 中国期货业协会期货投资者教育专项基金资助

“讲故事 学期货”金融国民教育丛书


期货的 套保和套利

“讲故事 学期货”金融国民教育丛书编写组◎编

- ✓ 价格风险，一个全社会面临的难题
- ✓ 套期保值基本原理及常规方法
- ✓ 套保效果的“牛鼻子”——基差变化
- ✓ 套期保值交易实务
- ✓ 套利那些事
- ✓ 曲径通幽处，疑虑共相析
- ✓ 正视套利交易的风险



中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

 中国期货业协会期货投资者教育专项基金资助

“讲故事 学期货”金融国民教育丛书

期货的 套保和套利

“讲故事 学期货”金融国民教育丛书编写组◎编



中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

期货的套保和套利 / “讲故事 学期货” 金融国民教育丛书编写组编. -- 北京: 中国财政经济出版社, 2021. 11

(“讲故事 学期货” 金融国民教育丛书)
中国期货业协会期货投资者教育专项基金资助
ISBN 978 - 7 - 5095 - 7093 - 7

I. ①期… II. ①讲… III. ①期货交易 - 通俗读物
IV. ①F830. 93 - 49

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 280058 号

责任编辑: 胡 懿
封面设计: 田 晗

责任校对: 胡永立
版式设计: 董生平

期货的套保和套利

QIHUO DE TAobao HE TAOLI

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 010 - 88191522

天猫网店: 中国财政经济出版社旗舰店

网址: <https://zgczzjcbcs.tmall.com>

北京时捷印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

成品尺寸: 186mm × 210mm 24 开 5.75 印张 115 000 字

2021 年 11 月第 1 版 2021 年 11 月北京第 1 次印刷

定价: 26.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 7093 - 7

(图书出现印装问题, 本社负责调换, 电话: 010 - 88190548)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

打击盗版举报热线: 010 - 88191661 QQ: 2242791300



前 言

近年来，我国期货市场运行质量不断提高，价格发现和风险管理的基础功能得到发挥，在优化资源配置、促进产业升级、提升经济运行效率、维护国家经济金融安全等方面发挥着越来越重要的作用。在新品种不断推出、新业务持续发展、国际化进程稳步推进的大背景下，不仅机构客户、产业链企业、高净值人群由于规避价格波动风险的迫切需要，将期货这一对冲工具放入资产配置篮子之中，以期平衡资产收支、实现财富管理目标，一些中小投资者也被价格波动带来的投资机会吸引，成为市场的参与者和流动性的贡献者。

我国投资者群体普遍缺乏系统的金融知识教育，风险识别能力和风险承受能力不高，容易产生投资过程中的非理性行为，不仅造成自身的财务风险，也给市场稳定和金融安全造成隐患。从世界范围来看，随着各国金融消费规模的不断增加和金融创新的快速发展，金融商品或服务日益复杂化，金融知识教育作为对消费者的一种预防性保护，得到了越来越多国家的重视和强化。期货及期权合约的杠杆性、复杂性和投机性，决定了其“高风险、高收益”的特点，将期货知识纳入金融国民教育体系，是一项具有行业前瞻性的工作。

根据国务院办公厅《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作意见》（国办发〔2013〕110号）的有关要求，在中国证监会、教育部联



期货的套保和套利

合印发的《关于加强证券期货知识普及教育的合作备忘录》的指导下，期货行业在落实“加大普及证券期货知识力度”“将投资者教育逐步纳入国民教育体系”方面开展了多种探索和实践。由中国期货业协会期货投资者教育专项基金资助编写的《“讲故事 学期货”金融国民教育丛书》就是将复杂的金融知识以尽可能通俗易懂的方式向公众传播的有益尝试。丛书作为系统介绍我国期货市场的基础性教育普及读物，以广大普通投资者为服务对象，满足对期货市场缺乏了解的个人或企业的需求。丛书在编写上突出“讲故事 学期货”的特色，在编写形式上多引用案例故事，形式活泼；在语言上通俗易懂，可读性强；在内容上以“风险教育”为主线，深入浅出，不仅对期货市场的起源发展、交易方法、交易品种等基本知识进行了讲解，而且对期货市场的组织架构、法律法规、风险监管等环节也进行了全方位解读；还考虑到期货行业未来的发展趋势，对期权、场外衍生品等投资者感兴趣的话题作了前瞻性介绍。

衷心希望本套丛书的出版能够为期货投资者了解期货市场、树立风险意识、理性参与期货交易提供有益的帮助。

“讲故事 学期货”金融国民教育丛书编写组

2021年10月



目 录

套期保值篇

一、价格风险，一个全社会面临的难题	1
1. 多收了三五斗	1
2. 油价涨，百业愁；油价跌，有人哭	5
3. 汇率涨跌，几家欢喜几家愁	8
4. 风急浪高，何处寻找避风港	12
二、套期保值基本原理及常规方法	14
1. 套期保值的名称、分类及有效性	14
2. 买入套期保值	17
3. 卖出套期保值	20
4. 套期保值的四项基本原则	23
5. 用期权进行套期保值也是可行选择	26
三、套保效果的“牛鼻子”——基差变化	27
1. 基差是什么？“正向”市场与“反向”市场	28



期货的套保和套利

2. 基差的变化及基差图表	29
3. 基差不变情况下的套期保值效果	32
4. 基差走强时套期保值的情况	33
5. 基差走弱时套期保值的情况	36
6. 基差与保值效果的总结与启示	37
7. 点价交易中的基差	39
四、套期保值交易实务	42
1. 套期保值与交割	42
2. 套期保值与期转现交易相结合	44
3. 套期保值中的转期交易	45
4. 原则应该坚持，但不能囫圇吞枣	48
5. 套保路上的最大磨障——期货大幅亏损	50
6. 套保从计划开始，保值力度至关重要	55
7. 套期保值的建仓，一锤子买卖好不好	58
8. 监督和内控制度决不能缺——中航油的教训	60
9. 不以成败论英雄，正确评价套期保值效果	64
套利交易篇	
一、套利那些事	70
1. “杨百万”的活计与中间商的套路	70
2. 对冲基金在对冲什么	73
3. 期货套利的分野及特点	77
4. 老马识途——套利分析图表	79
5. 交易所的套利指令	82



二、曲径通幽处，疑虑共相析	85
1. 期现套利的核心分析——持仓费用	86
2. 期现套利的反向思维——无套利区间	88
3. 套利交易的主力军——跨期套利	91
4. 贵圈真乱——跨期套利中的名词术语	94
5. 跨期套利案例	96
6. 蝶式套利与跨作物年度套利	98
7. 跨品种套利	100
8. 高难度的跨市套利	103
三、正视套利交易的风险	106
1. 一次套利亏掉了 40 多万元	106
2. 机会与风险——玉米与玉米淀粉套利	109
3. 跨期风险小？疯起来吓死人！	113
4. 双焦套利，疯起来不得了！	117
5. 危险的杠杆	121
6. 造化弄人——长期资本退资风波	125
后记	127



