



企業避險經營與期貨市場發展的良性循環

期貨市場本就緣起於企業避險，本文透過對企業避險經營所涉及的相關現狀進行瞭解，以期構建出一條期貨市場的良性循環路徑供市場各方人士參考。

◎昭韓

一、期貨市場的運行邏輯

期貨市場是從遠期現貨貿易發展而來。

現代期貨的發源地通常被認為是美國的芝加哥期貨交易所。事實上，期貨合約早在大約4000年前就得以運用。在美索不達米亞，奴隸售賣活動可以透過遠期交割，也可以轉化為交割銀幣進行結算而不需要真的實際交付奴隸。在巴林島，商人們帶著貨物清單，並用它們來交換印度的其他商品。諸如類似的貿易形式，在西元前1200年的埃及、阿拉伯和印度都已存在¹。

從大航海時代的重商主義²到現代的資本主義³，英國工業革命的爆發催生了大規

模的工業化生產和市場對大宗商品的規模化需求。貿易開始走向專業化，商人們開始承擔單一的市場功能，生產商、貿易商、進口商、出口商相繼出現。伴隨著美國19世紀中期到20世紀中期鐵路、電報等技術的發展，帶來了貿易規模的壯大，物流成本的顯著下降和資訊的迅速傳遞，與此同時，貨物貿易的結算方式也發生了改變。傳統的現貨現款結算已經無法滿足貿易增長的需求，物流運輸和資訊傳遞不再成為貿易信用風險的主要障礙。大量的遠期交易開始出現，貨物的物流與現金流發生了分離，在商業信用的基礎上，購銷合約的物流確認與定價結算分離，使得物流貿易長期化，貿易結算分段化，全

¹ 資料來源：《美國金融史（第一卷），從克里斯多夫哥倫布到強盜大亨，1492-1900》，P7。

² 重商主義是大航海時代，歐洲各個國家透過四處尋找殖民地來採掘金銀礦藏，獲取重要原材料，以及開發產成品售賣市場，來達到提升自己母國的經濟水準。

³ 資本主義是在重商主義的基礎上發展而來，工業革命的出現，使得大規模生產成為可能，國家不再通過殖民貿易而是轉為大規模生產並銷售，來提升本國經濟水準。



部貿易定期清算，這就為期貨的出現打下了信用基礎。

在這期間，傳統的小型貿易商逐漸被大型貿易商所取代，隨著貿易流動，倉庫、交貨品級、結算等“類期貨規則”的出現，為進一步降低物流成本、提升貿易效率，用於貿易的遠期合約最後經過人為創造被設計成“標準化合約”，注入到美國的期貨市場當中，同時設定一系列的交易、結算和清算制度，開啓了我們現代意義上的期貨交易。

期貨價格是避險、投機和套利交易三方合力的結果。

期貨市場的參與者包括避險者、投機者和套利者。避險者以避險經營為目標，透過在期貨市場的避險操作將現貨的經營風險進行轉移。主要包括2類避險：定價避險和價值避險⁴。定價避險主要是購銷合約的作價，如點價和均價，其背後反應的是現貨商品的供需。價值避險主要是對持有的貨物在核算期間的現金流價值避險，也是期貨實施交割制度的信用保證。

投機者和套利者在期貨市場中都是以獲取風險損益為目標，所進行的均屬投機交易，透過在期貨市場的多空操作獲取利得或損失。避險者將自己的風險轉移至期貨市場，投機者透過承擔避險者轉移的風險來獲

取風險損益，同時提供期貨合約的流動性，讓期貨市場的價格發現功能顯現。然而，隨著投機者的不斷湧入，期貨價格與現貨價格發生偏離，套利機會出現。套利者透過套利交易，對期貨價格進行校準，最終使得期貨價格與現貨價格回歸合理區間。

但是，期貨市場中的投機交易不能太多。投機太多，會帶來期貨價格與現貨價格的嚴重偏離，而扭曲市場價格。如，在2008年金融危機後，美國參議院曾就“機構投資者和對沖基金的過度投機是否導致商品價格的急劇暴漲？”舉行特別聽證會⁵。隨後《多德弗蘭克》法案中的“沃爾克規則”就對銀行的自營資金參與大宗商品市場進行了限制。諸如摩根大通等許多知名金融機構也在隨後幾年中相繼對其大宗商品交易部門進行了調整。

