



企業運用期貨避險 ~ 戒急用忍、行穩致遠 ~

Gold Harvest Management Pte Ltd ◉ 龐婷方、林家駿、鮑起慧

2021年7月，麥肯錫公司（McKinsey & Company）指出，企業正走在地緣政治的鋼索上（Companies are walking a geopolitical tightrope）〔1〕。除了地緣政治動盪，尚有科技貿易戰、天災、能源及通膨等因素衝擊著全球經濟體。企業經營正迎來總體經濟和市場波動風險加劇的新局勢，面臨比以往更艱鉅的挑戰。如何培養風險管控能力，強化企業經營韌性，將是企業在不穩定時局中永續發展至關重要的一環。

企業經營風險

企業在生產經營過程中，無時無刻都在面臨原材料成本及商品市場價格波動。企業參與實體市場經濟活動期間，難以避免的會持有原料、在製品存貨、成品存貨。所持有的實物資產無論存在於製程中哪個階段，只要尚未轉換為金融資產前，都必定會經歷價格波動風險，這也就是企業經營所必須面對的風險敞口。當價格震盪劇烈時，極有可能讓原本有利潤的生意在結算時轉變為虧損。

以黃金價格趨勢為例，可以看到價格受到全球政治、經濟、金融、戰爭等因素影響，震盪起伏劇烈。單單回顧2023年的黃金價格走勢，圖1顯示受到以下幾個事件所影響：

→ FED升息一碼：FED再次升息，市場對

黃金的走勢悲觀導致黃金下跌。

- 美國矽谷銀行倒閉、瑞士信貸集團財務危機：突發的金融危機，黃金展現了避險工具的功能。
- 美指、美債殖利率持續上升：黃金相較於其他美元生息資產的市場吸引力下降，看似短期多頭無望。
- 以巴戰爭：戰爭對避險資產的影響甚鉅，黃金更是當仁不讓。

期貨避險功能

任何一個企業都無法獨立操控市場價格，亦無法掌握其不確定性。但可運用合適的金融工具及專業知識，管控企業營運時價格變化帶來的風險；雖然風險無法完全被消弭，企業仍可以透過期貨市場上，不同風險



