



避险的智慧

从国家、企业到个人的财富管理

BIXIAN DE ZHIHUI

CONG GUOJIA QIYE DAO GEREN DE CAIFU GUANLI

刘文财 李路 ◎ 编著



首都经济贸易大学出版社

Capital University of Economics and Business Press



避险的智慧

从国家、企业到个人的财富管理

刘文财 李路 ◎ 编著



首都经济贸易大学出版社
Capital University of Economics and Business Press

· 北 京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

避险的智慧：从国家、企业到个人的财富管理/刘文财，李路编著.
--北京：首都经济贸易大学出版社，2019.3

ISBN 978-7-5638-2084-9

I. ①避… II. ①刘… ②李… III. ①对冲基金—投资管理—风险管理 IV. ①F830.593

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 302634 号

避险的智慧——从国家、企业到个人的财富管理
刘文财 李 路 编著

责任编辑 洪 敏

封面设计  砚祥志远·激光照排
TEL: 010-65976003

出版发行 首都经济贸易大学出版社

地 址 北京市朝阳区红庙 (邮编 100026)

电 话 (010) 65976483 65065761 65071505 (传真)

网 址 <http://www.sjmcbs.com>

E-mail publish@cueb.edu.cn

经 销 全国新华书店

照 排 北京砚祥志远激光照排技术有限公司

印 刷 人民日报印刷厂

开 本 710 毫米×1000 毫米 1/16

字 数 264 千字

印 张 15

版 次 2019 年 3 月第 1 版 2019 年 3 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-5638-2084-9/F·1597

定 价 54.00 元

图书印装若有质量问题，本社负责调换
版权所有 侵权必究

本书是中国金融期货交易所课题“金融期货服务实体经济的路径和案例研究”的阶段性研究成果，并获中央高校基本科研业务费资助(2018114037，上海外国语大学)。

避险联盟网

避险联盟网为中国第一家面向实体企业的专业化风险对冲与资产配置服务平台。通过线上与线下相结合的方式为企业提供应对汇率、商品、权益与利率这四大类风险的解决方案及人才与技术支持。

网址：www.d-union.net



二维码

序言

国际经验告诉我们，在全球化的今天，搞市场经济，利用好期货市场对于规避国家风险、企业风险和个人风险是十分重要的。无论是大宗商品的出口国，还是大宗商品的进口国，是否利用期货市场事关国家经济安全，不可以等闲视之！《避险的智慧》一书试图利用若干正反案例告诉人们这一点。

期货市场尤其是商品期货市场与大宗商品贸易息息相关，因而也与一国经济安全息息相关。

从大宗商品出口国看。许多大宗商品出口国是资源型经济结构，比如，俄罗斯、墨西哥、挪威、委内瑞拉等国家。这些国家的财政收入高度依赖出口资源型商品，比如石油的收入。当国际政治经济军事等因素导致这些国家出口的大宗商品价格下跌时，如果没有在期货和衍生品市场进行风险对冲，时常会因国际市场价格波动而进退失据，国家经济安全风险完全暴露于市场风险之中。本书案例提到国际油价下跌对俄罗斯财政预算的影响。俄罗斯在2014年财政预算中，油气相关收入占全部国家财政收入的48%。这一年，摩根士丹利预测，如果每桶油价下跌10美元，俄罗斯出口将受到324亿美元的损失，财政收入损失约190亿美元。当年要维持预算平衡，油价必须在每桶96美元以上。而当年的油价大部分时间在此价格以下波动。低油价影响了俄罗斯财政预算的实现。对此，美国人比较高兴。2014年3月乌克兰事件发生后，2014年3月13日《参考消息》转发美国前国务卿赖斯在《华盛顿邮报》上的一篇文章，文中指出：由于市场波动，支撑俄罗斯运转的财团无法承受更低的油价；俄罗斯政府的财政预算也同样承受不起油价的下跌。通过能源制裁可以惩罚俄罗斯。《华尔街日报》2014年10月20日消息，美国能源部宣布释放500万桶石油，马上导致WTI原油期货价格每桶下跌1.57美元，被指是美国向俄罗斯示警。这是美国人制造市场价格波动来惩罚俄罗斯。当年，俄罗斯总统普京回应说：油价下跌不排除是一场针对俄罗斯的阴谋（俄塔斯社2014年10月20日消息）。可见，大宗商品价格波动对国家安全的影响之大。

