

套保研究

套期保值——金融服务产业的必要模式

一德期货经纪有限公司

为现货企业提供价格风险管理的平台是期货市场的基本经济功能。期货公司为现货企业提供风险管理指导，现货企业利用期货市场辅助现货经营，是实现现货市场与金融市场接轨的内在要求，也是期货市场服务国民经济的必由之路。期货公司走进现货企业，为企业的经营、采购、物流、资本提供新的运营模式，可以化解现货企业所面临的价格波动风险，有效保障企业持续、稳定和健康发展。

现货企业在其生产经营中往往遇到这样的问题：由于市场信息不对称和购销不连续，许多企业在原材料采购、产品生产和销售过程中都存在不同程度的误差。尤其在市场价格波动剧烈的情况下，这种误差的存在对企业经营构成了巨大威胁。

按照企业在产业链中所处的位置，我们可以将企业分为三种类型。

首先是上游敞口、下游敞口型。这类企业原材料和成品价格相关性较大，具有同步波动的特性，如油脂加工企业。该类企业上游需要购入大豆，下游需要销售豆粕和豆油。若市场行情向上，该企业可在期货市场买入大豆进行套保，锁定成本；市场行情向下时，可在期货市场卖出豆油和豆粕进行套保，锁定利润。因此，若参与期货市场套期保值，油脂加工企业就处于进可攻，退可守的优势地位。

其次是上游敞口、下游闭口型。这类企业原材料成本价格变化较大，产品价格与原材料价格相关性不大，如空调企业。在超级流动性和通胀预期强烈的刺激下，沪铜 2010 年 6 月启动的上涨行情一直持续到 11 月。空调企业若是不参与期货市场套期保值交易，仅靠企业有限的库存，用铜的成本平均每吨会增加 5000 元，因此成品空调在价格上明显处于劣势。

最后是上游闭口、下游敞口型。这类企业的特点是原材料采购价格相对稳定，但成品价格存有不不确定性。此类企业不具典型性，在现实经济中较少。

不同类型的企业如果能借助期货市场实现套期保值，就可以很有效地规避以上价格波动的风险。

所谓套期保值，是借助期货市场规避价格波动风险的系统性交易行为，交易者通过买进或卖出与现货市场交易数量相当，交易方向相反的商品期货合约，以期在未来某一时间通过卖出或买进相同的期货合约，对冲平仓，结清期货交易带来的盈利或亏损，以此来补偿或抵消现货市场价格变动所带来的实际价格风险或利益，使交易者的经济收益稳定在相对确定的水平，即达到保值的效果。套期保值之所以能够成功实施，主要是因为现货价格与期货价格不仅变动的趋势相同，而且到期合约期满时，两者将大致相等或合二为一。

一般而言，现货企业只有针对企业自身的特点，通过企业内部制度设计，建立相应的流程，加强过程管理和风险控制，才能有效地实施套期保值（见图 1）。

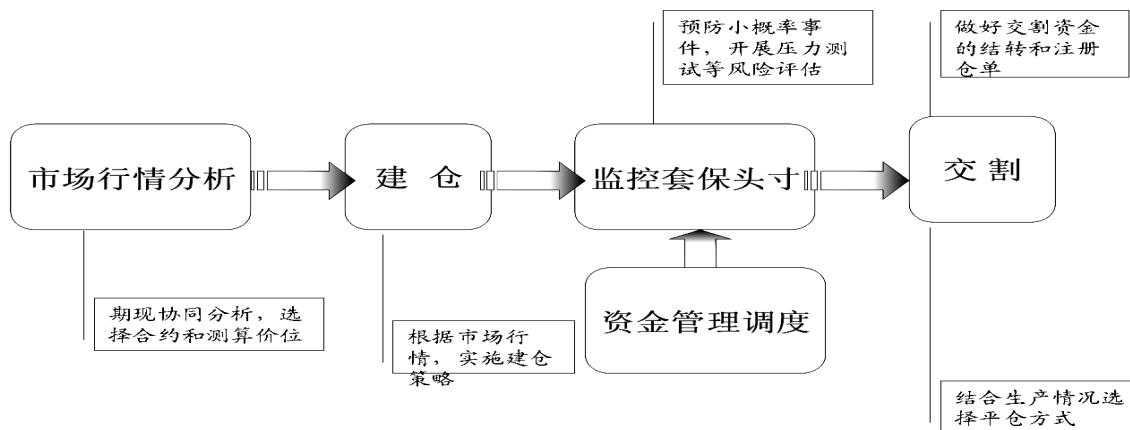


图 1 套期保值操作流程

作为致力于服务产业，与产业客户共成长的期货公司，一德期货长期坚持与产业客户密切配合，协助客户制定和实施期现结合的风险管理方案，获得了较高的市场声誉。举一二例说明。

