

期货与金融衍生品

FUTURES AND FINANCIAL DERIVATIVES

着力推进期货市场建设，服务国家初级产品保供稳价大局
积极融入中国式现代化期货实践，努力建成世界一流交易所
深化产融协同，共推我国有色金属工业高质量发展
栉风沐雨砥砺前行，春华秋实满庭芳——期现相伴，铝“屡”生辉
新形势下钢铁行业发展趋势与对策建议

VOLUME 131
JUNE 2022

总第131期

2023年06月



SDMF

第二十届上海衍生品市场论坛
20th SHANGHAI DERIVATIVES MARKET FORUM

构建新发展格局 推动高质量发展 建设中国特色现代期货市场

FORM THE NEW DEVELOPMENT PATTERN, PROMOTE HIGH-QUALITY DEVELOPMENT AND BUILD UP A MODERN FUTURES MARKET WITH CHINESE FEATURES

2023.5.25-26 上海



上海期货交易所
SHANGHAI FUTURES EXCHANGE

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

期货与金融衍生品

FUTURES AND FINANCIAL DERIVATIVES

VOLUME 131 · JUNE 2023
2023年6月·总第131期

总 编 田向阳
副 总 编 王凤海
编 委 李 鲜 贺 军
李 辉 陆 丰
张 铭
主 编 李 辉
副 主 编 祁国中
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 符国宗
本期编辑 林 帆 陈 昊
张乐乐 冯翔宇
王御印 吴 星
于斯琪 金灿杰
李伯钧



编辑部地址 上海市浦东新区浦电路 500 号
邮 编 200122
电 话 021-68401283
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

编首语

- 02 构建新发展格局 推动高质量发展
建设中国特色现代期货市场

上行主论坛

- 03 着力推进期货市场建设
服务国家初级产品保供稳价大局
方星海
- 05 全力支持上海期货市场高质量发展
推动国际金融中心能级全面提升
王平
- 06 发挥金融期货功能
服务中国特色现代资本市场建设
何庆文
- 08 积极融入中国式现代化期货实践
努力建成世界一流交易所
田向阳
- 11 以科学规划建设世界一流交易所
用实际行动履行交易所社会责任
王凤海

上行有色论坛

- 12 融入国家重点战略目标
助力有色金属行业高质量发展
张铭
- 14 深化产融协同
共推我国有色金属工业高质量发展
陈学森
- 19 栉风沐雨砥砺前行，春华秋实满庭芳
——期现相伴，铝“屡”生辉
李广飞

上行能源论坛

- 23 加快完善能源品种体系
助力产业高质量、可持续发展
王凤海

- 25 增进燃气行业与金融行业深度融合
更好服务城燃行业高质量发展
刘贺明

- 26 重视石化产业现代经济体系建设
推进大宗能源商品期现市场协调发展
赵俊贵

上行钢铁论坛

- 28 推动行业服务高质量发展
建设中国特色现代化期货市场
王颖
- 29 新形势下钢铁行业发展趋势与对策建议
范铁军

场内期权交易 50 周年

- 33 期权市场驶入“快车道”
螺纹钢期权助力企业风险管理进阶
余典 李明玉
- 38 境外原油期权市场发展的国际经验
张雪慧 张银
- 49 石化能源企业运用商品期权
提升风险管理水平的实践
杨康

国际市场动态

- 62 全球衍生品市场动态（2023 年 4-5 月）
上期所国际合作部（港澳台事务办公室）

新闻稿

- 70 2023 天然橡胶市场发展论坛
暨天然橡胶期货上市 30 周年交流会成功举办
- 72 上期所首次参展国际衍生品博览会
中国期货市场吸引全球目光
- 73 全球首个实物交割的氧化铝期货
在上期所挂牌交易

构建新发展格局 推动高质量发展 建设中国特色现代期货市场

2023年5月25日至26日，由上海期货交易所主办的第二十届上海衍生品市场论坛（下简称上衍论坛）成功召开。今年是上衍论坛召开的第二十个年头，二十年来，上衍论坛见证了中国期货市场的成长，为期货市场服务实体经济贡献了智慧和力量。本届论坛以“构建新发展格局 推动高质量发展 建设中国特色现代期货市场”为主题，含1个主论坛和上衍有色、上衍能源、上衍钢铁、上衍金融期货4个分论坛，邀请国家高端智库、权威学者、知名行业专家及国际机构分享观点、建言献策，汇聚各行各业嘉宾相聚上海深入交流。本期《期货与金融衍生品》以“第二十届上海衍生品市场论坛”为主题，刊登部分论坛致辞以及嘉宾主题演讲。期望借由本期文章，方便读者了解与回顾第二十届上衍论坛召开情况及嘉宾精彩观点，

此外，今年恰逢芝加哥期权交易所场内期权推出50周年，本刊特推出“场内期权交易50周年”专栏，刊登实体企业运用期权进行风险管理、境外期权市场发展的国际经验等方面的相关研究。期望借由本期文章，使读者对期权近年来的发展及其作用有更深入的了解。

着力推进期货市场建设 服务国家初级产品保供稳价大局

——方星海副主席在第二十届上海衍生品市场论坛主论坛上的致辞

中国证监会党委委员、副主席 方星海

今年以来，我国经济呈现回升向好态势，市场价格总体平稳，复苏预期明显改善。但全球滞胀风险上升、国际金融市场动荡、地缘冲突持续，对全球产业链供应链安全形成严峻的挑战。初级产品位于产业链供应链前端，是国民经济的基石，初级产品保供稳价对经济发展、社会稳定和国家安全极为重要。我国是世界第二大经济体和制造业大国，对农产品、基础性能源、战略性矿产等初级产品的需求强劲。党的二十大报告指出，要加强重点领域安全能力建设，确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全。党中央、国务院对初级产品保供稳价工作作出了系列决策部署。我国期货市场发展一直秉持服务实体经济的宗旨，着力服务初级产品保供稳价。在目前已上市的95个商品期货和期权品种中，初级产品数量超过一半。近年来，期货市场加强基础制度建设、扩大开放、提升运行质量、推动产业参与，为企业有效的价格信号和风险对冲工具。

期货市场通过对交割合约的集中连续竞价交易，向全社会公开提供多期限的远期价格，对于企业安排未来的初级产品生产、销售等具有指导意义。例如，种植企业可以参考玉米、大豆的远期货价格，并结合国家种粮补贴政策，确定每

年的种植品种和数量；养殖企业利用生猪期货价格信号，可以提前核算养殖收益，合理安排出栏计划，稳定供应数量。反过来看，国家宏观管理部门出台的相关政策，其影响会在期货市场快速反映出来，通过期货价格的变化传导宏观政策意图，引导市场预期。例如，在今年宏观管理部门释放冻猪肉收储信号后，生猪期货迅速释放出价格信号，市场参与主体预期价格走强，助力国家调控政策更好发挥作用。通过期货价格信号调节供需、引导资源配置，实现了削峰填谷、保障供应，也为“稳价”提供了基础。

对于广大实体企业和农户来说，价格是影响其生产积极性的重要因素。管理好价格波动风险，稳定收入预期，才能实现初级产品供应的保障。2016年以来，期货市场探索通过“保险+期货”的模式，综合运用各类期货衍生品工具，将生产者面临的价格风险转移到期货市场。对于农户来说，价格涨了，有钱赚；价格跌了，保险赔。例如，在大豆主产区黑龙江、内蒙古等地，种植户们通过参保“保险+期货”收入险项目，在面临洪涝等灾害天气、大豆减产严重时获得了赔付，为自己的收入兜了底。截止目前，各商品期货交易所已在全国29个省（区、市），在生猪、大