因此，當期貨市場處於避險、投機和套利三者平衡狀態時，其價格發現和風險管理功能的發揮是最充分的。而如何達到這種平衡狀態，則需要與企業避險經營相關方的共同努力。

二、企業避險經營涉及的相關現狀

企業避險經營指的是實體經濟企業運用期貨等金融衍生品，對其經營資產的價值變

⁴ 詳細的闡述見期貨人季刊 2022 年第 3 季，《企業運用避險會計助益經營發展》；2022 年第 4 季，《企業避險經營管控體系的創設、原則及運用》。

⁵ 資料來源：<https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-110shrg43084/pdf/CHRG-110shrg43084.pdf>



Feature Report

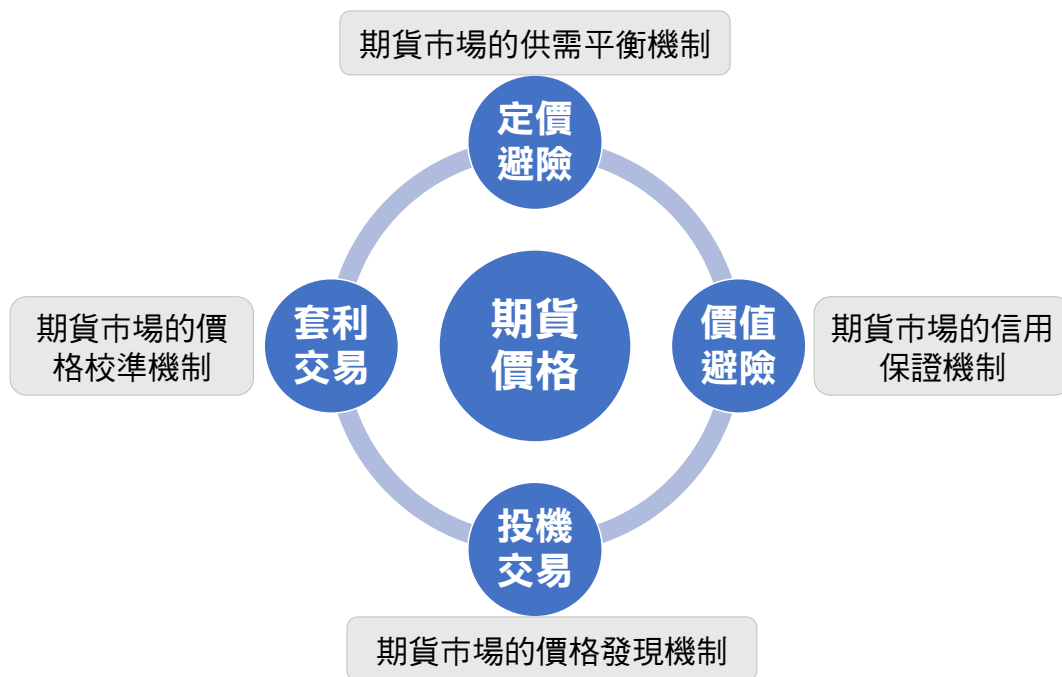


圖 1、期貨價格的形成機制

化進行的風險管理活動。在前面兩期的《期貨人》季刊專題報導中，筆者已經對企業的避險經營做了詳細的闡述。實務中，企業開展避險經營要進行業務管理和制度建設，最後要透過避險會計進行避險效果的評估。在這個過程中，所涉及到的相關方包括期貨交易所、證券交易所、期貨交易商、保管機構、會計師事務所以及協力廠商資訊服務機構等。

期貨交易商是服務企業避險經營的主力軍，但目前尚未形成有效服務。

企業運用期貨工具開展避險經營，最重

要的是需要瞭解期貨市場對企業經營的重要性，這涉及到期貨商的引導和指導。以大陸150家期貨商來看，當前期貨商的利潤主要來源於經紀業務和風險管理業務⁶。近年來，隨著經紀業務手續費的下降和風險管理業務的同質化競爭加劇，加上期貨商並未建立有效服務企業避險經營的人才，無法拉動產業的持續避險，導致其經紀業務收入持續下滑，風險管理業務也頻繁出現風險。如，2019年的華泰期貨、天風期貨的PTA場外期權穿倉事件；2022年的新湖期貨場外期權按經紀業務結算的糾紛案件；造成這些結果的主要原因在於期貨商中缺乏“懂現貨、懂期

