



農產品

# 澳洲小麥期貨

芝商所全球業務不斷擴大

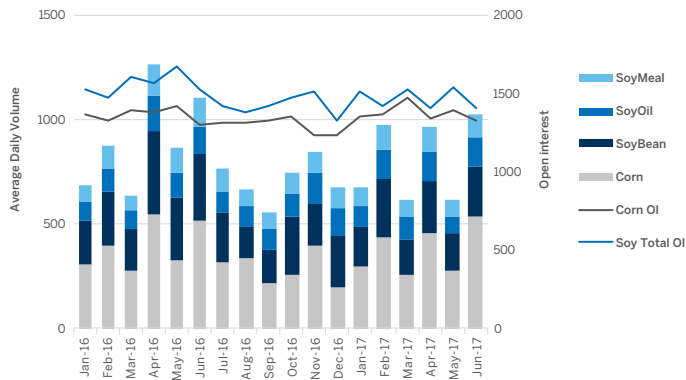
## 概要

2017年7月24日，澳洲小麥期貨推出，擴大芝加哥期貨交易所(CBOT)小麥合約系列的全球範圍。此合約體現從澳洲出口的小麥價格可承擔價格發現功能，滿足行業參與者廣泛的套期保值需要，包括農民、澳洲小麥加工商、亞洲小麥進口商和國際交易者。此工具對於希望對CBOT的美國和歐洲小麥期貨合約進行套利交易的機構投資者亦十分有用。

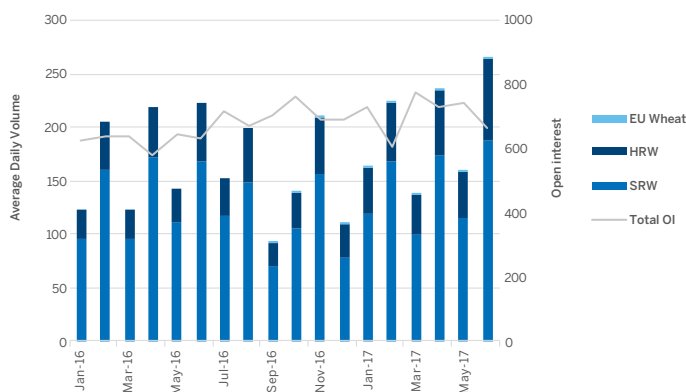
## CBOT玉米、大豆和小麥期貨：

CBOT隸屬於芝商所，是世界主要的農業期貨交易所。玉米、大豆、豆油、豆粉和小麥期貨每天期貨和期權合約總量為970,000份和200,000份，持倉量則達370萬份。

圖表1：玉米和大豆交易量和持倉量（千手）



圖表2：CBOT小麥交易量和持倉量（千手）



## 玉米和大豆：三大主要參與者

與基本面掛鈎的CBOT玉米和大豆合約相對直接。美國、巴西和阿根廷為這些產品的主要出口國，分別佔全球玉米出口和大豆出口的74%和89%。需求方面，中國佔全球大豆進口的63%。

鑑於兩種作物的交易流相對簡單，CBOT玉米和大豆期貨合約可充分滿足國際市場的套期保值需要。

圖表3：主要的玉米出口國和進口國

出口	百萬公噸	進口	百萬公噸
美國	56	日本	15
巴西	26	墨西哥	14
阿根廷	25	韓國	10
全球總量	144	全球總量	134

資料來源：美國農業部2016年資料

圖表4：主要的大豆出口國和進口國

出口	百萬公噸	進口	百萬公噸
美國	58	中國	86
巴西	56	EU-27	13
阿根廷	9	日本	3
全球總量	139	全球總量	136

資料來源：美國農業部2016年資料

## 小麥的生產和出口在地理上較分散

與之相對，從生產、出口和進口來看，小麥在地理上更加分散。在很多國家，小麥都是主食，用於製作麵包、點心和麵條，所以小麥在很多氣候適宜的國家生長。全球至少十個國家每年生產的小麥逾2500萬公噸。然而，沒有一個單一國家佔有全球出口量超過17%，或進口量的7%。這令地區小麥價格的套期保值相對複雜。

