

合规保障生存 专业提升效率 创新促进发展 诚信铸就品牌



项目报告

2016 年度棉花品种 “点基地”项目报告

农产品事业部：周大龙 范仲兴

联系电话：0531-86013208

电子邮箱：star-fzx@163.com

公司地址：济南市市中区经七路 86 号

证券大厦 15、16 层

客服电话：400-618-6767

公司网址：www.luzhengqh.com

微信公众共号：lzqhyjs



微信服务号：lzqhyfwh



点基地名称：鲁证经贸有限公司

辅导公司：鲁证期货股份有限公司

报告日期：2016 年 11 月

目录

一、 鲁证经贸简介.....	1
二、 主要业务模式及风险管控体系	1
2.1 主要业务模式介绍	1
2.2 企业业务风险分析	2
2.3 风险管理体系介绍	3
三、 利用期货及期权进行风险管理的案例介绍	4
3.1 扎根内地棉区，推广基差贸易	4
3.2 引入场外期权，调节基差成本	6
四、 利用期货及期权进行风险管理的心得体会	9
五、 关于进一步利用期货市场的设想和建议	10

一、 鲁证经贸简介

鲁证经贸有限公司（以下简称“鲁证经贸”）为鲁证期货股份有限公司全资设立，以风险管理服务为主的现货子公司，中国期货业协会会员单位，公司注册地为深圳前海，注册资本 2.5 亿元。鲁证经贸自成立以来，探索实践了包括仓单服务、基差交易与场外衍生品业务在内的多种风险管理业务形式，年贸易额达 7 亿元人民币。公司致力于成为相关品种产业链供应商，场外市场交易商，场内市场做市商，打造集资金、现货商品、场内衍生品及场外衍生品为一体的综合金融风险管理平台，服务实体经济。

鲁证经贸是经中国期货业协会备案通过，专业从事基差交易、仓单服务等期现经营的风险管理公司。公司一直致力于通过期现结合业务深入现货市场，以现货企业的身份感知实体企业的风险管理需求。结合母公司鲁证期货在金融衍生品方面的研发实力，鲁证经贸一直不断地创新并实践风险管理工具，丰富风险管理的业务形式，提高风险管理的水平。同时作为专业的风险管理公司，鲁证经贸具有完备的内部控制制度，并在实际操作过程中严格按照规章制度执行。

二、 主要业务模式及风险管控体系

2.1 主要业务模式介绍

鲁证经贸以有效规避市场风险为基础，以无风险和低风险交易为主导，在贸易可实现、使用可替代、种植收益可比较、风险可对冲等前提下，充分利用现货渠道和期货、期权、汇率、利率等工具，开展基差贸易、套利交易、合作套保、仓单服务、场外衍生品业务等。由于本报告主要侧重点在于基差贸易业务以及场外期权在基差贸易中的应用，因此本文不再对套利交易、合作套保等业务进行赘述。

基差交易定价在美国的农产品现货和期货市场中运用广泛，从 2012 年下半年开始，特别是 13 年下半年至今，基差定价模式在国内大豆压榨行业中兴盛发展，成为一种十分普遍的定价模式。一般的，企业通过基差定价，将价格分成两部分：一部分是只占价格比重很少一部分的基差，另一部分是

占价格绝大部分的期货价格。合同签订时买卖双方只敲定了基差，占价格绝大部分的期货价格在买方选择点价时才确定。

然而基差交易定价在我国的棉花产业中仍处在探索阶段，产业链中各个环节对于棉花期货价格的理解程度高低不一，因此在实际业务操作中，我们对于下游纺织企业或贸易商采用“事先敲定基差，随后点价”的定价模式，以满足他们有机会利用期货市场获得额外收益的需求；对于上游棉花加工单位，我们则采用事先确定棉花品质升贴水，定期报出 3128B 级标准品价格的模式，帮助加工单位过滤棉花期货的价格波动，提高定价及交易效率。

2.2 企业业务风险分析

在上述基差贸易业务中，鲁证经贸将面临市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险、法律风险等诸多风险。

市场风险指市场走势与预期分析判断不一致，导致持仓或存货发生损失的风险，如棉花库存贬值的风险。为了降低市场风险，鲁证经贸一般采用风险转移的方式，利用期货、期权等工具进行对冲。然而对冲之后并不意味着市场风险就完全消失了，对冲只是将棉花价格风险转化为波动绝对值更小的基差风险。所以当基差的变化与分析判断不一致时，仍存在着发生损失的可能；

