

策略报告

2023年9月22日

中银期货研究部

谷霄

投资咨询号：Z0017009

从业资格号：F03091985

联系方式：021-60816204

一种套期保值策略方案 ——以甲醇买入套保为例

摘要：

传统的套期保值策略基于两个基本假设：期货和现货的价格波动方向相同且价格最终趋于一致。然而在大多数的套期保值实际操作中，由于局限于对期货工具的使用，企业要被动承受因期现价差波动幅度大导致的基差风险，以及因基差暂时不回归而被迫移仓导致的月差风险等。

为解决上述问题，本文以某企业的甲醇买入套期保值操作为例，总结了企业在套期保值操作中可能面临的各种风险。在结合基本面分析以及综合运用期货和期权等金融工具的前提下，提出一种套期保值策略方案，以及相应的企业套期保值业务管理方案。

风险提示

宏观经济出现系统性风险，导致甲醇供需面受到外生冲击扰动，甲醇基差出现大幅波动。

目录

1. 企业基本情况及套保成本.....	3
1.1 企业基本情况.....	3
1.2 套期保值及交割成本.....	3
2. 套期保值风险分析.....	4
2.1 基差风险.....	4
2.2 地域价差风险.....	5
2.3 月差风险.....	6
2.4 合约流动性风险.....	7
2.5 产业基本面风险.....	7
3. 套期保值策略框架.....	8
3.1 一般套期保值策略.....	8
3.2 套期保值优化策略.....	10
4. 套期保值业务管理架构和交易管理流程.....	12
4.1 套期保值业务管理架构.....	12
4.2 套期保值交易管理流程.....	14
风险提示	14

1. 企业基本情况及套保成本

1.1 企业基本情况

企业信息：某企业采购甲醇原料项目。

采购地点：华东。

采购产品：甲醇。

采购数量：N 万吨/年。

套保方式：买入套保。

1.2 套期保值及交割成本

根据郑州商品交易所给定的《甲醇期货交割费用明细》和《质检机构检验费用》，我们假设该公司采用轮船运输方式单批次买入交割 1 万吨甲醇。并且按照行业的经验，假设公司从收到仓单到注销仓单并运输出库平均需要 7 天时间。通过计算我们可以得到该公司买入甲醇交割的单吨成本为：

$$\begin{aligned} \text{单吨买入交割费用} &= \text{仓储费} + \text{交割手续费} + \text{交易手续费} + \text{出库费} + \text{检验费} \\ &= 2 * 7 + 0.5 + 0.3 + 10 + 3700 / 10000 \\ &= 25.17 \text{ 元/吨} \end{aligned}$$

在实际交割决策中，如果企业需要比较现货买入和期货交割买入二者经济性的高低，那么企业在计算期货买入交割成本时，就需要根据客观情况，将期货价格和单吨买入交割费用加总后，再进行比较。另外由于甲醇期货仓单是非通用仓单，如果交割所得仓单注册地为有交割贴水地区，则企业需要根据当地甲醇贴水幅度，以及交割地到企业所在地之间的实时运费，来综合计算交割所得甲醇现货的成本价格。

$$\text{综合成本价格} = \text{买入期货价格} + \text{贴水} + \text{单吨买入交割费用} + \text{交割地至企业所在地实时运费}$$

2. 套期保值风险分析

套期保值在理论上是无风险套利交易，期货市场的实物交割制度保证了到期交割时，期货价格会向现货价格回归。但是在实践中，因为种种潜在风险的存在，套期保值不一定会达到理论上的效果。因此，在进行套期保值操作之前，企业应该对潜在风险做一定的评估和准备。

