

套期保值的认识误区及风险防控措施

张立华 张顺顺

为理解套期保值收入与风险的关联性,观察套期保值机制的演化过程,笔者分别从期货套期保值合约和期权套期保值合约两个视角展开分析并提出套期保值的风险防控措施。

一、认识误区的甄别机理

(一) 期货套期保值组合选择

从数学集合的视角,期货套期保值可根据现货价格、期货价格的上涨和下跌分成 $\{S^+, F^+\}$ 、 $\{S^-, F^-\}$ 、 $\{S^+, F^-\}$ 、 $\{S^-, F^+\}$ 4种组合。其中S表示现货价格, S^+ 表示现货价格上涨, S^- 表示现货价格下跌,F表示期货价格, F^+ 表示期货价格上涨, F^- 表示期货价格下跌。

第一种期货套期保值组合 $\{S^+, F^+\}$ 表示同种商品或高相关性商品现货价格和期货价格的上涨走势大体一致时,为规避未来现货价格上涨,企业买入期货套期保值,在未来买入现货与卖出期货,两者方向相反、数量相当,但由于期货合约的标准化和现货价格波动,套期保值几乎很难保证期货商品数量与现货商品数量相等,价格风险不能被完全对冲。当未来现货价格和期货价格的变动幅度不同时,企业可能获取利润或出现损失。

第二种期货套期保值组合 $\{S^-, F^-\}$ 表示同种商品或高相关性商品现货价格和期货价格的下跌方向大体一致时,为规避未来现货价格下跌,企业卖出期货套期保值,在未来卖出现货

与买入期货,两者方向相反、数量相当,但由于期货合约的标准化和现货价格波动,套期保值几乎很难保证期货商品数量与现货商品数量相等,价格风险不能被完全对冲。当未来现货价格和期货价格的变动幅度不同时,企业可能获取利润或出现损失。

第三种期货套期保值组合 $\{S^+, F^-\}$ 表示同种商品或高相关性商品现货价格和期货价格走势开始基本一致,但期货价格在合约期内出现反方向变化。企业开始买入期货套期保值,而期货价格将在合约期内下跌造成损失,加大了企业未来现货价格支出增加的损失。该种套期组合造成企业巨额损失是大概率事件。

第四种期货套期保值组合 $\{S^-, F^+\}$ 表示同种商品或高相关性商品现货价格和期货价格走向开始基本一致,但期货价格在合约期内出现反方向变化。企业开始卖出期货套期保值,而期货价格将在合约期内上涨造成损失,加大了企业未来现货价格收入减少的损失。该种套期组合造成企业巨额损失也是大概率事件。

显然,无论是第一种套期组合的买入套期保值或第二种套期组合的卖出套期保值,还是期货套期保值合约期内出现的第三种套期组合或第四种套期组合,都可能导致套期保值投资的损失。换句话说,理论上“保值不赔”的假设在实际中期货价格与现货价格的走势方向与期初预判的价格方

向常常并不完全一致。传统的套期保值概念仅是理论上的完美风险对冲,但企业运用套期保值管理风险,只是一种“对冲”投资选择,并不能一定完美地实现投资保值或盈利。

(二) 期权套期保值组合选择

同样从数学集合的视角,期权套期保值可根据现货价格的上涨和下跌、期权价格的上涨和下跌以及期权费(Option Premiums)的收入和支出分为 $\{S^+, O^+, P^+\}$ 、 $\{S^+, O^+, P^-\}$ 、 $\{S^-, O^-, P^+\}$ 、 $\{S^-, O^-, P^-\}$ 、 $\{S^+, O^-, P^+\}$ 、 $\{S^+, O^-, P^-\}$ 、 $\{S^-, O^+, P^+\}$ 、 $\{S^-, O^+, P^-\}$ 等8种组合。其中,S表示现货价格, S^+ 表示现货价格上涨, S^- 表示现货价格下跌,O表示期权价格, O^+ 表示期权价格上涨, O^- 表示期权价格下跌,P表示期权费(或权利金), P^+ 表示期权费收入, P^- 表示期权费的支出。

第一种期权套期保值组合 $\{S^+, O^+, P^+\}$ 表示同种商品或高相关性商品现货价格和期权价格的上涨走势大体一致时,为预防未来现货价格上涨,企业买入看涨期权进行套期保值,在未来买入现货与卖出看涨期权,两者方向相反、数量相当,但实践中,由于期权价格与现货价格波动,这时期权套期保值几乎很难保证期权商品数量与现货商品数量相等,价格风险不能被完全对冲。当未来现货价格和期权价格的变动幅度不同时,企业可能获取利润或出现损失,拥有期权的买方可选择不执行期权交易,但之前缴