套期保值篇

期货市场之所以具有经济意义而且长盛不衰，其主要原因是期货市场向生产者和经营者提供了套期保值机会。生产者和经营者通过套期保值交易，将现货价格风险转移给投机者，从而实现稳定经营。本篇对套期保值的原理、方法及操作实务进行介绍。

一、价格风险，一个全社会面临的难题

市场经济中，价格波动是极其正常的。只要生活在这个社会中，无论是靠工薪为生的平头百姓，还是以生产贸易为业的大型企业，都无法逃脱价格波动带来的影响。

1. 多收了三五斗

万盛米行的河埠头，横七竖八停泊着乡村里出来的敞口船。船里装载的是新米，把船身压得很低……“糙米五块，谷三块，”米行里的先生有气无力地回答他们。



期货的套保和套利

“什么！”旧毡帽朋友几乎不相信自己的耳朵。美满的希望突然一沉，一会儿大家都呆了。

“在六月里，你们不是卖十三块么？”

“十五块也卖过，不要说十三块。”

“哪里有跌得这样利害的！”

“现在是什么时候，你们不知道么？各处的米象潮水一般涌来，过几天还要跌呢！”

……

“五块钱一担，真是碰见了鬼！”

“去年是水灾，收成不好，亏本。今年算是好年时，收成好，还是亏本！”

“今年亏本比去年都厉害；去年还粟七块半呢。”

……

细心的读者一看就知道，这是摘自叶圣陶先生的短篇小说《多收了三五斗》。面对“跳水”的粮价，农民的无奈和悲苦，叶圣陶描绘的可真是淋漓尽致！

粮价跳水，“谷贱伤农”，这是千年的难题！新中国成立后，计划经济时代，粮食实行“统购统销”政策，粮价倒是锁定了，持久的低价统购政策却挫伤了农民的种粮积极性。改革开放后逐步进入市场经济时代，农民的种粮积极性空前高涨，但粮食连年丰产之后，又出现了卖粮难、打白条的现象，归根结底还是“谷贱伤农”。为了确保农民丰产丰收，国家几乎每年都出台农产品“保护价政策”“敞开收购政策”。但是，这么一来也会生出另外一些弊端。首先，国家动用大量资金托底收购，当供大于求时，国有粮库粮食堆积如山、腐烂霉变，必然导致国家财政负担越来越重。其次，当国内市场价格高于国际市场价时，进口商出于营利目的，优先从国外大量采购低价粮食，甚至不惜违法走私，国内粮食市场被进口粮食挤占，加大国有粮库的损失。

最后，国内外巨大的差价也会导致粮食加工企业因原材料价格高企而经营困难。为此，国家 2016 年起实行了一系列粮食收购改革措施，除小麦和稻谷外，其他粮食品种由过去的保护价收购改为对种粮农民进行直补。实施这一政策的好处在于，既保护了农民种地的积极性，又使粮食价格可以随行就市，但粮价随行就市之后，农民将直面市场价格的波动风险，如果不能避免价格风险，则“多收了三五斗”的困境仍会不时出现。

2015 年 11 月 5 日，《中国青年报》发表了一篇“河南滑县农民增产不增收现象调查”的报道：

“现在价格太低了，想等一等再卖。”河南省滑县农户马正如说，玉米今年又是丰收年，本来是个喜悦的事，然而，马正如怎么也高兴不起来。

去年，马正如在当地流转了 100 多亩地，买了播种机、收割机等农用机具，开始种粮食。“一下子就赔了好几万元”，他对自己的错误预判懊悔不已。

据了解，今年河南省大部分地区新玉米的收购价格为每斤 0.8 元左右。而去年同期，新玉米的收购价格基本在每斤 1.05 元以上。

今年，“河南产粮第一县”滑县小麦种植面积 172.32 万亩，比去年增加 0.54 万亩；平均单产 1 037.6 斤，比去年增长 3.4%；总产 89.4 万吨，比去年增长 3.7%。秋粮种植面积 111 万亩，比去年增加 2.4 万亩，其中，玉米种植面积 107.8 万亩，比去年增加 3.1 万亩。全年粮食单产、总产有望再创新高。但增产并不意味着增收，很多种粮大户遭遇到马正如一样的困境。卖粮难导致连锁反应，现在不仅是种粮大户难以为继，就连一些粮食经纪人、农资经销商也受到影响。

“没有地方盛放粮食，万一发霉了，就更廉价了。”马正如打算先低价出售一部分，把购买农资和租金的欠款还清，然后驱车前往滑县农业局等相关单位，向专家请教种植信息，摸索市场行情。

……



期货的套保和套利

马正如打算土地合同到期后，就不再续约。“现在看种粮太冒险了。”马正如说。“明年到底该种点啥？”这成了摆在马正如这些种粮大户面前的难题。

受粮价下跌影响，滑县老店镇最大的粮食收购点负责人耿瑞昌感叹：“生意越来越不好做。”

“目前还有2000吨库存，去年每斤1.2元收购的玉米还囤着呢！”干了十几年粮食收购的耿瑞昌直挠头，“今年来卖粮的基本都是着急用钱，手头不紧的都在观望，农民不敢卖，我们不敢收”。

耿瑞昌认为今年粮价大跌主要是受消费端影响。耿瑞昌说，全国60%以上的玉米作为饲料使用，然而，从2012年起到2015年初，生猪价格一直处于超跌区域，打击了养殖业生产，这对玉米消费构成较大的市场压力。耿瑞昌坦言，每年新玉米收获之时，往往会伴随着价格走弱，但是今年的行情和跌幅之大确实没料到。

……

“谷贱伤农”，如果农民少种粮食多种经济作物会如何？滑县有关方面负责人认为，滑县作为中原经济区粮食生产核心区、中国小麦第一县、河南省产粮第一大县，保障国家粮食安全责任重大。滑县农业局的工作人员也表示：“多种其他经济作物的市场风险不能忽视。”

“效益高，市场风险也大”，滑县种粮大户齐建斌说，“‘该种啥’是需要掂量的问题”。

5年前齐建斌看中了土地流转的机遇，一举流转了近2000亩土地。这些地主要种植大蒜和南瓜，除了满足加工厂需求，还销往山东、开封等地。

“种地是一门大学问”，下一步，齐建斌也打算增加种植的种类，“不能把鸡蛋放一个篮子里”。

滑县农业局种植业股股长郑磊告诉记者，相对而言，虽然种植小杂粮或经济作物的效益较高，但是它不像小麦、玉米那样有国家托市收购，价格完全由市场调节，因此价格波动、市场风险会更大。

“有农户反映，前年种植大葱赶上了好行情，价格达到每斤 1.8 元，每亩净赚万把块钱。去年滑县城关镇大林头村、张固村和老店镇前小庄村农民种植的 1 000 多亩大葱喜获丰收，可外销价格每斤只有 0.35 元，只有前年的五分之一。”郑磊说。

2013—2020 年大商所玉米期货月 K 线如图 1 所示。



图 1 2013—2020 年大商所玉米期货价格月 K 线图

2. 油价涨，百业愁；油价跌，有人哭

众所周知，石油是现代社会的正常运转不可缺少的资源，它不仅是最主要的能源来源，而且是众多化工产品的重要原材料。石油产业不仅规模巨大，而且产业链非常长。正因如此，处于产业链最上游的石油的价格一旦变动，势必牵一发而动全身，导致下游产业的价格波动，尤其是当价格大幅度上升时，各行各业都会深受其害，严重的甚至导致倒闭潮。

