

对冲企业寥寥无几 油企缘何走不出套保历史阴影

□本报记者 汪珺 王朱莹

“2014年年底奖金肯定要缩水了，2015年如果油价不回暖，降薪也是意料中的事。今年日子不好过呀！”一位国有石油公司人士对中国证券报记者倒苦水。

始于2014年年中的这轮油价“断崖式下滑”令不少石油公司“胆战心惊”。自去年6月份以来，布伦特原油以及WTI期货价格分别自115.06美元/桶和107.26美元/桶的高位跌至当前的50.11美元和48.36美元/桶（外盘2015年1月9日收盘价）水平，跌幅超55%。目前来看，这场对于石油公司而言的“噩梦”似乎仍未到“梦醒时”。

“一般而言，这些石油贸易公司内部都会有风控团队，也设计了一定应对机制和交易规则，必要时会做套保业务来对冲风险。但这也要求对油价未来走势能够做出准确预测。”一位石油行业人士对中国证券报记者说道，“但据我了解，此次油价大幅度的单边下跌，谁都没有预料到，估计采取对冲手段的也是寥寥无几。”

油企利润大缩水

不少石油公司以及行业分析师对中国证券报记者“坦白”了油价下滑对石油公司的利空影响。从上游看，国际油价的下跌将直接挫伤上游勘探开采的利润。受开采成本上升以及原油价格下跌影响，“两桶油”2014年前三季度上游板块利润均现不同程度下滑。其中，中石油勘探与生产板块实现经营利润1459.54亿元人民币，同比降低0.7%，中石化上游板块更是同比降低10.69%，至417.48亿元。

中游方面，改革后的成品油定价机制使得发改委每10个工作日根据一揽子国际油价的变动情况来确定汽柴油零售价调整幅度。而据中石化内部人士透露，一般来说，原油从装船到交付炼厂，需要的时间在1-1.5个月，从炼厂到加油站还需要时间，这与汽柴油调价周期产生了一个时间差。当油价下跌时，炼厂前期的原油采购成本将无法在当前的成品油价格中得以体现，使得炼厂效益下降。

根据中宇资讯的监测，受油价下跌影响，包括“两桶油”在内的主营炼厂及地方炼厂炼油利润均出现不同程度的萎缩。2014年主营炼厂的平均炼油利润由770元/吨左右的高位大幅下挫60%左右至305元/吨左右；地炼方面，山东地炼加工胜利原油的炼油利润也陷入巨额亏损状态，截至12月底亏损达665元/吨，且开工率不断下降。

从下游看，国内成品油已现史上首次“十二连跌”。中宇资讯监测数据显示，当前国内汽柴油批发均价较2014年6月下旬已出现20%左右的跌幅，批发端盈利空间进一步挤压。而经济不振导致成品油市场需求持续低迷，汽柴油批零价差相比去年最高值缩水接近一半，加油站零售利润亦不断缩水。

“作为上下游一体化的石油公司，很难通过套保等手段在每个环节对冲油价下跌的影响，因为各环节相互交叉，比较复杂，不好操作。”上述国有石油公司人士告诉中国证券报记者，目前国内石油公司抵御低油价冲击的主要做法是：缩短原油采购周期，同时加速消化原油库存，使当初以较高价格购进的原油能够尽快转化为成品油销售出去。不过，目前成品油市场萎靡不振，销售情况并不乐观，加快周转存在不小压力。

他坦诚，在原油采购过程中会采取一些套保手段来对冲油价波动的风险。目前，中石油主要通过中国联合石油有限责任公司（中石油集团和中国中化集团的合资石油外贸公司）、中石化主要通过中国联合石化公司（中石化集团与中国中化集团的合资石油外贸公司）进口原油。

“一般而言，这些石油贸易公司内部都会有风控团队，也设计了一定应对机制和交易规则，必要时会做套保业务来对冲风险。但这也要求对油价未来走势能够做出准确预



新华社图片

判。”一位石油行业人士对中国证券报记者说道，“据我了解，此次油价大幅度的单边下跌，谁都没有预料到，估计采取对冲手段的也是寥寥无几。”

“几个月前，大家都没想到油价会跌成这样，估计石油公司不会选择去做对冲，因为会降低收益。”安迅思能源研究中心总监李莉认为，国际原油市场是一个比较成熟的市场，油价涨跌难以一家之言判断，能够准确预测出未来油价的走势，有时候确实带有些许运气的成分。

一朝被蛇咬 十年怕井绳？

安迅思能源研究中心总监李莉指出，目前国内石油公司一般只能通过加速周转来抵御油价下跌风险。国外有比较多的期货产品可以选择，不光有原油的，还有成品油的。但国外市场和国内毕竟不大一样，国内公司去国外市场上做套保，可能风险更大。

