

谈谈期货合同交易和套期保值

李正方

一、期货合同交易简介

期货合同交易是一种特殊的交易方式，它与一般贸易中的“期货”合同不同。一般贸易中的期货合同是实际商品远期交货的合同，卖方必须按合同规定的交货期，向买方交付实际货物，才算完成了合同义务。而交易所的期货合同交易只是期货合同本身的买卖，不涉及商品的真正转移。一方如签订了一份销售某商品的期货合同，他可以通过签订另一份购买相同商品的合同，通过结算价格的差异，来完成其合同义务。例如：甲商人于×年5月在芝加哥谷物交易所签订销售玉米5,000蒲式耳合同一份，交货期为当年12月，价格为每蒲式耳4美元。7月份，玉米价格下跌，甲商人即以3.5美元的价格补进12月期货合同一份，通过结算，甲商人获利每蒲式耳0.5美元，共2500美元，（手续费等不计，下同）甲商人就算完成了合同义务。

因此，期货合同交易又被称为“纸合同”交易。“纸合同”交易使投机者能利用它进行大规模买空卖空的投机活动，也为一般厂商，进出口商和农场主等进行商品的保值提供了方便条件。当前，资本主义国家商品交易所绝大部分为期货交易所，实物交易已寥寥无几。据统计，美国的商品交易所里期货合同交易约占97%，英国占75%左右。

二、商品期货交易所买卖的特点

商品交易所是有组织的市场，与传统的商品集散市场不同。它由会员组成，规定只有正式会员才能进入交易所大厅进行买卖，非正式会员要进行交易，得通过正式会员或经纪公司，并交付一定的手续费。商品交易所所有固定的交易场所，并规定交易的时间，一切交易都需按照交易所的程序和规则进行。为结算交易双方之间的业务及解决纠纷，交易所内还设立结算委员会和仲裁委员会。

商品期货交易所除具有商品交易所的共同特点外，它的期货合同买卖又有其特殊性：

1. 买空、卖空

期货合同交易最大的特点是买空，卖空。而买空、卖空的交易又可分为：

(1) 投机

垄断资本和投机者利用期货合同交易进行大规模的买空、卖空的投机活动，操纵市场，垄断价格，追求超额利润。

所谓买空，就是投机商根据自己对商品行情的判断，认为行情看涨，就买进期货，俗称

多头，待价格上涨后再抛出去，赚取价格上的差额。如果他认为行情看跌，就会抛出期货，俗称空头，待价格下跌后再补进，以追求价格变化的利润。

(2) 套期保值 (Hedging)

套期保值就是交易者在买进或卖出现货的同时，在期货市场上从事相反方向，同等数量，同一商品的交易，以致在价格变动时，现货买卖的盈亏可由期货合同交易的亏盈得到弥补或抵销。

套期保值的理论是基于现货市场的价格和期货市场涨跌的方向和差距是一致的，因此，现货市场的亏损在期货市场将获得补偿，反之，现货市场的获利刚好补贴期货市场的亏损。

2. 套利

期货市场的套利与买空，卖空的交易又有所不同。套利并不依靠价格的涨跌来获取利润，而是以基本差价(简称基差)的缩小或扩大来获取利润。基差是期货合同和现货之间或远期合同和近期合同之间的差价。

套利又可分为跨月套利和跨市套利。

(1) 跨月套利

期货市场的交易期限很长。以美国为例，最长的可达 21 个月之久 (COMEX 铜)，最短的也有 9 个月 (CME 活猪)。在这期间，由于供需关系及其他因素的影响，基差会经常不断的发生变化。跨月套利就是利用远近期月份的基差变化，同时或分开买和卖两个不同月份的同一商品，如果以后基差变化，对自己有利时，再以相反的地位了结合同，以基差的缩小或扩大来赚取基差的余额。

例如：甲商进行黄豆 5,000 浦式耳的跨月套利交易：

9 月 5 日	购进	7.45 美元／浦式耳	1 月期
9 月 5 日	售出	7.55 美元／浦式耳	5 月期
	基差	0.10 美元／浦式耳	
11 月 10 日	售出	7.58 美元／浦式耳	1 月期
11 月 10 日	购进	7.62 美元／浦式耳	5 月期
	基差	0.04 美元／浦式耳	

由于基差缩小，交易者得到的利润为 $0.10 - 0.04 = 0.06$ 美元，5000 浦式耳共得利 300 美元。用另一式表示

9 月 5 日	买进	7.45	1 月	同时	卖出	7.55	5 月
11 月 10 日	卖出	7.58	1 月	同时	买进	7.62	5 月
	盈利	0.13			亏损	0.07	

利润 = $0.13 - 0.07 = 0.06$ ／浦式耳，共计 300 美元。在委托进行交易时，并不提明实际商品价格，只讲明所需得到的基差，如：买 1 月黄豆一份，同时卖 5 月黄豆一份，基差 10 美分。

