

# 美國企業避險百年 認定演變



昭韓、龐婷方

美國企業避險認定是伴隨著期貨市場監管以及投機限倉而發生的。監管機構在防止市場過度投機的同時又要保證不能影響到期貨市場的定價和避險功能的發揮。

隨著市場的不斷變化，CFTC不斷修訂限倉制度（**position limits**）並逐步完善善意避險（**Bona fide hedging**）豁免範圍。梳理這段歷史過程有助於期貨人更好地瞭解企業避險與期貨市場之監管關係，提升服務實體企業之效用。

## 美國企業避險認定脈絡與避險行為之法條定義

美國企業避險認定脈絡是與期貨市場的監管以及限倉制度同步進行的。從1936年的《商品交易法》（**CEA**）開始，限倉制度（**position limits**）便與善意避險（**Bona fide hedging**）伴隨發生。只要實體企業符合善意避險的定義，便可以不用遵守限倉制度，從而得到豁免。監管機構在防止市場過度投機的同時又要保證不能影響到期貨市場的定價和避險功能的發揮，因而不停地在投機限倉與企業避險倉位豁免中進行平衡。

隨著現貨貿易以及衍生品市場的逐步發展，善意避險的定義也在逐步發生變化，從1936年的狹義定義“期貨合約的銷售與購買，並透過相同現貨商品的購買和銷售來抵消。”到1956年將預期交易納入其中，再到1987年擴展至金融期貨的避險策略，再到2006年逐步發展到Swap（掉期）交易商的豁免。監管機構對善意避險的認定從有限的豁免到風險管理豁免，直到2008年金融危機後，美國商品期貨交易委員會（**CFTC**）決定再從風險管理豁免到有限的豁免，加強了對Swap交易商的監管並在隨後的十多年中摸索、修訂、完善限倉制度與善意避險定義，最終於2020年發布衍生品限倉規則（**position limits for derivatives**）<sup>1</sup>並列舉出11種善意避險情形供企業申請豁免（見圖3）。

<sup>1</sup> <https://www.cftc.gov/IndustryOversight/MarketSurveillance/SpeculativeLimits/index.htm>

美國企業避險行為界定從“法律—會計—善意避險”方面在《商品交易法》（CEA）中形成了統一<sup>2</sup>。

最新的美國《商品交易法》中定義，避險是指為對沖或減輕商業風險目的而持有衍生品部位，該部位需滿足下列情況：該部位用於管理商業企業及其附屬公司的風險<sup>3</sup>，或該部位符合善意避險認定，獲得CFTC的限倉豁免；或該部位可被認定為避險工具，符合應用於商業主體的避險會計ASC-815準則或應用於政府主體的避險會計GASB-53號準則。只要滿足這三種情況之一，就屬於企業避險行為。這便在法律層面，將企業避險行為、善意避險交易的倉位豁免以及避險會計達成了統一，便於形成市場共識，提升整體理念認知。

此外，CEA中還指出，滿足該避險的衍生品部位，其目的既不是投機、也不是投資和交易（speculation, investing or trading），且該部位不包括Swap交易商之間的對沖以及有擔保的互換部位，除非該互換部位用於對沖上述定義的商業風險。即，只有實體終端用戶以及因與終端用戶簽署Swap協議而需要避險的Swap交易商才能獲得豁免。

以上為美國企業避險認定的整體脈絡思路和避險行為在法條中的定義。本文中主要針對企業避險的監管認定問題而展開闡述，並展現美國監管歷史與企業的避險需求是如何逐步地走向統一。

