



企业期权空头套保：线性工具定位的政策偏差与全局风险视野下的规则重构

郑振龙 陈蓉

摘要 企业套期保值快速普及，但公开可验证的期权空头（卖出期权）套保案例却极为稀缺，这主要是由于“真实使用不足”与“信息披露缺失”两类问题并存且相互强化。而问题的根源则在于制度间的断裂——交易所虽为期权空头保留套保额度入口，但国资监管、套期会计、信息披露和绩效评价仍以线性工具定性期权，导致一笔期权空头即使获得了额度，也可能在会计上无法被认定为套保、在审计中被质疑、在问责中被追责。企业因而只能在“完全锁价”“持续买保险”和“放任风险”之间选择，卖出期权这种灵活的风险管理手段反而被制度性压缩。对于套保功能的判定，本文提出应以企业同一风险因素下的全局净敞口为分析单位，以策略实施前后整体风险是否实质下降为标准，建立经营来源、状态覆盖、事前组合降险和增量风险可承受四项功能判据，并提供适用简单结构的快捷检验条件，方便“安全港”场景下的简化认定。按此标准，备兑看涨、真实采购需求覆盖的看跌期权空头、等标的数量领子和一比一垂直价差等稳定型策略可构成稳定性套保；裸卖、超额比例和路径倍增结构则应被排除。基于分析，本文建议统一套期保值的功能定义，构建“安全港+个案审查+负面清单”三层认定框架，建立统一状态覆盖表提升品种、规模、方向和期限匹配度的可验证性，主张经济套保功能与会计处理、绩效问责彻底分离，同时辅以执行层披露制度改革等，并明确了落地上述措施的路径与策略。

关键词 企业套期保值 期权空头 制度错配 全局风险 功能监管

一、引言

企业套保正在从少数大型企业的专门业务，转变为预算管理、现金流管理和公司治理的常规工具。发布套期保值公告的非金融类 A 股上市公司由 2014 年的 187 家增至 2024 年的 1 503 家，10 年复合增长率约为 23%；2024 年公告披露的获批套保额度约 3.4 万亿元，其中商品套保额度约

2 890 亿元（余俊锋等，2025）。2025 年前 11 个月，发布套保相关公告的实体行业上市公司已达 1 782 家（谭亚敏，2026）。从企业数量、授权规模和覆盖行业看，衍生品风险管理已进入持续扩张阶段。

但可验证的期权空头套保案例并未同步增长。公开资料通常能够看到企业是否获批使用“期货和期权”，却很难进一步

郑振龙，厦门大学管理学院财务学系南强特聘教授，博士生导师；陈蓉，厦门大学管理学院财务学系教授，博士生导师。感谢国家自然科学基金（72371210和72072268）的资助。文责自负，与所在单位无关。



还原实际成交方向、执行价格、数量比例、经营覆盖关系和行权后的处置。换言之，企业在“获批额度”之后，实际如何运用期权工具——尤其是空头策略——在信息披露层面近乎不可见。这种“获得授权、不可验证”的格局，构成了本文所关注的制度断点的核心表征。

需要说明的是，本文所称“期权空头”，既包括单独卖出看涨或看跌期权，也包括领子、价差等组合中的卖出腿；所称“稀缺”，是指可验证的实际使用、公开可识别程度和制度可复制性明显滞后，而不是断言企业从未卖出期权，更不是以期权成交量反推企业套保采用率。

期权空头值得单独研究，因为它并非买入期权的简单反面。生产者或库存持有人卖出不超过可交付数量的看涨期权，可以用放弃部分上涨收益换取权利金，实现预算售价稳定；具有真实采购需求的企业卖出看跌期权，可以用放弃进一步低价采购的利益换取成本缓冲；领子和垂直价差中的卖出腿，还可以降低保护性期权的权利金。把这些头寸从经营敞口和其他期权腿中剥离观察，其收益有限、潜在损失较大的表象确实接近投机；把它们放回企业整体现金流，结论却可能相反。

传统套期保值理论从等量反向的线性对冲出发 (Hardy & Lyon, 1923)，随后转向基差管理 (Working, 1953) 和投资组合风险最小化 (Markowitz, 1952 ; Johnson, 1960 ; Ederington, 1979)。企业风险管理文献进一步从税收、财务困境、融资约束和投资不足解释衍生品使用 (Smith & Stulz, 1985 ; Froot et al., 1993 ; Haushalter, 2000 ; Brown, 2001)，并指出衍生品名义规模并不等同于真实降险程度 (Guay

& Kothari, 2003)，有效风险管理则有助于缓解融资和投资扭曲 (Campello et al., 2011)。这些研究奠定了“从组合而非单腿评价套保”的理论基础，但尚未充分回答期权空头为何在制度上受到额外排斥，监管又应如何识别其功能边界。

本文回答三个相互关联的问题：一是观察到的稀缺究竟是企业少用，还是市场看不见；二是现行规则在哪些环节对期权空头形成累积性抑制；三是卖出期权在何种组合条件下才具有套期保值功能。本文的目的不是为企业在现行规则下寻找操作路径，而是检验规则本身是否以正确的分析单位和风险标准识别套保。核心主张是判定期权空头策略是否构成套期保值，不应因“卖出”方向而被先验排除，也不能因与现货统计相关而自动认定有效；正确的判定应基于企业交易前的合并净敞口，以策略实施前后净敞口风险的绝对变化作为唯一量化基准，即只有事前风险显著降低的策略方可认定为套期保值。

本文的边际贡献有三点。一是将“使用稀缺”与“识别稀缺”区分开来，揭示披露口径和制度约束如何共同制造期权空头的不可见性。二是以企业合并口径的经营净敞口为分析单位，细化其操作化计量规则与合并口径，建立经营来源、状态覆盖、事前组合降险和增量风险可承受四项判据，并给出不依赖特定价格分布的非扩张检验，明确其充分非必要的理论定位与安全港适用场景。三是将规则结构由方向和工具形式改造为“安全港-非列举审查-负面清单”，使简单、可覆盖的卖出结构获得确定性，同时阻断裸卖、超额比例和路径倍增；补充分主体实施路径与过渡期安排，增强方案落地性。



二、一个反常现象：套保扩张，期权空头仍不可见

（一）授权扩张不等于期权空头使用扩张

近 10 年的公告数据表明，企业对衍生品风险管理的需求不是偶发现象，而是持续扩张的经营安排。套保企业数量、授权额度和覆盖行业同步上升，工具清单也普遍由期货扩展至远期、互换和期权。由此形成一个自然预期：随着企业风险管理成熟和期权品种扩容，至少一部分由库存、产量或采购需求覆盖的期权空头，应当逐步成为常规工具。

然而，董事会或股东会授权通常只规定未来 12 个月可使用的工具、保证金或名义金额上限，本质上是事前容量安排。它不能证明企业随后实际成交，更不能证明成交的是期权、是买方还是卖方、是单腿还是组合。年报中的“期货和期权”又常被合并列示为衍生金融资产和负债、公允价值变动或投资收益。

因此，判断企业是否使用期权空头套保，不能只看公告中是否出现“期权”二字，而应沿着“获批可以使用-实际开展衍生品交易-实际开展期权交易-明确存在期权卖出腿-组合确实降低经营风险”的证据链逐级识别。每向前推进一级，都需要更具体的信息支持；停留在任何一个较低层级，都不足以推出更高层级的结论。为避免将授权额度、实际成交、交易形式与经济功能混为一谈，表 1^① 将公开信息划分为五个证据层级，并分别说明各层级能够支持和不能支持的研究结论。