信用风险指交易对手未能履行约定契约义务而给公司造成经济损失的风险。针对此类风险，鲁证经贸坚持做好交易对手方的筛选与审查工作，有意识的放弃高风险且存在不可控因素的业务，以避免风险的发生；

流动性风险主要包括资金流动性风险与投资标的的流动性风险。资金流动性风险指公司无法及时获得充足资金以履行支付义务，导致公司可能出现合同违约或保证金不足而被动处理头寸的风险；投资标的的流动性风险指公司所操作或计划操作的投资标的的市场流通性不足，有可能导致业务损失的风险。针对投资标的的流动性风险，鲁证经贸一方面通过注册期货标准仓单来提高棉花库存流动性，另一方面坚持“现货先行”的原则建立或调整期货头寸，用高流动性的期货头寸来匹配低流动性的现货头寸

操作风险指由于内部流程、人员和系统不完善或失败导致业务损失的风险；法律风险指因公司无法满足或违反法律要求，导致不能履行合同或发生争议、诉讼或其他法律纠纷，而可能给公司造成经济或名誉损失的风险。对

于操作风险鲁证经贸采坚持落实《鲁证经贸有限公司业务管理规则》及《鲁证经贸有限公司业务风险管理规则》用风险控制的方式，分事前、事中和事后三个阶段制定风险控制计划和采取措施，以降低损失的可能性或者减少实际损失。后面将着重介绍鲁证经贸的业务风险管理体系。

2.3 风险管理体系介绍

作为期货公司的风险管理子公司，鲁证经贸在创立之初就制订了一套风险管理制度，随着公司的不断发展，风险控制架构、风险管理指标及管理操作流程也是不断的完善，最终形成了一套以“事前评估、事中监控、事后总结”为原则的完整的风险管理体系。

2.3.1 风险控制架构

鲁证经贸实行四级风险控制架构，各级在公司授权范围内，逐级进行风险监控与管理。公司四级风险监控架构由经理办公会、风控负责人、风控员、交易员组成。

第一级为经理办公会，其职责为对公司投资业务总体风险进行控制，是公司业务风险管理的最高决策部门。每年经理办公会需根据业务部门实际情况制定各部门风险管理指标，并根据各部门分工和操作水平，对资金、品种、规模等进行授权，对超出授权范围的业务投资进行审批。当业务浮亏达到预设止损 90%时，有经理办公会组织召开紧急风控会议研究对策，对风险头寸采取风控措施。

第二级为风控负责人。风控负责人需要对公司整体运营风险进行监督管控，结合公司业务投资相关规定和经营特点，制定符合公司及业务实际的风险控制办法，并对业务部门投资交易业务进行风险评估，提出风险控制意见。同时依据经理层授权的各项内容，对各部门授权使用情况进行监控，并监督风控员严格执行风险控制措施。当业务浮亏达到预设止损 70%时风控负责人需组织召开风险处置会议，研究相关部门或交易员下一步风险控制措施。

第三级为风控员，其主要职责是对公司期货投资业务的日常风险进行监控、预警。风控员需每日核对和整理交易及成交数据，完成分部门、分策略结算，及时向风险控制负责人和业务部门发送持仓损益表、权益表，并依据公司经理层授权的各项内容，监控各部门授权使用情况，严格执行风险监控

措施。

第四级为交易员，其职责是严格执行公司期货风险管理规程和交易决策审批流程，对业务风险进行初评及自律管理。

2.3.2 风险管理指标级管理操作流程

风险管理指标主要包括资金使用额度、预期收益率、止盈、止损、回撤止盈等。

每笔业务开展前，由业务部门提交业务申请报告或启动报告，说明申请资金、业务规模、持仓保证金比例、预期盈利、预设止损等。鲁证经贸各职能部门对立项业务进行风险评估，识别风险类型，出具风险评估意见，为公司授权决策提供参考。经风险管理部、分管领导、总经理审批同意后开始操作。

业务进行中，风险管理部为风控执行部门，负责实时监控业务部门各项授权使用情况和业务风险变动情况，并严格执行公司各项风险控制措施。其中包括盈利风控措施、止损风控措施、资金风控措施、持仓风控措施。

