

期货添砖加瓦， 为企业搭建“安全屋”

作者姓名 黄蕾

作者单位 铜冠金源期货有限公司

部门职务 投资咨询部研究员

内容摘要

当前服务国民经济和实体经济已成为期货行业发展的坐标，本文以服务铜相关生产及贸易企业为案例，分析了在企业实际生产销售中如何利用期现结合的操作，部分对冲因铜价波动带来的风险，提高企业资金的利用效率，促进企业更加合理的安排生产进度，以保障企业持续、长期、稳健的发展。

关键词：期现结合；套保；点价；资金利用率；

期货添砖加瓦，为企业搭建“安全屋”

企业是社会经济的细胞，企业用其拥有或掌握的资源去生产什么、生产多少以及如何生产，不仅直接关系到企业本身的生产经济效益，而且还关系到社会资源的合理配置和社会经济效益提高。企业生产决策正确与否的关键，在于能否正确地把握市场供求状态，特别是能否正确掌握市场下一步的变动趋势。而期货市场的建立，不仅使企业能通过期货市场获取未来市场的供求信息，做到以需定产，而且为企业提供了规避市场价格风险的场所，为增进企业经济效益发挥着重要的作用。经过 20 多年的发展，目前我国期货市场服务实体经济发展的能力不断增强，参与期货市场的产业企业数量逐渐增长。

我司由全国特大型企业——铜陵有色金属集团控股有限公司组建，铜陵有色是新中国最早建设起来的铜工业基地，中国铜工业的摇篮，是目前国内产业链最为完整的综合性铜业生产企业之一，主要从事铜矿勘探、采选、冶炼和深加工等业务，拥有完整的上下游一体化产业链，其在矿产资源储备、铜冶炼、加工等方面的独特竞争优势，完善的产业资本结构布局。我司拥有众多有色产业客户，如何利用期货工具服务好实体企业则是我们工作重点，以下为我司为大型铜生产及贸易企业设计的期货操作方案。

一、某大型铜贸易企业期现结合方案案例

现某大型铜贸易企业，希望在风险可控及资金一定的前提下，做大贸易量，从而提高资金的使用效率。结合客户的需求，我们为客户提供如下方案。

（一）企业参与期现结合贸易的优势

1. 降低单一采购途径存在的风险

未参与期货市场的企业一般采用现货集中采购模式，采购途径单一，造成了企业采购的被动。近几年来，有色金属价格波动加大，供应商趁机控制出货，提出不合理的价格要求，一方面加大了企业材料采购的难度，另一方面造成采购成本的大幅增加，直接影响到企业的保产保供和降成本工作。参与期货期现结合贸易能够规避有色金属价格波动特别是价格上涨所带来的风险，锁定采购价格，使企业的采购成本处于可控状态。

2. 规避金属价格波动剧烈

全球经济政治前景的不确定性使得金属价格也呈现大起大落的特征，企业如果仅通过现货市场采购，须承担了巨大的市场价格波动风险，而利用期货市场期现结合贸易可以有效降低现货价格波动带来的风险，企业参与期现结合贸易十分必要。

3. 提高资金利用效率

通过参与期货市场期现结合贸易，结合现货操作，能够提高企业采购资金的使用效率。由于期货交易是一种保证金交易，因此只用少量的资金就可以控制大批货物，加快了资金的周转速度。

4. 节省仓储成本

期货在交割前不存在库存问题，因此可以节省物资的仓储费用、保险费用和损耗费，降低采购成本。

5. 提高企业经营的整体稳定性

国内外大型生产和贸易企业都会参与期现结合业务，国外信用评级机构还把企业是否利用期货市场来服务于现货贸易作为信用评级的重要因素之一。企业通过开展期现结合贸易业务，可以为今后拓宽经营思路和优化企业战略等提供有益的经验。

（二）期现结合贸易操作方案设计

贸易型企业最大的难点是采购和销售双边都存在风险敞口，企业可以通过在期货市场进行相关操作来降低风险，做大贸易量。在实际的现货贸易层面中，采购与销售发生时间点的先后顺序不是唯一的，分为采购发生在销售之前或销售发生在采购之前，下面分两种情况进行分析。