豆、玉米、天然橡胶、苹果等十余个品种上开展了1300多个“保险+期货”项目，为290多万农户提供了价格和收入保障。农民收益稳定了，国家粮食安全才有保障。

实物交割是我国商品期货市场始终坚持的基础性制度安排。初级产品是企业生产的起点，实物交割的存在，可以使期货的金融属性和商品属性最终回归到现货的供需面上。期货交易所通过对初级产品期货品种设定交割标准、质量升贴水，并合理布局交割库等，促使期货交割品的质量、安全性以及交割效率均能得到有力保障。通过期货实物交割，企业增加了额外的、稳定的购销渠道，可以实现对初级产品库存安全高效的动态管理。同时，期货交割库作为我国大宗商品商业库存的重要组成部分，还可以发挥“蓄水池”和“调节器”作用，在初级产品发生供需错配时，缓解供需矛盾，助力产业链稳健发展。

党的二十大报告提出，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，要求着力提升产业链供应链韧性和安全水平。证监会将继续坚持和加强党的领导，坚决贯彻落实党中央决策部署，着力推进期货市场建设，服务国家初级产品保供稳价大局。

一是不断提升市场运行质量。重点关注重要农产品、基础性能源、战略性矿产等初级产品期货品种的运行情况，结合现货市场变化和产业需

求，及时优化合约规则和制度设计，提升交易便利性，吸引更多产业客户参与期货市场；支持中介机构提升服务能力，让企业可以更加便利地利用期货市场进行风险管理；持续推进“保险+期货”，不断优化项目模式。

二是继续拓展期货市场对外开放的广度和深度。目前，我们已经向境外交易者开放了23个特定期货品种，向QFII、RQFII开放了39个商品期货期权品种。这其中，初级产品的占比分别达到了96%和70%。我们将继续稳步扩大期货特定品种开放，拓宽QFII、RQFII投资范围，吸引更多境外机构充分参与我国初级产品期货品种定价，提升我国期货价格的代表性和影响力，为产业企业提供更准确的价格信号。

三是强化监管，维护市场秩序。加强初级产品期货市场监管和监测监控，加大对市场操纵等违法违规行为的打击力度。做好期现货市场联动监管，强化与现货管理部门的沟通，综合施策、协同发力，遏制过度投机炒作，共同营造良好的市场生态，为产业企业提供更加规范、透明、公开的价格发现和风险管理场所。

上海正在按照党中央的部署，扎实推进“五个中心”建设，期货市场是国际金融中心的重要组成部分，上海汇聚了我国的金融期货和能源、金属等重要商品期货，上海期货界要为上海国际金融中心建设做出更大的贡献。

全力支持上海期货市场高质量发展 推动国际金融中心能级全面提升

——王平副秘书长在第二十届上海衍生品市场论坛主论坛上的致辞

上海市政府副秘书长 王平

期货市场联通千行百业，是经济发展的“晴雨表”、实体产业的“稳定器”，对上海国际金融中心建设具有十分重要的意义。近年来，在证监会的大力支持下，上海期货市场快速发展。一是品种体系日益丰富。上期所在有色金属、黑色金属、贵金属、能源、化工等领域累计上市 20 个期货品种和 8 个期权品种，为规避大宗商品交易风险提供了有力支撑。二是对外开放成效明显。上期所铜期货已成为世界影响力最大的三大铜期货市场之一；20 号胶期货成交吨数、日均持仓吨数再创新高。三是期现市场联动发展。“上期标准仓单交易平台”累计上线 16 个仓单品种，成交额超 6400 亿元，促进金融与实体经济良性互动；多方共同推进“全仓登”项目，助推大宗商品仓单资源高效管理。

党的二十大为期货市场服务经济高质量发展、服务中国式现代化建设指明了方向。上海作为改革开放排头兵、创新发展先行者，将深入贯彻落实党的二十大精神和习近平总书记关于“提升重要大宗商品价格影响力，更好服务和引领实体经济发展”的重要指示要求，积极配合国家金

融管理部门，全力支持上海期货交易所落实好中央关于期货衍生品市场相关任务要求，努力做好三方面工作。一是服务国家重大战略任务。推动期货产品创新，进一步丰富有色、黑色、贵金属、能源、化工等相关品种，为实体企业提供更加丰富的风险管理工具；研究开发新材料类、节能环保类品种，助推经济绿色转型。二是强化全球资源配置功能。以 QFII/RQFII 参与商品期货市场交易为契机，加快推动黄金等现有品种和新品种国际化，丰富产品跨境合作，提升全球交易者参与便利度，不断扩大“上海价格”全球影响力。三是筑牢金融安全防线。加强前瞻研究，做好风险综合研判；支持期货市场进一步提高风险监测系统系统性，牢牢守住不发生系统性风险的底线。

本届论坛以“构建新发展格局 推动高质量发展 建设中国特色现代期货市场”为主题，具有重要的现实意义。希望各位专家学者积极为上海期货市场高质量发展建言献策，也希望上期所等衍生品市场各方参与主体抓住历史机遇、积极主动创新，共同推动上海国际金融中心能级全面提升。

发挥金融期货功能 服务中国特色现代资本市场建设

——何庆文董事长在第二十届上海衍生品市场论坛主论坛上的致辞

中国金融期货交易所党委书记、董事长 何庆文

党的二十大明确指出，要健全资本市场功能，提高直接融资比重。建设中国特色现代资本市场是贯彻党的二十大精神，构建高水平社会主义市场经济体制的必然要求。金融期货市场与现货市场同根同源、紧密相联，建设好、发展好金融期货市场，是建设中国特色现代资本市场的应有之义。下面，我重点围绕发挥金融期货功能，服务中国特色现代资本市场建设谈几点体会。

金融期货市场是多层次资本市场发展到一定程度的产物和有机组成部分。近年来，在证监会的坚强领导和上海市委市政府的关心指导下，在社会各界的大力支持和共同努力下，金融期货品种进一步丰富、交易机制进一步完善、市场管理进一步优化、一线监管进一步加强，风险防控手段整体有效、市场运行安全有序。实践表明，金融期货可以为投资者提供精细化、低成本、高效率的风险管理工具，有助于进一步在交易、融资、投资等各环节健全资本市场功能，为助力资本市场稳定运行作出了应有贡献。

一是在交易层面有助于服务增强资本市场韧性，塑造稳健的改革环境。随着全面深化改革和监管效能提升，资本市场内在稳定性不断增强，为全面注册制改革推行创造了稳健环境。股

指期货及期权有助于对冲持股风险、稳定持股信心、平抑市场波动。对比沪深300股指期货推出前后12年，标的指数年化波动率、平均日内波动幅均降低约3成，涨跌幅超过5%以上的天数下降约4成；指数市盈率的5年历史波动率下降了约7成。国债期货则为投资者提供了利率风险管理工具，增强了金融机构持债信心，特别是在市场剧烈波动时可缓解现货市场抛压，保障现货市场功能正常发挥。2022年11月，我国债券市场出现较大幅度波动。国债期货经受住了债市剧烈波动考验，成交量、持仓量创历史新高，对债券一、二级市场流动性起到积极促进作用，较好发挥了债市“避风港”和“减震器”功能。机构普遍主动运用国债期货对冲承销、做市、组合管理中的利率风险，不仅能够增强自身稳健经营能力，也为防范化解金融风险、促进宏观金融稳定作出了积极贡献。

二是在发行层面有助于服务注册制等重大改革，提升直接融资质量效率。金融期货依托对风险进行市场化定价、转移和重新配置，有助于引导资金资源流向国家战略支持领域。在服务股票发行方面，股指期货可用于对冲投资者打新底仓股票的价格波动风险，帮助参与主体在锁定期内

