

期货衍生品在助力产业链企业构建良好生态圈的作用及不足*

申银万国期货有限公司 汪洋

近年来，我国商品期货市场不断发展壮大，新的期货品种和商品期权推出步伐加快，期货市场衍生品工具不断丰富，更多的实体企业和机构运用期货及衍生品管理和对冲风险，大宗商品衍生品市场服务实体经济的广度和深度不断拓展，实体企业运用期货衍生品逐步构建起一个新型的生态圈。

一、构建生态圈的典型案例分析

2020年初，全球突发的疫情给诸多行业带来了不同程度的考验，实体企业越来越认识到衍生品的重要性并逐步参与到期货及衍生品市场中，构建一个成熟的产业生态圈成为行业迫切需求。期货产业生态圈模式的推广，有助于更多的实体企业参与金融衍生品市场，活跃金融衍生品市场的同时也能够为更多的企业带来帮助。

（一）海外优秀生态圈案例

发达国家的期货生态圈已建立一百多年，发展历史远远早于国内，但其监管措施相较国内更为宽松。发达国家的大宗商品在上中下游企业以及金融行业已经建立起以期货市场为纽带的期货生态，尤其是欧美的全球化企业，大多数都使用期货市场管理来自原料、财务的风

险，并且越是国际化的、大型的企业越注重金融衍生品的运用。

1.LME市场生态圈的形式

伦敦金属交易所（LME）的建立可以追溯至英国第二次工业革命期间，曾一度垄断了全球有色金属的定价权。LME生态圈是以LME为市场中心，以代理商从事经纪业务为纽带，多元化客户参与交易，加之全球的指定交割仓库，构成了完整的期货交易资金、企业投融资和现货交换流动服务生态圈。

在交易端，LME采用期现货一体的交易体系，这是其独有的优势。以产品为例，LME提供月度均价，从实用性角度而言，均价合约比期货合约更符合企业的风险管理需求。LME打通了期货、现货的交易壁垒，已获得整个金属产业链，尤其是现货方的认可，成为国际金属贸易合同或协议签订的基准价格，与产业链上中下游的无数企业形成了绑定关系。

交割仓库方面，LME的交割库分布在全球，这保证了与现货贸易的紧密联系，也是LME市场打通实体经济产业链的有力工具。LME的交割库管理采用业务外包的模式，并不拥有仓库的所有权。

* 本文系上海期货交易所合作课题《期货衍生品在助力产业链企业构建良好生态圈的作用及不足》衍生成果，承接单位为申银万国期货有限公司，汪洋为课题组联系人。

(1) LME市场价格、资金和现货传导链

LME的市场参与者主要有三种：现货交易商、基本面交易者和投机交易者，参与者兼顾了全球化和多元化。现货交易商多为产业链上游、中游和中下游的企业，这部分现货交易者参与市场的主要目的是获取价格、风险对冲以及保障交割，而正是他们的贸易活动推动交易所的交易价格被广泛用于全球的贸易定价。基本面的金融交易者多为共同基金、对冲基金、商品指数基金和私募基金等基金公司，他们主要是出于资产配置的需求而参与大宗商品市场。投机交易者主要指技术交易者或套利交易者，这部分交易者的主要目的是利用策略优势获取价格波动中的盈利机会。

目前，LME有色金属价格已经是全球铜等有色金属供求的主要定价参考。以铜为例，铜矿山与冶炼企业以LME现货、3个月期或者某个月均价格（月度结算价）为基准，一般在减去一定费用后，作为精矿的购销合同价格，也就是所谓的“粗炼加工费和精炼加工费”。

现货和期货交易必然伴随着资金的流动，保证金的交收使得LME发挥了资金汇集的功能和作用。多种金融工具被充分利用，资金交付方式多种多样，如货款兑付、信用证、承兑汇票、非美货币兑换等金融方式，使得银行业务规模大幅增加。

LME在金属市场的定价权主要体现在其对现货市场的影响力。它强大的交割仓库体系将其和现货市场紧密联系起来，是其全球影响力的重要保障之一。LME的交割库遍布全球，消费者在支付一定费用的情况下，按照客户需求可以购买到全球主要地区的现货有色金属，极大地增加了现货的可获取性，使得LME客户能

将期货交易与现货交易紧密地结合起来。

(2) LME市场保证金收取及授信制度

LME在保证金结算方面与国内略有不同，最大的区别是没有采取当日现金结算交收。换言之，当客户产生亏损时，在最初缴纳固定比例保证金后，不到保证金最低限额时，不必提供追加资金。在到期日之前产生的盈利也不能取走，但可以作为新开仓的保证金使用，提前支取要一定的贴现金额，亏损在到期日补足即可。

