

期货与金融衍生品

FUTURES AND FINANCIAL DERIVATIVES

2021 年全球衍生品市场回顾

2021 年经济金融形势分析及 2022 年展望

2021 年原油市场运行情况、展望及政策建议

新时代确保有色金属保供稳价长治久安的经验 and 对策

VOLUME 123

FEBRUARY 2022

总第 123 期

2022 年 2 月



上海期货交易所主办

内部资料·免费交流

上海市连续性内部资料准印证(K)160号

新年寄语

当日历翻开新的一页，崭新的一年开始了。站在2022年的门槛，我谨代表上海期货交易所，向长期以来关心支持中国期货市场和上海期货交易所发展的广大投资者、会员公司、产业和金融机构、新闻媒体以及社会各界人士致以诚挚的谢意和美好的祝福！

2021年是党和国家历史上具有里程碑意义的一年。在证监会党委的坚强领导下，上期所坚持稳中求进总基调，以党建统揽全局，自觉把期货市场放到党和国家工作全局中，放到“两个一百年”历史坐标中来考量：认真贯彻落实习近平总书记重要讲话精神和党中央、国务院决策部署，积极落实浦东新区引领区意见，狠抓“国之大者”事项，重要大宗商品的价格影响力进一步提升；对标高标准市场体系建设要求，统筹发展和安全，加强一线监管，市场运行平稳有序，发展根基进一步牢固；坚守服务实体，完善产品和制度供给，产业客户参与度不断提升，市场功能进一步发挥，与各方共同为高质量发展保驾护航。

2022年，稳字当头、稳中求进，是我们做好各项工作的重要遵循。我们必须看到，稳是为了更好地发展，绝不是低水平的、消极被动的稳，“稳”与“进”互为条件、相辅相成、辩证统一，稳是进中之稳、进是稳中之进，“稳字当头”的目的是实现“稳中求进”。因此，面对诸多内外部风险挑战，要实现高质量发展，就需要时刻保持精神之进、干出工作之稳，以进促稳、以稳应变。

志不求易者成，事不避难者进。2022年将召开党的二十大，这是党和国家政治生活中的一件大事；2022年也是上期所“三五”规划的收官之年，是全面开启转型发展的关键之年。上期所党委将以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的十九大和十九届历次全会、中央经济工作会议精神，弘扬伟大建党精神，坚定从政治高度看待期货市场改革创新发展，立足“两个大局”，心怀“国之大者”，担当“责之重者”，以系统思维理解经济社会发展是一个相互关联的复杂系统，完整、准确、全面贯彻新发展理念，解放思想、求真务实，推动交易所发展“五大转型”，努力打造一个场内场外聚合、线上线下融合、期货现货结合、商品金融联合的综合性国际化一流衍生品服务平台，不断提升重要大宗商品的价格影响力，更好服务和引领实体经济发展，以实际行动把党中央决策部署落实到位，以优异成绩迎接党的二十大胜利召开！

上海期货交易所党委书记
理事长

姜超



科学研判形势 有效应对挑战

2021 年我国沉着应对百年变局和世纪疫情，构建新发展格局迈出新步伐，高质量发展取得新成效，实现了“十四五”良好开局。去年 12 月召开的中央经济工作会议指出，在充分肯定成绩的同时，必须看到我国经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，世纪疫情冲击下，百年变局加速演进，外部环境更趋复杂严峻和不确定。在此背景下，如何贯彻党中央、国务院的决策部署，稳字当头，稳中求进，有效应对内外部风险挑战，维护期货市场平稳运行，配合大宗商品保供稳价，服务实体经济高质量发展，各方普遍关注。

为此，本期《期货与金融衍生品》以“回顾与展望”为主题，回顾和总结过去一年经济和市场运行情况 and 特点，并以大宗商品现货市场研究为主要切入点，分析研判大宗商品行业 2022 年供需格局和发展趋势。文章涵盖宏观经济、全球衍生品市场，以及原油、有色、钢铁、纸浆等行业。其中，《2021 年全球衍生品市场回顾》根据 FIA 最新数据，总结了 2021 年全球衍生品市场的发展特点；《2021 年经济金融形势分析及 2022 年展望》对我国经济和金融形势作出回顾和展望；在上海原油期货即将迎来上市 4 周年之际，《2021 年原油市场运行情况、展望及政策建议》和《上海原油期货“独立性”实证研究》对原油市场的运行情况和价格运行特征进行了分析；《新时代确保有色金属保供稳价长治久安的经验 and 对策》从国家政策层面对有色金属产业发展提供政策建议。希望借由本期文章，为读者了解经济和金融形势以及相关行业的运行情况，研判 2022 年发展趋势提供参考。

期货与金融衍生品

FUTURES AND FINANCIAL DERIVATIVES

VOLUME 123 · FEBRUARY 2022
2022 年 2 月 · 总第 123 期

总 编 姜 岩
副 总 编 王凤海
编 委 宋丽萍 贺 军
李 辉 陆 丰
张彦斌
主 编 宋丽萍
副 主 编 毕 鹏
特 约 编 委 王春卿 王海洋
庄 青 刘春彦
张宜生 陈 晔
胡俞越
(以姓氏笔画排序)
执 行 主 编 杨建明
本 期 编 辑 林 帆 陈 昊
徐硕正 万 钊
万军豪 洪加其
田伟杰 翟羽佳
费 斐 金 明



编辑部地址 上海市浦东新区浦电路 500 号
邮 编 200122
电 话 021-20767704
传 真 021-20767693
电 子 邮 箱 fafd@shfe.com.cn



《期货与金融衍生品》
使用环保再生纸

目录

国际视窗

04 2021 年全球衍生品市场回顾

程南雁 李仲 王晰

36 新时代确保有色金属保供稳价长治久安的经验 and 对策

杨宜勇 刘方

宏观经济

18 2021 年经济金融形势分析及 2022 年展望

中证金融研究院宏观经济研究部

44 纸浆市场 2021 年回顾与 2022 年展望

汤冰华

55 钢铁市场 2021 年回顾与 2022 年展望

宋小文 肖微 陈庆 周学力 韩娇

行业发展

24 2021 年原油市场运行情况、展望及政策建议

李彦

67 钢铁生态圈中的价格风险管理

《钢铁产业链套期保值实务》课题组

29 上海原油期货市场的“独立性”实证研究

刁夏楠 杨芷妮

国际市场动态

76 全球衍生品市场动态（2021 年 12 月 -2022 年 1 月）

上海期货交易所国际合作部

2021 年全球衍生品市场回顾

上海期货与衍生品研究院 程南雁 李仲 王晰

一、全球场内衍生品成交规模继续扩大

期货业协会（FIA）于 2022 年 1 月 19 日发布了 2021 年度全球 86 家交易所的场内衍生品交易数据（成交、持仓手数）。2021 年全球期货与期权成交量为 625.85 亿手，同比增加 33.68%，成交规模大幅增长。其中，不同衍生品类别、标的资产以及交易地区的成交规模变化情况各异。

（一）金融、商品成交均增长，金融期权占比超一半

从标的资产种类来看，金融类和商品类衍

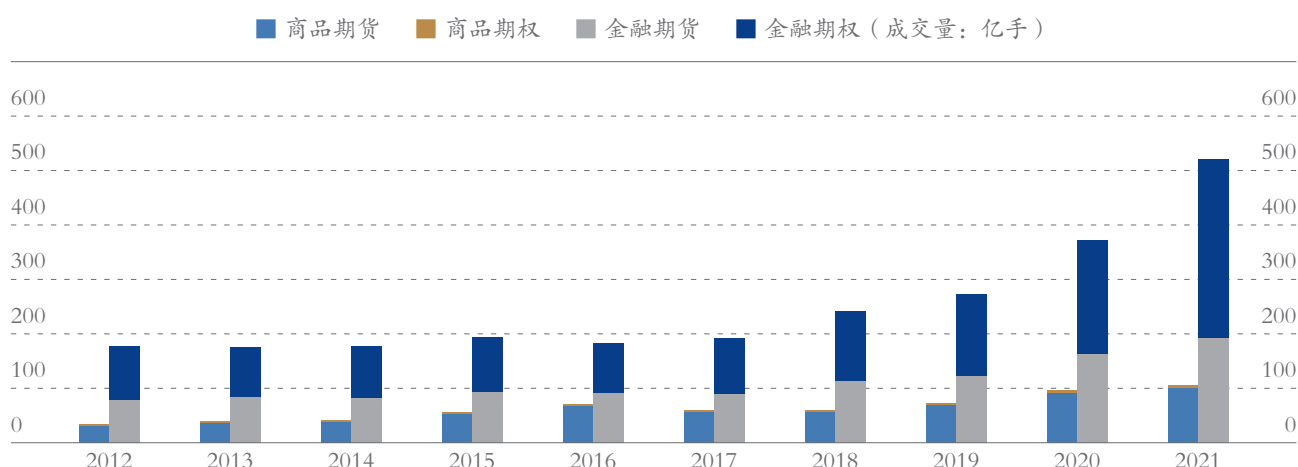
生品的成交规模均有一定幅度增长：其中，金融类衍生品，期货与期权四六开；商品类衍生品以期货为主，期权占比不足 5%。2021 年，金融类衍生品总成交量为 519.92 亿手，同比增加 39.70%，占场内衍生品总成交量的 83.07%：其中，金融期货成交 191.78 亿手，占比 36.89%；金融期权成交 328.14 亿手，占比 63.11%。商品类衍生品¹总成交量为 105.93 亿手，同比增加 10.37%，占场内衍生品总成交量的 16.93%：其中，商品期货成交 100.98 亿手，占比 95.32%；商品期权成交 4.95 亿手，占比 4.68%（表 1、图 1）。

表 1：2021 年度全球场内期货与期权成交量

		2021 年成交量 (亿手)	2020 年成交量 (亿手)	同比 增减	2021 年占场内衍生品 总市场份额
金融类	期货	191.78	163.32	17.42%	30.64%
	期权	328.14	208.85	57.12%	52.43%
	金融类小计	519.92	372.17	39.70%	83.07%
商品类	期货	100.98	92.17	9.55%	16.13%
	期权	4.95	3.81	30.11%	0.79%
	商品类小计	105.93	95.98	10.37%	16.93%
总计		625.85	468.15	33.68%	100.00%

数据来源：FIA

¹ 全球场内衍生品按标的资产种类分为股指类、个股类、利率类、外汇类、农产品、能源类、非贵金属类、贵金属类和其他类。其中，其他类包括基于商品指数、信用、化肥、运费、住房、通胀、木材、塑料以及天气等开发的衍生品。由于其他类衍生品的标的资产大多为商品，故本报告将其归入商品类衍生品。



数据来源：FIA

图 1：2012-2021 年全球场内衍生品成交规模变化情况

(二) 能源、贵金属类成交下降，其他类别均增长

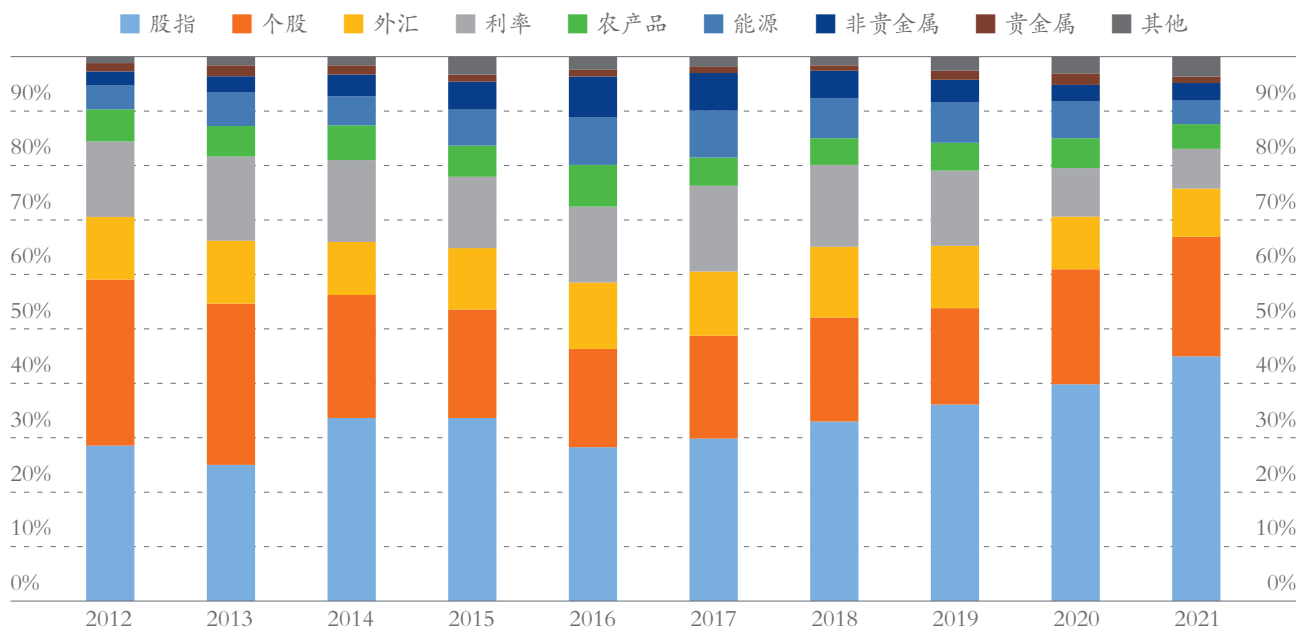
从产品细分类别上看，除能源、贵金属类之外的其他类别交易量均有所增加：其中，上期所能源、贵金属类同比有较大幅度下降，主要是因

为燃料油、石油沥青、白银期货交易量同比下降超过 30%。另外，居市场份额前两位的股指类和个股类衍生品成交量稳步增长，占据近七成的成交量（表 2、图 2）。

表 2：2021 年度基于各类标的资产的场内衍生品成交量

		2021 年成交量 (亿手)	2020 年成交量 (亿手)	同比 增减	2021 年占场内衍生品 总市场份额
金融类	股指	281.22	186.37	50.89%	44.93%
	个股	137.37	99.45	38.12%	21.95%
	外汇	55.56	45.20	22.94%	8.88%
	利率	45.77	41.15	11.22%	7.31%
	金融类小计	519.92	372.17	39.70%	83.07%
商品类	农产品	28.19	25.69	9.69%	4.50%
	能源	27.27	31.64	-13.81%	4.36%
	非贵金属	20.05	14.33	39.86%	3.20%
	贵金属	7.59	9.83	-22.74%	1.21%
	其他	22.83	14.48	57.66%	3.65%
	商品类小计	105.93	95.98	10.37%	16.93%
总计		625.85	468.15	33.68%	100.00%

数据来源：FIA



数据来源：FIA

图 2：2012-2021 年全球各类场内衍生品市场份额变化情况

（三）亚太地区成交手数继续领先全球

从衍生品交易地区来看，除欧洲继续萎缩外，其他区域的场内衍生品成交规模均有不同程度的增加。近十年来，亚太与北美地区一直占据全球三分之二以上的成交量，稳居市场份额的前两位。2021 年，亚太地区成交量同比增加 51.63%，占场内衍生品总成交量的 48.81%，比重持续扩大，

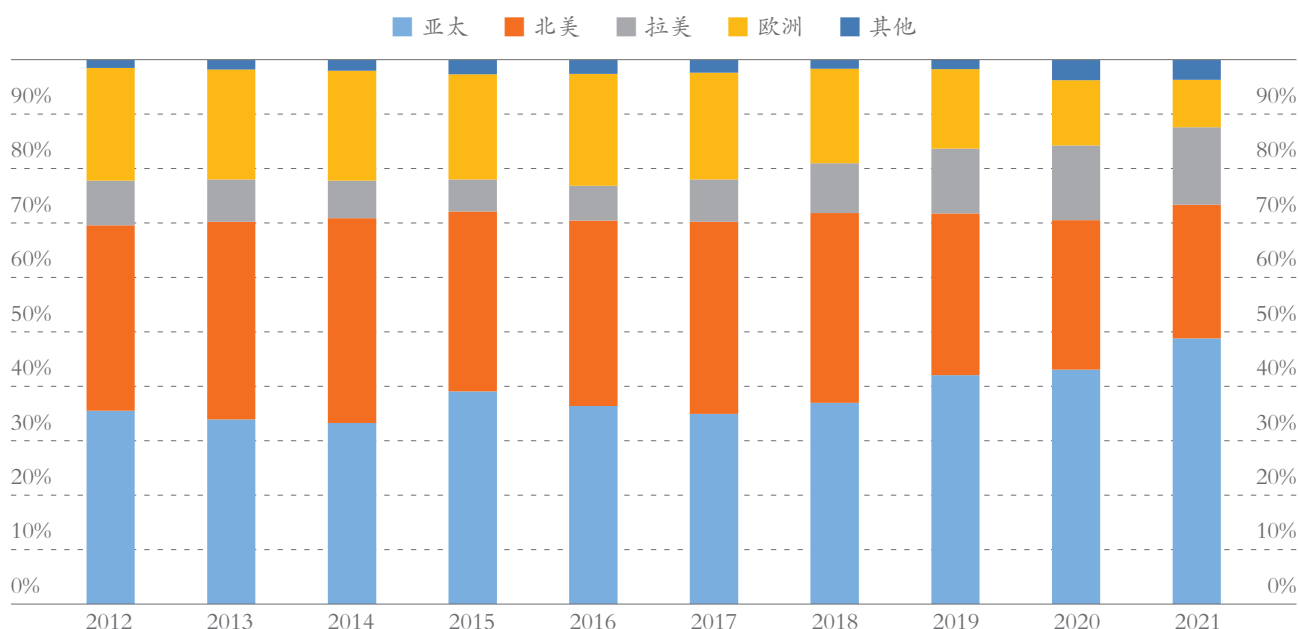
继续居于全球首位。北美地区成交量同比增加 19.68%，市场份额为 24.58%，位居全球第二。拉美地区成交量同比增加 37.51%，市场份额为 14.21%，其自 2020 年以来已超越欧洲地区成为全球第三。欧洲地区成交量同比下降 2.79%，市场份额为 8.71%，位居全球第四（表 3、图 3）。

表 3：2021 年度全球各地区场内衍生品成交量

	2021 年成交量 (亿手)	2020 年成交量 (亿手)	同比 增减	2021 年占场内衍生品 总市场份额
亚太	305.50	201.47	51.63%	48.81%
北美	153.82	128.52	19.68%	24.58%
拉美	88.94	64.68	37.51%	14.21%
欧洲	54.52	56.09	-2.79%	8.71%
其他	23.07	17.40	32.64%	3.69%
合计	625.85	468.15	33.68%	100.00%

注：“其他”包括希腊、以色列、南非和土耳其。

数据来源：FIA



数据来源：FIA

图 3：2012-2021 年全球各地区场内衍生品市场份额变化情况

（四）中国大陆地区居衍生品成交第四、商品衍生品成交首位

从具体国家或地区看，2021 年场内衍生品成交量前五位依次为：印度、美国、巴西、中国大陆地区和韩国，印度首次超越美国居全球首位，

五个地区总市场份额为 84.45%（表 4）。若仅统计场内商品衍生品成交量，则 2021 年前五位依次为：中国大陆地区、美国、英国、俄罗斯和印度，总市场份额为 97.58%（表 5）。

表 4：各国家或地区 2021 年度场内衍生品成交量排名情况

2021 排名	2020 排名	国家或地区	成交量（亿手）	同比增减	市场份额
1	2	印度	190.67	89.88%	30.47%
2	1	美国	152.32	19.59%	24.34%
3	3	巴西	87.56	38.04%	13.99%
4	4	中国大陆	75.14	22.13%	12.01%
5	5	韩国	22.82	4.43%	3.65%

数据来源：FIA

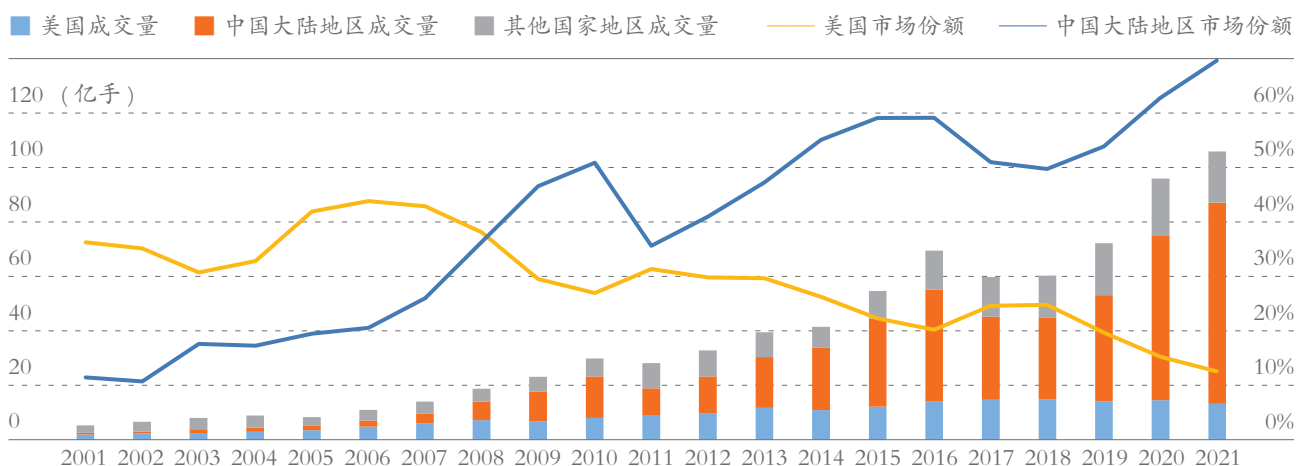
表 5：各国家或地区 2021 年度场内商品衍生品成交量排名情况

2021 排名	2020 排名	国家或地区	成交量（亿手）	同比增减	市场份额
1	1	中国大陆	73.92	22.44%	69.79%
2	2	美国	13.17	-9.36%	12.43%
3	4	英国	7.19	1.19%	6.79%
4	3	俄罗斯	7.19	-16.35%	6.79%
5	5	印度	1.89	-26.70%	1.78%

数据来源：FIA

从中美商品期货市场成交规模对比看，2021 年，中国大陆地区商品衍生品交易规模大幅增加，成交量为 73.92 亿手，同比增加 22.44%，约占全球商品衍生品总成交量的 69.79%。同

期，美国商品衍生品成交量为 13.17 亿手，同比下降 9.36%，约占全球商品衍生品总成交量的 12.43%。2009 年至今，中国大陆地区始终是全球最大的场内商品衍生品市场（图 4）。



数据来源：FIA，中国期货业协会（CFA），上海期货与衍生品研究院（SHIFD）

图 4：2001-2021 年中美商品期货成交规模变化情况

二、全球场内衍生品交易排名情况

（一）交易所排名情况²

按场内衍生品成交手数计算，2021 年全球排名前三的交易所为印度国民证券交易所（NSE）、巴西圣保罗证券期货交易所（B3）和芝加哥商业交易所集团（CME Group），与 2020 年全年排名相比，前三名保持一致。其中，

NSE 和 B3 自 2018 年以来成交量增幅连年超过 40%，主要原因是其股指类衍生品³的成交量猛增。

郑州商品交易所（以下简称郑商所）、上海期货交易所（以下简称上期所）、大连商品交易所（以下简称大商所）和中国金融期货交易所（以下简称中金所）衍生品成交手数的全球排名依次

² 本节涉及的上海期货交易所成交量数据均包含其子公司上海国际能源交易中心成交量。

³ 主要指 NSE 的 Nifty 系列指数期权和 B3 的 IBovespa 迷你指数期货。

为第7、第8、第9和第27名，与2020年排名相比，分别上升5名、上升1名、下降2名和持平（表6）。

若仅统计2021年场内商品衍生品的交易手数，郑商所、上期所和大商所依次分列前3名，与2020年全年排名相比，分别上升2名、持平不变和下降2名（表7）。除中国大陆地区和新加坡外，其他市场的场内商品衍生品的交易手数均有不同程度下降。其中，郑商所的PTA、纯碱、

菜籽粕和甲醇期货，上期所的螺纹钢、热轧卷板、铝和纸浆期货，大商所的PVC期货成交手数绝对增量较2020年同期均超过0.7亿手。

按2021年12月末场内商品衍生品的持仓手数计算，洲际交易所（ICE）和CME Group位居前两位。大商所、上期所和郑商所的排名依次为第3、第4和第5名，与2020年末相比，分别为持平不变、上升1名、下降1名（表8）。大商所、上期所持仓手数较2020年同期有所增

表6：全球交易所2021年度场内衍生品成交量排名情况

2021年排名	2020年排名	交易所	成交量（亿手）	同比增减
1	1	印度国民证券交易所 (NSE)	172.55	94.97%
2	2	巴西圣保罗证券期货交易所 (B3)	87.56	38.04%
3	3	芝加哥商业交易所集团 (CME Group)	49.43	2.53%
4	4	洲际交易所 (ICE)	33.18	18.97%
5	5	纳斯达克集团 (NASDAQ Group)	32.93	23.76%
6	6	芝加哥期权交易所集团 (CBOE)	30.96	18.42%
7	12	郑州商品交易所 (ZCE)	25.82	51.73%
8	9	上海期货交易所 (SHFE)	24.46	14.90%
9	7	大连商品交易所 (DCE)	23.64	7.12%
10	8	韩国交易所 (KRX)	22.82	4.43%
11	10	莫斯科交易所 (MOEX)	21.02	-0.87%
12	13	伊斯坦布尔交易所 (BIST)	20.81	37.14%
13	11	德意志交易所集团 (DBG)	17.17	-8.35%
14	14	印度孟买证券交易所 (BSE)	16.08	73.92%
15	15	迈阿密国际证券交易所集团 (MIAX)	13.38	61.72%
16	19	多伦多证券交易所集团 (TMX Group)	6.13	92.76%
17	17	香港交易所集团 (HKEX)	4.33	-0.91%
18	18	台湾期货交易所 (TAIFEX)	3.92	14.88%
19	16	日本交易所集团 (JPX)	3.34	-26.55%
20	20	新加坡交易所 (SGX)	2.32	-6.22%

数据来源：FIA，SHIFD

表 7：全球交易所 2021 年度场内商品衍生品成交量排名情况

2021 年排名	2020 年排名	交易所	成交量（亿手）	同比增减
1	3	郑州商品交易所 (ZCE)	25.82	51.73%
2	2	上海期货交易所 (SHFE)	24.46	14.90%
3	1	大连商品交易所 (DCE)	23.64	7.12%
4	4	芝加哥商业交易所集团 (CME Group)	10.35	-9.45%
5	6	洲际交易所 (ICE)	8.48	-1.21%
6	5	莫斯科交易所 (MOEX)	7.19	-16.35%
7	7	印度大宗商品交易所 (MCX)	1.76	-20.34%
8	9	香港交易所集团 (HKEX)	1.45	-6.28%
9	8	伊斯坦布尔交易所 (BIST)	1.33	-14.76%
10	11	新加坡交易所 (SGX)	0.27	8.51%

数据来源：FIA，SHIFD

表 8：全球交易所 2021 年场内商品衍生品持仓量排名情况

2021 年排名	2020 年排名	交易所	持仓量（百万手）	同比增减
1	1	洲际交易所 (ICE)	44.08	0.91%
2	2	芝加哥商业交易所集团 (CME Group)	21.43	-9.70%
3	3	大连商品交易所 (DCE)	11.24	26.74%
4	5	上海期货交易所 (SHFE)	8.26	23.91%
5	4	郑州商品交易所 (ZCE)	8.08	-4.76%
6	6	德意志交易所集团 (DBG)	7.28	19.50%
7	7	香港交易所集团 (HKEX)	2.16	-8.14%
8	9	莫斯科交易所 (MOEX)	1.76	1.93%
9	10	新加坡交易所 (SGX)	1.66	15.58%
10	8	伊斯坦布尔交易所 (BIST)	1.06	-42.53%

数据来源：FIA，SHIFD

长，其中，大商所的铁矿石和聚丙烯期货，上期所的螺纹钢和热轧卷板期货，郑商所的纯碱和甲醇期货的持仓手数绝对增量较 2020 年同期超过了 30 万手。

（二）全球场内衍生品合约成交量排名情况

1. 金属类场内衍生品成交量排名。

2021 年，成交手数排名全球前 3 位的金属类场内衍生品合约分别为上期所的螺纹钢、白银和热轧卷板期货。此外，上期所的镍、铝、锌、铜、黄金、不锈钢和锡期货，大商所的铁矿石期货，以及郑商所的硅铁和锰硅期货成交手数也位列全球金属类场内衍生品前 20 名（表 9）。

表 9：全球金属类场内衍生品合约 2021 年度成交量排名情况

排名	合约	交易所	成交量 (百万手)	同比增减
1	螺纹钢期货 (Steel Rebar Futures)	上海期货交易所 (SHFE)	655.99	79.21%
2	白银期货 (Silver Futures)	上海期货交易所 (SHFE)	231.46	-35.21%
3	热轧卷板期货 (Hot Rolled Coil Futures)	上海期货交易所 (SHFE)	220.72	168.03%
4	铁矿石期货 (Iron Ore Futures)	大连商品交易所 (DCE)	174.41	-38.72%
5	镍期货 (Nickel Futures)	上海期货交易所 (SHFE)	172.17	-4.23%
6	铝期货 (Aluminum Futures)	上海期货交易所 (SHFE)	131.46	148.67%
7	硅铁期货 (Ferrosilicon (SF) Futures)	郑州商品交易所 (ZCE)	95.24	203.86%
8	黄金期货 (Gold Futures)	伊斯坦布尔交易所 (BIST)	93.56	-32.03%
9	锰硅期货 (Silicon Manganese (SM) Futures)	郑州商品交易所 (ZCE)	80.50	77.73%
10	锌期货 (Zinc Futures)	上海期货交易所 (SHFE)	69.34	14.94%
11	白银期货 (Refined Silver Futures)	莫斯科交易所 (MOEX)	67.38	0.50%
12	铜期货 (Copper Futures)	上海期货交易所 (SHFE)	64.11	12.15%
13	黄金期货 (Gold (GC) Futures)	芝加哥商业交易所集团 (旗下 COMEX)	58.46	-25.17%
14	铝期货 (Aluminium Futures)	香港交易所集团 (旗下 LME)	57.67	-7.01%
15	黄金期货 (Gold Futures)	莫斯科交易所 (MOEX)	48.47	47.55%
16	微型银期货 (Silver Micro Futures)	印度大宗商品交易所 (MCX)	47.36	-1.28%
17	黄金期货 (Gold Futures)	上海期货交易所 (SHFE)	45.41	-13.34%
18	不锈钢期货 (Stainless Steel Futures)	上海期货交易所 (SHFE)	40.47	273.62%
19	A 级铜期货 (Copper Grade A Futures)	香港交易所集团 (旗下 LME)	29.69	-8.94%
20	锡期货 (Tin Futures)	上海期货交易所 (SHFE)	27.01	102.88%

数据来源：FIA，SHIFD

2. 农产品类场内衍生品成交量排名。

2021 年，成交手数排名全球前 3 位的农产品类场内衍生品合约分别为大商所的豆粕期货、郑商所的菜籽粕期货和大商所的豆油期货。此外，大商所的棕榈油、玉米、鸡蛋、玉米淀粉、黄大

豆 1 号期货和豆粕期权，上期所的纸浆、天然橡胶期货，以及郑商所的白糖、一号棉、菜籽油和苹果期货成交手数也位列全球农产品类场内衍生品前 20 名（表 10）。

表 10：全球农产品类场内衍生品合约 2021 年度成交量排名情况

排名	合约	交易所	成交量 (百万手)	同比增减
1	豆粕期货 (Soybean Meal Futures)	大连商品交易所 (DCE)	360.39	0.26%
2	菜籽粕期货 (Rapeseed Meal (RM) Futures)	郑州商品交易所 (ZCE)	268.93	68.19%
3	豆油期货 (Soybean Oil Futures)	大连商品交易所 (DCE)	229.38	32.50%
4	棕榈油期货 (RBD Palm Olein Futures)	大连商品交易所 (DCE)	226.61	-28.10%
5	玉米期货 (Corn Futures)	大连商品交易所 (DCE)	189.29	6.51%
6	天然橡胶期货 (Natural Rubber Futures)	上海期货交易所 (SHFE)	121.60	20.47%
7	纸浆期货 (Woodpulp Futures)	上海期货交易所 (SHFE)	119.22	246.95%
8	白糖期货 (White Sugar (SR) Futures)	郑州商品交易所 (ZCE)	116.46	-6.50%
9	一号棉期货 (Cotton No. 1 (CF) Futures)	郑州商品交易所 (ZCE)	113.52	4.79%
10	菜籽油期货 (Rapeseed Oil (OI) Futures)	郑州商品交易所 (ZCE)	112.76	6.93%
11	苹果期货 (Apple (AP) Futures)	郑州商品交易所 (ZCE)	105.49	67.42%
12	玉米期货 (Corn Futures)	芝加哥商业交易所集团 (旗下 CBOT)	86.90	-3.18%
13	鸡蛋期货 (Egg Futures)	大连商品交易所 (DCE)	59.40	-55.02%
14	玉米淀粉期货 (Corn Starch Futures)	大连商品交易所 (DCE)	56.63	100.09%
15	大豆期货 (Soybean Futures)	芝加哥商业交易所集团 (旗下 CBOT)	53.32	-12.76%
16	黄大豆 1 号期货 (No.1 Soybean Futures)	大连商品交易所 (DCE)	49.56	-16.63%
17	豆粕期权 (Soybean Meal Options)	大连商品交易所 (DCE)	37.99	26.13%
18	豆油期货 (Soybean Oil Futures)	芝加哥商业交易所集团 (旗下 CBOT)	32.68	-0.87%
19	玉米期权 (Corn Options)	芝加哥商业交易所集团 (旗下 CBOT)	31.65	29.73%
20	11 号白糖期货 (Sugar #11 Futures)	洲际交易所 (ICE)	31.00	-22.39%

数据来源：FIA，SHIFD

3. 能源类场内衍生品成交量排名。

2021 年，成交手数排名全球前 3 位的能源类场内衍生品合约分别为莫斯科交易所 (MOEX) 的 Brent 原油期货、上期所的燃料油期货和 CME Group 旗下纽约商业交易所 (NYMEX) 的 WTI 原油期货。郑商所的动力煤期货，上期所的

石油沥青和原油期货，以及大商所的焦炭、焦煤和液化石油气期货成交手数也位列全球能源类场内衍生品前 20 位 (表 11)。

若按交易桶数计算，上期所的原油期货在全球原油衍生品合约中排名第 4 位；第 1 名为 CME Group 旗下 NYMEX 的 WTI 原油期货；第

2 名为 ICE 的 Brent 原油期货；第 3 名为 ICE 的 WTI 原油期货⁴。上期所原油期货自 2018 年以来已成为全球第三大原油期货交易市场，2021 年仍维持不变。

表 11：全球能源类场内衍生品合约 2021 年度成交量排名情况⁵

排名	合约	交易所	成交量 (百万手)	同比增减
1	Brent 原油期货 (Brent Oil Futures)	莫斯科交易所 (MOEX)	579.59	-21.97%
2	燃料油期货 (Fuel Oil Futures)	上海期货交易所 (SHFE)	276.99	-41.95%
3	WTI 原油期货 (WTI Light Sweet Crude Oil (CL) Futures)	芝加哥商业交易所集团 (旗下 NYMEX)	248.31	-9.43%
4	Brent 原油期货 (Brent Crude Oil Futures)	洲际交易所 (ICE)	243.67	5.08%
5	石油沥青期货 (Bitumen Futures)	上海期货交易所 (SHFE)	140.46	-31.40%
6	北美天然气期货 (North American Natural Gas Futures)	洲际交易所 (ICE)	132.09	-14.54%
7	亨利港天然气期货 (Henry Hub Natural Gas (NG) Futures)	芝加哥商业交易所集团 (旗下 NYMEX)	97.59	-19.21%
8	动力煤期货 (Thermal Coal (ZC) Futures)	郑州商品交易所 (ZCE)	84.24	37.70%
9	汽油期货 (Gas Oil Futures)	洲际交易所 (ICE)	82.71	-2.14%
10	焦炭期货 (Coke Futures)	大连商品交易所 (DCE)	59.13	2.90%
11	焦煤期货 (Hard Coking Coal Futures)	大连商品交易所 (DCE)	58.31	120.59%
12	WTI 原油期货 (WTI Light Sweet Crude Oil Futures)	洲际交易所 (ICE)	51.72	3.19%
13	RBOB 汽油期货 (RBOB Gasoline Physical (RB) Futures)	芝加哥商业交易所集团 (旗下 NYMEX)	47.84	2.89%
14	原油期货 (Medium Sour Crude Oil Futures)	上海期货交易所 (SHFE)	42.65	2.55%
15	荷兰 TTF 天然气期货 (Dutch TTF Gas Futures)	洲际交易所 (ICE)	41.61	52.33%

