

——天使抑或恶魔

金融衍生品

陈信华

叶龙森

著

上海财经大学出版社

金融衍生品： 天使抑或恶魔

陈信华 叶龙森 著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融衍生品: 天使抑或恶魔/陈信华, 叶龙森著. —上海: 上海财经大学出版社, 2007. 8

ISBN 978-7-81098-963-3/F · 917

I. 金… II. ①陈…②叶… III. 金融市场-基础知识 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 077884 号

□ 责任编辑 王永长

□ 封面设计 周卫民

JINRONG YANSHENGPIN; TIANSHI YIHUO EMO

金融衍生品: 天使抑或恶魔

陈信华 叶龙森 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海竞成印务有限公司印刷装订
2007 年 8 月第 1 版 2007 年 8 月第 1 次印刷

710mm×1000mm 1/16 16.25 印张 283 千字

印数: 0 001—4 000 定价: 26.00 元

序 言

一直以来,金融衍生品笼罩着一层神秘的光环。虽然金融衍生品的诞生主要是为了满足风险管理的需求,如最早的金融衍生品——外币期货,就是在 20 世纪 70 年代初布雷顿森林体系崩溃之际、石油危机冲击之时,为防范外汇风险而在金融市场发展起来的。然而,金融衍生品却在激烈的投机搏杀中声名远扬,不少投机者因金融衍生品交易的失败而遭受灭顶之灾。

1995 年 2 月,具有 230 多年悠久历史的英国巴林银行因为金融衍生品交易(日经 225 指数期货交易)的失败而在顷刻之间倒闭。酿成这桩 12.5 亿美元巨亏损事件的始作俑者是巴林银行派驻新加坡国际货币交易所(SIMEX)的首席交易员尼克·里森(Nicholas Leeson),灾难发生时年仅 28 岁。

事有凑巧,时隔 10 年,也同样是在新加坡,中国航油(新加坡)股份有限公司(China Aviation Oil, CAO)也因为炒作金融衍生品失败而导致资金枯竭、资不抵债,最终不得不向新加坡法院申请破产保护。中航油(新加坡)在一系列的石油期权和石油互换交易中,累计损失高达 5.54 亿美元。导致这桩丑闻的罪魁祸首,是时任中国航空油料集团公司副总经理、中国航油(新加坡)股份有限公司执行董事兼总裁(CEO)的陈久霖,时年 43 岁。

金融衍生品与保值交易与投机交易难分难解,它所包含的创新理念、进取精神、开拓勇气一直为人们所推崇和追求。然而,有时历史也会开天大的玩笑:曾经是世界上最大的能源交易商、却在一夜之间轰然倒塌的安然公司,虽然其倒闭与金融衍生品交易并无直接关系,但安然公司却是在电能和天然气领域最先引入并开拓衍生品交易的“先驱”,为此它曾连续 4 年荣获

“美国最具创新精神的公司”称号。就是这样一个被华尔街竞相追捧的宠儿,竟然爆出美国历史上最大的公司丑闻,创下美国历史上最大的破产纪录^①。

30 多年来,金融衍生品市场经历了惊人的发展,其规模已远远超过股市或债市的规模。根据 2003 年底的估计,全球的衍生证券市场大约为 270 万亿美元,而全球股市为 30 万亿美元,前者为后者的 9 倍^②。衍生品市场的发展一方面为风险管理提供了许多非常有利的工具,与此同时,由于其所具有的强大杠杆作用,也给金融衍生品交易带来了巨大的风险。金融衍生工具在得到了太多的赞誉的同时,也受到了太多的责难。因为它是一把锋利的“双刃剑”,运用得当的话它在风险管理领域可谓是“游刃有余”;然而一旦失手就会造成重大伤害,甚至造成无法挽回的灾难性后果。

那么:

什么是金融衍生品?

衍生品交易有哪些分类?

各种金融衍生品的交易特征是什么?

