

On the Nature of Financial Tool Side of Profit and Loss in the Hedge

Peng Bi

SHFE Market Compliance, Shanghai

Email: bi.peng@shfe.com.cn

Received: Apr. 14th, 2015; accepted: Apr. 25th, 2015; published: Apr. 29th, 2015

Copyright © 2015 by author and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

Abstract

In a hedging, profits and losses made by financial tools can be matched with those made by spot exchanges. The hedging of risk does not directly affect the profit and loss of the enterprise. Regardless of its profitability and the amount of profit or loss, one should not fuss. Profits generated by changing of basis in financial tools are similar to the abnormal returns gained by rising of the relevant asset prices in the property liquidation, while losses are similar to those parts of property losses which the insurance cannot cover. Profits and losses of an enterprise caused by a lax execution of hedging scheme should belong to those profits and losses made by speculation. The enterprise should strengthen management to avoid this.

Keywords

Hedging, Financial Tool Side, Nature of Profit and Loss

论套期保值中金融工具侧盈亏的性质

毕 鹏

上海期货交易所监查部, 上海

Email: bi.peng@shfe.com.cn

收稿日期: 2015年4月14日; 录用日期: 2015年4月25日; 发布日期: 2015年4月29日

摘要

在套期保值中，金融工具侧能与现货侧匹配上的盈亏，其性质是风险对冲因子，不直接影响企业的损益，无论是盈是亏，无论盈亏多少，都不应该“大惊小怪”。金融工具侧因基差产生的盈利，其性质类似于财产清理中恰逢相关资产价格走高所获得的非正常收益；而亏损的性质类似于财产保险中投保人所获得的保险赔偿不能完全覆盖其财产损失部分。金融工具侧因套保方案执行不严格所产生的盈亏，其性质属于企业投机所产生的盈亏，应该加强管理，避免发生。

关键词

套期保值，金融工具侧，盈亏性质

1. 引言

原油期货价格 2014 年下半年大跌近 50%，实施买入套期保值者在原油期货侧必然产生巨大的“亏损”，这种“亏损”往往受到社会各界的指责，让实施套期保值的企业及操作者承受很大的压力，为躲避这种压力，许多企业特别是国有企业，不愿参与期货市场实施套期保值，本文旨在分析论证套期保值中金融工具侧“盈亏”的性质，帮助人们匡正对套期保值的认识。

2. 套期保值中金融工具侧盈亏产生的机理

套期保值，是指现货资产持有者或经济合同履行人，在期货市场上买进或卖出与其现货资产或经济合同标的物相同或相关、数量相等或相当、方向相反、时间跨度相同或相近的期货合约的一种风险管理行为[1]。其目的是在其期货头寸和现货资产或现货合同之间构建起盈亏相互冲抵的机制，以规避其现货经营过程中的价格波动风险，这些风险通常影响原材料的采购成本、产成品的销售收入、贷款的利息支出以及外汇收支的汇兑损益等。套期保值所使用的金融工具，除期货外，还包括远期、期权、掉期等，本文论述以商品期货为例。

套期保值一般分为买方套期保值与卖方套期保值。买方套期保值，也称为多头套期保值，是指商品的买入方或使用方通过在期货市场开仓期货头寸对冲其相应的商业经营中现货价格风险的风险管理活动。在建立期货或期权头寸后，如果在其预设的套保时间内，价格的变动方向是上涨或者最终是上涨的，当了结交易时，在期货侧将产生一定的盈利；反之，则会产生一定的亏损；盈亏的大小视价格变动的幅度而定。

卖方套期保值，也称为空头套期保值，其期货侧盈亏的机理与买方套期保值大体相同，所不同的是价格变动方向及盈亏与买方套保正好相反，即在建立期货或期权头寸后，如果在预设的套保时间内，价格变动方向是下跌或最终是下跌的，当了结交易时，在期货侧将产生一定的盈利；反之，则将产生一定的亏损。

