



# 浅析套期保值经营策略的风险

上海海事大学经济管理学院 曾秋根(博士)

**【摘要】** 2004年以来,国内部分上市公司相继公布了商品价格套期保值高额亏损事件,这表明国内企业对套期保值的风险认识不足和在套期保值风险评估与管理制度的存在缺陷。本文通过对中盛粮油工业控股有限公司(1194.HK)(简称“中盛粮油”)和江西铜业股份有限公司(简称“江西铜业”)套期保值巨额亏损案例的讨论,详细分析和揭示了套期保值的基差风险,并对企业如何加强套期保值的风险评估与管理提出了相关建议。

**【关键词】** 套期保值 基差风险 风险评估

近年来,随着国内外大宗商品价格的大幅度上下波动,我国有越来越多的企业开始利用国内和国外的期货、期权和互换等衍生金融工具来进行商品价格风险管理,套期保值已成为许多企业经营活动中的关键组成部分。但在2004年和2005年上半年,中盛粮油、江西铜业等上市公司相继公布了套期保值的巨额亏损,其中:中盛粮油2005年1~6月套期保值亏损7 490.3万港元;江西铜业2005年1~6月套期保值亏损24 828万元,占其中期净利润的25.27%。这一系列的套期保值巨额亏

损事件表明国内企业对套期保值的基差风险认识不足和在套期保值风险评估与管理制度的存在缺陷。

从套期保值理论上讲,在正常的基差条件下,套期保值是由一个市场(如期货市场)的盈利(或亏损)来抵消另一个市场(现货市场)的亏损(或盈利),从而锁定商品的采购或销售价格,转移价格波动风险,实现降低经营风险的目的。基于这一原理,国内许多企业认为套期保值基本不存在风险或者风险很小,因而在套期保值交易中一般没有制定相应严格的

表2 2004年天津市、江苏省个人工资收入分组情况表

收入分组	总平均	最低	低收入	中偏下	中等	中偏上	高收入	最高
天津	1 540	682	778	1 042	1 373	1 822	2 394	2 689
江苏	1 521	407	653	915	1 281	1 790	2 485	4 033

## 四、模型的应用

为了便于模型的应用,回到开始关于将费用扣除额表达成“最低生活保障倍数”的构想,讨论进一步将总扣除额计算公式(10)进行简化。由于公式的固定项约为-13元,自变量的系数为4.592,综合考虑去掉固定项并且将最低生活保障前面的系数取值4.5,则公式(10)可简化为:

$$y=4.5x \quad (11)$$

公式(11)说明,费用扣除额约为最低生活保障的4.5倍。这样,在制定征收标准时,可以直接以各地最低生活保障的4.5倍作为扣除标准。当各地因经济发展或通货膨胀等因素调整最低生活保障线时,个人所得税费用扣除额从理论上应该同步调整到新标准的4.5倍,以保持费用扣除额的动态管理。

在具体运用中,对于模型得出的部分地区费用扣除额标准相对于原有800元标准过高的情况,应当慎重处理。文桂江认为,个人所得税免征标准的界定应当考虑“惯例标准”,即如果某项个人所得在历史上一直执行征税或免税就应照此惯例执行,以免引起国民对社会福利待遇的不良心理感受。笔者对此观点是认同的,因此该问题的处理尚需进一步从其他方面予以论证。

本文从最低生活保障与个人所得税费用扣除额之间的

线性关系假设出发,建立了个人所得税费用扣除经验模型并对模型进行了验证。模型给出了各地费用扣除额的计算结果,模型的结果表明,我国某些地区的费用扣除标准确实偏低。模型将扣除额的确定与各地最低生活保障倍数的形式联系起来,这不仅给费用扣除额的确定提供了一种动态管理工具,也能使其反映我国各地区经济水平的差异,而且操作便利,较好地解决了目前人们在个人所得税费用扣除额方面所存在的一些争议。当然,费用扣除额的确定涉及经济、政治、社会和行为等一系列复杂问题,是一项系统工程,本模型因此也存在一定的局限性。如目前我国最低生活保障由地方政府制定,运用本模型是否意味着地方政府实际拥有了费用扣除额的控制权?是否会最低生活保障的制定多了一项税收制约?但从整体而言,本模型给出了费用扣除额的客观结论,作为一种辅助决策工具应该具有借鉴意义。

