2026年11月2日 星期一
责编：张欢 电话：(0371)65612040 校对：刘乐然
E-mail:zhuankan@qhrb.com.cn
期货日报 FUTURES DAILY

不只是“算方差”

套保评估应从指标校验迈向风险预算治理



把套保评估从“指标校验”推进到“风险预算治理”，意味着风控不再仅报送统计报表，而是提供决策选项；管理层不再只关注套保盈亏，而是审视预算消耗、尾部韧性与资本效率；业务部门不再仅上报敞口数据，而是同步报送情景假设与基差分析。

■ 孟凯

在与大型企业套保业务主管部门沟通时，笔者最常看到的评估报告是：本期期货端盈亏多少、套保比率多少、组合波动率下降多少、VaR（风险价值）是否低于现货。这些数字并非无用，但它们回答的是“过去发生了什么”，而不是“下一次行情来临时，企业能承受多少风险、该用什么工具、什么时候必须离场”。

套保评估的“第一层问题”是指标选择：用方差还是ES（预期短缺），用滚动波动率还是下行半方差，业内讨论大多止步于此。真正的“第二层问题”在于：这些指标究竟服务于什么决策？如果企业未预先设定风险预算，套保比率就是拍脑袋定的。如果没有基差分解，哪怕方差降幅再大，也可能只是把价格风险转换成了基差风险。如果没有追保流动性测算，尾部指标再亮眼，也可能在极端行情下被强制平仓。如果没有治理闭环，评估报告终究只是风控部门的自娱自乐。

本文旨在将套保评估放回企业风险预算与治理系统框架下，提出“预算层—结构层—生存层—治理层”四层架构，供实体企业与期货行业同仁探讨。

先重构评估对象：三个“不是”与三个“是”

在谈指标之前，必须先明确评估对象。跨国企业的套保评估，至少有三组容易被混淆的对象。

第一，不是期货单腿损益，而是期现组合的净敞口现金流。期货端盈利可能对应现货端更大的亏损，期货端亏损则可能对应现货端已锁定的利润。评估的对象是期现两条腿合并后的现金流分布，以及这一分布对企业利润预算、资本占用和流动性的影响。

第二，不是追求统计方差最小，而是风险预算约束下的目标达成。最小方差套保比率在统计上往往表现亮眼，但企业套保的目标通常是“把毛利率锁定在预算区间”“将采购成本控制在目标线以下”“把现金流缺口概率压至可接受水平”。统计层面的最优，并不等同于经营决策层面的最优。

第三，不是单一模型的输出，而是模型、情景与治理的联合置信。任何VaR、ES本质上都是模型产物，模型自带假设、参数，也存在回溯失败的可能。评估结论必须附带模型可信度、情景覆盖度和治理执行度的判断，否则就只是“精确的错误”。

对应的三个“是”：是净敞口现金流；是风险预算下的消耗；是联合置信支撑的决策质量。

四层评估架构：把指标放回决策系统

套保评估应拆为四层，每层回答一个不同问题，且各设门槛项与加权项，避免“一票否决”和“等权误导”。

预算层回答：套保比率是否符合风险预算的要求？风险预算是否被有效使用？关键指标包括风险预算消耗率、目标利润达成概率、套保比率偏离度。

结构层回答：对冲的到底是什么风险？基差、交叉套保、期限错配是否处于可控范围？关键指标包括基差贡献度、交叉套保相关性漂移、期限错配度、组合边际风险贡献。

生存层回答：极端行情下能否存续？追保流动性是否充足？关键指标包括ES/CVaR、压力测试损失与风险资本之比、追保流动性覆盖率、对手方敞口集中度。

治理层回答：经济有效是否等同于会计有效？套保成本是否经济合理？评估流程是否形成闭环？关键指标包括会计有效性、模型回溯通过率、成本效率比、授权限额执行率。

四层体系中，预算层定方向，结构层拆风险，生存层保底线，治理层促闭环。缺任何一层，评估都会退化为纯统计汇报。

预算层：套保比率是风险预算的输出结果

风险预算不能流于形式，要落实到可量化的容忍度上。跨国企业通常有三类锚：一是利润波动容忍度，即全年净利润波动不超过预算的±x%；二是现金流缺口容忍度，即经营性现金流为负的概率不超过y%；三是资本占用容忍度，即套保保证金与追保准备金不超过净资产的z%。