1973 年 10 月 6 日，埃及和叙利亚等 12 个阿拉伯国家向以色列发动“斋



期货的套保和套利

月战争”，引爆第四次中东战争。战争爆发当天，叙利亚首先切断了一条输油管，黎巴嫩也关闭了其南部重要的石油输送港口西顿。10月7日，伊拉克宣布将伊拉克石油公司所属巴士拉石油公司中美国埃克森和莫比尔两家公司联合拥有的股份收归国有。10月16日，科威特、伊拉克、沙特阿拉伯、卡塔尔、阿拉伯联合酋长国和伊朗决定，将海湾地区的原油市场价格提高17%。国际石油市场一片恐慌，标志着第一次石油危机的开始。10月17日，阿尔及利亚等10国参加的阿拉伯石油输出国组织部长级会议宣布，立即减少石油产量，决定以9月份各成员国的产量为基础，石油产量每月递减5%；对于美国等国家的石油供应，逐月减少5%。10月18日，阿拉伯联合酋长国中的阿布扎比酋长国决定完全停止向美国输出石油。接着利比亚、卡塔尔、沙特阿拉伯、阿尔及利亚、科威特、巴林等阿拉伯主要石油生产国也都先后宣布中断向美国出口石油。进入12月，欧佩克组织中的阿拉伯成员国宣布收回原油标价权，并将其基准原油价格从每桶3.011美元提高到10.651美元。

阿拉伯国家的石油武器沉重打击了严重依赖石油的世界经济。当时，美国每天的石油进口减少了200万桶，许多工厂停工。正在受到能源危机困扰的美国政府不得不宣布全国处于“紧急状态”，并采取了一系列节省石油和电力的紧急措施，其中包括：减少班机航次，限制车速，对取暖用油实行配给，星期天关闭全国加油站，禁止和限制户外灯光广告等，甚至连白宫顶上和联合国大厦周围的电灯也限时关闭。尼克松总统还下令降低总统专机飞行的正常速度，取消了周末旅行的护航飞机。美国国会则通过法案，授权总统对所有石油产品实行全国配给。美国国防部的正常石油供应几乎有一半中断，美国在欧洲的驻军和地中海的第六舰队不得不动用它们的战时石油储备。

在这场危机中，美国的工业生产下降了14%，日本工业生产下降了20%以上，所有工业化国家的生产力增长都明显放慢。

1978年12月，伊朗发生推翻巴列维王朝的革命，从1978年底至1979年3月初，伊朗停止输出石油60天。1980年9月22日，“两伊战争”爆发，两国石油生产完全停顿，终于使油价创下每桶41美元的纪录，酿成第二次石油

危机。尚未从第一次石油危机造成的经济危机中恢复元气的世界经济再一次陷入大规模的严重经济危机。

第二次石油危机使石油价格从最初的每桶 3 美元飙升至每桶 41 美元，涨幅高达 1260%，烈度之迅猛前所未有的，世界经济被冲得人仰马翻，远远超出了百业萧条的范畴。在如此巨大的冲击下，主要经济体国家也被迫做出一系列战略性调整。其一为加快新油田的勘探开发，在各国积极开发油源情况下，非欧佩克国家的原油产量在 1982 年开始超过欧佩克组织；其二是促进节能与环保产业的发展；其三为开始逐步建立战略性石油储备；其四值得一提的是，1974 年，纽约商业交易所（NYMEX）开始尝试推出相关的石油期货产品，给市场提供对冲工具。

如果说石油涨价百业愁，那么是不是石油跌了就皆大欢喜呢？实际情况并非如此。想一想众多的石油开采和加工企业，想一想一些财政收入高度依赖石油输出的国家，一旦石油价格下跌，尤其是大幅度下跌时会面临什么样的结局就不难明白。

2020 年，新冠肺炎病毒造成全球航空、海运大部分停运，汽车出行量锐减，石油加工企业也有不少停产，造成石油需求暴跌，沙特和俄罗斯的降价大战将这一情况变得更加雪上加霜。4 月 20 日，纽约原油期货 5 月合约的交割价格破天荒跌至负 37.63 美元/桶。据报道，美国页岩油开采成本为 40—50 美元/桶，北达科他州的顶级原油商怀廷于 4 月 2 日申请破产保护，还有几十个中小页岩油商接踵而来。美国研究机构 Rystad Energy 估计：若价格持续在 20 美元/桶附近，2020 年将有超过 700 亿美元的页岩油债务等待破产重组，2021 年这一数额上升为 1 770 亿美元。但是，1 770 亿美元只包含了生产和勘探页岩油的企业，如果把围绕页岩油的服务公司都加进来，破产债务总额将高达 5 000 亿美元以上，如此可以预计 2021 年底前将有 533 家石油勘探和生产公司申请破产。



3. 汇率涨跌，几家欢喜几家愁

2020年5月29日，人民币兑美元汇率中间价为7.1316，而11月19日为6.5484，短短近6个月时间，人民币兑美元汇率中间价升值了5832个基点。

从7.1316到6.5484，如果换汇1万美元，当时需要7.1316万元人民币，今天则只需6.5484万元人民币，可以省下5832元。

人民币升值了，高兴的人真不少。

计划出国旅游的人发现，报名参团的价格大幅降低，而且食宿档次提高了，从性价比看，甚至比国内游还划算。一股个人境外旅游热潮悄然掀起。比如，刚从欧洲游玩归来的王小姐在微信上告诉大家，因为人民币升值，相比年初8.5772的人民币兑欧元中间价，她去时正好赶上汇兑低点8.0655，同样消费1万欧元，可以节省人民币5117元，捡了大便宜！留学生们的家长发现，人民币升值后，需要支付给子女的留学费用比往年节约了不少。王女士的孩子2019年8月份出国留学，当时人民币兑美元的中间价为7.10，看到汇率一路贬值，难免心里发慌，于是出手兑换了5万美元，用了35.5万元人民币，2020年末回头一看，中间价6.55，两相比较，换汇成本高出了3万多元，想起来就懊悔不已。喜欢海淘购物的人士发现，人民币升值后，海淘的成本也降低了。2007年12月，100元人民币可以换12500韩元，然而，接下来的金融危机，韩元大贬值，2009年3月，100元人民币居然可以换22500韩元，一款原先需要支出人民币5000多元的韩国化妆品，现在居然只要2500元（见图2）。

人民币升值后，即使那些没有出境旅游购物的居民也会慢慢发现，国内的商品价格也在下降，一些直接进口的消费品价格因进口成本下降而下降，而其他商品由于生产所需的进口原材料价格下降，价格也随之下降。这种现象经济学上通常称为输入性通缩。

