

企业套保比例为什么要体现价税分离？

Z0014087 F3047773 肖静

大宗商品产业客户为了规避原材料、产成品价格风险，入市套保行为已被现货市场、诸多产业广泛接受。国内与实践相结合的围绕套期保值各个方面的流程程序已经历至少 20 年的完善。但随着新品种的持续上市，以新质生产力为代表的多种原材料综合保值需求的升温，以及部分老品种期货价格波动风险的持续渗透，一些新入市的公司对具体的一些保值技巧、保值细节“一知半解”。

企业套期保值在产业端、期货公司服务端都属于技术含量较高、综合性强的“跨学科”任务，需要现货贸易、期货交易、行情分析与财税风控持续的理解融合。“前人种树、后人乘凉”，在新客户保值培训中，期货公司虽能直接道出技巧，但也多“知其然，不知其所以然”。虽然产业客户也会主动向同行求证学习，但有些已在实际运用的细节，解释起来很简单，却受不到足够重视。没有业务盈亏上的“撞南墙”、没有理论上的真理解，忽视对具体细节的内核认识，就可能影响保值效果，甚至打断企业套期保值业务，累及持续建设的期现保值团队。

本文就企业套期保值比例必须考虑增值税税额变动、价税分离进行讨论。

一、净价保值来自现货经验

对期货交易中增值税的处理认识，可以追溯到上世纪。入世后，“知网”可见的理论讨论多局限在 2000-2005 年。以有色板块为例，2005 年增值税比例 17%，当时涉铜大企业产业保值就以直接实践 83%（模糊不精准）的套期保值比例为主。期货研究员或业务员多是现货“小白”，财税基础一般，在与企业的学习中只能被动补充对进销项增值税的理解，尤其注意产业交易员常说的“亏税”风险。由于没有期现保值净敞口盈亏的台账跟踪基础，普通期货从业者也较难接触到交割涉及的增值税税票实务，对增值税处理大多只停留在大概知道的层面。

从近年产业客户服务实践中，虽然这一比例细节基本都被期货公司写入套期保值方案、纳入 PPT 宣讲，但看似“常识”的东西，一句话带过，并不能加深新入市企业对它的理解与重视。倘若不扣除增值税率做比例保值，存在出现期货端更大亏损与现货端较大亏税的风险。哪怕部分企业已经具备了三四年的期现保值经验，但没碰到大的保值亏税风险，长期默认含税价保值，潜在风险大。产业链实践中，贸易型企业期现货交易精打细算、标单交割选择灵活，对期现盈亏、现货增值税进销的整体计算最细致，上下游产业客户与期货产业服务人员应多向其学习。

二、增值税基本知识

大宗商品涉及的增值税指在流转过程中产生的增值额作计税依据而征收的价外税，有增值才征税。因其在生产流通中难以计算，通常采用税款抵扣，即计算商品销售额扣减取得该商品时支付的进项税额，即用“销项-进项”的差额按规定税率缴税。有色金属板块增值税率目前为 13%。

由于我国大宗商品期现货价格都以含税价的方式表现，计算进项或销项增值税额的公式是：

$$\text{增值税} = \text{含税价} \times \text{税率} / (1 + \text{税率}) \quad \text{不含税价} = \text{含税价} / (1 + \text{税率})$$

通过例 1 来了解增值税额的流转与抵扣：

10 月，A 公司作为铝锭中间贸易商，向 B 公司以长单定量的方式采购铝锭，而向 C、D 公司做零售价销售，卖方向买方逐层开立增值税专用发票：

表 1：A 购销模型

	SMM 铝锭现货	A 向 B 买入			A 向 C、D 卖出				
		价格	数量	进项增值税额	C 卖出价	数量	D 卖出价	数量	销项增值税额
2024-10-08	20600								
2024-10-09	20450	20450	100	235265.49					
2024-10-10	20510				20510	25	20510	25	117977.88
2024-10-11	20700				20700	25			59535.40
2024-10-14	20740								
2024-10-15	20810						20810	25	59851.77
进销项增值税票合计				235265.49					237365.04
应缴税额（销项-进项）	2099.56								

表 2：另一种 A 购销模型

	SMM 铝锭现货	A 向 B 买入			A 向 C、D 卖出				
		价格	数量	进项增值税额	C 卖出价	数量	D 卖出价	数量	销项增值税额
2024-10-08	20600								
2024-10-09	20450	20450	100	235265.49	20510	25	20510	25	117977.88
2024-10-10	20510								
2024-10-11	20700				20700	25			59535.40
2024-10-14	20740								
2024-10-15	20810						20810	25	59851.77
进销项增值税票合计				235265.49					237365.04
应缴税额（销项-进项）	2099.56								

