险实现了上市公司主体的业绩增长。厦门国贸握住时代发展的新势能，坚信创新变革才能为企业发展带来绵绵不绝的动力；着力产业、融资、区域与团队平台的建设，进一步构筑壁垒优势，推动跨界融合；走出传统单一的发展模式，以创业焕活力，升级产业链，致力于构建可持续发展的综合服务生态圈。

厦门国贸集团作为以“持续创造新价值”为使命的国有控股上市公司，国有企业作为一种生产经营组织形式同时具有公益法人和营利法人的特点。国有企业的公益性方面厦门国贸坚信对行业有利就是对社会有利，对社会有利就一定得到社会的回报，公益性方面已经有相当一部分体现在本文阐述的厦门国贸社会责任方面，而厦门国贸在承担社会责任的同时，其营利性则应该体现在追求国有资产保值和增值方面。厦门国贸入选了上海证券交易所“上证公司治理指数”和“上证社会责任指数”是证券市场的组成部分，厦门国贸积极融入期货市场、分享期货市场发展成果与中国期货市场共同成长。在市场经济环境中厦门国

贸如同经营着一家大型 “PTA 超市”，结合期货市场的贸易模式促进了厦门国贸集团上市主体业绩“持续创造新价值”，在市场经济环境中完成了一次金融市场服务实体经济的成果转化，实现了期货市场与证券市场的有机结合、促进了中国资本市场的健康发展。

甲醇期货“点”基地报告

发挥市场纠偏功能，为产业健康发展服务

—— 永安资本甲醇期货“点”基地报告

企业基本情况

我国期货市场不断完善，目前期货的品种已经达到了 50 多个，市场的规模明显扩大，产业客户参与期货市场进行套期保值的数量有了一定的增长，一个有效的风险管理市场已经初步形成。当前经济形势下，许多实体企业对利用金融工具的需求会越来越迫切，例如国内一些大型油脂企业，从原料采购到仓储，再到销售，都要利用期货等衍生品工具，但有些企业却不知道如何去用好期货工具，不懂具体如何实施，缺乏专业人才，也不清楚怎么利用期货市场对远期合同进行合理定价，同时在货物周转时还可能碰到资金周转上的问题。针对实体企业的上述问题，期货公司的风险管理子公司应运而生。风险管理推出已有三年，目前已进入快速发展阶段。

我司（浙江永安资本管理有限公司）为永安期货股份有限公司的全资子公司，2013 年 3 月 19 日首批首家获批，5 月 8 日工商注册正式完成，初始注册资金 1.5 亿元，并于 2015 年完成增资计划，注册资本金进一步增加到 5 亿元，后续还将进一步增资以满足日益发展的现货业务需求。公司现有员工 80 人，涉及到的现货品种近 30 个。一直以来，公司坚持以期现结合为根本，以服务实体产业客户为宗旨，以品种基本面研究为基础，依靠期、现货各方面的渠道资源，结合场内交易和场外交易两个市场，综合利用期货、期权、互换等金融衍生工具，致力于提供一流的期现结合与风险管理产品与服务，形成稳定、可持续的盈利模式和交易体系，发展成为业内领先的商品、金融市场风险管理服务商。

企业现货经营情况

主要业务及特点行业地位

我司（浙江永安资本管理有限公司）甲醇现货业务虽然起步较晚（2014 年 9 月），但经过近三年努力和发展，我司现货规模不断提高，从 2014 年的 5 万吨到 2015 年的 20 万吨，再到 2016 年近 40 万吨（截止 2016 年 9 月已经完成 35 万吨销售），甲醇已经逐步成为我司的拳头产品。从贸易范围来看，我司（浙江永安资本管理有限公司）甲醇现货业务遍布华东、华南和福建三个港口市场成为少数能够参与到多个区域甲醇市场的全国性贸易商，从贸易规模来看，我司（浙江永安资本管理有限公司）目前甲醇现货规模已经进入国内贸易商“第一梯队”，在市场具有一定影响力。

对市场的影响和作用

甲醇这一品种本身波动大，中间贸易活跃，但同时持有环节费用高。同时，由于行业集中度低，大量中小贸易商充斥市场，“羊群效应”比较明显，市场缺货的时，贸易商大量囤货，而市场货多的时候，贸易商又往往大量“杀价”出货。我司（浙江永安资本管理有限公司）从 2014 年介入甲醇现货业务以来，始终坚持从期现基差出发，寻找期现错估机会，将基差交易和“对冲”的理念灌输给现货市场，实现客户和自身的双赢和多赢并客观上起到了平抑市场非理性波动和提高市场效率的作用。在与客户合作的过程中，我司能发挥以下作用：

一、市场纠偏功能。我司在期货市场和现货市场之间，能起到纠偏的作用，价格低的时候就预售，价格高的时候采购，类似于蓄水池，使期货价格和现货价格不会过度偏离，有利于促进市场健康发展。

二、合作套保让客户代客户间接参与交割。由于甲醇仓库分布在江苏、河南、山东、福建、浙江、广东、内蒙古等多个地区，对于中小企业来说，如果自己参与期货市场进行交割，无法预测货物在哪个仓库，存在一定的风险。我司大规模参与，能按照不同客户的需要提供某个地区的货物。这样客户节省成本，降低了客户自己交割接货的风险。

三、向客户提供金融支持。客户向我司采购远期货物时只需要 10% 的保证金，节省了客户的资金成本，并且允许客户分批提货，解决客户资金短缺的需求，服务于实体经济。风险管理子公司信用好，体量大，客户选择和风险管理子公司交易，不必承受信用风险，能保证合同履行，互利共赢。

四、培育市场。由于期货波动大，杠杆大，对很多传统公司而言如何正确利用期货工具还是一个难题。我司在甲醇客户中推广基差报价和点价交易，向不同地区的客户提供远期报价销售，使客户间接参与期货市场从而规避价格不确定的风险。

五、培训客户。在交易的过程中由专业人员向客户提供建议，作为中小企业的辅导员，通过合作给客户带来新理念，转变客户的传统思维模式，让客户正确看待和运用期货工具，发挥期货套期保值的功能，客户通过与风险管理子公司的合作，逐步提高了投资能力和水平。

生产经营中面临风险点及控制思路

浙江永安资本管理有限公司作为国内风险管理子公司的龙头企业，其首要任务就是要发现风险和管理风险。而且作为致力于发展成为业内领先的商品、金融市场风险管理服务商，我司还要将风险管理能力普及到我们的客户。总体上来，我司在经营过程中面临的风险点包括如下：

（1）、价格风险；

作为甲醇现货贸易商，我司同样面临着价格涨跌带来采购和销售的价格风险。由于我司现货经营上采取期现结合的模式，所以在内部制度上明确要求绝不允许“裸露”现货头寸，必须通过期货、期权等衍生品工具来锁定价格风险。

（2）、税收风险；

由于现货买卖过程中的买卖差价会带来增值税的变化，通过调整套期保值比例来规避增值税风险就成为必须要面临的问题。我司会根据行情的判断进行比例保值，准确真实了解市场真实情况，及时采集市场真实信息，做好行业基本面研究分析以及行情的判断一定比例套期保值（85%-100%）。

（3）、信用风险；

在实际的现货交易中，特别是远期现货交易中常常存在信用风险，由于交易对手的信用风险（毁单）导致原本低风险的套利交易变成了单边的投机行为，给公司带来巨大损失。我司结合实际情况，事前认真做好交易对手的资信调查，对于供应商实行“准入制”，符合特定条件的公司才能进入我司供应商系统，同时业务开展情况定期调整，确保少发生和不发生信用事件。

（4）、基差风险；

基差交易作为我们的一项重要业务，其本质交易的是期货和现货的价差，对于传统的正向套利来说，由于交割制度的存在，其回归必然会实现。但对于非正向套利的基差交易来说，其本身存在基差波动风险。所以，在面对基差风险时，我司一方面强调“安全边际”，对于传统正向套利确定其可能存在的最大风险，事前做好预案，当行情不利时也要及时做好“止损”。

（5）、保证金追加风险；

对于期现套利来说，当遇到期货行情大幅反向运动时，就面临着保证金追加的风险，而当头寸规模较大时，可能存在保证金追加不及时的问题，我司一般采取控制单个头寸规模，预留足够的保证金，以防行情不利时的保证金追加风险。

参与期货的模式及参与情况

参与期货的模式

根据中国证监会和期货业协会规定，我司业务主要包括以下四个方面。

一是仓单服务，主要由公司为实体企业客户提供仓单串换、仓单回购、仓单收购、仓单销售、仓单贴现与期转现等业务。仓单服务的主要盈利模式是收取服务费为主，根据公司的仓单持有量并结合基差交易进行业务运作。

二是合作套保，公司可以根据企业实际生产经营需求，为企业特别是中小企业，提供“一对一”套期保值服务及风险管理产品。

三是定价服务，公司可以在基差贸易的基础上为现货企业提供点价交易、均价交易、远期和互换等个性化的定价和风险管理工具。

四是基差交易，公司可以通过自身基差交易的实务操作所形成的成功模式和示范效应，引导和培育实体企业更好地利用期货市场完善定价机制和进行风险管理。

参与期货的情况

我司（浙江永安资本管理有限公司）依托永安期货的平台,积极参与甲醇期货交易和期货相关的活动。

积极参与甲醇期货合约交割纠正市场偏离

我司几乎参与了郑州商品自 MA1501 以来所有主力合约的交割，参与了最终合约的定价，作为市场纠偏的力量，我司为甲醇期货合约价格发现，套期保值功能的有效发挥贡献自己的力量。

普及期货套利知识

我司一直致力于甲醇期现套利、套保交易操作的普及以及推广。我们始终本着“客户不会教着做，客户会做陪着做”的理念，与产业链上各类企业进行沟通、交流、合作，寻找市场错估机会，合作双赢。

推广基差交易等贸易新模式

我司参与甲醇期现业务以来，一直致力于推动港口现货基差贸易，每天采用基差报价进行买卖现货，同时在点价基础上推出延期点价，期货与期权结合等方式，为行业带来很多创新的贸易模式，解决中小企业资金紧张问题，帮助企业做大做强，为行业发展贡献自己的力量。

操作案例及经验总结

案例 1-合作套保

4.1.1 案例的背景及逻辑：

2016 年 7 月初，受到国内宏观氛围强劲以及以黑色金属为代表的国内商品期货集体上涨，甲醇期货也快速拉高。但相对于期货市场的火爆，现货市场就相对平静，受到外盘进口甲醇大量到货，港口现货库存压力较大，以及下游需求季节性弱势等一系列因素影响，现货价格一直表现疲软。虽然期货大涨也带动港口现货一定程度上涨，但相对于期货的大涨，现货的跟涨相对乏力，港口现货基差不断走弱，大量现货商通过期货卖出保值来锁定利润。

某华南大型国有甲醇进口商前期进口了一船（1 万吨）外盘甲醇，预期在 8 月中下旬左右到岸，考虑到期货上涨，现货跟涨乏力，该贸进口商想及时锁定贸易利润，但由于该企业制度原因，一直未能参与到期货交易，套保工具缺乏，目前仅仅能通过远期现货交易（纸货）来锁定贸易利润。然而近年来，虽然华南甲醇市场通过学习华东市场，远期现货（纸货交易）逐步在推广，但是由于交易对手尤其是能够进行大单交易的手对手缺乏，华南甲醇远期现货（纸货交易）相对不活跃，对于该进口商而言，想通过华南甲醇远期现货卖出近 1 万吨甲醇较为困难，而且即使卖出也必将产生较大的不利“滑价”。后来，该企业联系到我司（浙江永安资本管理有限公司），希望与我司通过合作套保的方式进行套期保值交易。双方约定该进口商向我司按照一定基差卖出 1 万吨 8 月底华南“碧辟”交割库交割的进口甲醇，具体价格可以卖方通过期货来进行点价交易，同时考虑到该贸易商的渠道维护，双方约定在同等情况下，该进口商可以优先回购其卖出的该批进口甲醇（1 万吨）。

我司（浙江永安资本管理有限公司）通过测算，如果按照 8 月底该进口商交付该批（1 万吨）进口甲醇，我司持有到交割的费用在 40 元/吨左右，具体费用测算如下：

表 1 期货交割费用测算

项目	费用
仓储费	$15 \times 1.5 \text{ 元/吨} \cdot \text{天} = 22.5 \text{ 元}$
资金成本	$2000 \times 6\% \times 15 / 365 = 5 \text{ 元}$
增值税	$40 / 1.17 \times 17\% = 6 \text{ 元}$
交割费用（质检，交割费用等）	2 元
合计	35.5 元

4.1.2 案例的操作及效果：

我司（浙江永安资本管理有限公司）向该进口商报出可以按照期货 MA1609-40 的基差采购 1 万吨 8 月底在华南“碧辟”仓库交付的进口甲醇，具体价格按照该进口商点价。2016 年 7 月 4 日，该进口商进行点价，委托我司在 2040 价格上卖出开仓 MA1609 合约 1000 手，期货成交后，我司与该进口商按照 2000 元/吨的价格签订现货远期合同，而当天，华南市场成交的 8 月底现货远期（纸货）价格仅为 1990 元/吨，也就是该贸易通过 8 月底现货远期（纸货）不仅没有产生不利的“滑价”，而且比市场最高价还高了仅 10 元/吨，该进口商表示非常满意。

表 2 合作套保效果

时间	华南 8 月底现货远期（纸货）价格	期货 MA1609 价格
2016/7/4	1990 元/吨	2040
2016/7/22	1870 元/吨	1870

到了 7 月底，随着宏观情绪的回落以及国内商品市场黑色金属等的走软，甲醇期货也逐渐回归其基本面情况，期货 MA1609 合约逐步回落至 1900 元/吨以下，而现货有进口成本支撑，以及绝对价格本身不高等影响，相对抗跌。此时，该进口商觉得价格通过大幅下跌，甲醇具有买入价值，计划从我司回购该批进口甲醇（1 万吨）。

最终，双方协商约定该进口商按照期货 MA1609 平水的基差回购该 1 万吨 8 月底在华南“碧辟”仓库交付的进口甲醇，2016 年 7 月 22 日，该进口商进行盘面点价，委托我司在 1870 价格上买入平仓 MA1609 合约 1000 手，期货成交后，我司与该进口商按照 1870 元/吨的价格签订现货远期回购合同，而当天，华南市场成交的 8 月底现货远期（纸货）价格为 1870 元/吨，该进口商又以市场最低价采购了 1 万吨甲醇。

综合下来，该进口商，通过与我司进行合作套保，间接参与到了期货套期保值，实现了单吨 170 元/吨的套保收益，破除了该公司由于制度和人才制约而不能通过期货套期保值的障碍，提高了企业的市场竞争力。而我司通过基差交易实现了 40 元/吨的基差收益，最终实现了双赢。另外，该进口商通过与我司进行合作套保，规避了其在华南参与现货远期交易市场的流动性风险以及“滑价”损失，能够将更多的精力投入到现货经营与行情判断中去，而不用考虑市场流动性等现实问题。

案例 2-延期点价

4.2.1 案例的背景及逻辑：

2016 年 4 月底，随着期货 MA1605 逐步接近交割月，仓单压力逐步体现，期货 MA1605 向现货价格回归甚至对华东主流港口地区出现一定程度贴水，具体如下表：

表 3-甲醇区域价格

地区	价格	折合盘面
中原大化	1810	2010
兖矿煤化	1870	2070
新能凤凰	1870	2070
定州天鹭	1850	2110
内蒙博源	1670	2270

常州	1895	1895
江阴	1895	1895
华南	1910	1910
福建	1890	1890
南通	1875	1875
太仓现货	1845	1845
MA1605	1839	1839
MA1609	1998	1998

从比价上来看，当时太仓地区现货成为全国甲醇现货价格洼地，而期货 MA1605 盘面已经略贴水太仓地区现货价格，而太仓现货流动性好，不可能大幅贴水，盘面实际更多已经反应了福建仓单的流动性贴水，MA1605 具备相对投资价值，而期货 MA1609 相对 MA1605 升水 159 元/吨，价值相对高估。

而从驱动上来看，由于国外新增产能释放以及前期美国和欧洲地区需求低迷，导致国内进口大幅增加，但是考虑到当时美国和欧洲需求复苏（美国 FOB 已经到 196 美元，中国 CFR 还维持 224 美元），后期进口到货将有所下降（4 月为最高点 66,5 月将回到 1 月水平），另外，由于内地新增 MTO 装置较多，内地供需缺口拉大导致区域套利窗口关闭，西南、鲁南以及关中套利货物到港锐减。所以，4 月底的集中到货将是现货和基差最弱的时候，后期随着进口货减少，基差可能走强，我司（浙江永安资本管理有限公司）认为进行买入 MA1605 同时卖出 MA1609 具备投资价值。

图 1-国际区域比价

图1-国际区域比价

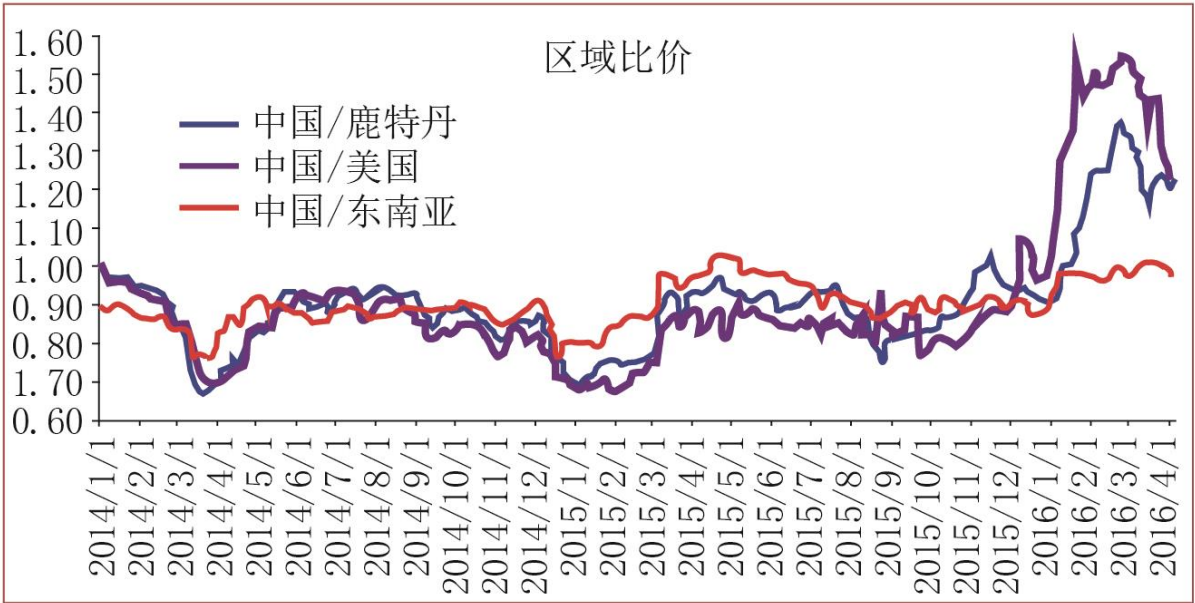
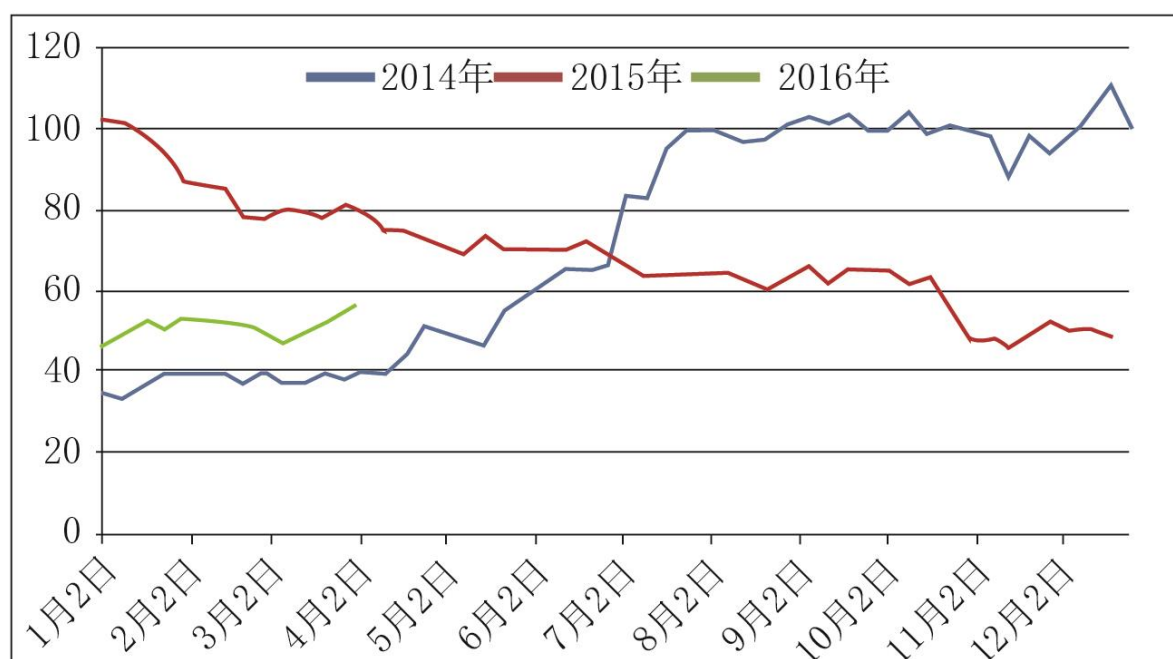


表 2-国内港口库存数据

图2-国内港口库存



与此同时，在 MA1605 合约仓单集中地的福建，由于盘面 MA1605 已经贴水华东和福建现货价格（福建地区常年高于华东近 50 元/吨），不少当地贸易商表示能够贴水价格接到福建地区仓单这种机会本身就不多，而且当时进口大幅倒挂，能够以更低价格买到福建地区仓单更为难得，但考虑到交割的不确定性以及资金等原因，虽然这些贸易商意愿强烈但始终不敢贸然行动。

后来，这些当地贸易商与我司（浙江永安资本管理有限公司）商议，决定采取延期点价的方式通过我司（浙江永安资本管理有限公司）间接参与 MA1605 交割。

4. 2. 2 案例的操作及效果：

2016 年 4 月底，我司（浙江永安资本管理有限公司）在 MA1605/MA1609 月差在 140 元左右，进行正套买入操作（买入 MA1605 同时，卖出 MA1609 合约）。而在接货之后，我司（浙江永安资本管理有限公司）按照约定基差将该批现货锁定给当地贸易商，而贸易商将根据自己的终端需求情况分批点价，甚至先拿货，待点价确认现货价格之后进行二次结算，从而节省仓储环节费用，具体点价情况如下：

表 4-延期点价效果

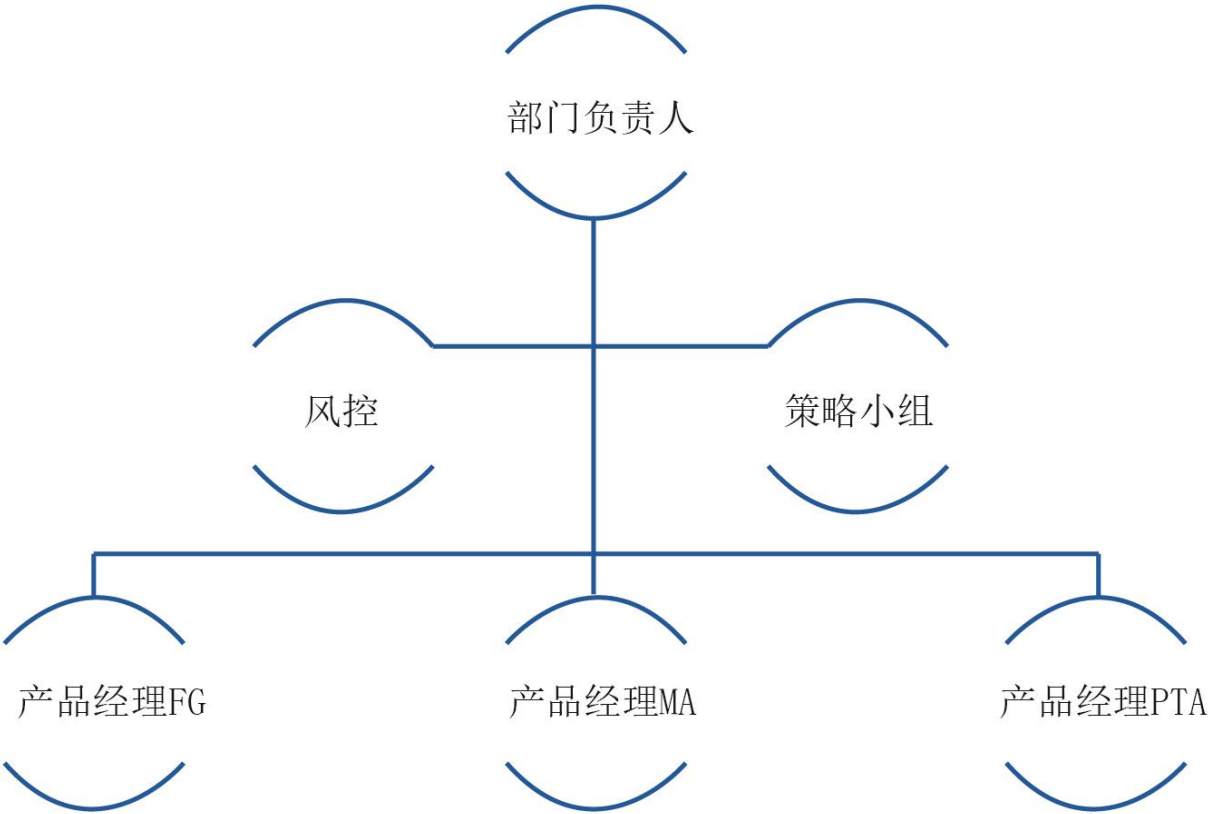
时间	福建地区现货价格	期货 MA1609 价格
2016/5/3	1960 元/吨	2030
2016/5/17	1870 元/吨	1920
2016/6/13	1850 元/吨	1860

我司（浙江永安资本管理有限公司）在接到仓单之前根据交货时间期现不同，分别与当地贸易商签订了延期点价合同，基差在 MA1609-60 到 MA1609-30 之间。例如某当地贸易商与我司签订了（浙江永安资本管理有限公司）基差为 MA1609-70，点价期为 5 月 15 日至 6 月 15 日的延期点价合同，其中合同数量为甲醇 5000 吨。该贸易商于 5 月 17 日按照期货 1920 进行点价 30 手，最终现货合同价格为 1850 元/吨，数量为 300 吨，低于当日现货价格 1870 元/吨。而该贸易商于 6 月 13 日按照期货 1860 进行点价 30 手，最终现货合同价格为 1790 元/吨，数量为 300 吨，低于当日现货价格 1850 元/吨近 60 元/吨，而这个采购价格几乎为全国最低价。同时，由于与我司（浙江永安资本管理有限公司）签订了现货点价合同，确保其甲醇数量的供应，而分批，分笔点价减少了资金的占用，提高了企业的灵活性，解决了中小贸易商的资金难题。

企业参与期货的风险控制

期货交易制度与相关业务流程

我司业务以期现结合为主，结构相对扁平，总经理统筹管理，相对业务策略来说，就是产品经理提策略，策略小组研究可行性，部门负责人根据产品经理提议是否执行，交易风控部门负责总体的风险控制。



风险控制上我司成立专门风控部门——交易风控部是，承担公司风险控制的职能，其中风控单元分为投资团队和投资业务，投资团队是指公司及其子公司、分公司设立的总经理室和所有业务部门及其他所有经公司批准的外部投资团队。投资业务是指投资团队进行某项具体的，总经理室或风控部门认为应当将其从投资团队中分离出来单独进行风控的业务。风控部门负责领导所有风控单元的风险控制工作，对公司风控工作负责。投资团队的负责人是部门经理，投资业务的负责人是专项业务负责人，对风控单元的经营和风险负责。

根据公司的业务定位，由业务部员工负责提出需求，业务部制定具体业务实施方案，部门经理审核后再报投资决策管理委员会审查。交易方案的内容应包括：交易品种、买卖数量、资金总量、可行性分析、

业务期限、收益率测算、风险来源分析、止损止盈策略、预案管理等方面。交易方案一经确定后，总经理授权指定人员下达交易指令，财务部门按交易方案安排资金并及时做好资金的划转工作。业务部门严格按照批准的交易方案落实专人负责实施，并及时将当日成交明细、结算情况、项目进展等做好记录，及时安排追加保证金和收付交割货款。

我司为加强公司业务的风险管理，保障股东、投资者和客户的合法权益，保持公司的稳健运行，规范公司内外部投资团队，依据董事会决议、公司章程等有效文件和相关监管法律法规，制定《风险敞口控制管理办法》和《业务经营决策和风控管理制度》