当业务出现风险或预期将出现风险损失时，业务部门应积极采取套保、转让、减仓、平仓、终止等风险防控措施，降低损失金额。若风险业务涉及现货商品，业务部门应对风险商品进行套期保值，预防价格下跌带来的存货跌价损失，同时寻找渠道转让风险商品。

三、 利用期货及期权进行风险管理的案例介绍

3.1 扎根内地棉区，推广基差贸易

2014/15 年度是新疆实行目标价格补贴政策以来的第一年，随着国家临储政策的退出，国内棉花价格逐渐恢复市场化，国储压力显现，棉花价格一路走跌。由于内地棉农无法享受到 100% 的棉价差额补贴，因此 2015 年内地棉花种植面积大幅下降。2015 年 9 月份新年度棉花上市后，大量的棉花贸易商、纺织企业将注意力投向产量占比较大的新疆棉区，内地棉区因此遭到了冷落。然而鲁证期货在新年度棉花产量、质量调研中发现，山东西南地区的部分棉区棉花长势极好，不仅单产较上年有所提高，籽棉质量也有大幅度的提升，预计平均质量应在白棉 3 级双 29 指标，高质量籽棉等级甚至可达

到白棉 2 级双 30 指标。面对如此优质的棉花缺无人问津，鲁证期货与鲁证经贸相关业务人员认为这是介入棉花现货贸易的一次绝佳的机会。

然而单纯的参与现货贸易鲁证经贸并没有优势，也不符合公司风险管理要求。内地棉花加工企业对棉花期货价格认识程度不高，因此简单的使用“基差+点价”的模式会较大的影响棉花现货的成交效率。经过综合考虑后，鲁证经贸最终决定采用定期报价的方式向合作加工企业报出标准级收购价，主动承担一部分价格波动风险，加工企业可随时按照标准级收购价与鲁证经贸签订皮棉购销合同，合同一旦签订后，鲁证经贸则在棉花期货上做空进行风险对冲。同时为了保证加工质量，鲁证经贸与加工企业在合同中约定，必须按照郑商所标准仓单的公检指标进行结算，可在皮棉入库时预付 80% 货款以提高加工企业的资金利用效率。

确定了业务模式之后，结合前期鲁证期货调研情况，鲁证经贸决定主要在鲁西南优质产棉区进行试点。2015 年 10 月上旬，鲁证经贸走访了鲁西南地区棉花加工量排名前十位家加工企业，向其详细介绍了棉花收购的业务模式，由于该模式与收储时期成交结算方式类似，加工企业对此模式欣然接受。最终我们综合企业加工能力、棉花加工质量、以及运输距离等问题，确定了 5 家棉花加工企业作为合作单位，定期进行报价收购。

在棉花质量升贴水的问题上，鲁证经贸并没有简单复制郑商所公布的质量价差进行结算。为了提高所收购棉花的质量，鲁证经贸结合郑商所、中棉协公布的质量差价以及当地棉花资源质量，重新制定了用于棉花收购业务的质量价差表，增加对低质量棉花的贴水幅度以减少对低质量棉花的收购，提高高等级质量升水以鼓励加工企业收购加工优质棉花。

2015 年 10 月下旬，鲁证经贸正式开始报价收购，然而成交寥寥无几。我们再次对市场情况进行了调研，发现鲁西南地区受天气影响，棉农交售进度极为缓慢，当地加工企业基本处在停收停工状态。也正因如此，一直到 2015 年 11 月中旬，鲁证经贸一直没有接到有效的皮棉购销合同。

2015 年 11 月下旬，鲁西南地区天气逐渐转好，籽棉交售及加工量开始逐渐放大。但是加工厂的皮棉销售问题也随之而来，由于当地籽棉质量极好，平均等级在白棉 3 级双 29 指标之上，因此市场销售价基本与新疆棉持平，对于中小纺织企业来说性价比并不高。2015 年 12 月 1 日，鲁证经贸按照

