

“含权贸易 + 出疆补贴”

纾解轧花厂资金难题

——国联期货一站式服务新疆棉企案例

【案例摘要】 长期以来，疆内涉棉企业普遍面临销售回款账期长、融资困难等资金难题。此外，由于出疆棉的运补标准下调，轧花厂移库至内地销区的积极性亦受到影响。国联汇富结合实际情况为轧花厂设计“含权贸易 + 出疆补贴”等多元化的服务方案，代替其承担出疆运输及补贴申报工作，并将出疆补贴让利给轧花厂，助其拓宽销售模式、纾解资金难题、锁定经营利润。

一、项目背景

新疆作为全国重要的商品棉生产基地，其棉花总产、单产、种植面积、商品调出量连续 29 年位居全国首位。长期以来，疆内涉棉企业的融资问题主要通过全国棉花交易市场指定监管仓库进行监管，以皮棉质押的方式解决。在融资贷款存续期间，银行拥有皮棉质押权，企业必须在解质押后方可销售。由于棉花具有季产年销的特点，企业收购籽棉并加工成皮棉，籽棉收购需要不断投入资金，在皮棉加工完成后的销售周期里，企业根据棉花价格波动情况择机销售，因此资金流动性存在不确定性。企业如果先解质押再待售回款，则其资金压力极大，可操作性不强。

另一方面，由于新疆棉产区远离内地销区市场，为了增强新疆棉的竞争力，中央财政对运往内地的新疆棉移库运输费用给予适当补贴。自 2022 年 9 月 1 日起，新疆棉出疆运费补贴标准从 500 元 / 吨下调至 300 元 / 吨。考虑到出疆棉从发运开始，到补贴申报、审核程序，再到补贴资金的划拨到位，期间大约需要经历一年的时间。对于轧花厂而言，移库至内地需要自行支付的运费明显上升，且资金占用周期过长，因此运输积极性不高，也就无法享受额外的财政补贴收入。

如何既能保障货物流、资金流的畅通流转，又能尽可能实现皮棉销售利润的最大化，

是新疆棉花轧花厂普遍面临的难题。基于以上背景，国联期货股份有限公司风险管理子公司——国联汇富资本管理有限公司（以下简称“国联汇富”）通过含权贸易将棉花累沽期权嵌入贸易合同，提前为轧花厂实现销售目标，提高周转效率，解决资金难题。此外，国联汇富代替轧花厂承担新疆棉的出疆运输及后续的运费补贴申报工作，并在贸易合同约定时预先将这部分运费补贴让利给轧花厂，提高其销售利润，为棉花产业链上游客户提供全方位一站式服务。

二、服务方案与开展过程

2022年底，新疆某轧花厂X有大量皮棉库存亟待销售，经测算其皮棉成本约为13500元/吨。为了给轧花厂X制定合理的风险管理方案，国联汇富实地走访了该厂。经充分沟通，了解到籽棉成本低企以及货源充足的情况后，轧花厂X认为棉花后市低位震荡可能性大，不存在大幅上涨的基础。于是，国联汇富为该厂设计了嵌套累沽期权的含权贸易合同，帮助其利用场外衍生品工具降低套保资金成本，快速回笼销售货款，提前锁定销售利润。

（一）签订含权贸易合同

2022年12月21日，轧花厂X在棉花CF2305期货合约进行点价，并与国联汇富签订了含权贸易销售合同。合同约定在自2022年12月21日至2023年2月1日期间的25个交易日内，每日观察CF2305合约收盘价格。按照每日约定数量20吨，系数2倍，敲出价格13780元/吨，执行价格14380元/吨的成交要素，由轧花厂X向国联汇富销售皮棉现货。皮棉销售基价按照执行价格贴水200元/吨，即14180元/吨。

累沽期权成交要素如下表1：

表1：累沽期权成交要素

期权要素	累沽期权
标的合约	CF2305
产品期限	25个交易日
观察日	每日观察
敲出价格【H】	13780
入场价格 S_0	14080
执行价格【K】	14380
每日约定数量	20吨
系数G	2

合同约定：

1. 若 CF2305 收盘价 ≤ 13780 元 / 吨，当日不销售；
2. 若 13780 元 / 吨 $<$ CF2305 收盘价 < 14380 元 / 吨，当日轧花厂 X 按照 14180 元 / 吨销售给国联汇富 20 吨皮棉；
3. 若 CF2305 收盘价 ≥ 14380 元 / 吨，当日轧花厂 X 按照 14180 元 / 吨销售给国联汇富 40 吨皮棉。

