

# 科学利用套期保值策略 提升企业风险管理水平

经济全球化不断深化令我国企业无法依靠传统经营思维和手段来应对国际市场带来的输入性风险。国内外企业实践及本次金融危机的经验教训也表明,合理利用期货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,可以帮助企业有效规避国际市场价格波动等风险,实现稳健发展。随着我国经济国际化程度不断提高,迫切要求从培育经济和企业核心竞争力的角度出发,正确认识和科学利用套期保值等现代金融工程技术,进一步提升广大企业的现代风险管理能力。

## 东北油厂为何面临大面积停产

□孙才仁

虽然拥有了先进的生产技术和经营管理方式,虽然进口了便宜的大豆,但当前东北油厂仍有一半左右处于停产状态。作为来料加工企业,进口大豆价格涨了,吃不消;跌了,仍苦不堪言。而早在2004、2005年那次大豆价格风波时,中国大豆加工企业同样因为价格上吃了大亏,拱手让出70%的压榨能力。那么,中国大豆加工业与业务蒸蒸日上的外资相比缺了什么?

答案只有一个:不善于利用现代金融技术管理价格风险。

正如我们亲身经历的,最近五年多来,国际市场能源、原材料和粮食等大宗基础商品的价格曾上涨3~5倍;2008年下半年全球金融危机爆发后,大宗商品价格又突然在短时间内下跌50~70%。如果没有一定价格风险管理措施,相信没有企业能够独善其身。

特别在这次国际金融危机爆发后,购销价格齐跌,国内很多行业由于没有有效的价格风险对冲机制,就不得不在跌价时期消化前期的高价进货带来的压力。进而在遭遇订单减少打击后,一

批骨干企业陷入困境,大批中小企业资金链断裂、产品积压、生产停滞。

当然,其中也不乏成功者,秘诀就在于利用期货市场套期保值进行了风险管理。

案例:2008年6月,北京某国有大型粮油贸易和加工企业通过分析国内外大豆市场形势,及时在期货市场针对采购的所有大豆头寸和进口玉米进行了套期保值。在此后的国际市场大豆和玉米价格巨幅下跌时,套期保值帮助企业成功规避了风险。在这一轮暴跌之中,公司未受到丝毫损伤,反而借助期货套保头寸的数十亿盈利,其中玉米贸易利润的81.6%来自套期保值,使企业经营规模继续保持稳定增长。

一位大型石油公司总经理认为:“参与套期保值就是为了锁定风险。比如我们进口了一船燃

油,不知道市场下一步是涨还是跌,但是知道我们的成本是多少,用套期保值锁定一个可以承受的价格,不管市场涨多少、跌多少,这些和我已经没有关系了。”这位老总的话道出了中国企业国际化先行者和风险管理先觉者的心声。

利用套期保值等现代金融工程技术开展风险管理,这既是世界潮流和趋势,也是摆在我国众多企业面前的一个亟待破解的课题。在全球化快速发展和国际经济联动性、波动性大大增强的今天,风险管理已成为企业稳定发展的重要生命线,套期保值已成为企业风险管理的重要路径。中国企业要成功立足国际舞台,成为真正现代化、国际化的公司,必须树立经济工作的新视角,以套期保值为核心,开展一场风险管理理念创新和企业管理的改革。

1998-2008年全球主要商品最大波幅(%)									
	原油	大豆	玉米	小麦	棉花	铜	白银	铂金	黄金
期间最大波幅	826	325	285	433	130	577	351	618	348
单日最大波幅	17.8	10.0	11.4	21.6	10.5	15.8	27.4	14.1	14.5
08年日均波幅	4.77	3.69	3.79	2.53	2.04	2.09	2.59	1.93	2.90

## 同根同生,为啥差别就这么大

金融风暴席卷实体经济,也重创了提供基础原材料的冶金行业。但钢铁、铜、铝企业损失程度分化明显,其原因在于三者对期货工具的运用不同。而期货市场的避风港作用也因此得到了彰显。