（二）观察到的稀缺由“少用”和“看不见”共同构成

期权风险由买卖方向、执行价格、期限和数量比共同决定。对未来采购而言，买入看涨期权可以封顶高价风险，卖出看跌期权则主要通过放弃低价区间的有利变动来压缩预算波动；对库存或未来销售而言，买入看跌期权保护下跌尾部，卖出看涨期权则截平上涨区间。目前，企业仅披露“拟开展期权套期保值”，无法区分保险、稳定、收益增强和方向交易。

从间接经验证据看，企业卖出期权案例的稀缺主要是由“少用”和“看不见”两个因素导致的，且这两个因素相互强化。一是交易所套保持仓结构显示，当前国内商品期权套保持仓中，企业作为期权买方的持仓占比显著高于卖方，卖方套保持仓多集中于交易所专项服务的产业客户，广谱实体企业的主动卖出套保占比偏低；二是 A 股上市公司年报中，明确披露期权买卖方向、执行价格与组合结构的企业不足公告套保企业总数的 5%，绝大多数企业仅合并列示“期货与期权”的公允价值与损益，无法识别是否存在卖出腿；三是国资体系内针对期权卖出的内部审批普遍更为严格，多数国有企业的衍生品授权仅明确“可开展期权套保”，实操中默认以买入保护性期权为主，卖出策略需额外专项审批。简言之，真实使用不足与披露识别缺陷共同构成了当前的稀缺现象，且制度约束是二者背后的共同驱动因素。

目前能够较完整复盘的国内公开材

① 表 1~5，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。



料，均来自交易所专项扶持项目，属于经过筛选的成功样本，仅用于验证期权空头服务经营风险管理的可行性与作用机制，不代表行业普遍实践，也不能据此推断期权空头套保的整体安全性与实际采用率；现有公开材料仍不足以对总体采用率做出可靠量化估计，也印证了市场尚未形成无须个案认定即可复制的常态机制。

因此，本文不以“公开找不到”机械推断“企业没有使用”，而把观察到的稀缺拆分为两部分：一是规则、会计和问责使企业确实减少使用期权空头；二是即使已经使用，现行披露也常把卖出腿隐藏在工具清单、组合名称或合并损益之中。两种稀缺相互强化：数据不足使监管更依赖工具形式，形式限制又进一步压低真实使用和充分披露。本文的研究核心聚焦于制度错配机制的解析与功能认定标准的构建，不试图对两类稀缺的具体权重做出精确量化，后续执行层披露制度的完善是进一步实证检验的前提。

（三）工具风险解释不了全部现象

企业不愿承担保证金和尾部义务，是期权空头使用较少的直接原因，但它解释不了全部现象。期货同样具有保证金和流动性风险，企业仍在广泛使用；买入期权无需追加保证金，却会持续消耗权利金，尤其在波动率较高、利润率较薄时可能难以长期承受。期权空头或含卖出腿的组合，恰好处于完全锁价与持续购买保险之间，为企业提供风险、成本和经营弹性的中间选择。

更关键的是，交易所持仓规则已经为看跌期权卖方和看涨期权卖方设置套保方向，公开案例也证明企业存在真实需求。由此，真正需要解释的不是“企业为什么

厌恶高风险工具”，而是为什么制度一方面为期权空头留下额度入口，另一方面又没有形成可预期、跨规则复用的实质认定，为什么经济上可能降险的卖出腿，在会计、披露和问责环节仍容易被重新归类为投机。

三、有额度入口，为什么仍难获得套保认定

期权空头套保在实务中的稀缺，并非源于某项制度的明文禁止，而是源于多个制度环节之间累积形成的功能错配。上位法提供了原则性的制度空间，交易所也完成套保方向归类和额度分配，国资监管、套期会计、信息披露与绩效问责则分别从审慎管理、财务列报和责任追究角度设置条件，却始终缺少一套共同回答“该头寸是否降低企业整体风险”的功能认定标准。结果是，同一期权空头即使取得套保额度，也可能在会计、审计、披露或问责环节被逐次消解其套保身份。本节沿着从制度准入到功能认定的链条，集中梳理六个关键断点及其相互强化的机制（表2）。这六个环节并非孤立的制度瑕疵，而是一条累积性制度摩擦链：认定对象错置，使组合内部的风险抵销不可见；规则口径分裂，使额度管理、会计处理与国资治理无法共享同一结论；执行证据不足，又使保守规则难以被经验数据纠正。期权空头面对的不是一条明确的禁止规则，而是贯穿认定、列报、披露和问责的持续不确定性这种不确定性本身，即构成最有效的隐性约束。

（一）分析单位错位：把单腿风险当作全局风险

传统期货套保以现货和期货方向相



反、数量相当为直观规则，在线性工具、单一风险因素和固定数量下具有较强可操作性。期权却是状态依赖的非线性合约：卖出看跌期权在价格下降时形成采购或期货多头义务，在价格上涨时只赚取权利金；卖出看涨期权在价格上涨时形成销售或期货空头义务，在价格下跌时只赚取权利金。同一头寸的状态需要结合权利义务方向、Delta^①方向、行权后标的方向或经营现金流方向综合描述，所谓“方向匹配”不能简单套用期货的相反原则。

现行制度的根本问题在于：认定一笔“衍生品头寸”是投机还是套保，并据此是否给予企业持仓限额豁免时，通常以孤立的衍生品头寸为认定对象，而非“经营敞口+全部风险管理工具”的整体组合。期权空头单独看具有负凸性和不对称尾部，放回库存、产量、订单、保护性期权和自然对冲后，却可能只是把原有敞口截平或限制在区间内。若监管以单笔头寸而非企业整体风险敞口为分析单位，就会产生两类误判：一是将组合内部的风险抵销或重新配置误认为企业新增风险；二是在企业全局净敞口已经消失后，仍把形式上与局部现货头寸方向相反的期货头寸认定为套保。

（二）规则语言分裂：功能定义、方向归类与形式约束并存

《期货和衍生品法》^②以“管理风险”及

与资产、负债等“基本吻合”为核心界定套期保值，证监会2023年颁布的《期货市场持仓管理暂行规定》^③进一步要求交易品种相关、持仓用于管理价值变化风险，并使建仓、调整和了结与生产经营活动紧密关联。这是一种功能性定义，但“基本吻合”尚未被分解为适用于期权的数量、状态和组合检验。

上海期货交易所和郑州商品交易所现行规则^④均将看跌期权卖方头寸归入买入套期保值，将看涨期权卖方头寸归入卖出套期保值。这一安排在方向划分上承认期权空头可能对应采购或销售风险，其主要功能是服务套保额度管理，但尚未形成完整的实质认定标准。规则没有进一步回答：卖出数量在不同价格状态下是否超过经营需要，经营敞口与全部衍生品构成的组合是否降低企业净风险，以及保证金和负Gamma风险是否会在压力状态下反向冲击经营。因此，方向归类提供了入口，却没有完成套保属性的认定。

国务院国资委2020年发布的《关于切实加强金融衍生业务管理有关事项的通知》^⑤则强调交易品种与主业相关，规模、方向和期限与实货匹配，并要求工具结构简单、流动性强、风险可认知。这些约束具有防止超额交易和复杂结构失控的正当目的；但若继续沿用期货的线性直觉，“方向匹配”和“结构简单”就容易被解释为

① Delta是期权价值对标的价格变化的一阶敏感度。

② 中华人民共和国期货和衍生品法（中华人民共和国主席令第112号）[Z]. 2022-04-20.

③ 证监会.期货市场持仓管理暂行规定（中国证券监督管理委员会令第212号）[Z]. 2023-07-31.

④ 详见上海期货交易所.上海期货交易所套期保值交易管理办法[EB]. 2023-03-23.和郑州商品交易所.郑州商品交易所套期保值管理办法[EB]. 2023-04-14.

⑤ 国资委.关于切实加强金融衍生业务管理有关事项的通知（国资发财评规〔2020〕8号）[Z]. 2020-01-20.