套期保值按照风险对冲的效果，可以分为完美套期保值与不完美套期保值。

3. 完美套期保值中金融工具侧盈亏的性质

完美套保是指，套期保值金融工具侧与现货侧的盈亏完全匹配，从而实现风险的完全对冲。一般而言，要取得这种套保效果必须具备两个前提，一是期现之间不存在基差，二是套保方案被严格执行。所谓基差是指，某一特定地点某种商品的现货价格与同种商品的某一特定期货合约价格之间的价差。下面

以最近阶段原油价格大幅下跌为背景举一例子以分析完美套保中金融工具侧盈亏的性质。

某炼油厂，2014年6月已与下游企业签订7000吨成品油供应合同，供货时间为12月，按照当时原油价格估计的综合毛利率为15%。2014年布伦特原油期货的价格为105美元/桶，2014年12月份下跌至58美元/桶，跌幅为45%。该炼油厂于6月签订成品油供货合同的同时对所需的73,000桶原油实施了买入套期保值。假定12月份现货市场的原油价格也是58美元/桶。

按照案例的给定条件，套保头寸因原油期货价格大跌47美元/桶，该炼油厂期货侧亏损343.1万美元；而其从现货市场采购原油因采购价格下跌47美元/桶节约了采购成本，该炼油厂现货侧盈利343.1万美元。期货侧亏损与现货侧的盈利百分之百的对冲，原油采购的价格风险得到完全的规避，该炼油厂因此获得15%的预算毛利率。

我们来分析下上述例子中期货侧亏损的性质。套期保值的目的是用期货等金融工具侧的盈亏来对冲现货侧的盈亏，旨在保住价格波动之外的盈利；期货侧与现货侧必然有一方是盈利，而另一方是亏损，盈利与亏损相互对冲，从而实现保值的最终目的。因此，在套期保值中，期货侧的盈利与亏损都只是风险对冲因子，它不能直接计入企业的盈亏，必须先与现货侧的盈亏相互对冲。上例中，期货侧343.1万美元的亏损，它不是炼油厂的最终损失，而只是套期保值中的风险对冲因子，不能直接计入该炼油厂的损益，而必须先与现货侧343.1万美元的盈利对冲。在完美套期保值中，两者可以完全对冲，对企业最终的损益没有影响。

套期保值通常与企业的财务战略或经营目标有关[2]。人们时常会质疑，在上述例子中，原油价格大幅下跌，炼油厂为何还要实施套期保值，白白放弃原油价格下跌所带来的好处？这涉及到企业对待风险的态度以及应对风险的策略，套期保值是追求稳定发展目标企业的通常做法。假定在上例中，原油价格是上涨45%，如果企业没有实施套期保值，企业的原油采购成本必然超预算343.1万美元，炼油厂不仅不能是实现既定的15%毛利，而且将严重亏损。假定炼油厂的财务防御能力较差，它可能陷入财务困境，甚至破产。

4. 不完美套期保值中金融工具侧盈亏的性质

完美套期保值是套期保值实践中一种极端情形，多数情况是不完美套期保值，即金融工具侧与现货侧的盈亏大部分或部分可以对冲掉，彼此之间存在一定的差异。套期保值实践中绝大多数情况是不完美套期保值，不完美套期保值产生的原因有两方面，一方面是存在期现基差；另一方面是套保方案没有被严格执行。

4.1. 因存在基差产生的盈亏

期现之间如果存在基差，会引起套期保值期货侧与现货侧的盈亏产生差异，从而造成彼此盈亏不能完全冲抵的情况。

根据上述例子，假定进入2014年12月份后，原油的期货价格比现货价格低3%，即基差为3%，原油期货侧的亏损比上述完美套保多3%，该炼油厂套期保值的结果是亏损12.7万美元。这部分损失的性质，类似于财产保险中投保人所获得的保险赔偿不能完全覆盖其财产损失部分[3]。反之，如果原油的期货价格比现货价格高3%，则该炼油厂的套期保值结果是盈利12.7万美元。这部分盈利的性质，类似于财产清理中恰逢相关资产价格走高所获得的非正常收益。期货侧因基差所引起的盈亏将直接对企业的经营结果产生影响。因此，套期保值执行者应该采取必要措施，尽量减少这类损失。

