

期货市场投机持仓限制 与套保持仓豁免：美国经验

避险网 刘文财

一、期货市场投机持仓限制与套保持仓豁免制度的由来

期货市场投机持仓限制与套保持仓豁免制度是市场有效发挥功能的前提制度保障。理论上，在商品期货市场区分投机与套保是一件容易的事。投机是指交易者使用期货、期权等衍生工具承担风险而希望获取利润。而套保相反，是指交易者利用这些工具降低风险并锁定标的业务的利润。然而，在实践中这并非易事。套保是为了降低相关标的头寸风险，这意味人们需要把衍生品与标的头寸联系起来才能理解套保，而标的头寸可能是一个复杂的资产与交易的组合。

因此，在商品市场让人们理解它们之间的关系并不是一件易事。商品有不同的等级与标准，这导致用于套保的基准与所买卖的实物商品存在价格偏差。商品在一个地方生产，通常在另一个地方销售，这就意味着一个套保策略可能需要在全球不同地方的多个市场持有头寸。另外，套保还有一个时间要素，今天建立的用于风险保护的套保头寸需要持有数月甚至数年。因此，区分交易是增加风险还是减少风险，这对于那些不了解商品市场的人来说是一项挑战。

为此，在美国期货市场发展过程中，监管机构一方面对于投机交易实施持仓限制，以避免过

度投机；另一方面在实践中不断发展优化、扩大善意套保内涵，以满足实体企业豁免投机持仓限制的需求。

二、美国善意套保概念不断优化、内涵不断扩大的发展过程

善意套保是指交易者真诚地对冲商业风险的交易。美国商品期货交易委员会（Commodity Futures Trading Commission, CFTC）使用这个概念来决定哪个衍生品达到持仓限制。1974年之前，善意套保概念仅用于农产品。随着CFTC的成立，《商品交易法》定义的商品概念也随之扩大。

1975年，CFTC修改了善意套保概念。除非是真诚地出于对冲商业现货或即期运作价格风险的交易，且这些头寸是以有序的方式被建立与平仓，否则不被认为是善意套保。相对于此前的定义，这次是小幅的修改。在此修改过程中，CFTC因担心总现货头寸套保是否会导致双重套保的问题，也曾就总现货头寸套保与净现货头寸套保进行了意见征集，最后认为净现货头寸并不一定测量总体风险暴露，在这种情况下，总现货头寸套保是需要的，这并不会产生双重套保的问题。

1977年，CFTC提出再次修订善意套保的建

议版本。这个版本奠定了目前善意套保定义的绝大部分基础¹。包括：（1）在经济上合适且满足其它条件下，总体的善意套保持仓定义；（2）满足总体定义的特定持仓的法律特别列明的商品清单；（3）考虑到非法律特别列明的商品情形。这个建议的修订版本被采纳后，建立了组合套保的概念且承认了跨商品套保、预期生产套保或未曾完成的预期要求套保。

总体的善意套保持仓是指这个持仓通常代表未来现货销售渠道的一个替代，并且要求这个持仓对于商业实体的资产、负债或服务因为价格变化而产生的风险降低是经济上适合的。这样的善意套保也必须有一个“对冲与商业现货及即期运作相关的价格风险”的目的，且必须“根据健康的商业实践，以一个有序的方式建立与平仓”。这样的善意套保持仓豁免是适当的。

CFTC 在此版本的序言中解释，他们倾向于善意套保持仓是基于资产负债表上的价值变化的净敞口风险。CFTC 在定义中用了副词“通常”，增加了定义的包容性。其目的是表明资产负债表上的套保以及其它相对不频繁但潜在重要的、用于降低风险的期货交易是善意的，否则就可能出现不满足善意套保的总体定义的情形。

1986 年，众议院农业委员会在 CFTC 再授权法案中，要求 CFTC 重新审查投机持仓限制方法以及善意套保的定义。委员会报告强烈要求 CFTC 重新评估善意套保的定义，无论是在善意套保的定义下或者单独的一个分类，对包括价差、跨式与套利持仓等在内的概念和策略以非投机性持仓对待。委员会报告专门列出四个 CFTC 认定