⁴ ICE 的 WTI 原油期货是以 NYMEX 的 WTI 原油期货结算价进行结算的现金交割合约，相当于影子合约。

⁵ 因 ICE 的北美天然气及电力期权 (North American Natural Gas and Power Option) 均涉及两个或以上品种的合并统计，故本报告未将其纳入排名范围。

续表 11

排名	合约	交易所	成交量 (百万手)	同比增减
16	天然气期货 (Natural Gas Futures)	印度大宗商品交易所 (MCX)	40.03	-13.18%
17	取暖油 (NY Harbor ULSD (HO) Futures)	芝加哥商业交易所集团 (旗下 NYMEX)	38.71	-12.03%
18	取暖油期货 (Heating Oil Futures)	洲际交易所 (ICE)	37.30	3.56%
19	液化石油气期货 (Liquefied Petroleum Gas Futures)	大连商品交易所 (DCE)	35.06	-27.34%
20	原油期货 (Crude Oil (LO)Options)	芝加哥商业交易所集团 (旗下 NYMEX)	30.01	1.48%

数据来源：FIA，SHIFD

4. 金融类场内衍生品成交量排名。

2021 年，成交手数排名全球前 20 位的金融类场内衍生品包括股指类 10 个、外汇类 6 个、利率类 4 个；其中，位列前 3 名的合约分别为

NSE 的银行 Nifty 指数期权、NSE 的印度 Nifty 指数期权和 B3 的巴西 Ibovespa 迷你指数期货（表 12）。

表 12：全球金融类场内衍生品合约 2021 年度成交量排名情况

排名	合约	交易所	成交量 (百万手)	同比增减
1	银行 Nifty 指数期权 (Bank Nifty Index Options)	印度国民证券交易所 (NSE)	8536.74	98.76%
2	印度 Nifty 指数期权 (CNX Nifty Index Options)	印度国民证券交易所 (NSE)	5497.68	131.69%
3	巴西 Ibovespa 迷你指数期货 (Mini Ibovespa Index (WIN) Futures)	巴西圣保罗证券期货交易所 (B3)	4622.47	58.26%
4	美元兑印度卢比期权 (US Dollar/Indian Rupee Options)	印度国民证券交易所 (NSE)	1458.04	87.72%
5	迷你美元期货 (Mini US Dollar Spot (WDO) Futures)	巴西圣保罗证券期货交易所 (B3)	825.06	18.30%
6	美元兑俄罗斯卢布期货 (USD/RUB Futures)	莫斯科交易所 (MOEX)	786.28	4.08%
7	美元兑印度卢比期货 (US Dollar/Indian Rupee Futures)	印度国民证券交易所 (NSE)	664.21	9.75%
8	隔夜同业拆借利率期货 (One-Day Interbank Deposit (DI1) Futures)	巴西圣保罗证券期货交易所 (B3)	654.27	26.93%

续表 12

排名	合约	交易所	成交量 (百万手)	同比增减
9	S&P Sensex Index (BSX) Options	印度孟买证券交易所 (BSE)	614.53	1686.69%
10	欧洲美元期货 (Eurodollar Futures)	芝加哥商业交易所集团 (旗下 CME)	610.43	19.71%
11	韩国 Kospi 200 指数期权 (Kospi 200 Options)	韩国交易所 (KRX)	535.33	-12.32%
12	10 年期国债期货 (10 Year Treasury Note Futures)	芝加哥商业交易所集团 (旗下 CBOT)	469.75	15.70%
13	美元兑印度卢比期权 (US Dollar/Indian Rupee Options)	印度孟买证券交易所 (BSE)	426.60	26.81%
14	标普 500 电子迷你期货 (E-mini S&P 500 Futures)	芝加哥商业交易所集团 (旗下 CME)	403.64	-19.63%
15	美元兑印度卢比期货 (US Dollar/Indian Rupee Futures)	印度孟买证券交易所 (BSE)	347.48	11.21%
16	标普 500 指数期权 (S&P 500 Index (SPX) Options)	芝加哥期权交易所集团 (CBOE)	344.70	10.15%
17	5 年期国债期货 (5 Year Treasury Note Futures)	芝加哥商业交易所集团 (旗下 CBOT)	281.86	15.12%
18	纳斯达克 100 指数微型电子迷你期货 (Micro E-mini Nasdaq 100 Index Futures)	芝加哥商业交易所集团 (旗下 CME)	239.12	33.93%
19	欧洲斯托克 50 指数期权 (Euro Stoxx 50 Index Options)	德意志交易所集团 (DBG)	227.21	-23.02%
20	迷你日经 225 指数期货 (Nikkei 225 Mini Futures)	日本交易所集团 (JPX)	224.01	-30.37%

数据来源：FIA，SHIFD

三、境内外商品期货市场绝对量对比分析

从境内外同类产品绝对量对比分析看，我国期货市场部分品种仍有提升空间（表 13）。按照 2021 年同类产品交易吨（桶）数统计，上期所螺纹钢、热轧卷板、天然橡胶、20 号胶、锡、镍、白银期货及铜期权，大商所铁矿石、棕榈油、豆油、豆粕期货及铁矿石、棕榈油、豆粕期权，郑商所棉花期货和期权成交规模居全球首位；芝加哥期货交易所（CBOT）芝加哥软红冬小麦期货成交量是郑商所强麦期货的 15188.41 倍，

玉米、大豆期货及玉米期权是大商所相应品种的 5.83-19.51 倍；泛欧交易所（Euronext）油菜籽期货是郑商所相应品种的 1753.59 倍；纽约商品交易所（COMEX）黄金期货和期权成交规模分别是上期所相应品种的 4 倍和 8.24 倍；NYMEX 的 WTI 原油期货和 ICE 的 BRENT 原油期货成交规模分别是上期所原油期货的 5.82 倍和 5.71 倍；ICE 白糖期货和期权是郑商所相应品种的 1.35-2.69 倍；LME 铜、铝、锌、铅期货及铝、锌期权成交规模是上期所相应品种的 1.20-2.32 倍。

表 13：2021 年度相关产品境内外成交规模比较

产品	境内		境外		倍数（境外 / 境内）
	交易所	成交量（万吨 / 亿桶）	交易所	成交量（万吨 / 亿桶）	
小麦期货	ZCE	26.84	CBOT	407687.20	15188.41
油菜籽期货	ZCE	8.17	Euronext	14332.13	1753.59
玉米期权	DCE	20600.28	CBOT	401933.00	19.51
大豆期货	DCE	49558.42	CBOT	725212.63	14.63
黄金期权	SHFE	0.31	COMEX	2.58	8.24
玉米期货	DCE	189287.11	CBOT	1103654.77	5.83
原油期货	SHFE	426.45	NYMEX.WTI	2483.14	5.82
			ICE.BRENT	2436.66	5.71
黄金期货	SHFE	4.54	COMEX	18.18	4.00
白糖期权	ZCE	10887.60	ICE U.S.	29340.10	2.69
铜期货	SHFE	32053.58	LME	74228.51	2.32
铝期货	SHFE	65728.94	LME	144175.85	2.19
铅期货	SHFE	12634.88	LME	26149.61	2.07
铝期权	SHFE	3804.65	LME	7841.95	2.06
锌期货	SHFE	34670.63	LME	55101.98	1.59
白糖期货	ZCE	116457.96	ICE U.S.	157501.29	1.35
锌期权	SHFE	2197.58	LME	2639.52	1.20
铜期权	SHFE	4468.09	LME	4095.38	0.92
白银期货	SHFE	347.19	COMEX	305.90	0.88
棉花期权	ZCE	4091.14	ICE U.S.	3479.06	0.85
豆粕期权	DCE	37992.81	CBOT	26364.14	0.69
豆粕期货	DCE	360388.17	CBOT	243663.59	0.68
镍期货	SHFE	17216.56	LME	10064.78	0.58
豆油期货	DCE	229383.50	CBOT	88223.52	0.38
棉花期货	ZCE	56761.82	ICE U.S.	19281.56	0.34
锡期货	SHFE	2701.24	LME	515.06	0.19
铁矿石期权	DCE	180789.74	SGX	33248.05	0.18
棕榈油期货	DCE	226614.04	BMD	39020.19	0.17
20 号胶期货	SHFE	7597.42	SGX	847.16	0.11

续表 13

产品	境内		境外		倍数（境外 / 境内）
	交易所	成交量（万吨 / 亿桶）	交易所	成交量（万吨 / 亿桶）	
铁矿石期货	DCE	1744120.25	SGX	181847.19	0.10
棕榈油期权	DCE	9460.97	BMD	238.01	0.03
天然橡胶期货	SHFE	121600.88	OSE	366.94	0.00
热轧卷板期货	SHFE	220715.92	COMEX	447.73	0.00
螺纹钢期货	SHFE	655986.71	LME	54.84	0.00

注：（1）除原油期货单位为亿桶外，其他产品均为万吨。由于上期所原油期货于2021年6月上市，故暂不列入比较范围。
（2）ZCE小麦指强麦期货；CBOT小麦指芝加哥软红冬小麦期货；DCE大豆指黄大豆1号期货；COMEX黄金指100盎司/手的黄金期货和期权，白银指5000盎司/手的白银期货；NYMEX原油是指NYMEX WTI原油，ICE原油是指ICE BRENT原油；ICE U.S.白糖指11号糖期货和期权，棉花指2号棉期货和期权。

数据来源：FIA，CFA，SHIFD

四、总结

纵观2021年全球场内衍生品市场交易情况，主要结论如下：

（一）2021年全球场内衍生品市场交易稳定增长

其中，期货和期权成交规模均有一定幅度增长；金融类衍生品中，期货与期权四六开，商品类衍生品以期货为主；除欧洲外，全球各大地区的场内衍生品成交规模均有不同程度的增加。

（二）从全球场内衍生品成交量排名看，中国大陆地区继续在全球期货市场占有重要地位

按2021年场内衍生品成交手数统计，郑商所、上期所、大商所和中金所在全球排名依次为第7、第8、第9和第27名；按2021年场内商品衍生品成交手数统计，郑商所、上期所和大商

所排名全球前3位。按成交手数计算，我国螺纹钢、白银和热轧卷板期货在全球金属类场内衍生品中排名前3位；豆粕、菜籽粕和豆油期货在全球农产品类场内衍生品中排名前3位；燃料油期货在全球能源类场内衍生品中排名前3位。

（三）从绝对量上看，中国不少品种已稳居全球首位，但部分品种仍有提升空间

按照2021年同类产品交易吨（桶）数统计，上期所螺纹钢、热轧卷板、天然橡胶、20号胶、锡、镍、白银期货及铜期权，大商所铁矿石、棕榈油、豆油、豆粕期货及铁矿石、棕榈油、豆粕期权，郑商所棉花期货和期权成交规模均居全球首位；而小麦、油菜籽、玉米、大豆、黄金、原油等品种相较于国际主流市场仍存在一定差距。

（责任编辑：徐硕正）

2021 年经济金融形势分析 及 2022 年展望

中证金融研究院 宏观经济研究部

2021 年，面对百年变局加速演进、世纪疫情持续冲击等外部复杂环境，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，我国经济持续恢复，全年增长 8.1%，疫情防控和经济社会发展继续保持全球领先地位，资本市场各项改革发展任务有序推进，资本市场运行总体平稳，积极支持高质量发展取得新成效。展望 2022 年，外部环境更趋复杂严峻，国内经济发展面临较大的压力挑战，稳大盘需要抓住关键点综合施策，筑牢抵御输入性风险、房地产大幅下行、预期继续走弱等三道防线。同时要看到，国内经济韧性强、潜力大，稳中向好的基本面没有改变，在各项政策支持下，全年 GDP 有望实现 5% 左右的增长，资本市场保持稳健运行具备较好基础。

一、2021 年经济金融运行主要特点

（一）从总量看，国内经济稳步恢复，继续全球领先

2021 年，我国统筹做好疫情防控和经济社会发展，国民经济保持恢复态势，主要指标保持在合理区间。一是经济增速逐步向常态化水平回归。2021 年经济同比增速前高后低、逐季回落，但剔除基数效应的两年平均增速先升后落，从第一季度的 5.0% 回升至上半年 5.3%，全年再回落至 5.1%。二是新经济和新动能稳步积聚。全年高技术产业投资增长 17.1%，快于整体投资 12.2 个百分点，领先幅度较前三季度进一步扩大。

前三季度高技术制造业、高技术服务业上市公司研发强度分别为 5.6% 和 8.8%，显著高于制造业和服务业上市公司整体的 4.0% 和 1.4%。科创板、创业板净利润两年平均增速分别为 56.8% 和 20.7%，明显高于主板的 14.5%。三是经济恢复继续全球领先。前三季度全球 GDP 两年平均增长 1.0%，我国增速领先全球 4 个百分点以上。国际货币基金组织（IMF）预测 2021 年发达国家和新兴经济体的平均增速为 5.2% 和 6.4%，均明显低于我国。

（二）从趋势看，第三季度以来经济下行压力超预期，不稳定因素增多

第三、第四季度 GDP 当季同比增速分别回落至 4.9% 和 4.0%，为近 30 年同期新低。一是内需恢复走弱。固定资产投资两年平均累计增速从 6 月的 4.4% 逐月放缓至 12 月的 3.9%，其中房地产和基建投资增速第三季度以来快速下滑。消费需求疲软，全年社会消费品零售总额两年平均增长 3.9%，较上半年回落 0.4 个百分点。二是生产超预期回落。受全球大宗商品和海运价格上涨，以及国内能耗双控、缺煤限电、环保督查等供给因素的影响，规上工业增加值增速下半年以来较快下行，两年平均增速从 6 月的 6.5% 下滑至 12 月的 5.8%，同期服务业生产指数从 6.5% 逐月放缓至 5.5%。三是市场预期转弱。制造业采购经理指数下半年持续走弱，第三季度制造业

企业家信心指数较第二季度大幅下滑 8.2。

（三）从微观看，企业同时面临供需压力，经营不稳定性有所上升

原材料价格超预期上行，涨速快、涨幅大、持续时间长，企业生产成本快速攀升。工业生产者出厂价格指数（PPI）同比涨幅从 6 月的 8.8% 快速攀升至 10 月 13.5%，创历史最高值；9-12 月，单月同比涨幅持续处于 10% 以上的高位运行。第三季度末，原材料、工业品、消费品行业上市公司销售成本率较第二季度末分别上升 0.32、0.49、0.36 个百分点。居民收入增速放缓叠加疫情影响，消费需求不足，企业成本转嫁缺乏支撑。第三季度以来，核心 CPI 连续处于 1.2% 的历史低位徘徊，PPI 与 CPI 剪刀差连破历史最高。企业经营压力凸显，第三季度以来工业企业尤其是民营工业企业亏损家数达历年最高。

（四）从资本市场看，运行总体平稳

面对严峻复杂的国际环境和周期性、结构性、政策性因素叠加的国内环境，资本市场运行韧性凸显。一是股票市场稳中有升。全年上证综指、深证成指、创业板指、科创 50 分别上涨 4.80%、2.67%、12.02%、0.37%，11 月中旬北京证券交易所（北交所）开市以来，日均成交量较 2021 年 8 月精选层增长 3.04 倍，市场流动性明显改善。二是债券市场稳定运行。10 年期国债收益率从年初 3.2% 左右震荡下行至年末 2.8% 左右。三是期货市场保持良好发展态势。全年期货市场累计成交量、成交额分别为 75.14 亿手和 581.20 万亿元，同比分别增长 22.1% 和 32.8%。期货市场以市场化手段助力企业应对风险，为保供稳价贡献力量。

二、2021 年主要政策及其效果

（一）资本市场深化改革取得积极进展

资本市场全面深化改革各项措施渐次落地，

关键制度创新持续推进，支持经济高质量发展作用显著提升。一是创新举措稳步推进。设立北京证券交易所，积极打造服务创新型中小企业主阵地。11 月 15 日北交所正式开市，首批 81 家企业上市交易；稳步推进注册制和退市制度改革。平稳合并深市主板和创业板；进一步厘清科创板、创业板市场服务定位，完善差异化制度安排；基础设施领域公募 REITs 试点成功落地。二是服务实体经济能力增强。全年共有 524 家公司首发上市，同比增长 19.9%；融资 5426.5 亿元，同比增长 12.9%；其中科创板和创业板首发融资 3504.6 亿元，支持企业科技创新功能有效发挥。交易所债券市场新发债券 11.8 万亿元，同比增长 38.8%。

（二）积极的宏观政策有力支持经济恢复

一是稳健的货币政策积极有效。综合运用货币政策工具，保持流动性合理充裕，两次实施全面降准释放资金 2.2 万亿元；创设碳排放支持工具，支持清洁能源开发利用；有效调节外汇流动性，着力保持人民币汇率基本稳定；货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配；综合融资成本稳中有降。二是积极的财政政策精准实施。继续实施减税降费政策，加大对小微企业和个体工商户税收减免力度，大力支持制造业和科技创新；前三季度全国新增减税降费 9101 亿元，其中新增减税 7889 亿元，新增降费 1212 亿元。全年新增地方政府专项债券 3.65 万亿元，第四季度已提前下达 2022 年新增专项债务限额 1.46 万亿元，将对基建投资起到促进作用。

（三）一些行业政策叠加调整产生收缩效应

部分政策执行叠加造成“合成谬误”，对微观主体生产经营带来一些不利影响。一是部分地区能耗双控政策执行过快过猛，短期内对企业生产经营带来较大影响。下半年以来全球电力、天

然气、煤炭等能源供需矛盾日益激化，电力供需缺口增大，保供稳价压力上升，多个省份密集出台限产限电措施，对工业生产形成明显约束，与价格上涨态势相互强化作用下，中下游企业利润压力逐渐增大。二是教培、互联网平台等行业整顿有利于行业长期健康发展，但政策出台集中，实施力度大、节奏快，市场对“防止资本无序扩张”与产权保护的界限缺乏明晰认识，民营企业信心和预期受到冲击，给资本市场稳定运行也带来一定影响。三是房地产行业调整幅度超出市场预期。房企“三线四档”、贷款集中度、供地两集中等政策陆续出台，融资端全面收紧，部分房企及行业基本面受到较大影响。第三季度以来商品房销售、新开工、土地成交等指标均为两位数负增长，第四季度房地产投资负增长。部分前期扩张速度较快、杠杆率较高的房企债务风险加速暴露，典型头部房企违约对经济、金融及社会带来不稳定因素。

三、2022 年经济金融形势研判

“稳”是 2022 年经济工作最突出的关键词。在经济下行超出预期、实现经济稳定增长面临更多困难和挑战的形势下，稳住宏观经济大盘，需要筑牢抵御外部输入性风险、房地产大幅下行风险、预期继续走弱风险的三道防线。2022 年，在稳中求进工作总基调指引下，跨周期和逆周期调控政策有机结合，基准情形下测算，在政策有力支撑下，2022 年 GDP 有望实现 5% 的增长。

（一）稳住宏观经济大盘，需要筑牢三道防线

第一，外部风险。无论是全球疫情层面，还是经济与政治维度，外部不稳定不确定性因素均有增无减，输入性风险居高不下。一是疫情仍然影响全球经济恢复，外需存在较大不确定性。近期全球日新增病例创历史新高，预计 2022 年疫

情对全球经济的干扰以及疫情输入的风险仍是重要不稳定因素。二是主要发达经济体宽松政策加快退出，引发新一轮全球经济金融动荡的可能性加大。美联储 2021 年 12 月议息会议上宣布加快缩减购债的速度，加息时点也可能提前。从上一轮美联储退出的经验看，可能会通过资本流出和汇率贬值，对资本市场稳定运行带来风险。此外，百年变局加速演进，美国单边主义、保护主义、孤立主义倾向上升。

第二，房地产“硬着陆”风险。房地产行业调整加剧可能成为首要风险因素。一是房地产投资增速下行带来稳增长压力。土地市场仍处于下行通道，预计向新开工传导将延续至 2022 年第一季度。如果出现“硬着陆”的极端情形，房地产投资增速将下滑至 -10%，拖累经济增速 0.3 个百分点左右。二是房企债务风险延续扩散的系统性风险。目前看房企债务展期较为困难，若未来销售未能进一步好转，预收资金监管等仍缺乏灵活性，预计 2022 年民营房企破产清算将增加，若风险集中爆发，可能导致房地产投资大幅下滑、中小企业大量倒闭、银行不良贷款率明显上升、地方政府土地出让收入大幅下滑、预收房保交付压力加大等风险螺旋上升。

第三，市场预期持续走弱的风险。预期是影响 2022 年经济走势的重要因素。一是中下游企业成本高企影响投资预期。大宗商品价格、海运费等仍处于较高水平，2021 年第四季度人工成本也有明显上行。前期大宗商品价格上涨对成本的影响有滞后性和长期性，后续成本短期内很难回到原点水平，叠加人工等综合成本仍然较高，制约微观企业信心恢复。二是能源供需紧平衡影响生产预期。2022 年全球能源价格可能仍处高位，能源供给的不确定性扰动企业生产的风险仍然存在。三是疫情持续扰动影响消费和就业预期。

疫情持续反复态势对消费和服务业的不利影响将持续，消费和服务业将偏弱运行，拖累就业恢复。

（二）实现 5% 以上的增长需要政策支持

2022 年需要适度水平的经济增长，不仅是 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番远景目标的需要，也是提振市场信心的需要。综合看，我国经济韧性强、潜力大，稳中向好、长期向好的基本面没有改变，全年有条件实现 5% 以上的经济增长。根据我院近期对首席经济学家问卷调查显示，市场预期 2022 年经济增速呈现前低后高走势，第一季度增速为 4.9%，全年增速为 5.3%。

2022 年实现 5% 的经济增长目标仍需政策发力。从三大需求看，要求内需明显改善，外需增长不出现较大幅度回落。从消费看，2022 年社会消费品零售总额增速至少应达到 9%，最终消费支出拉动经济增长 4.0 个百分点左右，前提是不再有大规模疫情扰动，居民可支配收入回升，城镇调查失业率保持低位。从投资看，制造业投资应维持较快增长，基建投资发力托底经济，房地产投资小幅负增长。预计固定资产投资增速回落至 4.1% 左右，剔除价格因素后，固定资本形成小幅拖累经济增长 0.3 个百分点。从外需看，如果出口增长保持韧性，预计 2022 年净出口正向拉动经济增长 1 个百分点以上，如果出口增速明显下降，将对内需改善提出更高要求。

警惕经济增速低于 5% 的风险。2022 年仍然存在疫情的输入性风险，国内疫情也有新增散发可能，消费增速仍有走低可能。房地产行业调整存在较大不确定性，如果市场预期进一步走弱，房企风险加速释放，可能会导致房地产投资出现较大幅度的下降，拖累经济增速。再叠加外需增速的下降，内外需求“双弱”增加经济恢复不确定性，经济增长保持在 5% 以上将面临较大困难。

（三）通胀压力可能给稳定宏观经济大盘带来扰动

从 2000 年以来四轮通胀周期看，CPI 与 PPI 的上行期和高位运行期累计持续 25 个月左右才显著回落。截至 2021 年 12 月，本轮 CPI 与 PPI 较低点仅分别上行 13 个月、19 个月，通胀上行周期或还未走完。这一是由于 PPI 同比涨幅峰值已过，但高位水平或将持续一段时间。一方面，国内主要能源品的供需缺口依然较大，保供稳价的压力仍存；另一方面，2022 年全球经济复苏可能推动国际定价的铜、原油等大宗商品价格进一步冲高，PPI 输入性压力较大。二是由于猪肉价格可能在第二季度推升 CPI。猪价可能在 2022 年第二季度见底回升，推动 CPI 上行。2022 年通胀整体呈现“PPI 降、CPI 升”趋势，需关注通胀节奏变化对宏观经济恢复和企业经营的冲击。

四、政策建议

2022 年将召开党的二十大，稳定宏观经济大盘、保持经济稳定运行是下一阶段工作的重中之重。要针对潜在的内外外部风险因素筑牢防线、抓住关键点，宏观政策要稳健有效，形成政策合力，激发微观主体市场活力，防止出现合成谬误和分解谬误。资本市场要以全面实行股票发行注册制为抓手，持续推动改革落地，稳妥化解各类风险，保障市场平稳运行。

（一）注重政策时点、配合点和灵活性，促进宏观政策更加积极有效

一是落实好 2021 年提前出台的政策举措，靠前下达资金，靠前安排项目，尽快形成实物工作量，努力稳定第一季度、上半年乃至全年经济运行。二是坚持系统观念，强化财政、货币、产业及行业监管政策等的宏观一致性，坚决防止个体正确、合成谬误，以及搞“一刀切”、层层加

码。三是提升房地产政策灵活度，完善“三线四档”融资管理规则和差异化个人住房按揭贷款政策，重点保障首套需求、合理支持改善型需求，坚决抑制投机性需求。

（二）更加突出维护市场平稳运行

一是抓风险防范，健全风险监测、预警、处置、问责机制，稳妥化解债券违约风险，深入开展整治“伪私募”、“伪金交所”等风险。二是抓预期引导，持续做好正面舆论引导和负面舆情对冲，稳定市场预期和信心，努力保持市场运行和舆论环境的“两个基本稳定”。三是抓资本作用有效发挥，继续强化资本市场在促进资本、科技和产业循环方面的重要功能，也要加强对资本的规范引导，对特定敏感领域融资并购活动从严监管，与相关方面共同建立健全防止资本无序扩

张的制度机制，有效控制资本消极作用。

（三）进一步发挥资本市场推动高质量发展的重要作用

一是以全市场注册制改革为牵引，统筹推进提高上市公司质量、健全退市机制、多层次市场建设、强化中介机构责任、投资端改革、完善证券执法司法体制机制等重点改革，从根本上打造资本市场稳定运行长效机制。二是坚持科创板“硬科技”定位，建设好创业板，高标准办好北京证券交易所，坚持突出特色、错位发展，切实发挥好北交所“龙头”撬动和“反哺”作用。三是稳步推进资本市场制度型对外开放，加快推动沪伦通机制拓展优化，抓紧推进境外上市备案制度改革，不断增强我国资本市场的吸引力和开放条件下的监管能力。

附录

关于 2022 年经济增速的测算说明

2022 年 GDP 增速，主要通过支出法 GDP 中最终消费支出、资本形成总额与净出口实际增速来预测。首先，预测 2022 年社会消费品零售总额增速、固定资产投资增速、出口增速和进口增速。其次，根据三大需求指标预测值，使用相关价格指数平减后，推算最终消费支出、资本形成总额和净出口实际增速。最后，估测各分项对 GDP 增速的拉动作用。

（一）最终消费支出

第一，预测 2022 年最终消费支出增速。在“双循环”支持下，消费将在拉动经济增长中发挥更大作用。2021 年前三季度，最终消费支出对 GDP 累计同比的贡献率为 64.8%，是拉动经济增长的最主要因素。在居民可支配收入回升与城镇调查失业率保持低位的作用下，预计 2021 年社会消费品零售总额增速有望达到 9.4%。

第二，测算 2022 年最终消费支出的拉动作用。根据 GDP 最终消费支出的名义同比增速与实际同比增速，计算消费价格平减指数。再根据消费价格平减指数和 CPI 的关系，以及 2022 年 CPI 同比增速预测值（2.4%），测算得到 2022 年消费价格平减指数，对最终消费支出增速进行平减，测算出 2022 年最终消费支出拉动经济增长 4.0 个百分点左右。

（二）资本形成总额

第一，预测 2022 年资本形成总额增速。从结构来看，预计制造业投资将继续维持较快速度增长，基建投资增速回升，房地产小幅负增长拖累整体投资。一是出口增长对制造业投资有引领作用，叠加大宗商品价格有望回落带动中下游制造业利润改善，促使制造业投资维持较快增长。预计 2022 年制造业投资同比增长 7.0%。二是 2021 年下半年以来，在三道红线、贷款集中度管理、加强预售资金管理、个别主体爆发信用风险等因素冲击，房地产主要数据快速回落，目前房地产的融资渠道边际好转，但是预售资金监管、限购限贷等政策仍然严格执行，行业整体难有明显改观，预计 2022 年房地产投资增速为 -2.0%。三是在今年专项债资金结余较多，叠加明年专项债额度提前下放的助力下，明年财政政策节奏前置，旧基建与新基建投资都将保持较快增长，预计 2022 年基建投资增长 5.0%。综合三部分，预计 2022 年固定资产投资增速回落至 4.1% 左右（表 1）。

表 1：2022 年固定资产投资增速预测

	2020 年	2021 年	2022 年预测值
固定资产投资增速	2.9%	5.2%	4.1%
制造业投资增速	-2.2%	13.7%	7.0%
基建投资增速	3.4%	-0.2%	5.0%
房地产投资增速	7.0%	6.0%	-2.0%

第二，测算 2022 年资本形成的拉动。根据固定资产投资价格指数和 PPI 的关系，以及 2022 年 PPI 同比增速预测值（4.8%），估测出 2022 年固定资产投资价格指数，运用该指数测算出 2022 年资本形成拖累经济增长 0.3 个百分点左右。

（三）净出口

2021 年净出口对中国经济起到了非常重要的拉动作用，但是由于基数较高，预计出口增速将逐步回落，但是另一方面，疫情仍然对海外产能带来扰动，中国出口虽有回落但是仍然保持正增长，全年增速大概率在 15% 左右。另一方面，随着工业品价格的回落，进口增速也将回落，预计 2022 年净出口仍然保持较大的拉动作用，据此测算 2022 年净出口拉动经济增长 1.3 个百分点。综合消费、投资和净出口对经济增长拉动作用，预计 2022 年 GDP 增速为 5.0%。

（四）乐观和悲观情形测算

5.0% 的增速是基准情形下的测算。在悲观情形下，假设 2022 年仍然存在疫情的输入性风险，但是影响轻于 2021 年，据初步测算，社零消费增速可能由基准情形的 9.4% 下滑至 7.0%，额外拖累整体经济增速 1 个百分点左右。假设房地产投资大额恶化，增速降至 -10%，将额外拖累整体经济增速 0.3 个百分点左右，整体测算经济增速仅为 3.6%。在乐观情形下，假设 2022 年消费恢复情况好于往年同期，社零消费增速可能由基准情形的 9.4% 上行至 13.7%，房地产市场保持平稳，房地产投资零增长，基建投资明显发力，投资增速达到 10%，整体测算经济增速将达到 7.0% 左右。

（责任编辑：万钊）

2021 年原油市场运行情况、展望 及政策建议

上海国际能源交易中心 李彦

2021 年，全球经济与需求持续复苏、石油供应增长低于预期、库存水平不断下降推动原油价格大幅上涨，其中前 10 个月涨幅较大，11-12 月价格冲高回落后以区间震荡为主。总体来看，全球经济复苏速度依旧是影响原油需求恢复的主要因素，但疫情的影响仍然不可忽视。随着石油输出国组织（Organization of the Petroleum Exporting Countries, OPEC）等各方的石油产量逐步恢复后，国际组织普遍预测 2022 年石油市场将逐步转向供大于求，同时美联储收紧货币政策将导致美元升值，油价可能承压，但地缘政治事件或将对价格形成潜在支撑，预计 2022 年原油价格仍将维持高位区间震荡。

一、原油价格走势

2021 年以来，全球原油价格整体上涨，其

中前 10 个月涨幅较大，11-12 月价格冲高回落后以区间震荡为主。截至 2021 年 12 月 31 日，洲际交易所（Intercontinental Exchange, ICE）Brent 原油期货收于 77.78 美元 / 桶，CME Group 旗下纽约商业交易所（NYMEX）WTI 原油期货收于 75.21 美元 / 桶，DME Oman 原油期货收于 76.69 美元 / 桶，较 2020 年底分别上涨 50.15%、55.01% 和 50.20%（图 1）。Brent-WTI 价差为 2.57 美元 / 桶，较 2020 年底下降 0.71 美元 / 桶。

截至 2021 年 12 月 31 日，上期原油期货（SC）主力合约收于 499.0 元 / 桶（约合 78.27 美元 / 桶），较 2020 年底上涨 65.40%。同期根据普氏与阿格斯的 Oman 现货离岸均价计算出的现货到岸价格为 499.94 元 / 桶，上涨 45.15%，期货贴水 0.94 元 / 桶，较 2020 年底的 42.72 元 /

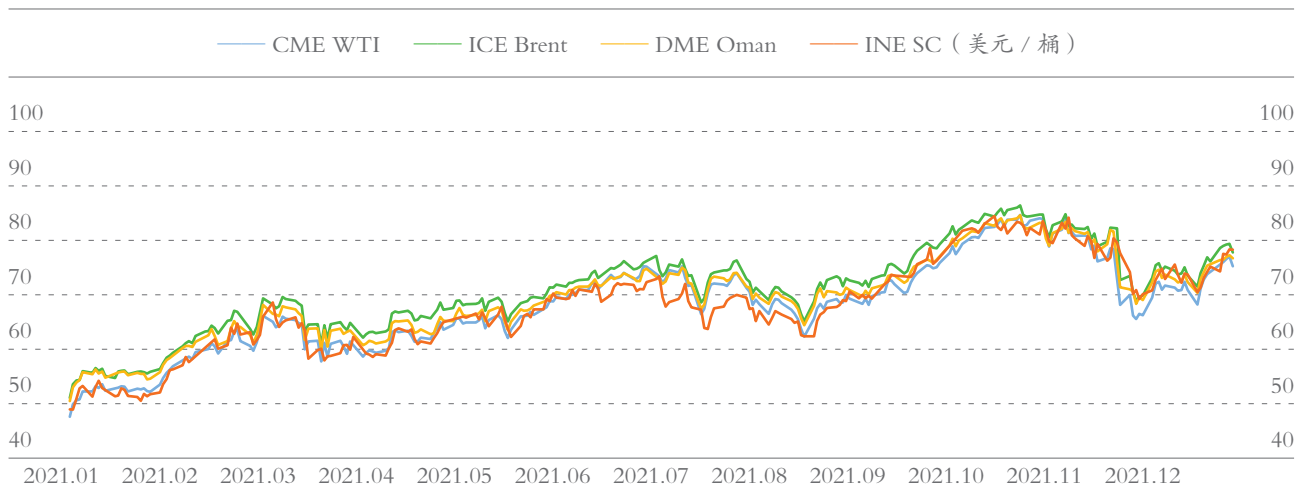


图 1：2021 年布伦特、WTI、阿曼与 SC 原油期货价格走势

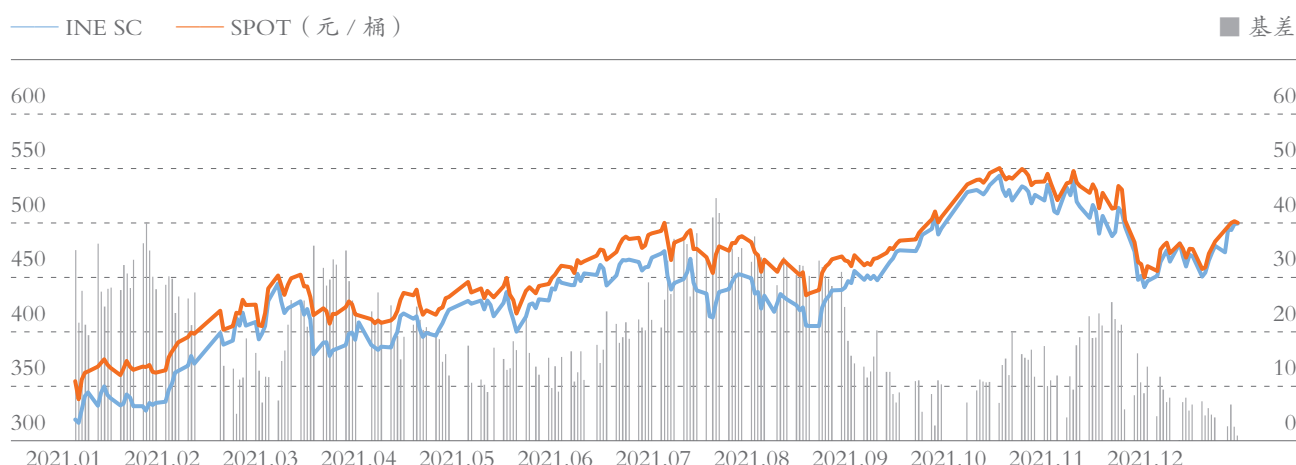


图 2：2021 年 SC 主力合约与现货价差

桶期现价明显收敛（图 2）。

二、原因分析

2021 年全球原油价格变化的主要原因包括：一是全球经济与需求持续复苏支撑油价持续上涨；二是石油供应增长低于预期助推了油价上涨；三是原油库存位于低位对油价形成支撑；四是新冠疫情反复造成第四季度原油价格下跌。