（1）采购在前，销售在后

如果采购发生在销售之前，则在采购合同签订之时卖出相应期货头寸来对冲价格下跌风险，也就是规避现货库存在卖出之前所可能发生的贬值风险。而当与下游需求方签订销售合同之时，则在期货市场平仓对应数量的期货头寸，以达到期现结合贸易降低价格波动风险目的。

（2）销售在前，采购在后

如果销售发生在采购之前，则在销售合同签订之时买入相应期货头寸来对冲价格上涨风险，也就是建立虚拟库存规避在销售完成前现货上涨。而当与上游供给方签订采购合同之时，即可卖出期货头寸以达到期现结合贸易的目标。

1. 采购发生在销售之前

为方便计算，都按点价方式来进行销售和采购。针对“点价”现货贸易流，只需要在“点价”当天按点价价格与数量进行相应期现结合贸易操作。

例：铜贸易企业 A 根据估算，今年需采购电解铜的数量为 1000 吨，然后分销给下游的多个企业，但下游企业的所需求电解铜的数量和时间都有较大不确定性。从铜的贸易流中来看，企业在电解铜的采购到铜销售到下游厂商的过程中，面临着买入仓单后铜价下跌的风险以及签到销售合同之后铜价上涨的风险。

(1) 期现结合贸易方案设计

为避免购买现货需付出运输、仓储、管理等一系列成本以及对铜品质质量的控制、便于流通的要求，贸易企业 A 可以用铜的标准仓单替代铜现货来进行采购和销售，然后根据下游的实际销售情况，在销售出一部分仓单的同时在期货市场平仓相应数量的头寸，从而对整体的敞口风险进行管理，以达到规避价格波动风险，同时提升资金使用效率。企业 A 获取铜标准仓单有两种途径：其一可以通过期货市场买入后交割获得，这种情况较适合在铜价上涨的时候；其二可以直接采购标准仓单。

贸易方案介入机会：

采购端：担心后期铜价下跌，通过卖出相应期货头寸锁定采购成本。

现货贸易：1000 吨，对应期货头寸 200 手

时间周期：12 个月内

(2) 具体操作流程如下：

日期	仓单市场（采购）	期货市场	仓单市场（销售）
2017. 3. 1	买入 1000 吨 价格为：47800 元/吨	卖出 200 手 Cu1706 合约 价格为：48000 元/吨	
2017. 4. 5		买入平仓 20 手 Cu1706 合约 价格为：47500 元/吨	卖出 100 吨 价格为：47400 元/吨
2017. 5. 3		买入平仓 30 手 Cu1706 合约 价格为：46500 元/吨	卖出 150 吨 价格为：46600 元/吨
2017 年 5 月底		将剩余头寸移仓至 Cu1709 合约	
↓↓ ↓↓		↓↓ ↓↓	↓↓ ↓↓
2018. 2 底 采购销售计划 结束	所持仓单为 0	期货敞口为 0	

(3) 评估保值效果

对于发生多笔贸易流的套保，要逐一统计套保期内每笔交易的买卖，分别计算在期货上和仓单上的盈亏，再相抵扣计算出期现结合贸易的总体盈亏。

我们以期货市场平仓均价为 45900 元/吨, 仓单市场的卖出均价为 45800 元/吨来计算, 得到以下盈亏情况:

	期货市场	仓单市场
盈亏	210 万	-200 万
总盈亏	10 万	

对于期现结合贸易操作的效果, 要结合期货与现货的综合损益来评估, 而不是以单个市场的损益进行评价, 而且还要从长期效果来进行评价, 不能以一个特定时期的结果就否定既定方案。

(4) 期现结合贸易成本估算:

期货端:

最初保证金占用: $48000 \times 1000 \times 10\% = 480$ 万

综合保证金利息成本: $480 \text{ 万元} \times 5\% / 4 = 6$ 万元 (银行一年期贷款基准利率为 4.35%, 上浮 0.65%, 贷款利率按 5% 计算)

交易手续费 $200 \times 2 \times 13 = 5200$ 元

移仓成本: $360 \times 750 + 500 \times 360 + 250 \times 360 = 54000$ 元 (为方便计算, 假设每次平仓量为 250 吨, 三个月合约间基差 360 元计算, 因今年沪期铜一直为正向市场结构, 移仓会有获利)

