

套期图利交易和套期保值交易

王琪英

一、套期图利交易

套期图利也是一种市场交易行为,但与普通期货交易不同的是,它不是从市场行情的起伏中赚取价差利润,而是从不同的两个期货间相对的价格差异中套取利润,其关键是两个相互价格间差异的变动。当价差呈现不正常,交易者即可买(卖)一种期货合约,同时卖(买)另一种期货合约。期货价格的波动走势呈反方向移动,可能导致交易者损失。因此,套期图利交易的核心点在于如何捕捉到相同走势下的最大价差。

套期图利交易的益处在于,一是限制和分散风险。一般来说,进入套利交易后,一方的买卖可能会遭受损失,但另一方的获利会抵消所受的损失,并进一步产生利润,在套利的两种商品期货间有高度的相关性时,买空和卖空的合约同时遭损几乎是少之又少;二是对交易者而言,套利交易保证金要比一般正常所缴保证金低 25~75%。所以相应的投资报酬率也较高,一般套利交易所提供的获利机会是一般交易的 2 倍之多;三是佣金成本较普通期货交易低。因为套利交易时,同时买空与卖空,经纪商所收佣金费远比对冲一笔交易对产生的佣金费来得低廉;四是一笔完整的交易过程循环时间节省,促进了资金的加快周转,故套期图利交易普遍受交易者的青睐。

为说明套期图利交易的基本原理,我们在此试举例如下:

10月19日,5月份玉米期货价比7月份价低9美分(即两个期限合约的价格分别为2.26美元和2.35美元)。交易者估计两者差价会缩小,即认为5月合约价上升时比7月合约价来得快或5月合约价下跌速度缓于7月合约价。该交易者买进1份5月期玉米期货合约,同时卖出1份7月期玉米期货合约。

经过一段时间,原来9美分的价差至12月时减小至4美分,套利者认为时机已到,便卖出5月玉米期货,同时买进7月玉米期货各一份。结果套利获利为:0.05美元/蒲式耳 $\times$ 5000蒲式耳(合约规模)=250美元。显然,这里的关键是合约价差从10月19日的-9美分变为12月9日的-4美分,当然若价差变动方向并非如上,则他可能亏损。所以套利交易的两个重要特点是:

(1) 两种合约本身的实际价格水准并不重要,重要的是两者之间的价差关系,故交易指令下达时,给予经纪人的是买进合约的价差条件。

(2) 行情走势并不重要,重要的是两者价差必须变化。无论绝对价格如何同时升高或下跌多少,只要价差出现变化,套利

交易便可稳获利润。

套期图利交易一般有以下三种形式。

1. 跨月套利 又称跨期套刊,它是套利交易中最普通的一种,通过利用同一商品但交割月不同的合约间价差呈异常变化时所进行的一种对冲获利交易行为。前者指交易者买进近期月份合约,同时卖出远期交割月份合约,并寄希望于近期合约的价格上涨幅度会大于远期合约的价格上涨幅度。而后者则是卖出近期交割月份合约,买进远期交割月份合约,并寄希望于远期合约的价格下跌幅度小于近期合约的价格下跌幅度。

跨期套利中的价差形成原因主要是持仓费,亦称持有成本,它是指为拥有或保留某种商品、有价证券等而支付的仓储费、保险费和利息等费用的总和。理论上,在现货商品供给充足且仓库容量充裕的期货市场中,因持仓费用,远期合约的价格应该高于近期合约的价格。以玉米为例,假定12月份玉米价格为2.50美元/蒲式耳,每月仓储费用4.80美分,保险费0.090美分,银行利率10%,则每蒲式耳月持仓费用为: $(2.50 \text{ 美元} \times 10\%) / 12 + 0.048 \text{ 美元} + 0.0009 \text{ 美元} = 0.0697 \text{ 美元}$ 。于是不同期玉米合约的价格:12月为2.50美元,3月为2.71美元,5月为2.85美元,7月为2.99美元。