对卖出期权及组合策略的从严限制。

上述三类规则由此存在真实张力：上位法追问交易是否管理经营风险，交易所解决头寸应进入哪一类额度，国资治理则倾向用形式边界控制责任，由于缺少共同的非线性语言，企业只能采用最保守的解释。

（三）会计门槛倒置：列报规则反向定义经济功能

《企业会计准则第24号——套期会计》^①原则上限制签出期权作为套期工具，买入和卖出期权组成的组合还需要判断是否实质形成净签出期权。这一边界服务于财务列报稳健性，防止企业以收取权利金和平滑利润为名承担无上限风险；但它回答的是损益何时、如何列报，并不等同于经济上的风险管理定义。

问题在于，上市公司规则又把经济套保与会计资格重新捆绑。深圳证券交易所现行规则允许未采用套期会计的企业说明风险管理目标和实际效果，却同时规定，以签出期权或构成净签出期权的组合作为套期工具时，应当满足套期会计准则。对期权空头而言，这相当于把原本用于决定报表列报的方法，转化为能否进入“套保”类别的前置门槛。即使经营敞口与衍生品组合在经济上确实降险，只要不能采用套期会计，企业仍会面临合规不确定性和当期损益波动。

这种制度安排形成循环论证：因为签出期权难以适用套期会计，所以被怀疑不属于套保；又因为被怀疑不属于套保，企业更难形成会计指定、审计证据和内部

授权。风险事实的认定、财务会计的列报和商业成效的权衡本应分别回答“是否降险”“如何列报”“是否值得交易”，现行制度却让最审慎的一环反向支配其他环节。

（四）问责基准错误：用事后单腿盈亏替代事前组合降险

套保的目标不是保证衍生品头寸盈利，而是使经营端与衍生品端合并后的结果更加稳定。期权空头的亏损，往往恰好发生在企业经营端受益的时候：生产企业卖出看涨期权后，若产品价格大幅上涨，期权端会出现亏损或企业放弃执行价以上的额外收益，但现货售价、库存价值和订单利润也随之上升；采购企业卖出看跌期权后，若原材料价格大幅下跌，期权端虽然亏损，企业却能够以更低价格完成采购。因此，期权端亏损通常不是企业整体新增的净损失，而是对经营端有利价格变动的部分抵销。问题在于，经营收益与衍生品损益往往分散在不同部门、账户和报表项目中，后者更集中、更显眼。若绩效评价只考察衍生品账户，就可能把企业整体风险已经下降的策略误判为失败，并由此形成对期权空头的不对称问责。

国资规则已经要求衍生品与实货盈亏综合评价，但尚未形成统一的套保效果评价基准、风险容忍上限和市场情境覆盖等具体指标。潘胜杰和蒋晓全（2024）对石油石化上市公司的研究表明，国有企业使用期货和场外衍生品的意愿低于民营企业，严格监管、内部考核、历史亏损舆论和专业人才不足是重要影响因素。由于期

① 财政部.企业会计准则第24号——套期会计(财会[2017]9号)[Z]. 2017-03-31.



权空头的尾部风险和单腿亏损更容易被观察，结果导向的问责对其形成了额外的组织性抑制。

（五）披露颗粒度不足：看得到额度，看不到状态义务

现行上市公司规则已开始要求企业说明拟管理的风险敞口、衍生品敞口与拟管理的风险敞口之间的经济关系，并持续评估对冲后的净敞口。这一进步仍主要停留在授权和原则层面的信息要求上，尚未覆盖真正决定套保效果的执行层信息。

对期权空头而言，真正决定风险的不是静态名义本金，而是不同价格和路径下可能形成的最大交付数量、现金结算义务、净 Delta、保证金需求和退出成本。这些执行层信息目前尚无统一的披露模板，导致同类披露口径下掩盖了截然不同的风险实质。例如，只披露“期权额度不超过若干亿元”，会把一比一领子、二比一比例价差和含倍增条款的累积结构放进同一口径，还会导致无法区分备兑期权空头与波动率交易^①；又如，只披露期末公允价值，又未说明行权后形成的期货头寸及其经营处置（如平仓、交割或移仓），投资者便无从判断该头寸是已对冲终结，还是风险仍在滚动累积。

披露颗粒度的粗放，使得管理者看不清真正的风险敞口，投资者看不懂真实的套保效果——这恰恰是当前制度从“原则要求”走向“实质监管”所需跨越的最后一公里。

（六）规则不确定性放大能力与流动性成本

卖出期权需要管理保证金、隐含波动

率和多维风险敏感度，尤其是 Gamma (Delta 随标的价格变化的速度) 和 Vega (期权价值对隐含波动率变化的敏感度)；还要处理基差、极端行权和退出风险。商品期权流动性通常又集中于近月和平值附近，远月或非平值合约的退出成本较高；场外期权虽可定制，却增加对手信用风险、模型风险和提前终止风险。

这些市场和能力因素不是制度问题的替代解释，而是被制度不确定性放大的固定成本。当企业无法预先判断某一可覆盖空头能否在持仓、审计和问责中获得一致认定时，建设专业团队和系统的预期回报下降；参与者不足又削弱市场深度，形成“规则不清-企业少用-流动性不足-更难使用”的内生循环。

四、稀缺的代价：风险并未消失，只是换了形式

制度断点造成期权空头套保使用不足，但企业经营风险是客观存在的——未被期权对冲的风险并不会凭空消失，而会转向其他渠道释放，由此在多个层面产生连锁影响：在企业层面，风险管理被挤向少数几种备选路径；在合同层面，非线性风险可能转入透明度更低的现货和场外安排；在市场层面，自然卖方减少可能影响期权市场的流动性和定价效率；在监管层面，案例与数据缺失又反过来制约规则的优化空间。简言之，风险以成本更高、更难观察或更难治理的形式重新组织和呈现。

一是风险管理路径被压缩。制度若对期权空头施加不合理约束，企业只能通过

① 备兑期权空头指持有现货、卖出看涨权以增强收益；波动率交易指裸卖期权、博取波动率价差。



期货、买入期权进行套保，否则就只能保持风险敞口。期货虽然可以近似锁定价格，但逐日结算机制会把长期价格风险转化为短期流动性风险；尤其当价格向经营有利方向变动时，期货端亏损需追加保证金，造成资金占用负担。买入期权能够保留价格有利变动的空间，并限制不利尾部，却需要持续支付权利金，长期累积成本不低。而相比之下，备兑期权空头处于两者之间：企业以让渡一部分有利状态收益，换取权利金收入、降低保险净成本并稳定套保预算，为风险管理提供了更灵活的中间选项。

二是经营损失函数与金融合同脱节。企业面临的经营风险通常不是价格单向涨跌这么简单，往往体现为订单毛利低于阈值、采购成本突破预算上限、库存价值跌破融资质押要求，或者售价偏离客户可接受区间。期权的独特价值正在于能按状态分配权利和义务——备兑、领子和价差可以围绕经营阈值，改变现金流斜率，使风险转移更贴近企业真实损失函数。如果期权空头被制度性压缩，企业就失去了在“保留机会收益、支付保险成本、稳定预算”之间连续调节的手段，套保策略的精细化程度随之降低。

三是非线性风险向低透明度合同迁移。当公开衍生品规则过度强调工具形式，企业仍可能通过一口价合同、保底回购、含权贸易、点价条款或供应链融资嵌入同样的非线性风险。风险没有消失，只是从具有保证金、净额结算、集中清算和持仓报告机制的公开市场，转移到透明度更低、法律关系更复杂的双边合同。期权空头在报表上变得不再显眼，可能减少可度量的风险，却增加难以观察的风险。

