

国际铜期货：增强定价影响力， 打开期货市场国际化新局面

国投安信期货研究院 肖静

上海国际能源交易中心（下称上期能源或INE）挂牌国际铜期货，采用“双合约、双循环”，在制度层面、创新模式上迈出新步伐。笔者认为，国际铜期货近景目标应依托公开、透明、高效的市場交易为保税区可交割铜提供人民币定价，再以标准化仓储体系作基础，增强在亚洲地区贸易定价的影响力。国际铜期货的远景目标是进一步加强顶层设计，借“一带一路”倡议将国际铜定价引入上下游现货合同中，助推人民币国际化，对标伦敦金属交易所（London Metal Exchange, LME），提升我国作为铜进口大国、制造业出口大国的仓储物流新形象，全面增强中国铜期货定价影响力。国际铜上市初期运行稳、潜力大，期货经纪公司必须加强认识，主动迎战期货市场更高水平的对外开放。

一、成熟铜市开辟商品期货国际化新模式

近期，国内陆续推出原油、铁矿石、PTA、20号胶、低硫燃料油、国际铜、棕榈油7个国际化期货品种。上期能源增设国际铜期货，采用“国际平台、人民币计价、净价交易与保税交割”，“双合约、”双循环”共同运行，创新了中国商品期货的国际化设计。

（一）净价交易与保税交割

国际铜期货核心设计制度中，净价交易、保税交割最重要。国内三大商品期货交易所的龙头品种虽然在成交量统计上排在国际衍生品市场前列，但对全球商品期货定价的影响力依然偏弱，国内期货市场基本依靠“内循环”。想要成功引入境外交易者，提升中国商品期货定价能力，国际大宗商品贸易通行的保税制度可发挥重要作用。

保税制度诞生于英国，上世纪70年代后随着各国（地区）间工业化进程加快、国际分工日益密

切得以蓬勃发展、极大促进了国际贸易的发展。当前，国内多数上市品种为含税报价、境内交割，一定程度上对国际投资者参与国内期市造成阻碍。国际铜与沪铜双合约运行，保税报价、保税交割，打破交易屏障，交易标的全面延伸到“境内关外”，拓宽了商品期货国际化竞争空间。

（二）铜市场竞争充分，贸易实战根基强

除了具备创新优势，国际铜与原油等其他国际化品种相比，市场本身就有着中国期货市场上最成熟、最有经验、最市场化的一批交易者。全球铜产业链定价高度依赖LME、上海期货交易所（Shanghai Futures Exchange, SHFE，下称上期所）、纽约商品交易所（The New York Commodity Exchange, COMEX）等主流市场形成的近远月基准价格。这些市场中，无论参与者是实体法人、专业投资者，亦或是涉铜交易者，也无论其使用保值、套利、投机哪种策略，都对国内、国外铜期货市场、跨市跨境交易认识深刻，实战丰富。上期能源率先启动双合约，以国际铜作为沪铜、LME铜之间的纽带，将给市场提供一个重新摸索内外定价、探索跨市策略、观察国际化品种运行、进而发展壮大的有效“舞台”，为渐进实现中国期货市场对外开放积累经验。

二、国际铜期货完善“境内关外”铜定价，增强亚洲地区影响力

现行内、外盘铜期货市场的顺畅运行为国际铜板块发展提供有利基础，但已经成熟运行的定价功能，也成了市场质疑国际铜期货上市后交易需求有限、市场份额不大、流动性一般的主要因素。我们认为，国际铜期货上市的短期目标首先是为“境内