为非投机性的交易类型与持仓要求：（1）投资组合经理的风险管理交易，因为这是风险降低概念的替代；（2）期货持仓作为现货持仓的替代，而不是临时性替代；（3）其它涉及使用金融期货执行策略的持仓，包括但不限于资产配置、组合免疫与组合久期；（4）特定的期权交易，特别是备兑开仓。

参议院农业、营养和林业委员会在 1986 年关于 CFTC 的再授权法案中，也指出 CFTC 需要再评估对善意套保的解释。他们特别指出，CFTC 是否应考虑把审慎的风险管理取代风险降低纳入善意套保的定义中。

CFTC 重视了国会的建议，并于 1987 年发布了两份关于善意套保的解释性声明²。第一份声明澄清善意套保的意思。CFTC 解释“临时替代物”标准并非是区分持仓是否是套保持仓的必要条件；CFTC 解释“伴随性测试”是“用期货或期权对冲商业现货市场活动产生风险的要求”。CFTC 也指出善意套保也包括以降低风险为目的资产负债表对冲与其它交易策略，例如对现存的证券投资组合买入等值看跌期权以提供保护的策略。

对于将认定为风险管理的活动进行投机持仓豁免的交易所，第二份声明希望能够对其提供支持。CFTC 认为对商业实体因买卖或持有现货市场的工具开展的风险管理活动进行持仓豁免是与善意套保的定义条款相近的。也就是说，这是对商业实体管理与组织过程中产生风险的行为。CFTC 相信交易所豁免商业实体因风险管理而持有债券、股票或外汇的期货和期权的持仓限制是

¹ www.cftc.gov, 42 FR 14832, Mar. 16, 1977.

² www.cftc.gov, Clarification of Certain Aspect of the Hedging Definition, 52 FR 27195, Jul. 20, 1987 (July 1987 Interpretative Statement).

与法规的目标相一致的。这些持仓包括没有杠杆的多头持仓（等值于现货持仓）、持有证券或货币同时卖出看涨期权（备兑开仓）以及资产配置策略的多头持仓（替代拟持有的债券与货币）。

1987年，CFTC增加了一种法律特别列明商品的套保持仓，即价差持仓。它对冲的不是固定的现货销售和购买价格，而是不同交割月份期货合约的价差（现货销售价格与购买价格是浮动的）。在这个方面，CFTC也扩展了跨商品套保条约，即一对没有现货交易的浮动价格现货对冲合约所对应的期货合约。

1987年，CFTC在回应芝加哥期货交易所（CBOT）一项申诉中明确³，豆类压榨持仓允许加工商事先确定其加工利润，这已经包含在法规规定的预先套保条款中。CFTC特别指出，豆类加工商建立的压榨持仓，允许他们持有未来12个月之内预期生产的豆油与豆粕的空头持仓，以及持有未来12个月之内预期需要的大豆多头持仓。然而，CFTC拒绝采纳反向压榨持仓豁免的建议。CFTC认为从豆类加工商善意套保的立场出发，压榨持仓与反向压榨持仓是有重要区别的。压榨持仓的建立非常清晰，就是压榨持仓加减基差的波动。然而，只有当期货市场价格反映预期更高的压榨利润时，反向压榨持仓才有必要，且持仓能被移走。CFTC不认为反向压榨持仓属于善意套保定义中法律特别列明商品的类别。

2007年，CFTC提出除善意套保持仓豁免之外的一项风险管理持仓豁免的建议。这项风险管理持仓是指持有期货或期货等值的持仓作为一个广泛分散的单纯多头或单纯空头组合一部分，即

无论是为客户跟踪广泛分散的指数或组合分散计划，它们均暴露在广泛分散的指数风险下。另一种情形是被动管理的、没有杠杆的、当月合约之外的期货持仓豁免。2008年，CFTC因缺乏共识而撤回了此项建议。

2009年3月，CFTC提出是否取消对特定掉期交易商的善意套保的持仓豁免，创设一类新的、有限的风险管理持仓豁免。CFTC解释道：自1991年以来，CFTC对一些掉期中间商进行了善意套保的豁免，因为他们寻找管理他们指令簿上的价格风险，这些是他们作为商品指数掉期合约与商品掉期合约中间商的结果。掉期客户包括养老基金和其他被动投资者，他们不使用掉期对冲实物销售渠道的风险。为了规避自身提供这些掉期合约的风险，掉期中间商需要建立一个商品多头持仓组合以复制指数或掉期合约标的商品，以对冲掉期交易所暴露的风险。商品指数设计并不包括当月合约，持仓豁免并没有覆盖进行当月的持仓。

