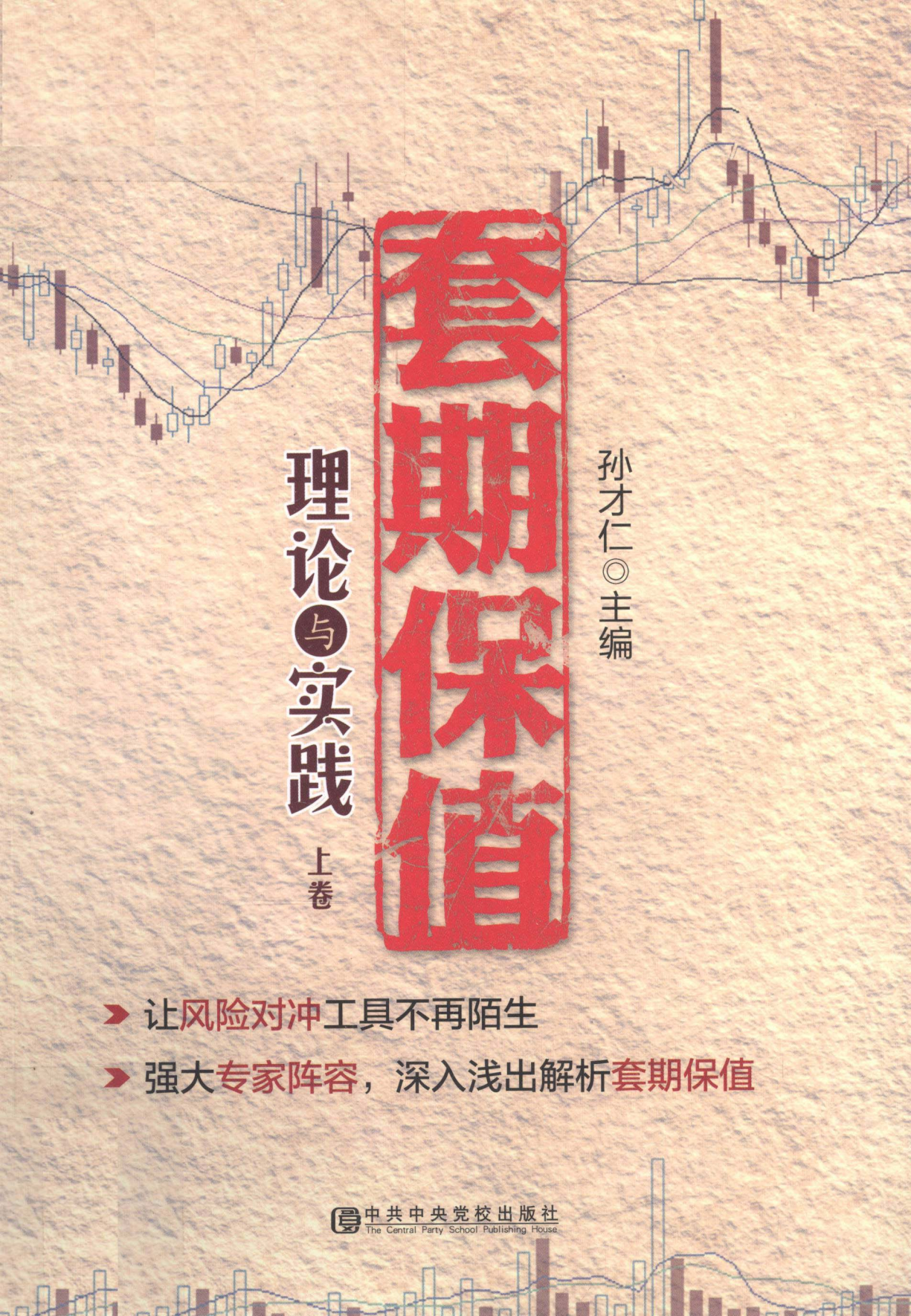




套期保值

理论与
实践

上卷

孙才仁◎主编

- 让**风险对冲**工具不再陌生
- 强大**专家阵容**，深入浅出解析**套期保值**

 中共中央党校出版社
The Central Party School Publishing House

孙才仁◎主编

套期保值

理论

与
实践
常
藏
大
字
书
章

上卷

图书在版编目 (CIP) 数据

套期保值理论与实践 (上、下卷) / 孙才仁主编. — 北京:
中共中央党校出版社, 2012. 1 (2012. 2 重印)