## 主要参考文献

- ①中华人民共和国国家统计局. 中国统计年鉴——2004. 北京:中国统计出版社,2004
- ②师俊强. 现行个人所得税制改革的思考. 商业研究, 2004;24
- ③李斌. 建立个人所得税费用扣除体系的设想. 税务研究,2004;11
- ④朱青. 个人所得税免征额初探. 税务研究,2003;10
- ⑤王怀祖,张熙恒. 中美英个人所得税税率比较. 重庆工商大学学报,2004;4
- ⑥文桂江. 个人所得税征免标准的界定. 税务研究,2005;6

风险评估及管理制度和止损计划,一旦出现不利的异常基差变化这类小概率事件,套期保值交易很容易导致企业出现巨额亏损。

国外研究文献表明,欧美企业普遍采用期货、期权和互换等衍生金融工具来进行价格风险管理。美国沃顿商学院在1994年、1995年和1998年三次大规模对美国非金融企业的调查表明,美国企业使用衍生金融工具进行价格风险管理的比例从1994年的35%上升到1998年的50%,而大企业使用衍生金融工具的比例为83%,并且使用频率逐年增加,这表明衍生金融工具是有效的价格风险管理工具。沃顿商学院的调查还表明,为管理套期保值的风险,美国非金融企业普遍使用压力测试法和风险价值法等方法来评估套期保值的风险,尤其关注有可能导致巨大亏损的小概率事件风险。

本文意图通过对中盛粮油和江西铜业套期保值巨额亏损案例的分析,揭示套期保值的基差风险,以帮助企业提高对套期保值风险的认识和加强对套期保值基差风险的评估及管理。

### 一、中盛粮油和江西铜业套期保值亏损案例分析

**1. 中盛粮油套期保值亏损案例情况分析。**中盛粮油是一家在香港上市的国内企业,主要业务是在国内从事食用油产品的分提、精炼、销售和贸易。2005年7月14日,公司发布盈利预警公告称,由于受到非常不利的市场因素影响,公司董事会预期截至6月30日六个月的业绩将出现亏损,具体亏损额尚未审定。该盈利预警公布后,公司股价大幅度下跌,7月15日跌至最低价0.5港元,最后的收盘价为0.56港元,比上日1.05港元的收盘价跌了46.67%,公司市值由8.4亿港元减至4.48亿港元,缩水约3.92亿港元,公司股东遭受巨大损失。9月16日,公司中期业绩报告公布亏损2.27亿港元,其中期货套期保值已亏损7 490.3万港元。

中盛粮油中期业绩亏损主要是由于套期保值的失败。该公司主要业务模式是先向国际供货商采购大豆毛油,然后转售或利用公司生产设施加工成各类精炼大豆油产品,在内地市场销售;公司原材料(大豆毛油)价格视国际市场因素而定,而终端产品(精炼大豆油)价格则视内地售价而定。这一业务模式存在两类经营风险:一是在原材料采购前,如果国际豆油价格上涨将增加采购成本;二是在原材料采购后,如果国际豆油价格下跌将影响豆油销售价格及给豆油库存价值带来不利影响。为管理这些风险,公司利用美国芝加哥商品期货交易所(CBOT)市场的大豆和豆油的期货和期权合约进行套期保值交易。

