

嘉志贸易白糖“点”基地报告

一、北京嘉志贸易有限公司概况

白糖产业是一个有着悠久历史的传统行业，白糖的传统贸易商扎根下游渠道，在过去的几十年里一直做着搬运工的工作，通过产销地价差将白糖从上游周转到下游渠道中去，获取价差利润。随着信息传递的升级，白糖价格从以前的“每周一变”变成“每日一变”，甚至“每日几变”，而上下游企业不断整合，直销模式越来越普遍，传统贸易商赖以生存的差价越来越小，市场每日的波动已经远远大过了他们可能获取的差价，而在市场暴涨暴跌的时候，贸易商还面临市场流动性匮乏的问题，暴涨的时候买不到货，暴跌的时候卖不出去货。因此，在过去十年里，白糖传统贸易商数量减少了约80%。传统贸易商市场份额的缩减给了新型贸易商运营的机会。依托期货市场，通过期货及期货衍生品规避现货市场风险，北京嘉志贸易有限公司于2015年1月成立，注册资本金5000万人民币，定位为专业化的白糖贸易商，通过期现结合的方式进行国内外白糖现货贸易。

北京嘉志贸易有限公司股东为自然人，由专业投资人和专业现货商构成，在白糖国内国外贸易有约20年的运营经验。公司的运营以商品基本面研究为基础，依此对市场基差运行区间做出相应判断，从而制定趋势性的贸易策略；同时依靠国内外现货渠道，建立成熟的产业链体系，通过期货及金融衍生品工具控制企业市场风险，形成稳定、可持续的盈

利模式，并为上下游客户提供多样化的定价、物流以及信息咨询服

务。自 2015 年初公司成立以来，北京嘉志贸易有限公司迅速发展，在国内建立了华南、东南、华北、东北四个集散区，国外在新加坡、印度、伦敦建立了代理与合作机构；实现海外贸易量约 8 万吨，国内贸易量 30 万吨，营业额 17 亿元，与国内 10 个主要物流供应商、40 个仓储企业以及超过 200 个渠道客户建立长期合作关系。公司在风险控制上有非常成熟的管理体系，本着与客户双赢的角度进行经营，从 2015 年运营至今客户“零违约”，物流和仓储货损率都远低于行业平均水平，而利润率和资金周转率都在产业内位居前列。

二、企业现货经营面临的风险分析

在企业现货经营过程中面临的风险主要来自三个方面：信用风险、运营风险和市场风险。

1. 信用风险

在白糖现货贸易中，贸易商从制糖集团购货时通常需先款后货（付款后方能提货），但对终端企业销售时，在货物交付后往往存在几十天回款账期。由此可能出现的贸易对手方的信用违约风险是企业经营过程中面临的不可忽视的第一大风险，若干笔贸易积累出的利润也许在一两次对手方信用违约中消失殆尽。贸易企业一旦遭遇信用违约事件，将遭受严重亏损甚至有倒闭的可能。

为应对信用风险，嘉志贸易建立了一套科学的信用评级机制，严格筛选贸易对象，对贸易对象的经营状况、违约风险进行定期评估。

2. 运营风险

现货贸易的核心是货物的流转，现货贸易商在日常运营中的每个环节都隐藏着潜在风险，其中最主要的运营风险来自于运输和仓储环节。

(1) 运输过程中的风险

运输主要包括四个环节，分别为装货、运送、卸货以及入库。在装货过程中，计数的准确性、外界条件导致的物品污损（如降雨等原因）以及装货速度是主要风险点；运输过程中，不利天气、交通意外、不可抗力导致货物延期抵达或者货物灭失是主要风险点；在卸货过程中，外包装的污染、包装袋破损以及卸货速度是主要风险点；在最后的入库环节中，带式输送机的干净程度和堆垛是主要风险点。

对于现货经营过程中各个环节中可能发生的风险，货物的质量、安全性和运输时效性都需要严格把控。嘉志贸易在过往的经验中总结了一套自己的运营管理方法，在运输过程中需选择信誉度高的物流供应商，在物流中采取标准化作业，并全程购买运输险。此外，企业需要根据各个环节发生的风险进行库存调度，甚至需要在期货市场里调整相应头寸。