2.1 基差风险

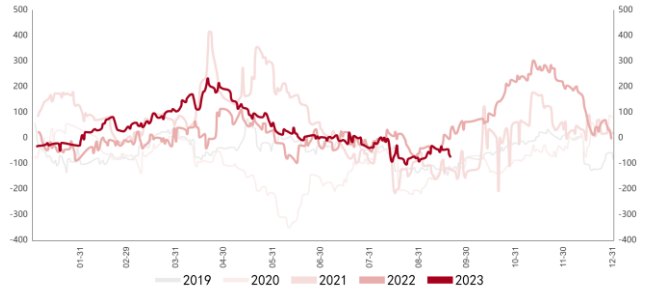
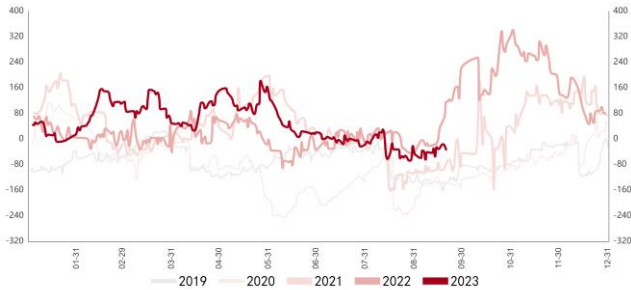
企业在套期保值业务中，所面临的基差风险主要体现在两个阶段。首先在进入交割月前的阶段，由于期现价差的异常波动，企业期货账户可能会由于基差向对企业不利方向拉大，而出现较大浮亏。此时企业可能会由于现金流紧张而不能及时补充保证金，进而导致期货端爆仓，同时现货端风险敞口暴露。

另一阶段是在进入交割月后，一方面可能由于现货市场可交割货源不足，期货逼仓导致基差异常偏低；一方面可能由于可交割货源市场认可度不高，期货仓单价格低于现货市场价格，导致基差异常偏高。两种情况都会导致进入交割月后，期货和现货价格不回归的情况发生。这就会给企业套期保值交易带来基差风险。下图中我们展示了甲醇华东和华南现货基差的历史季节性走势。从图中可以看到，甲醇华东和华南基差出现上行风险的概率较小，但是走势较为极端。从季节性规律来看，甲醇华东和华南基差上行的时期多发生与四季度。

对于买入套期保值企业，基差位于高位有利于企业在期货盘面买到相对便宜的货源。然而如果基差过度上行，则买入套保企业期货端出现爆仓情况的概率就会大大增加，此时企业需要对基础套保策略做一定优化；在基差大幅下行中，由于现货价格经济性更好，买入套保企业应适当降低套保仓位，对于额外暴露的风险现货风险敞口，可以用其他金融工具或策略优化。近几年随着交易所交割制度的完善，例如厂库以及信用仓单交割等制度的推出，期现价差背离导致的基差风险事件已很少发生。不过企业对此特殊情况应有足够预案。后文笔者将对基差风险的优化策略做进一步介绍。

图表 1: 甲醇华东现货与活跃合约基差 (元/吨)

图表 2: 甲醇华南现货与活跃合约基差 (元/吨)



资料来源: WIND, 中银期货

2.2 地域价差风险

由于不同地域供需格局有差别, 甲醇在不同地区现货价格存在一定差异。传统上我国甲醇产能集中于内陆地区, 而主要消费地位于沿海地区, 因此国内甲醇市场价格呈现内地低, 港口高格局。

由于甲醇自身产品特性的原因, 甲醇现货价格在不同地区差别较大。当某一可交割地区因为地区性因素导致当地甲醇现货价格低于盘面减贴水价格时, 该地区企业会倾向于在当地注册仓单并卖出交割。这会导致期货价格在进入交割月后向该地区现货价格回归。而买入交割企业则必须承担, 可能在该地接货带来的地域价差风险。虽然交易所通过交割规则中交割升贴水的设置部分规避了这种风险, 但是在实际操作中也不能排除, 买入交割企业的仓单地点与生产企业所在地不一致情况的发生。

从交易所甲醇交割仓库的设置来看, 甲醇的 0 贴水的仓库主要分布在沿海港口地区, 而内地甲醇交割仓库普遍贴水。在下图中笔者分别统计了 2021 年和 2022 年甲醇不同贴水仓库年度累计仓单占总累计仓单数的比例。结果显示, 甲醇期货绝大多数仓单都是注册在 0 贴水的沿海港口交割库, 仅少量仓单注册在贴水 200 或 260 的内地仓库。