其次，LME经纪会员可以给予一些大客户一定规模的信用额度，授信客户可以在额度内不缴纳保证金进行交易，仅需到期支付亏损金额。授信额度的大小取决于经纪公司和客户双方。由于LME采取做市商和会员等级制度，高等级的经纪商自身拥有更多的可授予额度，而低级别的经纪商则仅拥有较少的可授予额度。通常矿山、冶炼企业、大型终端产业链企业会被授予较高的信用额度，但也要根据其实际产能加以区别对待。

2.CME集团期货市场的交易服务

美国芝加哥商品交易所（CME）在经历2007年与CBOT、2008年与NYMEX和COMEX的一系列并购后，在FIA的全球衍生品交易所成交量排名中长期占据前三的位次。CME集团集交易所与清算所于一身，是一家国际化公司。CME交易服务逻辑构架分为外部、交易和清算三个层次。

近年来，CME集团不断在期转现方面进行努力，其推出的原油电子拍卖平台，一方面尝试将期货价格与现货价格更好地结合，将期货价格发现的功能切实引入现货交易当中，方便实物交易及风险对冲需求。另一方面，也利用

期货价格的高透明度、电子交易的便利性，通过期现结合的手段吸引圈外企业加入美国原油的生态圈。

3. ICE期货市场架构及市场服务

美国洲际交易所（ICE）于2005年上市纽交所，是继国际证券交易所ARBX和AX上市后第三家上市的交易所，组织形式转变为现代企业组织形式的股份制。

ICE的发展给我国期货交易所未来发展带来启示。摆脱了传统以商品期货品种产业资本为主的历史局限，将传统商品生态圈拓展到现代金融生态圈，将地域化为主要特征的生态圈拓展到全球化为主要特征的生态圈。

4. 场内外高度协同提供价格标准

LME最为独特的优势特征是期现联动的场内外交易系统，与中国国内期货市场和现货市场基本独立、互不隶属完全不同。LME的经纪商既从事期货经纪业务，相当于国内的期货经纪公司，同时也从事现货贸易，并且两个业务对接人员可以是同一人。尽管国内期货经纪经过多年的发展，期货公司也建立了从事现货贸易的子公司，但期现结合程度仍然低于LME市场。由于国内监管的要求，期货公司经纪业务人员与子公司现货贸易人员不能为同一人，同时非标准仓单质押冲抵期货保证金等也不被允许，场内外、期现市场各要素流动的便利性低于LME等境外市场。

另外，LME保证金的授信制度扩大了行业可使用资产范围，市场参与者可以获得更多的资金使用量，从而扩充了生态圈的资金流动量，并带动增强了现货流通量，降低了市场要素间可互换的壁垒，使得LME更具高效率的市场化、资本化优势。

（二）国内产业链生态圈案例

近年来，中国大宗商品期货市场发展迅速。中国的期货产业生态圈，是在全国统一大市场新发展格局下，逐步以期货交易所为核心，以期货衍生品为纽带，发展形成的一种新型产融结合生态圈。

1. 有色金属企业打造新型期现生态圈

伴随着中国期货市场从自由发展到规范发展，再到创新发展的三十年，有色金属板块已经形成了国际公认的成熟度较高，具有价格发现、风险规避、优势资源配置等战略作用，且运行效果良好的产业板块。

国内某大型铜企业在改革开放之初，把握市场变化信息，并综合利用期货工具实现了套期保值。期货市场在国内的建立，以及铜类有色金属品种在国内外高度关联与融通的特性，客观上加速了国内有色行业进入国际市场参与竞争的步伐。在此背景下，该大型铜企突破传统现货贸易理念，向重视风险管理、价格管理，并通过参与期货衍生品市场来实现供需平衡的方向转变。

目前，上海期货交易所（以下简称上期所）沪铜期货，已发展成为国内期货市场中最为成熟、产业参与度最高的品种之一。经过多年的稳定运行，以沪铜期货为代表的“上海价格”已与LME的“伦敦价格”相互引导，成为国际铜行业公认的全球三大铜定价中心之一。近年来，上期所国际化步伐不断加速，逐渐形成了沪铜期货、国际铜期货“双合约”服务产业“双循环”的新格局，国际铜期货的上市将有效增强我国铜行业的议价能力和国际竞争力。同时，新的沪铜期权和铜标准仓单交易平台也为产业机构提供更为精细化、多元化的风险管理工具。

2.企业运用衍生品构筑生态圈稳定器

在保持对风险管理持开放心态的前提下，上述铜企进一步探寻更具战略意义与前瞻性的期现管理模式，以应对有色金属更高的金融属性。通过对现货商品和衍生工具的“利润锁定、采购降本、库存管理、促进销售、客户服务”五个主要经营任务，来实现企业资产保值增值经营的成功实施，从而确定了各期现经营主体的重点开拓目标。

