



光期研究：上市公司参与套期保值初探

摘要：

今年 1-10 月份全国期货市场累计成交量为 7,018,882,642 手，累计成交额为 4,655,622.33 亿元，同比分别增长 29.82%和 7.24%，总体上来看期货市场的成交量和成交额均呈现稳步上涨的态势。

以深交所上市的 2827 只公司为例，其中制造业企业占比超过 50%，接近四分之一的公司海外业务收入占比超过 20%，这些公司的进出口贸易额较大，受大宗商品价格、汇率等因素的影响较大。利用期货市场进行套期保值，降低企业面临的风险逐渐成为众多上市公司的共识。

《中华人民共和国期货和衍生品法》、《上市公司自律监管指引第 5 号—交易与关联交易》、《期货市场持仓管理暂行规定》等法律法规对上市公司套期保值的合法性以及具体的细节分别进行了规定。

今年以来共有 762 家公司发布了 1823 份套期保值公告，参与套期保值的公告数量和公司数量相较于去年同期分别增长了 50.54%和 39.05%。截至 2023 年 11 月 10 日，共有 1126 家上市公司发布过参与套期保值的相关公告，占三大证券交易所上市公司总数的比例为 21.22%，这一比例相较于发达国家仍有较大的提升空间。

光大期货研究所

金融工程研究团队

撰写日期：

2023 年 11 月 14 日

期市有风险

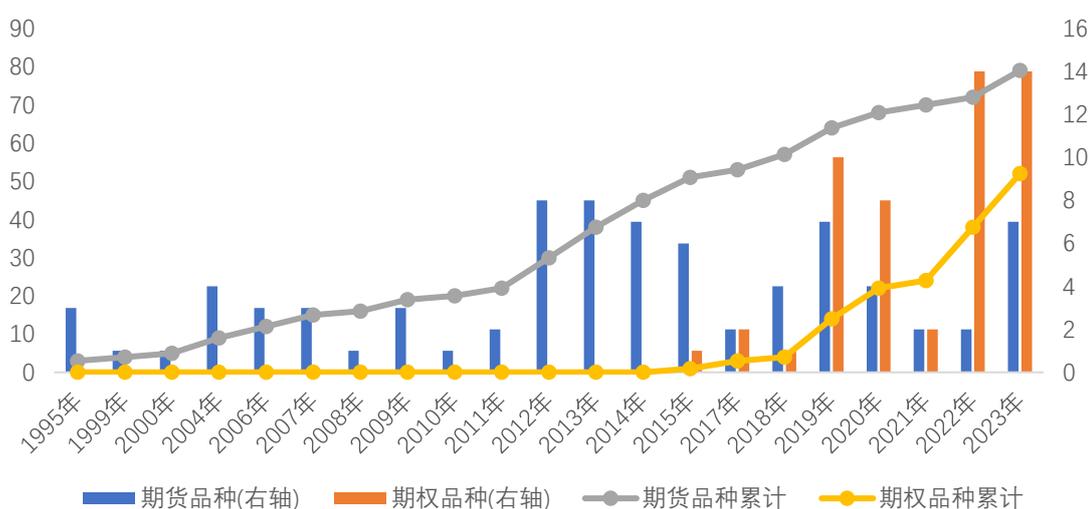
入市需谨慎

光期研究：上市公司参与套期保值初探

一、上市公司参与套期保值的背景

以1990年10月郑州粮食批发市场开业为标志，我国出现了最早期的商品衍生品，这也标志着我国商品期货市场的诞生，之后利率衍生品、外汇衍生品也相继诞生。我国期货市场经过1993年至1999年的治理整顿阶段，在2000年伴随着中国期货业协会的成立，我国的期货市场迎来了稳步大发展阶段。目前，全国专门从事衍生品交易的交易所共有四家，分别为大连商品交易所、上海期货交易所、郑州商品交易所、广州期货交易所和中国金融期货交易所。截止2023年11月10日，我国五大期货交易所共上市了71个商品期货品种、4个股指期货品种、4个国债期货品种和43个期权品种，上交所和深交所上市了9个ETF期权。我国期货期权品种分年度上市的情况如图1所示，从图中不难看出，期货品种自2011年以来迎来了上市的加速，自第一个期权50ETF期权在2015年上市后期权品种的发行也出现了加速。

