

钢企如何设定套保比例和提前平仓

中州期货 蒋维波

2016 年钢铁供给侧改革以来，2016-2018 年已完成“十三五”提出的用 5 年时间压减钢铁产能 1.5 亿吨的去产能任务，2017-2018 年已取缔 1.4 亿吨“地条钢”，钢材价格大幅上涨，钢厂盈利增加，资产负债表修复。但有效先进产能逐年提升，粗钢产量已接近 10 亿吨，钢材产业中长期或进入调整阶段，因此未来钢厂竞争将加剧，钢材销售压力将加大，钢厂对风险管理的需求大幅上升。钢铁企业生产经营会面临铁矿石、焦炭等原料上涨导致生产成本增加、钢材价格下跌导致销售不畅和库存贬值的风险，为保证企业稳健经营，钢铁企业运用期货等衍生品进行风险管理。企业在进行套期保值决策时会面临套保比例如何设定的问题，同时套保操作过程中不一定必须进行交割，在符合一定条件下可提前平仓。笔者将给大家分享下我对套保比例和提前平仓的一些思考。

1、企业如何设定套保比例

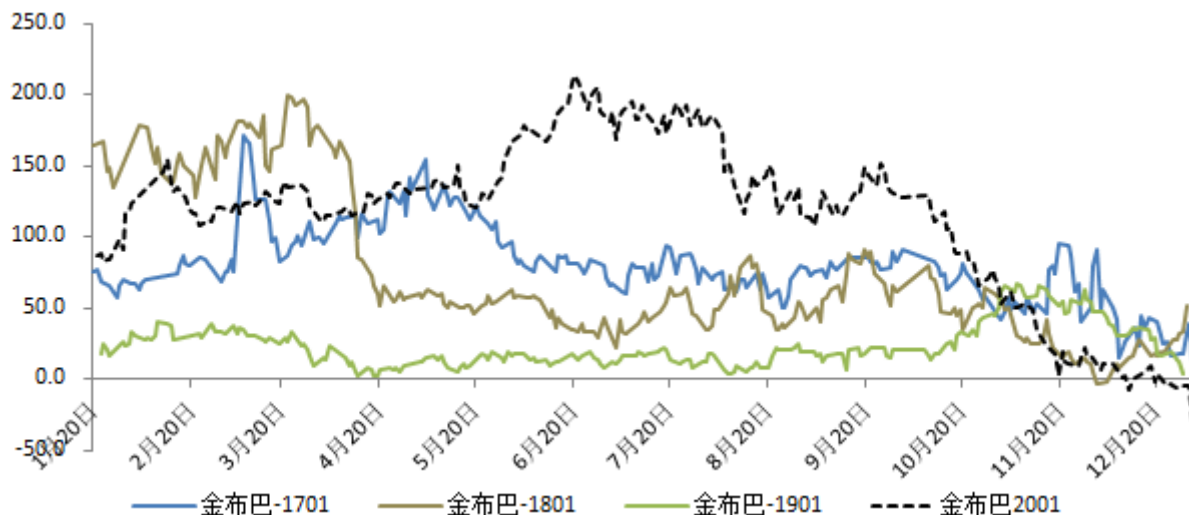
很多企业进行套期保值操作时并非采取完全保值的策略，而是设定基础的套保比例，然后根据实际情况设定浮动套保比例，基于基础套保比例和浮动套保比例最终确定套保比例。基础套保比例主要根据钢厂自身条件而定，浮动套保比例有些共性的条件约束。

企业通过套期保值将绝对价格波动风险转移为相对价格波动风险，即基差波动风险。若钢铁企业对原料期货进行买入保值，则面临基差扩大的风险。若钢铁企业对成材进行卖出保值，则面临基差缩小的风险。因此基差是设定浮动套保比例的重要因子。而且基差具有波动范围相对较小、临近交割月逐渐回归的特点，焦炭、铁矿和螺纹钢基差运行基本符合正态分布，可根据基差分布情况进行主动管理。

我们可从绝对水平（高、适中、低）和趋势（扩大、震荡、缩小）这两个维度制定量化决策系统对基差因子进行客观评估，制定套保比例。但仅根据基差因子设定套保比例存在一定缺陷，比如钢企担忧后期原料价格上涨成本增加，进行买入铁矿石保值，目前基差绝对水平较高、趋势呈现缩小局面，根据基差决策系统给出的浮动套保比例较高，但此时绝对价格处于历史高位，在价格历史高位进行较高比例的买入保值明显不合适。具体案例：2019 年上半年 VALE 矿难使得巴西铁矿发运量大幅下调，同时澳洲飓风使得澳洲铁矿进口量下降，国产矿虽小幅增加但较难对冲澳巴铁矿进口减量，导致铁矿石供给端同比大幅下降，而钢材产量同比大增，铁矿石港口库存持续下降，矿价大涨。6 月末某钢厂对上半年公司经营和业绩进行总结，虽钢厂利润保持正增长，但因矿石上涨造成公司利润增速大幅下滑。钢厂担忧下半年铁矿大涨会继续侵蚀钢厂利润，决定在 7 月初在铁矿石 2001 合约上进行买入保值。此时以金布巴为现货标的铁矿 2001 合约的基差在 180 左右，处于近 5 年历史最高