历史交易价格数据表明,美国CBOT市场的豆油期货价格与国内豆油价格具有较高的相关性,两者价格波动呈较高的趋同性特征,基差比较稳定。因此,国内豆油企业可以利用CBOT豆油期货或期权来进行套期保值,以避免豆油价格波动给企业业绩带来的不利影响。中盛粮油在过去一直利用CBOT的大豆和豆油期货和期权合约来进行豆油价格风险管理,有效地对冲了原材料价格大幅度上下波动的风险,保持了业绩的相对稳定性。

2005年2月,中盛粮油继续利用CBOT豆油期货进行套期保值价格风险管理,具体操作模式为在国际上采购豆油后,

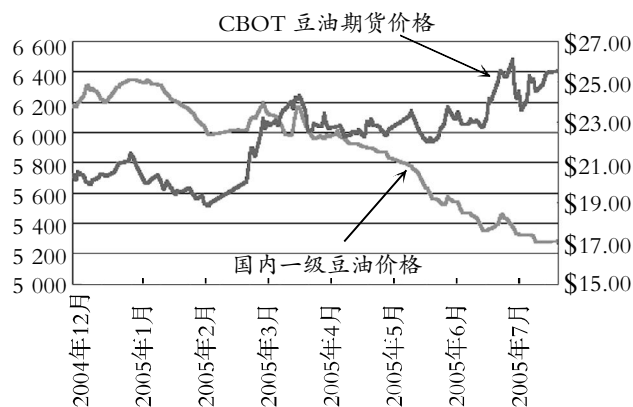


图1 国内一级豆油价格与CBOT豆油期货价格对比图

资料来源:国家粮油信息中心和文华财经

同时在CBOT卖出豆油期货合约进行套期保值。但自2005年2月中旬以来,CBOT豆油期货价格与国内成品大豆油价格变化高度相关性的特点被打破,出现国内成品大豆油价格持续下跌,而CBOT豆油期货价格却持续上涨,两个市场豆油价格出现背离走势(参见图1)。在图1中,国内一级豆油价格为山东、江苏和广东三地的平均价,代表了国内进口豆油的价格变化趋势,国内一级豆油从2005年2月1日的6 040元/吨下跌到6月30日的5 330元/吨,跌幅为11.75%,而同期CBOT豆油期货价格从19.04美分/磅上涨到24.54美分/磅,涨幅为28.89%,国内和国外两个市场豆油价格变化趋势完全相反。这种价格背离走势使中盛粮油遭受双重亏损,在CBOT抛空的豆油期货合约因价格上涨而出现亏损,在国内因豆油价格下跌而遭受亏损,套期保值失效。根据中盛粮油的中期报告,由于国内豆油价格持续下跌,导致现货经营亏损6 092.1万港元,而CBOT豆油期货价格上涨导致期货套期保值实现亏损7 490.3万港元,合计亏损13 582.4万港元。

中盛粮油套期保值导致巨额亏损事件表明公司在套期保值基差风险认识、风险评估、风险管理制度以及风险管理制度的实施能力等方面存在较大问题。从套期保值风险认识上来看,公司未能充分认识和评估套期保值的基差风险,特别是从事跨市场的套期保值的基差风险,从而导致在风险管理制度上公司未能制定严格的可程序化操作的套期保值风险监控制度与止损计划。在风险管理制度的实施能力上,公司存在实施能力不足的问题。按照公司招股说明书披露的信息,公司风险管理政策规定油产品风险净额不得超过公司净资产的10%,但本次亏损已超过该比例(2004年公司资产净值为55 309万港元,而本次套期保值亏损为7 409.3万港元),这表明公司并没有严格地实施风险控制计划。

**2. 江西铜业套期保值亏损案例情况分析。**江西铜业是一家在国内A股股票市场和香港股票市场(H股)同时上市的公众公司,该公司是我国最大的铜生产企业,因而铜价的大幅度上下波动是公司面临的主要市场风险。为有效管理铜价大幅度波动带来的市场风险,江西铜业一直在运用期货等衍生金融工具来为所生产的铜进行套期保值。

