

期貨助攻資產管理 提升避險有效性實務分享

文／昭韓

本文透過梳理實體企業避險來源、實體企業避險模式演變以及機構交易者對於期貨等衍生品市場的需求，以期說明實體企業與金融機構在多層次的資本市場和期貨等衍生品市場中，是相互融合與相互促進。發揮期貨避險功能，離不開機構的流動性，二者必須同時並進，構建期貨市場參與者多樣性，方能打造一個穩定、透明、高效的期貨等衍生品市場。

從大宗商品貿易定價看實體企業避險之來源

佈雷頓森林體系解體，衍生品迎來大爆發。自古以來，商品貿易是以黃金和白銀進行定價。自18世紀南美洲發現大量銀礦，白銀供過於求，幣值暴跌，英國率先由銀本位過度到金本位。此後，全球商品貿易以黃金進行定價。從歷史上看，金本位實際上可分為3個階段，分別是金幣本位、金塊本位和金匯兌本位。金幣本位指的是金幣直接在市場上進行流通。金塊本位指的是國家發行法幣回收金幣，國家回收金幣鑄成金塊儲存，發行的法幣在市場上進行流通，法幣與黃金連結。金匯兌本位指的是一個國家的貨幣與另一個金本位國家的貨幣連結。二戰後，美元與黃金連結，按照35美元兌1盎司黃金的固定比例，而其他國家貨幣與美元以一定比例連結，這就是佈雷頓森林體系。美元作為全球貿易支付和結算貨幣，必須向外輸出美元和持續性的貿易逆差，導致多印出來的美元與黃金儲備不再匹配，最終導致1973年佈雷頓森林體系解體。全球商品貿易支付和結算的“錨”沒有了，固定匯率制度瓦解，由於利率的波動以及匯率、商品、股票、債券價格變化不定，催生了市場的“避險”需要，金融衍生品開始蓬勃發展。儘管金融衍生品存在的歷史已經很久遠了，但實際上1980年後，衍生品交易才開始成百上千的激增，發展到如今將近百億、千億美元的數量級。

根據美國期貨業協會（FIA）數據¹，截至2024年11月28日，全球場內衍生品包括期貨和期權，2024年的累積交易量已達1700億口，比2023年全年交易量增長23.8%。場外市場規模更是龐大，根據國際清算銀行（BIS）數據²，截至2024年6月份，未清算場外衍生品合約名義

¹ https://www.fia.org/fia/etdtracker?utm_source=FIAWeb&utm_medium=HPMP

² https://www.bis.org/publ/otc_hy2411.htm

金額達730萬億美元，其中利率衍生品達到579萬億美元、外匯衍生品達到130萬億美元、信貸衍生品達到9.2萬億美元、權益類衍生品達到8.7萬億美元以及商品類衍生品達到2.8萬億美元。