俄罗斯前身是1991年解体的苏联。那时苏联的财政收入也主要依赖于石油。

本书的案例说，曾经担任过俄罗斯的代总理、经济学家盖达尔认为，因为国际油价下跌导致财政危机，最后导致苏联解体的经验表明，对于遭遇不利行情风险的资源丰富的国家而言，重要的是政府应预先知道在原料价格下跌时该做些什么，原料油价下跌对预算、收支平衡、消费市场、偿付外债、银行系统的稳定又会有些什么后果，同时要有一套在类似情况下能够使用的详尽而切实可行的行动计划。盖达尔说“为什么苏联不在期货市场进行石油价格风险的套期保值呢？”作为经济学家的盖达尔自问自答，尽管在经济上利用期货市场对石油进行套期保值是符合逻辑的，但在政治上却很危险。如何向社会公众解释期货和衍生品这个技术性很强，且复杂难懂的金融市场问题，是一个两难的问题，寻求稳定的财政预算，必然要求国家到金融市场上寻找解决方案，但使用衍生工具进行避险对冲却是非常技术性的，结果难以向公众解释，一旦价格向相反的方向运动，必然要有人对此负政治责任。

由于怕承担政治责任，无论是今天的俄罗斯还是昨天的苏联，都不敢利用期货和衍生品市场进行国家经济安全的风险管理。有报道说，2017年9月，高盛公司曾经提醒俄罗斯利用期货市场规避原油价格波动风险。但俄罗斯财政部一位副部长却对媒体说：“俄罗斯没有必要进行对冲，因为国家法律规定预算费用不能用在油价对冲上。”（Gulf Times, 2017-09-10）

如果俄罗斯利用了期货和衍生品市场，结果会是这样吗？

本书还选择了另外一个运用期货市场来对冲油价风险的成功案例——墨西哥。墨西哥的财政收入也是高度依赖于石油行业，其石油相关行业收入占财政收入的35%。但由于政府利用国际期货和衍生品市场来管理和对冲油价波动风险，石油收入在墨西哥的预算中一直是稳定的。即使在2008年金融危机发生后的油价暴跌期间，墨西哥比索的跌幅远小于俄罗斯卢布的跌幅，主要原因就是墨西哥事前就在期货市场锁定了原油出口价格。

两个案例说明，是否选择期货和衍生品市场对大宗商品市场的风险进行对冲，对国家经济安全的后果大不一样。

从大宗商品进口国看。大宗商品价格波动是影响进口国国家经济安全的一个重要因素。中国在大宗商品上对国外的依存度非常高，大部分都在50%以上，是世界第一的原油、铁矿石、大豆、铜、天然橡胶、棕榈油等大宗商品进口国。中国要崛起，需要进口大量的大宗商品。保障大宗商品进口安全是国家经济安全的重要内容。国外进口大宗商品从两个方面影响国家经济安全：一是进口商品短缺或断货，整个产业链的上下游就会出问题，引起社会不稳定；二是进口商品价格受到国际政治经济军事等因素影响而大幅波动，市场价格暴涨，导致

购买资金严重缩水，本来该买一桶油的钱只能买半桶，增加产业链上下游企业生产成本。国内外的经验证明，第二个风险的化解必须依靠期货市场。

其实，利用期货市场为大宗商品进口规避风险的操作，中国在40多年前的“文革”期间就存在了。这一点比当时的苏联做得好。那时国家实行计划经济，为了国家经济安全，当时的国务院副总理陈云同志亲自指导香港的华润公司开展期货交易。从1973年开始，中国在国际市场上采购砂糖、粮食、棉花等急需的大宗商品，就经常利用伦敦、美国等期货市场进行套期保值，规避风险。

改革开放后，从1990年开始，中国的期货市场很快建立和发展起来，无论是国家还是企业都在利用国内外期货和衍生品市场管理价格风险。当然，这种利用还是初步的，还不能满足国家经济安全的需要。最近两个对外国投资者开放的大宗商品——原油和铁矿石期货表现较好，尽管它们上市的时间还不长，但已经初步显露出在保障国家经济安全方面的积极作用。

