

## 二次点价+复制期权

## 期货场外创新：帮农民卖个好价钱

□本报记者 王朱莹

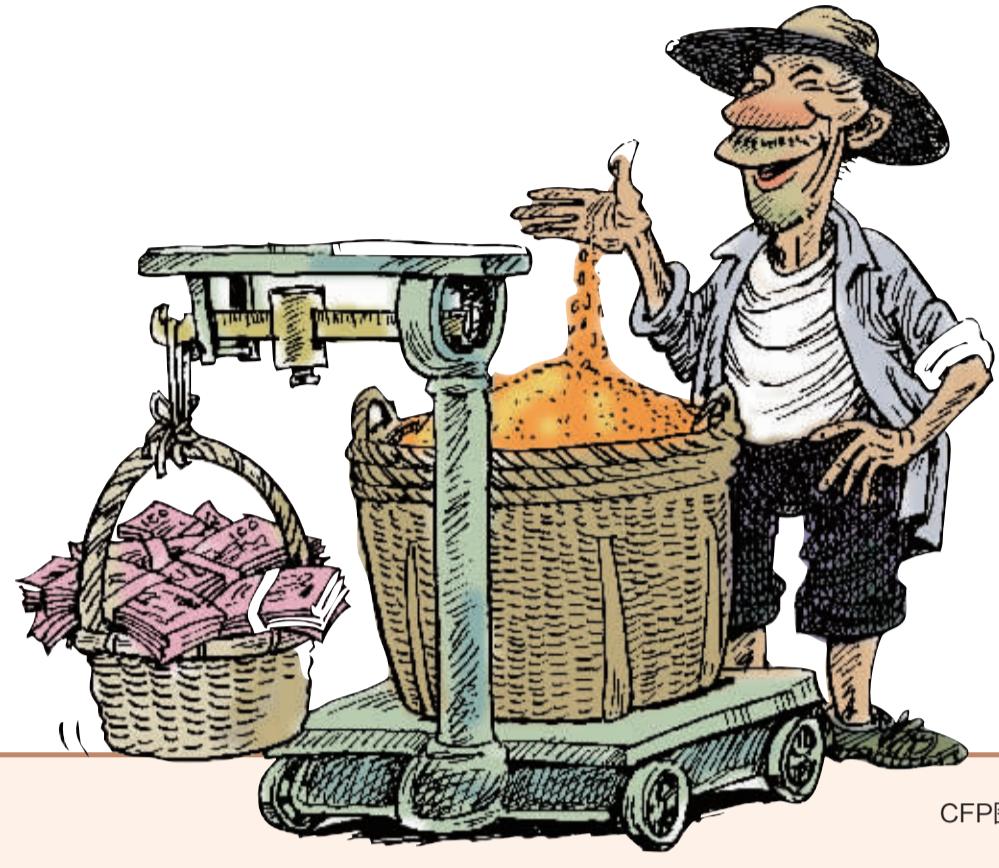
近期，辽宁锦州义县的种粮大户们迎来了一群老朋友——上海新湖瑞丰金融服务有限公司（新湖期货风险管理子公司）、辽锦生化科技有限责任公司（当地涉农中小贸易商）及大商所的工作人员。义县是东北玉米主产地之一，每年临近9月玉米收割，种粮大户们总会被“卖粮难、卖价低”的问题深深困扰。这群老朋友的到来，让他们心中的大石落了地。

“他们来了，我们粮食就不愁卖了，也不用愁卖不到好价钱了。玉米收割后马上就能卖，而且以后玉米价格上涨了，我们还能拿到补贴嘛！”当地种粮大户吴国盛（化名）欣喜地说。

义县种粮大户卖粮难问题之所以得到解决，得益于新湖瑞丰在借鉴以往服务三农的“订单农业”模式基础上，进一步探索创新的“保底价订单”模式。

所谓“保底价订单”模式，简单来说，就是期货公司风险管理子公司在贸易商帮助下收购农户粮食，同时与农户签订一份具有期权性质的订单，由农户向子公司支付一定费用作为权利金，子公司则保证先按双方约定的保底价收购粮食，未来当粮食价格走高，其将补齐差价，让农民分享到粮食价格上涨的红利；如果价格下跌，则依然按照保底价收购。