消除后顾之忧，从而扩大认购参与面、增强参与积极性。同时，股指期货和期权为投资者提供了管理系统性风险的有效工具，投资者得以更加专注于筛选优质企业标的，挖掘超额收益，助力市场估值合理回归，形成“科技-产业-金融”良性循环。在服务政府发行债券和经济社会发展方面，国债期货有助于投资者抵御利率风险，增强投标和持有积极性。2020年国家招标发行1万亿元抗疫特别国债，中金所第一时间将抗疫特别国债纳入可交割券范围，以切实行动便利投资者对冲风险，增强持债动力。

三是在投资层面有助于服务资金专业便利入市，满足居民理财需求。实现交易端、融资端与投资端可持续循环，是资本市场全面深化改革的重要内涵。专业机构可充分运用金融期货灵活调节风险收益结构，创设出更多满足不同风险偏好的资产管理产品，更好顺应多元化的财富管理需求。随着全市场注册制改革推向深入，上市公司数量增加、个股质地分化等对投资者的价值识别和甄选能力提出了更高要求，个人投资者将更加倾向于通过专业投资渠道入市，指数化投资等将迎来更大发展空间。中证1000股指期货及期权产品上市半年间，挂钩中证1000指数的公募基金产品数量和规模，从上市前的36只、约80亿元，增长至57只、491亿元，数量和规模分别增长58%和514%，相关品种的最大规模由43亿元增至118.2亿元。股指期货和期权产品的上市，显著推动了标的指数相关金融产品的开发与投资策略的创新运用，有助于提升ETF等指数产品的投资交易需求，促进产品规模稳步扩大。

四是在开放层面有助于服务境外投资者风险管理需求，提升资本市场国际竞争力影响力。2022年中央经济工作会议明确提出，要更大力度吸引和利用外资。今年4月28日中央政治局

会议也强调要扩大高水平对外开放，把吸引外商投资放在更加重要的位置。近年来，股债汇市场波动加大、共振增强，发挥金融期货功能、扩大金融期货开放，能够塑造更加积极的开放形象，进一步满足境外投资者风险管理需求。比如，在债券市场对外开放的重要渠道——“债券通”下，境外客户对报价和服务质量要求较高，部分机构在相关做市策略中运用国债期货提升自身定价和现货持仓管理能力，为客户提供多品种、全曲线的优质报价，在处理大额单笔交易需求时也更加从容，这在微观上可以帮助机构有效控制风险、提升业务可持续性，在宏观上则有助于提升人民币资产的国际吸引力，也将为服务上海打造国内大循环中心节点和国际国内双循环战略链接发挥积极作用。

经过十余年的努力耕耘，金融期货市场建设虽取得一定成效，但其发展仍处于初级阶段，功能作用发挥仍显不足。资本市场全面深化改革带来的市场环境和生态重塑，为金融期货市场建设创造了新的广阔机遇，也提出了新的更高要求。下一步，我们将坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指引，深入贯彻党的二十大精神，在证监会党委的正确领导和上海市委市政府的关心指导下，进一步提高政治站位，主动融入国家战略和资本市场改革开放大局，坚持稳中求进工作总基调，坚持“四个敬畏，一个合力”，不忘初心，守正创新，扎实做好安全生产、一线监管、风险防范、市场培育等各项工作，进一步丰富产品供给，持续优化参与者结构，提升中长期资金参与的广度和深度，加快推进高水平对外开放，为建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，为推动上海国际金融中心和浦东引领区建设作出新的更大贡献，以实际行动在服务中国式现代化中彰显新担当、展现新作为。

积极融入中国式现代化期货实践 努力建成世界一流交易所

——田向阳理事长在第二十届上海衍生品市场论坛主论坛上的致辞

上海期货交易所党委书记、理事长 田向阳

当前世界处在历史演变的十字路口，不稳定、不确定、难预料成为常态，产业链供应链稳定和安全面临更大挑战，全球经济复苏动力不足。在此背景下，党的二十大明确了中国式现代化的宏伟蓝图。作为国家重要金融基础设施，上海期货交易所一直以强烈的使命担当，积极融入到中国式现代化的期货实践之中。借此机会，围绕推动建设中国特色现代期货市场，谈几点我们上期所的初步思考，抛砖引玉。

第一，党的领导是关键。党的领导直接关系中国式现代化的根本方向、前途命运、最终成败。只有把党的领导贯彻落实到建设中国特色现代期货市场的全过程，才能确保建设道路始终沿着正确的方向；只有充分发挥党的领导制度优势，才能团结凝聚起市场各方的磅礴力量。

上期所坚持把党的领导转换为治理效能，强化战略引领。在我们新一轮规划中，明确以“坚持党的全面领导”为战略原则，把党的政治优势、组织优势与期货市场自身发展规律有机结合起来，确保党中央国务院决策部署落实到位、落地见效。同时，遵循共建共治共享原则，从全国统一大市场的高度，推动期现各方联动发展，加快形成健康的大宗商品市场生态。去年底，为

积极落实浦东新区高水平改革开放打造社会主义现代化建设引领区的相关意见，探索建立场内全国性大宗商品仓单注册登记中心，在上海市委市政府关心支持下，上海大宗商品仓单登记有限责任公司正式成立，这将对改善市场生态和诚信体系、保障大宗商品安全流通和运转效率发挥重要作用。

第二，实体为本是核心。建设中国特色现代期货市场的核心要义，是落实好习近平总书记提出的“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”要求。回顾这些年走过的道路，我们愈发明确，健全市场功能、提升市场质量、稳固市场根源，是服务实体经济的重要出发点。

近年来，实体企业管理风险需求显著提升，上期所在证监会党委的统一领导下，一方面，紧紧围绕产业需求，完善产品体系，去年底上市了螺纹钢、白银期权，后续还将加快上市氧化铝期货、集装箱运价指数期货、合成橡胶期货与期权、天然气期货与期权等品种。另一方面，立足功能发挥，聚焦螺纹钢、铜、天然橡胶等多个品种，创设8个激励项目，携手期货公司、产业集团等有关各方，引导和支持实体企业运用期货工具管

理风险。截至 2022 年底，上期所和上期能源法人客户数同比分别增长 14.6% 和 25.6%。今年，上期所围绕“功能”和“服务”两大板块，推出全新的“上期强源助企”项目，覆盖范围拓展至金属、能源、化工等 19 个期货与期权品种，力争让工具更好用、企业更会用，更好服务“保供稳价”大局。

第三，制度供给是保障。期货市场具有发现价格、管理风险、配置资源三大功能，是要素资源市场化配置的重要平台。建设中国特色现代期货市场，需要从制度建设着眼，坚持市场化法治化原则，形成支持实体经济高质量发展的基础制度体系，全面增强枢纽功能，提高要素配置效率。

作为期货交易的组织者和监督者，上期所始终保持向市场学习的谦卑态度，认真倾听市场意见、持续完善规则制度。今年 2 月以来，我们开展“走一线、办实事、优生态”专项行动，党委班子带队走访调研部委、行业协会、会员单位、产业客户等近百家单位。4 月，结合市场实际需要，上期所调整了 11 个品种的风控参数，推出了 15 个品种的“二日交割”，实现了原油期货结算价指令的优化、增加了日盘集合竞价，进一步降低企业参与成本。今年，我们在充分调查研究的基础上，回应市场关切，将加快推出组合保证金制度、大宗交易机制，进一步提升市场参与便利性。