累计成本: $60000 + 5200 - 54000 = 11200$ 元

分摊到每吨铜价成本增加了 $11200 / 1000 = 11.2$ 元/吨

仓储成本: 0.3 元/吨/天

2. 销售发生在采购之前

贸易企业 A 与其他企业根据期货价格点价销售, 这将为企业减少资金占用, 提供资金的利用效率。

确定铜价上涨时, 企业 A 期货在期货市场买入相应数量的铜, 交割后把铜交付给下游企业。假设 A 企业在 4 月份需交付个 B 企业 100 吨铜, 在 5 月需交付给 C 企业 100 铜。

具体操作步骤:

时间	期货市场
3 月	买入期铜 1704 合约 100 手, 价格 47000 元/吨
	买入期铜 1705 合约 100 手, 价格 47120 元/吨
4 月 16 日	对 3 月份买入的 100 手 1704 合约进行交割
5 月 16 日	对 3 月份买入的 100 手 1705 合约进行交割

(三) 期现结合贸易效果评估

从以上案例我们可以看到,企业利用铜期货参与现货相关贸易的效果实际上取决于铜的期现价差的变化。对于卖出套保来说,如果期现价格扩大,则套保会获利;如果期现价差缩小,则套保就会发生亏损。

从近1年的铜价走势和长江铜现货价格与沪期铜主力合约之间基差变化趋势图来看,价格下跌时,因为现货价格较期货价格不那么敏感,所以基差缩小,甚至走强,在此阶段做卖保,期货市场盈利不但可以弥补现货的价格下跌带来的亏损,甚至还会有盈余。今年以来,基本上呈铜价上涨基差扩大,铜价下跌基差缩小的规律。但在去年10-11月铜价暴涨阶段并不符合这样的规律。整体看来,铜期现基差的变化并没有特定的规律可循,更多的是受到现货市场铜的供需情况的影响,所以根据预测做卖保需谨慎。

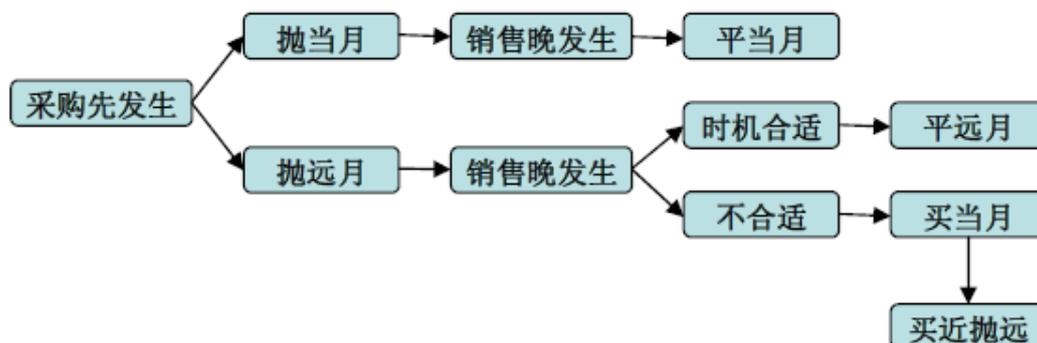


(四) 期现结合贸易效果优化

期现结合贸易头寸操作分为空头与多头两个方向,现货与之相对应的是采购与销售两个动作。理论上,如果现货动作都发生在当月,期货动作也应当发生在当月合约。因此当现货层面上两个动作结束之时,当月合约中期货上与之相匹配的净头寸数量应该为零。但是期货合约的期限结构可能会随着价格上涨出现远月上涨幅度大于近月,而在价格下跌时又出现远月下跌幅度大于近月。这种近月和远月合约波动幅度不一致的态势使原本中规中矩的期现结合贸易操作在理论层面上出现了进一步优化的可能。

在近远月合约波动幅度不一致的背景下,通过买近抛远或者抛近买远的做法来获取期现结合贸易之外的额外收益,会使得在现货层面上的两个动作结束时,当月合约上的净头寸可能不为零,取而代之的是在期货头寸上出现了跨月套利持仓结构。这种基于跨月套利

的操作可以为期现结合贸易提供一定的额外收益。整体看来，期现结合贸易是铜贸易商的首选的有效规避风险的工具之一。



二、铜下游相关生产企业套保方案案例

该铜下游生产企业具有以销定产的特征，在实际生产和销售中，铜产品销售合同约定的作价期与原料铜采购作价期往往会出现不同步的现象，若产品销售铜价低于原料采购铜价，或点价销售铜价低于原料采购铜价将产生价格风险，因此根据产品不同定价方式做相应的期货保值操作。