位，而且基差呈现缩小的趋势，因此钢厂设定的浮动套保比例较高。铁矿 2001 合约在 7 月小幅冲高后 8 月就开始持续调整，钢厂期货套保头寸出现亏损。虽期现综合收益较理想，但套保比例仍可优化。若再引进铁矿绝对价格因子，7 月初铁矿绝对价格处于历史高位，浮动套保比例就不应该定那么高，套保结果就可进一步优化。

图 1：铁矿 01 合约基差季节性走势



数据来源：钢联数据，中州期货研究所

因此我们再引进绝对价格因子，同样从绝对水平（高、适中、低）和趋势（上涨、震荡、下跌）这两个维度制定量化决策系统对绝对价格因子进行客观评估。最后赋予基差较大权重，绝对价格相对较小权重，对基差和绝对价格进行综合评估，得出浮动套保比例，再结合基础套保比例得出最终的套保比例。

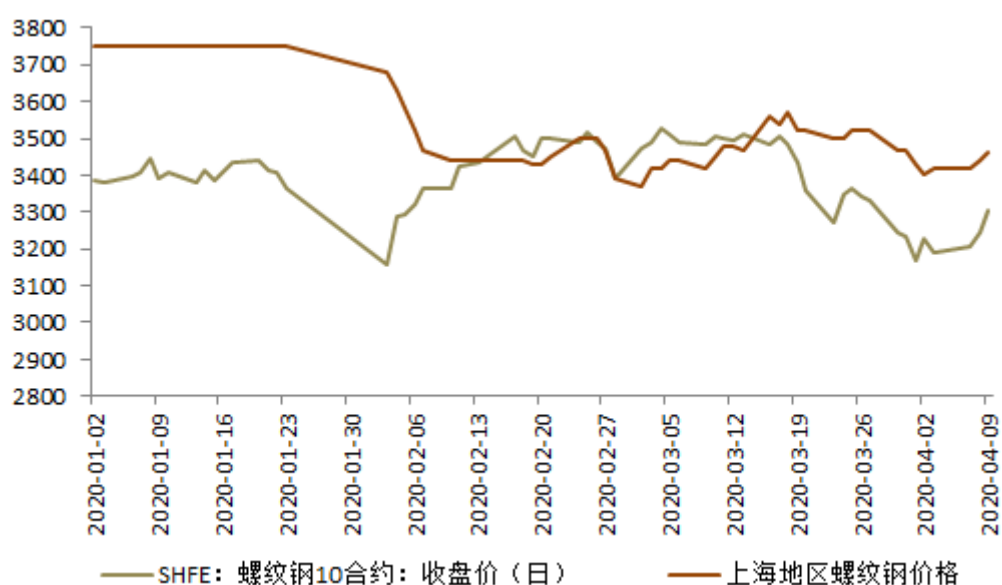
2、企业提前平仓

钢铁企业在期现对冲的结果为期货盈利对冲现货亏损，或现货盈利对冲期货亏损，最终实现保值的目。套保操作过程中不一定必须进行交割，在符合一定条件下可提前平仓。提前平仓的条件主要有两个：一是目前期货套保头寸大幅盈利，而且此盈利扣除已采购原料成本的上升或已销售钢材价格下跌的损失后仍盈利丰厚。二、基于未来现货端的情景分析，根据目前期货头寸利润对未来期现损益进行压力测试，若压力测试通过，即可提前平仓。

比如：今年 3 月中旬，国外疫情仍在加速蔓延，市场对全球经济衰退的担忧加剧，同时原油暴跌至低价位，对其他大宗商品定价构成利空。此时国内钢材下游终端复工率逐渐提升，市场对国内逆周期调节加强的预期较强，螺纹钢 2010 合约达到了平水的结构。某钢厂认为目前螺纹库存虽开始

去库但仍处于近 5 年历史高位，国外疫情对钢材直接出口和间接出口影响较大，而且期货平水给了套保非常好的基差，因此该钢厂在螺纹 2010 合约 3500 元/吨左右进行了卖保操作。随后期货下跌至 3100 元/吨左右，期货头寸有了近 400 元/吨的利润。此时该钢厂对未来螺纹销售价格进行压力测试，假设市场非常悲观，废钢不含税下降至 1800 元/吨左右，此时废钢供给端大幅减量对价格形成强支撑，以废钢 1800 元/吨测算电炉成本 2950 元/吨左右。高炉若以废钢 1800 元/吨、铁矿 570-580 元/吨（非主流矿成本）、焦炭 1600 元/吨（焦煤下移 50-100 后的焦化成本）测算高炉成本 2900 元/吨左右，即 2900-2950 元/吨将受到非常强的支撑。当时螺纹现货为 3350 元/吨，若市场非常悲观，价格下跌至 2900-2950 元/吨，则现货将下跌 400-450 元/吨。因此在期货 3100 元/吨平仓获得的盈利基本可对冲在极端悲观下的现货损益，因此 3100 元/吨可选择提前平仓。

图 2：螺纹钢期现货价格走势



数据来源：钢联数据，中州期货研究所