资料来源：国投期货

倘 A 的现货购销活动如表 1，需缴纳增值税；倘如表 2，销项税小于进项税，无需缴纳增值税，且负项税额可按增值税法继续抵扣，变相获得增值税额为负数时的收益。

通常企业正常合规经营时，累计销项税额会大于进项税额，规模越大、毛利越低，企业受增值税影响越大。因此一般会通过优化供应商保证进项增值税的开立，主动调整采销模式降低税差风险。利用期货套期保值可以在规避价格风险的同时获得有更大的进项增值税额或更小销项增值税额的机会。通过期货保值应用调整或改变了企业开收现货增值税票的标的时间与价格。不过具体要区分套期保值是未兑现的来自双边敞口的采销、库存保值还是单边敞口上下游择机战略操作，是否有点价权，是否在期货保值开仓的 T1 时点有对应的现货票据。

三、期货套期保值中的增值税处理

国税总局 1994 年规定，期货市场增值税纳税环节为期货实物交割，计税价格为交割时的不含税价格。为符合国内现货报价习惯，我国期货盘面采用含税价，但海外商品市场采用不含税报价居多，目前我国在有色板块也创新了国际铜合约。期货盘面报价是否含增值税并不影响普通投机者参与期货交易，含盖增值税只是同比例放大盈亏。

如果是产业客户，套期保值最简单的模型假设以交割为目的，将期货市场当成企业购销现货的场所，最终通过期货市场交割发生增值税额，需要匹配正常货值数量。但实际企业保值选择交割了结的概率较低，通常与完成既定销售目标少量通过期货交割、临近到期期现货仍有一定升贴水有关。利润计算细致的贸易企业会将期现基差变动与交割获得的增值税票盈亏一并考虑，通过手数与货值量的轻微差异优化调整。

实际中大部分的保值交易往往以对冲平仓了结，必须注意要将增值税的波动风险排除在期货盈亏以外。

例 2：若考虑增值税，含税价保值放大了期现对冲后的盈亏波动

T1:	现货	吨数	期货	吨数
	买入 20000 元/吨	5 吨	卖出开仓 20100	5 吨
假设期现基差不变				
T2: 上涨 1000	卖出 21000	5 吨	买入平仓 21100	5 吨
T2: 下跌 1000	卖出 19000	5 吨	买入平仓 19100	5 吨
100% 含税价保值，不考虑增值税				
T2: 上涨 1000	现货盈亏	5000	期货盈亏	-5000
			期现对冲	0
T2: 下跌 1000	现货盈亏	-5000	期货盈亏	5000
			期现对冲	0
100% 含税价保值，考虑增值税				
T2: 上涨 1000	现货盈亏	5000	期货盈亏	-5000
	税额：进-销	-575		
	实际现货收益	4425	期现对冲结果	-575
T2: 下跌 1000	现货盈亏	-5000	期货盈亏	5000
	税额：进-销	575		
	实际现货盈亏	-4425	期现对冲	575
88.5% 相当于净价保值，考虑增值税				
T2: 上涨 1000	现货盈利	5000	期货盈亏	-4425
	税额：进-销	-575		
	实际现货收益	4425	期现对冲	0
T2: 下跌 1000	现货盈亏	-5000	期货盈亏	4425
	税额：进-销	575		
	实际现货亏损	-4425	期现对冲	0

资料来源：国投期货

上例预设了 T1 时点现货采购后的卖出保值与 T2 现货销售后期货对应平仓在价格上涨、价格下跌两种情况下的期现盈亏测算，我们假设无论价格涨跌，期现货基差在 T1 与 T2 时点

不变，皆为现货贴水期货 100 元/吨。可以看到三种情况：1) 100%含税价保值不考虑增值税下的盈亏；2) 100%含税价保值考虑增值税下的盈亏；3) 考虑增值税，保值比例调整为 88.5% 相当于净价保值的盈亏。其中，88.5%的计算公式为： $1 - 0.13/1.13$ ，13%为增值税率。从企业增收角度，进项增值税减销项增值税为正时有利，税额计算采用这一方向。企业对保值比例、期现盈亏上的分歧主要是如何看待第二种与第三种情况。

如果 100%保值，相当于把依托价格变动的税额放入期现保值核算，放大期现对冲结果。有的企业认为，长期这么做，就像期货投机一样损益同比例抵消，影响不大。但在理论上，套期保值明确指出规避的是价格波动风险，将绝对价格波动风险转为较小的期现基差风险；增值税从价变动增减并不能算入只纳入基差风险的保值损益。这里，价是价，税是税，采用第三种方式按比例折算成净价保值才能将期现对冲风险锁定在期现基差波动上。

