

十年玉米期货系列(中篇)

## 玉米期货引领农产品服务“升级版”

证券时报记者 魏书光

上市十年来,玉米期货以不断创新的市场服务模式,实现着期货市场价格发现和管理风险的功能,赢得了各界好评。从期货交易所、期货公司到产业链上下游客户,以期货为纽带行动起来,服务“三农”,服务产业。

### “千村万户”服务工程

玉米期货上市不久,大商所在总结多年来服务农民增收和农业产业发展经验的基础上,开始在东北粮食主产区开展“千村万户”服务工程,免费对东北种粮农民、基层干部和现货企业负责人开展市场知识培训,通过网络、手机短信和信息刊物等方式,为农民提供市场信息服务,引导农村中介机构和龙头企业,积极进行10余种“公司+农户、期货+订单”模式的试验,带动种粮农民步入现代市场,实现小农户与大市场的对接。各个市场主体以玉米期货为基础不断创新服务模式,推动了东北粮食主产区政府、企业、农民观念的改变,并为相关市场主体带来了收益的保障。

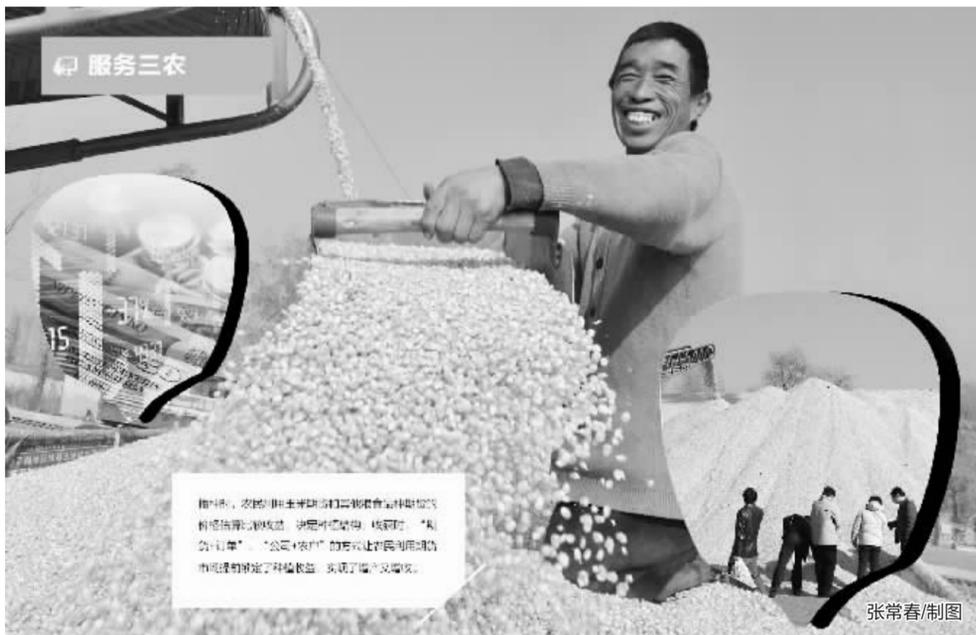
来自大商所的统计,从2005年至2013年,大商所联合会员单位在东北累计培训农民、农合组织负责人、农业系统干部、农村致富带头人及营销人员超过7万多人次,短信发送量接近1300万条,接听咨询电话已经超过70万人次,涌现出吉林四平、九三、勃利、克山等一批运用期货市场,推进农业发展和农民增收的期现结合的订单农业模式试点。通过“千村万户”工程,产区农民的市场意识和市场参与能力有了很大提高,提升了农业生产的组织化程度。

经过多年努力,东北粮食主产区政府、企业、农民的观念正在改变。过去农民依靠感觉、经验、随大流的种地卖粮习惯和经营模式在发生转变,很多农民过去只会种田,现在既会种田,也懂市场。政府对农业生产的指导也由单纯重生产向生产和市场并重的方向转变;在 market 价格的引导下,农民和企业联系更为紧密,结成了新型市场关系,农业生产组织化程度大大提高。

### 二次点价促农户增收

2013年,在大商所的支持下,新湖期货风险管理子公司——上海新湖瑞丰金融服务有限公司联合锦州义县当地收储企业与合作社、种粮大户试点“二次点价+复制期权”的义县模式。

“二次点价”就是农民在玉米上市初期,将粮食销售给新湖瑞丰,后者先按保底价核算的货款支付给农民。同时在未来一段时期,如果粮食价格上涨,农民有权利在某一要求二次点价,新湖瑞丰将此阶段粮食价格上涨的一部分市场收益再返还给农民,如果粮食价格下跌,则农民仍然享有



