

期货交易中套期保值理论研究概述

一、传统的套期保值理论：简单对冲型套期保值

套期保值一词源于英语的Hedge或Hedging，根据不同的语言环境也有翻译成套头交易对冲。该词英文的原义是减少、锁定风险。目前国内对套期保值概念普遍的理解（包括期货交易所在对外宣传上）是：对同一商品在期货市场上建立与现货市场部位相反的头寸，以规避现货的价格风险¹。该定义是一个传统意义上的套期保值概念，该理论主要来源于凯恩斯和希克斯。他们认为，现货价格与期货价格的变动大致同步，期货市场上的亏损或收益将被现货市场上的收益与亏损抵消。因此，这里所说的简单对冲型的套期保值就是指传统意义上的套期保值交易，即生产经营者在现货市场上买进或者卖出一定量的现货商品的同时，在期货市场上卖出或者买进与现货品种相同、数量相等、方向相反的期货合约，并且，在交割日之前，将期货合约对冲平仓，从而在期货市场、现货市场之间建立一种冲抵机制，以一个市场的盈利弥补另一市场的亏损，以达到规避价格波动风险之目的。

这一套期保值交易分别对应期现货市场的两次买入和卖出交易，其之所以能够转移现货市场的价格波动风险，是基于以下经济原理²：

其一是同种商品的期货价格和现货价格走势一致。虽然现货市场和期货市场虽然是两个独立的市场，但由于同种商品的期货价格和现货价格在同一时空内受到相同经济因素的影响，因而在一般情况下两个市场的价格变动趋势相同。套期保值交易正是利用两个市场的这种价格关系，在期货市场和现货市场作方向相反的买卖，取得在一个市场上出现亏损的同时在另一个市场上盈利的结果，以达到锁定生产成本的目的。

其二是期货价格和现货价格随着期货合约到期日的来临，两者呈现趋同性。期货市场实物交割制度的存在，从内在的制度约束上保证了在期货合约到期日临近时，期货价格和现货价格趋向一致。一旦两种价格之间出现偏差，就可能出现无风险情况下的套利机会。套利交易这种外在获利机会的存在，最终使得期货价格和现货价格趋于一致。

其三是套期保值是以较小的基差风险取代较大的现货价格波动风险。第一和第二两个条件的存在，使得期货价格与现货价格的变动从方向上来说基本一致的，但其变动幅度并非一致，即基差（期货价格与现货价格之间的价差）并不是恒定的。基差的变动使得现货套期保值者并没有将风险完全转移出去，

¹ 陶表、李经谋等：《中国期货市场理论问题研究》，中国财政经济出版社，第217页。

² 中国期货业协会编著，《期货市场教程》，中国财政经济出版社，2001年12月第一版，第125—126页。

只不过是避免了现货市场价格变动这一较大的风险，接受了期货市场基差变动这一较小的风险。

正是这三个经济原理的存在，使得套期保值交易能够为商品生产经营者降低价格风险的作用，保障生产、加工、经营活动的稳定进行。

在这里，他们强调的是在进行简单对冲型套期保值交易时必须在期货市场建立与现货交易中方向相反、数量相等的交易部位。但是，在现实的经济社会中，套期保值的决策实际上不会如此简单也不会如此机械。因为套期保值者将来要拥有或要出售的商品在质量和等级上不可能与期货交易所交易的期货合约所规定的质量和等级完全一致，现货商品的买卖数量也不可能总是与期货市场上的合约单位准确地一一对应，所以套期保值者不可能按照“相等且相反”的原则就可以把现货市场的风险完全消除掉。

二、基差交易型套期保值

随着期货市场的不断发展，人们对套期保值理论也有了更加深入的了解。根据套期保值者对风险态度的不同和利用期货市场的动机的不同，对套期保值也有不同的理解。在经历了传统的套期保值理论后，人们逐渐意识到，现货价格与期货价格并不是平行运动的，两者在变动方向和变动幅度上总是有差距的。现货价格与期货价格之间在任何时刻的数值上的差异被称之为基差。由于现货价格与期货价格之间差额的波动要大大小于现货价格本身的波动或期货价格本身的波动，在进行套期保值交易时，实际上是用波动幅度较小的基差风险代替波动幅度较大的现货价格波动风险。所以套期保值者可以通过套期保值交易把风险控制一定水平之内。可见，此处的套期保值就是基差交易型套期保值。