(2) 跨市套利

跨市套利是在两个市场买卖同一商品，利用两地价格暂时脱离常规而产生不协调的情况，以获取利润，例如，在芝加哥买进小麦而在伦敦卖出。

各市场有各自影响价格的因素，而使跨市套利者得到好处，而且，二国货币汇率的预期变动，也能鼓励跨市套利交易的进行，但二地交易，有更多因素必须慎重考虑。

例如：甲商人预期美元将对英镑升值，他就在芝加哥交易所抛出 3 个月远期小麦合同一份，而同时在伦敦购进同样合同一份，其间如美元对英镑升值10%，就相等于伦敦小麦价下降10%，他就从汇率的变动中取得利润。

3. 使用标准合同

每个期货交易所都有其自己的标准合同，每一份合同在品质、数量、包装及价格条件等方面都有统一的规格。在进行交易的时候，只要价格和交货期得到双方确认，交易就算完成。如纽约棉花交易所每份棉花合约是50,000磅。谷物交易所小麦、玉米合约是 5,000 蒲式耳；香港期货合约规定原糖为50长吨，棉花为50,000磅，报价货币为美元。至于品质规格，是根据对此商品最多的需求而订定出来的，因此，对一份期货合同来说，“小麦便是小麦”，“棉花便是棉花”，这就保证了期货合同交易迅速顺畅，为做买空、卖空的投机或套利交易，提供了极为方便的条件。

三、套期保值的方式

套期保值可分为卖期保值 (Selling Hedge) 和买期保值 (Buying Hedge)。

1. 卖期保值

甲商人持有或即将买进现货，为转嫁货物未转卖出去时价格波动的风险，在期货市场做与现货相等数量，相反方向的交易，由于他拥有现货，在期货市场是以卖出货物来转嫁风险，这种交易称为卖期保值，是期货市场上的空头。

卖期保值的目的是避免现货价格可能下跌的风险，并不是为了赚取价格变动的利润。在一般情况下，许多厂家为了维持生产，都要储存一定数量的原材料。为了减少该原材料因价格变动所造成的损失，就需进行卖期保值的交易。有些较大的经销商，为了保证持续的供应和销售，不得不拥有大量的库存，这样，商品价格稍有变动都会使他们蒙受无法估计的损失，为了减少经营过程中的风险，也需要进行卖期保值。

例如：甲商人在 7 月 10 日购进5,000蒲式耳玉米，价为每蒲式耳4.50美元，为了保值，他同时在期货市场抛出 11 月份玉米期货合约一份，价为每蒲式耳 4.80 美元，三个星期后，他将库存玉米售脱，此时玉米价格下跌，从4.50美元跌到4.20美元。现货既已售脱，不再需要保值，他也同时了结11月期货合约。现货价格下跌期货跟着下跌，11月合约以 4.5 美元回补，过程如下：

现 货 市 场				期 货 市 场			
7月10日	买进	现货	4.50	同时	卖出	4.80	11月期
7月31日	卖出	现货	4.20	同时	买进	4.50	11月期
亏损		0.30/蒲式耳		利润		0.30/蒲式耳	

利用卖期保值，结果盈亏相抵。

2. 买期保值

如果乙出口商与国外商人签订了将于未来某日交付一定数量的商品，为了避免价格变动的风险，他同时在期货市场买进相等数量的同一商品，由于乙商人在期货市场的地位是买方，这种交易称为买期保值，乙商人就是期货市场的多头。

买期保值的目的是避免商品价格可能上涨的风险。

例如：乙大米出口商在5月份接到一份订单，数量为10,000蒲式耳，8月份交货。他可以立即买进大米10,000蒲式耳，储存起来，到期交货，但这样就得承担三个月的仓储，保险费及贷款利息；他也可以不立刻买进大米，而期望在今后三个月内大米价格下跌，然后在装船时以较低的价格买进。然后，万一在这段时期内价格上涨，他可能蒙受巨大损失。对进出口商而言，宁可取得合理的销售利润，也不愿以投机的方式靠价格变动来获利，因此，就要利用期货市场来保值。

为了保值，他在签订8月交货合同的同时，买进同样数量的期货，如果以后大米现货价格上涨，期货价格也可能看涨，这样就可从期货合同中赚得的盈利抵销现货价格上涨造成的亏损。

现 货 市 场				期 货 市 场		
5月10日	卖出	5.50美元	8月	买进	5.75美元	10月
8月5日	买进	6.30美元	现货	卖出	6.55美元	10月
亏损		0.80美元/蒲式耳		盈利	0.80美元/蒲式耳	

由于运用买期保值，结果盈亏相抵。

四、套期保值的运用

套期保值交易并非如上所述这样简单，都是同步同向，盈亏刚好相抵，事实上，套期保值并不能完全转嫁价格变动的风险。因为现货合同中商品的品质由买卖双方自己确定，规格可以多种多样，而期货合同中商品的品质都按标准合约级。有时，因特殊需要，某一品级的价格上涨，而标准级因需求减少而价格下降，这样，套期保值交易不但不能减少损失，反而增加亏损。再者，期货合同交易使用标准合同，每份合同数量固定，而现货合同的数量因交易对象，目的而有所不同，如有的交易所规定的小麦期货合同每份为5000蒲式耳，如果现货合同为7000蒲式耳，进行套期保值的话，一份合同不够，二份合同又太多。

