

# 套期保值——中国企业新的管理革命（上）

中国证监会北京证监局 孙才仁

随着世界经济全球化和我国经济全面国际化，世界再生产过程也日益全球化，经济波动和价格波动的风险也全球化、同步化。本次金融危机的经验教训表明，我国企业依靠传统的经营管理思维和手段无法有效应对国际经济和国际市场波动风险。在衍生品市场对一国经济运行的影响与日俱增的时代，通过运用期货期权市场的价格发现和套期保值功能，进行科学的风险防范和资产保值，可以帮助企业有效地规避风险、应对危机，帮助实体经济稳健发展。因此，有必要从培育经济和企业核心竞争力的新优势出发，正确认识 and 科学利用套期保值等现代金融工程技术和策略，使期货等衍生品市场更好地服务于实体经济，全面提升经济工作的现代风险管理能力。

## 一、现代经济离不开对市场风险的管理

### （一）国际市场大宗商品价格波动严重影响中国经济

#### 1、价格上涨，企业倍受成本上升之苦

本世纪以来，国际市场大宗商品价格波动严重脱离供求关系，经历了一场长周期价格持续上涨。在 2003—2008 年 7 月间国际市场原油、

铜、大豆、小麦价格的最大涨幅分别为 551%、577%、325%、443%。在大宗商品涨价潮中，国际市场出现了“中国要买什么，什么就涨价；中国要卖什么，什么就跌价”的怪现象。2002—2004 年中国大量进口的 11 种基础商品有 8 种涨幅达两位数，2004 年我国进口原油就比上年多支付 70 多亿美元，2007 年扩大了一倍。国际市场铁矿石价格 2005—2008 年算术平均年上涨近 50%。

国际市场持续大幅度的涨价风潮，严重侵蚀了我国经济增长和企业发展的成果，企业倍受基础原材料进口涨价之苦。据相关部门估计，按照 2005、2006 年的基数，原油价格每上涨 10 美元/桶，就会使工业生产少增长 1 个百分点，GDP 少增长 0.5 个百分点，各类物资进口涨价因素加起来至少影响 GDP 一个百分点。这种价格的持续非理性上涨显然严重超出了一般管理手段所能承受的限度。应对价格大面积、长时间上涨，成为这次金融危机前数年间我国企业的一大难题。经济状况尚好时期，部分企业可以依靠技术进步、压缩成本（尤其是劳动力成本）、顺价销售等措施来缓解和消化一部分涨价因素，但是，经济状况不好的时候就会加剧企业的经营困难。

## 2、价格下跌，企业同样倍受打击

2008 年全球金融危机导致国际市场大宗商品价格从下半年开始掉头暴跌。到 12 月底，原油、铜、铝、大豆、豆油等价格最大跌幅分别达到 78%、68%、61%、52%、58%，使经济快速发展中的我国企业尤其是外向型企业措手不及，遭受沉重打击。原材料价格先涨后跌，购销价格前高后低，导致我国企业陷入罕见的困境，许多企业并没有

享受到原材料跌价的好处。金融危机爆发后，购销价格齐跌，整体而言跌幅达 50%—78%，很多行业由于没有有效的价格风险对冲机制，更失去了以顺价销售来消化涨价因素的条件，不得不在跌价时期被动承受前期的高价格进货的压力。2008 年下半年钢铁行业由前几年的高盈利急转为整体亏损 164.09 亿元，即为典型例子。2008 年规模以上工业增加值增速比上年回落 5.6 个百分点，前 11 个月规模以上亏损工业企业亏损额同比增长 1.8 倍，企业亏损面达到 18%，扩大了 3.6 个百分点。

2008 年金融危机给我国企业上了一堂残酷的风险教育大课：在经济全球化时代，市场价格客观上具有了国际化效应，国际市场和商品价格波动风险是企业面临的重要风险，不善于管理市场和价格波动风险，整个经济和企业都没有稳定健康发展可言！

