

# 中航油场外石油衍生品交易巨亏事件分析<sup>1</sup>

20 世纪九十年代是国际金融市场得到飞速发展的时期，金融产品、金融衍生品层出不穷，信息技术的飞速发展，又给金融衍生品市场创造了无限的生机。而有市场的地方就会有竞争，竞争通常伴随着风险，因此从某个方面来说市场经济本质上是一种风险经济，市场价格——包括商品、汇率、利率和股票价格——总是不断波动的。衍生产品的基本功能就是为市场参与者以“对冲风险”的方式提供套期保值的工具，这是衍生品被引入资本市场的一个重要初衷。另一方面衍生品作为一种投资工具，投资者也可以通过其进行投机来谋取暴利。因此衍生产品可以说是一把“双刃剑”，既可用于进行套期保值来降低风险，也可用于投机获利从而增大风险。近二三十年来，金融衍生产品在全球的迅猛发展主要得益于在风险加剧的环境中广大市场参与者普遍的风险管理需求，而并非少数市场参与者的投机获取需求。在国际上，衍生产品用于“对冲风险”和套期保值是受到普遍认同和鼓励的，而用于投机获利则常常受到严格限制和监管制约。1993 年，德国 MG 集团美国子公司 MGRM 在金融衍生产品市场投机失败，造成 10 亿美元损失；1995 年，新加坡巴林公司里森投机日经指数期货失利，损失高达 14 亿美元，直接导致了英国具有百年历史的巴林银行的垮台；虽然金融衍生产品促进了经济和金融发展，但因其自身特点以及投机者的过度投机，导致日本东京证券公司、巴林银行、美国长期资本管理公司等破产，对世界金融市场造成较大冲击。通过这些案例，投资者可以看出金融衍生品的投机交易风险十分巨大。

随着我国加入世贸组织以及经济的持续发展，我国越来越多地融入全世界经济体系，金融市场在逐步得到完善，在发展商品期货的基础上，金融衍生品市场也开始建立，那么企业如何防范市场风险，如何通过完善公司治理、加强内部控制，使企业通过衍生品市场变成降低经营风险而不是增加风险就摆在了国家有关部门和大多数企业的面前。本章以中航油（新加坡）公司经营石油衍生品以求投机获利而导致巨额亏损这一案例为例对这一问题进行探讨。

2004 年 11 月 30 日，中国航油(新加坡)股份有限公司因场外石油衍生品交易巨亏 5.5 亿美元被公之于众，净资产不过 1.45 亿美元的中航油(新加坡)因此严重资不抵债，已于 11 月 29 日向新加坡最高法院寻求保护，总裁陈久霖也于 11 月 28 日被中航油集团公司（北京）停职。

## 1 相关背景介绍

### 1. 中国航油股份有限公司

中国航空油料集团公司（简称“中国航油”）于 2002 年 10 月 11 日在原中国航空油料总公司基础上组建，直属于国务院国资委，是国内最大的集航空油品采购、储运、销售、加注为一体的国有大型航空服务保障企业，是国际航空运输协会、英国石油协会、美国石油协会、国际航煤联合检查集团成员。作为国内航空公司油料的垄断者，它的控股公司中有中国航空油料有限公司、中国航油（新加坡）股份有限公司、中国航油集团海天航运公司、中航油进出口有限公司、中航油（香港）有限公司和北京承天信达过滤技术有限公司。至 2006 年末，中国航油销售收入位列中国中央企业第 38 位，总资产 185 亿元；在国家统计局公布的中国最大的 1000 家企业集团中排名第 68 位。

### 2. 中航油新加坡公司

1993 年 5 月，中国航空油料总公司、中国对外贸易运输总公司和新加坡海皇轮船有限公

---

<sup>1</sup> 本案例完成于 2007 年 10 月。

# 全国Mini-MBA职业经理双证班



精品课程 权威双证 全国招生 请速充电

你可能准备跳槽或者求职, 却为缺少行业经验和专业证书而被用人单位百般挑惕!

你可能目前衣食无忧, 但随着年龄的增长和社会竞争压力的增大, 因为得不到专业的全新培训而失去竞争的机会和面临被淘汰的危机。

美华教育携手中国经济管理大学面向全国举办迷你 MBA 职业经理双证书班, 毕业颁发双证书。

## 招生专业及其颁发证书

认证项目	颁发双证	学费
全国《职业经理》MBA 高等教育双证书班	高级职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《人力资源总监》MBA 双证书班	高级人力资源总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《生产经理》MBA 高等教育双证班	高级生产管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《品质经理》MBA 高等教育双证班	高级品质管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《营销经理》MBA 高等教育双证班	高级营销经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《物流经理》MBA 高等教育双证班	高级物流管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《项目经理》MBA 高等教育双证班	高级项目管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《市场总监》MBA 高等教育双证书班	高级市场总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《酒店经理》MBA 高等教育双证班	高级酒店管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《企业培训师》MBA 高等教育双证班	企业培训师高级资格认证毕业证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《财务总监》MBA 高等教育双证班	高级财务总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《营销策划师》MBA 双证书班	高级营销策划师高级资格认证证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《企业总经理》MBA 高等教育双证班	全国企业总经理高级资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《行政总监》MBA 高等教育双证班	高级行政总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《采购经理》MBA 高等教育双证班	高级采购管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《IE 工业工程管理》MBA 双证班	高级 IE 工业工程师职业资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《企业管理咨询师》MBA 双证班	高级企业管理咨询师资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元



### 【授课方式】 全国招生、函授学习、权威双证

我校采用国际通用3结合的先进教育方式授课：远程函授+视频光盘+网络学院在线辅导（集中面授）



### 【颁发证书】 学员毕业后可以获取权威双证书与全套学员学籍档案

- 1、毕业后可以获取相应专业钢印《高级职业经理资格证书》；
- 2、毕业后可以获取2年制的《MBA研究生课程高等教育研修结业证书》；



### 【证书说明】

- 1、证书加盖中国经济管理大学钢印和公章（学校官方网站电子注册查询、随证书带整套学籍档案）；
- 2、毕业获取的证书与面授学员完全一致，无“函授”字样，与面授学员享有同等待遇，证书是学员求职、提干、晋级的有效证明。



### 【学习期限】 3个月（允许有工作经验学员提前毕业，毕业获取证书后学校仍持续辅导2年）



### 【收费标准】 全部费用1280元（含教材光盘、认证辅导、注册证书、学籍注册等全部费用）

函授学习为你节省了大量的宝贵的学习时间以及昂贵的MBA导师的面授费用，是经理人首选的学习方式。



### 【招生对象】

- 1、对管理知识感兴趣，具有简单电脑操作能力（有2年以上相应工作经验者可以申请提前毕业）。
- 2、年龄在20—55岁之间的各界管理知识需求者均可报名学习。



### 【教程特点】

- 1、完全实战教材，注重企业实战管理方法与中国管理背景完美融合，关注学员实际执行能力的培养；
- 2、对学员采用1对1顾问式教学指导，确保学员顺利完成学业、胸有成竹的走向领导岗位；
- 3、互动学习：专家、顾问24小时接受在线教学辅导+每年度集中面授辅导



### 【考试说明】

1. 卷面考核：毕业试卷是一套完整的情景模拟试卷（与工作相关联的基础问卷）
2. 论文考核：毕业需要提交2000字的论文（学员不需要参加毕业论文答辩但论文中必修体现出5点独特的企业管理心得）
3. 综合心理测评等问卷。