需要说明的是,玉米的生产年度是从9月1日至翌年8月31日,而7月是最后一个交割月份。

另需指出的是,以上只是不同期价差的理论原因,实际上受多种因素的影响,价差与持仓费用正好吻合的情况是极少的。不过也正因为有多种影响价差变异的原因,才使跨月套利可以操作。这些因素主要有:①下一作物年度商品的预计播种面积;②加工部门对该商品的需求量;③上年库存的估计量;④预期的通货膨胀率;⑤利率波动幅度;⑥仓储设施的充裕程度。

前述一例的玉米套利是一典型的跨月套利交易,值得注意的是跨新旧作物年度套利交易也是一种常用的农作物产品跨期套利形式。其具体做法是根据新作物年度期货合约价格一般低于上一作物年度合约价格的原理,买进某一作物年度内的期货,同时卖出另一作物年度内的期货。在进行新旧作物年度套利交易时,交易者首先应审视两张合约的价格关系是否会出现预期的变化。如交易者预料,旧作物年度的价格相对于新作物年度而言将会上涨,他可以买进旧作物年度内某月份期货,同时卖出新作物年度的某月份期货;反之,则买进新作物年度期货,卖出旧作物年度期货。这些合约的买和卖及其后的对冲平仓应是同时进行的。最常采用的玉米跨年度套利形式为7月~12月交易,7月代表旧年度,12月代表新年度。

2. 跨品套利 利用两种不同但又相关联的商品之间的价差进行套利交易。这里的相关性指在这两种期货交易标的之间具有可替代性或受同一供求因素制约。这种交易形式通常是(不一定必须)同时买进和卖出相同交割月份而种类不同的商品期货合约。

小麦和玉米期货是较为广泛使用的两种跨品套利对象,美国冬小麦通常在收割后的5月~7月之间价格较低,而玉米却相对较高,两者之间价差趋于缩小;而在9月~11月玉米收获季节,由于玉米价格相对较低,两者间价差会扩大,因此交易者可利用出现的高于或低于“正常”价差的机会进行套利交易,即售出较高价格的商品期货,同时买进等量的较低价格商品期货,以等待价差增大或缩小,当价差又回到正常的关系时,获利了结。

例如,某交易者在8月中旬预计小麦期货价格将上涨,而玉米则由于风调雨顺呈丰收前景,于是交易者决定做小麦和玉米套利交易。即买进12月小麦期货,同时卖出12月玉米期货。前者价4.15美元/蒲式耳,后者价3.42美元/蒲式耳。至11月15日,该交易者决定对冲

平仓,以4.41美元/蒲式耳卖出一份12月小麦合约,一买一卖从小麦中获利0.26美元/蒲式耳;同时又以2.89美元价格买进一份12月玉米期货,一卖一买获利0.53美元/蒲式耳。

3. 跨市套利 当一种期货商品在两个或两个以上的市场交易时,不同市场合约价格的差异可能导致套利行为的发生,即在某一交易所买空某商品期货,而在另一交易所卖空该商品期货。其目的是希望从两个市场价格的错落波动中套取差额利润。

跨市套利既可在国内两个交易所间进行,也可在不同国别的国际性期货交易所内进行,但在进行国际间的跨市套利时会面临如下一些问题:①所要交易的商品期货国内可能没有;②可能要汇寄保证金及佣金到需要交易的国外交易所,相应产生国际汇兑及外汇管制问题;③同一种商品期货在不同的国际交易所不同的报价差异,如计量单位不同,计价货币不等;④同种商品期货各国有着不统一的合约规模,不同合约在套利时必须先行规模匹配;⑤汇率的变动造成期货价格波动的相对比率会有变化,形成换汇损益,特别是在浮动汇率制下,在跨市套利中这一因素最难对付。

同时,跨市套利者还必须考虑到影响价差的一些特有因素,其中主要有:①运输成本。一般来说,由于产地运输成本低,所以其价格相对于远离产地的该商品价格而言,总要低些;②各交易所规定的商品交割会影响到价差,而且不同等级的商品可能佣金也不一样,亦会形成价差;③各地的收获季节不同也影响价差。农产品大多受季节性供求关系的影响而产生季节性行情。