ISBN 978-7-5035-4689-1

I. 套… II. 孙… III. ①期货交易—教材②期权交易—
教材 IV. F830. 9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 003007 号

套期保值理论与实践 (上、下卷)

责任编辑 曲 炜 武 帅

版式设计 尉红民

责任校对 马 晶

责任印制 宋二顺

出版发行 中共中央党校出版社
(北京市海淀区大有庄 100 号)

邮 编 100091

网 址 www.dxcbs.net

电 话 (010) 62805800 (办公室) (010) 62805818 (发行部)

经 销 新华书店

印 刷 三河市华润印刷有限公司

字 数 705 千字

版 次 2012 年 1 月第 1 版 2012 年 2 月第 2 次印刷

开 本 700 毫米×1000 毫米 1/16

印 张 40.75

定 价 108.00 元 (上、下卷)

版权所有·侵权必究

如有印装质量问题, 请与本社发行部联系



山西证监局局长孙才仁在“企业期货套期保值强化班”开班仪式上发表讲话。



2011年8月15日，山西证监局、山西省国资委和大连商品交易所共同举办国内首次“企业期货套期保值强化班”。



参加“企业期货套期保值强化班”开班仪式的主要领导。



山西证监局领导（右二为孙才仁局长）在太原重工调研，践行资本市场“贴近实体经济、服务实体经济”的发展宗旨。

《套期保值理论与实践》编委会

主 编：孙才仁

副主编：（按姓氏笔画排列）

马文胜	任宝香	陈冬华	罗旭峰
姚 广	黄 辉		

编 委：（按姓氏笔画排列）

丁 韬	马文胜	马法凯	马怡农
王润全	王红英	王建卫	冯 洁
孙才仁	任宝香	佟 强	陈冬华
杨晓武	李洪江	吴建华	陈国宾
罗旭峰	郑有伟	金 涛	姚 广
费忠海	柳 艺	高晓宇	黄 辉
曹 胜	喻猛国	蓝天翔	

序 言

当今的世界充满了风险。

当今中国，资本化和金融化趋势正在形成。

未来中国，正展开新 30 年发展路径和模式的探索。

作为刚刚成为第二大经济体的中国，如何实现成功转型，并在险象环生的世界经济舞台保持继续健康快速发展，在大国基础上逐步成长为经济强国呢？

对此，我尝试提出：中国经济未来成功转型和持续健康快速发展，需要依靠新“三驾马车”，即城镇化、资本化、金融化。城镇化是未来中国经济增长的一大法宝，资本化是经济转型发展的增量拉动和结构优化所倚，金融化则为存量保护提供了重要手段。

顺应金融化的一个重要表现，就是运用现代金融市场和金融工具实施风险对冲，就是人们所说的套期保值，借此提升企业和经济的抗风险能力。很显然，加强经济抗风险能力建设，是近年来从中央到地方都越来越重视的重要课题。

说到风险对冲、套期保值，也许大多数中国企业并不了解。但无论是国际期货市场近 200 年历史，还是我国少数企业 20 年期货市场实践，都证明了一个逻辑：风险对冲在帮助企业防范外部市场风险的侵蚀，保护一个国家或企业的劳动成果方面的基础性作用，丝毫不逊

色于股票市场的融资供给作用。世界 500 强几乎没有不涉猎风险对冲业务的。过去，我们更多的注意力放在了为经济发展提供增量支持上，很少有人关心存量保护问题。随着世界经济全球化的深化，外部世界的不确定性和国际经济波动风险及其影响与日俱增，保护经济存量，与创造经济增长一样重要，应该提上国家和企业发展战略议程。我把这定位为中国企业迫切需要的一场风险管理革命。

