

“货权 + 期权”升级风险管理服务

——建信商贸服务新疆棉花产业案例

【案例摘要】近年来，中上游涉棉企业生产经营面临资金流动性不足、期现市场反向结构不利于保值的双重影响。建信商贸作为建行集团成员企业，积极与建设银行联动，发挥控货保价的功能优势，为新疆棉企融资赋能，服务乡村振兴战略。建信商贸通过提供“货权 + 期权”的风险管理服务，一方面为银行融资提供了有力的风险缓释，另一方面为企业的套期保值提供了有效的策略及路径。

一、项目背景

近年来，受新冠疫情持续影响，全球经济下行压力不断加剧，地缘政治冲突频发，新疆棉花遭受恶意制裁，叠加下游订单锐减及成本高企等因素，我国中上游涉棉企业生产经营面临前所未有的压力。

针对棉企的现实困难，自 2020 年起，建信期货全资风险管理子公司——建信商贸有限责任公司（以下简称“建信商贸”）联合建设银行创新推出“棉花收购贷”的供应链融资风险管理服务新模式，帮助新疆棉企有效改善了“库贷挂钩”下企业解质押面临的资金流紧张状况。但自 2022 年以来，棉花产业链中上游企业又面临在期货价格比现货价格低的市场反向结构下难以通过期货合约进行有效保值的新难题。建信商贸和建行经深入分析后，推出了升级后的“棉花收购贷 + 期权”服务模式，为棉企提供更加高效的风险管理服务。

二、服务方案与开展过程

Z 公司是一家棉花贸易公司，2022 年以来面临新棉收购季成本高企导致资金流动性不足、价格波动风险大的难题。建信商贸以前提供的“棉花收购贷”服务模式虽然可以解决企业资金流动性问题，但在期现价格倒挂的反向市场结构下，基差风险难以通过单一期货工具进行有效管理。针对企业面临的新难题，建信商贸设计了“棉花收购贷 + 期

权”服务模式，即在原有“棉花收购贷”模式的基础上嵌入期权保值策略，通过发挥期货风险管理公司“保价”专业优势，择机以场内、场外期权或期权组合方式进行套期保值，全方位进行押品管理和货值跌价风险管理。业务流程图如下：

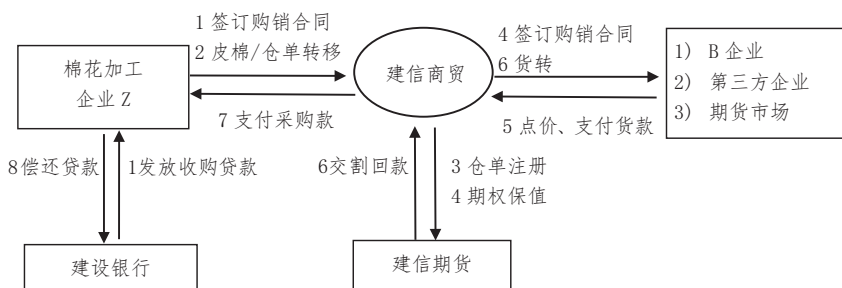


图 1：业务流程

自 2021 年 9 月开始，建行累计向 Z 公司发放贷款 3 亿元用于收购新棉，建信商贸也陆续收到 Z 公司销售的棉花仓单。在建信商贸持有仓单期间，棉花期货价格先涨后跌，且跌幅较大，由于 Z 公司通过场外领式、海鸥及场内期权组合实现 100% 套保，有效规避了 2022 年棉花加速下跌的风险。业务流程主要有以下步骤：

发放贷款，交付仓单。2021 年 9 月建行向 Z 公司投放贷款用于籽棉收购，受疫情影响 Z 企业自 12 月起开始向建信商贸交付仓单。

盯市管理，套期保值。Z 公司在仓单交付过程中棉花一度大幅上涨，建信商贸对仓单数量根据价格变化进行浮动管理；2 月底开始陆续进行期权保值，当场内流动性较好时直接通过场内卖权与买权的组合平抑成本，当场内流动性不足时则选择场外期权。

择机销售，陆续回款。2022 年 7 月起，下游客户陆续开始点价，截至 2023 年 1 月销售基本完成，建信商贸收到全额货款后向下游完成仓单交付并开票，向 Z 公司支付货款并相应提前或到期偿还贷款。

履约结算，款票两讫。建信商贸根据合同约定与 Z 公司进行二次结算，结清皮棉货款，收到进项发票，合同履行，完成资金回笼，业务结清。

该笔业务在存续过程中，通过对场内外期权的灵活运用，以卖权平抑买权权利金成本，在期权行权时对仓单进行二次利用有效降低保证金占用，后端通过平仓及现货市场销售完成资金回款。在棉花主力合约自 2022 年 5 月下旬起快速下跌近 30% 的情况下，不仅帮助客户实现有效保值，规避了近 4000 元/吨的跌价损失，而且总体为 Z 公司节约保值成本约 360 元/吨。

由于业务试点运行顺利，达到了多方共赢的预期效果，2022年8月起至2023年7月，银行端再次陆续投放贷款，日均规模约7亿元，建信商贸累计管理货值超过13亿元，期货与期权的灵活运用也同时满足了不断市场变化下的保值需求。

三、项目总结

“货权+期权”的组合不仅为建行融资提供了更有效的安全保障，而且通过灵活的期权保值策略，解决了不同市场行情下企业的套期保值需求。

（一）赋能银行信贷融资活动，丰富押品管理方式

该服务模式通过发挥建信商贸仓单管理、盯市服务功能，一是将银行对押品的质押监管转为货权持有，并且以贸易过程中的货权变动实现浮动库存管控，使存货管理更加贴近企业购销实际；二是支持融资存续期间的销售安排，通过对正常的贸易活动及现金流的掌握，可准确了解客户实际经营情况，有助于完善资金闭环，从而为银行融资安全提供了更加有效的管理手段。

（二）赋能企业经营风险管理，提高保值专业水平

该服务模式针对特定市场情况，风险管理公司发挥专业优势，为企业提供场内/场外期权或期权组合策略，丰富了服务工具箱。同时，整个套保过程执行坚决，在价格下跌初始期间即严格进行了足额保值，通过看跌期权对价格下沿形成充分保护，有效锁定了收益，避免了价格大幅下跌所带来的亏损。

（三）联动协作促成多方共赢，有利于持续创新合作

该服务模式立足于棉花产业链融资需求，通过风险管理公司的专业服务，为银行信贷支持（籽棉收购-皮棉加工-产品销售）提供了更加有效的安全管理手段，企业可放心持续使用融资资金，无需在不同阶段进行额度腾挪，保持了现金流和生产经营的稳定。风险管理公司在服务过程中，专业能力进一步得以提升，为后续创新服务积累了宝贵的经验。

在本案例中，建信商贸作为建行集团成员企业，曾与建行联手推出“棉花收购贷”服务模式解决棉企融资难问题。面对棉企的新难题，建信商贸不断优化升级服务，在原有“棉花收购贷”模式的基础上嵌入期权保值策略，对押品和货值跌价风险进行了双重管理，进一步提升了金融服务实体经济的质效。