她同时指出，美国市场对于套保的风险意识比较高，对美国的油气生产商来说，套保对冲是一种常规动作，也正因为如此，在油价的涨涨跌跌中，这些公司才能扛这么久。反观国内，中字头公司都会做一些套保业务，地炼则鲜有涉足。

李莉指出，通过期货来对冲现货价值的贬值是一种国际惯例。只要规模和实际贸易量相匹配，按照套保的思路而不是投机套利的想法去做一些基础配置，风险是可控的。

国内一石油贸易公司人士表示，油价一旦预测不准做了反向操作，容易亏损很大。“如果不做套保，即使亏了也是大家一起亏；但如果做了套保但又没有预测准，亏损了则可能要担很大风险，国企负责人一般不愿意承担这种责任。”

早在2004年就曾发生过令国企进入衍生品市场心有余悸的油企衍生品交易巨亏的案例——中航油事件。2003年经国家有关部门批准，中航油新加坡公司在取得总公司授权后，开始做油品套期保值业务。在此期间，其总裁陈久霖没有经过总公司的批准却擅自扩大业务范围，从事期权交易，结果操作失误导致亏损5.5亿美元，之后中航油宣布向法庭申请破产保护令。总裁陈久霖因隐瞒公司巨额亏损且涉及内线交易等罪被判刑四年零三个月。这个消息如同一个重磅炸弹，一时舆论哗然，将此事件称为“中国的巴林银行事件”。

“一般而言，企业套期保值是用来锁定风险敞口的，然而如果企业在实际操作中存在一些问题反而会产生不应有的损失：首先，部分企业存在定位不明确的问题，‘名为套保，实为投机’，这样很容易造成单边风险敞口较大的情况，一旦市场行情与判断方向相反，则会出现

大幅亏损；其次，部分企业认为套期保值不需要分析行情，这是一个误区。实际上要想取得理想的套保方案，需要明确宏观经济环境、产业变化特点，把握入市时机与头寸，以航空公司对成品油的套保为例，在2014年7月油价走势开始出现有利于现货采购的方向变化，此时应减少暴露的期货或期权头寸，如果在油价持续走低的背景下，一味扩大多头头寸则很可能出现巨额浮亏的情况。”东证期货能化分析师杜彩凤表示。

这一事件对业内造成了不良影响，据称中航油在此之后便不敢再涉足衍生品市场，许多国有企业也不敢利用衍生品工具进行套保。

“按常理，大型用油企业一般在油价下跌环境下，原料成本下跌反而有利于企业利润提升，但是近些年，部分航空用油企业习惯了在期货市场上进行原油买入套保操作，甚至是套保超配，导致大量裸头寸的出现。由于去年上半年国际油价尚处在高位水平，这种弊端未被察觉，随着油价大幅走低，期货上暴露的裸头寸开始对企业造成巨大损失。部分用油企业甚至未享受到油价下跌带来的好处，反而再度亏损。”宝城期货分析师陈栋表示。

尽快完善衍生品市场体系

事实上，国际原油价格大幅走低，的确会对油企的套保产生一定影响，甚至还扰乱了全球石油市场规模最大的对冲交易——墨西哥原油对冲操作。

巴克莱驻墨西哥城首席经济学家Marco Oviedo表示，油价每下跌1美元，墨西哥政府就可能损失3000万美元左右。这对该国财政是一个重大打击。随着市场波动性增加，原油对冲成本也在增加。最新的去年9月29日的500万桶原油看跌期权每桶期权费已涨至2.77美元，较上一笔期权交易1.57美元的权利金近乎翻倍。

这就意味着，如果墨西哥政府目前还在继续进行原油对冲，那么当前的期权费可能会更高。Pierre Lacaze预计，墨西哥需要为1.8亿桶原油进行价格对冲，目前完成的可能还不足一半。

“尽管金融市场中有期货工具可以帮助企业规避系统性的价格风险，但如果企业不能完善内部风险管理，加强管理水平的话，同样也会导致企业亏损现象出现。由于目前国内企业对于期货工具的运用主要在于套期保值上面，相较于期权而言，缺乏占用资金少，且风险大的属性，因此未来期权工具的上市及推广有利于企业更好把控运行风险。”陈栋指出。

据中国证券报记者了解，首先，很多企业在进行套保过程中会将期货套期保值演变成

为投机。其次，很多企业参与套期保值很可能只是少部分套保，并不是完全套保，因此出现极端行情的时候就容易出现极大的亏损。最后，由于中国企业参与海外期货市场套保，很多都是通过境外机构，并不是一级会员或者交易商，因此容易出现交易上的障碍。