在2005年的中期报告中,江西铜业公布因套期保值亏损24 828万元,占中期净利润的25.27%。具体解释如下:由于全

球铜供需状况并未出现市场原先预期的供应略有过剩、库存将逐步回升的局面,铜价持续震荡向上。铜价不断走强为进一步提高本公司盈利水平带来了巨大的机遇,但对本公司早期为锁定年初制定的盈利目标而做出的适量的套期保值价格产生了一定的压力。为此,本公司在对铜市场供需基本面及铜现货市场价格升水情况做出进一步深入分析、研究的基础上,对部分套期保值头寸进行了对冲,由此而释放的阴极铜现货资源,本公司择机在现货市场予以出售以获取现货价格升水。因此,尽管因对冲使公司损失24 828万元,但由于阴极铜累计平均销售价格获得相对提高,本公司依然实现了报告期内的盈利目标。

从2005年1~6月铜的现货价格与期货价格的变化情况分析,江西铜业在铜上面的套期保值亏损来自套期保值的基差风险。在2005年上半年,铜现货价格与期货价格的基差及变化情况一直对铜生产商的套期保值不利,具体表现在:①铜的基差极大地偏离正常基差水平;②其基差的逐步缩小主要是通过期货价格的上涨来实现。对于铜生产企业来说,套期保值组合是在现货市场上预期生产和销售铜,同时在期货市场上抛出相应数量的期货合约,如果期货价格上涨幅度超过现货价格,该套期保值组合就会出现亏损。本文以江西铜业在2005年4月期铜期货合约(简称“CU0504”)中的套期保值亏损为例来分析套期保值的基差风险和江西铜业套期保值巨额亏损的原因。

在2005年1~6月,江西铜业生产和加工阴极铜226 586吨,平均每月生产铜37 764吨。本文假设公司在2005年1月初计划将4月份的预期产量中的2万吨铜进行套期保值,即在上海期货交易所4月期铜期货合约(CU0504,最后交易日为4月15日)上卖出2万吨铜。假设套期保值在1月4日当天完成,当日现货铜均价为31 250元/吨,CU0504的铜均价为27 900元/吨,现货与CU0504的基差或价差为3 350元/吨。该套期保值操作完成后,公司存在两种选择:一是持有到最后交易日,二是中途对冲掉套期保值头寸。如果选择将套期保值持有到期,在4月15日,铜的现货均价为35 120元/吨,CU0504的均价为25 020元/吨,基差为10 000元/吨(参见图2和图3)。在2005年1月4日~4月15日期间,现货铜价从每吨31 250元上涨到35 120元,上涨3 870元,涨幅为12.38%,而CU0504期铜价格从每吨27 900元上涨到35 020元,上涨7 120元,涨幅为25.52%,基差从每吨3 350元缩小到1 100元。从套期保值的角度看,公司套期保值亏损6 500万元。如果公司根据基差变化趋势,选择中途将套期保值头寸平仓(如公司在2005年中期报告中所披露的操作),则套期保值亏损额会相应降低。假设公司在3月23日选择将套期保值头寸全部平仓,当日上海长江有色金属现货市场的铜的现货均价为每吨34 000元,CU0504期铜合约均价为每吨32 750元,基差为每吨1 250元。按照这一价格计算,套期保值组合在铜的现货市场上的盈利为5 500万元,在CU0504期铜合约上亏损为9 700万元,套期保值净亏损4 200万元,这一亏损额比持有到期的亏损额低2 300万元。

从上述江西铜业铜套期保值亏损情况分析,亏损原因主要来自套期保值资产组合的基差出现不利的市场变化所致。图2和图3描述了铜的现货价格取自上海长江有色金属现

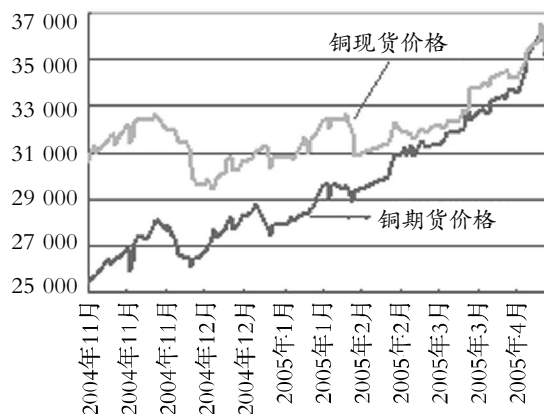


图2 铜现货价格与期货 CU0504 合约价格变化图  
(2004.11.01~2005.04.15)