人民币升值后，一些原先在境外融资的企业或公司也很高兴，因为他们



图2 2008年金融危机时期人民币兑韩元汇率月K线走势

的债务无形中减少了。比如国内某企业在汇率为1美元兑7元人民币时在境外融资1亿美元，意味着负债7亿元人民币，当汇率变动为1美元兑6元时，意味着负债6亿元人民币，凭空减少了1亿元人民币的债务，能不高兴吗？

那么人民币升值后是不是一定导致皆大欢喜局面呢，那是不可能的！

比如，某出口企业在汇率1美元兑7元人民币时有一笔出口业务，合同金额为100万美元，但3个月后对方支付100万美元时汇率升至6.5元了，意味着现在只能换回650万元人民币，比原先预期的700万元少了50万元，如果这笔业务原先的预期利润是40万元人民币，现在一算反倒亏了10万元。该企业悔不当初，如果当初在汇率为7时通过银行做一个远期结汇，提前锁定汇率，就可以避免现在的尴尬局面，其代价不过是付出一点手续费而已，但现在只能“哭晕在厕所里”了。

实际上，该企业现在还面临着另一个难题，当对方企业又发来订单，报



期货的套保和套利

价还是 100 万美元时怎么办？该企业知道，按现在的汇率，如果接单意味着亏损 10 万元，于是要求价格上涨 5 万美元，但对方不接受，且提出若价格上涨就会将订单转至其他国家。最终，该企业考虑到若不接单出现停工将导致更大损失，还是继续生产。可以想到，如果人民币继续升值，到了企业无法忍耐时，就只能放弃了。

对出口企业而言，如果所生产的产品在核心竞争力上具有一定的优势，可以自主定价，适度提价时境外市场不会做出强烈反应，那人民币升值的影响可能较小，而对那些在国际上竞争比较充分且对价格比较敏感的产品而言，人民币升值的不利影响是难以回避的。

尽管对国内消费者而言，本币升值可以获得实惠，一时间会感觉“非常爽”，但如果长久持续升值，国内经济会遭受极大伤害，最终受到损伤的还是全体国民，包括绝大部分消费者——因为本币升值会导致进口总量增加，同时也会导致出口总量减少，两方面共同作用的结果将使贸易收支恶化，本国收入减少，物价水平降低。当年日本在美国逼迫下签订了广场协定，日元大幅升值终达两倍之多，日本在度过了一段狂欢时刻后终于发现，出口竞争力备受打击，经济开始一蹶不振，堪称本币升值导致恶果的一个典型例子。

本币升值有好有坏，那么本币贬值呢？自然也是有坏有好。本币贬值与本币升值就像镜像反射一样，本币贬值后国外的商品及服务贵了，降低了消费者的消费水平，但对出口企业却有利好作用，不过对欠有外债的企业又是个噩耗，对此大家可以自行“脑补”，这里不再作具体分析。值得指出的一点是，如果短时期内本币大幅贬值，绝对不是好事，比如 1998 年及 2008 年的金融危机，东南亚国家的货币急剧贬值，资本大量出逃，货币急剧贬值本身就是金融危机的典型指标。

【小贴士】广场协议

20 世纪 80 年代初期，美国财政赤字剧增，对外贸易逆差大幅增长。美国希望通过美元贬值来增加产品的出口竞争力，以改善美国国际收支不平衡状

况。1985年9月22日，美国、日本、联邦德国、法国以及英国的财政部长和中央银行行长在纽约广场饭店举行会议，达成五国政府联合干预外汇市场，诱导美元对主要货币的汇率有秩序地贬值，以解决美国巨额贸易赤字问题的协议，史称“广场协议”）。

“广场协议”签订后，上述五国开始联合干预外汇市场，在国际外汇市场大量抛售美元，继而形成市场投资者的抛售狂潮，导致美元持续大幅贬值。在这之后，以美国财政部长贝克为首的美国政府和以弗日德·伯格斯特（Fred Bergsten，当时的美国国际经济研究所所长）为代表的专家不断地对美元进行口头干预，表示当时的美元汇率水平仍然偏高，还有下跌空间。在美国政府强硬态度的暗示下，美元对日元汇率继续大幅度下跌。“广场协议”揭开了日元急速升值的序幕。1985年9月，汇率在1美元兑250日元上下波动，在“广场协议”生效后不到3个月的时间里，日元快速升值到1美元兑200日元附近，升幅20%。1986年底，1美元兑152日元，1987年最高达到1美元兑120日元。从日元兑美元名义汇率看，1985年2月至1988年11月，日元升值111%；1990年4月至1995年4月，升值89%；1998年8月至1999年12月，升值41%。从日元实际有效汇率看，1985年第一季度至1988年第一季度，日元升值54%；1990年第二季度至1995年第二季度，升值51%；1998年第三季度至1999年第四季度，升值28%。

20世纪80年代中后期开始，随着经济泡沫的破灭，日本陷入长达10年的经济停滞，即“失落的十年”（The Lost Decade）。纵观日本经济近30年的发展，1985年的广场协议就是一个转折点。有分析指出，广场协议后，受日元升值影响，日本出口竞争力备受打击，经济一蹶不振持续了十几年。甚至在经济学界，有相当一部分人认为，广场协议是美国为整垮日本而布下的一个惊天阴谋。



4. 风急浪高，何处寻找避风港

企业经营，最基本的表现就是有“进”有“出”。“进”是指企业付出成本，如买进原材料等；“出”是指出售生产的产品。企业按照低进高出原则组织生产或进行贸易，从中获取利润。然而，这“进”“出”的价格却由不得企业作主。如果原材料价格大幅上涨，成本迅速上升，企业的利润就会明显下降，甚至亏损。那么，能不能通过提升销售价格来弥补呢？很难。因为同行业竞争的存在，人家不提价而你提价，等于把自己的市场份额让给人家。另一种情况是，即使原材料价格没有上涨，但由于竞争或供大于求的局面出现，产品价格发生大幅下跌，也给企业带来麻烦。

当然，企业也可能在价格波动中获得意外之喜。比如，原材料价格大幅下跌而产品价格没怎么变动，企业因为成本降低而得到更多的利润；另一种情况是原材料价格变动不大，但由于生产的产品处于供不应求状态而导致价格上涨，企业利润大大提高。

所谓风险，实际上就是指不确定性。一旦不确定性中不利于企业的一面发生，轻则导致损失，重则甚至可能导致企业倒闭。实际上，企业运作的风险不仅仅局限于上面论及的原材料价格风险及产品价格风险，比如对出口企业而言，很可能这两个风险都处理得很好的情况下，突如其来的汇率风险又使他们遭受额外打击。显然，如何回避种种价格风险，保障企业稳健经营成为经营决策者时刻关注的头等大事。

价格风险是客观存在的，企业家为了对付价格风险，也动了不少脑筋。比如，生产企业担心价格上涨，多采购一些原材料作为储备，或者采取与供货方预订合同的方式将价格“定死”。又如，企业担心产品价格下跌，也可以通过预订合同方式将价格“定死”，有的甚至只按照合同生产，即合同数量是多少就生产多少。但是，这些方式都有一定的局限性。比如，多采购原材料作为储备，需要沉淀大量的资金，还要占用大量的仓库，仔细算