二、套期保值交易

1. 套期保值及其种类 期货市场有两大基本经济功能:一是价格导向,二是风险转移。就后者而言,主要是通过套期保值等来实现的。

所谓套期保值,也就是买进(或卖出)与现货市场数量相当,但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)期货合约而补偿因现货市场价格变化所带来的实际价格风险。其基本原理在于某一特定商品的期货价格和现货价格受相同的经济因素影响和制约,两者的变动方向基本是一致的,并且具有市场趋合性,即当期货合约临近交割期时,现货与期货的价差趋于零,否则便会有套利来消除基差,因此实际上套期保值者正好利用两个市场间的相关关系进行交易,从而达到回避价格风险和锁定成本的目的。

根据套期保值者在期货市场中买或卖的位置,可把套期保值者分为两大类:①多头套期保值;②空头套期保值。而按套期保值的目的来划分,则有以下3种最基本的套期保值类型:

(1) 避险保险型。这是最典型的套期保值行为,通过在期货市场和现货市场中在同一商品上进行对等的行动,即一买一卖来回避因价格变动所带来的风险。

(2) 锁定成本或稳定价格型。即通过套期保值对以后进行的正式商品买卖或销售实施保值,它以对价格的预期为基础,目的不仅在于避免价格风险,还在于锁定成本、确定价格以排除较大损失的可能性。

(3) 补偿仓储费用型。例如,某大豆经销商12月买入大豆,打算储存到来年7月售出,他就进行套期保值,企图在7月时以足够补偿大豆成本加上储存费用的价格把期货卖出。

2. 套期保值的操作 套期保值有买期保值和卖期保值两种。

(1) 买期保值,又称“多头”套期保值,它包括两个主要交易:买空商品期货合约及卖空现

货交易。也就是说,以购买期货合约作为对冲手段,以防止在买进现货之前价格可能上升而增加成本。“多头”套期保值在期货市场上首先是买入的行为而不是卖出的行为。从事这类套期交易者主要是加工厂商、制造厂商、出口商、饲料经营者等。他们是经常需要原料的经营者。为避免原料的短缺而影响经营的继续,于是在期货市场买进期货合约进行对冲,以建立他们的成本计划。通过买进对冲交易的成立,使他们能够免去所需原料价格上涨的可能性,不必增加生产经营成本。例如,某交易商5月份在现货市场售出远期食糖5000吨,每吨60英镑,10月份交货。为避免价格变动的风险,并节省由于过早备货而需支付的仓储费、保险费等开支,在合同签订后,该商行立即以58英镑的价格,在期货交易所购入10月期货合约10个(合约规模500吨),至9月份,食糖价格上涨,要以63英镑方可买到现货。与合约价格比较,每吨损失3英镑,与此同时,期货价格也相应上涨,他在期货交易所以61英镑售出以前购买的期货合约,每吨盈利3英镑,盈亏相抵,达到了避免价格上涨而造成损失的目的。

(2) 卖期保值,又称“空头”套期保值或卖出对冲交易。对冲者通常是握有现货或现金之类的金融性信用工具的交易者,因此在期货市场中他们与“多头”套期保值者交易正好相反,第一笔交易是卖出期货合约形成对冲局面。其交易的目的是为防止未来现货市场商品价格的下跌而出售现货商品造成巨大的损失,通过“卖出”套期保值交易所作的牺牲是放弃未来现货市场商品价格上升而出售现货商品可能获得的高额利润。这种牺牲是值得的,理由在于你无法保证自己正确预测未来现货市场上现货商品价格是升还是跌?如跌,可通过“卖出”套期保值交易保障利润,大多数持有或将持有现货商品而后出售商品者,多采用此法。

卖期保值的目的是为了回避现货价格可能下跌的风险,厂商、较大的经销商为保证供应和销售,不得不拥有大量库存或购买远期实货合同,因此价格一跌他们便会立即蒙受损失,而卖期保值则能有助于减少这种跌价风险所遭致的损失。