### 【颁证单位】

中国经济管理大学经中华人民共和国香港特别行政区批准注册成立。目前中国经济管理大学课程涉及国际学位教育、国际职业教育等。学院教学方式灵活多样，注重人才的实际技能的培养，向学员传授先进的管理思想和实际工作技能，学院会永远遵循“科技兴国、严谨办学”的原则不断的向社会提供优秀的管理人才。



### 【承办单位】

美华管理人才学校是中国最早由教委批准成立的“工商管理MBA实战教育机构”之一，由资深MBA教育培训专家、教育协会常务理事徐传有教授担任学校理事长。迄今为止，已为社会培养各类“能力型”管理人才近10万余人，并为多家企业提供了整合策划和企业内训，连续13年被教委评选为《优秀成人教育学校》《甲级先进办学单位》。办学多年来，美华人独特的教学方法，先进的教学理念赢得了社会各界的高度赞誉和认可。



【咨询电话】13684609885 0451--88342620

【咨询教师】王海涛 郑毅

【学校网站】<http://www.mh.jy.net>

【咨询邮箱】[xchy007@163.com](mailto:xchy007@163.com)



## 【报名须知】

- 1、报名登记表格下载后详细填写并发邮件至 [xchy007@163.com](mailto:xchy007@163.com) (入学时不需要提交相片，毕业提交试卷同时邮寄4张2寸相片和一张身份证复印件即可)
- 2、交费后请及时电话通知招生办确认，以便于收费当日学校为你办理教材邮寄等入学手续。



## 【证书样本】(全国招生 函授学习 权威双证 请速充电)

(高级职业经理资格证书样本)

(两年制研究生课程高等教育结业证书样本)



## 【学费缴纳方式】(请携带本人身份证到银行办理交费手续，部分银行需要查验办理者身份证)

方式一	学校地址	<p>邮寄地址：哈尔滨市道外区南马路 120 号职工大学 109 室</p> <p>邮政编码：150020      收件人：王海涛</p>
方式二	学校帐号 (企业账户)	<p>学校帐号：184080723702015    账号户名：哈尔滨市道外区美华管理人才学校</p> <p>开户银行：哈尔滨银行中大支行    支付系统行号：313261018018</p>
方式三	交通银行 (太平洋卡)	<p>帐号：40551220360141505      户名：王海涛</p> <p>开户行：交通银行哈尔滨分行信用卡中心</p>
方式四	邮政储蓄 (存折)	<p>帐号：602610301201201234      户名：王海涛</p> <p>开户行：哈尔滨道外储蓄中心</p>
方式五	中国工商银行 (存折)	<p>帐号：3500016701101298023    户名：王海涛</p> <p>开户行：哈尔滨市道外区靖宇支行</p>
方式六	建设银行帐户 (存折)	<p>中国人民建设银行帐户(存折)： 1141449980130106399</p> <p>用户名：王海涛</p>
方式七	农业银行帐户 (卡号)	<p>农业银行帐户(卡号)： 6228480170232416918 用户名：王海涛</p> <p>农行卡开户银行：中国农业银行黑龙江分行营业部道外支行景阳支行</p>
方式八	招商银行 (卡号)	<p>招商银行帐户(卡号)： 6225884517313071    用户名：王海涛</p> <p>招商银行卡开户银行：招商银行哈尔滨分行马迭尔支行</p>

可以选择任意一种方式缴纳学费，收到学费当天，学校就会用邮政特快的方式为你邮寄教材、考试问卷以及收费票据。

司合资在新加坡建立一家公司,用来安排中国民航从国外采购航油运输事务,三家各占三分之一股权。中航油(新加坡)公司的前身是中国航空油料(新加坡)运输有限公司,成立后由于合资公司运作失灵,累计亏损达到10万美元,公司处于濒临倒闭的停顿状态。1995年,中航油总公司收购了另外两家的股权,将其改制为旗下的全资子公司。在此后的两年中,公司因种种原因无法正常运作,长期处于休眠状态。1997年陈久霖赴新后,说服母公司将中航油(新加坡)公司转型为石油贸易公司,为母公司系统内的所有用户采购石油。借母公司之便,中航油(新加坡)的采购量占中航油总公司用油量的98%之多,而且中航油总公司下属的所有公司均需要通过中航油(新加坡)公司在海外进行采购。就这样,中航油(新加坡)逐步建立起中国航油垄断进口商的地位,净资产从1997年的16.8万美元迅速增长到2004年9月的1.5亿美元,并于2001年11月在新加坡挂牌上市。此后,其市值名列新加坡600多家上市公司的第23位,被中国普尔评为中国海内外上市公司第40位,是新加坡企业唯一入选的中资企业,被美国《财富》杂志评为中国百家上市企业的第47名,还先后列为美国道琼斯和英国《金融时报》蓝筹股,成为“中资企业在海外的一面旗帜”。中航油(新加坡)并不满足于单纯的油品现货交易,上市伊始,就涉足石油期货交易。2003年下半年,中航油(新加坡)无视中国证监会、国家经贸委、外经贸部、国家工商总局和国家外汇总局联合颁布的《国有企业境外期货套期保值业务管理办法之规定》,开始投机于风险较大的石油期权场外交易品种。

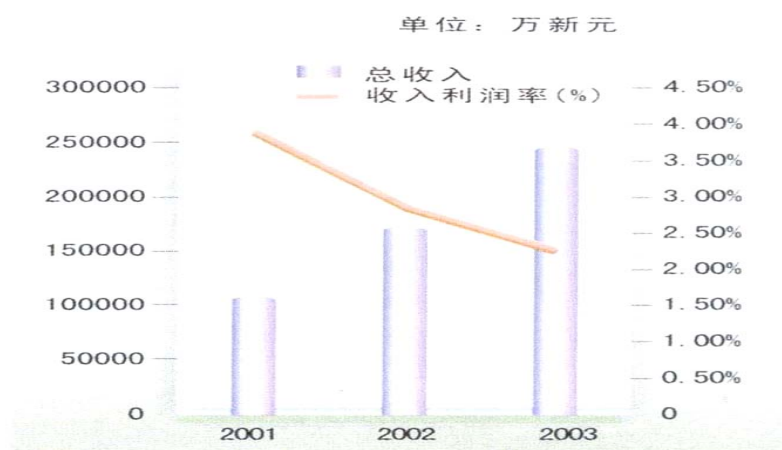


图1 中航油(新加坡)业绩 2001-2003年

资料来源：中航油(新加坡)年报

### 3. 陈久霖其人

陈久霖,1961年10月生于湖北黄冈市浠水县竹瓦镇宝龙村,1982年考入北京大学,学习越南语,毕业后做过中德合资北京飞机维修工程有限公司的外国专家助理,最终学历是中国政法大学国际法硕士,在学业生涯中并未曾修行过经济金融类专业。在36岁以前,陈只是一个不为人注意的普通职员,没有担任过任何耀眼的职务,这段时间其生活也很寒酸,在北大同届校友里是最不起眼的一位。

1997年之后,陈久霖和中航油的命运都发生了转机。1997年,中国航油集团公司经过再三挑选,决定派陈久霖赴新加坡重新开拓局面。当时正值亚洲金融危机,陈久霖赴新时,全公司包括总经理在内只有两个人,处于无办公室、无资金、无专业贸易人员、无市场经验的四无状态。母公司汇给他的启动资金为49.2万新元(1美元等于1.76新元),欠债10万新元。还债后,启动资金只有38.4万新元。这不仅远远低于发达国家企业起步时450万美元