3128B 标准级 11700 的价格签署了第一份皮棉购销合同, 合同数量 120 吨, 约定 12 月 15 日前于菏泽棉麻巨野站仓库交货。考虑到内地棉区天气逐渐转好, 后期籽棉交售加工速度或将提升, 现货市场供应紧张的问题应该会很快改善。鲁证经贸业务人员立即向公司提出申请, 希望增加一部分投机空头敞口。2015 年 12 月 2 日, 按照公司风控要求在棉花期货 CF601 合约上做空进 24 手行风险对冲, 同时另开 72 手作为投机空头, 成交均价 12150 元/吨, 基差-450 元/吨。

2015 年 12 月 10 日, CF601 合约日内出现大幅波动, 盘中突破 12000 元/吨的整数关口。鲁证经贸核算后认为盘面利润已经与交割利润相当, 且占用资金更小, 故决定在 11900 元/吨、11800 元/吨、11700 元/吨分批平仓。具体成交价格及数量为: 11900 元/吨 24 手; 11815 元/吨 12 手, 11810 元/吨 12 手。由于 CF601 合约价格最低下探至 11755 元/吨, 故 11700 元/吨的挂单 24 手未成交。此时鲁证经贸的投机敞口为 24 手 (120 吨)。

2015 年 12 月 14 日, 按照合同约定加工单位完成 120 吨棉花组批。鲁证经贸试图与该加工单位沟通以 3128B 标准级棉花 11600 元/吨的价格再次签订 120 吨棉花采购合同, 但未达成一致。同日, CF601 合约价格反弹至 12100 之上, 为防范风险、锁定利润, 鲁证经贸在 12115 元/吨价格平仓 24 手。至此, 鲁证经贸投机头寸完全平仓, 获取 206 元/吨收益。

由于 CF601 合约已经临近交割月, 为了保证货物流动性, 鲁证经贸决定将该批次棉花注册为标准仓单。2015 年 12 月 15 日至 17 日, 鲁证经贸完成交割预报、棉花入库、抽样工作, 并按照合同约定向加工单位支付 80% 货款。

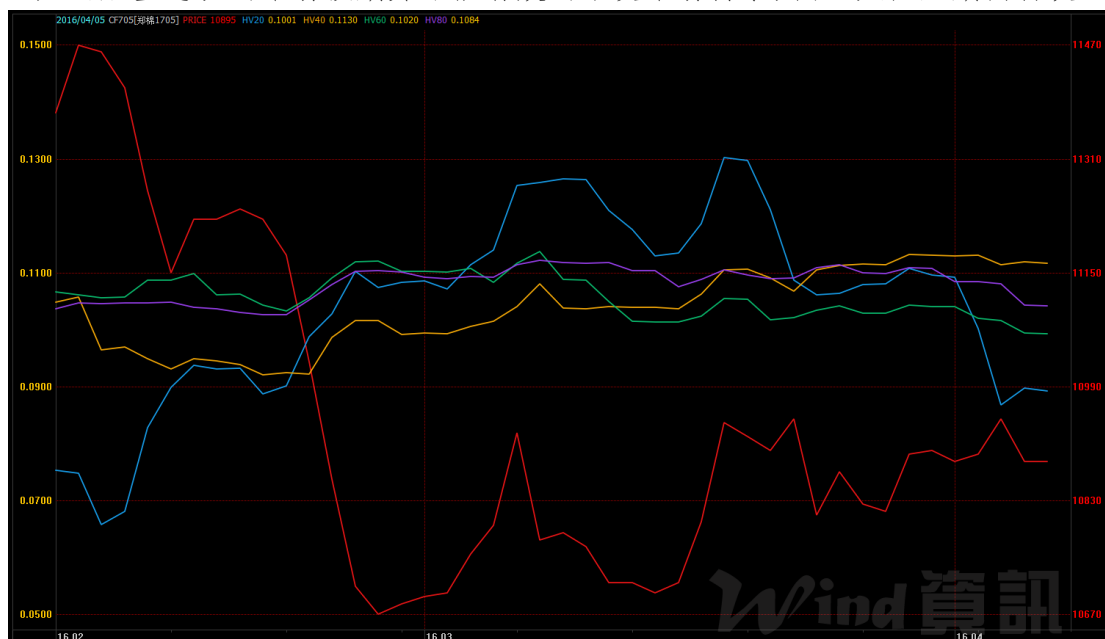
2015 年 12 月下旬, CF601 合约再度下行, 然而此时地产棉基差并没有明显变化, 加之该批货物质量升水较高, 平均升水可达 750 元/吨, 因此实际销售价较现货价格并没明显优势, 鲁证经贸综合测算了交割的相关费用, 最终决定参与 CF601 合约集中交割来了结期现货头寸。