### 3、价格波动常态化呼唤风险管理理念创新

本世纪以来的商品价格上涨并非偶然，而是上个世纪 70 年代以来国际市场商品价格指数波动局面的加剧和延伸。从上世纪 70 年代至 2004 年间，商品价格有近 30 次明显的涨跌变化。80 年代以来价格曲线波幅明显拉大，周期特点突出。路透—CRB 指数在 1970 年到 80 年代初连续出现了两次较大幅度的攀升，幅度高达 80%—110%；从 80 年代初期到 2000 年，指数大部分时间在 180 点到 200 点之间波动。2006 年 7 月指数已经从 210 点上涨至 390 点附近，涨幅达到 86%。在遭遇 2008 年金融危机冲击后，半年间 50%—70% 的降幅再一次体现了波动的剧烈性；尽管危机还没有结束，商品价格又在 2009 年上半年

急促回升，原油期货价格在跌至 30 多美元/桶后，于 2009 年 6 月初反弹到 70 美元/桶，仅 5 月份一个月涨幅就接近 30%，CRB 指数在 5 月份上涨 14%，创下 34 年来最大单月度涨幅纪录。

这表明，随着我国经济国际化程度的不断提高，国际市场波动风险对我国企业已构成日益沉重的压力。2008 年金融危机虽然让大宗商品涨价潮暂时退却——但这只是暂时的。据有关报告分析，上个世纪 70 年代以来的大宗商品涨价主要反映的是名义价格走势，而实际上商品价格与美元价格指数呈现出了一种背离的轨迹，美元指数反而有下降趋势。伴随此次金融危机后的大量流动性注入，通货膨胀压力自不待言。

因此，只要世界经济发展不止步，经济的金融化趋势不改，大宗商品基本供需格局不变，国际市场价格上涨中的波动性和不确定性依然会成为未来束缚中国企业健康稳定发展的一个顽疾。我们应从长计议，立足我国经济整体和企业风险管理的大局，树立经济工作和企业风险管理新理念；要积极稳妥培育壮大本土期货市场，丰富市场结构和市场工具，正确引导和规范企业科学实施套期保值和风险管理，积极有效地防范未来可能出现的新一轮价格上涨风险。同时，要站在国际化的层面，培育新的市场观、价格观和信息观，增强经济工作的宏观战略思维和与微观经济的互动意识，推动政府经济工作与企业经营发展的默契。

## **（二）套期保值为企业管理风险提供有效的对冲机制。**

### **1、套期保值的本质是对冲和转移风险**

套期保值 (Hedging) 其内涵为“风险对冲”和“风险转移”。套期保值,即风险对冲,是现代金融工程理论关于金融风险管理策略的四大路径之首。其本质就是企业通过期货与现货两个不同的市场,运用不同方向的、有机联系的特殊安排与风险对冲,达到使生产经营活动不因外部世界环境的不利变化而影响企业自身稳定发展,或者使资产价值得到有效保护。

套期保值也是企业利用市场机制自主进行风险防范的有效途径。企业通过期货市场进行科学的套期保值操作,可以在市场价格相对有利的时候,通过适度建立期货仓位,将企业未来的采购成本、生产加工规模、销售规模与销售价格等事先锁定,使企业即使在未来市场发生不利的变化时,也能保持既定营销成本和利润——这相当于企业对经营自主建立的一种保险。

## 2、套期保值的功效在于熨平企业利润曲线

以针对采购计划进行保值为例,即通过在期货市场买入期货合约,防止因未来现货价格上涨而使企业的未来进货价格成本提高。一旦未来现货价格上涨,则企业在期货市场按新的价格采取反向平仓办法,获取正价差,用于弥补现货采购涨价因素;一旦现货价格反而低于当初建仓价格,意味着期货头寸将亏损,此时企业按降低的现货价格进货,低于当初计划价格的部分同样弥补了期货亏损。也就是说,通过套期保值,使企业在外部环境发生不利变化或不确定时,能够确保成本稳定、财务稳定、市场稳定、利润稳定。以曲线表示的话,采用套期保值的企业利润曲线围绕行业核心利润线做上下平缓波动,基