的平均水平，也低于发展中国家企业开业时平均 150 万美元的水准。

除了资金压力外，另一个困难是总部没有授予新加坡公司在国际市场的航油采购权。当时中国航空油料的进口主要依赖国内石油企业在海外的代理机构，而没有海外采购经验的新加坡公司只能做航油运输。为了使公司能获得集团进口航油的采购权，实现业务转型，那一年的冬天，陈拿着公司转型方案回到北京，逐一拜会各位总公司领导。没有人相信他会成功，总公司强势的采购部门坚决不愿意放弃这一权力，但陈久霖就是一遍遍地找领导，一遍遍地说。据知情者介绍，为了说服其中一位领导，他曾冒着风雪一直在人家门口等到晚上 11 点。就这样，集团终于拗不过陈久霖的坚韧，答应给予新加坡公司几万吨进口航油额度试试。就这样陈久霖凭借其不达目的不罢休的个性，打开了中航油（新加坡）公司的黄金发展渠道。此后陈又通过融资渠道扩大公司可用资金，逐步扩展采购额度。他这种坚韧自信的性格也助成了“中航油事件”。

为了从总公司拿到更多的订单，陈久霖通过批量运输、比较采购等手段成功地压低了油品的价格，以令人吃惊的速度搭建起了航油采购的网络。由于中航油（新加坡）的贡献，中航油集团进口油的成本得以不断降低，由此获得的利润也相应大幅增加，新加坡公司也因此获得了越来越多的采购权，并肩负为集团公司平抑油价、降低采购成本的重任。1998 年，中航油（新加坡）就从总公司的 26 船货中拿到了 21 船的订单，通过它采购的油品，在中航油全部进口航油中所占比例一下子攀升到 92%，1999 年达到 98%。2000 年 3 月，中航油总公司正式下文，要求包括参股公司在内的所有下属公司在今后几年必须通过中航油（新加坡）在海外采购航油。

公司在陈久霖的管理下，一举扭亏为盈，从单一的进口航油采购业务逐步扩展至国际石油贸易业务，并于 2001 年在新加坡交易所主板挂牌上市。公司上市之后，其股价也是一路上扬，市值超过 65 亿元人民币，成为中国石油业的第四大巨头，中航油一时成为资本市场的明星。公司几乎 100%垄断中国进口航油业务，建立了以石油实业投资为龙头、国际石油贸易为增长点和进口航油采购为后盾的“三位一体”的发展战略，同时公司还向下游整合，对相关的运营设施、基础设施和下游企业进行投资。通过一系列的海外收购活动，中国航油的市场区域已扩大到东盟、远东和美国等地，中国航油的净资产由 1997 年的 16.8 万美元（28 万新元）猛增至 2003 年的 1.28 亿美元，增幅高达 761 倍。

2001 年，中航油在中国进口航油的市场份额达到 100%，随之对公司垄断的质疑也越来越多。陈久霖为了证明自己的能力并不只是依托垄断优势，或者还有中航油集团为了证明自己的业绩并不只是依托垄断地位，中航油（新加坡）从 2002 年开始进军投资实业和收购，试图从一个贸易公司转型为集石油实业投资、国际石油贸易和进口航油采购为一体的工贸结合型的实体企业。

2002 年 4 月，中航油（新加坡）通过投标方式，成功地获得西班牙最大的石油设施公司 CLH 公司 5%的股权，代价是 6000 万欧元的真金白银。同年 7 月，中航油（新加坡）又收购了上海浦东国际机场航空油料有限责任公司 33%的股权，成为该公司第二大股东。2003 年陈久霖又斥资 3.622 亿新元从印尼投资者手中买下新加坡国家石油公司（SPC）20.6%股权。新加坡石油 2004 年来的股价，虽然从每股 1.37 元上升到 10 月份的接近 4 元，但还是比中航油（新加坡）的买价低。或许，只有陈久霖这样的人才能做出这样的决断。从陈几次收购来看，他太想成功了，这种心态也影响到了他后来进入衍生品投机领域。

公司经营的成功为其赢来了一连串声誉，公司的经营业绩和管理机制被列为新加坡国立大学 MBA 课程教学案例。公司也曾获颁新加坡上市公司“最具透明度”企业，并被美国应用贸易系统（ATS）机构评选为亚太地区“最具独特性”、“成长最快”和“最有效率”的石油公司。<sup>2</sup> 2003 年 10 月，陈久霖被《世界经济论坛》评选为“亚洲经济新领袖”，其年薪一

---

<sup>2</sup> 黄河“中航油石油期货亏损 5.5 亿美元,传奇总裁陈久霖职务暂停”第一财经日报.2004 年 12 月 02 日.第

度高达 490 万新元（约合 2350 万人民币），当时被新加坡人誉为“打工皇帝”，就在巨亏事件暴露的前两个月，陈久霖还当选新加坡中资企业协会会长。陈久霖在新加坡短短几年把一家已经基本倒闭的公司搞得风声水起，被当作中国国企走出去战略棋盘上的过河尖兵。但来自各方面和集团内部的争议也使他承受着难以忍受的压力，他太想用更大的成功来证明和巩固自己。

于是在 2003 年下半年中航油开始涉足衍生品领域。最初获得了一些盈利。集团总公司也曾派来党委书记对公司衍生品交易领域进行监管，但都被陈以某些借口进行架空。此后陈依靠自己对未来石油价格将走低的判断开始大额卖出看涨期权，并导致了后面的惨剧。而如今，陈久霖正在新加坡的监狱服刑（2006 年 3 月陈被新加坡法院判刑 51 个月，罚款 33.5 万新元）。中航油虽然幸运地度过破产危机，债务重组之后又重新在新加坡挂牌上市，但事发之后，其连续遭遇债权人和散户投资者的诉讼，濒临破产的边缘。这一切都源于中航油在 2004 年间进行的场外石油衍生品的投机性交易。

## 2 国际石油与石油期货

回顾以前的经济史可以发现从上世纪 80 年代中期至 90 年代以来，国际原油价格大致在 10 美元每桶至 25 美元每桶之间做窄幅波动；90 年代初第一次海湾战争之间，油价受战争的影响有了一个较高的起伏。随着经济的高速发展，国家对能源的需求量加大，自 1999 年初至 2000 年底，国际油价从低谷的 10 美元每桶飙升到 35 美元每桶，从 2001 年初至 2002 年初稍许有些下降，但自 2002 年起油价开始一路上涨，伊拉克战争、恐怖袭击等突发事件对国际石油供给的冲击更是有力的助燃剂，至 2005 年 8 月 30 日，油价涨到 70.85 美元每桶之高。可见国际石油的价格受多方面因素的影响，主要有市场供求、美元汇率、石油期货价格、战争等不确定性因素等。

### 1. 市场供求

市场价格总是受供需双方所影响的，石油也不例外。石油价格的波动的一个主要因素就是供给和需求两方之间的变动。

全球经济于 2002 年开始恢复性增长，并从 2003 年开始呈现快速增长势头，经济全球化势头已形成。美国在 2003 年第三季度的增长率达 7.4%，中国经济也比去年增长率高达 9.5%，强劲的经济增长推动了全球对石油需求的快速增长。经济的持续增长必然带动对石油需求的进一步增长。

从原油的供应方面来看，目前全球石油产区的生产将近达到高峰并且主要石油产国国内局势不稳定，恐怖袭击不断、安全形势得不到保障，这就使得石油的生产不能持续，石油运输渠道也屡遭破坏，使得石油生产成本大幅上升。石油供应集团欧佩克也起着很重要的作用，欧佩克组织占全球石油供应量的 75% 左右，其通过对石油产量的控制来调控油价，尽管最近两年油价的增长主要是因为需求的膨胀，但仍不可忽视欧佩克对油价的影响。