现实的期货交易中，由于期货价格、现货价格的运作机制的差异以及交易费用和税收等因素的存在，使得期货价格和现货价格波动常常出现不一致，这就导致了基差风险的存在，从而实际上期货市场的获利不一定能够完全弥补现货市场上的损失，也就无法实现回避现货市场价格风险的目的。

鉴于上述原因，基差交易这种风险转移的方式逐步得到发展，并成为英美等国现货市场风险转移的典型代表形式。在美国，基差交易中协商的对象不再是现货或者期货市场的绝对价格，而是基差数值的大小，通过确定的基差大小限定了风险转移者所承受风险的范围。即买卖双方通过协商，由现货市场风险转移者确定协议基差的幅度，并确定所选期货价格的期限，并在这个时期内选择某日的商品期货价格为计价基础，在所确定的计价基础上加上协议基差得到双方交易现货商品的协议价格，双方以协议价格交割现货，而不考虑现货市场上该商品在交割时的实际价格³。其实质是通过基差交易，将风险转移者面临的

³ 英国LME市场的基差交易方式和美国期货市场的基差交易方式有一定的差异，具体是，当交易的一方(A)卖出交易所批准的基差交易的现货品种(A现货)，同时买入交易所批准的基差交易的相应数量的期货品种(A期货)；与此同时，基差交易的另一方(B)买入交易所批准的基差交易的现货品种(B现货)，同时卖出交易所批准的基差交易的相应数量的期货品种(B期货)。基差交易使得期货市场的利用者同时利用期货合约和相对应的现货商品。交易所的会员单位在组织基差交易的过程中，不把期货一边的交易指令直接输入到交易主机，而是把交易的具体情况提交给交易所，由交易所进行验证并使之生效，保证期货合约的履行。一旦验证完毕，其合约月份、成交量和价格一起向市场公布，由交易所的工作人员代替会员单位进行登记。现货一边的交易按照现货市场的方式进行交易和结算。该资料来自郑州商品交易所海外反映第6期。

基差风险通过协议基差的方式转移给现货交易对手，从而面对相对稳定的基差，风险转移者可以实现自己的盈利目的。

基差交易具体包括三种方式：

一是基差买方叫价。对于现货风险转移者卖方来说，只要交易结束时的基差不大于开始时的基差，就肯定能达到保值的目的是，具体的价格对自己已经没有影响。

二是基差卖方叫价，基差卖方叫价就是由商品的卖方在一个商定的期限内卖出期货，而由卖主决定现货实际成交价格的交易，它与基差买方叫价方向相反，但性质相似。

三是基差双向选定交易。既作买方选定出售并同时作卖方选定购进这两种基差交易，此种交易方式对经营商最适用，只要他确定了买和卖的基差就能锁定利润，而不必理会价格如何变动，也不必理会供货人和购买者谁先履约。

三、套利型套期保值

套利型套期保值理论首先是由沃金（1962）提出的，他认为，套利保值型交易的核心不再是消除价格风险，而是通过寻找基差方面的变化或预期基差的变化来谋取利润，也就是说，通过发现期货市场与现货市场之间价格的未来变动来寻找套期图利的机会。从这种意义上讲，这种保值交易首先是一种套期图利行为。与此同时，沃金还提出，风险转移者只有在认为他有获利机会时，才会进行套利保值型交易（比如，当基差大于一段时期内的商品储运费时，有利可图，就从事这种保值交易），因此，这种保值交易带有“投机”的意味⁴。同时，为了减少、消除基差风险并从基差变动中获取额外利益，套利保值型交易方式在头寸管理上不要求严格的与现货量绝对相等的原则，并且可以选择有利的时机，在基差有利时入市交易，在不利时退出。操作的成功与否取决于交易者对价格变动进行预测的能力。如果交易者在预测未来现货价格变化上比较具有优势的话，他们不仅关心期货价格与现货价格的运动的紧密程度（即基差的稳定性），更关心的是这样的运动是否可以预测的，并且能否从对这种变动的预测中获利。他们在制定交易策略时，就只需要考虑某个特定的买卖价格对于其他当前价格是否有利，而无须考虑该价格的绝对水平是否有利，并根据能否为业务提供更大的自由和能否降低业务风险来制定具体的交易行为。这个经过扩展后的套期保值概念强调的是预期收益而不仅仅是强调降低风险，而是从基差的变动中获取额外的利润。

