

## PTA 期货套保中打破传统角色定位问题的研究

2010 年 11 月 16 日 星期二

在传统的期货套期保值理论中，生产商是天然的空头套保角色，消费商是天然的多头套保角色，贸易商则是扮演价差套利的角色。这个理论被期货从业者当做铁律，不断灌输给企业套保客户。经过对郑州商品期货交易所上市的精对苯二甲酸（简称 PTA）期货相关现货企业套保情况研究发现，PTA 生产商和消费商在实际套保中角色不断转换，非常灵活，多数企业的操作还是成功的。笔者认为，套保客户多空角色的选择不是简单取决于它是生产商还是消费商，而是取决于它的商业习惯及有期货套保需求时的市场环境。

### 原华联三鑫破产重组是因为期货上套保角色定位错吗

提起 PTA 期货套保角色定位问题，大家一定会马上举出 2008 年三季度国内特大型 PTA 生产商——浙江华联三鑫石化有限公司（现更名为绍兴远东石化有限公司）在 PTA809 合约大举做多而导致破产重组的案例。我们简单回顾一下当时的情况，在 08 年 10 月金融危机爆发前国内化纤纺织业已经显出疲态，上游 PTA 价格处在从 6 月份万元大关的回落调整过程中。当时主力资金凭借资金实力逆市做多，导致 TA809 合约到期交割价高出现货价近 1700 多元/吨，主力多头也强行接下了 20 万吨的 PTA 现货。在 08 年 10 月国庆后爆发的金融危机中，PTA 期现货价格暴跌近 40%，原华联三鑫石化宣布停产，最终大股东受让股权被迫重组更名。当时媒体报道一边倒认为是期货上套保角色定位错误导致了原华联三鑫的破产重组。似乎反过来认为当时如果华联三鑫在 PTA 期货上卖空套保不但不会破产重组，还会躲过金融危机的冲击。事实上是这样吗？根据笔者了解的实际情况，如果当时华联选择卖空套保依然会破产重组。08 年 10 月后的单边下跌已经成为市场一致看空的无量下跌，即使卖空套保头寸也将在三个停板后面临强势减仓的问题，对于年 PTA 产能在 180 万吨的工厂来说，系统性下跌行情中持仓量大幅下降，缺少对手盘，卖空套保只能起到杯水车薪的作用。当时行业类上下游多数企业都因资金链问题面临破产的危机。原华联三鑫 PTA 年产能高达 180 万吨，20 万吨最多相当于该企业一个多月的产量。PTA 生产企业多采用合同货销售的模式，下游消费商（聚酯客户）有固定的采购需求，企业只需停产一个月，即可消化掉多出的产品库存，况且当时该企业已经将交割后的现货提前预销售给了杭州一家化纤企业。导致原华联

三鑫破产重组的根本原因是 08 年政府为遏制高通胀，严厉的货币紧缩政策导致企业流动资金高度紧张，再加上金融危机爆发后下游需求短期内迅速萎缩彻底击垮了企业。期货套保上的角色错位只是引爆企业资金链紧张的一个导火索，而非导致破产重组的根本原因。

### 合同货销售模式是 PTA 行业独特的商业习惯

PTA 行业自诞生那天起就采用了延续至今的合同货销售模式。这种模式对于 PTA 生产商和消费者选择在期货上如何套保影响巨大。PTA 生产商为保证产销平衡，稳定销售渠道，PTA 工厂几乎全部以工厂到工厂的合同货销售为主。下游聚酯工厂为保障生产部门稳定的原料供应，也普遍采用了高度依赖合同货的模式。主要原因是 PTA 和聚酯工厂规模普遍很大，不出现停产检修情况，将一年 24 小时连续化生产。如果没有稳定的采购和销售渠道，连续化生产难以维系。国内 PTA 产能的 50%集中在 5 家左右的生产商中，PTA 供需关系总体处在平衡状态，生产商定价能力远远强于下游聚酯工厂。主要体现在需求旺盛时，采用利润定价法；需求低迷时，采用成本定价法。买卖双方多采用每月一次的合同货结算价形式。现货价交易的流通量最多只占总流通量的 20%左右。