2015 年 12 月 30 日, 棉花标准仓单生成, 鲁证经贸按照标准仓单公检结果与加工单位结清尾款, 并于 2016 年 1 月 20 日完成交割, 实现 200 元/吨净利润。

3.2 引入场外期权, 调节基差成本

2016 年 2 月，新疆生产建设兵团下调新棉销售价格进行促销，此消息一发期现货市场再度大幅下跌，地产棉基差逐渐收敛。此时已经不适合通过买现货空期货进行基差贸易的头寸配置。鲁证经贸逐渐将棉花采购业务从现货市场转向期货标准仓单。

2016 年 3 月初，鲁证经贸通过协助客户采购、销售标准仓单，产生了 500 吨皮棉净库存。若最终将此 500 吨皮棉通过 CF605 合约交割进行库存处理，虽然可完全避免亏损，但扣除资金成本后净收益也微乎其微。结合当时的基本面情况，鲁证经贸认为市场下一个炒作热点聚焦于储备棉投放，而与储备棉投放相关的消息应该在 4 月份之后出现，因此预计整个 3 月份将会是突发事件的真空期。另外新疆生产建设兵团调价促销之后，整个现货市场情绪极度悲观，纺织企业尽力压缩原料库存，现货市场成交清淡，进一步降价只会加重悲观的市场预期并不能有效的激发市场需求，因此兵团短期内再次



进行价格调整的概率不大，地产棉 3128B 标准级价格将稳定在 10700 元/吨左右。从技术上看，在市场经历过一轮大跌之后，大概率要再次进入盘整状态。

2016 年 3 月 7 日，CF605 合约价格大幅反弹后又承压回落，最终收盘价回落至 11000 元/吨之下，20 日历史波动率上涨至 12.64%，接近半年以来的最高水平。综合基本面情况来看，短期内 20 日历史波动率将会下降，市场价格料将维持在 11000 元/吨整数关口之下窄幅震荡。此时利用卖出期权获

取价格盘整时的时间收益再好不过，即通过卖出高执行价位的看涨期权来获取一定权利金，降低基差持有成本。

具体策略为：卖出 CF605 合约 4 月 8 日到期，执行价格为 11000 元/吨的看涨期权 500 吨。按照 CF605 合约价格 10800 元/吨测算，该期权权利金在 40 元/吨左右，Delta 预估在 -0.25 左右，即持有该期权后当期货价格为 10800 元/吨时，鲁证经贸净空单敞口约为 125 吨左右，但当 CF605 合约价格上涨至 11000 元/吨时，该期权 Delta 将变动至 -0.5 左右，此时鲁证经贸净空单敞口将增加一倍。通过上述简单测算不难看出，如若后期期货价格出现上涨，持有该期权给鲁证经贸带来的净空头敞口是会不断增加的，这必将给鲁证经贸带来一定风险，然而若此时现货市场价格不变，净空单敞口的增加也给买入现货做基差套利带来了机会。经过综合考虑，鲁证经贸制定了如下风控措施以应对潜在风险：

若在现货价格不变的情况下盘面出现异动突破 11100 元/吨，则立刻买入 500 吨现货进行风险对冲，获取 300 元价差收益；若现货价格出现价格上涨的情况，则立刻对该期权仓位进行平仓。

然而，棉花期权并没有场内交易，为了达到相同效果，鲁证经贸决定利用其场外期权对冲模型来动态调整期货头寸，以复制出上述看涨期权。

2016 年 3 月 10 日，鲁证经贸在 CF605 合约完成空单建仓，建仓价格 10800 元/吨，建仓时 Delta 为 -0.2454，即建仓数量 24 手。后期随着期权到期日的临近，以及 CF605 合约价格的波动，鲁证经贸空单持仓不断调整，具体调整细节在此不做赘述。

2016 年 3 月底，鲁证经贸在了解内地市场情况时发现，诸多棉花贸易商赴山东收购棉花现货，导致山东地区棉花现货出现小幅上涨，3128B 标准级棉花现货报价 10800-10900 元/吨。而此时 CF605 合约价格仍维持在 10800 元/吨至 11000 元/吨震荡整理，20 日波动率回落至 10.96%，此时鲁证经贸用于复制看涨期权的 CF605 空头持仓约为 20 手。

