

东吴期货套利报告

2012年4月

豆制品加工企业买入套期保值方案

2012年年初以来,受到南美大豆大幅减产的利好影响,以豆类为代表的农产品经历了一波轰轰烈烈的上涨行情,不但收复了去年下半年的跌幅,甚至部分强势品种已经创出新高。

面对豆类等农产品不断走高的情况,对于以大豆等农产品为原材料的加工企业是一个不小的冲击。上游原材料成本不断上涨,而下游产品的上涨却相对滞后,更有可能因为国家调控政策而上涨幅度受限。因此,农产品加工企业在遭受损失的同时,也应该认识到套期保值对企业的重要性。

一、套期保值的概念及原理

概念:套期保值就是在期货市场买进或卖出与现货数量相等但交易方向相反的商品期货合约,以期在未来某一时间通过卖出或买进期货合约而补偿因现货市场价格不利变动所带来的实际损失。也就是说,套期保值是以规避现货价格风险为目的的期货交易行为。

原理:现货市场与期货市场虽然是两个各自独立的市场,但由于某一特定商品的期货价格和现货价格在同一市场环境下,会受到相同的经济因素的影响和制约,因而一般情况下两个市场的价格变动趋势相同。加上期货交易的交割制度,保证了现货市场和期货市场随期货合约到期日的临近,两者价格趋于一致。套期保值就是利用这两个市场上的价格关系,分别在期货市场和现货市场作方向相反的买卖,取得一个市场上出现亏损的同时,在另一个市场盈利的结果,以达到锁定生产经营成本的目的。

二、豆制品加工企业买入套期保值的必要性

由于受到各种宏观因素以及基本面因素的影响,近几年大豆等农产品价格波动剧烈。据统计,最近三、四年间,国产大豆的年平均波动幅度在15%-20%。这对于以大豆为原材料的豆制品加工企业的生产经营是有巨大影响的。因为一旦上游原材料价格大幅上涨,企业的生产成本则大幅上升,而下游产品的价格变动相对滞后,且由于国家的宏观调控政策影响,上涨幅度受限,因此企业的经营是存在风险敞口。

因此,豆制品加工企业需要通过买入套期保值来规避因大豆价格上涨的风险来获得稳定的经营利润。买入套期保值,即企业认可目前的大豆价格,暂时又不需要更多的大豆,但又怕后市大豆价格上涨,那么企业可以先在期货市场上买入一定量的大豆期货合约。一旦如其所料,后市大豆价格上涨,企业可以通过直接交割,获得原先的低价大豆,也可以通过期货市场上平掉大豆合约,同时在现货市场上买入现货大豆,用期货市场上的盈利来弥补现货市场上的亏损,相当于获得原先的低价大豆;一旦出其所料,后市大豆价格下跌,那么企业同样是以原先的价格获得大豆,而不能获得因大豆价格下跌而形成的超额利润。**买入套期保值的目的,就是为了防止日后因原材料价格上涨而带来的亏损风险,而不能获得因原材料价格下跌带来的超额利润。**

由于今年南美大豆出现大幅减产,同时美国农业部预计今年美国大豆的种植面积也将进一步减少,再加上宏观面欧债危机的缓减,美国经济的不断复苏,预计今年豆类市场将出现一波较大级别的牛市行情。经过一季度的大幅上涨之后,南美减产的题材炒作也暂告段落,我们预计二季度豆类上涨势头将有所放缓,呈现高位整

理态势，甚至可能出现一定程度的调整，不过随着 6、7 月份北美天气炒作的开始，豆类届时将重新进入上涨通道。因此，对于豆制品加工企业来说，现阶段大豆价格的调整正是一个进入买入套期保值的良好机会。

举例：假设目前大豆现货价格 4000 元/吨，大豆期货 1209 合约 4500 元/吨，某豆制品企业两个月后需要 100 吨大豆，但其又怕后市大豆价格上涨而对其带来损失，因此该企业在目前就买入 10 手（10 手=100 吨）大豆期货 1209 合约。果不其然，两个月后大豆现货价格上涨至 4200 元/吨，而大豆期货 1209 合约上涨至 4700 元/吨，那么，该企业可在现货市场上以 4200 元/吨的价格买入 100 吨大豆，同时在期货市场上以 4700 元/吨的价格平掉 10 手大豆 1209 合约。经计算，相比于两个月前该企业以高于 200 元/吨的价格买入现货大豆，但同时在期货市场盈利 200 元/吨，因此期货市场上的盈利刚好弥补现货市场上的亏损，等于该企业仍然以 4000 元/吨的价格买入 100 吨现货大豆。这样该企业通过买入套期保值就规避了因原材料价格上涨而带来的风险。