### PTA 生产商的多头套保角色

在合同货销售模式下，PTA 生产商每月有稳定的销售量且有较强的定价权，在期货上卖空套保的意愿很弱，反倒是因自身生产问题出现供给不足或者期货现货市场货源成本更低的情况下，会扮演买入套保的多头角色，去现货或期货市场接过货源，再出售给自己下游客户（注：因 PTA 生产技术有垄断性，各 PTA 生产商的产品品质接近，通用性强）。

例 1：2009 年 3-4 月份因受国际金融危机冲击，国外炼油厂多通过降低产能或停产的方式停产检修，导致 PTA 上游原料 PX 产量大幅下滑，PTA 生产商多面临原料紧张开工率低下的问题。国内某大型 PTA 工厂经历 08 年原料 PX 过山车走势后，09 年降低了 PX 合同货采购比例。当国内聚酯客户需求增加时，因 PX 供给紧张，该工厂在现货市场无法采购到足够的原料 PX，生产被迫中断。为保障 4 月下旬客户合同货供应，决定在 PTA 现货市场采购 10000 万吨货物。因现货市场社会库存有限，一旦该 PTA 工厂入市采购必然导致现货价大涨，为转移价格上涨风险，决定在流动性很好的期货上先买入套保，套保时间截止 4 月 22 日，到时无论价格涨跌，期货头寸准时平仓了结，不考虑实物交割。

#### 2009 年 4 月 9 日-4 月 20 日某 PTA 工厂买入套保过程

	现货市场	期货市场	备注
4 月 9 日	江浙 PTA 现货价 6800 元/吨	以 6670 元/吨买入 2000 手 TA909 合约	开仓

4月20日	江浙PTA现货价7300元/吨	以7172元/吨卖出2000手TA909合约	平掉所有持仓
小计	现货分批平均采购成本7000元/吨， 相比月初上升400元/吨	期货盈利：502元/吨	期货手续费2元/吨忽略
合计	该企业PTA实际采购成本为7000-502=6498元/吨，向下游聚酯客户09年4月销售价格7300元/吨，实际盈利为7300-6498=802元/吨。		

说明：该例子打破了常规理论中生产商不应该做买入套保的要求。该工厂因采购不到原料而被迫停产，同时需要按合同要求向客户如期供货，被迫进入现货市场采购，因现货市场供给偏紧，大单采购必然推高价格，为了规避采购成本上升风险，该企业分批在现货市场采购，同期在期货市场买入套保，采购完成时期货一次性全部平仓，有效降低了实际采购成本。将采购到的PTA货物按4月行业结算价7300元/吨销售给客户，净利润达到802元/吨。该案例中，PTA工厂实际扮演了贸易商的角色，首先签订了销售合同，自己无法生产出产品，直接去现货市场寻找货源采购，再向客户出售。期间的买入套保并未给企业带来风险，相反有效规避了自身现货市场采购风险。

### PTA消费商的空头套保角色

PTA 消费者——聚酯工厂每月有稳定的PTA供给量，消耗量也相对稳定。按常规面临最大的风险来自于PTA价格上涨，但实际当中因聚酯工厂因规模较大和连续化生产，为保障生产部门原料供给稳定，实际采购量远高于销量，安全库存比例一直较高，原料库存贬值风险也很大。以20万吨的聚酯工厂为例，按月平均85%开工率计算，每月PTA实际消耗量为1.4万吨。按行业惯例，企业安全库存要达到10-15天，需增加PTA采购量4660-6990吨，折中一下取5500吨。只要聚酯工厂持续生产，每月至少会沉淀5500吨的PTA库存量。目前行业规模已经由20万吨向40万吨提升，企业PTA的安全库存量还要翻倍。08年的大跌行情，PTA及下游聚酯产品价格一齐暴跌，不少企业因每年9-10月是纺织传统销售旺季，在国庆前备了大量高价原料，后来损失惨重，如果能对原料库存及时做卖空套保，将大幅减少损失。利用PTA期货卖空套保除可以对冲原料库存风险外，还可帮助企业对冲现货采购风险。