四是期权市场供给结构可能受到影

响。商品生产者、库存持有人以及具有确定采购需求的企业，天然是一部分看涨或看跌期权的供给方。若这些主体因制度不确定性减少参与，市场卖方将更多依赖做市商和方向性交易者，风险承载趋于集中，买卖价差和权利金可能上升。这意味着，过度限制实体企业的备兑卖出需求，反而可能削弱买入期权的可得性，抬升企业购买保险的成本。

五是数据与案例的缺乏使制度改进缺乏反馈基础。少量公开可得的项目案例通常偏向成功样本，而授权公告又不能反映实际执行中的困难与调整过程。监管缺少关于失败原因、最大义务暴露和组合对冲效果的系统性数据，因而难以校准安全边界；企业缺少可比案例和清晰预期，只能依赖内部经验或个别中介机构建议。大型企业尚可通过场外定制、专业团队和专项沟通消化不确定性，中小企业则更可能退回期货或干脆不套保。信息不足不仅降低整体效率，也可能造成风险管理能力在企业间的结构性分化。

上述后果说明，进一步改革的目标不应是鼓励企业无差别卖出期权，而应减少对可被监控覆盖、可被验证的期权空头结构的制度性排斥，同时精准约束具有风险放大效应的复杂结构。要做到这一点，须把“从全局看是否降低了整体风险”这一原则，转化为可检验、可披露、可问责的功能判据。

五、从“方向匹配”到“全局降险”：一套可验证的功能判据

功能认定需要依次回答四个问题：比较谁的风险？和什么反事实比较？采用什么指标比较？在何种状态下仍然成立？本文据此提出四步判定链：先确定同一风险



因素和期限下的企业合并净敞口；再固定未建仓反事实与事前风险目标；继而用非扩张条件筛查简单结构；最后通过经营来源、状态覆盖、组合降险和增量风险四项检验完成认定。

（一）确定评价边界：同一风险因素、期限与合并主体

“从全局看降低风险”并不是把汇率、利率和商品价格等互不相关的风险合并为一个总数，而是先明确目标风险因素、风险期限以及实际承担经济后果的主体，再评价拟新增头寸对该主体净风险的边际影响。与目标风险因素有关的采购、库存、销售、价格传导、集团内部交易、自然对冲以及建仓前已经存在的衍生品头寸，应当纳入统一口径；集团内部交易予以抵销，各业务环节的风险则按照最终经济承担关系归集。只有如此，才能判断新增头寸究竟降低了合并净敞口，还是仅改变了风险在不同业务单元、账户或工具之间的分布。

合并净敞口的计量遵循以下规则。一是风险因子分解。按单一风险因子分别计量，不得将不同品类商品、不同币种、不同期限的利率风险直接合并抵销；同一大类风险因子内的高度相关品种（如不同交割地的同品种商品），需在披露基差风险的前提下适度合并。二是期限映射。将不同到期日的衍生品头寸与对应期限的经营敞口逐一匹配，不得用短期衍生品直接匹配长期经营敞口；滚动续作的策略需单独计量移仓风险与流动性缺口，不得视同一次性匹配。三是集团内部净额化。合并范围内的内部采购、销售与衍生品交易全额抵销；跨子公司的风险敞口，按最终对外暴露的净头寸计量，不得仅因子公司局部存在敞口就单独认定套保。四是非线性风险合并。

期权的 Gamma、Vega 等非线性风险需按压力情景统一合并计量，不得仅用 Delta 值替代整体风险暴露；同一标的的多腿期权组合，需按全状态现金流合并后评价净风险。

因此，某一子公司或业务单元的风险下降，并不当然意味着企业整体风险下降。若局部头寸波动下降的同时，合并主体对目标风险因素的净敏感度、尾部损失或流动性需求反而上升，就不能称为全局降险。同样，仅为对冲既有投机或做市头寸、管理衍生品交易账户希腊值而建立的新头寸，即使降低了交易账户自身波动，也不能仅据此取得企业经营套保属性，因为其直接对应的是金融头寸风险，而非采购、生产、库存或销售活动形成的经营风险。

（二）固定事前目标：风险度量不得随结果更换

设 t 为拟议头寸的建仓和评价时点， T 为事前确定的风险期限终点。令 X_0 表示企业未建立拟议头寸时，在 T 时点与目标风险因素有关的合并净现金流；令 D 表示拟议期权空头或含卖出期权组合在 t 至 T 期间产生的增量净现金流，包括权利金、到期或平仓损益、交易费用、保证金融资成本及其他直接相关成本，并统一折算至 T 时点；令 X_H 表示建立拟议头寸后的合并净现金流。于是有：

$$X_H = X_0 + D \quad (1)$$

X_0 不是人为挑选的某一批库存、订单或局部业务现金流，而是企业在“不建立拟议头寸”这一反事实状态下的基准现金流。Holton (2004) 指出，风险同时取决于结果的不确定性和主体对结果的实际暴露——脱离企业实际敞口谈风险度量没有意义。它应当包含合理的自然对冲、内部



风险抵销以及建仓前已经存在的相关头寸。只有先固定这一反事实，才能通过比较 X_H 与 X_0 的风险分布，区分企业整体风险的真实下降与风险在不同账户或业务环节之间的重新配置。

令 L_0 和 L_H 分别表示未建立和建立拟议头寸后的损失变量。设 $\rho_t(\cdot)$ 为企业在时点 t 根据当时可获得的信息、经营目标和风险承受能力事前选定的风险评价函数，数值越大表示风险越高。拟议头寸具有套期保值功能的核心风险条件是：

$$\rho_t(L_H) < \rho_t(L_0) \quad (2)$$

式 (2) 强调的是新增头寸对企业合并风险的边际影响，而不是期权空头自身的盈亏特征。

1. 风险指标设定应遵循的规则

风险评价函数 ρ 具体计量口径即风险指标的设定，应遵循程序和实质两个维度的相关规则，以保证指标选择严肃性、客观性、透明性和不可操纵性：**一是**由企业风险管理部门根据经营目标提出，经风控委员会审议后在建仓前备案，指标、参数、风险期限和最小改善幅度均应在建仓前确定。事后根据价格结果更换指标，既可能把方向交易包装为套保，也可能把经济上有效但衍生品端发生亏损的套保误判为投机。**二是**监管机构与审计机构有权核验指标合理性，若指标选择明显偏离行业惯例、刻意放大降险效果或掩盖尾部风险，可否定其套保认定资格；安全港类策略采用统

一标准，无须企业自行选择。**三是**指标选择必须与被套期风险的管理目标直接对应，不得选择与经营目标无关的指标。例如，关注预算稳定性时，可以采用方差、平均绝对偏差或现金流落在预算区间之外的概率；关注利润下限、采购成本上限或偿债能力时，应采用下偏矩、短缺概率、预期损失或压力损失——这一区分正是上述“保险型”与“稳定型”两种套保策略在风险度量上的自然延伸^①。另外，期权空头可能引致较大追加保证金时，还应单独评价流动性缺口。**四是**所有期权空头套保必须同时满足波动率类与尾部类两类指标要求，不得仅以方差下降作为认定依据。另外，为避免把模型误差或统计噪声当作风险下降，企业或监管者还应在建仓前设定最小实质改善幅度 $\varepsilon_t > 0$ ；在风险指标可量化时，可进一步要求 $\rho_t(L_H) \leq \rho_t(L_0) - \varepsilon_t$ 。

2. 风险评价函数的优先级与构成

从风险优先级看，尾部风险与流动性约束具有一票否决地位。Artzner et al. (1999) 提出的一致性风险度量框架表明，风险指标本身需要具有明确的经济性质，不能仅依赖统计上的波动率指标而忽略尾部的经济后果。方差下降仅反映正常市场环境下的波动率改善，属于套保认定的基础门槛；若尾部损失、压力损失或保证金流动性约束不满足，无论方差下降幅度多大，均不得认定为套保。这一安排针对期权空头负凸性、厚尾损失的风险特征，避免仅用二阶矩掩盖极端风险。