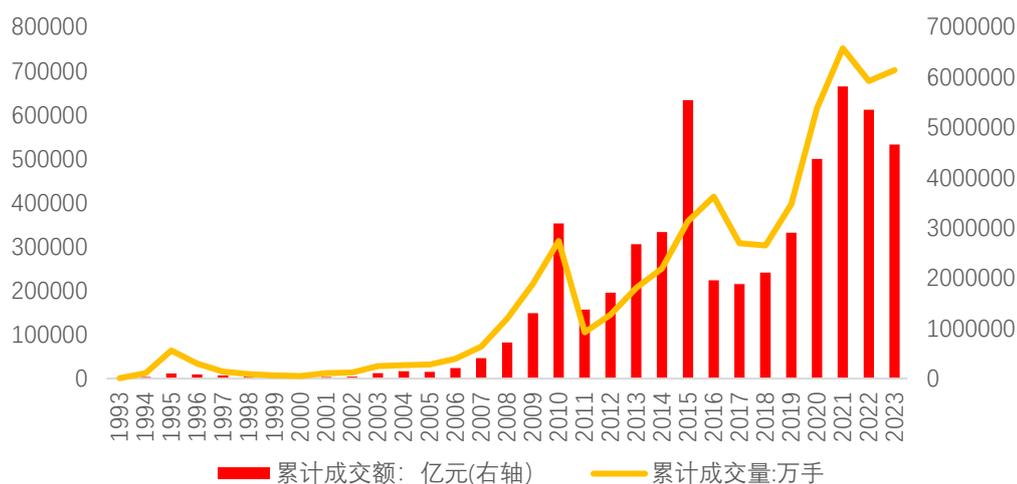
图表 1：期货/期权品种上市情况



资料来源：Wind、光大期货研究所

根据中国期货业协会公布的数据，我国期货市场的累计成交额和成交量自2000年之后开始有所起色，2006年之后出现快速上涨，在2010年和2016年分别出现一定程度的下滑，今年1-10月份全国期货市场累计成交量为7,018,882,642手，累计成交额为4,655,622.33亿元，同比分别增长29.82%和7.24%，总体上来看期货市场的成交量和成交额均呈现稳步上涨的态势。在海外成熟的期货市场中，商品期货交易的份额一般为15%-20%，占比超过80%的为股指期货、国债期货等金融衍生品的交易，相较而言我国商品期货交易的占比仍相对较高，我国期货市场仍处于发展壮大的成长期，未来的成长空间很大。

图表 2：中国期货市场规模：截至 2023 年 10 月



资料来源：中国期货业协会、光大期货研究所

自2020年以来，全球大宗商品价格以及利率、汇率的波动幅度加大。以深交所上市的2827只公司为例，其中制造业企业占比超过50%，接近四分之一的公司海外业务收入占比超过20%，这些公司的进出口贸易额较大，受大宗商品价格、汇率等因素的影响较大。利用期货市场进行套期保值，降低企业面临的风险逐渐

成为众多上市公司的共识，越来越多的公司开始使用期货及衍生品工具，以控制其面临的诸如原料价格上涨、库存品跌价、利率波动以及汇率波动等方面的风险。

二、上市公司参与套期保值的规定

2022年4月20日，十三届全国人大常委会第三十四次会议表决通过《中华人民共和国期货和衍生品法》，根据《中华人民共和国期货和衍生品法》，套期保值是指交易者管理因其资产、负债等价值变化产生的风险而达成与上述资产、负债等基本吻合的期货交易和衍生品交易的活动，并且在法律层面指出国家鼓励利用期货市场和衍生品市场从事套期保值等风险管理活动。2023年1月沪深交易所分别修订并发布了《上市公司自律监管指引第5号—交易与关联交易》（以下简称《交易与关联交易指引》），其中专设“期货与衍生品交易”一节，加强对上市公司从事投机交易的约束，健全上市公司从事相关交易的内部控制，优化上市公司开展期货与衍生品交易的审议程序，要求上市公司信息披露全面反映套保业务实质，要求持续关注套期保值业务的风险管理效果，并在定期报告上给予上市公司解释空间等，《交易与关联交易指引》从行政法规层面进一步对上市公司参与套期保值的细节进行了优化。2023年7月，为贯彻落实《中华人民共和国期货和衍生品法》，增强期货市场持仓管理的系统性和针对性，进一步提升监管透明度和增强监管效率，证监会发布了《期货市场持仓管理暂行规定》，《暂行规定》对套期保值行为进行了原则性规范，明确了期货交易所的审批和管理义务。

