

也说“中航油事件”

——透视巨亏、反思建立中国石油期货市场重要性

文/黄斯赫 徐若然

一、从金融交易层次看“中航油事件”

2004年11月30日，在新加坡上市的中国航空油料股份有限公司(以下简称中航油)因炒作石油期权亏损5.54亿美元，陷入债务危机，被迫向新加坡高等法院申请破产保护。该事件被称为中国的“巴林银行事件”，成为迄今为止中国企业在境外炒作金融衍生产品的最大亏损案例。

1. 我国石油企业规避国际石油价格风险的手段

我国于1998年陆续批准国内一些大型国有石油企业在国际上做石油套期保值业务，同时禁止它们涉足其他金融衍生产品的投机交易。1998年国务院颁布的《国有企业境外期货套期保值业务管理办法》，对于申请该项业务的企业实施严格的审批制度，并且限定获得资格的企业仅能从事与生产经营的产品或所需的原材料有关的品种的套期保值交易。

根据《管理办法》，证监会先后批准了中石化、中石油、中化集团以及中国航空油料集团公司等7家石油进口量较大的公司，可在境外期货市场从事套期保值业务，并规定其期货持仓量不得超出企业正常的交收能力、不得超过进出口配额、许可证规定的数量，期货持仓时间应与现货保值的计价期相匹配。

2. 中航油境外石油衍生交易亏损透视

中航油此次进行的主要是场外石油衍生品交易(OTC)，并不是交易所内的石油期货交易。中航油之所以亏损，主要在于大量卖出看涨期权。期权设计的原理相当于一份保险，买方为了规避风险买入期权合约，到期根据标的资产价格和执行价格的差额，选择执行还是放弃合约。期权的交易涉及两个交易方：买入者和卖出者。期权的出售方实现收取期权费，但之后有潜在的负债，他的损益状态与期权购买方的损益状态正好相反。如果投资者希望标的资产价格上升，他会选择买入看涨期权，而如果他希望标的资产价格下降，会买入看跌期权。做市商则根据买方的需要设计相应的期权种类，卖出看涨期权和看跌期权。就看涨期权而言，如果敲定价格高于标的资产价格，买方就会要求执行期权合约，获得相当的利润，而卖方将损失相应的金额；如果敲定价格低于标的资产价格，买方就会放弃执行期权合约，此时他损失的是当初缴纳的期权费，卖方则稳收期权费，没有其他损失。就看跌期权而言，如果敲定价格高于标的资产价格，买方就会放弃执行期权合约，损失的是当初缴纳的期权费；如果敲定价格低于标的资产价格，买方就会要求执行期权合约，获得差价产生的收益，则由卖方进行相应的补偿。

中航油当初预测石油价格下跌，即看空。按照期权交易机制，它可以卖出看涨期权或买入看跌期权，而买入看跌期权的总体风险远远小于卖出看涨期权。一般卖出期权的都是资金比较雄厚的做市商，具有很强的风险管理能力和强大资金。此外，从经济学角度看，交易个体大多属于风险厌恶型，当投资人看空油市时，大多数投资者的首选是买入看跌期权。中航油是通过多家经纪公司从事原油期货期权交易的现货商，但却出乎意料地选择了卖出看涨期权，在每桶30美元左右建立了大量的卖出期权——航煤限价保顶期权。由于前期原油暴涨带动航煤价格上扬，中航油卖出的保顶期权又陆续到期，按照期权交易规则，中航油必须承担当时航煤价格高出期权限定价格那部分的损失。

二、从“中航油事件”看建立中国石油期货市场的重要性

“中航油事件”的爆发充分表明，我国企业从事境外衍生品交易，特别是境外的场外衍生品交易，与在国内由政府监管部门严格监管的期货市场里进行避险交易相比，不仅风险大，而且风险程度难以控制。

其一，市场规则的制定权和解释权都不在我国政府的掌握之中。我国企业在国外市场从事境外衍生品交易，对手在暗，我们在明，企业的交易成本、资金承受能力等商业机密都暴露在国外投资者眼里。这在客观上也使得中国公司在与国外投资者的博弈中处于不利地位，很容易被外国炒家盯住。

其二，中航油参与此次交易并掌握交易核心机密的交易员，均是外籍人事，其中有澳大利亚、韩国、日本等国人事。这种核心机密被外籍人事掌握和应用，即使在美国这样的国家也是很少出现的。

其三，由于国际市场的石油价格往往由石油垄断资本和投机资本所操纵，中国对国际石油价格的影响却不到0.1%，石油定价机制的被动性给我国的经济安全留下了极大的隐患，油价的剧烈波动也给我国相关企业的生产经营带来了巨大的风险，客观上使得这些企业要求通过衍生品交易来规避市

场风险。但是绝大多数国内企业无法通过期货进行套期保值，面对国际油价大起大落只有被动接受损失。

因此，在国内企业不熟悉西方国家制定的经济法则下的商业模式操作和运营的前提下，建立中国自己的石油期货市场，拥有自己制定的游戏规则，培养一批能参与国际期货市场交易的核心人才是尤为重要。这不仅有利于提高我国石油企业应对石油价格风险的能力，也能为国内相关石油企业提供一个在我国法律严格监管之下的避险环境，尤其是在石油这样重要的战略市场。

（作者单位：西南财经大学研究生部）

相关链接

[美国西南航空公司构筑竞争优势的路径——战略适应范例](#)

[国际FDI产业分布发展趋势对中国的启示](#)

[国际会计公司全球分布成因分析和检验](#)

[国际营销中跨文化冲突问题探究](#)

[台湾汽车购买能力之分析研究](#)

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：（010）65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心