一些国内大型企业在海外市场参与套期保值过程中，往往都是通过场外市场衍生品工具，比较多的就是场外期权，因此这很容易遭遇对赌的陷阱。特别是一些投行，设计很多比较复杂，看似对企业有利的工具。而国内很多企业在境外衍生品工具上缺乏经验和相关的人才。

期货作为一个衍生品，其必须有较为严格的风险管理流程，严禁投机。中国很多企业，特别是国有企业决策往往是一把手，并不是一个专业团队来操作，因此容易形成决策上的错误，忽视了风险管理。

期货工具主要有两大功能，即价格发现和风险管理。业内专家建议，对企业运用期货市场进行套期保值必须要做到几点。确定理念，期货套期保值一定要做到期现两个市场进行对冲，不要演变为期货市场单边投机，这也是很多企业套保出现问题最多的情况，一旦出现裸头寸，就不能进行风险管理，而是额外增加风险敞口。

同时，必须要建立良好的风控系统，在出现极端行情时，可以做到保证金及时补缴、流动性不足时可以通过调整头寸、移仓换月来化解。价差归零延迟，或者出现大的变化时要有相对应的风险应对策略。将策略制定、交易和风控分开，实现专业化分工协作。

此外，在进行期货风险管理之际，配合其他衍生品的时候，必须要考虑到风险敞口，不能演变为裸头寸；在运用场外工具的时候，必须要考虑代理机构的资质、信用和成本，不然会陷入对赌陷阱。对于非常复杂的衍生品工具尽量少参与，不是越复杂的工具进行风险管理的效果越好。

“鉴于国内大型企业频频出现因参与套期保值导致巨额亏损的情况，我们建议加快推进国内衍生品市场的建设，丰富国内期货品种，在推出国内原油期货的基础上，建议尽快推出汽油、柴油、航空燃油等成品油期货品种，随着场内期货市场和场外衍生品市场的逐步发展与完善，大部分的企业完全可以利用国际市场上的衍生品工具实现风险管理，而不必承担海外市场更多的风险。其次，建议加强投资者教育，坚持投资者适当性原则，引导企业严格按照合规操作、完善风险管理制度，提高企业运用衍生品金融工具的水平。”杜彩凤表示。

因噎废食不可取

□本报记者 王超

中航油因为看跌石油价格卖出了大量的石油看涨期权合约而亏损5.5亿美元。我十分担心，中航油事件的影响会向着人们所害怕的方向发展：那就是为了规避操作风险，管理层和有条件参与期货市场的企业索性抛弃这个市场。”这是2004年12月25日在长沙举行的中国期货市场“创新与发展”岳麓论坛上，巴曙松先生反复向期货界和新闻界人士陈述他对中航油事件的忧虑。令人唏嘘的是，十年来，他的担忧不断被言中。

在十年前那次期货论坛上，巴曙松期望在场的记者能够告诉大家：不做期货的风险要比做期货的风险更大；因涉足期货产生问题，不是期货本身的问题；期货市场的大好局面不能因一两家企业因过度投机导致失败而葬送。他形象地比喻说，期货只是一个工具，就像刀可杀人，也可以切菜一样，不能因为刀能杀人，就不用刀来切菜。

众所周知，期货市场有两大基本功能，一是可以为企业进行套期保值，通过现货市场和期货市场的反向操作，从而规避大宗商品和农产品购销因价格波动带来的损失；二是还有价格发现的功能，对企业把握市场价格波动提供敏锐的工具。

许多人将期货工具比喻为保险，即企业运营始终离不开套期保值来规避风险。但记者更愿意将期货工具理解为药品，即企业之于期货工具，更像人和药品的关系。一个人在健康的时候，是不需要吃药的，但生病了就离不开药。企业亦是如此，当原材料或产成品的价格运行朝着有利于企业经营的方向发展时，企业不需要在期货市场进行套期保值，毕竟后者的成本也不小，更何况即便套保也存在风险。当然，不做不等于不关注、不了解，一旦价格波动危及企业正常运营的时候，就必须出手。

从国际方面来看，套期保值早已是成熟有效的避险工具。据统计，在航空界，最成功的投资案例当属美国西南航空公司，在国内航空公司巨亏的2008年，美国西南航空公司却逆势盈利1.78亿美元，其秘诀就在于对当年超过七成的航油进行了套保，平均成本仅为51美元/桶。