## 美國企業避險認定百年歷史監管演變

第一次世界大戰和大蕭條推動了美國聯邦對期貨市場實施監管並對投機進行限倉。第一次世界大戰期間，美國穀物期貨價格暴跌，引發民眾不滿。1921年，國會起草《期貨交易法》打算對期貨市場實施監管，但因以徵稅權作為立法基礎被最高法院裁定違憲。於是，第二年以《穀物期貨法》重新提交國會，其實質性的監管內容與《期貨交易法》一致，主要是規定期貨交易必須在聯邦機構指定的合約市場內進行，即聯邦機構認可的期貨交易所。在未被認可的合約市場內所進行的交易為非法交易。聯邦機構監管期貨市場的目的是為了防止過度投機，對現貨貿易市場造成負擔或影響，影響到期貨價格的定價以及避險功能發揮，但對投機進行何種限制卻並未在該法中明確。該法實質上給予了合約市場壟斷期貨交易的權力，現在來看或許這也是造成美國農產品以及能源期貨價格成為定價基準的一個重要監管因素。事實上，在整個20-30年代，美國對投機要不要限制、何種限制，進行了多年的討論和論證。最終相關的調查研究顯示<sup>4</sup>，大規模的投機部位是會導致價格劇烈或不合理的波動，即使沒

<sup>2</sup> 17 CFR 1.3

<sup>3</sup> 該風險來自於：資產的價值變化（企業或個人擁有、生產、製造、加工或銷售的資產價值變化）；負債的價值變化（企業或個人已經發生的負債價值變化）；服務的價值變化（企業或個人提供、購買以及銷售服務的價值變化）；預期的資產、負債、服務的價值變化；由外匯、利率、貨幣變動引起的資產、負債、服務的價值變化；由外匯、利率、貨幣變動引起的預期的資產、負債、服務的價值變化。

<sup>4</sup> <https://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/berkovitzstatement072809>

有操縱意圖。對投機進行限制慢慢形成了市場共識，隨著大蕭條的到來以及羅斯福總統的上台，推動對期貨交易實施投機限倉就變得順理成章了。

1936年《商品交易法》（CEA）首次賦予聯邦機構對投機交易進行限制並對善意避險進行豁免。1936年的CEA第4a條中規定：“當市場價格發生不合理變動，商品交易委員會（CEC）在認為必要的時候，可以對合約市場內的交易量進行限制，以消除對現貨貿易的影響或減少不必要的負擔”。但國會將“善意避險”交易排除在限制之外，可以予以豁免。國會將善意避險定義為：“**期貨合約的銷售與購買，並透過相同現貨商品的購買和銷售來抵消。**”該定義現在來看是過於狹義了，要求必須要有現貨商品才能進行期貨交易，現貨與期貨合約必須是同一標的，顯然是不能夠滿足市場需求的。

50-60年代，國會將預期交易納入善意避險範圍內。直到1974年CFTC成立，被正式授予統一善意避險的定義並監管所有的商品期貨。

50-60年代，正值美蘇冷戰的關鍵期，大宗商品貿易商也經常幫助蘇聯購買美國糧食並在其期貨市場進行預期交易避險，市場也常常擔憂蘇聯會不會是在擾亂美國的期貨市場價格。不過實體企業普遍認為當前的善意避險範圍太過於嚴格，不足以滿足避險需求。因此，1956年國會做出回應，在進行CEA的修訂中將預期交易（加工商和製造商的預期需求）納入善意避險定義中<sup>5</sup>。

70年代，隨著布雷頓森林體系解體，黃金以及大宗商品價格一路飛升（見圖1），實體企業再次擔心善意避險的定義過於嚴格。因此，為更好的監管期貨市場，1974年國會成立CFTC，且被國會授予統一認定善意避險的定義以及監管所有商品期貨合約的權力。對期貨交易的限倉擴大到農產品以外的所有合約。在1974年的《商品交易法》中，CFTC被賦予廣泛的權利來定義善意避險，但需遵守前提條件：“**該定義可允許商品或衍生產品的生產者、購買者、銷售者、中間商和使用者對其合法的預期商業需求進行避險……**”。CFTC通過列舉善意避險清單來為商業實體的避險需求進行限倉豁免，並首次引入非列舉程序作為豁免的補充，盡最大限度滿足所有實體的商業預期需求，甚至包括一些價差和套利也可以進行豁免。