本文企业作为买入套保参与者若进行买入交割, 根据历史经验, 企业大概率会交割到沿海港口地区仓库的现货, 同时也存在交割到内地仓单的可能。因此, 企业理性的选择不进行实物交割, 这样可以避免承担潜在的地域价差风险。然而, 在不考虑期货实物交割的情况下, 企业也可以利用地域价差中于己有利的一面, 通过地域套利交易, 降低现货采购成本。在地域价差超过运

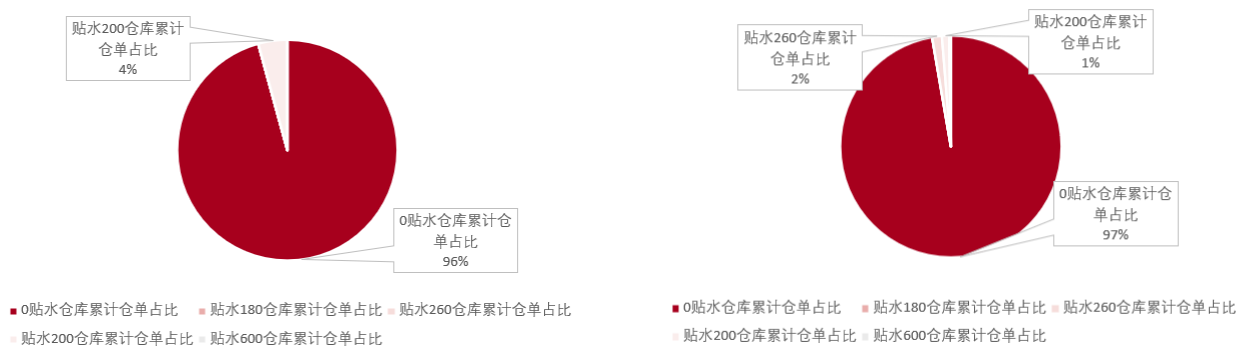
费和其他成本条件下，企业可以选择从内地市场采购原料，以降生产成本。

图表 3：甲醇交割仓库和厂库汇总

	地区	升贴水	城市、企业
交割仓库	江苏省仓库	0	太仓市、南通市、如皋市、常州市、靖江市、苏州市、仪征市、江阴市、泰州市
	广东省仓库	0	东莞市、广州市、东莞市
	江苏省仓库	-180	连云港市
	河北省仓库	-200	唐山市
保税交割仓库	广东省仓库	0	广州港
	江苏省仓库	0	张家港
交割厂库	河南省企业	-200	中原大化
	山东省企业	-200	兖矿煤化、联泓
	河北省企业	-260	定州天鹭
	内蒙古企业	-600	博源、新新能源
	浙江、江苏、上海企业	0	太仓、张家港、南通、江阴、常州五个地区的甲醇仓库
	上海市企业	0	广东省东莞、广州南沙区、珠海和福建泉州、厦门五个地区甲醇仓库
	福建省企业	0	广东省广州南沙区、东莞和福建省福州、厦门、泉州、莆田六个地区甲醇仓库

资料来源：郑州商品交易所，中银期货

图表 4：2022 年甲醇不同贴水仓库累积仓单占比 (%) 图表 5：2021 年甲醇不同贴水仓库累积仓单占比 (%)



资料来源：郑州商品交易所，中银期货

2.3 月差风险

由于期货不同月份合约的活跃度不同，买入交割企业很难完全按照企业的实际生产和采购日期需要，在不同月份上平均分配买入套保头寸。在实际操作中，企业不得不将更大比例的买入套保期货头寸分配到相对活跃的 1 月、5 月和 9 月合约上。由此，企业在管理不同月份合约头寸

移仓换月的时候，可能会由于合约间价差的存在，而产生移仓换月的损失风险。对于买入套保企业来说，当月差呈现近月贴水结构时，多头头寸会由于向远月的移仓而产生价差损失。

为应对月差风险，企业应选择优化不同月份合约的头寸分配比例。在月差结构呈现近月贴水时期，企业需要分析月差结构未来可能的变化方向。如果分析的结果认为近月贴水的幅度还会进一步加深，那么企业应该将更大比例的买入套保头寸配置到远月合约上；反之，当分析的结果认为近月的贴水幅度会减小，那么企业应将更大比例的买入套保头寸配置到近月合约上。此外，在完成买入套保基础头寸配置后，月差结构出现了于企业不利的变化时，企业也可以用期权或其他月差结构更有利的品种，对套保头寸做进一步优化。后文的策略框架部分将对此做进一步介绍。