第四，对外开放是路径。推进中国式现代化要“吃改革饭、走开放路”。扩大制度型开放是提高我国期货市场核心竞争力和国际影响力的必由之路，是服务构建新发展格局的内在要求。建设中国特色现代期货市场，既要致力于顺畅国内循环基本盘，推动形成强大国内市场；也要弘扬立己达人精神，与世界共享中国机遇，与全球产业链融合互动，促进增强对国际循环的吸引力。

上期所地处上海国际金融中心，本着“尚和合、求大同”的中华优秀传统文化理念，既立足中国，增创特色品种，又借鉴国际经验，优化规则制度，积极建设全球共享的中国平台。目前，上期所已有 5 个特定品种可以直接引入境外交易者参与交易，另有 11 个期货和期权品种已向合格境外投资者打开大门；同时，“上海价格”服务全球产业链的功能逐步发挥，如以 20 号胶期货价格作为贸易定价基准的实货挂钩量，已占我国天然橡胶进口量的近三成，参与跨境贸易的客户涉及泰国、马来西亚、印度尼西亚、老挝、非洲等国家和地区。下一步，我们将上市更多对外开放品种，稳步推动黄金期货国际化，加大境外推广范围和力度，力争成为期货市场更高水平开放的排头兵。

第五，安全生产是底线。金融安全是国家安全的重要组成部分，是经济平稳健康发展的重要基础。防范化解重大金融风险是金融工作的永恒主题。

作为大宗商品市场的重要枢纽，上期所坚持稳中求进的工作总基调，牢固树立系统思维和大安全理念，一方面，不断提升一线监管效能，加强监控监测和交易行为分析，紧盯重点品种、重点领域，做好预研预判，并主动与相关方建立常态化沟通机制，维护市场平稳运行。近年来，面对历史罕见的极端行情、多轮超预期的疫情挑战，全所上下同舟共济、迎难而上，合力做好风险化解处置工作，市场功能得到了有效发挥。另一方面，抓好作为金融基础设施的自身安全建设，将安全生产融入交易所业务创新各环节，持续完善技术治理体系，稳步推动系统扩容升级，防范化解网络和信息安全风险，加快建设安全可靠、自主可控、行业领先的“新一代技术系统”。

建设中国特色现代期货市场是多维、立体、

系统的工程，需要实事求是、循序渐进、持续发力。同为期货人，唯有踔厉奋发、笃行不怠，方能不负历史、不负时代、不负人民。上期所将坚定不移沿着习近平总书记为期货市场指引的方向砥砺前行，主动融入国家发展战略和区域发展大局，时刻以满足实体企业的需求为出发点和落脚点，坚守不发生系统性风险的底线，协助境内外客户合理定价、公平交易、有效管理风险、高效配置资源，更好服务实体经济发展，努力建成与高水平社会主义市场经济体制相匹配的，产品丰

富、功能健全、技术领先、治理高效，具有重要大宗商品价格影响力的世界一流交易所，谱写建设中国特色现代资本市场的“上期篇章”，为推动传统产业转型升级、加快建设现代化产业体系积极贡献力量。

上行论坛，二十华载，初心不改、再启新程。今天，群贤毕至，我们期待着各位专家畅所欲言，为建设中国特色现代资本市场贡献更多“期货”智慧，提出更多“期货”方案，开出一届富有特色、卓有成效、更具影响力的论坛。

以科学规划建设世界一流交易所 用实际行动履行交易所社会责任

——王凤海总经理在第二十届上海衍生品市场论坛主论坛上的主持讲话摘要

上海期货交易所党委副书记、总经理 王凤海

王凤海总经理在主持第20届上海衍生品市场论坛主论坛时指出，2022年，面对复杂严峻的内外部形势，在证监会党委的坚强领导下，上期所认真学习贯彻落实党的二十大精神，落实党中央“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的明确要求，全所上下统一认识、提高站位、顶住压力、迎难而上，齐心协力做好“防风险、稳增长、促发展”三大重点任务，积极服务保供稳价大局，推进市场发展取得了良好成效，已基本完成上期所2018-2022年战略规划主要目标和任务。今年是贯彻落实党的二十大精神开局之年，党的二十大对以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴作出战略部署。如何进一步发挥好期货市场功能，服务经济高质量发展，是我国现代化建设必须回答好的重要课题。

王凤海总经理主持发布了《上海期货交易所2023-2025年战略规划》，并指出本规划是上期所建设世界一流交易所的行动方案与任务清单，也是上期所全体员工共同奋斗的行动纲领。在新的规划期，上期所以服务实体经济高质量发展为使命，践行稳健、进取、诚信、专业的核心价值观。坚持把着力点放在服务实体经济上，推动建设开放、稳定、可持续的大宗商品市场。通过构

建高质量产品体系、打造高能级服务平台、加快高效率机制创新、推动高水平对外开放、建设高赋能信息技术系统、践行高标准绿色理念、强化高效能自律监管等“七高”的实施举措，以及加强党的领导，提升政治力，加强内部治理，提升组织力，加强队伍建设，提高战斗力，加强实施保障，深化执行力等“四强”的保障措施，让“上海价格”更好地走向世界，努力打造服务型、国际型、数字化、绿色化、现代化期货交易所；到2035年，努力建成与高水平社会主义市场经济体制相匹配的，产品丰富、功能健全、技术领先、治理高效，具有重要大宗商品价格影响力的世界一流交易所。

此外，王凤海总经理主持发布了《上海期货交易所2022年度社会责任报告》，上期所始终致力于当好期货市场改革开放排头兵、创新发展先行者，全力服务国家重大战略，用实际行动履行社会责任。

同时，王凤海总经理主持发布了上海国际能源交易中心2022年度境外经纪机构突出贡献获奖名单，并主持启动“上市公司利用期货市场管理风险”最佳实践案例创建活动。

融入国家重点战略目标 助力有色金属行业高质量发展

——张铭副总经理在第二十届上海衍生品市场论坛有色论坛上的致辞

上海期货交易所副总经理 张铭

今年是上海衍生品市场论坛举办的 20 周年，也是铜铝期货上市 30 周年。在过去 30 年里，作为国家重要金融基础设施，上期所坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，在中国证监会的坚强领导下，聚焦服务实体经济、致力提升监管效能、防范化解重大风险，坚持存量改革和增量创新并行，主动服务服从国家宏观调控，不断提升期货市场价格发现效率，助力有色金属市场平稳运行。

一是服务实体经济，打造高质量产品体系。截至目前，我所共上市 20 个期货和 8 个期权品种，5 个品种已实现对外开放。其中，有色金属衍生品已涵盖铜、铝、铅、锌、镍、锡等期货，铜、铝、锌期权，并上线多个品种的标准仓单交易。2022 年，锡期货和铜、锌期权按成交吨数计居全球首位，铜、铝、铅、锌、镍期货及铝期权成交吨数居全球第二。今年 1-4 月，有色金属期货累计成交 1037.5 万手，成交金额 15.3 万亿元，占国内市场份额的 4.43% 和 9.27%。二是维护市场稳健运行，促进功能有效发挥。上期所有色金属期货在管理风险、发现价格和配置资源等方面发挥了重要的市场功能，已成为我国功能发挥最好的商品期货板块。2022 年，上期所优

化沪铜期货的交割品级，在国际铜期货上开展“一路铜行”项目扩大产业客户参与度；强化与协会的合作，共同培育市场，期货市场服务实体经济的能力持续提升。三是推动高水平对外开放，提升国际价格影响力。上期所积极推动商品期货、期权向 QFI 开放，自去年 9 月起，包括铜、国际铜、铝等有色金属在内的 16 个品种引入 QFI 直接参与，投资者结构进一步优化。去年，当境外镍市场出现极端行情时，我们坚持市场化、法治化原则，积极处理应对，在境外市场停市、交易取消、临时规则调整等因素影响下，有效防范和化解境外市场风险向境内镍市场传导，并向全球提供价格指数，获得各方好评。