（一）产品主要作价方式

1. 漆包线类产品定价方式：

价格：合同商定期间的铜价+漆包线加工费；

定价方式：

（1）月度平均价作价：

惜售作价期	发货期
SHFE 上月 1 日—上月 31 日现货月结算平均价	本月 1 日—31 日
SHFE 上月 16 日—本月 15 日现货月结算平均价	本月 1 日—31 日
SHFE 上月 26 日—本月 25 日现货月结算平均价	与作价期相同，或为本月 1 日—31 日

（2）点价作价：

以当日 SHFE 结算平均价点价销售；

2. 电缆类产品定价方式：

价格：以投标文件确定或销售合同确定时的铜价，橡胶及其它主要原辅材料价格+加工成本+毛利润

3. 磷铜产品定价方式：

（1）以上海长江现货月均价销售。

（2）以当日上海长江现货价或上海有色金属网现货价点价销售。

（二）风险控制方法

（1）为保证保值的有效性和可操作性，铜原料采购全部按 SHFE 当月（自然月）现货月均价作价，在此基础上对产品销售作价做适当保值。

（2）产品作价期和原料作价期对齐，即尽可能把产品销售的作价期调整为与原料作价期相同。

（3）尽可能要求客户在销售作价期未到之前提前预报下月订货计划，并做到按计划均衡发货，以确保保值的准确性。

（4）期货市场保值：控制价格风险，锁定加工费。

（三）分类保值方案

1. 漆包线产品

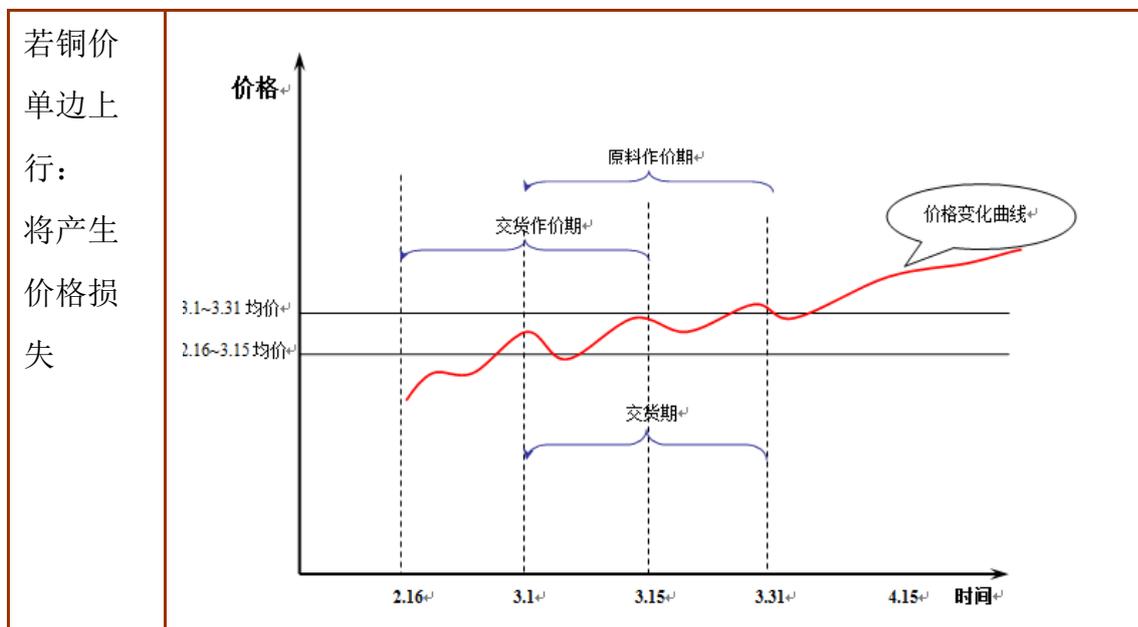
（1）交货期为本月 1—30 日，销售作价期为上月 1 日—31 日。

若客户在销售作价期到来之前，可确定交货月计划交货量，则计划交货品种规格确定，可在销售作价期采购原料并组织生产，不做期货保值。

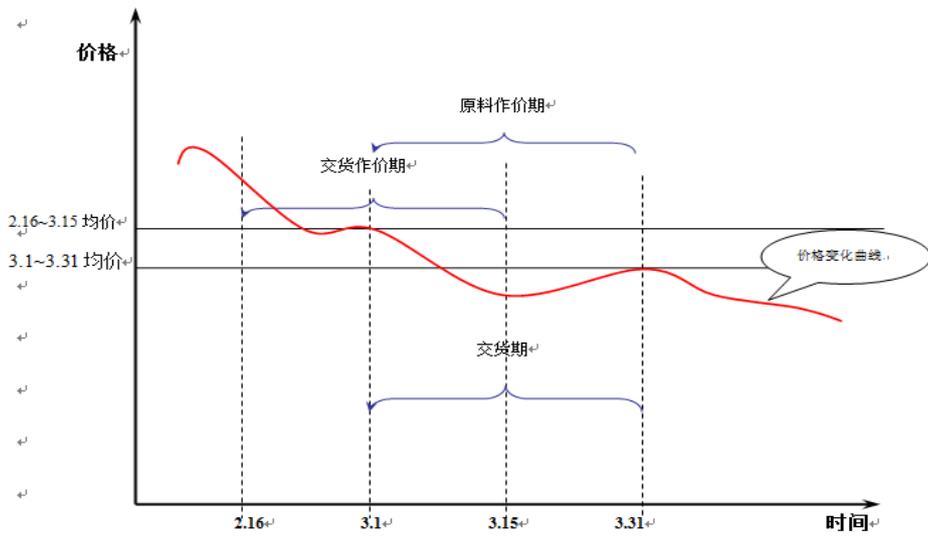
若只能在交货月组织原料采购和生产，则在 SHFE 均衡买入隔月计划交货量的保值头寸，在交货月每个交易日均衡平仓。