（2）仓储风险

近几年仓库丢货事件频频发生，在货物存放过程中，选择一个安心可靠的仓库十分关键。嘉志贸易建立了完善的仓库评估体系控制仓储风险。除交易所指定交割库外，对于市场中贸易商普遍认可的或便于流转的非指定交割库，通过风控团队调研评估后试点合作，逐步扩大业务量。优先选择股东方或上级单位为其提供担保的仓库也可提升货物的安全性。同时，还通过购买财产保险的方式规避货物储存过程中可能出现的火灾、洪水以及其他风险。

3. 市场风险

市场风险是指贸易企业在购进和销售货物的两个环节之间面临的因价格波动导致的货值变动风险。价格风险无法消除，只能通过期货市场进行风险转移。

过去十年白糖行业贸易商的变化趋势表明，大量的贸易企业由于没有通过期货市场进行套期保值操作或者进行了不当的套期保值操作，而不得不经受价格波动带来的亏损甚至消失。因此，对于新型贸易商来说，有效的利用期货市场规避价格风险是影响企业生存至关重要的环结。对于嘉志贸易来说，期现结合是企业经营中始终秉持的原则。

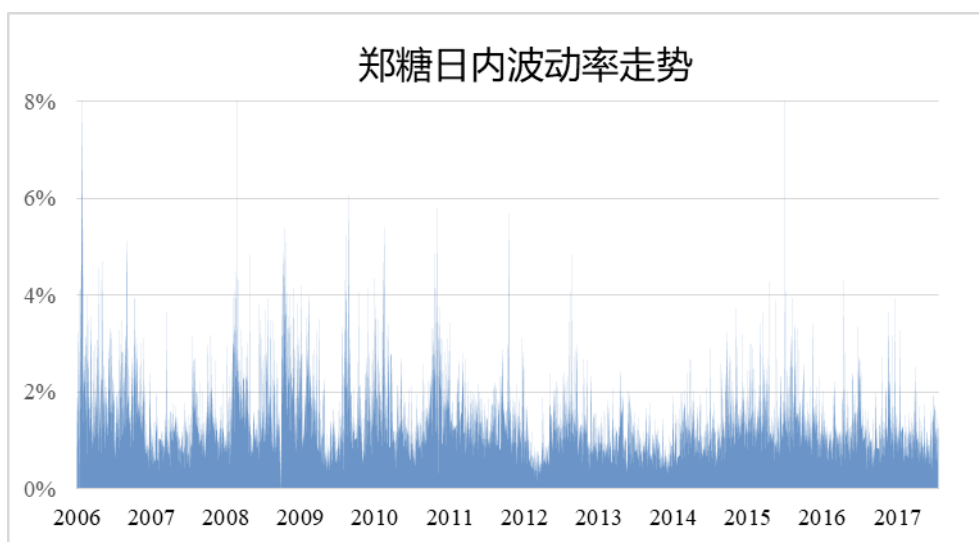


图 1：郑糖日内波动率走势

数据来源：中粮期货

三、参与白糖期货的原因与现状

（一）参与期货的原因

近年来，白糖行业竞争加剧，期货市场白糖交易的成熟使得食糖信息对称度增加，贸易渠道缩短，传统贸易商生存空间逐渐被侵蚀，大多数属于亏损状态，贸易商数量不断减少。而期货市场价值发现特性以及套期保值功能却能帮助贸易商在日益严峻的市场环境中更好的生存和发展下来。作为食糖产业的中间环节，食糖贸易商可以通过期货市场卖出套期保值，对其库存实行保值，特别是当市场处于熊市中，在期货端提前进行卖出操作，锁定销售价格，可以避免价格下跌导致的亏损风险。此外，当市场处于牛市中，可以通过提前买入套期保值锁定一个较低的购货成本。除了基础的买入、卖出套期保值，贸易商还可以根据市场不同阶段的供需情况，通过期货市场中不同合约间的买卖操作实现白糖库存

的换月或转移，也可以依据价值投资分析和交易逻辑实现具有杠杆功能的虚拟库存和虚拟销售。因此，在现今的环境中，学会利用期货市场是贸易商生存与发展的根本。

与此同时，由于白糖期货具有良好的期现回归以及交易流动性，为贸易企业利用其进行风险管理提供了可行性。期现回归保证期货市场价格发现功能得以实现，交易流动性降低了企业进行期货操作时面临的风险。