如何运用金融衍生品来进行套期保值?

衍生品投机又是怎么回事?

衍生工具交易导致公司财务损失或倒闭的典型案列有哪些?

这些重大事件的经验教训在什么地方?

金融衍生品在风险管理中起什么作用?

衍生品市场的最新发展趋势如何?

我们应如何抓住机遇、迎接挑战?

.....

本书将为上述问题提供释疑解惑的答案。

尽管金融衍生品的开发与定价过程涉及到深奥的数学模型和复杂的统计方法,有不少人认为金融衍生品是由少数天才的专家为富有经验的老手专门设计、建模、定价、上市和交易的。实际上,对于大众来说,金融衍生品

^① 安然公司在破产申请文件中开列的资产总额为 498 亿美元,超过德士古公司 1987 年提出破产申请时的 359 亿美元,为美国有史以来最大一宗破产案。不过,这一记录很快就被随后揭露出来的美国世通公司丑闻所超过。

^② 参见 Philippe Jorion, 2005, *Financial Risk Manager Handbook*, 3rd Edition: Wiley.

还是可以理解和把握的。本书写作的宗旨在于通过循序渐进的原理介绍和深入浅出的案例分析,使广大读者能基本了解金融衍生品的本质特征,并掌握不同金融衍生品的收益和潜在风险,以便在有可能的条件下有效地去使用它们,为企业或个人发现价值、创造价值以及实现防范风险的目的服务。

陈信华 叶龙森
2007年1月17日

目 录

序言	(1)
第一章 中航油(新加坡)的折戟沉沙	(1)
一、“走出去”战略棋盘上的“过河尖兵”	(2)
二、来自中国的“打工皇帝”	(3)
三、金融衍生品的诱惑——从保值交易到投机交易	(4)
四、冀望行情翻转:挪盘的决策错上加错	(7)
五、噩梦的隐患:风险控制体系形同虚设	(9)
六、赌徒本性的“生死一搏”最终却压垮了中航油(新加坡)	(11)
七、从封面人物到阶下囚:令人扼腕的教训	(14)
第二章 金融衍生品交易失败的其他著名案例	(19)
一、巴林银行倒闭的案例	(19)
二、日本住友商社铜期市巨亏案例	(24)
三、国储铜事件	(29)
四、中盛粮油豆油期市巨亏事件	(33)
五、衍生品:避险工具还是灾星?	(39)
第三章 金融衍生品概述	(41)
一、金融衍生品的定义及其分类	(41)
二、金融衍生品市场的诞生与发展	(44)

三、金融衍生品市场的规模	(47)
四、中国试办金融衍生品交易的经验教训	(58)
第四章 远期/期货类产品	(67)
一、外汇市场上的远期合约	(67)
二、货币市场上的远期合约	(75)
三、期货类产品	(79)
四、商品期货	(86)
五、金融期货和指数期货	(88)
第五章 期权类产品	(97)
一、期权的定义、分类与期权交易的特点	(97)
二、期权合约的面额、执行价格及期权费	(107)
三、期权定价:金融中的高科技	(113)
四、期权交易在风险管理中的运用	(123)
五、奇异期权:金融工程师的智慧结晶	(142)
六、期权与远期、期货、互换等其他衍生工具的组合	(154)
第六章 掉期/互换类产品	(163)
一、外汇市场上的掉期交易	(163)
二、货币互换与利率互换	(166)
三、非标准的利率互换交易	(180)
四、资产互换、股权互换与商品互换	(184)
第七章 衍生品市场的新宠:信用、天气、房地产	(190)
一、信用风险管理 with 信用衍生品市场	(191)
二、天气衍生品	(200)
三、房地产衍生品	(208)
第八章 衍生品交易与金融风险管理	(214)
一、风险管理的基本概念	(214)
二、风险管理:一个动态的过程	(219)