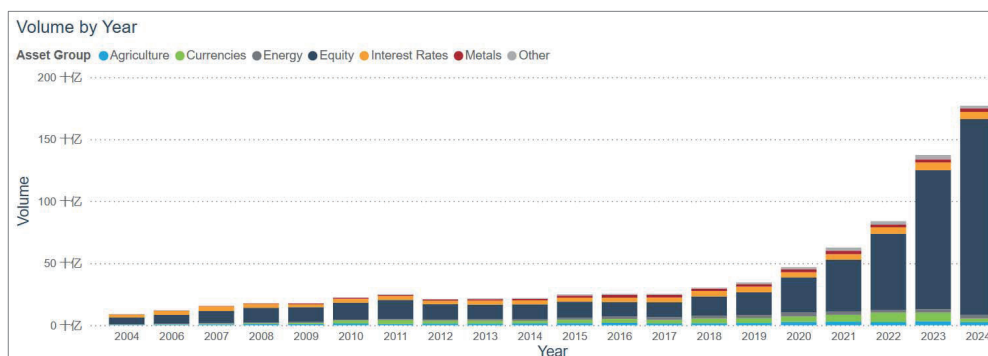


圖1、美國期貨業協會FIA統計數據，全球場內衍生品歷年交易量

現貨貿易定價固定轉浮動，大宗商品定價基準相繼顯現。佈雷頓森林體系解體後，外匯和利率的自由浮動催生了金融期貨。同樣地，在大宗商品領域（能源、金屬、農產品），現貨貿易定價開始由固定價格轉為浮動價格，現貨價格在參考某一價格基礎上，透過設置升貼水來進行定價，即“現貨價格＝參考價格（期貨價格/指數價格/其他）＋升貼水”。那麼這個參考價格到底由誰來決定，事實上是由市場演化博弈形成。

能源領域，70年代隨著中東石油企業國有化浪潮，打破了原先西方石油七姐妹的寡頭壟斷，隨著石油輸出國組織（OPEC）的成立，在全球化浪潮下，能源市場競爭加劇。伴隨著美國的頁岩油技術革命，以及俄羅斯等國OPEC+組織的成立，能源市場從寡頭壟斷到全面競爭，催生了現貨石油貿易的超級價格基準——WTI和布倫特原油期貨。

農產品領域，美國200多年的自由貿易以及監管政策的綜合因素³，最初的農產品貿易價格基準就是芝加哥期貨交易所（CBOT）產生的期貨價格。美國幾乎99%的農產品貿易都是基差貿易⁴。國際四大糧商中，有3家為美國公司⁵。70年代大陸改革開放後，中糧集團成為首批參與進出口貿易以及期貨交易的企業，其所有的業務對標的就是四大糧商。

金屬（有色、貴金屬、黑色）領域，有色金屬現貨貿易將倫敦金屬交易所（LME）所產生的3個月現貨遠期價格作為定價基準。LME自身是由有色金屬企業自發成立的現貨遠期交易市場，發源於現貨，本身就與企業避險需求非常緊密。同樣地，90年代大陸有色金屬企業出於避險需求發起設立深圳有色金屬交易所，這也是大陸唯一一個自下而上成立的期貨交易所，後被併入上海期貨交易所中。大陸企業避險的佼佼者也多出於有色行業中，如金川集

³ 美國為了監管的方便，認定非標準化的遠期合約是非法的。因此，農業領域一開始就是標準化的合約——期貨。

⁴ 引用來源：<http://www.dce.com.cn/dalianshangpin/zt/cydhzt62/8581316/8581307/8581308/8581426/index.html>。

⁵ 國際四大糧商ABCD指的是ADM、邦吉、嘉吉以及路易達孚。除路易達孚外，均為美國企業。

團、銅陵有色、江西銅業、中國鋁業、五礦發展等。

貴金屬領域，現貨價格基準由倫敦金銀市場協會（LBMA）發佈產生，期貨價格則參考COMEX。臺灣期貨交易所（TAIFEX）的黃金期貨合約結算價參考的就是LBMA的價格。因此，採用LBMA價格定價的貴金屬企業，透過TAIFEX的黃金期貨避險，天然期現貨價格回歸，避險效果會很好。

黑色（鐵礦石、焦煤、焦炭、螺紋鋼）領域，不如有色和貴金屬發展成熟，目前全球來看整個黑色領域並沒有產生出特別明顯的價格基準。以鐵礦石為例，國際貿易中普遍以普氏鐵礦石指數進行現貨定價結算，新加坡交易所（SGX）上市以普氏指數連結的鐵礦石Swap/期貨，大連商品交易所（DCE）緊隨其後上市鐵礦石期貨，筆者認為目前二者齊頭並進，最後誰將角逐勝出，還未有定數，儘管當前SGX的掉期合約（Swap Contracts）勢頭較猛。此外，ICE以及CME也有類似合約。黑色領域的定價基準尚待觀察。不同的領域，隨著現貨產業的發展，對應的避險需求以及工具市場也將發生不同的變化，理清這些變化就能對期貨市場的著力點找到未來的演變方向。