### 2. 美元汇率

国际原油是以美元标价，并以美元结算，美元汇率的变动也将对油价产生直接的影响。美元贬值，拉动油价上升；美元升值，导致油价下降。2002 年以来美元持续贬值，美元贬值本身以及人们对美元贬值的预测推动了油价的上涨。

### 3. 战争等不确定性因素

战争等突发因素本身的性质决定它们对油价的影响。首先，战车等装备需要军需燃料，加剧对石油的需求；其次战争等政治原因会造成生产停顿，原油产量的减少；最后，战争等因素的影响之大往往超过其他因素，其对石油生产往往是毁灭性的打击。例如伊拉克战争、恐怖主义袭击、委内瑞拉石油工人罢工、俄罗斯尤科斯集团的突发事件等都造成了当时油价

的急剧上升。

#### 4. 石油期货

目前国际石油市场上流动的现货石油价格并不是由供求双方直接决定的，供求双方在签订供货合同时，通常只是确定某种计价公式，计价公式中的基准价格一般与石油期货市场上的石油价格直接相连，因此石油期货价格很大程度上影响到现货价格。而石油期货价格又会受到投资者投机心理的影响，这样一来，石油价格在某种程度上来说也会受到投资者投机心理的影响。石油期货价格的制定就如同股市价格一样，由投资者对未来石油价格的预测来决定的，投机因素很大。

近年来，国际石油价格稳中有升，从近 4 年石油价格（见图 2）可以看出国际石油价格稳重有升，但在 2003 年、2004 年至 2005 年 2 月份两年多时间国际石油价格一路飞涨，这是因为 2003 年全球经济的高速发展，尤其是美国和中国经济的腾飞起了很大的作用。美国和中国石油消费大多是靠进口，国内经济的增长带动了石油消费的快速增长，拉升了油价；另一方面，美国在 2003 年发动了对伊战争，造成了石油的供给减少，而需求又在扩张，加剧了油价上涨。另外一个重要的影响因素就是国际石油期货的炒作。期货交易具有强大的杠杆效应，大量基金转向石油期货市场进行投机性交易，致使石油日交易量达到 1.2 亿至 1.6 亿桶。2004 年委内瑞拉罢工，伊拉克石油管道遭袭，尼日利亚部族冲突等一切影响石油供给的事件被投机者大肆进行炒作使得石油价格高涨。

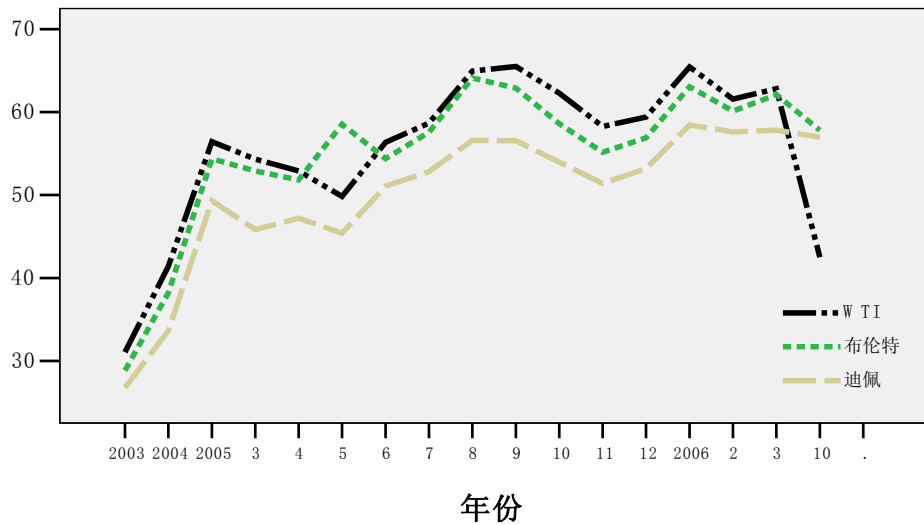


图 2 石油现货价格波动图

资料来源：路透社电讯普氏报价

### 3 中国关于海外业务的有关规定

由于金融衍生品交易的巨大风险性，我国政府最初是严令禁止国有企业进行金融衍生品交易的。上世纪 90 年代中期，很多公司在境外期货交易行业中屡遭亏损。1995 年香港中信公司上海分公司在伦敦金融期货市场进行非法交易亏损 4000 多万美元；1997 年五矿香港分公司在金融期货市场炒期货亏损 1 亿多美元；1998 年株洲锌厂在伦敦金交所进行投机性套期保值交易，大量抛空远超过其未来生产能力的期货，使其锌价单边上扬。然而，因株洲锌厂根本无法按时交货，在现货交割时势必要将其期货合约平仓，这就将造成巨额外汇流失，浮动亏损变成了几亿美元的实际亏损。为此，政府不仅使出了外交手段，还动员了全国所有的制锌企业加紧生产，帮助株洲锌厂按合约交出了现货，即便如此，还是亏损了 1.78 亿美



元。毫无疑问，中国政府对企业境外期货交易产生了戒备心理。

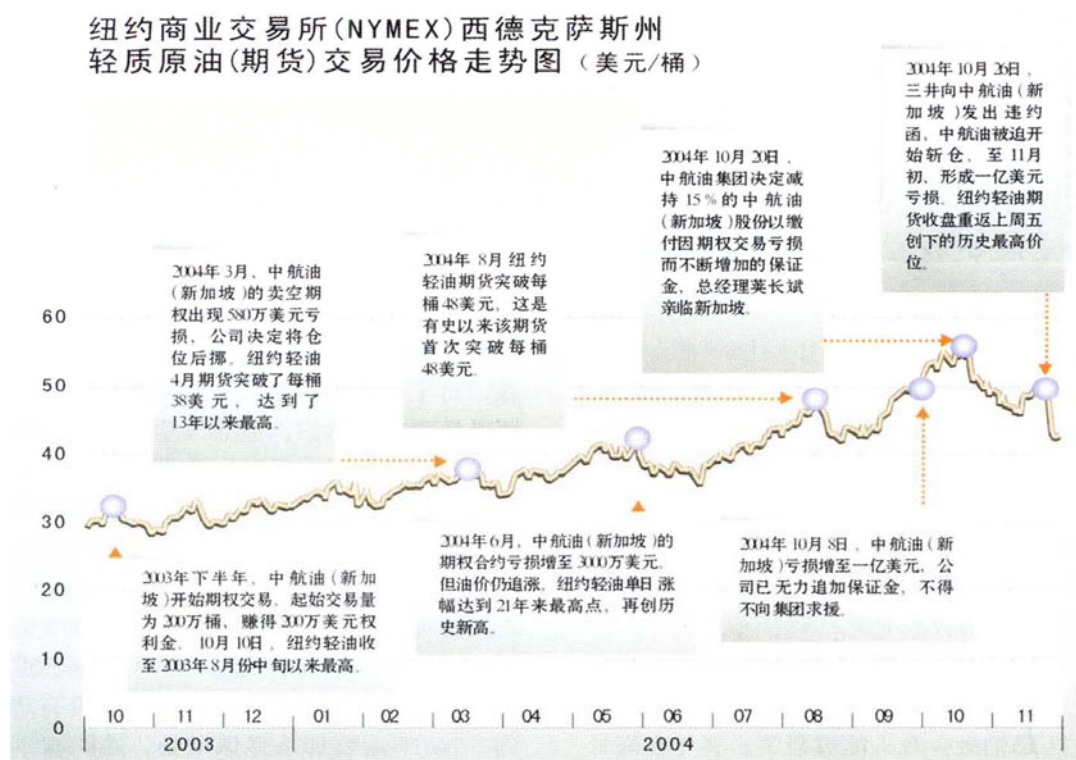


图3 纽约商业交易所西德克萨斯州轻质原油（期货）交易价格走势

资料来源：《商业周刊》杂志

1998年，伦敦金交所也出了另一个“大漏勺”。由滨中泰男负责的某日本投资基金，在该所大量买入违背其现货能力的期铜合约，使其价格一路上扬。与之相应的是，上海期货交易所的铜价却一路下滑。这就充分体现出期货交易的炒作性。