2.4 合约流动性风险

历史上我国商品期货市场投机交易占比较高，这导致期货合约连续性较差，主力合约集中在1月、5月和9月三个合约上。近些年交易所在促进合约连续性上不断做出制度安排，采取引入做市商，修正交割制度等手段，提升了期货市场产业资金套期保值交易的占比。

目前国内期货合约连续性已经有所提升，除去传统的1月、5月、9月合约相对活跃外，近月的3-4个月的合约流动性也明显提升。因此，若企业积累了较多的套期保值头寸，且在近月合约上面临流动性不足风险时，建议企业可以按照不超过甲醇期货各个月份合约持仓量的10%的比例，在临近月的几个合约上均匀配置买入套期保值头寸，以减小出现因流动性不足导致交易冲击成本过高的概率。

2.5 产业基本面风险

在完成基本的买入套期保值头寸配置规划后，企业应开始评估和跟踪甲醇基本面强弱变化。我们认为，品种基本面的变化也会对套期保值的效果有比较大的影响。在基本面有利的情况下，基础的买入套保头寸就能够满足企业风险管理的需要；而在基本面不利的情况下，坚持持有基础的套期保值头寸可能会事倍功半。

例如，当品种基本面处在高估值，且供需偏弱的状态下时，企业再行买入保值，可能会承受后续基差和月差向与企业持仓不利的方向波动的风险，是为产业基本面风险。笔者在前期报告中，曾对甲醇期货基本面分析方法做过详细介绍，因此本文仅作简述。

在基本面的分析过程中，我们建议企业可以从估值和驱动两个维度考察甲醇基本面的强弱

变化，并将能够代表甲醇基本面不同因素强弱程度的若干个指标进行量化，最终构建一个能够表征基本面强弱程度的可视化指标。企业可以将买入套期保值持仓比例，根据基本面强弱，规划为85%—100%之间的若干个档次。如下表所示，在基本面偏强的状态下，直接持有买入套保头寸对企业较为有利，此时建议将买入套保比例设置到较高水平；在基本面偏弱状态下，则建议调低买入套保持仓比例。对于因调低买入套保持仓比例，而额外暴露的现货风险敞口，企业可以根据策略框架做进一步的优化。

在后文的策略框架中我们提出，当基本面条件不适合买入套保时，企业也可以将部分买入套保持仓，优化置换到其他相关期货品种上，从而构成一个跨品种的套期保值策略。为此，企业除了要对套保品种做基本面分析外，对产业链上下游相关品种的基本面变化也须有一定掌握。通过分析，企业一方面可以通过掌握产业链各个品种基本面的边际变化，预判甲醇自身基本面的潜在风险；一方面可以在甲醇自身基本面不适合做买入套保头寸时，将买入套保头寸配置到产业链上下游中更加适合的品种上，实现套保效果最大化。

图表 6：不同基本面状态预期下的买入保值持仓比例

基本面强弱指标	持仓比例
偏强	95-100%
中性	90-95%
偏弱	85-90%

资料来源：中银期货

3. 套期保值策略框架

3.1 一般套期保值策略

基于以上对企业风险敞口以及套期保值操作风险的分析，我们有针对性地提出了一套套期保值策略方案。在传统的套期保值模式中，套期保值的操作需要遵守“数量相当、方向相反、品种相近”的三个原则。在理想状态下，对于承受原料价格空头风险敞口的下游生产企业，若在有利阶段签订产品订单，那么当原料价格低于订单成本参考价 C 时，就应择机通过期货或现货远

期货市场，买入订单规定数量的原材料锁定生产和销售利润。企业完成一次买入套期保值操作。

但是在实际经营中，企业常由于种种原因难以提前确定订单成本，那么企业对原料采购部门的考核，就倾向于参考其实际采购均价相对月度或年度现货均价的高低。假设在每一个采购周期即一个月内，存在一个事前未知的，以月度现货均价代表的成本价格 C 。若企业提前预判到价格 C 的值，则可以在现货或期货价格低于 C 时，加大采购力度；在现货或期货价格高于 C 时，减少采购力度。但是在这个过程中，企业须承担预判错误的风险，因此这种操作属于投机范畴。