资料来源:上海长江有色金属现货市场与文华财经

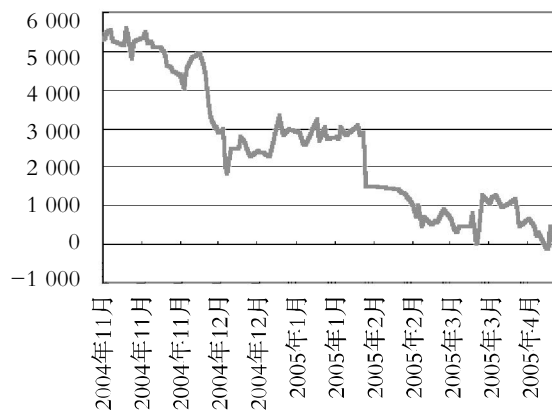


图3 铜现货价格与期货 CU0504 合约价格基差变化图  
(2004.11.01~2005.04.15)

资料来源:上海长江有色金属现货市场与文华财经

货市场每日报价的均价,铜的期货价格取自上海期货交易所的CU0504期铜交易收市价格。图2与图3显示出2004年11月1日~2005年4月15日期间现货铜和CU0504期铜的基差变化情况,该基差及其变化有两个主要特点。第一个特点是基差太大,远远偏离正常年份的基差水平。在2004年11月初,最大基差达每吨5 500元,在2005年1月份,基差维持在每吨3 000元上下波动。这一基差水平无法从期货价格、现货价格和持有成本三者之间的正常关系中得到合理解释,主要是因投机预期导致。在2005年年初,国内外铜价均处于周期性的历史高价区,尽管当时的库存水平很低,现货供应紧张,使现货铜价维持高位,但市场普遍预期这种状况很快将会得到改变,因为高铜价一方面会极大地抑制需求,另一方面高利润正吸引铜生产商增加产量,增加供应,供求关系的预期变化使市场交易者普遍对远期铜价看跌,从而使远期期铜价格比现货价格低很多,导致基差大幅度偏离正常的基差水平。第二个特点是基差缩小主要是依靠期货价格的上涨来实现。在2005年1月4日~4月15日期间,现货铜价从每吨31 250元上涨到35 120元,上涨3 870元,涨幅为12.38%,而CU0504期铜价格从每吨27 900元上涨到35 020元,上涨7 120元,涨幅为25.52%,期货

价格的涨幅高出现货价格3 250元,基差也相应从每吨3 350元缩小到10 000元。正是基差及基差变化的这一特点导致了江西铜业套期保值的亏损。

在2005年1~6月,期铜各月基差变化情况与CU0504合约基本相似,不同的是有些期铜合约的基差变化更加复杂多变,如6月CU0506合约基差的变化(参见图4)。图4显示,在2005年1月27日,CU0506基差为每吨4 330元,随后一路下跌至3月16日的每吨1 200元,其后又大幅度回升到4月13日的每吨3 020元,最后在6月15日缩小到正常的每吨100元。套期保值基差大幅度上下波动增加了套期保值的风险,使套期保值操作难度增加。图4显示的基差波动非常典型地说明了套期保值的基差风险。