2018年3月上市的原油期货，在9月初已经实现首个合约顺利交割。5个月时间走完了一个期货合约运行的完整周期，说明中国首个国际化大宗商品期货合约是成功的。这也引发了西方媒体的高度关注。2018年8月31日路透社消息称，上海推出的中国首份原油期货合约为全球石油行业增添了一个期待已久的亚洲指标，这给西方价格指标的主导地位带来挑战，其影响之广泛可能超越出能源行业。路透社还说，该合约交易4个月后，其市场份额就达到14.4%，而英国布伦特和美国原油期货分别为28.9%和56.7%。上市4个月，就远超过已经上市许多年的迪拜商品交易所的阿曼原油期货合约许多倍，成为全球原油期货第三位。由于上海原油期货的交易量已经超过迪拜商品交易所的阿曼原油期货，中东销往亚洲的原油定价方式出现了一些微妙变化。2018年7月6日路透社报道，沙特阿美石油公司宣布，从2018年10月开始，它向亚洲供应的长约原油定价方式将参照阿曼原油期货价格来确定。这是从20世纪80年代以来首次修改定价基准。媒体分析说，由于阿曼原油期货市场与上海原油期货市场存在高度关联性，在上海原油期货上市不到半年时间内，阿美石油公司的公告说明了上海原油期货市场的影响力，它改变了多年来存在的“亚洲溢价”，即中东运往远东地区的每桶油的价格比运到其他地区贵1~3美元的情况。这对中国国家经济安全来讲是一件非常好的事情。

再看看铁矿石期货。2013年，中国大连商品交易所铁矿石期货上市。2018年5月起外国投资者也可以参与铁矿石期货交易。这与上海原油期货一样是中国经济对外开放的一个非常重要的举动。观察发现，铁矿石期货上市5年来，中国钢铁行业和国际铁矿石供应商之间的利润消长发生了有利于中国企业的变

化。在2013年之前，中国钢铁企业进口铁矿石和国际供应商的贸易定价基准主要参考“普氏指数”铁矿石价格。这是一个由少数投行、贸易商之间的柜台报价，容易被操纵。尽管中国钢铁企业认为这个定价不合理，但由于自己拿不出一个价格与之比较，只好被动接受。大连商品交易所铁矿石期货上市后，一定程度上改变了铁矿石定价基准的选择。现在铁矿石定价谈判时，多了一个公开市场竞价发现的中国铁矿石期货价格，这个市场发现的价格更加公平，我们的企业在谈判时提供此价格供铁矿石贸易商参考，从而缓解了长期以来“普氏指数”对中国钢铁行业利润的挤压。2011年，中国国内吨钢利润为275元；2017年，中国的吨钢利润为853元。研究显示，产成品螺纹钢和原材料铁矿石价格比逐年扩大，钢铁企业购买铁矿石的成本逐步下降，表明钢材价格上涨已经越来越多地转化为国内钢铁行业的真实利润。

发展和壮大对外开放的本土期货市场是保障国家经济安全的重要内容。20世纪70年代初，美国建立外汇期货市场时，货币学派代表人物弗里德曼精辟地指出，建立本土的期货市场是国家安全的重要保障，美国政府应该大力支持。因此，芝加哥商业交易所顺利推出外汇期货，在全球首先建立了外汇期货市场。我们知道，目前全球大宗商品无论能源，还是粮食等农产品的定价基准是以美国为主。中国每年进口大量的大宗商品，其价格决定权主要是在美国期货市场。国际大宗商品定价权的本质是美元定价权及其主导的期货定价机制，在美国期货市场定价的情况下，中国企业只能被动接受定价，无法有效对冲外部风险的渗透，在竞争中处于不利地位。因此，中国作为一个迅速发展的经济大国，发展壮大本土期货市场是非常重要的战略考虑。

全球化背景下，影响大宗商品价格的因素非常之多。政治、经济、军事、外交以及气候变化等因素常引起国际大宗商品市场价格大起大落。因为一些政治原因而被期货交易所所在国家利用，前面讲到的苏联（俄罗斯）的例子便是如此。中国庞大的大宗商品进口量，如果本土没有一个强大的期货和衍生品市场来有效地汇聚信息、反映真实供求关系、参与全球定价，我们在国际贸易活动、全球资源配置中就会缺乏话语权。国际经验表明，本土期货市场的监管当局可以通过调整监管政策来矫正过度投机，或者制定有利于本土经济发展的规则，但如果没有强大的本土期货市场，企业只能到境外市场套期保值管理风险，被动接受当地的监管要求和制度规则。对于一个经济大国来说，没有这种监管主动权，对国家经济安全是极为不利的。