有了锚点，才能反解套保比率。实操中不必追求复杂模型，可以采用“历史模拟+情景加权”的方式开展网格搜索。在候选比率区间内，计算每个比率下的组合利润分布，筛选出既能满足容忍度要求、又能实现全成本最低的比率，作为目标套保比率。该比率并非固定不变，而是随预算、波动率、基差结构动态校准。

风险预算消耗率=实际组合ES/预算ES。长期大于1，代表对冲预算设置偏松或套保策略失效；长期低于0.5，则存在预算资源浪费、套保过度、对冲成本不经济的问题。这个指标比“风险降幅”更贴近决策，直接回答“预算有没有被有效使用”。套保的价值不是消灭波动，而是提高目标达成的概率。套保比率偏离度=（实际比率−目标比率）/目标比率。偏离幅度超±15%，需说明及审批，连续两季度偏离且无正当理由，启动策略复核。

阈值不宜直接套用行业固定数值，而应作为企业风险预算的回溯求解结果。先由管理层确定利润、现金流、资本三类风险容忍底线，再采用近三至五年分品种、分期限历史数据，回测不同候选套保比率对应的风险预算消耗率与经营目标达成概率；选取回测分布对应分位数作为监控门槛，并预留安全边际。阈值表按年度或波动率体制切换时重算，与风险预算同步更新。

结构层：把“对冲了多少”拆成“对冲了什么”

方差降幅只能反映组合波动被压低的程度，却无法说明风险被转换成了什么。跨国企业套保的基差至少可拆分为五部分：时间基差，指期货期限结构与现货持有成本的差异；品质基差，指标准品期货对非标现货的升贴水；地区基差，指交割地与非交割地之间的物流、关税及区域供需差异；汇率基差，指本币计价现货与外币计价期货之间的汇率敞口；信用基差，指场外工具的对手方信用利差与抵押品成本。

基差贡献度为基差变动方差与套保组合方差的比值。当该比例过高时，即便方差降幅再大，也不能判定套保有效——本质上只是将价格风险转换为基差风险。实操中应设置相应上限，超出上限即触发套保工具切换或套保比率下调。

交叉套保的核心假设是相关性稳定，但危机阶段相关性往往发生漂移。以A品种期货对冲B品种现货，或是以近月合约匹配远月敞口，均应设置滚动60日相关性监控阈值。一旦跌破阈值，须下调交叉套保比率、更换相关性更高的套保工具，或增配场外定制掉期。相关性漂移并非模型层面的细节瑕疵，而是结构层面的否决项。

此外，期限错配度=（加权套保期限−敞口期限）/敞口期限。错配过高易引发展期风险：近月流动性好、展期频繁；远月展期少、流动性弱、基差风险高。需按敞口期限分层匹配工具，不局限于主力合约。多品种多期限组合应测算组合ES与单品种边际风险贡献，防范分散化幻觉：危机时期相关性上行，分散效果容易失效。

生存层：实现从VaR到ES的升级

VaR不满足次可加性，套保组合的VaR可能大于各头寸VaR之和。在厚尾、跳跃行情下，正态VaR会系统性低估尾部风险。兜底指标应改用ES（CVaR，条件风险价值），即给定置信水平下，超出VaR部分的平均损失。ES满足一致性风险度量公理，表征“最坏情形下的平均最坏损失”。日常监控可保留VaR，但评估结论以ES为准。

ES仍以历史分布为基础，无法覆盖“未发生但可能发生”的黑天鹅。压力测试情景库至少覆盖五类风险：地缘冲突类，如航运中断、制裁、出口管制；政策突变类，如关税调整、出口配额、环保限产；流动性枯竭类，如涨跌停、保证金上调、买卖价差扩大；基差跳扩类，如品质、地区、汇率基差同时走扩；对手方降级类，如场外对手方评级下调或违约。情景库每季度更新，至少包含三个历史极端情景与两个假设极端情景。