时间	现货市场	期货市场
目前	4000 元/吨	4500 元/吨
两个月后	4200 元/吨	4700 元/吨
	亏 200 元/吨	赢 200 元/吨

三、豆制品加工企业买入套期保值方案

根据贵公司的实际经营情况，每个月需要购买 100 吨国产大豆，而目前大连商品交易所大豆期货的活跃合约分别为 1 月、5 月和 9 月合约，因此建议在上述三个合约分别买入 40 手（40 手=400 吨）大豆多单，即以 4 个月为单位分别进行买入套期保值。

举例：目前为 4 月份，大豆期货主力合约分别为 1301 合约，贵公司可在大豆 1301 合约上买入 40 手多单，为 5、6、7、8 四个月生产所需大豆进行买入套期保值。假设 4 月份大豆现货价格 4200 元/吨，大豆期货 1301 合约为 4600 元/吨；到 5 月份大豆现货价格为 4300 元/吨，大豆期货 1301 合约为 4700 元/吨，那么贵公司可以在现货市场上以 4300 元/吨的价格买入 100 吨现货大豆，同时在期货市场上以 4700 元/吨的价格平掉 10 手大豆 1301 合约；到 6 月份大豆现货价格 4400 元/吨，大豆期货 1301 合约为 4800 元/吨，那么贵公司可以在现货市场上以 4400 元/吨的价格买入 100 吨现货大豆，同时在期货市场上以 4800 元/吨的价格平掉 10 手大豆 1301 合约；到 7 月份大豆现货价格 4500 元/吨，大豆期货 1301 合约为 4900 元/吨，那么贵公司可以在现货市场上以 4500 元/吨的价格买入 100 吨现货大豆，同时在期货市场上以 4900 元/吨的价格平掉 10 手大豆 1301 合约；到 8 月份大豆现货价格 4600 元/吨，大豆期货 1301 合约为 5000 元/吨，那么贵公司可以在现货市场以 4600 元/吨的价格买入 100 吨现货大豆，同时在期货市场以 5000 元/吨的价格平掉 10 受大豆 1301 合约。

以此类推，当 8 月份时，大豆期货主力合约分别为 1305 合约，贵公司可在大豆 1305 合约上买入 40 手多单，为 9、10、11、12 四个月生产所需大豆进行买入套期保值；当 12 月份时，大豆期货主力合约分别为 1309 合约，贵公司可在大豆 1309 合约上买入 40 受多单，为明年 1、2、3、4 四个月生产所需大豆进行买入套期保值。

操作计划：

时间	现货价格	期货主力合约价格	操作	结果
4 月份	4200 元/吨	4600 元/吨	买入 40 手 1301 合约	现货市场 买入 400 吨大豆， 均价 4450 元/吨；期 货市场无 仓，盈利
5 月份	4300 元/吨	4700 元/吨	买入 100 吨现货大豆，卖出 10 手 1301 合约	
6 月份	4400 元/吨	4800 元/吨	买入 100 吨现货大豆，卖出 10 手 1301 合约	
7 月份	4500 元/吨	4900 元/吨	买入 100 吨现货大豆，卖出 10 手 1301 合约	

8 月份	4600 元/吨	5000 元/吨	买入 100 吨现货大豆，卖出 10 手 1301 合约	10 万元
------	----------	----------	------------------------------	-------

四、成本计算

以保证金率 10% 计算，1 手大豆所需保证金约 4700~5000 元。以 4 个月为单位进行买入套期保值，40 手大豆期货多单所需保证金： $(4700\sim 5000) \times 40 = 18.8\sim 20$ 万元。不过考虑到期货的波动性较大，从持仓安全角度出发，尽量控制所占用保证金量占总保证金量的 50% 以下，因此所需总保证金量至少为 40 万元

此外，以银行一年期贷款利率 6.56% 计算，资金成本位 $40 \text{ 万元} \times (6.56\% \div 12 \times 4) = 8720$ 元