80年代隨著金融期貨的出現，CFTC考慮將機構投資者利用金融期貨進行避險的交易納入豁免範圍。70-80年代的衍生品市場發生了很大的變化，市場依舊在擔心善意避險豁免的範圍不夠大，CFTC也曾一度考慮放鬆對所有合約的限制，但80年代發生的亨特兄弟白銀操縱案，讓CFTC撤銷了放寬考慮，繼續對所有期貨合約進行限倉。隨著金融期貨的出現，國會發現目前的善意避險定義似乎缺乏對機構投資者應用金融期貨進行避險的豁免考量。市場上，金融期貨的各類用戶和潛在用戶也都表示擔心，與實體商品市場交易的過於嚴格，使得許多原本可以降低風險的策略無法被歸類為避險策略。因此，1987年CFTC發布聲明，對善意避險進行定義解釋並表示：“**要成為善意避險，期貨市場的交易不需要暫時取代現貨市場中的後續交易，而且應包括所有降低風險且與此解釋一致的資產負債表和其他交易策略。**”

<sup>5</sup> <https://www.congress.gov/bill/84th-congress/house-bill/9333/text>

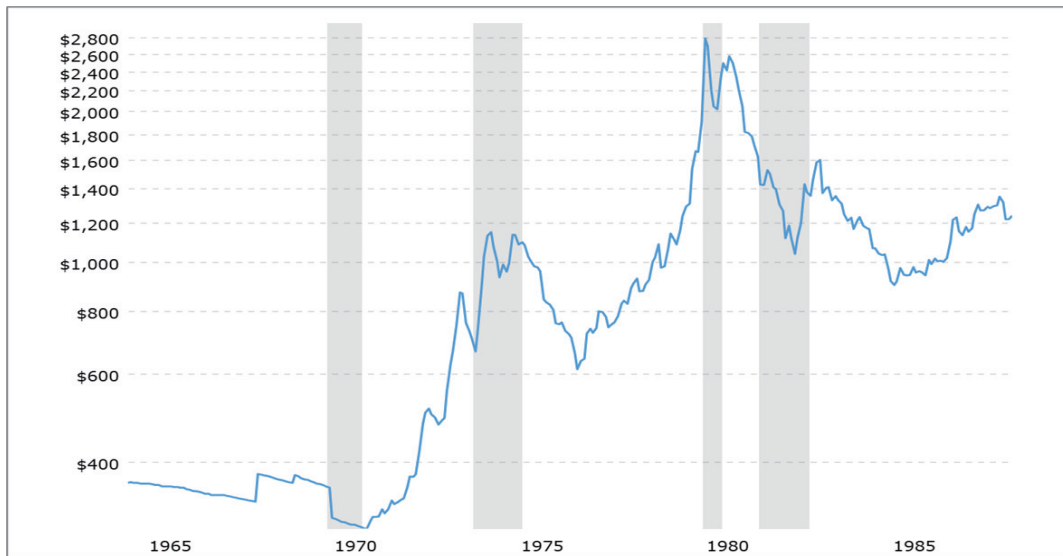


圖1、國際黃金價格（1965年-1985年），macro trends

90年代後的此後16年是美國金融監管逐步放鬆與創新的年代，限倉制度中引入了交易所的持倉問責制，對Swap交易商及指數交易商逐步進行豁免。

隨著外匯期貨、利率期貨等交易規模的擴大，是否有必要按照傳統方式對合約進行倉位限制令市場產生懷疑。因為外匯、利率以及某些選擇權的應用非常大，市場深度和流動性持續增長，很難發生操縱。同時在能源和有色金屬行業發生了巨大的產業變化，某些能源和金屬期貨價格成為了全球商品現貨貿易的定價基準，市場深度和流動性也持續增長，成為類似金融期貨的不易操縱的合約市場。因此，對於在期貨和現貨市場都表現出最高流動性且易於套利的金融工具的期貨合約和選擇權，CFTC允許對非常大的投機部位免於設定絕對的固定限額而採用持倉問責制並將該權力下放至交易所。隨後也允許在能源合約中採用類似的持倉問責制。但CFTC也表示，對於實體商品，該種持倉豁免僅僅適用於延期交易月份，**對現貨月份仍然繼續適用限倉規定，即將現貨月份持倉數量限制在不超過預計現貨月份可交割供應量的四分之一水平。**