今年是上期所新一轮战略规划的起步之年，我们将提高站位，找准定位，融入国家重点战略目标，在服务经济高质量发展的重点领域、关键环节发挥更重要的作用。一是完善产品序列，以期品种上市实施注册制为契机，加快氧化铝期货上市，推进铝合金、镁、钨等期货品种研发，为我国有色金属工业高质量发展保“价”护航。二是发挥期货、现货市场合力，着力布局商品互换、场外期权、基差贸易等场外衍生品业务，为企业提供更加精准的风险管理工具。三是促进产

业客户参与，维护产业链安全稳定。与行业协会和会员单位形成合力，更好服务制造业龙头企业、上市公司、专精特新等重点企业。开展“强源助企”项目，做好铜、国际铜和铝等品种服务产业客户专项工作。四是继续深化对外开放，加快规则制度国内外对接，加强与境外市场的合作与联通，加大全球推广力度。研究推动镍和黄金期货的国际化。

凝心铸魂固根本，实干笃行显担当。2023年是全面贯彻落实党的二十大精神的开局之年，也是推动有色金属行业高质量发展的关键一年。上期所愿与有色金属工业协会、产业链上下游企业及市场各方加强合作，真抓实干，以更加奋发有为的精神状态，在建设中国特色现代资本市场、推进中国式现代化上发挥更大作用。

深化产融协同 共推我国有色金属工业高质量发展*

中国有色金属工业协会党委常委、副会长 陈学森

党的二十大提出高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。高质量发展的核心是质量和效益。近十年来，有色金属作为国民经济，尤其是新能源、电动汽车、新一代电子信息等领域最为重要的原材料和新材料，其相关工业在实现高质量发展方面取得了重大成绩，但面对当前复杂宏观经济形势所引发的多重冲击，有色金属工业如何通过深化产融协同推动有色金属行业高质量发展值得思考。

一、我国有色金属工业现状和发展成就

党的十八大以来，我国有色金属工业把握发展机遇，拼搏奋进，贯彻新发展理念，深化供给侧结构性改革，全行业发生了四大转变：发展动力向创新驱动转变、生产方式向绿色低碳转变、产品结构向中高端和新经济需求转变、发展阶段向高质量发展转变。具体体现在以下几个方面：

一是产业增长满足发展需求。2022年，我国十种常用有色金属产量（公报数）为6793.6万吨，按可比口径计算比上年增长4.9%，工业增加值比上年增长5.2%，增幅高于全国规上工业增加值1.6个百分点。为满足国内外新能源产业的发展，国内工业硅、镍、钴、锂等产业发展迅速，产量同比增幅均在50%以上，基本满足

了新能源、电动汽车、储能等领域对硅、镍、钴、锂等有色金属的需求。

二是形成供给侧结构性改革成功范例。2017年4月，国家发改委、工信部、国土资源部和环保部四部委联合发布了《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案的通知》，由此拉开了国内电解铝行业深化供给侧结构性改革的大幕。长期以来，国家一直想遏制电解铝产能盲目发展的重大难题得以完成（图1），并形成了法治化、市场化的供给侧结构性改革成功范例。

三是行业运行质量显著改观。受益于电解铝供给侧结构性改革、新能源金属快速发展，2021年、2022年连续两年有色金属行业总资产回报率（Return on Assets, ROA）高于全国工业平均水平（图2），改变了有色行业ROA连续十年低于全国工业平均水平的历史。行业效益的提高，增加了企业在资源开发、科技创新、产业整合、绿色发展、智能制造等方面的投入，推动了行业高质量发展。

四是国际合作成效显著。有色金属行业作为我国最早开展国际合作的行业之一，围绕铜、铝、铅、锌、镍、钴、锂等有色金属品种，在非洲、

* 本文根据作者在第二十届上海衍生品市场论坛有色论坛上的演讲内容整理。

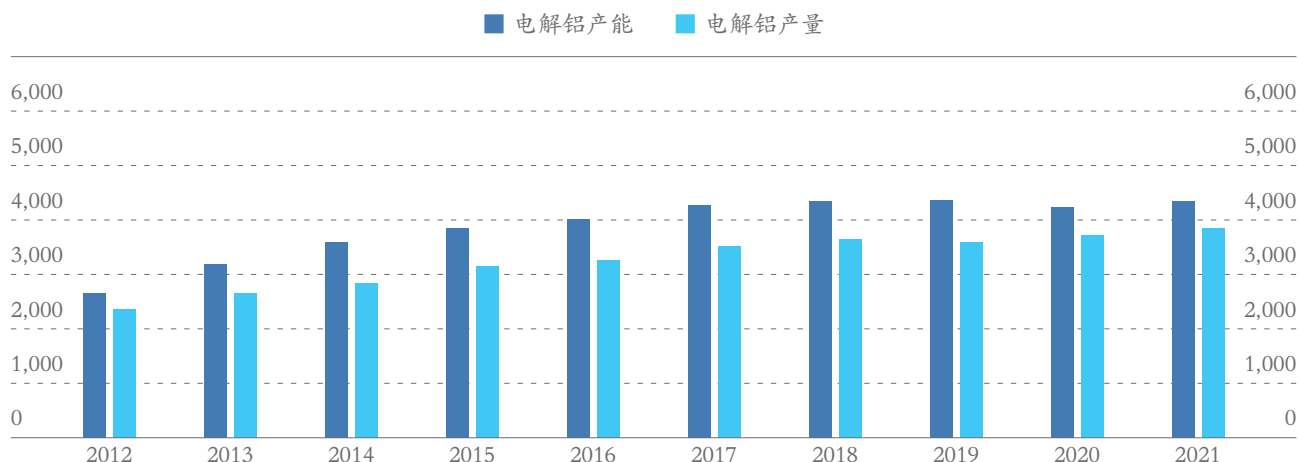


图 1: 2012-2021 年电解铝产能、产量统计

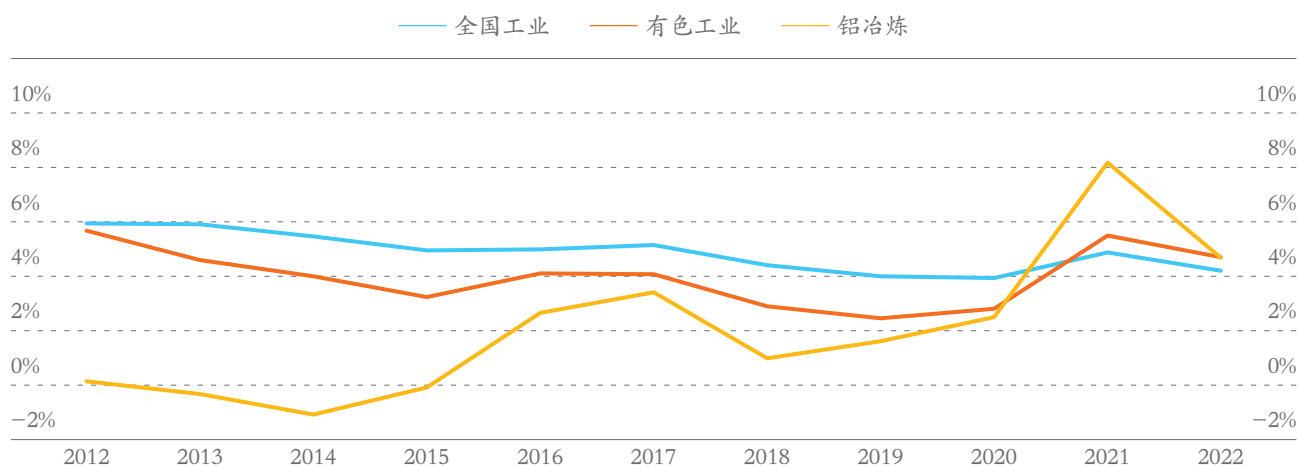


图 2: 2012-2022 年全国工业、有色工业以及铝冶炼行业总资产回报率走势

南美洲、东南亚、欧洲等一批国际合作项目建成投运，极大地保障了我国以及全球有色金属产业链供应链的安全。

五是产业结构进一步优化。中铝集团重组云冶集团、有关企业整合成立中国稀土集团，目前产能前十位的电解铝企业和规模前五位的精炼铜企业产量合计分别占全国产量的 73% 和 60%，产业集中度明显提高。一批具有特色的新型工业化产业基地迅速崛起，行业影响力明显增强。