套期保值的本源是熨平价格风险，意味着将标的波动对企业营收的影响最小化，风控与财务角度将增值税纳入其中，一方面增大了期货保值的资金投入，另一方面放大了期货账户的盈亏波动。而企业对期货账户浮盈浮亏有着天然不对等态度，乐见浮盈，厌恶浮亏，不含税价保值能够缩小期货账户波动。

目前大部分有色金属品种的增值税率 13%，有时企业容易纠结是按数量乘以保值比例还是按金额计算不含税货值，计算上二者几乎一致。实践中，企业通常按现货数量的 88.5%（精确）或 87%（模糊）匹配交易单位确定保值手数。倘若有较大概率进入交割环节，在各品种流动性、交割结算价作为税票开立标的基础上，一般会在最后交易日前补齐含税货值对应的余下头寸量。

四、以现货视角看待套期保值中的增值税变动

1、期现财税融合明确综合保值效果

简单看，如 100%比例直接盘面价保值，税额盈亏放大到期货账户，但实际结合现货，平仓盈利部分既包含赚取的价差也包含因增值而产生的应缴增值税税额；平仓亏损中既包含损失的价差也包含因减值产生的可抵扣的增值税税额。倘若期货与现货、财税的综合绩效每月评价、没有融入到动态逐笔的跟踪，期货盈亏部位有潜在亏税的风险。

2、扣除增值税影响确定保值比例

企业需扣除增值税调整期货保值仓量，期现盈亏冲抵在期货账户端应明显将基差波动与增值税变动剥离，只纳入基差风险。若 100%保值意味着将两个风险糅合在期货账户中，而后的放大效应在量级上明显大于基差波动风险，基差通常波动在 1-3%间，而增值税放大的波动在 10%以上。这样做的企业，长期期货账户盈亏放大、看上去相互抵消，有一定隐蔽性，但若结合现货税票上的财务核算，倘若遭遇极端情况，问题集中浮出，期现保值团队可能受到较大质疑。

比如习惯 100%保值比例的团队遇到了极端的上涨行情，价格已异常突破长期震荡区间，

且大大高于年度价格预期的上限目标位，而下游消费受高价承压大，现货贴水持续走深，企业考虑进行较大比例卖出保值、部分参与交割，可能同时面临期货浮亏更大、基差风险与亏税风险并存的情况，综合下来的保值效果明显不及预期。又或，企业在保值开平中把握到了基差变动的有利波动，但 100%保值比例带来的增值税波动，非常容易将基差收益抹掉。

3、按比例保值后以现货心态关注增值税差

采用比例保值后，降低期货账户损益波动，并不意味着企业期现保值团队不需要关注增值税波动。期现整体运营效果分为期现价差（通过基差影响）以及增值税变动，对增值税的管理需要以现货经营、更平常心的态度对待。

常见的套期保值操作有的能够改变企业收付增值税票的基准价格，具体思路可尝试打开为：

对已确定价格的库存类等公允价值，倘若不参与保值，进项增值税票已定，销项增值税票纯走现货；倘若保值，期货平仓同样参照现货销售时点，保值操作基本不改变现货进销税票。

对预估采销交易的现金流量保值，可用于双边敞口净头寸保值与主观战略原料或成品端购销保值。后者，在审慎的中长期价格分析、结合企业年度经营目标、充分合规授权的前提下，低位买入原料或高位卖出成品，期货部位浮动盈亏与现货增值税票损益方向一致，需要注意价格反向波动带来的压力。而双边敞口净头寸保值，以锁定加工费或贸易价差为核心，敞口方向转变灵活，在其上下游点价中甚至有全被动接受的特点。如果能够单边点价，采买现货的同时有主动管理增值税票的机会；如果被动接受点价，更上游卖方倾向更高位点价，更下游买方倾向更低位点价，价格波动虽难预料，但具有接受较高进项税票、较低销项税票的机会。这样看来，企业参与期货保值、拓宽点价思路，有利于企业管理增值税。

4、强化期现货台账管理

为做好期现保值工作，企业需加大期货、现货、财税人员的综合培训。在扣除增值税调整保值比例应对期现基差风险、跟踪损益的同时，需要与现货采销紧密结合，保持对增值税纳税额的关注。如需交割或从事可能发生交割的期现套利，更需要同时考虑价差与增值税额变动。

（本文作者为期货研究员岗，如有不正确理解，欢迎产业现货保值、财税人员从实战经验出发指正交流。）

【免责声明】

本研究报告由国投期货有限公司撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。国投期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投期货有限公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为国投期货有限公司,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。