期货市场是通过市场来确定游戏规则的平台，一国的利益和诉求可以在这个平台上市场化地展现。如果这个平台能吸引全球投资者参与交易，就能发挥

定价中心的作用，能提高中国在国际大宗商品贸易定价上的话语权。从而更好地保障国家经济安全。

发展和壮大对外开放的本土期货市场有利于提高对大宗商品的控制力。目前，美国期货市场最强大。场内、场外衍生品市场的期货期权合约、未平仓协议以及货物交割仓单，大部分掌握在以美国为首的西方金融机构手上，其中相当一部分是大宗商品，重要的两项是石油和粮食。格林斯潘在自传《我们的新世界》一书中说，许多石油公司透过期货合约出售石油给投资者，于是便暴露在油价飙涨的需求下而没有避险。他们迅速想办法补充这些附出售义务的新库存……结果，所累积的库存包括传统的预防性库存和业者为履行期货合约交付义务而以“附条件”方式所持有的库存。换言之，全球的储油槽和管线里的石油，有一部分已经属于投资人了。金融机构大量参与石油期货期权交易所累积的石油实物交割请求权的量已经非常大，也就是说，金融机构的石油期货期权持仓中，相当一部分是以库存方式存在，随时可以兑现提走。据国际清算银行报告，2004年12月到2006年6月，以石油为主的大宗商品衍生品名义合约价值增长了将近6倍。这表明，全球地下和管道的石油通过期货期权合约集中到投资银行和对冲基金等美、欧金融机构（美国占65%、欧洲占25%）手上。格林斯潘在书中表达了这个意思，如果你强行到一个国家去买油，人家还有警惕性，但是如果通过金融市场交易，就是一个市场行为，具有隐蔽性。由于有本土期货市场交易机制，美国慢慢完成了把他国地下的石油向自己国家转移的过程，不显山、不露水地完成了这样的事。

发展和壮大对外开放的本土期货市场有利于建立大宗商品的定价影响力。美国通过原油、粮食期货期权市场等金融衍生品的交易和规则的制定权力，牢牢地控制着全世界能源市场和粮食市场的定价话语权。目前，国际大宗商品贸易定价主要是以美国期货市场价格为准。如果期货交易所在中国本土，全球投资者来参与，期货交易价格将影响全球大宗商品贸易定价。本土的期货交易规则和制度是影响价格的一个重要因素。我们知道，大宗商品价格的形成，受供求、市场预期、金融投机和期货交易所规则、所在国政策、监管制度等多种因素影响。这些因素对市场价格的影响是巨大的。美国是这方面的行家里手。

发展和壮大对外开放的本土期货市场有利于掌握大宗商品贸易规则的制定权。如果期货交易所在一个国家内，必然要遵守这个国家的法律制度，所有参与市场交易活动的各方都需要按照交易所的规则办事。法律法规制定的主动权在这个国家。如果是在境外参与期货交易，虽然企业也能够利用国外期货交易所发现的价格进行贸易谈判，对企业经营进行套期保值管理，但是要被动接受

外国期货交易所的规则和制度和所在国的法律法规。而这些制度和规则受期货交易所所在国家的政治制度、法律制度以及价值观的影响比较大，法律法规也主要考虑的是本国利益。如果在中国本土的期货交易所内进行交易，则是本国的规则和制度起作用，国家的意志和价值取向可以通过期货市场监管制度的传导来体现。这一点，对中国的重要性非同一般。因为中国结合自身国情在社会主义市场经济中创造的一些经验，可以向世界提供，而不是被动地去接受完全有利于西方的交易结算、监管制度安排。这方面美国的经验可资借鉴。

《避险的智慧》一书从三个维度的许多案例说明期货市场的重要性，对读者了解期货和衍生品市场很有帮助。书中的案例说明，在面对市场经济的不确定性时，是否利用期货和衍生品市场来管理风险，无论对国家还是对企业乃至个人的经济安全影响都是很大的。该书作者刘文财博士曾经在上海期货交易所从事博士后研究，出站后继续留在上海期货交易所和中国金融期货交易所工作多年，之后又去市场从事资本市场投资工作。他对期货市场和证券市场既有理论功底又有市场实践经验。此书的出版对于中国政府的管理者、企业的经营者和个人投资者都有极大的积极意义。对期货市场感兴趣的人本书也具有一定的参考价值。