风险控制原则

风险控制分事前、事中、事后三个部分实行控制的原则。

1、事前风险控制：严格掌控交易的风险收益比，限制总体的头寸规模，从而控制总体风险。交易方案设定止损条件，防范大的风险。

2、事中风险控制：交易过程中密切跟踪市场的变化，定期对市值规模较大的头寸进行评估风险收益比的变化，对头寸进行实时的调整与优化，对于错误交易及时止损。

3、事后风险控制：交易结束后，及时进行回顾与总结，吸收经验与教训，提高下一次交易的水平。

取得的经验、心得体会以及设想

甲醇期货市场日益成熟；

我们感觉随着期现套利基差交易等日益深入人心，甲醇期货市场日趋成熟，我们依稀记得在 14 年刚开始参与甲醇期现套利的时候，甲醇现货和期货的联动性还较差，经常会出现无风险套利空间，而且这一套利窗口还会持续相当长一段时间。但是，到目前这种完全的无风险套利的机会越来越少，而且即使套利窗口打开，其持续的时间也明显缩短。我们认为期现联动性增强，期现套利机会的减少也正是甲醇期货市场日益成熟的重要标致。而市场的日益成熟也为期货套期保值功能和价格发现功能的发挥起到了关键性作用。

甲醇期货大有作为；

虽然甲醇期货日益成熟，参与主体越来越多，但是我们发现还有大量的企业因为机制、体制、人才、资金等方方面面的原因不能直接参与期货，企业经营上存在较大的价格风险。我司作为证监会批准的期货公司风险管理子公司，除了利用期货参与期现机会，进行现货经营外，还经常带动更多的产业内企业学做期货和做好期货，为行业共同发展进步作出自己的一份力量。后期，我们还将秉承这一原则，在自己做好基差交易同时，继续加强甲醇期货套利、套保的推广，让更多的企业用好期货这一有利工具。

意见建议

交易所进一步加大对风险管理子公司的支持

期货公司风险管理子公司，作为重要的市场纠偏力量，对甲醇期货市场功能发挥和有效性提升上起着积极作用，我们认为交易所应该加大对期货公司风险管理子公司的扶持力度，支持其做大做强。

交易所多组织调研活动

随着近年大量 MTO 装置上马，甲醇下游产业更加丰富，影响甲醇行情波动的因素更多。前期，交易所组织到西北甲醇和烯烃工厂进行调研，我们也组织人员参与了，感觉受益颇大，我们希望交易所以后多组织这类对实战有帮助的调研活动，同时可以多批次，小范围，这样可能调研的效果更佳。

期现结合 保障企业稳健经营

—— 港丰能源“点”基地建设报告

一、“点基地”企业基本情况

泉州港丰能源有限公司成立于 2003 年，自 2010 年开始公司主要从事大宗化学品的进出口贸易，产品主要包括：纯苯、苯乙烯单体、混合芳烃、甲醇、甲苯、二甲苯、乙二醇、二甘醇等。公司已建立稳定的供销渠道，供应商包括中石化、中石油、中海油、SK、LG、三星、道达尔石化及壳牌等；销售区域遍及华东、华南及东南沿海等地区。目前公司年销售额大约三十亿元左右，在本省同行业中具有较高的知名度和良好的信誉。

2012 年我公司坚持以“重合同，守信誉，顾客至上”经营根本，以高效、精干为团队部分工作宗旨，2012 年进一步扩大了公司规模和国内市场的份额，在各员工的不懈努力下，我公司在 2012 年资产总额为 3.8 亿，销售总额 11 亿，甲醇销售数量为约计 8 万吨，2013 年销售总额 15 亿元，甲醇销售数量为 15 万吨，2014 年销售总额 26 亿元，甲醇销售数量为 20 万吨，2015 年销售总额 30 亿元，甲醇销售数量为 25 万吨；截止目前 7 月底销售额已达 15 亿，销售数量 20 万吨。预计 2016 年全年销售总额 30 亿元，甲醇销售数量 40 万吨。

二、现货经营情况以及风险

1. 行业风险

我国甲醇产能增长迅速，但装置开工率不高、安全环保等问题突出，整个行业仍然处于调整阶段。2013 我国甲醇产能 5200 万吨，这几年由于甲醇制烯烃的大力发展，2014 年我国甲醇产能 6861 万吨，产能增长率 23%；2015 年甲醇产能 7200 万吨，2016 年截止目前甲醇产能 7600 万吨，其中今年主要投产的有：宁夏煤业甲醇装置 100 万吨/年、中天合创煤制甲醇 180 万吨/年。外围环境欠佳，我们跟踪几家上市企业经营数据也不难发现，部分企业面临资金方面困境。分原料统计来看，我国煤头企业开工普遍好于气头企业。据悉，虽然我国西南有少数气头企业开工，然而目前我国天然气制甲醇企业开工仅在三成附近，西南、西北不乏气头企业装置存在搁浅情况，已有企业装置由天然气改煤制甲醇，具体处置仍依企业不同而定。目前甲醇全国开工率不高，2016 年甲醇开工率基本维持在 60%--64%，2016 年港口进口数量增长明显变大，1 月至 9 月进口总量达 677 万吨；由于受外围环境欠佳影响，我国行业也正处于转型升级、产业结构调整的过程。预计我国甲醇行业后市竞争将更加激烈，淘汰落后企业的步伐将加快。

2. 外围风险因素

（1）烯烃是国民经济重要的基础原料，在石化和化学工业发展中占有重要的战略地位。不过由于我国富煤少油，石油资源需要大量进口（中国原油对外依存度在前年已达到 60%）基于这种背景下，煤制烯

烃逐渐被国家层面认可为减少烯烃对外依赖性、有助于烯烃产业安的新型煤化工路径。2010 年我国煤制烯烃产能仅 50 万吨/年，2011 年突破 100 万吨/年，2013 年突破 200 万吨/年，2014 年产能 630 万吨/年。2015 年产能 750 万吨/年，2016 年截止目前产能 850 万吨/年，随着后期新项目的投产，我国 2019 年煤制烯烃产能突破 2820 万吨/年。按照 3 吨甲醇生产 1 吨烯烃的投入产出比换算，目前我国煤制烯烃消耗甲醇量已经逼近 2550 万吨/年，基于部分装置停工，煤制烯烃开工率在 80%左右，实际消耗甲醇 2040 万吨/年。2014 年，我国甲醇总产量 3740.67 万吨，2015 年甲醇累计产量 4010.5 万吨，预计 2016 年甲醇年总产量 4300-4500 万吨。在传统下游长期萎靡不振的情况下，煤制烯烃已然成为了甲醇行业的救命稻草，然而下游需求愈发集中的背景下，甲醇市场的主动权也逐渐向烯烃行业转移。2014 年下半年国际原油大幅下挫，导致了 2014 年四季度甲醇价格市场的崩盘，随着 2015 年一季度原油市场的触底反弹，甲醇价格也随之大行上行。究其原因主要是由于烯烃行业以油化工为主体，煤制烯烃占比不高，因此价格传导的方向是原油至烯烃至甲醇，原油市场的宽幅波动可以左右甲醇市场的上涨下跌，但甲醇市场却难以对原油市场形成影响，因此原油成为了影响我国甲醇市场的一个重要因素，并且为不可控因素。

(2) 进口

2015 年 1 到 9 月合计进口 391.71 万吨，2016 年进口甲醇迅速增加，从 1 月到 9 月合计进口 677.54 万吨，增长 42%。虽然 2016 年中国甲醇月度进口量屡创新高，然而伴随着内地到港量的减少、国际货物流向的转变以及港口需求量的稳步增加，月内进口量的增加，正如之前的港口到货量可能是 50%来自国内，50%来自于外盘，而目前国内到货量降低至 10%左右，外盘到货量增加在 80%左右，所以外盘到货量的大幅增加或减少对港口价格有着极为重要的影响。

(3)传统下游

2016 年除了醋酸稳定，其余甲醇下游开工率逐渐走低，

2016 年 1-9 月	甲醛	二甲醚	MTBE	醋酸	甲缩醛	DMF
甲醇下游开工率	38.30 %	20%	59.40 %	76%	16%	48%

3. 企业经营风险

港丰公司长期自主从中东等地采购进口船货。与下游大型 MTO 工厂签有长期甲醇供货合同。做为中间贸易商，公司既有长期下游合约需要执行，又时有库存保持。在没有库存时执行长约，面临价格上涨的风险;在有库存的时候，面临价格下跌的风险。所以，公司对期货工具的需要是多样性的，既有买入保值的需求，又有卖出保值的需求，具体以当时企业库存界定。

三、企业参与期货市场现状

2011 年 10 月 28 日，甲醇期货品种正式在郑州商品交易所开始上市交易，而在甲醇期货品种上市之初，港丰公司就参与了甲醇合约设定的多次研讨，并长期保持关注和学习。

公司与郑州交易所，以及多家知名期货公司建立联系，并积极交流学习，设置专岗人员，以对期货市场保持长久关注。甲醇合约的每次变动，ME 大合约改 MA 小合约，增设保税交割库等，我们都与交易所以及各家期货公司，业内同行，库区等及时沟通交流意见。

今年年初，我司在交易所以及期货公司的支持下，举办了长江珠江甲醇俱乐部活动，将华东南大部分甲醇贸易商，生产商，以及多家投资机构共聚厦门鹭岛。

从最初的尝试性交易，到现在熟练的多样化运用期货工具，公司也经历了较长的期货市场的涨跌，中间既尝到了期货工具对企业经营的甜头，也付出了不少成本。现在已经逐渐的形成了自己的期货运用体系，以扶助企业更好的发展。

我们对期货市场的运用，已经发展成了多样化，熟练运用期货进行套期保值，规避价格的涨跌；期现套利，优化我们的库存成本；仓单质押，盘活我们的库存资金；期现货点价，更合理的发现价格；期货买卖交割，拓展我们的供销渠道。

四、企业利用期货工具的案例分享

1. 利用期货点价，有效实现期货与现货两条腿走路

点价交易可以降低双方的风险，提高交易的效率，稳定生意上的伙伴，扩大合作的对象，并且有效实现期货与现货的“两条腿走路”。同时，点价模式可以绕开期货的标准化交割。在对方的点价协议中，基价的市场化、点价期的灵活性和升贴水的议价性，都将使得点价模式在甲醇贸易的运用中大有可为。

期货点价也可以说是基差点价。基差是期货与现货之间的价差，基差的波动情况是衡量市场效率的重要标尺。基差是否广泛得到认可和运用，是期货市场服务产业深度的重要标志之一。基差定价是一种交易方式，即买卖双方在合同订立时不确定具体的成交价格，只约定在未来某一时间对合同标的物进行实物交割，并规定以交货之前某一时间期货市场对应品种期货价格为基准，加上双方事先达成的期现货之间的价差（基差）来确定销售价格，并进行货款结算。

最为理想的基差定价是在买卖合同订立的同时，买卖双方根据市场情况选择合适时机在期货市场对该合同项下的货物进行套期保值，并在期货点价的当天通过期转现交易完成套期保值头寸了结。

在今年的5月~6月，我们对期现货市场进行了如下评判：1.期货上，从长期走势来看，甲醇价格处于一个持续平滑上升通道中。而从近半个月的走势来看，甲醇处于一个短期回调过程。而这个过程是回调还是下降，有待观察。从当时几天的期货形势来看，空头加仓明显，继续下降至1880的可能性很大。2.福建现货市场当时在1880-1900区间运行，我们当时在当地库存相对不够，需要补充部分货源。当地市场补充货源成本相对较高。

在与永安资本的接触中，我们了解到，他们有一批甲醇在福建库区，想要出售，而他们采用期货价+升贴水的基差报价方式，结合当时的市场，我们认为对我司的采购有利。于是我们与对方签订了点价采购合同，约定了盘面主力合约贴水50元，在半个月内完成点价。

由于当时市场正好处于下行盘底回升的阶段，我司在合同签订后，逐步点价，完成了采购。事后从绝对价看，我们完成了一次底部区间的采购，而从相对价看，以09合约减50元的价格计算，也比福建市场上的价格要低30-40元。而永安资本在这次销售中，看似让利不少，但是长远考虑到甲醇仓储的成本，他们也达到了销售获利的目的。这次的贸易活动，我们与销售方都达到了双赢的目的。

2. 利用期货交割，优化公司库存成本

去年的下半年开始，由于金融市场的动荡，传导到了商品市场，导致各个商品市场都经历了一波漫长的暴跌过程，甲醇期现货的走势，尤其让业内同行印象深刻，期货从2600的高位下跌到1800。

8月份开始，市场又经历了一轮暴跌。当时我司在华东地区有一部分库存，但是因为价格在相对高位采购，此时单纯卖出现货，将面临浮亏到实质亏损，亏损较多。不卖的话，又对资金长期占用，对企业经营活动不利。

8月底，临近9月交割期，我们决定灵活利用期货工具，对我们的库存进行优化，盘活企业现金流。在8月底~9月初，我们的现货业务部门与期货部门配合行动，现货部门一边在市场上出售甲醇，同时期货部门在期货市场上，买入对应的头寸，补充销售出去的库存。在9月中旬通过期货市场交割采购回同数量的甲醇。

在这次期现结合，同步销售采购的活动中，我们达到了以下目的：1，之前的货物提前变现，倒出现金流。2，省去了半个月的仓储费。3，现货销售，期货采购，由于期货端更灵活，在比现货更便宜的价格内买回，降低了这批货物的采购成本。事后核算，节约的仓储，降低的成本，为公司省去了约50万元的成本，将实盘库存到虚拟库存，再到实盘库存的转变过程，库存数量不变，短期内又盘活了一次现金。

五、经验总结

期货市场，在现代的商品贸易领域特别是大宗商品市场上的功能越来越重要，期货价格发现，套期保值等对于商品流通链条上的各个环节都有着重要的意义，已经成为国民经济活动中的重要组成部分。

在长期参与期货市场的活动中，我们越来越意识到，做为中间贸易商借助期货工具，灵活开展商业活动的必要性。经历了传统的运用期货套期保值，到现在对于基差模式的关注，这也是我们企业的转变与提升。中间商环节，既有库存下跌的风险，也有履行合约采购成本上升的风险。保或不保，各有利弊，且保的效果还需要评估。这同样是对价格方向的判断。

今年以来，甲醇现货，纸货，期货三个市场紧密联系，互动频繁，我们以基差的视角去看待市场，将绝对价格涨跌的不确定风险，转移为基差波动的可控风险，以之融入我们的贸易活动，三个市场期现结合，进行点价，期现套利等活动，在的商品流通链中找准我们现货贸易商的定位，抓住属于贸易商环节的合理稳定利润，将我们公司更好的做大做强。同时也通过我们的期现套利，为期货市场的稳健运行做出贡献。

港丰公司总结了参与甲醇期货市场以来成功和失败经验，愿意配合郑州商品交易所探索和发挥期货市场功能的新方式，并向业内其他同行分享心得，实现双赢以甚至多赢得局面，为进一步推动甲醇期、现货市场的稳定和繁荣发展做出自己的贡献。

附件 2：

发挥市场纠偏功能，为产业健康发展服务

—— 永安资本玻璃期货“点”基地报告

第一部分 “点”基地企业基本情况

我国期货市场不断完善，目前期货的品种已经达到了 50 多个，市场的规模明显的在扩大，一个有效的风险管理市场已经初步形成，产业客户参与期货市场进行套期保值的数量有了一定的增长。当前经济形势下，许多实体企业对利用金融工具的需求会越来越迫切，例如国内一些大型油脂企业，从原料采购到仓储，再到销售，都要利用期货等衍生品工具，但有些企业却不知道如何去用好期货工具，不懂具体如何实施，缺乏专业人才，也不清楚怎么利用期货市场对远期合同进行合理定价，同时在货物周转时还可能碰到资金周转上的问题。针对实体企业的上述问题，期货公司的风险管理子公司营运而生。

浙江永安资本管理有限公司为永安期货股份有限公司全资子公司，2013 年 3 月 19 日首批首家获批，5 月 8 日工商注册正式完成，初期注册资金 1.5 亿元。风险管理推出已有三年，目前已进入快速发展阶段，公司将致力于期现结合与风险管理业务，以服务实体产业客户为宗旨，以品种基本面研究为基础，依靠期、现货各方面的渠道资源，结合场内交易和场外交易两个市场，综合利用期货、期权、互换等金融衍生工具，具有较强的现货基础、盈利能力与信用评级，致力于提供一流的期现结合与风险管理产品与服务，形成稳定、可持续的盈利模式和交易体系，发展成为业内领先的商品、金融市场风险管理服务商。2015 年浙江永安资本管理有限公司完成增资，注册资金达到 5 亿元，随着业务量的增大，公司计划进一步增资，以适应业务对资金上的需求。

我司目前公司部门设置为财务综合部、交易风控部、投资管理部、金属事业部、能源化工部、油脂油料部、场外衍生品部、期权做市部八个部门。从人员的专业构成来看，管理人员占 17.24%，业务人员占 56.90%，业务支持人员占 25.86%；从学历构成来看，博士 2 人，硕士 16 人；从年龄构成来看，26-30 岁员工占 51.74%，31-35 岁员工占 31.03%。连续三年，永安资本的销售额和净利润呈现几何式增长：2013 至

2015 年，销售额从 1.44 亿到 9.59 亿再到 25.36 亿，净利润也从 346 万增至 2017 万再增至 6378 万，在 50 多家风险管理子公司中名列前茅。

从服务上来说，永安资本依靠期、现货各方面的渠道资源，结合场内交易和场外交易两个市场，综合利用期货、期权、互换等金融衍生工具为客户提供合作套保、点价服务、基差交易、交割套利等一系列期现结合与风险管理服务。

从业务范围上来说，目前公司参与期现业务的品种几乎涵盖了全部的期货上市品种，公司在黑色、化工、有色、软商品等多个品种上都积累了丰富的实践经验。永安资本业务链主要集中在能源化工类（天然橡胶、甲醇、沥青、塑料、玻璃等品种），黑色相关品种（焦炭、热卷、螺纹钢、铁矿石等），化纤相关品种（乙二醇、PTA），农产品相关品种（白糖、棉花、棕榈油、豆油、菜粕）等。

我司永安资本依托于母公司永安期货的资源优势，将风险管理业务做为业务发展的重要抓手，努力服务好产业，为产业的健康高效发展做出自己的贡献。

第二部分 企业生产经营状况及风险分析

2.1 企业玻璃经营状况

玻璃这一品种趋势性行情大，中间贸易不活跃，同时，由于行业集中度低，大量中小经销商充斥市场，“羊群效应”比较明显，市场缺货的时，贸易商大量囤货，而市场货多的时候，经销商又往往大量“杀价”出货，这样往往会造成玻璃价格暴涨暴跌，同时传统的产业组织结构中：

经销商采购渠道单一，受工厂销售策略影响比较大，各种预付或者赊销，给经销商增加了很大的不确定性，这是中间端的情况。

上游生产端，玻璃生产具有产能刚性不可调节的特点，即生产线一旦点火投产，在设计窑期内（6-8 年），生产线必须连续不间断的生产，因生产线能耗相对恒定，减产会造成成本大幅上升，若直接停产，则窑炉部位需重新建造才能使用，因此再启动需投入几千万不等的资金，因此生产企业极少选择降低产能的方式应对不利行情。刚性产能导致的显著特征之一就是，产品的销售进度及最终结果成为玻璃生产企业能否顺利实现经营目标的决定因素，因此上游企业的经营风险更多集中在销售环节上。作为玻璃原片生产为主业的玻璃生产企业，在现货经营中主要面临如下风险：一是价格风险：即产品价格下跌导致亏损。当经济环境不佳或是行业淡季时，下游需求明显不足，将导致销售价格下降，从现货经营角度，产能调节幅度有限，难以通过调节产能规避效益下滑风险。玻璃具有连续生产、不适宜大规模长期储存的特点，主要应用于房地产（75%-80%）、汽车行业（10%-15%），下游需求的季节性较为明显，且易受宏观经济形势影响，市场需求波动剧烈，企业难以通过调节产能的方式来适应市场需求的增减变化。刚性产能和季节性需求的特性决定了即使是在下游需求不振，销售压力加大、甚至亏损的情况下依旧要保持生产，不断积压新库存，直至企业资金链断裂，难以维系当前生产的状况会被迫选择停产。二是库存风险：即库存产品贬值。市场需求淡季，产销不能平衡导致库存累积增加，一方面妨碍后续产品的顺利入库，另一方面高位库存占用大量资金成本；第三还要面临将来价格继续下跌导致的库存贬值风险。三是成本风险：即原材料、燃料价格上涨。玻璃生产成本中，原材料和燃料占比近三分之二，其中纯碱和燃料又占其主要组成部分，其价格波动对玻璃生产成本影响较大，特别近年，燃料价格的大幅上涨，给玻璃生产企业带来了很大的负面影响。

玻璃的主要原料是纯碱和石英砂，近年来纯碱价格总趋势相对稳定，但期间波动幅度大，对玻璃生产成本影响较大；石英砂属矿产资源，近年在环保要求下，对矿山的治理日趋严厉，在矿山资源减少、生产成本增加的状况下，石英砂价格也呈上涨趋势，其他原料在成本中比重较小，对成本变动的影响微乎其微；玻璃生产燃料主要有天然气、焦炉煤气、石油焦、重油等几种，近年来由于环保政策的日趋严厉，清洁能源天然气成为玻璃企业的首选燃料，但天然气属于国家控制的不可再生资源，且是政府定价，价格呈持续上涨态势，企业在此方面无议价权；其他燃料虽然其价格相对天然气稍低，但必须配套脱硫脱硝等环保装置，使用成本较高，而且此类燃料属于高污染燃料，不符合社会发展的要求；因此，在原材料和燃料等制造成本环节，玻璃生产企业多处于被动地位，采取主动应对措施的空间有限。

同时也是因为原片玻璃的价格波动大,这样对于下游的深加工企业来说,往往会出现无法规避原料价格的上涨带来的生产成本增加的问题,采购一旦发生错误,就会造成企业的利润损失甚至亏损。

永安资本深刻的体会到上下游企业参与玻璃期货当中的上述问题,自玻璃期货上市以来积极参与现货、期货交易,参与玻璃期货交割 87000 余吨,永安资本将自己定义为一个玻璃现货的贸易商,深耕玻璃行业,始终对玻璃行业的参与者敞开大门,并积极与玻璃原片企业、下游经销商、深加工工厂深入合作,努力使玻璃期货融入到玻璃行业当中去,也让玻璃产业的企业积极的参与期货市场,我司始终坚持从期现基差出发,寻找期现错估机会,将基差交易和“对冲”的理念灌输给现货市场,在大量参与现货贸易的同时,实现客户和自身的双赢和多赢并客观上起到了平抑市场非理性波动和提高市场效率的作用。在与客户合作的过程中,永安资本能发挥以下作用:

一、市场纠偏功能。永安资本在期货市场和现货市场之间,能起到纠偏的作用,价格低的时候就预售,价格高的时候采购,依托公司的资金和市场行情分析研究的优势,类似于一个磁铁,将偏离很大的一方吸回来,使期货价格和现货价格不会过度偏离,有利于促进市场健康发展,实现期货的价格发现功能。

二、向客户提供定向配送。由于玻璃厂库分布在湖北、河北、山东等多个省区,对于中小企业来说,如果自己参与期货市场进行交割,无法预测货物在哪个厂库,存在一定的风险。永安资本大规模参与,结合自己的现货销售渠道优势,能按照不同客户的需要提供某个地区的货物。这样客户节省成本,降低了客户自己交割接货的风险,为下游客户达到买入套保的效果,同时又可以规避区域间的价差风险。

三、向客户提供金融支持。客户向永安资本采购远期货物时只需要 15% 的保证金,节省了客户的资金成本,并且允许客户分批提货,解决客户资金短缺的需求,服务于实体经济。风险管理子公司信用好,体量大,客户选择和风险管理子公司交易,不必承受信用风险,能保证合同履行,互利共赢。

四、为经销商提供不同的定价方式和仓储服务。传统经销商从玻璃工厂采购现货,一般一天一个固定价格,并且定价之后必须当天提货。我司永安资本借助期货报价,为客户提供了波动的低于现货的更有优势的报价,并且我司能够根据仓单仓储时间,为客户提供相对较长的提货时间。较长时间的仓储,也能帮助经销商在没有第三方仓储的情况下,延长了配货的时间和扩大了配货的空间。

五、培养市场。由于期货波动大,杠杆大,对很多传统公司而言如何正确利用期货工具还是一个难题。永安资本在玻璃客户中提供各种不同策略,使客户间接参与期货市场从而规避价格不确定的风险。

六、培训客户。在交易的过程中由永安期货专业人员向客户提供建议,在不同的产区、销区定期不定期举办培训班,作为中小企业的辅导员,通过合作给客户带来新理念,转变客户的传统思维模式,让客户正确看待和运用期货工具,发挥期货套期保值的功能,客户通过与风险管理子公司的合作,逐步提高了投资能力和水平,也实现了盈利。

2.2 企业经营风险及控制思路

永安资本不是生产玻璃的工厂,也不是下游的原片玻璃深加工企业,但是我们把自己定义为玻璃行业的现货参与者,我们在实际的大量现货的操作当中,确实碰到了很多问题,首先就是玻璃的仓储问题,因为玻璃业态的原因,玻璃工厂是不太愿意让贸易商在工厂存货,同时玻璃行业的优质的第三方仓储资源是比较少的,这就给我们深入参与现货贸易带来了很大的困难,不能存货。还有一点在于现货端预付赊销的道德违约风险,最后一个就是行情涨跌风险。

因此,永安资本基于实际情况,制定了基于规避现货经营风险为目的的风险管理思路:

以行业基本面分析为前提,结合宏观分析,及时抓住期货市场提供的机会开展套期保值操作,充分挖掘市场的机会。

第一,准确真实了解市场真实情况,及时采集市场真实信息,做好行业基本面研究分析以及行情的判断,结合现货、期货和期权来构建对冲组合,规避行情涨跌的风险。

第二、当套利窗口打开的时候积极参与仓单交割,积极洽谈上游工厂的采购长约以及下游深加工工厂的销售长约,增加现货周转频率,尽量规避大规模的现货库存。

第三、结合公司法务以及社会公开信息,选取优质客户合作,降低违约风险。

除了自身的风控,我司积极配合协助上游工厂和下游深加工企业实现风险控制。

作为上游原片玻璃生产企业，前几年玻璃原片价格下跌很快，原片玻璃库存高企，企业又不善于进行盘面套保，我司考虑到生产企业的实际情况，积极跟生产企业洽谈仓单采购，降低客户库存、资金压力，并帮助生产企业进行盘面套保，规避价格涨跌风险，当现货企稳的时候，我司又将货物回购给工厂，我司相当于给工厂起到了一个蓄水池的工作，存储了工厂的库存的同时，也规避了因为需求不好价格下跌带来的价格风险，后面将现货优先留给工厂回购，也配合工厂稳固了下游的现货渠道，给工厂的灵活定价实现了可能性。

作为下游深加工企业，也面临原料价格不稳定以及上游企业违约的困扰，甚至当极端行情出现的时候，怕采购不到货物。我们也给深加工企业提供了一些良好的解决方案，为客户解决了后顾之忧。我们公司作为期现结合的贸易商，严格按照玻璃期货的盘面定价，全天候 24 小时为客户提供报价服务，根据盘面的波动报价，这样，下游客户的订单锁定了成本，并且也规避了当市场出现极端行情买不到货的情况，并且我司严格遵守契约精神，绝不违约，解决了深加工企业的后顾之忧。

第三部分 参与期货历史及现状

永安资本依托永安期货平台,积极参与玻璃期货以及和玻璃期货相关的活动，仅 2016 年至今，我司已经周转现货 10 万余吨，包含期货仓单 70000 余吨。

3.1 积极参与玻璃期货合约交易以及交割

我司成立以来，一直积极参与郑州商品交易所的玻璃期货，在 FG1312、FG1401、FG1405、FG1412、FG1501、FG1505、FG1506、FG1508、FG1509、FG1601 和 FG1609 等诸多合约上都参与了实物交割，通过现货贸易或厂库仓单交易与河北、湖北、山东的玻璃交割厂库、现货贸易商、投资机构等单位有业务合作联系，熟悉玻璃期现货的产业特点、经营现状与参与群体、并理解期现市场的业务规则与风险因素。我司也希望为玻璃产业转型升级与期货市场的功能发挥做出一定的贡献。

3.2 协助举办培训班，普及期货套利知识

我司一直致力于玻璃期货套利、套保交易操作的知识普及以及推广，多次在沙河等地推广期货产业套保的培训班，仅 2016 年至目前就已经协助举办三场的产业培训班，授课老师来自于期货公司、行业内套保套利领先的产业企业以及行业协会等，主要面对的群体包括玻璃原片的生产企业、厂库、中间端贸易商以及下游的深加工客户，培训受到了广泛的好评，产业客户在参加了之后，慢慢接受玻璃期货，也开始参与到玻璃期货中来。除此之外，我司还配合交易所推广了玻璃场外期权的试点。

3.3 企业利用期货市场主要形式

期货交易一般有几种方式,投机交易、套利以及套保等，我司主要从事套利以及套保业务。

· 套期保值

套期保值(Hedge 或 Hedging)，是指企业为规避商品价格风险，指定一项或一项以上套期工具，使套期工具的公允价值或现金流量变动，预期抵消被套期项目全部或部分公允价值或现金流量变动风险的一种交易活动。

套期保值的基本特征：在现货市场和期货市场对同一种类的商品同时进行数量相等但方向相反的买卖活动，即在买进或卖出实货的同时，在期货市场上卖出或买进同等数量的期货，经过一段时间，当价格变动使现货买卖上出现的盈亏时，可由期货交易上的亏盈得到抵消或弥补。从而在“现”与“期”之间、近期和远期之间建立一种对冲机制，以使价格风险降低到最低限度。