根据制定策略时的风控要求，一旦现货价格出现上涨，就应对期权头寸进行平仓。2016 年 3 月 31 日，鲁证经贸在 10875 元/吨平掉 CF605 合约空头持仓 20 手。在期货头寸动态调整的过程中实现收益 11945 元。

随着现货价格的上涨，期货价格成为短期内的价格洼地，鲁证经贸借此

机会利用期转现、仓单转让等方式向下游客户出售标准仓单，但最终仍有 170 吨标准仓单通过集中交割的方式了结。由于 CF605 合约交割结算价较皮棉采购价上涨幅度超过 1000 元/吨，在交割结算后，鲁证经贸在此次交割业务中缴纳了近 120 元/吨的增值税，税务成本的增加基本吞噬了全部交割利润。

四、 利用期货及期权进行风险管理的心得体会

基差贸易本身是一种期现货的价差组合，获利的本质在于期现货价差的收敛，因此基差贸易头寸的配置往往是左侧交易，即当基差达到预期价位时开始买入现货并做空期货，随着基差的扩大，买入现货做空期货的预期利润增高，不断地加码进行头寸配置。而基差的扩大往往伴随着期货价格地大幅上涨，因此在基差贸易头寸建仓的过程中，企业不仅仅要控制好建仓节奏，以留有资金把握更好的价位，同时还应保证现金流充裕，以应对期货端头寸带来的浮亏。所以，仓位控制、现金流控制对于从事基差贸易的企业来说尤为重要。但这也从侧面反映出了一个事实，那就是现货规模越大、资金越多的企业，从事基差贸易就越有优势。大规模企业利用基差贸易可以降低采购时对价格的敏感度，减少跟风买盘给企业带来的损失，同时在出售基差贸易头寸时对基差的定价会有更多的主动权。但随着我国期货市场的发展以及现货贸易体系的日臻完善，越来越多的企业将会参与进棉花的基差贸易之中，基差的定价竞争将会日益激烈。因此为了在基差贸易中掌握更多主动权，企业一方面可以通过做大规模来获取规模优势，另一方面也可以着力改善现货头寸的对冲方式，进行更为精准、灵活的风险对冲，以提高对冲策略的复制难度、降低对冲成本，利用技术优势提高市场竞争力。这也正是鲁证经贸探索将期权引入基差贸易的初衷之一。

国内投资者初识期权一般分为两个层面：一是彩票，高杠杆，可以以小博大；二是价格保险，可以花钱买份心安。前者一般是买入极度虚值的期权，这对于利用期权进行风险管理来说显然不存在可行性；而后者则是买入相对平值的期权，但此类期权往往成本不低，任性的买买买或许会得不偿失。鲁证经贸在实际的业务操作中得出结论：期权作为更高阶的金融衍生品，其背

后涵盖着比期货更多的交易信息，正因如此企业可以利用期权进行更精准的风险对冲，但这同时也要求企业必须要关注更多的风险指标，提出更精准的风险管理需求。

换句话说，期权对于企业来说并不能包治百病，他只是又一个能带来新的风险/回报的工具。利用期权进行风险管理，不仅需要像利用期货一样从宏观/微观、基本面/技术面、现货基差/套利、长线/短线等多个方面分析，还需要对期权市场的特质特别关注，尤其是对 Delta/Gamma/Vega/Theta 等参数的管理。这也就要求企业需要对自身的风险较为明确的划分，然后一句对风险指标的偏好，有针对性的选择期权产品进行精准对冲。

五、 关于进一步利用期货市场的设想和建议

下一步，鲁证期货与鲁证经贸将联合纺织企业、棉花加工企业及专业合作社，继续深入研究“保险+期货”与订单农业相结合的业务模式，以兼顾纺织企业的风险管理需求与棉农的基本收益为目的，在纺织企业的采购与风险管理模式上进行创新、在棉花的补贴方式上进行创新，最终实现由“政府主导的棉花目标价格补贴政策”向“企业主导的棉花目标价格保险产品”转型。鲁证期货以及鲁证经贸将不遗余力地深入探索、试点与研究，同时也非常荣幸的能为农业供给侧结构性改革贡献自己的绵薄之力。