全球大宗商品定價基準		
大宗商品	基準價格	產生場所
能源	布倫特、WTI原油期貨價格	ICE、CME
農產品	芝加哥期貨交易所期貨價格	CBOT
有色金屬	LME的3個月現貨遠期價格	LME
貴金屬	黃金現貨定盤價在倫敦，期貨價格在紐約	LBMA、COMEX
黑色	普氏鋼鐵-鐵礦石價格指數、鐵礦石期貨	Platts、DCE

圖2、全球大宗商品定價基準

以能源行業為視角看各個衍生品避險功能互相角逐，期貨最終勝出。能源行業近半個世紀經歷了從寡頭壟斷到全面競爭的產業變化，對應的企業避險工具也經歷了從“現貨-現貨遠期-遠期紙貨-期貨-Swap-期權⁶”的變化過程，產生出了能源領域的超級價格基準—WTI和布倫特原油期貨價格。現貨貿易定價由固定價格轉變為浮動價格，合同的價格本身與另一個參考價格連結，這就讓現貨貿易契約本身變成了衍生品契約。因為企業用衍生品合約進行貿易定價，所以順其自然要用衍生品進行鎖價避險，而最終獲得勝利優勢的是期貨價格，這便是企業避險的本質來源。

企業除了要面對價格波動風險外，還要面對外匯和利率的波動風險。這是企業所要面對

⁶ 現貨遠期屬於遠期合約，屬於現貨業務的待履行合約，無需按照衍生品處理。遠期紙貨屬於標準化的遠期合約，但不屬於期貨，不是中央對手方清算，而是雙邊清算，有明確的對手方，實務交割。在能源行業中，遠期紙貨的交易有一定的實體企業需求。期貨合約為中央對手方清算，大多數不進行實務交割，交易效率更高，價格更透明。

的市場風險，它涵蓋了企業的全部活動。管理價格波動風險，對應著企業的經營活動。管理外匯和利率風險，對應著企業的投融資活動。有的時候企業同時面臨這三種風險的組合，而企業透過避險經營，能夠保持利潤的持續增長，這將成為企業永續發展的核心競爭力。如四大糧商中的ADM，其可以連續16年保持利潤率為正，充分體現了企業避險經營的效用。