三、在险价值(VaR)	(227)
四、建立有效的风险管理系统	(240)
参考文献	(245)
后 记	(247)

第一章

中航油(新加坡)的折戟沉沙

2004年11月30日,从中国航油(新加坡)股份有限公司(China Aviation Oil, CAO)[以下简称中航油(新加坡)或CAO]传来消息:该公司因石油衍生产品交易失败,总计亏损5.5亿美元,已严重资不抵债(公司净资产为1.45亿美元),为此向新加坡最高法院申请破产保护。这是继10年前英国巴林银行这家具有232年悠久历史的老牌银行倒闭之后,在新加坡金融衍生品市场爆出的又一宗特大丑闻。

这真是一场噩梦!曾几何时,中航油(新加坡)公司在国内被当作国有企业实施“走出去”战略的过河尖兵。在新加坡,它一度是名声最好、业绩最佳的中国上市公司,甚至还被认为是亚太地区成长最快、最有效率的公司之一,新加坡国立大学也因此将其编入MBA课程的教学案例之中。然而,转瞬之间,“忽喇喇似大厦倾,昏惨惨似灯将尽”。如此出色的公司突然面临破产清算的严重后果,而公司的5名高管也被正式起诉,将难逃牢狱之灾。

中航油(新加坡)公司的这场灾难缘何而起?谁是罪魁祸首?这原本是一家什么性质的企业?它为什么会涉足金融衍生品交易?哪些运作环节出了问题?公司的风险管理体系为何不起作用?国有企业的制度性缺陷表现在什么地方?经验教训又在哪里?让我们从头一一道来。

一、“走出去”战略棋盘上的“过河尖兵”

中航油(新加坡)公司最先是作为一家合资企业于1993年5月26日在新加坡登记注册的。合资的三方为中国航空油料供应公司(China Aviation Oil Supply Corporation, CAOSC)、中国外贸运输总公司(China Foreign Trade Transport Corporation)以及新加坡海皇轮船有限公司(Neptune Orient Lines Ltd.),三方各持有公司1/3的股权。

1995年2月14日,在中国航油油料供应公司收购了其他合资伙伴所拥有的对中航油(新加坡)公司股权之后,CAO成为其全资持股的一家子公司。CAOSC原本打算将CAO作为其在海外的一个业务窗口,但一直到1997年7月CAO才开始正式营运,从国际市场上为CAOSC进口航油。

此后,中航油的业务开始快速发展。在公司正式开始营运的第2年(1998年),其营业额就达到1.707亿新元,税前利润约为710万新元。到了2000年,中航油已占据了全国航油进口92%的市场份额,公司的营业总额升至9.637亿新元,税前利润也增至1.620万新元。

2001年12月6日,中航油(新加坡)股份有限公司在新加坡交易所挂牌上市,CAOSC所持有的中航油(新加坡)股份有限公司的股权降至75%。在随后的2002~2003年间,根据国家有关企业单位与政府机构脱离的规定,中国航空油料集团公司(China Aviation Oil Holding Company, CAOHC)成立。2003年4月23日,CAOSC完成了将它所持有的CAO股权全部转移给CAOHC的程序,自己也成为CAOHC下属的一家子公司。

由于历史原因,CAOHC尚未与民航总局脱钩,它是国内唯一一家集航空油品采购、运输、储存、供应、销售于一体的国有企业,在国内将近100个机场建立了航油供给网络,为108条国内和国际航线提供加油业务,而且还得到了民航总局的授权负责航油进口配额的派发工作。而中航油(新加坡)股份有限公司作为CAOHC的子公司,是中国民航系统的独家航油进口商,几乎包揽了全国所有的航油进口业务。公司上市的招股说明书称:中航油(新加坡)股份有限公司的主营业务是航油的采购与进口,同时还从事诸如柴油、燃料油、原油和塑料等石油产品的交易。