⁶ 大陸的期貨公司風險子公司承接風險管理業務，包括造市業務、倉單融資、基差貿易、合作避險以及場外期權等。



貨、懂管理、懂財務”的綜合性人才，不能為企業避險提供有效服務，最終還是在經紀業務方向打轉，陷入手續費下降的惡性循環中。

會計師事務所是服務企業避險會計的首選機構，但其當前缺乏對期貨市場和避險業務的理解，不能很好的輔導企業將避險業務與避險會計做銜接。

企業運用期貨市場開展避險經營，其避險效果的評估是要透過避險會計體現的，這涉及到會計師事務所對企業避險會計的審計和諮詢服務。從大陸最近幾年的發展看，會計師事務所對避險會計作業的困難點，主要是缺乏對期貨市場和避險業務的理解，經常發生分不清楚期貨合約與現貨合約的差異，或常常在進行審計時不知道要審查什麼文件。此外，筆者從大量的業內避險會計培訓中感受到，儘管會計師事務所從財務處理上可以按照避險會計規定進行相應的賬務處理，但其對於期貨市場與企業避險經營的本質效用——“實現穩定的正向經營現金流”的實現過程較不清楚，較困難輔導企業做好避險業務與避險會計的銜接。

期貨交易所作為市場組織方，要警惕各類機構資金入場。

企業運用期貨市場開展避險經營，其避險效果的評估除了要透過避險會計來體現，還需要市場組織者對期貨市場平衡狀態的良好維護。期貨市場的平衡狀態發揮越充分，

企業避險的效果就越好。這涉及到期貨交易所等市場組織者。特別是要警惕機構類資金的大舉入場，衝擊本應由供需反應的期貨價格，造成基差的擴大，阻礙企業的避險業務。

證券交易所、保管機構，要重視上市公司避險業務的資訊揭露。

企業運用期貨市場開展避險經營，尤其對於上市公司來說，關於避險業務的資訊揭露也是相當重要。這涉及到保管機構和證券交易所。從美國看，上市公司避險經營的資訊揭露形成了“以財務信息為核心”的法律（證券交易法）、監管規則（SEC）和會計準則（US GAAP）的統一監管標準，對企業的財務報表、附註、臨時公告都進行了具體的定性與定量揭露的要求。從大陸看，隨著近幾年上市公司開展避險業務的數量逐年上升，在《期貨和衍生品法》實施後，目前已初步形成了對避險業務從法律（《期貨和衍生品法》）、監管規則（《上市公司自律監管指引——交易與關聯指引》）和會計準則（CAS）的統一認定標準，對企業應當揭露的公告進行了明確定義，包括避險業務的可行性與必要性報告、避險業務制度與臨時虧損公告。

協力廠商資訊系統，提高對賬作業效率。

企業運用期貨市場進行避險經營，對於避險需求旺盛、規模較大的企業，日常的避險交易量非常大也非常頻繁，在避險會計的



Feature Report

處理上人工往往難以處理。如，大陸某家黃金企業，其日常避險操作一天就有上千筆交易，若財務人員以人工進行期貨和現貨的匹配與對賬作業，不僅效率低、人工成本高，而且出錯率也高，但若經由資訊化系統來進行輔助處理，其效率將大為提高。觀察大陸近幾年作業方式，目前多數企業會建立一個大宗商品信息系統綜合平台，同時連接期貨交易系統與現貨交易系統，如企業資源管理計劃ERP等。

然，避險業務的管理與決策功能尚不能實現資訊化，且避險會計的資訊化運轉也並不理想，仍存在一些問題，但透過對企業避險經營涉及的相關方進行分析闡述，有利於形成對“整個期貨市場的良好循環路徑”一個比較清晰的脈絡。

三、構建期貨市場的良好循環

期貨本就源於貿易避險的客觀性需要。從遠期到期貨市場的構建，監管者將期貨交易的機制規範化後，交易效率大幅提升。隨著避險者、投機者、套利者的相互作用，彰顯期貨的價格發現功能；同時，也進一步促進企業運用期貨價格進行定價避險。企業透過開展避險經營，運用期貨市場對其經營資產的價值變化進行風險管理，以尋求正向的經營現金流溢出和穩定的經營預期。隨後，透過避險會計將其避險經營的效果進行評估與顯現，從定性與定量的角度分析避險經營的效用以及產生避險無效性的原因，從而對期貨市場風險管理功能的發揮形成有效反饋，為期貨交易進一步消除市場產生的避險無效性、進行避險工具品種的創新提供強有力的論據支援。