圖表5: 小麥的生產和交易較分散

生產 (百萬公噸)		出口 (百萬公噸)		進口 (百萬公噸)	
EU-27	144	俄羅斯	30	埃及	12
中國	128	美國	27	印尼	9
印度	90	EU-27	25	阿爾及利亞	8
俄羅斯	72	加拿大	22	EU-27	7
美國	63	澳洲	21	巴西	6
加拿大	32	烏克蘭	16	日本	5
澳洲	28	哈薩克	9	韓國	5
烏克蘭	27	阿根廷	8	摩洛哥	5
巴基斯坦	25	土耳其	6	菲律賓	5
土耳其	18	墨西哥	2	土耳其	5
其他	102	其他	12	其他	104
世界	745	世界	174	世界	170

資料來源：美國農業部2016年資料

## 小麥類型：硬或軟、冬或春、紅或白

小麥通常根據顏色、硬度以及生長季節分類，例如硬小麥或軟小麥、紅小麥或白小麥以及冬小麥或春小麥。美國有六種官方分類，包括硬紅冬(HRW)、軟紅冬(SRW)和硬紅春(HRS)。歐洲和澳洲的分類存在細微差別。

**硬和軟：**整體而言，硬小麥的蛋白質含量較高，用於製作麵包，而軟小麥澱粉較高，用於製作點心。加工過的硬質麵粉蛋白質含量一般不超過15%，但任何蛋白質含量超出11%的小麥通常被分類為硬小麥。

**冬和春：**冬小麥在秋季種植，於冬季寒冷月份休眠，隨著氣候變暖而恢復生長，並在6月和7月收割。在北半球，春小麥在4月和5月種植，並在8月和9月收割。

美國方面，全球逾80%的產量來自硬冬小麥，主要生長在堪薩斯州大平原。此外，一些春小麥生長在從明尼蘇達州至薩斯喀徹爾省(加拿大)的穀物帶上。

歐洲方面，冬小麥為主要的品種，分散生長在法國到烏克蘭等地。俄羅斯亦生產部分春小麥。

圖表6: HRW和SRW均為冬小麥



資料來源：澳洲國際農業研究中心 (Australian Centre for International Agricultural Research)

圖表7：歐洲和黑海均生產冬小麥



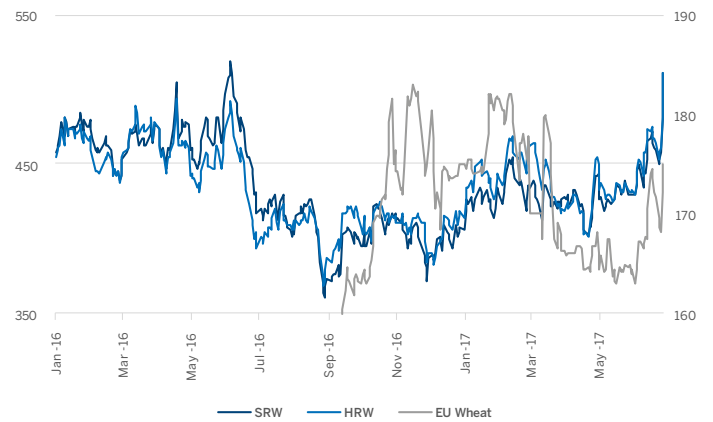
資料來源：澳洲國際農業研究中心 (Australian Centre for International Agricultural Research)

### 芝商所的美國和歐洲小麥合約

一直以來，CBOT有四種小麥期貨合約上市。標的合約為兩種美國冬小麥（硬紅冬和軟紅冬），兩種歐洲冬小麥（歐盟小麥和黑海小麥）。儘管SRW頂著「軟」小麥頭銜，但CBOT合約既可以交割硬小麥亦可交割軟小麥級別。CBOT並無上市任何春小麥合約，因為春小麥的產量較冬小麥小。