(1) 期货衍生品风险管理贯穿各业务环节

有色金属产业链企业通过套期保值来转移风险。对于有色金属企业，套期保值方案需要具体分析各个风险敞口环节。首先，采购所面临的上游价格问题。按照原材料的途径来看，有些从国外引进铜精矿，有些则从国外引进废铜，铜原材料价格的变化是采购中面临的主要风险点。其次，产品销售问题。公司在采购原材料以后会进行加工冶炼，生产的产品主要营销方式包括远期订单和现货市场销售，两种方式下都面临价格变化的风险问题。

目前，大宗商品市场套期保值增值策略最新的发展趋势，主要包括传统模式套保和新的“基差逐利”、“含权贸易”等套保方式。对于大中型或集团型公司，一般采用上述的传统套期资产保值增值的方法，即企业如果有风险敞口，便可以计算对应期货套期保值的头寸。上游企业端，在对铜精矿及废铜等进行点价之前，主要为价格上涨风险，可利用期货及衍生品等手段进行买入套保策略。

(2) 期货+期权工具助力企业精细化管理

2018年，上期所推出了铜的场内期权品种，为铜行业客户创造了更为灵活多样的风险对冲工具，从而更多满足实体企业的产品多样

化需要。企业可以运用期权和期货策略结合来控制定价风险和浮动风险，进而改善套期保值效益。

企业可通过灵活运用期权锁定最高的购买价或实现虚拟存货风险管理。贸易型企业在从产区和海外购买产品后，亦有利用期权管理存货风险和在途风险的需求。目前，风险管理意识较强的企业也开始尝试新型的含权贸易模式，为上下游贸易企业进行保值服务。

(3) 灵活运用期货衍生品为经营保驾护航

期货和期权是企业为应对商品价格波动和行业变化进行风险管理的有效工具。上期所陆续推出上市的铜、铝和锌期权产品，为中国有色金属企业进行日常风险管理提供了全新的尝试。

近年来，上述铜企将期权衍生工具作为发展之重点，主要应用于开拓新经营模式以及对现有保值方式的精细化管理。具体而言，在盈利模式方面从原来单一生产型套保，逐步扩大至子公司含权贸易型套保方式，并同时通过调整期现货价格开展基差交易等。

(三) 海内外生态圈案例比较分析

1.国内外期货产业生态圈发展现状

相较于海外期货市场的成熟模式，国内期货市场起步及发展相对较晚。中国商品交易所诞生至今只有30多年历史，市场初期曾面临不规范与行业整顿，较多期货品种的上市时间只有十年左右甚至更短，因此期货产业生态圈的发展尚处于起步阶段。

国际上，境外期货市场发展时间长，发达国家的大宗商品上中下游产业以及金融行业已建立起以期货市场为纽带的期货生态圈。尤其是欧美国家的跨国大型集团，均利用期货市

场对企业的经营风险进行管理。LME生态圈的参与者囊括了有色金属冶炼企业、下游金属加工企业、有色金属贸易商、投资银行、对冲基金、私募基金等。由于参与者的全球化和多元化，LME铜价格成为世界铜市场的主要定价中心之一。

2.国内期货产业生态圈调研情况

在新的发展格局下，期货产业生态圈是以期货衍生品为纽带发展形成的一种新的产业布局形式。笔者针对期货产业生态圈进行了全面调研。

通过与某现货报价网站平台企业的深度交流，了解了企业的整体运作情况以及业务模式。企业反映了国际铜期货的参与情况以及相关完善和丰富国际铜合约的建议，也就目前市场现货交易中存在的问题和如何吸引金融机构参与供应链融资提出宝贵意见。笔者调研走访了现货代表企业。与某金属集团公司期货及现货部门负责人代表进行了深入沟通交流，企业对国际铜期货的交易规则和交割已经比较了解，但在实际参与中也碰到诸如发票开具等细节问题。这些大型现货企业在日常经营中发现的问题，对于构建和完善我国国内期货产业生态圈提供众多非常有价值的参考建议。此外，笔者还走访了铜下游加工企业。中国光纤网、智能电网等领域的某国家创新型企业，在大宗商品价格大幅波动的情况下，公司为保证原材料成本的稳定，维持企业利润稳定并且实现增长，积极参与衍生品市场、利用衍生工具来规避原材料价格波动的风险。笔者在该铜下游企业调研中，重点针对铜及国际铜期货参与度、现货报价参考标的、上期所现货仓单平台等问题进行了充分的交流。了解到企业目前已参与

上期所铜期货与LME铜市场，也积极准备在合适的时机参与国际铜期货。企业参与期货市场主要是为工厂采购和销售进行保值，也会参与跨市场套利，如果国际铜期货与沪铜期货有套利机会，企业也很乐意参与其中。