有关上市公司参与期货市场的法律法规方面的规定如下表所示：

图表 3：上市公司参与套期保值有关规定说明

日期	机构	法律法规	主要规定
2022 年 4 月	全国人大常委会	《中华人民共和国期货和衍生品法》	<ol style="list-style-type: none"> 1. 国家鼓励利用期货市场和衍生品市场从事套期保值等风险管理活动 2. 套期保值是指交易者为了管理因其资产、负债等价值变化产生的风险而达成与上述资产、负债等基本吻合的期货交易和衍生品交易的活动
2023 年 1 月	沪深交易所	《上市公司自律监管指引第 5 号—交易与关联交易》	<ol style="list-style-type: none"> 1. 明确不鼓励公司从事以投机为目的的期货和衍生品交易 2. 上市公司参与期货和衍生品交易的，应当合理配备专业人员，制定严格的决策程序、报告制度和风险监控措施等 3. 明确了三类需要提交股东大会审议的情形 4. 对于初始披露和进展披露分别进行了规定 5. 公司以套期保值为目的开展期货和衍生品交易的，应当明确说明拟使用的期货和衍生品合约的类别及其预期管理的风险敞口，明确如何运用选定的期货和衍生品合约对相关风险敞口进行套期保值 6. 如果公司开展的套期保值业务不满足会计准则规定的套期会计适用条件，但套保业务确实起到了风险管理效果的，允许公司在定期报告中充分解释不适用套期会计的原因，并结合套期工具和被套期项目之间的关系等说明是否有效实现了预期风险管理目标
2023 年 7 月	证监会	《期货市场持仓管理暂行规定》	<ol style="list-style-type: none"> 1. 明确持仓限额的制定或调整原则、设定方法，规范交易行为 2. 对套期保值行为进行原则性规范，明确期货交易所的审批和管理义务 3. 完善大户持仓报告制度，进一步充实报告内容，明确报告义务 4. 对持仓合并原则进行明确，同时对持仓合并豁免有关制度作出原则性安排

资料来源：中国政府网、证监会、沪深交易所、光大期货研究所

三、上市公司参与套期保值的特征分析

1.上市公司参与套期保值的总体趋势

对上市公司自 2007 年至 2023 年 11 月 10 日以来披露的有关套期保值的公告进行统计，可以看到在过去 17 年间，参与期货市场的上市公司数量有过小幅的起伏，但总体上来看，参与期货市场上市公司的数量呈现稳步上涨的趋势。早期由于期货市场相关的衍生工具相对较少，叠加上市公司最初参与期货市场的积极性较低，参与期货市场的上市公司较少。今年以来共有 762 家公司发布了 1823 份套期保值公告，参与套期保值的公告数量和公司数量相较于去年同期分别增长了 50.54%和 39.05%。截至 2023 年 11 月 10 日，共有 1126 家上市公司发布过参与套期保值的相关公告，占三大证券交易所上市公司总数的比例为 21.22%，这一比例远低于类似于英国（59%）和美国（56%）为代表的发达国家的衍生工具使用比例（李庆华，2021），我国上市公司参与期货市场套期保值的广度仍有较大的提升空间。

图表 4：套保公告数量和套保公司数量：截至 2023 年 11 月 10 日

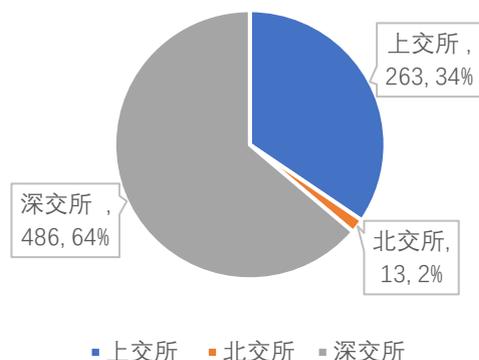


资料来源：同花顺、光大期货研究所

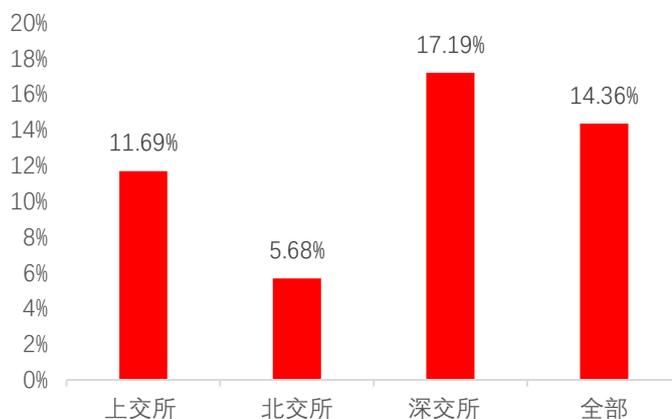
2.上市公司参与套期保值的特征

从发布套保公告上市公司所在的交易所来看，762 家上市公司中有 486 家为深交所挂牌，占比为 64%，北交所挂牌的有 13 家，占比为 2%，具体的结果如图表 5 所示。从不同交易所的套保参与率来看，北交所的套保参与率最低，深交所的套保参与率最高，为 17.19%。