如果企业不预判月度均价，而是以每日实际价格平均采购，那么最后采购均价就一定等于或接近月度均价 C 。此时采购部门也没有取得超额利润。由于在进行保值操作时，企业没有可供参考的预期生产成本价格，也不可能了解未来的市场均价。因此，在基础的策略中，我们建议企业仍以平均节奏买入甲醇原料。只是在加入期货工具后，企业可以通过对基差的判断，在期货和现货两个市场中择低采购，在不承担投机风险的条件下，尽量使实际采购成本低于周期内均价。

按此操作，企业应首先计算当地甲醇现货价格相对期货价格的基差水平，以及过去五年以上历史的基差季节性波动区间，判断当前是否有利于进行买入套期保值操作。在下表中，笔者计算了过去十年国内甲醇不同地域现货价格，相对期货活跃合约价格的基差统计指标。表中显示，首先华东和华南地区作为甲醇期货的主要交割区域，二者基差波动规律趋于一致；其次，华东地区基差的均值和标准差相对最小，因此甲醇期货价格被认为是以锚定华东地区甲醇现货价格为主；最后，华东和华南地区基差都有明显的正偏以及尖峰肥尾特征，因此对基差正套交易者，其收益特征常有频繁的微小损失和少数的极端收益特点；而基差反套交易者或买入套期保值交易者，其持仓的收益特征则恰好相反。

图表 7：甲醇不同地域现货相对期货活跃合约基差统计指标

	样本数	最小值	最大值	1/4 分位数	中位数	3/4 分位数	平均值	方差	标准差	偏差	变异系数	偏度	峰度
华东地区	2,891	-236.00	887.00	-23.00	35.00	120.00	68.52	23,807.58	154.30	108.54	2.25	1.69	3.98
华南地区	2,891	-345.00	1,036.00	-42.00	18.00	121.00	65.77	34,291.65	185.18	131.89	2.82	1.68	3.91
华北地区	2,891	-646.00	468.00	-357.00	-263.00	-153.00	-249.83	25,697.81	160.31	125.55	-0.64	0.46	0.50
西北地区	2,854	-911.00	505.00	-547.00	-404.00	-290.00	-413.69	37,505.86	193.66	152.52	-0.47	0.21	0.49
山东淄博	2,538	-611.00	426.00	-234.00	-143.00	-36.00	-132.73	22,633.50	150.44	118.87	-1.13	0.29	0.23
山西地区	2,534	-777.00	397.00	-432.75	-323.00	-208.25	-316.22	28,974.59	170.22	133.90	-0.54	0.36	0.43
内蒙古地区	2,520	-876.00	295.00	-546.25	-424.00	-300.00	-415.98	30,987.38	176.03	141.28	-0.42	0.25	-0.05
陕西地区	2,501	-885.00	947.00	-448.00	-324.00	-202.00	-322.64	40,309.71	200.77	152.59	-0.62	0.55	2.23

资料来源：WIND，中银期货

对于本文所指的，没有原料成本价格参考的买入套保型企业，如果当前的华东地区基差水平处于历史同期区间的偏低位置，企业在现货市场上进行买入就是更优的选择；反之如果基差水平位于历史同期区间的偏高位置，则买入期货活跃合约进行套期保值就是更优的选择。在实际操作中，由于华东基差在统计上呈现正偏以及尖峰厚尾特征，基差出现正的极端值的可能性更大，因此企业可以将触发进行买入套保的基差阈值设置的更高，例如设置为均值加上一倍标准差的水平，即 222.8 元/吨。

由于实际的买入交割成本偏高，且要面临地域价差等风险，因此在多数情况下，不建议企业进行实际的买入交割。在买入套保之后，若基差重新回到历史同期波动区间的偏低区域，建议企业宜将期货多头平仓，同时买入现货，并完成一次现货成本优化。然而，如果在买入套保后基差没有回落，且期货合约面临到期交割，那么企业就应将期货头寸向远月移仓。等待后续基差回归后，在进行现货置换期货的操作。