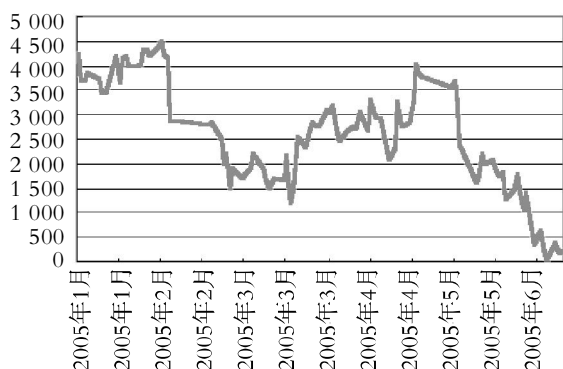


图4 铜现货价格与期货CU0506合约基差变化图  
(2005.01.04~2005.06.15)

资料来源:上海长江有色金属现货市场与文华财经

与中盛粮油不同的是,江西铜业并未因套期保值亏损而影响其总体业绩水平,公司2005年中期净利润仍达到98 257万元,比上年同期增长56.85%,这主要得益于铜价处于历史性的周期高位,使铜的生产和加工利润非常丰厚。

## 二、商品价格套期保值基差风险分析

套期保值的本质是一个资产组合,该资产组合的损益由进行套期保值资产的现货价格和期货价格的差额来决定,即由基差来决定,该基差定义为:基差=进行套期保值资产的现货价格(P)-所使用合约的期货价格(F)。对于空头套期保值(short hedge)来说,其资产组合由现货市场的多头资产与期货市场的空头资产构成,该套期保值的损益由基差变化决定,当基差扩大时盈利,基差缩小时亏损,具体例子如上述的中盛粮油和江西铜业的套期保值亏损案例。而多头套期保值(long hedge)由现货市场的空头(预期未来购买)与期货市场的多头资产组成,当基差缩小时盈利,基差扩大时亏损。因此,套期保值并不能消除所有风险,而是把价格风险转换为基差风险。相对于价格风险而言,在正常的市场情况下,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,所以套期保值者选择利用期货市场来进行价格风险管理。

一般来说,基差风险的主要来源包括以下四个方面:

①套期保值交易时期货价格对现货价格的基差水平及未来收益情况的变化。由于套利因素,在交割日,期货价格一般接近现货价格,即基差约等于零。因此,套期保值交易时的基差

水平、基差变化趋势和套期保值平仓对冲的时间决定了套期保值的风险大小及盈亏状况。②影响持有成本因素的变化。在理论上,期货价格等于现货价格加上持有成本,该持有成本主要包括储存成本、保险成本、资金成本和损毁等。如果持有成本发生变化,基差也会发生变化,从而影响套期保值组合的损益。③被套期保值的风险资产与套期保值的期货合约标的资产的不匹配。比如说,我国目前还没有豆油期货合约,由于大豆价格与豆油价格波动的高度相关性,所以豆油生产商或消费商使用国内大豆期货合约来为豆油价格进行套期保值,这种套期保值被称为交叉套期保值(cross hedge),交叉套期保值的基差风险最大,因为其基差由两部分构成:一部分来源于套期保值资产的期货价格与现货价格之间的价差;另一部分来源于套期保值资产的现货价格与被套期保值资产的现货价格的价差。以公式表示为:X对Y的交叉套期保值的基差 $= (F_x - P_y) = (F_x - P_x) + (P_x - P_y)$ 。其中F为期货价格,P为现货价格。由于被套期保值的风险资产与套期保值期货合约的标的资产不同,其影响价格变化的基本因素也不同,导致交叉套期保值的基差风险相对偏高。上述中盛粮油的跨市场套期保值操作与交叉套期保值相似,因为在某段时期内,影响国内豆油价格的基本面因素与影响CBOT豆油期货价格的因素是不一样的,因而使国内现货豆油价格与CBOT豆油期货价格的基差具有更大的不确定性。④期货价格与现货价格的随机扰动。由于以上四个方面的原因,在套期保值组合持有期间,基差处于不断扩大或缩小的变化中,因而使套期保值组合产生损益。