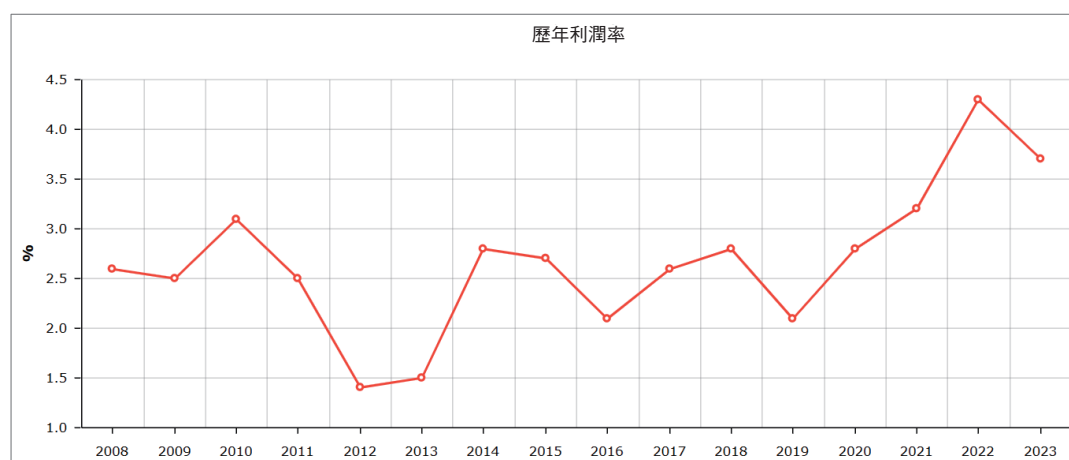


圖3、四大糧商之ADM歷年利潤率（連續16年保持利潤率為正）

以中糧集團為縮影看近半個世紀企業避險之演變

企業的避險需求本質是源於定價方式的改變。從70年代後的這近半個世紀的發展中，從企業視角看避險模式之演變，中糧集團從小到大的發展，不得不說是一個很好的範例縮影。

中糧集團，以國際四大糧商的全產業鏈農糧食品企業為標杆，伴隨著大陸70年代後的改革開放，屬於第一批從事糧食進出口貿易的企業。目前中糧已成長為可以與四大糧商比肩的國際農糧企業，2024年世界500強榜單，位列第106位。目前，中糧集團形成了以農糧為核心主業，聚焦糧、油、糖、棉、肉、乳等品類，同步佈局高端食品、金融和地產領域。中糧集團的避險業務集中於農糧板塊，主要從事穀物、油脂油料、糖、肉以及棉花等大宗農產品的採購、運輸、倉儲、加工以及銷售於一體的全業務流程⁷。結合中糧自身業務的發展，企業運用期貨市場進行避險的模式大致可以分為三個階段。

企業避險階段一：將期貨市場視為現貨市場的緩衝閥。從過往的產業週期看，當現貨市場處於需求擴張期時，實際上企業並沒有避險的需要。由於現貨市場本身就能有不小的利潤。因此，企業更多的是透過簽署現貨遠期來穩定經營，然後積極佈局貿易網路，包括貿易的倉儲、物流服務等。LME最初也是起源於現貨遠期交易。隨著貿易效率的提升，遠期合約標準化，期貨市場的出現，疊加貿易網路的建立，期貨價格也就有了定價的公允性。當企業在現貨經營不順暢時，便可以直接作用於期貨市場實現銷售經營的變現，這也是企業避險之

⁷ 來源於中糧集團官網：<https://www.cofco.com/cn/AboutCOFCO/>

於期貨市場的初級應用，比如交割、倉單、期轉現等業務模式。以大陸油脂油料行業看，從90年代到2004年，現貨行業處於快速擴張期，企業處於建廠就能盈利的階段，沒有避險需求。但2004年後產能逐漸過剩，且隨著國際巨頭的大舉進入，企業不得不拋棄野蠻擴張轉而進行對價格波動的管理，要積極適應國際購銷模式，做好成本管理，否則只能被市場所淘汰。中糧油脂作為行業的龍頭企業，也發揮龍頭企業帶動效用，積極拓展基差貿易。目前，大陸的油脂油料行業基本已實現基差貿易模式。

企業避險階段二：期現結合，將企業避險視為經營戰略的組成部分。1988年大陸外貿體制改革，中糧開始由原先單一的外貿代理向實業化企業轉型，提出要建立“綜合性、多功能、集團化、國際化”的戰略目標。1990年-1993年，中糧派20名管培生前往美國大陸穀物糧食公司學習。由於在一開始業務模式就是學習海外國際糧商的業務實踐，選擇期現結合的一體化經營，將企業避險視為經營戰略的組成部分。以基差貿易為主要模式的農產品貿易就成為中糧進行現貨資產貿易的主要業務。基差貿易本身就是“期貨價格+升貼水”的現貨定價方式，企業必須透過期貨市場進行避險操作，才能夠將升貼水收益進行鎖定。升貼水收益本身就很小，透過期貨市場避險企業獲得100%的確定性收益，透過確定性的微薄利潤來發展規模化貿易業務。這也是企業透過避險經營由小變大最重要的核心。