下来成本不低。采用合同方式敲定价格固然有好处，但一方面存在着对方会不会违约的问题，另一方面，在价格波动较大的时候，很难找到合适的合同对家。因此，这些办法尽管有一定的可用之处，但仍不能解决普遍性的问题。

然而，期货市场出现以后，企业在交易实践中发现：尽管该市场只是个虚拟市场，但由于与现货市场并行，并且规避了远期合同中的诸多缺陷，实实在在地起到了避风港的作用。那么，为什么期货市场可以成为企业经营的避风港呢？那是因为：

首先，期货市场是远期市场，期货市场的价格是远期价格，这正好符合企业的需要，因为现货价格大家都看得见，大家都知道。企业最担心的就是未来价格的不确定性。期货交易的特点是，在交割之前不发生实物流动，企业不用担心在此之前占用大量资金及仓库的难题。企业如担心价格上涨，可以提前买，如担心价格下跌，可以提前卖。

其次，期货市场的流动性相当大，不用担心在现货市场中经常出现的找不到对手的难题。在期货市场中，只要企业认为价格合适，不用管对方是谁，对方的信用如何，可以迅速成交，实现自己提前敲定价格的目的。

再次，期货市场的信用度极高，因为有交易所做担保，企业不用考虑对手违约的问题。

最后，期货市场的交易方式更灵活。企业签订现货远期合同后，一旦中途有变化，需要中止合同就非常麻烦，弄得不好就得支付一笔违约金。但是，在期货市场中，由于是标准合约交易，就可以很方便地随时进行平仓。



二、套期保值基本原理及常规方法

1. 套期保值的名称、分类及有效性

“套期保值”是从英语“Hedge”翻译过来的。Hedge 的本来意思是“对冲”。“对冲”的含义极其广泛，可以用在不同的场合。当你拥有资产甲，面临贬值风险时，如果卖出另一种资产乙，只要资产乙与资产甲之间具有正相关关系，就可称为“对冲”。资产甲贬值时会遭受损失，但由于资产乙也贬值，卖出资产乙就会有收益；资产甲升值时会有收益，但由于资产乙也升值，卖出资产乙就会有亏损。这样，一买一卖就形成了亏损与收益的对冲关系。比如，买进现货的同时卖出同品种的期货，这就形成对冲关系；买进某一个月份期货的同时卖出同品种的另一个月份的期货（国内常称为跨月套利），也形成对冲关系。如果两种不同资产之间具有负相关关系，则同时买进两种资产也形成对冲关系；同时卖出两种资产同样构成对冲关系。

对冲可以将价格基本锁定，从而免除了价格波动导致的重大风险损失。正是在这个意义上，人们才把对冲工具称为避险工具。

在我国，通常已习惯将期货与现货之间的对冲译成套期保值，换言之，套期保值已成为“期货与现货”对冲的特称了。值得注意的是，期货与现货之间的对冲不全是套期保值，还有一种称为“期现套利”（Arbitrage）交易方式的，也在期货与现货之间进行交易，两者在形式上差不多，但目的并不一样。

套期保值可以按照买进、卖出进行分类。所谓买进套期保值，是指现货商因为担心价格上涨而在期货市场上买入期货，目的是锁定买入价格。比如，某一出口商已经与对方签订了一笔3个月后交货的合同，按照现行价格，可

说是利润颇丰。他在准备履行合同时有两种做法：一是现在就在市场上买进现货，储存起来，3个月后予以交付。但是，这样做不仅需提前支付货款，并且还得支付仓储费和保险费；另一种做法是临近交付时再在市场上买进，但这样做有很大风险。一旦3个月后价格上涨，买货交割很可能导致这笔本来可以获利的业务变成亏损。怎么办呢？一种可取的办法就是在期货市场上预先买进，由于这时的期货价与现货价差不多，买进期货后，实际上就是将3个月之后的采购成本锁定了。

卖出套期保值是指现货商因为担心价格下跌而在期货市场上卖出期货，目的是锁定卖出价格。比如，大农场在种植农作物时，会对种植成本进行测算，并参照现行价格推算可得利润。由于未来售价是不确定的，一旦到时价格下跌，损失就难免了。由于这时的期货价与现货价差不多，卖出期货，实际上就是将未来产品的销售价提前锁定了。

为什么利用期货市场可以有效规避现货市场风险？这与期、现价格之间的基本关系有关。期、现价格之间有两个基本特点：一是同种商品的期货价格走势与现货价格走势一致；二是期、现价格随着期货合约到期日的临近，两者趋向一致，即具有收敛倾向。别小看这两个特点，正是这两个特点维系着套期保值的有效性，使得套期保值者可以放心地进入期货市场并利用期货市场实现自己的避险目的。反过来，我们也可以将这两个特点作为标准来检验某个特定的期货市场是否是规范运作的，以及是否是健康的。

现货市场与期货市场虽然是两个各自独立的市场，但因某一特定商品的期货价格和现货价格在同一市场环境内会受到相同经济因素的影响和制约，故一般情况下两个市场的价格变动趋势应该相同。

在商品期货交易中，一般都规定合约到期时必须进行实物交割。到交割时，如果期货价格和现货价格不同，例如期货价格高于现货价格，就会有套利者买入低价现货，卖出高价期货，以低价买入的现货在期货市场上高价抛出，在无风险的情况下实现盈利。反之，如果期货价格低于现货价



期货的套保和套利

格，需要该商品的现货商会在期货市场上低价买进，或者作为自用，或者在现货市场高价卖出。在理论意义上，这种套利交易最终会使期货价格和现货价格趋向一致。在金融期货交易中，有采用现金交割方式的，交割价的确定是以现货价为基准的，等于是强迫期货价与现货价收敛。正是这些交割制度，保证了现货市场与期货市场价格随期货合约到期日临近而趋向一致。

图3为沪深300股指期货2020年12月合约与沪深300现货指数日收盘价示意（2020年9月18日至最后交易日的12月18日）。从图中可见，两者趋势相同且最终几乎合而为一。

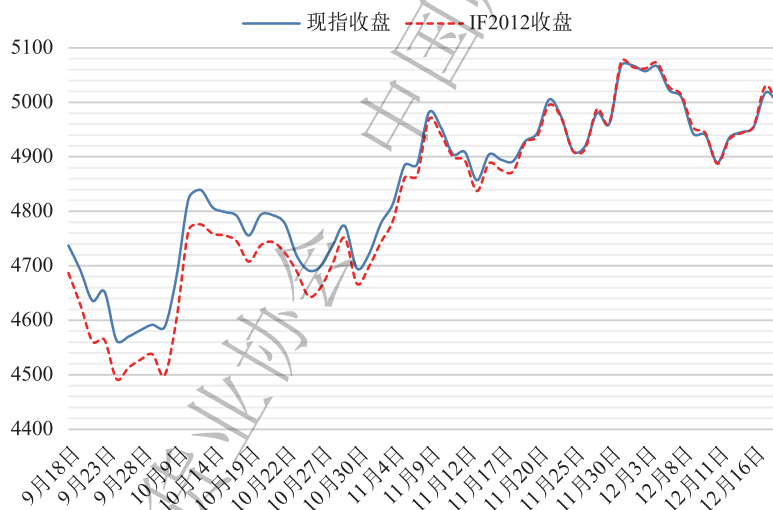


图3 沪深300期指2012合约与现货指数日收盘价

2. 买入套期保值



案例 1

广东某铝型材厂的主要原料是铝锭，某年3月铝锭的现货价格为12 900元/吨，该厂计划在两个月后购进600吨铝锭。由于担心届时价格上涨而提升成本，决定进行买入套期保值。3月初以13 200元/吨的价格买入600吨5月份到期的铝锭期货合约。5月初，铝锭现货价已上涨至15 000元/吨，而此时期货价格也涨至15 200元/吨。于是，该铝型材厂以15 000元/吨的价格在现货市场上购进了600吨铝锭，同时在期货市场上以15 200元/吨的价格卖出平仓。其最终的盈亏平衡情况如表1所示。