套期保值的原则

1. 交易方向相反原则；
2. 商品种类相同原则；
3. 商品数量相等原则；
4. 月份相同或相近原则

我司积极运用玻璃期货进行盘面套期保值,实际操作中比较广泛的是从贸易商和厂库手中采购仓单,进行盘面的卖出套期保值为主。永安资本会持续的跟踪厂库的实际现货价格,然后根据升贴水计算成盘面价格之后跟期货价格比较,当期货价格高于现货价格,并且能够覆盖持有成本(仓储费加资金利息)后,进行卖出套保操作,也就是买入仓单,盘面卖出。

• 套利

套利也叫价差交易,套利指的是在买入或卖出某种电子交易合约的同时,卖出或买入相关的另一种合约。套利交易是指利用相关市场或相关电子合同之间的价差变化,在相关市场或相关电子合同上进行交易方向相反的交易,以期望价差发生变化而获利的交易行为。

我司也会进行一些套利的操作,即在期货价格不足以完全覆盖持有成本的情况下,根据我们对于宏观以及玻璃商品基本面的分析,在能准确预测后面走势以及基差走势的前提下,进行一些采购仓单,或者采购现货卖出盘面的操作;或者在之前渤商所的案例中,我们进行买入渤商所玻璃,卖出郑商所玻璃的操作等。

第四部分 详细案例

4.1 仓单买入套保

4.1.1 案例的背景及逻辑

2016年3月,受到国内宏观氛围强劲以及炒作煤焦现货端的供应收缩,以黑色为代表的国内商品期货集体上涨,玻璃期货也快速拉高,黑色系集体盘中涨停。但是螺纹是因为库存较低同时成本支撑;煤焦是因为供给侧改革,供应收缩的预期,才导致期货价格快速上涨,玻璃并没有供给侧改革的概念,现货价格表现的比较疲软,成交并没有期货市场表现的这么疯狂,现货的跟涨相对乏力,期现的基差不断走弱,盘面升水很高。永安资本根据盘面升水的判断跟有意愿出仓单的工厂进行沟通并且询问现货情况以及报价,得知某工厂的销售情况并没有因为期货价格的上涨而支撑现货价格,销售比较一般,同时收到工厂的仓单报价在980元每吨。

4.1.2 实际操作

我们经过测算以及思考,得出采购仓单在期货上作出卖出操作,持有到FG1605合约到期,会有交割的利润,认为该策略可行。所以我们将我们的逻辑以及具体的操作方案形成书面的报告,递交公司的决策小组进行研究,并且在得到他们同意的情况下,与该工厂进行沟通,玻璃工厂认为980的仓单价格高于现货价格,可以销售,最终双方敲定成交价格为980元每吨,并且确定数量为3000吨。在确认仓单数量以及价格之后,我们在2016年3月8日,在FG1605合约进行卖出,成交价格在1019,涨停价格成交。因为我们觉得玻璃期货的上涨是因为黑色系的涨停带起来的,并不是因为玻璃自身基本面很好,导致的盘面上涨甚至涨停,换句话说,期货的上涨没有得到现货的支持,是非理性的,期货价格我们觉得是会跌下来的,所以基于这个逻辑,我们实行了100%的等比例套保。最后,我们做了买980元每吨的现货,在盘面进行1019的盘面卖出套保。价差在-39元每吨,成本在27.55元每吨(见表一),实际锁定的利润是11.45元每吨。3000吨的总利润是34350元。

表1 期货交割费用测算

项目	费用
仓储费	$67 \times 0.25 \text{ 元/吨/天} = 16.75 \text{ 元/每吨}$
资金成本	$980 \times 6\% \times 67 / 365 = 10.8 \text{ 元/每吨}$
合计	27.55 元/每吨

2016年3月22日,随着黑色系期货的价格涨势趋缓,玻璃期货价格因为没有基本面的支持而停止上涨并且开始下跌,我们评估玻璃现货价格的变动并不是特别大,现货价格下跌的幅度低于期货下跌的幅度,我司与工厂协商,工厂给予我司反馈,认为在940的价格可以考虑回购,我们考虑到从之前的期现价差统

计分析的角度来说，期货贴水现货的可能性比较大，最终协商我们在盘面挂单 930 元每吨，如果成交，那么我们仓单就按照 940 的价格卖给工厂。盘中最低触及 926，930 元每吨买平的价格成交，当天我们与该工厂签订回购合同

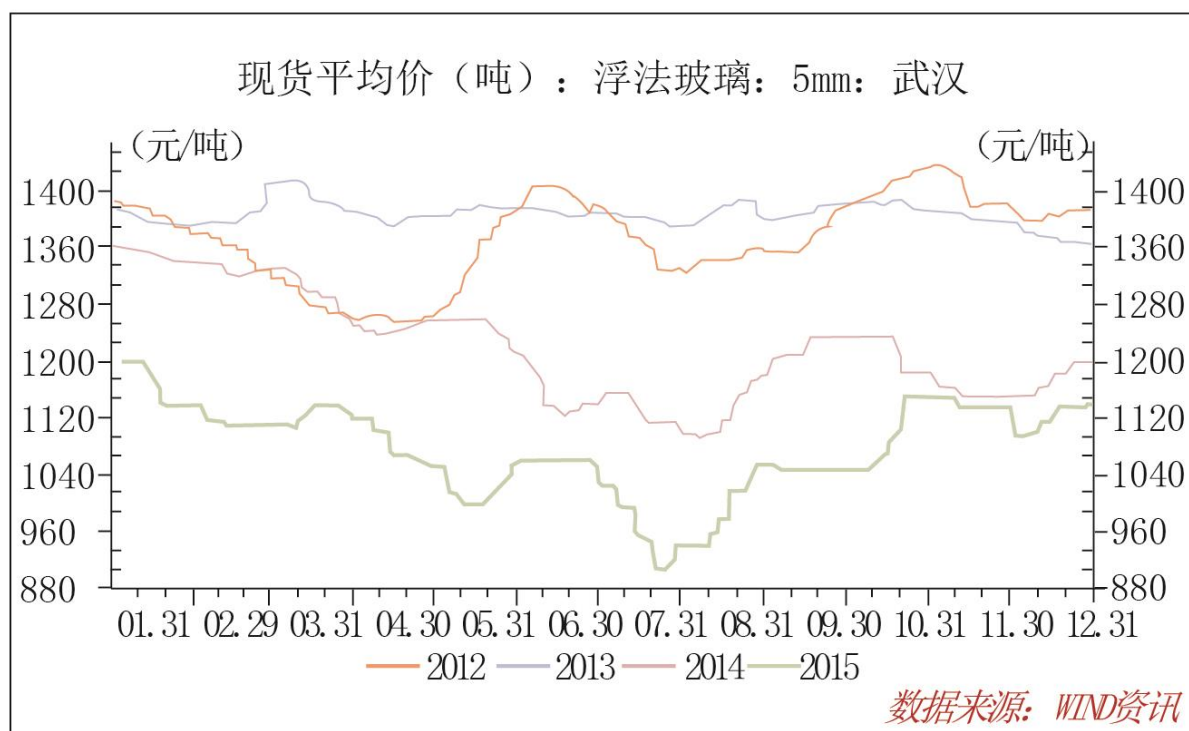
4.1.3 效果以及价值

最终这笔操作让永安资本盈利 44350 元，提前平仓省下的仓储和利息收入为：65370 元，并且我们得知当天玻璃现货价格 950 元每吨。那么从这笔业务当中，永安资本本质上帮工厂进行了盘面套保的操作，帮助工厂规避了 30 元每吨的亏损，同时，因为盘面的下跌，让工厂额外盈利了 10 元每吨，那么我们利用了期货这个工具，相比较单纯的现货买卖，让工厂多盈利了 40 元每吨。通过这笔操作，让工厂进一步了解期货的价值，并且提高了工厂参与套保，或者借助永安资本进行期货套保的积极性。

4.2 跨期套利

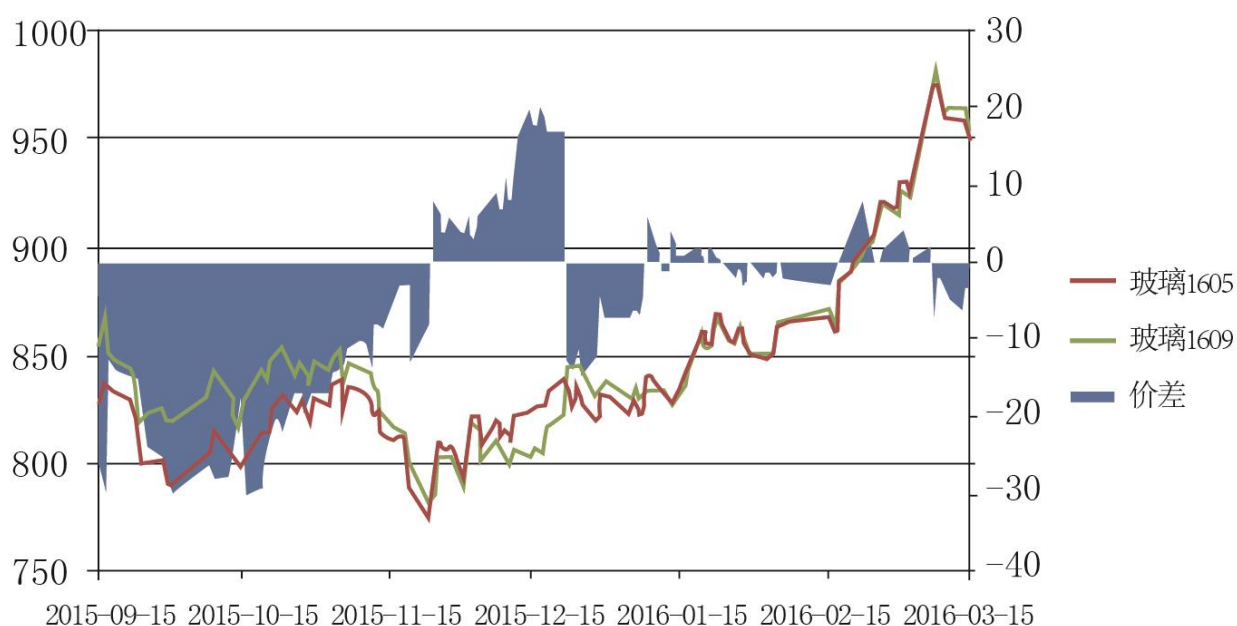
4.2.1 案例的背景及逻辑

2016 年上半年春节过后，下游深加工企业没有完全开始生产，玻璃的阶段性的需求不是特别强，同时由于玻璃原片工厂经历过年前的长时间的库存囤积，现货不缺，贸易商经历前几年囤货亏损之后囤货的意愿也不高，最后从季节性的角度来说，前 4 年的情况，也是体现了 4 月份的季节性的淡季（当时的合同约定价还是在武汉），宏观也没有给出一个利多的指引情况下，我们判断后面的现货价格走弱的可能性比较大。



4.2.2 实际操作

基于我们的逻辑，我们形成书面的报告，递交我们的交易套利小组进行讨论，我们觉得从统计套利的角度来说，这个套利好像是缺乏一个比较好的安全边际的，而且收益是有限的，但是我们觉得基本面的驱动还是相对偏强的，我们在讨论之后觉得方案可行，签字形成执行的结果。



2016年3月7日，FG1605-FG1609基差为0，建仓空FG1605，多FG1609操作，基差为0，开仓数量10000吨，我们将近端的FG1605合约作为一个类现货的标的来进行考虑，我们基于之前的逻辑，觉得后面盘面价格下跌的可能性比较大，所以做反套的时候按照100%的套保比例进行操作，到2016年3月14，基差为-6，获利平仓，实现盈利60000元。

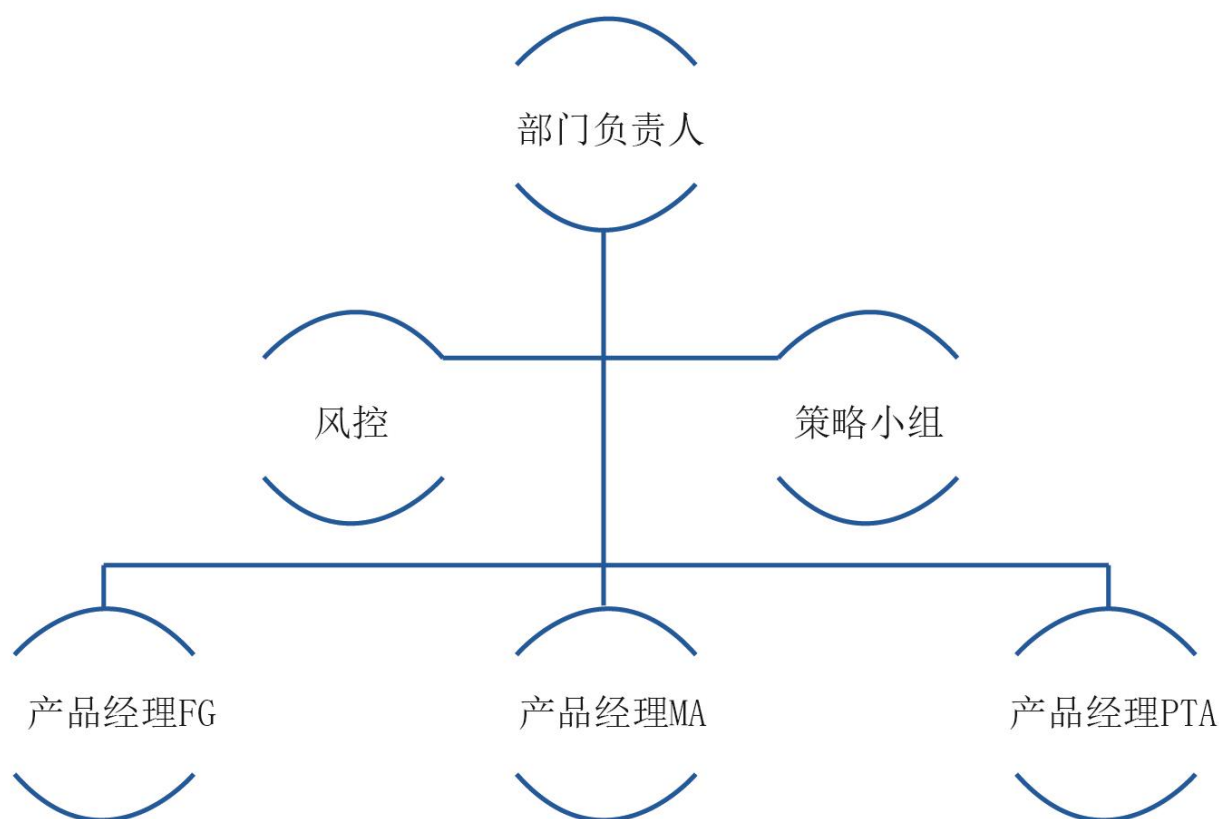
4.1.3 效果以及价值

因为此时盘面的结构是贴水的反向结构，作为玻璃企业来说进行盘面的套期保值风险是比较大的，那么通过反套这种手段，我们成功的规避了市场下跌的风险，获得了额外的盈利。

第五部分 参与期货市场面临的风险分析和控制

永安资本是相对专业的期货行业的参与者，有相对完善的风险分析以及控制手段，有专门的部门负责具体的实施，在近几年的实际操作当中，永安资本也不断总结和完善风险控制的思路以及措施，目前已经建立健全了全程风险控制体系，从管理上面完善风险控制流程，实现了事前完整的操作计划，事中的动态监控，以及事后的检验全程的风控体系，后续会随着业务的扩展，或者交易规模的扩大，将不断的修正提高。

我司因为是期货公司的全资子公司，主要从事期现套利业务，结构相对扁平，总经理统筹管理，相对业务策略来说，就是产品经理提策略，策略小组研究可行性，部门负责人根据产品经理提议是否执行，风控在此只负责最后的盘面止损。



第六部分 取得的经验、心得体会以及设想

6.1 取得的经验、心得体会

玻璃期货品种上市之前，行业内的企业都是在现货平台上通过扩大规模、调整产品结构、产品换代升级等进行单一商品平台的竞争；而一旦在期货市场上市，该品种除商品属性外又被赋予了一定的金融属性，因此，该品种并不再完全按照商品市场的规律和趋势运行，将会更多的受金融产品属性或国家政治经济政策的影响，从某种意义上将给企业的现货经营带来更多的风险和变数。期货品种上市，一方面会带来更多的风险因素，但同时也提供了一种利用期货工具规避现货风险、稳定经营业绩的渠道。期货品种一旦上市，企业面临的不是“做与不做”的决策，而是“早做或晚做、该怎么做”的决策。玻璃的上市，改变了企业的管理模式。

通过积极参与玻璃的期货和现货，接触到了产业的方方面面，首先从国家层面，我们觉得在前几年的产能过剩的情况下，国家需要治理过剩产能的压力也是非常大的，目前国内玻璃行业已经被列入五大产能严重过剩行业之一，从 1971 年中国的第一条浮法线投产到 2000 年，30 年共投产 58 条生产线，但是从 01 年到 15 年的 15 年内投产的生产线是前 30 年的 4.9 倍，尤其从 05 年以后，以每年新上 20 多条生产线的速度持续增长，而且单线吨位越来越大，近几年房地产市场快速进入持续调整周期，导致玻璃终端需求大幅萎缩，而且玻璃行业的生产特点决定了其产能的刚性增长难以随市场需求的变化而调节，而且企业产能退出意愿淡薄，造成价格持续下跌，而且波动越来越频繁、波动幅度越来越大窄。此种状况下，企业应对的

方式无非要靠以下途径：要么被动坚持，等待市场反转，要么积极转型寻求突破，要么借助外力转化风险。无论是坚持等待还是转型升级，企业都需要付出巨大的人力物力财力和时间周期，尤其是必须要有足够的资金流做为支撑，况且结果仍然存在 50%失败率。玻璃期货则可以以相对少的投入，帮助企业实现规避经营风险获得额外收益的目的，再反哺实体经济度过难关，因此期货市场是稳定企业经营业绩的有效工具和借力点。期货市场作为一个价格发现功能的地方，期货通过价格来调整市场的供应，最终将落后的产能淘汰出了这个市场，这方面，玻璃期货发挥了不可替代的作用。其次，通过对于现货的大量参与，我们清晰整个玻璃现货端的运转体系，对于我们对于期货盘面的定价以及价格传导的逻辑体系的理解，是更加深刻的，基于此，我们能更加快速的寻找市场扭曲的机会，并且运用我们的力量尽力去纠正它。

6.2 设想

我们觉得随着交易所进一步的明确玻璃的定价市场之后，希望越来越多的产业能够参与到玻璃期货的交割中来，如果在有条件的情况下，能够有合适的第三方仓库的情况下，增加交割的数量和活跃程度，最终能够让玻璃期货能够更好的服务产业客户，为产业客户规避风险，提供更好的保障。作为永安资本来说，首先，我司也会充分利用期货这个工具，对于上游玻璃原片企业来说，通过采购仓单，帮助企业锁定利润，对于下游用户和经销商，永安资本通过期货套保点价的方式，降低经销商和下游用户的采购成本；其次我们也会通过横向的期货品种的比较，借鉴很多其他期货上市品种的成功模式，比方说合作套保，比方说盘面点价等一些能更好发挥期货价格发现功能的方式，来为实体企业服务；最后，我司也会积极探索国外衍生品的新的模式和创新的经验，通过引入嫁接到国内市场，完善整个国内的衍生品体系。

第七部分 意见建议

郑商所为我们广大的产业客户以及投资公司提供了一个非常好的学习交流业务操作的平台，我们非常荣幸能够在交易所的帮助指导下参与到期货交易中来。

从市场发展的角度上来说，交易所每年组织很多次产业的调研，涉及的企业从上游的原片玻璃生产商，中间端的经销商，到下游的深加工企业，作为投资公司的我们也积极参加郑商所组织的调研，并且我们从这当中学习到了很多深度的产业知识。也随着调研的展开，越来越多的投资公司，开始慢慢介入玻璃期货的交易之中，无论是宏观对冲还是套利商。产业也因为交易所的调研活动，能够认识到很多的投资公司的专业人员，学习很多套期保值和套利的技巧，然后运用到他们实际的生产经营中去。交易所的调研，给我们的产业客户和投资公司，架起了一座座的桥梁，让专业的期货知识和玻璃原片的生产加工知识，互相融合，提升整个产业的效率。

附件 2:

借平台谋发展 玻璃期货助力金晶稳健经营

—— 滕州金晶玻璃期货“点”基地报告

第一部分 “点”基地企业基本情况

山东金晶科技股份有限公司是国家科技部认定的重点高新技术企业、中国新材料基地骨干企业，各项经济指标连续多年保持全国同行业前列，在山东省同行业连续十年保持第一；作为中国平板玻璃标准制定的参与者、中国超白玻璃产品的开拓者，金晶产品品质与性能得到行业及社会的高度肯定。

滕州金晶玻璃有限公司（以下简称“滕州金晶”或“公司”），是上市公司“山东金晶科技股份有限公司”的全资子公司，是郑州商品交易所玻璃期货指定交割厂库。

滕州金晶坐落于山东南部枣庄市下辖的滕州市，2006年，山东金晶科技股份有限公司斥巨资全额收购原“鲁南玻璃厂”，成立“滕州金晶玻璃有限公司”，公司主要从事优质浮法玻璃的生产与销售，公司交通便利，拥有水路（京杭运河滕州港）、陆路（104国道、京台高速、岚曹高速）、铁路（京沪铁路南沙河站）等多种运输方式，产品主要覆盖鲁西南、河南、江苏、安徽、上海等玻璃消费核心市场。

第二部分 企业生产经营状况及风险分析

近年来，由于房地产行业步入调整周期，对玻璃的需求有所下降，玻璃行业产能过剩矛盾更加凸显，虽然2016年以来在阶段性供需失衡作用下，价格出现短期反弹，尤其是8月份前后的暴涨更是出乎市场人士预期，但是价格上涨同时也引发了部分新建线和冷修生产线的积极投产复产，产能利用率也随之反弹；结合今年的淡旺季转变节奏的不同，即淡季不淡、旺季不旺等特征，从中也可以看出玻璃行业特别是玻璃生产厂家对于市场行情的信心尤为不足；加之地产需求在政策刺激下的短期释放告一段落，后期供需矛盾将再度显现，即未来一段时间内，玻璃行业仍将面临一定困境，竞争将会更加激烈。目前企业要突破困境，无非有两种方式，一是被动的坚持和等待，即“剩者为王”的思想，通过不断的降低成本提升竞争力，最终存活下来。但这种方式需要经历一个漫长的而且是比较痛苦的过程，必须要有足够的资金支撑长期亏损运营，否则不见得能坚持到最后；二是主动出击，走转型升级之路。这种方式存在较大难度，不但需要准确的决策，而且需要解决先期投入的资金问题并要承受转型期的阵痛；三是寻求可以进行风险对冲的第三方渠道或市场，有效利用现货经营以外的辅助工具，将现货市场的风险进行转移或对冲，从而提升企业的综合运营能力和竞争力，而玻璃期货则成为玻璃生产企业最佳的风险对冲渠道。

2.1 企业生产经营状况

滕州金晶目前拥有四条优质浮法玻璃生产线，总日产能2800吨（600吨*2+800吨*2）；主要生产优质浮法玻璃（可直接用于期货交割）、超白玻璃、颜色玻璃及颜色玻璃阳光膜等产品，产品品质稳定，得到深加工企业的高度认可。

公司四条生产线设施完备、技术装备高端，早在两年前已完成脱硫脱硝等环保设施的安装运行，完全实现氮氧化物达标排放，在区域市场成为玻璃生产企业的典范，既履行了企业所担负的社会责任，又规避了未来因环保问题影响生产的风险，为长期履行交割厂库义务、促进玻璃期货品种的健康发展奠定了基础。

滕州金晶得到国内多家银行授信，并在多家银行属于省行及总行级重点客户，贷款利率大多数为基准利率。中诚信国际评级有限公司对滕州金晶的评级结果为2A-，是民营企业中的最高级别。2016年行业运行状况向好，公司国内、国外销售业务发展态势良好，流动资金充裕，截至2016年6月30日，滕州金晶现有资产总额18.9亿元，职工1100余人，2016年上半年销售收入5.9亿元，完全有能力履行厂库义务、承担厂库责任。

2.2 企业经营风险及控制思路

玻璃生产具有产能刚性不可调节的特点，即生产线一旦点火投产，在设计窑期内（6-8年），生产线必须连续不间断的生产，因生产线能耗相对恒定，减产会造成成本大幅上升，若直接停产，则窑炉部位需重新建造才能使用，再启动需投入几千万不等的资金，因此生产企业极少选择降低产能的方式应对不利行情。刚性产能导致的显著特征之一就是，产品的销售进度及最终结果成为玻璃生产企业能否顺利实现经营目标的决定因素，因此公司的经营风险更多集中在销售环节上。

滕州金晶作为一家以玻璃原片生产为主业的玻璃生产企业，在现货经营中主要面临如下风险：

一是价格风险：即产品价格下跌导致亏损。当经济环境不佳或是行业淡季时，下游需求明显不足，将导致销售价格下降，而生产线连续生产的特殊决定了产能调节幅度有限，难以通过调节产能规避效益下滑风险。

二是库存风险：即库存产品贬值。市场需求淡季，产销不能平衡导致库存累加，一方面妨碍后续产品的顺利入库，另一方面高位库存占用大量资金成本；同时还要面临将来价格继续下跌导致的库存持续贬值风险。

三是成本风险：即原材料、燃料价格上涨。玻璃生产成本中，原材料和燃料占比近三分之二，在原材料和燃料等制造成本环节，玻璃生产企业多处于被动地位，其价格波动对玻璃生产成本影响较大。

滕州金晶目前仅生产销售浮法玻璃原片，虽有颜色玻璃、超白玻璃等产品组合，但仍属于初级原材料，在上下游产业链上延伸不足，因此，较大程度上仍需面对来自市场和成本的波动带来的利润风险。

基于此，金晶期货部结合滕州金晶实际情况，制定了基于规避现货经营风险为目的的风险管理思路：

只做与企业实体经营直接相关的期货品种（玻璃及上游原材料），以行业基本面分析为前提，以公司实际经营需求为基础，及时抓住期货市场提供的机会开展套期保值操作。

第三部分 企业参与期货市场的历史及现状

滕州金晶隶属于金晶集团旗下的山东金晶科技股份有限公司，为通观全局、集约资源、便于管理，按照集团业务模式及架构设置，滕州金晶的期货工作由事业部下属的营销中心“期货部”统一运作管理，滕州金晶设期货业务对接人一名，负责落实交割业务、协调厂库管理、市场信息收集等工作。

金晶是最早接触并参与玻璃期货市场的玻璃生产企业之一，在玻璃期货的上市和发展过程中，公司积极参与并协助交易所开展对玻璃品种的调研以及历次玻璃期货合约规则修订、升贴水标准调整、仓单属性调整等工作，并结合实际情况提出对部分内容的修改意见和建议。

玻璃期货上市前，对于滕州金晶期货是一个新生事物，公司上下了解期货、接触期货的人少之又少。但新生事物往往蕴含着巨大机遇，自从参与交易所玻璃期货调研、推广等一系列前期活动后，公司领导敏锐的意识到玻璃期货将会给传统玻璃行业带来巨大的影响，甚至有可能彻底改变玻璃行业的传统经营模式，因此公司领导决心要下功夫学习、研究、运用好期货这一新的业务平台，发挥其发现价格、规避风险等作用，积极审慎地开展业务，服务好公司的现货经营。

玻璃期货上市后，金晶成立了专门的期货部，本着“积极参与、谨慎操作”的原则，结合企业经营模式严格制定各项期货管理制度、风控预案及操作流程，通过充分分析企业经营风险并结合期货市场特点，制定并完善了期货操作方案。经过积极学习期货知识，了解期货运行规律和业务规则，搭建部门职能机构，制定公司内部业务操作规范和流程等一系列“夯实基础、储备能力”的准备工作，滕州金晶初步具备了参与市场的基本条件。2013年二季度开始，金晶以“探索、学习、熟悉”为目的，本着“少量参与、风险可控”的原则开始正式入市操作。之后，在每一轮操作中，不断总结前期经验，当期货市场上出现明显的保值机会时，公司适当加大保值规模；在现货经营平稳或期货市场机会不利时，果断退出但还保持对行情的高度关注；操作也逐步走向系统化和规范化，使公司在利用玻璃期货规避企业经营风险方面继续前行，整体期货业务步入成熟发展阶段。

2014年下半年，经过一年时间的摸索与尝试，在前期套期保值操作的基础上，开始在第三方仓单业务、期货定价、场外期权等方面拓展期货业务范围。目前，仓单业务已形成了完善的业务流程和模式；期货市场定价方面，先期试点与下游重点加工企业以期货交割结算价为基准的现货结算业务，并一直持续运行下来，给企业和客户在各自利润核算、成本控制等方面发挥了积极作用，后期将进一步向点价和基差交易方面拓展。

