

透视铜产业链探讨期货衍生品应用模式

企业应把风控作为生存底线,树立正确的风险管理目标和理念

■ 肖艳丽

针对不同类型的铜产业链客户,简单的宏观面和基本
面分析以及行情研判只能满足初级的企业诉求,因企业而
异,独家定制,能够辅助企业铜现货采购销售、库存保值、
期现交割、基差贸易和含权贸易的期货衍生品服务才能契
合企业深度需求。本文着重分析5种有色金属产业期货衍
生品应用模式,包括基差贸易、含权贸易、仓单质押和融
资、套期保值、跨期套利,对企业接触较多的期货衍生品服
务模式作简单归纳和探讨。

铜产业链积极参与期货衍生品市场

铜与期货的缘分由来已久,2023年是沪铜期货合约
上市30周年,以沪铜为代表的有色金属期货合约经历了
从诞生到成长、从成长到成熟的过程。沪铜期货合约作
为市场公认的最成熟的期货合约品种之一,是国内铜现
货市场买卖最权威的基础价格。2018年,沪铜期权合约
上市,这也是我国上市的首个工业品期权合约。2020
年,国际铜期货合约上市,成为我国首个以“双合约”模
式运行的国际化期货合约,采用“国际平台、净价交易、
保税交割、人民币计价”的交易模式,力求将铜的定价权
掌握在自己手中。

铜在电气、建筑、交通、家电、机械等领域均有广泛
应用,同时作为宏观经济的重要指标,素有“铜博士”的
美名。我国作为全球最大的铜冶炼生产国和铜消费国,
铜原材料对外依存度却超77%,主要原因是海外铜矿被
欧美老牌矿业把控,我国冶炼厂大而不强,赚取微薄加
工费,进口铜精矿和精炼铜以伦铜价格为基础,以美元
计价,面临海外市场价格波动和汇率波动的双重风险。
尤其是国内铜冶炼巨头,年均百万吨的铜精矿需求和精
炼铜产量促使其必须积极参与期货市场,开展套期保
值。此外,大量中小型铜贸易商和中下游加工企业,以
及终端用铜的电气和家电等企业也为规避价格波动风
险,积极参与套保。与此同时,铜较强的金融属性也吸
引专业金融机构,以CTA策略、中长期战略资产配置
的方式,进入铜期货衍生品市场。然而,针对不同类型的
铜产业链客户,简单的宏观面、基本面分析以及行情研
判只能满足初级的企业诉求,因企业而异,独家定制,能
够辅助企业铜现货采购销售、库存保值、期现交割、基
差贸易和含权贸易的期货衍生品服务才能契合企业深度
需求。

首先,作为国内的重要铜产业资金,冶炼厂常年有
大量的铜原材料进口需求,需要通过期货市场锁定加
工费,产生了大量买伦铜、卖沪铜的比价交易。随着国
内铜冶炼巨头陆续在伦敦金属交易所注册品牌,并获
得了直接从事境外期货套期保值的资格,铜生产企业的
进出口锁汇更加便捷。比如,在比价趋势走低时,做
空比价,卖出沪铜,买入伦铜;在比价趋势走高时,做
多比价,买入沪铜,卖出伦铜。然而,国际铜期货合约上
市后,越来越多的企业可以通过国际铜期货进行套保,
对进出口交割业务的铜冶炼生产企业而言,在出口
窗口打开的情况下,可以买沪铜、卖国际铜锁定价差;
在进口窗口打开的情况下,可以买国际铜、卖沪铜赚取
进口盈利。

铜冶炼企业作为国内主要的铜卖出套保方,一般根
据企业生产情况,逢高卖出套保,滚动持仓,并且为了避
免近月合约软逼仓的风险,会优先选择远期合约。同
时,铜冶炼企业为了拓宽销售渠道,会利用基差贸易、含
权贸易等方式,适当让利给贸易商和中下游大型铜加工
企业。

其次,铜贸易商作为活跃市场的重要力量,对库存
周转和现金流稳定十分看重,除传统的基差和含权贸易
之外,贸易商也可以通过注册仓单、仓单质押融资和仓
单冲抵保证金,期现交割等最大程度地盘活库存。通过
灵活运用期权,提前锁定利润,赚取合理价差,保证企业
稳健经营。