（一）全球经济与需求持续复苏支撑油价持续上涨

国际货币基金组织（IMF）2021 年 10 月发布的《世界经济展望》中预测，2021 年全球经济增长 5.9%，相较 7 月预测下调了 0.1 个百分点。其中，发达经济体 GDP 将增长 5.2%（相较 7 月预测，下调 0.4 个百分点），新兴市场和发展中经济体 GDP 将增长 6.4%（上调 0.1 个百分点）。整体看，全球尚未走出疫情阴霾，虽然 IMF 略微下调了全球经济增长预测，但 2021 年全球经济仍在逐步恢复，全球最大的几个消费市场，石油需求已基本恢复正常，石油市场需求复苏对今年以来油价形成了有力支撑。

（二）石油供应增长低于预期助推了油价上涨

虽然 2021 年亚洲和欧洲等地出现能源短

缺的问题，但是 OPEC+ 仍然限制供应，助推了油价上涨。2021 年 7 月 18 日 OPEC+ 正式达成增产协议，计划自 2021 年 8 月开始至 2022 年 4 月每月增产 40 万桶/日，但 2021 年 8-11 月 OPEC 国家每月平均实际增产仅 26 万桶/日。此外，虽然油价持续上涨，但美国原油产量增长不及预期，2021 年 11 月美国产量 1160 万桶/日，较疫情前美国最高产量仍有约 150 万桶/日的差距（图 3）。

（三）原油库存位于低位对油价形成支撑

根据美国能源信息署（U.S. Energy Information Administration, EIA）数据显示，截至 2021 年 12 月 24 日当周，美国商业原油库存为 4.20 亿桶，较 2020 年底下降 7347 万桶（图 4）。美国库欣地区库存 3473 万桶，较 2020 年底下降 2447 万桶。截至 2021 年 12 月 31 日，上海原油期货仓单库存 628.7 万桶，较去年年底下降 2297 万桶。全球原油库存处于相对低位，对油价形成支撑。

（四）新冠疫情反复造成第四季度原油价格下跌

世界卫生组织（下简称世卫组织）数据显示，截至 2022 年 1 月 3 日，新冠累计确诊病例

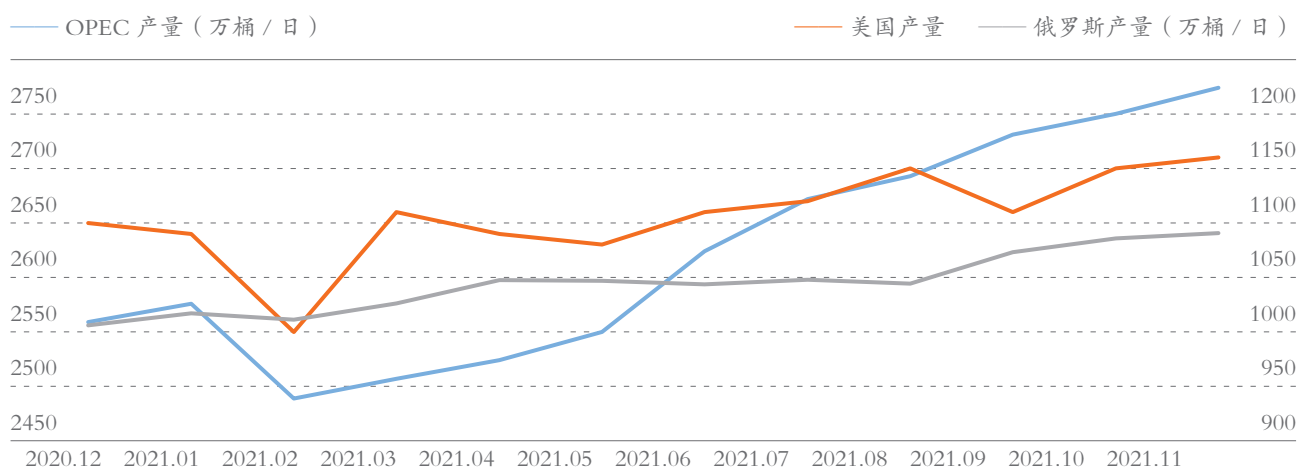


图 3：2021 年主要产油国产量走势

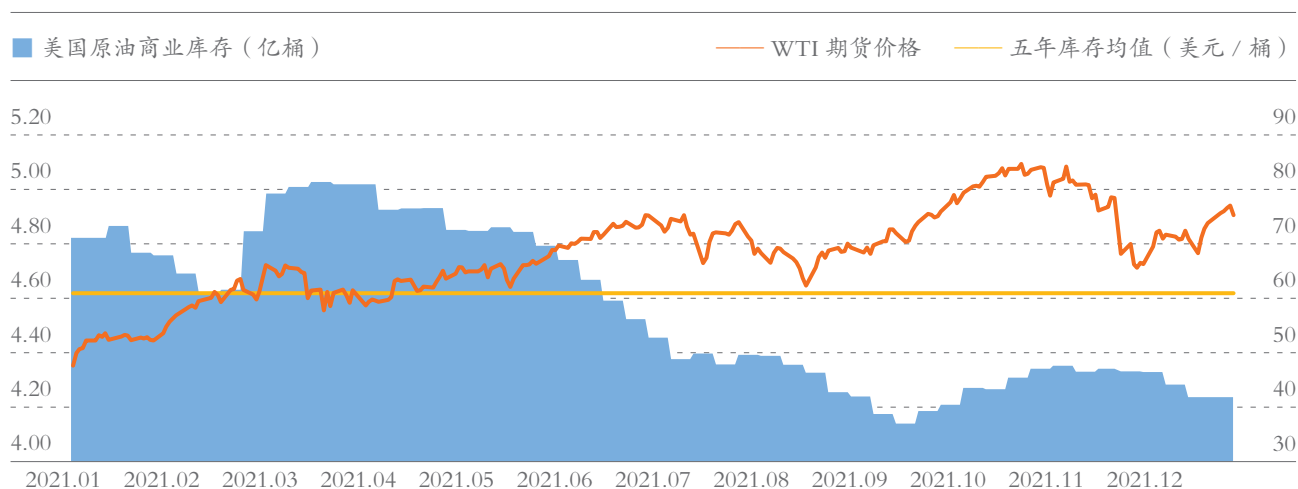


图 4：2021 年美国原油库存走势

超过 2.9 亿，现有确诊病例 4194 万。2021 年新冠 Delta 和 Omicron 变异毒株在全球蔓延，对石油价格短期造成显著影响。2021 年 11 月 26 日，世卫组织举行紧急会议并发布声明，将新冠病毒变异株 B.1.1.529 列为“需要关注的变异株”，并命名为 Omicron（奥密克戎）。受该变异株引起的恐慌情绪影响，当日全球股市下跌，油价出现大幅度跳水，WTI 原油与布伦特原油双双跌超 10%，创自 2020 年 4 月以来的最大单日跌幅，SC 主力合约亦于 2021 年 11 月 27 日凌晨夜盘跌停。目前，全球范围内相继发现新变异毒株确诊、疑似病例。

三、未来预测

供应方面，2021 年以来 OPEC、美国等主要产油国产量保持稳定增长，OPEC 组织 11 月份的石油产量达到 2775 万桶/日，且美国石油产量连续第二个月出现了最大的单月增长。国际能源署（International Energy Agency, IEA）报告预测，与 2021 年 150 万桶/日的增长相比，2022 年全球石油供应量将增加 640 万桶/日。如果 OPEC+ 继续减少减产，2022 年第一季度将出现 170 万桶/日的石油过剩，2022 年第二季度将出现 200 万桶/日的过剩。如果 OPEC+ 的减产计划完全解除，沙特和俄罗斯可能在 2022

年达到创纪录的年产量水平。此外地缘政治仍然是影响短期原油供应的重要不确定因素，伊核协议谈判有所进展，但双方仍然存在一定分歧；俄乌冲突加剧则可能影响俄罗斯对欧洲的油气供应。

需求方面，由于奥密克戎变异株的出现，造成石油需求复苏放缓，IEA12月报告中将2021年和2022年石油需求分别下调了10万桶/日，虽然2022年石油需求恢复会受到新毒株扩散的影响，但整体复苏进程不会被破坏。IEA预计2022年公路运输燃料和石化原料的需求将继续增长，但航空燃料的使用仍很难恢复到疫情前水平。根据IEA最新月报显示，2022年全球原油

需求将上涨330万桶/日，总体接近疫情前水平。

政策方面，美联储2021年12月议息会议决议，计划于2022年1月加速Taper，将每月购债规模缩减为400亿美元国债和200亿美元MBS，同时2022年预计加息3次。会议结果显示美联储将会加快货币政策的收紧节奏以应对通胀，预计推动大宗商品价格上涨的动力将会减弱。

预计2022年全球原油供应和需求将会同步增长，但供应增长将超过需求，同时美联储收紧货币流动性将导致美元升值，油价可能承压，但美伊谈判、俄乌冲突等政治事件或将对价格形成潜在支撑，结合国际主要机构的预测（表1），预计原油价格将维持高位区间震荡。

表1：国际主要机构油价预测（2022/2，单位：美元/桶）

Organisation	Brent				WTI			
	Q1-22	Q2-22	Q3-22	Q4-22	Q1-22	Q2-22	Q3-22	Q4-22
ANZ Bank	95.00	92.00	80.00	82.00	91.00	89.00	78.00	80.00
Banco Santander	79.00	76.00	74.00	71.00	76.37	73.47	71.53	68.63
Barclays	85.00	87.00	86.00	83.00	82.00	84.00	83.00	80.00
Bernstein	--	--	--	--	--	--	--	--
BMO	75.00	75.00	78.00	80.00	72.50	72.50	75.00	77.00
BOCIL	87.60	83.00	81.33	76.50	84.64	79.81	78.75	--
Bank of America	85.00	95.00	85.00	75.00	82.00	92.00	81.00	71.00
CAIXA BANK	81.70	77.00	74.00	71.00	--	--	--	--
Capital Economics	79.00	79.00	76.00	72.00	77.00	77.00	74.00	70.00
CIBC	--	--	--	--	--	--	--	--
Citi	75.00	73.00	67.00	62.00	71.00	70.00	64.00	59.00
Commerzbank	80.00	75.00	75.00	75.00	75.00	72.00	72.00	72.00
CRISIL	87.00	85.00	83.00	78.00	85.00	83.00	81.00	76.00
DBS Bank	83.00	77.50	78.50	81.00	80.00	74.50	75.50	78.00
Deutsche Bank	72.00	64.00	64.00	64.00	69.00	60.00	60.00	60.00
EIU	82.00	75.70	75.00	74.20	79.19	73.37	72.76	72.10
Emirates NBD	75.00	70.00	67.50	60.00	72.50	70.00	65.00	60.00
Evercore US	85.00	75.00	75.00	70.00	82.00	72.00	72.00	67.00
Fitch Solutions	--	--	--	--	--	--	--	--
Global Risk Mgmt	88.00	90.00	90.00	90.00	--	--	--	--
Goldman Sachs	90.00	95.00	100.00	100.00	87.00	92.00	97.00	97.00
IHS Markit	79.20	76.60	77.70	76.80	77.20	74.60	75.70	74.80
Intesa Sanpaolo	75.00	67.00	68.00	70.00	73.00	65.00	66.00	68.00
JBC Energy	79.20	74.70	74.30	71.90	77.20	72.90	72.70	70.00
JP Morgan	84.00	88.00	89.00	89.00	81.00	85.00	85.00	86.00
Julius Baer	75.00	70.00	67.50	65.00	72.50	67.50	65.00	62.50
LBW	80.00	80.00	75.00	75.00	78.00	78.00	73.00	73.00
Mizuho Bank Ltd	87.00	85.00	83.00	80.00	85.00	82.00	80.00	77.00
Morgan Stanley	87.50	95.00	100.00	100.00	85.00	92.50	97.50	97.50
Nomisma Energia	84.84	86.86	88.65	90.24	82.04	83.96	85.65	87.34
NORD/LB	86.50	83.50	81.00	78.00	83.50	80.50	78.00	74.50

续表 1

Organisation	Brent				WTI			
	Q1-22	Q2-22	Q3-22	Q4-22	Q1-22	Q2-22	Q3-22	Q4-22
OANDA	92.50	95.00	90.00	80.00	90.00	92.50	87.50	87.50
Oxford Economics	77.90	73.70	71.10	68.30	74.80	70.50	66.90	64.20
Price Futures Group	87.00	90.00	95.00	98.00	84.00	88.00	90.00	95.00
Raiffeisen	80.00	78.00	77.00	73.00	--	--	--	--
Saxo Bank	89.00	91.00	93.00	95.00	86.00	88.00	90.00	92.00
Skand Ensk Bank	85.00	85.00	75.00	65.00	--	--	--	--
Standard Chartered	77.00	68.00	75.00	81.00	74.00	65.00	72.00	78.00
Stratas Advisors	86.67	86.95	87.01	84.32	84.47	84.54	84.24	81.41
TD Securities	85.00	85.00	83.00	83.00	82.00	82.00	80.00	80.00
UBS	85.00	85.00	85.00	85.00	82.00	82.00	82.00	82.00
UniCredit	83.00	78.00	73.00	70.00	--	--	--	--
Wood Mackenzie	83.33	78.75	--	--	78.33	75.70	--	--

四、政策建议

（一）扩展上海原油期货价格的使用范围

由于 Brent、WTI 原油期货市场价格运行 30 余年，现货市场已经形成了基于它们的定价格局和贸易习惯，改变现有的定价格局和贸易习惯非一日之功。建议由政府、国企主导，推动计价结算参考基准的变革。持续推动国内成品油定价、国家战略储备收储和轮库、我国企业原油贸易和财务核算等使用上海原油价格计价，进而依托国内巨大的市场和“买家”优势，不断提升上海原油期货的定价影响力，增强我国在国际能源市场上的战略主动。目前已有个别企业开始尝试使用上海原油价格进行国内贸易，部分企业表示有兴趣参考上海原油价格计价。上期所也正在研究，在制度上给予使用上海原油价格计价的企业相应的支持。

（二）加快推进油气市场化改革，构建和完善我国能源衍生品体系

天然气与原油具有同样重要的战略地位，都是当前全球最重要的一次能源，在国家“双碳”战略要求下，也是重要的绿色能源。成品油在原油下游产品中占比超过 50%，与原油存在天然的跨品种套利与上下游产品套保关系，企业可以利用组合套保，锁定生产利润，同时跨品种套利

也可以使原油期货价格能更好地反映国内的供求变化关系。建议加快推进石油天然气市场化改革，完善天然气基础设施的公平开放，放开成品油批发价格管制，加快天然气和成品油期货品种上市步伐，尽早与原油期货共同构建我国能源衍生品体系，形成我国的能源定价体系，帮助上中下游产业更好管理各环节风险敞口，从而增强中国能源企业整体抗风险能力和国际竞争力，提升我国在国际能源市场的话语权和影响力。

（三）完善我国能源相关数据发布体系

我国原油库存、进口量、船运信息、炼厂检修信息等产业相关信息发布频率较低、透明度不高，缺乏稳定的发布渠道，数据的权威性、有效性、可用性较低，影响力较弱，投资者较难利用我国自身的能源数据和信息分析上海原油价格，更多的是利用外国数据，不能更好地反映我国自身供求关系的变化，导致价格独立性弱，容易被动跟踪国外价格。建议参考美国能源信息署（EIA）的模式，由政府部门定期发布我国原油、成品油、天然气的库存、开工率等石油市场数据和市场分析展望报告，通过主动发声提高我国对国际石油市场的影响力，进而实现“用中国数据分析市场，用上海价格研判走势”。

（责任编辑：万军豪）

上海原油期货市场的“独立性”实证研究

上海期货交易所 刁夏楠 杨芷妮

2020-2021年,受新冠肺炎疫情等因素影响,国际油价出现大幅波动行情,上海原油期货面临极端行情考验。上期能源依靠规则与中国期货市场的体制机制,及时地释放风险,有效地维护市场平稳运行,保证了上海原油期货稳中有进的态势。在此期间,上海原油期货价格从上市初期被动跟随境外市场波动,逐渐显现出反映我国供求关系的“独立性”,成为全球原油定价体系的重要补充,对境外原油期货市场也起到了积极的促进作用,价格信号开始成为亚太地区资源配置的参考。

一、上海原油期货运行概况

上海原油期货上市三年多以来,市场规模持续扩大。2021年,上海原油期货累计成交量4264.52万手,累计成交额18.50万亿元,同比分别增长2.55%和54.63%;日均成交17.55万手,日均持仓7.54万手。

市场结构持续优化,机构客户参与度大幅提升。2021年,上海原油期货一般法人、特殊法人日均成交量较2020年增长25.76%和18.20%;一般法人和特殊法人日均成交和持仓占比分别较2020年增长8.14、7.60个百分点。

境外客户参与度持续提高,认可度进一步增强。2021年境外参与者日均成交量和持仓量占比分别同比分别上升6.96和6.49个百分点。目前,境外客户覆盖了六大洲20多个国家和地区,备案的境外中介机构达75家。上海原油期货在期货业协会(FIA)公布的全球能源类商品期货期权交易量排名居17位,在原油期货中市场规模仅次于WTI和Brent原油期货。截至2021年底,上海原油期货价格的30日平均波动率为5.55%,低于WTI的6.77%和Brent的5.84%(图1),运行较外盘更为稳健。在全球原油价格大幅波动的情况下,上海原油期货稳健运行,有力

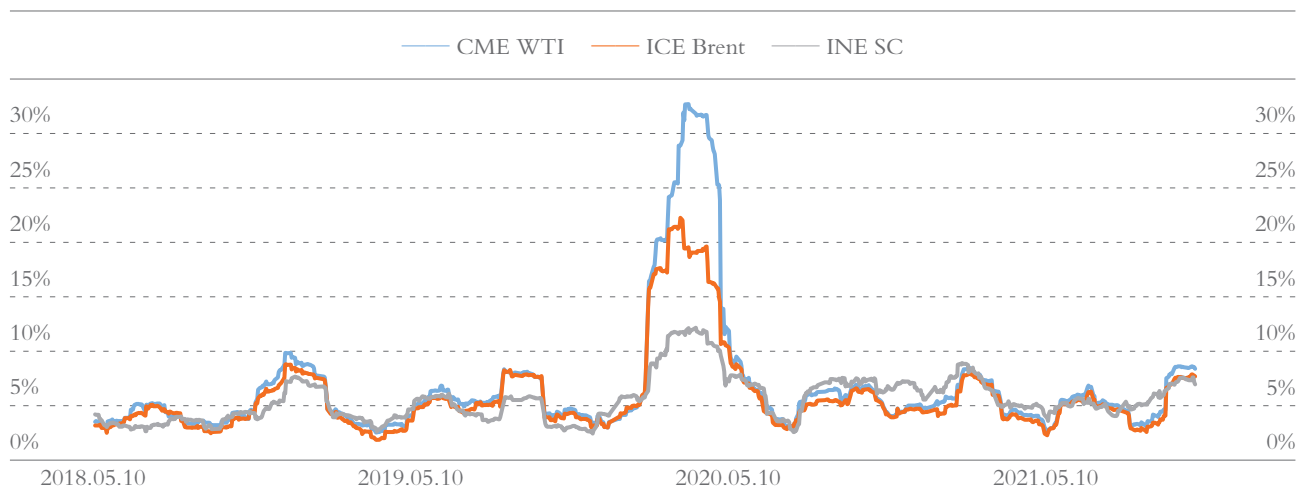


图1: 2018-2021年主要原油期货市场的30日历史波动率

地帮助了境内涉油企业规避国际市场价格剧烈波动带来的影响，使其更加有效地管理运营风险、稳定生产经营。

二、上海原油期货完善了全球原油定价体系，客观上促进了国际原油期货市场发展

上海原油期货（SC）的上市填补了亚洲地区长期缺乏有效基准价市场的空白，为全球投资者在亚洲交易时段较好地表达提供了适合的渠道。整体来看，上海原油期货与境外期货市场走势保持一致。同时，随着上海原油期货的日益发展，其价格对境外原油市场影响逐年增强，对国

际原油期货市场发展起到了积极的促进作用。

（一）上海原油期货整体与全球原油市场保持一致走势

分析显示，上海原油期货（SC）与境外市场保持高度联动，其与 WTI、Brent 相关系数逐年增加。截至 2021 年底，上海原油期货与 WTI、Brent 和 Oman 的相关系数分别为 0.969、0.977、0.975，为历年来最高（表 1）。同时，对 SC、Brent 以及 WTI 三个期货市场价格的协整检验结果表明，三者之间具有 2 个长期均衡关系。由此可见，上海原油期货已经基本融入全球原油期货市场，形成相互联动的关系。

表 1：SC 与 WTI、Brent 以及 Oman 原油期货长期保持较高的价格相关性

年份	SC 与 WTI	SC 与 Brent	SC 与 Oman
2021 年	0.969	0.977	0.975
2020 年	0.894	0.961	0.956
2019 年	0.862	0.926	0.941
2018 年	0.860	0.931	0.957

（二）上海原油期货体现出与 Brent 价格较强的相关性

从全球原油定价理论上，当前全球原油市场上定价普遍采用公式定价法，即：最终价 = 基准价 + 升贴水，其中基准价普遍采用的是期货价格和咨询机构报价。目前，在国际原油市场中，CME Group 的 WTI 原油期货和 ICE 的 Brent 原油期货已成为国际原油定价基准。其中，北美自产以及其他国家和地区销往美国的原油计价主要参考 CME Group 的 WTI 原油期货，而南美、欧洲、非洲、大部分远东油种主要参考 Brent 原油期货。此外，亚太地区原油基准价常采用普氏（Platts）等价格评估机构的报价，其价格与 Brent 高度联

动。上海原油期货价格则代表中东原油到岸价，包含汇率、船运、以及我国和亚太基本面等多方面的因素。因此，理论上 SC 与 Brent 之间的关联性更强。

统计学分析也支持此观点，对 SC、WTI 与 Brent 三个期货市场价格建立向量自回归（VAR）模型，并进一步进行格兰杰因果检验。结果显示，Brent 与 SC、WTI 与 Brent 价格互为因果，而 SC 与 WTI 因果关系不显著。

综上，全球原油定价理论与统计分析均表明，SC 与 WTI 市场相对独立，分别反映亚太及北美地区的市场，而 SC 与 Brent 之间则表现出较强的相关性，相互影响。

（三）上海原油期货对国际原油市场起到积极的促进作用，影响力逐年增强

随着上海原油期货的平稳运行，其对欧美原油期货市场的活跃度起到了明显的促进作用，且呈逐年上升态势。

首先，格兰杰因果检验结果显示，2018 至 2021 年间，上海原油期货为 WTI、Brent 格兰杰原因的显著性呈明显逐年增加趋势，意味着 SC 对 WTI 和 Brent 原油市场的影响逐年增强。

此外，从每日成交数据看，上海原油期货上市 3 年多来，在亚洲交易时段（北京时间 9:00-11:30

和 13:30-15:00），Brent 与 WTI 原油期货的成交量占各自全天成交比例从上市前的 2.87%、2.91%，分别增长至 4.36%、4.88%，统计学上显著上升 51.91%、67.70%（表 2）。并且，Brent 与 WTI 原油期货在上海原油期货上、下午开盘前后各 30 分钟的交易量占比从上市前的 0.81%、1.19%，增长至 1.55%、2.24%，统计学上显著上升 91.35%、88.19%（表 2、图 2）。可见，上海原油期货对欧美原油期货市场的活跃度起到了明显的促进作用，且逐年增强。

表 2：2015–2021 年欧美原油期货市场日盘成交占比

	Brent	WTI
日盘成交占比		
2015.3.26–2018.3.25（上市前 3 年）	2.87%	2.91%
2018.3.26–2021.3.25（上市后 3 年）	4.36%	4.88%
2019 年	4.17%	4.52%
2020 年	4.85%	5.44%
2021.1.1–2021.3.26	5.08%	5.33%
开盘前后成交占比（上、下午开盘前后各 30 分钟）		
2015.3.26–2018.3.25（上市前 3 年）	0.81%	1.19%
2018.3.26–2021.3.25（上市后 3 年）	1.55%	2.24%
2019 年	1.46%	2.03%
2020 年	1.83%	2.62%
2021.1.1–2021.3.26	1.87%	2.56%

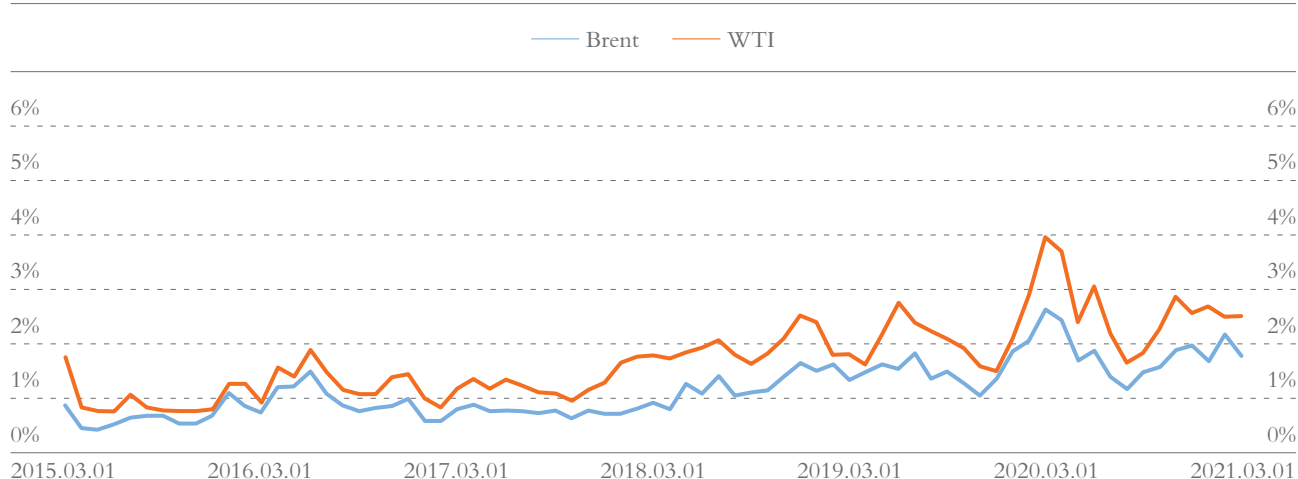


图 2: Brent 与 WTI 在上海原油期货日盘开盘时段前后成交占比明显放大

三、上海原油期货逐渐反映我国乃至亚太地区供求关系

长期以来,我国原油相关数据对原油的价格影响力较小,国际原油价格对亚洲时段发布的数据和发生的突发事件不敏感,这与我国作为原油第一大进口国、第二大消费国的体量不相匹配。在上海原油期货上市之初,其价格走势与国内数据的关系尚不明显,投资者只能被动使用境外数据进行分析,这又进一步使得上海原油期货价格跟随境外原油市场波动。随着原油期货的逐渐成熟,成交持仓稳步上升,参与主体逐渐丰富,上海原油期货逐渐开始反映我国乃至亚太地区供求

关系,价格表现出一定的“独立性”。

(一) 上海原油期货与我国供求关系在增强,中国数据开始逐渐影响油价

1. 国内原油消费情况对原油价格的影响。

作为全球原油主要消费国,自 2019 年开始,中国原油消费需求数据与上海原油期货价格相关性逐渐开始显现,尤其是炼厂开工率指标具备了一定的领先性。在 2020 年 1、2 月疫情最严重之际,国内原油加工量大幅下跌,但随着我国在 3 月基本控制住了疫情,原油加工量逐步上升,上海原油期货价格也呈现相同趋势,即时反映了市场供需情况(图 3)。

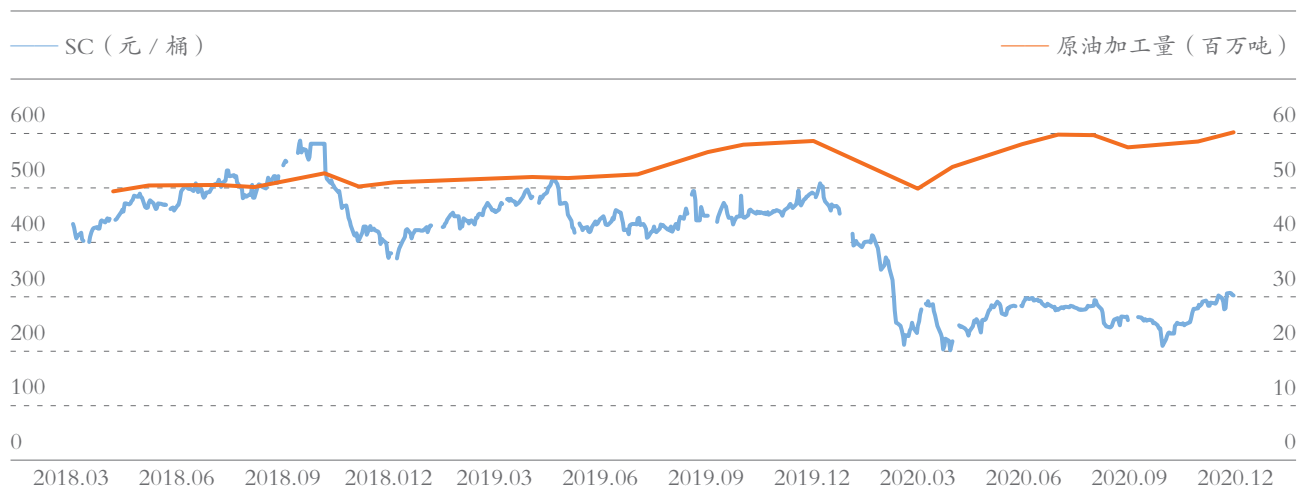


图 3: 上海原油期货价格与原油加工量趋势相同

炼厂开工率指标方面，本节重点采用山东地炼开工率进行定量分析，主要原因在于山东地区作为我国主要的独立炼厂集中地，相较于主营炼厂，其市场化程度高，价格敏感性也更强。同时，山东独立炼厂开工率作为周度数据，相较于月度的原油加工量，其数据频度更高，统计结果也更加精准。

格兰杰因果检验显示，在 5% 的显著性水平下，上海原油期货价格与山东独立炼厂开工率互为格兰杰因果，即统计学上，两者相互影响。脉冲相应分析显示，上海原油期货价格对炼厂开工率的脉冲响应基本是正向的，但滞后期较长，在 6、7 期达到峰值。由此可见，山东独立炼厂开工率在一定程度上可以用来分析上海原油期货价格，但目前即时性有限。

此外，中美炼厂开工率差异方面，2020 年新冠疫情期间，山东独立炼厂开工率于 2020 年 2 月初开始下降，2 月中旬降至低点 36% 左右继而开始反弹，并于 3 月底恢复至 60% 以上，此后于 4 月底升至 70% 并维持在 75% 左右。而美国炼油厂开工率则在 2020 年 3 月底开始下跌，直至 4 月中旬至下旬跌至 67% 左右继而开

始恢复，于 2021 年初恢复至 80% 以上。国内复工复产较美国提前了近一个月，期间上海原油期货价格较境外市场提前回升，客观地反映了国内经济率先恢复的实际情况。2020 年 3 月 16 日至 4 月 16 日，WTI、Brent、Oman 的跌幅为 -30.77%、-7.42%、-21.93%，而上海原油期货则在缓慢复苏，达到 4.19% 的涨幅。统计学上，此处选择 INE 对 WTI 价差、INE 对 Brent 价差与中美炼油厂开工率差值分别建立 VAR 模型。格兰杰因果关系检验结果显示，在 10% 的显著性水平下，中美炼厂开工率差异是境内外原油期货市场价差的格兰杰原因，表明中美炼厂的开工率差异可以影响中美原油期货的价差。

2. 国内库存情况对原油价格的影响。

在进行全球油价分析时，库存量与油价呈现较为明显的负相关关系。目前，上海原油库存量虽短期内无法做到直接分析上海原油价格，但却可以作为判断内外盘相对价差的重要指标。2020 年 3 月开始，由于国内市场的提前复苏，境内价格升水境外市场，上海原油期货出现了快速累库的情况，而在库存量大幅上升的过程中，价差也快速收窄，甚至贴水。

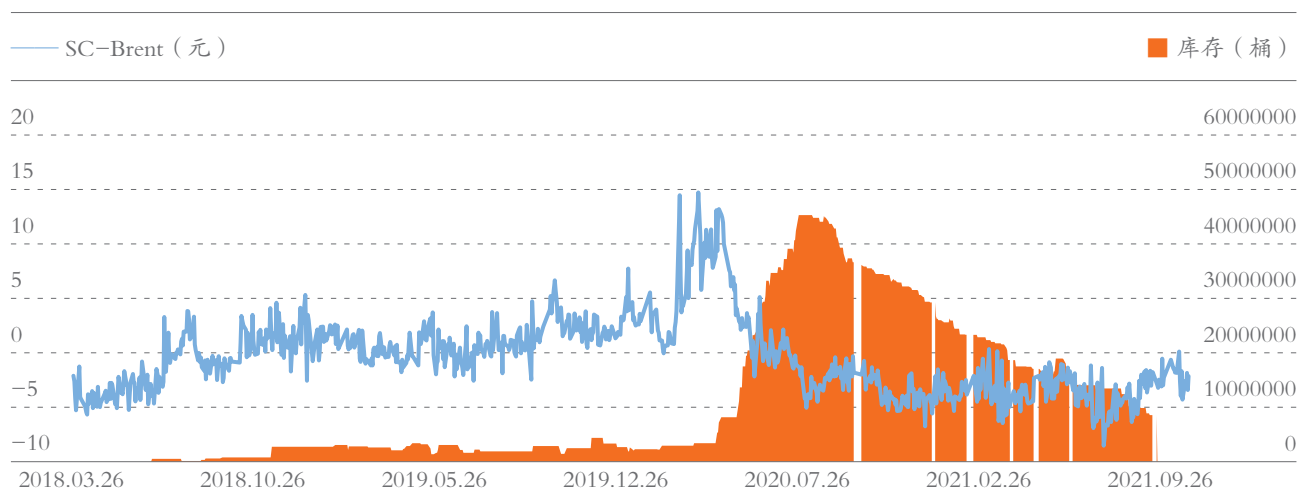


图 4：期货库存与内外盘价差呈现一定负相关

统计学上,分析显示上海原油期货价格与原油期货库存量之间不存在格兰杰因果关系,但在5%的显著性水平下,上海原油期货库存是SC对Brent价差的格兰杰原因。脉冲响应显示,当上海原油期货库存量上升一个单位时(单位为千桶),该冲击对于中美价差短期内是负向的,即库存量提高会引起SC对Brent价差短期内走弱。

综上,我国原油加工量、独立炼厂开工率、库存等数据能在一定程度上解释上海原油期货价格的变化,但同时,国内数据目前影响滞后期较长,其影响力有待加强。

(二) 上海原油期货对亚洲时段突发事件更敏感

相较于境外原油期货市场,上海原油期货可以更敏感地反映在亚洲时段发生的亚洲区域突发事件导致的供求预期变化。例如,2019年10月

11日伊朗当地时间清晨5:00和5:20(格林尼治标准时间(GMT)2:00和GMT2:20),伊朗国家石油公司一艘名为“萨比提”(Sabiiti)的油轮在沙特港口吉达附近发生两次爆炸,大量原油流入红海。¹相关新闻报出后,彭博与CNBC相关新闻称Brent与WTI原油价格涨幅达2%以上。事件发生后,上海原油期货在GMT2:50(北京时间10:50)左右即开始启动行情,中午休市后于GMT5:50(北京时间13:50)左右达到峰值469.9元/桶。而Brent在GMT5:00左右才开始启动行情,相较上海原油期货晚了约2个小时,同时达到相对峰值的60.31美元/桶的时间也晚了20分钟(图5)。可见,上海原油期货在亚洲时段的区域影响力具有一定的时间优势,相较于Brent与WTI,可更快对亚洲区域的突发事件做出反应。