通过以上各项业务的深入开展，滕州金晶在套期保值业务上取得了可观的收益，积累了宝贵的交易交割实战经验，为企业规避现货生产经营风险提供了有力保障。

同时，滕州金晶积极参与交易所、协会、各地期货公司组织的各类期货市场推广活动、调研及行情研讨会议，积极为推动玻璃期货健康发展献言献策；共享客户资源，多次协助期货公司组织市场推广活动，积极引导下游企业参与期货市场，提高产业链客户的参与度。同时作为指定交割厂库，积极发挥应有的作用，尝试参照期货市场定价的模式，将期货价格引入到现货经营中，为推动玻璃期货的稳定发展做出了应有贡献。

目前，金晶期货部配备方案设计、信息分析、操作执行三大专职岗位，及交割业务协调、风控等相关兼职岗位；制定并经不断完善，形成了期货工作管理制度、期货业务运作流程、风险管理制度及处置流程、策略分析数据库、期货业务岗位说明书等一系列管理文件；并在不断的操作实践中，逐步形成了以基本面分析为基础的交易体系。目前所涉及业务包括“套期保值（卖出）”“套利（期现、跨月）”“仓单业务（自营、第三方）”“期货定价（参照期货价格确定现货结算价格）”“集中交割（期转现）”“场外期权（尝试）”等类型，充分发挥了期货市场服务实体经济的功能，并取得了一定的收益，交易资金规模持续扩大，同时也很好的履行了交割厂库应有的义务，在第三方仓单业务上，得到了广大机构投资者的认可。

第四部分 企业利用期货市场的主要形式

滕州金晶参与期货市场的目的是充分利用期货市场的规避风险和价格发现功能，指导公司在合适的时机以合理的价格进行销售，通过进行适度套期保值，避免企业经营状况出现大起大落，保证企业能够持续健康发展。滕州金晶参与期货市场主要有两种形式，一是以“套期保值”为主的基础业务，二是以“仓单业务”为主的延伸业务。

4.1 既有库存保值

因玻璃生产线的刚性产能以及产品差异化的需要，生产企业必须维持一定的常规库存，而当行业处于淡季时，需求萎靡、产品销售不畅，库存贬值问题会成为困扰企业正常生产经营的主要因素，因此企业有必要对库存产品进行保值。

当价格下跌或将面临较大下跌风险时，对库存进行卖期保值。其中，对已有静态库存（常规库存）进行固定性保值，即保值头寸一经确立一般不再随意变动；对新生产未销售的动态库存进行浮动性保值，即保值头寸根据生产量和销售量的变化进行调整。

4.2 预期产量保值

因玻璃的主要需求来自房地产，而房地产施工受天气因素的制约较大，因此，玻璃的需求具有较强的季节属性。当行业处于淡季时，玻璃生产企业除了面临库存压力外，销售价格也会处于低点，因此，通过期货市场对远期淡季产品进行卖出保值成为玻璃生产企业规避价格下跌风险、增加销售渠道的有效方式。

通过基本面研究判断行情趋势性走向，再结合期货公司提供的期货行情分析，确定入场时机；持仓过程中，根据基本面和盘面趋势的变化适时调整头寸，在保护远期销售的同时，实现了利润的最大化。

4.3 第三方仓单业务

玻璃期货采用了厂库信用仓单模式，因此，市场参与者若有注册仓单需求，只能通过厂库来实现；作为玻璃期货指定交割厂库，为第三方注册仓单既是厂库义务，也是增加销售渠道和利润点的途径。

第三方仓单业务，其本质上属于现货销售范畴，卖出仓单环节等同于销售现货实物，但与现货销售不同的是买方付款后并不马上提货出库，而是以标准仓单的形式存在，用于期货交割或是在未来某一时点再进行后续处理，因此，公司将会面临不同时点生产成本不同以及库容占用的问题，故大部分厂库在进行此项业务时，均对仓单出售价格做出了一些限定，对此，滕州金晶在充分分析比对了仓单和现货贸易两种业务形式的差异点、不同时点上两种业务模式所产生的结果及潜在的风险因素等一系列环节后，形成了以充分尊重对方意愿、保障双方利益为前提的仓单定价模式，并在后续仓单注销处理环节为客户提供了多种便利途径及协助，如换货、帮助寻找销货渠道、仓单回购等。

4.4 现货贸易参照期货定价

因玻璃产业链上下游对于玻璃期货的原理和功能的认知和接受程度不同，改变传统的现货定价模式存在一定的阻力，需要一个相对较长的时间周期，欲速则不达。因此，在当前阶段，金晶主要在兄弟单位和重点老客户间展开此项工作；定价模式上，选择了更容易理解和接受的交割结算价为基准价格，在此基础上按照不同维度加减一定额度的升贴水，如此一来，同一客户同一规格货物当月的价格便可提前确定，提高了公司经营效益的可见性，同时增强了下游客户的成本控制能力。对于提高产业链企业参与玻璃期货的积极性有着极大的帮助，并会促使基差交易成为普遍运用的期货方式之一。

4.5 场外期权

近年来，国内交易所纷纷推出期权仿真交易，由于期权的资金优势以及非线性特征市场各类参与者对期权衍生产品呼声高涨，尤其是现货企业，期权在对冲期货持仓风险、满足套保需求的同时，还能保留行情适合时进一步获利的可能性。从政策层面讲，证监会鼓励期货公司等各类金融机构积极开展场外衍生品创新，根据主体需求提供量身定制的风险管理服务。

因此，从市场和政策两方面看，虽然目前尚未推出玻璃期货期权业务，但在不违反证监会相关法规的前提下，场外期权已经开始蓬勃发展。为此，金晶主动参加各地期货公司组织的期权培训，积极学习期权相关知识，并在去年首次尝试玻璃期货“场外期权”业务的基础上，2016年进一步加强学习理论知识，了解对比各期货公司推出的期权报价，为更好的开展此项业务积蓄能量。

第五部分 企业利用期货市场的经典案例分析

利用期货市场是为了对现货经营中预期风险进行有效转化和规避，使企业生产经营活动稳定发展。近年来，滕州金晶在套期保值、仓单业务、期货市场定价以及其他创新业务领域进行了拓展和尝试，现选取2016年内的几个代表性案例分享如下：

5.1 案例1-卖出保值（2016年3月）

5.1.1 保值方案的背景与逻辑：

春节过后，虽然玻璃现货价格出现了企稳并有小幅上涨，但玻璃期货价格则受到黑色板块强劲以及资金等因素影响，大幅上涨，导致FG1605合约突破1000元/吨整数位置，并一度升水于沙河和华中交割厂库仓单成本，出现了较为难得的卖出保值的价格机会；同时，从5月合约的交割周期及历次交割逻辑分析，我们认为在该合约到期之前，现货价格不会发生较大波动，加之正处于仓单注销时间节点上，即便最终以交割形式结束，也不会面临未来旺季周期内的现货涨价可能存在的机会收益损失。因此，我们在3月初陆续卖出FG1705合约，以规避3-4月份的淡季周期内的现货价格可能下跌所带来的经营损失。

5.1.2 方案的执行过程

3月初展开了FG1605合约的卖出保值操作。

建仓价格：FG1605合约950元/吨及以上价格，原则上高于或接近沙河和华中的仓单成本价，或高于对5-6月份玻璃现货均价的判断。

仓位控制：账户风险度不超过50%（因同步操作，数量包括金晶科技）。

风险应对措施：针对期货市场的不确定性，公司在制定每一份保值方案的同时，也准备了风险解决方案，具体见下文风险控制部分。

3月上旬分三次完成建仓，FG1605合约均价970元/吨，账户风险度40%。

完成建仓操作后，玻璃期货价格走势基本符合保值方案中的预期，且我公司现货价格基本保持稳定，故选择在3月下旬逐步平仓。平仓均价932元/吨。

5.1.3 操作效果分析

本次操作完全实现了保值目的，同时还获得了小幅利润，具体分析如下：

FG1605	期货开、平仓均价	当期现货销售均价
3 月上旬	卖开 970 元/吨	1210 元/吨
3 月下旬	买平 932 元/吨	1205 元/吨
盈亏	38 元/吨	-5 元/吨
即期货市场获利完全弥补了现货市场亏损，还有 33 元/吨的盈利。		

之后分别在后续月份之中，根据库存、价格等预期状况进行滚动交易，在不同时点上对后期现货经营利润进行了有效的保值或者利润放大。

7 月底 8 月初，现货市场开始启动旺季行情，产业上下游连年微利或亏损经营，压抑许久的拉涨情绪开始迸发，加之房地产销售持续升温，对玻璃的需求大幅增量，现货市场旺季行情已经确立，旺季时期现货价格下跌的风险已基本排除，基于规避价格风险的套期保值意义已经不大，金晶期货部果断决策平掉所有头寸，出场观望。进入 8 月中旬，现货市场果然如预期开始由南向北的大幅反弹，截止 9 月中旬，全国涨幅几近 40%，09 合约价格也从 1160 元左右一路飙涨至 1350 元，滕州金晶本次操作，充分发挥了厂库贴近市场、信息及时的优势，避免了期货现货互相侵吞利润的情况发生。

5.2 案例 2-第三方仓单注册及回购再销售（2016 年 7-9 月）

5.2.1 业务背景

6 月份以来，玻璃期货价格结束了近两年的低位震荡走势开始持续拉升，并超越当期现货价格，给企业套保带来机会。7 月份，FG1609 合约价格处于相对高位（1050-1130 元/吨），而同期沙河和华中市场价格基本保持稳定，且期货价格处于升水状态，较我公司亦有小幅升水。因此期货市场存在卖出套利空间，投资机构有仓单需求。同时结合我公司当时库存及销售情形，决定与投资机构合作，卖出仓单在拓宽销售渠道的同时，适当改善公司现金结构。

5.2.2 业务过程

投资机构 A 和 B 分别在 2016 年 7 月初与公司接洽，商谈购买仓单业务，基于上述背景，公司综合权衡自身需求及作为厂库所需承担的责任和义务，分别与两家投资机构签订仓单业务协议，以不低于当期现货销售价格卖出仓单，之后，根据行情走势及对方需求，在 7 月底之前又陆续进行了多笔业务，至 8 月初，累计卖出仓单 28000 吨，创了玻璃期货上市以来单个厂库同批次仓单最大量，有效的发挥了厂库应有的作用。

其后，8 月份玻璃现货价格强势上涨，上述机构的期货头寸以平仓出场，并与我公司洽谈仓单回购事宜，本着利益共享、风险共担的原则最终双方达成协议，公司将该批仓单以回购形式了结，现货头寸由我公司自行销售。因此时现货价格已远高于仓单销售时价格，故我公司回购后再自行销售，仍可以获取再销售利润。通过此轮仓单操作，显示出仓单在抑制市场过度投机仍然发挥着重要作用，同时积极的配合机构投资者生成仓单，满足了双方各自利益诉求，也有效地促进了该期货品种的良性发展。

5.3 案例 3-参照期货市场定价销售（自 2014 年下半年至今）

5.3.1 业务背景

传统玻璃现货贸易中的定价方式一般由厂家报价产生，而厂家在制定价格时会综合考虑成本、库存、资金以及区域市场价格等多方面因素。随着玻璃期货的上市及运行逐渐成熟，改变传统定价模式，参照期货市场定价的客观条件日益具备，从长远来看，玻璃有望像铜、豆粕等成熟品种一样实现期货市场定价。不过，要想实现这一目标，仍面临不少阻力，有很长的路要走，毕竟，改变传统的定式思维是比较困难的。为此，金晶首先从内部客户 C 和有这方面意向的重点客户 D 着手，展开探索和试点。

5.3.2 业务开展过程

基于买卖双方的共同诉求，公司综合考虑业务操作流程、模式及对方意见等多方面因素，决定先期采用交割结算价加多维度升贴水的方式来确定当期现货价格，以此模式得出的价格较为客观，既符合来自于期货市场上绝大多数人的共同预期，又能兼顾现货产品所带有的定价属性，双方均高度认可此模式，使得该项工作得以顺利推进。自 2014 年 9 月开始试点实施，并经过不断的修正完善，目前基本形成固定操作模式，至今运行良好，为下一步拓宽试点范围和采取多种定价方式奠定了基础。

5.3.3 效果分析及反思

尽管与上市初期相比，玻璃期货大幅贴水交割的情形有所改观，但多数时候的交割结算价仍低于当期现货价格，换言之，在此项业务中，公司是在让渡自己的利益给对方以促进业务开展。当然，由于期货市场尚未对现货产业形成重要影响，产业客户对期货工具认知度低，参与此类业务的客户群体偏少，定价方式仍较为单一，短时间内大面积推广的难度较大，仍需要全体同行和期货业内人士的共同努力。

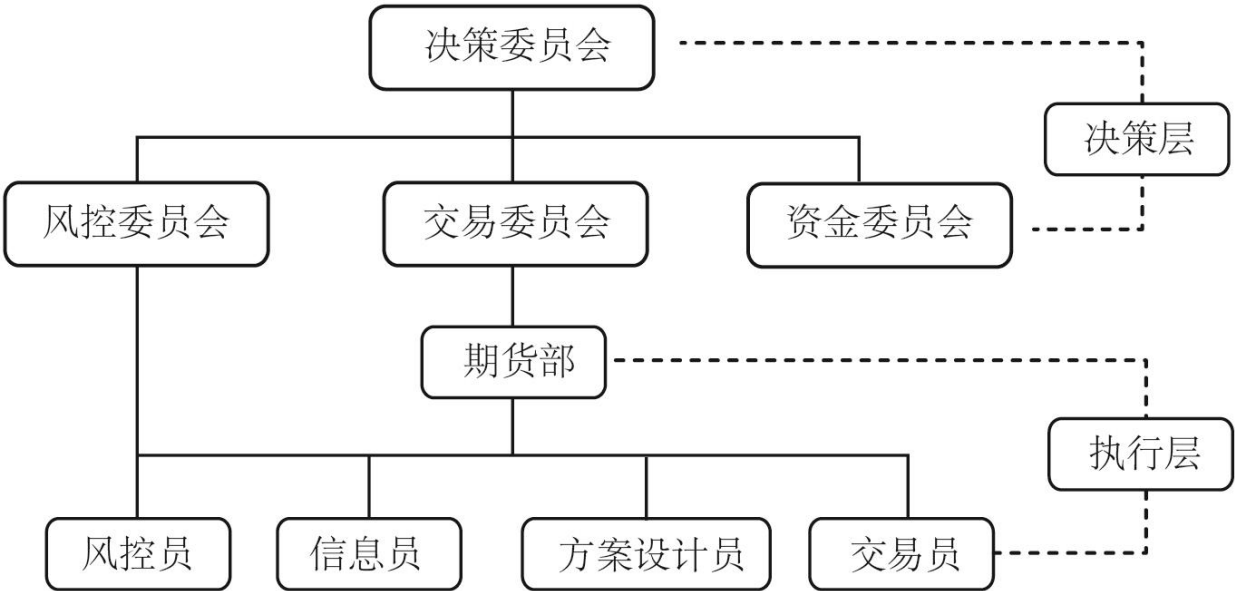
第六部分 企业参与期货的风险控制

企业参与期货交易并不是单纯的个人行为，需要有专门部门来负责具体实施；在期货交易过程中，需要有完整的风险控制体系，需要参与期货交易的部门和人员之间相互监督并控制风险。

金晶在近几年的操作实践中，不断总结完善风险控制思路及措施，目前已建立健全了全程风险控制体系，从管理上完善风险控制流程，实现了事前防范、过程监控、事后检验反思的全程风控体系，后续随着交易规模的扩大和业务范围的拓展，仍将不断的进行修正补充，将风险控制贯穿到整个操作环节中。

6.1 金晶期货交易的架构体系：

6.1 金晶期货交易的架构体系：



金晶参与期货交易，本着风险可控的原则，以高效作业为目的，化繁为简、发挥极致，结合公司体制，制定制度流程，构建了完善的交易与风险控制体系，如下图所示：

6.2 期货交易制度与相关业务流程

金晶在参与期货交易前后，为规范操作以及规避风险的需要，制定并修订了一系列的制度和业务流程，主要包括：

《金晶科技期货交易管理办法》，包含“期货交易的组织架构与职责”“期货交易授权”“期货交易流程”“期货交易内控制度”“效果评估”“违规责任处罚”等管理细则以及附录的交易所、监管部门相关规定和制度。

6. 3 风险控制体系

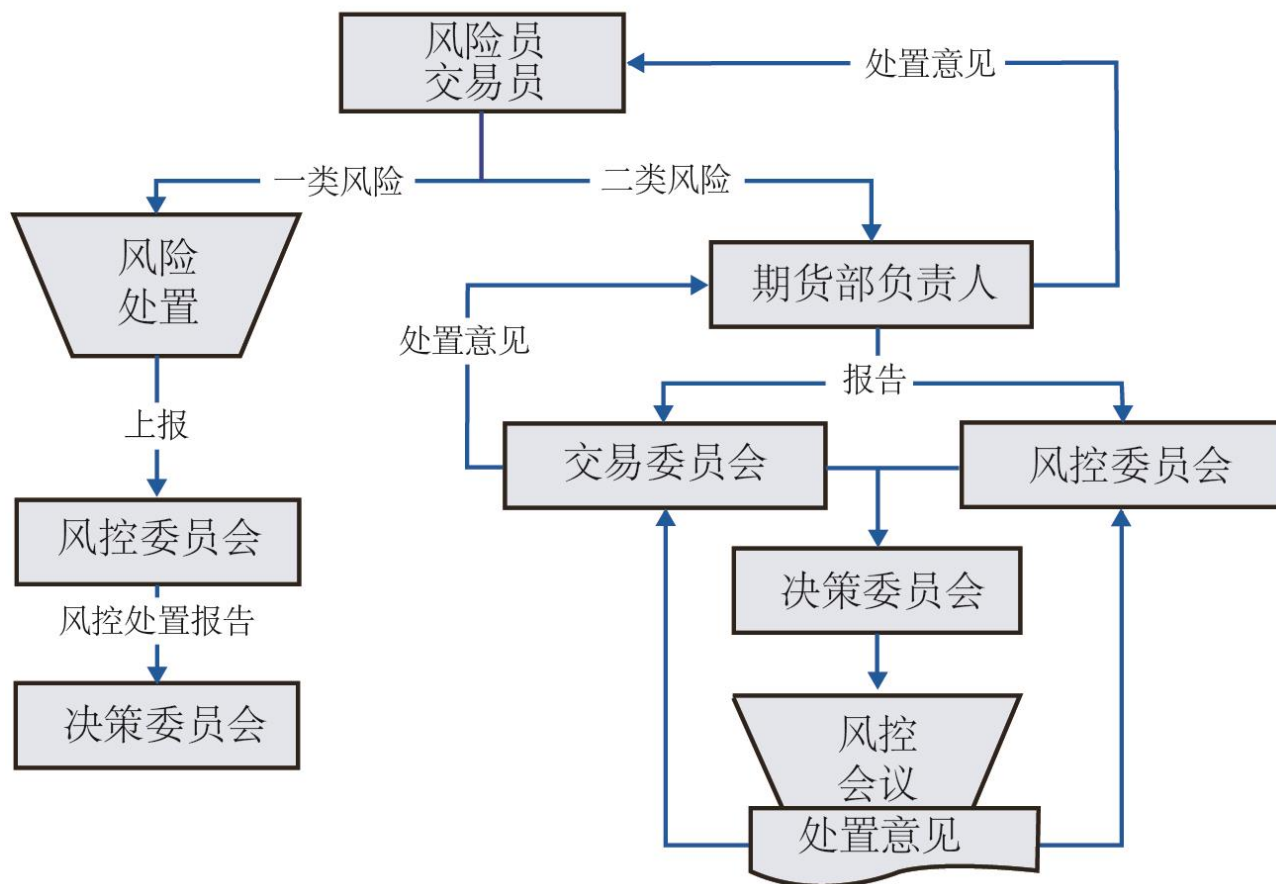
金晶对期货交易风险实行两级风控。由决策层的风控委员会和执行层的风控员共同把控交易风险，风控员岗位实行双重报告制。

6. 3. 1 风险等级划分与处理流程

风险划分：

	一类风险（需紧急处置）	二类风险（可暂缓处置）
1	错单（数量、方向、品种）	方案动态修正区间内交易的变动，方案修正结果及时通知风控员
2	超出止损位后再急剧变化临近停板位	风险提示后交易员未修正
3	风控员负责止损	期货部门严禁风控员止损的情况
处理方法	先处理后报告	先报告后研究处理

风险处理流程：



第七部分 参与期货市场的体会及进一步利用期货市场的设想

1、玻璃行业发展特点决定了企业经营越来越难，期货市场是有效的借力点之一。

玻璃行业的生产特点决定了其产能的刚性增长难以随市场需求的变化而调节，而且行业分散程度高、竞争较为充分、企业产能退出意愿淡薄，造成价格波动越来越频繁、波动幅度越来越大。此种状况下，企业应对的方式无非要靠以下途径：要么被动坚持，等待市场反转，要么积极转型寻求突破，要么借助外力转化风险。无论是坚持等待还是转型升级，企业都需要付出巨大的人力物力财力和时间周期，尤其是必须要有足够的资金流作为支撑，况且结果仍然存在 50% 失败率。玻璃期货则可以以相对少的投入，帮助企业实现规避经营风险获得额外收益的目的，再反哺实体经营度过难关，因此期货市场是稳定企业经营业绩的有效工具和借力点。

2、做期货有风险，不做期货风险更大，风控需放在首位

期货市场是金融资本市场的一种形式，参与必然会面临一定的风险因素，但某种商品一旦在期货市场上市，企业如果不参与这个市场，所面临的风险因素会更多。如果不参与期货市场，要面对该商品进入期货市场后多带来的各种变化对现货经营造成的风险，将会失去规避价格风险的途径，不参与期货市场，将失去一个与同类企业竞争的平台。

期货市场虽然具有规避风险的功能，但如果风险控制不当不但不能规避现货风险，而且会增加期货损失给企业带来的额外风险。首先企业要基于与自身经营密切相关的产品并选择较为稳健的“套期保值”作为最主要的参与方式；其次内部要形成一套从决策到交易再到风险处置的制度体系，从制度上加以保障；第三要将期货工作融入到企业正常经营决策体系，专人专职运作，并持续培训学习，提升认知风险、分析风险、处置风险的能力水平，始终保持对期货市场的敏感度。

通过近几年的期货运作，金晶取得了一定成绩和收获，但距离企业需求仍有较大差距，我们还需要不断的总结经验、学习新的知识，深化并继续拓展业务规模，后期，将从以下几个方面进一步参与期货市场：

1、深化套期保值（卖出）业务：

套期保值（玻璃卖出保值）是金晶参与期货市场的基础业务形式，后期将不断在交易规模、操作策略、时机把握等方面进一步深化提升，使之能在规避企业经营风险方面发挥更大作用；

2、套期保值拓展业务（买入）：

随着期货品种的不断丰富，企业在生产环节可有效的借助期货市场对上游原材料进行买入保值，保持成本的平稳，目前玻璃上游大宗原材料中，“锡”已在上期所上市，锡是玻璃窑炉的重要原料，一次性投入巨大（百吨计），生产过程中也存在挥发损耗，需定期补充，而且锡价格较高，价格波动对成本影响较大，因此在期货市场上对锡进行买入保值则具有重要意义，再配合产成品的卖出保值，更能有效锁定上下游利润，进一步稳定经营效益。后期，若纯碱等大宗原材料陆续上市，我们在期货市场的参与度将会进一步深入，后续业务将会大有可为。

金晶业务既包含浮法玻璃原片生产也包含玻璃深加工项目，浮法玻璃也是集团下游以深加工为主业的分子公司的主要原材料，因此也存在玻璃期货的买入保值的需求。后期金晶在期货业务上将保值业务进一步延伸，在下游分子公司逐步建立起期货操作体系。

3、多种形式展开仓单业务：

基于玻璃期货指定交割厂库的优势，以及履行厂库义务的需要，在价格合适的时候，积极参与仓单业务，代理交割、仓单转让、期转现、回购等业务，既满足公司增加现货销售的需求，也满足投资机构及下游实体企业参与市场需求。

滕州金晶经过几年来的实际操作，更加坚定了参与期货市场的信心，做为指定交割厂库，有责任有义务充分发挥厂库功能，为期货市场健康发展尽职尽责；同时，金晶也有积极的意愿为宣传和推广玻璃期货、推动期货市场繁荣发展、为行业和社会发展贡献出一分力量！ 滕州金晶玻璃有限公司

招金期货有限公司

2016.10

借力期货春风，长利扬帆远航

——玻璃期货“点”基地总结案例

一、企业基本情况

武汉长利玻璃有限责任公司位于中国长江中下游特大型城市，有着九省通衢、黄鹤故乡美誉的华中地区最大都市武汉市。公司成立于 1999 年，2002 年完成整体改制。公司是专业从事浮法玻璃生产和玻璃深加工的厂家，是华中地区规模最大的玻璃制造企业，同时也是湖北省唯一从生产浮法原片到玻璃深加工一条龙的生产加工型企业。

公司拥有两个全资子公司和一个控股子公司，企业研发中心与国家级科研院校-中国科学院上海技术物理研究所、华中科技大学、武汉理工大学等进行长期紧密的战略合作，利用双方优势，共享创新发展。

长利玻璃引进国内外最先进的镀膜技术和装备，可年产各类高性能可钢化 Low-E 镀膜玻璃 400 万平方米。

长利以品牌开拓市场，“长利”牌浮法玻璃及深加工系列产品连续多年被评为湖北省名牌，公司已成为华中地区最具影响力的玻璃生产企业。

长利公司先后获得全国建材行业先进单位、湖北省优秀民营企业、武汉市优秀民营企业、湖北省高新技术企业、湖北省名牌产品、武汉市百强、武汉市著名商标等荣誉称号，公司董事长、总经理易乔木被评为改革开放三十年三十名武汉市功勋企业家之一。

长利公司主要销售区域在湖北、江西、湖南、安徽、江浙、西南、华南。

（一）武汉长利玻璃（汉南）

公司全资子公司武汉长利玻璃(汉南)有限公司，位于武汉汉南区汉南经济开发区，占地 600 余亩。900 吨级浮法玻璃生产线 2008 年 4 月已经投产，年产浮法玻璃 28 万吨。2010 年 7 月 8 日，总投资 5 亿多元，

生产用房 6 万多平方米，可日生产 1000 吨高档浮法玻璃的 4 号生产线投产，其生产工艺使用多项节能环保新技术，处于国际先进水平，是目前单线日产量较大的玻璃生产线。

（二）武汉长利玻璃（洪湖）

洪湖公司位于湖北省武汉市经济技术开发区新滩新区，总土地使用面积 1400 亩，实际存储能力达 5 万吨；拥有叉车、行吊各类装卸设备。自有码头距离厂库 5 公里，最大可泊船吨位 3000 吨，码头日吞吐量 1000 吨。境内公路四通八达，骨干路网为 107 国道，318 国道和京珠高速公路，沪蓉高速公路。洪湖公司距国道距离为 50 公里，距高速公路入口仅 3 公里，交通极为便利。

（三）湖南省石门县三利硅砂

公司控股子公司湖南省石门县三利硅砂有限公司，专门从事硅砂开采、技工的企业，拥有矿山开发权，可稳定提供高品质的玻璃主原料硅砂，年加工能力达 40 万吨。

二、企业生产经营及风险控制

公司在洪山张家湾和汉南、洪湖分别建有厂区，拥有 450T、650T、900T、1000T 多条优质浮法玻璃生产线和多条中空、钢化、夹胶等加工玻璃生产线，拥有国内外最先进的镀膜技术和装备，可年产各类高性能可钢化 LOW-E 镀膜玻璃 1500 万平方米。公司总资产逾 16 亿元，年销售收入逾 15 亿元，利税达 8000 万元，现有员工 1700 余人，专业技术人员 183 人，职工年均收入逾 3.6 万元，在行业中处较高水平。公司立足实际，坚持改革改制和科技创新求发展，创造了多个全国第一。其中，1000T 优质浮法玻璃生产线为目前国内为数不多的大吨位优质浮法玻璃生产线。与华中科技大学共同研发的浮法玻璃在线检测设备在国内最先应用。

公司视质量为生命，坚持严格、严谨、细致，精细化的管理理念，秉承以科技创新求发展的企业宗旨，以实施全方位的质量管理体系为核心，凭借高效、规范的服务运营体系为保障，为广大客户提供全方位的专业玻璃解决方案。

平板玻璃是由一定的原料按照比例混合好，通过燃料的加热融化而成的。玻璃的主要生产成本在于燃料和原料，两者大概所占比例为 80% 以上，上游原材料、燃料价格的波动直接影响着玻璃成本的波动。玻璃原片最大的应用领域为建筑和装饰行业，同时汽车和新能源领域的玻璃应用也逐步扩大。

玻璃生产企业经营过程中的风险主要表现在：

（一）成本风险

由于燃料和原料在玻璃的成本占比很大，因此成本风险更多的体现在燃料和原料价格的波动。

原料中纯碱占比最大，纯碱整体价格确实相对稳定，但是期间也呈现比较大的波动幅度。石英砂的价格在国家治理污染和生产成本的带动下呈现上涨趋势。其他原料由于占比很小，因此价格波动可以忽略。燃料这块主要有天然气、焦炉煤气、石油焦、重油等，近年来，环保力度不断加大，高污染的重油和石油焦等燃料的使用就必须上价格不菲的脱硫脱硝装置，而且后期运营成本较高。因此，在燃料和原料成本的控制来看，企业处于相对被动的局面，控制风险的能力只有通过拓展上游的原料产业链来降低风险，燃料这块应对措施有限。