关外”保税区可交割铜提供人民币定价，并通过标准实物交割制度增强上期能源国际铜在亚洲地区的影响力。

（一）中国保税市场是国内外交易所竞争的重要内容

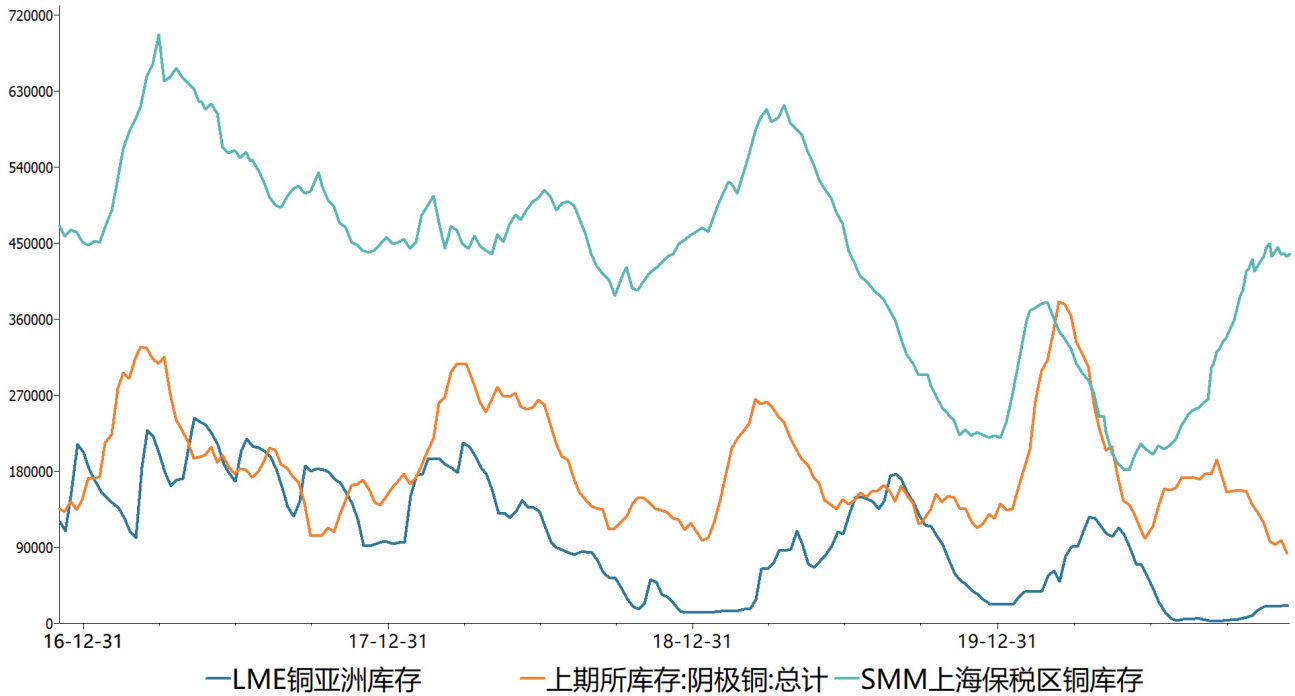
当前，LME铜、沪铜实物交割体系并没有有效涵盖中国保税库存，亚洲地区铜溢价也没有形成公开、权威、有效率的市场定价。下一步商品期货交易所定价功能的深度发挥必须扎根于更广泛的仓储网络，并为现货参与者提供更有层次的升贴水溢价服务。这是国内期货交易所走向国际化并与国际一流交易所在商品期货领域竞争的主要方向。

长期以来LME并未成功拓展中国大陆的保税业务，最接近的“擦边球”覆盖到中国台湾高雄仓库。相比较上期所在2010年末启动了保税交割仓库、保税交割业务试点工作，谨慎试水保税交割。当前，上期所保税交割仅限中储临港（保税）铜库容3万吨、铝库容1万吨（图1），有很大的提升空间。

（二）有效的保税区设库与信息建设是国际铜竞争的关键

商品期货交易所定价竞争的核心是实物流。上期所坚定国际化方向，逐步落实保税仓储网络建设，整合保税库存数据，依靠保税交割，进一步便捷内外铜市双向物流，INE国际铜期货不仅仅是LME、SHFE的影子市场，它有一定的定价独立性，很可能与沪铜形成市场化的升贴水溢价，组成新的“LME铜-国际铜-沪铜”间的套利组合，较成功地吸引境内外客户入市参与。