五、套期保值可能的风险

1、资金管理风险。也叫现金流风险，主要体现在期货头寸发生浮动亏损时，企业被要求追加交易保证金，如果企业因资金紧张或亏损过大而不能及时补足，导致头寸被强行平仓，从而使整个套期保值归于失败。

2、交割风险。虽然期货交易中交割量仅占总量的 5% 以下，并且套期保值也并不一定进行交割了结，但是作为现货企业，在期货市场采购原料有利可图时，实物交割也是企业在套期保值中经常会遇到的问题。交割风险主要有以下几个方面：交割商品是否符合交易所规定的质量标准；交货的运输环节较多，在交货时间上能否保证；在交货环节中成本的控制是否到位；交割库是否会因库容问题导致无法入库；替代品种升贴水问题；交割中存在增值税问题等。

3、操作风险。是指由不完善的内部工作流程、风险控制系统、员工职业道德问题、信息和交易系统以及外部事件导致交易过程中发生损失。

4、基差风险。是指基差的不确定性。在实际运用中，期货价格和现货价格的变动不完全一致，基差是波动的，因而影响套期保值效果。比如商品在公布不平衡以及仓储等原因，特别是存在逼仓的情况下，可能导致基差变大。

5、流动性风险。是指套期保值者在期货市场上因交易合约缺乏流动性，导致所选定的期货合约无法及时以合理的价格达到建仓或平仓目的的风险。

六、后市影响大豆期货的因素

1、宏观政策。欧洲政局能否稳定，欧债危机能否获得有效解决；美国 QE3 是否会推出；中国是继续加强宏观调控，还是货币政策会有所放松。

2、南美减产。本年度南美地区遭遇严重干旱，大豆出现大幅减产，尽管目前南美大豆已经进入收割阶段，但由于阿根廷主产区遭遇霜冻天气，市场普遍预期南美大豆产量仍有进一步下调的可能。

3、美国播种面积。3 月底美国农业部公布了今年美国大豆播种面积的初值为 7390 万英亩，较去年减少 1.5%。不过 6 月底美国农业部还将公布今年美国大豆播种面积的终值，由于 4 月份美国大豆价格大幅上涨，有可能促使农民多种植大豆，因此今年美国大豆的播种面积仍存在较大变数。

4、生长期的天气情况。5、6、7、8 月份是大豆的主要生长期，因此该阶段的天气情况将对大豆作物的生长起到关键影响，也是市场重要的炒作题材。

5、中国的调控政策。中国是全球大豆最大的消费国也是最大的进口国，中国的进口量对全球大豆价格影响，至关重要。中国的进口量取决于中国的需求和政府的调控，由于中国的需求是刚性的，因此影响中国进口量的最为重要因素则是政府的调控。如果政府向市场放储，则将打压大豆价格。