90年代前後，是場外市場飛速發展的年代。1985年國際互換與衍生工具協會（ISDA）成立，場外工具和合約文本都開始標準化，Swap交易商開始發展壯大。1991年前後，CFTC向多家Swap交易商授予善意避險豁免。這些交易商主要投資商品指數並透過期貨市場來進行價格避險，前提是這些豁免的期貨部位必須要能抵消特定價格風險且持倉不得結轉入現貨月份。但跟蹤商品指數的交易所交易基金（ETF）並未被考慮在內。CFTC認為，ETF跟蹤的是商品指數，並不能確保其部位能夠清晰抵消價格風險。事實上，對於隨後的ETF市場發展，CFTC儘管並沒有明確豁免但基本也是對其發布不採取行動函。直到2000年《商品期貨現代化法案》（CFMA）頒布後，國會明確授權CFTC使用持倉問責制來作為限倉制度的補充替代手段，同時允許ETF基金經理可以申請超出既定的持倉限額，而不必繼續依賴不採取行動函。ETF指數基金獲得豁免。CFTC的善意避險定義也從有限的豁免變為風險管理豁免。即只

要滿足風險管理目的都可以，無論是實體還是金融機構。

2000年前後，證券交易委員會（SEC）也應市場需求，授權會計準則理事會（FASB）制定相應的衍生品會計準則FAS-133並發表一系列的應用指南<sup>6</sup>。這些準則及指南也隨後成為全球衍生品財務方面的權威標準。當時也是受到安然財務造假等一系列衍生品業務事件的衝擊，監管部門立刻採取行動，研究如何將表外的衍生品業務納入表內，在財務報表中體現出來。次貸危機衝擊後，更是全面修訂金融工具準則以及避險會計。最終，SEC於2017年年底頒布新的避險會計準則ASC-815，以期更符合企業避險實務需求。

08年次貸危機後，CFTC開始對Swap交易商進行監管，包括場內場外。善意避險也從風險管理豁免再次變為有限的豁免。07、08年金融危機前後，能源價格暴漲遠超歷史（見圖2），就能源價格問題，國會曾舉行多場聽證會<sup>7</sup>，討論是否為指數交易商推高了商品價格，使得供需信息失衡。而在此之前，CFTC基本不對Swap交易進行監管。08年雷曼兄弟破產等事件，凸顯出一系列場外監管引發的系統性風險。2010年《多德—弗蘭克法案》（Dodd-Frank Act）的頒布，其中對Swap交易商開始進行監管，包括Swap交易商的註冊與資本金要求、場外引入場內集中清算要求、Swap交易的登記、註冊與報告等。大宗商品方面最引人注目的是“沃爾克規則”，即不允許銀行的自營部門開展大宗商品交易。這也間接導致後續幾年像高盛等國際金融機構剝離自己的大宗商品交易部門，這些被剝離出去的部門大部分又流向了新興市場中。在Swap豁免方面，CFTC僅允許實體企業作為最終用戶，通過Swap交易進行避險才能申請豁免。