其后的1999年6月2日，国务院发布了《期货交易管理暂行条例》，对企业进行境外期货交易实行了非常严格的控制，并禁止内地期货经纪公司进行境外期货代理。其中第四条明文规定“期货交易必须在期货交易所内进行。禁止不通过期货交易所的场外期货交易”。第四十八条规定“国有企业、国有资产占控股地位或者主导地位的企业进行期货交易，限于从事套期保值业务”。

随着金融衍生品交易市场的发展，衍生品交易被大多数国家用来进行对冲风险，国有企业将产品放到世界级交易所进行套期保值降低风险的要求也越来越强烈。基于此，为了加强海外国有企业的期货交易管理，当时的中国证监会、经贸委员会、对外经贸部、国家工商行政管理局以及外汇管理局于2001年5月联合发布了《国有企业境外期货套期保值业务管理办法》，对境外期货交易明确了有关规定，包括从事境外期货交易的企业必须经国务院批准并获得证监会颁发的境外期货交易许可证、获得境外期货业务许可证的企业（以下简称持证企业）在境外期货市场只能从事套期保值交易，不得进行投机交易，另外对境外套期保值业务的头寸时间和数额都进行了严格的限制，并且参照《期货管理暂行条例的规定》同样限制国有企业进行期货交易必须在场内交易，禁止进行场外交易。

## 4 中航油事件

### 1. 事件爆发

2004 年 12 月，一个震惊金融业的大新闻传入世人视野。在新加坡上市的航空燃料供货商中国航油(新加坡)股份有限公司(ChinaAviationOilLtd., C47. SG, 以下简称中航油)本周二晚间表示，该公司正在寻求法院保护自己免受债权人起诉，此前公司出现了 5.5 亿美元的衍生工具交易亏损。公司公告显示，中航油石油期货交易出现巨额亏损的时候正值纽约原油期货价格在 10 月 25 日飙升至每桶 55.67 美元的纪录高点。母公司中国航空油料集团公司(以下简称中航油集团)向中航油提供的 1 亿美元贷款也未能帮助中航油免于被交易所强制平仓。自 10 月 26 日至 11 月 29 日，中航油已经平仓的石油期货合约累计亏损约 3.9 亿美元，而将要平仓的剩余石油期货合约亏损约 1.6 亿美元。这是一个让人很难接受的事实。2001 年底在新加坡证券交易所挂牌上市的中航油曾被国内誉为继中石油、中石化和中海油之后的“第四大石油公司”，该公司神奇般的发展速度曾经一度被写入新加坡大学 MBA 教材当作战例，在新加坡曾连续被评为新加坡上市公司“最具透明度”公司之一，这样一个“巨人公司”却突然倒塌了。

## 2. 事件经过

中航油为套期保值和投机目的于 1998 年开始互换交易，于 1999 年开始期货交易。2000 年，公司就曾由于 2 名贸易员未经批准开展投机衍生交易而亏损 870 万新元。2002 年 2 月 20 日，中航油董事会以书面决议批准公司无限制开展投机期权交易。根据该决议，2002 年 3 月 20 日，公司进行第一次背靠背石油期权交易。所谓背靠背交易就是某航空公司需要在国际市场上进行衍生产品交易，但不能自己做衍生品交易，则通过中航油(新加坡)做中介，中航油(新加坡)获取中介费。陈久霖籍此发现衍生产品比较赚钱。2003 年 3 月，中航油(新加坡)开始自己做衍生产品交易，第一单业务做得非常复杂。到 2003 年下半年，中航油(新加坡)做衍生产品交易次数增加。在此之前，公司只为投机和套期保值目的开展期货和互换交易。

2003 年 3 月 28 日，公司资深交易员纪瑞德执行了公司的第一笔投机期权交易。2003 年 10 月至 12 月，纪瑞德改变了期权交易策略，开始将其期权组合从买入调整为卖出，因为他认为石油价格已达到最高点，所以中航油以每桶 38 美元的标的价卖出看涨期权，从 2003 年底到 2004 年开始修正其交易策略。2003 年下半年中航油开始参与 200 万桶原油期货买卖，初期获利。

然而，2003 年由于尼日利亚种族冲突和伊拉克战争，石油供应量出现问题而导致的價格上扬并没有在 2004 年止住，因为伊拉克战争并不像人们想象的那样轻易的结束，石油的供应无法恢复到原有水平，而全球对石油的需求却在不断攀升，2004 年的石油价格继续走高。2004 年一季度中航油却依然坚持原来的判断，继续持淡仓，此时账面亏损已达 580 万美元，为求收复失地，加大投资增持淡仓，并且延迟交割日期，即“挪盘”；2004 年二季度油价继续攀升，中航油账面亏损增至 3000 万美元，为避免在账目上出现实际亏损，公司决定继续追加保证金、再次将交割日期延后至 2005 及 2006 年并再加大赌注，希望油价回落时可翻身。

2004 年 10 月 10 日中航油的原油期货合约已增至 5200 万桶，油价到达历史高位 55 美元，中航油面临巨额亏损。也就是这一天，中航油首次向中航油集团呈交报告，说明交易情况及面对 1.8 亿美元的账面损失，并已缴付了期货交易的 8000 万美元补仓资金，公司同时面对严重的现金流问题，已接近用罄 2600 万美元的营运资金、1.2 亿美元的银团贷款及 6800 万美元的应收贸易款，上述数据从未向其它股东及公众披露。2004 年 10 月 20 日中航油集团为了筹集资金支付补仓资金，透过德意志银行新加坡分行配售 15%的中航油股份，令集团持股比例由 75%减至 60%，集资 1.08 亿美元，该笔资金完全用于追加保证金。2004 年 10 月 26 日至 28 日中航油未能补仓，多张合约被逼平仓，首次出现实际损失 1.32 亿美元。2004 年 11 月 8 日中航油再有合约被逼平仓，亏损增加 1 亿美元；2004 年 11 月 16 日，另一批合

约被平仓，再亏 7000 万美元；2004 年 11 月 25 日最后一批合约被平仓，总亏损合计达 3.81 亿美元。债权银行陆续追债，合计追讨 2.48 亿美元。该公司同时已违反法国兴业银行牵头的 1.6 亿美元银团贷款条款，同样面对被清盘危机；2004 年 11 月 29 日陈久霖向新加坡法院申请破产保护，并指出中航油集团已承诺继续支付及偿还该公司欠款，并正与新加坡政府拥有的淡马锡集团联合注资 1 亿美元协助公司重组，但淡马锡尚未答应。此时，中航油已经实际亏损 3.9 亿美元，潜在亏损 1.6 亿美元，2004 年 11 月 30 日中航油终止所有原油期货交易。<sup>3</sup>