本呈均匀发展轨迹 ;没有套期保值的企业则呈大起大落的 W 型运行曲线。

### 3、套期保值为企业提供了应对危机和风险的避风港

在金融危机时期，我国有部分行业和企业运用期货市场对冲机制，较好地应对了金融危机后价格暴跌的打击。有色金属行业、部分粮油加工和化工企业等在 2008 年以前同样面临进口原材料持续涨价的压力，在全球经济危机下又同样面临价格暴跌的冲击。但是，因为进行了套期保值，这些行业或企业大多实现了亏损有限、收益下降有限的风险控制目标。据了解，我国经批准从事海外期货市场套期保值业务的 30 多家大型国有企业在 2008 年大都实现了企业经营业务和业绩的稳定增长。某大型中央企业集团利用期货套保，使海外铜矿合作项目免受大宗商品价格下跌的影响，保证了项目建设和生产的稳定。2008 年，海外合作项目实现数亿元净盈利，集团整体盈利达到 30 亿元左右。具有多年套期保值实践经验的某大型石油贸易和加工企业 2008 年不仅顺利完成了进出口贸易计划，而且实现企业盈利 20 多亿元，其中通过套期保值头寸盈利占到了当年企业盈利的 60%多。

金融危机时期，在全球经济严重不景气、企业大量停产情况下，我国和国际期货市场不仅没有出现危机，反而继续保持发展速度和收入双增长。2009 年上半年我国期货市场成交量同比增长 45.5%，成交额同比增长 40.8%；国内期货市场吸纳的客户保证金已从 2009 年初的 400 亿元左右增加到 2009 年 6 月的 800 亿元，投资者数量由 50 多万户增加到近 70 万户。2009 年上半年钢材期货上市交易后，一大批

钢铁企业和用材企业进入期货市场套期保值，1-8月北京地区期货交易的法人开户增加了24%。

全球期货期权交易成交量在2007年增长28%的基础上，2008年仍保持了14%的增幅。2008年香港场内市场年度衍生品交易中套期保值型交易量（避险）占本年度38.6%，比上年度同期提高了8.3个百分点。这说明，越是经济风险积聚的时候，企业对期货市场套期保值的需求就越大，期货市场成为金融危机时期企业重要的避风港。

### （三）经济全球化赋予套期保值新的战略意义

#### 1、大豆：诠释期货市场和套期保值的战略价值

2005年以来我国沿海60多家外商独资或参股企业占国内大豆压榨能力的80%左右，参股外商掌控着企业70%的原料采购权。在外资大举进入我国食用油料加工产业之前的2003—2004年，国际期货市场发生了一次大豆价格的猛涨。美国期货市场大豆价格在2003年8月—2004年4月间急涨96%，价格创30年新高。对此，国内加工企业受非理性心理影响，在没有利用期货套期保值进行风险防范的前提下，纷纷加大采购力度，累积抢购大豆800多万吨。但从2004年4月开始，国际期货市场大豆价格突然迅速回落，到2004年底跌幅近50%。由于涨价加大了库存成本，同时大量高价储备的大豆又遭遇跌价打击，我国大豆加工行业在2004年后期随即出现了大面积的亏损。相反，拥有丰富套期保值经验的外资大豆加工企业并没有受到多大影响，反而借机大肆收购我国油脂企业，由此造成了现阶段我国大豆加工行业以外资为主体的资本结构。上述事例说明：在现行世界经济格

局下，基础商品价格直接影响了产业安全，产业安全的保障离不开有效的价格风险管理。

## 2、期货市场为企业提供了一个参与全球资源配置和利益再分配的特殊战略平台

美国一位经济学家说过：“掌握石油价格就控制了国家，掌握粮食价格就控制了人类，掌握货币价格就控制了世界。”本世纪以来，国际市场资源争夺战的主要目标集中在争夺大宗商品定价权与标价权。利用期货交易的高流动性和价格发现与转移风险功能，发达国家跨国集团特别是金融资本操纵和利用着国际期货市场，使国际期货市场和商品期货交易充满了价格争夺气氛，商品期货市场成为国际金融市场的一部分，石油、铜等矿产资源的商品期货越来越具有金融产品的属性。正因如此，当今世界几乎所有大宗商品价格都由发达国家主导甚至直接决定，国际石油价格也主要由期货市场的交易价格主导。国际金融资本和跨国公司通过期货市场操纵价格，使之朝着有利于自己的方向变化，从中攫取超额的投机利润；同时，其他企业也可以利用期货市场套期保值，自主有效地掌控或顺应价格变化，为企业带来价格上涨的利益，减少价格下降的损失。