在正常的市场条件下,由于影响某一资产的现货价格与期货价格的因素相同,使套期保值基差的波动幅度相对较小且稳定在某一固定的波动区间内,在该波动区间内产生的套期保值组合盈利或亏损较小,因而不会对套期保值的有效性产生太大影响。这也就是说,在大部分的情况下,套期保值的基差风险是比较小的。

此外,在一个有效的期货市场条件下,由于套利的作用,在期货合约到期时,期货价格等于或非常接近标的资产的现货价格,否则就存在套利机会。所以,在期货合约临近交割期间,现货价格与期货价格的基差接近零,这就使套期保值者能根据这一特点有效地评估套期保值组合的风险,从而保证了套期保值的有效性。

但在某些特殊情况下,市场会出现对套期保值不利的异常因素,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,将对套期保值者造成巨大的亏损。从概率上来说,偏离正常基差水平的异常基差现象属小概率事件,但对这类小概率事件风险处理不当的话,会导致套期保值的巨额亏损。

从中盛粮油套期保值亏损案例来看,公司的套期保值资产组合为:在国内现货市场上持有大量的现货豆油以供销售,同时在CBOT期货市场上卖出并持有了相应数量的豆油期货合约。当国内现货豆油价格持续下跌与CBOT期货豆油价格持续上涨时,会导致基差持续缩小,使公司的套期保值资产组合的亏损不断增加(参见图5)。图5基差的计算方式为:国内一级豆油价格减去以人民币表示的CBOT豆油期货

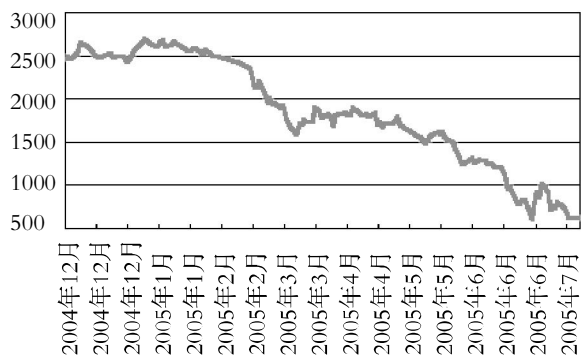


图5 国内一级豆油价格与CBOT豆油期货价格基差变化图

(2004.12.01~2005.06.30)

资料来源:国家粮油信息中心和文华财经

价格(即CBOT豆油期货价格×人民币对美元汇率8.27元,该价格并非国内到港价格)。图5显示,在2005年2~6月期间,该基差持续缩小,从2月初的约2500元/吨缩小到6月份的最低约600元/吨,这导致了套期保值的巨额亏损。该基差变化存在两大对中盛粮油套期保值组合不利的特点:①中盛粮油进行套期保值时的基差偏高,达到2500元/吨。这一基差水平使进口豆油到国内销售的利润水平过高,必然导致国内企业大量从国际上进口豆油,推升国际豆油价格。同时,大量的进口将使国内豆油价格下跌,基差因此缩小。②基差缩小到偏离正常基差水平。在每吨600元的基差水平下,豆油进口贸易是亏损的,即国内豆油价格低于进口豆油价格。正是这种异常的基差水平及基差从一个极端到另一个极端的变化导致了中盛粮油套期保值的巨额亏损。

相对单一市场的套期保值来说,中盛粮油跨市场套期保值模式的基差风险是比较大的。因为该套期保值基差风险来源于国内和国际两个不同的市场,其套期保值依赖的基础是历史交易数据模型,即通过分析过去的国内豆油现货价格与CBOT豆油期货价格的大量历史交易数据,统计出两者的相关性,确定两者基差的波动区间,来决定套期保值的有效性。如果统计分析表明,国内豆油价格与CBOT豆油期货价格具有很好的相关性,两者基差波动区间小且长期稳定,比如说主要集中在1000~1300元之间,这就表明两个市场的豆油价格变化基本同步,因而可以用CBOT豆油期货来为国内豆油现货进行套期保值。但是国内与国际两个市场的历史价格数据模型的稳定性没有合理的理论来支持,原因有二:一是套利作用在短期内可能失去效果,而在单一市场内,套利的有效性是套期保值有效性的前提保证。二是两个市场的影响因素可能不同,这会降低两个市场价格的相关性,甚至出现截然相反的价格走势,导致对套期保值不利的基差出现。中盛粮油的案例对我国许多从事境外套期保值的企业来说具有较好的参考价值。