六是科技创新成果显著。一批铜、铝、钛、镁、稀土等高端材料加工技术取得新的突破，基本满足了国内航空航天等高端制造业需求；在新

能源领域，硅基材料、镍钴锂等产品品质不断提高，为新能源产业发展提供了坚实的材料保障。

七是绿色发展进步明显。十年来，有色金属行业累计建成国家级“绿色工厂”120家，“绿色矿山”163座，占全国的13%；有色金属行业危险废弃物处置能力由全国第三位上升至第一位；主要再生有色金属产量增长58%；绿色水电铝比例不断提高，骨干企业均制订了碳达峰实施方案及碳中和路径图、时间表。

八是新能源产业发展形成新动力。全球绿色发展的需求以及“双碳”战略目标的实施，为全球有色金属工业发展带来了巨大活力和良好发展

前景。作为世界光伏产品生产第一大国，我国光伏产业居全球领先，已经形成了健全高效的光伏产业链，为全球市场供应了超过 70% 的组件。

与此同时，我国锂产业也在全球产业发展格局中跃上新台阶（图 3），我国已成为全球最大锂消费国、最大的氢氧化锂出口国。

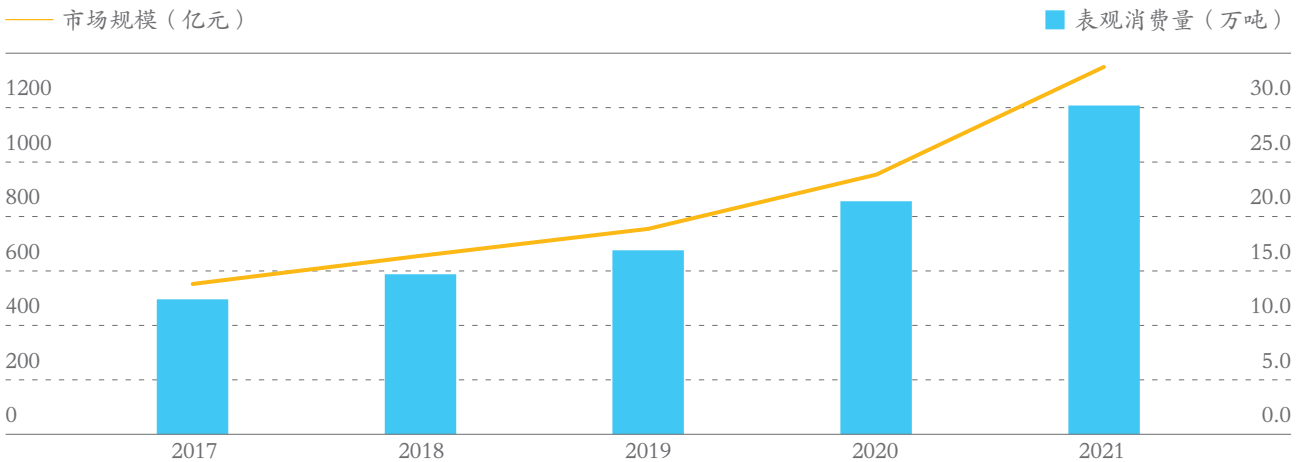


图 3：2017-2021 年我国碳酸锂市场规模变化图

二、期货为我国有色金属工业平稳运行提供了重要保障

一是有色金属价格宽幅波动是常态。有色金属产业具有高度市场化、国际化、金融化的典型特征，价格除了与正常的市场供需、成本波动有关，还受到各种重大国际事件、“灰犀牛”、“黑天鹅”、美元指数波动等影响。由于主要价格宽幅波动难以避免，这就对企业的生产经营和风险防范能力提出了高要求。

二是产融结合成为稳健运营重要举措。国内有色金属工业已成为市场化程度最高、适应国际市场变化最快、应对国际市场冲击能力最强的工业行业之一。2022 年，有色金属期货交割金额为 582 亿元，约占我国期货市场交割金额的 38%；铜、铝、锌位列我国商品期货功能评估综合评分前三。三十年来，期货市场为实体产业服务的能力不断提升，产融结合为有色金属工业转型升级、稳健生产经营和高质量发展提供了重要支持。其主要体现在 3 个层面：宏观层面，期货

市场为国家宏观经济调控、产业政策制订、行业运行监测等提供了决策参考，期货价格已成为国家监测有色金属市场的重要参考指标。行业层面，期货的价格发现功能，提高了有色金属资源市场化配置效率，提升了我国有色金属产业市场竞争力，上海期货交易所（以下简称上期所）已成为全球三大有色金属定价中心之一，铜期货价格已成为我国铜产业链现货贸易的定价基准。2022 年 3 月，镍期货外盘暂停交易时，上期所向全球提供价格指引，外盘恢复交易后引导其回归基本面。企业层面，合理使用套期保值工具提高了实体企业风险管控能力，成为大中型有色金属企业规避市场风险、稳定生产经营、提质增效的重要手段。

三是有色协会与上期所交流合作成绩斐然。基于“推动金融高水平服务实体产业，共同构建高质量产融合作命运共同体”这一目标，长期以来，有色协会与上期所保持着非常密切良好的合作关系，合作成效显著且持续。自 2014 年 4 月

有色协会与上期所签署战略合作协议以来，按照“高层互访、指定联系、定期交流”的合作工作机制，在市场推广、行业调研、期货培训、课题研究、信息交流等方面开展了多种形式的高质量产融合作，并不断拓展合作的广度和深度。其中，连续5年在伦敦金属周期间召开的“中国有色金属报告会”已成为具有影响力的国际会议，显著扩大中国有色金属行业和期货市场的国际影响力。在《期货和衍生品法》正式颁布实施后，有色协会与上期所联合中期协三方于2022年10月25日—11月3日线上共同主办召开了7期“有色金属产融结合市场研讨会”。目前，双方合作以“深耕优势领域、瞄准市场新需求”为方向，共同提高期货市场服务实体产业的能力和水平。

三、高质量发展需要更高水平的产融协同

（一）产业高质量发展的标志与路径

根据习近平总书记对高质量发展的论述，特别是在供给、消费、投入与产出、分配以及宏观经济循环5个方面的具体高质量发展要求，结合有色金属工业产业特点，构建现代化有色金属产业体系，实现高质量发展，成为有色金属制造业强国，要实现以下8个方面目标，归纳起来就是“三高五化”：一是资源保障程度高；二是具有较多竞争力强的世界一流企业；三是竞争力强，产业链利润分配合理，具有较好的经济效益；四是产业规模居世界领先，在全球具备强大的行业影响力；五是产业结构合理，上下游及相关产业协调发展；六是绿色发展水平高，具备可持续发展能力；七是科技创新能力强，高端材料能够满足国内各个领域尤其是高端制造业的需求；八是智能化水平高，劳动生产率达到世界先进水平。