（二）产品价格风险

由于平板玻璃应用领域大部分集中在建筑和装饰行业，因此下游行业的季节性和产业周期影响着玻璃原片的价格。当经济环境不佳或是行业淡季的时候，下游需求明显不足，这就导致销售价格的下跌。但是玻璃本身连续性生产的特点导致产能短时间很难调节，这就进一步加剧供需失衡，从而导致企业不断压低产品价格，以免资金链紧张，乃至断裂。

（三）行业过剩风险

玻璃行业呈现行业集中度低，产品过于低端，同质化竞争激烈。平板玻璃处于我们的过剩行业之列，急需结构调整。因为竞争的充分，导致一些恶意打压玻璃现货价格的现象的存在，特别是在消费淡季的时候。

（四）库存风险

玻璃连续性生产的特点，产能短时间很难调节，加上玻璃的销售半径有限，不能有效的拓展新的销售区域，这就导致玻璃厂家不断积累库存，大量资金积压在库存上，同时库存货物也存在不断贬值的风险。

针对上述的情况，长利玻璃根据公司的实际情况，采用了这样的风险控制措施。

第一、向上游拓展，公司控股砂矿企业，从而使得企业的原料供应和价格得到有效的控制。

第二、拓展销售区域。通过公司的水运优势，积极的拓展销售半径，将产品销往传统区域以外的地方。

第三、抓住期货这一服务实体企业的工具，积极开展套期保值操作。

三、企业运用期货的历史和现状

（一）参与期货市场的背景

在玻璃期货上市之前，公司就一直苦于没有经营风险回避工具。在玻璃期货上市之初，公司领导易乔木总经理非常重视，积极配合郑州商品交易所的玻璃期货上市准备工作，组织人员参加交易所的玻璃期货上市培训工作。同时，在公司内部迅速选拔一批素质过硬的员工成立期货部，负责玻璃期货交易和交割的相关工作，同时制定玻璃期货的交易、交割、风控等制度，明确各自责任，再外聘期货公司专业人士对员工进行针对性的培训，使员工对期货及交割有个清晰的认识和了解。

（二）套期保值的成果展示和分析

武汉长利玻璃在 2012 年玻璃期货上市之际就开立了期货账户，积极利用期货，期权等金融衍生工具为企业规避风险。经过几年的发展，长利玻璃已经成为郑州商品交易所交割量最大的玻璃厂库。

2015 年长利玻璃共注册玻璃仓单 1130 张，合 22600 吨玻璃，货值达到 2500 万元；而在 2016 年，截至目前长利玻璃共注册仓单达到 2518 张，合 50360 吨玻璃，货值 6000 多万元。

长利玻璃为维护期货的市场的稳定，保持玻璃期货的活跃性，促进玻璃期货市场欣欣向荣的发展做出了作为一个玻璃交割厂库所应尽的义务。

（三）参与期货市场的方式

长利公司参与期货市场的方式有交易方面的套期保值辅以期现套利、仓单交割及回购；亦有期货交易之外的协助交易所组织调研现货的活动。

套期保值即在期货市场上，通过对冲的操作方式，来回避现货价格在一定时间内的波动风险，从而达到保护现货利益的行为。主要分为买入套期保值和卖出套期保值。因为长利是玻璃生产商，所以长利玻璃参与套保的方式为卖出套期保值。

期现套利为发现期货和现货之间的不合理价差进行交易的方式。当期现价差较大的时候，卖出套期合约，随着期现价差的缩小，期货平仓，现货销售，从而获得收益。

仓单交割及回购，即企业通过交易所进行仓单生成，并以仓单转让、期转现、集中交割等方式销售仓单，同时积极与投资公司合作，为他们提供仓单回购业务，便于他们处理现货。

交易之外，长利玻璃积极参与并组织交易所的调研活动。2016 年 4 月长利玻璃协助组织玻璃上下游的调研活动，带领期货公司、投资公司各界朋友参观了玻璃上游的纯碱厂——双环科技，玻璃厂——长利玻璃、亿钧玻璃，下游深加工厂及汽车玻璃生厂商——奥深科技及武耀汽车玻璃，此次调研也是业内第一次玻璃产业链相对完整的调研活动。

四、企业参与期货的实践

（一）2015 年-2016 年详细案例分析

2015--2016 年伊始，玻璃期货一度较为不活跃，随着 2016 年商品期货开启了一波触底反弹，玻璃期货的持仓量、成交量也一路创下了近年来的新高，市场也出现一些脱离基本面的非理性的波动，为企业参与期货套期保值提供了机会。现选取几个代表性的案例分享：

案例 A——卖出套期保值（2015 年 4-6 月）

①操作背景和逻辑：2015 年 3、4 月份，由于玻璃的季节性特点，华中地区企业库存不断上升，长利公司判断玻璃现货价格将会迎来一波下跌，此时现货价格 3.7mm-5mm 报价在 1230-1240 元/吨。同时，技术上可以看到 FG506 合约 950 一线的压力很大，盘面价格多次冲击 950 失败，因此结合基本面和技术面，长利玻璃决定背靠 950 一线逢高卖出套期保值，规避现货价格下跌带来的经营损失。



②操作思路 and 过程：由于近月 FG505、FG506 合约期限较近，盘面价格较为合适，行情比较确定，所以在 FG505 和 FG506 合约进行逐步建仓。我们采取逐步建仓法：最终 FG505 建仓 70 手，开仓均价在 1067，FG506 建仓 1570 手，开仓均价为 934。完成建仓后，到 5 月下旬现货如期下跌。最终我们选择获利平仓，在一定程度上弥补了现货的价格损失。

③操作效果：

合约	方向	开仓均价	平仓均价	手数	盈亏
FG505	卖开	1067	1057	70	+14000
FG506	卖开	934	930	1570	+125600

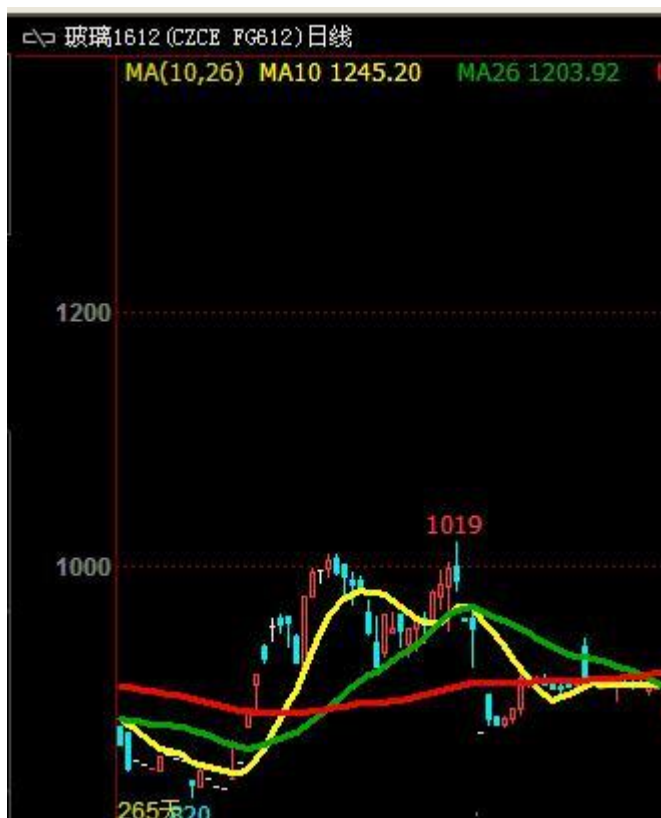
案例 B——卖出套期保值（2015 年 11-12 月）

①操作背景和逻辑：由于存在对传统旺季金九银十的利好预期，FG509 合约初期开启了一波上涨，武汉长利玻璃的现货报价也一度在七月份反弹到了 1180 元/吨左右。但是由于股灾的到来以及房地产行业的持续低迷对宏观经济的所带来的负面影响，我们对后市并不看好。

数据显示，2013 年下半年以来，房地产市场投资需求大幅减少，建筑钢材价格一路下行，而螺纹钢对于玻璃期货具有一定的指引性，建筑钢材的持续下跌对玻璃必将形成压制。下游的玻璃深加工市场批量订单的决定权掌握在大的幕墙公司手里，而随着房地产市场的持续低迷，新建住宅的开工面积一再下滑，加之国家提出新型城镇化建设，促使过去大拆大建新城的现象减少，上述变化带来的“阵痛”则表现为建材行业(包括玻璃行业)受到波及，订单量骤减。

除此之外，房地产企业回款周期拉长，也让一般中小型玻璃深加工企业的经营难以为继。玻璃巨头华尔润的破产虽然对于现货市场是利好，但是我们认为在低迷的宏观经济背景下主要看的应该是需求端而不是供应端，所以坚定认为 2015 年四季度以及 2016 年一季度仍然应该以偏空的思路对待期现市场。

②操作过程：基于以上判断，我们在 FG512 以及 FG601 合约上开始逐步建立空单，最终 FG512 建仓 51 手，均价 990 元/吨，FG601 建仓 1570 手，均价 881 元/吨。



建仓后，现货市场需求却持续向好，库存的持续降低以及期货市场的浓烈拉涨气氛证明我们低估了华鲁润破产事件所产生的影响，因此我们在成本价附近逐步平仓。

③操作效果：

合约	方向	开仓均价	平仓均价	手数	盈亏
FG512	卖开	990	930	51	+61200
FG601	卖开	881	879	1570	+105480

案例 C——卖出套期保值（2016 年 3-5 月）

①操作背景和逻辑：FG605 合约依然由于玻璃的季节性，我们对现货市场还是保持偏空的态度。当时玻璃现货在经历了一季度的持续上涨之后，开启了一轮接近 2 个月的下跌。4 月中旬左右长利玻璃现货报价在 1180 元/吨左右，而 05 合约在 3 月 7 日涨停之后，在 3 月 8 日更是出现了 1019 的高价，此时长利还保有 180 元/吨的升水。虽然当时现货依然是略升水于期货，但是市场存有降价预期。

②操作过程：在 05 合约上逐步建立空单，同时注册仓单，最终建立 FG605 空单 2827 手。由于现货的走弱以及各个交割厂库仓单的大量涌现，05 合约开始了缓慢下跌，最终我们选择了获利平仓。

③操作效果：因为进场点位较好、对现货市场判断较为准确，所以在 05 合约上获利颇丰，为企业创造了 70 万元左右的利润，较好的贯彻了期货市场服务实体经济、为实体企业规避生产风险的初衷。

合约	方向	开仓均价	平仓均价	手数	盈亏
FG1605	卖开	947	934	2827	+735020

案例 D——仓单交割、回购及场外期权

2015 年长利仓单交割量为 20660 吨，仓储费收入 290290 元，期权交易收入 2 万元。2016 年长利仓单交割量为 51600 吨，同年 8 月长利玻璃与浙江及上海的投资公司达成仓单回购业务，仓单交易量为 5740 吨，累计交割出库量为 45860 吨。仓单回购业务极大的方便了投资机构参与期货市场的交割，排除了机构投资者参与期货的后顾之忧。

同时在没有合适的套保月份的合约、点位的时候，我们会积极使用玻璃场外期权这一工具来对冲掉现货价格下跌的风险。当我们对未来一段短时间内现货的价格的下跌行情非常确定，而又没有合适的期货合约进行套保操作，于是我们与某投资机构合作，买入看跌期权。最终现货价格如期下跌，我们行权之后成功为企业规避掉部分风险。

从上面的案例可以看出，长利玻璃始终坚守生产厂商只参与卖出套期保值这一铁律，积极参与交易所的仓单业务，为玻璃期货的良性发展做出了突出贡献。

（二）交易决策过程

1、发现机会。期货业务部结合公司近期经营规模、原材料需求、销售情况和市场价格行情，初步制定期货套期保值交易方案。

2、沟通协调。长利公司与美尔雅期货公司及业内多家现货公司保持紧密的合作关系。跟同行了解当地的现货情况，同时与美尔雅期货进行沟通期货的操作手法和理念，重新确定交割量和交割所需资金，制定出合适的操作策略，再次细化套保方案。做到事前有计划，事中有跟踪，事后有总结。

3、上报公司期货领导小组批准。

4、交易员根据批准的方案，填写注入或追加保证金的付款通知，由风险控制员审核，经期货小组长及财务部相关主管审批同意后交资金调拨员执行付款。会计核算员进行账务处理。交易员根据公司的套期保值方案选择合适的时机下达交易指令。

5、每笔交易结束后，交易员应于 1--2 个交易日内及时将期货经纪公司交易系统生成的交易账单打印并传递给期货业务部负责人、风险控制员进行审核。

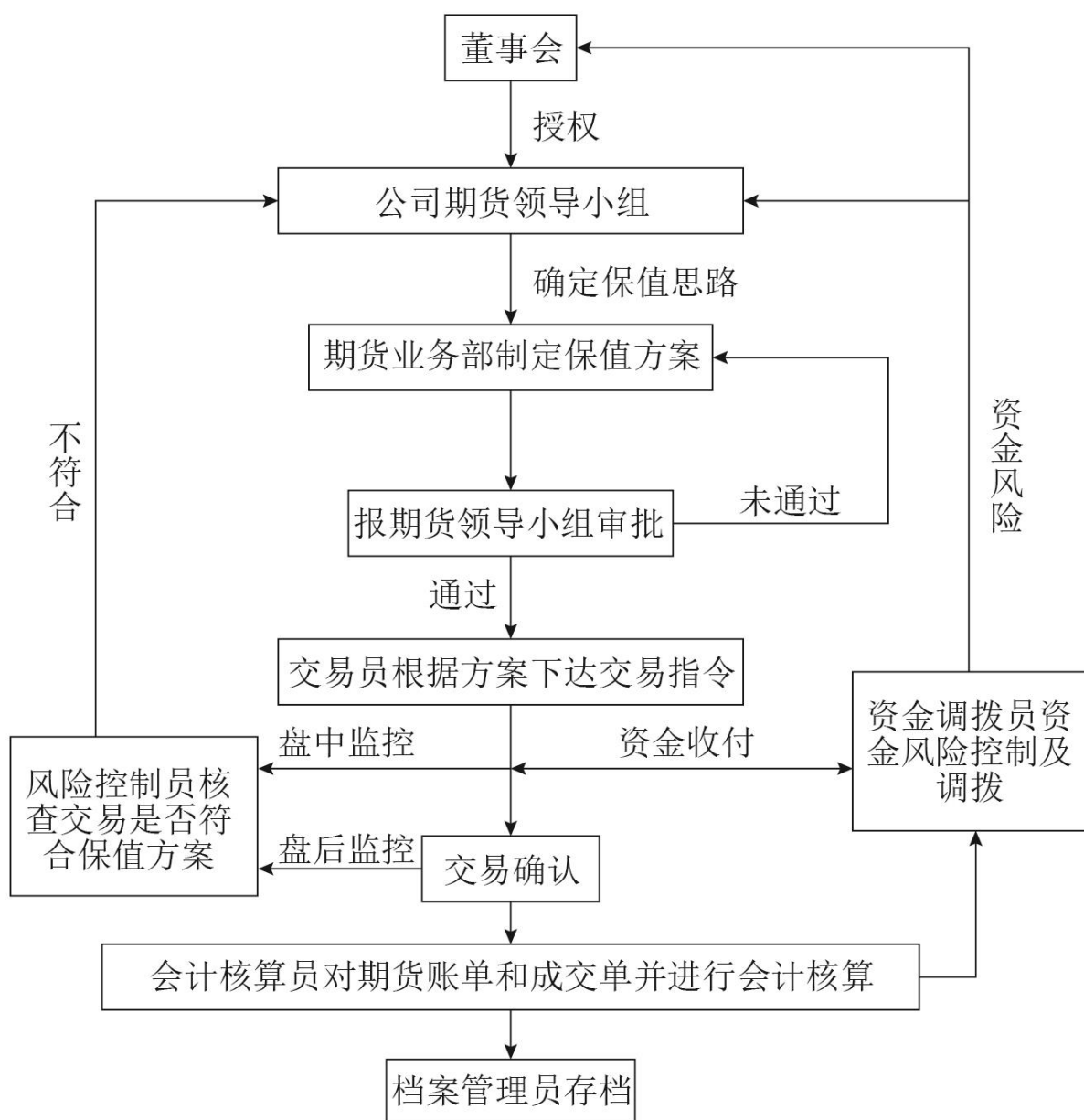
6、风险控制员核查交易是否符合套期保值方案，若不符合，须立即报告公司期货领导小组。

7、会计核算员收到交割单或结算单并审核无误，并经财务部相关主管签字同意后，进行账务处理。会计核算员每月末与交易员核对保证金余额。

8、套期保值管理办公室根据公司生产经营计划和锁定价格材料的实际采购情况拟定平仓方案，报期货领导小组批准后参照上述流程执行。

具体公司流程示意图如下：

（二）交易决策过程



（三）参与期货的价值：

1. 稳健经营，在竞争中求发展。期货具有发现价格的功能，因此郑州商品交易所的玻璃期货的价格可以为现货价格做一个指引，引导玻璃现货的生产和销售，同时可以调节玻璃的库存。期货还具有拓宽销售渠道的功能。在没有玻璃期货之前，玻璃生产企业只能通过现货渠道来销售货物，价格的波动使得现货企业经营风险较大。现在有了期货这另外一条现货销售渠道，现货企业可以两条腿走路，才能在经营中从容不迫，大大降低了企业经营的风险，在激烈的竞争中寻求发展壮大。

2. 稳定产业经济，促进产业升级。玻璃的产业链相对较短，因此抗险的能力就比较弱。玻璃期货的推出就使得现货企业有规避风险的保护伞，从而促进现货企业稳定经营。同时，玻璃期货的基准交割品是按照国标进行的，鼓励按照期货的标准来生产玻璃，能有效的提升玻璃现货的品质。同时现货企业利用好期货这一工具，就能将竞争力相对较弱的企业挤出这一过剩的产业，这就有利于玻璃行业健康的发展，也为以后产业升级打下基础。

3.宣传企业，提升企业的整体形象。

通过参与玻璃期货及市场调研活动，让更多的圈外人士了解到玻璃行业，了解到长利公司，提升了长利公司在业内的知名度，公司的产品也得到行业内外的认可。

（四）参与期货感想

1.必须树立对期货正确的认识。期货是工具，是为整体企业经营服务的，因此要避免一些认识误区。如：期货市场风险很大，做期货就是投机；套期保值也可能亏损，不做套保一样可以回避风险；有利润就套保，不必判断价格趋势，也不必进行策略调整；套期保值必须在期货市场赚钱。

2.参与期货交易必须充分了解交易和交割规则。参与期货市场，必须做好充足的准备，不能打没有准备的仗。只有吃透了交易和交割规则，再根据企业自身的情况，量体裁衣，确定好套期保值规模和资金控制。

3.在经济环境不佳的情况下，企业更应该参与期货的套期保值交易。只有利用期货这一工具，才能在原料采购、产品管理、库存管理之中降低成本，从而领先同行一小步，积小优势为大优势，最终在行业中脱颖而出。

4.企业管理加专业人才。企业想做好期货交易，完整的组织架构和管理体系必不可少。除了严格的管理制度和细则，企业还需要配备人才团队，从而更加灵活的运用期货这一工具服务实体经济。

5.在套保的过程中，要灵活的运用套保理论。不能一味的执行传统的套保理论，方向相反、数量对等、时间相近等，要更多的认识到金融市场的波动规律和期现货基差波动的风险，及时调整套保策略和方案。

五、后续参与期货的规划和建议

（一）继续确立玻璃生产企业参与期货的方式：卖出套期保值

长利玻璃利用玻璃期货服务实体企业已经初见成效，认识到期货服务现货生产的好处，同时摸索和积累了一定的经验，并进行了规范和系统化。在此之际，要继续对期货有清醒的认识，期货是用来规避风险的，对于企业来说，期货不能用来投机，不能用来获取暴利，华联三鑫事件警钟长鸣。因此，我们继续强化玻璃生产企业参与期货的方式是卖出套期保值，切不可本末倒置。

（二）积极为长利玻璃洪湖公司申请厂库交割地位，更好的服务实体企业。

洪湖公司位于武汉经济开发区，交通位置便利，水路陆路发达。公司实际存储能力达5万吨，具备作为交割厂库的便利条件。

（三）建议交易所丰富玻璃产业链的期货品种

由于玻璃上游产品没有期货品种，因为没有稳定原料供应的玻璃企业经常受到成本的困扰。在原料中，重质纯碱占玻璃成本的比重较大，同时纯碱的产能和市场规模也足够大，有开展期货交易的市场基础。从产业链的角度看，可以向螺纹钢的产业链学习，逐步完善玻璃产业链品种，在成熟的时机推出纯碱期货，使得玻璃企业能进一步锁定企业生产成本，促进企业稳健发展。

（四）继续积极参与并深化与投资机构进行仓单的注册和回购业务

仓单的注册和交割使得玻璃期货有了现货的基础和支撑，从而更加有效的促进玻璃期货的发展。仓单回购业务方便一些没有现货销售渠道的投资机构也能够更好地参与到玻璃期货的交易当中来，从而使得玻璃期货增强流动性。

（五）积极组织配合调研活动，扩大玻璃期货在期货圈的认可度。

长利公司将一如既往的支持和配合交易所的调研活动，同时利用自身上下游的优势，将调研活动丰富到玻璃的上下产业链，比如纯碱厂、汽车玻璃厂等。通过自身的行动，让更多的期货人去了解和认识玻璃产业链，也为以后玻璃的产业链品种上市做铺垫。

（六）做好投资者教育宣传工作

随着长利玻璃的一批产业客户开始逐步介入期货市场，长利玻璃认识到风险教育工作也十分重要。长利玻璃联合期货公司、投资机构通过自身影响力，发挥龙头企业作用，为广大玻璃贸易商、加工厂等产业

客户提供培训服务。以便于玻璃期货能够更好地与现货产业链相结合，也促使更多的产业客户能够理性面对期货风险，认识期货服务产业功能。

正确运用期货工具 助力企业转型升级

—— 世德能源动力煤期货“点”基地报告

【编者按】

2008 年金融危机以来，全球经济衰退，为应对危机国内出台经济刺激政策稳定了经济，随着时间的推移，刺激政策带来负面影响显现，产能过剩问题愈发突出。2011 年后大宗商品跌跌不休，工业品出厂价格 PPI 指数连续下行，国内外煤炭价格开始了长达 4 年的下行，市场进行了深度洗牌。依靠传统现货经营单腿模式已经很难应对煤炭市场风云变幻，深刻的危机孕育着变革，在此背景下，世德集团重新梳理业务板块，总结成功企业的经验与失败企业的教训，树立了金融贸易的现代理念，为贸易公司转型寻找可持续发展模式。动力煤期货品种的上市、培育、发展，为公司发展壮大开展业务，扩大贸易量，提高利润率提供了有利的金融工具。在此期间，世德集团克服了人才不足，组织不全，经验不足等问题，积极学习研究、努力推进，顺势而为，灵活的运用期货工具，先后尝试趋势卖保、基差买保、期现套利等模式。每一次尝试都在努力打造一个学习、执行和行情研判能力强的成熟期货运作团队，每一次操作都加强了集团对期货的正确认识。通过两年多的摸索，集团确立了期货服务现货的理念，以套期保值为主，实物交割为辅，适当参与套利和基差交易的运作模式，避免过度投机的思路。逐步实现金融服务实体，为公司未来发展保驾护航。

一、山西世德能源集团基本情况

山西世德能源集团创办于 2002 年 8 月，是经山西省政府批准成立的地方区域性煤炭运销企业，注册资本金 10 亿元，拥有山西世德能源集团煤炭销售（天津）有限公司与舟山世德贸易有限公司的全资控股权，是公司所在地山西省忻州市和阳泉市重点骨干企业。

截至目前，世德集团资产规模已达到近百亿，发展成为以煤炭集散、铁路运输、煤炭经销为主业，以煤炭开采为依托，以现代物流和供应链金融为创新业务的大型多元化企业集团。2015 年全年在煤炭市场低迷的情况下实现销售收入 28.1 亿元，煤炭经营量 900 多万吨。

2015 年公司梳理新的体系，形成“贸易+物流+金融”三驾马车并行的战略布局，以物流通道和煤炭贸易为基础，以金融业务为支撑，以第三方物流为目标，打造全新的世德集团。2016 年投资 7.8 亿建设的大型现代化煤炭集装站-冯家川集装站运行投产，成为晋陕交界处的重要区域性的大型发运站，该发运站设 5 个储煤仓，可堆存煤炭 50 万吨。配备双环筒仓快速装车系统，具备 2 个万吨列整列装车条件，装车能力 3000 万吨/年，发运站通过兴保铁路，在瓦塘站连接瓦日铁路发运至日照港。

二、现货经营情况

（一）企业主营业务及优势

公司业务分为三个板块：煤炭供销板块、物流板块和金融板块。其中，煤炭供销板块目前是公司的主营业务板块。公司集生产、站台、运输于一体。拥有孙家沟煤矿、兴保铁路、阴塔集装站、冯家川发运站——连接晋中南通道瓦日铁路。2016 年 11 月国家发改委核准批复了我司神木至瓦塘铁路红柳林至冯家川段的全长约 84.4 公里的铁路建设，预算投资 87.5 亿元，工期 3 年，发运能力 3000 万吨/年，目的是打通是陕北地区煤炭对外运输通道，缓解陕北煤炭的运输瓶颈，该铁路将榆林市神木县、府谷县的，忻州保德县的优质煤源，接入兴保铁路冯家川站，通过兴保铁路、晋中南铁路外运至北方煤炭中转港口。

1、煤炭供销板块

自产量：世德集团持有 2 座煤矿，位于忻州的孙家沟煤矿，年生产能力 500 万吨；位于阳泉的保安煤矿，年生产能力 100 万吨。

内贸采购量：为扩大贸易量，优化煤源结构，公司加大社会矿采购（外购煤），其中与浙电签订了 300 万吨/年的采购合同、另外与陕北优质煤矿签订了灵活的采购合同。根据业务需要，公司每月从伊泰曹妃甸港口、蒙泰布连沟煤矿进行蒙煤采购。

贸易对象：世德集团坚持“直接与终端用户合作”的原则，销售用户 80%以上为国有企业及上市公司，涵盖火电、建材、化工等主要用煤行业。其中以国有大中型电厂为主，主要有五大发电集团及浙江电力公司（300 万吨/年）、华润电力（200 万吨）等；近年公司大力开发非电行业用户，拥有玖龙纸业、金鹰纸业、红狮水泥、恒力石化等非电客户。

2、物流板块

（1）两个自有煤炭集运站

阴塔集运站：位于山西省忻州市河曲县，接轨神（木）朔（州）铁路，是晋西北地区重要的铁路集运站，可集运蒙西、陕西、山西等“三西”地区优质煤源，通过大秦铁路可直达曹妃甸港、秦皇岛港和京唐港等北方诸港，或通过朔黄铁路和胶济铁路辐射山东半岛沿线区域，站台储煤能力 100 万吨，装配机械化装车设备，具备万吨列装车条件，发运能力 1000 万吨/年。

滴流磴集运站：位于山西省阳泉市盂县，接轨朔（州）黄（骅港）铁路，是晋东地区及神华集团朔黄铁路战略装车站，是山西省距离出海口最近的铁路集运站，可集运阳泉地区优质煤源，通过朔黄铁路可直达黄骅港及沿线区域，站台储煤能力 100 万吨，发运能力 500 万吨/年。

（2）两条地方铁路

神瓦铁路一期：为进一步提升上游煤炭集运能力，集团积极布局煤炭运输通道建设。集团投资修建了兴保铁路，兴保铁路接轨晋豫鲁铁路通道起点瓦塘站，线路全长约 20 余公里，设冯家川装车站 1 座，配备双环筒仓快速装车系统，具备 2 个万吨列整列装车条件，装车能力 3000 万吨/年以上，2016 年开通运营，年煤炭外运规模约 3000 万吨。晋、陕、蒙煤炭经兴保铁路的冯家川站装车后，既可通过晋豫鲁铁路通道

辐射河南、山东等内陆区域，也可直达日照港辐射东南沿海区域，还可通过京杭大运河及京广线、京九线、京沪线实现“铁水联运”、“河进江”等运输模式，下线辐射江苏、浙江、安徽、江西及湖南、湖北等区域。

神瓦铁路二期：除兴保铁路山西段外，集团与陕煤化集团共同投资修建兴保铁路神木方向延伸段，该线路在兴保铁路冯家川站接轨，向西跨过黄河后延伸至陕西省神木县红柳林站，与陕煤化集团旗下红（柳林）柠（条塔）铁路相连。兴保铁路神木方向延伸段线路全长约 120 公里，沿线设 3 座装车站，均配备环线筒仓快速装车系统，装车能力 8000 万吨/年以上，年煤炭外运规模约 5000 万吨至 8000 万吨。该线路已于 2015 年开工建设，预计 2017 年年底建成并投入运营。