以上即为我们建议的一般套期保值操作策略。在一般策略中，由于基差风险和月差风险的存在，买入套期保值操作效果可能会面临较多不确定性。例如在上文提及的将买入套保头寸向远月移仓的过程中，若远月升水近月，则移仓过程中企业须承担月差损失。为此，在下文中我们提出一套基于产业基本面的，综合运用期货和期权工具的套期保值策略优化方案。

3.2 套期保值优化策略

在策略框架中，我们针对一个品种考察三方面的情况。首先是企业所承担的现货风险敞口方向；其次是现货品种基本面的估值高低状态；最后是现货品种基本面的驱动方向。

对于具有现货空头风险敞口的企业，若不进行基本面的估值和驱动因素分析，在一般的套期保值策略中，企业应直接进行买入套期保值操作。但是在本策略框架中，仅当现货品种处于非高估值，且驱动向上、近月升水的状态下，企业才应考虑进行全额的买入套期保值操作。我们认为，对于有空头风险敞口的企业，可以将一般的买入套保策略理解为常态化策略。即企业在大部分时间将大部分风险敞口，使用一般的买入套保策略规避风险，而将少部分现货风险敞口用于优化。用于优化的风险敞口比例，应因企业风险承受能力不同而有一定差异。下文笔者将模拟不同情景来对优化策略进行介绍。

在近月贴水状态下，当面临短期内基差未回归，且近月即将到期需移仓换月时，买入套期保值者就要承担因远月合约价格更高，而导致的多单成本提高的风险，此即为月差风险。此时，可

以考虑对期货多头头寸进行管理以降低移仓损失。我们针对两种不同情景给出优化方案：

近月贴水情景一：此时品种的基本面估值已经处于低位，对于参与买入套保的企业，标的合约价格 L 相对企业下游产品的价格已处于相对低位，按此价格企业已经可以取得合理的生产或销售利润。此时买入套保企业可以将一定比例的多头期货头寸转变为，近月的执行价为 L 期权费为 P_1 的卖出看跌期权头寸。若在看跌期权存续期内，期货价格继续下跌，并最终在期权到期日时期货价格 P 低于 L ，此时期权变成实值期权，并触发看跌期权的多头行权。行权后，企业将持有成本为 $X-P_1$ 的期货多头头寸，此时企业的买入套保成本要低于直接持有期货多头头寸的成本。

然而，若在企业持有卖出看跌期权期间，期货价格由于已经处于低估状态，而没有进一步下跌，直至期权到期。那么企业就可以完全获得期权费收益 P_1 。并且在下一个月份的期权合约上，企业可以继续以期权费 P_2 卖出看跌期权。随时间推移，要么由于期货价格下跌而触发看跌期权行权，企业将套保多头头寸成本变成 $X-P_1-P_2-\dots-P_N$ ，从而实现优化多头持仓成本的目的；要么因期货价格上涨，品种估值进入非低估阶段，此时进入近月贴水情景二。

近月贴水情景二：此时品种的基本面估值已经脱离低估区间，估值已经处于偏中性或偏高估状态。此时，若仍进行情景一的卖出看跌期权操作，则由于品种估值偏高，极易因估值的均值回归引起期货价格下跌，从而触发看跌期权的多头行权。同时在品种高估值状态下，可选的看跌期权执行价对企业未必划算。因此，在此情景下，卖出看跌期权并非最优选择。

此时，笔者建议企业可以采取跨品种的套期保值策略实现持仓成本的优化。即通过梳理寻找产业链上下游中，基本面相对低估，同时驱动向上（近月升水）的品种，进行跨品种的买入套保操作。此种策略的好处在于，一方面由于两个品种的基本面估值存在高低差异，二者在长期内存在均值回归的驱动力。通过跨品种套利套保，企业可以赚取均值回归收益。另一方面由于所选品种处于近月升水状态，长期内即使均值不发生回归，企业也可通过将多头头寸向更远月合约移仓，等待估值均值回归，并赚取月差收益。一种例外情况是，若在对产业链相关品种的基本面梳理后，企业没有找到同时满足低估且近月升水的备选品种时，则买入套保头寸就只能重新配置到本品种的期货合约上来。