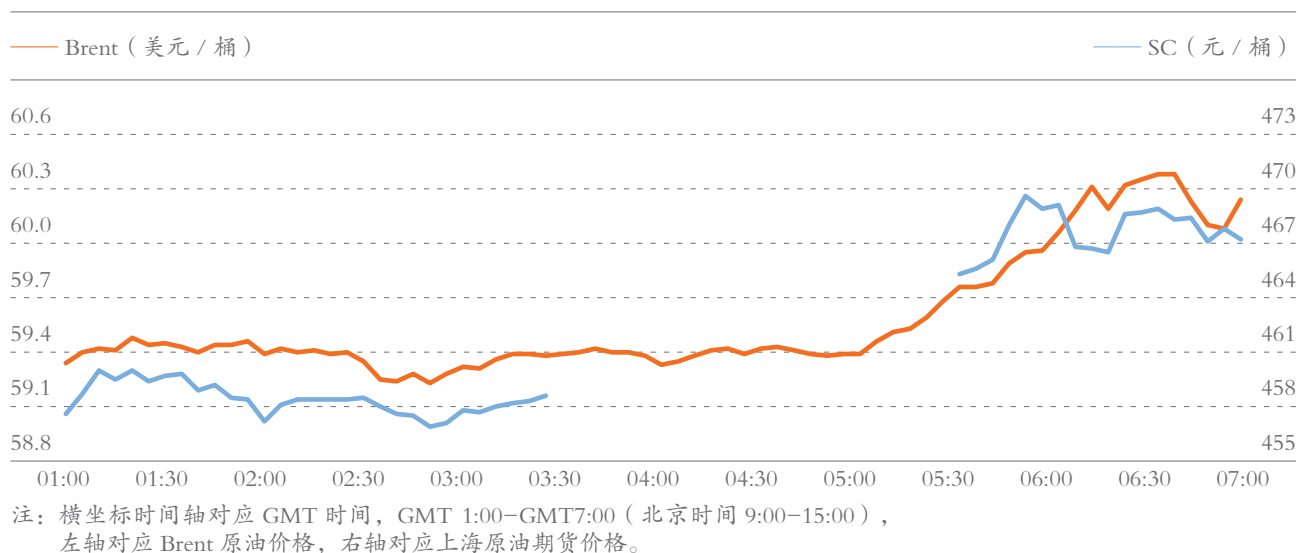


图5: 上海原油期货与事件发生当日较境外市场提前启动行情

¹ 相关报道见 <http://m.news.cctv.com/2019/10/11/ARTIDZ8NMZsZHryYEzTLFIIdO4191011.shtml>; <https://www.cnbc.com/2019/10/11/explosion-sets-ablaze-iranian-oil-tanker-near-saudi-port-state-media.html>; <https://www.nytimes.com/2019/10/11/world/middleeast/iran-tanker-explosion.html>。

（三）上海原油价格对区域内资源配置起到引导作用

由于历史原因，我国原油流向长期受到管控，国产和进口原油直接配置到炼厂，因此原油贸易链条较短，参与主体较少，尚未形成发达的现货市场。上海原油期货上市初期，其交割原油也是主要进口到国内直接使用，其价格主要反映中东原油到我国的进口到岸价。2020年6月开始，上海原油期货价格在较境外贴水较大时，交割原油开始运送到韩国、缅甸、马来西亚、印

度等国，且交割量与贴水幅度呈现一定的正向关系，流向从单向进口开始向亚太其他地区辐射，初步实现了由境内到岸价向亚太地区贸易集散价的转变。2020年6-12月近月合约结算价平均贴水理论现货价34.61元/桶，交割油转运出境占比为44.55%。2021年，日均贴水幅度整体收窄为23.82元/桶，交割油转运量也随之减少，交割转运出境占比仅为11.58%（图6）。期现货价差与亚太地区整体的资源配置的相互引导作用逐步显现。

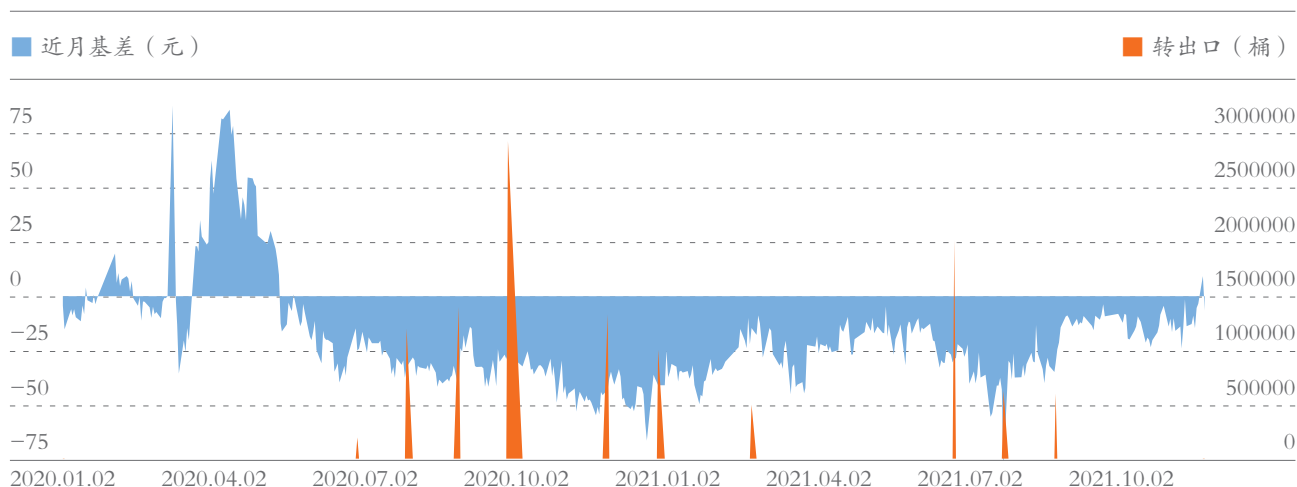


图6：近月基差与转出口趋势变化

四、总结

综上所述，随着原油期货稳健的运行，尤其是在经历了2020年，全球油价大幅波动后，上海原油期货已经成为全球原油基准价的重要补充，其在亚洲交易时段的影响力逐渐增强，在与其他市场相互影响的同时，在一定程度上促进了境外原油期货市场发展。同时上海原油期货的

功能发挥愈加明显，其价格从被动跟随境外市场逐渐展现出一定的“独立性”，逐渐反映我国乃至亚太地区的供求关系，对国际区域内的资产配置起到一定的引导作用。同时，中国数据对油价的影响力开始逐渐显现，初步具备了“用中国数据分析市场，用上海价格研判走势”的市场基础。

（责任编辑：洪加其）

新时代确保有色金属保供稳价 长治久安的经验 and 对策

中国宏观经济研究院市场与价格研究所 杨宜勇 刘方^{*}

近年来，我国政府对铜、铝、锌等有色金属较为精准地实施了系列调控措施，保供稳价的效果较为明显。实践证明，在市场失灵、有色金属价格出现不正常上涨的情况下，国家采取综合措施，加强调控监管，引导有色金属价格回归合理区间，是有效市场和有为政府有机结合的充分体现。然而，对外依存度较高但缺乏价格影响力，对全球资源控制力不足，有色金属循环利用率偏低，绿色刚性需求加剧供需缺口等原因，将影响相关调控政策的实施效果。基于此，进一步完善相关保供稳价的调控政策，统筹发展和安全、国内与国际，提高矿产自主供应能力和供应链、产业链韧性以及资源全球化配置能力，加快推动重要大宗商品国际定价中心建设，完善对有色金属商品的价格干预措施。

一、促进有色金属保供稳价的历史经验

党的十八大以来，我国政府对铜、铝、锌等有色金属较为精准地实施了包括放储增供、打击投机、加强预期等调控措施，保供稳价的效果较为明显。例如，利用储备调节机制，制定和实施了具有针对性的有色金属商品投放策略；积极统筹国内国际两个市场两种资源，加大了铜、铝、锌等有色商品的全球配置能力；加强市场监管，

打击恶意炒作和囤积居奇；积极发挥有效市场作用，提高有色金属循环利用率；强化市场预期管理，为稳定有色金属价格奠定重要作用。实践证明，在市场失灵、有色金属价格出现不正常上涨的情况下，国家采取综合措施，加强调控监管，引导有色金属价格回归合理区间，是有效市场和有为政府有机结合的充分体现。

（一）积极发挥储备市场调节作用，缓解有色金属市场供给失灵问题

为有效解决有色金属市场供给失灵的问题，以及缓解企业原材料成本压力，积极发挥了有效政府作用，借助储备市场增加了有色金属的市场投放，也实现了对有色金属价格的调节。2021年以来，国家发展和改革委员会连同国家粮食和物资储备局根据铜、铝、锌等有色金属行业供需缺口情况，制定和实施了具有针对性的有色金属商品投放策略。例如，应对此轮有色金属商品价格上涨，截至2021年9月底，国家粮食和物资储备局已投放四批国家储备铜、铝、锌，累计57万吨（表1）。未来，还将综合考虑有色金属商品对我国经济发展和国防安全领域的重要性，以及有色金属的稀缺性、外部可获得性等因素，进一步系统规划、科学优化储备品类、规模、结构。

^{*} 杨宜勇，中国宏观经济研究院市场与价格研究所所长、二级研究员、博士生导师。主要研究方向：经济发展、宏观调控、市场体系、价格规制、社会政策和公共治理等。

刘方，中国宏观经济研究院市场与价格研究所研究室副主任、研究员、硕士生导师。主要研究方向：市场主体、市场与价格运行、财税政策等。

表 1：2021 年有色金属储备投放情况（单位：万吨）

批次	铜	铝	锌
第一批，6 月	2	5	3
第二批，7 月	3	9	5
第三批，8 月	3	7	5
第四批，9 月	3	7	5
总计	11	28	18

资料来源：国家粮食和物资储备局官网

（二）统筹国内国际两个市场两种资源，加大有色金属的全球配置能力

利用国内国际两个市场两种资源，加大对铜铝锌等有色金属商品的全球配置能力。例如，西非国家几内亚现在是世界第二大铝土矿生产国，也是全球铝土矿储量最多的国家。为了保障我国铝矿资源安全，河南国际、中铝、国电、特变电工等众多企业进入几内亚，打造中国海外矿业基地，不断丰富资源储备。由中国宏桥、烟台港集团、新加坡韦立、几内亚 UMS 公司等 4 家组成的企业联合体赢联盟于 2014 年进入几内亚铝土矿市场，2015 年 7 月 20 日实现出矿。目前，赢联盟全年可出产铝土矿约 4000 万吨。中铝几内亚博法铝土矿项目保有可开发资源量约 17.5 亿吨，开采年限长达 60 年。特变电工和国电投分别于 2018 年 4 月和 8 月获得采矿证，目前项目正在稳步推进。¹又如，我国也积极加快海外铜矿投资。2014 年 7 月，由五矿资源牵头组成的联合体以 70.05 亿美元接手秘鲁拉斯邦巴斯特大铜矿，这是中国矿业“走出去”历史上交易额较大的项目。2016 年 7 月，拉斯邦巴斯铜矿进入商业化生产，同年拉斯邦巴斯产铜 33 万吨，占五矿资源全年

产铜的 65.60%。²此后，五矿继续通过现有矿山扩建或海外收购的方式扩大铜产能。再如，国外盐湖锂资源的开发主要集中在智利和阿根廷，而硬岩锂开发主要集中在澳大利亚西部地区，天齐锂业、赣峰锂业等中国企业积极“走出去”，参与了大量澳大利亚硬岩锂开发项目的投资。通过主动出击，有效缓解了我国部分有色金属储量不高、开采不足导致供需缺口的问题。

此外，海关加快“放管服”改革，精准助力有色金属进口，进一步弥补国内供需缺口。例如，作为河北省进口铜精矿最多的口岸，秦皇岛海关精准助力铜精矿进口。首先，提前了解装货港条件及货物计重方式等情况，为进口铜精矿量身定制监管方案，确保计重结果准确、及时。其次，建立港方、磅房、代理、海关多方联系机制，跟踪船舶装卸动态，实施 7×24 小时作业。最后，制定《汽车衡鉴重现场工作规范》，细化工作流程，加强现场监管，及时出具重量鉴定证书，为国内收货人与供货方结算提供依据。上述措施的实施加快了有色金属的入关以及向市场的投放。2021 年 9 月以来，秦皇岛口岸共进口铜精矿 26 批次、重量 12.2 万吨，同比分别增长 8.3%、

¹ <https://alu.ccmn.cn/news/ZX018/202111/63be659cfb5d4d3ca55e6ce199ad2756.html>，中国海外最大铝土矿和铁矿基地生“变局”，中国矿企机遇与挑战并存！

² <https://www.chinairm.com/hyzz/20180228/090705153.shtml>，中国诞生全球铜业寡头。

100%，创历史新高。³

（三）积极发挥有效市场作用，促进有色金属再生产业发展

为弥补我国有色金属矿产资源不足以及满足国内有色金属消费需求，我国政府积极鼓励有色金属再生产业大力发展。例如，对资源综合利用产品和劳务部分即征即退增值税税额，鼓励和推进再生有色金属生产企业技术改造以及实施绿色化、数字化转型。目前，我国部分生产企业的工艺技术已经达到国际先进水平，首套国际先进的再生铝灰处理生产线投产。部分再生有色金属企业积极加快数字化、智能化改造，信息化平台的建设已经覆盖了相关核心业务。各地区依托国家城市矿产示范基地和循环经济示范园区建设，大力推进企业规模化发展。目前，我国单个企业最大的再生铜、再生铝生产能力分别已超过50万吨/年、30万吨/年，最大的废铅蓄电池处理能力超过90万吨/年。⁴近年来，中国再生有色金属产量一直保持着快速的增长，2020年铜、铝、铅再生金属产量分别占其金属总产量的32.4%、20%、37.25%，为满足国内有色金属消费需求做出了一定贡献。⁵

（四）加强市场监管，打击恶意炒作和囤积居奇

诸多有色金属金融属性较强，其价格的上涨除了由于周期性、结构性因素外，还与宽裕流动性、投机有关。在应对铜铝等有色金属商品价格大幅上涨时，我国还加强了市场监管，不断强化对国内大宗商品期现货市场的联动监管。例如，在党的十八大以来的多轮应对措施中，着力加强了期货市场穿透式监管，梳理排查异常交易，依

法严厉查处资本恶意炒作行为。尤其在本轮大宗商品价格大幅上涨时，各大期货交易所先后对部分价格上涨过快的品种涉及到的期货合约，提高了交易保证金、交易手续费，同时还采取了扩大涨跌停板幅度等监管措施，这些措施的实施一定程度抑制了市场过热，防止了恶意炒作。另外，加强价格行政执法，严肃查处了串通涨价、哄抬物价、囤积居奇等行为，以及制造紧张气氛、扰乱市场秩序等价格违法违规行为。例如，在本轮调控中，国家发展和改革委员会和市场监管总局等相关部门联合约谈了铜、铝等行业具有较强市场影响力的重点企业，打击了恶意囤积居奇、哄抬价格等炒作行为，引导商品价格更多回归基本面。与此同时，几轮应对措施中，均积极构建了良好的市场秩序，强化依法严厉查处达成实施垄断协议等行为。另外，也积极发挥了行业协会作用，强化行业自律，力求把问题消灭在源头。

（五）强化市场预期管理，为稳定有色金属价格奠定重要作用

积极稳定市场预期对于稳定大宗商品价格具有重要作用。几轮应对有色金属商品大幅上涨时，中央均一直强调，对于大宗商品价格上涨，需要正视，但也不必恐慌。例如，在应对本轮大宗商品价格上涨时，各级政府多次强调，商品价格上涨主要是多个暂时性因素决定，比如周期性和流动性因素，不具备长期持续上涨的基础。此外，也大力宣传了我国宏观调控的政策空间仍然充足，我国具有强大的市场潜力、齐全的制造业门类，并且市场自我调整适应性也较强。只要积极行动、综合施策、科学应对、形成合力，就能消除国际有色金属商品价格持续上涨预期以及稳定

³ 长城新媒体，秦皇岛海关助力口岸铜精矿进口量创新高，https://www.360kuai.com/pc/9eea00950b61d226f?cota=3&kuai_so=1&sign=360_7bc3b157。

⁴ 中国有色金属工业协会再生金属分会，“十四五”再生有色金属产业发展战略研究思路和重点，<http://www.cmra.cn>。

⁵ 中国有色金属工业协会再生金属分会，“十四五”再生有色金属产业发展战略研究思路和重点，<http://www.cmra.cn>。

企业经营信心，就一定能稳住国内降低实体经济运行成本这个大局，并能够持续推动经济高质量发展。事实证明，每次有关调控大宗商品价格的国务院常务会议都能起到市场预期管理的作用，会后有色金属价格均有一波下调。

（六）精准施策，缓解中小微企业经营成本上升

大宗商品价格上涨最大的受害者就是处于产业链下游的中小微企业。处于产业链弱势地位的中小企业议价能力弱，受到上游涨价快、下游提价难的“两头挤压”，只能被动接受有色金属原材料成本上涨。如果出现大量中小企业因为无法承受成本压力而停工停产甚至退出，将会影响我国就业、居民收入甚至产业链安全。基于此，相关政府还精准实施了缓解中小微企业经营成本上升的举措。例如，主要从税费减免、贷款补贴、降低运输和制度性成本等方面进行“精准滴灌”，一定程度上帮助小微企业、个体工商户应对成本上升带来的生产经营困难。此外，继续开展清理拖欠中小微企业账款专项行动。支持大型企业搭建重点行业产业链供需对接平台，用市场化办法引导供应链上下游稳定原材料供应和产销配套协作，做好保供稳价。⁶

二、当前影响应对措施实施效果的因素分析

目前，对外依存度较高但缺乏价格影响力，对全球资源控制力不足，有色金属循环利用率偏低，绿色刚性需求加剧供需缺口等原因，将影响相关调控政策的实施效果。

（一）对外依存度较高，缺乏价格影响力

目前，重要矿产资源主要集中分布在少数国

家，我国有色金属的矿产储量与消费量严重不平衡。2019年中国铜、铁、锌等主要金属资源储量分别占全球金属资源储量的4%、9.6%、9%，而中国铜、铁、锌等主要金属消费量分别占全球消费总量的47%、53%、48%。这种不平衡导致我国有色金属商品对外依存度高且持续增强，并使供应缺乏弹性，供应风险加剧。据统计，目前铜精矿、铝土矿、锌矿对外依存度分别超过80%、60%、30%，稀有金属钴、镍、锰的对外依存度更是高达97.1%、91.5%和91%。具体来看，2019年我国进口铜精矿539.7万吨，占全球铜精矿总产量的26.74%，⁷主要来自于智利、秘鲁等国；我国进口铅精矿161.2万吨，占全球铅精矿总产量的17.1%，主要来自于俄罗斯、澳大利亚、秘鲁等国；我国进口锌精矿317.4万吨，占全球锌精矿总产量的12.4%，主要来自于澳大利亚、秘鲁、俄罗斯。⁸而且，我国一直缺乏与消费大国地位相匹配的价格影响力，尚未掌握重要有色金属商品的国际定价权。在此次价格快速上涨过程中，作为主要购买方，我国大宗商品价格影响力不足、价格话语权缺失问题再次凸显。未来，我国要加快重要有色金属商品国际定价中心建设。

（二）本土供应能力不高，对全球资源控制力不足

基于对境外资源的高度依赖，不少企业已经积极“走出去”参与境外有色金属矿产资源的勘查开发。虽然目前我国已经取得了一定价值的矿业权，形成了一定规模的铜、铝、铅、锌权益产能。但是，中国矿业公司在资源性资产配置方面，无论是资源种类、禀赋状况还是资源规模，与世

⁶ 2021年5月26日国务院总理李克强主持召开国务院常务会议部署进一步支持小微企业、个体工商户纾困和发展的主要精神。

⁷ 数据来源于 <https://it.chinairm.com/news/20210426/172504542.html>，中国铜加工费8月以来首次上涨，我国铜的对外依存度高达78%。

⁸ 数据来源于 ILZSG、海关总署。

界矿业发达国家相比仍有较大的差距。总体上，中国对全球资源的控制力还比较弱，境外权益资源产量占进口资源量的比重仍较低。同时，我国即便具有较高储量的有色金属，但也由于诸多原因，开采不足，导致本土供应能力较弱。例如，2019 年中国锂储量为 100 万公吨，占世界总储量的 5.9%，居全球第四。同时，中国也是全球少有的、同时具有锂云母、盐湖锂和锂辉石等三类资源的国家。但由于外部开发条件差、资源品质低、技术水平受限等因素，国内资源开发受限，2020 年国内锂资源供给约占消费量的 20%。未来，我国还需要持续完善国内有色金属商品的供应链，做深做细强链补链工作。

（三）与发达国家相比，我国有色金属循环利用率高

当前美国等西方发达国家对铜、铝、铅、锌等有色金属的循环利用率已超过 60%，有的国家甚至已没有处理原生矿的冶炼厂，可见我国有色金属循环利用率与发达国家相比还有较大的差距，主要原因如下。一是产业归类需进一步规范。虽然废旧金属回收利用行业分别列入到了我国现行《国民经济行业分类（GB/T4754-2017）》、《绿色产业指导目录（2019 年版）》以及《战略性新兴产业分类（2018）》，但是进入这三个目录中的有关废旧金属回收利用行业的类别名称不尽相同。目前，由于产业归类不规范，使得部分再生有色金属产业不能享受到部分政策。二是税收优惠政策的适用范围有限。依据《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》，满足一定条件下，如产品原料中有较大比例来自于相关资源，再生有色金属企业可享受 30%-50% 的增值税即征即退。但是，该目录的优惠范围偏窄，并未对减免范围进行及时更新，诸多产品原料未列入其中。以再生铝为例，除现行目录所列原料，

企业在生产中还会用到其他含铝废料，如废五金、废旧建筑铝模板等，但是这部分企业采用相关废料生产出的产品并未享受即征即退的税收优惠。三是原料保障体系尚不健全。目前，受到环保等相关政策影响，我国可进口的废旧金属原料品种较少。并且，我国废旧金属再生利用行业中集散和加工配送环节十分薄弱，原料分类预处理精细化程度低，难以满足加工利用企业对原料规模和品质的需求。虽然我国在国外也陆续布局了拆解加工产业基地，但还没有形成具有示范性的专业化国际产能合作园区。四是领军、龙头企业较少。我国废旧金属回收利用行业发展滞后，该行业市场主体以中小企业为主，缺乏领军、龙头企业。五是再生利用的关键核心技术亟待突破。目前，我国再生有色金属产业基础研究不强，重大关键核心和共性技术研究不足。例如，精细化分选、保级利用技术研究不足，再生铜渣、再生铝灰渣的资源化和无害化处置缺乏技术规范。

（四）提振绿色刚性需求，进一步导致供需缺口

全球产业结构绿色转型提振有色金属需求，这将进一步扩大全球有色金属的供需缺口，进而影响我国相关调控政策的实施效果。例如，美国重返“巴黎协定”，中国 2030 年前实现碳达峰、2060 年前实现“碳中和”目标的出台与实施，欧元区也在积极推动新能源发展和绿色发展等，引发了市场对全球经济绿色转型的预期，而各国对新能源技术创新等方面投入支持，将带动铜、锂、钴等基础材料的长期需求。国际能源署 2021 年 5 月份发布的报告显示，为实现《巴黎气候协定》中明确提出的全球升温控制在 2 摄氏度以内的目标，到 2040 年全球清洁能源矿产需求至少翻番，锂、钴、镍、石墨烯等矿产需求分别增长 30 倍、21 倍、19 倍和 25 倍。可见，绿

色需求的提升必将为商品走强提供动力。⁹

（五）受地缘政治或者其他灰犀牛因素影响，部分有色金属供应不稳定

有色金属商品具有战略性属性，与国际地缘政治关联性强，是大国博弈的焦点。大国博弈和国际地缘政治经济关系的变化也往往成为其供求格局形成和价格异常波动的重要原因。目前国家间和国家内部两极分化严重，地缘政治冲突的引爆点增多、敏感性增强。如 2021 年 6 月中旬，智利全球最大铜矿发生罢工，对本已偏紧的全球铜供应构成进一步威胁，助推了价格上涨。故而使得我国调控政策在高度依赖进口的部分有色金属面前黯然失色。此外，我国政府实施的能耗双控、去产能（部分有色金属中间产品去产能）等政策，也助长了部分有色金属价格。

三、进一步完善有色金属保供稳价调控体系的政策建议

我国在加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局之时，应统筹发展和安全、国内与国际，提高矿产自主供应能力以及资源全球配置能力。针对上述因素，我们应在实践中进一步完善相关调控政策，实现更加精准调控。如健全有色金属储备调节和应急保供预案，提升有色矿产供给体系对国内需求的适配性，进一步促进有色再生产业发展，加快推动重要大宗商品国际定价中心建设，完善对有色金属商品的价格干预措施。

（一）健全有色金属储备调节和应急保供预案

着力优化有色金属商品储备体系和储备调节能力，加快推进中央和地方储备、企业商业库存互为补充的多层次储备体系建设，通过市场化机

制合理引导社会资本参与储运设施建设和运营。适度扩大储备规模和有色金属的储备种类。同时，加强市场化放储机制建设，鼓励企业择机、有序放储，针对重点品种研究制定工业原材料保供稳价预案，重点防范供应链断裂，完善紧急事件应急处置机制。

（二）进一步提高有色金属供给与国内需求的适配性

应加强对战略性矿产的调查、勘查和开发利用统一规划，建立安全可靠的矿产供给和保障体系，提升矿产供给体系对国内需求的适配性。一方面，要进一步巩固和加强对我国矿产资源的勘查和资源开发，摸清我国矿产资源家底，打造战略性矿产资源稳定供应的核心区，提高本土矿产资源供应能力和保障程度。另一方面，加强境外资源布局 and 开发，构建合理的海外有色金属的供应体系。为降低海外矿产资源投资过度集中于某个国家所可能引发的市场风险，应在逐步扩大海外矿产资源投资规模的同时，优化海外投资布局的结构，建立海外矿产资源开发投资指导目录，引导企业在拉美、南美洲等优质矿产资源区进行投资布局 and 开发。¹⁰

（三）进一步促进有色金属再生产业发展

未来，我们应从明晰产业归类、扩大优惠范围、保障原料供应、加强海外布局等方面，进一步促进有色金属再生产业的发展，从而提高矿产利用的效率，解决供需缺口问题。一是规范和明晰产业归类。适时修订《国民经济行业分类（GB/T4754-2017）》，在废弃资源综合利用产业项下单独列出再生有色金属行业，进一步明晰和扩展相关行业的具体内容，改变目前笼统的提法，这样有利于为相关有色金属再生企业享受相关产

⁹ 金观平：“从战略上确保能源矿产安全”，经济日报，2021 年 12 月 1 日。

¹⁰ 马哲、李建武：《中国锂资源供应体系研究：现状、问题与建议》，《中国矿业期刊》，2018 年第 7 期。

业政策等提供有效依据。二是完善相关税收政策。为进一步优化再生产生发展的市场环境和减轻相关企业的税收负担，根据实际再生产业发展的变化，应适时修订《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》，将部分原材料列入《目录》中，扩大增值税优惠范围，同时做好相关注释工作。三是加强原料保障。拓宽进口原料种类，争取再生变形铝合金原料、镍铝青铜制的废螺旋桨、笔芯用锌白铜等再生原料进口。建设一批原料集散和加工配送基地，培育一批大型加工配送中心或企业。建立和完善国外供货商及国内收货人资质认定体系。四是加强海外投资和布局。为确保我国有色金属供应链安全和稳定，将有色金属循环利用列入国家间绿色产业政府合作项目。支持企业“走出去”，在“一带一路”沿线国家合作共建再生金属产业园，增强海外矿产就地转化加工能力。五是加强核心技术前瞻性研究以及关键技术的利用。推进再生产业绿色化发展的核心技术研究。推动报废的武器装备材料和战略性金属国防军工产品的回收再生利用研究。提高精炼技术，实现分选精细化、配料自动化，提高熔炼回收率和相关产品的质量，进而增强再生有色金属利用率。推动再生铝合金的开发及应用，研究制定再生铝灰渣处置的技术规范以及再生铜杆技术的相关规范准则。

（四）完善对有色金属商品的价格干预措施

我国《价格法》第三十条明确规定，当重要商品和服务价格显著上涨或者有可能显著上涨时，国务院和省、自治区、直辖市人民政府可以对部分价格采取限定差价率或者利润率、规定限价、实行提价申报制度和调价备案制度等干预措

施。该措施的实施，可以直接促进那些与国计民生密切相关的重要商品价格回归合理区间，促进相关市场实现供求基本面平衡。有色金属是重要资源，与国计民生密切相关，如果当有色金属价格脱离供需基本面且呈现进一步非理性上涨趋势时，国家发展和改革委员会应充分运用《价格法》规定的一切必要手段，启动对有色金属价格进行干预的具体措施，对达到一定规模的生产企业实行提价申报等，努力保证有色金属价格基本稳定和市场正常供应。同时，还需要积极构建有色金属市场价格形成机制，例如探索构建“基准价格+浮动”的定价机制。

（五）加快推动重要大宗商品国际定价中心建设

从市场准入、技术标准、服务规则等方面，提升国内三大商品期货交易所竞争力，推动交易所国际化进程，打造全球商品期货交易中心，建立客观反映亚太地区大宗商品市场供需关系的定价基准。促进大宗商品期货和现货市场一体化发展，加强期货和现货市场联动监管机制建设。结合市场需求导向，丰富上市品种，探索完善期货品种上市制度，推进国内大宗商品期货市场制度型开放，优化投资者构成结构，广泛吸引国际投资者，提升价格影响力，更好服务实体经济发展。推广使用“中国价格”进行大宗商品贸易和宣传报道，重点提高央企、国企以及行业龙头企业使用“中国价格”的积极性，建立健全规范套期保值的容错与免责机制。充分发挥银行等金融机构参与打造国际定价中心的功能，在严守安全底线的前提下，逐步允许国内商业银行参与更多大宗商品衍生品市场交易。

附录：

重要矿产资源分布情况

目前，重要矿产资源高度集中在少数国家，导致有色金属供应缺乏弹性。

在传统矿产方面，全球铜储量主要分布在北美、拉丁美洲和中非三地，主要集中在智利、美国、赞比亚、俄罗斯和秘鲁等国。铝土矿资源主要分布在在非洲、大洋洲、南美及加勒比海地区、亚洲及其他地区，集中在澳大利亚、几内亚、巴西、牙买加、印度、匈牙利等国。世界铅锌矿主要分布在大洋洲、亚洲、北美及南美洲，铅锌储量较多的国家有美国、澳大利亚、玻利维亚、中国、秘鲁、墨西哥、印度等。

在锂、钴、镍、锡、钾盐矿产资源方面，这些矿产的集中度比传统矿产更高。中国地质调查局首次发布的《全球锂、钴、镍、锡、钾盐矿产资源储量评估报告》显示，全球锂储量前三位的国家为智利、澳大利亚和阿根廷，占全球储量 68%，主要产能由智利化学矿业有限公司、美国雅宝公司、美国富美实公司和澳大利亚奥罗科布公司等四家企业垄断，目前约占全球 90% 的产能。国外盐湖锂资源的开发主要集中在智利和阿根廷，硬岩锂开发主要集中在澳大利亚西部地区。全球钴储量前三位的国家为刚果（金）、印尼、澳大利亚，占全球储量 70% 左右。这些矿产在地理上的高度集中使供应风险加大。

资料来源：金观平：“从战略上确保能源矿产安全”，经济日报，2021 年 12 月 1 日。

（责任编辑：田伟杰）

纸浆市场 2021 年回顾与 2022 年展望

方正中期期货 汤冰华*

纸浆周期属性弱于多数工业品，涨跌更多是受其供应结构影响。近年来，国内造纸产能持续增加，但利润偏低将制约纸浆价格大幅上涨。2022 年，海外供应问题及国内政策转向将是影响纸浆定价的主要因素。漂针浆新增产能较少且去年底以来供应端扰动不断，但受教育行业“双减”政策及房地产中长期下行影响，全年成品纸总需求也难以大幅增加。整体看，供应改善前会支撑浆价，但成品纸价格难以大涨之下，纸浆价

格全年仍面临高位回落的压力。

一、纸浆价格历史走势及 2021 年回顾

(一) 纸浆现货市场历史走势回顾

从长期看，纸浆价格运行趋势与全球经济相关度较高，终端需求中生活用纸、文化用纸需求周期性弱于其他工业品，无论是 2008 年的大跌，还是 2010 年和 2017 年的大涨，背后均存在供给干扰，且价格“异常值”持续时间相对较短。过去 10 年时间，纸浆价格主要运行情况如图 1：



图 1：漂针浆（银星）CFR 现货价格 2012-2021 年运行情况

第一阶段：2008-2009 年，全球发生经济危机，需求剧烈下滑，工业品价格普跌，中国漂针浆价格跌至 4000 元 / 吨附近。

第二阶段：2010 年，木浆主要供应国智利遭遇了 8.3 级地震，智利 Arauco 公司旗下的浆

厂全线停产，直接影响了当年全球 8% 的商品浆供应及中国 14% 的木浆进口，同期芬兰出现大规模罢工，漂针浆价格由 2009 年低位 4000 元 / 吨快速上涨至 8000 元 / 吨。

第三阶段：2011 年以后，阶段性供给收缩

* 汤冰华，方正中期期货研究院软商品研究员，负责纸浆及造纸行业研究。

影响逐步缓解，全球商品浆产能稳步增加，下游成纸需求增速放缓，供需逐步回到平衡状态，漂针浆价格由高位回落，在 2012-2016 年稳定在 4400-5000 元 / 吨，部分时间突破至 5200 元 / 吨，但波幅较小。

第四阶段：2017 年至 2018 年上半年，中国造纸行业出现较大变动，环保政策趋紧导致国内造纸行业中小产能加速出清，叠加同期需求回暖，驱动成品纸价格大幅上涨，包括文化用纸、包装纸及生活用纸在内的主要纸种，纸厂盈利大幅回升，并直接带动了上游木浆需求。而供给上，因 2017 年之前纸浆价格长期走势低迷，印尼 OKI 公司旗下生产线投产低于预期，智利 CMPC 在巴西的浆厂因锅炉损坏宣布停产 4 个月，国内则淘汰了大量的非木浆产能，木浆替代性需求增加。因此，木浆价格一年时间内低位上涨 60%。

第五阶段：2018 年下半年至 2019 年，木浆价格经过近一年的高位震荡后，由于国外浆厂的供给快速投放，同时成品纸需求下滑，终端需求走弱，木浆库存大量累积。全球商品浆市场由补库阶段进入去库阶段，浆价加速下跌，到 2019 年 11 月末，已重回 2016 年上涨前起点，下跌

幅度达 40%。

第六阶段：2020-2021 年，受全球疫情影响，纸浆价格在 2020 年上半年继续下跌，8 月以后大幅反弹。进入 2021 年第一季度，现货成品纸价格持续走高，纸厂利润好转带动纸浆价格进一步上涨，国外浆厂报价接近 1000 美元 / 吨，国内也突破前期高点，但第二季度开始，纸价开始走弱，并在第二季度后期引领纸浆价格回落，而进入第四季度，在海外供应事件扰动及国内纸厂再次提涨的情况下，纸浆价格重回升势。

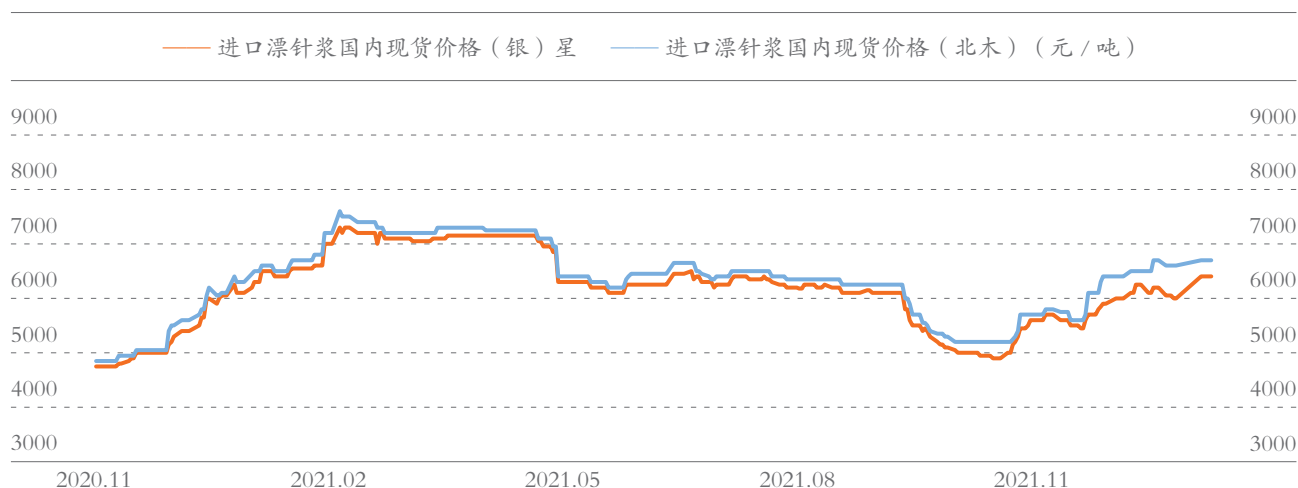
（二）纸浆市场 2021 年行情回顾

2021 年，纸浆价格运行主要分为三个阶段（图 2）：

第一季度，市场延续 2020 年第四季度的上涨逻辑，在成品纸价格积极提涨下，纸浆价格继续上行，并创纸浆期货上市以来新高，国外浆厂报价也不断走高。

第二、第三季度，成品纸需求见顶，价格开始回落，纸厂利润下滑，开机率持续下降，纸浆需求走低，进口量维持偏高水平，纸浆供需转弱，高溢价消失，价格也高位回落。

第四季度，国内成品纸和纸浆价格相继跌至



资料来源：Wind，卓创资讯，方正中期研究院

图 2：2021 年纸浆国内现货价格运行情况

年初的运行区间，10月份过后国内限电影响减弱，纸厂开机率回升，纸浆需求好转，进入11月下旬，加拿大卑诗省出现洪涝，运输受限，国内满洲里和二连浩特口岸因疫情暂停部分纸浆进口，加针和俄针供应面临较大的不确定，市场看涨情绪再度升温，纸浆价格也再度走强。