圖 1、2023 年黃金走勢 vs 貴金屬大事件

偏好的交易主體分散相對應的風險。

運用合適的期貨合約，規避可預期的風險，與防備不可預期的風險，協助企業鎖定合理的利潤並且創造穩定的現金流。圖2案例，分別於2021、2022年初採購10公斤黃

金，有無運用期貨避險在月底所呈現的評價損益差距，顯而易見在兩個不同年度市場波動情境下，透過運用期貨作為避險工具後，能夠達到平抑損益大幅波動效果。

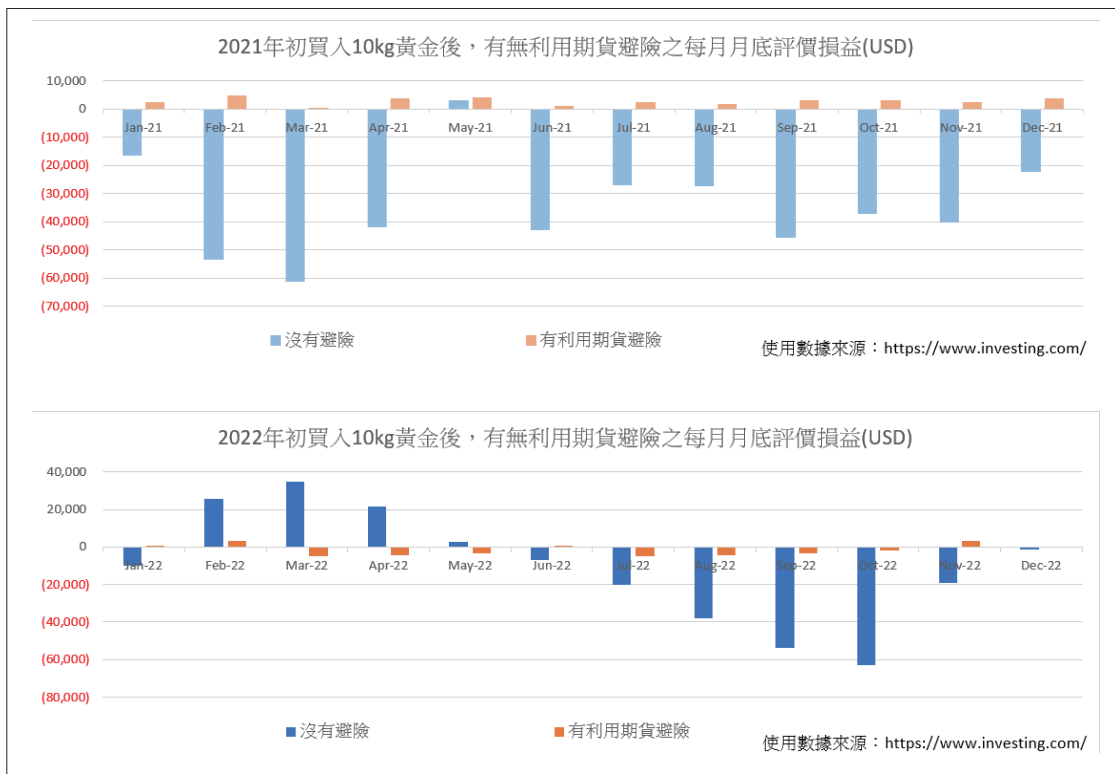


圖 2、Hedge PL



Cover Story

企業運用期貨進行避險必須先要認知，期貨交易肯定有盈有虧，避險的概念不是用期貨的盈虧來對應現貨的盈虧，而是利用較小的基差風險，取代較大的價格波動風險。因此在整段避險期間，期貨與現貨是不能脫鉤的，才能完整鎖定利潤，降低風險。

儘管期貨市場本身是零和遊戲，一方賺錢就會有一方虧錢，但勿忘初衷期貨市場發展起源主要是為了規避未來可能發生的風險，進而兼具價格發現、投機、套利等功能。期貨是具有交易風險，在風險交易過程卻蘊含了誘人的風險價值，投機者在參與市場的過程中獲得風險收益，避險者透過市場交易轉嫁分散風險，期貨商品之所以能成為企業避險工具首選，前提必須是交易市場上有投機者存在，否則商品流動性不佳，價格撮合困難，避險功能將無法有效運行、發揮功能。

避險的必要原則：標的相近、方向相反、價量相當、期間相符，而期貨市場交易特性恰恰能成為避險工具的首選。

期貨避險特性包括：

- 期貨價格是現貨市場的遠期價格
- 期貨價格與現貨價格變動趨勢一致
- 期貨合約期滿時，期貨會貼近現貨價格
- 期貨市場流通較現貨市場快
- 透過期貨交易所擔保，交易信用度較高
- 標準化合約，交易規格較明確
- 可透過期貨現貨轉換調節庫存

儘管期貨市場對於實體企業來說是一個相對合適的避風港，不過只要是金融市場工

具，就絕對沒有「零風險」的存在。

期貨避險交易潛在風險有：

- 黑天鵝、灰犀牛事件
- 期貨保證金槓桿設定
- 交易流通性誤判
- 授權內控管理失當
- 避險策略或操作決策認知偏誤

企業經營如同揚帆遠航，航行途中除了會遭遇風雨湧浪，也可能遇見冰山一角，既然風險無可避免，就應該建構專業風險管控機制及強化危機處理應變能力，切勿落入零風險偏誤的思維。

避險組織架構

運用期貨反向交易避險並且期現合一，這樣總損益就一定是正向嗎？這是很多企業對期貨避險所寄予的厚望，但理想很豐滿，現實很骨感，如何縮短理想與現實之間的差距，執行避險是否能成功體現公司治理能力，也惟有組織架構、財務制度、法令遵循、風險控制、決策機制等各個層面搭配協同運作，才能建置有效率的避險工程團隊。