相关资料显示,1990~2005年,伴随着国内航空市场的迅猛发展,中国的航空燃料消费平均每年增长14.8%。2004年,中国航空业每天消耗航油

21.7万桶,年消耗量高达7 920.5万桶;2005年全年更是消耗了9 300万桶航油,创下了历史新高。正是在这样的市场背景下,中航油(新加坡)股份有限公司的营业额和利润额一直高速增长。2003年实现营业额76亿美元,公司的净资产从1997年的21.9万美元猛增高1.28亿美元,国有资产增值幅度高达761倍。公司市值超过65亿元人民币,是2001年12月上市时的4倍。

另外,在新加坡交易所主板市场成功上市、获得大笔资金之后,中航油(新加坡)还通过资本运营,积极向下游整合,投资运营设施、基础设施等下游企业;并通过一系列战略投资和海外收购活动,把业务扩展到东盟和美国等地。如2001年中航油(新加坡)收购西班牙最大的石油设施公司CLH公司5%的股权;同年以3.7亿元人民币收购上海浦东国际机场航空油料有限公司33%的股权;2003年又收购了炼油基地;2004年还收购了英国上市公司富地石油有限公司的全资子公司。

由于业绩骄人,中航油(新加坡)股份有限公司的股票受到市场投资者的追捧。2001年12月CAO股票最初在新加坡股票交易所亮相时,其开盘价仅为每股0.56新元。到了2003年3月,其股票价格攀升到每股1.89新元。

二、来自中国的“打工皇帝”

谈到中航油(新加坡)公司的快速发展,当然离不开该公司的领军人物——陈久霖曾经所做出的贡献。

陈久霖,1961年出生于湖北省黄冈市,在北京大学获文学学士学位。此后,有过在中国政法大学国际私法专业就读研究生的学历,但其企业管理的硕士学位是在新加坡国立大学获得的。中航油(新加坡)公司巨亏事件发生时,陈久霖正在清华大学在职攻读法学博士学位。

陈久霖长期在中央国有企业工作,1997年接手当时处于持续亏损状态的中航油(新加坡)之后,迅速帮助公司摆脱困境,并很快垄断了中国国内航空油品市场的采购权。出事前,陈久霖任中国航空油料集团公司副总经理、中国航油(新加坡)股份有限公司执行董事兼总裁。

陈久霖曾有“打工皇帝”之称。2002年他的税后个人薪酬达到490万新元。按当时1新元兑换4.8元人民币的汇率来折算,约合2 350万元人民币。其中,基本工资约为48万新元(占全部收入的10%),3个月花红12万

新元,外加集团利润分成 430 万新元(占 88%)^①。而在新加坡挂牌上市的其他中资企业中,大部分高级管理人员的薪酬都介于 25 万~50 万新元之间。

中航油(新加坡)奖励机制存在着严重的问题:公司盈利时老总享受利润分成,而公司亏损时却没有什​​么惩罚措施。正是这一极不对称的内部奖励制度,起到了鼓励陈久霖敢于冒巨大市场风险的负面作用。

当然,促使陈久霖敢于冒险也有来自外部的因素。1998 年,中航油(新加坡)开始正式营运的第 2 年,就被新加坡贸易与工业部授予 AOT 奖^②,以表彰其经营业绩对新加坡经济所作出的贡献。这项奖励使公司的合格收入(qualifying income)能在自 1998 年 1 月 1 日起的 5 年期间里享受 10% 的优惠税率。就中航油(新加坡)而言,这里所谓的合格收入不仅是指公司买卖石油和石油产品所形成的收入,而且也包括公司从事以石油或石油产品为基础资产或标的物的金融衍生品交易所产生的盈利。中航油(新加坡)的 AOT(GTP)资格于 2003 年中期得到更新,这意味着从 2003 年 1 月起,公司可再享受 5 年的税收优惠。当然,享受这项奖励要求年交易量达到一定的标准,即公司在 2008 年 12 月以前,累计的实物商品交易量至少达到 45.47 亿新元,累计的衍生品交易量至少达到 136.41 亿新元,而且至少雇佣 15 名从事国际交易的专职人员。