据中国钢铁工业协会2008年9月数据显示,当年8月全国12家大中型钢企亏损,9月份达到23家,10月末亏损面则超过60%。反观有色金属行业,其上市公司2008年前三季度营业收入为3067.95亿元,同比增长16.13%;实现主营业务利润为439.18亿元;净利润199.81亿元,同比仅减少30.63%。有色金属板块受损程度远低于钢铁行业,而铜行业又轻于铝行业。在金融危机对企业销售价格巨大冲击下,南方某铜业集团不仅没有限产和减产,2008年销售收入反而在上年414亿元的基础上增加到540亿元,企业克服了销售价格下降和多头保值亏损的双重压力,仍实现净利润22.8亿元。北京某大型国有有色金属贸易和加工集团去年在套期保值的保护下,实现利润30多亿元。

冶金行业是一个价格频发行业,对价格风险的管理应该是企业管理常态。现代经济中,管理大宗商品价格风险的工具首选期货市场。沪铜作为我国最成熟的期货品种,国际影响力日强,使得国际铜价越来越体现“中国因素”。这为中国企业运用套期保值策略管理好价格风险提供了有力的帮助。

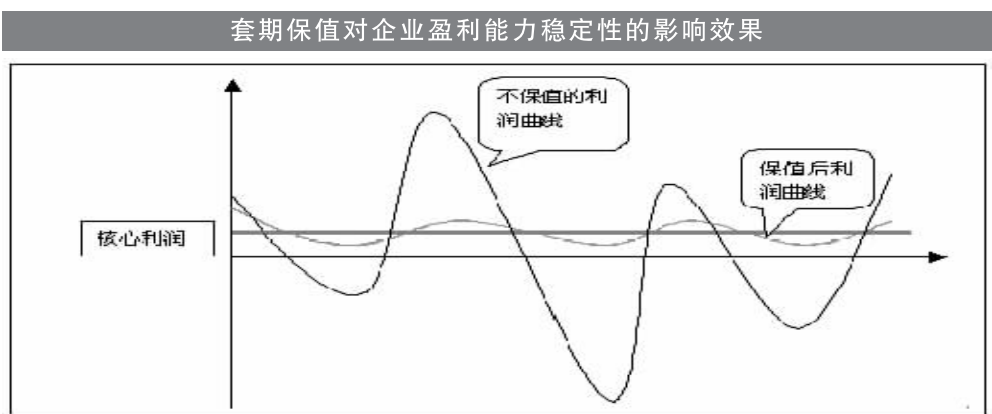
而铜行业绝大部分原料受制于国际现货商,铜价波动剧烈,因而企业具有较强避险意愿。从1994年国内铜期货合约上市至今,经历多年实践,我国铜生产企业期货运作已步入成熟阶段,他们已经掌握了在价格剧烈波动中的生存之道。

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,铜行业参与期货市场套期保值业务最为普遍,所以即便金融危机中也能够有效地规避风险。铝市场不如铜市场发展,企业参与度较低,所以企业业绩因是否参与套期保值而出现分化。黑色金属行业则束手无

策,这是深刻教训。

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,这在航空企业中表现得更充分。

案例: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年间的销售收入增长都很快,两者销售规模比大体保持在60~75%,但是,两者的利润规模比却大多维持在3%以下;在2008年金融危机造成香港公司多头保值严重浮亏的情况下,扣除套期保值浮动亏损后的香港公司实际亏损额仅及前者的20%。



## 圆梦中国企业“蓝海战略”

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,石油、铜等矿产资源的期货越来越具有金融产品的属性。他们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,有效保护自身利益。

因此,期货市场虽然不能为全球经济带来整体增量,但作为切割世界财富“蛋糕”的一个利刃,却能影响相关企业和一国财富的增减。它为企业提供了参与全球资源配置和利润再分配的特殊工具,是现代企业核心竞争力的重要因子。

对于我国企业而言,参与期货市场套期保值还有一层特殊的意义:即提高企业的产品标准与质量,丰富营销手段,增强了企业的国际市场话语权 and 竞争力。

期货市场是以价格形成为核心的功能型市场,它超越国界,具有明显的国际性。参与和

利用期货市场,不仅能够使我国企业的视野更加国际化,同时也使企业掌握了现代市场定价机制和策略;能根据期货市场的标准化要求,积极推进生产经营的标准化,提高产品标准化水平。我国已上市期货品种涉及到的行业中,有很多企业在对外贸易中依托国内期货价格进行谈判,增强了谈判的主动性、话语权和竞争力。