（二）参与期货的现状

嘉志贸易成立至今，始终坚持期现结合的贸易模式，积极参与白糖期货交易和期货相关的活动。

1. 根植基差交易，推广远期基差

基差交易是嘉志贸易主要业务模式之一。由于目前白糖市场基差交易发展还未完全成熟，为了适应市场，嘉志贸易每日采取点价和一口价两种报价方式，但内核都是期现货结合的基差交易。除此之外，嘉志贸易还尝试远期基差报价模式，旨在推动国内白糖市场远期基差交易发展，与国际接轨。目前，国际食糖市场上远期基差报价已十分普遍，为产业链上下游提供了更加多样的选择与机会。

2. 灵活运用套利策略

除了常见的基差交易，郑盘月间套利、郑柳市场间套利也是嘉志贸易参与期货市场的主要模式之一。通过对市场基本面深入分析，挖掘市场间套利机会，既可以为企业创造收

入，也可以作为对冲基差风险的工具之一，更有利于提高白糖期货合约的市场活跃度。

3. 深入完整贸易链，积极参与白糖合约交割

除了将期货作为现货套期保值的工具，嘉志贸易还深入完整贸易链，积极参与白糖期货、期权合约的交割，参与合约的最终定价，为期货市场实现价格发现功能贡献了自己的力量。

四、案例分享与经验总结

（一）基差交易模式下的交割与贸易案例

基差是指特定地点某一种商品的现货价格与同种商品某一特定期货合约的价差，即用该商品当时的现货价格减去相对应合约的期货价格，即： $\text{基差} = \text{现货价格} - \text{期货价格}$ 。基差交易主要分为买入和卖出两种，其中买入基差是指签订现货买入合同并进行期货卖出套期保值的操作；卖出基差是指签订现货卖出合同并进行期货买入套期保值的操作。基差交易模式是各行业先进的贸易企业经营的基础。案例介绍了嘉志贸易以基差交易为基础的白糖交割与现货销售操作。

1. 案例背景及逻辑

对白糖来说，在榨季不同阶段基差会受到当时供需强弱的影响而呈现出不同的季节性走势规律。通常，四季度新糖陆续上市，现货供应压力增大导致基差走弱；但到了来年二季度，市场进入传统消费旺季且新糖集中上市的冲击效用衰

减，基差大概率呈现季节性回升趋势。基差贸易通常需要做的就是选择合适的基差低点，建立基差头寸（见图 2）。

2016 年 10 月，新榨季伊始，随着期货价格上涨，期现基差已降至历史同期较低水平。根据研究团队的分析，预计新榨季国际与国内糖市将重回增产周期，白糖的上涨趋势已经接近尾声，在牛熊转换年份市场预期的逆转将导致期货价格下跌，并推动后市基差持续走高。基于以上判断，嘉志贸易决定在榨季初进行买基差建立现货库存的操作。

2. 案例的操作及效果

第一阶段：建仓

2016 年 10 月 26 日，某加工糖厂在新制糖年度生产的 1 万吨白糖报价 6790 元/吨，SR701 合约刷新本轮上涨趋势的高点升至 6900 元/吨，基差走弱至-110 元/吨，SR705 合约上涨至 6950 元/吨，基差走弱至-160 元/吨。经测算，以资金成本 8%计算，交割至 SR701 所需的无风险交割成本约为 200 元/吨（见表 2 附注），考虑到糖源所在区域的仓库升水盘面 200 元/吨，当日买入该批现货后即使基差继续走低，也可持有至交割获得无风险收益。另一方面，虽然当日 SR701 与 SR705 价差仅为-50 元/吨，并不能覆盖 4 个月的仓储费用和资金成本，但基于对后市基差走势的研究判断，预计未来基差大幅走强带来的收益完全可以满足资金和仓储成本。

因此，嘉志贸易最终决定分别在 SR701 和 SR705 各套保

5000 吨，成交价格分别为 6910 元/吨（基差-120 元/吨）和 6940 元/吨（基差-150 元/吨）。

同时，嘉志贸易还制定了后续操作策略：建仓后如果基差逆季节性走强则进行期货平仓、销售现货的卖基差操作，获取利润；如果基差如预期中的持续走弱，则将 5000 吨白糖通过 SR701 合约交割锁定利润，另 5000 吨白糖等待 2017 年春节后基差走强再择时卖出。