“新湖瑞丰的收购模式得到了农村合作社和农户的认可。一方面，农户认为售粮时的价格与国储收购价相比非常实惠，折算也公平合理，卖粮也有了着落，同时还增加了国储之外的售粮渠道。另一方面，新湖瑞丰根据合同约定，对农户进行了二次补偿，增加了农户的收益。”辽锦生化总经理谢志国表示。



CFP图片

## 二次点价：给农民分红

2013年7月以来，国内玉米市场供应过剩，消费增长持续放缓，同时国外低价进口玉米不断冲击国内市场，使得国内玉米价格直线下降。但由于国家实行了临时收储政策，对玉米进行托价收购，因此尽管玉米价格下跌，义县的玉米种植面积却在逐年增加。

尽管国家实行玉米临时收储政策，但因为临储政策的指导价格及具体细节往往要到10—12月等月份，而很多地区在9月末就已经进入收割了。由于农民没有存储能力，粮食收割后不立即卖掉的话，很容易变坏，所以很大一部分农民或者合作社都会在收割后尽快售出。这个时候临储指导价格还没出来，农民往往会在低价卖出。

在此背景下，大商所组织了新湖瑞丰、辽锦生化、义县种粮大户以及义县华茂谷物种植专业合作社，尝试运用“二次点价+复制期权”的机制，摸索出了促进农民增收的订单新模式。

## 复制期权：期货子公司的风险“腾挪术”

“二次点价”模式虽然简单明了、深受农户欢迎，但伴之而来的粮食价格涨跌风险则转嫁到新湖瑞丰身上，由于点价机制的存在，单纯利用期货市场已经很难对冲子公司的风险，需要通过期货市场进行复杂的保值策略才能够规避。

“由于我国期货市场尚未推出期权交易，子公司只能采取‘卖出期货+复制看涨期权’方式对冲风险，在实际操作中的复制成本虽然高了一些，但毕竟是现有条件下的较优之选。”李北新表示。

对于一次性点价收购的500吨玉米，新湖瑞丰采用在大连市场直接卖出期货套期保值。套保后可选择在现货市场价格较好的时候卖出现货，平掉期货头寸；也可在行情不利情况下进行交割以获取相应基差利润。

对于二次点价收购的500吨玉米，由于农

户的点价协议截止日）点价时间结束时，当周玉米价格下跌，合作社未进行二次点价，新湖瑞丰按照回购日至最后点价日期间锦州港日成交价均价计算出最终结算价格，该价格较收购入库日价格上涨15元/吨，新湖瑞丰按价差向合作社发放了7500元的二次点价补偿款。

所谓二次点价，就是农民在玉米上市初期，将粮食销售给新湖瑞丰，后者先按保底价核算的货款支付给农民。同时在未来一段时期，如果粮食价格出现上涨，农民有权力在某一天要求二次点价，新湖瑞丰将此阶段粮食价格上涨的一部分市场收益再返给农民，如果粮食价格下跌，则农民仍然享有保底价。农民两次结算，两次受益。

2013年，新湖瑞丰总计收购玉米1000吨，其中500吨采取一次性保底价收购，其余500吨采取与义县华茂谷物种植专业合作社约定二次点价收购模式。至12月15日（新湖瑞丰与合作

社的点价协议截止日）点价时间结束时，当周玉米价格下跌，合作社未进行二次点价，新湖瑞丰按照回购日至最后点价日期间锦州港日成交价均价计算出最终结算价格，该价格较收购入库日价格上涨15元/吨，新湖瑞丰按价差向合作社发放了7500元的二次点价补偿款。

“通过上述收购办法，农民既在粮食上市初期得到了保底价，也能享受后市粮价上涨带来的更多收益。在上市初期，农民将粮食存放于辽锦生化的仓库，节省了仓储费用，减少粮食损耗。二次点价令农民能够安心售粮，减少惜售，稳定市场价格，缓解上市初期农民资金紧张，为增收提供了保障。”大商所项目相关人士表示。