## 3、套期保值已成为企业实施全新商业模式和全球化发展战略的重要支点

考察国际著名粮油企业的发展变化历史可以发现，它们以套期保值为核心的风险管理体系为支撑，已经把自己的商业模式发展成为“纵向一体化的全球化业务发展模式”，形成长期垄断全球粮油产业

链。2008 年全球经济环境如此恶劣，国际四大粮商之一的路易达孚公司的利润却达 25 亿美元，其中 19 亿美元是通过现货与期货市场套保操作完成的。

河北某原国有大豆压榨企业过去多年亏损，被收购前两年的加工量不足 10 万吨，但是，被路易达孚公司收购后，年加工规模数倍于以往，并在被收购当年扭亏为盈，成为当地明星企业。其实企业的很多方面并没有变化，唯一变化的是企业被纳入新集团的全球产业一体化体系中，其加工规模、原料来源和价格、产品标准、销售定价和出路完全置于集团的统一运作体系和模式之下。这就是一个善用现代金融工具管理风险甚至生产和营销的企业与传统企业经营模式的区别。

#### 4、中国企业需要以套期保值和风险管理为核心，进行一场新式企业管理革命

如上所述，在全球化条件下，期货、期权等衍生工具具有改变再生产价值链财富分配关系的特殊功能，它是切割世界财富“蛋糕”的一把利刃。期货市场的这种功效对于全球经济整体虽然不能带来增量，但是对于企业和国家个体却能带来财富的增减。

与证券市场依靠资本聚集和资本利得分配机制发挥着资源配置作用相比，期货、期权等衍生品市场以其特有的风险分配和对冲机制，同样有效发挥着资源配置作用。所以，发达健康的衍生品市场不仅有助于企业个体转移风险，也有助于整个经济的风险释放。

套期保值作为现代金融工程的重要组成部分，既是一门学问和技术，也是一种特殊的管理艺术和方法。它对经济和企业的功能作用还

表现在：带动企业经营管理理念、方式方法的创新与提升，推动企业经营决策和管理的科学化、民主化和系统化，强化企业内部风险管控和制衡机制等，提升企业经营管理的国际化水平。

而这些方面，正是中国经济和企业所迫切需要学习和掌握的。在发展和利用衍生品市场与工具协助实体经济管理风险方面，中国与西方发达国家处在两个不同的阶段。一方面，我国经批准有 30 家大型国有企业从本世纪初开始利用海外期货市场套期保值，并为此相应改革了企业管理体制和制度，大大提升了企业的现代化水平和国际竞争能力；另一方面，更多的中国企业还迫切需要在学会利用期货市场价格发现和套期保值这两个重要机制的同时，构建新的企业发展战略和经营管理模式，以套期保值和风险管理为核心，进行一场新式企业管理革命，全面提升我国企业整体核心竞争力。

## **二、套期保值是科学的风险管理理念**

### **（一）套期保值是企业核心竞争力的重要因子**

市场经济的核心是价格，企业无论具有怎样的竞争优势，都无法逃脱价格的影响。创造剩余价值是企业的核心竞争力，而规避价格风险同样也是企业的核心竞争力。一个企业如果能够合理地利用价格，有效规避价格风险，熨平市场价格波动，实现企业长期稳定的增长，这本身就是企业必不可少的能力。而利用现代金融市场和工具进行合理的操作，熟练运用套期保值等市场交易策略，正是企业规避价格风险的新的有效途径。套期保值的开展，还直接带动了企业经营管理的全面改革和提升。因此，如果说科技生产力创新是解决我国企业核心

竞争力的基础工程，那么，以套期保值为代表的企业风险管理技术创新则可谓企业核心竞争力的重要保障，二者构成了经济健康有效发展和企业强大国际竞争力的两只轮子。因此，我们既要重视科技和劳动生产力的创造财富功能，也要正视套期保值的风险对冲和财富保护作用。