近月升水情景一：品种估值处于非高估值状态。此时建议企业直接持有较高比例的基础买入套保头寸。在持有多头套保头寸过程中，即使基差没有回归，企业也可以将多头头寸向价格更低的远月合约移仓，降低持仓成本。

近月升水的情景二：品种的估值处于高估状态。此时即使月差结构仍保持近月升水状态，对于承受空头风险敞口的企业，若仍坚持持有买入套保头寸也显得不再恰当。在此情景中，我们建

议企业可以将部分多头套保头寸，转变为买入看涨期权头寸。通过调整看涨期权的持仓量，将组合构造成 DELTA 中性，同时 GAMMA 为正的现货空头加看涨期权多头组合。在品种处于高估值状态下，持有该组合可以有三点好处：一是，该组合可以在价格上行过程中，对企业的现货空头风险敞口进行保护；二是，在价格下跌过程中，企业的空头风险敞口可以获得价差收益，同时看涨期权多头的损失却相对有限；三是，在品种价格的上涨趋势或波动率放大过程中，通过动态地保持组合的 DELTA 中性，可以形成一个被称为“GAMMA SCALPING”的策略。在该策略运行中，企业为了保持组合的 DELTA 中性，需要动态地调整期权头寸数量，从而间接地实现了高抛低吸的效果，并带来正收益。但是需要注意的是，近月升水的情景二策略，仅适用于品种的价格处于上升趋势阶段或波动率放大阶段。而在价格的窄幅震荡阶段，即使品种估值出现高估值状态，也不建议采取这种策略。

总而言之，对于承受空头风险敞口的企业，在期货近月升水状态下，建议企业在多数情况下可直接采取买入套保策略；少数有利情况下（高估值的上升趋势中），则建议企业采取买入虚值的看涨期权策略增加套期保值收益。

图表 8：套期保值策略方案

	驱动向下，近月贴水			驱动向上，近月升水		
	估值状态	策略	现金流	估值状态	策略	现金流
上游生产/天然多头	低估值	买虚 PUT	-	高估值	卖 CALL	+
	非低估值	卖套保	+	非高估值	跨品种卖套保	+
下游采购/天然空头	非低估值	跨品种买套保	+	高估值	买虚 CALL	-
	低估值	卖 PUT	+	非高估值	买套保	+

资料来源：中银期货

4. 套期保值业务管理架构和交易管理流程

4.1 套期保值业务管理架构

为了实现套期保值效果最优化和风险最小化，我们认为参与套期保值交易的企业应当搭建

一套完整的业务管理架构和交易管理流程。具体来看，企业的套期保值业务管理架构主要包含三个层级：

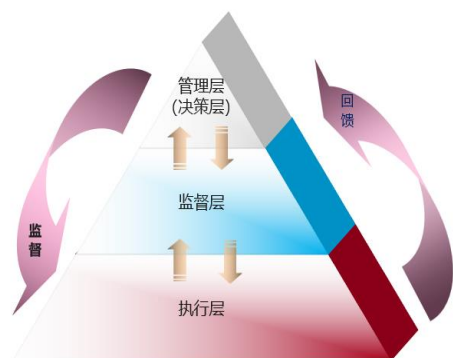
首先是管理层或决策层。企业中该层级的人员主要负责公司整体套期保值战略和目标的制定、企业套期保值方案和风险控制方案的审批，以及套期保值交易中其他相关重大问题的处理。

其次是监督层或风险控制层。企业中该层级人员在套期保值业务负责人的领导下，对公司套期保值业务运行中的交易计划、交易过程和交易结果进行风险监控和评估。其重点是防止业务执行部门对套期保值计划的执行出现偏差。在套期保值业务结束后，该层级人员需要向决策层做套期保值业务效果的评估汇报。在交易管理流程的规划中，风险控制流程是重中之重。