张常春/制图

保底价。而利用玉米期货复制的场外期权,期货公司风险管理子公司将粮食价格涨跌风险进行了对冲,实现了在服务“三农”方面的有益尝试。

### “银、企、期”合作模式

在实践的基础上,银、企、期三方合作总结出一种期货市场服务“三农”的全新模式,即“银、企、期”三方合作模式。在这种模式中,中国农业发展银行为农业企业提供信贷资金,银河期货利用期货市场这一交易平台,一方面为企业规避价格波动风险,另一方

面也为农发行的信贷资金提供了有效的安全保障。

该模式由期货公司和期货交易所协助农业发展银行对交易资金进行监管,确保资金回笼;企业在农业发展银行开立期货账户,由农业发展银行进行企业期货业务核算;期货公司根据企业自身现货业务的特点,以及对市场趋势的科学分析,为企业拟定期货套期保值交易方案;农业发展银行根据拟定的套期保值方案及企业的实际情况,核定贷款企业参与套期保值的资格。在套期保值交易结束后,经交易所结算、企业认定,由期货公司将其保证金余额全部直接划入

企业在农业发展银行的账户。农业发展银行将企业的期货损益与对应的现货业务损益合并处理后,一并收回期货、现货业务的贷款。

经过多年来的合作,三方合作模式得到了中国农业发展银行的充分认可,2009年中国农业发展银行发布《关于引导和规范粮棉贷款企业开展期货套期保值试点的意见》,将其试点工作在之前黑龙江一省的基础上,增加了吉林、辽宁、湖北、河南四省作为新试点省份。随后将试点省份由上述四省扩展到全国七省,参与三方合作模式的企业达七百余家。

## 益海嘉里分享玉米套保四大经验

益海嘉里

益海嘉里公司的玉米板块主要经营业务为深加工与港口贸易。目前,通过在大连商品交易所交易玉米品种,我们可以充分利用期货市场,通过价格发现功能把握原材料价格的发展趋势,通过套期保值功能规避玉米价格波动风险,控制采购成本,实现稳健发展。

在参与大商所玉米期货市场的过程中,我们有以下4个经验:一是,有助于我们锁定利润。现货企业在期货市场上建立头寸,不仅可以使期货市场上的获利抵消现货价格不利变动造成的损失,还可以为销售、采购等经营活动提供更有利的渠道;二是,参与套期保值可以降低资金与仓储成本。期货交易是保证

全交易,现货企业只要付出5%~10%的保证金即可以在期货市场中获得一个远期持仓,到期再付货款。这样,不仅降低了企业的资金占用,也降低了存储费用;三是,现货企业可以利用期货市场灵活操作,探索新的经营途径,进行业务创新。企业以现货能力为基础,在远期建立期货持仓,如果期货市场发生亏损,可以选择交割平仓,获得期现价差利润;如果期货市场出现盈利,就可以平掉期货仓,获得收益。以现货为后盾,深加工企业在期货市场中操作选择较多;四是,在期货市场中,企业可以根据自身的经营情况,制定出一整套切实可行的风险管理办法。尤其是灵活运用套期保值交易,谨慎选择保值计划和现货头寸,可以在实现最小价格风险下最大限度地规避市场风险,灵活性很高。

我们在制定套保方案时,通常要经过5个步骤:第一步,需要制定企业的风险政策,确定期货交易亏损的最大承受能力;第二步,根据生产计划、现货合同、存货水平确定持仓数量。采取买入套期保值方案时,要根据企业的需求量确定买入量,防止过大的持仓。采取卖出套期保值方案时,要确定公司必须维持的最小存货水平,针对风险暴露程度建立相应数量的头寸;第三步,企业要估算饲料原料的投资潜力,预测期货盈亏;第四步,对远期采购和存货的保值和未保值的头寸进行评估,使得潜在损失对应的潜在盈利达到最大;第五步,应制定一个退出方案,时刻跟踪市场演变,使采购和存货计划保持在企业风险政策许可的范围内。所有持有现货头寸的饲料企业都无法避免不利行情,为防止损失加大,对亏损头寸应迅速平仓。

## 做多原料对冲螺纹钢反弹风险

刘秋平

从本轮螺纹钢单边下跌的背后逻辑看,本质是钢材终端需求不佳,出口订单转差所致,钢厂单边卖出套保意愿强烈;近期螺纹钢下跌加速则是山东地区钢厂在徐州库交意愿上升所致。在目前螺纹钢价格急跌之后,我们建议空单仍可持有,但短线技术性反弹可能将展开,可阶段性做多原料对冲风险。

徐州库交割细节还未完全反映。8月初即有钢厂反映内贸和出口订单双降,当时现货三级螺纹钢毛利在200元以上,订单转差直接导致钢厂卖出套保盘增大,3000元附近大幅增仓逐渐阴跌已经反映,空头主要集中在钢厂套保盘和谨慎机构投机盘。从我们了解的情况看,大型私募、投资公司可在3000元附近继续做空螺纹钢的仓位应该都不重,更多应该是手中有货的钢厂所为。多头主要是认为绝对价格偏低的投资者。8月底开始,徐州