第一，把确保产业链供应链安全稳定作为高质量发展首要任务。抓资源，骨干企业要积极参与国内资源“增储上产”行动，同时加强国际合

作开发。抓创新，通过产学研用上下游一体化联合攻关，尽快解决短板，为实现高质量发展提供材料、装备、检测、软件等支撑。抓自律，控制冶炼产能过快增长，尤其是国内尽可能不再新扩建氧化铝、铜、铅、锌、钨、锡、锑等冶炼产能。抓整合，鼓励龙头企业开展跨地区上下游产业链整合，延链补链，构建完整产业链，增强企业实力，提高行业影响力。抓智能，通过传统产业数字化改造，提高产品质量、劳动生产率，提升安全水平，降低消耗和生产成本。抓绿色，适应国家“双碳”战略，抓好绿色矿山、绿色工厂设计与建设，如期实现碳达峰，制定碳中和路径，大力宣传有色金属产品绿色低碳功能。

第二，推动供给侧结构性改革是高质量发展治本之策。从当前及长期来看，制约我国经济发展的最主要矛盾在供给侧，推动供给侧结构性改革是实现高质量发展的治本之策。有色行业要借鉴电解铝供给侧结构性改革中政府有为、行企配合、社会监督的市场化、法治化成功经验，控制产能相对过剩的冶炼及中低端加工领域的持续扩张，改善行业运行效益，增加对高质量发展要素的投入。

（二）产融协同共推高质量发展

三十多年的实践表明，产融结合是有色金属工业实现健康发展的重要举措，在新的时代背景下，要研究深化产融协同在实现高质量发展中的新功能、新作用。

一是要着眼全产业链，尽可能多地增加期货品种，更深入全面地服务实体企业平稳运行。第一，对于已上市的规模较大产品，发挥我国产业链完整且规模较大的优势，以全产业链平稳供应和平稳运行为目标，完成全产业链纵向的产品上市。第二，对于规模较小的产品品种，通过增加细分标准，稳步推出期货上市新品种。

二是加快有色金属期货市场国际化进程，增强重要大宗商品的价格影响力。以高水平对外开放为抓手，结合国际铜期货运行的经验，加快推动相关有色金属期货的国际化，加快形成与我国有色金属产业规模和市场地位相适应的国际价格影响力，共同开创产融合作高质量发展新局面。

三是深化期货服务实体功能，探索新的供给侧结构性改革途径。要研究深化期货服务实体功能，以市场化手段提高有色金属行业资源配置效率，研究交割品牌注册制度，增加产业政策符合性要求，以更好地实现期货市场服务有色金属供给侧结构性改革需求。

四是要研究绿色产品期货市场。适应“双碳”战略目标发展和碳关税要求，研究利用期货市场开发绿色产品价格发现及交易功能，推广绿色产品，助推有色行业完成“双碳”战略目标。

此外，要强化期货风险管控，护航高质量发

展。在看到期货在产融结合中支持行业健康发展的同时，不要忘记过去发生的风险事件，吸取教训。要依法依规，强化监管，对异常情况和突发事件紧急处置，加大对违法违规的惩处，维护期货市场秩序；加强有色金属市场趋势研究和动态跟踪监控；坚持底线思维，心存敬畏，行有所止，在注意自己所持有的头寸等商业机密不被外界探知的同时，对于空头的套期保值，套保卖空的持仓仓位和现货仓位应高度匹配。

（责任编辑：冯翔宇）

作者简介：

陈学森，东北工学院有色金属冶金专业硕士。现任中国有色金属工业协会党委常委、副会长。历任中国国际工程咨询公司冶金建材业务部有色处处长、工业和信息化部原材料工业司有色金属处处长、中国铝业股份有限公司科技与发展部总经理。

栉风沐雨砥砺前行，春华秋实满庭芳 ——期现相伴，铝“屡”生辉*

中铝国际贸易集团有限公司党委委员、副总经理 李广飞

习近平总书记在浦东开发开放 30 周年庆祝大会上提出，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。2022 年《期货和衍生品法》的实施，赋予金融与产业深度融合发展的新机遇。党的二十大报告指出，要建设现代化产业体系，坚持把发展经济的着力点放在实体经济上。在这样的宏观背景下，铝产业和期货是如何融合发展的？深化金融与产业融合存在哪些现实意义？

一、互相发现，交相辉映

电解铝行业的发展可分为两个阶段，第一阶段是 1980-2000 年，中国电解铝行业经历了“从

小到大”。1990 年，我国电解铝产量 85 万吨、消费量 83 万吨，分别占全球的 4.4% 和 4.3%；2000 年，我国电解铝产量 283 万吨、消费量 335 万吨，分别占全球的 11.5% 和 13.2% (图 1)。1992 年 5 月 28 日，上海期货交易所推出铝远期合约，1993 年 11 月 26 日推出铝期货合约，有效地促进了电解铝公允价格的形成。第二阶段是 2000-2020 年，中国电解铝行业“从大到强” (图 2)。同时，上海期货交易所国际化的探索也不断演进。2007 年 3 月接受境外品牌注册；2010 年开展保税交割；2020 年 8 月 10 日铝期权上市。2000 年之前沪铝与伦铝价格相关性较低。2000