企業避險階段三：基於自身產業資訊優勢，期現結合的精細化管理。經過30多年的發展，中糧已經成為可以與四大糧商比肩的國際化企業。期現結合的一體化經營，無論是在管控體系還是資訊化建設方面，都能實時做到期現一一匹配、在業務決策各個環節上透過期現結合來進行決策以實現利潤最大化。以大豆壓榨來說，實時監測“FOB升貼水報價、CBOT期貨點價、美元與人民幣匯率、DCE豆粕期貨價格、DCE豆油期貨價格”，基於自身產業資訊優勢，發現期現套利，對壓榨利潤等進行精細化管理。當前國際四大糧商也是如此進行的，基於自身產業資訊優勢，動態監測管理期現利潤。

以中糧為縮影看企業避險經營之模式演變，未來期現結合一體化經營將成為趨勢。企業避險從整個上下游產業鏈看，貿易商透過企業避險獲取穩定的升貼水收益，透過規模效應來擴大利潤，這也是企業避險經營由小到大的核心能力。對於生產商和製造商，透過企業避險，穩定銷售、降低成本。實務中，一個集團企業可能是全產業鏈，生產、貿易以及製造全部都有。它們相互交織在一起，不光運用期貨對價格波動進行管理，還對投融資活動涉及到外匯和利率進行避險。不光是傳統的貿易業務避險，還有依託於自身產業資訊優勢的期現一體化經營。近幾年，大陸也出現了一些傑出的貿易商，除了發展自身的期現業務，還轉型產業服務商，如杭州的熱聯集團為中小型企業提供避險服務。對於服務產業的期貨風險管理子公司來說，未來的轉型也要進行分化，轉型為產業服務商或衍生品投行。對於臺灣的避險業務，筆者認為無論是產業貿易商或是槓桿交易者，是否定位於產業資本或金融資本，未來期現結合也是大勢所趨。

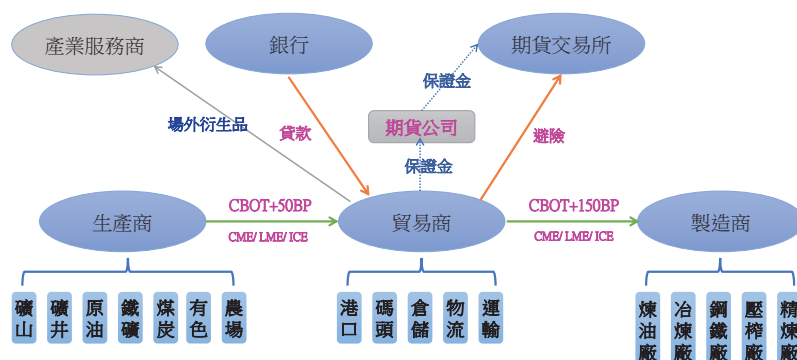


圖4、企業避險市場各方關聯圖

機構投資者參與衍生品市場之避險目標

實體企業避險功能的發揮離不開機構投資者的參與。機構投資者主要包括資產管理公司、退休基金、保險公司、對沖基金以及非交易商銀行⁸。整體上看，機構投資者使用衍生品主要有兩個目的，一是避險需求，基於自身的投資組合及其風險對營運的影響，透過衍生品進行對沖；二是敞口管理，透過衍生品來修改、調整、合成投資組合。無論是哪一種交易目的，機構投資者都為實體企業的避險注入了流動性。不同的機構投資者，其營運模式以及避險需求也是不同的。

資產管理公司可以透過衍生品來實現其投資組合的長期價值提升目標。具體包括：資產管理者透過衍生品管理因資產價格、利率和匯率波動而產生的風險；透過調整特定風險敞口並以最有效的方式實施投資策略，可以透過專注於收益率曲線的各個部分或股票市場的特定行業進行交易，捕捉有可能超越基金績效基準並獲得主動回報的交易機會；透過衍生品接觸難以直接交易的市場，可以在全球範圍內實現投資組合多元化，促進高效率的投資組合管理和資產配置，並符合基金的投資目標。