（二）合同执行情况

2023 年 2 月 1 日，25 个交易日日期满，其中有 15 天每日结算 20 吨皮棉，其余 10 天每日结算 40 吨皮棉，没有敲出。该笔含权贸易合同共计成交 700 吨棉花，最终实际结算了 725.203 吨皮棉现货，结算总金额 1061.24 万元。轧花厂 X 通过该笔合同，在期货价格不太理想的情况下仍以相对高价销售库存，实现销售利润 680 元 / 吨，总利润约 49 万元。

具体执行流程如下图 1 所示：

1. 鉴于轧花厂 X 与国联汇富合作多年且历史履约情况良好，国联汇富为缓解其资金压力，采用先款后货的方式向其采购皮棉。国联汇富全额支付货款后，轧花厂 X 将资金偿还给银行并从全国棉花交易市场解质押监管仓单，将货权转移至国联汇富。
2. 国联汇富收到货权以及公证检验证书、交易市场提货单、码单等随货文件后，办理相关仓单注册手续，通过将皮棉现货注册成交易所标准仓单的方式，进一步提升货物流动性及定价公允性。后期国联汇富结合含权贸易的期货空头头寸，将标准仓单卖出交割，得以快速回笼资金，实际上也近似于为轧花厂 X 提供了代理交割的服务。
3. 国联汇富挑选了其中 3 批棉花作为试点，委托全国棉花交易市场运输移库至内地，并于 2023 年 9 月完成了 2022 棉花年度出疆棉花运费补贴申报工作。

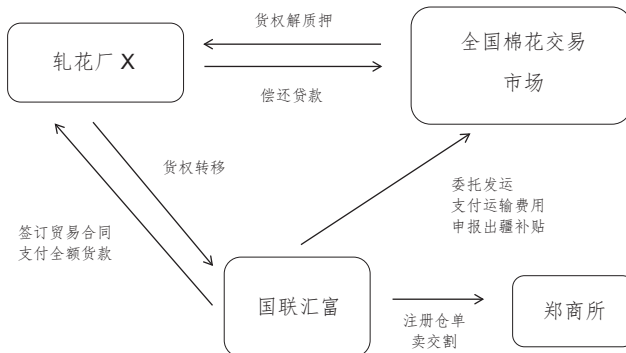


图 1：服务方案执行流程图

（三）移库内地及申报出疆补贴

考虑到申请铁路车皮难度较大，而公路运输具有发运及时、履约率高且能实现“库对库”核查流程直接办理入库的优势。经测算，内地江苏地区交割库 700 元/吨的地区升水能够大致覆盖出疆棉移库内地的公路运输费用。因此，国联汇富选定公路运输方式，委托全国棉花交易市场代为发运，将其中 3 批棉花移库至内地江苏银隆库。

在与轧花厂 X 结算该 3 批移库棉花的价格时，国联汇富将 300 元/吨的出疆运费补贴让利给企业。在含税贸易合同原有定价基础上，增加 300/吨的基差，预先将这部分补贴收入给到轧花厂 X，提高其资金流动性。等到下半年出疆棉花运费补贴申报工作启动之后，再由国联汇富自行申报并享有。

通过移库内地及申报出疆棉运费补贴的方式，国联汇富为轧花厂 X 创造了约 3.8 万元的超额利润。

三、项目总结

（一）纾解轧花厂资金难题，增厚销售利润

国联汇富通过给予轧花厂一定规模的授信额度，先行支付全额货款，帮助轧花厂将棉花从监管库解质押并转换为实际的货权，纾解了企业的融资压力。同时，通过开展含税贸易帮助轧花厂以更优的销售价格提前锁定了目标利润。并且，在贸易流程中，通过注册仓单代理交割的方式，拓宽了销售渠道，帮助轧花厂在新年度棉花上市初期就能够快速高效地回笼货款，解决资金流动性压力。

（二）提供出疆移库服务，为企业进行全方位一站式风险管理

国联汇富帮助轧花厂进行出疆移库及运补申请工作，将出疆补贴让利给企业，助企纾困，帮助企业实现利润最大化。中小轧花厂企业在保供稳价等切实需求下，通过期货市场 and 衍生品工具进行套期保值、规避风险的意愿日趋强烈，但中小企业普遍缺乏专业知识及人才，国联汇富依托自身丰富的专业知识以及人才队伍，为轧花厂量身设计涵盖基差贸易、场外期权、融资服务、代理交割、出疆运输等全方位一站式的服务模式，持续为企业 provide 灵活有效的风险管理方案。