在近年来对套期保值的研究中，已经采用了投资组合理论来对套期保值行为进行研究⁵。一般认为，套期保值者会持有几种资产，采取不同的决策，如未套期保值的存货、通过出售期货得以套期保值的存货、通过出售未来的现货得以套期保值的存货等等。至于采取何种方式则取决于每一资产的收益率可能出

⁴ 童宛生 胡俞越 冯中越，《中国商品期货价格形成理论与实证分析》，中国财政经济出版社，1997年12月第一版，第33页。

⁵ Thomas A. Hieronymus, <Economics of Futures Trading>, New York :Commodity Research Bureau, 1971, 第171~240页。

现的机会。套期保值者将在风险与回报之间做权衡，其交易行为必须与其本身的风险及回报效用一致。所以套期保值者进行套期保值是为了在既定的风险（收益的波动性）水平上使预期收益最大化，或在既定的预期收益水平上使风险最小化。在这里，强调的是“风险管理”，而不是“风险转移”。

可见，套利型套期保值交易方式源于沃金的基差理论，并结合了现代投资组合理论的思想。沃金在二战后 20 多年间的一系列的论文中，详细阐述了套利保值型交易的思想。从期货商品种类、合约到期月份、交易方向乃至持仓数量四个变量的选择和调整来看，套利保值型交易的实际作法包含了约翰逊（Leland Johnson）和斯蒂恩（Jerome Stein）、丹·陈斯（Donm.Chance）等提出的现代保值理论和投资组合理论的内容，“现代保值交易是一种用以减少或在某种情况下减少风险的交易行为……与任何一个投资者进入任何一个市场一样，保值者也是为了在一定风险水平上获得最大利益”⁶。

从套利保值型交易产生的理论基础来看，它和简单对冲型的套期保值交易在经济原理上相同，但是从新的角度对上述套期保值交易进行诠释，并赋予风险转移者以全新的概念。基于以下原因将其作为一种新的交易方式：其一是放松了“数量相等”这一要求，给风险转移者以更大的自主性，也符合他们的实际需要；其二，风险转移者不仅是风险的回避者，也是追逐自身收益合理化的“套利者”，这种提法看似违背了风险转移者的要求，实际上是对交易主体的一种完善，成为符合现实交易的实际主体，而不再是一种“完全理性”的理论假设；其三，风险转移者非常关注基差和储运成本两者之间的大小变动，选择市场流动性好的期货合约以及入市风险转移的时机，这种交易策略有助于其提高风险转移的效果，往往发挥“熨平”期货价格波动的作用，从而促进了期货市场的流动性水平。

正是由于套利保值型交易比简单对冲型套期保值交易具有上述三个合理性，所以，国际期货市场上一般对这种保值交易提供比简单对冲型套期保值交易更优惠的措施来促进其发展。这说明该种交易方式正是风险转移交易方式中发展的主流方向。

综上所述，人们对套期保值理论的认识经历了如下变动过程：消除与价格波动有关的风险——降低与价格波动有关的风险——从基差的变动中获利——管理价格风险。与此相对应，就产生了简单对冲型套期保值、基差交易型套期保值和套利保值型套期保值等三种类型。

若想了解更详细的情况，请参看倪迎春的博士毕业论文《电力期货市场理论与运行》。

⁶ Donm.Chance在美国高校的教科书《期权和期货介绍》中对现代套期保值理论的介绍，其实质就是，套期保值交易可以在与期货商品合约相同或者相关的现货和期货之间进行；套期保值头寸方向及持仓数量应有一定的灵活性和可变幅度；套期保值者出入市的时机及价位、合约月份的选择具有因市场变动的可变性。