从供求基本面研究出发，作为电解铜进口大国，市场对中国保税区库存预测跟踪的需求迫切，已经



资料来源：LME、SHFE、SMM

图 1：上海保税区铜库存量对比

从最早搜集“小道消息”发展到以第三方调研为主的周频数据。中国保税区库存、LME 韩国 / 新加坡库存及相关隐性库存形成了全球最大的铜贸易物流中转地，是中国铜进口的重要蓄水池，极大影响着内外铜价、沪伦比值。

不过围绕保税交割库，统计隐性库存¹的难度很大。LME 仓储体系没有覆盖中国保税库信息，暂无相关权威官方统计。LME 仓储网络与国内交易所仓库管理差异较大，其库存出库效率常被诟病，且经常出现大型公司公开利用仓储规则扰动价格或影响现货升贴水的情况。2020 年，为进一步增强参与者对 LME 现货市场的信心，仓库运营商可以自愿选

择每月公布一次滞后的非注册库存数据，目的是通过加强实物流、提供更公开的仓储信息以确保其定价权。

与之相比，上期所更具“地利”，以国际铜期货上市为基础，保税仓储的建设是国际铜运营的关键。当前，上期所首批批准了 5 家公司作为国际铜期货指定交割仓库，库容总计 17.5 万吨。尽管国际铜可交割库容较上海有色网（以下简称 SMM）、上海钢联等第三方每周统计的保税区库存量低，但相信随着市场发展，也会逐步扩充交割库容。

（三）市场有直接用人民币交易进口铜的需求

¹ 本文中隐性库存，指未经交易所日度或周度公开披露的存放于物流仓储中的其他实物库存量。

在以 LME 为主导的铜进口定价模式下，一直以来，贸易商对保税区铜溢价需求强烈，同时当前市场上的保税仓单溢价采用美元报价。基于惯性，市场担心国际铜期货以人民币做基准货币可能降低投资者交易兴趣，同时也不利于初期境外客户的拓展。然而我们认为，国际铜期货必须坚定本币计价。

首先，2006 年之前，在以中国为主导的大宗商品超级牛市里，沪伦进口比值长期倒挂，市场就有以人民币直接交易进口铜的需求。当时，LME 察觉到市场对人民币铜的需求，2006 年该所在香港上市人民币迷你铜合约，希望能够吸引跨市套利及国内涉铜实体参与。该合约上市初期国内客户关注度大，然而，由于其采用现金交割、结算价完全挂靠 LME 铜官方结算价的设计，使其缺少定价意义，同时也无法进入实物交割，定位尴尬、问津者渐少。与之相比，国际铜期货背靠中国保税物流、有独立发展空间，并使市场期待很久的人民币可交割保税铜成为现实，顺畅的保税交割将为中小涉铜企业提供新的交易渠道。

其次，国际铜期货功能的顺畅发挥需要长久建设，对境外参与者的吸纳要“从无到有”、“从小到大”。市场上不具备外盘交易能力、汇兑受限的国内涉铜客户对人民币保税铜需求很大。国际铜期货上市后，铜贸易企业可以对比 LME 与 INE 铜价强弱，有优势时可以将部分境外保值头寸转移到国际铜，即便盈亏差异不大，选择 INE 交易、交割也可以免除汇率风险，降低锁汇成本，而与沪铜一脉相承的交易制度也减少了国内客户参与 LME 市场所必须面临的

透明的境外经纪商调期风险²以及一系列不熟悉的规则。

因此，笔者认为，国际铜期货运营的初期目标首先是为中国保税区进出口铜提供有效率的保税人民币铜定价，通过标准化的保税实物交割体系，增强国际铜期货在中国保税区贸易、亚洲地区铜贸易的定价影响力，以“境内关外”的方式积极吸引海外贸易商参与。同时，国际铜期货上市的长远目标依然是增强中国铜定价的全球影响力，这需要更高层面的支持与设计。