图表 5：分交易所公告套保的公司数量



图表 6：分交易所套保参与率

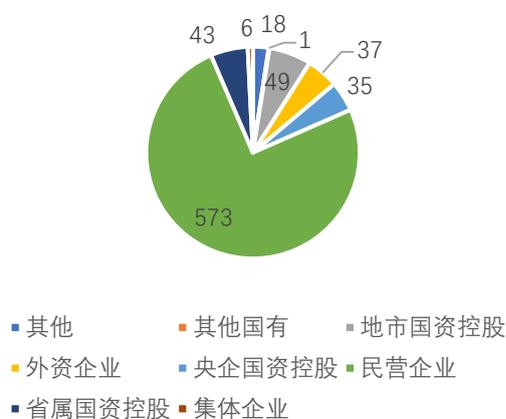


资料来源：同花顺、光大期货研究所

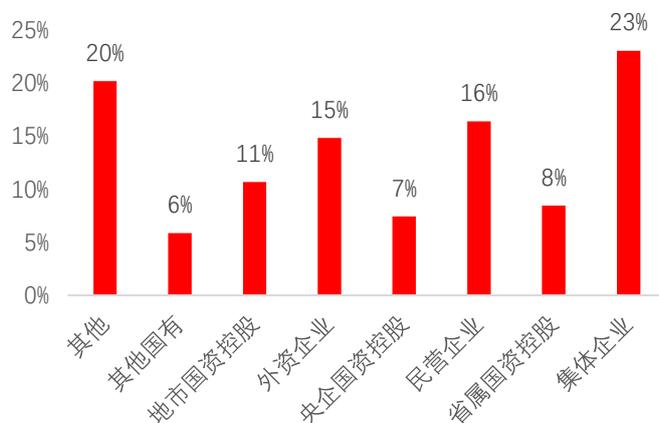
资料来源：同花顺、光大期货研究所

从发布套保公告上市公司的所有制属性来看，762 家上市公司中有 573 家为民营企业，占比为 75%，其他类型企业占比均较少，具体的结果如图表 7 所示。从不同所有制属性企业的套保参与率来看，集体企业和民营企业的套保参与率较高，而国有企业和央企的套保参与率较低，这可能与担心企业在期货市场上过度投机，监管单位对国有企业参与期货市场一直持非常谨慎和严格的态度，不管是在企业内部还是外部极为谨慎的氛围在很大程度上限制了国有企业利用期货工具的积极性。

图表 7：分所有制公告套保的公司数量



图表 8：分所有制套保参与率

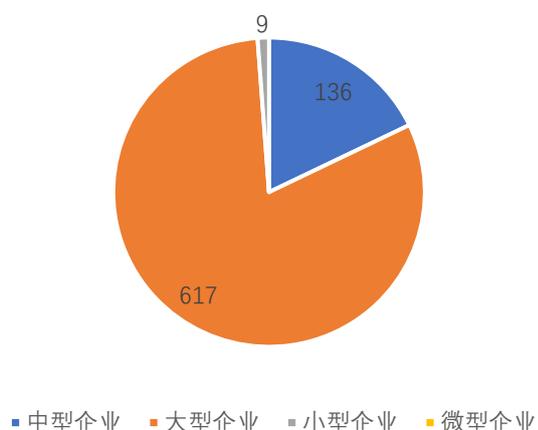


资料来源：同花顺、光大期货研究所

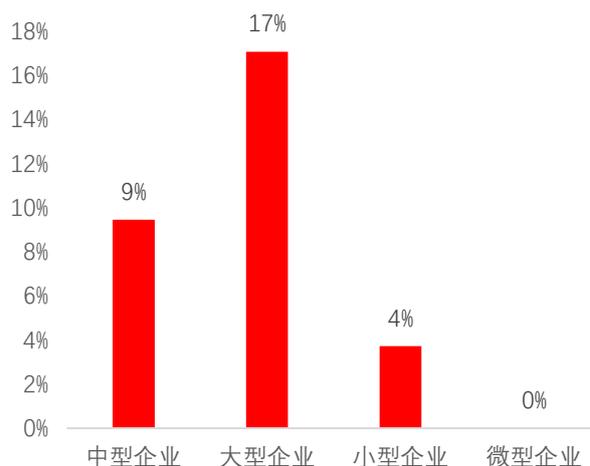
资料来源：同花顺、光大期货研究所

从发布套保公告上市公司的规模来看，762 家上市公司中有 617 家为大型企业，占比为 81%，小微型企业仅有 9 家占比均极少，具体的结果如图表 9 所示。从不同规模企业的套保参与率来看，大型企业的套保参与率较高，而小微型企业的套保参与率极低，这可能由于一方面小微型企业参与套保的主体意愿不强，另一方面小微企业缺乏能够有效开展套期保值业务的专业期货人才。