尽管对于“二次点价”，有的农户还不是十分明白，但还是能从直接的比价中体会出来实惠。“没听人家说要涨价了还给补贴嘛。怎么也比小烘干塔价好啊，比街里那几个塔能贵1分嘛。”一位种植大户表示。

民拥有二次点价权，卖出套保仅能规避价格下跌风险，若价格上涨则会带来采购成本提高的风险，新湖瑞丰因此选择“卖出期货+买入看涨期权”的组合来规避玉米价格双向波动的风险。在支付首付款之后，新湖瑞丰卖出玉米1409合约，同时买入1409看涨期权（由于目前国内还没有玉米期权，新湖瑞丰与一家外资大宗商品投资对冲基金Vermillion Asset Management合作，进行期货复制期权的期权交易）。

在二次点价的过程中，玉米价格持续上涨时，期货套保对应的空头部位将出现亏损，而现货超额盈利部分需要完全支付给农户。因此，为规避这部分风险，新湖瑞丰在国内没有上市玉米期权情况下，通过计算各种风险值及其变化，不断买入玉米期货合约并不断平仓的方式复制看涨期权。即在玉米价格不断上涨的过程中逐渐买

入相应的期货合约，并在下跌的过程中通过风险值的变化而平仓相应数量的多头头寸。这导致新湖瑞丰买入成本不断升高，但该成本相当于买入看涨期权时支付的期权费，希望借此达到规避价格大幅上涨风险的效果。

“最终复制期权成本为3490元，付给Vermillion Asset Management公司咨询费为17655元，这就相当于买入看涨期权的期权费。复制期权操作至2013年12月15日结束，由于农民的二次点价时间到期，新湖瑞丰不再承担价格上涨的风险，因此，用于复制期权的头寸全部平仓。”李北新说。

大商所产业拓展部相关负责人表示，虽然公司复制期权操作的结果付出了一定成本，但这是必要的，因为进行复制期权的初衷主要是为了防范价格单边上涨，即防范合作社和大户在高位二次点价的风险。

## 义县模式：呼唤期权 反哺三农

新湖瑞丰“保底价订单”收储模式，拓宽了以往农户主要依靠国储收购的单一渠道，帮助农户解决了“卖粮难、卖价低”的难题，也解决了订单农业中普遍存在的违约问题。

此外，大商所和新湖瑞丰大胆设计出独具特色的“二次点价+复制看涨期权”操作模式，为子公司服务“三农”探索了一条新路子。“实际上，子公司在这笔交易中已经综合运用了基差、点价、远期、期货和期权等交易方式，特别是子公司提供的‘二次点价’交易，充分体现了其定价服务能力，而其‘用期货复制期权’操作，则充分体现了子公司的金融创新能力与潜力。”宝城期货金融研究所所长助理程小勇指出。

业内人士指出，大商所组织新湖瑞丰推出的义县模式，通过创新子公司服务模式，探索带动农民增收新路径，服务三农新路径。但在试点过程中，也显示出期内期权缺位而场外期权局限性所形成的制约、龙头企业市场参与有限及风险管理子公司衍生产品开发设计作用需进一步拓展等问题。

首先，在场外期权模式实现中，龙头企业作用发挥仍有空间。按照预定的设计模式，在整个期现货运环节中，农合组织、现货子公司及龙头企业均有参与，分工不同，是一个完整的产业链循环。由龙头企业与农合组织或者农户签订场外期权合同，由现货子公司负责期货期权操作回避风险。虽然收储企业辽锦生化参与了收储和采购环节，但是最终的循环链条仅到现货子公司即完结，现货企业在产业链循环中作用还可进一步发挥。

其次，风险管理子公司在创新复制期

权的顶层设计中应有更大作为。新湖瑞丰的复制期权操作环节完全由外方来进行设计，并向其支付较高的咨询费用，这实际相当于子公司从外方购买了一个期权操作方案，支付了相应的期权费，风险管理子公司在这方面作用发挥有限。实际上，风险管理子公司在这方面应有更大作为，建议后期进行试点可由子公司来规划设计期权产品并加以落实。