最后,铜中下游加工企业 and 终端消费企业作为主要
的铜买入套保方,对铜原材料长期存在现货缺口,但一
般企业资金量较小且以销定产,缺少商品议价权,担忧
价格上涨和库存跌价风险,而且面临低价时,上游捂盘
惜售,出现市场买不到货的情况。然而,通过积极参与
套期保值和期现交割提前锁定原材料成本,可以获得稳
定高质量货源。

基差贸易是全球通行的贸易定价规则

2023年12月8日,上期所发布《上海期货交易所基

差贸易业务管理办法》,对交易所开展基差贸易业务予
以明确规定,为基差贸易业务顺利开展和平稳运行提供
制度保障。

基差贸易业务,是指交易双方以约定的基准期货合
约某个时点的价格+挂牌基差(挂牌基差是基差交易商
挂牌时确定的某一特定商品的现货价格与期货价格之
差)作为交收结算价格,买卖一定数量商品的现货贸易
活动。基差交易商基于交易所公布的合同模板,选择拟
交易商品的品种、品级(规格)、点价方式、交收方式等
要素,并在平台上挂牌。首先,在规定的点价期内,点价
方对数量和价格进行点价;其次,点价完成后,按照点价
确定的基准期货合约成交价格+挂牌基差的方式,确定基
差贸易合同交收结算价;最后,点价日收市前未完成点
价的,将在最后点价日收市后,按照基准期货合约前一
交易日的结算价+挂牌基差的方式,确定基差贸易合同
交收结算价。

买卖双方通过期货盘面点价来达成现货交易,点
价促成了现货成交价格和期货价格的捆绑,是实现期
货套期保值的基础。在实际应用中,上游为了打开销
路和稳定下游关系,一般是买方拥有点价权,买方可以
通过挂单和即刻实时点价的方式报出心理成交价,只
要盘面卖价触及此价位,点价即完成。买方一般希望
点价越低越好,如果看空后市,希望延期点价,可以相
互协商,追加保证金等。点价的决策周期较短,非常依
赖短时间内的行情预判和技术分析、经验判断等。而
套期保值时间跨度一般较长,更看重宏观面和基本
面分析。

点价的时机稍纵即逝,对买卖双方而言,短期内行
情研判的正确与否非常重要,一般情况下,买方拥有点
价权,如果买方预期价格将上涨,可以集中尽早点价,规
避成本上涨风险;如果买方预期价格将下跌,可以延后
点价,根据现货需求情况随行就市。而卖方为了对冲价
格风险,一般会灵活调整升贴水来修正和引导买方的预
期。点价借助期货价格公开、透明、公正、权威的特
点,实现期现联动,同时减少买卖双方的对抗性,稳定上
下游客户关系,实现双赢。

基差贸易已经成为全球通行的贸易定价规则,广泛
应用于能源化工、有色金属、黑色金属等大宗商品领
域。产业链企业对基差贸易实现“保供稳价”和风险
管理的需求也越发迫切。基差贸易业务将为大宗商品
行业提供一个公开、透明、安全、规范的基差报价市
场,满足企业个性化、多元化的风险管理需求,有利于
促进期货市场价格发现功能进一步发挥,促进期货市场
服务实体经济高质量发展,助力提升重要大宗商品价格
的影响力。

大型铜冶炼厂用含权贸易方式报价

含权贸易,是指场内外期权和基差贸易的组合,
通过将期权嵌入基差贸易合同,帮助客户获得有条件
的弹性结算方式,转移现货价格风险。上游企业可通
过期权交易锁定最低销售价,实现销售价“遇涨则涨、
遇跌则跌”;下游企业则可锁定最高采购价,实现采购
价“遇涨不涨、遇跌则跌”,实现稳价的效果。利用期
权非线性损益的特点,设计跨式期权、障碍敲入敲出
期权等,达到保险的效果。比如,对顶采购、保底销
售、二次点价、上游销售累沽基差贸易、下游累积基
差贸易等,本文简单介绍常见的封顶采购和二次点
价模式。

从封顶采购模式来看,在传统的基差点价模式下,
下游买方预期价格将下跌,希望能低价买货,但又担心
期货价格上涨,导致成本提高。上游卖方为了加快库
存周转,拓展销售渠道,和下游买方约定采购封顶价,
保证下游买方价格不超过约定的封顶价。买卖双方签订
封顶采购合同后,卖方买入封顶价的看涨期权,如果价
格低于封顶价,双方盘面点价+基差成交,一旦价格上涨
超过封顶价,买方要求封顶价买入时,上游卖方行使看
涨期权,对冲价格上涨风险。