兴保铁路神木方向延伸段建成后，将与兴保铁路山西段一起构成国家“十二五”运煤铁路专线——神（木）瓦（塘）铁路，彻底打通蒙煤、陕煤东部铁路运输通道，届时内蒙古鄂尔多斯地区和陕北榆林地区煤炭可通过兴保铁路神木方向延伸段集运，途径兴保铁路山西段，通过晋豫鲁铁路通道外运。

（3）运输管理平台

集团下属世德现代物流有限公司利用移动互联网技术、自主研发了“大卡”APP 物流管理平台，提升传统煤炭汽运的运营效率，实现物流过程可视化。同时，利用上下游资源优势，探索平台化、轻资产无车承运模式，为大宗商品市场提供经济高效的第三方物流服务及供应链整体解决方案。

3、金融板块

（1）供应链金融

集团在天津自贸区注册有商业保理公司以及供应链管理公司，下属世德（天津）保理有限公司作为天津保税区首批持有保理牌照的企业，拥有自主从事保理业务的资质。集团通过供应链金融、保理为集团煤炭、物流板块以及煤炭业内经销商提供供应链管理以及商业保理服务，为煤炭行业上下游企业提供流动性资金解决方案。集团与找煤网共同利用各自优势，合作往天津港发汽运煤，不断加强采购能力，增强与港口的议价能力。

（2）期货业务

集团组建了专业的期货管理团队，结合公司煤炭贸易、供应链管理进行套期保值、基差点价、期限结合等业务；降低煤炭贸易环节的价格风险、库存风险，并通过与现货的结合扩大贸易量，增强市场的影响力。与华东、华南等下游用户尝试开展合作套保，解决对方参与期货的体制障碍，在合适的价格接受客户委托，帮助客户交割。

（二）企业经营中面临的风险

随着煤炭市场化进程的加快，煤价大幅波动，从 2011 年到 2015 年单边下跌，2016 年全年又单边上涨，导致煤炭企业经营风险较大，贸易利润较薄。总体而言，企业经营面临如下三大风险：

1. 进口煤价格波动风险

低买高卖是开展贸易的核心。对开展进口煤在国际市场上采购后，到最终销售有两个月的滞后期，在此期间进口商先向上游锁定货源、价格，然后经过 2 个月左右的时间，进口货物到达国内，这段时期内进口商的销售价格是未定的，进口商需承担价格不利波动的风险。我司 2014 年底一船进口煤，在销售价格未锁定的情况下遇到了现货暴跌，亏损 300 万。因此开展进口煤需要运用期货、掉期等工具对冲价格风险。

2. 国内煤炭贸易风险

国内煤炭贸易大部分还是传统的贸易模式，上下游客户关系稳定，但随着煤价的波动，电厂违约的现象屡屡发生，贸易商的经营风险不断增加，尤其是价格处于下跌过程中，电厂往往提前调价或者拒收货物，而电厂调价和煤矿调价中的时间差将是煤炭贸易企业的亏损期，而这个亏损期的价格风险存在较大不确定性。

3. 库存风险

随着公司经营规模的不断扩大，进口和内贸的业务量大幅增长，动力煤库存规模大幅提高，价格剧烈波动导致库存存在贬值风险，依靠传统的产销模式已难以满足公司对库存风险的管理，必须引入金融工具对库存风险进行合理保护。

（三）企业应对措施

面对以上风险，集团引入新思路应对，具体有如下：

一是树立稳健经营的理念，推进动力煤期货套期保值业务，凡是有敞口的煤炭贸易都要尽可能的与期货结合。不仅对冲因为现货价格波动所带来的贸易风险，而且保障了煤炭贸易业务的快速发展。

二是积极培训煤炭现货人员，推广期现结合思维，同时建立畅通的信息收集分析机制和分享平台，进行信息的沟通交流，共同研判市场，寻找套利机会。目前各现货业务部门总监与期货团队每天进行信息的对接，寻找对冲的机会。

三、公司参与期货的历程

（一）关注与学习阶段

2013年9月26日动力煤期货上市前，集团管理层已把期货业务列为公司战略性工具，高度关注期货上市情况，责成现货部门学习期货业务、筹备期货团队。期间，集团邀请银河期货、万达期货等国内一流公司进行专业培训；参加交易所组织的培训学习，企业内形成浓厚的期货学习氛围，为业务开展奠定基础。

（二）确定期货套保思路

2014年确定期货工具运用思路：务必在风险可控的条件下进行套期保值，运用期货规避现货价格波动风险，稳定并扩大企业经营规模。

（三）构建期货团队

2014下半年集团通过内部遴选和外部招聘期货团队暂具雏形，构建了期货部门运行体系，建立了各项制度，明确了期货部门职权，理顺了期货操作决策流程。

1. 期货部门运行体系包括：

决策委员会：制定利润目标，套保价格

风控委员会：评估现货、期货风险

交易委员会：现货、期货操作

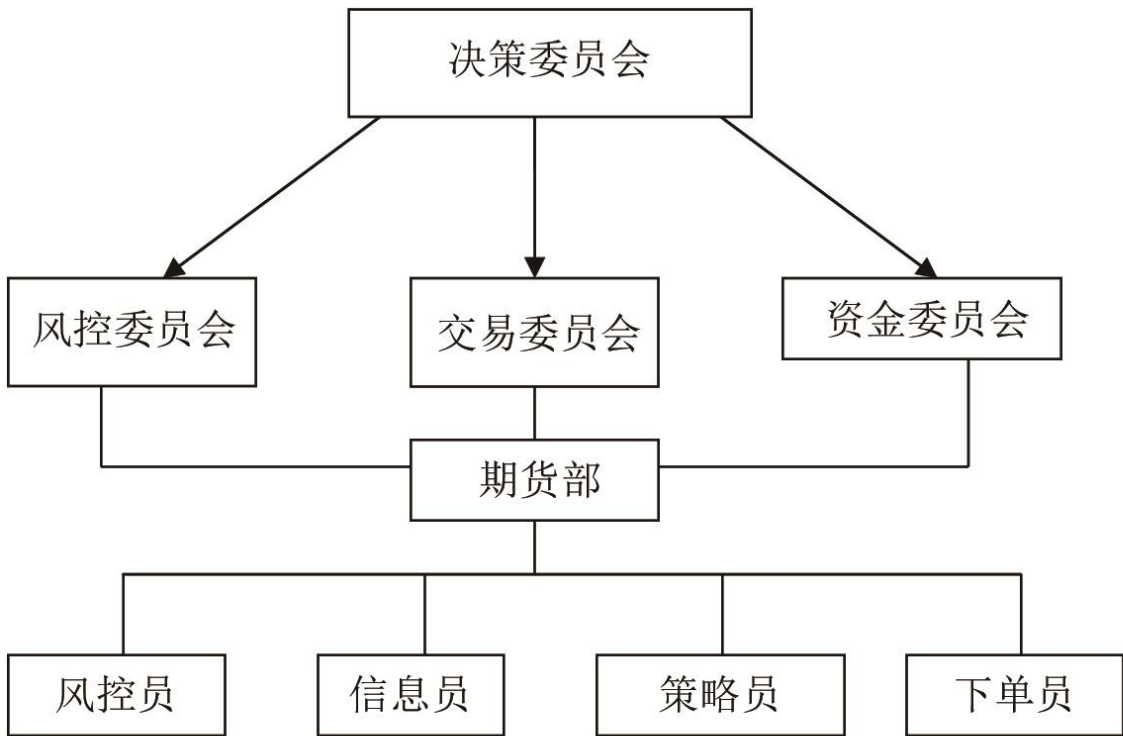
资金委员会：现货、期货的资金配置

2. 建立期货部门各项制度和人员职责定位。

包括决策制度、风控制度、交易制度、激励制度；按职责设立信息岗、策略设计岗、交易岗、风控岗。

期货部门组织架构图：

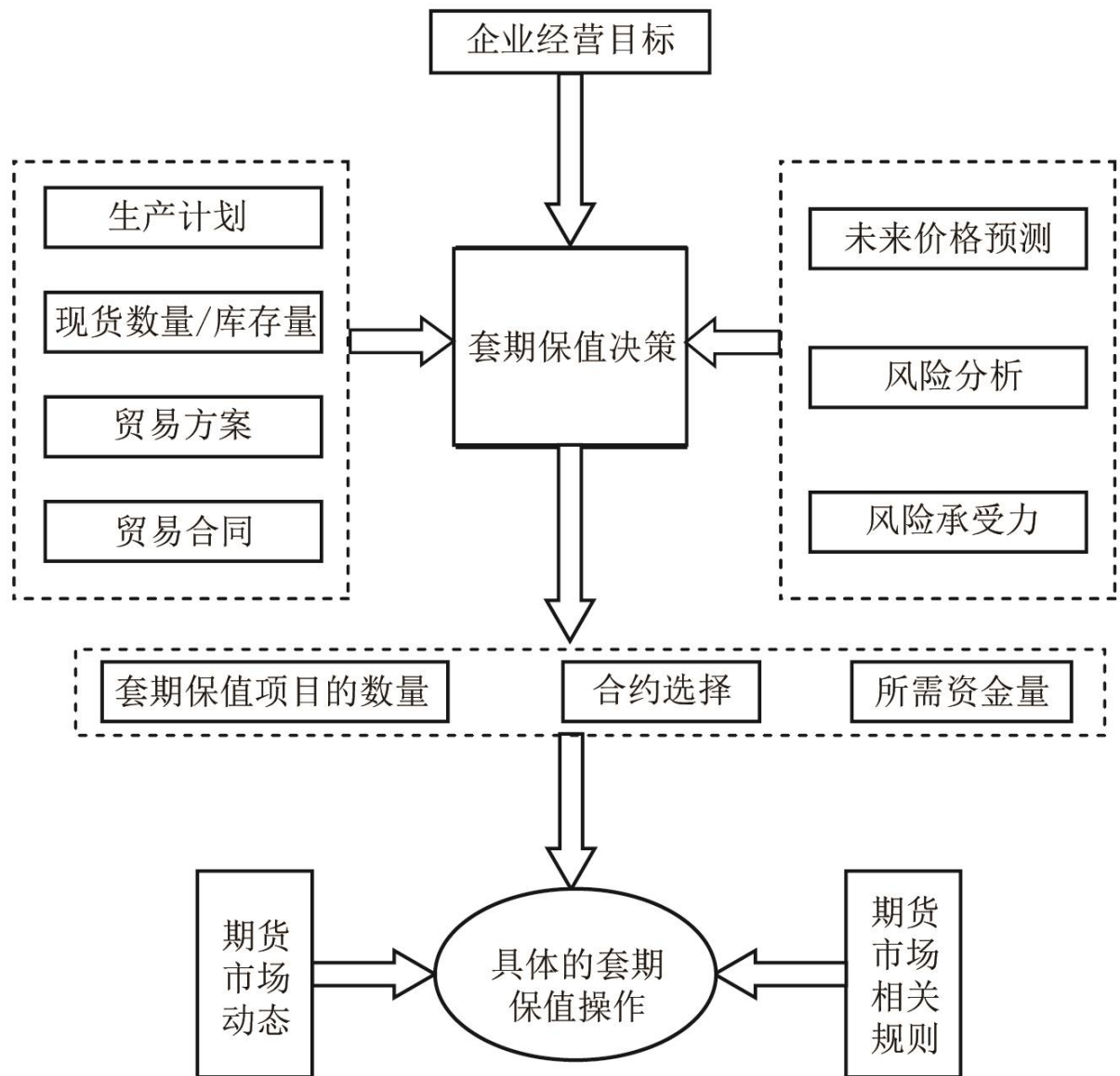
期货部门组织架构图：



3. 期货操作决策流程

根据公司经营目标建立套期保值机制、企业保值工作的指导方针。即，期货操作需根据现货情况，如生产计划，库存数量，贸易方案，贸易合同等，并综合分析未来价格，风险评估，风险测评等要素决定操作合约，数量，资金，并付诸执行。

图2：世德集团期货决策流程



（四）实操阶段

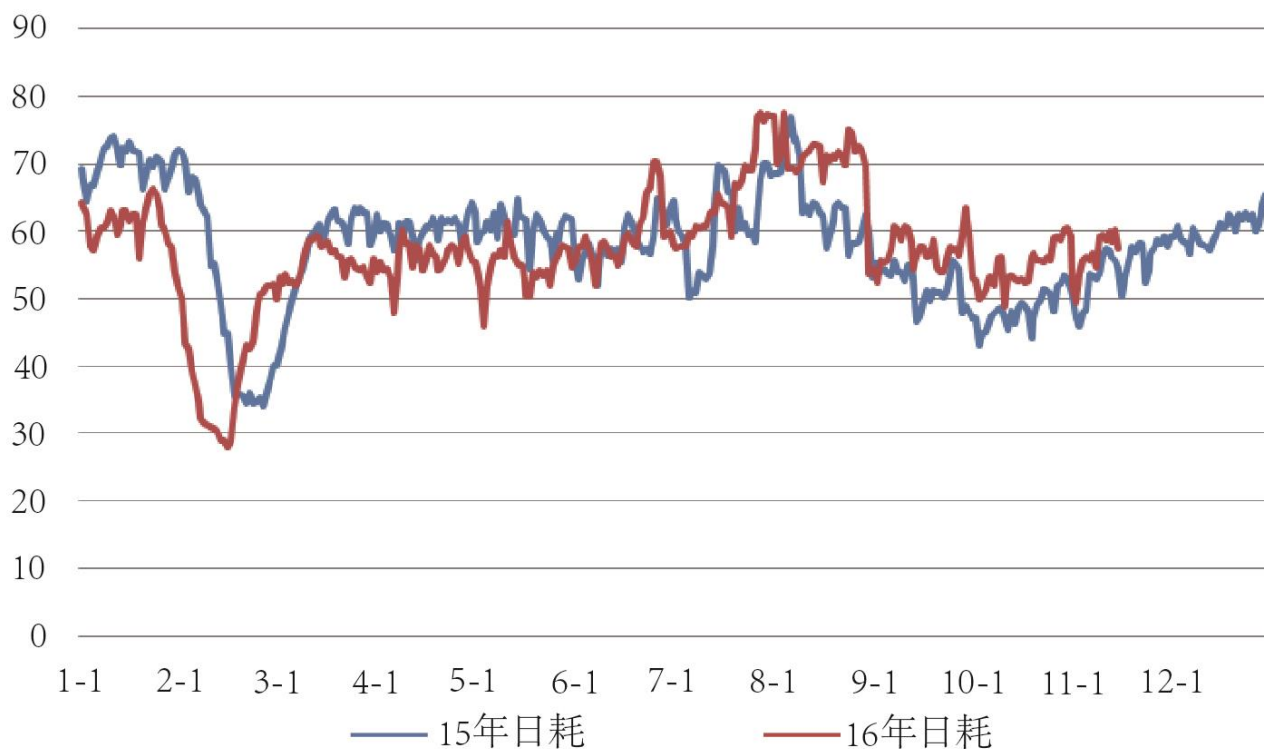
世德集团目前实际操作过程中以套期保值为主，套利交易、基差交易和实物交割为辅，未来根据市场机会和市场发展还将利用更多操作模式。世德集团每一个环节都安排专人负责跟踪，每周进行行情研讨和具体操作讨论，决策层果断决策，突发事件反应迅速。以下三个案例介绍具体操作及经验总结。

1. 趋势性卖出套期保值，规避价格下行风险

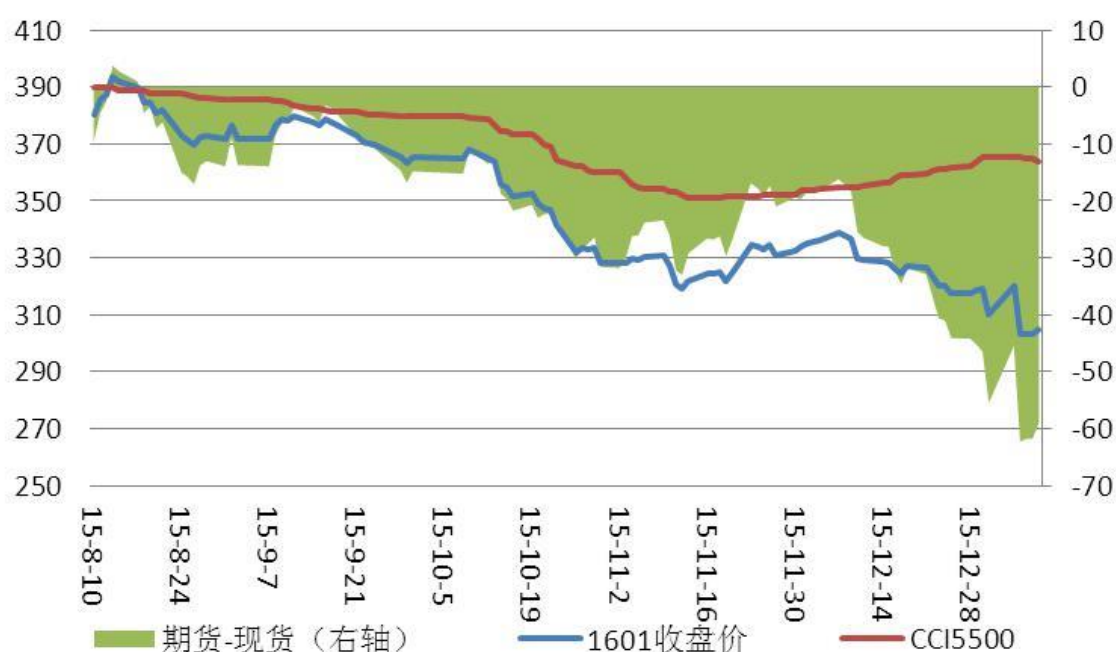
趋势性卖出套期保值原理是期现货同处下行周期，企业对远期价格并不看好，为了抵御价格下跌的风险，通常采用趋势性卖出套保的手段。但是通常这种情况下，投资者预期较差，期货贴水现货。因此趋势性卖出保值的风险有两点：1）期货贴水现货。期货贴水现货意味着，当行情朝不利方向变动时，最终交割导致期现基差由企业承担，形成实质性的亏损。2）趋势性反转。趋势性反转属于企业判断错误，不但损失了基差，而且有可能在交割环节产生高额的增值税。趋势性卖出保值优点在于：减少了现货持续下跌

带来的风险，为企业经营减轻压力。总体而言，趋势性卖保考验企业对市场的判断能力，如果入场点位选择合适，结合期现货，则亏损可控，值得尝试。

2015年10月份，需求疲软，六大电厂日耗首次跌破50万吨，并持续疲软，市场一片悲观情绪。调研走访发现下游对冬季需求不抱希望，电企不愿意囤货，煤炭企业销售困难，集团担心存货跌价损失，根据对当时的情况判断，年底前将趋势性下跌，因此在期货市场上进行卖保。



世德集团公司尚有10万吨的山西煤库存，预期的销售时间是11月份中旬以后，根据期现货同涨同跌的特点，决定对这部分存煤进行卖出保值。选择以时间相近、成交活跃的ZC1601合约为标的，先后以均价365元/吨共建立1500手空头头寸（15万吨），卖出基差25元/吨。



在随后的 20 多天里，基差继续走弱，从 25 元/吨，扩大到 55 元/吨，期货盈利弥补了现货的亏损。

表 1：趋势性卖保期现对比

日期	动力煤现货价	动力煤期货价
10 月 9 日	390	365
11 月 16 日	375	320
期现结合	盈利 30 块/吨	
套保效果：现货损失 15 元/吨，期货盈利 45 元/吨，期现结合盈利 30 元/吨。		

通过卖出保值，期货盈利 45 元/吨，现货亏损 15 元/吨的。操作时间不到两月，实现了对现货风险头寸的保护和期货下跌 30 元/吨收益。

2. 基差买保，期现套利

理想的基差买保满足两个条件：期货价格低于现货，后期价格看涨。虽然期货价格经常领先于现货运行，但是经常有现货涨幅过大，而期货滞后的情形。因此，对于期货价格偏低，而后期看涨的情况，基差买保是不错的选择。

在 2016 年 9 月初，动力煤主力合约价格仍旧维持在 480-500 之间，现货价格在 520 左右。公司现货部门反映采购困难，煤矿库存偏低、惜售，下游库存经过 8 月份的炎热天气的消耗，一直处于几年来的低位，没有出现趋势性的上涨，这些都对煤价形成强有力的支撑，后市看涨。根据以上分析判断，电厂补库可能在旺季到来之前就会启动，加剧煤炭紧缺，12 月份中旬前，价格易涨难跌。

因公司业务需要，拟在 9 月底为电厂客户装一船煤，价格已经按 520 元/吨签订，而坑口已经出现排队拉煤的现象，采购端货源紧张，采购价格持续上涨，这样就产生了采购的风险敞口，有可能造成业务亏损。从期货来看，政府一直在强调煤炭供应不会紧张，导致期货价格出现了 6% 的较大贴水，期现价差给了很好的买保时机，公司决定通过期货市场进行买保，锁定利润。

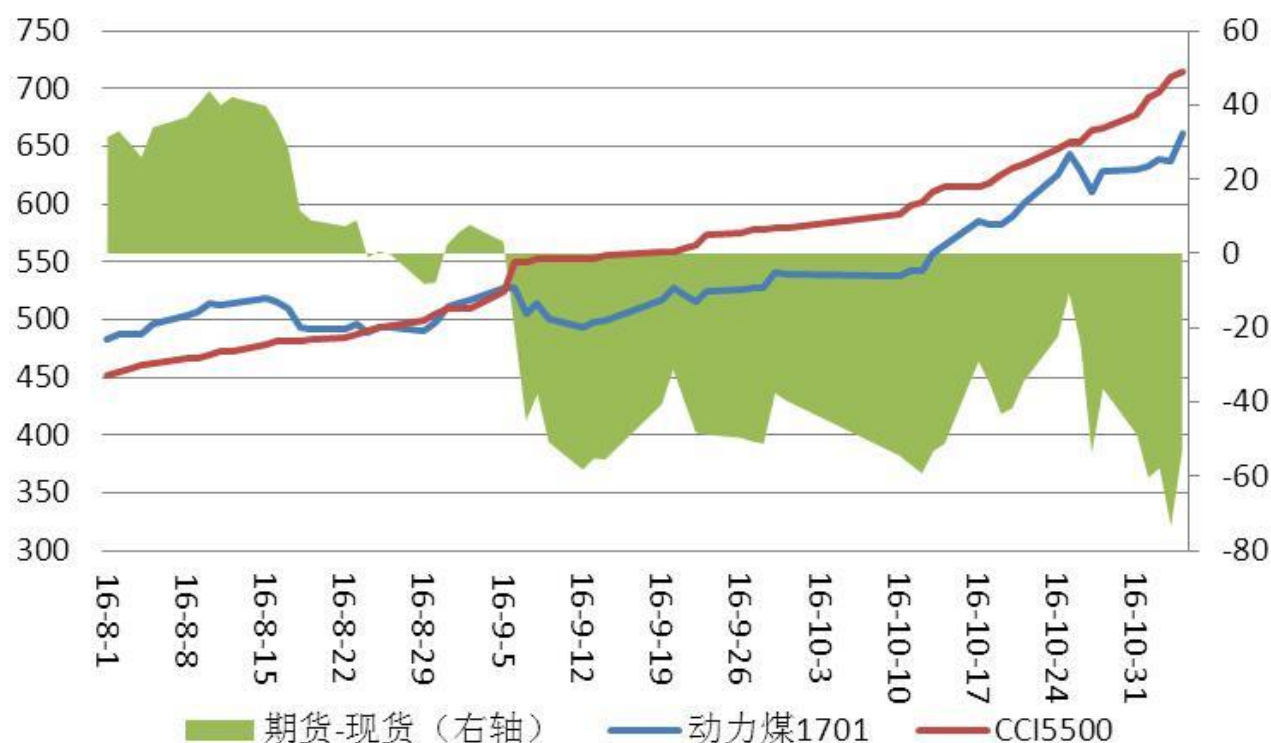


图 5：2016 年 8-10 月动力煤期现价差图（单位：元/吨）

9月7日，公司在期货市场上建立多头头寸，建仓价格为490元/吨，此时现货价格为520元/吨。到了9月29日，期货价格上涨到540元/吨，现货价格也上涨到560元/吨。

表 2：基差买保期现对比图

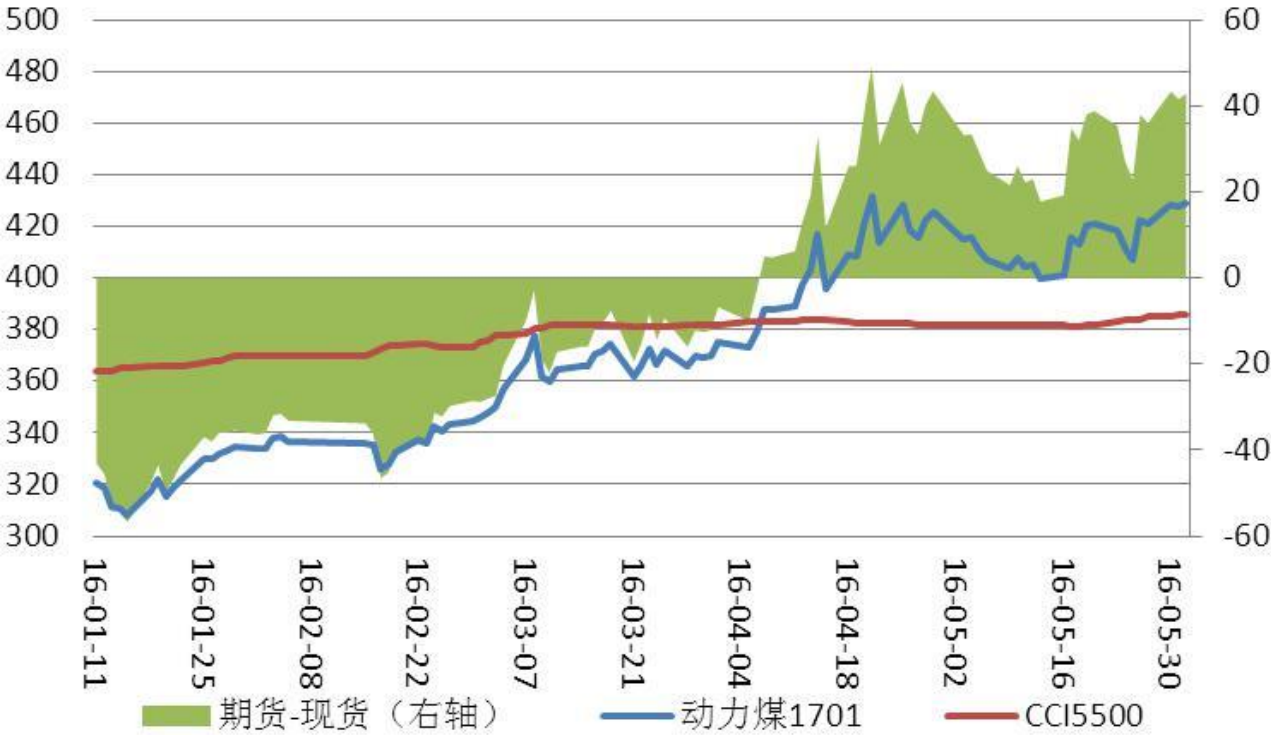
日期	动力煤现货价	动力煤期货价
9 月 7 日	520	490
9 月 29 日	560	540
期现结合	盈利 10 块/吨	
现货损失 40 元/吨，期货盈利 50 元/吨，期现结合盈利 10 元/吨。		

9月底，公司这一船煤顺利交货，购进价格也上涨了40元/吨，29日，期货上涨50元/吨，公司在期货市场上平仓，平仓收益为50元/吨。

通过对冲，期货的盈利不仅弥补了现货亏损，还多盈利了10元/吨。

3. 期现套利

期现套利是在现货做背书的背景下，通过期现回归，赚取差价收益的做法。一般情况下，期现套利业务是企业正常业务之外，额外增加的业务。在企业能力富裕的情况下，期货市场因为超涨超跌引起的期现价差时，企业可通过期现套利博取额外收益。



2016年4月20日由于黑色商品的集体大涨，动力煤ZC1701期货较现货升水了10%（期货430元/吨，现货392元/吨），期现价差达到一年多以来的高位。通过成本核算，即便现在采购煤炭，算上财务成本，

交割费用等，仍盈利 17 元/吨。公司卖出 ZC1701 合约 5 万吨，到了 4 月 25 日，期货下跌，期现提前拟合，平仓了结。共盈利 85 万元。

表 3：期现套利操作表

日期	动力煤现货价格	动力煤 1701 期货价格
2016 年 4 月 20 日	392	430
2016 年 4 月 25 日	392	410

4 月 20 日期货升水 38 元，溢价 10%，现以 392 的现货价采购煤炭，持有 8 个半月，每月财务利息 2 元/吨，交割成本 1 元，亏吨 2 元/吨，期货保证金资金成本 1 元，成本 412 元/吨，在期货上卖保持有到交割月进行期货交割仍然有 17 元/吨利润。到了 4 月 25 日，期货下跌盈利上 20 块，期货可以考虑平仓，现货赔 3 元/吨出售，期现提前拟合，合计盈利 17 元/吨。