第三，期权工具未能推出影响整体操作效果。义县模式给农民提供的二次点价模式简单明了，深受农民喜爱，但随之而来的粮价涨跌风险则转嫁到新湖瑞丰身上，需要通过期货市场进行复杂的保值策略才能规避，而其中的核心对冲工具就是期权。通过期权工具，相当买了一份农产品价格保险，规避价格双向波动风险。由于目前国内没有上市玉米期权，因此操作采用是复制期权的替代方式，但复制期权毕竟无法完全代替期权本身，所付出的期权费成本也相应更高一些。因此希望我国的农产品期权能够尽快上市，为服务三农提供更为重要的金融工具。

2014年中央一号文件中提出，“完善粮食等重要农产品价格形成机制。继续坚持市场定价原则，探索推进农产品价格形成机制与政府补贴脱钩的改革”。而大商所组织新湖瑞丰推出的义县模式，通过二次点价，保证农民分享粮食价格上涨红利，通过复制期权，规避收购企业成本提升风险，其核心则是通过高度市场化的衍生品市场进行定价，其初衷则是希望能就此探索出一条能够对国内当下的粮食收储政策起到有益补充，同时为未来的“农产品目标价格制度”及“农业价格保险制度”抛砖引玉的新路。

## ■ 高端访谈

## 李北新：利用期货市场探索“农业价格保险”

□本报记者 王朱莹

作为“义县模式”的主要参与方，上海新湖瑞丰金融服务有限公司董事长李北新表示：“目前，收储和直补政策仍是保证农民收入的重要机制，义县模式只是基于现有托市政策利用金融工具帮助农民进一步增收的一个有益尝试。下一步将扩大试点，验证其可复制性，而最终目标则是希望利用期货市场，探索在收储和直补之外的第三条服务三农路径——‘农业价格保险’。”

中国证券报：“二次点价+复制期权”模式出台的初衷是什么？参与各方对此态度如何？

李北新：农民问题是“三农问题”的核心所在，其表现为农民收入低，增收难，因此解决“三农问题”首先要解决农民增收问题。2013年，在证监会的指导下，由大商所出资开展课题研究，新湖期货风险管理子公司——上海新湖瑞丰金融服务有限公司（下文简称新湖瑞丰）开展业务创新，联合锦州义县当地收储企业与合作社、种粮大户，结合国外经验和中国国情，充分利用期货市场功能，发挥期货公司风险管理子公司创新职能，在利用金融市场服务“三农”方面积极探索，共同摸索出了“二次点价+复制期权”的义县模式。

“二次点价+复制期权”的收购模式得到了合作社和农户的认可。一方面，农户认为售

粮时的价格与国储收购价相比非常实惠，折算也公平合理，卖粮也有了着落，同时还增加了国储之外的售粮渠道。另一方面，新湖瑞丰根据合同约定，对农户进行了二次补偿，增加了农户的收益。对于新湖瑞丰而言，通过与辽锦生化的合作可以得到以下好处：一是解决了现货收购质量把关、仓储、销售等后顾之忧，可以将更多的精力投入到风险管理运作环节；二是通过辽锦生化牵头成立的合作社开展业务，有利于吸纳和接受更多的农户参与进来，从而为更多满足条件的涉农服务商提供了示范模式。对于辽锦生化而言，至少有以下两个方面的好处：一是得到新湖瑞丰提供的合作资金，帮助自身扩大了粮食收购的规模和范围，解决了农户生产经营过程中面临的困难，提升了企业的信誉度和知名度，赢得了更多农户的信赖；二是通过代收代储和销售环节的衔接工作，辽锦生化获得了由新湖瑞丰支付的15元/吨的委托收储费用，从而增加了新的收入来源。