具体事项我们进行了整理，详见下表：

表 1 中航油期货交易主要事件时间表

日期	期权合约 (万桶)	利润/亏损 (万美元)	经营举措/形式
2003 年下半年	200	获利	改变期权经营策略，由买进→卖出看涨期权
2004 年一季度	200	-580	为求补亏，加大投资增持淡仓
2004 年二季度	大于 200	-3000	延后交割期，继续加大投资增持淡仓
2004 年 10 月	5200	巨额亏损	向总公司汇报亏损额
2004. 10. 10	5200	巨额亏损	集团减持股份 15%，将出售款 1.08 亿美元注入中航油（新加坡）公司，增加保证金。
2004. 10. 26	5200	-13200	多张合约被逼平仓，实际损失扩大
2004. 11. 08	5200	-23200	又有合约被逼平，巴克莱资本追债
2004. 11. 09	5200	-23200	三井能源资产管理公司追债 7033 万美元
2004. 11. 16	5200	-30200	再有合约被逼平仓
2004. 11. 17	5200	-30200	Standard Bank London Ltd 追讨 1443 万美元， 并指如果未能在 12 月 9 日支付欠款，将会申请将之破产
2004. 11. 25	5200	-38100	最后一批合约被平仓。各种债权到期，面对被清盘的危机。
2004. 11. 29	5200	-31800	向法院申请破产保护

## 5 中航油衍生产品交易分析

中航油（新加坡）公司早在 1998 年就开始进行石油互换交易，1999 年开始期货交易。但那时交易只是涉及套期保值业务，并未涉足投机领域。即便如此开展此类业务在当时来说也是违规的，因为 2001 年以前，国家法规明令禁止国有企业在海外进行期货交易，2001 年以后中国证监会根据《海外国有企业进行套期保值业务的办法》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 家石油进口量大的公司可以在海外进行套期保值业务，并规定了套期保值业务应以实际成交量为限额，以实际成交期为限期进行套期保值业务，不得进行投机交易。

石油期货交易的套期保值业务是有助于企业降低风险。例如，企业以 38 美元每桶的价

<sup>3</sup> 根据陈久霖辩护辞以及相关资料整理

格买进看涨期权，交割期如果石油价格上涨至 40 美元每桶，则企业可以以原先的 38 美元每桶成交；如果石油价格跌至 36 美元，企业可以不行使期权，以 36 美元的价格在现货市场成交。如此，这笔业务就起到了“对冲风险”的作用。20 世纪以后石油价格起伏较大，作为国内最大的石油进口企业为了保障海外石油交易风险波动水平，开展套期保值业务是必要的。可以说中航油（新加坡）公司前期所进行的石油套期保值业务是合理的。

然而在 2000 年，公司的 2 名交易员未经批准开展投机衍生交易而亏损 870 万新元。2002 年 2 月 20 日，中航油董事会以书面决议批准公司无限制开展投机期权交易。由此中航油集团开始进行石油期货投机交易。最初企业进行的是买进看涨期权交易，在年底获利 300 万新元左右。初次获利更是增大了从事投机业务的决心。

2003 年下半年，油价已高达 38 美元每桶。交易员根据历史经验判断油价将会回落不会再继续高涨，受利益驱使中航油公司开始改变交易策略，由买进看涨期权转为卖出看涨期权，这就完全成了投机交易，是受国家法律严律禁止的。这笔业务并非是在正规的新加坡期货交易所进行的，而是与其他金融机构进行的“一对一”的场外交易。

在新加坡从事期货交易必须在新加坡商品交易所，此所成立于 1999 年，主要是进行天然胶交易，其交易方式为包括现货贸易商，若希望在新加坡从事橡胶贸易，则必须申请成为交易所的会员。会员分为结算会员和非结算会员。结算会员 16 家，其余都是非结算会员。结算会员必须在交易所所有 200 万新元的保证金，为交易风险提供担保。非结算会员必须通过结算会员才能从事期货业务；对于石油期货的交易，新加坡证交所规定在场外进行交易。新加坡证交所不承担对场外交易的监管义务<sup>4</sup>。

由于场外交易不受国家监管，期交所的各种规定对这类场外交易是不起作用的，交易的监管就需要依靠企业自身的制度。中航油交易的对象包括有兴业银行、高盛、三井住友、巴克莱等金融大鳄。这些金融机构长期在金融衍生品市场从事交易，经验可谓是老道至极。另外，中航油集团掌控交易的操盘手都是外籍人，交易的机密信息被透露出去的可能性也很大，这些都增大了场外交易的风险。

卖出看涨期权是风险最大的一种交易，它约定买方可在未来某个行权期内以固定的价格买进石油，卖方必须卖。这种空头看涨期权的特性体现为买方收益无限，损失有限，而卖方收益有限（只收取一些手续费），而损失可以无限大，只要油价不停上涨损失就会不停扩大。这种交易主要依赖于投资者对未来价格的预测，而缺少专业经济学和金融学背景的陈久霖并不了解此中巨大的风险。

随着石油现货价格的上升，交易所会要求其补缴足额的保证金以约束其违约行为。价格上涨的越多，需要追加的保证金就越多。如果中航油未能及时追加保证金，则其将会被平仓损失，损失将由账面变为实际，而且还会损害其交易信用。

以一个例子来说明中航油面临的得与失。假设，中航油在 2003 年 9 月 30 日以每桶 5 美元的价格卖出一份 200 万桶 12 月 31 日到期的看涨期权，行权价为每桶 38 美元，目前的期权市场行权价格为 35 美元（即卖方协议将来按此价格卖出石油给买方），再假设保证金比例为 5%，那么中航油将从买方得到期权费——现金 1000 万美元（200 万桶\*5 元），同时缴纳保证金为 350 万美元（35 美元\*5%\*200 万桶），这笔钱将会交给中间商（可能是交易所，或者经纪人之类的）。因此，这次交易之后，中航油实际得到现金 650 万美元。2003 年 10 月 31 日，期权市场行权价格上涨到 36 美元时，此时中航油账面亏损（不包括期权收入）将为每桶 1 美元，200 万桶就是亏损 200 万美元，那么中航油的保证金将由 350 万美元降至 150 万美元。在这种情况下，中航油将会被中间商要求补缴保证金（这部分被要求缴纳的保证金称作变动保证金）。此时，中航油有二种做法：如果不补缴，那么将会被中间商（交易所或经纪人）强行平仓，以 36 美元买入相同的交易品种，即 12 月 31 日到期的原油期货，此时账

---

<sup>4</sup> <http://www.ses.com.sg/#> 新加坡证交所网址

面亏损 200 万美元将变成实际亏损 200 万美元（同样不包括期权费）。

中航油当然可以补缴保证金，这也是实际操作中航油的做法。当中航油被要求补缴保证金时，如果流动资金还很充足，那么还好办。实际操作中，中航油将收购新加坡某家石油公司的资金，用来缴纳变动保证金，还有向集团借债、以及欺诈德意志银行新加坡分行购买其集团公司配售的中航油 15% 的股权，其获得的现金全部用于追加保证金。如果中航油没有现金，却又不想被强行平仓，它也可以延迟交割期，即挪盘。实际上，中航油不止一次用到这种方法。因为挪盘之后，交割期延迟到 2005 年或 2006 年，交割期时间更长，期权费也更贵，可能达到 10 美元，这样就可以又收到大量的期权费，得到现金。

陈久霖再辩护词里就提到 2004 年 11 月 3 日，纪瑞德向集团公司提交了《新加坡公司期权交易及挪盘报告》，报告日期为 2004 年 11 月 3 日（“11 月报告”）。11 月报告中说，在 2004 年 1 月 23 日挪盘之前，新加坡公司的期权 MTM 值为亏损 5,400,000 新元，而挪盘后，到 2006 年 1 月 26 日已经变为盈利 9,900,000 新元。<sup>5</sup> 再回到前面，我们假设中航油一直按照交易所的要求追加了保证金，新的行权价为 38 美元。再假设到 2003 年 12 月 31 日的时候，石油现货市场价格上涨到 55 美元，此前中航油并没有放弃该交易。如果实现交割，中航油将用从现货市场按 55 美元一桶的价格买入的石油去履行看涨期权卖出义务，亏损 2400 万（石油卖出所得加期权卖出所得减去现货石油买入成本： $38 \times 200 + 1000 - 55 \times 200 = -2400$ （万），不算交易费用）；如果不实现交割，则将损失所有的保证金。