二、2021年纸浆市场供需及库存情况

（一）全球发运至中国木浆大幅减少

2021年，中国纸浆进口量累计2969.1万吨，同比减少2.7%。2021年上半年纸浆进口量较高，同比增加7.9%，7月份之后进口量逐步回落。

漂针浆进口量842.3万吨（图3），同比减少5%，占进口量的28%，漂阔浆进口量1260万吨（图4），同比减少8.33%，占进口量的42%。

全球发运方面，根据纸浆纸张产品理事会（PPPC）数据，2021年1-11月全球前20位主要产浆国（W-20）商品浆发运总量同比减少3.8%，其中对中国的发运量同比减少10.1%，西欧地区同比增加3.4%，北美地区同比减少1.7%；分品种看，漂针浆和漂阔浆发运量分别同比下降4%和5.1%，本色浆同比增加17.3%。中国需求大幅下降导致全球商品浆发运

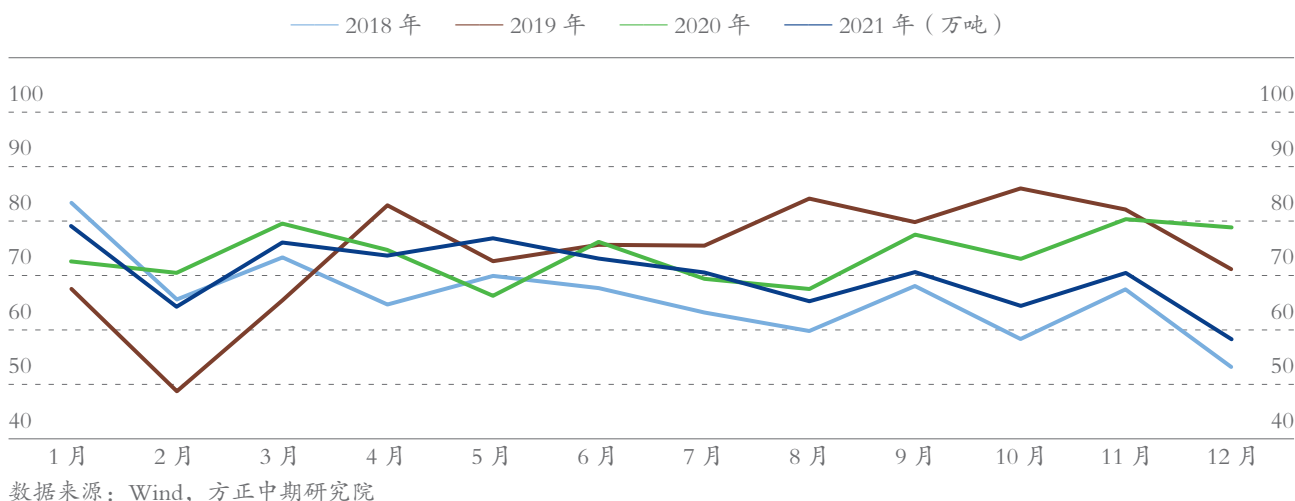


图 3：2018-2021 年中国漂针浆月度进口量

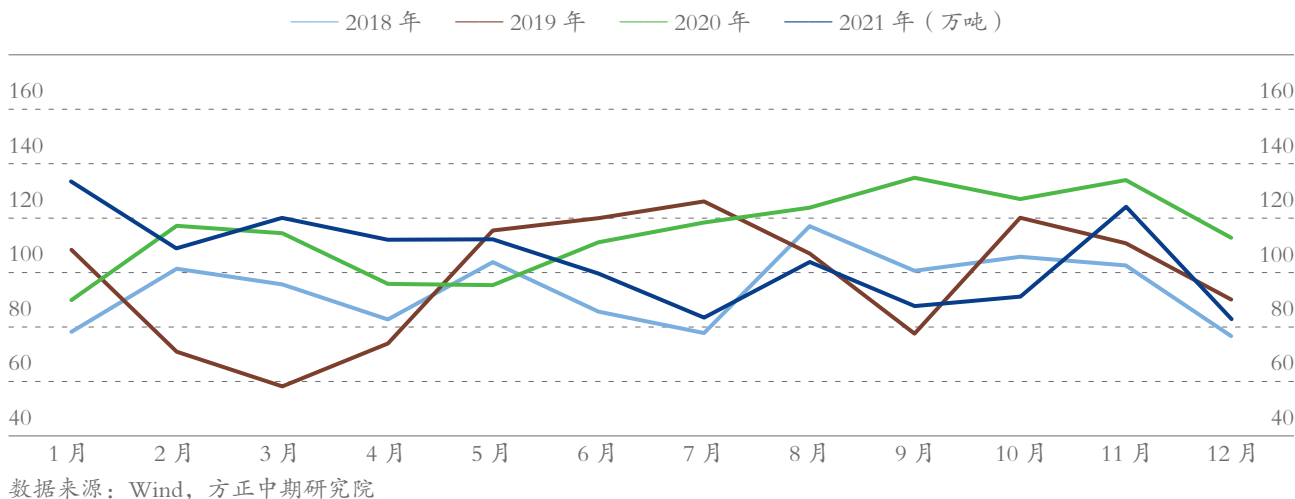


图 4：2018-2021 年中国漂阔木浆月度进口量

量减少，也带动生产商库存的低位回升。

2021 年，主要产浆国出口至中国的纸浆数量普遍下降。漂针浆方面，智利出口中国 117.8 万吨，同比减少 5.4%；加拿大出口中国 206.2 万吨，同比减少 3.1%；俄罗斯 1-11 月出口中国 94.1 万吨，同比减少 17.6%；美国 1-11 月出口中国 130.6 万吨，同比减少 2.2%；瑞典 1-11 月出口量增加 11% 至 14.9 万吨，但在总量中占比低。

漂阔浆方面，巴西 1-11 月出口中国 569.7 万吨，同比减少 13.7%，未考虑船期的情况下，巴西占中国前 11 个月漂阔浆进口量的 48%；智利 2021 年出口中国 81 万吨，同比减少 26%；加拿大出口中国 14.9 万吨，同比减少 58.4%。

结合 2021 年纸浆价格看，浆厂利润一直维持相对高位，主动减产意愿较弱，但发货量明显减少，核心在于需求下滑。全球产能方面，2024 年之前漂针浆产能增量较少，漂阔浆产能投放量相对较大。根据境外市场信息，加拿大 Mercer 公司在 2022 年会有 8 万吨漂针浆产能投放；瑞典 Sodra 集团 2020 年计划继续扩大其在 Varo 纸浆厂的产能，2022 年底将增加 15 万吨到 85 万吨；芬兰 UPM 公司在 2022 年下半年预

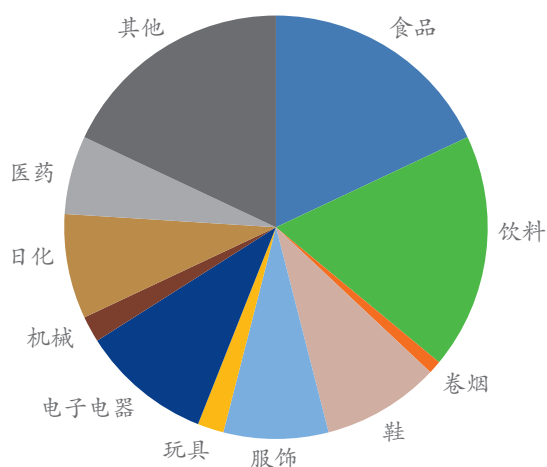
计有 210 万吨的桉木浆投产；芬兰芬林芬宝集团 2021 年 2 月决定建设凯米生物制品工厂，计划 2023 年第三季度投产，建成后年产 150 万吨漂针和漂阔浆。

（二）国内木浆产能持续增加

根据卓创资讯数据显示，2021 年中国漂阔浆总产量 804 万吨，同比增加 4.4%。中国阔叶木片进口量 1479.8 万吨，同比增加 12%。近年，国内规模纸厂为规避原料供应风险，因此多会在投放造纸产能时配套建设纸浆产能，国内木浆产能投放量持续增加，对木片的需求也持续上升，而未来几年国内仍有大量的木浆产能投放，不完全统计接近 500 万吨。

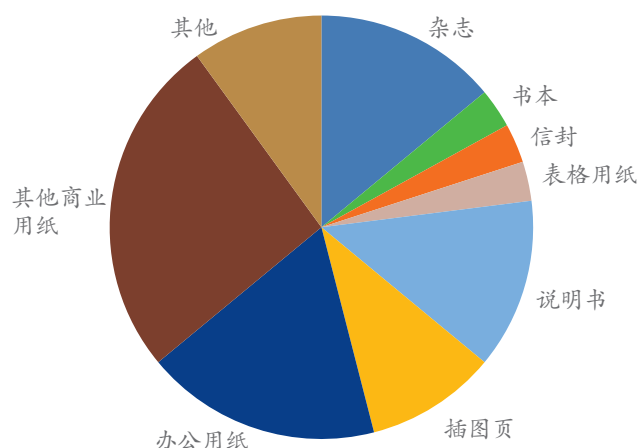
（三）国内成品纸需求平稳恢复

纸浆需求主要由下游纸及纸张消费驱动。由于纸张种类众多，需要逐一剖析各类纸张消费情况：（1）白卡纸用于烟酒、化妆品、食品等日用消费品包装，与消费关联度最高（图 5）；（2）文化纸主要用于教辅材料、书刊杂志等，近年受电子媒体冲击需求逐步下滑，且 2021 年教育行业“双减”政策施行之后，印刷纸需求进一步受到冲击（图 6）；（3）生活用纸需求较为刚性，



数据来源：公开资料，方正中期研究院

图 5：包装纸终端主要行业需求占比



数据来源：公开资料，方正中期研究院

图 6：书写印刷纸终端主要行业需求占比

周期性弱，存在提前消费的情况，但从全年维度看多维持平稳增长，中国仍有上升空间。

整体来看，木浆系纸张的消费量虽然很少受政策的直接影响，但其与宏观经济关联度较高，根据实证经验来看，社会消费品零售总额与成品纸消费量呈现较强正相关性。出口是成品纸需求的第二观测指标，包括直接出口和间接出口，后者多数以包装的形式呈现。而投资对成品纸需求的影响更多是间接传导，国内房地产和基建投资对全产业链均有较强的带动作用，但投资高增势必对成品纸需求产生正向引导。因此，纸张需求的特性决定木浆需求与宏观经济具有较高的相关性，而随着生活用纸对木浆需求占比逐步提升，中期看可能会使木浆需求波动性降低。

1. 纸张下游消费行业恢复情况较好

2021 年国内下游消费端的恢复情况较好。从两年平均增速看，多数涉及成品纸需求的终端消费行业回暖速度较快。截至 2021 年 12 月，食品、饮料及烟酒类零售额平均增速分别为 7%、16% 和 10%；化妆品、日用品、办公用品类零售额累计平均增速为 16%、10% 和 13%；体育及娱乐用品零售额平均增速接近 24%；和文化纸直接相关的书报杂志类商品零售额平均增速为 7%（图 7）。2021 年国内零散出现的疫情对于消费仍有一定影响，特别是线下餐饮类消费恢复进度偏慢，同时教育行业“双减”政策冲击文化用纸需求。

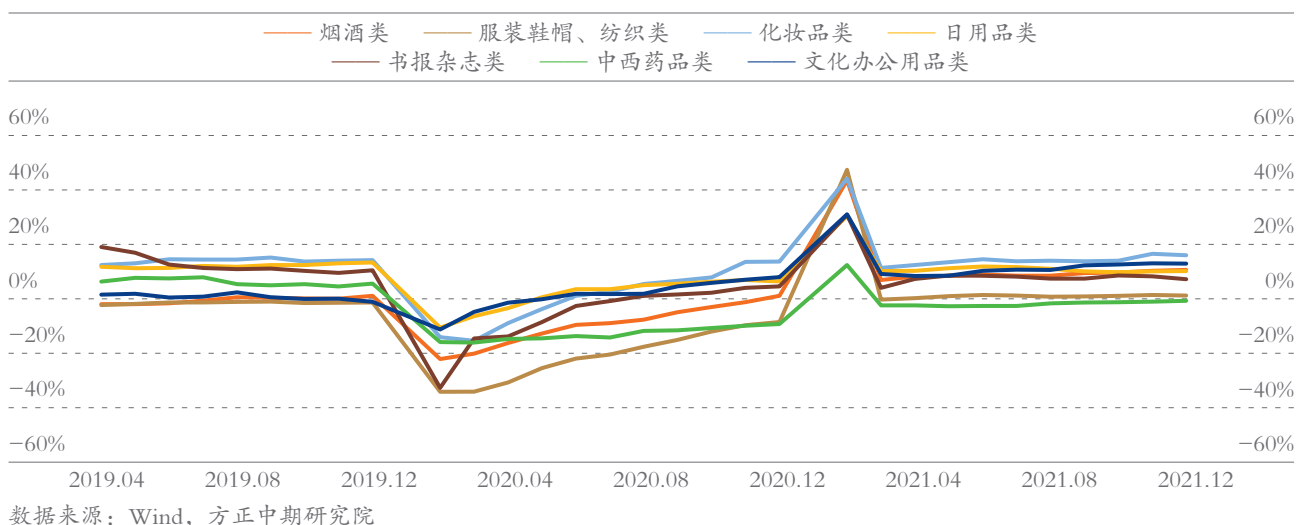


图 7：2019-2021 年成品纸下游主要行业零售销售额情况

因此，2022 年全年文化纸需求将确定下滑，中央经济工作会议强调了稳中求进的工作总基调，指出“要坚持节约优先，实施全面节约战略”、“在消费领域，增强全民节约意识，倡导简约适度、绿色低碳的生活方式”，而在 2021 年局部疫情的影响过后，国内消费底部逐步出现，后续更多要考验内生性消费的强度，在疫情发生以来，居民收入增速受到影响，同时预防性储蓄需求增

加。预计 2022 年国内消费更多以稳为主，接近必消品的行业预计略强，可选消费品需求增速预计一般。具体看，包装纸需求稳中有增，文化纸需求预计同比下降，生活用纸延续原有的增速。

2. 投资端的成品纸需求逐步呈现下行压力

国内投资对成品纸的需求会产生间接影响。2021 年下半年开始，国内房地产市场快速下行，商品房销售增速回落，大型房企出现信用危机，

施工推迟，影响房地产上下游的多个行业，对包装纸、文化纸需求也造成直接和潜在的利空，例如一些宣传材料用纸需求。因此进入 2022 年，商品房销售、开工，以及房企业务活动下降后，与其相关的成品纸需求也难以改善。

（四）国内机制纸产量增加，但各纸种产量有所分化

2021 年，中国机制纸产量为 12330 万吨，同比增加 6.8%，上半年机制纸产量 6742.5 万吨，同比增加 16%，下半年产量逐步回落，7-11 月机制纸产量累计减少 1.8%，但 12 月产量明显回

升并创历史新高。9 月纸厂开机率大幅下降，单月产量降至过去 5 年低位，10 月之后随限电影响减弱，纸厂开机逐步回升（图 8）。从主要纸种看，箱板瓦楞纸产量保持平稳，但其他纸产量回落。根据卓创资讯统计的样本企业数据，2021 年，白卡纸产量同比减少 7%，铜版纸和双胶纸产量分别减少 16% 和 3%，生活用纸产量减少 3.9%。结合样本企业的成品纸产量变动估算，国内纸浆需求减量预计达到 170 万吨。而除了受限电、能耗双控等因素影响，下半年企业出库较差，利润偏低也是纸厂开机率下滑的主要因素。

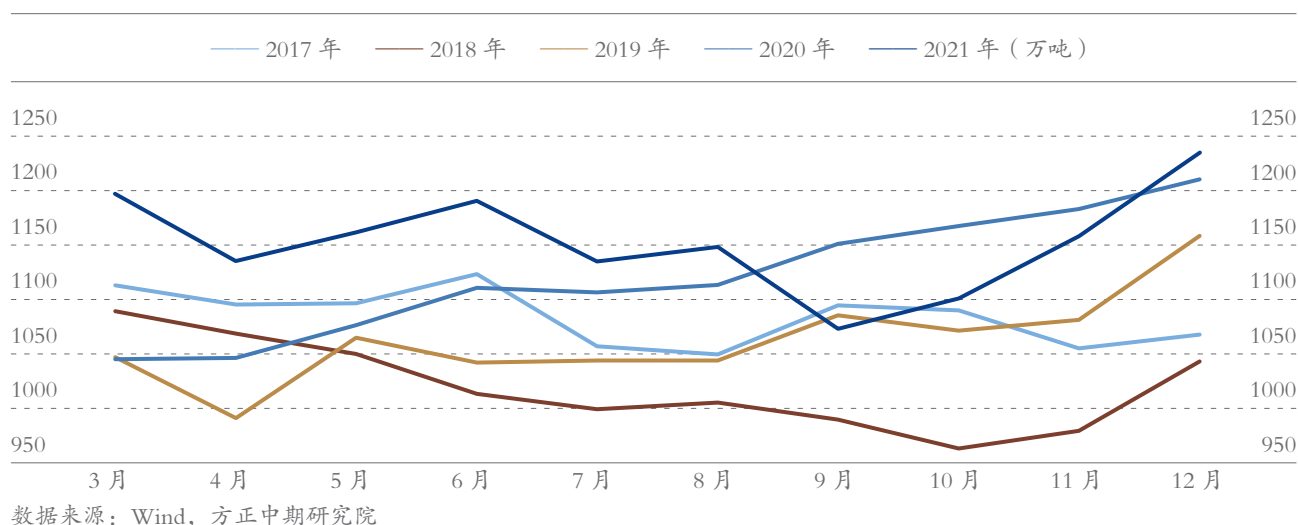


图 8：2017-2021 年中国机制纸产量

（五）国内主要木浆类的成品纸走势也波动较大

生活用纸方面，河北地区大轴原纸价格在 3 月最高触及 7000 元 / 吨，而后逐步跌至 9 月的不足 6000 元 / 吨，第四季度又小幅上涨 5%，升至 6300 元 / 吨。年初木浆价格大涨成本抬升，叠加春节前后下游补库带动生活纸持续提涨，但随后需求转淡，下游对价格接受能力减弱，导致纸厂降价，木浆价格大跌后，成本端的支撑不足，年中纸厂仍有提价，但未能落实，直到 10 月之后，随着前期开工下降，供应压力缓解，生活用纸价

格才有所反弹，当前价格处于近 5 年中值偏低的位置。当期生活用纸产能增量较大，且 2022 年之后仍有大量产能投放，也导致产能利用率偏低，纸价难以持续维持高位。

白卡纸价格在 2021 年初最高涨至 1 万元 / 吨，5 月开始逐步下跌，下半年回落至 6000 元 / 吨以下，11 月以后内需偏弱，市场反馈出口订单尚可，带动白卡纸价格反弹。白卡纸未来计划投放产能也较多，但白卡纸市场集中度极高，因此对价格的管控能力也强于生活用纸。

文化纸需求在下半年初步受到了“双减”政

策影响，需求和价格表现均更弱。双胶纸均价由3月的最高7300元/吨跌至9月底的5300元/吨，12月份回到5600元/吨，基本处于2016年以来的低位区间。双铜纸年内高低点差值也达到2000元/吨，且年底反弹幅度较小，目前价格处于2017年以来的偏低水平。文化纸需求仍面临继续下行的压力，无纸化的趋势延续，加之教育行业的利空影响，均使得文化纸价格随需求承压。

成品纸的弱势导致纸厂即期生产利润大幅下降，在2021年11月下旬纸浆价格大幅反弹后，由于成品纸提涨落地效果不佳，导致纸厂利润再次受损，低利润下纸厂预计很难提升开工率，进入年底生活用纸厂家开工有再次下滑的迹象。

（六）需求下滑带动木浆库存上升

结合2021年全球纸浆库存数据看，供应多数时间比较宽松。截至2021年11月，经过季节性调整后的全球化学商品浆库存总量为46天，同比增加10天，其中漂白漂阔浆库存为46天，同比增加8天，漂白漂针浆库存同比增加10天，达到45天，中国需求放缓是全球库存回升的主要因素。参考卓创资讯数据，截至2021年12

月，中国主要港口及地区木浆库存量为160万吨，相比年初小幅下降8万吨，变化不大，但目前总库存位于过去3年低位（图9）。国内变动较大的是交割库存量，纸浆期货注册仓单量由年初的5万吨升至46万吨，增量达到41万吨（图10），因此不考虑样本占比的情况下，中国木浆显性库存量在2021年预计增加30万吨左右。

结合供需情况看，2021年纸浆总进口量减少94万吨，以样本数据计算的纸浆需求减量可能达到170万吨，而国内纸浆显性库存增加30万吨，据此可以估算纸厂隐形库存可能增加近50万吨。从统计局数据看，造纸行业产成品以外的存货额较年初增加12.9%，扣除价格变动因素，产成品存货量增加7.7%，也表明厂家库存或有增加，在此背景之下，可能不利于2022年纸厂对原料的补库。

截至2021年12月，根据Europulp统计，欧洲地区港口木浆库存为113万吨，比年初减少11%（图11）。相比2019-2020年，当前欧洲港口木浆库存大幅下降。从生产国发货数量看，2021年前11个月向西欧地区纸浆发货量小幅增加，库存下降表明西欧纸浆需求相对较好。

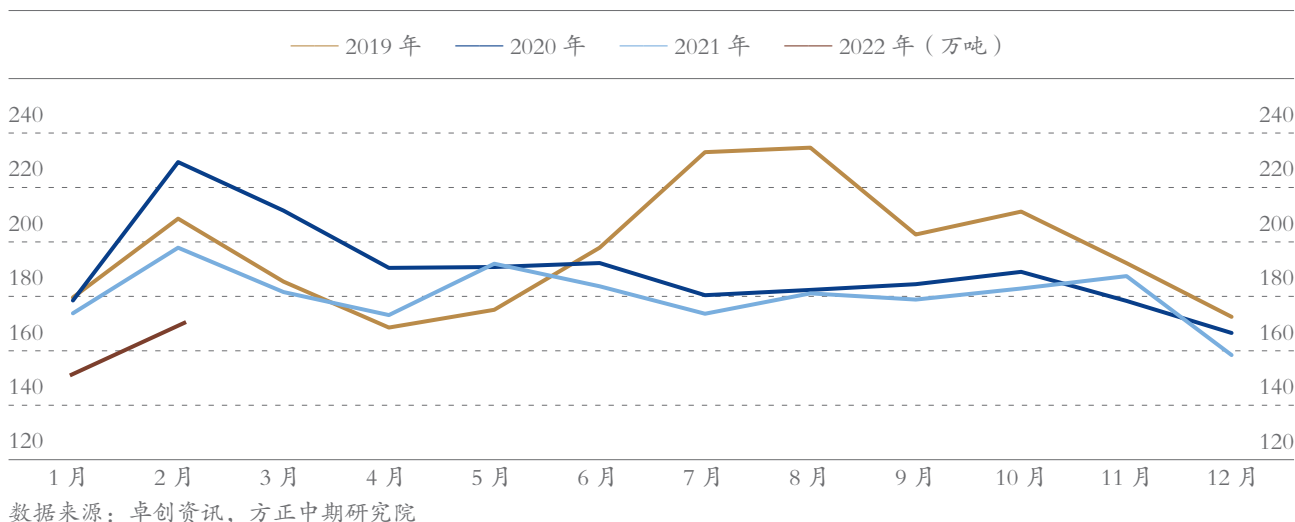
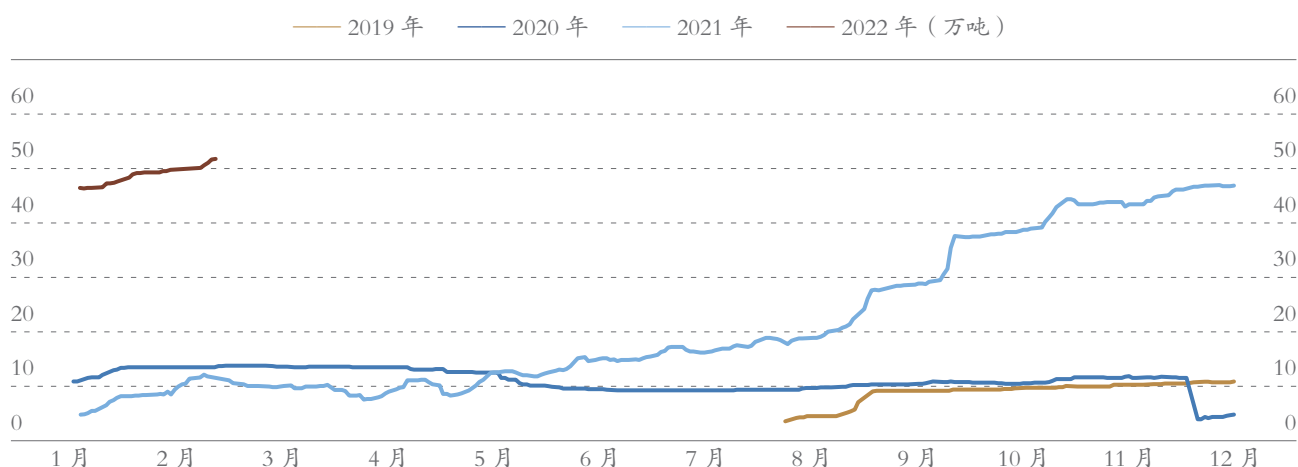
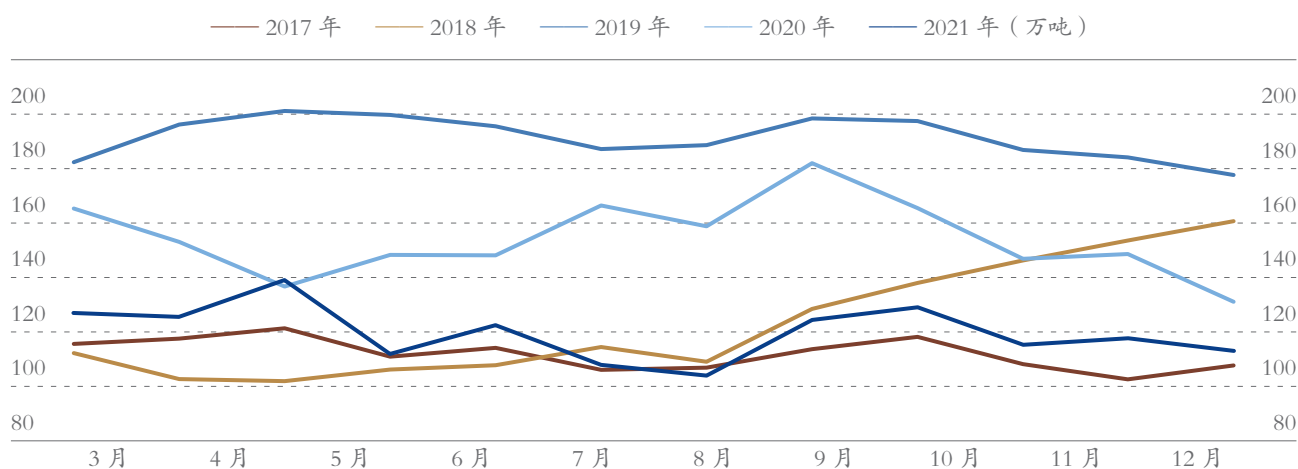


图9：2019-2022年中国主要港口（青岛、常熟、保定、高栏港）木浆库存量



数据来源：上期所，方正中期研究院

图 10：2019 年至今纸浆交割仓库库存量



数据来源：Europulp，方正中期研究院

图 11：2017-2021 年欧洲主要港口木浆库存情况

（七）运价仍在高位或抬升纸浆到岸成本

结合多家资讯数据来看，过去几年全球漂针浆 CIF 中国加权平均成本为 511 美元 / 吨，漂阔浆 CIF 中国加权平均成本为 343 美元 / 吨。全球漂针浆产能生产成本在 511 美元 / 吨以下的有 1000 万吨，中国 2021 年漂针浆进口量预计为 860 万吨，考虑到加拿大漂针浆（加针）成本多在 570 美元 / 吨附近，后者占中国进口量的 30%，导致漂针浆在成本曲线上的定价多参考加

针成本。2021 年海运费价格继续上涨，集运及干散货运价涨幅均超过 1 倍，因此 2022 年纸浆运价或将抬升，如果考虑可能出现的运价上涨，则到中国的总成本也将抬升，或将达到 4500 元 / 吨。

三、2021 年纸浆期货市场回顾

2021 年，纸浆期货市场与现货同步冲高回落，全年最高触及 7600 元 / 吨，最低则跌至 4700 元 / 吨以下（图 12）。从期现价差走势看，运行区间在 -400 元 / 吨到 400 元 / 吨之间，而

¹ CIF: Cost Insurance and Freight(insert named port of destination), 国际贸易术语, 指成本、保险费加运费(指定目的港)。

多数时间纸浆期货和主流交割品国内现货市场流通价相差较小，两者相关系数达到 0.973。

2021 年第一季度纸浆期货价格大涨，波动率随即抬升，纸浆期货成交量也创上市以来新高，随着价格走弱，同时波动率也下降，2021 年第三季度之后成交量再次下降，但整体稳定在上市以来的成交量均值以上。纸浆期货持仓量变动小于成交，在第一季度大增后，年内剩余时间维持

在 2019 年以来偏高的水平。

纸浆期货自 2018 年底上市交易，至今已有 3 年时间，Wind 数据显示，纸浆期货上市以来的平均波动率大约在 65%，而最近 1 年的平均波动率则为 26%，波动率显著下滑（表 1）。并且相比其他品种而言，纸浆期货波动幅度较低，一度程度上体现出纸浆期货运行较为成熟和理性，与现货市场的关联度也更强。

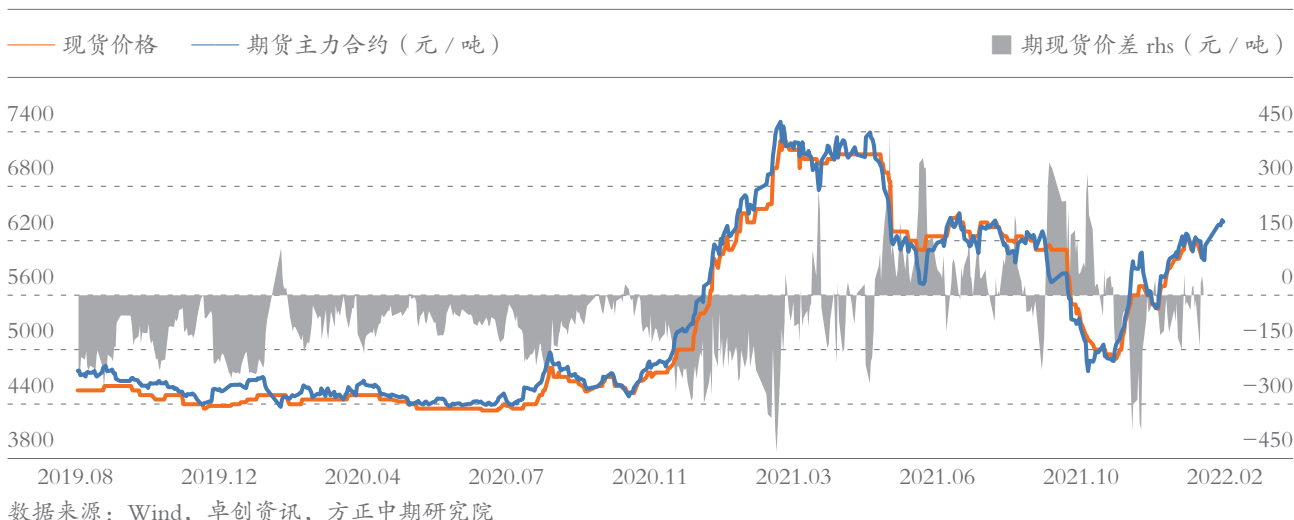


图 12：纸浆期现货市场价差历史走势

表 1：纸浆期货主力合约历史波动率情况

	1 个月	3 个月	6 个月	1 年	3 年
涨跌幅	3.29%	28.37%	0.00%	-6.10%	15.94%
振幅	9.94%	34.22%	28.67%	43.47%	62.11%
波动率	37.72%	33.19%	30.98%	29.95%	21.72%
日均沉淀资金（亿）	14.48	10.27	7.79	8.8	7.84

数据来源：Wind，方正中期研究院

四、2022 年纸浆市场展望

（一）漂针浆供需矛盾预计有所缓解

未来两年全球漂针浆新增产能较少，2021 年由于中国需求偏弱，导致全球漂针浆库存低位回升，2022 年全球漂针浆供需状况仍取决于中国需

求情况，在供应持稳的情况下，漂针浆明显过剩可能性不大。中国消费在疫情后仍有一定的修复空间，且 2022 年稳增长重回主线，成品纸需求改善，将带动纸厂开机率继续回升，有望出现阶段性偏紧的情况，特别是在 2021 年第四季度后

期开始海外产浆国持续不断地出现供应事件后，全球漂针浆供应弹性降低，从而使价格波动加大。

2021 年，国内造纸行业新增产能较多。生活用纸行业新增产能达到 260 万吨以上，2022 年之后计划新增产能已超过 1000 万吨。规模纸厂白卡纸产能已投放 180 万吨，而未来几年国内白卡纸报备产能依然较大，计划投放产能预计达到 600 万吨以上，同时未来 3 年特种纸等其他木浆纸新产能计划投放量预计也达到 100 万吨以上。因此，国内成品纸产能仍处于上升阶段。而从卓创资讯的统计看，国内造纸行业整体的开工水平维持在 60%-75% 附近，低于 2019 年之前的水平，表明需求上升速度明显难以跟上供应增速，低开工率最终对应的可能就是低利润，从而影响纸厂对原料的采购意愿。

考虑到 2022 年成品纸新增产能的增加，造纸行业供应不足的情况很难出现，因此利润变化将继续调节纸厂开机率，2021 年纸厂开机率或已触及最低点，在此之下，预计国内纸浆库存不

会显著增加。2022 年第一季度受稳增长政策带动，经济活动有望改善，在国内纸厂开工率维持当前水平下，第一季度到港量或受去年第四季度以来的海外供应事件影响，国内纸浆库存有望延续去化状态，对现货价格仍有支撑。

（二）造纸行业逐步进入主动补库阶段

从库存周期看，国内造纸业主动补库大概开始于疫情后，2021 年第一季度已开始被动补库，之后则进入长达半年的主动去库存阶段，从产量、库存数据能够得以验证。进入到 2021 年第四季度，逐步开始被动去库存，价格、产量均有所企稳，但终端需求仍弱，从纸产量和价格同比增速的历史数据看，两者在震荡期以外的时间点上，大概相差 7-9 个月的时间，因此 2021 年 6 月份国内纸产量同比增速下降，9 月负增长，预计造纸业 PPI 同比增速还未见底（图 13），2022 年上半年同比增速下降会持续，同时会陷入负增长，考虑到基数问题，造纸行业 PPI 增速见底的时点或在 2022 年 8 月份左右。