2010年1月，CFTC建议对指定合约交易场所的主要能源合约建立总的投机性持仓框架。此项建议将不再认定用期货与期权对冲因掉期交易活动而产生的风险暴露属于善意套保行为。随着《多德-弗兰克法》的实施，CFTC撤回所建议的框架。CFTC解释道：除了指定合约交易场所必须实施持仓限制之外，将扩展衍生品合约的范围。

自1974年以来，CFTC在法律授权下定义善意套保持仓这个术语。随着2010年7月21日《多德-弗兰克法案》的实施，法案中关于持

³ www.cftc.gov, Petition for rulemaking of the CBOT, dated July 24, 1986, cited in 52 FR 6814, Mar. 5, 1987.

仓限制的规定已经不适用于此前 CFTC 所定义的善意套保持仓。然而，CFTC 认为《多德 - 弗兰克法案》关于持仓限制所增加的内容是要求 CFTC 收窄实物商品善意套保的定义。另外，《多德 - 弗兰克法案》在其它部分所增加的内容，也给了 CFTC 关于持仓限制规则豁免的绝对权力。

2011 年，CFTC 发布了执行《多德 - 弗兰克法案》关于持仓限制条款及善意套保定义的建议版本及最终规定。2012 年 9 月 28 日，联邦特区法院取消了该规定。2013 年，CFTC 再次发布了持仓限制监管的建议版本。2016 年 6 月与 12 月，CFTC 对该建议版本进行了补充。

三、美国确定善意套保概念的最终版本

2020 年 2 月 27 日，CFTC 在考虑相关建议后，撤回了 2013 年、2016 年的建议版本，并再次发布了一个新的建议版本。在汇总公众意见的基础上，CFTC 发布了最终版本。这个版本给出一个足够容纳普通商业套保实践的善意套保定义（包括没有固定价格的交易以及预期套保交易等），一个给市场主体提交有关非法律特别列明商品善意套保单独申请的简化流程，以及给了市场主体测量他们业务风险方法更加宽泛的自由裁定权。

此前，CFTC 对善意套保持仓豁免认定主要是依据三项测试：（1）临时替代性测试，即衍生品持仓是未来现货市场销售渠道的替代；（2）经济适合性测试，即衍生品持仓对于商业主体在企业管理与组织过程中降低价格风险是经济上适合的；（3）价值变化要求，即衍生品持仓是出

于实际或预期的资产、负债或服务的潜在价值变化的需要。

2020 年发布的最终版本⁴，作了一些修改：

（1）扩充了法律特别列明商品善意套保的清单⁵，以覆盖其它类型的套保（包括预期经营的善意套保、代理套保、预期矿区土地使用费套保、服务套保、商品交易期权套保）；（2）关于非固定价格远期交易的套保，CFTC 澄清一个商业市场主体可以满足最终法规规定中的一个法律特别列明商品善意套保即可；（3）取代以前规定的净头寸套保，最终法规允许市场主体基于总头寸测量风险，并视该主体以往套保行为的一致性以及并未有出于逃避联邦投机持仓限制的目的，原则同意基于总头寸风险套保；（4）允许市场主体在交割月最后五天持有超过联邦投机持仓限制的善意套保持仓；（5）最终规则修改“临时替代测试”，要求实物商品的善意套保交易或持仓必须经常而不是通常与生产、销售或使用实物现货商品相关。因此，原则上不再把市场主体出于风险管理目的的持仓视为善意套保，除非这些持仓满足特别条件。

（责任编辑：孙欣鹏）

作者简介：

刘文财，避险网创始人。天津大学金融工程博士，复旦大学应用经济学博士后。上海财经大学金融学院客座教授、北京大学经济学院研究生校外指导老师，中国上市公司协会学术顾问委员会委员。

⁴ 于 2021 年 3 月 15 日生效。

⁵ 原先清单包括（1）库存与固定价格采购的现货商品合同套保；（2）未销售的预期产品套保；（3）固定价格销售的现货商品合同套保；（4）固定价格销售的现货商品与副产品合同套保；（5）未完成的预期要求套保；（6）冲销非固定价格现货商品买卖套保；（7）跨商品套保。