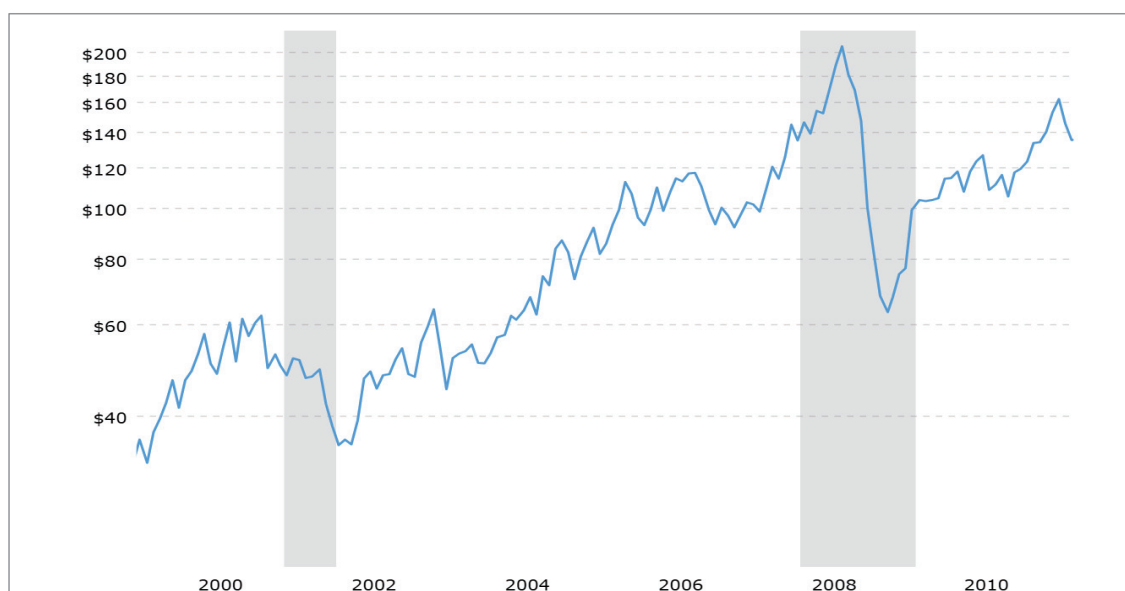


圖2、美國WTI原油期貨價格（2000年-2008年），macrotrends

<sup>6</sup> <https://www.fasb.org/page/PageContent?pagelId=/Archive/superseded-standards/fasb-guidance-on-statement-133-implementation-issues-index.html>

<sup>7</sup> <https://www.cftc.gov/PressRoom/Events/oeaevent072809>

自次貸危機後，長達十年的時間裏，CFTC對Swap交易商一步步監管，透過摸索與實踐，最終於2020年發布了較為完善的衍生品限倉規則<sup>8</sup>。在該限倉規則中對善意避險進行了完善的定義且列舉出了11種具體的善意避險交易情形供企業參考。對於不屬於清單中的“善意避險交易”，企業可以透過非列舉的程序向交易所申請豁免，且允許在超倉5個工作日內向交易所進行申報。

該規則中，善意避險的定義<sup>9</sup>，需同時滿足以下3個測試條件：該交易代表稍後在實體行銷管道中已進行或將要進行的交易，或已持有或將要持有的部位替代品（臨時替代測試）；該交易在經濟上適合降低商業企業經營和管理中的價格風險（經濟適當性測試）；該風險源於資產、負債以及服務的價值變化（價值變化測試）。

滿足以上3個測試的11種善意避險交易情形（見圖3）都可以進行倉位豁免。這11種情形分別為：持有的存貨和固定價格的採購合約避險、固定價格的銷售合約避險、浮動價格的採購和銷售合約避險、未銷售的預期產量避險、未滿足的預期需求避險、預期採購與銷售避險、委託代理商避險、預期服務避險、與產量相關的預期礦產特許權使用費避險、商品貿易選擇權抵消以及跨商品對沖。