## （二）不套期保值是对企业的不负责任

上个世纪 90 年代在美国曾经发生过一起农村粮食合作社股东诉董事会没有充分利用期货市场进行套期保值的诉讼案。该合作社主要从事粮食买卖，1979 年出现巨额亏损。公司财务人员曾向董事会提出建议，对合作社的现货头寸进行套期保值，以避免价格大幅波动对合作社业务带来不利影响。董事会虽然授权合作社经理进行套期保值，但在高达 730 万美元的粮食销售额中，实际保值的金额只有 2 万美元。其结果是，粮食价格下跌使该合作社在 1980 年遭受了 42 万美元损失。为此，股东状告董事会的理由是，合作社经理所做的套期保值只是装点门面，头寸严重不足，使现货交易遭受了严重损失，要求董事会对此负责。

这个案例生动地说明，在美国，企业不利用期货市场进行避险就会被认为是一种不负责任的表现，对于企业经营而言也不是一种安全的选择。这种理念已经变为美国企业的普遍理念，成为美国企业国际竞争力的独特优势。所以，在研究美国经济的国际影响力和竞争力时，不要只看到它们掌握着高科技，还要看到它们还掌握着金融技术，掌握着左右世界市场价格和保护企业自身利益甚至参与瓜分别国企业

利益的衍生工具和技术。这种对现代风险管理手段和金融工具的掌握与应用，已经使美国等发达国家形成了整体竞争优势，是其综合国力的一个重要体现。而这种新思维、新理念正是中国企业家和经济工作者所欠缺的。

不套期保值，实际上是一种墨守成规的消极态度，是对外部风险的一种漠视和不负责任。这种态度往往是以企业低效益、慢发展、不稳定和牺牲劳动力价值及环境资源为代价的，不利于企业和行业的可持续发展，对社会也是一种不负责任。实践证明，有没有期货品种，以及企业参与套期保值的程度如何，决定了这个行业的整体竞争力和抗风险能力。冶金行业中，铜企业参与期货市场套期保值业务最为普遍，所以即便在金融危机中也能够有效地规避风险。铝市场不如铜市场发达，企业的套期保值参与度较低，所以企业业绩因是否参与套期保值而出现分化。黑色金属行业则在危机中束手无策，这是深刻的教训。

有没有套期保值的护体，对企业应对危机和风险考验的影响大不一样，不套期保值是更大的投机。这在航空企业中表现得更充分。据对没有套期保值的大陆某航空公司和有套期保值的香港某航空公司对比，两者在 2003—2008 年间销售规模比大体在 65% -70%，而它们的利润率比大多维持在 3%以下，在 2008 年金融危机造成多头保值严重浮亏的情况下，扣除套期保值浮动亏损后，香港某航空公司实际亏损额仅及大陆某航空公司的 20%。

有套期保值辅助的企业长期运行曲线平滑，而没有保值的企业运行曲线大起大落。大起，是企业乐意看到的，大落，有时会断送企业的生命。2008 年全球金融危机爆发后我国出现一批停产倒闭企业，实质上很多是因为选择了不套期保值这个最大的“反向投机”。

### （三）客观对待套期保值中的亏损

2006 年和 2007 年，在商品市场行情持续大涨的形势下，我国一些对现货销售进行套保的企业，因为现货市场价格超出期货锁定水平而出现了现货盈利、期货亏损的结构。结果，有的本来套期保值业务做得好的企业因为指责四起而动摇了保值决心，后来消极地减少空头套期保值量。在 2008 年大宗商品价格突然掉头暴跌的时候，因为企业压缩了针对销售价格的空头保值规模而失去了保险机会。

北京一家大型中央企业虽然在那两年也遭遇同样的情况，为保住期货头寸承担了不少期货浮动亏损，少赚了不少钱。但是，这家企业根据现货套保需要，坚决顶住了当时的质疑和压力，继续保持足够的空头保值仓位。结果，在 2008 年下半年市场大跌的情况下，套期保值头寸盈利数十亿元，三年综合下来企业套保总体盈利。更重要的是坚持科学的套期保值为企业应对金融危机的巨大风险提供了根本保障，确保了整体业绩的稳定增长，企业因此获得了更大的发展。

另有一家对海外合作项目进行套期保值的企业，因为企业保的是项目投产后的铜价下跌风险，所以，2005 年前后铜价在 3000—4000 美元/吨左右时，企业在期货市场建立的是卖出期货套期保值头寸。到了 2007 年和 2008 年上半年市场铜价高达 8000 美元/吨时，该保值