价格VaR无法覆盖的风险，才是跨国企业套保失败的核心诱因。追保流动性覆盖率=可用流动性/压力情景下潜在追保额，分三档管理：覆盖率不低于1.5为正常档，维持现状并按月监控；1.0至1.5为压力档，发布预警并压缩近月持仓、补充授信、提高流动性缓冲；低于1.0为极端档，强制降杠杆、移仓远月、启动备用授信或场外抵押品安排。

ES/VaR模型必须开展回溯测试，核查过去12个月的损失突破次数是否处于统计容忍区间内。若连续出现突破情况，需触发模型重新校准或更换测算方法。评估报告应披露模型版本、参数设置与回溯测试结果，不能仅输出单一测算数值。

治理层：会计有效性、成本效率与组织闭环

IFRS9与CAS24框架下的套保会计有效性测试，与经济风险评估分属两套体系。经济有效性关注风险是否实际下降；会计有效性则关注能否适用套保会计、经济关系是否可验证、再平衡机制是否健全、文档是否完整。两项测试均通过，才算形成完整的有效性结论。评估报告应分别列示“经济有效性结论”与“会计有效性结论”，不可混用。

套保成本不只是手续费。全成本至少涵盖保证金占用成本、展期滑点、交易费用、场外信用资本占用，以及运营与系统成本。成本效率比=风险预算节约额/全成本。边际效率递减时应停止加仓；成本效率比低于基准时，优先考虑更换工具、调整期限结构或降低套保比率。成本黑箱是套保评估中最常见的漏洞：风险指标看似良好，但成本侵蚀了锁价效果。

治理闭环需明确责任矩阵。业务部门负责提供敞口、情景假设与基差信息；风控部门开展独立估值、模型验证、压力测试与评分卡评估等工作；财务部门负责会计有效性评估、成本核算与信息披露；管理层与风险委员会核定风险预算、审批套保比率偏离、作出分级处置决策；审计部门复核授权流程、限额执行、估值轨迹与模型文档。分级处置规则为：优秀等级予以维持，合格等级作微调，观察等级限期整改，不合格等级降低套保比率、更换工具或停用套保，并上报风险委员会。评估报告必须包含“处置建议+责任人+时限”，否则视为未形成闭环。

失败模式：常见的有八种

落地节奏方面，月度聚焦预算与流动性监测，跟踪风险预算消耗率、基差贡献度、追保流动性覆盖率、保证金占用及套保比率偏离情况，核查是否存在越线行为。季度聚焦风险韧性与治理落地，分析组合ES、压力测试结果、成本效率、会计有效性、评分卡分级及处置建议，形成的是决策参考报告而非统计罗列报告。年度聚焦模型优化与阈值校准，开展模型回溯验证、阈值重校准、情景库更新、治理审计及套保比率目标重估，明确下一年度风险预算的制定方向。

实践中常见的失败模式有八种：第一，预算缺失。套保比率主观设定、年初锁定后全年不作调整。第二，基差盲区。仅关注期现相关性，忽视基差结构。第三，尾部幻觉。采用正态假设下的VaR度量极端风险。第四，流动性断点。极端行情下因追加保证金被迫平仓，套保在关键时点失效。第五，成本黑箱。仅核算手续费，未纳入资金占用成本与展期滑点。第六，组合幻觉。单品种对冲效果尚可，但组合层面风险集中。第七，会计错配。经济层面对冲有效，但套期会计认定无效，带来报表波动。第八，治理空转。风险评估报告未支撑决策，发现的风险问题无法闭环。每一类失败模式，都对应四层架构中某一层的缺位。

套保评估的目的并非为了证明套保决策“对”或“错”，也不是为期货端盈亏寻找解释，它最终要回答三个问题：风险预算是否得到有效使用？基差与结构风险是否被充分识别？极端行情下企业能否稳健存续？

把套保评估从“指标校验”推进到“风险预算治理”，意味着风控不再仅报送统计报表，而是提供决策选项；管理层不再只关注套保盈亏，而是审视预算消耗、尾部韧性与资本效率；业务部门不再仅上报敞口数据，而是同步报送情景假设与基差分析。这套评估体系，方能匹配实体企业面对的复杂不确定性。