（2）交货期为本月 1—30 日，销售作价期为上月 16 日—本月 15 日。

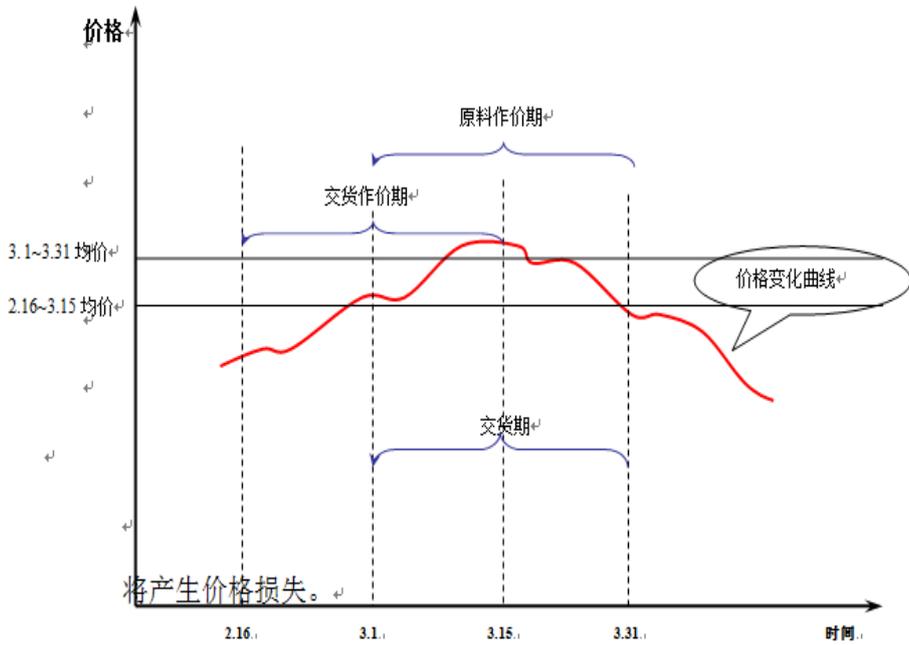
则根据铜价的涨跌可以分为以下四种情况：



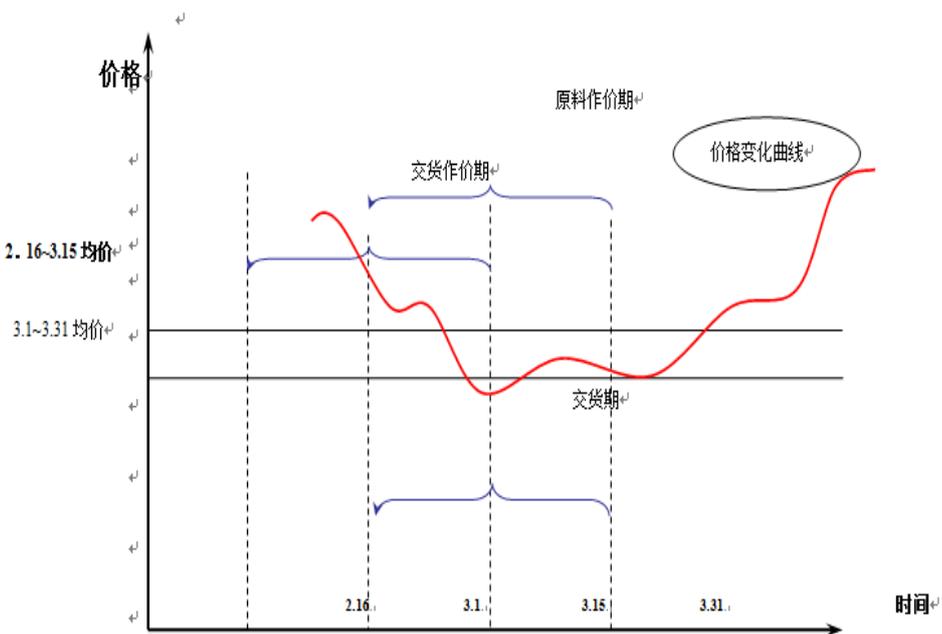
若铜单边下行：
将产生价格收益



若铜价先涨后跌：
将产生价格损失



若铜价先跌后涨：
将产生价格收益



由上述列举情况可看出，当上月月均价高于当月月均价时产生收益，当上月月均价低于当月月均价时产生亏损，故而对发货期前的铜价在期货上做相应量的保值操作，如下：

从上月 16 日起—31 日止，根据计划交货总数量的 1/2 除以 SHFE 上月 16-31 日的交易日，计算每个交易日的保值量；在 SHFE 期货月（现货月后的最近交易月）做买盘保值。在本月 16-31 日期间，按照实际保值量除以交易日，计算每个交易日的平仓量在 SHFE 做卖盘平仓。

实际铜价上涨，以期货保值盈利弥补现货销售亏损；铜价下跌则以现货销售盈利弥补期货保值亏损。由于是做期货月的保值，在 SHFE 远期升水时，会产生定额损失。

由于发货数量会跟随铜价的变化和客户生产的调整而发生变化；结合对市场走势的判断，可以对保值量作适当修正；当判断铜价上涨时，按照预计发货量的 100%保值；当判断铜价下跌时，可按照预计发货量的 80%保值。

(3) 交货期为本月 1—31 日，销售作价期为上月 26 日—本月 25 日或本月 1—31 日。基本与原料采购作价期相同，不保值。

(4) 点价作价

① 当月点价当月交货

上半月点价	下半月点价
在最近期货月一次按点价量做买入保值，下半月一次或分次平仓。	点价价格高于当月均价不保值。低于当月均价则只能根据对后市的判断做买入或卖出保值。