① 保险型套保通过买入保护性期权直接压缩不利尾部；稳定型套保则通过放弃部分有利状态收益，换取预算、利润或现金流波动的下降。各兑看涨和真实采购需求覆盖的看跌期权空头主要属于后者——其价值不在降低最坏情况损失，而在使现金流更可预期。



在以条件方差衡量风险时, 令 $Var_t(\cdot)$ 和 $Cov_t(\cdot, \cdot)$ 分别表示依据时点 t 可获得信息计算的条件方差和条件协方差。由式(1)可得:

$$Var_t(X_H) - Var_t(X_0) = Var_t(D) + 2Cov_t(X_0, D) < 0 \quad (3)$$

式(3)说明, 期权空头自身的损益方差较大, 并不能直接否定其套保属性。只要增量现金流 D 与基准现金流 X_0 之间的负协方差足够强, 即满足 $Cov_t(X_0, D) < -\frac{1}{2}Var_t(D)$, 建立头寸后的合并现金流方差仍会下降。Howard & D'Antonio(1984)的套保有效性度量同样强调, 风险与收益应在被套期敞口和套期工具构成的组合层面评价, 而不能根据衍生品头寸的单边波动或单笔盈亏判断交易性质。

方差对有利偏离和不利偏离赋予相同权重, 可能低估期权空头的负偏、厚尾、价格跳跃和追加保证金风险。Lien & Tse(2000)进一步表明, 采用下行风险而非方差作为套保目标时, 最优套保比例和策略选择可能随之改变。因此, 方差下降只能作为基础判据, 还必须接受尾部风险和流动性检验。令 $\alpha \in (0, 1)$ 为事前确定的置信水平, $ES_{\alpha,t}(L)$ 表示损失变量 L 在置信水平 α 下的预期损失; 令 $SL_t(L)$ 表示在预设价格跳跃、波动率上升、基差扩大和流动性收缩情景下的最大压力损失; L_{max} 为企业压力损失承受上限。进一步令 M_t 为建仓至到期期间可能出现的最大追加保证金、融资和提前终止资金需求, M_{max} 为可动用流动性上限。还应满足:

$$ES_{\alpha,t}(L_H) \leq ES_{\alpha,t}(L_0), SL_t(L_H) \leq \min\{SL_t(L_0), L_{max}\}, M_t \leq M_{max} \quad (4)$$

式(4)要求新增头寸不得加重企业合并现金流的尾部损失, 不得在压力状态下突破企业的损失承受能力, 且路径中的保证金和融资需求必须处于可动用流动性范围内。即使某一期权组合降低了到期现金流方差, 若其负 Gamma 特征可能在价格快速变动时引发无法承受的保证金追缴、被迫平仓或经营资金挤占, 也不能仅凭到期损益的收缩认定其具有套保功能。

(三) 简单结构的快捷检验: 非扩张条件

前述方差判据需要估计经营现金流与期权损益之间的协方差。对于由单一价格因素驱动、现金流结构较为简单的策略, 还可以直接从到期现金流形状判断它是否会放大原有敞口。

命题 1 (非扩张判据)。设 S 为风险期限末的标的价格, $f(S)$ 为未建立拟议头寸时的经营净现金流, $h(S)$ 为加入期权空头或含卖出腿组合后的净现金流。若对任意两个可能价格 S_1 和 S_2 均有:

$$|h(S_1) - h(S_2)| \leq |f(S_1) - f(S_2)| \quad (5)$$

则称套保后现金流相对于未套保现金流满足非扩张条件。它的直观含义是: 无论标的价格从哪个状态变动到哪个状态, 套保后企业现金流的变化幅度都不会超过未套保时的变化幅度。期权结构可以压缩原有价格风险, 但不能在某一价格区间重新放大敞口。

当 $f(S)$ 和 $h(S)$ 的二阶矩存在时, 式(5)能够推出 $Var[h(S)] \leq Var[f(S)]$ 。



令 S' 为与 S 独立同分布的复制, 则:

$$\begin{aligned} 2Var[h(S)] &= E[h(S) - h(S')]^2 \leq E \\ [f(S) - f(S')]^2 &= 2Var[f(S)] \end{aligned} \quad (6)$$

因此, 套保后的现金流方差不高于未套保现金流的方差。该结论除要求二阶矩存在外, 不需要假设标的价格服从正态分布、几何布朗运动或其他特定分布。

当未套保现金流对标的价格是单调线性的, 分段线性期权策略通常可以通过比较各价格区间的斜率来检验非扩张性。例如, 在标的数量与经营敞口匹配时, 备兑看涨将销售现金流在执行价格以上的斜率由 1 降为 0; 与采购需求对应的看跌期权空头, 则将低价格区间的采购成本斜率由 1 降为 0。等标的数量领子和一比一垂直价差也具有类似特征。相反, 比例期权、倍增结构和路径依赖产品可能在特定状态下使斜率绝对值超过原始敞口, 从而不再满足式 (5)。

需要明确的是, 非扩张条件是方差不增加的充分非必要条件, 而非套保认定的必要条件。不满足非扩张条件的策略在特定价格分布与风险度量下, 部分非分段线性、斜率局部略有放大的策略仍可能实现整体风险下降。因此, 该条件仅适用于“安全港”类策略的简化、免模型认定, 不得作为排除其他降险策略的唯一标准; 不满足该条件的策略, 可通过非列举审查通道提交完整风险证明材料申请认定。

(四) 完整认定: 四项功能检验

前述三步解决了“如何比较风险”的问题, 最终认定还需要依次通过四个门槛。

①经营来源检验。目标风险必须源于现有或高度可预期的采购、生产、库存、

销售、融资或服务活动, 并能够由合同、订单、库存台账、产销计划、预算和历史履约记录验证。仅为管理衍生品交易账户、对冲既有投机头寸或获取波动率价差而建立的新头寸, 不应仅凭统计相关性获得企业经营套保认定。

②状态覆盖检验。设 $Q_D(\omega)$ 为压力状态 ω 下期权行权、敲入或转换后形成的最大标的等价义务, $Q_0(\omega)$ 为同一状态下可验证的产量、库存、采购需求或其他经营覆盖; $M_D(\omega)$ 为对应保证金和现金流需求, $M^{\max}$ 为批准的流动性预算, Ω^* 为预先设定的压力状态集合。应满足:

$$Q_D(\omega) \leq Q_0(\omega), M_D(\omega) \leq M^{\max}, \forall \omega \in \Omega^* \quad (7)$$

式 (7) 把静态名义匹配改造成状态义务匹配。比例期权、累积条款和含敲入倍增的结构, 初始名义数量看似不大, 最坏状态下的交付或现金义务却可能超过经营需要; 这种头寸即使在历史样本中降低方差, 也不应获得套保认定。

③事前组合降险检验。新增头寸必须在建仓时可获得的信息下, 使预先指定的全局风险指标达到式 (2) 所要求的下降, 并超过事前设定的实质性阈值。简单结构可通过现金流图、分段斜率和式 (3)~(6) 检验; 复杂结构还应考察预期损失、压力情景、参数敏感性和路径覆盖。单笔盈利不能证明套保, 单笔亏损也不能否定套保。

④增量风险可承受与动态一致检验。期权空头可能降低价格风险, 却增加保证金、流动性、基差、波动率、模型、对手方和操作风险。增量风险的度量与阈值设定遵循以下规则: 一是阈值设定依据。风险承受上限以企业近一期经审计的净资产、