案例一：

宁波某进出口有限公司是一家集进出口贸易、转口贸易、国内贸易为一体的综合型外贸企业，主要经营有色金属、钢铁、化学品等大类商品的自营和代理进出口业务。为适应不断变化的国际市场，规避市场风险，实现公司资产的保值增值，该公司拥有 LME 基金属铜的套保资质，并在国内期货市场从事铜期货套期保值业务。

由于铜是重要的基础原材料，也是投资基金热衷的期货交易品种，其价格波动不仅受生产成本和供求关系的影响，还受到宏观经济、汇率波动、进出口关税等因素影响，价格波动剧烈。对于铜进出口企业来说，主要规避的是进货后至转卖前期间的价格下跌风险，所以主要以卖期保值为主。在我公司的指导下，该企业以进口型企业的套期保值为立足点，以锁定价格，保持企业正常经营为目标，坚守理性操作原则，参与卖期保值。在具体操作层面，我公司建议该企业以锁定进口价格为目标，配合企业的经营方案，建议企业在购进现货时建立相应的期货空头头寸。

2010 年 8 月中旬，该企业有现货铜到港，但是由于 7 月铜价上涨较快，国内需求方采购意愿减弱，且进口价格高于国内现货价格，企业预计现货销售难度将加大。因此，结合我公司设计的套保方案，该公司于货物到港日在期货市场开立若干空头头寸，对现有货物进行保值，并在 8 月下旬铜价再次启动涨势前平仓。在持仓期间，期价经历了几次波动，期货账面略有损失，但为后期的现货高价销售奠定了坚实、稳固的基础，规避了市场风险，实现了预期的保值目标。

案例二：

天津某城市综合运营公司开发一城市综合体项目，工程全部完成约 3-5 年，初期工程建设期在 1 年以上。该工程项目的特点是建设期长，钢材使用量大。在此期间，作为工程成本的主要构成部分——钢材价格不可避免地会出现大幅上涨和下跌，钢材采购成本的不确定性为企业的预期利润带来风险。

针对该企业情况，我公司组织专业团队为其提供风险管理服务。通过诊断分析，我们认为，该企业如果不通过期货市场套期保值，将在整个工程开展期间面临以下三个主要问题：

- （一）无法规避钢材价格的涨跌风险，从而无法确定钢材采购预算；
- （二）无法解决阶段性采购条件下钢材实际采购成本控制的问题；
- （三）无法解决大规模库存问题。

为解决以上三个问题，我公司建议该企业采取期现结合的套保。首先，根据我们实地调查了解，该公司采购钢材的平均成本需要控制在 3800 元/吨，当时天津地区的现货市场 20mm 螺纹钢的价格是 3700 元/吨左右，并且可能在 3300-3800 元/吨区间波动，并且伴随着即将到来的开工旺季，螺纹钢的现货价格后期将会走高。

为此，我公司给出如下套期保值建议：

在工程建设的第 1 年（即工程初期），如果钢材现货价格在 3800 元/吨下方，则在现货市场正常采购所需钢材用于施工，并且根据施工进度将处于未来消费旺季内所需的钢材数量在期货市场分阶段分比例地逢低进行买入套期保值，建立 2 个月的虚拟库存（根据以往经验，旺季大概持续 2 个月）。如果钢材现货价格上涨至 3800 元/吨上方，由于前期已在期货市场建立了未来 2 个月的消费旺季的 100% 的虚拟库存，则伴随着现货市场的正常采购，期货市场进行同数量的平仓操作。当现货市场逐渐进入淡季后，继续转而从现货市场正常采购，同时将前期的期货市场的剩余多头合约全部平仓。

以上建议是在 09 年 5 月为该公司提供的。根据历史数据看出，09 年 7、8 月份天津地区螺纹钢现货价格一度高达 4900 元/吨。通过以上在期货市场进行买入套保的操作管理模式，该公司在建设初期有效地实现了采购预算、成本控制及虚拟库存。随后 2-4 年，该公司可根据第一年的操作经验，同样进行。