對沖基金可以透過衍生品來實現其槓桿化投資回報目標。對沖基金是為成熟客戶而不是零售客戶設計的，是由專業投資公司管理的私人集合投資工具。與其他投資基金相比，對沖基金能夠賣空證券並利用槓桿擴大投資頭寸，故其最低投資金額通常較高。對沖基金透過衍生品，可以管理利率、股票價值、貨幣價格和其他資產的風險敞口；可以透過槓桿放大回報，以更有效率、更具成本效益的方式進入多元化市場並執行投資策略；透過制定客製化的投資策略（風險套利、波動性交易等）從市場波動中快速獲利。

退休基金可以透過衍生品來實現其投資組合的穩健目標。退休基金當前約75%的資產投資於債券和股票的組合，退休基金資產管理的目標是要滿足未來退休人員的需求，並防止因

⁸ 引用自ISDA，網路連接：<https://www.isda.org/a/FSbgE/Derivatives-Usage-and-the-Buy-Side-Asia-Pacific-Perspectives.pdf>

市場價格波動而造成基金價值下跌。退休基金可以透過衍生品來實現穩健目標。具體包括：透過衍生品來控制利率、通貨膨脹、外匯和股票價格波動的風險；透過衍生品快速調整投資組合以因應不斷變化的市場狀況。透過衍生品提供動態資產配置，透過制定負責任的衍生品政策，獲取市場知名度，提振投資者信心。

保險公司可以透過衍生品來應對壽險以及財險未來增長的索賠需求。隨著人口老齡化、醫療費用增加、退休人員的支付以及保單持有人的索賠，保險公司的營運面臨很大挑戰。為了應對這些挑戰，保險公司透過利用衍生品來降低各種風險。具體包括：透過衍生品來對沖與退休金保障相關的合約保護；透過衍生品來管理固定期限投資、長期債務和保險合約保證利率的利率風險；透過衍生品在投資組合或宏觀層面限制股權風險，以防範股市價格下跌；透過衍生品管理流動性頭寸，包括福利和索賠的付款期限；透過衍生品更精確地調整資產和負債組合，以優化資產負債表為目的進行風險轉移，以更有效地滿足監理資本要求。

非交易商銀行可以透過衍生品來實現其管理資產負債表的目標。銀行的活動涉及多種風險，包括貸款的信用風險、資產負債表兩邊的利率風險、融資和貿易應收款的外匯風險、以及資產和負債的期限錯配所造成的流動性風險。非交易商銀行透過衍生品來管理風險敞口。比如：透過利率衍生品管理其持有長期債券相關的利率風險；透過信用衍生品來管理存在於其貸款組合中的信用風險；透過衍生品管理其貸款資產與存款負債的錯配風險，使銀行能夠建立更廣泛、更符合客戶需求以及經濟需求的資產和負債。

不同的機構投資者針對自己的營運模式，透過使用衍生品來進行自己的風險管理。不光可以管理全球多元化的投資組合來提高資產配置效率，還可以降低投資組合風險。無論是資產配置，或是降低風險，機構投資者帶來了期貨等衍生品市場的流動性，充分的流動性是滿足實體企業避險需求的必要條件，二者同時發力，以實體企業避險為信用保證的期貨價格，才是具備公信力和影響力的價格。

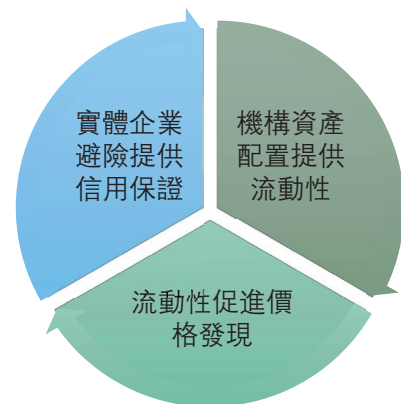


圖5、期貨市場三大功能之循環

多層次市場體系是構建資產管理中心之基礎

在數位轉型時代，亞太地區的金融環境正在不斷發展，以滿足不斷變化的市場需求。期貨等衍生品市場不僅為企業提供風險緩解工具，而且還充當創新、投資和有效資本配置的催化劑。衍生品市場的深化增加了流動性並促進了價格發現。這對於吸引尋求投資亞太地區光明的經濟前景的國內和國際投資者至關重要。