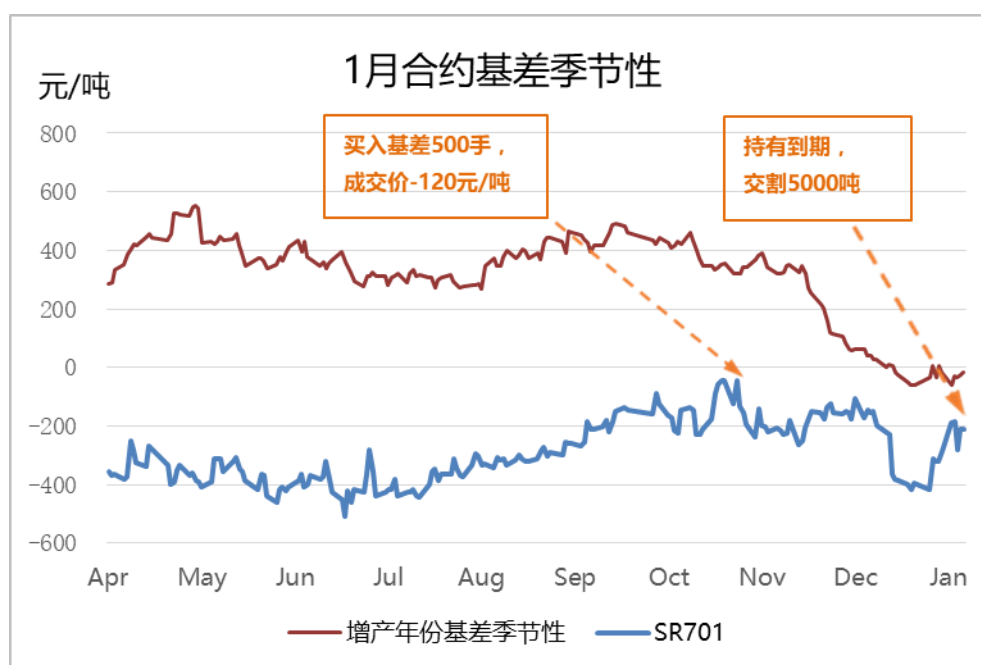




图 2：1 月合约基差季节性（上）5 月合约基差季节性（下）

数据来源：中粮期货

表 1：建仓后期现头寸（单位：元/吨）

日期	现货端			期货端				基差
	方向	价格	数量 (吨)	方向	合约	价格	数量 (吨)	
2016/10/26	买入	6790	10000	卖出	SR701	6910	5000	-120
				卖出	SR705	6940	5000	-150

第二阶段：期货交割

2016 年 12 月初，国储糖首批拍卖结束，走私持续增加，新糖供给压力显现，现货价格受到显著打压。期货由于政策调整预期的存在价格仍然坚挺，现货基差迅速走弱至-170 元/吨。因此嘉志贸易在注册完标准仓单后按照原先制定的交易计划将第一批 5000 吨白糖在 SR701 合约进行了交割（交易结果见表 2），交割日为 2017 年 1 月 16 日，实现税前收益共计 60.67 万元（每吨收益 121.3 元）。收益核算如下：

表 2：交割收益核算表（单位：元/吨）

现货买入价	期货开仓价	仓库升水	现货交割价	费用合计	盈亏
6790	6910	200	7110	198.7	121.3

注：费用包括资金成本（按 8% 年化利息计算）=123.7 元/吨，仓储费=32.8 元/吨，交易手续费=0.33 元/吨，交割手续费=0.5 元/吨，入库费=17 元/吨，运输及杂费=24 元/吨。

第三阶段：卖基差

2017 年一季度末，市场对关税炒作的情绪逐渐衰减，加之国际原糖价格持续破位下行，SR705 合约由震荡下跌转为加速下跌，而现货价格受消费旺季提振与走私严控的支撑表现相对坚挺，基差持续走强，由建仓时的-150 元/吨上升至 300 元/吨以上，基差头寸收益大幅上升。通常，在这样突发或加速的下跌行情中，糖厂、传统贸易商往往采取观望策略，不报价或不降价期望撑过短暂的下跌期，等待市场稳定后再调整价格，但对于嘉志贸易这类采用基差交易模式的贸易商而言，这种情况却给予了更好的销售窗口期。嘉志贸易利用这一波价格急跌的趋势，成功卖出了 5000 吨白糖。基差报价的方式大大提高了企业现货竞争力。