从二次点价模式来看,在传统的基差点价模式下,
下游买家担心点价后盘面价格下跌,点价过高造成损
失。上游卖家为了加快库存销售,提供二次点价服务,
如果点价后价格继续下跌,可以允许买方重新点价。如

果点价后价格上涨,买方可以选择不二次点价。卖方在
下游买方第一次点价后,立刻以第一次点价的价格买入
看跌期权,一旦价格下跌,客户二次点价,则行权对冲价
格下跌风险。

近年来,随着铜期权工具的诞生,国内大型铜冶炼
厂和风险管理机构采用含权贸易方式报价,即设定底
板价。运用期权、期货、现货三种工具,将客户的一系
列需求简洁有效地糅合在一纸现货合约中,满足客户对
商品交易数量和价格的综合风险管理需求,而设计出的
个性化现货贸易方案。

标准仓单是连接期现货市场的纽带

标准仓单,是指交割仓库开具并经期货交易所认定
的标准化提货凭证。通俗来讲,标准仓单是连接期货
和现货的纽带。2018年5月28日,上期所正式上线
期标准仓单交易平台(下称平台),为实体企业提供标
准仓单开户、交易、结算、交收、信息、风控等一站
式服务,标的是期货标准仓单,通过标准仓单交易,可
以实现天天交易、日日交割,改变传统期货交易只能
在每月交割期内交割一次的模式。目前,平台通过卖
方挂牌交易,买方摘牌成交,并于当日完成结算交收,
大大提高了有色金属贸易的效率,作价、签约、货款支
付、货权转移、发票开具时间大大缩短,同时平台的挂
牌情况直观,及时了解到当日行情和库存信息,价格公
开透明。整个交易流程由交易所背书,公信力强,货
物、资金、票据均通过交易所流转,规避了交易对手
的信用风险。对长期拥有滚动库存的中大型贸易商而
言,仓单质押和融资或仓单冲抵期货保证金可以盘活
库存,减轻企业现金流压力。

标准仓单质押,是指出质人(即债务人或第三人)将
其拥有的标准仓单移交给质权人(债权人)占有,将该
标准仓单作为债权的担保。债务人不履行债务时,质
权人有权依照法律以该标准仓单折价,或者以拍卖、变
卖该标准仓单的价款优先受偿。资金方不会在期初将
完全与货物价值相等的款项给予融资方,而是会打个
折扣——质押率。一般来说,放款数额约为期初货
值的70%(即质押率为70%),这样一来,就算融资方
到期违约,资金方仍然保有100%的货物处置权,只
要货物价值下跌幅度不大于30%,资金方处置货物后
仍可弥补融资方未偿还的资金。对资金紧缺、融资需
求大的企业来说,100%的货物仅能获得70%价值等
额的融资额度,而剩下30%的货物未能完全发挥效用
,以及随时可能被迫追加保证金,降低了企业的运营效
率。

对资金方来说,在货值大幅下跌时,可能面临保证
金追加失败的风险,而且在融资方违约后,缺少现货
渠道去做存货处置,最终处置得到的金额也可能无法
抵补融资款。因此,引入了“仓单质押+期货/期权”
模式,对冲质押物价格下跌的风险。如果选择“仓单
质押+场外期权”模式,资金方需要向融资方事先收
取一笔服务费,但当仓单价格上涨时,资金方的期权头
寸不会有亏损。如果仓单价格下跌,看跌期权行权可
以弥补现货货值的亏损。如果选择“仓单质押+期
货”模式,资金方事先不需要向融资方收取任何费用
,但当仓单价格上涨时,资金方卖出期货的头寸会产生
一定亏损。如果仓单价格下跌,期货盘面盈利可以弥
补现货货值的亏损。

企业参与套期保值是为了规避风险

套期保值(对冲贸易),是指交易人在买进(卖出)
实际货物的同时,在期货交易所卖出(买进)同等数量
的期货交易合同作为保值。一般情况下,随着期货交割
临近,期货和现货价格趋于一致。套期保值也是利用
这个原理,用一个市场的盈利弥补另一个市场的亏损,
对冲价格风险。因为期货投机参与者的存在,期货价
格的涨跌幅相对现货价格更大,所以两者价格波动幅
度不同步会导致基差走强或者走弱。