对国有企业来讲，期货就像是一朵带刺玫瑰，看着美却不敢轻易碰触。”本报《期货周刊》第一期刊登的《国企入市 期货不再是“带刺玫瑰”》曾深入分析到，国有企业进入期货市场的步履之所以缓慢，是因为当下存在不少制约和影响国企参与期货市场的因素，这些因素包括但不限于观念意识、人才团队、约束激励、资金状况、入市审批、考核制度、法制建设、合约设计、品种活跃、期现结合等。

而在2008年，金融危机全球肆虐，不少国企在套保业务上“栽了个大跟头”。此后，“对冲之声”给企业及相关部门都带来了巨大压力。一些企业原本激进的策略趋于保守，甚至产生了“先过便是功”的惰性思维。

然而，上述“鸵鸟思维”不可取矣，因为政策障碍正在除去。2014年，新《国企九条》正式颁布，其中第十五条明确提出“允许符合规定的机构投资者以对冲风险为目的使用期货衍生品工具，清理取消对企业运用风险管理工具的必要限制。”

事实上，我们与国际其他生产企业或销售企业同样都面临着价格波动带来的风险，其区别在于对待市场风险的态度、有没有规避风险的手段以及是否及时合理地运用了这些手段。通过现货、期货两个市场的对冲交易进行套期保值，是企业分散风险、控制成本的基本需求，也是实现国有资产保值、增值的有力途径。”某上市公司负责人告诉记者，企业对期货市场没有任何拒绝的理由。

我们国家的航油采购成本一直居高不下，就是因为我们不善于使用期货工具，往往买到了高点，高昂的采购成本最后被消化在机票上，被乘客所分担，其实我们完全可以享受更低价格的机票。”十年前，巴曙松先生在岳麓论坛的发言依然铮铮有声。

净多转净空 中信期货席位大幅增持空单

□本报记者 王姣

“这周开始，A股可能要进入‘杀牛’模式。”因监管层对券商两融业务开出罚单，一位投资者如是悲观地吐槽。

作为股市重要的风向标，上周五盘后期指的表现并不那么糟糕，尾盘最后15分钟，主力IF1502震荡下跌15.2点，但最终收涨0.47%报3667.2点。从盘后持仓来看，四大合约总持仓也仅减少3407手至221123手。

与此同时，尽管市场人士对主力持仓变动存在多种臆测，但多空主力对后市分歧依然较大。

目前来看，对于“两融业务受罚”这一利空，市场已经消化一部分，甚至有业内人士将此解读为偏中性。

多空分歧加剧

上周期指继续呈现高位震荡格局。截至当天收盘，期指主力合约IF1502日涨0.47%报3667.2点，日增仓12966手至114442手，成交量为1188668手；其它合约方面，IF1503日涨0.65%报3715.8点，IF1506日涨0.69%报3770点；与此同时，沪深300指数收报3635.15点，日涨0.86%。

在业内人士看来，3700点整数关口久攻不破，上方压力较为明显。通联期货研究员认为，从宏观面来看，央行放水市场意图较为明细，但市场成交量放大依然较为有限，这也是指数难以继续上行的主要因素。

消息面上，上周五盘后证监会宣布对中信证券、海通证券等12家券商的两融业务实施处罚措施，融资融券门槛也被明确至50万元。当晚，中信证券公告称第一大股东中国中信公司1月13日至16日减持公司股份合计3.48亿股，据业内测算减持套现金额已超百亿元。

分析人士认为，这两则消息对本周股市将产生较大影响，不出意外，本周一很可能会出现大幅低开。不过也有观点指出，就尾盘资金流向及盘后期指持仓看，市场已将此解读为偏中性。

中金所盘后数据显示，截至上周五收盘，期指总持仓量减3407手至221123手，成交量1511496手。而汇添富四大合约，前20多头席位共计增仓3742手，前20空头席位共计增仓1066手，多头力量仍占据上风。

值得注意的是，多空主力在IF1502合约上的分歧仍然较大。一方面，传统空方主力中信期货席位大幅增持空单，海通期货席位却大幅减持空单。中信期货席位

易盛农产品期货价格系列指数(郑商所)(1月16日)

指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	1015.42	1017.31	1014.20	1016.98	-0.90	1015.98
易盛农基指数	1097.51	1097.51	1094.85	1095.70	-1.81	1095.44

中国期货保证金监控中心商品指数(1月16日)

指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		68.84			69.47	-0.63	-0.91
农产品期货指数	851.73	848.42	856.95	845.23	851.40	-2.98	-0.35
油脂指数	558.96	557.00	562.96	555.23	558.96	-1.95	-0.35
粮食指数	1322.47	1312.54	1331.34	1303.29	1324.03	-11.49	-0.87
软商品指数	767.35	769.14	773.53	766.62	764.21	4.92	0.64