表 1 买进套保盈亏平衡表 (1)

市场 时间	现货市场	期货市场
3月初	现货市场价格为13 000元/吨，计划在两个月后买入600吨	以13 200元/吨的价格买进600吨5月份到期的铝锭期货合约
5月初	在现货市场上以15 000元/吨的价格买入600吨铝锭	以15 200元/吨的价格将原来买进600吨5月份到期的合约平仓卖出
结果	5月初买入现货比3月初多支付2 000元/吨的成本	期货对冲盈利2 000元/吨

可见，该铝型材厂在过了2个月以后以15 000元/吨的价格购进铝锭，比先前3月初买进铝锭多支付了2 000元/吨的成本。但是，由于做了买进套期保值，在期货交易中盈利了2 000元/吨的利润，用以弥补现货市场购进时多付出的价格成本，其实际购进铝锭的价格仍然是13 000元/吨。



期货的套保和套利

假如5月初铝锭的价格不涨反跌，现货、期货都下跌了500元/吨，则最终的盈亏平衡情况如表2所示。

表2 买进套保盈亏平衡表(2)

市场 时间	现货市场	期货市场
3月初	铝锭现货价为13 000元/吨，计划在两个月后买入600吨	以13 200元/吨的价格买进600吨5月份到期的铝锭期货合约
5月初	在现货市场上以12 500元/吨的价格购入600吨铝锭	以12 700元/吨的价格将原来买进600吨5月到期合约平仓卖出
结果	5月初买入铝锭比3月初买入的少支付500元/吨的成本	期货对冲亏损500元/吨

可见，该铝型材厂在2个月后买入铝锭比3月初买入少支付了500元/吨，但由于在期货市场上做了买入保值，期货市场亏损了500元/吨，该铝型材厂铝锭的实际进价成本仍然为13 000元/吨，即用现货市场上少支付的500元/吨弥补了期货市场上亏损的500元/吨。

该厂所作的买入套期保值，实际上起到的作用就是将进价成本锁定在3月初认可的13 000元/吨。

买入套期保值的优点和代价

买入套期保值的优点

- 回避价格上涨所带来的风险。如在上例中，铝型材厂通过买入保值，用期货市场上的盈利弥补了现货市场上多支付的成本，回避了价格上涨的风险。
- 提高了企业资金的使用效率。期货交易是一种保证金交易，因此只用少量的资金就可以控制大批货物，加快了资金的周转速度。根据交易所5%交易保证金的要求，在上例中，该铝型材厂只需运用396 000元，即 $13\ 200 \times$

600 × 5% 即可达成交易，即使加上 5% 的资金作为抗风险资金，其余 90% 的资金在 2 个月内可加速周转，不仅减少了资金占用成本，还节约了仓储费、保险费用和损耗。

• 能够促使现货合同早日签订。如在上例中，面对铝锭价格上涨的趋势，供货方一般不会愿意按照 3 月初的现货价格签订 5 月份供货合同，而是希望能够签订活价供货合同，即成交价格按照到期的现货市场价格。如果买方做了买入套期保值，就可放心地签订活价供货合同，因为即使价格真的上去了，买货方也可以用期货市场的盈利弥补现货多支付的成本。

买入套期保值的代价

• 买入套期保值付出的代价是：一旦采取了套期保值策略，即失去了价格下跌可得到的好处。也就是说，在回避对己不利的价格风险的同时，也放弃了因价格可能出现的对己有利的机会。比如，在上例中，如果铝锭价格下跌，该厂的买入套期保值出现亏损，尽管现货市场少支付的成本可以弥补期货市场的亏损，但与没有进行套期保值的企业相比，进货成本反而高了。

买入套期保值的适用对象及范围

买入套期保值适用对象为：准备在将来某一时间内必须购进某种商品时价格仍能维持在目前认可的水平的商品购买者。因为他们最大的担心是当实际买入现货商品时价格上涨。买入套期保值一般可运用于如下一些领域：

• 加工制造企业为了避免日后购进原料时价格上涨。如铝型材厂担心日后购进铝锭时价格上涨，用铜企业担心日后电解铜的价格上涨，饲料厂担心玉米、豆粕的价格上涨，等等。

• 供货方已经跟需求方签订好现货供货合同，将来交货，但供货方此时尚未购进货源，担心日后购进货源时价格上涨。如某一进出口公司 5 月底跟外商签订了合同。约定 8 月底给外商提供 3 000 吨优质小麦，价格为 1 200 元/吨，5 月底小麦的现货价格为 1 120 元/吨，预计将有 80 元/吨的利润，但由于货款或库存方面的原因，跟外商签订合同时尚未购进小麦，因为担心 8 月初到现货市场购进小麦时小麦价格上涨，造成利润减少或亏损。



期货的套保和套利

- 需求方认为目前现货市场的价格很合适，但由于目前资金不足或者仓库已满等原因，不能立即买进现货，又担心日后购进时价格上涨，稳妥的办法是进行买期保值。

3. 卖出套期保值



案例 2

白糖生产销售具有“榨季生产，全年销售”的特点。在 9 月榨季和年底时，现货价格波动幅度较大，榨糖企业面临较大的生产经营压力。为此，某糖业集团多次利用白糖期货进行套期保值。进入 10 月榨季，白糖现货价格上涨到 5 400 元/吨。面对糖价的上涨，该制糖企业对后期价格能否维持在当前高位感到疑虑，决定利用期货市场锁定销售利润。于是以 5 600 元/吨的价格卖出 5 000 吨来年 1 月到期的白糖期货合约。

假定来年 1 月白糖现货价格果然下跌到了 5 100 元/吨，白糖期货合约也跌至 5 200 元/吨。此时，该企业按照当时的现货价格卖出 5 000 吨白糖，同时将期货空头持仓买入平仓，结束套期保值，则最终的盈亏平衡情况如表 3 所示。

表 3 卖出套保盈亏平衡表 (1)

市场 时间	现货市场	期货市场
10 月初	现货市场价格为 5 400 元/吨，计划在 3 个月后卖出 5 000 吨	以 5 600 元/吨的价格卖出 5 000 吨 1 月到期的白糖期货合约
1 月初	在现货市场上以 5 100 元/吨的价格卖出 5 000 吨白糖	以 5 200 元/吨的价格将原来卖出 5 000 吨 1 月到期的合约平仓卖出
结果	1 月初卖出现货价比 10 月初降低了 300 元/吨	期货盈利 400 元/吨