现阶段,我国一些大型企业还通过期货市场平台,开始尝试利用套期保值办法,把产业链各方紧密的联系在一起,形成了稳定的产销关系。这在31家率先开展海外期货套保的企业所在行业表现得尤其明显。在中国加入WTO后,我国有色金属产业适应国际市场较快,成为应对国际市场冲击的能力最强、市场化程度最高、最有国际竞争力的行业之一。所以有人总结说:“搞好一个市场,会活跃一国经济,搞好一个期货品种,能活跃一个产业”。

案例:我国某国有铜业集团通过本世纪初参与期货市场套期保值实践,瞄准国际期货市场交割标准,通过改进工艺、强化管理,产品质量迅速提高,在伦敦金属交易所成功注册其产

品,成为国内第一家取得国际通行证的铜生产企业,创出了国际品牌。2003年以来,企业进一步完成了ISA法阴极铜在LME和SHFE的注册,完成了黄金在LBMA和SHFE的注册,以及白银在LBMA的注册,成为中国铜生产企业中唯一全部牌号阴极铜和黄金、白银都在LME和LBMA成功注册的企业,2008年又一次通过了LBMA对注册金银的复检,并被LME正式确认为LME注册铜的测试工厂。由此使中国成为LME认可的注册铜测试工厂的第13个国家,企业成为LME认可的注册铜测试工厂的第18个企业。企业在国际市场的知名度和国际竞争力得以提升。

案例:北京某大型有色金属贸易企业通过期货市场套期保值的有效保护,成功地拓展了海外矿业开发合作项目。该合作项目自2004年实施以来,在套期保值的保护下,不仅成功经受了2008年金融危机的严重考验,还取得了可观的经济效益;并使其有能力抓住金融危机的历史性机遇,进一步拓展了国际合作空间。企业也由组建初期的以贸易为主,逐步发展成为综合性大型跨国企业集团。

## 科学开展套期保值

品价格进一步暴涨带来的风险,为卖出商品获得更好的保值效果,按不同价位建立了一组不同方向的期权组合。主要是以买入一份看涨期权(企业按合约价格买进商品),再在更高的位置上卖出一份看涨期权(对方买进),同时在相比买入看涨期权敲定价低的基础上卖出一份低位置(相对于当时市场成本价)的看跌期权(企业买进);再在更低的位置上买入双倍看跌期权(企业卖出)。

2008年下半年,大宗商品市场价格巨幅逆转,商品价格跌破成本价。卖出看跌期权因被对手执行而产生一定的亏损。在形势发生逆转性不利变化时,套期保值中采用卖出看跌期权策略的企业通常会遭遇严重亏损。

但是,这家企业由于按照风险可控的原则,通过组合安排,买进了当时比较便宜的看跌期权两份,因此,锁定了期权组合的风险。

通过这样的组合操作,使企业的期权交易做到了风险可控,最终使不利的期权交易损失控制在企业已知的水平,并实现了期权组合的总体盈利。与之相对的是,有的企业套期保值方案虽然主要方向和结构没有问题,但由于缺少对极端“小概率事件”的防范措施,遭遇金融危机的极端行情后,保值头寸亏损没有有效控制,影响了整体保值效果。

这说明,不管采取什么样的保值组合和交易方式,对于企业套期保值来说,关键是要做到风险可控和可对冲。

## 正确认识套期保值实践

1、不套保是对企业和社会不负责任。不进行套期保值,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。因为这种态度往往以企业低效益、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,遭遇经济危机时甚至会使企业面临破产倒闭厄运。

案例:1992年6月1日,印第安纳州上诉法院宣布一小型农村粮食合作社股东们对其董事会没有充分利用期货市场进行套期保值的诉讼完全胜诉。

该合作社90%的业务是粮食买卖,合作社经理负责粮食交易,并向董事会提交由簿记员编制的财务报告。董事会每月召开一次会议,审议经理报告。从1977年开始,该合作社利润连年下降,1979年更是出现巨额亏损。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。董事会确实授权合作社经理进行套期保值,然而,在该合作社高达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。

股东们状告董事会的理由是,该合作社本可以通过芝加哥期货交易所(CBOT)对其现货交易进行保值,规避现货价格波动风险,但该合作社经理只是做做样子,套期保值严重不足,从而使该合作社在现货交易中遭受了严重损失,股东们要求董事会对此负责。