在 2017 年 3 月下旬至 4 月底，剩余的 5000 吨白糖通过基差报价方式，在 6800-6950 元/吨分批销售，均价 6880 元/吨，相应期货头寸在 6700-6500 元/吨区间平仓，均价 6550 元/吨，平均基差 330 元/吨，实现税前利润共计 66.46 万元（每吨收益 132.9 元）。收益核算如下：

表 3：现货销售、期货平仓盈亏核算表（单位：元/吨）

现货端	买入价： 6790	卖出价： 6880	交易成本： 346.4	盈亏：-256.4
期货端	卖出开仓价：6940	买入平仓价： 6550	交易成本： 0.66	盈亏： 389.3
总计	--	--	--	132.9

注：现货端交易费用包括资金成本（按 8% 年化利息计算）=241.4 元/吨，仓储费=64 元/吨，入库费=17 元/吨，运输及杂费=24 元/吨。期货端交易费用为手续费。

整体而言，嘉志贸易通过对基本面精准的判断，以及期货、现货的灵活操作，在本案例中通过交割和基差交易实现收益。

（二）基差与套利混合策略案例

1. 案例背景及逻辑

2016 年，国际糖市丰产，国内糖价受政策保护内外价差持续走扩，配额外（50%关税）进口利润一度达到 1800 元/吨的历史新高。利润的驱使令走私猖獗涌现，受走私糖严重打压，国产糖市场销售进度缓慢，月度销量持续低于同期以及历史平均值，4-6 月传统的夏季消费高峰期也是旺季不旺，销量惨淡。与此同时，盘面仓单数量不断累积，截止 2016 年 8 月 30 日，包括有效预报在内的白糖仓单总量高达 69757 手，近 70 万吨，创下当时历史新高。

基差贸易商的日子也不好过：2016 年一季度南宁现货报价对郑糖主力合约基差在榨季前半段维持在-200-0 元/吨区间附近震荡，二、三季度甚至走弱至-400--200 元/吨。对于习惯通过买基差建立现货库存的贸易商来说，在这种行情中如何操作，给贸易商带来了巨大挑战。若操作不善，企业有可能面临很大亏损。