（五）操作经验总结

- 1.管理层重视，团队协作是做好期货业务的前提。期货概念、功能需要管理层正确的认识与无条件支持，期货是风险管理的工具，而非是必须盈利的工具，正确灵活的运用期货可带来可观的收益。期货业务涉及到各部门、各环节，管理层的支持是开展期货业务的强大后盾；同时各相关部门需分工协作配合，各司其责，分别处理现货、财务、税收等期现货结合的各个事项，才能切实的开展业务工作。
- 2. 提高煤炭市场价格走势行情研判的准确率是期货操作成功的关键。为此我们加强现货信息的收集调研，建立信息沟通机制。每周定期组织行情研讨会，期现货部门领导必须参加，依据套保方案确定当周的操作预案和应急预案。
- 3.服务、配合现货贸易是世德集团参与期货的理念，因此公司应树立正确的期货操作理念，以套保为主来实现公司利润目标，少量投机以优化套保价格，坚决杜绝过度投机的行为。
- 4. 运用期货工具，可以把现货量做大，提高市场占有率。当发现期现货明显的套利机会，果断出击、两边对锁，依据现货购销成本、资金成本等进行核算，在资金等充裕的前提下，可以尽可能的做大现货规模、期货头寸，以做大现货量，提高市场占有率。

四、风险控制

依据世德集团集团现有的组织框架及现货经营模式，建立规范的从事期货业务的组织结构，合理分配职责权限，落实工作责任，避免出现职能交叉或缺失，形成各司其职、各负其责、相互制约、相互协调的工作机制。

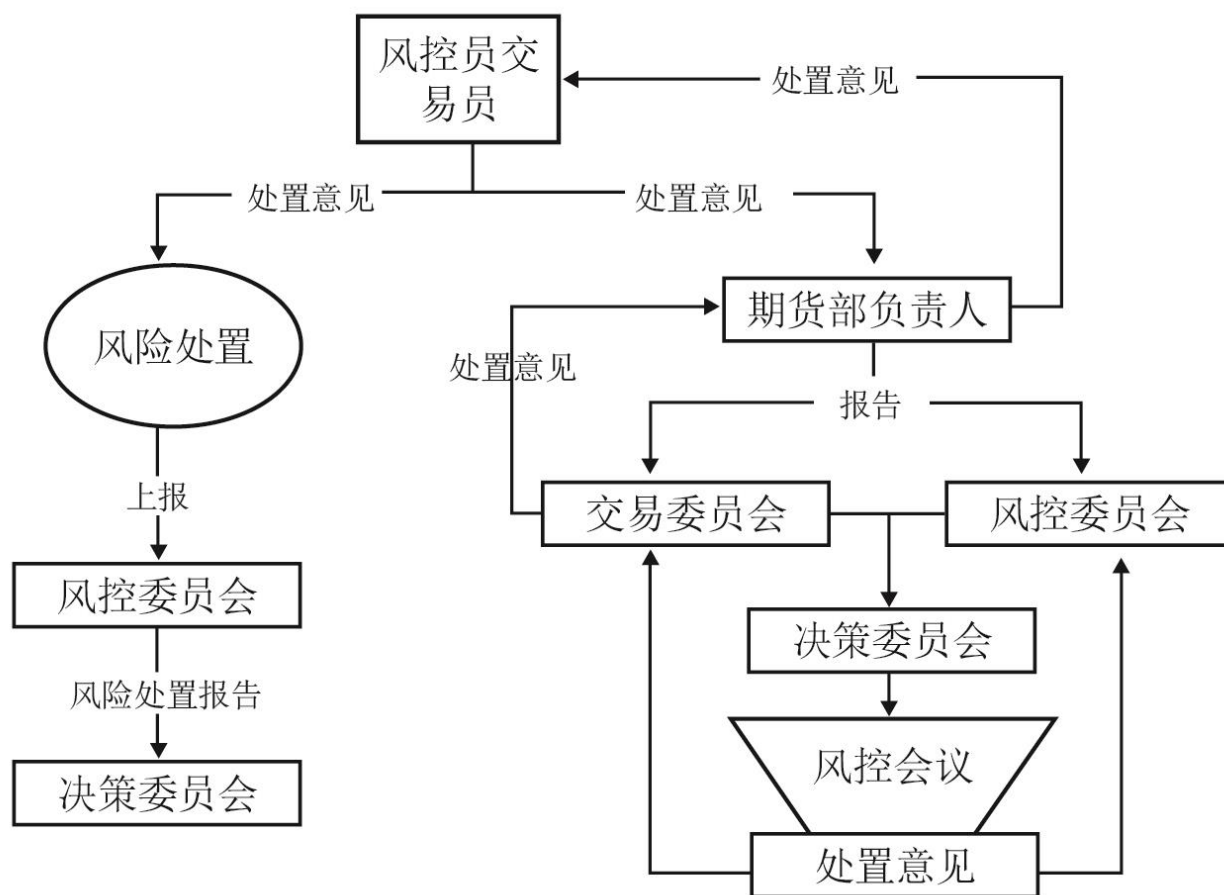


图 7：世德集团期货业务风控流程图

1. 风控委员会是风险控制的主体

按照公司《期货交易管理办法》的规定以及期货交易投资方案的风控措施，监督期货交易有关人员风险管理工作流程；定期审查企业期货交易风险控制制度的设计与执行，及时发现期货交易管理中存在的内控缺陷，提出改进意见并报告；对期货交易方案的实施进行风险评估，并向决策委员会提交《风险评估报告》。

2. 风控员是风险控制的执行者

风控员主要职责：监督交易员是否按照投资方案进行操作；发现不符合投资方案设计的交易、错单以及违规等情形时，及时提醒交易员并上报风控委员会；发现交易员未按照方案执行止损操作，可在发现第一时间进行止损操作，随后提交书面文件；发现重大风险时，在授权范围内首先采取处理处置措施，并及时通知期货部负责人及交易员，随后提交书面文件并提出方案修改建议；随时关注期货交易头寸资金变动，熟练掌握期货交易规则，确保保证金水平满足期货经纪公司保证金要求；每月向期货部经理提交资金管理 & 风控报告。

3. 风险等级划分与处理流程：

表 4：风险划分

	一类风险	二类风险
1	错单（数量、方向、品种）	政策变动带来的基差风险

2	超出止损位后再急剧变化	交易所临时出台的政策
处理方法	先处理后报告	先报告后研究处理

对于在投资方案执行中出现的风险事件，风控员可根据风险事件的性质（具体划分见表4），采取措施；需先报告后研究处置的风险事件，风控员必须及时报告期货部负责人和风控委员会，负责人须及时上报决策委员会；决策委员会负责人应立即召开决策委员风控会议，充分分析并制定风险控制应对策略，由交易员具体落实执行；在风险事件处理完毕后，由风控委员会进行分析，明确责任并向决策委员会提出责任追究意见。

五、世德集团参与期货的心得体会

1. 期货是一把双刃剑，用好这把剑需要提高内功。

期货是非常好的风险管理工具，有了期货的保驾护航，能够保证企业在扩大生产经营规模的同时，稳定并平滑企业的经营利润。公司应根据实际情况确立合适的利润目标，套保价格，避免追求不切实际的利润和价格。

2015年全年，动力煤价格持续下跌。世德集团及时使用期货套保，取得了较好效果。不仅是短期的经济效益，更把世德的观念焕然一新，揭开世德转型发展的帷幕。

2. 历史的潮流不可抵挡

期现结合业务模式能有效规避大宗商品价格波动风险。煤炭作为基础生产资料，关系国计民生。传统现货市场签订的买卖合同约束力较差，无法保证对方履约，而期货交易公开公平公正的平台及保证金模式等特性成为现货贸易商利用商品期货衍生金融工具规避风险并寻求稳定商业盈利的新模式。

3. 建立套期保值业务的报告制度。

规定明确的报告编制、提交、签阅的路线和频率，报告中应包括交易头寸情况、资金情况、风险情况等内容。报告的形成应具有独立性、全面性、及时性。具体而言报告内容主要包括：现货头寸报告，套期保值计划报告，资金使用报告。应保证报告及时送达公司最高层，并根据该报告，定期或不定期对现行的套期保值风险管理政策和程序进行评价。

六、建议及展望：

1. 适时推出更多的创新产品

如航运期货，无论是北方港口交割还是南方港口交割，卖方或者买方基本都要涉及运价，而且运价波动也较为剧烈，为规避风险，参与与煤价波动紧密的航运，也势在必行。

2. 多种形式展开仓单业务

世德集团愿意配合交易所在动力煤期货上进行推广和深入发掘。比如积极参与仓单买入、在有效期内进行仓单转让、仓单质押冲抵保证金、与合作伙伴如煤矿、电厂、水泥厂开展期转现业务，进行合作套保等。

最后，感谢郑州商品交易所，世德集团对郑商所在动力煤期货上市、运行过程中做出的努力表示敬意；我司愿意配合交易所在维护动力煤期货市场，完善动力煤期货运行过程中的一切工作；并为探索新模式，推进期货服务实体产业贡献力量。

期现融合，企业发展构筑闭环式良性循环

—— 厦门国贸动力煤期货“点”基地报告

【编者按】

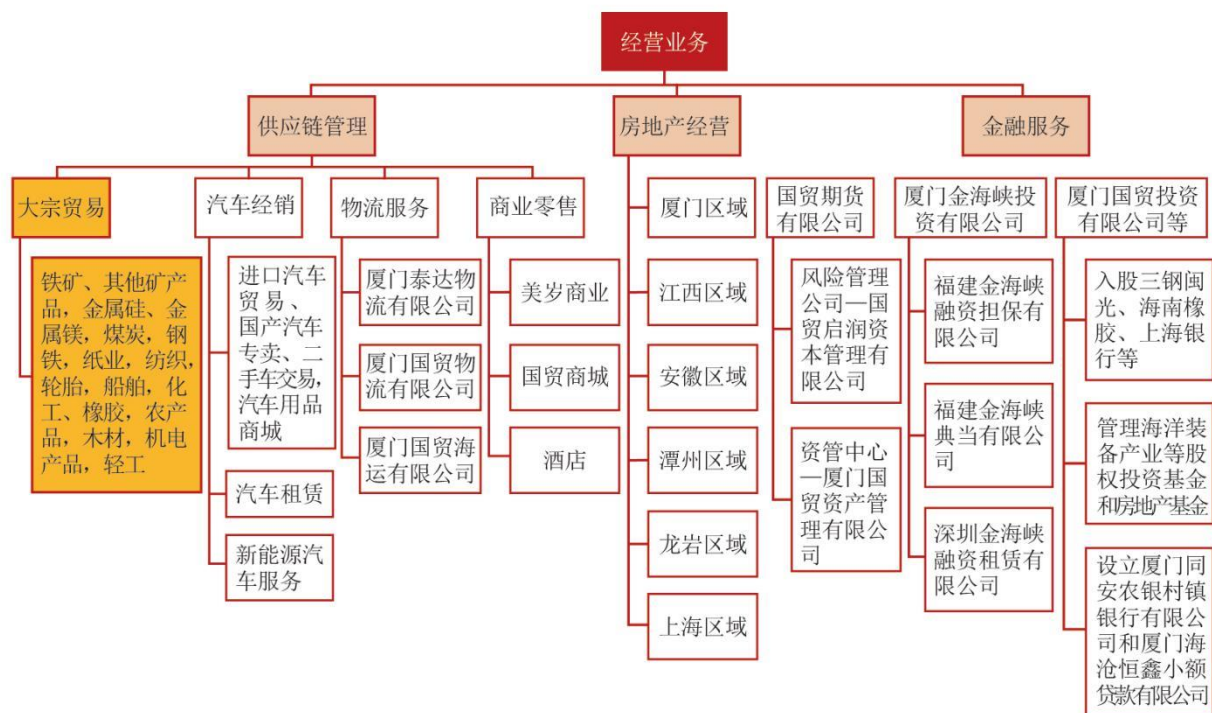
国内外经济疲弱拖累大宗商品市场，煤炭价格自 2012 年进入下行通道，企业单纯依靠传统现货经营模式很难应对煤炭行业格局风云变幻，市场进入新一轮洗牌期。如何在波动加剧的背景下，实现规模扩张与能力提升的共进式发展，厦门国贸一直思考并进行艰辛探索。2013 年下半年动力煤期货应运而生，厦门国贸集团合理运用动力煤期货等套期保值期货工具及包括 DF、NDF、期权等在内的汇率工具，打破传统的单一煤炭现货贸易模式，进行有效的价格管理与汇率管理，成功实现了期现融合并为传统大宗商品贸易业务锦上添花，企业发展构筑闭环式良性循环。厦门国贸在趋势性套期保值的基础上，积极探索规避现货贸易风险的新方向，先后进行交割、套利及基差交易等期现合作模式的尝试，取得较好成绩并积累丰富经验。在动力煤期货的保驾护航下，厦门国贸集团煤炭贸易事业成功实现转型，依托期现结合的成熟商业模式，规避了大宗商品价格波动对业绩的影响，公司贸易规模扩张与期现结合能力提升互惠形成正反馈。

一、厦门国贸集团能源中心概况

（一）股东情况

厦门国贸集团能源中心（以下简称厦门国贸）隶属厦门国贸集团股份有限公司，前身是厦门国贸集团煤炭中心，2016 年更名为厦门国贸集团能源中心。厦门国贸集团股份有限公司是一家国有控股上市公司，始创于 1980 年，1996 年在上海证券交易所上市，注册资金规模 16.65 亿元，目前已成为集供应链管理、房地产经营和金融服务为核心主业的大型综合性服务企业。

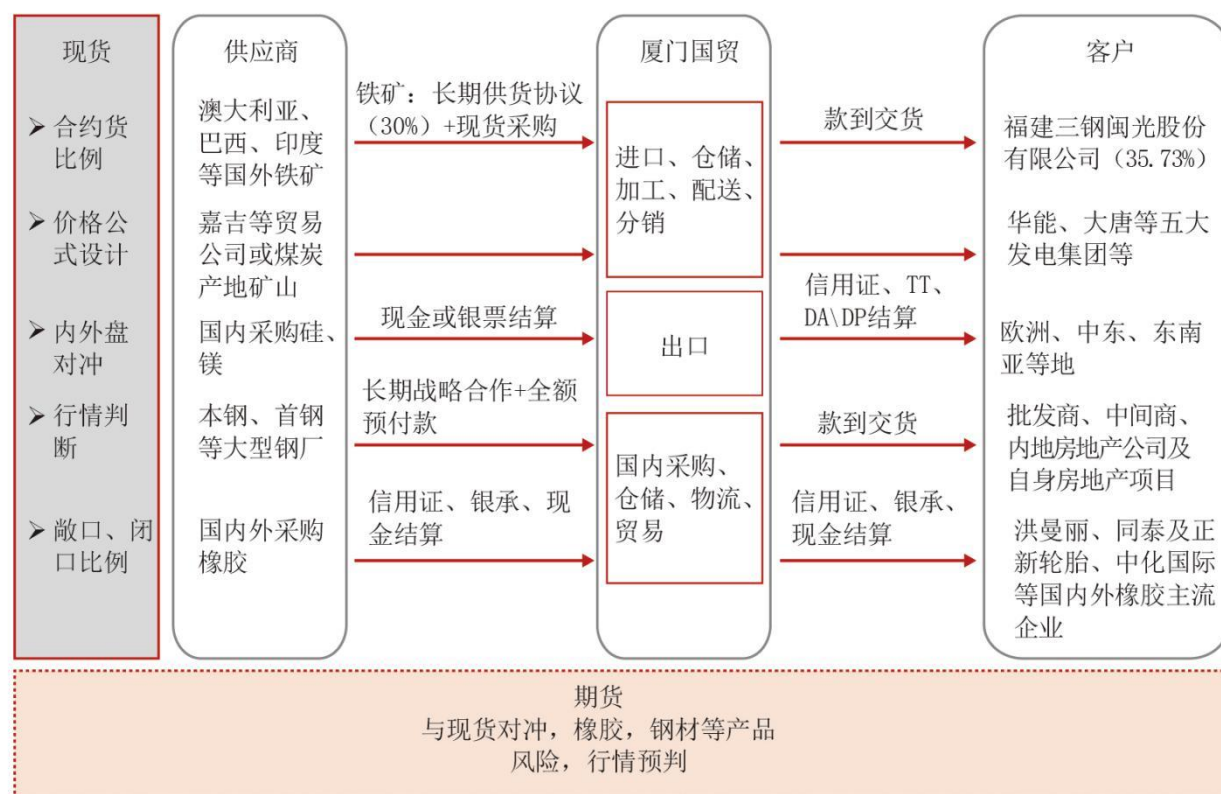
图表一：厦门国贸集团业务构成



经过数十年的洗礼与沉淀，厦门国贸发展成为国内大宗贸易领域的重量级企业之一，在能源、钢铁、纺织原料、有色及贵金属等多个业务领域形成优势及领先地位。

厦门国贸在多年的发展历程中，深谙期现结合的重要性，运用套期保值等期货工具对冲现货贸易风险是其优良传统。公司早在 1993 年就成立期货部，对供应链业务进行有效的价格管理，为实现稳健经营保驾护航；期现结合能力是厦门国贸集团大宗贸易为自营主题构建商品交易平台的重要引擎之一。

图表二：厦门国贸集团主要大宗贸易品种业务模式



在当前复杂多变的经济形势下，公司以“再变革、再融合、再创业”为指导思想，全面推进供应链、房地产和金融三大主业间的跨界融合与模式创新，持续提升综合服务的经营优势，实现了规模和效益的大幅增长。其中，供应链管理业务是集团三大核心业务之一，涵盖贸易、物流等领域，蝉联中国进出口额最大的 500 家企业行列，为中国物流百强企业、全国先进物流企业、中国汽车流通行业经销商集团百强。2016 年上半年，公司实现营业收入 407.48 亿元，同比增长 52.49%，并跻身《财富》杂志评选的中国企业百强行列（排名 90 位），并位居贸易行业第二位。

（二）能源中心业务介绍及影响力

厦门国贸集团 2008 年涉足煤炭行业，于 2011 年成立能源中心的前身——厦门国贸集团煤炭中心，2016 年正式更名为厦门国贸集团能源中心。数年来煤炭事业发展迅速，主要经营煤炭进口及内贸业务，已成长成为国内主要的煤炭进口商。截至 2016 年 10 月，签约量【1300】万吨，主要是动力煤，业务遍布华东、华南诸多电厂，与国家五大发电集团——华能、国电、大唐、华电、中电投建立了稳定的销售渠道，市场占有率【5】%，2016 年 1~9 月进口额排名全国第【2】位。

图表三：2016 年 1-9 月动力煤（含褐煤）进口商排名（安迅思整理）

名次	进口企业	进口量（万吨）
1	中国华能集团	970.43
2	厦门国贸	762.35
3	瑞茂通	557.43
4	浙江富兴电力	546.02
5	中建材	539.04

进口煤炭货源主要为南非、澳大利亚、俄罗斯、印尼、菲律宾、蒙古、朝鲜等国家及地区，经营煤种涵盖动力煤、焦煤、无烟煤、喷吹煤等，以动力煤为主。进口渠道广泛、资源稳定。目前已与 SEMIRARA MINING AND POWER CORPORATION、TRAFIGURA PTE. LTD.、PT ADARO INDONESIA、PT ANUGERAH BARA KALTIM、SAMSUNG C AND T CORPORATION、NOBLE RESOURCES INTERNATIONAL PTE.LTD 、SOJITZ CORPORATION 、GLENCORE、RWE SUPPLY AND TRADING GMBH、MOOLARBEN COAL SALES PTY LTD 等国际大型能源公司建立稳定的采购渠道，与供应商货款结算方式主要采用即期信用证，其中动力煤主要煤种：NAR3800kcal/kg~NAR5200Kcal/kg 印尼 / 菲律宾 煤；NAR4700~NAR5500kcal/kg 俄罗斯 煤；NAR5500kcal/kg~NAR6000kcal/kg 澳大利亚/南非煤；国内煤以神华煤为主。

销售渠道方面，厦门国贸与国内的主要电力集团、钢厂、焦化厂、造纸厂等用煤企业建立了长期稳定的供应关系，销售网络覆盖东南沿海、长江流域、两广地区、江西、山东、河北等地区主要终端用户。

厦门国贸集团能源中心现货经营主要业务范畴包括国际贸易、国内贸易及出口投资三大块；同时，已建立一支相当成熟的期货分析团队，紧跟现货经营节奏，辅助以套期保值、套利及交割等工具，实现期现结合盈利最大化。

·**国际贸易：**厦门国贸集团能源中心国际贸易采购业务与各大世界知名贸易公司或煤炭产地矿山有着长期稳定的合作，经营煤炭品种丰富，货源稳定可靠，且凭借国贸雄厚的资金实力、品牌知名度和自有物流供应商优势，经营煤炭的品质和价格在同业中极具竞争力。中心现有一支成熟务实的经营团队，在煤炭上下游流通整合中为供应商和客户提供最专业的优质服务。

·**国内贸易：**厦门国贸集团能源中心是中国地区领先的煤炭供应链管理型企业。中心覆盖煤炭经营代理，煤炭仓储加工，褐煤提质加工及内河运输等煤炭供应链。并与国内一些大型煤矿或矿物局有长期稳定的合作关系，在连云港与靖江设有煤炭专营办事处，将煤炭网络进一步延伸到长江中下游及华中地区。

·**出口投资：**厦门国贸集团能源中心在印度尼西亚设有办事处，并将陆续在世界主要产煤国家：南非，澳大利亚，美国，俄罗斯，哥伦比亚等地设立办事处。

二、企业现货经营面临的风险分析

伴随着煤炭黄金十年时代的终结，全球贸易与投资发展持续不振的大环境加剧了经济运行的不确定性。国内外市场需求疲弱，国际争端和贸易摩擦增多，外汇与金融市场动荡，国内产业改革等问题并存，都给公司煤炭经营业务发展带来压力。尤其是对于公司的煤炭进口贸易来讲，体量大运输周期长，价格存在敞口风险，十分必要借助期货工具进行对冲。厦门国贸集团对企业现货贸易进行总结分析，需要规避的风险主要包括以下几点：

（一）动力煤进口贸易中的风险

·**在途货物贬值风险：**厦门国贸自 2008 年开始从事煤炭进口贸易业务，国内下游主要需求方为长期稳定合作关系的电厂、钢厂、水泥厂等生产商，因 2012 年以后煤炭现货市场基本以单边下跌为主，对于企业进口进来而未及时锁定价格的在途煤炭现货来讲，价格存在风险敞口，企业利润也面临巨大的盈利亏损风险。

·**客户毁约风险：**在现货价格波动剧烈的时候，产业链上下游买卖双方因价格出现大幅波动而单方面违约的风险也在增加，归根到底也来自于价格波动造成的企业亏损，从而放大了企业在现货经营中的风险。

·**汇率风险：**近两年来国家对汇率市场管制逐渐放开，人民币步入贬值通道，汇率波动对国际贸易的影响不容忽视。对于以美金计价的进口煤来说，价格敞口期间人民币对应美元计价走高，相应抬升企业以人民币结算的进口成本，进而侵蚀企业进口利润。

· **进出口政策风险**：煤炭行业关系国计民生，国家政策层不间断根据国内外形势对煤炭进出口贸易进行调节，如 2015 年 1 月 1 日起施行的《商品煤质量管理暂行办法》，严格煤炭进口质量指标，并对不合规煤炭实行退回，煤炭行业国际贸易中不确定性风险增加。因此，企业努力寻求一种可以对冲现货价格风险敞口、最大化实现无风险操作的套期保值工具。

（二）动力煤国内销售中的风险

· **传统现货贸易模式失灵**：厦门国贸集团煤炭供应链业务依托稳定的上下游客户群体，但行业性质因素影响，也面临着因煤炭品质、价格波动等导致的毁约、亏损，尤其是价格敞口的存在，对于现货经营来讲始终是可能爆发的“隐形炸弹”。2012 年以后，煤炭价格单边下跌，传统的行业季节性淡旺季行情规律弱化，贸易型企业依靠调整库存赚取价差的操作模式已经失灵，企业在外煤锁定采购价格后运往国内销售出去的在途期货或库存货物未及时销售期间，均有因价格下跌而出现贬值的风险，企业单纯依赖现货市场自发调节机制并无法转移这部分风险。

· **国内政策风险**：煤炭行业产能过剩的格局未变，在市场手段出现超跌或暂时失灵的时候，煤炭内贸事业的发展需要考虑国内政策导向。在经历了近 5 年的价格单边下行以后，2015 年底国家提出供给侧改革概念，政策对行业的导向作用升级，同时也加剧了现货市场价格波动，2016 年以来煤炭价格在去产能推动下又出现单边上行走势，行政手段的干预进一步增加企业生产经营难度。因此，企业需要时刻根据大环境变化调整经营思路及方向，同时也需要寻求一条可以最大化实现平稳经营的操作模式。

（三）库存风险

传统贸易型企业经营中往往通过调节库存赚取利润，但在价格下跌的行情中，企业常备库存却成为亏损的触发点，而在大环境悲观的情况下进一步累加现货库存量，库存贬值面临量价双重风险。这些也是无法通过单一的现货市场实现风险转移的，库存管理成为企业经营中非常重要的环节之一。

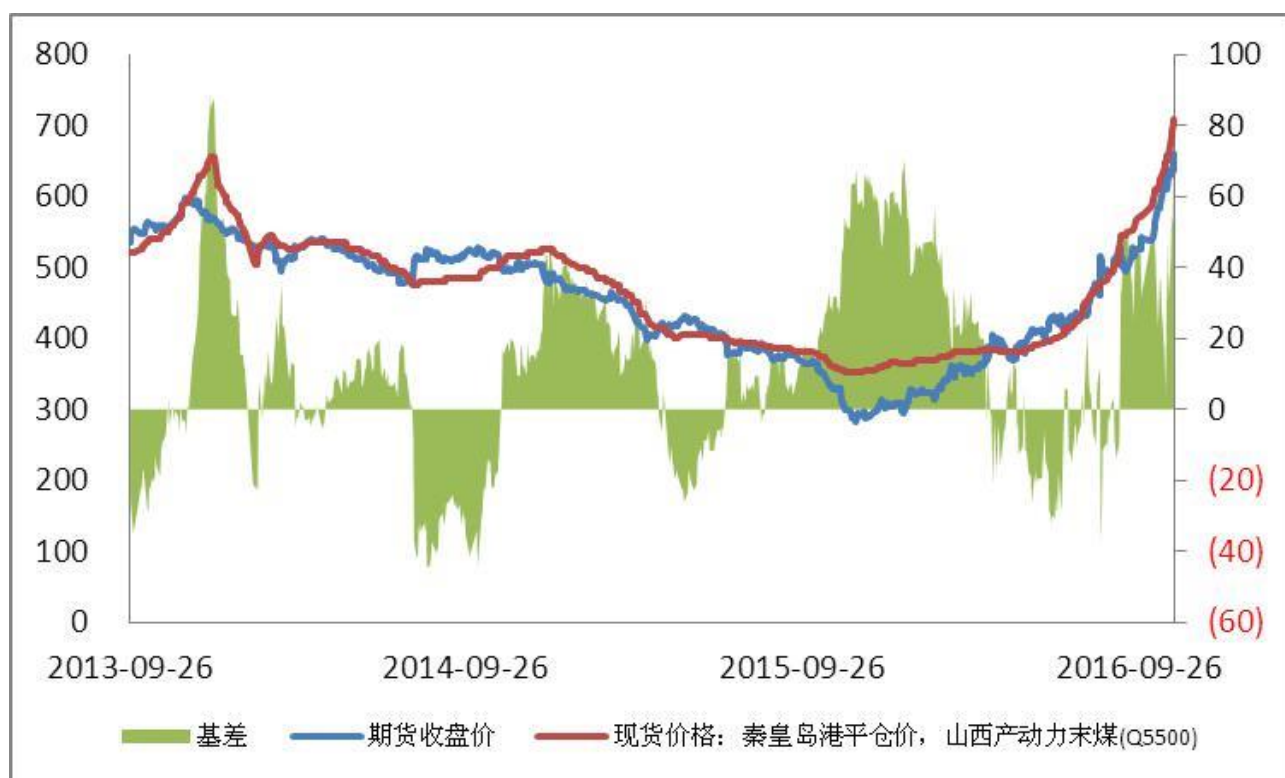
基于以上分析，厦门国贸深谙在风云变幻的市场中，实现稳健经营对企业的重要性。因此，积极探索期货工具对冲现货经营风险的期现市场融合新模式，严格公司风控及资金管理，合理运用套期保值等期货工具，对供应链业务进行有效的价格管理。

三、企业参与期货市场模式分析

（一）参与期货市场的历史

厦门国贸集团深耕贸易、物流业务已 30 余年，煤炭现货贸易业务也走过近 9 个年头。集团供应链管理业务旗下涉及煤炭、钢铁、铁矿等大宗商品进口贸易，厦门国贸是国内最早使用期货工具进行价格管理的贸易型综合企业。集团于 1993 年成立了期货部，为大宗商品进出口进行套期保值，后在集团旗下创立厦门国贸集团全资控股的期货公司，至今已累积超 20 年稳健运营经验。早在动力煤期货上市之前，厦门国贸就成功将螺纹钢、PTA、贵金属等期货工具运用到现货贸易中。无论是业务和管理人才还是实践操作流程，均有深厚的积淀，同时也是厦门国贸大宗贸易服务在数十年跌宕起伏行情中实现规模持续稳健增长的有效保障。