最近，新任证监会主席郭树清同志要求全系统干部认真思考“如何提高资本市场服务国民经济的能力和水平”，这是一个富有历史责任感的动员令。我国期货市场发展还远远不能适应经济发展的要求，作为风险对冲基础业务的期货市场套期保值，无论从参与的企业数量还是规模看，都远远不够，尤其是能够支持企业有效开展风险对冲业务的人才奇缺。这与打造经济强国的战略目标是不相适应的。我们深刻感到，要在中国有效推进企业开展风险对冲管理，实施好“期货市场服务国民经济”的战略任务，光靠宣传发动是远远不够的；也不能盲目鼓动企业轻易涉足这项专业性和风险性较高的业务，必须从人才培养开始，从企业管理配套改造开始。

2011 年 8 月，山西证监局、山西省国资委和大连商品交易所在山西尝试了一种新的培训方式：以企业为单位，打包培训、系统培训。就是按照企业开展套期保值业务所需要的基本人员规模和部门分布需要，每家企业选派一批业务人员，有针对性地开展系统培训。相应地，我们从国内期货业和具有多年风险对冲业务经验的企业中挑选了 25 位专家，按照统一设计的课程，进行了系统理论和实战知识强化授课。应当说，这次培训集结了目前国内期货业和具有风险对冲业务企业的一流专家的知识与经验，获得了各方面普遍好评。

我们将这次培训中授课专家的讲授内容集成书，取名《套期保值理论与实践》，并请中央党校出版社出版发行。

《套期保值理论与实践》是众多专家的集体智慧的结晶，更加注重理论和实践的结合，许多内容是一线专家的亲身经历，并且保持了众多专家的研究风格，贴近读者，易于理解。希望本书能对广大的企业家、企业套期保值业务人员和经济工作者有所帮助。

在此，我代表本书编委会，对大力支持本次系统培训班和本书出版的山西省国资委、山西省委党校、大连商品交易所、中央党校出版社，以及为培训班精心授课的各位专家表示衷心的感谢！

山西证监局 孙才仁

2011年12月

目 录

序 言	(1)
-----------	-------

上 卷

第一章 认识期货市场	(1)
第一节 芝加哥：集历史与荣耀于一身	(2)
第二节 期货交易的特点	(5)
第三节 期货市场的功能	(10)
第四节 期货市场的组织结构	(13)
第五节 期货交易制度	(18)
第六节 期货交易流程	(25)
第二章 走进中国期货市场	(33)
第一节 回眸我国期货市场的历程	(34)
第二节 中国期货市场体系	(37)
第三节 市场在创新中前行	(48)
第四节 市场功能显现	(52)
第三章 掌握期货交易之法	(67)
第一节 期货交易分析方法与工具	(68)
第二节 期货交易软件运用	(85)
【实践中应注意的问题】	(91)
第四章 期货套保与投资理念	(95)
第一节 期货市场的本质	(96)
第二节 期货交易三重境界	(98)
第三节 理性期货交易	(99)
第四节 尊崇科学的套保理念	(112)

【焦化企业套期保值实战】	(114)
第五章 期权原理与台湾金融期权介绍	(127)
第一节 期权功能与交易价格	(128)
第二节 期货交易技术与交易策略	(132)
【台湾期权案例分析】	(141)
第六章 金融化时代的企业生存发展之道	(147)
第一节 企业管理革命回顾之“新四化”	(148)
第二节 资本化、金融化呼唤新金融理念	(158)
第三节 金融化时代的企业风险管理革命	(164)
第四节 建立多层次市场平台与高端服务产业群	(170)
【端正对套期保值几个问题的认识】	(176)
第七章 让风险对冲不再陌生	(181)
第一节 不断创新的期货套期保值理论	(182)
第二节 产业成长壮大的“催化剂”	(184)
第三节 全新的企业经营战略	(190)
第四节 向价格导向的经营管理模式转变	(201)
第五节 风险对冲之风险管理	(202)
【经验和启示】	(217)
第八章 套期保值原理、方法及操作流程	(221)
第一节 企业套期保值的原理	(222)
第二节 套期保值的方法	(227)
第三节 套期保值的操作流程	(235)
第九章 套期保值方案制定与操作管理	(253)
第一节 套期保值方案的制定	(254)
第二节 套期保值的操作管理	(268)
【套期保值案例分析】	(270)