套保不是赌方向，评估不是看盈亏。风险预算可控、基差结构可拆解、尾部生存可衡量、治理处置可闭环——这才是有效的套保评估。

（作者单位：中泰期货）

产业企业如何利用套期保值管控周期风险

■ 王静

2026年9月美联储开启加息，全球流动性从宽松转向中性偏紧，新一轮货币紧缩周期拉开序幕。全球流动性紧缩，风险资产承压，大宗商品则呈现出高波动、大分化和快轮转的特征。对国内产业企业而言，这一宏观背景带来的经营风险是多维度的。套期保值已不再是可选项，而是产业企业穿越周期、稳定经营的“压舱石”。产业企业该如何用好这一风险管理工具？在笔者看来，关键在于以下三个方面。

首先，套期保值的前提是准确识别风险敞口。

不同类型产业企业的风险敞口在性质、方向与规模上存在明显差异，套保策略需结合自身实际量身定制。例如矿山、冶炼、油气开采等上游企业，核心风险是产品价格下行导致收入与利润缩水。在货币紧缩周期中，流动性收紧会压制商品需求，若供给约束缓解，商品价格存在回落风险。这类企业应重点运用卖出套保，锁定未来销售价格，保障产能利润。中游企业则同时面临原材料采购成本上升与产成品销售价格下行的剪刀差风险。在PPI与CPI剪刀差持续为负的背景下，中游企业的成本难以向终端传导，利润遭到双向挤压。这类企业需要两头锁定：对原材料端做买入套保锁定采购成本，对产成品卖出套保锁定销售价格，也可运用价差、利润套保工具锁定加工利润。下游企业主要面临原材料价格上涨带来的成本压力，以及库存商品价格下跌带来的跌价损失；贸易企业则面临采购与销售时间错配引发的价格风险。这类企业应重点运用买入套保锁定采购成本，结合库存管理开展动态套保。

有外币收付的企业，面临汇率双向波动风险。这类企业应运用外汇远期、掉期、期权等工具锁定汇率。需要强调的是，风险识别必须基于主业范围内的实货风险敞口。

其次，恪守套期保值的本义，严禁投机交易。

套期保值的本质是通过衍生工具的盈亏对冲现货的盈亏，实现期现一体的风险中性，而非借助衍生工具博取方向性收益。这一原则在国务院国资委监管框架中被反复强调，也是产业企业开展套保必须坚守的第一道防线。具体要做到品种、方向、规模、期限四匹配；坚持期现一体，盈亏合并考核；确保风险可控，设置止损与预警线。套保并非一劳永逸，仍需划定止损限额或设置亏损预警线，建立风险识别、监控、处置、报告、应急处置等全流程机制。当市场环境出现重大变化时，应严格履行内部审批程序调整套保策略，避免风险敞口失控。

最后，国企作为国民经济的重要支柱，其套期保值业务不仅受到国资委的严格监管，更承担着稳定产业链供应链的特殊使命。具体实践中，国企需重点关注以下问题：

第一，严把入口关、规模关、操作关。

第二，国务院国资委明确规定，资产负债率高于管控线、连续三年经营亏损且资金紧张的子企业，不得开展金融衍生业务。这一约束的实质，是防止企业以套保之名行投机之实，借助衍生工具放大经营风险。国企在开展套保前，应首先评估自身的财务承受能力，确保套保是对冲风险而非加杠杆。

第三，国务院国资委要求，商品类衍生业务原则上仅开展场内业务，确需开展场外业务的应单独进行风险评估。所选工具应结构简单、流动性强、风险可认知，并优先选择境内交易场所。这一导向的实质，是引导国企运用看得懂的工具、立足看得清的市场、管控得住的风险，规避复杂衍生品蕴含的隐性风险。

第四，国务院国资委明确要求，开展商品类衍生业务的操作主体应建立金融衍生业务信息系统，实现期现一体化管理。已开展业务的企业需在规定期限内完成系统建设并上线，新开展业务的企业，要将信息系统建设作为前置必备条件。这意味着，信息系统建设并非锦上添花，而是国企开展套保的准入门槛。国企应加快推进相关建设，将套保策略审批、交易记录、风险监测、违规预警等功能纳入系统化、流程化管理。

（作者单位：冠通期货）