中航油(新加坡)因为过去的成功加强了自信,但随即发展到盲信。而作为公司当家人的陈久霖,更是得意忘形。为了保持自己“打工皇帝”的桂冠,必须使公司的营业额和利润额继续高速增长(拿陈久霖自己的话来讲,就是要让国有资产“疯狂增值”),而仅凭正常的经营业务很难做到这一点。于是,陈久霖铤而走险,开始对石油衍生品交易进行“豪赌”。最后终于折戟沉沙,陷入万劫不复之渊。

三、金融衍生品的诱惑——从保值交易到投机交易

2003 年 4 月,中航油(新加坡)的母公司中国航空油料集团公司(CAO-

① 在巨亏事件发生之后,新加坡最大的投资者团体——新加坡证券投资者协会(The Securities Investors Association of Singapore)代表中航油(新加坡)公司的中小股民要求陈久霖退还其年均高达 460 万新元(价值 280 万美元)的年薪。

② 自 2001 年 6 月起,AOT 奖改名为 GTP 奖。

HC)成为第二批经国家批准有资格进入境外期货交易的企业。而在这之前,中航油(新加坡)招股说明书中在将原油、石油化学产品的采购与交易列为主营业务的同时,明确指出石油衍生品交易是公司的业务之一。但是,招股说明书中提及的衍生品交易仅是期货与互换。招股说明书指出,从事这些衍生品交易的主要目的是:

- (1)对公司每年进口的大量航油所涉及的价格风险进行套期保值;
 - (2)在预期市场价格朝有利方向变动时通过投机交易来获取风险利润。
- 有关中航油(新加坡)从事的金融衍生品交易,有几点值得注意:

首先,鉴于一些大型国有企业从20世纪80年代后期开始在国际期货市场上进行交易,90年代前期相继开始爆出巨亏丑闻,1994年底中国证监会等国家有关部门曾发出联合通知,严禁国有企业从事境外期货交易。在网开一面之后,中国证监会、国家经贸委、外经贸部、国家工商总局和国家外汇管理局于2001年6月联合颁布了《国有企业境外期货套期保值业务管理办法》。该办法规定,取得境外期货业务许可证的企业,只允许进行套期保值业务,不得从事投机交易。同时还规定,期货交易总量应当与其同期现货交易总量相适应,而且只允许买卖不超过12个月的期货合约。但陈久霖擅自以投机为目的从事石油衍生品交易,而且数量巨大,期限也不断被延长,从而埋下了日后发生灾难的隐患。

其次,石油衍生品交易除了以期货、互换等形式进行之外,期权也是一种主要的交易形式。在诸多的金融衍生品中,期货交易只能在交易所里进行,互换则是柜台交易产品,而期权既可在交易所里、又可在柜台进行交易。在交易所里进行的期权交易称作标准期权(standard options)或“君子兰”期权(plain vanilla options),而柜台交易的则都是具有“量体裁衣”性质的奇异期权(exotic options)。中航油(新加坡)所从事的石油衍生品交易都是以柜台交易的形式进行的,其交易对手都是西方国家一些长期浸淫于金融衍生品市场的老牌金融机构。

再次,中航油(新加坡)招股说明书中所披露的衍生品交易中并没有包括期权交易。不仅如此,该公司于2002年在外部审计师的帮助下所制定的风险管理手册(risk management manual, RMM)也没有提及期权交易。陈久霖擅自扩大业务范围,增加了期权交易这个品种。实际上,最终导致中航油(新加坡)蒙受巨额亏损的恰恰就是投机性质的期权交易。