上期所有色金属类期货品种，属于国内期货市场发展最早和最成熟的板块，有色金属期货与现货价格结合最紧密，有色产业运用期货市场定价已成为行业标杆，有色金属金融与贸易相关产业生态圈在发展壮大中。但目前来看，上期所铜期货的国际参与度和仓库规模与境外相比尚有差距，例如LME铜在仓库设置上在全球范围覆盖，使全球各地产业链企业均可参与，而国内在产业交割库方面主要集中国内布局。近年来，随着期货子公司的诞生，以及银行等金融机构参与，相应的期货产业生态圈也蓬勃发展，未来境内外生态圈发展的差距将逐步缩小。

从海外生态圈案例来看，海外期货市场经过长时间发展已经衍生出成熟模式。以LME为例，详尽说明其生态圈的构成细节。LME的市场参与者主要由现货交易商、投机交易者等组成，并形成了资金汇集链和现货流通链。资金汇集链是指现货和期货交易必然伴随着资金的流动，保证金的交收使得LME发挥了资金汇集的功能和作用。现货流通链是指LME通过遍布全球的交割仓库体现其对现货市场的全球影响力。另外LME还会根据客户的资信状况予以不同额度的授信，降低客户的资金成本。

美国CME集团通过外部、交易和清算三个层次形成特点鲜明的生态圈，同时通过期货品种、全球龙头企业夯实和拓展影响力，并形成良好的投资者保障体系。ICE将组织形式转变

为现代企业组织形式的股份制，尤其是跨境收购，为全世界交易所全球并购提供模板，使得交易所的定价更具全球性。

通过海内外产业生态圈案例比较分析，我们了解到国内期货产业生态与海外成熟市场依然有一定差距，同时国内期货与场内外期权市场正在快速发展壮大。

二、我国期货市场生态圈的路径与模式

（一）期货市场生态圈的路径和模式

经过仅仅三十多年历史的迅速发展，目前中国商品期货市场模式日趋规范成熟，在促进服务国内实体经济转型和助力支持金融服务国家战略方面所起到的引导作用将逐步显现。随着2022年《中华人民共和国期货和衍生品法》的推出，中国的期货市场将更加成熟、更加有效解决实体企业中的各项问题。

产业生态圈概念本质应该看作是将期货放在整个实体产业生态圈构建中的一种新概念，期货产业生态圈模式应是指交易所将期货公司或相关期货衍生品金融业务平台等融入下一个实体产业生态圈的建设规划中去，以有效提供企业期货衍生品金融创新服务方案为根本服务抓手，并同时为行业上下游及实体企业投融资合作机构提供科学、系统、高效及创新的产业投资风险评估和资本管理安全保障方案。

在金融产业生态运营服务模式方面，期货产业生态圈服务又主要分为投资群体生态圈模式运营和期货业务流程生态圈模式运营两种类型。群体生态圈模式更主要的是要从建立全生命周期产业链关系角度上来思考出发，其中产业链又包括了产品及上下游加工制造配套企业、仓储物流配送等聚集地、物流枢纽节点企业等产业链各方面的相关内容；产品流程生态

圈则主要应该从构成整个供应链产品流程中的那些基本的生产过程或生产加工要素的具体形式角度来分析理解，包括但不限于从原材料的采购、生产、加工、贸易、物流枢纽建设和物流产品及仓储与物流运输等方面。

在增强企业生态圈供应链综合服务管理能力方面，期货公司应提供的各种专业管理服务也应该主要着重于如何有效帮助企业为物流生产经营企业客户提供最合理经济的方案，以及适合进出口业务货物流转的物流销售运营模式。除此以外还有进出口产品的采购及销售服务渠道，提供更为灵活、便捷和周到的货物电子仓单与交易电子存储信息查询与服务，考虑好进出口货物企业之间在进行资金货物流转服务的过程中如何避免对货物进出口和买卖双方客户之间产生相应的资金价格风险等问题。

在一些最贴合具体市场实际状况的专业化服务推广业务和模式组合的安排选择上，期货公司一方面完全可以积极尝试并利用上游一些国内行业龙头企业，率先通过实行点价撮合交易机制和直接提供交易所场外金融投资类衍生品业务的专业服务合作方式为推广运作模式的突破口，发挥各自公司的行业地位优势，向上延伸和拓展下游产业链配套相关企业的联动模式来推广合作业务；另一方面也可以通过适当机会选择部分行业中有盈利能力及具备较好较强的投资意愿，并且主动参与期货套保相关业务中的相对优势企业作为标的率先参与，凭借成功的定价模式吸引更多的企业参与其中。