三、积极探索，国际铜期货远景广阔

（一）贸易定价引入国际铜期货价格，助力人民币国际化

不久的将来，如果将国际铜期货价格引入全球现货铜进出口贸易定价，不仅能够极大提升国际铜期货定价能力，增强国际铜期货市场流动性，增强境外客户入市吸引力，同时也能方便境外企业通过国际铜期货交易、交割获得离岸人民币，促进人民币境外流通。我国以大宗商品贸易为核心，通过期货市场定价影响力的提升，提高人民币结算比例，稳步践行人民币国际化的战略布局。

以铜为例，2019 年我国铜产品进出口贸易总额 753 亿美元，其中进口额高达 692 亿美元（同期铁矿为 929 亿美元），换算成人民币，涉铜产品进口额占到我国当年总进口额的 3.28%。因此，可以提升国际铜定价影响力作突破口，通过铜进出口贸易加大人民币流通优势。当然，我们想要在已经定型

² 调期，即 LME 复杂合约设计下的迁仓、换月成本，通常需要跟经纪商询价。

的 LME 国际美元铜定价中分得份额，绝非易事。

全球铜矿产资源集中度高，发达经济体财团贸易垄断强，将国际铜期货引入全球铜贸易定价需要有顶层设计，需要有中资企业敢为人先。为了长期保障铜资源供应稳定，落实国家资源战略，截至

2018 年底，中国企业在境外控制的铜资源量已经超过 1 亿吨，形成矿山铜金属 190 万吨 / 年、粗铜 49 万吨 / 年的生产能力（表 1），海外铜资源控制量、矿山铜产能规模已经与国内相当，可以选择部分对内贸易长单试点采用国际铜期货定价。

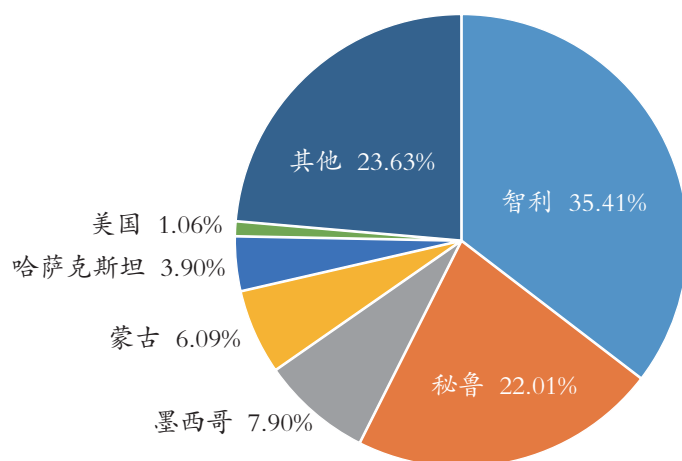
表 1：我国企业境外主要在产铜矿项目分布

| 所在国 | 项目名称 | 持股企业 | 项目产能(万吨铜) |
|-------|---------------------------|----------------|-----------|
| 刚果(金) | Dikuluwe & Mashamba Ouest | 中国电建、中国中铁 | 16 |
| | Kinsevere Phase 2 | 五矿集团 | 8 |
| | Tenke Fungurume | 洛阳钼业 | 20 |
| 赞比亚 | Kolwezi | 紫金矿业、华友钴业 | 8.9 |
| | Chambishi | 中国有色集团 | 8.3 |
| 老挝 | Phu Kham | 广晟公司 | 8.5 |
| | Sepon | 赤峰黄金 | 8 |
| 缅甸 | Sabetaung and Kyisintaung | 中国兵器 | 10 |
| | Monywa Letpadaung | 中国兵器 | 6 |
| 秘鲁 | Las Bambas | 五矿集团、国新国际、中信金属 | 43 |
| | Toromocho | 中铝集团 | |