头寸损失巨大。如果企业单纯看期货市场盈亏，显然是不能再保留这批仓位了。但是，作为防范项目长期风险的措施，企业不仅没有动摇信心，反而通过买入看涨期权，锁定这笔卖出套期保值头寸的风险，使该企业能在 2008 年后期铜价大跌的危机时期，保住了项目稳定效益。

这说明，套期保值既是现货与期货相对应、相配合的保险组合，也是一个持续进行的长周期过程。只要企业套期保值方案目标明确适当、设计合理、操作得当，风险在可控限度内，就不能因为期货头寸的阶段性亏损而动摇保值决心和中途改变套保方案。套期保值的效果不能用单个头寸的一时盈亏来评价，而是要看这一操作组合最终是否能帮助企业实现长周期稳健发展、能否避免外部市场环境变化引起的大起大落。

2008 年下半年的国际市场价格暴跌，导致了所有多头保值者出现保值账户亏损、空头保值盈利的局面，这与保值企业是否投机不存在根本联系。套期保值头寸的方向取决于现货的保值需求。套期保值在遇到市场价格有利于现货而不利于期货头寸的变化时，表现出保值仓位亏损是正常的，是确保现货盈利的必要代价。

期货交易的一个重要特点是盈亏的浮动化。对于一个时间点或一个时间段内期货账户出现的浮动亏损，不能简单认定为现实亏损，也不能简单地因此放弃套期保值。实际上，类似 2008 年底我国某航空公司套期保值浮动亏损六、七十亿元的情况，在 2008 年当年保值头寸实际亏损不超过 5 亿元，而 2009 年已得到了明显缓解。根据《证

券日报》报道，曾因“套期保值亏损”轰动一时的两家航空公司 2009 年中报显示，其中一家公司上半年净利润为 29.2 亿元，同比增长 151.03%；另一家公司上半年净利润为 11.7 亿元，同比增长 901 倍。他们的主要收益来源于油价上涨航油套保合同转回的账面收益，两者上半年航油套保期权合约产生的公允价值净收益分别为 15 亿元和 28 亿元，而另一家没有实施套保的大型航空公司上半年净利润只有 3000 多万元。

这说明，我们不应忽视套保头寸亏损和现货头寸盈利的对应性、对冲性，把保值账户亏损错误地理解为套期保值亏损，也不应静态评价套期保值的效果，不应用金融危机条件下的特殊“保值亏损”现象，来怀疑套期保值的一般规律。

#### **（四）要正视套期保值交易的局限性**

##### **1、认清衍生工具的交易风险**

从当年的巴林银行事件，到今天的法兴银行悲剧，还有金融危机时期我国少数企业“套期保值”风险问题，说明了衍生工具是一柄双刃剑。套期保值的目的是防范和对冲企业生产经营活动面临的外部市场及价格波动风险。但是，如果决策、管理和操作不当，也会出现各种风险，特别是交易风险。2008 年金融危机的残酷教训还表明，即使正确的套期保值方案，当遭遇市场突发性极端行情时，也会造成保值头寸的极大风险。特别是由于期货市场恒常性地存在基差的风险，也会影响到套期保值效果。某些特殊情况下，基差逆向变动可能使套

期保值组合亏损越来越大，如果不及时止损，保值头寸风险还是很大的。

## 2、套期保值不能解决所有风险

企业开展套期保值是必须的，但套期保值作为交易工具(或策略)不是万能的。有经验的企业在设计套期保值方案时，通常高度重视基差风险，因此很少按照 100%的比例建立保值仓位。这样做，有利于企业防范形势逆转时遭遇全额保值头寸亏损风险，但也降低了保值头寸对冲现货风险的程度。所以，套期保值在多数情况下，只能对冲企业风险的一部分而不是全部。企业不应寄希望于通过套期保值来 100%地对冲风险，而应尽可能地把目标放在通过套期保值适当烫平企业利润曲线的波幅。企业利用衍生品市场进行套期保值时既要积极稳妥，也要保持一份清醒，不能以为只要做了套期保值，企业的市场风险和价格风险就完全可控了。