库交割问题开始被市场关注,对于螺纹钢1410价格底部的判断逻辑集中在钢厂到底会有多大的交贷意愿,而多头愿意在多少价位接货。

从目前与钢厂、投资公司、大型私募交流下来的感觉是,徐州大约会有四万吨预交割的货到库已被参与期货市场的主流钢厂和成熟的大型投资公司所了解,部分投资公司和一般投资者还不甚了解。从我们和一些曾经做过大量买入交割商家的交流看,本次1410合约还没有发现有明确接货意愿的买家。

对于1501合约,市场更担心的是1月终端需求会更差,在贸易商、钢厂都低库存管理的背景下,1月份同样可能出现期货高贴水交割。

现,螺纹钢期货价格有可能出现小幅反弹,空头需要配置多单对冲风险。

买入原料对冲螺纹钢空头风险。螺纹钢1410合约跌破2600元,螺纹1501跌破2700元以后,建议逐渐建立原料多单对冲部分螺纹钢空单的操作。目前钢坯价格和矿石价格均有短期超跌的嫌疑,矿石小幅补库已出现,不排除近期的单边下跌行情进入休整期。目前某些大型投机资金和钢厂资金的操作思路比较统一,继续维持一定量的螺纹钢空单,但加大在期货盘面上买入原料力度,对冲急跌后的反弹风险。

本轮下跌从表象看,是钢厂加大降价抛货力度以及单边的螺纹卖出套保盘造成,现货盘的利润已被挤压为-20元左右,盘面利润仍有100元左右,还有挤压空间。落到几个品种价格跌幅看,矿石价格跌幅实际高于螺纹钢,前期炼钢利润被挤压主要因为焦煤价格的坚挺所致;我们认为短期有可能出现矿石价格的超跌反弹,且幅度大于螺纹钢,而焦煤价格小幅反弹,带动炼钢利润进一步被

压缩;中期基本盘面看,焦煤的基本面相对矿石和钢材更为坚挺。

我们认为,如果多原料空成材策略仅是想短线对冲,跟随钢厂进行盘面补库的逻辑,那么多头配置可选择矿石,但需谨记,矿石大的单边弱势不变,多矿石的头寸是短线操作,一旦出现反弹,矿石的多头头寸需要及时出局。如果多原料空成材的策略希望中长期持有,那么多头头寸配置基本面更好的焦煤会更适宜。

中长期对焦煤进行多头配置并非我们单边看涨焦煤,而是认为,相较尚有一定利润的成材和增产节奏明确的铁矿石,供给平稳或者说有供给收缩预期的焦煤更为抗跌。而在焦炭和焦煤中选择焦煤是因为:1、距离下游更近的焦炭将较焦煤更受到钢铁需求疲弱的影响。2、焦化企业尚有利润可供挤压。3、焦煤低价已经影响产能扩张,若供给端出现政策性收缩,焦煤受益领先于焦炭。近期政府连开煤炭企业困会议,中煤等企业公告减产,对进口和超产限制的消息甚嚣尘上。

(作者系国泰君安期货研究员)

## 库存压力大 郑糖弱势整理

欧阳玉萍

步入9月后,在供应充裕且需求低迷的制约下,郑糖重回跌势,目前期价徘徊于4200元关口附近。

巴西食糖生产情况一直是市场关注的焦点。受干旱扩大,且天气条件不如预期的影响,近期巴西蔗糖产业协会调低了2014/2015年度产量预估。巴西中南部2014/2015年度糖产量预计为3136万吨,低于4月预估的3250万吨。

厄尔尼诺今夏爽约减轻了对全球气候产生的影响,这基本宣布了厄尔尼诺的警报已经解除。市场关注焦点集中在全球食糖供需格局方面,近期来看,任何产出冲击引发的价格反弹,都会在很大程度上被2010/2011年度以来所累积的巨大库存所抵消。未来全球糖市的去库存之路还将持续一段过程,特别是在纽约原糖10月合约到期交割之际。只有在库存释放之后,新糖才有新希望,价格回升才有底气。

国内方面,就近期的产销形势来看,8月全国单月产销糖117.66万吨,处于历史的相对高位水平。截至8月底,本制糖期全国累计销售食糖1024.39万吨,同比减少170万吨。此外,库存方面,截至8月底全国工业库存307.41万吨,同比增加195.15万吨,为近9个榨季来最

高。目前市场预期各产区会推迟一个月开榨,但对于消化巨大库存所起到的作用并不明显。继夏季食糖备货旺季结束后,9月、10月及11月糖市购销会处于较长时间的低迷期,需求端难以给市场带来太多惊喜,弱势的基本面将会对糖价构成压制。