数据来源：《中国有色金属》2019 年第 12 期

另外，我们可以与“一带一路”沿线国家开展合作。2019 年，占到我国铜精矿进口量近一半的秘鲁、智利两国加入“一带一路”倡议。2020 年 1-10 月，中国从蒙古、哈萨克斯坦等周边国家进口铜精矿的占比接近 10%（图 2）。其中，中国是智利第一大贸易伙伴、第一大出口目的地国、第一大进口来源国，两国间提高人民币结算比例，有助于贸易便利，共同减少结售汇风险。

相较于实现人民币国际化的各类安排和规划，发展国际铜市场看上去“很小”，我们却能通过长远努力“以小见大”，将大宗商品进出口贸易与提升商品期货定价影响力相结合，拓宽人民币国际化渠道。而人民币在国际支付手段、国际储备货币中的位置也决定着中国期货市场国际化的程度，它们相互促进、内生循环。



资料来源：中国海关

图 2：2020 年 1-10 月中国进口铜精矿主要来源国

（二）国际铜对标 LME 全球储运，提升定价影响力

众所周知，当前发达经济体既不是全球铜资源的初级消费大国，也不是主要生产国。但时至今日，LME 市场还能以传统的美元铜现货定价傲然于世，其完整的交割物流体系起到很大作用。而在 LME 全

球设库的背后，站立的是嘉能可、摩科瑞、高盛等贸易垄断企业，大型投资银行所控股、参股的仓储公司，以及像世天威这样屹立百年的仓储老店（表 2）。这些拥有强大背景的贸易储运公司运转着 LME 的全球实物流，本身就是对其定价权的背书。

表 2：LME 仓储巨头全球设库情况

| 仓储公司简称 | LME 全球设库个数 | 股东 |
|-------------------|------------|---------------|
| Access World | 18 个 | 嘉能可 |
| C. Steinweg | 18 个 | 世天威 |
| Henry Bath | 13 个 | 摩科瑞 / 中储 |
| P Global Services | 10 个 | 嘉能可斯特拉塔名下帕科里尼 |
| ISTIM | 9 个 | 惠兰 |
| MITS | 7 个 | 高盛 |

数据来源：LME

国际铜期货首批设库，除世天威外，入选的都是中资企业。虽然 2014 年青岛港事件曾一度损及中资保税仓储运营声誉，但此次，中国保税库可以借国际铜期货上市东风增强商誉，提升竞争力。另外，综合考虑 LME 不在生产地设库的习惯，以及上期所通过调整升贴水同时运行产销两地设库的经验，未来国际铜期货可以考虑在主产国设库，使中国大宗商品仓储物流也可以“走出去”，利用主产国当地交易所的交割便利，向境外交易所、贸易商直接输出中国铜期货定价影响力。

四、国际铜期货上市运行稳，期货公司须重视

2020 年 11 月 19 日国际铜期货上市运行，至 2021 年开年国际铜整体持仓已突破 2 万手，持仓量分布已经完成 BC2103 向 BC2104 合约的连续换月；截至 2021 年 1 月 13 日，国际铜上市以来日均成交接近 1.8 万手，累计成交 66.58 万手。持仓

规模上，国际铜合约持仓量与沪铜同月份合约持仓量占比持续扩大，国际铜期货整体持仓增长稳定。其中，2020 年 12 月 7 日 BC2103 持仓量已经达到 CU2103 持仓量的 22.98%；2021 年 1 月 6 日 BC2104 持仓量达到 CU2104 持仓量的 26.28%；2021 年 1 月上旬国际铜期货整体持仓已经占到沪铜期货持仓的 7%（图 3）。国际铜市场规模提升快，显示国际铜期货合约的设计确实有坚实的市场基础。

国际铜期货上市前后，上期所利用线上直播间密集推出多角度、有深度的各类培训活动，上市初期国际铜交易手续费的优惠力度吸引了不少产业投资者关注。市场整体呈现出交易所高度重视，成熟产业客户持续关注、主动参与的特点，但期货公司作为市场经纪机构，其积极营销、深入推进的动作有限。这一方面是由于有色金属产业客户入市成熟、策略丰富，相较而言大部分期货公司的产业研究、服务水平已难跟上市场需求，其多数工作围绕价格涨跌判断，相互间的竞争被动地集中在通道业务；