经过完整的一轮试点，各方都获得了较好的收益，参与的积极性较高并对这一模式在未来的推广与发展都寄予厚望。

中国证券报：未来期货公司服务农业的功能得到发挥，能否取得比收储、直补更好的效果？

李北新：收储政策是特定时代背景下的产物，近年来政府层面已经在逐渐改善政策调控手段，直补是相对稳妥的一大举措，不仅能够将价格交由市场重新定位，且保障了农民的收益，但直补政策也存在数量界定问题以及财政消耗庞大等问题，而且从国际市场特别是美国的经验来看，直补政策正在逐步退出舞台，政府补贴农民更多的采用市场效率更高的农业价格保险形式。

但反哺三农政策的效率提高和机制改善需要时间，目前来说收储和直补政策仍是保证农民收入的重要机制，“二次点价+复制期权”的义县模式，也只是我们基于现有托市政策利用金融工具帮助农民进一步增收的一个有益尝试，我们下一步将扩大试点，验证其可复制性，而最终目标，则是希望利用期货市场，在收储和直补之外的第三条服务三农路径——“农业价格保险”方面探索经验。

中国证券报：将义县模式进一步深化，政策、制度或其他方面有什么需要改进的？

李北新：新湖瑞丰服务“三农”的模式尽管取得了不错的成绩，但仍然存在一些值得改善的地方。

一是复制期权操作成本过高导致可持续性存疑。子公司与农户约定保底价收购玉米，放弃了市价可能下跌所带来的节约采购成本的好处，而通过期货套保和复制看涨期权对冲风险则进一步增加了成本，特别是后者占据了成本的大部分。本轮业务操作完毕

后，新湖瑞丰收支基本平衡。但是由于在操作中，新湖瑞丰放弃了原本应该向农户或合作社收取的“期权费”（因为新湖瑞丰实际上是向农民卖出了一个“看涨期权”，但考虑到农户的接受程度，并未实际收取期权费），这一部分实际上是子公司应得的主要利润。作为市场化运作的企业，如果子公司因为操作成本过高而长期承受亏损，也无法持续服务“三农”。

二是子公司的定位选择应当进一步专业化。在本轮操作中，子公司不仅承担了一个风险管理产品供应者的角色，同时也直接参与了农产品现货的收购和销售。由于现货交易要占用大量的资金，一旦这一模式要大规模推广，必然会面临资金的难题，同时也会直接面临农产品质量、仓储、销售等现货环节非价格因素带来的风险。因此，风险管理服务子公司应当扬长避短，重点针对价格风险与涉农企业进行合作，提供个性化的风险管理产品。

针对上述问题，希望进一步加大对子公司的政策扶持力度，支持子公司进一步完善业务模式和提升专业服务能力。

一是争取政策优惠，降低操作成本。积极向中央及地方政府部门反映，争取政府给予合作社一定的农业补贴用来购买子公司的期权；希望交易所对子公司在服务“三农”方面的期货交易手续费给予适当的减免。最

终通过“政府补一点，交易所返一点，企业拿一点”实现“保底价订单”模式的可持续性发展与推广。

二是发挥子公司核心竞争力，在降低风险的同时提升收益。子公司作为风险管理服务的主体，主要优势在于凭借自身的专长运用期货创新工具为实体企业提供良好的风险管理服务，从而获取收益。在现货市场发育逐步成熟后，子公司应当逐步从现货、期货“两头操作”的模式，逐步转向提供风险管理产品和服务顾问服务的角色转换。

三是探索低成本、多元化的融资方式，缓解资金短缺。期货公司或其控股股东可以借助自身的竞争优势和业务合作关系，组织子公司与银行等金融机构进行对接，在法律允许的条件下为其提供更多的资金支持。允许子公司联合同行或其他公司，提升自身的信用等级，从而获得低息贷款的支持。

李北新：新湖期货有限公司副董事长，兼任上海新湖瑞丰金融服务有限公司董事长。1993年进入期货行业，曾任沈阳中期总经理、河南中期总经理、中期嘉合总经理、河南证券期货业协会常务副会长。2007年12月—2012年3月底担任新湖期货总经理，2012年4月起任新湖期货副董事长。2013年5月兼任新湖期货有限公司（上海新湖瑞丰金融服务有限公司）董事长。