根据卖期保值和买期保值实例的分析，以套期保值来说，效益的最佳点是在二个时期买卖的基差差额为零的时候。下面，试分析不同情况下的套期保值。

1. 基差差额为正数时的卖期保值

基差差额为正数时，卖期保值使交易者有利可图。

甲商于3月31日买进小麦现货5,000蒲式耳, 价为4.40美元, 为保值, 他同时抛出7月期货5,000蒲式耳, 当时期货和现货的基本差价是0.12美元, 因此, 卖出期货价是4.52美元, 2个月后, 甲商将现货售出, 价为4.30美元, 同时又补回7月期货合同一份, 基差为0.04美元, 期货合同价为4.34美元, 甲商获利 = 0.12 - 0.04 = 0.08美元/蒲式耳。

现 货 市 场				期 货 市 场			
3月31日	买进	4.40	现货	卖出	4.52	7月	基差0.12
5月31日	卖出	4.30	现货	买进	4.34	7月	基差0.04
亏损 0.10				盈利 0.18	差额0.08		

实际盈利 = 0.08 美元 × 5000 = 400 美元。

2. 基差差额为负数时的卖期保值

基差差额为负数时卖期保值使保值者失利

如果甲商3月31日买进小麦现货5,000蒲式耳, 价4.40美元, 卖出7月期货合同一份, 价4.52美元, 基差为0.12美元, 二个月后, 现货和期货价格都下跌, 但由于种种原因, 现货较期货跌幅更大, 基差扩大, 为0.20美元。当时, 现货卖价为4.14美元, 7月期货卖价为4.34美元。基差的差额 = 0.12美元减去0.20美元 = -0.08美元。甲商进行卖期保值, 在基差差额为负数的情况下, 盈利抵不了亏损, 实际还损失0.08美元。如果现货价格下跌, 期货价格上涨, 则卖期保值完全失败, 负数差额扩大, 损失更为严重。

现 货 市 场				期 货 市 场			
3月31日	买进	4.40	现货	卖出	4.52	7月	基差 0.12
5月31日	卖出	4.14	现货	买进	4.34	7月	基差 0.20
亏损 0.26				盈利 0.18	差额 - 0.08		

实际亏损 = 0.08美元 × 5000 = 400美元

3. 基差差额为正数时的买期保值

基差差额为正数时买期保值不能保护交易者的利益。

甲小麦出口商于3月31日与国外客户签订6月交货5,000蒲式耳合同一份, 价4.40美元, 为了保值, 他同时又买进8月期货合同一份, 价4.52美元, 基差为0.12美元, 为了6月按时装船, 他于5月31日补进5,000蒲式耳小麦现货, 价4.50美元, 同时为结清期货合同, 他又卖出8月期货合同一份, 价4.54美元, 基差0.04美元。基差差额 = 0.12减去0.04 = 0.08美元。甲商实际损失每蒲式耳0.08美元。

基差差额为正数时的买期保值, 盈利抵不了亏损。如果现货上涨, 期货下跌, 正数差额扩大, 损失就更严重。

现 货 市 场				期 货 市 场			
3月31日	卖出	4.40	6月	买进	4.52	8月	基差0.12
5月31日	买进	4.50	现货	卖出	4.54	8月	基差0.04
亏损 0.10				盈利	0.02	差额0.08	

4. 基差差额为负数时的买期保值

基差差额为负数时，买期保值能使交易者得利。

现 货 市 场				期 货 市 场			
3月31日	卖出	4.40	6月	买进	4.52	8月	基差 0.12
5月31日	买进	4.50	6月	卖出	4.68	8月	基差 0.18
亏损 0.10				盈利	0.16	差额 - 0.06	

交易者实得利润为每浦式耳0.06美元。

可以看到，基差的任何变动，都直接影响到套期保值的效果。现在交易所内，出现了按一定基差买卖现货，进行保值的办法，因此，掌握基差变动对套期保值的影响，将有助于顺利进行套期保值交易。

（上接第50页）

的黄金城市，每年都将大量钱财送进朝廷的国库中去，对稳定两宋的政权起到了重要的作用。

回顾宋代广州外贸的状况，能清楚地看

到外贸的繁荣，必然促进整个社会经济的发展；而外贸要繁荣昌盛，制定相应的政策是关键之一。这个道理，古今亦然。这对今日的外贸事业来说，也有一定的现实意义。

注释：

①《广东通志》卷92.

②《东坡题跋》卷1.

③《宋史》卷167.

④《中吴纪闻》卷3

⑤《岭外代答》卷6

⑥《宋会要辑稿》卷44

⑦同上