可见，尽管来年1月白糖价格下跌了，但由于企业进行了卖出套期保值操作，实际销售白糖的价格却比10月初的5400元/吨还要高出100元/吨，不仅完全规避了白糖价格下跌的风险，利润还有增加。如果不进行套期保值，该企业将遭受每吨白糖销售下降300元的利润损失。

假如来年1月份白糖现货价格不跌反涨到了5600元/吨，期货合约也涨至5720元/吨。此时，该企业按照当时的现货价格卖出5000吨白糖，同时将期货空头持仓全部买入平仓，结束套期保值，则最终的盈亏平衡情况如表4所示。

表4 卖出套保盈亏平衡表(2)

市场 时间	现货市场	期货市场
10月初	现货市场价格为5400元/吨，计划在3个月后卖出5000吨	以5600元/吨的价格卖出5000吨1月到期的白糖期货合约
1月初	在现货市场上以5600元/吨的价格卖出5000吨白糖	以5720元/吨的价格将原来卖出5000吨1月到期的合约平仓卖出
结果	1月初卖出现货价比10月初提高了200元/吨	期货亏损120元/吨

该糖业集团在3个月后销售白糖比10月销售白糖多获得了200元/吨的利润，但由于在期货市场上做了卖出套期保值，期货市场亏损了120元/吨。因此，该糖业集团的实际销售价为5480元/吨，尽管卖出套期保值后比不做套期保值价格下跌了120元/吨，但如果还原初心，当初套期保值的目的是将销售价格锁定在10月初认可的5400元/吨，现在为5480元/吨，情况好于预期，并不算吃亏。



期货的套保和套利

卖出套期保值的优点和代价

卖出套期保值的优点

- 卖出套期保值能够回避未来现货价格下跌的风险。如在上例中，该企业成功地回避了白糖现货价格下跌的风险。

- 经营企业通过卖出保值，可以按照原先的经营计划，强化管理、认真组织货源，顺利落实并完成销售计划。如上例中，是加工型企业，原材料和产品两头都有市场价格风险。当原材料价格高企时，公司通过提前卖出高价产品锁定了正常加工利润。

- 卖出套期保值有利于现货合约的顺利签订。企业由于做了卖出保值，就不必担心对方要求以日后交货时的现货价为成交价。这是因为在价格下跌的市场趋势中，企业由于做了卖出保值，就可以用期货市场的盈利来弥补现货价格下跌所造成的损失。反之，如果价格上涨，企业趁机在现货市场上卖个好价钱，尽管期货市场上出现了亏损，但该企业还是实现了自己的销售计划。

卖出套期保值的代价

- 卖出套期保值所付出的代价是，保值者放弃了日后出现价格有利获得更高利润的机会，如上例中如果白糖价格上涨到每吨 5 600 元，企业不进行期货保值可以获得多出来的 200 元收益，但如果做了卖出套期保值，该企业必须减去期货市场损失的 120 元。

卖期保值的适用对象及范围

卖期保值的适用对象为：准备在未来某一时间内在现货市场上售出实物商品的生产经营者。为了日后在现货市场售出实际商品时所得到的价格仍能维持在当前合适的价格水平上，他们最大的担心就是当实际在现货市场上卖出现货商品时价格下跌，为此应当采取卖出套期保值方式来保护其日后售出实物的收益。具体说来，卖出套期保值主要用在下面几种情况中。

- 直接生产商品期货实物的生产企业，如农场与工厂等，由于有库存产品尚未销售，或即将生产、收获某种商品期货实物，担心日后出售时价格下跌。

- 储运商、贸易商手头有库存现货尚未出售，或储运商、贸易商已签订合同，将来以特定价格买进某一商品但尚未转售出去，担心日后出售时价格下跌。
- 加工制造企业担心库存原料价格下跌。

4. 套期保值的四项基本原则

套期保值的目的是对冲现货价格风险。为了实现这一目的，在操作时必须遵守以下四项基本原则：交易方向相反原则；商品种类相同原则；数量相等或相近原则，以及月份相同或相近原则。套期保值交易操作的四项基本原则是任何套期保值交易都必须兼顾的，忽略其中任何一个，都有可能影响套期保值交易的效果。

- 交易方向相反原则

套期保值的目的是对冲现货价格风险，由于期货价格与现货价格具有正相关关系，对冲的前提自然是期货买卖的方向与现货方向是相反的。比如，在现货上现在有货或将来有货，担心未来价格下跌而受损。要对冲价格下跌风险，就必须在期货市场中卖出。这显示为现货上的多头，期货上的空头。又如，手中目前无货或将来要交货，担心到需要买时价格上涨，要对冲价格上涨风险就必须在期货市场中买进。这显示为现货上的空头，期货上的多头。

如果违反了交易方向相反原则，所做的期货交易就不能称作套期保值交易了。因为这样做不仅达不到对冲价格风险的目的，反而增加了价格风险，其结果是要么同时在两个市场上亏损，要么同时在两个市场上盈利。比如，对现货市场上有货或将来有货者来说，如果他同时在期货市场也做买方，那么，在价格上涨的情况下，他在两个市场上都会出现盈利；在价格下跌的情况下，在两个市场上都会出现亏损。

- 商品种类相同原则

商品种类相同原则是指在做套期保值交易时，所选择的期货品种应该和需要对冲风险的现货商品相同。只有相同的商品，期货价格和现货价格之间



期货的套保和套利

才会形成较强的正相关关系，才能在价格走势上保持大致相同的趋势，否则所做的套期保值交易就难以达到规避价格风险的目的。如果期货市场上没有相同的品种，则应该选择那些在价格走势上大致相同的同类商品。比如，对航空公司来说，在期货市场上不存在航空煤油这一品种，但由于航空煤油、燃料油、汽油都是石油的同源性产品，彼此价格有着很高的正相关性，因而采用已经开设的原油期货、燃料油期货对航空煤油进行套期保值也是可行的。

- 数量相等或相近原则

数量相等或相近原则是指在做套期保值交易时，在期货市场上买卖的数量应该与交易者需要对冲的商品数量基本相等。既然套期保值交易的目的是对冲现货风险，那么就应该是现货上有多少风险头寸就在期货上对冲多少。对冲的数量太少，必定有部分现货头寸风险依旧；对冲数量过多，多余的头寸就成了投机头寸。对这一原则的理解，大家可以参看当年株洲冶炼厂案例。

- 月份相同或相近原则

月份相同或相近原则是指在做套期保值交易时，所选用的期货合约的交割月份最好与交易者将来在现货市场上实际买进或卖出的时间相同或相近。

选用相同或相近时间的期货合约，一是可以使期货合约覆盖的时间与现货暴露的风险时间一致，二是随着期货合约交割期的到来，期货和现货之间的价格差会缩小，这两条都有利于增强套期保值的效果。