通过近几年协助现货企业制定和实施套保方案的实践，一德期货对产业客户套期保值形成以下几点认识：

第一，套期保值是现货价格风险转为基差风险的过程。风险无处不在，现货企业即使实行了套期保值，也并没有将风险消失，而是进行了风险转移，单纯地将现货价格风险转移为基差风险，即进行套期保值资产的现货价格与所使用合约的期货价格的价差。基差相对比较稳定，波动性也较小，因而基差风险比价格风险更易于管理，这也是很多企业利用期货市场操作套期保值的根本原因。

第二，套期保值并非一定以交割结束交易。更优的思路应该是利用期货价格波动趋势，获得在现货价格不利变化时在期货上的盈利，以盈补亏。是否交割则要根据当时期现价差与多支付的交割费用之间的关系、交割是否便利、是否更能满足企业需要，以及存在的机会成本来选择。

第三，套保时机选择。牛市初期和中期，即使期现货价差已足以获利丰厚，也要慎用卖期保值；熊市的初期和中期，要慎用买期保值。对于卖期保值企业来说，只有在牛市后期或熊市初期和中期，当期货价格达到投机者感到可以逐步做空的价位时，企业才有必要卖出保值，这样既能获得较理想的价位，又避免了大量追加保证金的风险。同样，对于买入保值企业来说，在牛市初期和中期或熊市后期，期货价格处于底部区域，下跌空间不大时，才是合理的入场点。

第四，操作过程与市场严重背离情况下的处理。现货企业在制定保值策略和计划时，必然要对后期市场走向有一个预测，但这种预测与今后市场的实际发展走向大都有一定程度的偏差。在某些特殊情况下，市场会出现对套期保值不利的异常情况，导致套期保值基差持续大幅度扩大或缩小，从而使套期保值组合出现越来越大的亏损，如果不及时止损，将对企业造成巨大亏损。这时，应对原来的保值方案在保值目标价位，保值力度等方面予以修正，同时对已保的头寸采取止损斩仓，锁仓保护，压缩头寸等方面的处理。

第五，保值力度。一般而言，企业只能在其实际现货标的 0-100% 之间进行套期保值，任何超出这个范围的操作几乎近似赌博。目前，不同企业保值力度的大小主要取决于企业决策层的态度。通常情况下，50% 的力度可以考虑作为一个日常的立足点。当后市发展比较乐观时，可以考虑压缩到 30%；当后市比较悲观时，可以考虑增大到 80% 乃至更多。总之，现货企业选择保值力度，既要考虑企业经营的稳定性，又要考虑企业经营的灵活性。

免责声明

- 本研究报告由一德期货经纪有限公司（以下简称一德期货）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。
- 本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。
- 本研究报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的一德期货网站以外的地址或超级链接，一德期货不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的仅是便于服务对象使用，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，服务对象需自行承担浏览这些网站的费用或风险。
- 除非另有说明，所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记均为一德期货的商标、服务标识及标记，所有本报告中的材料的版权均属于一德期货。
- 一德期货有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。
- 一德期货版权所有，并保留一切权利。

联系我们

- 一德期货经纪有限公司 研究院
天津市和平区解放北路 188 号信达广场 17 层 300042
☎：022-58298788
- 一德期货经纪有限公司 机构部
天津市和平区解放北路 188 号信达广场 16 层机构部 300042
☎：022-58298753/58298788-6505
- 一德期货经纪有限公司 北京营业部
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702室703室 100013
☎：01088312288-8778/88312150
- 一德期货经纪有限公司 上海营业部
上海市中山北路 2550 号物贸中心大厦 1605 室 200063
☎：021-62573180/62574270
- 一德期货经纪有限公司 天津营业部
天津市河西区围堤道 103 号峰汇广场 A 座 1804 室 300074
☎：022-28372290/28372193
- 一德期货经纪有限公司 天津滨海新区营业部
天津经济技术开发区第三大街金融街东区 E4C-208 300457
☎：022-59820932/59820933
- 一德期货经纪有限公司 大连营业部
大连市沙河口区会展路 129 号大连期货大厦 2310 室 116023
☎：0411-84806701/84807158
- 一德期货经纪有限公司 郑州营业部
河南省郑州市未来大道 69 号未来大厦 1806 室 450008
☎：0371-65612079/65612019
- 一德期货经纪有限公司 德州营业部
山东省德州市运粮路 2 号德州粮食物流中心 2 层 253003
☎：0534-5019156/5019160
- 一德期货经纪有限公司 宁波营业部
浙江省宁波市彩虹北路 48 号波特曼大厦 807 室 315040
☎：0574-87951915/87951925

☎ 全国统一客服热线：4-007-008-365