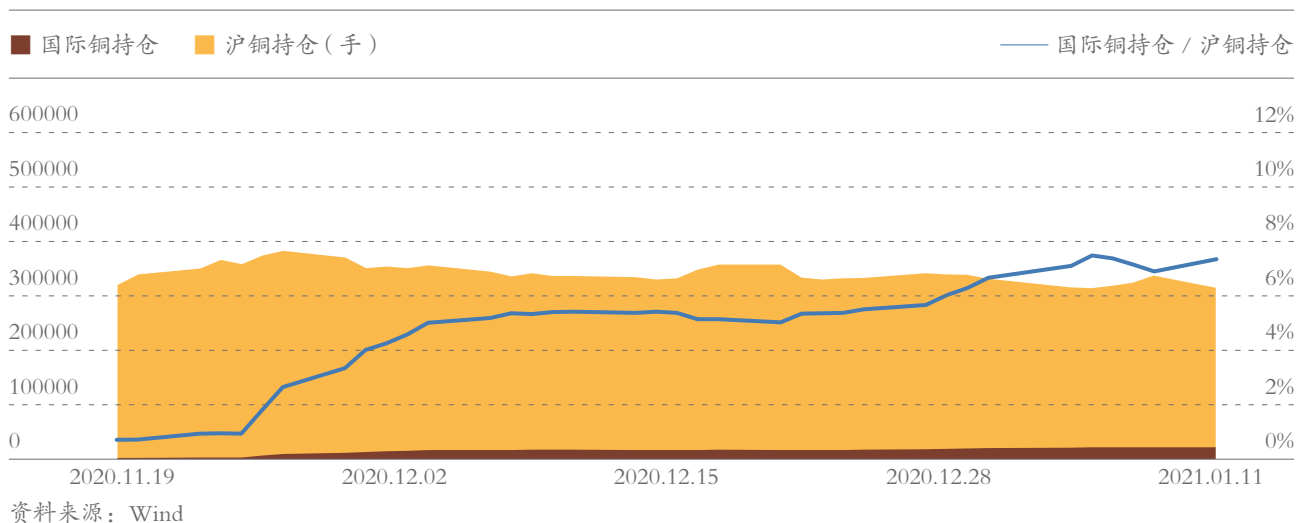


图 3：国际铜上市以来持仓量表现

另一方面，期货公司对国际化品种的认识深度不够、业务拓展不足，除上期能源的原油、国际铜以外，其他品种较少有境外客户参与，市场延续原有交易模式。2021年国内期货市场资金权益奔向万亿，但看“天”吃饭依然是国内期货经纪公司开展业务的常态，主管部门、交易所、行业协会等自律组织需加强引导：

首先，可以在分类评级、交易所评优活动上尝试增加国际化业务的考核比重，以增量加分激励和引导，考察期货公司国际化业务的组织能力、主要成绩；其次，进一步增强期货公司的专业化水平，除充分利用上期所线上平台邀请产业客户、投资公司的一线交易员进行套保套利主题讲座外，还可以开展围绕保税铜定价、跨市进出口价差等内容的征文或案例征集活动；再次，重视期货后端业务的培训，

如保税交割、报关、净价铜保值的合规以及相关财务出入金等；最后，期货从业人员培训平台后续应更广泛地引入与国际化业务相关的各类课程，并且建议设置为年度必学课程。

我国金融服务业对外开放已经加速，2020年证监会核准了首家外资全资控股期货公司。国内期货公司必须要以更积极、更主动的态度紧跟交易所步伐，加大国际品种推广力度、积极打通境外交易通道、汇聚境外交易客户，努力将传统经纪业务拓展到国际“竞技场”，以国际化品种、境外通道为抓手，加速积累竞逐海外衍生品、大宗商品市场的核心竞争力，而交易成熟、制度创新的国际铜期货，有望打开国际化业务的新局面。

（责任编辑：周力琛）