第十章 搭建完善的套期保值业务管理体系	(279)
第一节 组织架构与人员配置	(280)
第二节 内控制度与决策机制	(284)
第三节 评价跟踪与绩效考核	(296)
【精选答疑与案例分析】	(305)
第十一章 套期保值业务的会计核算与管理	(313)
第一节 相关准则和规定	(314)
第二节 套期保值会计的基本概念	(317)
第三节 相关会计核算实例	(321)
第四节 实施套期保值准则注意事项	(328)

第一章

认识期货市场

对大多数人来说，期货市场是个陌生的市场。但在今天，这个看似与普通人毫不相关的市场，却日益深刻地影响着我们每一个人。2010年，全球衍生品的交易规模约为600万亿美元，远超过实体经济和跨国贸易的规模。主权债务的高速扩张、纸币的泛滥发行，金融创新和大量高杠杆工具的广泛使用，使衍生品市场迅速膨胀。面对这样的“繁荣景象”，不少经济学者对其进行质疑。2005年以来，我们身处的这个世界充满了不确定性，国际金融市场剧烈波动。每当“波动”发生时，总会有人将此归罪于期货市场。在国内，有人把A股市场的下跌归结为沪深300指数期货的上市。当通胀发生时，有人归结于大宗商品期货的炒作，诸如此类。按照这样的观点，阻止股市下跌和控制通胀应该是件很简单的事情，只要取缔期货市场就好了。但事实果真如此吗？期货市场不是某个“经济学大师”缔造的，而是历经近百年逐步进化形成的。现在，我们就从这个市场的“进化”过程开始说起。

第一节 芝加哥：集历史与荣耀于一身

现代期货市场是随着人类社会生产力进步而产生，并逐步发展起来的。远在古希腊和罗马帝国时代，就出现过期货市场的早期萌芽。当时产生过中央交易所和大宗易货交易以及带有期货性质的交易活动。但受当时生产力水平、科技条件的限制，市场规模非常有限。早期的市场萌芽淹没在历史的变幻之中。真正意义的现代期货市场，起源于19世纪中期的芝加哥。

芝加哥能够开创现代期货市场的历史，与它历史上独特的环境背景密切相关。1833年，芝加哥是一个仅有几百名居民的乡村，但因为他地处美国五大湖及中西部产粮区的中心地带，在粮食生产与运输方面具有无可比拟的地利优势，随着粮食生产规模、贸易规模的扩大，芝加哥粮食集散市场的核心地位逐步建立。

1848年，芝加哥的82位商人发起并组建了芝加哥商品交易所（CBOT）。早期的芝加哥商品交易所与今天闻名遐迩的CBOT相去甚远，本质上是一家商会组织，旨在促进当地工商业发展。它的主要作用是改进粮食运输与储存条件，同时为会员提供价格信息等服务，以便促成买卖双方达成交易。但无论如何，这里是如今全球规模庞大的期货市场的发源地。

时间推移至1851年，芝加哥商品交易所首次引进了远期合同交易。这让这家“农贸商会”开始有了一点点“期货的味道”。签订未来的贸易合同，而不是买卖眼前的现货，是农产品生意人的普遍需求，无论在19世纪还是更早的时候均是如此。商会的参与者不需要太多的智慧和创造力，只需要尽职尽责的完成使命——不断满足对会员的服务，即可做到。但未来的合同，毕竟与手中现货买卖的钱货立即两清不同。这是因为时间会带来很多变化，比如价格的变化。当价格变化不利于买卖其中一方时，吃亏的一方是否还能守约履行合同呢？如果远期合同只在82名当地会员之间签署，履约大概不会是一个很大的问题。商业道德的压力、熟人之间的友情都会制约违约行为的发生。不过，这必须以牺牲商会的交易规模为代价。如果会员和交易者范围不断扩大，远期合同的违约将会成为一个必须解决的问题。