法官判定董事失职的具体表现为:1.继续任用 一个没有套期保值经验的经理;2.没有持续对其进行合理监管,没有学习套期保值基本知识,以至于不能适当地指导套期保值业务和对经理进行监管;3.工作疏忽,没有有效保护粮食贸易利润。

这生动地说明,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,变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,不要以为美国企业只是掌握高科技,其实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,是综合国力的一个重要体现。而这种新理念正是中国企业家和经济工作者所需要的。

2、正确对待套期保值中出现的亏损问题。

案例: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人们指责声而动摇 了保值决心,后来消极地减少空头套期保值量。结果,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问和压力,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,有力地确保了整体业绩的稳定增长。

2008年后期的国际市场价格暴跌,会导致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。我们不能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和企业多头套期保值的正确性。

3、风险防范是永恒主题。

套期保值是为了防范风险,但是,管理不当也会酿成风险。

案例: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。

据悉,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盖其违规投资行为。他虚构一个在衍生品市场套利的交易组合,在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500亿欧元的规模。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月开始不久就持续下跌。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四:一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。真正意义上的“套期保值”,就是防范现货跌价或上升的不确定性,偏离任何一方的操作都不是科学的套期保值。第二,不留隐患。一些套期保值风险事件的重要原因是针对套期保值业务没有建立健全行之有效的决策制度、操作管理和风险控制体系,包括没有机会享受外部有力的监管配合。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。

4、正视套期保值的局限性。

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,如果决策和管理不当,也会出现各种风险。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趋势时,也会造成保值头寸的极大风险。

案例:2005年9月16日,某知名粮油企业中期业绩报告公布亏损2.27亿港元,其中期货套期保值亏损达7490.3万港元。该公司主要业务模式是向国际供货商采购大豆毛油,再转售或加工为各类精炼豆油,然后销往内地市场;公司原材料(大豆毛油)价格视国际市场而定,而终端产品(精炼大豆油)价格则视内地售价而定。为防范采购和销售的价格风险,公司利用芝加哥期货交易所(CBOT)的大豆和豆油期货、期权工具从事套期保值交易。

历史数据也表明,CBOT豆油期货价格与国内豆油价格具有较高相关性,基差比较稳定。在2005年以前,该企业曾利用这一工具有效规避了相关价格风险。

2005年,该企业继续利用CBOT期货、期权工具进行风险管理,但2005年2月中旬以来,国内外豆油期货价格高度相关性的特点被打破,出现国内成品豆油价格持续下跌而CBOT豆油期货价格持续上涨局面。这种背离使该企业遭受双重亏损。国内豆油价格下跌导致现货经营亏损6092.1万港元,CBOT豆油期货价格上涨导致期货套期保值亏损7490.3万元,合计亏损13582.4万港元。

分析认为,该公司作为毛豆油采购商,在国内没有毛豆油期货合约的情况下,利用CBOT期货工具进行保值,其本身没有问题;亏损原因主要在于一向价格关联度很高的内外盘豆油走势出现了背离。

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,很少按照100%的比例建立保值仓位。这样做,有利于企业防范形式逆转遭遇亏损风险,但也降低了保值头寸对冲现货风险的程度。所以,不能寄希望通过套期保值操作来100%地对冲保值项目,而应通过套期保值适当熨平企业利润波动曲线的波幅。(本文摘自孙才仁编著《套期保值与企业风险管理实践》一书,中国经济出版社2009年8月出版)

主要套期保值工具的优缺点比较		
	优点	缺点
期货	场内交易,标准简明;保值成本低;逐日盯市,信用风险低;流动性强等。	资金占用较多,有追加保证金风险;能够规避价格不利变化风险,但不能获得有利变化的好处。
期权(买方)	资金占用少,无追加保证金风险;能回避价格不利变化风险,获得有利变动的好处。	是场外交易,有一定信用风险。
互换	满足非标准化要求,适用面广;无需头寸的日常管理;期限灵活。	多为场外交易,流动性风险和信用风险较高。
结构性产品(组合)	满足交易者个性化和复杂化的保值需要;保值成本较低。	如果结构过于复杂,使用者容易出现风险失控。