

正确理解与运用套期保值

到目前为止，国内外主流教科书和业内专家依然认为套期保值是“通过在期货市场做一手与现货商品种类、数量相同，但交易部位相反的合约交易来抵消现货市场交易中所存价格风险的交易方式。套期保值者利用期货市场保护其现货交易免受不利价格变动所导致的损失。”自期货市场产生以来，尽管对套期保值存在过其他不同的解释，但上述经典定义仍充满生机并有效地指导企业规避现货价格风险。

正确理解套期保值，准确区分套保与套利

国内有些文章或著作将套期保值发展分为三个阶段，将上述定义归为传统套保，把经济学家沃金对基差的强调归为现代套保，将所谓期现货市场组合投资，不要期货头寸和现货头寸保持1:1的比例表述为动态套保。从这些论述来看，好像传统或经典的套保已过时或不再适用了。需要指出的是，这种表述在国外学者中较为少见。

沃金对期货市场本已存在的基差进行了系统说明，由此就认为他发展了套保理论或者说套保理论进入现代阶段很牵强。因为自期货市场产生之日起，基差就客观存在，人们就开始利用基差变化理性地进行套保操作。沃金是位杰出的统计学家，他的主要成果集中在上世纪中期，他对期货市场基差及基差对套期保值意义的研究成果显著。不过，其他一些著名经济学家，如保罗·A·萨缪尔森、默顿·米勒的观点更值得我们重视，特别是国外业内高管和专家如帕特里克·J·卡塔尼亚等在上世纪90年代的研究成果尤其值得我们借鉴，这些专家的主要观点就是经典的对冲套保。

笔者认为，所谓组合套保与组合投资或组合投机并没有什么本质差别，其实质就是基于相关品种间的价格关系，利用一定的数学模型建立的一组投资。实际上任何一个与现货没有关系的投机者，同样可以运用组合投资方式来实现无风险或低风险利润。就同一种商品而言，对所拥有的现货商品，持有者可以不做期货，也可以少做期货，其结果是部分现货敞口并暴露在风险之中。至于超出现货部分的期货头寸，就与套期保值规避风险没有任何关系了。

套保与套利是两个完全不同的概念，帕特里克在《商品期货交易手册》中给出的定义是，套利是利用价格间差距获利的交易方式，如在不同的市场中同时买进和卖出同一种商品或合约，以求利用市场间的价格差异而获利。他进一步提出，套期图利者，也称为价差交易者或期货间跨利交易者。套期图利交易者注意的重点是同一商品的不同交割月份之间，在不同交易所交易的同种商品之间，不同商品、但相互有关联的期货合约之间，或同一商品的现货和期货之间不断变动的价格相关关系。一般来讲，在上述各形式中都存在一定的正常的价格关系，一旦这种正常关系出现反常变化，套期图利交易者就会在相关价格过高的市场卖出合约，并在价格过低的市场买进合约，以获取两者之间的价格差距利润。

根据基差确定买卖现货和进入期市套保的时机

关于上述经典套保概念，笔者认为至少有三个问题需要认真思考：第一，是不是有了期货市场就可以在任意时间买卖现货？第二，是不是因为存有现货就需要马上建立期货头寸进行避险操作？第三，是不是任何条件下都必须进行套期保值？要弄清这些问题，就需要我们首先理解基差，理解基差对套期保值非常重要。

基差是某一特定地点某种商品的现货价格与同种商品的某一特定期货合约价格间的价差（现货价格-期货价格）。若不特别指明，期货价格应是离现货月份最近的期货合约的价格。基差与期货交易或套期保值相伴而生。

一般情况下，货物的当地现货价格相当于调整过的期货价格；反之，期货合约的价格等于当地现货商品价格加上持仓成本等。交割期限越远，则期货价格越高。影响基差的主要

因素有运费、整理费用、存储成本、质量及当地的供应和需求情况。基差通常有一个正常水平，从理论上说，如果交易者在进行套期保值之初和结束套期保值之时，基差没有发生变化，结果必然是交易者在这两个市场上盈亏相反且数量相等，由此实现规避价格风险的目的。但在现实市场中，基差不可能始终保持一个正常水平而不发生变化。

评价基差的一个重要因素是其潜在的增强或减弱趋势。基差的正值越大，基差就会变的越强；相反，基差的负值越大，基差就越弱。例如，基差变动从10元贴水（现货价格小于期货价格10元）变为5元贴水，说明基差走强，尽管仍是贴水；而基差从20元升水（现货价格比期货价格高20元）变为15元升水，说明基差走弱，尽管事实上基差仍然升水。预期增强的基差有利于空头套期保值者，而预期减弱的基差有利于多头套期保值者。

当基差处于历史高点时，一个拟于半年后采购商品的购买者，就应暂缓签订现货合同，而应进入期市建立多头头寸，待基差趋于正常水平时，再签订现货合同，同时平仓期货头寸；反之，当基差处于历史低点时，这个拟于半年后采购商品的投资者，则应马上签订现货购买合同，而不必进入期市进行套期保值。同样，手中拥有存货的商人，不可以不加思考地马上进入期市做空，而应考虑基差水平以确定是否入市避险及进入期市建立空头部位的时机。如果这个存货拥有者满意现在的期货价格，并预期基差将增强，就应考虑将一部分存货进行卖空套保；如果预期基差将减弱，且目前的价格比较有利，他就可以考虑马上卖出存货。