果然，到了1865年，芝加哥商品交易所开始使用保证金制度，即向签约双方收取一定数额的保证金作为履约保证。如果有人违约，预交的保证金将作为罚款补偿给另一方。正像我们之前谈到的，当越来越多的“陌生人”出现时，

原有的低成本模式容易被较高的成本方式所取代。信誉低会带来较高的交易成本，这可能是市场扩展必须付出的代价。

只要开始签署远期合同，保证金制度就是一件可以预见的事情。与之相比，1865年发生了一件更为重大的事。这一年，芝加哥商品交易所开始引入标准化合同。在笔者看来，在现代期货市场的发展史上，这是一次较为关键的“突变”。

CBOT 的标准化合同的引入，对商品的等级、质量标准、单位数量、报价标准、交易规则等问题进行了统一规定，做到了规则上的统一。

之前我们曾谈到，集中交易的最大好处是提高了效率，并且容易形成合理价格。统一交易标准化合同，则使全体交易者之间的报价具有了可比性。传统有形市场中，大家集中在一起，但却是在分别“捉对交易”，因为交易的往往是“不同的东西”。所谓的集中只体现在物理场所上。合同标准化之后，大家开始交易同一个东西。这是真正意义上的“集中交易”，这给集中竞价、拍卖这样的大规模高效商品交易模式奠定了基础，因此具有关键意义。

1882年，芝加哥商品交易所完成了一次“根本性的突变”。为了提升市场交易的流动性，CBOT 开始引入投机商（即非专业的农产品交易者），并允许以对冲方式免除履约责任（即我们现在所说的“平仓”）。从这一刻开始，脱胎于现货贸易市场并主要致力于优化现货贸易模式的芝加哥商品交易所，逐渐有了些“金融的味道”，并开始加速进入“自主发展”的阶段。

引进“投机商”，就是在引进“圈外的新人”。国内很多人对“投机”这个词很反感，这源于计划经济时代的一项经济罪名——“投机倒把”。从定义上讲，任何以博取价差为目的的中间贸易行为，都可以算是“投机”。相比农场主和面包房，传统的谷物贸易商都是所谓的“投机商”，因为他们只想赚取价差，不想生产或最终使用谷物。在允许“对冲了结”合同之前，谷物现货贸易商是市场中的“投机商”。尽管不生产也不使用，但他们需要买货卖货，有最终履行合同的需求。CBOT 在 1882 年所引进的投机商，则不属于这一类型，算得上是纯粹意义上的“投机商”。他们不想参与任何真实的谷物买卖活动（即不希望参与合同履行），只想以缴纳保证金的方式获得参与合同买卖的权利，目的只是博取差价，当然，也愿意承担对应的风险。

在真正的“投机商”引进之前，履约是市场交易的最终目的。尽管有了保证金制度，但违约仍是一种“可耻的行为”。当建立“对冲了结”制度之后，“违约”成为了一种有条件的合法交易行为。这是一种根本性的创新，使大量的“圈外人士”参与市场成为了可能。因为可以较为简单的“退出交易”，所以“进入交易”变得更加简单和方便。从这一刻起，谷物贸易从圈子内的小众交易

市场逐渐演变成所有人均有可能参与的大众交易市场。而谷物交易本身，从单纯的传统贸易行为逐步演变为更为广泛的“投资行为”。谷物现货贸易商是芝加哥商品交易所的会员，控制着市场的“规则”。现货商人们作出这样的决定，显然不是迫于外界的压力，而是“利益的选择”。

市场进化一百多年后的今天，仍有为数不少的经济学家不认可投机交易，即使这种投机行为完全遵守了法律和市场规则。合法的投机行为对市场流动性作出的贡献和承担风险的本质被完全忽视，这是可悲的现实。这使我们更有理由佩服 1882 年市场创新者们的勇气与智慧。