原中国证监会副主席



2018年9月19日

前言：避险的智慧

英文 hedging 被翻译成避险、对冲、套期保值等多个中文意思，为了便于理解，本书选择了“避险”作为主用词，但书中也会交叉使用对冲、套期保值等词，均是表达同一个意思。

关于对冲避险，有一个有趣的故事很好地描述了它的原理以及使用者的智慧。

一位朴素老太太背着包进了曼哈顿银行存 50 万美元。总裁在 VIP 室接待她。总裁问：“这是您老一生的积蓄？”老太太：“哪里？我豪赌为生，逢赌必赢，刚赢的！”总裁说：“不可能！”老太太说：“那就赌一把吧，明早你的屁股上会出现一个三角形的胎记，赌注就是这 50 万！”总裁狐疑不决，望着一袋现钞，决定应赌。老太太走后，总裁回到家对着镜子检查了好几遍，没有任何胎记，直到第二天约定时间再到 VIP 室。老太太早到了，旁边站着一个着装考究的律师。老太太说：“今天律师作证检查你的屁股。”总裁说：“真是没有胎记，更别提三角形的。”随后脱下裤子，让他们检查屁股。老太太看看说：“果然没有，我输了。”这时律师脸色铁青，不停以头撞墙，总裁大惊。律师说：“她刚与我打赌 150 万元，说您会当面脱裤子让她看你屁股！”

严肃一点来说，人类经济活动所面临的风险可分为两类：一类是外生风险，如地震、海啸、火灾、风暴、洪涝灾害等自然现象引发的风险；另一类是内生风险，即由人类经济活动扩张所造成的风险，包括持有商品与股权流动性风险、支付与结算风险、商品价格的波动风险、金融市场的崩盘风险等。在漫长的、自给自足的农业社会，经济活动所面临的风险主要是外生风险。除了个别积极的措施之外，人们应对外生风险的措施总体是消极的，如占卜、祭祀、祈祷等，最后导致迷信与巫术盛行。自公元 10 世纪以来，人类的经济活动从农业领域大规模地迈进商业领域，引发商业革命，并最终推动工业革命。这使经济活动达到了前所未有的精细、复杂与高效。由此也使经济活动在面临外生风险的同时，快速地暴露在内生风险之中。与农业社会人们所采取的被动措施不同，商业社

会的人们更加乐观、积极与务实，发明创造了多种多样的工具、制度与机构来应对风险，构成一个风险配置体系。其中，有些用来分担外生风险，例如保险；有些用于转移内生风险，例如期货、期权等衍生品市场。

最早使用期权这种避险工具的是古希腊米利都学派的代表人物泰勒斯。亚里士多德在其《政治学》第1卷第6部分提到公元前6世纪泰勒斯如何使用期权式的协议赚钱的故事。作为一个贫困的哲学家，泰勒斯手头并不宽裕。他也因此遭到世人的嘲笑，嘲笑他只知天上的事情，却不知地上的事情，哲学并非是一门致富的学说。为了证明哲学也是一门致富的学说，在一年的冬天，他把手中所有的积蓄作为保证金租下了希俄斯岛与米利都地区所有的橄榄油榨机，这份协议使他拥有了在收获季节使用橄榄油榨机排他性的专属权。因为收获季节未到，没有人知道未来橄榄丰收与否，他以很低的价格达成了这份协议，租下了这两个地区所有橄榄油榨机的使用权。当收获季来临时，橄榄真的丰收了。市场对橄榄油榨机的需求大增，而泰勒斯垄断了橄榄油榨机的使用权，这使他获利颇丰。亚里士多德写道：“他向世人证明了哲学家只要愿意，就能致富，但他的志向并不在此。”

在后人看来，这个故事的重点不在于泰勒斯准确地预测到橄榄会丰收，而是他采用了期权式的协议进行风险管理。这个风险管理工具对于交易双方来说都是有好处的。对于橄榄油榨机的主人来说，之所以愿意以低价出租榨机使用权，是因为一旦收获季橄榄颗粒无收，他也能收到一些租金。对于泰勒斯来说，由于他对自己高超的预测能力的自信，一旦预测对了，那么他就能成为一个富人；而一旦预测错了，他的损失也是有限的。由此可见，期权这类避险工具从萌芽起就充满了哲学家的智慧。