经营性现金流净额、可用授信额度与内部风险预算为核心依据, 其中保证金流动性上限不得超过企业可随时动用的货币资金与未使用授信额度之和的一定比例(安全港策略不超过 10%, 非列举策略不超过 5%); 压力损失上限不得超过最近一个会计年度净利润的一定比例。二是计算口径。同一标的、同一到期日的衍生品头寸按净额计算保证金与风险敞口; 不同标的、不同到期日的头寸按总额计提压力损失与流动性需求, 不得跨品种跨期限净额抵消。三是动态调整机制。经营敞口减少或消失时, 卖出腿应按事前规则同步减仓或平仓, 不能让原套保头寸演变为方向性头寸。

整体而言, 新增风险必须可度量、有明确上限、有对应资金来源和退出机制; 经营敞口减少或消失时, 卖出腿应按事前规则同步减仓或平仓, 不能让原套保头寸演变为方向性头寸。

四项检验分别修正了现行制度的四个盲点: 只看统计相关而不看经营来源, 只看初始名义而不看状态义务, 只看单腿方向而不看组合风险, 只看到期结果而不看路径中的流动性与动态调整, 它们共同构成后文策略分类和制度重构的统一基础。

六、把判据落到策略：哪些期权空头可以构成套保

同一“卖出期权”动作, 在不同经营背景下可能是套保, 也可能是投机。真正区分套期保值与投机的, 不是策略中是否包含卖出期权, 而是卖出腿是否嵌入真实经营敞口, 并在各价格状态下压缩而非放大企业整体风险。下文一方面从常见策略结构说明了哪些期权空头可能降低企业整体风险, 另一方面从公开案例提供了从“应

然判据”走向“可验证事实”的观察窗口。

(一) 常见策略的功能映射：从结构到套保属性

本节不按工具名称先贴标签, 而是把前述全局风险与状态覆盖判据逐一投射到常见策略, 以经营敞口真实、最大状态义务有覆盖、期限基本匹配且增量风险可承受为共同前提, 从“对应何种经营敞口、发挥何种组合功能、认定应受何种约束”三个维度进行归纳分析(表 3)。

1. 备兑看涨：稳定售价，不是建立下跌保护

设 S_T 为到期日 T 的标的价格, q 为企业在该期限内可销售或持有的标的数量, n 为卖出看涨期权对应的标的数量, K 为执行价格, c 为每单位权利金按到期价值计量后的净收入, 并定义 $x^+ = \max\{x, 0\}$ 。经营价值与看涨期权空头构成的到期价值为:

$$V_H(S_T) = qS_T - n(S_T - K)^+ + nc, 0 \leq n \leq q \quad (8)$$

当 $n = q$ 时, 单位组合价值为 $\min\{S_T, K\} + c$, 价格斜率在 K 以下为 1、以上为 0, 满足非扩张条件。权利金只是常数, 真正的风险收缩来自对上涨区间的截平。该结构降低销售价值的总体波动, 并以权利金有限缓冲下跌, 但不等同于保护性看跌所提供的销售价格下限。

因此, 备兑看涨可能构成稳定型套保的边界是: 卖出数量不超过可交付量, 执行价格加权利金对应事前可接受的预算售价, 期限与销售窗口一致, 且建仓目标是稳定售价或收入偏离。若预期产量缺乏可靠依据、行权后形成的空头超过可交付量, 或建仓依据只是判断价格不会上涨, 经营来源和状态覆盖均不成立。



2. 采购需求覆盖的看跌期权空头：稳定预算，不是封顶高价

对未来需要采购 q 单位原材料的企业，未套保采购成本为 qS_T 。若卖出 n 单位执行价格为 K 的看跌期权，收取每单位权利金 p ，则有效采购成本为：

$$C_H(S_T) = qS_T + n(K - S_T)^+ - np, 0 \leq n \leq q \quad (9)$$

当 $n = q$ 时，单位采购成本为 $\max\{S_T, K\} - p$ 。价格低于 K 时，企业放弃进一步低价采购利益，成本稳定在 $K - p$ 附近；价格高于执行价格时，采购成本仍随市场上涨，只由权利金整体下移。该函数在低价价格区间的斜率由 1 降为 0，能够压缩预算波动，却不能封顶高价采购风险。

因此，看跌期权空头能否构成套保，取决于企业事前要管理的究竟是什么风险。若企业本来就有足额采购需求、资金以及仓储或生产能力，执行价格对应可接受采购预算，目标是减少成本分布和预算偏离，它可以属于稳定型套保；若企业宣称目标是防止原材料涨价，单独卖出看跌并未提供所称保护，不能仅因交易所把它归入买入套保方向就自动取得功能认定。

3. 领子与反向领子：卖出腿是降低保险成本的组成部分

在忽略基差、交易成本和期限错配，并假定现货与两条期权腿的标的数量均为一单位时，设 K_L 和 K_U 分别为看跌和看涨期权的执行价格，且 $K_L < K_U$ ；设 p 为买入看跌支付的权利金， c 为卖出看涨收取的权利金， $\pi = c - p$ 为净权利金收入。持有现货多头、买入低执行价看跌并卖出高执行价看涨构成销售领子，其到期价值为：

$$h(S_T) = \min[\max(S_T, K_L), K_U] + \pi \quad (10)$$

该组合把经营价值限制在上下界之间，分段斜率为 0、1、0。卖出看涨以放弃高执行价格以上的上涨收益抵减保护性看跌成本，但没有改变组合同时保护下方、限制上方的风险收缩性质。未来采购可采用反向领子，即买入高执行价看涨、卖出低执行价看跌，使有效采购成本落在相应区间。只要多空腿等标的数量、期限一致，且卖出腿最大义务由经营需求或组合内买入腿覆盖，制度就不应把卖出腿从整体策略中剥离为投机。

4. 一比一垂直价差与 1:1:1 三项式领子：可以恢复原敞口，不得放大敞口

企业持有现货多头，买入较高执行价看跌并卖出较低执行价看跌，构成一比一熊市看跌价差。组合在深度下跌、中间区间和高价格区间的斜率分别为 1、0 和 1，不超过未套保现货的斜率。卖出低执行价看跌限制了极端下跌时的赔付上限，却降低了权利金支出；只要短腿数量不超过长腿和经营敞口，该结构可以构成成本受限的套保。

销售端三项式领子通常由买入中间执行价看跌、卖出更低执行价看跌和卖出更高执行价看涨组成。若三条期权腿对应的标的数量为 1:1:1，组合各区间斜率仍为 0 或 1，极端下跌时只是恢复原始现货敞口，并未额外放大。这里应使用“等标的数量”，而不是容易被误解为执行价格乘数量相等的“等名义本金”。若为追求零成本而卖出两份或更多低执行价看跌，深度下跌区间的斜率将超过 1，最大义务也可能超过经营敞口；即使常态情景方差较低，也不能自动认定为套保。



5. 日历价差与路径依赖结构：不能进入自动认定

日历价差的期权腿到期日不同，其价值同时受即期价格、期限结构、隐含波动率和时间衰减影响。Theta 是期权价值对时间流逝的敏感度。只有当企业真实经营风险本身就是跨期价差、滚动采购或移仓成本时，日历期权才具有清晰的经营关联；若企业只是用它对冲单一现货价格，净 Delta、Vega 和 Theta 可能随参数变化反转，不宜进入自动认定范围。

累积期权、累沽期权以及带敲入后倍增条款的结构风险更高。其交易数量随价格路径累计，常态情景下可能显示高胜率和低波动，趋势行情中最大交付量和负 Gamma 却会快速放大。没有硬性总量上限、自动加仓或最坏状态义务超过真实采购和销售需要的结构，应进入负面清单；有明确上限但模型结论对参数高度敏感的，只能进入非列举审查。