党的二十大报告指出要“建设现代化产业体系”，现代化产业体系的建成是建成现代化创新型国家体系的重大物质条件支撑，是逐步实现社会经济技术现代化进程的一个重要客观

标志。产业集群现代化水平的另外一大直观标志也就是全产业链稳定性强、抗冲击能力强，这就需要期货市场生态圈的介入。

一个完整的期货生态圈能够帮助产业链从成本到物流到仓储一体化形成完整的现代化产业体系，此外更为协调的产业链发展体系也更能体现绿色环保的发展理念。绿色转型发展方式是指在转变传统转型发展观念基础的前提下开展的一种经营模式改革创新，是国家建立的一种在我国生态环境容量约束和社会资源承载力制约的环境约束双重条件背景下，将绿色环保转型作为中国实现国民经济可持续发展中重要能源支柱作用的另一种节能新型经营发展模式。

一个更为成熟的绿色生态产业链也会更为科学规范、节能，能够切实把逐步实现整个经济、社会生态和社会环境体系的绿色可持续健康发展目标作为未来绿色生态发展体系的发展目标，并能够使生态经济活动中的所有过程行为及其所得结果变得更为绿色化、生态化。

（二）绿色低碳背景下的生态圈发展

近年来，由于人们越来越认识到生态环境保护与可持续发展问题的重要性，绿色、生态、低碳的经济发展也渐渐变成了现代社会中主要的经济发展理念之一。中国首先于2020年向世界宣布了2030年和2060年的碳达峰碳中和的宏远愿景，提出了“双碳”增长目标和政策路径。党的二十大报告重申了加速规划建设国家新型能源体系、加快经济发展模式向绿色生态转变、促进实现绿色低碳的社会生产生活方式，为促进中国绿色生态循环系统及低碳经济发展迈出了坚定脚步。

作为和中国实体经济发展关系较为密切

的大宗商品市场，在中国“双碳”政策将引发国民经济领域更普遍和深入的系统性改革背景下，商品期货市场将在促进中国绿色金融与可持续发展领域中承担着越来越关键的角色。从自身的功能作用上来看，商品期货将为促进“碳达峰、碳中和”贡献力量，为中国实体经济领域的低碳发展带来更丰富多元的资金支撑。另外，在“双碳”语境下的能源双控或引发国内外大宗产品供应端的产能收缩、市场供需的韧性减弱，从而导致大宗商品价格呈现单边上升、波动加大的特点，也对利用期货市场进行有效风险管理有了更高的需求。

2022年1月，中央政治局围绕努力完成碳达峰、碳中和的目标和任务，开展了第三十六次集中学习，学习会上提出要将推动新能源和清洁能源建设摆在更为重要的地位，积极有序发展光资源、硅能源、氢资源、可再生能源。

目前全球经济已步入了开发绿色生态、低碳能源的新时代，而上期所积极地探索与“加速绿色生态低碳转型，促进绿色复苏蓬勃发展”宗旨相对应的产品的开发工作。日前液化天然气期货已经通过法规制定并得到中国证监会立项审核，推出后将有利于避免我国能源危机，促进石油行业的发展，有利于维护能源安全、促进环保低碳发展。同时，上期所还在推进完善能源衍生品的生态管理体系，积极探索把“双碳”和ESG等要素引入到期货市场中，推进建立适合“构筑人与自然生命共同体”发展战略的主要资源产品管理体系。

党的二十大报告对于统筹兼顾产业结构调整、环境污染防治、生态建设、主动应对气候变化，协调促进降碳、减污、扩绿、经济效益增长，积极推进生态建设优先、节俭集约、绿

色低碳经济发展有重要论述。2023年是产业、能源结构大转型，市场新旧品种交替快速发展的关键之年。在市场价格周期性波动加大下，企业对于全产业链风险管理的要求被客观放大。在这个背景之下，作为商品期货行业更应把握“双碳”政策带来的新业务布局良机，进一步完善绿色生态圈建设，更好地将金融服务于实体经济，追求全行业高质量发展。

（三）期货交易所制度优化及监督政策建议

一个完整的产业生态圈形成需要经历漫长的周期，龙头骨干企业、相关企业群体以及政府监督机构等方方面面都有逐步成长的过程。考虑到期货交易所在实际操作中的定位，建议交易所更多地在制度和监管层面为整个期货生态圈做好顶层设计。针对不同的问题总结了以下几点建议供参考。

1.新品种推广方面

（1）在相对成熟、规范、标准化运行的产业链，比如有色产业链、黑色产业链、能源产业链，增加产业链上下游品种的推出，便于产业链不同位置的实体企业参与风险管理。比如有色产业在现有的铝锭制品、氧化铝基础上，向上拓展铝土矿等品种；黑色产业链中可以横向拓展废钢品种；能源产业链可以推出成品油期货，在现有的石油沥青期货和原油期货基础上进一步完善。