避險的意識滲透到企業的各個部門，企業應依據自身組織規模及人力配置建構避險團隊組織架構。實際實施的時候，參與的團隊包含：避險決策主管、期貨交易員、風控合規、採購、銷售、財務會計，由避險團隊針對營運模式量身定制避險策略。避險工程建置是涉及部位評估、進銷貨風險敞口判斷、避險比例及基差計算，需要方方面面審



慎思量。若是營運模式涉及期貨轉現貨需求的企業，則須再納入供應鏈管理（SCM）團隊共同參與避險決策評估。

避險團隊組織分工如下：

1. 避險決策主管：避險策略制定並提交董事會核准、依據採購銷售模式決定避險原則及方針、監督管理套保作業、緊急應變處理決議指示。
2. 前台（期貨交易員）：進行合規交易、登載每日交易報表、每日審查交易報表、監控市場行情及價格波動、即時勾稽交易是否合規。
3. 中台（風控合規）：風險評估監控、監督審查避險各項業務執行人員合規作業、期貨與現貨庫存對應盤點、緊急應變處理方案（例：執行強制平倉）。
4. 後台（財務會計）：保證金核算及調撥、核查交易明細及期貨公司帳單、確認成交資料進行會計結算、交易檔案管理備查。

財務會計制度的搭配是避險工程中另一項高深的議題。企業運用期貨交易避險後，並不代表可適用避險會計，依據國際財務報導準則（IFRSs）6.4.1避險關係僅於符合下列所有要件，始得適用避險會計〔2〕。

- (a) 避險關係僅包含合格避險工具與合格被避險項目。
- (b) 於避險關係開始時，對避險關係、企業之風險管理目標及避險執行策略，具有正式指定及書面文件。該書面文

件應包括對避險工具、被避險項目、被規避風險之本質及企業將如何評估避險關係是否符合避險有效性規定之辨認（包括其對避險無效性來源之分析及其如何決定避險比率）。

(c) 避險關係符合下列所有避險有效性規定：

- (i) 被避險項目與避險工具間有經濟關係
- (ii) 信用風險之影響並未支配該經濟關係所產生之價值變動；且
- (iii) 避險關係之避險比率與企業實際避險之被避險項目數量及企業實際用以對該避險項目數量進行避險之避險工具數量兩者之比率相等。惟若被避險項目與避險工具之權重間之不平衡將引發可能導致與避險會計目的不一致之會計結果之避險無效性（無論是否已認列），避險關係之指定不得反映此種不平衡。

避險會計在會計學中是相對比較複雜的學問，企業在導入避險會計前應與會計師進行深入的研究與溝通，避免導入後反而衍生更多麻煩的後遺症。

建立合理有效的避險績效評核機制亦是避險工程重要項目，績效評核方式影響著避險成敗與否。避險不是為了賺錢，而是風險管理工具，避險績效不應以創造利潤為指標，在各操作面可以採用負面表列進行評核，而實際損益則必須將期貨與現貨合併結算，應嚴格避免發生投機套利行為。企業往



Cover Story

往因為對避險錯誤的理解及專業知識不足，容易仰賴特定人員進行操盤，並未根據企業實際進銷存狀態設置避險策略及風控原則，僅是由交易員自行調整避險部位，當市場行情巨變不如交易員預期時，又無設置適當組織權責及風險控管機制，對企業經營造成的影響將不容小覷。

期貨交易人員培訓

回顧歷史悠久的英國霸菱銀行倒閉事件，根源就是因為交易員Nicholas Leeson（以下稱李森）不當操作衍生性金融產品，由他一己之力，全然違規，同時操作前台交易和後台確認，從而隱瞞巨額虧損，導致二百多年基業的老牌銀行的破產倒閉。