從實體企業視角出發，衍生品服務於企業避險，無論是與價格波動風險相配的經營活動，還是與外匯、利率風險相配的投融資活動。透過使用衍生品，企業對於所有的活動都能

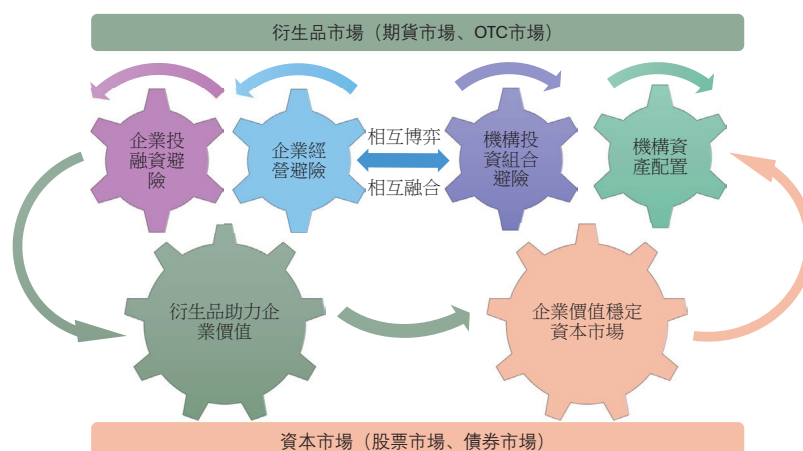


圖6、資本市場、衍生品市場以及企業避險和機構資產配置之關係

進行管理和設計，如ADM一般連續16年都保持淨利潤率的增長，不得不說這是衍生品對於企業經營效用的最佳實踐呈現。企業透過衍生品更好的管理自己的利潤和現金流，從而實現企業價值，對於其在資本市場上的估值有了核心支柱，從而形成對資本市場最有力的支撐。

從機構投資者視角出發，期貨等衍生品市場的存在，增強了機構投資者投資資本市場的信心，透過衍生品市場對其投資組合進行風險對沖。此外，還能透過衍生品構建多元化的投資組合，外匯、利率、股指、商品都將成為投資者的青睞。各種市場參與者利用衍生性商品作為避險工具，可以減少波動性，穩定經營業績，降低資金成本，增強投資人信心。當機構類資金進入期貨市場，提供流動性，這樣整體期貨市場規模才能擴大，大的實體企業敞口才能進來避險。同時，機構之間場外合約敞口，場內進場對沖這樣才能循環起來。而且規模越大，參與者越多元，風險就越分散，金融體系層次越高，穩健性就越好。

從未來視角出發，隨著宏觀經濟的下行以及市場競爭的充分加劇，未來實體企業必然要面臨如同四大糧商以及中糧類似“期現”結合的一體化經營趨勢，機構投資者也要發掘更多市場之間的機會，才能具備競爭優勢。可以想像，未來產業資本與金融資本也將從博弈走向一定程度的融合，這將會帶來衍生品市場與資本市場的相互促進。

從歷史視角出發，筆者認為事實上衍生品市場存在的本質，就是在於解決工業化帶來的產能過剩問題。傳統的企業經營哲學是以時間換空間，而衍生品市場給了企業以空間換時間的機會。企業透過避險，以空間換時間。市場透過套利，以時間換空間。企業透過衍生品將未來的收益於當下確認，市場參與者透過期現時空的錯配來進行資產重新分配。當今時代，企業發展是債務經濟。當企業的債務遇到困難的時候，就需要透過流動性來改善經營，只要企業的流動性大於營利性，透過期貨等衍生品避險就能在危機中將營運風險化解於無形，穿越週期。

CNFA

（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。）