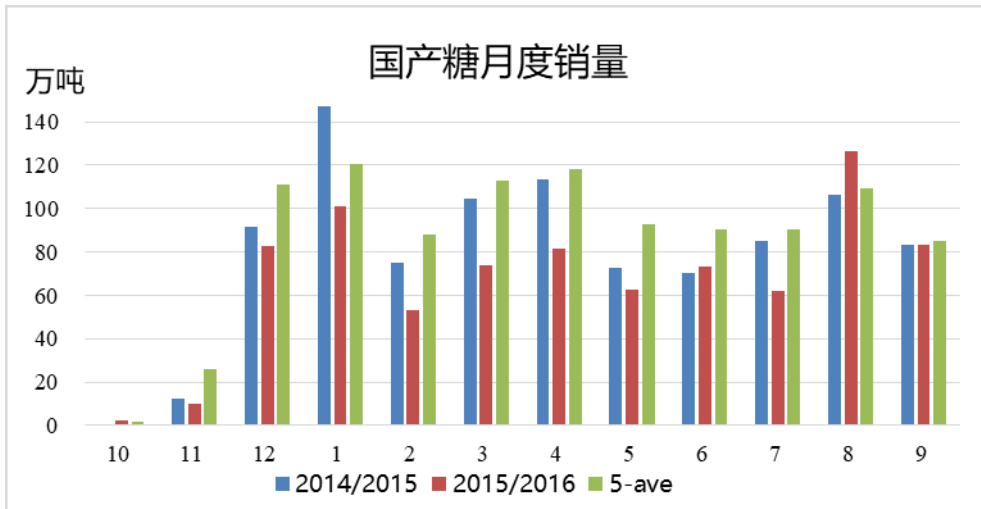


图 3：2014/15、2015/16 榨季以及过去 5 年平均国产糖月度销量

数据来源：中粮期货

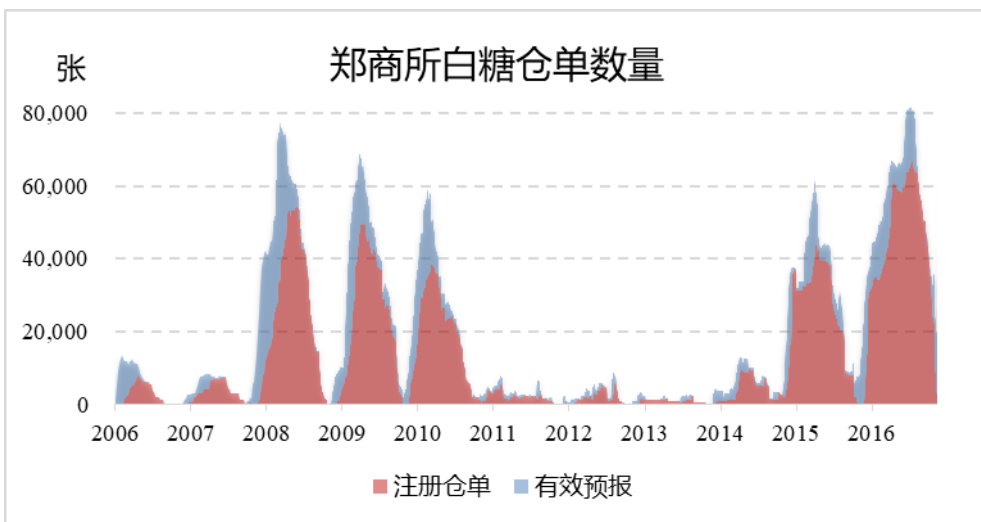


图 4：截止 2016 年 11 月 30 日郑商所白糖仓单数量

数据来源：中粮期货

结合现货端疲软以及盘面仓单压力凸显的局面，嘉志贸易凭借其在期现套利中丰富的经验，以及灵活运用期货市场对冲风险的能力，决定采取 9-1 反套的策略对冲基差走弱带来的风险，并且为企业带来了额外盈利。

2. 案例的操作及效果

2015 年末，新糖上市初期，糖厂资金情况较为紧张，基差偏弱，嘉志贸易决定在 12 月 15 日以 5360 元/吨的价格从南宁某糖厂买入一级白砂糖 5000 吨，同时在盘面卖出 500 手 SR605 合约，合约成交均价为 5543 元/吨，建仓基差-183 元/吨。但建仓后，南宁现货报价对 SR605 合约基差持续走弱，最低降至-285 元/吨（见图 2），买入基差的操作出现亏损。

为了对冲基差走弱带来的损失，嘉志贸易深入研究当时的市场结构发现，当时期货市场的期限结构大多呈现近月贴水的熊市价差结构，唯有 SR609-SR701 远期价差处于近月升水状态。考虑到非正常进口会对未来市场带来持续性压力，预判 9 月份榨季末库存并不紧张，因此预计未来 9-1 价差将会走弱，嘉志贸易决定进行 9-1 反套操作，利用月间套利对冲买基差造成的亏损。

2016 年 1 月 4 日嘉志贸易进行了 500 手 9-1 反套的操作，即做空 500 手 SR609 合约，合约成交均价为 5700 元/吨；同时做多 500 手 SR701 合约，合约成交均价为 5622 元/吨，9-1 价差锁定在 78 元/吨。



图 5：郑盘 9-1 价差季节性走势

数据来源：中粮期货

从 2016 年 1 月中旬开始，南宁现货报价对 SR605 合约基差逐渐走强，进入 3 月后，现货报价基本平水盘面。截止 3 月底，5000 吨一级白砂糖已全部卖出（卖出现货的同时平仓等量 SR605 空单，保持期现净头寸为零）。其中 1 月销售 2500 吨，平均成交基差-181 元/吨；2 月销售 1000 吨，平均成交基差-49 元/吨；3 月销售 1500 吨，平均成交基差-31 元/吨。算上白糖现货的持仓以及资金成本，基差交易盈亏情况如下表所示：