② 远期交货的点价

点价当日在 SHFE 做交货月隔月的买入保值，交货月按交易日均衡平仓。

2. 电缆产品

其保值方法与漆包线点价作价保值方法相同。

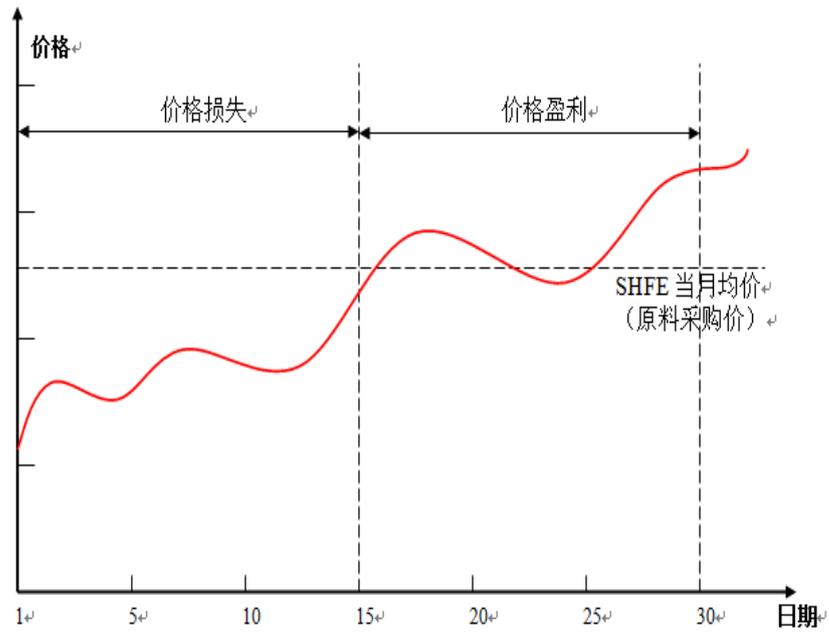
3. 磷铜产品

磷铜产品点价基本上是当月点价当月交货。

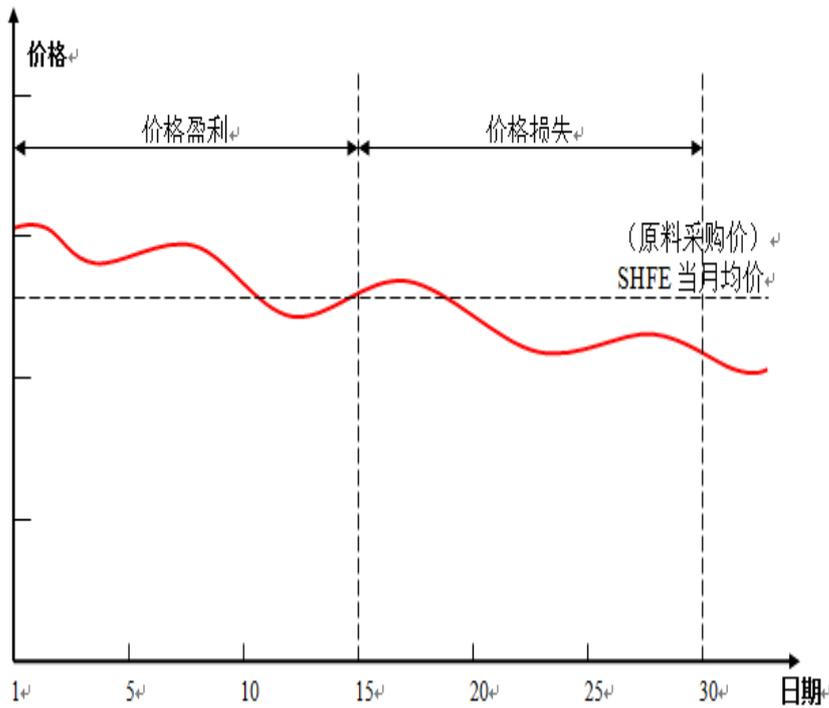
若当日点价量低于原料采购日均量，原则上不保值。

若当日点价量大于原料采购日均量，在点价价格远高于月均价时原则上不保值，否则可按下列方法对超过原料采购日均量部分进行保值。每天根据客户点价超过原料日均采购数量部分在 SHFE 最近的期货月做买盘保值，每月 16 号换月后择机平仓。平仓原则：当日期货价格高于客户点价的自然月平均价即可，如趋势判断失误，也不会产生实际损失，表现为现货销售盈利，期货平仓亏损。