（2）加快推出商品期货对应的商品期权。在已有商品期货的品种上，加快推出商品期货对应的商品期权。在“含权”衍生品管理工具中，期权是个重要的基础性工具。相较于期货，期权除了可以降低实体企业的使用成本外，也能一定程度上增加市场流动性。因此，

建议交易所加快推进已有商品期货品种的期权推出工作。

2.促进企业参与套保方面

（1）在期货贸易和现货贸易的运行上提供一定的关联支持。比如增加进入交割月前的期转现的信息分享，便于部分实体企业提前进行货—货贸易，节省交割月的交割流程资源的占用。

（2）增强交割库资源的便利性和可获得性。建议专门为期货交割留出部分库容，以便满足一定的小型产业客户的交割需求。

（3）对于长期稳健运行且交割量大的商品，可考虑适度增加生产企业的套保额度，或者采用信用仓单的模式便于生产企业能够提升卖出保值效率。比如对于原油、有色等大型企业，能否适度增加套保额度，方便产业客户能在盘面上增加卖出保值需求。

（四）期货市场生态圈研究与发展展望

国内的期货市场发展较晚，中国商品交易所诞生至今只有30多年历史，中间还有初期市场的不规范与行业整顿，较多期货品种的上市时间只有10年甚至更短，但有了前人的经验，中国的期货生态圈会发展得更快更完善。

近年来，期货市场服务实体产业能力不断加强，企业利用期货、期权等工具进行风险对冲的方式不断创新，产业生态圈服务多元化推进。在党中央和证监会领导下，期货行业坚持稳中求进总基调，加强期现市场一体化建设以升级产业风险管理能力。

各大交易所都相继推出产业客户专项支持方案，上期所和上期能源也积极引导能化客户参与现货交易，并推出“上期强源助企”项目优化市场服务、降低交易成本，激励更多实体

企业使用期货工具。

《中华人民共和国期货和衍生品法》拓宽了期货公司业务范围，结合中国证监会、中国期货业协会发布通知，除了将之前由期货风险管理子公司开展的期货做市交易业务和衍生品交易回归至期货公司，还新增了期货自营、境外期货经纪、期货保证金融资业务，这将有助于解决长期以来制约期货公司发展的瓶颈问题。另外期货公司服务国家战略和实体经济的工具和手段也得到拓展，实现向衍生品综合服务商转型，满足客户综合化服务需求，进一步完善期货产业生态圈的功能。

对比国际期货市场的模式，国内会发展形成以五大交易所为市场核心，以期货公司从事经纪业务为纽带，依靠多元化的客户参与交易，全球化覆盖的交割库，形成完整的期货交易资金、企业融资资金和现货交换流动服务生态圈。参与的投资机构将包括上游的生产设备企业、下游原材料加工服务企业、中游进口贸易商以及共同开发基金、对冲基金、私募投资基金机构和大型投资银行基金等专业金融机构。近年来，随着期货风险管理子公司业务规模的扩大和业务模式的增加，以及银行等金融机构的参与，相应的期货产业生态圈也有了蓬勃发展，相信未来整个生态圈发展的速度将越来越快、前景越来越好。

三、完善期货衍生品生态圈的建议

（一）增强国内国际市场联动效应

党的二十大报告指出，依托我国超大规模市场优势，以国内大循环吸引全球资源要素，增强国内国际两个市场两种资源联动效应，提升贸易投资合作质量和水平。

以铜市场为例，上期所在1993年就上市了

铜合约，为中国境内交割的铜现货市场提供了套期保值的工具；2020年，在保持原有铜合约的基础之上，上海国际能源交易中心（INE）成功推出国际铜期货合约，使用“国际平台、净价交易、保税交割、人民币计价”的交易管理模式，吸引了境外贸易者的积极参与。

具体来说，国际铜期货的上市为铜期货市场带来多方面的影响。首先，丰富了企业套期保值的工具箱。INE国际铜期货为国内外进出口企业保值提供了新工具，国际铜在保税区交割且使用人民币定价，相较于境外LME铜期货，国际铜对于国内企业来说地理位置近、方便交割。其次，国际铜期货对于国内的企业而言无需换汇，降低了结售汇成本。中国是全球最大的铜进口国，对于境内进口企业，以往进口铜需要完成使用人民币换美元-计价结算这样的步骤，承担结售汇成本和汇率风险。对于境内出口企业而言，也需要承担结售汇成本和汇率风险。国内进出口企业如果选择国际铜平台进行人民币货款的买入或卖出交割，有利于降低上述成本与风险。第三，在国际铜期货上市之后，库存流转灵活性得到提升，改变境内外铜企业定价模式。国际铜期货交割地在中国上海的保税库，保税区库存常年高于LME库存，库存吸纳能力显著强于LME，而且多数铜会经由保税区进口。境外的冶炼厂和贸易商可以将货物运到中国保税库用于国际铜期货交割，相较于仅将货物运到LME仓库多了一种选择。