中航油(新加坡)最早是在2002年3月20日开始从事期权交易的。当

时的交易属于与国内航空公司背对背的性质,即国际期权市场上的交易对方不了解或不接受国内航空公司的资信等级,于是由中航油(新加坡)来承担起航空公司可能违约的信用风险,成为交易一方。实际上,背对背交易的实质就是国内航空公司将期权出售给中航油(新加坡),再由后者按相同的交易条件将期权出售给 OTC 市场上的交易对手。2002 年中航油(新加坡)实施了若干项此类性质的期权交易。2002 年的公司年报显示,公司的期权交易曾获得相当利润。

中航油(新加坡)以自己的账户从事投机性质的石油期权交易始于 2003 年 3 月 28 日。所有投机性质的期权交易都由 Gerard Rigby 和 Abdallah Kharma 两位外籍交易员来操盘,据说这两人在衍生品市场上分别有 14 年和 18 年的交易经验。

中航油(新加坡)所从事的衍生品交易量在 2002~2004 年间不断扩大,至 2003 年已超过了实际的石油交易量,而从事衍生品交易所获得的收入早在 2001 年就已超过了实际石油交易所形成的收入。最初,公司认为国际市场上的油价将趋于上涨,这一判断构成了公司制定期权交易策略的基础。事实上,一直到 2003 年第 3 季度,这一判断大体上是准确的,公司因此获得了风险利润。据有关资料披露,2003 年度中航油(新加坡)的风险投资收益占总利润的 65% 以上。

然而,从 2003 年第 4 季度起,中航油(新加坡)对国际油价开始持看跌态度,其从事的期权交易也转为卖空策略。据传,公司总裁陈久霖曾对伦敦国际石油交易所(IPE)和纽约商品交易所(NYNEX)买卖的包括航油在内的石油价格进行过综合分析。结果他发现,在过去 21 年间,这两个交易所的石油平均价格没有超过 30 美元,即使在战争年代的平均价也没有超过 34 美元。尤其是在最近的 2001 年 11 月 6 日,作为国际市场上最重要的原油参考价之一的伦敦北海布伦特原油(North Sea Brunt Crude)期货价格曾一度跌破每桶 19 美元的水平,成为 1999 年 7 月以来的最低价。而石油输出国组织(OPEC)7 种市场监督原油一揽子平均价更是跌至每桶 17.81 美元。

基于对市场油价的这个判断,陈久霖领导的中航油(新加坡)开始陆续以每桶 30~38 美元的协议价格卖空 2004 年第 4 季度到期的石油看涨期权,与此同时,还买进石油看跌期权。实际上,这两种期权交易策略的组合构成了裸露的石油空头寸(naked oil short position)。

结果证明,公司这次下的赌注大错特错。从2003年底开始,国际市场上的原油价格不但没有下跌,反而是一路攀升。于是,亏损在2003年4季度开始显现。如果按照正确的盯市价值(mark to market value, MTM)来计算,中航油(新加坡)的亏损额为120万美元(约合210万新元)。但是,由于公司采用了错误的估值方法,反映在中航油(新加坡)年度审计委员会报告中的账面亏损却只有138 000新元。实际上,这仅仅是期权执行价格与市场现货价格的差异,所代表期权的只是期权的内在价值(intrinsic value)。即便将当年公司尚未摊销的因出售期权而收取的130万新元的期权费收入近似地算作期权外在价值(extrinsic value)或时间价值(time value)包括在内,中航油(新加坡)在账面上确认的亏损也只有143.8万新元。与负210万新元的盯市价值相比,公司因隐瞒亏损将税前利润虚报了662 000新元。