比如，某企业每月需采购使用 2 000 吨燃料油。年初时，燃料油现货市场价在每吨 1 800 元左右，该企业认可此价格，并决定在期货市场进行买入套期保值。在选择合约月份时，最好是一年内每个月份的合约都买进 2 000 吨。每个合约都在到期前实施平仓，同时在现货市场上进行采购。

【小贴士】株冶过量套保血泪史

20 世纪 80 年代末，受国际宏观经济的带动，整个伦敦金属交易所（LME）金属期货产品都经历了一场波澜壮阔的牛市，锌锭市场也不例外。但

进入 90 年代以后，世界锌锭市场供需发生了重大改变。中国由纯进口国变成了纯出口国。伦敦金属交易所的锌价格也随着供需面的改变，在经历了 1989—1991 年的牛市后进入了漫长的熊市，1991 年 3 月锌期货价格从 1 700 美元/吨左右跌至 1992 年初的 1 000 美元/吨，1992 年年中涨至 1 350 美元/吨后再次陷入低迷，一直持续至 1994 年下半年。1995 年初，锌期货价格走出一波小高潮，最高达到 1 250 美元/吨，此后直到 1996 年底一直在每吨 1 000 美元上下低迷徘徊。

当时的株冶厂（以下简称株冶），年锌锭产量为 25 万吨左右。在锌价低迷的走势下，由于担心价格进一步下跌，就考虑在伦敦金属交易所进行卖出套期保值。当时株冶设有专门的进出口公司，进出口公司中设有期货部，专门从事伦敦金属交易所的锌锭期货保值业务。但是，进出口公司的总经理既是公司管理层，又参与伦敦金属交易所的具体交易，甚至还是下单员。

由于交易人员认定锌价还将继续下跌，他们在伦敦金属交易所卖出了 40 多万吨的期货，交割月份为 1997 年 5—8 月，卖出价格基本在每吨 1 000 美元左右。这一数量，实际上已经完全超出了其生产能力。此时，一家瑞士巨大的实物贸易商盯上了株冶这个大空头。在不声不响中，这家贸易公司悄然囤积库存，并同时从伦敦金属交易所买入 1997 年 5—8 月份交割的期货。在此时间段内，市场上形成了以瑞士贸易商为首的大多头和以株冶为首的大空头对决的局面。当时的株冶认为，反正届时可以交货，根本没有考虑在如此短的时间内，是否能交运这么多的货物。

1997 年 1 月，LME 3 月期锌价格开始大幅上扬，每月以 100 美元的速度走高。价格从年初的 1 050 美元/吨一路飙升至 7 月份的每吨 1 700 美元左右。现货价格更是暴涨至 2 000 美元/吨，现货升水基本维持在 150 美元至 300 美元。到 4 月份时，株冶的期货操作人士仍然未能加以足够的重视。进入 5 月份，由于期货市场保证金不能到位，短期内又不能交货，株冶被迫在高位全部买入平仓，最终导致 2 亿美元的亏损。

株冶自己生产一定量的锌，在市场价格低迷之时，担心锌价继续下跌而



期货的套保和套利

通过期货市场卖出保值是合理的。但是，问题在于其交易数量失控，当交易数量远远超出了自己的能力时，这就不是套期保值了，至少可以说其中已经掺杂了大比例的投机交易。当套期保值转化为投机交易，其带来的风险也因此被放大，甚至超出企业可以承担的能力。从套期保值的观点看，株冶从一开始进入市场大量抛售的决策就已经违背了套期保值的目的和宗旨。初始决策的不慎重导致最终不得不吞下苦果。值得注意的是：进出口公司的总经理既是公司管理层，又参与交易所的具体交易，甚至还是下单员，这一情况充分说明了公司在分工及决策机制上都有着重大缺陷。公司管理层人员不是从公司整体经营计划出发制定套期保值方案并实施必要的监控，而是亲自操刀，成了一般的交易员。由于缺乏应有的监督和制约，一旦在判断行情、制定方案中产生失误，很难得到及时纠正，最终导致出现不可收拾的局面。

5. 用期权进行套期保值也是可行选择

买进套期保值的主要原因是担心价格上涨。实际上，除了可以采用买进套期保值来解决这种担忧外，买进看涨期权也可以达到同样的目的。

买卖期权实际上就是买卖保险。在期权交易中，买进期权需要支付权利金，相当于买保险需要支付保险费，得到的好处是可以选择到期时是否按约定的执行价格买卖标的物。比如，4个月后的小麦期货价格是每吨1200元，某企业担心在4个月之后必须进行采购时价格上涨，一种办法是买进期货，将实际采购价固定在每吨1200元左右。另一种办法是买进看涨期权。假如在执行价格1200元处看涨期权的权利金是每吨30元。该企业买进看涨期权后的效果是实际采购价格不高于每吨1230元。如果4个月后期货价格上涨到每吨1200元以上，该企业执行权利，获得每吨1200元的多头期货头寸，加上每吨30元的权利金，其实际采购价格是每吨1230元。如果4个月后期货价格不涨反跌，比如跌到每吨1100元，则该企业放弃执行权利。由于在现货市场上的采购价格也同步下跌，如果价格也为每吨1100元，考虑到已经

支付的 30 元权利金，则该企业的实际采购价格为 1 130 元，比采用期货方式每吨还节约了 70 元。

与买进看涨期权可以替代买进套期保值一样，卖出套期保值也可以用买进看跌期权来代替。比如，4 个月后为小麦收获季节，相应的小麦期货价格为每吨 1 200 元，某农场对以此价格实行销售极为满意，担心 4 个月之后价格下跌。这时，一种办法是卖出期货，将实际销售价固定在每吨 1 200 元左右。另一种办法是买进看跌期权。假定执行价格 1 200 元处看跌期权的权利金是每吨 25 元。该农场买进看跌期权后的效果是：实际销售价格不低于每吨 1 175 元。如果 4 个月后期货价格下跌到每吨 1 200 元以下，该农场执行权利，获得每吨 1 200 元的空头期货头寸，减去每吨 25 元的权利金，其实际销售价格是每吨 1 175 元。如果 4 个月后期货价格不跌反涨，比如涨到每吨 1 300 元，则该农场放弃执行权利。由于在现货市场上的价格也同步上涨，如果价格也为每吨 1 300 元，考虑到已经支付的 25 元权利金，则该企业的实际销售价格为 1 275 元，比采用期货方式每吨还多出了 75 元。

用期权进行套期保值好，还是用期货进行套期保值好？应该说这两种方式各有特点。采用期权方式，权利金相当于保险费，这是比期货多支付的成本，但好处是一旦价格涨跌的方向与你当初担心的方向相反，只要幅度超过了权利金，期权方式就比期货方式好，因为赔掉的仅限于权利金，而在现货市场上可以尽情享受对自己有利的价格（比原先预期更低的采购价或比原先预期更高的销售价）。

三、套保效果的“牛鼻子”——基差变化

在前面所举的套期保值例子中，经常假设期货价格的涨跌与现货价格涨跌完全一样，但正常的情况是：期价涨跌幅与现价涨跌幅并不一样。涨跌幅差异的存在会给套期保值的效果带来一定的影响，要考虑影响的大小，就必