## 3、套期保值不能替代企业创新发展

套期保值的根本意义在于帮助企业实现风险、成本的锁定，促进企业稳健发展。虽然有时会帮助企业实现增量，但不能把它变成企业增长的依靠，更不能以套期保值替代企业创新发展。套期保值是建立在企业拥有坚实的科技基础、产品基础和市场营销基础之上的一种风险管理策略和机制。从企业本身看，产品的核心价值仍要依靠科技创新和劳动创造，套期保值是对企业上述基础的延伸和进一步夯实，可以保护企业的核心价值，但不能替代价值创造。如果一个企业因为套期保值或套利交易获利而削弱科技创新、产品创新和经营管理创新的

积极性，则企业将不仅逐渐丧失发展的可持续性，还会因为着迷于投机获利而使自身陷入风险裸露状态，迟早会遭受市场风险的无情打击。所以，企业要认清套期保值的风险管理本质，树立科学的套期保值目标，把套期保值作为企业创新发展的保障和支持，而不是替代。

### **（五）要积极防范套期保值中的风险**

套期保值的目的是管理风险，但套保操作本身也要防范风险。真正意义上的“套期保值”，一定是风险管理科学的金融活动。它必须坚持“期货+现货”的统筹考量、相互联系、相互照应、盈亏互补的结构。期货或期权头寸的方向必须与现货头寸相反，数量配比一定要保持风险可控和可对冲，操作策略和目标的设计必须对防范现货跌价或上升的不确定性有所防备。有时市场价格出现有利变化，一些企业禁不住获利巨大的诱惑，会追加某一方向的资金配比力度，结果导致原本平衡的保值头寸出现偏重某一方的情况。这样做，即使方向赌对盈利了，也改变不了投机的性质，而投机迟早要遭到市场惩罚。

2008年1月24日，国外某银行披露，由于其套利交易部门交易员私下越权投资金融衍生品，使该银行因此蒙受了49亿欧元（约合71.6亿美元）的巨额亏损。该交易员造成此次风险事件的直接原因，就是在欺瞒银行风险管理部门的情况下，利用大量虚拟交易掩藏其违规投资行为。他虚构了一个在衍生品市场套利的交易组合，实际进行一个投资组合交易的同时虚构另一个对冲组合，因此造成了两个投资组合的风险可以相互抵消的假象。在这个假象之下，该交易员从2008年1月初开始建立了以欧洲股票市场指数为主的多头投资组合，并把

交易量做到了天文数字的 500 亿欧元规模。然而，随着美国次级债危机影响显现，包括欧洲股市在内的全球股市在 1 月初持续下跌——这与该银行实际持有的头寸方向完全相反，随着可支配资金的告罄，危机终于爆发。

这起典型的衍生品交易风险案例教训主要有四点：一是银行在期货交易结算与对账管理方面存在重大疏漏；二是监测指标存在缺陷。银行只是对投资组合对冲后的净头寸进行监测，而没有对单个组合的名义头寸进行监测，对于交易员越来越频繁、规模越来越大的交易行为，银行没有进行有效的监控；三是银行的 IT 系统管理存在问题。交易员能在一段较长时间内，盗用多个操作员的用户名与密码进行交易，说明银行的 IT 系统安全管理存在疏漏；四是风险监控的敏感度不够。监管人员曾数次对该交易员的交易起了疑心，但都被其搪塞过去。

可见，企业有效防范套期保值交易风险，必须做到：第一，不冒险。套期保值的目标、规模和方向等不能建立在单向思维基础上，确切地讲就是不能赌未来市场不会怎样；第二，不留隐患。一些套期保值风险事件发生的重要原因是针对套期保值业务没有建立健全的行之有效的决策制度、操作管理和风险控制体系，包括没有得到外部有力的监管配合，因此，使方案本身存在风险敞口，留下了隐患；第三，不能放纵欲望。发生风险事件的企业或个人通常是在初期实施风险对冲、保值基础上，逐步野心膨胀，追逐投机盈利，把“对冲品”做成“投资品”；第四，不能忽视道德风险。一旦企业管理建立在个人的

好恶和信任基础上，就会为道德风险提供温床，严密的风险管理制度也会形同虚设。

（未完，待续）

（责任编辑：高玉琢）