（二）公开案例：只能验证机制，不能利用盈利证明套保

在交易所及中介机构公开披露的示范案例中，江西铜业案例中，看涨期权空头由自产铜销售覆盖；通达股份案例中，看跌期权行权形成的期货多头随铝材现货采购逐步平仓；棉纺企业在延期采购期间卖出看跌期权，并随采购风险变化调整组合；铜加工企业通过买入高执行价看跌、卖出低执行价看跌构造熊市价差（上海期货交易所，2023a、2023b；郑州商品交易所、方正中期期货，2021；刘飒，2021）。

尽管现有案例数量有限，但已覆盖生产销售、延期采购、订单采购和库存价值管理等典型场景，并呈现出共同特征：经营敞口先于衍生品存在、期权空头的最大

义务有实货覆盖、行权或平仓能够与采购销售流程形成闭环。表 4 不以事后盈利作为套保性质的证明，而是从经营敞口、组合风险管理机制和认定中应核验的事项三个维度，对典型案例进行结构化比较，以检验前文功能判据在实践中的适用性。

需要说明的是，上述案例均为交易所推广的成功示范案例，存在明显的样本选择偏差，不代表行业整体实践，也不能据此推断期权空头套保的普遍安全性。从市场实践看，期权空头套保的风险案例同样存在：部分企业因卖出数量超过真实经营敞口、极端行情下保证金不足被迫平仓、经营敞口消失后未及时减仓形成裸卖头寸，最终造成超出预期的损失。这些失败案例进一步印证，脱离经营覆盖、忽视尾部与流动性风险的卖出期权不具备套保属性，也正是本文构建功能认定标准的现实动因。

七、制度重构：从限制“卖出”转向约束“风险放大”

针对前文揭示卖出期权“从额度入口到功能认定”的制度断点（表 2），即企业可以取得套保额度，却无法在会计、审计、披露和问责环节获得一致的套保身份认定。制度改进的方向不是降低风险底线，而是把规则判据从“是否卖出期权”转向“是否新增无覆盖义务或放大企业全局风险”，并转化为持仓管理、国资监管、上市公司披露和企业治理可以共同使用的语言，才能真正弥合制度断点，真正促进卖出期权在风险可控的前提下被企业充分、有效地利用，实现场外衍生品市场功能与实体企业需求的良性共振与健康发展。制度重构包括相互关联并互相支撑的六项系



统性改革：统一功能定义解决认定口径分裂，三层认定机制提高简单策略的确定性，状态覆盖表识别非线性义务，经济认定与会计、问责分离纠正结果导向，执行层披露形成经验反馈，保证金与市场基础设施改革则降低合规使用成本。表5呈现了“制度缺陷-改革工具-可验证成效”的对应关系，详细建议见下文。

（一）统一功能定义，修复跨规则口径分裂

建议各类规则共享一个核心定义：企业套期保值，是指基于真实或高度可预期的经营活动，在合理事前信息下，通过衍生品改变同一风险因素和期限下的企业合并净敞口，使预先指定的风险指标实质下降，且在所有合理状态下不形成超过经营需要和风险承受能力的无覆盖义务。该定义不以多头或空头、场内或场外、单腿或组合为先验边界，而基于以下四项判据：经营来源真实、状态义务有覆盖、组合风险实质下降和增量风险可承受。

（二）三层认定：简单结构给确定性，复杂结构加证明责任

定义落地需要配套相应的认定结构。美国商品期货交易委员会（CFTC）关于善意套期保值的制度，以商业经营风险、经济适当性和替代实体交易为核心，并区分列举和非列举认定（CFTC，2021）。我国可借鉴其“列举安全港+个案审查+负面清单”的结构：常见低杠杆策略获得确定性，创新结构承担更高证明责任，风险放大结构则被明确排除。

第一层是列举安全港。数量不超过经营敞口、期限匹配、不含路径倍增的备兑看涨、采购覆盖的看跌空头、等标的数量领子、一比一垂直价差和1:1:1三项式

领子，可在提交标准化经营证明和状态覆盖表后获得较高认定确定性。安全港不是免除风控，而是避免同类简单结构在不同制度环节被反复重新定性。

第二层是非列举审查。日历价差、跨品种期权、场外定制结构和动态组合可以申请功能认定，但应提供风险因素映射、组合现金流、最大义务、关键希腊值区间、预期损失与压力测试、保证金预算、流动性和提前终止方案。模型显示降险只是证据之一；结论在合理参数变化下反转的，不应获得自动资格。

第三层是负面清单。没有经营敞口覆盖的裸卖期权、最坏状态名义数量超过经营需求的比例和倍增结构、经营敞口消失后继续持有的方向性头寸、以交易账户希腊值或波动率价差为对象且与实体经营无关的二次对冲，以及无法设定总量硬上限的累积条款，应明确排除。负面清单约束的是无覆盖义务和风险放大，而不是“卖出”这一动作。

（三）用状态覆盖表改造“四个匹配”

品种、规模、方向和期限仍是必要信息，但应被改造成可验证的状态指标。建议建立统一“状态覆盖表”，按主要价格区间和路径情景列示经营敞口、期权行权后形成的标的数量、现金结算义务、净Delta、保证金需求和剩余风险。数量匹配比较最坏状态下的实际义务，方向匹配比较组合对经营现金流的边际作用，期限匹配则允许与滚动采购和销售计划相适应的动态调整。

状态覆盖表的编制应以风险实际承担和决策主体为合并口径。集团企业应先确定风险实际承担和决策主体，净额化内部可合理抵销的采购、库存和销售敞口，再



评价外部衍生品对合并净敞口的边际影响。子公司局部降险但集团净敏感度上升的交易，不能因形式上对应某一订单而取得套保认定；反之，集团层面已有自然覆盖的期权空头，也不因单一子公司账面上看似缺少现货而被机械否定。

（四）将经济认定、会计列报和绩效问责彻底分开

制度应明确区分三个问题：交易是否降低经营风险，决定经济套保认定；是否满足指定、文档和有效性等条件，决定套期会计处理；方案是否值得实施，决定内部经济性评价。三者分属不同逻辑层面，不应互为前提。上市规则不宜再把签出或净签出期权满足套期会计准则，作为进入经济套保类别的必要前提——会计门槛回答的是“报表怎么反映”，而非“风险是否对冲”。会计准则可以继续对报表处理保持审慎，但不能替代持仓和风险管理层面的功能判断。

对通过功能检验但不能采用套期会计的交易，可建立桥接披露：分别列示经营端损益、衍生品端损益、资金占用成本和会计时点差异，并说明与未套保反事实状态下相比组合风险变化。这一披露既满足报表使用者的信息需求，也使经济上有效的套保不被会计技术限制所遮蔽。

问责则应从事后价格结果转向事前程序、状态边界和动态调整。只要当时信息合理、风险目标清晰、最大义务未超出经营需要和流动性上限等，就不能因期权单腿亏损或放弃上涨收益倒推为投机；反之，单腿盈利也不能为无经营敞口的交易正名。决定交易性质的始终是经营背景与组合效果，而非衍生品端的盈亏方向。

（五）把执行层披露建设为制度基础设施

改变当前“重授权额度、轻过程信息”的披露格局，应当强制区分“获批未使用”“报告期实际成交”“期末未平仓”“已完成策略”四种状态，作为上市公司和国有企业披露的基本分类框架。对报告期内实际发生的期权交易，至少按策略类型汇总披露以下核心要素：对应经营敞口、买卖方向、总量和数量比、执行价格区间、期限、净权利金、最大可能标的义务、保证金压力、是否采用套期会计，以及事前指定风险指标的变化。涉及商业敏感信息的，允许采用区间或滞后口径，但不能仅以“最高授权额度”笼统替代。