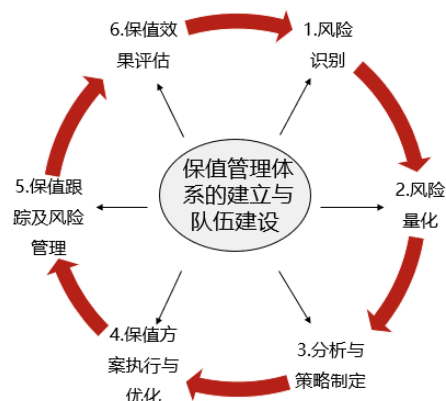
最后是执行层。企业中该层级人员在套期保值业务负责人的领导和风险控制部门的监督下，主要负责执行产业研究、下单交易以及期货和现货交易和结算三方面职能。需要指出的是，企业若采用的是“产业加金融”结合模式进行套期保值操作，则在执行层面上，企业应分别设立现货部门和投研部门。

在企业日常经营中，现货部门主要负责现货购销和传统模式的套期保值操作；而投研部门主要负责产业研究和风险管理。即投研部门按照研究流程，对相关品种的产业基本面和市场风险做动态跟踪分析，并在一定风控原则指导下，按照策略框架对现货部门的套期保值头寸做进一步的优化。企业应对现货部门和投研部门应做分别考核。对前者，企业应重点考核现货人员在市场均价上的购销能力；对后者，企业应重点考核投研人员在现货均价基础上的成本优化能力。

图表 9：套期保值业务管理基本架构



图表 10：套期保值管理流程



4.2 套期保值交易管理流程

为了高效地完成套期保值业务，我们认为企业在套期保值业务管理流程设计上应当包含一个核心、三个阶段以及六个步骤。一个核心是指在实际操作套期保值业务前，企业应首先建立套期保值管理体系和相应的人才队伍。

套期保值业务流程的三个阶段和六个步骤是指，企业在套期保值操作的事前、事中和事后的三个阶段，以及每个阶段中内含的两个步骤。在套期保值操作前，企业应首先识别出经营中有哪些潜在风险。对于大多数的生产型企业，企业风险可能来自原料和产品两个方面的价格波动。而对贸易型企业，在同一业务条线上，企业风险一般只来自一个品种的价格波动。在风险量化中，企业须结合订单、原料和成品库存情况等，对风险敞口做进一步的精确计算。计算结果可为后续风险管理提供依据。

在套期保值操作过程中，企业需对相关品种进行产业基本面分析，并根据分析结果结合策略框架，制定操作方案。在方案获批并执行后，则需对相关品种基本面做动态的跟踪分析。必要时企业须调整持仓品种、持仓比例乃至套保工具。该步骤的目的是在规避企业所承受风险的同时，增厚企业套期保值业务收益。这一步骤是整个套期保值业务的重点和难点。成熟的企业需要有独树一帜的分析和交易框架体系以及完整的数据库。传统的现货企业往往对现货方面信息掌控有余，而对金融方面信息了解不足。因此，企业需要通过投研部门以系统化的方式，搜集和分析相关品种的产业和金融两方面的信息，并积累沉淀为企业自有的产业数据库。产业数据库可以为企业对套期保值策略的复盘分析和方法迭代提供支持。

在完成套期保值操作之后的阶段，企业中负责套期保值的相关部门应当在每日收盘后，评估期货保证金账户资金的使用情况。评估的目的是既要尽量降低资金的使用成本，也要防止因保证金不足，期货账户爆仓情况的发生。在完全了结套期保值头寸或实物交割后，企业需要对套期保值效果进行测算和评估。监督部门应当将总结出的业务经验以及发现的问题，向管理层和执行部门反馈，以期在下一轮业务中对流程和方案进行优化和迭代。

风险提示

宏观经济出现系统性风险，导致甲醇供需面受到外生冲击扰动，甲醇基差出现大幅波动。

免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归我司所有，未获得我司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中银期货”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

我司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中银期货，或任何其附属或联营公司的立场。我司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

中银期货版权所有。保留一切权利。

中银国际期货有限责任公司

中国(上海)自由贸易试验区
世纪大道 1589 号 903-909 室
邮编: 200122
电话: 61088088
传真: 61088066
客服热线: 400 8208899

相关关联机构:

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200120
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

中银国际证券有限公司

中国香港
花园道 1 号
中银大厦 20 楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513