表 4：基差与套利混合策略案例中基差交易盈亏

	日期	操作	基差买入价 (元/吨)	交易成本 (元/吨)	基差卖出价 (元/吨)	盈亏 (元/吨)
买基差	2015/12/15	现货买入 5000 吨一级白砂糖； 期货卖出开仓 500 手 SR605 合约	-183	0.33	--	--
卖基差	2016 年 1 月	现货卖出 2500 吨一级白砂糖； 期货买入平仓 250 手 SR605 合约	--	49.33	-201	-67.33
	2016 年 2 月	现货卖出 1000 吨一级白糖； 期货买入平仓 100 手 SR605 合约		98.33	-53	31.67
	2016 年 3 月	现货卖出 1500 吨一级白砂糖； 期货买入平仓 150 手 SR605 合约		147.33	-31	4.67
总计	--	--	--	--	--	-26.26

注：交易成本包括期货手续费和现货持仓成本。其中，交易手续费=0.33 元/吨，持仓成本包括仓储和资金，仓储成本=12 元/吨·月，资金成本（按 8% 年利率计算）≈37 元/吨·月，每月按 30 天估算，月度交易量的总持仓成本按半个月估算。

价差交易方面，截止 3 月底 9-1 价差已走弱至-199 元/吨，累计盈利 275.68 元/吨。因此，截止 2016 年 3 月底，基差与套利混合策略总盈亏情况如下表所示：

表 5：基差与套利混合策略案例的总盈亏

类型	单位盈亏 (元/吨)	总盈亏 (元)
基差交易	-26.26	-131,300
价差交易	275.68	1,378,400
总计	259.42	1,247,100

整体而言，本案例中嘉志贸易灵活运用期货工具，在基差走弱的情况下通过月间差反套操作合理对冲风险，并获得超额收益。从表 6 中可以看出，如果没有进行套利操作，那么企业将面临 13.13 万元的损失。但通过引入月间套利策略，

使得企业在当时的市场环境中不仅避免了损失，还获得了124.71万元的可观收益。

在实际操作中，不仅需要对本面进行深入、精准的研究与分析，也需要对期、现货市场的走势规律、结构特点了然于胸，才能及时抓住机会，为企业发展提供良好保障。

五、参与期货市场的风险与应对

（一）交易的风险

1. 基差风险

基差风险是指期货价格与现货价格变动的不同步造成持有的期现头寸价值的变动。在基本面、政策、宏观经济等因素的驱动下，基差的变动存在不确定性，在错误的时间去锁定基差，会给企业运营带来亏损。

2. 强平风险

基差交易因其标的头寸波动率相对较低，风险低于传统现货贸易模式下承受的库存货值变动的风险，但在价格快速上涨时仍面临期货账户保证金消耗的问题。企业一旦风险管控不到位，很有可能因为价格的大幅波动，造成账户资金不足，被迫平仓，给企业带来巨大损失。在过去几年里橡胶、股指等品种都出现过期现结合由于风控不到位导致亏损的案例。

3. 流动性风险

尽管期货市场的流动性好于现货市场，但在需要选择远

月合约对冲时可能存在流动性不足的情况，致使无法按当前市价对冲所有现货头寸，造成滑点或无法迅速完成对冲操作。极端行情中也可能出现流动性风险，在行情出现涨停板时，期货端无法平仓，导致基差组合短期内无法正常交易。

4. 操作风险

在交易的执行过程中，下单方向或数量失误、交易软件故障，都会造成对冲操作无法按计划执行，给企业带来预期外的风险。

（二）风险的应对

1、投研团队研判基差风险

基差贸易依靠研发能力对市场基差的波动以及地域价差的变化趋势进行判定。嘉志贸易每年投入大量资金在研发团队建设中，投研团队提供建立在数据、信息的加工和分析基础上的研发支持，对基差、价差走势进行研判，设计和执行交易策略，降低决策中犯错的概率。

2、风控团队实时监控

风控团队对期现货头寸的匹配、期货账户风险度进行严格的实时监控，避免操作失误出现单边头寸或极端行情中被强行平仓。此外，嘉志贸易建立了市场波动率监测环节，根据监测结果及时调整杠杆率，做好资金管理。

3、高效的团队间协同

现货购销团队依靠广泛的渠道实现现货端采购和销售

的通畅，兼顾对市场信息包括价格信息、交易对手方经营状况等的采集，为投研和风控提供支持。风控对策略的执行进行事前、事中和事后控制，审核、监督业务的操作。决策人对投研团队设计的策略进行评估，最终决定策略的执行。在头寸建立后，投研团队对基本面的变化、风控团队对风险度和盈亏状况及时汇报，决策人针对情况的变化做出后续决策。