**關聯度：**由於SRW和HRW合約可交割的小麥等級重疊，他們的價格水平和回報關聯度超過0.9屬意料之中。短期內美國和歐洲的小麥價格亦可能高度關聯（超過0.8）<sup>1</sup>，所以投資者有時利用他們對澳洲的小麥價格進行套期保值。但長期而言，不同地區的價格關聯度較低（如圖表9所示），因此需要一個地區基準，對澳洲小麥價格進行套期保值。

圖表8：CBOT小麥價格



資料來源：芝商所、彭博

圖表9：SRW、HRW和歐洲小麥關聯度

2016年9月至2017年6月	價格水平關聯度	對數回報率相關性
SRW和HRW對比	0.93	0.91
SRW和歐洲小麥對比	0.04	0.33
HRW和歐洲小麥對比	0.10	0.29

資料來源：芝商所、彭博

<sup>1</sup> 2017年4月至6月SRW和HRW的價格相關性為0.97，SRW和歐洲小麥為0.83，而HRW和歐洲小麥為0.80。

圖表10：CBOT小麥期貨的簡要描述

期貨合約名稱	芝加哥軟紅冬麥	坎薩斯城硬紅冬麥	歐盟小麥	黑海小麥
簡稱	芝加哥SRW	KC HRW	歐洲小麥	黑海小麥
冬或春	冬季	冬季	冬季	冬季
硬或軟	兩個級別(硬與軟)	硬	硬	硬
來源國家	美國	美國	歐洲	歐洲
生長區域	從俄亥俄至紐約再到南卡羅萊納州	從德克薩斯至堪薩斯再到南科他州	西歐	烏克蘭、土耳其、哈薩克和俄羅斯
Globex代碼	ZW	KE	WEU	BSW
彭博代碼	W A Comdty	KWA Comdty	WUEA Comdy	BSWA Comdty
合約規模	美元/蒲式耳	美元/蒲式耳	歐元/公噸	美元/公噸
合約規模	5,000 蒲式耳	5,000 蒲式耳	50公噸	136公噸 (約5,000蒲式耳)
於6月19日的價格	479美元/蒲式耳	472美元/蒲式耳	176.25歐元/公噸	-
合約價值	23,975美元	23,625美元	8,812歐元	-
合約月	3月 5月 7月 9月 12月	3月 5月 7月 9月 12月	3月 5月 9月 12月	3月 5月 7月 9月 12月
交割FOB(離岸價)	美國芝加哥	美國堪薩斯	法國盧昂	俄羅斯諾沃羅西斯

資料來源：芝商所

### 澳洲小麥如何？

澳洲的小麥播種一般在秋季和初冬(5月-7月)之間開始，並於春末(11月)收割。年產量約2500萬公噸，按照目前每公噸120美元價格，相當於每個月30億美元。儘管澳洲產量僅佔全球產量的3%，國內的低消費令澳洲出口1400萬至1800萬公噸的小麥(佔全球出口10%至15%)。

小麥同樣根據蛋白質含量分類，包括13%的澳洲優等硬粒小麥(APH)到9%的澳洲標準白(ASW)。CBOT澳洲小麥期貨乃基於APW等級，蛋白質含量至少是10.5%。

圖表11：澳洲小麥帶



資料來源：澳洲國際農業研究中心 (Australian Centre for International Agricultural Research)

## 澳洲小麥FOB (離岸價) (普氏) 期貨

和美國及歐洲不同，澳洲每年收割小麥一次。儘管APW屬於「白」小麥種類，一些澳洲農民亦會利用CBOT KC HRW期貨和期權對小麥價格進行套期保值。

CBOT澳洲小麥合約是基於澳洲優質白賣的普氏評估，令澳洲的小麥交易者可直接對實物小麥持倉進行套期保值。

合約相對普氏發佈的「APW小麥FOB澳洲」相應現貨價格進行現金結算。澳洲小麥期貨合約的基礎為其強大的價格發現機制，因為其價格評估遵循嚴格的方法，從而可確保密切體現標的現貨市場。