图表 9：分规模公告套保的公司数量



图表 10：分规模套保参与率

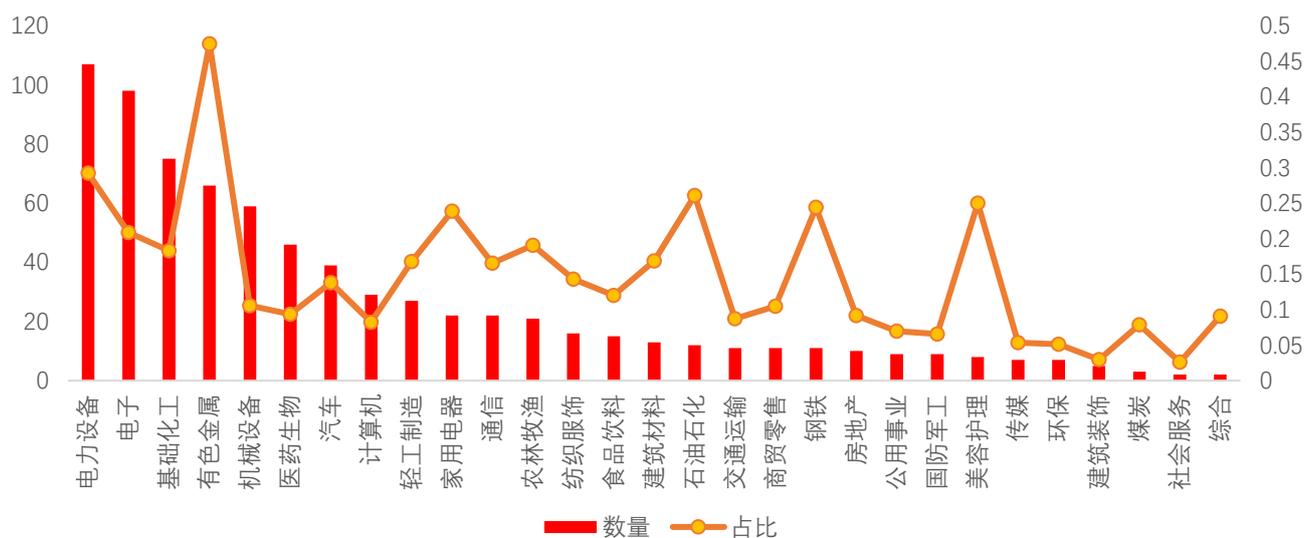


资料来源：同花顺、光大期货研究所

资料来源：同花顺、光大期货研究所

从发布套保公告上市公司的申万一级行业来看，762家上市公司中有107家公司属于电力设备行业，占比为29.24%，煤炭、社会服务、综合等类型企业占比较低，具体的结果如图表9所示。从不同申万一级行业公司的套保参与率来看，有色金属企业的套保参与率最高，占比为47.48%，而建筑装饰、社会服务、传媒等服务型企业的套保参与率极低，这主要由于电子和电力设备企业的海外业务收入占比较高，企业有较高的对冲汇率风险的意愿，这些企业主要参与的是外汇方面的套期保值。

图表 11：分申万行业公告套保的公司数量及套保参与率



资料来源：同花顺、光大期货研究所

资料来源：同花顺、光大期货研究所

四、总结

后金融危机时期全球经济增速放缓，国际市场上利率、汇率和大宗商品价格波动进一步加剧，国内外金融市场上利率、汇率和大宗商品价格的波动对中国上市公司经营业绩的影响日益加深。作为管理风险的重要工具，衍生工具在过去的几十年间呈现了极为快速的发展，我国的期货市场期货市场的成交量和成交额也呈现稳步上涨的态势。作为发达国家的美国、英国等海外成熟市场，其非金融公司有近 60% 的衍生工具使用率，而我国上市公司虽然参与期货市场的数量呈现上涨的趋势，但是目前衍生工具的使用比率尚不足 20%。我们作为期货行业从业者可以有针对性地开展龙头企业套期保值培训服务，拓展产业服务深度和广度；其次，加强期货市场管理风险功能的宣传和引导，挖掘实体企业参与期货市场套保的成功案例，行成可复制、可推广的经验，努力和服务大宗商品保供稳价和国民经济高质量发展贡献期货力量。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。