例2：苏州某聚酯工厂因资金实力雄厚，采用合同货与现货结合的采购模式，每月PTA采购量（含安全库存）在1.5万吨，通过合同货采购1万吨，通过现货市场采购5000吨。2009年6月中旬PTA期货价格在6800附近反复窄幅震荡，多空争夺处于白热化状态。现货价在6700-6900元/吨区间震荡，市场对后市分歧严重。该聚酯按采购计划，该企业需要在现货市场采购5000吨PTA，否则下旬原料库存将紧张，但当时企业产品销售低迷，购买PTA现货后害怕继续下跌造成损失，因此犹豫不决。后来经期货人士建议，一边购入现货，一边在期货TA909合约上卖空套保，

一旦期货走势选择向上突破，立即全部平掉套保头寸，如果 PTA 期货选择向下突破，套保头寸继续持有，等这批现货全部消化后，再全部平掉套保头寸。结果 6 月 30 日 PTA 期货放量向上突破，当天立即平掉所有卖空套保头寸。

### 2009 年 6 月 5 日-2009 年 6 月 30 日某聚酯工厂卖空套保过程

	现货市场	期货市场	备注
6 月 5 日	采购现货 PTA5000 吨，价格 6800 元/吨	以 6850 元/吨卖出 1000 手 TA909 合约	开仓
6 月 30 日	PTA 现货价 7050 元/吨	以 6960 元/吨买入 1000 手 TA909 合约	平掉所有持仓
小计	现货价上涨 205 元/吨	期货头寸平仓盈利: -110 元/吨	期货手续费 2 元/吨忽略
合计	期货与现货盈亏对冲后，客户现货实际采购成本为 $6800+110=6910$ 元/吨，相比 6 月 30 日现货价 7050 元/吨节省 $7050-6910=140$ 元/吨。		

从以上两个真实案例中，我们看到生产商和消费商并未拘泥于自身的固定角色，根据实际情况采取灵活的套保策略，均达到了预期效果。因此套保客户多空角色的选择不是简单取决于它是生产商还是消费商，而是取决于它的商业习惯及有期货套保需求时的市场环境。这要求期货从业人员在与套保客户接触中，要深入分析客户的敞口风险，打破僵化思维，根据实际市场情况协助客户制定切实可行的套保方案。

单位名称: 东吴期货有限公司

作者: 吴文海

部门及职务: 研发部能源化工研究员

联系地址: 上海市黄浦区西藏南路 1208 号 6 楼 (200011)

电话: 0512-53353331 18606263595

邮箱: wuwh@dwqh88.com

日期: 2010 年 11 月 16 日





## 东吴期货有限公司

### 东吴期货 研发部

传真: 021-6312 8383	E-mail: yanfa@dwqh88.com
<b>周波</b>	研发部经理, 钢材资深分析师
电话: 021-6312 3060	E-mail: zhoubo@dwqh88.com
<b>宋露</b>	经济作物资深分析师
电话: 021-6312 3063	E-mail: songl@dwqh88.com
<b>王平</b>	农产品资深分析师
电话: 021-6312 3065	E-mail: wangp@dwqh88.com
<b>吴文海</b>	能源化工资深分析师
电话: 0512-5335 3331	E-mail: wuwh@dwqh88.com
<b>吴铮</b>	股指期货资深分析师
电话: 021-6312 3061	E-mail: wuzh@dwqh88.com
<b>王伟</b>	技术资深分析师
电话: 021-6312 3026	E-mail: wangw@dwqh88.com
<b>王秀军</b>	金融衍生品分析师
电话: 021-6312 3067	E-mail: wangxj@dwqh88.com
<b>冯珂</b>	宏观策略分析师
<b>叶斐</b>	钢材分析师
电话:	E-mail: yef@dwqh88.com
<b>王晓寅</b>	技术分析师
电话:	E-mail: wangxy@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。