澳洲為全世界前五大小麥出口國之一，產品滿足亞太和中東地區的需求，包括印尼、日本、韓國、馬來西亞和越南。目前缺乏流動性的場外衍生產品市場以體現澳洲小麥出口的價格。

上市CBOT澳洲小麥期貨的決定，乃基於全球商業客戶的需求，他們尋求新的產品管理亞洲交易的小麥的價格風險。透過上市該新合約，我們的宗旨是為市場提供管理澳洲出口的小麥，以及亞洲國家從澳洲進口小麥價格風險的工具。

圖表12：CBOT澳洲小麥期貨合約規格

合約規模	50公噸
報價	美元及美仙 / 公噸
交易時間	CME ClearPort：週日 - 週五下午5:00 - 下午4:00 (中部時間)，每天從下午4:00開始休市60分鐘
變動價位	每公噸0.25美元
產品代碼	AUW
結算方式	金融
交易所	CBOT
地點	CME Globex和CME ClearPort
上市時間表	連續12個月
到期	合約月最後一個營業日
浮動價格	合約月公佈的普氏APW小麥FOB澳洲評估的數學平均數

資料來源：芝商所

## 麵粉工廠亦可使用AUW合約

除澳洲小麥的出口商外，下游產業同樣可使用AUW期貨合約，例如國內麵粉廠和速食店。透過利用本合約對購買的小麥進行套期保值，麵粉廠可用來緩和和小麥價格由於供應短缺或者其他原因造成的價格波動。

麵粉廠可以將麵粉成本價格的上漲轉嫁給客戶，例如速食店。或者，亦可以進行套期保值，從而為客戶確定固定的價格。AUW期貨與國內澳洲小麥價格密切相關，可以用來抵禦本地小麥的價格波動。此做法被稱為「帶息套保」，因為期貨無法抵消麵粉廠所面對的所有內生風險。

## 澳洲交易者的貨幣風險

直接套期保值者（如小麥農民）和帶息套期保值者（如麵粉廠）面臨供應、交割、產品品質、價格、基準價值和貨幣等相關風險。

尤其是貨幣風險需要多維度的考慮。對於買家來說，依賴國際基準的國內買價存在下行貨幣風險。澳洲國內小麥價格可能下跌，但澳元/美元下跌可能導致本地麵粉價格反彈。在其他情況下，國內小麥價格上漲或會被更便宜的進口打壓，因為澳元/美元匯率更高，而美元計值的AUW合約未必能夠完全對沖。

涉及進出口小麥和小麥產品的澳洲公司，需要通過貨幣風險轉移或價格風險管理，從而有效管理其貨幣風險。

## 結論

上市AUW期貨合約補充了芝商所小麥價格在美國、歐洲和亞太地區的全球覆蓋。AUW價格反映澳洲出口小麥的價格，可成為澳洲其他小麥級別的基準，而市場釐定的價格可能存在差異。合約將滿足亞太市場商業參與者的需要，對農民、合作機構、商戶、國際交易者、進口商、出口商和加工商均極富吸引力。

作為密切跟蹤現貨市場的工具，AUW合約對於在該市場尋求交易機會的機構投資者而言頗具吸引力，包括與CBOT的美國和歐洲小麥合約進行套利交易。透過在同一平臺交易和清算小麥合約，交易者將可以獲得對銷效率及便利。





芝商所總部

20 South Wacker Drive  
Chicago, Illinois 60606  
cmegroup.com

芝商所區域辦事處

芝加哥 +1 312 930 1000	紐約 +1 212 299 2000	倫敦 +44 20 3379 3700
新加坡 +65 6593 5555	卡爾加里 +1 403 444 6876	香港 +852 2582 2200
休斯頓 +1 713 658 2347	聖保羅 +55 11 2787 6451	首爾 +82 2 6336 6722
東京 +81 3 3242 6228	華盛頓特區 +1 202 638 3838	