图表四：动力煤基差历史运行规律



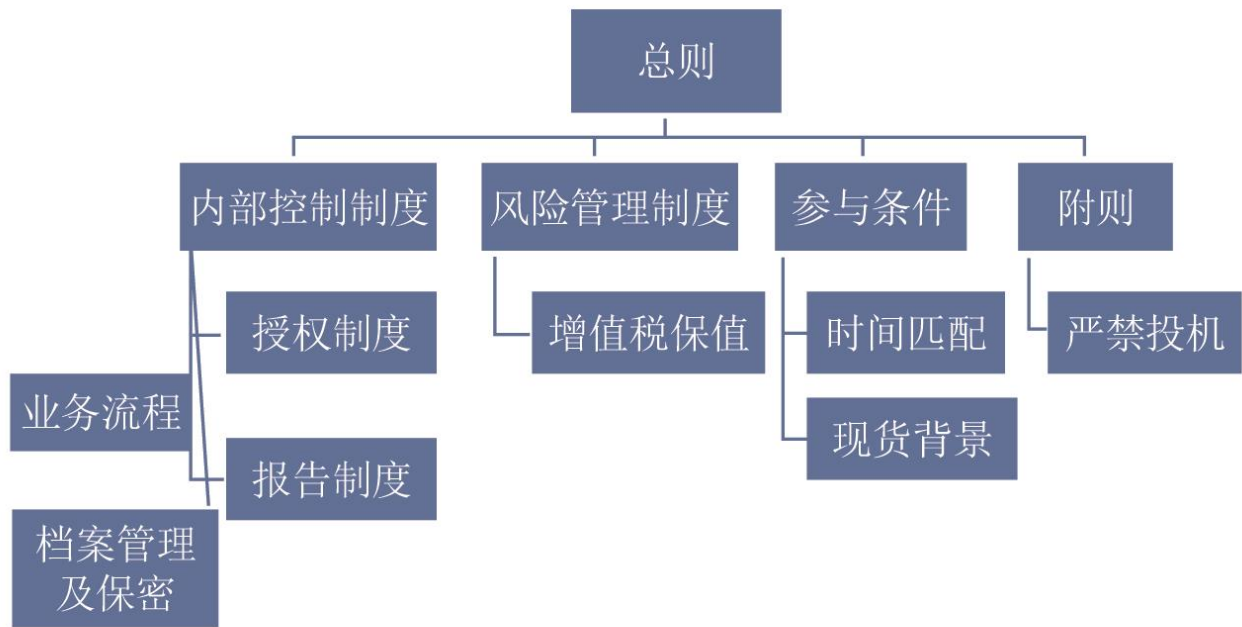
动力煤期货上市前后，厦门国贸积极学习并探讨将期货运用到动力煤现货贸易中的操作逻辑。从最初的趋势性套保、无风险交割等对冲现货经营风险模式，到逐渐成熟的套利交易、基差交易等增值投资模式，厦门国贸还尝试申请交割厂库以更好地发挥作为国内大型贸易商的期现融合功能，为国内煤炭事业发展添砖加瓦。2016 年前三个季度，厦门国贸通过动力煤期货进行套保、套利及交割等模式实现盘面交易量近 250 万吨，期现结合贡献盈利逾 600 万元。

借助于成熟的期现结合，公司在贸易规模持续扩张同时有效对冲了大宗商品价格波动对业绩的影响，保障了现货端与期货端整体收益。

（二）参与套期保值的风控及管理机制

厦门国贸集团作为国有控股上市公司，制定并披露《期货套期保值业务管理办法》作为企业套期保值及期货操作遵循的总章程，内容涉及到内部授权、业务、报告及保密等相关制度的细化。厦门国贸在现有体系下不断学习以期进步，与业内优秀团队保持联系以期提高，定期完善更新《管理办法》并组织企业相关人员培训，集团内部已经形成自上而下统一管理、专业化分工、互相制约的期货管理及操作系统。厦门国贸套期保值《管理办法》总则对套保头寸的申请、审批、操作、风控等有详细规定，套期保值执行无敞口化操作，辅以交割及无风险套利模式，严禁单边投机行为，厦门国贸期现结合模式俨然成为业内熟知的品牌型模式。

图表五：厦门国贸集团套期保值管理办法及相关内容



（三）参与期货市场的操作模式

厦门国贸集团能源中心借助期现结合新模式抓住行业整合的有力契机，在行业不景气的背景下，逆转贸易商亏损的局面，持续为上下游企业提供稳定的贸易服务，提高了产业链内的控制力与话语权。能源中心依托截止目前，能源中心已在动力煤期货趋势性套保、基差交易、跨期套利、无风险交割等方面进行了尝试并取得较好成绩。

1、趋势性套期保值

（1）关于利用期货对动力煤现货进行套保的必要性

国内煤炭行业“黄金十年”终结、内外市场经济疲弱及产能过剩格局的影响下，煤炭价格自 2012 年开始出现明显下跌，企业现货贸易经营中面临较大风险。尤其是 2013 年 10 月中下旬之后，受下游需求季节性回暖及大矿挺价支撑煤电年度谈判等利多因素影响，环渤海动力煤价格持续上扬，最高上涨至 630 元/吨左右；但同期外煤价格涨幅有限，国内外煤价差持续拉大，外煤价差优势凸显引致进口订单增加。随后，春节效应加上年后国内经济增速乏力，国内动力煤价格高位回落；2 月底，以神华为代表的大矿相继调整报价及优惠政策，引发国内动力煤市场降价狂潮。外贸煤倒挂情况出现，而在如此过山车的行情中，国内许多贸易商利润折损严重，甚至出现毁约情况。

对于动力煤贸易商来讲，销售困难、库存贬值及在途货物等风险敞口的存在，使得生产经营活动存在极大的不确定性。动力煤期货的推出为现货企业提供极为实用的风险规避平台，厦门国贸把握这一契机，择机配合煤炭现货贸易进行套期保值。

（2）套期保值概念及操作原理

· **套期保值**是将期货市场作为转移现货价格风险的场所，利用期货合约作为将来在现货市场上买卖的现货商品的临时替代物。对现在已经买入以后准备售出或将来需要买入的商品的价格进行对冲的交易活动。对于价格波动性较大、利润低、规模量大且风险无法转移的商品，非常有必要通过期货市场套期保值进行风险对冲。

· **套期保值的操作原理是**，在现货市场和期货市场对同一种类的商品进行数量相等但是方向相反的买卖活动。即在买进或卖出现货的同时，在期货市场上卖出或买入同等数量的期货。因同种商品的期货价格与现货价格走势基本保持一致，且随着期货合约到期日的临近，两者价格走势将趋向一致。进而，因现货

价格波动产生的不确定性盈亏，可由相反方向的期货价格波动盈亏进行抵销或弥补。在“现在”与“未来”之间、“近期”与“远期”之间建立一种对冲机制，使得价格波动风险大大降低。

- 动力煤贸易商可在以下情况时选择进行卖出套保
 - 持有动力煤现货库存，但下游销售存在困难，担心库存积压，未来售价下跌；
 - 与上游供应商签订供货合同，动力煤采购价格敲定，担心到货后现货市场价格下跌，贸易利润受损。
- 此时，已敲定或在途的货物成为风险敞口。

图表六：厦门国贸集团能源中心动力煤套期保值的主要模式

现货价格判断	套保策略	分析
明显上涨趋势	对应现货的一定比例进行期货套保	直接赚取更多的现货端盈利
趋势不明显	跟踪期现价差，择机在价差合适时购入现货并在期货锁定套保	依托雄厚的现货平台及专业的期货团队，待价差合适时主动采购现货并期货套保，待价差收敛后抛现平期，赚取价差波动的额外收益。
明显下跌趋势	现货尽快销售或期货完全套保	不主动扩大现货采购量，主要依靠长协等稳定货源与客户群体，套保对冲现货风险。

（3）厦门国贸卖出套保案例介绍

面对大宗商品价格剧烈波动，厦门国贸集团能源中心合理运用套期保值等期货工具进行价格管理，做到现货贸易零风险敞口。

2016年6月初，厦门国贸能源中心新增1船进口俄罗斯动力煤 NCV4700，装船期7月份，敞口现货约计5万吨。为规避现货价格波动，锁定利润，能源中心通过郑商所动力煤期货市场在 ZC1609 合约对在手的敞口库存进行套保，按照85%比例卖出开仓。

图表七：厦门国贸集团卖出保值计划

现货头寸	套保头寸 (85%)	建仓合约	平仓思路	止损
50000 吨	425 (手)	ZC1609	根据销售进度，同步平仓。	现货与期货套保综合核算，盈亏总和若出现亏损，且亏损超过30元/吨，平仓止损。

（4）实际操作及收益明细

根据企业现货采购计划及销售情况，2016年6月2日在 ZC1609 合约上建立85%的卖出套保头寸，共计425手，开仓均价409.2元/吨；并于6月14日现货出售的同时对期货头寸进行平仓操作，平仓均价406.06元/吨，期货端操作实现平仓盈利13.345万元。企业现货贸易盈利50万元，期现操作实现总盈利63.345万元。

图表八：实际操作及收益明细

	现货	期货	总盈亏 (万)
--	----	----	------------

日期	方向	产品	装运期	采购数量	销售数量(吨)	采购成本(元)	销售价格(元)	盈亏(万元)	合约	开仓价格	数量(吨)	平仓价	平仓盈亏(万元)	移仓盈亏(万元)	元)
2016/6/2	开仓	俄罗斯4700	7月	50000	0	223.08	-	-	ZC1609	409.2	46700	-	-		0
2016/6/14	平仓	俄罗斯4700	7月	0	50000	223.08	233.08	50	ZC1609	409.2	46700	406.06	13.345		63.345

2、期现（基差）交易

厦门国贸集团建立在传统趋势性套期保值的基础上，以期货工具作为现货贸易的补充，实现现货敞口无风险化。同时，构建专业的期货操作团队，跟踪期现价差，灵活运用期货工具，在价差合适、风险可控及市场环境合理的背景下，尝试进行期现基差套利。

期现基差套利是对套期保值模式的深化，现货是期货的基础，期货是对现货风险的管理，二者互为补充，有机结合。厦门国贸植根于近 9 年的现货背景，对期现演绎有相当清晰的逻辑判断是进行期现基差套利的基础。此部分以 2016 年中的行情走势为例来说明厦门国贸在进行期现套利模式中的逻辑及尝试。

（1）市场背景分析

2016 年 9 月初，动力煤期货 ZC1701 对现货存在较大贴水，秦皇岛 NCV5500 现货 547 元/吨，期货盘面 498 元/吨，基差（现货-期货）近 49 元/吨，约 10%，处于相对历史高位。鉴于第四季度为动力煤季节性消费旺季以及 2016 年国家煤炭供给侧改革的进一步推进，动力煤供应偏紧局面短期内难以缓解。因此，我司判断，期货深度贴水难以持续，存在基差修复动力。

（2）方案设计

买入相应的动力煤期货，建立期货虚拟库存。当动力煤基差回归时，在期货市场进行平仓操作实现盈利；若基差不回归，则进行买入交割，同时在现货市场卖出动力煤现货。

图表九：动力煤基差收敛操作策略

操作方向	做多 ZC1701
建仓基差	45 及以上(秦皇岛现货-ZC1701)
目标价差	[0,20]
操作量	400 手（对应现货 4 万吨），按 85%建仓（扣减增值税）
风险点	1、冬季煤炭需求不及预期 2、供给侧改革效果不确定性导致供给增加 3、进口量大幅增加压制 ZC1701 价格走高

（3）实际操作及收益明细

根据企业预判基差未来收敛并实现建立虚拟库存的操作计划，2016 年 9 月 13 日在基差达到 50 元（实际基差 53.2）以上时买入 ZC1701，开仓均价 493.8 元/吨，建仓数量 3.4 万吨，并在 11 月初基差收敛至 16.2 时进行平仓操作，多单平仓均价 648.8 元/吨，锁定吨利润 155 元，共实现平仓盈利 527 万元。

图表十：实际操作及收益明细

操作日期	操作性质	现货价格	合约	开仓价格	基差	数量（吨）	平仓价格	平仓盈亏（万元）
------	------	------	----	------	----	-------	------	----------

2016/9/13	开仓	547	ZC1701	493.8	53.2	34000		-
2016/11/4	平仓	665	ZC1701	493.8	16.2	34000	648.8	527

3、跨期套利——反向套利操作

因动力煤商品属性中具有明显季节性，冬季是居民取暖及动力煤消费旺季，价格一般会高于同一年限的其他季节；期货的金融属性有助于放大或缩小不同月份间的价差，而受到某些突发因素影响会导致月度价差偏离正常价格区间，我们观察并综合评估库存、升贴水、交割品级、政策等因素对不同月份价格的影响，寻找支撑跨期套利的逻辑。

2016年6月中下旬，ZC1701与ZC1609价差持续徘徊在30元左右，基于对煤炭季节性、郑商所调整动力煤交割基准品质等影响因素进行分析，企业认为ZC1701可能成为利于多头配置的合约，30元的价差尚不属于合理区间，未来价差有继续扩大的趋势。因此，在6月下旬建仓进行买ZC1701卖ZC1609的反向套利操作。

(1) 反向套利基本面逻辑分析

· 限产政策支撑远月价格

从国内政策维度分析，由国家层面推动的煤炭供给侧改革进入实质实施阶段，国家发改委、人社部、国家能源局、国家煤矿安监局联合发布《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》，要求引导煤炭企业减量生产。通知明确，从2016年开始，全国所有煤矿按照276个工作日规定组织生产，即直接将现有合规产能乘以0.84（276天除以原规定工作日330天）的系数后取整，作为新的合规生产能力。各地煤炭主产地和大型煤企相继执行276个工作日停产放假措施，煤炭减量化生产进入全面执行期，随着时间持续的推移，煤炭供给量的减少将逐步在1701合约上体现，而煤企各自的前期库存叠加3季度的产量不利于1609合约价格延伸，减产持续时间越长，库存消化越快，供给量的收缩越明显从而有利于1701合约价格回升。

· 新交割标准导致远月高升水成常态，反套风险低

从交割维度来看，郑商所修改了交割标准，修改后的交割品种标准指标明显强于修改前，动力煤的溢价性能增强，同时也阻碍了两个合约间现货正套操作，使1701合约升水1609合约成常态（按交易所升贴水规定，正常升水约16元/吨），反套风险较低。另外，1609合约为交割前标准面临交割损价巨大，不利于合约价值的延伸，继续支持1701价格强于1609合约。

（修改前基准交割标准：收到基低位发热量为5500千卡/千克，干燥基全硫 $\leq 1\%$ ，全水 $\leq 20\%$ 的动力煤。修改后基准交割标准：收到基低位发热量为5500千卡/千克，干燥基全硫 $\leq 0.6\%$ ，30% $\leq$ 干燥无灰基挥发分 $\leq 42\%$ ，干燥基灰分 $\leq 30\%$ ，全水 $\leq 20\%$ 的动力煤。）

· 传统季节性因素

从季节性分析来看，夏季由于天气高温，工业用电量下滑明显，只有民用电支撑，对动力煤的需求转弱；同时，9月份尚属于水电发力的阶段，水电贡献挤出一部分火电需求，从而影响动力煤的价格走势，不利于1609合约价格上涨，4季度如果经济不出现大滑坡，工业和民用量都显著增加，刺激动力煤的需求量上升有利于1701合约走强。

· 替代品影响

从替代性分析来看，夏季水位较好，水力发电大幅增加，水电替代火电份额加大，动力煤的需求逐步弱化，从而不利于煤价的上涨；由于冬季进入枯水期，水力发电大幅减少，火电份额加大，动力煤的用量增长，从而支撑动力煤价格上涨，有利于1701合约价格走强。阶段性1701合约强于1609合约。

· 动力煤期货仓单有效期的约束

交易所规定每年5月、11月第7个交易日(不含该日)之前注册的标准仓单,应在当月的第10个交易日(含该日)之前全部注销。9月份仓单无法直接转抛至1月份,对于空头来讲再度交割增加交割成本,并不利于1月份空头交割。

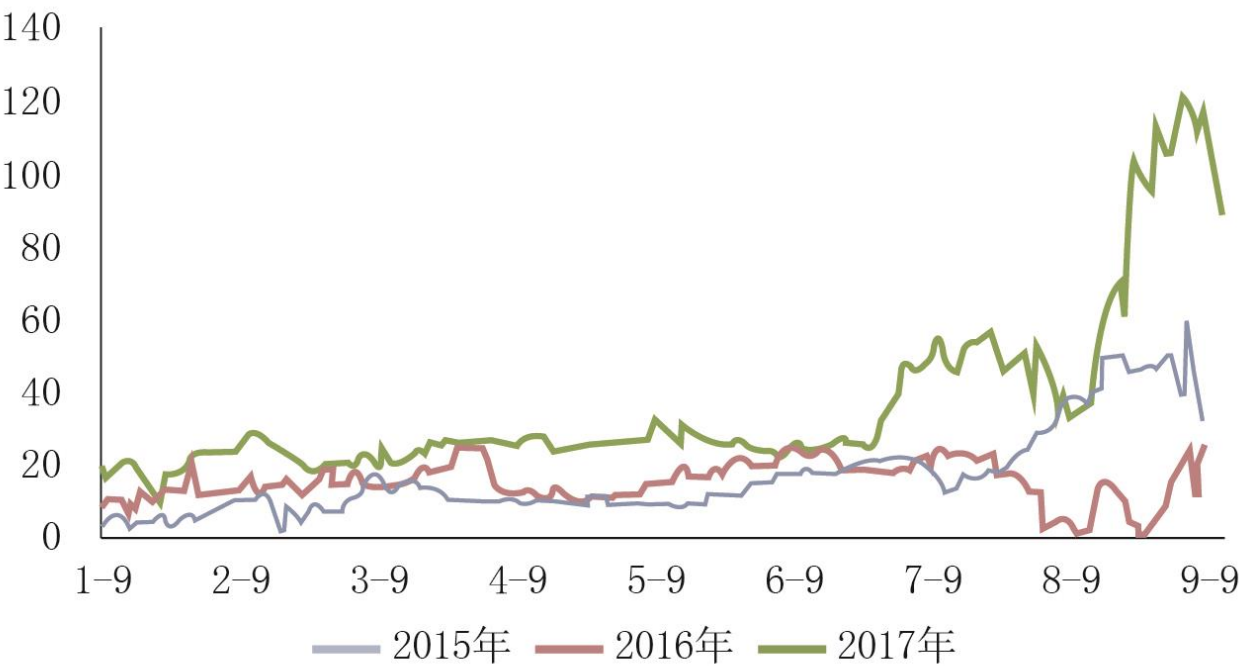
· 南方港口升贴水取消

交易所规定自 ZC1701 合约开始,南方港口 25 元/吨升水取消,不利于空头交货;从此维度的影响来看,ZC1701 的空头力量又被弱化。

(2) 反向套利历史统计数据分析

对 2013 年上市以来远月 1 月份及近月 9 月份的价差进行统计并绘图,可以看到历史的 3 个价差途中,均呈现 1 月合约升水 9 月合约的结构,历史数据验证我们上文逻辑。

图表十一：1 月份合约（远月）与 9 月份合约（近月）历史价差走势图



(3) 反向套利操作方案

图表十二：动力煤反向套利操作策略

操作方向	反向跨期套利：做多 ZC1701 做空 ZC1609
建仓价差	-30 及以下(ZC1609-ZC1701)
目标价差	[-45,-50]
止损价差	价差收窄至-15 以下
操作量	500 手（对应现货 5 万吨）
风险点	1、行金融市场系统性风险释放 2、政策取消导致未来增加风险 3、进口量大幅增加压制 ZC1701 价格走高

（4）实际操作及收益明细

基于企业对动力煤反向套利逻辑及风险的评估，厦门国贸分别于 2016 年 6 月 14 日至 21 日期间进行买 ZC1701 空 ZC1609 套利操作，共计 50000 吨，开仓价差控制在【-24，-27】区间内，并在 8 月 3 日价差回落至-49 时进行平仓操作，共实现盈利 1163320 元。

图表十三：实际操作及收益明

建仓日期	合约	正套（1）/ 反套（-1）	开仓价	数量（吨）	平仓日期	平仓价	盈亏
2016 年 6 月 14 日	ZC1609-ZC1701	-1	-24.5	10000	2016 年 8 月 3 日	-49	245,000.00
2016 年 6 月 16 日	ZC1609-ZC1701	-1	-24.6	5600	2016 年 8 月 3 日	-49	136,640.00
2016 年 6 月 17 日	ZC1609-ZC1701	-1	-25.4	10000	2016 年 8 月 3 日	-49	236,000.00
2016 年 6 月 21 日	ZC1609-ZC1701	-1	-26.6	20000	2016 年 8 月 3 日	-49	448,000.00
2016 年 6 月 21 日	ZC1609-ZC1701	-1	-26.8	4400	2016 年 8 月 3 日	-49	97,680.00
				50000			1,163,320.00

4、无风险交割套利

有别于纯粹的期货投机业务，厦门国贸期现结合是建立在现货基础上，总体呈现现货多头、期货空头的格局，特殊情况下具备实物交割的能力（即有效控制了期货市场的敞口风险）。2016 年煤炭价格在去产能政策激励下出现明显反弹，厦门国贸背靠现货渠道采购并核算实物交割成本，在期货价格出现无风险交割套利价差区间时，尝试进行无风险交割操作。

2016 年 6 月底，厦门国贸集团能源中心收到可用于期货交割的动力煤，数量 2 万吨，经确认到港期并核算 9 月份期货合约京唐港交割成本以后，发现存在无风险交割套利机会，厦门国贸决定购入此批动力煤现货并同时在 ZC1609 合约上进行卖出保值。

图表十四：动力煤无风险交割套利操作策略

现货市场	期货市场	交割成本（京唐港）	平仓方式
敞口买入，2 万吨	卖出 ZC1609	408.8	1、现货盈利 20 元处理，期货平仓； 2、现货未销售，直接期货交割。

根据动力煤现货采购情况，厦门国贸于 2016 年 6 月 22 日在 ZC1609 合约上建立卖出头寸，开仓价格 425 元/吨，数量 20000 吨，并持有到 9 月份进入交割流程。基于交割结算价并按照升贴水计算现货开票价

为 406 元/吨，采购成本 408.8 元/吨，即现货亏损 5.6 万；期货交割结算价 394.6 元/吨，即期货端盈利 60.8 万，最终期现交割实现总盈利 55.2 万元。

图表十五：实际操作及收益明细

		现货							期货					期现总 盈亏(万 元)
操作 日期	操作 性质	产品 (热值)	装运 期	采购 数量 (吨)	交割数 量(吨)	采购 成本 (元)	销售 价格 (元)	盈亏 (万 元)	合约	开仓 价格	数量 (吨)	交割 结算 价	平仓 盈亏 (万元)	
6/22	开仓	5900	9 月	20000	0	408.8	-	-	ZC1609	425	20000	-	-	0
9/8	平仓	5900	9 月	0	20000	408.8	406	-5.6	ZC1609	425	20000	394.6	60.8	55.2

5、未来的可尝试模式——合作套保

随着期货市场的发展，现货企业与期货公司可合作性日益增强，国贸集团能源中心与期货公司加强沟通，不仅逐渐完善自身在套保、套利及交割等领域内的专业性与灵活度，更积极拓展与上下游产业链客户的联系，争取在合作套保、期转现等模式上有进一步突破。厦门国贸集团立足于自身现货贸易发展，培养与磨练专业化的期货分析团队，以灵敏的眼光和思维观察市场，不放过捕捉任何一个市场可能给出的操作机会。

合作套保是厦门国贸在现货贸易平台中逐渐摸索并努力促成与产业客户合作的模式之一，与前文的期现交易类似，但对于现货企业来说可以获得额外的代理费用。厦门国贸紧密观察动力煤期现价差，发现在动力煤上市以来的几年里，市场在某些特殊时候会给出明显的套利机会，国贸集团可以凭借雄厚的现货平台为期货公司或产业客户提供代理采购或者合作套保的增值服务。

· 情景假设

2014 年 10 月初，TC1501 合约价格最高到 530 元附近，测算符合交割品质的进口煤远期价格为 70 美金/吨，折合人民币成本约 474 元/吨。若进行买远期动力煤现货同时卖出 TC1501 期现套利操作，剔除交割成本以外，可实现吨煤 8 元左右的无风险交割利润，周期约为 3 个月（从 10 下旬订货至最远期即 TC1501 交割月结束），可操作性及收益率较为可观。

· 业务模式及操作流程

与期货公司或下游客户合作，通过厦门国贸集团能源中心代理采购动力煤远期船货，采购价格约为 70 美金/吨，折合人民币 473.55 元/吨，同时卖出 TC1501，进行套利，锁定利润空间约为 50 元/吨。现货的采购销售由煤炭中心代理完成，期货公司或下游客户支付相应代理费。不仅可以实现无风险收益，亦可扩大现货贸易量，一举两得。

· 平仓或了结方式

若期现价差缩小，客户期货仓位获利了结，厦门国贸集团接受客户委托销售的方式收取回购费，实现业务增值；若期现价差未收敛，则动力煤可进行实物交割，期现货共同操作依然实现无风险化套利。

· 评估

目前期货公司期现操作平台也日益完善，且可与现货企业进行多方面全方位的期货现货合作，鉴于期货公司对现货渠道的依赖，厦门国贸集团未来有望与期货公司探索更多合作模式。此合作套保模式不仅有助于现货企业实现无风险贸易收益，更有助于扩大贸易量。

四、企业经验

厦门国贸集团能源中心在动力煤期货上市以来参与期货市场的实践磨练中，逐渐形成并遵循套期保值为主，套利、期现及实物交割为辅的期现相结合模式，并真正接受期货工具成为现货经营中必不可少的环节，同时也获得宝贵的企业经验：

（一）期现融合符合大宗贸易发展趋势

期现结合业务模式能有效规避大宗商品价格波动风险。煤炭作为基础生产资料，关系国计民生，需求量大、物流运输时间长、煤种品种易损耗等特性决定其现货贸易存在较大风险，并且受到市场供需、地缘政治、气候季节、利汇率变动等多重因素影响，价格波动飘忽不定。传统现货市场或采取远期交易的方式签订合同，但仍无法避免对家违约、流动性不足等缺点，而期货交易流动性强、公开公平的平台及保证金模式等特性成为现货贸易商利用商品期货衍生金融工具规避风险并寻求稳定商业盈利模式。

厦门国贸深切体会到期现融合为企业整合资源带来的良机，不再单纯依靠传统上游采购-下游配送的简单贸易模式。在过去的几年中，不乐观的市场行情埋葬了许多煤炭贸易商，而厦门国贸集团能源中心则逆势成长，借助行业洗牌期成功转型，市场占有份额明显扩大，离不开动力煤期货市场的风险转移。

（二）期货反哺现货，期现结合可构筑闭环式良性循环

企业期现结合与规模效益扩张存在闭环式良性互动，期货市场根植于现货市场，同时反哺现货市场，企业在商品期现结合能力上的优化助推企业规模扩张、效益提高及竞争力提升，而优势品种的期现结合经验与能力具备外溢性，在提升专业化的基础上拓展期现结合的更多维度发展。厦门国贸在实践中也逐渐体会到从传统趋势性套保操作，进而向跨期套利、期现套利、交割套利等更专业层次的期现结合模式拓展，伴随着的是企业经营理念的更型换代、现货服务能力及期货操作专业能力的提升。从近两年厦门国贸集团能源中心煤炭现货贸易事业突飞猛进发展也可以清晰看出，其在大浪淘沙的市场竞争中能够激流勇进离不开期现结合模式积淀下来的专业化壁垒。

（三）行业博弈鞭策我们需要更加努力

当下煤炭行业产能过剩格局并没有根本逆转，国家政策导向对市场的引导性也在放大，行业博弈与洗牌仍在进行中。尽管厦门国贸集团在不懈努力中积累了一些成功经验，但市场瞬息万变，唯一不变地是前进；只有通过不断实践，积累对宏观、行业等信息的响应和敏感度，才能更大概率地走在行业前列。厦门国贸集团未来将继续依靠现货产业链平台及集团旗下共享的期货金融服务，充分利用资金、品牌和专业上的优势，与期货公司提供的金融平台紧密合作，强化自身专业素养及团队建设，多向交易所及业内优秀企业学习经验，最大化建立全产业链服务渠道，拓展与产业客户的合作模式。

（四）动力煤产业链需要在期货市场上实现更加融合

我们在与业内上下游企业沟通中发现，动力煤期货上市以来，上游煤炭生产商、贸易商参与度较为积极，但作为下游主要需求方的电厂等企业主体参与度并不高，无法很好地实现全产业链上下贯通，而动力煤期货的更加成熟必然建立在全产业链融合的基础上。未来，希望郑商所在市场主体培育、投资者教育及期货套期保值推广等方面进行更多地引导与扶持。

此外，非常赞同与支持郑商所在活跃与完善市场方面作出的调整与尝试，比如最小交割单位、交割港口升贴水、基准交割品标准品质等的调整，使得动力煤期货更加贴切现货市场，并更有助于现货企业参与进来。未来，希望交易所在完善动力煤交易、交割、监管等方面及时根据市场变化做出调整，厦门国贸集团也非常乐意助力郑商所推广动力煤期货、探索期现结合新模式、推动期货市场服务实体经济献计献策！