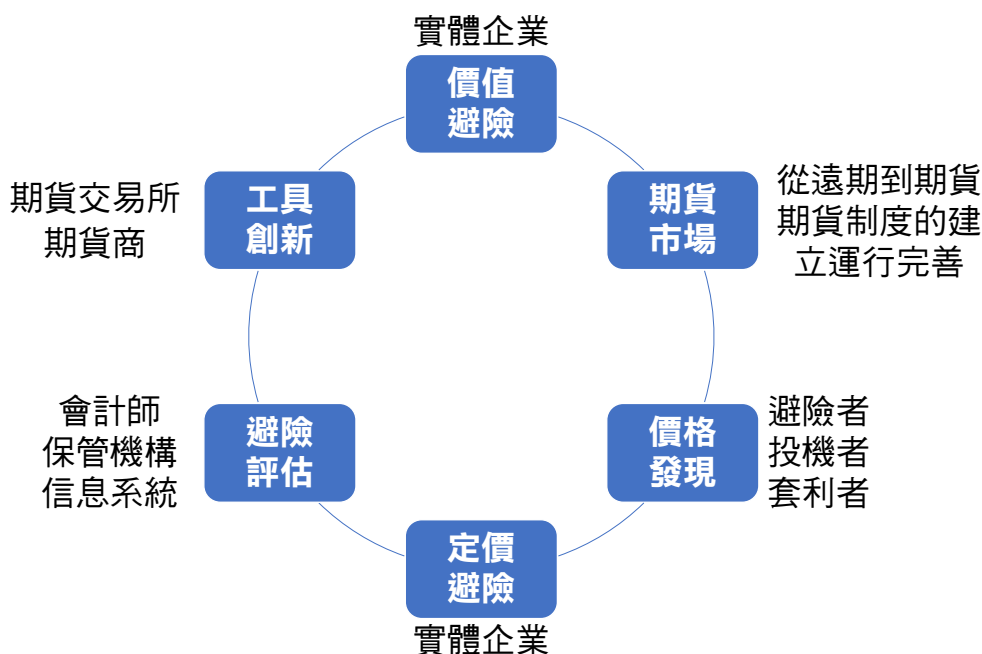


圖 2、期貨市場的良好循環之路徑



隨著產品的不斷創新，企業可運用的避險工具更加豐富多元，期貨市場制度日益完善，吸引更多的避險者、投機者和套利者，期貨價格發現功能得以進一步的發揮，吸引更多企業開展避險經營，透過避險評估，避險的有效性進一步提升，期貨交易所再進行新一輪的工具創新。如此往復，期貨市場的良好循環路徑得以構建完成。

可見，期貨市場這樣的良性循環，源於避險，也導向避險。這也是期貨市場服務實體經濟的本質。要構建這樣的期貨市場循環，需要市場相關各方的共同努力。因此，筆者在此提出幾點微薄建議供市場各方人士之參考：

1. 對於期貨交易所，要警惕機構類資金大量進入期貨市場，擾亂商品供需，導致期貨價格與現貨價格偏離。此外，也要做好評估場外衍生品對場內期貨價格的影響，避免出現如LME鎳事件類似的市場流動性枯竭問題。
2. 對於期貨商，要著力培養“懂現貨、懂期貨、懂管理、懂財務”的企業避險服務優質人才，提升期貨商的行業

競爭力，避免陷入手續費的無序競爭中；透過培育企業避險服務的優質人才，幫助企業梳理其避險業務流程和制度建設，與企業建立深度黏性，提升經紀業務的持續性，同時可另外創收避險諮詢服務費用。更進一步，在經紀業務持續的基礎上挖掘企業對避險工具的需求，促進風險管理業務的發展。

3. 對於會計師事務所，要加強與期貨商的溝通聯繫，補足對期貨業務知識的欠缺，要從企業避險經營的業務出發去理解避險會計，提升完善對企業避險經營的審計、諮詢服務。同時，也可以加強與協力資訊廠商的聯繫，打通避險會計的信息化。
4. 對於上市公司的避險經營，可在行業現狀基礎上完善相關資訊揭露規則指引，可參考美國做法，構建以財務為核心的資訊揭露機制。

願我們共同努力，構築期貨市場的良性循環，為實體經濟保駕護航！



（作者是業內有避險理論和業務實踐的專業人士，深度參與世界500強金川集團的避險業務 管控系統創設，有豐富的避險會計經驗，對企業 避險經營有深入研究。）