进入期市的时间可以从优选择，但期货头寸的平仓时间应与现货交易保持一致。这里的关键是理解和掌握基差知识，理解基差非常重要，它可以帮助投资者在不同的市场价格下做出正确的决策。虽然沃金曾讲套期保值是对基差的投机，但我们全面研究其理论后就会发现，沃金的基差论述是对经典套保理论在实践中正确运用的完美诠释。

全面理解套期保值中“品种相同和数量相当”的含义

经典的套期保值理论并不否定企业利用相关期货品种为企业的商品进行套期保值。事实上，能够从事期货交易的商品种类毕竟有限，一些与上市交易品种高度相关的商品，虽然没有在期货市场上交易，但仍可利用期货市场已上市交易的品种进行套期保值，这在业内称为交叉套保（CROSS HEDGE）。经营多种石化产品的企业，可以利用目前上市的PVC、LLDPE等期货合约对其他石化产品进行套期保值，经营鱼粉的企业则可以利用期货市场的豆粕合约从事避险业务。因为这些相关品种之间通常有一个较稳定的比价关系，而且影响价格趋势的因素基本相同。

对于交叉套保而言，现货商品和期货头寸数量不一定相等，也只有在交叉套保的时候，才会有现货商品数量和期货保值量不是1:1的情况。交叉套保者在期货市场的套保量主要由这两种商品的价格波动比例关系来决定。例如，假设渔粉现货价格为每吨9000元，豆粕现货价格为每吨3000元，由于这两种商品的单位价值不同，通常情况下它们的价格波动幅度也不同。假设此时豆粕价格每波动1元，渔粉价格就波动3元，这种情况下，拥有现货渔粉10吨的商人就需要在期货市场上卖出30吨的豆粕为手中的渔粉进行避险。

就基本套期保值而言，我们强调保值数量应与现货商品数量相同，但反对期市避险量大于现货交易量。套期保值是对现货商品价格的不确定性进行避险，因此，当你拥有现货100吨时，就可以在期市上用同种商品进行100吨的套期保值，当然也可以不做套保或为小于100吨的现货进行部分避险。如果你不在期货市场避险，就意味着这100吨现货冒有未来价格下跌的风险，套保量不够则意味着部分现货将面临风险。但是，绝对不可以做120吨的反向交易，因为这多出的20吨期货头寸与避险已没有关系，这种操作与普通投机者没有任何差别。

正确掌握套期保值的三种操作方法

第一，基本的套期保值操作方法。所谓基本的套期保值方法，就是无论是买方还是卖方，

只需要遵循现货空、期货多，或者现货空、期货多的原则，从事方向相反而数量相当的套期保值操作。期货多头的套保者称为买进避险，期货空头的套保者称为卖出避险。

假设在9月1日，某进口商拟在第二年2月份买进8900吨玉米。根据多个卖方报价，该进口商发现，基差处于历史高点，所以决定等待而不是立刻签订CNF现货合约；相反，他购买了3月期货合约并等待基差减弱。到了10月中旬，2月交割的基差对3月期货已降至对其有利的水平，进口商当即选定具有价格优势的供应商签订购买现货玉米的合同。同时以当时的期货市场价格，卖出相应数量的3月玉米期货合约，将自己的期货部位平仓。在这一操作过程中，该进口商就是利用历史基差数据，正确参与期货交易，从而锁定了其购买玉米的价格水平。

第二，期货转现货（EFP）套期保值操作方法。期货转现货，也叫基差交易，或叫点价交易。期货转现货交易是指买卖双方约定，在未来某个时间，双方以某期货市场相关品种的收盘价加减约定的基差值，作为履约价格并完成现货转让的交易。

在基差交易中，为防止价格波动风险，买卖双方通常会进入期货市场各自建立一个多头和空头部位，临近履约日时，一般由卖方点价，通过期转现，双方对冲期货多头和空头部位，结束各自的套期保值交易，然后根据所达成的基差交易协议进行现货转让。

在期转现交易中，两个避险者不需要进入期货交易厅内从事平仓，以避免不理想的交易价格和现货交易与期货委托订单的时间差。期转现是期货交易所里唯一被允许的场外交易方式，但所有的期转现交易均会记录在交易所持仓量和成交量的报告中。

如果真正理解了期转现，再看现行交易所的期转现管理办法，就会发现其中还有不少需要完善的地方。现在有的交易所的期转现管理办法更像是协议平仓办法：两个期市平仓的投资者，其现货交易可能发生于期货建仓之后；他们没有按照基差交易方式建立现货贸易合同；他们甚至可能在期货平仓之后根本就不发生实物交割，尽管他们对交易所有相关承诺。

第三，转月套期保值操作方法。所谓转月避险，就是将避险由一个期货月份移转到另一个期货月份，即平仓目前的一个期货部位，并在远月合约建立另一个期货部位。

转月避险的原因主要有两个：一是由于一些未完成的工作而被迫转换避险月份。比如，某企业拟在远期签约卖出现货大豆，为此买进1月大豆期货合约，以规避价格上涨的风险。但在1月合约交割日之前，该企业未能在现货市场上买到充足的大豆，因此只能转月，将1月合约卖出再买进3月期货合约。二是通过转换月份以改善企业的利润状况。其操作基本理念是，假如某现货商本应在8月期货合约上避险，但他发现7月、8月两合约的基差有较大差异，而7月合约将使他有利可图，他就可以先在7月合约上建仓避险，合约到期时平仓获利，再转至8月合约上进行正常避险。我们注意到，该现货商在7月合约上所进行的避险完全符合套保理念，其平仓后再转至8月合约上继续避险，同样符合经典的套保理念。