期貨與掉期交易具有虧損的風險，因此並不適於所有投資者。期貨和掉期均為槓桿投資，由於只需要具備某合約市值一定百分比的資金便可進行交易，所以損失可能會超出最初為某一期貨和掉期頭寸而存入的金額。因此，交易者只能使用其有能力承受損失風險但又不會影響其生活方式的資金來進行該等投資。由於無法保證這些資金在每筆交易中都能獲利，所以該等資金中僅有一部分可投入某筆交易。

本手冊中所載信息和材料不得被視為是買賣金融工具、提供金融建議、創建交易平台、促使繳納或收取定金或在任何司法轄區提供任何類型的其它金融產品或金融服務之要約、邀請、招攬或接受。本手冊中所載信息僅供參考，並不意圖提供建議且不得被解釋為是建議。這些信息沒有考慮您的目標、財務狀況或需求。在依賴本手冊行事之前，您應獲取適當的專業建議。本手冊不構成招股說明書、產品披露聲明或法律建議，亦不是關於購買、出售或持有任何具體投資或者使用或不使用任何特定服務的推薦。有關本文檔中所涉事項，讀者應諮詢法律顧問獲取法律建議。本手冊及其內容未經新加坡任何監管機構審查和批准。本手冊信息僅按原樣提供，不作任何明示或默示之保證。芝商所對任何錯誤或遺漏概不承擔任何責任。

本資料也可能會包含或鏈接至涉及或未經芝商所或其管理人員、員工或代理設計、驗證或測試之信息。芝商所不對該等信息承擔任何責任，也不認可其信息的準確性或完整性。芝商所對該等信息或向您提供的超級鏈接不作不會侵犯到第三方權利之擔保。如果本 [ 資料類型 ] 含有外部網站的鏈接，芝商所並不對任何第三方或其提供的服務及/或產品予以認可、推薦、同意、保證或推介。

CME Group和“芝商所”是CME Group Inc.的註冊商標。地球標誌、E-mini、E-micro、Globex、CME和Chicago Mercantile Exchange是Chicago Mercantile Exchange Inc. (“CME”)的註冊商標。CBOT是Board of Trade of the City of Chicago, Inc. (“CBOT”)的註冊商標。ClearPort和NYMEX是New York Mercantile Exchange, Inc. (“NYMEX”)的註冊商標。此商標未經所有者書面批准，不得修改、複製、儲存在可檢索系統裡、傳遞、複印、發布或以其它方式使用。

CME、CBOT及NYMEX均分別在新加坡註冊為Recognized Market Operator (認可市場運營商) 以及在香港特區被授權為Automated Trading Service (自動化交易服務)提供者。此外，CME作為Recognised Clearing House (認可清算所) 於新加坡受監管。

本文包含之信息並不構成《日本金融工具和交易法案》(1948年法律25號，經修訂)界定的提供直接進入任何外國金融工具市場的機會或向外國金融工具市場交易提供結算服務。CME Europe Limited並未註冊或授權提供，或意圖在亞洲任何司法轄區提供任何類型的金融服務，包括香港、新加坡或日本。

芝商所旗下的實體在中華人民共和國或台灣概無註冊、獲得許可或聲稱提供任何種類的金融服務。芝商所旗下的所有實體概未持有在香港根據《證券及期貨條例》開展期貨合約交易或諮詢業務之牌照。

本手冊以及其中所載或以提述方式納入的任何內容不屬於廣告，並不意圖在中華人民共和國境內公開傳播。本手冊僅供在新加坡境內向持有資本市場服務牌照(期貨合約交易)或免於遵守該等要求的人士分發。對於在韓國及澳大利亞境內分別根據《金融投資服務與資本市場法》第9條第5款和相關規則，以及《2001年企業法》(澳洲聯邦)和相關規則之規定，將分發受取僅限於“職業投資者”，且其發行應受到相應限制。