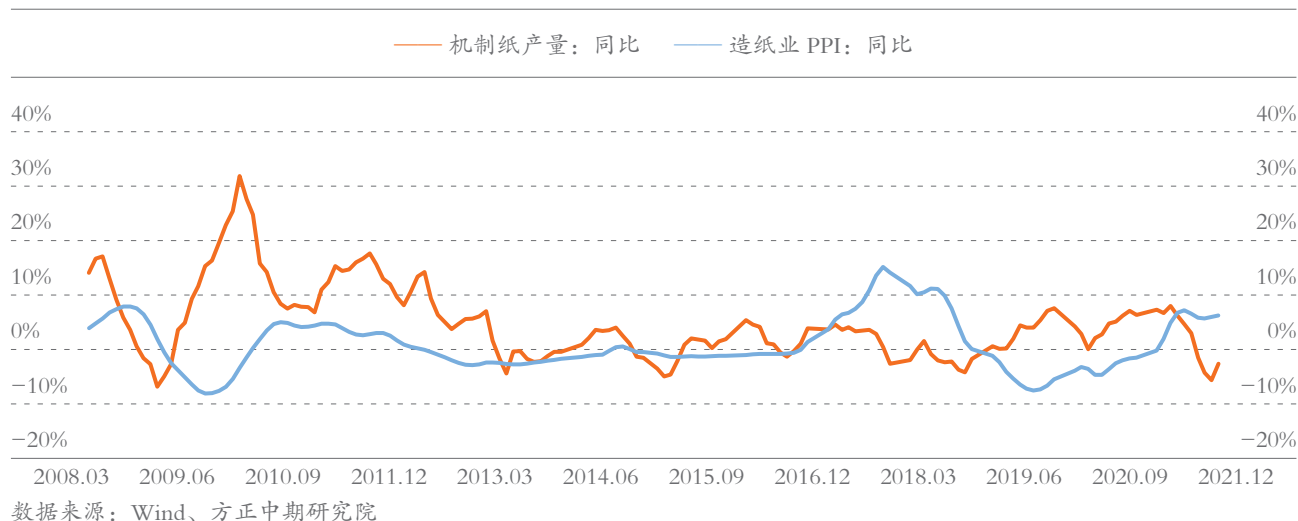


图 13：中国机制纸产量及价格历史走势

（三）木浆整体供需情况略有改善

2022 年，内需有望恢复，但教育行业“双减”政策对文化纸需求的利空是长期行为，白卡纸需

求有回升预期，生活用纸持稳略增，同时国内造纸产能大量投放后，成品纸供应仍会呈宽松状态，这也会使其产量受利润及需求影响，整体预测木

浆需求将增加 1.3%。供应由于 2020 年全球发往中国的商品浆下滑较大，预计在中国内需好转后，将增加发货，但 2021 年底海外主产国供应受到影响，导致 2022 年上半年国内到港面临不确定，进口初步预计持平，国产浆增加 1%，木

浆总供应量微增 0.3%。2022 年木浆市场整体看仍偏宽松，但过剩量低于 2021 年（表 2）。

数据以样本企业产能占比推算，同时由于不同数据的来源及统计口径可能有差别，也会导致最终数值的偏差。

表 2：木浆供需平衡表分析（2017-2022E）

单位：万吨	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
生活用纸	933	939	967	994	964	983
铜版纸	560	550	538	511	455	446
白卡纸	805	818	904	933	886	939
双胶纸	869	861	861	849	807	783
木浆纸产量	3,786	3,787	3,910	3,930	3,721	3,768
纸浆需求	3,446	3,447	3,558	3,577	3,386	3,429
纸浆供应	3,119	3,219	3,432	3,743	3,622	3,610
供需差值	-327	-228	-127	166	236	181

数据来源：公开资料，Wind，卓创资讯，方正中期研究院

注：数据以样本企业产能占比推算，同时由于不同数据的来源及统计口径可能有差别，也会导致最终数值的偏差。

（四）供需仍显宽松，价格冲高回落

综合看，漂针浆全年供应增量较低，而 2021 年第四季度起海外浆厂供应事件扰动不断，且持续时间未知，对上半年中国市场供应量产生一定影响。2022 年第一季度开始，国内则有望在稳增长政策的带动下，投资及消费得到阶段性修复，整体利好上半年成品纸需求，但教育行业“双减”政策及房地产走弱趋势的影响将长期存

在，使全年成品纸需求仍难以跟上造纸行业产能增速，在维持低开工率和低利润的情况下，纸浆需求和价格也将受到抑制。因此，阶段性的供应问题配合需求回升，或使国内木浆库存继续下降，从而支撑纸浆价格偏强运行，但供应问题缓解后，在成品纸价格不能持续维持高位的情况下，纸浆价格仍面临再次回落的压力。

（责任编辑：翟羽佳）

钢铁市场 2021 年回顾与 2022 年展望

上海钢联电子商务股份有限公司 宋小文 肖微 陈庆 周学力 韩娇

2021 年是不平凡的一年。后疫情时代，全球经济快速复苏，全球前 20 个主要经济体中，19 个国家上半年 GDP 实现了正增长，我国经济增速达 8.1%，增速位居世界前列。然而由于全球性的供需错配以及通胀等影响，大宗商品价格普涨，国内黑色产业链多品种价格创历史新高。同时，保供稳价、粗钢压减、能耗双控和房地产调控等政策带来的影响不容忽视，钢价走势整体呈现 M 型。展望 2022 年，货币超发对经济的刺激力度将边际减弱，高通胀的压力将使得各国货币宽松政策加速退出，大宗商品价格总体承压。世界钢协预计 2022 年全球钢铁消费增速将放缓

至 2.2%；国内在稳增长的前提下将实现钢铁行业减量发展，基建难抵地产需求下滑冲击，钢价承压，预计呈现前高后低的走势，而原料也将承受钢价下行带来的压力，价格中枢将下移。

一、2021 年钢铁市场运行回顾

（一）钢价同比大幅上涨，创历史新高

2021 年钢价的主要特点是黑色系均价同比大幅上涨，原料价格涨幅超过成材，焦煤价格涨幅最大（表 1）；多品种价格创历史新高，普钢价格指数最高达 6634 元 / 吨（图 1）；价格波动幅度历史罕见，短期内波动千元以上的情况时有发生。

表 1：黑色产业链现货价格变动情况（元 / 吨）

指标名称	2021/12/31	2020/12/31	同比变化	2019/12/31	2021 年同比 2019 年变化	2021 年均值	2020 年均值	2021 年与 2020 年均值同比变化
普钢指数	4970	4710	6%	3950	26%	5414	3975	36%
螺纹钢	4730	4370	8%	3826	24%	5088	3828	33%
热轧板卷	4777	4599	4%	3876	23%	5323	3831	39%
中厚板	5039	4544	11%	3822	32%	5355	3872	38%
冷轧板卷	5365	5655	-5%	4455	20%	5996	4452	35%
镀锌板	5819	6320	-8%	4739	23%	6535	4825	35%
铁矿石	804	1101	-27%	685	17%	1115	812	37%
焦煤	2516	1467	72%	1411	78%	2411	1351	78%
焦炭	2583	2339	10%	1863	39%	2878	1878	53%
废钢	3562	2829	26%	2583	38%	3490	2546	37%
钢坯	4298	3842	12%	3340	29%	4755	3368	41%
硅锰	7921	6847	16%	6452	23%	7942	6390	24%
硅铁	8875	6603	34%	5752	54%	9517	5767	65%

数据来源：钢联数据（价格均选取绝对价格指数）

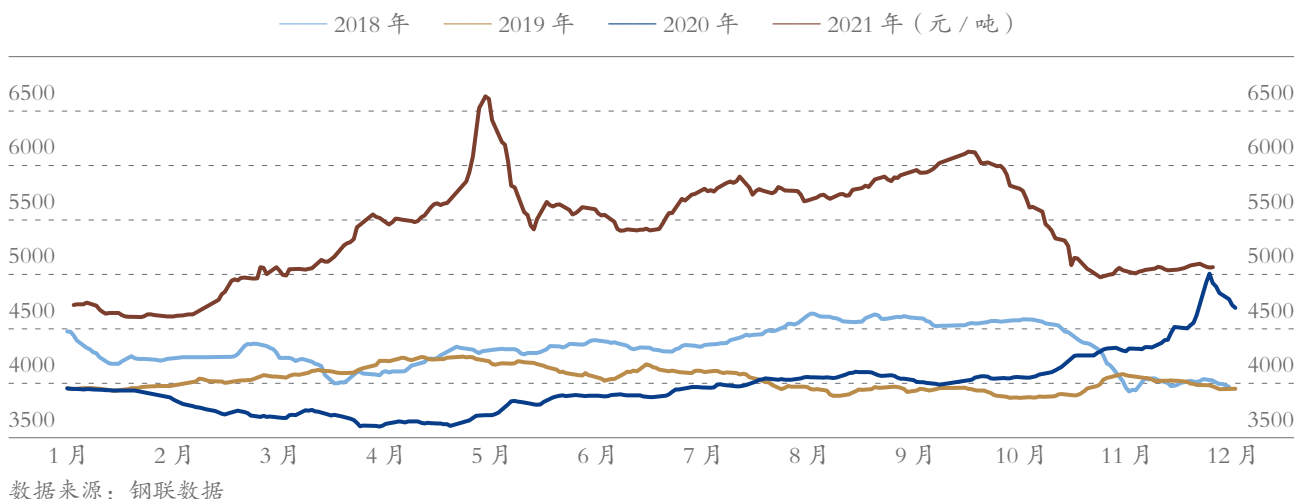


图 1：2018-2021 年普钢价格指数

（二）行业利润明显改善，但年内波动较大

1. 2021 年钢铁行业吨钢利润明显改善。

据 Mysteel 测算，螺纹和热卷吨钢利润最高达到 1000-1200 元 / 吨；但波动较大，呈现“过山车”的走势。

2. 行业效益创历史最好水平。

2021 年钢铁行业效益呈前高后低走势，钢铁行业效益创历史最高。全年重点大中型钢铁企业累计营业收入 6.93 万亿元，同比增长 32.7%；累计利润总额 3524 亿元，同比增长 59.7%，创历史新高（图 2）；销售利润率达到 5.08%，较 2020 年提高 0.85 个百分点。

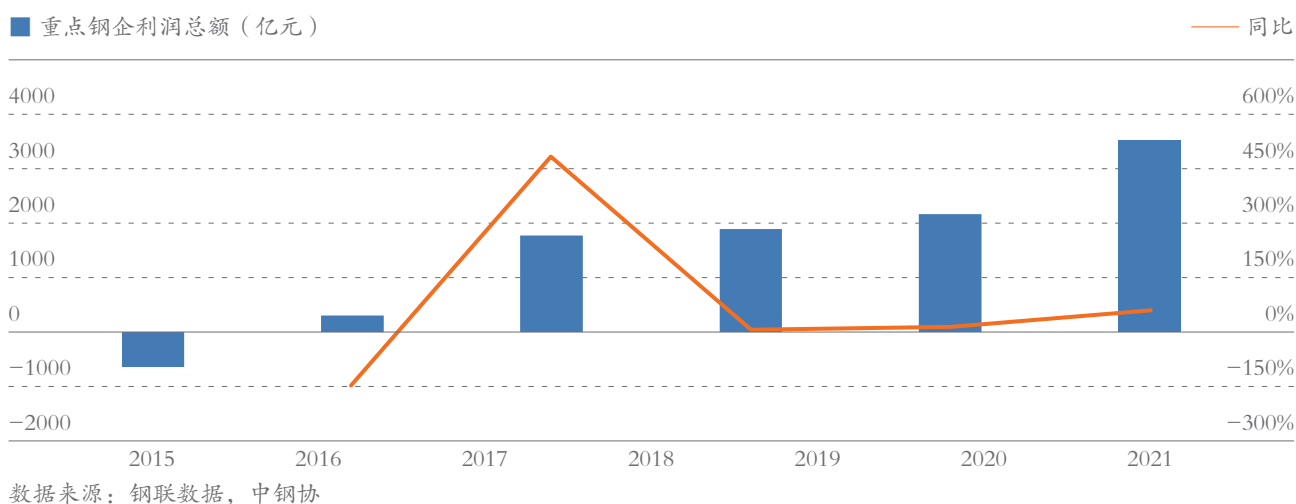


图 2：2015-2021 年中国重点钢企利润总额

二、2021 年钢铁市场运行逻辑分析

（一）货币刺激全球经济迅速复苏，供需错配导致大宗商品价格普涨

宽松的货币政策刺激全球经济迅速复苏，同

时也导致了大宗商品价格被过度放大。据世界各国央行数据，2020 年 1 月 -2021 年 9 月，全球主要经济体（中国、美国、欧盟等）M2 增量高达 18.39 万亿美元（约等于 119.52 万亿元人民

币)，超过了 2020 年中国 GDP 总量。由于货币超发严重，短期内市场难以完全消化，M2 增速与各国 GDP 增速不匹配，导致商品价格被过度放大，全球通胀高企，大宗商品成为资金蓄水池。

消费国恢复进程快于基础资源生产国，全球供需错配。后疫情时代，欧美耐用品需求在财政补贴的刺激下增长强劲，达到了近年最好水平，全球工业迎来了周期性的复苏，制造业 PMI 指数长期处于扩张区间，工业生产极为旺盛；欧美房地产行业兴起，钢材需求快速增长。但受疫苗接种率、经济复苏、产业链分布差异等因素影响，

发达国家恢复速度快于发展中国家，加剧了全球范围内基础原材料的供需错配。

（二）全球钢铁消费增长，带动我国钢材出口大增

1. 全球钢铁消费大幅增长，海外消费更为强劲。

据世界钢协测算，2021 年全球粗钢表观消费量为 18.55 亿吨，同比增长 4.5%；增量主要由国外贡献，国外粗钢表观消费量累计（考虑钢坯流通）为 8.7 亿吨，同比增长 18.5%，中国粗钢表观消费量累计（考虑钢坯流通）为 9.9 亿吨，同比下降 5.3%，国内外需求表现分化（图 3）。

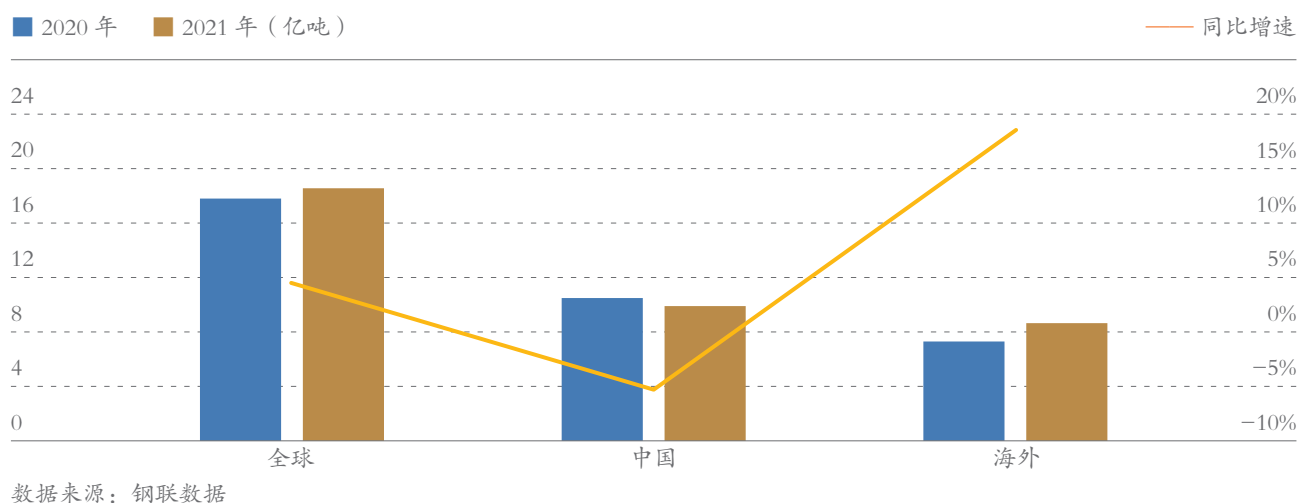


图 3：2020-2021 年全球粗钢消费量变化

2. 出口需求强劲。

海关总署数据显示，2021 年中国累计出口钢材 6690 万吨，同比增长 24.6%，为 6 年来首次增长；累计进口钢材 1426.8 万吨，同比下降 29.5%。虽然 8 月后大部分钢材的出口退税政策被取消，但由于对外的价格优势使得全年出口同比依然保持高增长。间接出口方面，统计局数据显示，全国机电产品出口额累计同比增长 20.4%，占出口总额的比重为 59%，对国内制造业拉动作用显著。

（三）国内钢铁行政式压产对钢价形成重要支撑

1. 全年粗钢产量行政式压减。

2020 年末工信部提出 2021 年全国粗钢产量要实现同比下降，2021 年 3 月唐山执行常态化限产措施，7 月全国性限产。国家统计局数据显示，2021 年全国粗钢产量为 10.3 亿吨，同比下降 3%，压减效果显著。其中最主要的减量来自河北，唐山地区高炉产能利用率长期保持偏低的水平（图 4），预估河北省累计同比减产 2500 万吨左右。2021 年第三季度开始的集中性限产

对下半年钢价起到重要支撑作用。

2. 能耗双控落地，限电导致电炉产能利用率超预期下降，加速粗钢产量压减进程。

据发改委消息，2021 年上半年 9 个省（区）能耗强度不降反升，8 个省（区）能源消费总量一级预警，9 月全国多省市强制执行能耗双控政

策。具体到钢铁行业，电弧炉具有大功率的特性，平均吨钢耗电需要 560 度左右，因此限电对其生产影响较大。9 月末，Mysteel 调研的 71 家独立电弧炉产能利用率大幅降至 49.2%，据中钢协公布的旬度数据，9 月废钢比最低降至 10%。



图 4：2018—2021 年唐山高炉产能利用率情况

（四）原料成本大幅抬升，钢价底部大幅上移

1. 2021 年的原料涨幅超过了成材，钢材成本较去年增加 1300 元 / 吨左右，对钢价起到了非常重要的支撑作用。

焦煤在 2021 年黑色产业链是中长期供应弹性最小的品种，供应短缺矛盾被市场充分挖掘。主要在于：一是我国优质主焦煤长期短缺，依靠进口补充。但据海关数据显示，2021 年炼焦煤进口数量同比骤减 24.6%，主要因蒙古煤疫情，蒙煤通关大幅减少 40.9%，第四季度质量较好的澳煤滞留资源虽然通关，但并未解除焦煤短缺的现象；二是国内煤矿事故多发，导致 2021 年国内煤矿安全监管升级，煤矿超产被严格限制，表外产量锐减。整体来看，Mysteel 估算 2021 年国内焦煤总供应同比下降 2.6%。焦煤总库存在

2021 年下半年长期处于历年同期低位，价格持续突破前高。

2. 焦炭价格由基本面推涨转为成本推涨。

据 Mysteel 数据，2021 年初以来焦炭库存同比下降 100 万吨，因环保和产能置换等因素影响，2021 年上半年焦炭供应延续了 2020 年以来的紧张状况，焦炭产量累计增速长时间低于铁水，供给不足导致焦炭库存不断下探，2021 年 6 月底库存较 3 月底去化 266 万吨（图 5）。此外，2021 年第三季度焦煤供应紧缺问题发酵，自 7 月起主焦煤价格涨幅达 85.6%，带动冶金焦价格上涨 47.1%，吨焦利润从千元以上被极限压缩至盈亏线。

3. 矿价因供需错配突破历史新高，年均价大幅上涨。

2021 年 1-7 月全球生铁产量保持高增长，长期高于主流矿山出口累计增速。世界钢协数据

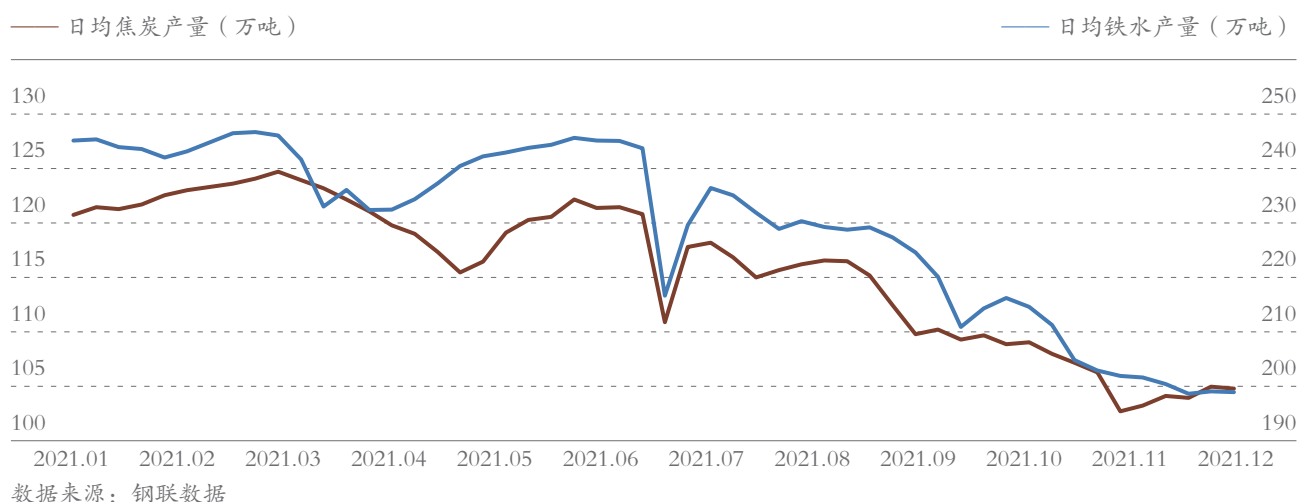


图 5：2021 年日均焦炭和铁水产量走势图

显示，1-7 月全球生铁产量同比增长 5.6%，国内生铁产量同比增 2.3%；而全球铁矿石发运量

主流矿山铁矿石发运量同比仅增长 2.6%，两者差值达到 2021 年内峰值（图 6）。供需错配导致铁矿石价格上涨支撑强，矿价创历史新高。

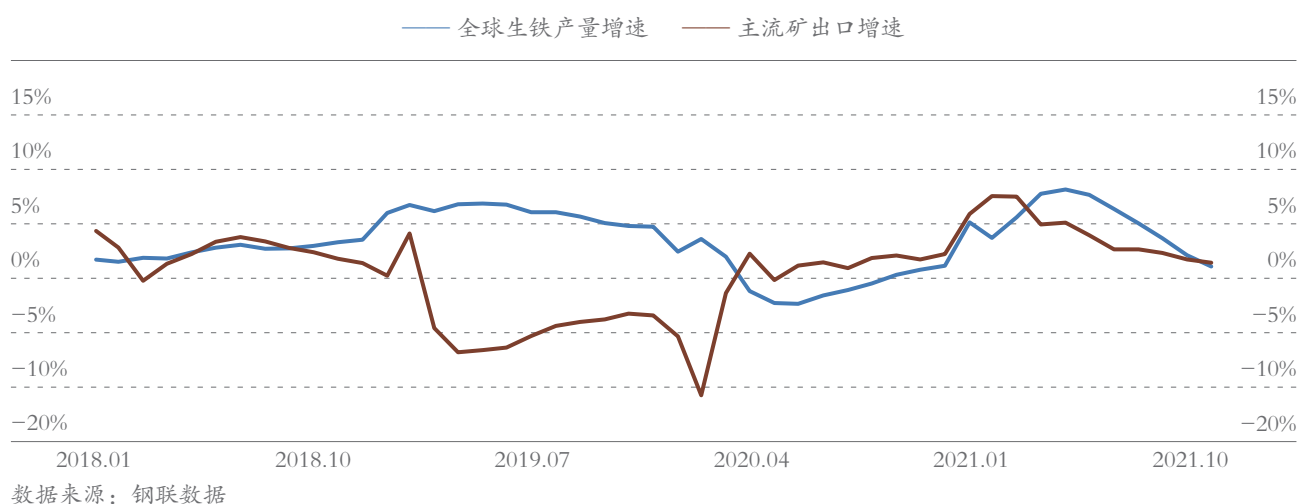


图 6：2018-2021 年生铁产量增速与主流矿出口增速

4. 废钢性价比高，跟随钢价大幅上涨。

废钢价格持续偏强的主要原因是铁矿石及焦炭价格上涨速度过快，铁废价差扩大，废钢性价比凸显。统计局数据显示，2021 年上半年粗钢产量同比增长 11.8%，废钢消费需求旺盛，废钢比平均为 18.7%，最高达 21.8%。此外，钢价大幅上涨，高价废钢接受度变高。

（五）下游行业消费有所分化，板强长弱局面长期存在

1. 国内下游行业消费前高后低，结构分化。
行业分化对钢材品种的价格有直接影响，制造业用钢价格强于建筑业用钢（表 2），热卷价格明显强于螺纹钢，卷螺差长期保持在 300-500 元 / 吨。具体来看：

表 2：制造业运行情况

制造业下游	单位	2020 年	2021 年	2021 年同比
汽车产量	万辆	2523	2608	3.4%
空调产量	万台	21065	21836	9.4%
冰箱产量	万台	9015	8992	-0.4%
洗衣机产量	万台	8042	8619	9.5%
挖掘机	万台	33	34	2.8%
装载机	万台	13	14	7.1%
新承接订单量	万载重吨	2893	6707	131.8%
造船完工量	万载重吨	3853	3970	3.0%
手持订单量	万载重吨	7111	9584	34.8%
集装箱产量	万立方米	9864	23058	110.6%

数据来源：中汽协，统计局，中船协（同比增速根据统计局公布）

（1）房地产

在“三道红线”压制下，2021 年以来房企贷款融资单月同比增速连续 8 个月负增长，导致房企资金周转紧张；另一方面，政府提高房贷利率以及严格控制居民信贷，居民首付款比例大幅提升，房地产市场活跃度大大降低。据统计局数据，2021 年房地产销售面积同比仅增长 1.9%，且出现过连续 5 个月的负增长。在资金紧张、销售进度偏慢的背景下，房地产新开工项目的意愿明显下降。据统计局数据，2021 年全国房屋新开工面积累计增速下滑 11.4%，对建筑钢材需求冲击较为明显。据 Mysteel 测算，2021 年螺纹钢消费量累计同比下滑 6.7%，线材消费量同比下降 8%。

（2）基建

2021 年，由于地方政府隐性债务监管较严，我国专项债发行增速整体呈现“前低后高”的态势，财政政策发力偏慢。在此背景下，据统计局数据，2021 年基建投资同比增速仅为 0.4%。同时受原材料价格大幅上涨影响，除了水利投资增

速提升外，公共设施管理业、道路运输业和铁路运输业投资增速均出现了下滑。

（3）汽车

据中汽协数据，国内汽车产销量累计分别同比增长 3.4%、3.8%，其中新能源汽车在“双碳”的背景下表现“一枝独秀”，产销量累计同比分别增长 160%、158%。但受疫情以及缺“芯”问题影响，汽车企业生产受到较大限制，根据汽车行业数据预测公司 Auto Forecast Solutions (AFS) 测算，2021 年因芯片紧缺导致全球汽车累计减产 1132 万辆，其中我国累计减产 215 万辆。

（4）家电

据国家统计局数据，2021 年房地产竣工面积同比增长 11.2%，竣工面积高对家电需求带动明显；海外直接性的财政补贴刺激欧美耐用品需求增长，尤其对我国家电出口拉动作用显著。据国家统计局数据，2021 年我国空调累计产量 21835.7 万台，同比增长 9.4%；冰箱累计产量 8992 万台，同比下降 0.4%；洗衣机累计产量 8618.5 万台，同比增长 9.5%。

(5) 工程机械

尽管 2021 年房地产行业新开工面积同比下滑 11.4%，但因多年的行业累积，开发商手中存量工程较多，房地产行业施工面积同比仍增长 5.2%，叠加“国四”标准切换，对工程机械需求有一定拉动作用。据中国工程机械协会数据，2021 年，共销售挖掘机 34 万台，同比增长 4.63%；共销售各类装载机 14 万台，同比增长 7.11%。

(6) 造船和集装箱

由于疫情后全球经济复苏，国际贸易需求大增，而检疫塞港导致运力紧张，叠加部分环保升级和替换需求，造船市场火爆。据中船协数据，2021 年全国造船完工量 3970.3 万载重吨，同比增长 3.0%；新接订单量 6706.8 万载重吨，同比增长 131.8%；截至 12 月底，手持订单量 9583.9 万载重吨，比 2020 年底手持订单量增长 34.8%。此外，飞涨的海运费和空箱滞留问题严重导致集装箱需求翻倍增长。据国家统计局数据，2021 年集装箱产量达 23057.6 万立方米，同比增长 110.6%。

(六) 政策强干预下，年内黑色品种价格波动剧烈

2021 年是我国“双碳”元年，各项改革进入深水区。钢铁作为重要基础性产业，连接国民经济命脉，各项改革和调控对钢铁产业产生巨大影响，如钢铁减量发展、房地产调控以及煤炭市场整顿等，导致钢市运行逻辑快速切换，钢价波动剧烈。

在通胀预期叠加粗钢压减预期的作用下，2021 年“五一”后钢材价格大幅上涨，仅 6 个交易日钢价上涨超过千元 / 吨，并连创历史新高，上涨速度之快大超市场预期。高价格已经超过下游企业的承受能力，很多下游工程出现停工现象。5 月中旬大宗商品的过快上涨引起高层的

重视，国常会提出要做好大宗商品的保供稳价工作，钢铁行业作为大宗商品的重要组成部分，也是重要的工业基础原材料，其价格的异常变化对经济的影响较大，河北和上海等地钢铁企业被约谈。一番组合拳推出后，钢价快速消弭前期涨幅，Myspic 普钢绝对价格指数下跌 1221 元 / 吨，跌幅 18.3%。

2021 年第三季度开始“粗钢压减”政策落地，铁矿石需求下行，价格一度跌至 90 美金 / 千吨以下。各省市纷纷出台压减政策，钢厂高炉检修增多，导致 Mysteel 调研的 247 家钢厂日均铁水产量从高位 245 万吨 / 天降至 200 万吨 / 天以下。而供给端，我国 45 港维持年均线以上的到港量，供强需弱的背景下，Mysteel 数据显示，45 港港口库存快速累积至 1.55 亿吨，较 6 月底增加 3337 万吨。

2021 年 10 月，国内煤炭行业一系列保供稳价政策落地，效果显著，多数煤矿产能释放，动力煤价格降至千元左右。在煤炭供给紧张情况下，在港澳煤陆续通关。海关数据显示 2021 年 10-11 月澳煤进口量为 344.9 万吨，弥补了因疫情减少的蒙煤通关量，叠加焦煤矿提产，供应增加。此外，在环保限产背景下，Mysteel 数据显示，独立焦化和钢厂焦化合计焦炭产量由前期高位 120 万吨 / 天降至 104 万吨 / 天，降至近四年最低位，供应缺口修复。

三、2022 年钢铁市场展望

(一) 疫情进入常态化，经济稳增长与货币收紧并行

1. 2022 年全球疫情将进入常态化阶段。

2021 年新冠病毒不断变异，疫情在全球各地反复爆发，对全球经济复苏的进程造成了严重的影响，而随着全球新冠疫苗接种率的不断上升，2022 年新冠疫情对经济冲击力度将进一步下降。

2. 美联储加息预期强烈。

2022 年 1 月，美国末季调 CPI 同比上涨 7.5%，创 40 年以来新高。在高通胀的压力下，美联储“鹰声”一片，表示将阻止高通胀持续。圣路易斯联储主席布拉德申明，为应对 40 年来最高的通胀水平，美联储应在 3 月加息 50 个基点，在 7 月 1 日之前共加息 100 个基点，并在 2022 年第二季度开始收缩资产负债表，这或将对全球大宗商品价格产生较大影响。

3. 国内货币政策仍将“合理充裕”。

2022 年我国货币环境整体或将相对宽松。从 2021 年下半年央行的表态来看，未来我国货币供应依旧将秉持“合理充裕”的原则；2021 年下半年央行两次降准，共计释放长期资金 2.2 万亿元人民币，以降低全社会融资成本。在目前全球货币即将收紧的背景下，我国央行的降准进一步反映未来我国货币政策将“以我为主”；由于我国摆脱疫情影响较快，2020-2021 年向市场投放的货币总量较美国等国家而言相对较少，叠加目前我国 CPI 指数仍在相对低位，为我国的货币政策留出较大的操作余地。

4. 2022 年中国经济将继续保持稳增长，投资与消费将是经济增长的支柱。

从固定资产投资来看，2022 年固投三大指标将呈“两升一降”的格局：在国家宏观政策的调控下，房地产投资增速将低位运行；基建投资方面，受益于 2021 年下半年专项债发放速度加快的情况，2022 年上半年基建投资的资金来源较为宽松，在国家“跨周期调节”的要求下，2022 年基建投资有望大幅回暖并为经济托底；制造业投资方面，在国家宏观政策的鼓励下，2022 年制造业投资有望继续维持高位。从部分领先指标来看，统计局数据显示 2021 年我国金属切削机床产量增速高达 29.2%，集成电路产

量增速高达 33%，二者增速均明显高于 2018-2020 年平均水平，预示着制造业的较高景气度。

从社会零售总额来看，随着疫情影响逐步褪去，居民消费意愿将受到提振，2022 年社会消费品零售总额仍将保持较高增长。具体来看，受益于芯片短缺问题缓解的情况，2021 年 10 月汽车零售数据已出现回升，随着未来芯片问题进一步改善，2022 年汽车零售数据有望回归正增长。

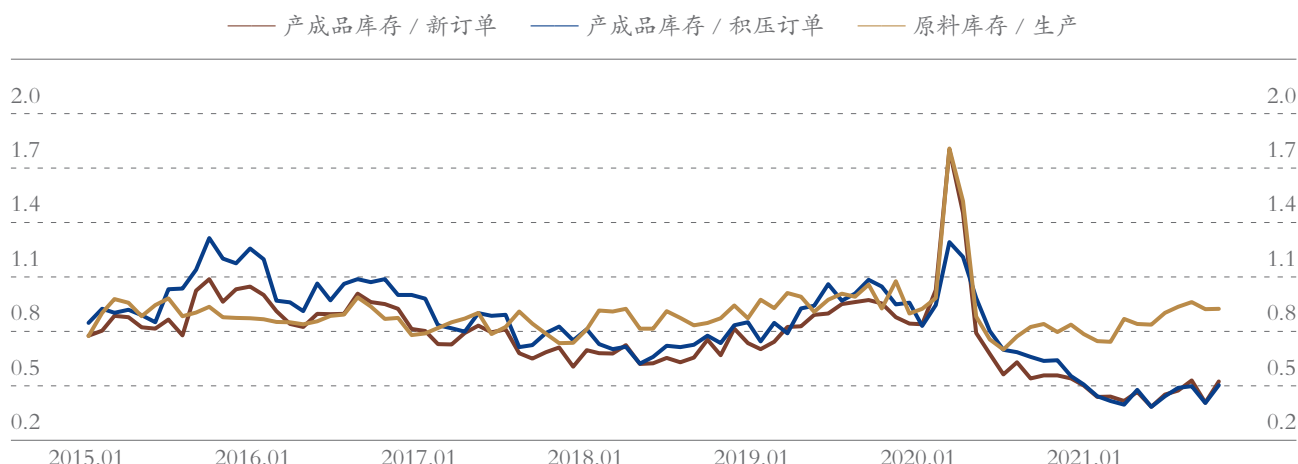
（二）减量发展，2022 年国内钢材供需或双降

1. 2022 年我国工业品出口增速大概率下滑，但整体仍有韧性。

2022 年海外消费将走弱，影响我国工业品出口增速下滑。2022 年海外 GDP 增速将较 2021 年明显下滑，海外对耐用品消费需求将逐步下滑，进而对钢材间接消费形成拖累。此外，随着海外经济持续复苏，其本国的生产供应链逐步恢复，海外钢铁产量将明显回升，导致其对钢材进口的依赖度有所下降。整体看，海外钢材产量的回升以及耐用品消费量的下降，将直接影响我国钢材的直接和间接出口量。

不过，2022 年我国工业品出口量仍有一定韧性。主要原因有二：一是目前我国钢材价格较为低廉，在国际市场上具有较强的竞争力，海外补库需求旺盛将对钢材的需求有一定支撑（图 7）；二是随着美国、欧洲基建计划的先后落地，2022 年其对钢材的需求将有所回升，据统计，美国新增基建计划中，有超 2000 亿项目内容对钢材存在直接的消费需求，将拉动全球的钢材消费需求，而中国作为全球最大的钢铁生产国，其基建计划的落实将在一定程度上支撑 2022 年我国的钢材出口贸易。

“双碳”目标下，我国钢铁行业已经进入减量发展时代，叠加两次出口退税政策调整和存在



数据来源：公开数据

图 7：2015–2021 年美国制造业库销比情况

加征关税的可能性，2022 年预计钢材直接出口量将降至 6000 万吨以下。

2. 国内受房地产调控影响，2022 年整体内需将有所下降。

(1) 房地产

2021 年我国对房地产行业的宏观调控空前严厉。一方面，房地产新开工面积增速与投资增速迅速下滑，其中新开工面积增速开始低于竣工面积增速；另一方面，投资增速开始低于销售增速，原本房企高杠杆的经营模式被改变。

2021 年下半年我国房地产调控政策持续加严，以达到“经济去地产化、地产去金融化”。具体来看，2021 年国家对于地产的主要调控政策有二：一是 2021 年 9 月 3 日央行提出“房地产贷款集中度管理制度已进入常态化实施阶段”，反映未来地产融资将集中受到央行的监管，房企融资持续受限，或将影响 2022 年房企投资增速；二是 2021 年 10 月 23 日全国人大常委会授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作，房产税的落地执行将提高居民的持房成本，削弱投机性购房需求，以达到“房住不炒”的目标。对于房企而言，在当前资金周转紧张以及未

来新房销售前景偏差的背景下，2022 年地产新开工面积增速或将持续下滑。

虽然近期地产调控政策有所放松，但从优化我国经济结构以及防范金融风险的角度来看，未来国家对地产的调控政策将继续坚定不移地执行下去，地产调控将常态化。预计 2022 年房地产投资将增长 2.9%，新开工面积将同比下降 5%。