同时,进口糖的冲击也不容忽视。本榨季截至8月底中国累计进口糖365.94万吨,同比提高19.22%。目前内外糖之间的价差已下降到100元/吨左右,这会一定程度上抑制进口糖到港的数量。但从经营的角度考虑,只要在利润空间就具备操作的可行性。整体来看,9月份即使按照20万吨估算,整个榨季预估会有385万吨的进口量,和上个榨季相比有增无减。

此外,从消费替代角度来看,目前淀粉糖折合成相同甜度的白糖的价格为4200元/吨以上,略高于目前白糖的现货价格,且与1501合约的价格接近。若1501期价长期维持在4200元以下,则可能出现200~300万吨的替代需求,国内供需会出现较大缺口,因此预计1501合约在4200元附近将获得一定支撑。不过受库存高企的影响,近期仍以低位震荡的格局为主。

(作者系中国国际期货分析师)

## 交叉持牌 将形成期货行业全新业态

国内最早研究期货的北京大学曹和平教授,从“动态外溢性资源发掘”、基于第三方交易平台的“合约产品”、“金融市场的非银行业务”等方面分析和展望了新经济背景下期货行业面临的重大挑战和机遇。

曹和平教授在北京大学金融衍生品与期货高级研修班14期开学的第一模块教学中提出了上述观点。他认为:在后金融危机时期,中国经济随着“软着陆”逐步到位和“新常态”逐步确立,大宗商品市场的机会才刚刚开始。交叉持牌一举击碎了金融机构间(甚至金融与非金融机构间)貌似“马其诺防线”般坚不可摧的行业壁垒。就好比QQ和微信对传统通信业、淘宝和余额宝对传统零售业和金融业的冲击一样。未来5到15年,将有一批非银行类金融机构在动员信用资源方面超越商业银行业务;一批非交易所

的金融机构从事柜台交易超越OTC市场业务;一批非期货公司的金融机构从事期货、期权和各类衍生品业务超越经纪做市机制。期货机构的“专业优势”有可能因人才流动而丧失。期货行业有可能变得“面目全非”,形成新的业态、新的格局、新的巨头甚至新的“金融怪兽”。阿里巴巴短短15年从一家小小网络服务商一举跨越大批百年老店,急剧跃升为横贯贸易与金融、实体与虚拟、境内与国际的全球IPO之最,正是这种颠覆性冲击的真实写照。

曹和平还用“蚂蚁爬不出樟脑丸画的圈”来形象地警示——如果囿于本单位、本行业、本地区、本国度的业务而不敢于“穿越”,就可能在混业经营交叉持牌的时代被收购、被兼并、被边缘化甚至被遗忘。

(李辉)

## 期权风险篇之“保证金风险”

海通证券

在期权交易中,期权卖方必须按照一定规则缴纳保证金,作为其履行期权合约的财力担保。

具体而言,投资者在开仓卖出认购期权或认沽期权时,需缴纳初始保证金,在每个交易日日终,还需根据价格变化计算是否需要追加维持保证金。

例如,X股票价格现在为10元,某投资者此时保证金账户里共有3000元,在满足保证金要求的情况下,投资者A卖出了1张X股票的认购期权(合约乘数为1000),3个月后有义务按10元/股向交易对手方卖出100股X公司的股票,投资者A获得1000元的权利金;

如果1个月后,X公司股票价格快速上涨到20元,此时保证金账户将会低于维持保证金所要求的金额,而投资者由于资金短缺,无法在规定时间内补足所需的保证金,则该投资者可能会被强行平仓。

期权经营机构会根据每日标的证券的价格,冻结一定数量的客户资

金,并且要根据每天收盘结算价,重新计算并冻结资金。也就是说,股票期权的义务方在其卖出成交之后,将每天根据保证金比例要求,保证账上的资金足够支付保证金。如果出现所需的保证金接近甚至超过客户全部资金时,经营机构将向客户发出追加保证金的通知。如果客户在规定的期限内,未能及时划入资金,那么投资者所持有的义务仓头寸将有可能被强行平仓,这就是股票期权卖方所面临的保证金风险。

在上一篇“杠杆风险”中我们提到过,期权交易具有杠杆效应,除了资金的使用效率得以提高外,相应的风险也成比例地放大了。如果市场朝不利的方向变化,保证金占用将不断增加,这时股票期权义务方需要及时足额追加保证金避免被强行平仓。如果此时投资者资金不足,只能选择平仓止损。

在期权投资过程中,投资者尤其是期权的义务方,应当情形地认识到资产配置和风险控制的重要性,应该根据具体市场情况和投资策略,做好保证金管理。