2003 年的海湾战争以及尼日利亚种族冲突等突发因素对石油供给的影响加剧了油价的持续高涨，而且油价的高涨并没有在 2004 年停止，战争虽然结束但持续的恐怖袭击，战后重建工作进展很不顺利，世界对石油的需求量继续扩大，这些因素共同拉动了油价进一步提升。截至 2004 年 1 季度，中航油公司因这笔业务已经亏损了 580 万美元。从理论上来说，亏损如此大公司的风险管理体制应立即发现，并及时对亏损进行处理，然而相反，陈久霖并没有平仓缩小亏损，而是加大卖出看涨期权，增加持仓量，将风险进一步扩大。这样做的依据仍然是基于对油价将下降的判断，希望通过增大持仓量以弥补亏损。可油价并没有如预期一样下降，而是持续增高。截至二季度亏损已经扩大至 3000 万美元，陈久霖仍然没有退出，其坚信自己的判断，非但没有平仓而是将到期期权进行延长并进一步扩大持仓量至 5200 万桶，寄希望于油价下调后弥补亏损。

自 2004 年 10 月起，油价仍居高不下。那时中航油集团的很多仓单都已到期，按照期货 5% 保证金的规定，此时油价每上涨 1 美元，其需要追加保证金 5200 万美元，而中航油集团的资金总额也不过就 1.5 亿美元，资金已近枯竭。为了维持仓位，中航油公司向集团总公司上报亏损，并求助于总公司以筹借资金补足保证金，集团总公司随即向德意志银行出售了其中航油（新加坡）公司 15% 的股份，筹集 1.2 亿美元资金注入中航油集团，而这笔资金大多都被用来补足保证金。然而，这些远远赶不上油价上涨的速度，油价继续上涨，保证金的催缴，不断发生逼仓事件，最终导致中航油（新加坡）公司挺不住、申请破产。

## 6 巨亏原因分析

### 1. 对石油价格走势判断失误

中航油集团从事石油衍生品交易是油价为 38 美元每桶。由下图可以看出，在 2003 年 5 月份油价是在一个顶峰，并且开始有下跌的迹象，从历史数据来看当时已达历史最高点，即使是在海湾战争时期油价也没有达到过如此之高。于是，中航油公司判断在未来期间石油价格会持续走低，转而改为卖出看涨期权，空头套利。然而其判断的依据是过去的的数据，最大的失误就是站在过去的世界来看现在，没有考虑到全球经济形式以及未来的能源需求情况，也没有考虑到当时的政局，没有经济学和金融学功底的陈久霖更琢磨不到石油期货炒作的威

<sup>5</sup> 陈久霖法庭辩护词. 新华网. [http://news.xinhuanet.com/fortune/2006-03/21/content\\_4327370.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2006-03/21/content_4327370.htm)



力。

2003 年 6 月至 2004 年 12 月，全球经济超预期增长、美元大副贬值、中东地区“恐怖活动”猖獗和产油国“政局动荡”加速国际油价上涨。2003 年第二季度，美国经济开始出现高速增长，GDP 增幅达到 4.1%。在经济快速增长的带动下，WTI 油价由 2003 年的 6 月的 30 美元/桶一路涨到 2004 年 10 月的 52 美元/桶。中国由于电力供给紧张，柴油发电等大量增加，国内原油进口大幅度增长，在一定程度上形成了对国际原油市场供给的冲击。<sup>6</sup>

另外，2002 年至 2003 年委内瑞拉石油工人大罢工和尼日利亚政治局势的动荡，导致两国石油供应量的锐减，以及 2003 年至 2004 年伊拉克战争以及战后困难的重建工作致使伊拉克石油生产和出口在很长一段时间内都无法恢复，这些都是国际油价上涨的因素。

当以后一次次出现巨额亏损时，强大的自信心以及对成功的渴望使得他不相信自己的判断会失误，反而孤注一掷继续增大持仓量，并且不进行任何对冲交易，以图证明自己决策的正确。这已经演变成十足的赌徒心理。

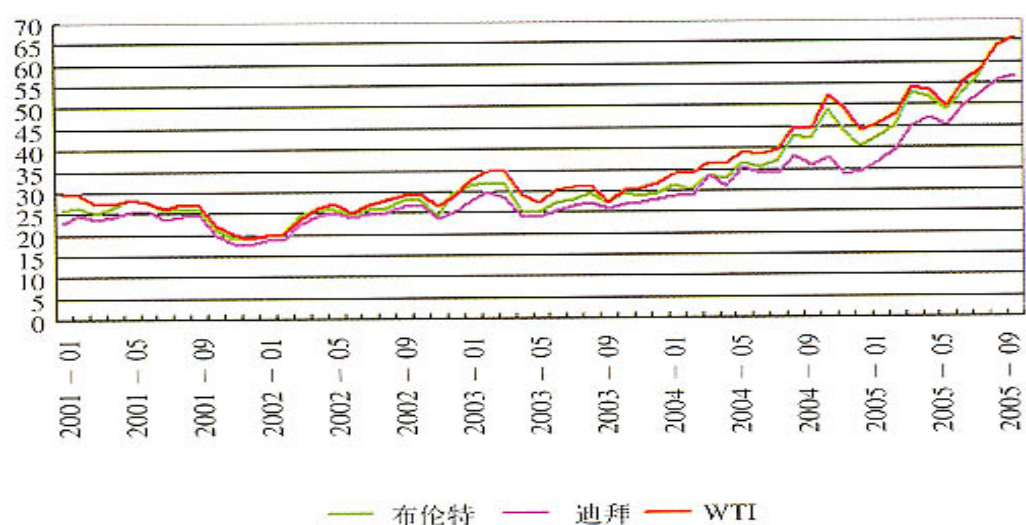


图 3 2001-2005 年国际市场原油现货价格走势 （价格单位：美元/桶）

资料来源：根据中国石化经济和技术网数据整理

## 2. 风险控制失效

这笔业务并非是在正规的新加坡期货交易所进行的，而是与其它金融机构进行的“一对一”的场外交易，交易过程是密不透风的，不受国家监管的。新加坡期交所的各种规定对这类场外交易是不起作用的，风险的防范完全靠企业自身的内部控制制度。这是一个“内部人的游戏”——不够相当的实力、信用和资历，企业是无法参与其中，而中航油交易的对象包括有兴业银行、高盛、三井住友、巴克莱等经验丰富的金融大鳄，这些都增大了场外交易的风险。

然而，造成巨额亏损是中航油集团内部风险控制体系不完善吗？事实上，公司内部具有世界一流的风险管理控制体系，这是花费 500 万美元由安永注册会计师事务所所制定的。制度规定，损失 20 万美元以上的交易，都要提交给公司的风险管理委员会评估；累计损失超过 35 万美元的交易，必须得到总裁的同意才能继续；而任何将导致 50 万美元以上损失的交易，将自动平仓。以公司的 10 位交易员来算，损失的最大上限也只是 500 万美元。此外，中航油内部还有一个由专职风险管理主任等人员组成的风险控制队伍，如果在 2004 年