CFTC列舉的善意避險情形		
Hedges of inventory and cash commodity fixed-price purchase contracts	存貨以及現貨商品固定價格採購合約的避險	衍生品空頭部位，不超過存貨或現貨固定價格採購合約的規模。
Hedges of cash commodity fixed-price sales contracts	現貨商品固定價格銷售合約的避險	衍生品多頭部位，不超過現貨銷售產品或等量副產品的規模
Hedges of offsetting unfixed-price cash commodity sales and purchases	現貨商品浮動價格採購和銷售合約抵消後的淨部位避險	衍生品多頭或空頭部位，不超過抵消後的現貨規模。可以是同一衍生工具的不同交割月份合約，也可以是同一標的不同衍生工具合約，無論是否是同一月份
Hedges of unsold anticipated production	未銷售的預期產量避險	衍生品空頭部位，不超過現貨預期產量規模
Hedges of unfilled anticipated requirements	未滿足的預期需求避險	衍生品多頭部位，不超過預期需求，該需求用於生產、製造、使用或再銷售來滿足用戶使用
Hedges of anticipated merchandising	預期採購或銷售的避險	衍生品部位不超過12個月內的採購或銷售需求，且該需求最後被滿足，即證明現貨最終發生
Hedges by agents	透過代理商避險	代理商並不實際擁有或以固定價格採銷現貨，僅負責現貨商品的銷售，該現貨商品有避險部位，且代理商與現貨擁有者之間有簽署明確代理協議
Hedges of anticipated mineral royalties	預期礦產特許權使用費避險	衍生品空頭部位，透過特許權使用費的價值變化來進行抵消。該礦產使用費與現貨產量相關。
Hedges of anticipated services	預期服務避險	衍生品部位，通過應收/應付或預期的款項收付在已執行服務合約下進行抵消。該合約與商品的生產、製造、加工、使用以及運輸有關
Offsets of commodity trade options	商品貿易選擇權抵消	含有選擇權，衍生品部位透過期貨進行等價替代
Cross-commodity hedges	跨商品對沖	該衍生品部位與非標的物現貨商品價值變化密切相關

圖3、CFTC在限倉制度中列舉的善意避險交易情形認定

<sup>8</sup> 17 CRF 150

<sup>9</sup> 17 CFR 150.1

此外，對於透過Swap進行避險的實體企業以及與該企業簽署Swap而進行反向對沖的Swap交易商都可以納入善意避險的範圍，從而獲得倉位豁免。

除了符合善意避險定義能夠獲得倉位豁免外，對於一些價差或套利策略也可以獲得豁免。但該價差必須是CFTC定義的且符合行業慣例才可以。比如：價差交易是指市場內價差、市場間價差、商品內價差以及商品間價差，包括日曆價差、品質差異價差、加工價差、產品或副產品差異價差或期貨選擇權價差。這些策略大多數都掛鉤產品和副產品之間的關聯。筆者認為，像常見的大豆壓榨套利、虛擬鋼廠等等這些就可以歸為獲得豁免的價差套利策略。

### 美國企業避險監管認定演變之啟示

美國企業避險的規模化應用得益於其監管認定的統一。梳理整個美國企業避險認定監管歷史，能夠看到CFTC對善意避險的定義擁有統一認定的權力。在以CFTC為主導，SEC為輔助的配合下，企業避險交易、倉位豁免以及避險會計能夠進行很好的配合，最終在國會層面將其統一於《商品交易法》中，這有助於監管的一致性以及形成市場共識。

為何這樣說？事實上，大陸企業近幾年的避險需求也非常強烈，且從相關的監管制度面上也基本與美國趨同，但企業參與度一直不能很好的成規模化。除卻大陸以公有制為主體的經濟制度外，一個重要的原因就是作為避險主力軍的國有企業，以國資委的制度為主，證監會和滬深交易所的相關制度層級不夠，且幾個監管部門之間對企業避險的相關認定標準不一，導致實踐中亂象較多，無法形成市場共識。

近幾年，臺灣的企業也越來越關注企業避險。特別對於上市櫃公司，當衍生品業務發生虧損或觸發臨時公告資訊披露時，對企業來說壓力也比較大。合規、財務以及避險的認定也會是期貨人以及實體企業最為關切的議題。因此，梳理美國企業避險的認定演變過程，有助於我們更加清晰認知企業避險以及相關監管制度的制定。

從美國企業避險認定的監管歷史變化看，企業避險的情形都隨著市場處在不斷的變化中，而CFTC作為統一善意避險定義以及倉位限制的監管機構，始終都在市場與監管中摸索前進。瞭解這段歷史，有助於我們期貨人更好地理解企業避險與期貨市場之監管關係，提升服務實體企業之效用。



（作者是業內有避險理論和業務實踐的專業人士，對企業避險經營、衍生品市場以及監管制度有深入研究，曾為多家大型企業的避險業務進行體系化培訓，有豐富的避險會計經驗。）