例如,某交易商8月4日在现货市场购买10,000蒲式耳玉米,价格4.30美元/蒲,为了对此笔存货保值,他同时在期货交易所抛出10月份玉米期货合约二份(合约规模5000蒲式耳),价格4.50美元。9月5日,交易商将库存玉米售脱,价格4.10美元,同时为了结清10月份期货合约,以4.30美元的价格回补,交易结果是盈亏相抵。

必须指出,套期保值交易并非如上述例子这么简单,实货和期货合同的价格涨跌同步同向,盈亏刚好相抵。实际上套期保值并不能完全转嫁价格变动的风险。首先,实货合同中商品的品质,由买卖双方自行确定,规格品种多种多样,而期货合约中商品的品质都按标准定级,两种合同极难等同;再者,期货合约交易使用标准合约规模的合同,每份合约数量固定,而实货合同的数量却根据需要而定,不可能正巧与合约标准数量相等;第三,由于市场供求关系的变化,现货价格和期货价格的涨跌往往不一定同步同向,时有发生价差转变而影响套期保值的效果,因此也便有所谓基差交易的出现。

但是,总体说来套期保值的优点是显而易见的。首先,套期保值可给交易者提供对付不利价格波动的保护作用,从而使企业经理能在很大程度上逃过价格变动对他的未定影响,有助于保护利润、稳定收入。

其次,在产品必须贮存的场合,套期保值可使流动资金摆脱被绑在存货上的境地。购买一份将来交货的期货合约只需花以保证金方式付的产品价格的一小部分,使企业能用少得多的资本控制同样数量的资源,反过来又以减少固定资本投资和利息费用的形式增加一些利益。

(下转第68页)

费用。与此相比,电子虚拟交易会单位时间内的成本则大为经济,其价格的低廉超乎想象。以联合国贸易网络上海中心的网页制作为例,其标准版的网页制作费加上网服务费约 3000 元人民币/年,单位时间内的展览成本为 8.2 元人民币/天,而国内一般经贸洽谈会的参展费用(尚不包括布展、人员及其他费用)就达 900 元人民币/天,是前者的 100 倍之多。

4. 交易的电子化

借助于电子交易处理系统、E-mail 系统等,交易双方即可完成交易过程。

交易电子化,是信息技术应用于贸易领域的新的尝试,是传统贸易方式的一大变革,是提高我国外贸企业国际竞争力的有效手段。

为配合'97 华交会的召开,联合国贸易网络上海中心通过全球贸易网点网络 GTPNet(Global Trade Point Network)举办了“'97 华东出口商品交易会全球在线展示会”。各类展览会信息在华交会前就登上了 Internet 互联网络。所有参展的企业名称、摊位楼层、位置与展位号一一登录上网。有关华交会的其他信息,如请帖、签证、登记、来宾须知、定点宾馆、展会会址等内容也能从网上全部获悉。据了解,参加本次华交会的许多外商就是通过 Internet 网络收到组委会的邀请函,并在网上把回执发往上海的。因此,这一形式作为华交会的补充,在会前让许多客户预先得到我们国内参展客商的信息,在会间可为大会提供信息服务,在会后可以继续展示参展公司的信息,从而使国内外客商继续寻找新的贸易伙伴。这是华交会的一种很好的延伸。

电子虚拟交易会是一项新的经贸活动方式,它以先进的网络传输媒体开展对外经贸交流,是经济信息化的一种发展趋势。虽然目前它还取代不了传统的有形交易会,但仍然不失为有形交易会的有益补充。

~~~~~

(上接第 51 页)

再次,对贮存的商品而言,套期保值可减少贮存费用,因为不同月份期货价格多少都反映这些费用。

第四,预先固定成本和价值,便于企业的计划工作。

第五,从有效的套期保值计划所得的利益能增加一家企业的借款能力和信用。银行将更乐意对巧妙而有效地进行套期保值的客户提供优惠的信贷条件。