### 三、套期保值基差风险管理对策分析

上述分析表明,套期保值存在基差风险,在正常的市场条件下,套期保值基差一般相对稳定且波动幅度相对较小,期货市场的盈亏与现货市场的盈亏基本保持平衡,从而使套

期保值的净损益较小,实现了套期保值转移价格风险的目的。但在某些特殊市场情况下,套期保值基差会出现异常变化,如基差持续扩大或缩小,不利的异常基差变化会导致套期保值者出现高额亏损。从历史交易数据的统计分析来看,套期保值基差大幅度偏离正常基差区间的概率比较小,属于小概率事件。正是因为小概率事件,使得套期保值者风险管理意识淡薄,没有制定严格的程序化的套期保值风险评估与管理制度和止损计划,一旦对套期保值不利的小概率事件发生,造成的损失将是巨大的。为了防止基差异常变化这种小概率事件给套期保值者带来超过预期的巨额亏损,企业必须建立起合理的套期保值风险评估、监控和管理制度。具体来说,套期保值的基差风险管理包括如下三个方面的内容:选择比较有利的基差时机与合适的套期保值比例、基差风险评估及异常基差波动的监控和严格的止损计划。

1.选择有利的套期保值时机与确定合适的套期保值比例。从中盛粮油和江西铜业套期保值巨额亏损案例来看,两者都是在套期保值基差大幅度偏离正常水平的情况下进行套期保值交易,从而较大地增加了基差风险。这一经验表明,套期保值交易必须选择合适的基差时机入场,这样才能降低套期保值风险。此外,企业应根据不同的基差风险程度选择合适的套期保值比例(即套期保值数量占现货持有数量的比例),在基差风险偏高时,应降低套期保值比例。中盛粮油套期保值巨额亏损的主要原因之一就是基差风险较高时选择了高比例的套期保值。

2.建立合理的套期保值基差风险评估和监控制度。国外企业套期保值经验表明,成功的套期保值风险管理有两个基本规则:一是必须清楚地知道面临的风险是什么及风险的大小;二是确保所有可能的结果事先已被预期到。这就要求企业必须建立有效的套期保值基差风险评估和监控制度。美国沃顿商学院的调查表明,为管理套期保值的基差风险,美国非金融企业普遍使用压力测试法和风险价值法等方法来量化套期保值的风险,在基差风险评估时,尤其关注有可能导致巨额亏损的小概率事件风险。我国企业应该借鉴这一成熟的风险管理经验,以加强对套期保值风险的管理。

3.建立严格的止损计划以规避异常基差变化的小概率事件风险。套期保值最大的风险就是基差出现异常变化,一旦发现基差出现不利的异常变化,最佳策略就是立即平仓止损,以避免更大的亏损。一般来说,套期保值有两种止损策略:一是基于历史基差模型,通过历史模型,确定正常的基差幅度区间,一旦基差突破历史基差模型区间,表明市场出现异常,就应该及时止损。二是确定最大的可接受亏损额,一旦达到这一亏损额,就应该及时止损。

#### 主要参考文献

① Charles·W.Smithson.应惟伟,王闻,田萌等译.管理金融风险——衍生产品、金融工程和价值最大化管理.北京:中国人民大学出版社,2003

② Gordon M.Bodnar, Gregory Hayt, Richard C.Marston, Charles W.Smithson. Whart on Survey of Derivatives Usage by U.S.Non-Financial Firms. Financial Management. 1995; 2