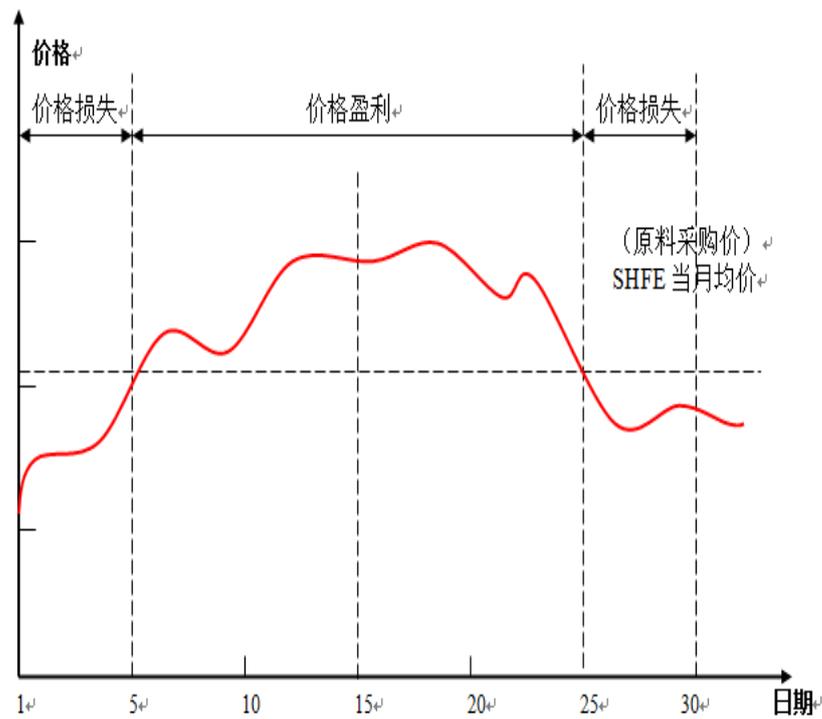
若铜价单边上
行：上半月点价
价格会低于当月
原料采购价格，
出现价格损失。
但下半月可能出
现价格盈利。



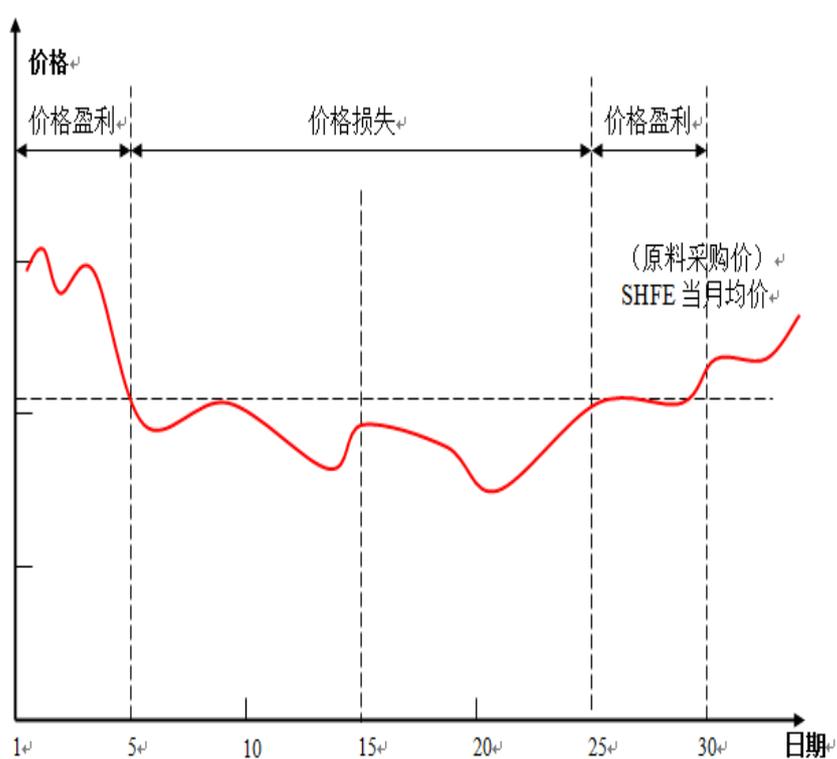
若铜单边下行：
下半月点价价格
会低于当月原料
采购价格，出现
价格损失。但上
半月可能出现价
格盈利。



若铜价先涨后
跌：月初和月末
可能会出现价格
损失。



若铜价先跌后
涨：月中可能会
出现价格损失。



(四) 效果评估

根据以上对企业销售作价期、发货期不同时间段保值方案的讨论，最大化的降低因铜价波动给企业带来的风险，此外，在合理操作的过程中也会给企业带来一定的额外收益。

综上所述，不同的企业利用期货市场的方法不尽相同，同一家企业在面对不同的生产销售过程中，也有不一样的操作方法，具体操作方法必须结合企业实际情况而定。只有了解了企业实际需求，科学的运用好期现两个市场，才能真正的做到为企业持续、稳定、长期的发展保驾护航！