同时，建议交易所和行业协会可建立“匿名化企业期权空头套保数据库”，既收集成功案例，也记录提前终止、保证金压力、经营敞口消失和策略认定失败等情形及归因原因。唯有基于执行层的微观数据可观察，监管机构才可能估计真实采用率，横向比较不同策略效果并动态校准安全港参数；否则，“案例少”将长期停留在无法证伪的印象判断，既阻碍制度优化，也不利于市场信心的建立。

（六）同步补足保证金、流动性与专业治理能力

功能监管并不意味着放松风险约束，反而要求市场基础设施与企业内部治理同步升级。在交易所层面，需要继续改善远月合约和非平值期权的做市激励，优化组合保证金抵扣机制和大宗交易便利化机制，降低策略实施成本；在场外市场，需要加强估值、保证金、提前终止和交易报告标准；在企业治理端，须打破采购、销售、财务、风控和审计的信息壁垒，将套保策略纳入统一的经营风险链条进行穿透式管



理,尤其对期权空头,应建立保证金压力预算、极端行权处置和经营敞口变化后的强制减仓机制。规则确定性与风险能力同步提高,期权空头套保才可能由项目案例转化为常规制度。

(七) 分阶段推进与试点策略

上述改革的落地需区分不同监管主体的权责边界,建议按优先级分阶段推进,避免一次性全面调整带来的制度震荡。**短期**,推进交易所层面的安全港额度认定、状态覆盖表备案与组合保证金机制,证监会和交易所可同步修订上市公司披露规则,优化执行层披露模板,以及组合保证金制度落地。**中期**,推动证监会、国资委、财政部等统一套保功能认定标准,落地国

资体系的绩效评价改革,在会计准则框架下明确桥接披露规则,实现经济认定、问责机制及套期会计的分离;**长期**,形成成熟的三层认定体系与执行层数据库,完成全链条规则的协同统一,实现功能监管的常态化运行。此外,在具体推进中,可采取由点及面的渐进策略,选取有色金属、农产品等期权工具应用成熟的行业先行试点,允许试点企业按本文提出的功能标准申请套保认定,同步跟踪试点企业的套保效果、风险事件与合规成本,根据试点数据动态校准安全港范围与风险阈值,逐步向全市场推广。^[N]

学术编辑:张毓

参考文献

- [1] 刘飒,供需错配? 场外期权助力实体企业“铜”样精彩[J].中国期货,2021(4):19-23.
- [2] 潘胜杰,蒋晓全.石油石化上市公司套期保值研究——基于A股数据[J].期货与金融衍生品,2024(8):22-29.
- [3] 上海期货交易所.上期“强源助企”|生产经营避风险 江西铜业积极用铜期权[EB/OL].(2023-11-13).https://www.shfe.cn/publicnotice/medium/202311/t20231113_800963.html.
- [4] 上海期货交易所.上期“强源助企”|降低采购成本 通达股份巧用铝期权[EB/OL].(2023-11-15).https://www.shfe.cn/publicnotice/medium/202311/t20231115_800974.html.
- [5] 谭亚敏,上市公司套保进入精耕细作时代[N].期货日报,2026-01-05.
- [6] 余俊锋,周欣桐,谭丁瑞.数智化转型背景下中国期货市场技术创新研究[J].期货与金融衍生品,2025(3):51-64.
- [7] 郑州商品交易所,方正中期期货有限公司.期权与企业风险管理案例集[R].2021:36-44.
- [8] Artzner P, Delbaen F, Eber J M, et al.Coherent measures of risk[J].Mathematical Finance,1999,9(3):203-228.
- [9] Brown G W.Managing foreign exchange risk with derivatives[J].Journal of Financial Economics,2001,60(2-3): 401-448.
- [10] Campello M, Lin C, Ma Y, et al.The real and financial implications of corporate hedging[J].Journal of Finance, 2011, 66(5): 1615-1647.
- [11] Commodity Futures Trading Commission.Position limits for derivatives: final rule[Z].Federal Register, 2021, 86(9): 3236-3392.
- [12] Ederington L H.The hedging performance of the new futures markets[J].Journal of Finance,1979,34(1):157-170.
- [13] Froot K A, Scharfstein D S, Stein J C.Risk management: coordinating corporate investment and financing policies[J].Journal of Finance,1993,48(5):1629-1658.
- [14] Guay W, Kothari S P.How much do firms hedge with derivatives?[J].Journal of Financial Economics, 2003,70(3):423-461.
- [15] Hardy C O, Lyon L S.The theory of hedging[J].Journal of Political Economy,1923,31(2):276-287.
- [16] Haushalter G D.Financing policy, basis risk, and corporate hedging: evidence from oil and gas producers[J].Journal of Finance,2000,55(1):107-152.



- [17] Holton G A. Defining risk[J]. Financial Analysts Journal, 2004, 60(6): 19-25.
- [18] Howard C T, D'Antonio L J. A risk-return measure of hedging effectiveness[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1984, 19(1): 101-112.
- [19] Johnson L L. The theory of hedging and speculation in commodity futures[J]. Review of Economic Studies, 1960, 27(3): 139-151.
- [20] Lien D, Tse Y K. Hedging downside risk with futures contracts[J]. Applied Financial Economics, 2000, 10(2): 163-170.
- [21] Markowitz H. Portfolio selection[J]. Journal of Finance, 1952, 7(1): 77-91.
- [22] Smith C W, Stulz R M. The determinants of firms' hedging policies[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1985, 20(4): 391-405.
- [23] Working H. Hedging reconsidered[J]. Journal of Farm Economics, 1953, 35(4): 544-561.

Enterprise Short Option Hedging: Policy Biases in The Positioning of Linear Instruments And Rule Reconstruction From a Global Risk Perspective

ZHENG Zhenlong CHEN Rong

(Department of Finance, School of Management, Xiamen University)

Abstract As corporate hedging practices rapidly proliferate, publicly verifiable cases of short options (selling options) for hedging purposes remain extremely scarce. This is primarily due to the coexistence and mutual reinforcement of two types of problems: "insufficient actual usage" and "lack of information disclosure." The root cause lies in institutional disconnects: Although exchanges reserve hedging quota access for short option positions, state-owned asset regulation, hedge accounting, information disclosure, and performance evaluation still regard options as linear instruments. As a result, even if a short option position obtains a quota, it may still fail to be recognized as a hedge in accounting, and it will be questioned in audits and subject to accountability in liability investigations. Enterprises are thus left with only three choices: "complete price locking," "continuous insurance buying," or "exposure to risk," while the flexible risk management tool of selling options is institutionally suppressed. Regarding the determination of hedging functionality, this paper proposes that the analysis should be based on the enterprise's global net exposure under the same risk factor, and that the standard should be whether the overall risk substantively declines before and after the strategy's implementation. To this end, four functional criteria are established: business source, state coverage, ex-ante portfolio risk reduction, and incremental risk tolerability. A streamlined verification condition applicable to simple structures is also provided to facilitate simplified determination in "safe harbor" scenarios. Under this standard, stable strategies such as covered calls, short put options covering genuine procurement needs, collars with equivalent notional amounts, and one-to-one vertical spreads can constitute stable hedging; naked selling, excessive ratio structures, and path-multiplying structures should be excluded. Based on this analysis, this paper recommends unifying the functional definition of hedging, establishing a three-tier determination framework of "safe harbor + case-by-case review + negative list," creating a unified state coverage table to enhance the verifiability of matching in variety, scale, direction, and duration, advocating for a complete separation between economic hedging functionality and accounting treatment as well as performance accountability, and supplementing these measures with reforms to disclosure rules at the execution level. The pathways and strategies for implementing the above measures are also clearly articulated.

Keywords Corporate Hedging, Short Options Positions, Systemic Mismatch, Global Firm-level Risk, Functional Supervision

JEL Classification G32 G18 G13