尽管风险点繁杂且贯穿整个经营过程，但各部门对其负责范畴内的工作时刻保持风险意识，以高度的责任心处理常规业务和突发事件，即可做到最大限度的规避风险。

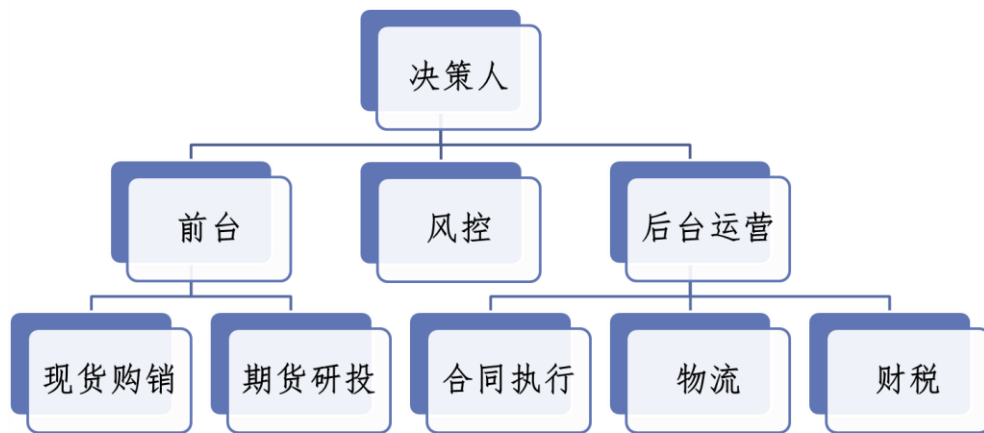


图 6：嘉志贸易管理机制图

六、参与期货市场的心得体会

（一）基差交易发展是大势所趋

国际上成熟的大宗商品贸易如原油、油脂，均以基差交易为主流模式。现有的白糖贸易格局中，一口价的贸易模式

仍占据主流。传统贸易商抵御风险的方式是依据行业经验调整库存或下跌行情中挺价，这可能导致下跌周期中的经营收缩，而通过期货保值则可以维持稳定的贸易量和库存量，与下游维持稳定的长期合作。传统贸易商在市场波动中被迫退出市场的情况屡见不鲜，先进的经营理念关乎贸易商的生存，采用基差交易模式的贸易商在近两年已经开始挤占市场份额，在可预见的未来这一趋势将持续和加速。

（二）研发是核心生产力

在行业逐步完善和发展的过程中，随着基差交易的参与者增加，市场将进入高度有效阶段，基差交易的难度也会不断提升。对于可能即将到来并持续的熊市年份，预计基差将在大部分时间处于正值，市场出现无风险套利的机会较少。正基差环境下，交割库库容将不再紧缺——仓单生成的便利提升，以短期基差投机为目的的投资公司参与度降低——市场竞争度下降，但同时对于采用基差交易模式的贸易商提出了更高的要求，能够通过研发能力解决择时问题是在市场中生存的基础。研究和交易能力决定了基差交易模式的长期期望收益，成熟的研发体系和交易能力是稳健经营的核心。

（三）风险控制是企业的基石

如果没有成熟的风控体系，一切利润都只能是浮云，企业的长远稳步发展是建立在科学的、成熟的风控体系下的。嘉志贸易追求风险可控下的稳定收益，所以在业绩上很少出

现暴利的情况，但实际上“慢就是快”，一点点稳定收益累积起来的盈利不仅可以维持企业正常运营，还能支持企业进一步发展，企业在成熟风控体系保障下良性发展。

（四）人才是一切的决定因素

现货贸易和期货交易，本身都是对市场参与者的专业能力而言存在着高门槛的行业，二者结合操作，对决策者和团队成员提出了更高的要求。对基本面的研究分析能力、对风险的控制能力、对现货市场信息和渠道的掌握程度，配合决策者对行业的深度理解，是支撑基差贸易模式稳健运行的内在动因。换言之，高水准的专业人才是企业持续经营和稳健盈利的决定因素。