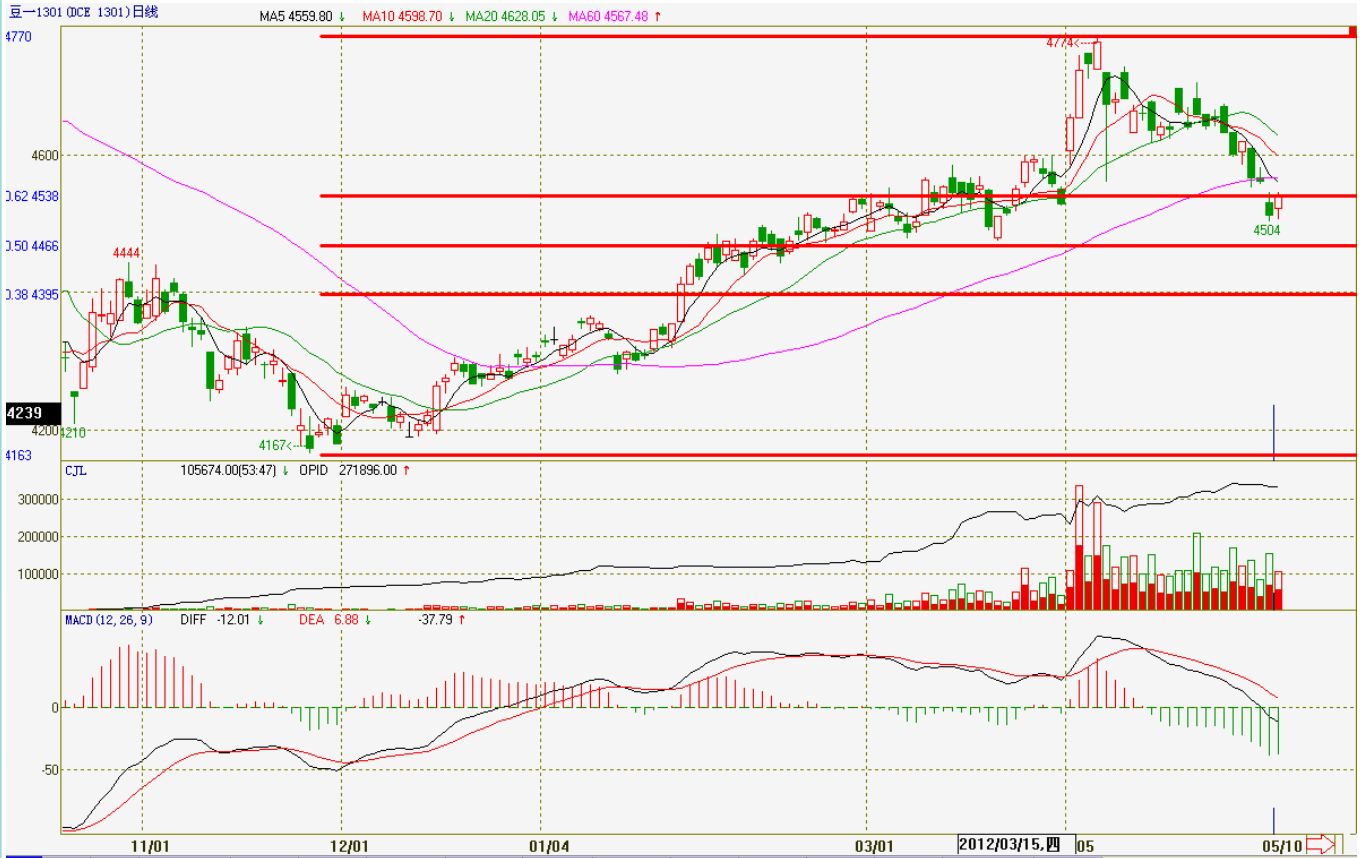
七、可能出现的亏损

根据贵公司实际经营情况，本次套期保值方案为买入套期保值，主要目的是为了防止日后因原材料价格上涨而带来的亏损风险。尽管我们通过分析，预期后市大豆价格上涨的可能性较大，但不排除价格下跌的可能性。一旦后市大豆价格下跌，那么贵公司在期货盘面上将出现亏损，但同样在现货市场上贵公司可以以更为便宜的

价格买入现货大豆，以弥补期货盘面上的亏损。

如果仅计算期货盘面亏损的幅度，我们通过黄金分割线进行预测，预计大豆 1301 下方第一支撑位在 4466 元附近，下方第二支撑位在 4400 元附近。那么假设在 4600 元买入 40 手 1301 合约，当价格跌至第一支撑位时期货盘面最大亏损为 53600 元，当价格跌至第二支撑位时期货盘面最大亏损为 80000 元（实际亏损应小于最大亏损，因为每个月贵公司都将在现货市场上买入 100 吨大豆，同时在期货市场上平掉 10 手大豆）。

大豆期货 1301 合约走势图



东吴期货 研发部	
传真: 021-6312 8383	E-mail: yanfa@dwqh88.com
周波	研发部经理, 钢材资深分析师
电话: 021-6312 3060	E-mail: zhoub@dwqh88.com
宋露	经济作物资深分析师
电话: 021-6312 3063	E-mail: songl@dwqh88.com
王平	农产品资深分析师
电话: 021-6312 3065	E-mail: wangp@dwqh88.com
吴文海	能源化工资深分析师
电话: 0512-6293 8107	E-mail: wuw@dwqh88.com
叶斐	钢材分析师
电话: 021-6312 8039	E-mail: yef@dwqh88.com
王凌	分析师
电话: 0512-6293 8535	E-mail: wangling@dwqh88.com
丁磊	助理分析师
电话: 0512-6293 8107	E-mail: dingl@dwqh88.com
彭春晖	助理分析师
电话: 021-6312 3067	E-mail: pengchh@dwqh88.com

免责声明

东吴期货系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。