<sup>6</sup> 肖汉平.2002 年以来国际原油价格走势回顾与 2006 年展望.国际石油经济.2005 年 11 月第 13 卷第 11 期

一季度首次亏损时就由这个风险控制队伍来进行评估亏损不应该继续扩大。但是，该风险管理系统形同虚设，总裁的决策并不经过该系统，领导的意志取代了制度。完善的风险管理体系必须要有具有风险意识的人才来实施。在中航油集团，一人独大的现象使得权利失衡，风险得不到有效控制。也就是说，有内部控制制度，但不遵照执行。

### 3. 事后处理失妥

在发生亏损以后，中航油集团并没有采取什么补助措施，而是仍然坚持最初的设想，认为油价会下降，一方面延长交割期，一方面又不断增大持仓量。然而却没有做出降低风险的举措。这说明决策者已经丧失了风险意识，纯粹的赌徒心理在起作用。

当时企业完全可以采取对冲交易、组合期权、现货套期保值来化解风险。例如，在亏损 580 万美元时，中航油持仓有 200 万桶石油。在增加持仓量时如果企业按照当时的价格买进石油现货进行套期保值，或者买进石油看涨期权进行组合期权操作，都将不同程度的化解风险。

举个例子。中航油公司继续以 5 美元价格卖出看涨期权 300 万桶，行权价为 40 美元每桶。则中航油公司得到 1500 万美元，交付保证金  $300 \times 40 \times 5\% = 600$  万美元（保证金率为 5%），其可以用的得到的现金买进石油现货 22.5 万桶。等到行权日，如果油价涨为 50 美元每桶，则其亏损 3000 万美元，然而手中的现货升值额为  $22.5 \times 10 = 225$  万美元。或者拿手中的现货去交割，则亏损额为  $3000 - 225 = 2775$  万美元，而收到的期权费收入为 1500 万美元，企业实际亏损  $2775 - 1500 = 1275$  万美元。如果企业扩大现货购入量则可以更大的限度减少亏损。如果不进行现货套期保值，按照中航油公司的做法则净亏损  $3000 - 1500 = 1500$  万美元。同样企业还可以通过购进看涨期权来降低风险。

### 4. 管理责任

从管理角度来看，在中航油新加坡公司，董事会中有 4 名来自母公司中航油集团公司派驻的高管。陈久霖本人，也是作为母公司的副总经理的身份，兼上市公司董事和执行总裁。还有母公司派来的党委书记和财务经理，但是这两人并没有起到什么作用。上任初始即被陈久霖架空，一位去做了旅游部门经理，还有一位财务经理也并没有起到监管作用。2003 年，账面上绝大部分利润来源于投资收益，这理应引起财务高管的注意，因为投机收益高往往伴随着高风险，然而实际上并没有这样。由于陈久霖突出的业绩，母公司对陈久霖的个人能力和成就非常信任，这就使得陈久霖成为母公司派驻上市公司的实际监管者，而他又恰恰是上市公司的 CEO。也就是说，在上市公司的经营决策和管理中，陈久霖的个人权力其实是超过了其职位权力，一人独管公司。

另外，母公司中航油集团对中航油（新加坡）监管不力。为满足国内大型企业正常经营的需要，有效防范风险，有关部门在 2001 年发布了《国有企业境外期货套期保值业务管理办法》，对从事高风险交易进行了严厉甚至苛刻的规定，基本上将业务限定在套期保值的范围，同时还要求获得经营资格的企业建立严格有效的内部管理和风险控制制度。2003 年，在获政府批准开始做油品套期保值业务之前，中航油早在 2002 年就开始了套期保值和投机目的的期货和互换业务，后来又扩展到期权业务。中航油总裁陈久霖认为中航油是在新加坡设立的公司，不受国内法律管制，而新加坡法律是允许中航油做投机业务的。不论是中航油内部，还是中航油集团，显然，在企业监管和风险管理上都暴露出巨大的漏洞。

在 2004 年 10 月 10 日，已经将所有的银行贷款、现金流和应收账款都垫付了保证金的中航油新加坡公司，在身无分文、一身负债的情况下向母公司求救，中航油集团公司高层大为震惊，身兼集团公司和上市公司董事长的莱长斌亲自赴新加坡查看详情。

“爱子心切”的中航油集团公司对新加坡公司的一个基本救助态度是：救。而对于怎样救助的基本判断是：现金援助，给足保证金，挺过去了就能扳回来。中航油集团总公司的管理层对期货交易也是知之甚少，对市场的大势走向缺乏专业判断，为了不使事态外漏，没有

向专业的咨询公司、机构进行咨询，而是选择了转让 15%股权筹资向新加坡公司注资，甚至在股权转让时都没有让转让者知道公司真正面临的财务问题。这无疑是將中航油集团进一步推向绝境。

## 7 小结

期权是一个很好的投资工具，但要对其有很好的认识才能熟练运用。其实衍生金融工具设计的本意都是为了帮助人们分散实际经济活动中面临的价格波动风险，而不是创造一种获取暴利的方式。因此，衍生金融工具本身仅仅是一种工具而已，参与衍生金融市场的风险大小取决于人们自身的风险偏好和他们具体是如何来运用这些工具的。这正如车祸与汽车密不可分一样，汽车只是一种工具，其本身并没有责任，问题在于驾驶汽车的人及汽车行驶的环境。衍生产品的风险并非衍生产品本身的过错，主要来自人为因素，也就是来自对衍生产品的滥用和监管不力。

中航油进行投机操作“卖出看涨期权”，理论上收益是固定的，但风险是无限大的，并且未作任何对冲操作规避风险，因此这一投机行为是零成本。中航油的交易员当初也许是为了空手套白狼，也许是对自己的判断过于自信，只是一味地做卖出期权，完全忽视交易风险，中航油的期货损失主要是对风险管理的处理不当，特别是在市场风险管理方面，没有充分利用对冲交易来规避风险。在卖出看涨期权之后，没有预见到可能由此带来的巨额损失，进行对冲操作。

其实，几乎 100%垄断中国航油业务的中航油完全可以运用其现货企业的优势把期货市场和现货市场结合起来，遵守套期保值原则（即现货买入、同时期货卖出或现货卖出、期货买入），方向相反、数量相等，保证企业在不利的价格变动时，由一个市场的盈利来弥补另一个市场的亏损。一味追求零成本的暴利无益于企业的长远发展，甚至可能断送企业的发展前途。

## 参考文献

- [1] 傅凯文、张帆、王晓冰、李箐：成败陈久霖.财经.2004.12.13
- [2] 陈久霖法庭辩护词.新华网.  
[http://news.xinhuanet.com/fortune/2006-03/21/content\\_4327370.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2006-03/21/content_4327370.htm)
- [3] 方玉书、蔡敬虎：陈久霖终局：获刑 51 个月.第一财经日报.2006.3.22.第 A01 版
- [4] 罗绮萍：玩家陈久霖：最风光的一刻走向末路.21 世纪经济报道.2004.2.09.第 017 版
- [5] 翁东辉：白手起家的故事.经济日报.2004.2.20
- [6] 黄河.中航油石油期货亏损 5.5 亿美元,传奇总裁陈久霖职务暂停.第一财经报.2004.12.02.第 B01 版
- [7] 肖汉平.2002 年以来国际原油价格走势回顾与 2006 年展望.国际石油经济.2005.11.第 13 卷第 11 期
- [8] 林红梅、杜宇、黄庭钧：账面实际损失和潜在损失总计约 5.54 亿美元，中航油新加坡公司：境外交易石油衍生品投机翻船敲响警钟.人民日报.2004.12.10
- [8] 何清、段晓燕：中国版“巴林事件”调查.21 世纪经济报道.2004.12.06
- [9] 陈挺：追寻中航油崩盘内因：海外操盘手细数六大陷阱.21 世纪经济报道.2004.12.13