2022年6月，国际铜期货和沪铜期货的交割品实现统一，这有助于国际铜期货与沪铜期货在“双合约模式”下更好联动，消除了产业客户对两个市场不同交割品级的顾虑。此外，沪铜期货交割品级的提升也有助于推进国内铜

期货、现货两个市场与国际标准接轨，有助于进一步增强国内国际两个铜市场的联动效应，助力铜期货生态圈的发展。

（二）产业链生态圈发展面临的不足

期货市场的诞生从本源上是商品的现货买卖模式的延伸，尤其是伴随着现货贸易关系的建立，上下游企业也会自然而然地构建远期订单的买卖贸易合同。这个时候，已经有了使用期货来进行远期贸易合同定价的基础。同时，基于期货定价的合同具有法律依据、受到法律保护，合同执行（即期货交割）受到交易所监管。因此，通过期货市场的定价具有更高的确定性和更强的执行效率，这是产业链通过期货套期保值、规避风险的基础。同时，也能更进一步促进上下游企业的合作共赢以及完善市场的生态结构。

目前国内期货产业链生态圈发展面临的不足具体包括：

1. 衍生品运用目的不明确

要运用好衍生品工具，对于实体企业而言，首先要明确参与套期保值的目的。有的时候，卖出套期保值只是为了回避现货库存的贬值，现货端的贬值需要用期货端的空头头寸盈利来对冲。因此，可以说这种情况下，现货端的亏损无法避免。有些实体企业往往没有认清或者了解这个模式，误以为现货和期货都能赚钱并规避风险，这个理念是完全错误的。

2. 运用衍生品的种类不合理

有些企业在进行套期保值的过程中会采用相对复杂多元的方式进行操作，这就涉及了企业如何正确地选择期货衍生品来进行套期保值。由于期货市场每个品种都有其自身的定价逻辑，并不能因为产业链相近，就任意挑选期

货操作品种。

3. 企业进行风险管理的目标不明确

企业内部控制目标的制定首先是为了完成企业的整体战略目标，从而实现企业的价值。比如，部门战略目标设定时，可以设定降低原材料采购成本这个目标，而不是单纯地为了在期货市场盈利而设置目标。

（三）整合产业链的具体实施建议

按照产业链的位置以及现货风险敞口头寸分布，一般将企业分为三类：上游生产企业、中游生产企业和贸易企业、终端消费企业。上游企业的风险敞口在于原料的价格波动以及成品销售前的头寸暴露；中游类的企业在产业链中承上启下，存在双向的风险敞口头寸；下游的生产企业一般是中上游企业生产产品的消费者，风险敞口一般是在原料端，即多头风险敞口。

期现货业务是实体企业参与期货市场风险管理的最基本的工具。因此，完善各期货品种的期现业务，对于实体企业和实体经济的帮助极大。目前来看，国内商品期货市场存在一些缺点有待改进。主要表现为品种的期现回归不理想或者基差波动较大，导致实体企业参与有一定难度。建议：

1. 进一步优化实体企业参与的期货品种的报价习惯，新品种推出符合市场生产贸易习惯的期货合约。

2. 已存在的期货品种，根据市场的逐步成熟以及贸易习惯变化，完善期货品种的合约，满足期现业务的需求。

3. 为基差贸易提供便利，比如交易所的平台，或者是指定的大贸易商的基差交易平台等。这样能扩大现货供需双方的对接途径，也能刺激现货上下游的实体企业参与期货市场。

（四）增强场内外协同的相关建议

随着期货市场的稳健运行，共同运用场内场外衍生品工具搭建的风险管理工具也在蓬勃发展。比如，在有色期货发展成熟的背景下，交易所延伸推出多系列的有色期货品种、有色期权品种、标准仓单，方便企业通过“保险+期货”组成多层次的衍生品风险管理体系。最重要的一点是有了多层次的衍生品工具可以增加实体企业衍生品的选择范围和使用总量。为了能更好服务实体经济，完善产业链各个参与主体的风险管理需求，加速形成和完善生态圈，作出以下建议：

1. 交割库是商品期货实现期现回归的重要节点。比如，原油和螺纹钢均完善过交割库的布局。在期货市场愈发成熟、交割业务愈发熟练的当下，交割库的便利性服务，以及对于广大现货公司的交割便利性和公平性是主要因素。