近现代避险工具的发展，是从18世纪中叶美国芝加哥开始的。18世纪中叶，芝加哥已经成为美国的商业中心之一，这里铁路纵横，水路四通八达，来自中西部的人们汇聚于此进行交易。农场主在春夏之际生产粮食，到夏季末赶到芝加哥卖粮食。在多半情况下，一些买主出价担保购买有限数量的粮食。农场主生产粮食的数量并不恰好满足买主购买的数量，当卖量大于买量时，价格就会被不断压低。

在这个市场上销售粮食，不管农场主还有多少数量没有卖掉或者他留下作为冬天家畜的饲料的粮食，最终都是浪费掉了。周而复始的循环导致农场主与买主之间形成恶性的债务关系，上演了许多的债务没有偿付以及银行没收农场的故事。

农场主生产粮食之前，在没有任何保证粮食以什么价格能够卖出去的情况

下，他们面临了不确定性。他们面临不能规划究竟要生产多少？能够赚取多少？如何再投资农场等问题。这样，在1848年，农场主与买主达成了一个协议。农场主问买主是否愿意承诺以一个明确的、事前协商好的价格购买粮食，到期交货时付款（通常是下一年）。如果农场主与买主达成协议，双方在黑板上写上对双方都有约束力的“承诺”（commitment）。对农场主来说，到期时以指定的价格交粮食；对买主来说，到期时以指定的同样价格买粮食。

“承诺”能使农场主规划下一年的粮食生产，农场主知道多少粮食能够销售的确切价格可让他们对收入心中有数，由此，他们也可以储备下一个耕种季的投资额；“承诺”能使买主根据预算进行生产，确定预期收益，并满足他们商业所需的供应；“承诺”能够在供需之间产生更好的平衡，减少浪费与债务关系，使整个体系稳定运行。这些事情最终促成了芝加哥商品交易所（CBOT）在1848年成立，标志着美国现代避险行业的开始。

除芝加哥商品交易所之外，为了满足其他商品的类似需求，其他交易所也成立了。例如，英国的伦敦金属交易所，主要是在伦敦交易智利的铜。从那时开始，在全球交易所中涉及避险与承诺的概念逐渐被完善、改进并保存了承诺的一致性。这些改进的方面包括可接受商品的标准化、买卖双方信用要求以及监管。由此形成了一个简单、现代的避险定义：一个以确定的价格买或卖确定数量的一类资产的未来金融承诺，因此，一个实体可以保证或保护它生产、消费或投资的需求。

今天的避险工具是如何被使用的？哪些公司与行业使用避险工具？这些大的问题可以用下面不同行业与公司的案例说明。

农场主与买主仍然基于每天基差进行粮食避险。其他农场主与买主在全球类似的交易所中进行咖啡、可可、糖、橙汁、橡胶、油等套期保值。一家石油生产商锁定每桶原油的售价，这样他就能投资钻井，当利润有保障时，也能使金融机构对其投资。一家航空公司需要锁定燃油价格，因为未来三个月的机票已经以一个固定的价格卖出去了。一家苏打装瓶机厂需要在期货市场上买铝，以锁定未来12个月他们买罐装瓶的价格。一家奶酪厂需要锁定牛奶的价格，因为在未来几个月以牛奶作为原材料生产意大利干酪。

2018年是中国改革开放40周年，也是1988年政府提出探索期货交易30周年。2018年3月26日，上海期货交易所下属子公司上海国际能源交易中心上市了原油期货，标志着中国大宗商品期货市场已经基本建成。但以中国金融期货交易所以载体的金融期货市场建设依然任重道远。除了场内期货市场之外，随着国家推进人民币汇率与利率市场化改革，银行间外汇与利率衍生品市场发展

也非常迅速，远期、掉期、期权等品种逐渐上市。与衍生品发展相对应的是，中国企业运用衍生品进行套保避险的数量也越来越多，但负面的新闻报道也颇多。有像中信泰富、深南电用不适合的套保工具而损失惨重的；有像国航、东航用套保工具却被社会误解的，等等。这些案例说明，中国企业在运用衍生品进行套保避险方面，无论是理念、操作过程、风控，还是整个社会外部配套环境均与发达国家相去甚远。

基于此，本书第一篇与第二篇整理了国际上一些国家与企业运用衍生品市场进行对冲避险的案例；第三篇从个人投资者如何选择对冲避险基金产品的角度提供了分析参考。第一篇与第二篇中的案例透露出政府领导者与公司决策者，对保持国家或公司财务稳定性的高度重视以及对避险的深刻认识，蕴藏着高深的智慧，非常值得各级政府、企业学习参考；第三篇总结分析了国内外对冲避险基金产品的发展历程与绩效特征，为个人投资者选择对冲避险的基金产品提供了参考。