套期保值的实质是将基差变化替代了价格变化,
用相对价格替代绝对价格。极端情况下,比如,现货库
存货源较为紧缺,现货一价难求,现货价格远大于期
货价格,或者现货市场货源过剩,市场买涨不买跌,现
货难以成交,现货价格小于期货价格。临近交割,现
货价格和期货价格出现背离,这种情况会促使产业客
户通过期现交割或注册仓单入市期现套利,逐步缩
小两市价差。

基差=现货价格-期货价格。当基差变强时,即
现货价格上涨幅度大于期货价格上涨幅度,或者现货
价格下跌幅度小于期货价格下跌幅度,则有利于卖出
套期保值。反之,当基差走弱时,即现货价格上涨幅
度小于期货价格上涨幅度,或者现货价格下跌幅度大
于期货价格下跌幅度,则有利于买入套期保值。比如,
春节前后作为电解铜传统消费淡季,中下游铜材加
工企业大多进入休假模式,但上游的铜冶炼生产企
业一般不会停产,产业上下游的不同步导致现货市场
出现电解铜阶段性累库,期现价格差异较大。上游企
业可以在期货市场卖出套期保值,通过期转现交割的
方式销售电解铜。利用期货市场,在相对高位提前锁
定售价。如果出现严重的期现价格背离,产业客户可
以通过期货市场寻找贸易机会,在期货市场以12%—
15%的资金杠杆买进同等货值电解铜,等待期现价
格回归后平仓了结。如果期现继续背离,期货价格仍
处于低位,可以期转现交割,再在现货市场卖出货物
,赚取期现差价。

企业参与套期保值的目的是规避风险,平滑波动,
而不是单方面投机,所以对于套期保值的效果,需要
结合期货和现货两个市场。套期保值的方向和时机
需要结合企业短期订单、中长期战略储备因地制宜,
即使是加工企业,如果原材料库存过高存在跌价风
险,也可以选择卖出套保,弥补原材料和销售损失。长
期套期保值需要关注合约的连续性和月间价差结构
,有色金属现在都是连续合约,注意移仓时机选择,减
少交易的摩擦成本。如果套保期货账户出现浮亏,建
议严格设定止损和止盈,一旦出现企业期货账户亏损
超过15%,立刻无条件平仓,防止期货账户亏损进一
步扩大。合理规划套保比例,如果缺乏专业团队,可
以循序渐进,从30%—60%开始套保,熟悉相关流
程和操作后,套保比例可以增至80%—90%。除此
之外,实际操作中需要考虑13%增值税的问题,根据
企业实际情况,合理安排套保节奏。

跨期套利核心是观察现货市场强弱

跨期套利,是指利用同一个品种、不同月份合约
之间的强弱差异,根据宏观面和基本面分析,寻找合
适的套利机会。在不同合约月份建立数量相等、方
向相反的交易头寸,并以对冲或交割方式结束交易
的一种操作方式。跨期套利一般分为正套、反套以
及组合套利,正套为买近抛远,反套为买远抛近,组
合套利相对复杂,卖出(买入)前后合约,再买入
(卖出)中间合约。跨期套利的核心是现货的强
弱,也就是基差的强弱,一般现货走强,可正套;现
货走弱,可反套。

整体而言,在铜产业链中,矿采选企业和冶炼行
业大多为国有大型企业,拥有丰富的套期保值经验和
人力财力,大部分企业对期货、期权套期保值等衍
生品应用娴熟。不过,以中小型民营企业为主的
下游加工企业缺乏相应的人才和充裕的现金流,对
期货、期权等衍生品常常难以下手。在面临价格波
动时,只能通过硬抗来渡过难关。在价格上涨时,企
业采购原材料成本上升,但其生产的终端产品价格
难以同步上调,企业利润损失严重。然而,随着大宗
商品价格波动加大,企业如果不能有效管控成本,任
何一个微小的波动都可能引发企业的生存问题。而
管控风险、锁定利润对企业实现长期稳定可持续发
展十分重要,实体企业应该把风险控制作为生存的底
线,树立正确的风险管理目标和理念,建立系统的套
期保值风险管理制度与体系,并将其嵌入企业全流
程过程中,才能利用好期货工具,应对可能的市场波
动风险,让衍生品成为铜企新生产力,帮助企业实现
成本保、利润增、波动小、稳健经营,做大做强。

(作者单位:中辉期货)