(2) 基建

跨周期调节背景下，2022 年基建投资有望发力。2021 年 12 月中央经济工作会议明确提出，要适度超前开展基础设施投资，财政政策对基建支持力度明显提升。2022 年新年伊始，上海、浙江、四川等多地打响 2022 年项目集中发布和开工的“发令枪”。此外，广东、安徽、江苏、河南、河北等多地也陆续发布了涉及高端产业、基础设施、清洁能源等一些重点项目在内的年度投资计划。据 Mysteel 不完全统计，截至 2022 年 1 月 10 日，全国至少有 11 个省、直辖市组织召开了 2022 年重大项目开工活动，涉及重大项目超 5000 个，总投资规模超 3 万亿元。按照当前的良好势头，预计 2022 年基建投资将增长 4.8%。

(3) 汽车

预计 2022 年我国汽车产销量将得到恢复性增长。一方面，目前我国汽车保有量为 200 辆/千人（较 2019 年明显提升），参考美国、日本历史同阶段，汽车行业产量增速在 3%-5%，我国汽车消费尚未触顶，随着居民收入的提升以及加大“内循环”政策的利好，2022 年汽车消费仍有一定增长空间。另一方面，在“双碳”目标的压制下，传统燃油车油耗积分压力巨大，新能源汽车对传统燃油车的替代需求迅速增长。不过，芯片厂复产虽然带动车用芯片有所增加，但全球新能源汽车销量火爆，芯片供应仍然紧张，将抑制 2022 年汽车产量增速。预计 2022 年汽车产量将同比增长 5.4%。

(4) 家电

由于 2021 年家电出口超预期增长，短期海外市场已经趋于饱和，叠加海外财政补贴退坡、耐用品需求下滑对我国出口拉动作用减弱；国内受房地产下行拖累，奥维云数据显示 2021 年开市楼盘同比下滑 25.7%，房屋成交套数同比下滑 37%，将拖累 2022 年家电内需。随着房地产行业进入下行周期，国内家电行业需求将进入慢增长时代，或以存量竞争为主，不过能耗降低要求和疫情带来的健康消费理念将拉动家电行业更新换代。预计 2022 年空调产量将同比增长 2%，冰箱产量将同比下降 3.5%，洗衣机产量将同比增长 1.4%。

(5) 工程机械

预计 2022 年我国工程机械产销量同比下降，主要原因有：一是工程机械近年来保持高增长，目前我国重卡保有量已超 850 万辆，工程机械保有量也超过了 800 万辆，作为工业耐用品，预计 2022 年增长乏力；二是房地产、基建行业在未来政策环境下，将进入中低速发展阶段，作为其

下游的工程机械行业，未来增长动力不足；三是出口或高位回落，2021 年以来，工程机械出口市场表现较好，主要由于疫情后海外基建和房地产投资加快拉动需求，在 2021 年高基数水平上，预计 2022 年挖掘机销量或同比下滑 14%。

(6) 造船和集装箱

2022 年造船行业和集装箱景气度有所回落，但依然处于相对高位。预计 2022 年我国新承接订单同比回落 18.7%，但绝对值依然处于相对高位，造船完工量和手持订单量将分别增长 4.5%、5%。原因在于：一是全球疫情防控成为常态，将缓解检疫塞港对航运需求的紧张态势，另外，新船投入将增加部分运力；二是 BDI 指数大幅回落，船东利润收窄，下单积极性有所下降；三是行业环保标准提升将带来部分新船需求，2023 年，新的国际环保公约生效，据测算，40% 的散货和油轮以及部分集装箱无法满足环保标准，替代需求依然维持相对高位；四是美国对滞港集装箱处以高额罚金，航运巨头达飞、马士基和赫伯罗特等开始冻结即期货柜运价，集装箱周转加速，新增需求开始明显下滑。不过，由于新冠新变种影响，2022 年上半年运力紧张和港口拥堵或难以完全解决，预计 2022 年的集装箱产量将同比下滑 3-4 成左右，较往年依然处于相对高位。

3. 双碳目标下，粗钢供应将继续压减。

(1) 钢铁行业“碳达峰、碳中和”任务紧迫。

2020 年，全球碳排放量预计约为 340 亿吨，我国占比约 28%。在众多行业中，钢铁行业碳排放占全国比重高达 18%，在 2030 年实现“碳达峰”，粗钢产量压减刻不容缓。

(2) 短期依靠技术进步实现降耗难度大。

工信部发布的《关于推动钢铁工业高质量发展的指导意见（征求意见稿）》重点指出“十四五”钢铁能源消耗总量和强度均要下降 5% 以上，但

“十三五”期间的实际情况是，重点钢企综合能耗上升 11%，这主要在于产量的上升，全国粗钢产量上升 32%，而重点钢企依赖技术进步吨钢能耗下降 4.6%。因此，要实现能源消耗总量和强度均要下降 5% 以上的目标，在产量略降的情况下，通过技术进步即可实现，但 2025 年以前通过技术普及实现全面降耗依然存在一定难度。

(3) 能源消费总量目标全部依靠减量实现可行性高。

2021 年粗钢产量同比下降 3200 万吨(表 3)。最低目标下降 5%，2022-2025 年还有 2300 万吨余量；目标下降 8%，2022-2025 年还有 5400 万吨余量，预计 2022 年粗钢产量将继续下降。

表 3：2020-2021 年钢材供需平衡表

万吨	粗钢产量	生铁产量	钢材进口	钢材出口	钢坯进口	粗钢表观消费量
2020 年	106477	88750	2023	5368	1833	104965
2021 年	103279	86857	1427	6690	1350	99366
同比变动	-3198	-1893	-596	1322	-483	-5599

数据来源：钢联数据，国家统计局，海关总署

(三) 原料端整体需求或下行，成本下移将拖累钢价走弱

1. 铁矿石或维持供需宽松局面。

据 Mysteel 测算，2022 年我国铁矿石需求同比或减少 2.4%。需求方面，为完成“碳达峰”目标，2022 年中国粗钢产量或继续压减状态，预计我国 2022 年生铁产量相比于 2021 年或减少 2000 万吨，降幅约为 2.4%，而海外钢厂生

产偏稳，铁矿石需求难有明显增量。

全球铁矿石供给继续保持增长。供给方面，2022 年，必和必拓（BHP）和福蒂斯丘（FMG）生产目标高于 2021 年，淡水河谷（VALE）和力拓（RIO）较 2021 年基本持稳。此外，印度增产计划较强，或是 2022 年的主要增长点，预计 2022 年全球供应或增长 5100 万吨（表 4）。但在全球铁矿需求同比或未有明显增量的情况

表 4：2020-2022 年全球铁矿石供应情况及预估增量（单位：百万吨）

国家	2020 年	2021 年	2022 年	2022 预估增量
全球铁矿供应	2338	2423	2474	51
澳大利亚	920	909	920	11
巴西	370	401	408	7
南非	60	67	68	1
印度	195	233	253	20
美国	40	49	49	0
中国	275	265	271	6
其他	479	498	504	6

数据来源：钢联数据

下，四大矿山生产及发运或处计划低位，而由于2022年矿价或回归正常范围内波动，因此非主流矿山发运或较2021年小幅减少，预计2022年我国铁矿石进口或为11亿吨，较2021年同比减少约2%。整体来看2022年全球铁矿石供应仍趋于宽松，铁矿石价格中枢预计下降。在铁矿石供应相对宽松背景下，作为全球最大的铁矿石买方市场，资源将在很大程度上得到一定保障，我国铁矿石供应安全暂时无忧。

2. 焦煤供需基本面偏宽松，成本下移，焦价重心将下移。

(1) 煤炭供应紧张将缓解，煤价重心下移。

随着煤炭保供稳价工作的逐渐推进，内蒙古定点保供产能释放，以及陕西、山西核增产能释放。据统计局数据显示，2021年11-12月，我国原煤日均产量均在1200万吨/日以上，创历史新高，其中内蒙古、山西、新疆等多省区煤炭产量均创近年来新高。此外，加大进口煤规模操作，稳固了冬季动力煤保供举措，煤价运行于限价上限。2022年随着经济增速回落，工业生产增速将下降，用电需求增速放缓，而在保供稳价政策、安全检查加严以及疫情影响进口煤通关情况下，国内煤炭供应将跟随需求进行释放，整体煤炭较难出现供应严重短缺现象。

需注意目前政策重点在保供动力煤，而优质的焦煤主要依赖进口，澳煤进口存在不确定性，蒙煤受疫情干扰，2022年上半年焦煤的供应恢复可能存在一定的时滞。但长期来看，在钢铁减量发展背景下，焦煤供需将逐步趋向宽松，价格存在高位回落的风险。

(2) 焦企成本下降，在需求走弱预期下，焦价重心下移。

焦煤供应得到缓解，焦化行业原料问题得到解决，但在能耗双控背景下，焦化行业主产区受

政策影响较大，焦炭产量将保持低位运行。而需求端，在“双碳”目标下，我国生铁产量仍有回落预期，Mysteel调研的247家钢厂日均铁水量或长期运行于210-230万吨/日，对焦炭需求明显减少。因此，在供需均弱以及成本回落背景下，焦炭库存或有所累库，焦价支撑弱，价格将呈现回落。

3. 政策发展支持，但压产政策执行下废钢需求或走弱。

因电炉炼钢更符合“碳达峰、碳中和”要求，国务院印发《2030年前碳达峰行动方案》，后期将加大力度推进废钢电炉工艺冶炼。由于2022年或持续执行“粗钢压减”政策，压减主要集中在长流程，整体对废钢需求减量或较小，对废钢价格有支撑。不过，原料价格的大幅回落，以及钢价的走弱，预计2022年废钢价格将下跌。

(四) 2022年钢材价格重心将下移

展望2022年，全球经济增速将逐渐下滑，货币宽松政策逐渐退出，大宗商品价格总体承压。就钢铁行业而言，预计2022年全球钢铁消费增速将有所放缓，在国内“双碳”目标下，钢铁减量发展，国内外钢铁消费将继续呈现外增内降格局。从下游行业来看，制造业用钢表现将强于建筑业。原材料方面，在国内钢铁供需双降态势下，原材料面临供应过剩的风险，价格存在较大下行压力。截至2022年1月中旬，Mysteel数据显示铁矿石港口库存已累积至近1.57亿吨，煤矿焦煤库存快速增加。据了解，目前全球主流矿山2022年仍然保持增量计划，预计2022年铁矿石和煤焦价格重心将下移。整体来看，预计2022年Myspic普钢绝对价格指数将呈现前高后低态势，均价将出现较为明显的下跌。

(责任编辑：费斐)

钢铁生态圈中的价格风险管理^{*}

中国钢铁工业协会 《钢铁产业链套期保值实务》课题组

钢铁工业是国家工业体系的重要组成部分，是国民经济基础材料部门，是国家工业化的重要支撑产业。过去二十年，钢铁工业经历了高速发展，影响市场的不确定因素不断增多，再加上国内现行钢铁产业政策变化的影响，使得包括钢铁生产原燃料及成品在内的商品价格波动愈加频繁。面对未来市场的风险挑战，钢铁生态圈中的各个企业如何运用好衍生工具，开展套期保值至关重要。

一、期货市场正呈现蓬勃发展之势

（一）利用金融工具是大势所趋

嘉吉公司（Gargill）的一项研究称，过去四十年，大宗商品市场历经变化，市场交易的复杂度越来越高，特别是随着金融衍生工具的引入，市场参与者从最初简单的供需双方变成了多方参与，共同发现价格，市场的透明度随之大大提高，市场的波动性也有所增强。

石油市场就是一个典型代表，从历史演变历程看，国际原油定价体系主要经历了三个阶段：

阶段一：寡头垄断定价（1859 — 1960 年）。自 1859 年石油工业诞生到 20 世纪 60 年代末期，原油定价由世界七大石油公司“七姊妹”¹ 主导。

阶段二：生产者定价（1960 — 1985 年）。1960 年，石油输出国组织（Organization of the Petroleum Exporting Countries, OPEC）

成立，随后的十年大部分时间石油供应过剩情况以及 20 世纪 70 年代的产油国国有化浪潮，逐步削弱了“七姊妹”的定价主导权。OPEC 在 20 世纪 70 年代中叶制定了生产者定价体系，该定价体系中，沙特阿拉伯轻质原油的价格作为原油定价的“参考价格”。

阶段三：交易所报价（1986 年至今）。1986 年，原油价格大幅下跌，OPEC 废弃了生产者定价制度，开始采用与市场更相关的定价制度。同年，随着墨西哥国有石油公司 Pemex 采用交易所模式的定价制度为其销售的原油定价，这一定价制度实现了迅速推广。到 1988 年，大部分石油出口国均接受通过交易所报价来确定原油价格。从那时起，这种定价形式成为国际石油交易中无争议的主流定价形式。

钢铁原料及产品市场也在经历类似的趋势，只不过步伐更快一些：

第一阶段，2004 年之前，钢铁原料市场定价的影响因素基本限于行业内。以铁矿石为例，钢铁企业通过签订长期定价合同采购铁矿石，定价则由供需双方通过年度基准价格谈判来决定，这种方式的复杂度和不确定性非常低。

而后市场进入了第二个阶段。在这个阶段，随着工业化、城镇化的推进，钢材需求爆发式增长，市场波动性和不确定性大幅上升，但钢铁与

^{*} 《钢铁产业链套期保值实务》课题组负责人为姜维，课题组成员为臧若愚、王贺彬、李燕杰等。

¹ “石油七姊妹”包括埃克森公司、壳牌公司（英荷共有）、英国石油公司、海湾公司、德士古公司、美孚公司、雪佛龙公司（即加州标准石油公司）。

原燃料价格呈现单边上升的态势。直到2008年全球金融危机爆发，终结了牛市盛宴。大宗商品价格上涨趋势告一段落，但这一阶段也永远地改变了钢铁行业：基准定价机制结束，一系列指数开始成为定价基准，同时衍生品市场逐步开启。在这个阶段之后，由于全球各国政府推出经济刺激政策，钢铁行业迎来了一个短暂的复苏，直到2015年，进入产能严重过剩的阶段。

随着利润率下行以及价格波动性上升，钢铁行业对衍生产品的需求急剧增长，市场开始进入第三阶段。中国期货市场开始快速发展，企业有效利用各类风险管理工具。用好这些工具，而非投机的企业，拥有了实实在在的竞争优势。供给侧结构性改革大幕开启后，市场复杂度急剧升高，但同时透明度和不确定性也都提高。在整个过程中，期货市场对钢铁原料及产品市场价格的影响变得越来越直接，同时大量的创新工具逐渐发展起来，这给钢铁企业和相关贸易企业管理风险提供了机遇，但同时也意味着挑战。

（二）钢铁产业链期货期权品种越来越齐全

2009年3月27日，螺纹钢期货和线材期货在上海期货交易所（下简称上期所）正式上市交易，此后钢铁产业链期货品种快速发展。2011年4月15日，焦炭期货在大连商品交易所（下简称大商所）上市交易，成为全球首个焦炭类期货。2013年3月22日，焦煤期货在大商所正式上市。2013年10月18日，全球首个实行实物交割的铁矿石期货合约在大商所挂牌交易。2014年3月21日，热轧卷板期货在上期所挂牌交易。2014年8月8日，硅铁、锰硅期货在交割和持仓等方面进行创新设计后在郑州商品交易所挂牌交易。2019年9月25日，不锈钢期货在上期所上市交易。十年时间里，上市的黑色金属期货品种基本覆盖了钢材全产业链。

以螺纹钢期货为例，2005-2014年我国螺纹钢产量保持较快增长，年复合增长率超过10%。随着钢铁行业产能过剩，2015-2016年国内钢价持续下跌，螺纹钢增产受到抑制。2015年螺纹钢产量2.04亿吨，较2014年减少5.1%；2016、2017年延续跌势；2018年产量有所恢复达到2.09亿吨，同比增长4.82%；2019年产量2.49亿吨，同比增长19.13%；2020年产量2.66亿吨，同比增长6.68%。2013-2017年，螺纹钢期货日均持仓量持续上涨，在2017年达到高点2017万吨后，2018年有所下降，2019年日均持仓1844万吨，螺纹钢持仓稳定性高于成交，2016-2020年日均持仓量均在1650万吨以上，显示其期货市场很活跃。

中国的螺纹钢期货交易在上期所进行，近年来法人客户持仓占比不断提升。法人客户占比提升说明期货作为套期保值工具的作用得到了一定发挥。自上市交易以来螺纹钢期现价格相关系数高达0.95，期现价格联系紧密、走势高度相关，说明期货市场已经具备了良好的价格发现功能，方便产业企业用期货进行套期保值，我国的钢材期货市场日趋成熟。

近五年，螺纹钢期货成交量和成交额保持良好增长态势，2020年成交量虽有下降，但持仓量依然保持4.32%的增速，日均持仓量1903万吨，日均成交额为550亿元。同年，上期所螺纹钢期货日均成交量达1506万吨，成交量是持仓量的79.16%，期货市场较为活跃。

2021年，为了进一步推动国内钢铁期货市场良性发展，支持钢铁行业可持续发展，上期所修订完善了螺纹钢、热轧卷板期货合约，交割品级贴合现货实际情况，能更好地满足企业的使用要求。2020年螺纹钢、热轧卷板期货成交量分别位列全球金属衍生品类期货成交量的第一位、

第六位。

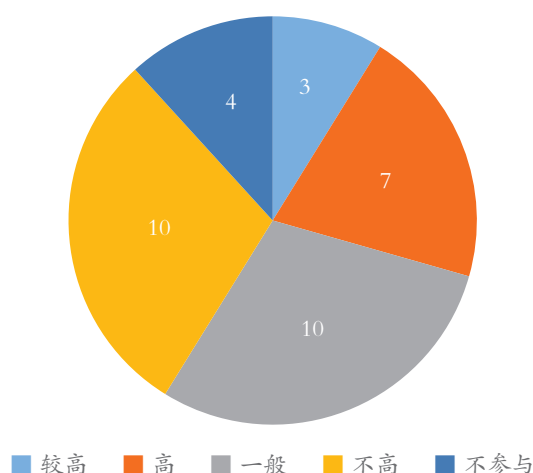
未来，废钢、冷轧薄板期货等品种也有望陆续上市，钢铁产业链套期保值工具基本形成了闭环。

（三）实体企业已普遍参与期货市场

根据 2019 年对 34 家钢铁企业集团开展的调研²显示，绝大多数钢铁企业已经参与到期货市场中。该调研将钢铁企业参与期货市场的程度分为五档，不参与、参与程度不高、一般、较高和高。其中，保证金超过 1 亿元的，为参与程度高；保证金在 3000 万 -1 亿元的为参与程度较高；保证金在 3000 万元以下，且只是偶尔达到 2000 万以上的，为一般水平；对于保证金水平通常在几百万元甚至更低，且目前没有明显发展迹象的，参与程度为不高，对这类企业，可以认为他们参与期货市场方面接近停滞状态。比如，B 钢铁企业虽然较早开展套期保值业务，对外宣称“积极

参与”，但实际没有任何积极进展；天津 C 钢铁企业虽然交易量更小，但是期货部门属于企业重点推进的业务部门，本报告将其归为一般，以求更真实反映调研样本的真实情况。

从调研样本看，完全不参与期货市场的钢铁企业仅占 12%，但如果考虑到其期货业务处于接近“停滞”状态的企业，二者合计比例仍然很高，占到 41%（图 1）。虽然尚有部分企业没有“参与”到期货市场中来，实际上已经没有一家企业可以脱离期货市场去独立开展生产经营，这些尚未“参与”的企业，其实也进行过各种各样的相关尝试，只是因为种种原因暂时没有正式成立期货部门，开户开展套期保值。比如，规模不大的民营企业四川 A 钢铁企业曾经参加过基差点活动，但目前由于其所使用的原料有区域（西南）和品种（钒钛矿）的特殊性，且经营利润较好，暂时还没找到有效参与的方式。



资料来源：中国钢铁工业协会

图 1：企业参与期货市场的程度

² 本次调研共覆盖了调研了 34 家钢铁企业集团，其中覆盖了 2018 年钢产量超过 1000 万吨的 22 家企业，再根据区域、规模（产量）、所有制等情况考虑，选取了 12 家企业，最终企业样本 34 家，34 家样本企业合计粗钢产量 5.53 亿吨，占当年全国产量的 57.7%，占当年钢铁协会会员企业产量的 75.9%。

从规模来看，最小的企业年产量在 200 万吨左右，最大的宝武集团 2018 年产量 6743 万吨。其中年产量 4000 万吨以上的巨头企业 3 家，年产量 2000 -4000 万吨的企业 5 家，年产量 1000 -2000 万吨的企业 13 家，年产量 500-1000 万吨的企业 7 家，年产量 500 万吨以下的企业 5 家。从区域来看，全国性企业 4 家，东北、西北、西南、华北、华中、华东、东南 / 华南企业都有所覆盖，其中华北地区 10 家，华东地区 6 家，基本与目前我国钢铁企业区域分布情况相吻合。从所有制来看，中央企业 5 家，地方国有企业 16 家，民营企业 13 家，代表性也比较强。

从企业类型来看，区域、体制（所有制）、规模因素对企业是否参与期货市场影响不大，但是对企业参与深度影响较大。调研显示，华中、西南、西北地区企业都非常关注期货市场，并愿意积极参与到期货市场中来，有些企业参与得也非常早（华菱、酒钢、昆钢）；但参与程度较高的企业，却基本集中在华东地区，并辐射到华北、华中地区。国有企业和民营企业同样积极参与。就参与程度而言，国有企业中除了鞍钢和华菱以外，参与程度普遍不高，而民营企业中却已经有一批参与程度较高的企业。

二、金融衍生品对钢铁企业经营的挑战与机遇

（一）如何利用衍生工具将成为所有钢厂必须学习的课题

从黑色金属期货市场发展来看，过去几年在华东地区出现的大宗商品交易方式不断创新的趋势会继续发展，以场内衍生品市场为基础的场外业务也会继续发展，各种创新的风险管理服务会不断出现和普及。

在钢铁行业的发展进程中，产业集中度低一直是行业的痛点之一。随着供给侧结构性改革的不断深入，改革重点逐渐转向提高钢铁产业发展质量，即高质量发展。当前钢铁行业高质量发展的两大主题是绿色发展和智能制造，而提高产业集中度将为高质量发展提供强大支撑。随着兼并重组的不断发展，钢铁行业最终将会出现四类企业：行业引领型龙头企业、专业化引领型企业、区域主导型企业和区域配套型企业。这些企业，要么具备规模效应，在细分市场上具有成本和市场份额上的优势；要么在产品和服务上有优势，具有独特的产品竞争力。对于那些在这两方面优势都不明显的企业，提升经营能力几乎是唯一的选择，对于购销两端受市场波动影响极大的钢铁

企业，能否用好衍生工具来管理价格风险，将是其将面对的重要课题。

（二）套期保值的理念仍未深入人心

十多年来，钢铁行业实体企业对期货市场从不理解到逐渐接受、尝试，取得了长足的进步，培养了一批人才。但我们看到，企业参与期货市场的过程也不乏坎坷，许多钢铁企业都经历过投机亏损的痛苦，有些企业认真总结经验，逐步走上了套期保值之路，也有一些企业至今尚不敢进一步参与期货市场。

对大宗商品产业链上的核心企业而言，期货是一项重要的风险管理工具，是否使用、如何使用这项工具，取决于企业的商业模式、经营管控方式和经营效率。从国外商品衍生品市场发展来看，商品衍生品市场往往是随着现货市场的发展和企业的风险管理需求产生和发展建立起来的。与之相反，国内商品衍生品市场的发展，则是向发达国家学习的结果，市场参与者对衍生品的理解一定程度上落后于市场的建设。

改革开放四十年，我国发展成为了超级钢铁大国，也产生了全球重要的钢铁原料和产品市场，黑色金属期货、期权市场正是在这样的土壤中发展起来，也是中国对全球商品衍生品市场的重大贡献。就目前的市场结构而言，铁矿石供应商仍占据强大的垄断地位，他们不愿意放弃这一地位，到参与者更多的市场上公平定价；钢铁生产企业也曾一度在产品销售和原燃料采购方面占据主导地位，传统经营模式尚不适应期货市场带来的行业变化。在这样一个市场上，投资者交易主要依赖经纪机构，也就是期货公司来完成。然而，套期会计处理是大型企业开展套期保值的一大挑战，国内的期货公司长期面临激烈的市场竞争，却对此研究不足。

除了市场认知的偏差之外，在钢铁企业内部，

套期保值理念普及更是任重道远。对于产业链核心企业而言，开展套期保值是一项系统工程，需要企业经营的各个部门密切配合：采购、销售、市场（研究、定价）部门要深度参与，财务（资金、会计处理）、审计（风控、合规）、企业管理（合规、风控、考核）、生产管理（排产）、人力资源（考核）等部门，也同样要参与、要了解，而这些部门人员处于自身专业领域，对期货市场了解有限。在更高一个层面，钢铁企业的大多数领导，对期货市场的了解也不多。所以，在很多企业，期货部门显得有些边缘，与其他部门的沟通和配合也会有一些阻力。在这样的土壤中，风险管理业务这棵小树要茁壮成长，需要更加努力。

（三）生产企业套期保值经验尚未成熟

从前述调研情况看，高度参与期货市场（保证金超过 1 亿元）的企业还比较少，大量比重的参与企业的保证金最高不超过 3000 万元。需要说明的是，一家中型钢铁企业的年营业额在 300 亿元以上，大约是中国企业 500 强的门槛，1 亿元保证金，对于钢铁企业套期保值来讲，却只勉强称得上入门。从钢铁企业的风险管理需求来说，通过期货市场套期保值仍然谈不上是其重要的工具。

企业深入套保的吸引力有限。从企业经营的视角来看，对钢铁企业来说，其经营的核心目标是销售收入（规模）和利润的最大化。期货是实现这一目标的一项重要工具，但也仅仅是工具之一。提升环保水平、生产效率、产品性能、研发新品种等都是实现目标的重要手段。就中长期而言，环保是企业的生命线，智能制造是企业的未来，二者构成了钢铁行业高质量发展的主旋律。就短期而言，随着供给侧结构性改革实现了淘汰落后产能 1.5 亿吨以上，清理地条钢产能 1.4 亿吨以上，企业生产利润比较丰厚，如何提升产量

成了企业最关心的问题。在这样一个大背景下，绝大多数钢铁企业没有动力将套期保值工作作为企业发展的重点工作。

让企业深入开展套保工作需要付出很大努力。与此同时，套期保值工作作为一项系统工程，需要企业领导人的重视和参与，需要从一把手开始转变理念，走出舒适区去学习相关知识，需要企业多个部门的理解和参与，对国有企业而言还面临着国资委监管的要求。其中，首当其冲的是理念问题，但还有许多问题也不易解决：

一是解决人才问题，人才的来源，以及培养的人才如何能留住。对黑色产业链来说，整个行业都缺少懂现货又懂期货的人才，稀缺性导致了人才价值很高。这对钢铁企业的人才队伍建设带来了挑战，人才来源可能更多要立足于培养，培养好了还有如何留住的问题。

二是企业的经营管理模式跟不上市场的要求。钢铁企业参与期货市场的一大困难就是决策难、决策慢，更深层次的原因在于企业现有的经营模式和与之配套的管理、考核评价和决策流程。如果企业要立足自身开展套期保值，这个问题必须解决好。

三是财务、审计部门如何有效发挥作用的问题将逐渐浮现。套期保值业务有三个环节与财务、审计部门密切相关，就是资金、会计处理和风控。要解决好这三个问题，需要财务、审计部门人员对期货套期保值业务有一定的了解，否则在资金管理、审计、风控等方面可能遇到问题。同时，也需要财务人员对会计中最有挑战性的部分——套期会计有一定造诣。2019 年新版《企业会计准则第 24 号——套期会计》在上市公司适用，但许多企业，包括许多会计师事务所对套期会计准则还不太了解。套期会计处理问题不解决好，企业报表会经常性地被迫出现大规模的利

润波动，这对上市公司影响非常大，对非上市公司发债、贷款等工作也有很大影响。

四是国有企业深入套保在合规方面还面临诸多挑战。绝大多数国有钢铁企业都是钢铁行业的基石企业，目前绝大多数国有钢铁企业参与铁矿石期货市场都处于尝试阶段，除了自身理念、能力等因素之外，监管要求难以满足也是重要因素。从对其他行业大企业的调研看，中粮、江铜等许多企业，在合规管理方面经历过很多挑战，逐渐走向了成熟。2020年1月13日，国务院国资委发布了《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），对国企、央企规范开展套期保值提出了明确、可操作的要求，对国有钢铁企业合规开展套期保值有重要意义。

三、钢铁企业开展套期保值的特点与趋势

从接受调研的企业来看，参与期货市场程度较深的钢铁企业中，能够围绕企业经营打造风险管理体系的企业还是极少数，其他一些参与程度较深的企业，主要是通过成立独立的以盈利为目的的期现公司（目前通常由集团国贸公司进行套保）来实现。这类方式主要的协同效应在于，期现公司可以调用一部分钢厂的现货资源（信息），在自身追逐利润的过程中，能够承接一部分钢厂的风险，并通过贡献或分享自身利润的方式为企业总体经营发挥一定作用。但在更多的情况下，钢铁企业参与期货市场是在追逐利润，未在事前与现货套保需求相匹配。具体可以体现为以下几种模式：

（一）围绕企业经营开展系统化的套期保值

钢厂设置套期保值部门，作为一个内部服务机构开展工作，在许多情况下这个部门常常是根据市场套利机会开展套保，一般规模不大，频率不算高。这类情形中，期货市场成为了企业经营

的一个有益补充，但对企业最终的经营结果，起不到太大的影响。

但也有一些企业已经打造了完善的套期保值体系，其典型代表是D企业。D企业是钢铁企业中为数不多的期货部打通了企业现货经营，并能针对企业经营风险开展套期保值的钢铁企业之一。2018年以来，套保规模也比较大，能够对企业经营风险管理产生实质性影响。其交易策略也比较成体系：

1. 针对合同的套期保值。比如锁价订单套保，其核心是同客户签订未来销售价格之后，通过在期货市场上的买入原料期货来锁定加工利润。这类锁定售价后再到期货市场锁定成本的模式比较成熟，效果也非常好。

2. 针对库存的保值。当判断市场有重大风险或企业自身库存过高/过低时，在期货市场调整库存。2019年铁矿石价格波动剧烈，D企业对铁矿石进行买入套保取得了不错的效果。

3. 针对产能的保值。在市场出现机会时，通过“虚拟钢厂”来锁定加工利润。

4. 基于市场判断的战略套保。这类情况下，企业期货部门用一部分资金，根据自身对市场行情的判断做趋势保值，往往规模较小，交易的主要目的就是为了让在期货市场上获取一些盈利。单纯从头寸来看，与单边的趋势交易没有什么区别，但企业出于合规管理等要求，会想办法与现货形成相关对应。

（二）成立以利润为核心的期现团队

几乎所有民营企业的期货部门，都是独立考核的期货团队，其期货部门的交易策略和交易能力，主要取决于企业领导的思路和团队的水平。其机构设置比较灵活，可以是一个部门，也可以成立独立的法人实体，开户可以是企业也可以是个人。期货团队的运作更像一个基金而非一个套

保部门，其主要目标是追逐利润。机会合适时，会以等于或略低于市场价格向企业供货，从结果来看，能够发挥一定的风险管理功能。团队本身的盈利，也可以看作对钢厂经营的反哺。

（三）大型企业国贸公司的参与

许多大钢厂、特别是国有企业都设立有国贸公司，承担着铁矿石进口、钢材出口等职能。如就铁矿石而言，承担着进口矿保供职能的国贸公司或采购中心进行套保操作是一种比较合理的方式。以2019年上半年为例，比较常见的策略是利用反向市场结构在新加坡铁矿石掉期合约进行进口矿换月操作，可以获得一些额外的收益。许多钢厂设立的贸易企业也承担着第三方贸易的任务，主要是为了提高销售收入，获取一定利润。这类企业在铁矿石采购、自身贸易过程中会更加积极地进行套保来管理风险。

（四）未来虽然会出现一批善用期货工具管理市场风险的钢铁企业，但也有很多企业选择风险管理外包

正如前文所分析的，那些在规模、成本、产品、服务等方面竞争优势不明显的企业，必须要用好期货工具；而那些专注于谋取加工利润的企业，也可以寻求将风险转嫁给贸易商等服务机构，因为不是所有企业都能用好期货工具，做好套期保值。

首先，套期保值是一项系统工程，对企业公司治理、经营管理、人才建设等有很高的要求，钢铁企业作为生产企业，不一定具备全面套期保值的土壤和能力。其次，期货只是一个工具，大型钢铁企业不一定都要擅用这一工具，经济发展的趋势是分工，对很多企业来说，将风险外包，专注于自身更擅长的生产、研发等可能是更合理的选择。在很长一段时间里，贸易商一直是钢铁产业链中风险的承接者。但是，也要看到，期货

是非常重要的经营工具，善用期货工具来管理市场风险，同样可以创造新的商业模式，构建竞争壁垒。目前已经出现了这样的案例：D企业将看似简单的锁价长单保值打通做好，在稳定销售的同时，能够为客户提供连续的远期订单的固定报价，同样能够提升企业竞争力，形成护城河。

四、风险管理服务方兴未艾

近些年，国内涌现了一批大宗商品风险管理服务机构，除了套保咨询（投资顾问）以外，通过点价贸易、含权贸易等方式开展的风险管理外包业务得到了很快的发展，也涌现了一批以热联、嘉吉、永安资本等为代表的优秀服务机构，还有一批期货公司风险管理子公司在场外期权方面提供了很多有价值的风险管理服务。一个典型的例子是，某风险管理公司与某钢铁企业国贸公司成立了一家子公司，希望将风险管理公司的期现业务结合能力复制到子公司，并以子公司为平台为钢铁企业提供风险管理服务。

大宗商品贸易要解决的问题无非是三个：资金的融通（供应链金融）、价格的管理（期货）、货物的安全（仓储物流）。对钢铁企业来说，在服务汽车、造船等制造业方面其一直希望扩大直供比例，但在更多量大面广的品种中，主要还是依靠贸易商来提供上述服务。在钢铁生态圈中，铁矿石贸易商和钢材贸易商长期发挥着上述作用。随着衍生工具的不断成熟和繁荣，在未来，会出现一批规模较大、期现业务结合能力极强的风险管理服务机构，以贸易商的身份参与到供应链中来，为企业提供风险管理服务。也可以说，随着市场的发展，贸易商仍将作为主要的风险承担者，并继续提供包括融资、风险管理和仓储物流配送在内的交易服务。

（一）风险管理能力将成为大型贸易企业的核心竞争力

钢铁原料、钢材贸易行业历经洗牌、几度沉浮、大浪淘沙，已经涌现出了一批具有鲜明特色的贸易企业。其中，既有金融行业出身，将风险对冲能力嫁接到现货处理过程中的大型贸易公司，如杭州热联等；也有嘉吉公司这样与金融衍生品一起生长，熟谙风险管理服务门道的国际巨头；一些传统大型贸易商如五矿发展等，也开始着手打造系统的价格风险管理能力，期望在新的竞争中占据一席之地。许多区域的中小贸易商也积极与金融机构开展合作，通过合资公司、业务合作等方式，将自身的现货触角与金融机构的价格风险管理能力对接起来，谋生存、求发展。

殊途同归，价格风险管理能力无疑是贸易企业的核心竞争力，也是当下各大贸易商重点发力之处。如何将自身能力与风险对冲能力更有机地结合，为客户提供集风险管理、物流仓储、融资于一身的服务，将是未来各大贸易商争夺的主战场。期望随着供给侧结构性改革的深入推进，中国也能出现嘉吉这样的百年老店、贸易巨头。

（二）拥抱现货的金融机构

西方发达国家处于混业监管模式，投资银行在针对实体产业的风险管理业务中介入很深，所谓的经营型业务（或称 client franchise business）甚至称得上其业务中核心的核心。在

这类业务里，投资银行深度介入到现货市场中，与实体企业一样具备处理现货的能力，并能够获取到现货市场第一手信息，通过深度参与到现货市场中，国外投行具备了为大宗商品现货贸易商提供完整服务的能力。也就是说，掌握了现货经营能力以后，国外投行可以将自己的价格风险管理能力极大地释放出来，同时可以提供融资服务，从而打造贸易服务的闭环。2020 年开始一些顶级投行推出大宗商品业务，但在国内，这项业务仍在萌芽和探索阶段。

据中国期货业协会统计，截至 2021 年 6 月 30 日，共有 91 家风险管理公司通过协会备案，其中有 89 家公司备案了试点业务（表 1）。风险管理公司总资产为 1077.60 亿元，同比增长 30%；净资产为 301.19 亿元，同比增长 22%；注册资本为 329.56 亿元，同比增长 17%；实收资本为 300.59 亿元，同比增长 17%；当月业务收入为 258.08 亿元，同比增长 64%；当月净利润为 3.41 亿元，同比增长 93%。