纳的期权费为买方的损失。

第二种期权套期保值组合 $\{S^+, O^+, P^+\}$ 表示同种商品或高相关性商品现货价格和期权价格的上涨走势大体一致时,为预防未来现货价格上涨,买方买入看涨期权进行套期保值,在未来买入现货与卖出看涨期权,两者方向相反、数量相当,但实践中现货价格与期权价格波动,套期保值几乎很难保证期权商品数量与现货商品数量相等,价格风险不能被完全对冲。但无论买方是否执行期权交易,期权卖方可获得买方支付的期权费。

第三种期权套期保值组合 $\{S^-, O^-, P^-\}$ 表示同种商品或高相关性商品现货价格和期权价格的下跌方向大体一致时,为规避未来现货价格下跌,企业买入看跌期权进行套期保值,在未来买入现货与卖出看跌期权,两者方向相反、数量相当,但由于现货价格和期权价格的波动,期权套期保值几乎很难保证期权商品数量与现货商品数量相等,价格风险不能被完全对冲。当未来现货价格和期权价格的变动幅度不同时,企业可能获取利润或出现损失。买方买入看跌期权在未来可不执行期权交易,但缴纳的期权费为买方的损失。

第四种期权套期保值组合 $\{S^-, O^+, P^+\}$ 表示同种商品或高相关性商品现货价格和期权价格的下跌方向大体一致时,为规避未来现货价格下跌,买方企业买入看跌期权,在未来买入现货与卖出看跌期权,两者方向相反、数量相当,但由于期权价格和现货价格波动,套期保值几乎很难保证期权商品数量与现货商品数量相等,价格风险不能被完全对冲。无论期权买方是否执行期权交易,期权卖方可获得买方支付的期权费。

第五种期权套期保值组合 $\{S^+,$

$O^-, P^-\}$ 表示同种商品或高相关性商品现货价格和期权价格走势开始基本一致,但期权价格在合约期内出现反方向变化。企业期初买入看涨期权进行套期保值,而期权价格将在合约期内下跌造成损失,加大了企业未来现货价格支出增加的损失,同时需要支付购买看涨期权的期权费。实践中亏损的案例常常是这种期权套期保值组合导致的结果。

第六种期权套期保值组合 $\{S^+, O^-, P^+\}$ 表示同种商品或高相关性商品现货价格和期权价格走势开始基本一致,但期权价格在合约期内出现反方向变化。尽管买方企业期初买入看涨期权进行套期保值,期权价格将在合约期内加大买方未来现货价格支出增加的损失,但实践中期权卖方获得买方支付的期权费。

第七种期权套期保值组合 $\{S^-, O^+, P^-\}$ 表示同种商品或高相关性商品现货价格和期权价格走向开始基本一致,但期权价格在合约期内出现反方向变化。企业在期初买入看跌期权来进行套期保值,买方随期权价格将在合约期内上涨造成损失,加大了企业未来现货价格收入减少的损失,同时需要支付购买看跌期权的期权费。该种期权套期保值组合造成企业巨额损失是大概率事件。

第八种期权套期保值组合 $\{S^-, O^+, P^+\}$ 表示同种商品或高相关性商品现货价格和期权价格走向开始基本一致,但期货价格在合约期内出现反方向变化。尽管买方企业期初买入看跌期权,但期权价格将在合约期内上涨造成损失,加大了企业未来现货价格收入减少的损失。无论买方是否执行期权交易,期权卖方可获得买方支付的期权费。

笔者发现,无论第一种组合的买入看涨期权套期保值或第五种组合的

买入看涨期权套期保值,抑或是第三种组合的买入看跌期权套期保值或第七种组合的买入看跌期权套期保值,都可能导致期权套期保值投资的损失。第二、第四、第六和第八种组合中卖出期权可获得期权费。换句话说,理论上“套保不赔”的完美假设,在企业实际运用中,期权价格与现货价格的走势方向与期初预判的价格方向常常发生偏离,并不一定完美实现投资保值或盈利。

二、套期保值的风险防控措施

基于上述分析,笔者建议企业在实务中可采取以下三方面风险防控措施:一是要准确认知套期保值风险。企业应在重新认识套期保值本质涵义的基础上,完善企业进行国内外期权、期货交易时遵循的套期保值规定,修正套期保值不是为了获利而是为了降低风险的根本原则。二是要动态量化套期保值风险。无论是期货套期保值还是期权套期保值,应通过动态化管理,将现货头寸和期货头寸或期权头寸进行量化有效配置,动态跟踪套期保值的收入效应与风险效应,真正发挥期货套期保值或期权套期保值的投资杠杆作用。三是要科学管控套期保值风险。鉴于期货或期权交易的高杠杆、价格波动大、高风险的特征,企业应充分把握两种套期保值的风险与收益的关联性,动态量化管理套期保值过程,在市场风险最小化的情况下选择套期保值,使期货或期权套期保值的投资决策和风险控制更规范化和科学化。□

(本文受浙江省教育厅科研项目<Y201738319>和上海财经大学浙江学院发展基金项目<2019GR002>的资助)

(作者单位:上海财经大学浙江学院
伦敦大学国王学院)
责任编辑 李卓