1883 年，芝加哥商品交易所正式成立了结算协会。这同样是为大规模集中交易所做的改革与创新。当时的结算协会在规范性、严密性和技术水平等方面，与今天不可同日而语。但它向会员提供的对冲工具和清算服务，极大地推动了期货市场的发展。时至 1925 年，芝加哥期货交易所成立了芝加哥期货交易所结算公司（BOTCC），至此现代意义上的结算机构初具雏形。

芝加哥商品交易所成立以后，现代意义上的期货市场逐步发展，随着市场规模的扩张，越来越多的期货品种被相继推出。1874 年 5 月，芝加哥商业交易所（CME）正式挂牌成立，到 1969 年，芝加哥商业交易所已经成为全球最大的肉类与畜类期货交易中心。2007 年，CBOT 与 CME 正式合并成立芝加哥商业交易所集团（CME Group），截止到 2010 年，该集团已经成为目前全球最大的期货交易所。

标准化合约的确立、保证金制度的广泛应用、对冲机制和统一结算制度的实施标志着现代期货市场的确立。

1972 年，CBOT 推出了第一张金融期货合约——汇率合约。今天，在全球约 600 万亿美元规模的衍生品世界里，各类金融衍生品已经占据了绝大多数份额。作为衍生品主要交易场所的期货市场，被列入了金融行业。

但是这个被挂上金融标签的市场，却实实在在地起源于纯粹的大宗商品贸易。即便是率先推出金融期货合约，也与国际贸易结算的需求有密切关系，是人类社会发展的现实需求在推动市场的完善。期货市场一百多年的发展过程，是一群商人积极进取，不断追求市场进化，不断满足需求，不断创新规则的历程。期货市场就是商品市场、商品现货市场不断改进升级的结果。

市场的本质就是竞争。相比分散的市场和个性化的规则，统一的交易目标和规则有利于形成集中的大规模交易，有利于形成充分竞争，提高市场效率并保证价格的公正合理。这是传统贸易模式不断进化到现代期货市场之后，演变形成的结果。

第二节 期货交易的特点

了解期货市场的起源过程,有助于理解期货市场和现货贸易之间的关系。二者之间没有替代关系,是互补关系。现货贸易负责实现实物交换,期货市场负责形成价格,或者说释放价格信号。这是市场经济发展到较高层次后形成的一种特殊“分工”。

随着人类社会的发展和贸易的全球化,期货市场与现货交易、远期市场共同构成了多层次的交易体系。在功能方面,期货交易体现出了有别于现货交易与远期交易的显著特点。

一、与现货交易比较

与传统的现货交易不同,期货交易只能在期货交易所集中完成。因此,我们可以认为,期货交易是一种高度组织化的交易方式。现货交易具有较大的随意性,只需满足买卖双方的要求即可。现货交易标的物的覆盖面很广、不受交易对象、交易时间、交易空间等方面的制约,交易灵活方便;而期货交易则对交易对象、交易时间、交易空间等方面有着较为严格的限制。期货交易的交易对象是由交易所统一制定的标准化期货合约,并不是每一种商品都适合作为期货合约。因此,期货市场交易的范围十分有限。

总体而言,期货交易与现货交易主要有五个方面的差别。

(一) 交易对象和范围不同

现货交易的对象是各类实物商品或者金融产品,而期货交易的对象则是标准化合约,还算不上真实的货物,应该算是关于某种商品的合同。此外,现货交易可以覆盖到所有的商品品种,而期货交易的商品品种则相对有限,换言之,并不是所有的商品都可以成为期货交易的品种。

(二) 交割时间不同

现货交易通常即时成交或在很短时间内完成商品交收,买卖双方一旦完成交易,商品的所有权即发生转移。期货交易的成交与商品收付之间则存在着一定的时间差。在到期之前,期货交易与实物交收之间有分离特征。

(三) 交易的目的不同

现货交易的目的主要体现在商品所有权的转移,它是满足买卖双方需求的直接手段。期货交易的目的通常并不是为获得或转让商品,而是为了转移风险