有关市场的组织者也应从提供更多的交易品种，促进市场的流动性，加强监管避免非正常的价格波动等方面，缩小期现基差，优化套保的市场环境，帮助企业实现精准套保。

4.2. 因套保方案执行不当产生的盈亏

在上述完美套期保值的情况下，期货侧与现货侧的盈亏恰好相等，彼此可以相互抵消，以实现完美的套期保值。但在套期保值实践中，因为套保方案执行不严格，往往也会使得期货侧与现货侧的盈亏不等，影响套期保值效果的情况。例如，所建的头寸多于或少于方案规定，没有按照方案所定时间建仓与平仓等等。

在上述例子中，如果炼油厂的套保执行者建立原油期货头寸超出方案一倍，则原油期货侧的损失也将扩大一倍，损失将增加 343.1 万美元，笔者认为这部分损失的性质属于投资损失，不应该计算在套期保值的损失中，应该进行单列。

金融工具侧这类的盈亏，是因套期保值管理不严格，或者经验不足产生的，是非正常的盈亏，无论是盈利还是亏损，都应该认真检讨总结，避免再次产生。

5. 正确认识套期保值金融工具侧的盈亏性质，鼓励企业积极实施套期保值

5.1. 套期保值金融工具侧的盈亏是风险对冲因子

总结上述分析论证，可以得出以下结论，在套期保值中，金融工具侧的盈亏如与现货侧相互匹配，其性质是风险对冲因子，不会直接影响企业的损益。金融工具侧与现货侧之间的盈亏多数情况下存在差异，根据差异产生的原因，可以分为两种情况。一种是因基差产生的，其中盈利的性质类似于财产清理中恰逢相关资产价格走高所获得的非正常收益，而其中亏损的性质类似于财产保险中财产损失大于所获理赔部分；另一种是套保方案执行不严格所产生的盈亏，其性质属于企业投机所产生的盈亏。

根据上述金融工具侧盈亏的性质，我们应该区别对待，对于能够与现货侧匹配上的部分，它只是风险对冲因子，因其本身不会直接影响企业的最终损益，无论是盈是亏，无论盈亏多少，都不值得“大惊小怪”。对于匹配不上的盈亏，属于因基差产生盈亏是套保过程中不可避免的，但套保执行者应该采取措施尽力减少；而对于因套保方案执行不力所产生的盈亏，应该加强管理，重点防范，避免发生。

5.2. 鼓励国有企业积极实施套期保值

商品价格、利率、汇率的波动风险是客观存在的，不会因为企业的产权性质不同而消失，但在我国，由于企业产权性质不一样，国企与民企对待这些风险的态度却存在很大的差异。由于所有人直接承担盈亏，民企普遍比较重视风险防范，实施套期保值的比较多，效果也比较好。相对而言，国有企业实施套期保值的比较少，原因很多，比较复杂，其中一个重要的原因是，相关方面不能正确认识套期保值中金融工具侧盈亏性质，经营者害怕因套期保值金融工具侧的亏损而蒙受不公正的待遇。本文所举例子中，炼油厂实施套期保值后，原油价格大幅下跌，其原油期货保值头寸产生巨大亏损，这时，相关方面往往对此产生质疑，有时候媒体也会“同仇敌忾”一片骂声。反之，如果出现价格大幅上涨情况，套期保值头寸产生了巨大盈利，可能会认为是操作得好，得到奖赏。但正如上文所述，在套期保值方案得到严格执行情况下，其金融工具侧的盈亏只是风险对冲因子，盈利不值得奖励，亏损也不应受指责或惩罚。

在 2014 年钢铁价格大幅下跌的过程中，有些民营钢铁企业实施了套期保值，其经营业绩明显优于未进行套期保值的国有企业，又一次验证了套期保值的积极作用。为此，本文呼吁有关方面正确认识套期保值金融工具侧的盈亏，创造条件，鼓励企业，尤其是国有企业积极实施套期保值。

参考文献 (References)

- [1] 孙才仁 (2009) 套期保值与企业风险管理实践. 中国经济出版社, 北京.

- [2] Jovarovic, S. (2014) Hedging commodities—A practical guide to hedging strategies with futures and options. Harri-man House Publishing, UK.
- [3] 徐爱荣 (2009) 保险理财学. 复旦大学出版社, 上海.