总之，可把避险智慧的七大支柱归结如下。

(1) 零是最好的数字，警惕避险带来的巨大收益或损失。当企业从对冲中赚钱时，会忘了公司的主营业务。对冲是为了规避风险，保护利润，而不是从汇率变动中赚钱。当你从汇率波动中赚钱时，分析师会追问你为何暴露这么大的风险；当你从汇率波动中赔钱时，分析师会追问你为何不完全对冲。所以，零是最好的数字。

(2) 用错人会毁掉避险项目。公司财务总监应委派合适的人执行风险管理任务。例如，要对冲商品风险，需要一位了解商品供需关系的、资深的买方人士。一个聪明的做法是，在首席执行官对公司管理风险偏好的指引下，由财务总监确定具体的对冲策略，把采购、财务、运行部门的人员组成一个团队去执行对冲。

(3) 好的避险策略来自真实的数据。财务总监经常质疑来自运营单位的数据，确定这些数据的可信度。财务主管对供应链的销售收入、成本等数据有多相信？这些数据滞后多少？答案决定一家公司的风险暴露以及多大程度需要对冲。财务总监需要及时更新数据、洞察数据并确认数据的完整性。

(4) 敞口并不等于风险。许多财务总监关注公司最大的敞口，并假定这是最大的风险，这并不全对。例如，一个基于美国的企业，全部生产的产品出口到中国，而人民币波动的幅度不大，但却有 10% 的欧元收入。关注点应该在 10% 的欧元收入上面，因为欧元波动大。风险等于敞口乘以波动。一家公司可能面临这种情景：究竟是对冲 5 亿美元债务的 200 个基点利率风险，还是对冲

3.5 亿美元能源价格风险？对制造商来说，能源价格风险显然更大。

（5）避险并非是全部或没有两个选择。一家公司究竟要对冲多少，不但取决于风险暴露的多少，而且取决于承受风险的能力。正如一个车主基于他能承担多少损失而设定购买保险金额一样。如果一家公司面临价格 500 万美元的燃料成本风险暴露，但它能承受 200 万美元的燃料成本风险，这意味着它需要对冲 60%。尤其是燃料价格，公司不完全对冲是因为担心燃料价格会下跌。一家公司以每加仑 3.08 美元锁定柴油燃料成本，可以获得预期的利润，但是随后价格却跌到每加仑 2.50 美元，此时，公司内部就会陷入事后诸葛亮般的劝告。但是如果公司不对冲，那么它的利润就全部暴露在价格波动的风险中。

（6）固定费率的合约或远期可能是最好的避险工具。现在避险工具的供应商较之前更喜欢提供固定费率的合约，因为客户需要固定费率的合约。这样，买方就没有基差风险，也不存在会计记账的问题。远期合约基于即期价格，非常透明，是一个好的选择。

（7）期权不一定贵。对许多公司来说，运用期权作为避险工具是令人憎恶的事，因为要提前交期权费。为了规避未来可能产生的损失，当前就要交钱，虽难以接受，但也是人之常情。现在市场上有一些期权费很低的产品，如一些虚值期权，通过看涨与看跌期权的组合，可以生成零成本的期权对冲工具。

目录

前言	/ i
----	-----

第一篇 国家避险篇

1 从帝国的消亡到国家避险	/ 3
2 墨西哥原油避险策略	/ 7
2.1 引言	/ 7
2.2 原油避险项目	/ 7
2.3 避险工具	/ 9
2.4 避险效果	/ 11
2.5 避险的政治风险	/ 11
3 乌拉圭天气与原油避险策略	/ 13
3.1 引言	/ 13
3.2 天气避险策略	/ 13
3.3 油价避险策略	/ 15
4 马拉维天气避险策略	/ 18
4.1 引言	/ 18
4.2 目标	/ 18
4.3 天气衍生品的结构	/ 19
4.4 结果	/ 21
4.5 经验	/ 21
4.5.1 建构指数	/ 21
4.5.2 天气与商品价格风险管理结合	/ 22
4.5.3 基于指数的天气风险管理不能解决国家面临干旱的所有挑战	/ 22
4.5.4 能力建设与技术支持对于天气衍生品合约的成功执行至关重要	/ 23
5 加纳原油避险策略	/ 24
5.1 引言	/ 24