四、冀望行情翻转:挪盘的决策错上加错

尽管出现了巨额亏损,但公司并未因此而收手。据知情人回忆,陈久霖曾召开了由2名交易员和7名风险管理委员会成员参加的会议,讨论解决方案,但久议难决。风险管理委员会主任Cindy Chong Yoke Lin和交易员Gerard Rigby提出了对期权仓位进行挪盘(restructuring)的方案。中航油(新加坡)的财务和风险管理部门在对衍生品交易的估值与会计信息的披露方面一直存在着错误认识和违规做法,想当然地以为挪盘就可以延缓会计登录,从而避免对外公布原来即将到期的衍生品交易的实际亏损。当然,进行挪盘交易还有一个重要考虑,那就是期盼国际油价能在2004年晚些时候出现止涨回跌的势头,从而挽回或抹平巨额账面损失。陈久霖接受了这一建议。2004年1月26日,中航油(新加坡)与高盛商品部(J. Aron公司)在零净现金流的基础上就期权头寸的挪盘达成了协议。

挪盘实际上是一种同时涉及到买进与出售期权的展期(rollover)策略,即通过买回即将到期的期权以关闭原先盘位,同时出售期限更长、数量更多的新期权,出售期权所获得的收入相应地也较多。对于中航油(新加坡)而言,挪盘的实施就是通过买入短期看涨期权将大多数在2004年第2季度将要到期的期权头寸平仓;与此同时,卖出期限更长^①、数量更多或执行价格

^① 卖出的期权大多数在2005年第1季度到期。同时,公司还卖出了相当数量的复合期权(compound options),这种期权具有可延期的特征,要到2005年第4季度才到期。

更低的看涨期权。在这个过程中,中航油(新加坡)从未向独立的第三方寻求过有关挪盘策略的价值与商业意义的咨询与帮助。结果,公司在期权交易中的盘位大增,所承担的市场风险急剧扩大。正是这次挪盘交易,埋下了公司最后崩溃的重大隐患。

实际上,重新出售期权所获得的期权费收入无论是否已经抵补掉原先期权交易所形成的亏损,按照有关的会计制度或公认的会计准则,中航油(新加坡)都必须登录这些损失;不仅如此,重新出售的期权所产生的损益也应该在会计上及时加以确认。但是,在实际操作中,公司对挪盘过程中因关闭近期到期的期权所出现的亏损没有进行任何登录和确认。这充分暴露出公司的会计制度及风险管理体系的混乱。

2004年1月挪盘交易达成之后,国际油价的行情并未能如陈久霖所期盼的那样出现翻转,而是继续上涨。由于中航油(新加坡)签发的看涨期权期限长、数量多,所承担的风险更加突出。自2004年5月份起,公司不断收到交易对方发出的追加保证金通知书^①。中航油(新加坡)的财务亏损在2004年6月份达到新高,而且还有一大批期权合约在2004年第3季度和第4季度即将到期。

2004年6月28日中航油(新加坡)又与J. Aron公司达成了新的挪盘交易。尽管这一次的挪盘与前一次的理由以及操作程序基本上都是一样的,但这次操作的难度更大,因为公司期权空头寸出现了巨额负的盯市价值(negative MTM value)。相应地,这次挪盘的规模也就更大,即需要卖出更多的或期限更长的或执行价格更低的看涨期权来获取更高的期权费收入,以支付因关闭以前承担的、近期即将到期的期权空头寸所出现的巨额损失。

就这样,中航油(新加坡)不断地用挪盘策略来掩饰其石油衍生品交易所出现的巨额亏损。但2004年6月公司的财务报表还显示总资产为42.6亿元人民币,净资产为11亿元人民币,资产负债率为73%,长期应收款为11.7亿元人民币。从账面上看,该公司不但没有问题,而且财务状况很稳健。实际上,这是自欺欺人的造假。

① 假如出售看涨期权时不拥有合约项下的基础资产,这称作“裸露的或未经抵补的期权头寸”。在这种情况下,期权合约出售者所承受的风险相当大。为了确保在交易过程中不发生违约的情况,经纪人、交易所或OTC的交易对手一般都对卖空期权的一方提出保证金要求,并进行盯市,以及及时结清因基础资产价格变动所造成的损失。