除了期货公司外，证券公司及其创新业务部门，基金管理公司及其创新业务部门等持牌金融机构纷纷招兵买马，以期在金融衍生品市场大展拳脚；商业银行下属的期货公司在供应链金融领域也在不断尝试创新。

表 1：2021 年 6 月风险管理公司业务备案情况

业务类型	业务备案情况	
	公司数量（家）	占设立公司的比例
仓单服务	85	93%
基差贸易	82	90%
合作套保	49	54%
场外衍生品业务	72	79%
做市业务	51	56%

资料来源：中国期货业协会

可以预见，未来金融机构在合作套保、仓单服务、场外衍生品、“保险+期货”、做市商等业务上将依托各自的优势不断发力，服务实体经济、服务大宗商品现货贸易的能力将不断增强。

（三）钢铁企业的拓展

近年中国钢材消费逐步进入峰值平台区，2020年以来，则经历着钢材消费的非常态，超预期的钢铁消费可能会透支未来。与此同时，中国钢铁正在实施世界钢铁发展史上最大规模的产能更新计划。随着供给侧结构性改革的深入推进，钢铁企业要实现高质量发展，在经营方面也需要不断转型升级。

一方面，为了应对未来的激烈竞争，特别是作为产业链上的核心企业，作为居于国民经济中

间位置的原材料工业企业，同时面临着上下游市场风险，钢铁企业必须提升自己的抗风险能力；另一方面，规模增长已不可为，钢铁企业要继续发展，除了在产品质量和附加值上下功夫以外，做强贸易板块也是一个重要方向。许多钢铁企业已经将原料和产品贸易板块从服务主业中独立出来，作为独立的业务板块培育，甚至有企业提出了将“金融贸易”产值做到与主业相当的愿景。

钢铁企业参与到价格风险管理中有现货、资金、规模方面的优势，但也有人才、理念方面的不足，未来是否会出现钢铁企业背景的大型钢铁贸易公司，令人期待。

（责任编辑：金明）



中国钢铁工业协会 编著
冶金工业出版社，2022年

《钢铁生态圈中的价格风险管理》一文摘自即将出版的“上海期货与衍生品系列丛书”之《钢铁企业套保理论与案例》。该书由中国钢铁工业协会编著，由冶金工业出版社出版。

2020年上期所与中钢协合作开展《钢铁产业链套期保值实务》课题，对钢铁相关企业参与期货市场实际情况进行广泛调研，编撰了15家企业的近50个期现结合典型案例，并对促进期现联动的进一步提升和优化提出意见和建议。项目成果经过补充和完善，编撰形成该书。

该书针对钢铁行业实体企业套期保值实践中的主要问题，介绍了期货市场、套期保值基础知识，并重点总结了钢铁企业、钢材贸易企业参与期货市场主要模式、管控体系、考核评价、风险控制、交易实操、财务处理等相关知识和方法。该书内容丰富、理论联系实际、实用性强，有助于实体企业了解和运用期货工具，满足企业避险需求。

全球衍生品市场动态 (2021 年 12 月 - 2022 年 1 月)

上海期货交易所国际合作部 编译

境外交易所动态

美 洲

■ CME Group 出微型以太币期货

芝加哥商业交易所集团 (CME Group) 于 2021 年 12 月 6 日推出微型以太币期货, 新合约规格为原以太币期货的十分之一, 拟通过更高效、经济的风险管理工具助力市场参与者更灵活地对冲以太币价格风险或开展交易策略。CME 微型以太币期货将以 CME CF 以太币参考汇率为基准进行现金结算。

■ CME Group 挂牌交易中国港口铁矿石期货

芝加哥商业交易所集团 (CME Group) 2022 年 1 月 10 日推出中国港口铁矿石离岸人民币青岛车上交货 (Argus) 期货合约和中国港口铁矿石美元海运等值 (Argus) 期货合约, 分别根据 Argus PCX 港口的含铁量 62% 铁矿石指数和海运等价值指数进行现金结算。合约上市两天内成交 500 手, 参与者包括 ForChi Holding、Trafigura 等多家贸易商。

■ CME Group 计划推出集装箱航运期货

芝加哥商业交易所集团 (CME Group) 计划

于 2022 年 2 月 28 日推出 6 个新集装箱航运期货, 分别采用波罗的海交易所 6 个 Freightos 波罗的海指数 (FBX) 进行现金结算。新合约标的均涉及中国 / 东亚航线, 以缓解进出口商、货代和航运公司等受集装箱航运价格波动带来的风险。据悉, 由于集装箱供给短缺, 2021 年中美集装箱运价在 4,222 美元至 20,586 美元间剧烈波动。

■ CME Group 计划推出美国国债期货

芝加哥商业交易所集团 (CME Group) 计划于 2022 年 3 月 7 日推出新的 20 年期美国国债期货, 以丰富其美国国债衍生品系列。新的 20 年期美国国债期货可交割债券为原始发行的 20 年期美国国债, 期限距到期至少为 19 年 2 个月。据悉, 自美国财政部于 2020 年 5 月发行 20 年期债券以来, 发行量已超过 4500 亿美元, 市场对相应的风险管理产品需求也日益增加。2021 年 CME 国债衍生品日均交易量达 450 万手, 创历史新高。

■ ICE 推出亚洲乙烯期货

洲际交易所 (ICE) 于 2021 年 12 月 13 日首次推出两个亚洲乙烯期货合约, 为市场参与者提供从美国墨西哥湾沿岸到亚洲的乙烯价格风险管

理工具。新合约分别基于安迅思 (ICIS) 公布的乙烯东北亚和南亚成本加运费 (CFR) 价格进行现金结算。此外, ICE 计划于 2022 年 1 月 10 日推出其首个亚洲丙烯合约。

ICE 推出可再生能源期货和碳指数期货

洲际交易所 (ICE) 于 2022 年 1 月 18 日推出六个基于太阳能和风能的美国可持续能源证书 (REC) 期货, 并于 2022 年 1 月 31 日推出首个基于 ICE 全球碳期货价格指数的现金结算期货合约。据悉, ICE 在过去十年大力发展环境衍生品市场, 推出多个碳排放及 REC 期货合约。2021 年 ICE 的环境类合约交易量创纪录地达到 1900 万手, 相当于 180 亿吨碳排放, 占全球当年能源排放总量的一半以上。

ICE 挂牌交易 Midland WTI 期货合约

洲际交易所 (ICE) 于 2022 年 1 月 24 日挂牌交易新修订的 Midland WTI 期货合约。新合约为实物交割, 交割地为此前的 Magellan East Houston (MEH) 码头和新增的 Enterprise Crude Houston (ECHO) 码头, 合计运载能力超 400 万桶 / 日。为提升两地交割流动性, 在合约上市第一年如交割时无法满足买方首选的交割地要求, 则免收 Midland WTI 原油在两个交割地之间的运输费用, 其他满足合约交割标准的 WTI 原油收取 10 美分 / 桶。据悉, 合约上市前三个交易日成交量共 2874 手, 约合 280 万桶。

ICE 上线组合保证金风险模型

洲际交易所 (ICE) 于 2022 年 1 月 24 日上线新风险管理模型 IRM 2.0, 通过将投资组合视为整体, 以在 ICE 持有的所有期货及期权衍生品净头寸计算初始保证金, 进而提升资金效率。首批适

用的产品为 ICE Clear U.S. 股指期货, 包括 MSCI 和 FNAG+ 指数合约, 其他产品目前仍通过 ICE 风险模型 IRM 1.0 计算保证金。

ICE 宣布收购气候风险管理公司 risQ 和 Level 11 Analytics

洲际交易所 (ICE) 2021 年 12 月 9 日宣布收购气候风险管理公司 risQ 和 Level 11 Analytics, 以提升交易所在美国固定收益、市政债券和抵押贷款担保证券市场的数据分析能力。ICE 表示, 衡量气候风险及其对决策的影响一直是市场关注的领域。此前, ICE 与 risQ 于 2020 年 1 月合作推出气候风险产品, 美国市政债券市场的投资者可将气候风险因素纳入投资项目和投资决策。

ICE 转换 Libor 相关衍生品

洲际交易所 (ICE) 于 2021 年 12 月 21 日宣布已将其基于 LIBOR 的三个月英镑期货和期权以及三个月欧元 / 瑞士法郎 (Euroswiss) 期货的所有未平仓合约过渡到其无风险利率 (RFR) 等价合约, 三个月 SONIA 指数期货和期权以及三个月 SARON 指数期货中。据悉, 共有超过 300 万手的英镑合约和 14.5 万手的瑞士法郎合约进行了转换, 当日 SONIA 期货和期权合约持仓超 6.97 万手, SARON 期货合约持仓约 15.3 万手。

气候及 ESG 相关 ETF 助推 ICE 亚洲指数发展

洲际交易所 (ICE) 2022 年 1 月 19 日宣布, 受益于中国香港、印度、韩国等国家 (地区) 选择 ICE 指数发行 ETF 的发行人数量创新高, 2021 年在亚洲交易所上市的以 ICE 指数为基准的 ETF 管理资产金额增长强劲, 资产总额达 171 亿美元,

相比 2018 年翻两番, 其中 2021 年新推出的 11 个与气候及 ESG 相关的 ETF 资产额达 17.2 亿美元。ICE 表示, 气候及 ESG 主题相关的 ETF 已成为 ICE 亚洲指数业务增长的重要推力。

■ Cboe 推出 AMERIBOR 90 天期期货

芝加哥期权交易所 (Cboe) 于 2022 年 1 月 24 日推出 AMERIBOR90 天期期货合约, 这是继 Cboe 推出 AMERIBOR 30 天期期货合约后第二个同系列产品, 为市场提供 LIBOR 终止后的替代选择。AMERIBOR 利率由美国金融交易所 (AFX) 发布, 反映市场借款成本。AFX 目前会员包括 184 家银行会员和 45 家非银行会员, 总资产超 5.4 万亿美元。

欧 洲

■ LME CEO 即将卸任

伦敦金属交易所 (LME) CEO 兼大宗商品主管 Matthew Chamberlain 将于 2022 年 4 月 30 日卸任, 届时 LME Clear 现任 CEO Adrian Farnham 将接任成为 LME 代理 CEO。Matthew 曾在任期内推出负责任采购计划、数字登记平台 LMEpassport 等举措, 以提高全球金属行业信息披露的透明度。据悉, Matthew 卸任后将加入由野村证券和 CoinShares 投资的区块链资产托管平台 Komainu 并担任 CEO 一职。

■ LME 中断交易超 5 小时

伦敦金属交易所 (LME) 2022 年 1 月 11 日因第三方数据中心停电中断交易超过 5 个小时, 原从伦敦时间凌晨 1 点开始的交易延迟至早上 6 点 15 分。但由于 LME 的交易撮合引擎托管在不同地方, 因此在停电期间交易员仍可通过电话进行

下单交易。据悉, LME 曾于 2016 年至 2017 年的 6 个月内发生过两次重大交易中断。

■ LSEG 将收购 Quantile Group Limited

伦敦证券交易所集团 (LSEG) 2021 年 12 月 6 日宣布将收购 Quantile Group Limited。Quantile 是一家为全球金融服务市场提供投资组合、保证金和资本优化及压缩服务的领先供应商, 其强大的优化引擎为银行、对冲基金和其他交易场外衍生品的金融机构提供了先进的交易压缩和风险再平衡服务。此次收购后, Quantile 将与 LSEG 的全球场外衍生品清算服务互补, 为客户提供更多风险管理方案, 提升资本效率。

■ DBAG 完成收购 Crypto Finance

德意志交易所 (DBAG) 2021 年 12 月 15 日完成对瑞士数字资产交易和存储服务专业机构 Crypto Finance 的收购, 标志着 DBAG 向扩大加密货币产品和技术方面又迈进一步。DBAG 表示, 在欧洲监管框架下, 加密货币存储是建立透明、可扩展的数字资产生态系统的重要组成部分, Crypto Finance 的专业技术将有助于金融机构投资者通过交易所平台参与数字资产交易。

■ DBAG 推出分布式账本平台

德意志交易所 (DBAG) 2021 年 12 月 15 日表示已推出分布式账本交易后平台 D7 的第一阶段成果, 即为电子证券设立中央登记册, 且旗下结算机构明讯银行 (Clearstream) 已与德国几家银行联合完成电子证券的首次非实物发行。DBAG 表示, 数字金融工具的发行和登记将提升整个市场效率, 为向真正的数字金融市场转型打下基础。据悉, 包括法国巴黎银行、高盛等多家银行已开始, 包括法国巴黎银行、高盛等多家银行已开始, 包括法国巴黎银行、高盛等多家银行开始在 D7 平台进行第二阶段的用户测试, 涉及结构

化产品的模拟发行等。

DBAG 与广期所合作发展碳市场

德意志交易所集团 (DBAG) 与广州期货交易所 (广期所) 于 2022 年 1 月 19 日签署合作谅解备忘录 (MoU)，就旗下欧洲能源交易所 (EEX) 与广期所共同探索绿色金融产品与服务发展机遇达成合作关系，进而促进碳衍生品市场发展，推动中欧经济绿色转型。

DBAG 推出 Eurex 持仓数据分析工具

德意志交易所集团 (DBAG) 于 2022 年 1 月 18 日推出针对旗下欧洲期货交易所 (Eurex) 的持仓数据分析工具 Eurex Open Interest Insights，以进一步扩大其数据服务范围。该工具通过交易所专有数据，对经纪商、做市商及自营交易商的每日头寸进行分析，进而为投资者提供市场持仓分布情况及市场风险偏好。数据范围可追溯至过去 20 年，涵盖交易所除单一股票期货和外汇衍生品外的所有产品。

Eurex 扩大跨品种保证金产品范围

欧洲期货交易所 (Eurex) 2022 年 1 月扩大其跨品种保证金计算产品范围，将债券期货和利率掉期纳入其中，以抵消在交易所结算的固定收益类期货和利率掉期的保证金要求。Eurex 表示，为响应监管机构呼吁，减少欧盟外的欧元掉期风险，实行跨品种保证金有助于交易所增加在欧元清算中的份额。据悉，法国兴业和法国巴黎银行已向买方客户提供该跨产品保证金服务。

EEX 收购技术供应商 Lacima

欧洲能源交易所 (EEX) 2021 年 12 月 20 日宣布已与技术供应商 Lacima 集团股东签署收

购协议，拟收购 Lacima 所有股权。Lacima 是一家总部位于澳大利亚的技术供应商，为全球能源和大宗商品市场提供交易和风险管理技术支持。EEX 表示，收购 Lacima 将进一步扩大 EEX 在全球大宗商品市场的服务范围，并提升其在亚太地区的影响力。

EEX、ACX 与 Net Zero Markets 合作推出全球碳减排合约

欧洲能源交易所 (EEX) 和 Aircarbon 交易所 (ACX) 于 2022 年 1 月 11 日与全球环境领域风险管理公司 Net Zero Markets 签署协议，将合作开发并上市全球减排量 (GER) 合约，帮助全球自愿碳市场 (VCM) 参与者跨越多个时区获得 GER 信息，从而提升市场透明度及可靠度。EEX 表示，GER 合约计划同时在欧洲 EEX 和其北美子公司 Nodal 交易所上市，便于全球投资者参与。

Nodal 环境衍生品合约达 100 个

欧洲能源交易所 (EEX) 旗下子公司 Nodal 交易所于 2022 年 1 月 7 日新推出 4 个实物交割的环境期货合约，使交易所环境类期货及期权合约达 100 个，居全球首位。据悉，在 Nodal 交易所推出的 100 个环境衍生品中，54 个只在 Nodal 上市。此外，Nodal 2021 年环境衍生品市场的持仓曾高达 18 万手，交易额超 18 亿美元，创历史新高。

亚洲

SGX 上市 NZX 全球乳制品衍生品

新加坡交易所 (SGX) 于 2021 年 11 月 29 日推出新西兰交易所 (NZX) 全球乳制品衍生品，拟通过 SGX 平台覆盖更广泛市场，以提升乳制品行业基准。新产品上市两周以来成交达 10,389 手。

据悉,SGX与NZX于2021年4月签署战略合作协议,旨在探索新西兰乳制品衍生品市场潜力。

SGX 计划于 2022 年上半年推出能源金属期货

新加坡交易所(SGX)计划在2022年上半年与大宗商品数据和信息服务商Fastmarkets合作推出金属钴、氢氧化钴、碳酸锂和氢氧化锂四种电池原材料衍生品,结合SGX橡胶合约,将有助于市场参与者管理汽车原材料的价格风险。SGX表示,全球正致力于实现净零排放承诺并落实ESG有关倡议,电池金属将成为支撑绿色发展的关键支柱。

SGX 与深交所签署 MoU 以加深 ETF 市场互联互通

新加坡交易所(SGX)与深圳证券交易所(深交所)于2021年12月28日签署谅解合作备忘录(MoU),以实现ETF市场互联互通,共同开发并推动中新ETF市场发展。此次双方合作不仅能让本国ETF发行人借力跨境资本流动,还可以使投资者通过本地交易所交易海外ETF。据悉,截至2021年11月底,新加坡上市的ETF资产超120亿新元,较去年同期增长近50%。

MCX 推出镍期权和天然气期权

印度多种商品交易所(MCX)2021年12月13日推出镍期权,这是继其推出铜和锌期权后第三个基础金属期权。镍期权合约基于MCX的1500公斤镍期货合约,最初挂牌的1月、2月和3月合约可以和标的期货一同交易。据悉,印度镍的年需求量为3.5-4万吨,主要通过从南非、加拿大和澳大利亚进口。此外,MCX于2022年1月17日推出天然气(1250百万英热)期权合约。

港交所举办首届亚洲绿色峰会

香港交易所(港交所)于2021年12月9日举办首届亚洲绿色峰会,超过40名行业专家与900多名与会者就亚洲如何向低碳及可持续经济转型开展探讨交流。港交所行政总裁欧冠升分享了亚洲绿色金融的最新发展及港交所在支持市场投资者参与可持续发展进程中所作的努力,并同时指出中国加速向低碳经济转型的过程中为国际投资者带来了大量投资机遇。

港交所推出净零排放指引

香港交易所(港交所)于2021年12月2日发布净零排放指引,以协助上市机构制定净零排放计划,助力企业向净零排放目标迈进。同日,港交所可持续及绿色交易平台(STAGE)新增股票证券栏目,便于投资者查询港交所上市公司ESG指标信息,以进一步支持企业实践可持续发展理念,并提高个人投资者对ESG的认知。目前,该栏目覆盖了超过600家上市公司。

港交所推出 MSCI 中国 A50 指数 ETF

香港交易所(港交所)2021年12月13日推出了三只追踪MSCI中国A50互联互通指数ETF,分别以港元、美元和人民币计价。MSCI中国A50互联互通指数覆盖中国境内A股市场中大型股中最大的50只股票,且每个行业至少纳入两只,以全面反映中国经济情况。此前,港交所于2021年10月18日推出MSCI中国A50指数期货,11月日均成交量达1.19万手。

港交所与中证登就 ETF 纳入互联互通达成共识

根据中国证监会及香港证监会联合公告,上海证券交易所、深圳证券交易所、香港交易所(港

交所)及中国证券登记有限责任公司(中证登)现已就ETF纳入互联互通标的整体方案达成共识,标志着互联互通机制升级的又一成果。此次将ETF纳入互联互通标的,一是可丰富境内外投资

者的投资渠道和交易品种,有利于投资者更便捷地配置对方市场资源;二是将进一步改善投资者结构,有利于推动ETF市场的健康发展。相关准备工作预计需要6个月。

国际衍生品行业与监管机构动态

■ FIA: 2021 年全球期货和期权成交再创新高

期货业协会(FIA)2022年1月19日公布的2021年全球交易所交易数据显示,2021年全球期货及期权成交总量约为625.8亿手,同比增长33.7%,连续四年创新高,其中期货成交同比增长14.6%达292.8亿手,期权增长56.6%达333.1亿手。年末持仓基本无变化,同比增长2.6%至10.8亿手。

■ Sigma 成为 LME 15 年来首个新场内会员

伦敦金属交易所(LME)2022年1月26日宣布批准Sigma Broking成为其第九家场内交易会员,这也是LME过去15年迎来的首个第一类会员。Sigma Broking是一家成立于2008的私营经纪公司,主营业务包括利率期货和期权。近年来,陆续有交易商放弃场内交易席位,2021年8月三菱旗下经纪商Triland Metals放弃场内交易会员资格成为第二类电子交易商,使得LME场内交易会员只剩八位。

■ 花旗、汇丰成为北交所首批支持 QFII 交易的外资托管行

花旗银行中国有限公司于2022年1月14日宣布完成与中国证券登记结算有限责任公司

(CSDCC)北京分公司的系统对接,将为北京证券交易所(北交所)和全国中小企业股份转让系统(新三板)的清算与交易结算提供支持与服务。据悉,花旗银行是首批为北交所提供清算与结算服务的外资银行之一,并将全方位支持合格境外机构投资者(QFII)交易。此前,汇丰银行(中国)有限公司于2022年1月5日完成支持一家QFII在北交所的首笔股票交易,成为首家协助QFII完成北交所交易的外资托管行。

■ ION 将与 Dreyfus 合作连入中国衍生品市场

全球交易、分析和风险管理供应商ION集团的衍生品全球交易平台(GTP)将为四大粮商之一的路易达孚(Dreyfus)提供衍生品交易执行和套保服务。ION表示,此次与Dreyfus的合作将有助于其扩展中国市场业务,并希望在2022年初连入郑州商品交易所(郑商所),届时客户可通过ION GTP进行郑商所的商品交易。

■ 高盛和纳斯达克将使用亚马逊云服务

高盛和纳斯达克均宣布将其市场数据和基础设施服务迁移至亚马逊云端。高盛在拉斯维加斯举行的亚马逊网络服务(AWS)会议上推出了面向金融机构的高盛数据金融云服务,专注于数据

管理和分析。纳斯达克则与 AWS 达成一项多年期协议，计划于 2022 年初将在美国期权上率先推出云基础设施市场服务。

美国北方信托推出气候风险报告工具

美国 500 强企业北方信托(Northern Trust) 2021 年 12 月推出新气候风险报告工具，以扩大其环境、社会和治理 (ESG) 服务。该气候报告服务数据由全球知名评级机构 ISS ESG 联合提供，为客户提供碳指标、碳排放、物理风险、过渡风险和前瞻性情景分析等信息，帮助投资者就其投资组合中气候变化风险因素进行比较和评估。此外，该气候风险报告工具支持信息披露，标准与气候相关金融信息披露工作组 (TCFD) 保持一致。

金融数据供应商 FactSet 从标普收购 CUSIP Global Services

综合金融信息和应用程序供应商 FactSet 于 2021 年 12 月 27 日宣布以 19.25 亿美元从 S&P Global 收购 CUSIP Global Services (CGS)。CGS 是全球 CUSIP 和 CINS 标识的独家供应商，也是美国证券识别码 ISIN 的官方编码机构。此次收购将极大地扩展 FactSet 在全球资本市场的关键作用，推进其开放数据战略。该交易预计将在 2022 年第一季度完成。

三分之二欧洲做市商计划扩大 ESG 的流动性供应

期货业协会 (FIA) 欧洲主要交易商协会 (FIA EPTA) 的调查显示，60% 的欧洲做市商正在为可持续金融和 ESG 金融产品提供流动性，其中 2/3 的公司希望扩大 ESG 领域的流动性供应，其余公司则计划提供现有水平流动性。做市商提供持续的流动性，将有助于最大限度地降低投资 ESG 产

品的成本，帮助投资者将资本转向可持续投资。

亚洲机构希望更长的交易时间

咨询机构 Acuiti 近期调查结果认为，交易所应调整交易时间以应对亚洲衍生市场日益国际化的趋势。调查显示，欧洲、中东、非洲以及亚洲地区的 100 家机构对延长交易时间的需求强烈，其中亚洲机构需求最强，已有 44% 的亚洲机构延长了交易时间，26% 的机构提出了对延长交易时间的需求。但调查也同时指出，此前一些交易所延长交易时间后却缺乏流动性，对此 83% 的机构表示这的确是一个挑战。

天然气市场动荡，交易员日趋抢手

2021 年 12 月，作为液化天然气 (LNG) 价格基准的欧洲天然气价格创纪录地达到 180 欧元 / MWh 的新高，而 10 天后却下跌超 60%。受此价格剧烈波动影响，天然气上下游产业、贸易商及投行等机构纷纷设立天然气交易部门及招聘相关交易员来管理气价波动带来的风险，如日本 LNG 巨头 Tokyo Gas 及 Osaka Gas 正在设立内部天然气交易部门，摩科瑞及花旗正在招聘交易员对气价波动进行管理。

ESG 衍生品和散户投资者将成为 2022 年市场增长动力

在 2021 年 12 月 7 日期货业协会 (FIA) 举办的 Asia-V 会议上，有交易所代表指出，亚洲投资者对 ESG 产品的投资增加和散户投资者交易的持续上升将推动 2022 年市场增长。芝加哥商业交易所集团 (CME Group) 表示，CME Group 已改进了对农产品等大宗商品的追踪方式以便于亚洲终端客户了解产品采购相关问题；洲际交易所 (ICE) 表示，ICE 将继续凭借其在欧洲碳排放交

易方面的经验，向亚洲投资者提供一系列相关产品。

■ **BIS: 投资者可实现将投资组合中碳排放量每年减少 10%**

国际清算银行 (BIS) 2021 年 12 月发布的关于降低碳足迹并构建基准投资组合的研究报告表明，在过去 10 年中，投资者可在不改变投资组合的地区及行业风险敞口前提下，实现将投资组合中的碳排放量每年减少 10%。报告显示，通过剔除 11% 污染最为严重的公司（市值约占全市场的 6%），2019 年 MSCI 全球股票投资组合中的碳排放量相较 2010 年减少 64%，且风险水平与投资回报率基本保持一致。

■ **FIA 发布加密衍生品市场报告**

期货业协会 (FIA) 2021 年 12 月 16 日发布关于加密衍生品的市场报告，报告指出，越来越多的加密衍生品交易场所加入了被监管行列，包括 LedgerX、ErisX 和 Bitnomial，其中前两家分别被 FTX 和 Cboe 收购。报告显示，截至 2021 年 10 月底，总共有 16 种加密衍生品合约在受监管的交易场所上市交易，其中 11 个比特币相关产品，4 个以太币相关产品，以及 1 个基于比特币和以太币间价格关系的混合产品，CME 的产品及交易目前仍占据市场主导地位。

■ **FIA 对 IOSCO 更新商品衍生品监管原则提出建议**

期货业协会 (FIA) 2022 年 1 月 17 日对国际证监会组织 (IOSCO) 关于商品衍生品监管原则的咨询报告提交回应，建议进一步研究监管原则是否应适用于碳信用和其他无形商品衍生品，以及确保商品衍生品交易商的交易情况可在不同监管

制度下得到认可并接受监管。FIA 还建议厘清监管机构适当干预的顺序，并建议 IOSCO 明晰每个原则适用的市场主体（如政府监管机构、自律组织或受监管市场的经营者等）。

■ **ISDA 和 FIA 呼吁全球开展清算测试合作**

国际掉期及衍生品协会 (ISDA) 和期货业协会 (FIA) 于 2022 年 1 月 4 日发表声明，呼吁全球监管机构开展对清算对手方进行压力测试的合作，并建议分阶段实施。首个合作可在英格兰央行 (BoE) 与欧洲证券和市场管理局 (ESMA) 之间开展，之后再逐渐推广至其他更多监管机构。ISDA 和 FIA 还就拓展情景测试披露内容和违约情况分析提出了建议，包括纳入违约情况下清算成员的偿付能力等。

■ **ISDA 呼吁制定加密货币衍生品标准**

国际掉期和衍生品协会 (ISDA) 首席执行官 Scott O' Malia 呼吁制定具体的加密货币衍生品标准，以反映该市场的独特特征。他表示，机构使用现有的 ISDA 定义和模板进行数字资产衍生品交易，不仅缺乏标准化，而且该市场上可能发生的一些情况没有被纳入相关文件。ISDA 正考虑如何在合约标准中解决标准化问题和加密资产的其他特性，以及如何将这些标准纳入现有的 ISDA 文件架构中。

■ **CFTC 利率基准改革小组委员会发布关于交易所交易衍生品向 SOFR 过渡的用户指南**

美国商品期货交易委员会 (CFTC) 市场风险咨询委员会 (MRAC) 下属利率基准改革小组委员会近日发布了一份关于交易所交易衍生品从伦敦同业拆借利率 (LIBOR) 向担保隔夜融资利率 (SOFR)

过渡的用户指南。该指南概述了市场参与者在短期内将交易基准过渡到 SOFR 时需要考虑的最佳实践，并鼓励所有市场参与者在 2021 年之后的新合同中采用 SOFR 取代 LIBOR。

SEC 新增防止“基于证券掉期”交易欺诈行为的规则

美国证券交易委员会 (SEC) 表决通过了关于防止与“基于证券掉期”交易有关的欺诈、操纵和欺骗行为规则。拟议的新规则将禁止所有相关的欺诈性、欺骗性或操纵性行为，包括与行使“基于证券掉期”下的任何权利或履行任何义务有关的不当行为。此外，禁止交易参与实体的其他人员采取任何行动来胁迫、误导或以其他方式干扰该实体的首席财务官，以及任何持有超过规定头寸的个人或机构均应立即向 SEC 提交一份包含所需信息的声明。

SEC: 美国资本市场必须保持动态化监管

在 2022 年 1 月 19 日于美国华盛顿举行的“财政俱乐部”会议上，美国证券交易委员会 (SEC) 主席 Gary Gensler 指出，美国拥有世界上最大、最复杂、最具创新性的资本市场，占全球资本市场份额的 40% 左右，因此监管必须保持动态化。SEC 在 2022 年对监管“动态化”指导原则为继续推动资本市场效率，以及更新规则以适应当前经济和技术变化。

ESMA 公布第二级英国中央对手方的评估结果

欧洲证券和市场管理局 (ESMA) 对在英国建立的第二级中央对手方 (Tier 2 CCP, 即具有系统风险性的 CCP) 的评估报告指出，非欧盟 CCP 向欧盟市场参与者提供的清算服务对欧洲金融市场

仍然重要。通过综合评估，ESMA 目前不建议欧盟委员会取消对英国第二级 CCP 或其服务的承认，并提出对这一类 CCP 的改进措施，包括：考虑适当的激励措施以减少欧盟对第二级 CCP 的风险敞口规模；修订可比性合规框架；扩大 ESMA 的监督和危机管理机制；加强与英国当局在 CCP 方面的合作。

EACH 呼吁对清算压力测试进行协调

欧洲中央对手方清算所协会 (EACH) 在对英国央行清算压力测试的建议中呼吁，监管机构之间应当进行更多的协调。英国央行在 2021 年 10 月启动了对设在英国的中央对手方 (ICE Clear Europe、LCH 和 LME Clear) 的首次压力测试。EACH 表示，区域监管机构之间的更好合作将减少清算所负担，建议英国央行可与其他开展压力测试的机构协调测试时间和频率，以确保中央对手方资源得到最有效的部署。

欧盟行业组织对欧洲结算暂停做出反应

国际资本市场协会 (ICMA) 和一个由 10 个行业组织组成的小组暂停实施欧洲新买入规则，并敦促欧盟各国监管机构对最近的指导意见解释时保持一致。欧盟《中央证券托管机构管理条例》(CSDR) 规定的强制性买入原定于 2022 年 2 月 1 日生效，但欧盟委员会在 2021 年 11 月 24 日同意推迟其引入。ICMA 签署的联合协会声明中表示，欧盟立法者不期望市场参与者为实施强制性买入要求采取进一步行动。

FCA 将延长商品衍生品持仓限额宽松政策

英国金融市场行为管理局 (FCA) 2021 年 12 月 20 日宣布 2022 年将延续商品衍生品持仓限额宽松政策。FCA 曾发布脱欧过渡期结束后《欧

盟金融工具市场指引》(MiFID)市场机制运行指南,其中对流动性提供商在提供流动性时发生超过持仓限额不采取处罚行动,以应对疫情对市场的运行限制。截至目前,FCA 没有发现这一政策产生的不利影响。

■ FCA 总结 2021 年工作成果

英国金融行为监管局 (FCA) 2022 年 1 月发布 2021 年工作成果,总结了 FCA 在保护消费者和加强英国金融体系完整,以及在环境、社会和治理 (ESG) 问题上发挥领导作用等工作内容。FCA 表示,正在努力成为一个更具创新性、适应性和坚定性的监管机构,以应对英国金融服务部门日益增长的需求、向净零经济的转变、疫情带来的持续影响等挑战,并助力建立英国脱欧后的新监管制度。

■ 中新两国通过新举措扩大金融合作

在 2021 年 12 月 29 日举行的中国和新加坡双边合作联委会 (JCBC) 第十七次会议上,新加坡金融管理局 (MAS) 提议扩大并加强中新两国在资本市场和绿色金融等方面的合作,包括实现 ETF 互联互通、债券平台链接、商品衍生品合作以及绿色金融发展。

■ MAS 不鼓励普通公众交易加密货币

新加坡金融监管局 (MAS) 2022 年 1 月 17 日发布的有关加密货币交易指南中指出,加密货币服务供应商不应向新加坡普通公众推广加密货币交易。MAS 助力董事 Loo Siew Yee 表示,MAS 支持区块链技术发展和加密货币的创新应用,但由于其风险过高,不适合普通公众,供应商也不应进行针对普通大众的推广和营销活动。

■ SEBI 签署 IOSCO 增强版多边谅解备忘录

印度证券交易委员会 (SEBI) 2021 年 12 月 22 日签署国际证监会组织 (IOSCO) 增强版多边谅解备忘录 (EMMoU)。自 IOSCO 于 2002 年首次出台多边谅解备忘录 (MMoU) 后,全球金融市场的迅速发展给监管提出了新的挑战,此次 IOSCO 引入 EMMoU 意在增强监管机构在维持市场公平、稳定,保护投资者权益和阻止不当行为及诈骗方面的执法权力。

■ SEBI 暂停 7 类农产品期货交易

为抗击通胀,印度证券交易委员会 (SEBI) 2021 年 12 月 20 日发布公告,要求各证券交易所在未来一年停止挂牌 7 类农产品期货新合约,已挂牌合约只可以进行平仓交易,禁止开新仓。7 类农产品包括:稻谷、小麦、鹰嘴豆、芥菜籽 (含芥菜籽油等)、大豆 (含豆油等)、毛棕榈油及绿豆,其中鹰嘴豆、芥菜籽已分别于 2021 年 8 月 16 日和 10 月 8 日暂停交易。据悉,印度 2021 年 11 月份批发价格通胀指数同比上涨 14.2%,远超市场预期的 12%,创 1991 年 12 月以来最高水平。

■ 尼日利亚政府与尼日利亚交易所就气候信息披露开展合作

尼日利亚联邦政府环境部部长近日表示,尼日利亚联邦政府将继续与尼日利亚交易所 (NGX) 合作,为发行人建立气候信息披露框架,以便气候数据能在投资和金融领域发挥更大作用。据悉,NGX 于 2016 年与尼日利亚环境部和债券管理办公室已就深化绿色债券市场发展合作,并于 2017 年发行 5 年期绿色债 106.9 亿奈拉 (约合 2580 万美元) 和 7 年期绿色债 150 亿奈拉 (约合 3610 万美元)。

征稿启事

《期货与金融衍生品》是经上海市新闻出版局批准出版、由上海期货交易所主办的内部资料性出版物。其以服务实体经济、服务行业发展、服务国家战略为宗旨，汇聚社会各界研究力量，致力于期货及衍生品市场发展中政策性、应用性、前瞻性以及市场热点问题的研究，为期货及衍生品市场的发展提供智力支持。发送对象为市场机构、行业协会、高校及科研机构、有关政府监管部门等。

常规征稿栏目有：品种研究、产业研究、行业发展、期货与衍生品市场建设、法规与监管、风险防范、国际比较等。文章刊登后一般按 200 元 / 千字支付稿酬。欢迎专家学者和业内人士踊跃投稿！

《期货与金融衍生品》编辑部

投稿邮箱：fafd@shfe.com.cn

联系人：陈昊

电话：021-20767704



编辑部地址：上海市浦电路 500 号 35 楼 邮编：200122
电话：021-20767704 传真：021-20767693 电子邮箱：fafd@shfe.com.cn

声明：文章仅代表作者个人观点，不代表上海期货交易所的立场。



编印单位：上海期货交易所
发送对象：系统内工作人员
印刷单位：上海邦达敏实印务有限公司
印刷日期：2022 年 2 月 20 日
印数：3500 册
上海市连续性内部资料准印证（K）160 号