2. 交易所在每个期货品种的产业物流发生变化时，及时调整交割库升贴水和布局，应对产业链生态圈的变化。尤其是近两年国际原油价格大幅上涨，海运费和公路运费的价格相应变动，这块物流成本也会在商品的区域价差上有所反映。因此，对于部分单位价值较低的商品，需要及时调整升贴水以反映非基准区域交割品的实际情况。另一方面，交割库还具有不同物流周转仓库的属性，有时会存在现货仓库库存较高的问题，不利于期货交割货源的入库需求。因此，作为交易所的交割库，建议专门为期货交割留出库容，满足一定的小型产业客户的交割需求。同时当产业链的物流节点发生变化或者重要的产业链参与企业发生物流业务调整时，建议交易所也针对物流节点的改变作

出相应调整。尤其是由于仓库节点调整，导致额外跨区域物流的发生，此时需要及时调整升贴水的设置。

3. 推出基于已有商品期货产业链上下游品种的价差交易指令。如此可以便于产业链参与者降低不同品种间的交易滑点，提升产业链间的定价效率。尤其是近年来国内商品市场获得了蓬勃的发展，国内各条产业链内上市的期货品种越来越多，因此相关价差交易指令能极大地为实体企业提供交易便利性。同时，也便于产业链的公司搭建多策略，分散商品价格的基差波动风险。

4. 探索新的数字科技工具，例如采用人工智能、区块链技术等科技手段，增强对场内和场外交易、价格、商品数量的联动，提升场内和场外交易系统的平滑性。同时，加强商品物联网的建设，提升数字对于传统的运输、交互的赋能。最终形成科技金融、金融创新和实体创新三者之间相互支持的场内和场外交易新模式。

（五）服务大型产业机构的建议

国内产业机构，尤其是偏上游的企业在实际经营过程当中，常认为参与期货市场虽然可以使用保证金，一定程度能提高资金使用效率；但另一方面，对于要真正参与交割的企业，现货占用资金和期货上使用资金，尽管有各种仓单抵押的方式，还是增加了成本。此外，已经做了卖出保值的企业，如果价格出现了不利方向的波动，还要每天增加保证金，增加了实体企业不必要的工作流程负担。建议：

1. 交易所可挑选部分成熟的大品种，参考LME的结算方式试行。即当市场用户的合约产生损失时，在最初收取固定比例保证金后，不

到保证金最低限额时，不必追加资金。

2.到期日之前产生的盈利不能取走，但可以作为新开仓的保证金使用，提前支取要一定的贴现金额，亏损在到期日补足即可。

3.对于大型机构，交易所可考虑在进入交割月前，增强一些期转现的信息分享，便于大型机构能提前完成货权流程，降低对于交易所交割资源的占用。

（六）提升产业定价能力的相关建议

产业定价能力涉及的因素较多，核心是商品的定价具有权威性、可信度，被产业链上下游广泛使用。因此，为了提升定价能力，建议从以下几个方面入手：

1.商品期货的合约设计要依据实际的贸易习惯，便于产业链能够无缝从实物贸易合同向金融衍生品合同定价迁移。比如原油由于人民币计价，实时显示最新汇率下的美元估算价格，便于交易员和贸易商参考。

2.交易所组织产业研讨会，促进产业链各参与者积极围绕品种展开讨论，促进市场各环节的参与者及时分享信息交流心得，做好热门品种的投教和专业研究交易者的行情沟通桥梁工作。

3.针对新推出的商品期货、期权，组织做好现货产业链的调研工作。只有深入、详细地调研才能全面了解新品种的供需基本面，所以，针对新品种的推介会是非常有必要的。

4.积极组织汇编国内期货或期权定价的典型贸易案例，并做好产业企业和期货公司间的宣传工作。一方面能促进产业链提升，延伸衍生品应用能力，另一方面提升期货公司服务实体经济的能力。

5.建立和完善良好的信息数据资源共享模式。大数据时代，生态圈仅仅依靠资金共享已经不能满足需要，因此信息数据等资源的共享显得尤为重要。生态圈内的小微企业往往存在着信息数据不完善、不对称的问题，良好的信息数据资源共享模式有助于产业上下游企业了解每一环节的成本和收益，进而有助于提高整体产业的定价能力。

6.在大数据的基础上，建设现代化产业体系。党的二十大报告指出坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化。期货产业生态圈是一个资金、信息、物流交互的圈层，其最终演进方式应该是数字生活，乃至数字中国的一个部分。从这个意义上来说，为了增强期货生态圈的定价能力，需要着力打造基于数字的产业交互服务模式，降低交互沟通成本，提升交互沟通效率。

（责任编辑：谭亦婷）

作者简介：

汪洋，申银万国期货有限公司研究所所长助理，研究方向为宏观、政策与大宗商品战略分析等。