1989年，李森進入倫敦霸菱銀行任職，一開始從事後台業務，隨著霸菱銀行於1992年到新加坡拓展業務，李森也在新加坡同時擔任前台交易與後台交割的工作；同年，李森開始私下使用一個原該被註銷的臨時帳戶，不只進行投機交易，也利用藉此隱藏自己可能的交易損失。

1994年時，李森利用期貨、選擇權等衍生性金融商品，持續地從事日本股市和利率相關的高槓桿交易；時至1995年1月17日，日本不幸的發生了阪神大地震，重創日本股市，李森在已產生巨大損失的情況下沒有選擇認賠出場，反而持續加碼，其部位損失也隨之擴大到約14億美元。

經過一連串的曝光及善後，擁有233年

歷史的霸菱銀行最終還是於1995年2月26日正式宣告破產。

在了解企業於動盪不安時局中找到合適避險工具及架構完善組織、風險管控原則的重要性及回顧歷史案例後，企業遇到的真實執行面挑戰：企業該如何培育避險交易人才？

這是一個相當實際的問題，避險交易人員並不是一般企業必須配置的功能性職務。不單是期貨，任何一項金融商品工具，其交易的本質並非難事，只要經由專業訓練及自身持續學習，任何人都能逐漸熟悉如何使用工具；但要培育出一位優秀的避險交易人員並非一蹴可幾，人格特質或許會是企業培養人才時面臨的最大挑戰。執行避險交易的作業中，有些交易員只是機械化的無腦下單交易，有些則是賭性堅強，這些的特質都不是合適的避險交易人才，避險交易人才除了基本必備誠信、自律、客觀、反思、細心、耐心等等特質，還必須清楚了解企業營運模式及對所涉及市場持續保有熱情，企業除了外聘有經驗的交易員外，透過內部選才，觀察挑選原本體制內合適人才，亦不失為一條可行之道。

可持續性發展

如先前所述，企業避險交易不僅僅是交易人員的事，特別是握有企業營運決策之高層，更是必須明確認知「投資是為了賺錢，而避險是為了避免損失。」，務必制訂合宜



的規範及準則，讓相關人員有所遵循依歸，萬萬不可將投資、投機或套利與避險混為一談，過去許多市場經驗歷歷在目，因為本業營運狀況不佳，就把期貨避險當成投資來操作，可能起初有所獲利，但終究被市場反噬。在漫長的歷史洪流中，不時就會聽聞期貨避險交易操作失當造成企業虧損甚至倒閉或是交易相關人員違規涉法等案例，或許聽起來是老生常談，但是歷史絕對會一再重演。

運用期貨工具進行避險知易行難，透過專業的期貨商或是具實務經驗的顧問團隊輔助企業量身定制避險策略及交易知識培訓，可達到事半功倍的效果。期貨避險交易應秉持博觀厚積且戒急用忍的態度，如此才能行穩致遠達到為企業永續發展保駕護航的成效。

參考資料：

- 〔1〕 Andrew Grant, Ziad Haider and Alastair Levy, (2021) McKinsey & Company Article How global companies can manage geopolitical risk | McKinsey
- 〔2〕 國際財務報導準則 (IFRSs) 第9號金融工具6.4避險會計之符合要件 (2023) https://ifrs.sfb.gov.tw/ifrs/ifrs_2023_approved/IFRS9_2023_A.pdf?1699323
- 〔3〕 圖1 數據、圖表參考網站 <https://www.dailyfx.com/gold-price>
- 〔4〕 圖2 數據、圖表參考網站 <https://www.investing.com/commodities/gold>、<https://www.investing.com/currencies/xau-usd>

Gold Harvest Management Pte Ltd 創始人鮑起慧

新加坡商GHM/金誠諮詢是一群有金屬產業實戰經驗的精英組成的專家團隊。我們專注為金屬產業鏈的客戶提供專業性，定制化的諮詢、顧問、培訓等服務。服務主題包括企業管理、市場拓展、產品貿易、金屬交易、投融資等項目。我們擅長連結上下游的市場參與者，整合各自優勢及需求，在市場機遇中共贏發展。