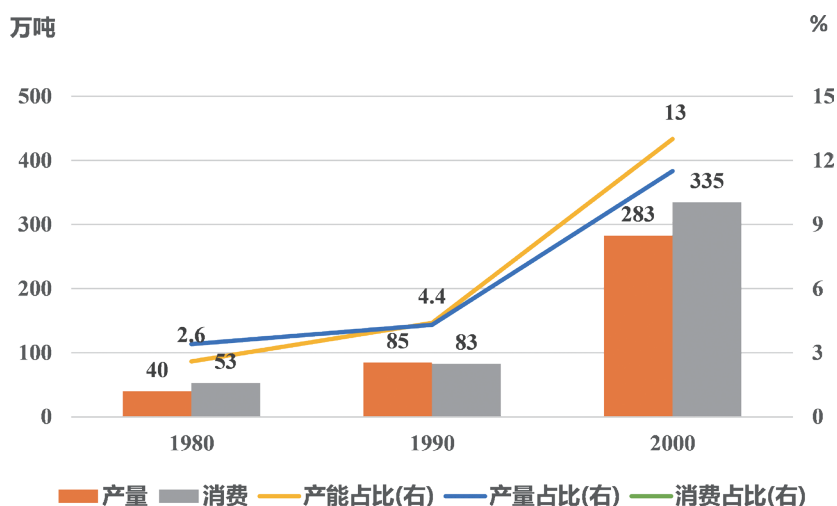


图 1：中国电解铝产量和消费及其全球占比（1980-2000）

* 本文根据作者在第二十届上海衍生品市场论坛有色论坛上的演讲内容整理。

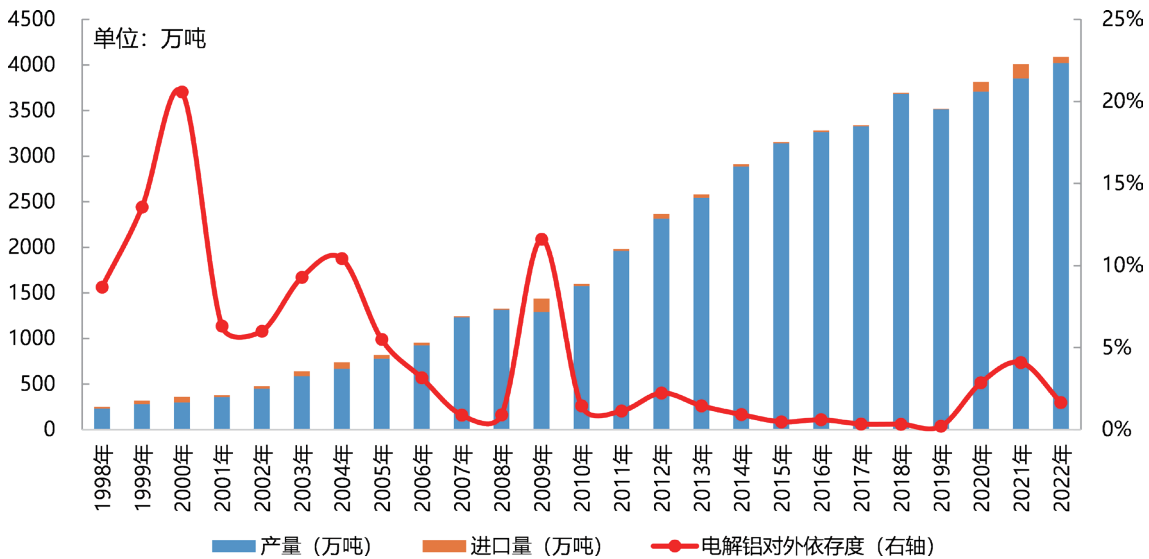


图 2：中国电解铝产量和进口量及对外依存度（1998-2022）

年中国加入 WTO 以后，两个价格的相关性愈加紧密。

2008 年，全球排名前十的电解铝企业中，我国只占 2 家，2020 年增加到 5 家，我国铝行业产量和消费量都实现了增长。从产业角度分析，沪铝期货的成长存在两个维度——市场参与度以及价格联动关系。沪铝期货活跃度上升，市场影响力显著提高。2000 年期货市场规范发展以来，沪铝期货的成交量和持仓量逐年增长，价格发现效率有所提升。特别是 2013 年期货市场进入创新发展阶段以后，沪铝期货活跃度再次跃升。在重大事件发生的时期，沪铝期货更能吸引市场参与者，成交量和持仓量显著放大，说明沪铝期货价格能够充分反映各类市场信息要素，期货与现货市场联动更加紧密，且对现货价格的稳定具有指引作用。

此外，基差交易模式促进了期现紧密结合。2009 年之前，中铝国贸采用国内的现货指数报价；2009-2017 年间，采用了现货销售、长单销售各半的模式；2017 年后基本上以长单销售为主、现货销售为辅，业务模式随着期货市场的发展不断转变。

同时，沪铝期货的国际价格影响力也在日益扩大，沪铝期货对铝行业上市公司股价具有引导作用，沪铝期货价格与铝行业上下游公司股价变动相关强度具有差异性，沪铝期货上市以来电解铝行业形成了良好市场体系。沪铝期货上市以来，通过行业创新完善业务模式，促进了电解铝行业保持良好的市场经营体系，提升了服务实体经济的能力。

二、互相成就，铝“屡”生辉

金融（期货）与行业协同发展主要表现在提升企业经营抗风险能力、服务产业转型升级、提升产品质量与标准。提升企业经营抗风险能力，首先要有重要定价参考，还要提供风险对冲工具。服务产业转型升级，包括交割库的扩容和上期所上期综合业务平台。提升产品质量与标准，则需要交割品牌动态调整及交割标准要求。

现阶段，产业客户积极应用铝期货工具进行定价参考和风险管理（表 1）。2013 年以来，沪铝期货的市场有效性提升和价格发现功能稳定，为实体企业参与期货市场提供了交易便利性，节约交易成本。2013 年以来，沪铝期货的法人客户持仓量占比基本保持在 65%—80%，交易量

占比约 25%—50%，在国内商品期货中法人参与市场程度较高，套期保值功能发挥良好。此外，发布套保相关公告的中国 A 股上市公司数量呈现出明显的增长趋势。一方面，A 股上市公司套保参与率由 2012 年的 6.48% 提高到 2022 年的

22.89%，2022 年上市公司有 1560 家参与套保。另一方面，大型企业的套保参与度由 2012 年的 7.11% 提高到 2022 年的 26.51%，中小型企业的套保参与度由 2012 年的 3.87% 提高到 2022 年的 14.41%。

表 1：铝上市公司参与期货市场情况

公司	主要铝产品	参与市场	定价参考
中国铝业	氧化铝、电解铝、铝合金	SHFE、LME	SHFE、现货市场
中国宏桥	电解铝、氧化铝、铝合金及加工品	SHFE	自主报价
南山铝业	电解铝、氧化铝、铝型材、铝箔	SHFE、LME	境内：未披露 境外：LME
神火股份	电解铝及深加工	SHFE	南储、上海有色
天山铝业	电解铝、氧化铝、高纯铝、深加工	无	境内：未披露 境外：LME
明泰铝业	铝板带、铝箔	SHFE	境内：上海有色 境外：LME
鼎盛新材	电子铝箔、空调铝箔、包装铝箔	SHFE	
新疆众合	铝合金、高纯铝、电子铝箔	SHFE	安泰科、百川、阿拉丁

资料来源：Wind，Stata，中银期货

近年来，电解铝交割库扩容和分布优化，促进了期现融合。期货交割库的布局与区域经济活跃度和发展趋势具有明显的正相关关系，与产业供需格局高度匹配；电解铝交割库最初围绕着华东、华南传统消费地设置。同时，上期综合业务平台解决实体若干痛点，提升市场运行效率。2018 年 5 月 28 日，上期所以铜、铝为试点品种上线了推出综合服务平台，2022 年 7 月 8 日，正式更名为上期综合业务平台，解决期货服务实体经济“最后一公里”的问题。此外，电解铝交割品牌动态调整也促进了行业的健康发展。

三、互相融合，未来可期

为深化产融结合，促进铝行业可持续发展，需要做到以下几点：

一是氧化铝期货上市，可进一步提升铝产业

链风险管理水平。

氧化铝期货的上市具有几个深远的意义：对现有定价模式进行补充，起到价格发现作用；为产业链上下游企业提供更透明公平的市场价格交易机制；为氧化铝上下游企业提供合理的对冲风险工具；可有效地提高中国氧化铝在国际市场中的地位。

二是进一步完善铝产业链相关期货品种。衍生品向纵深方向发展，通过一体化发展，提高产业抗风险的能力，增强铝产业抗风险能力。我国铝产业链衍生品序列仍有待完善，推出系列产品能满足机构投资者、现货企业多样化、个性化的风险管理、资产管理需求，建议进一步完善我国铝产业链相关期货品种的研发。

三是助力铝行业绿色发展，拓展服务铝行业

转型升级的深度和广度。绿色低碳对交易所服务实体提出了更高的要求。建议联合相关部门和行业协会，推动制定企业碳排放信息披露标准和实施；并参考 LME 探索低碳铝的绿色溢价服务，助力铝产业链低碳转型。

四是推动国际化发展，提升产业服务效能。探讨设立电解铝境外交割库可行性。设立境外交割库以便利企业的套期保值，将极大地有利于中国铝行业“走出去”，已经成为目前实体企业对期货市场的迫切诉求。

中国铝期货与中国铝工业协同发展，见证了中国铝工业“从小到大”的快速发展阶段，未来必将在中国从铝工业大国迈向强国的关键道路上扮演更加重要的角色。铝期货与铝行业已经形成良好的互动关系，双向融合促进共同高质量发

展。放眼未来，我们面临百年未有之大变局，中国铝工业在实现高质量发展的道路还将面临更大挑战；同时，也对铝期货等金融衍生品市场建设，深化金融和产业融合提出了更高诉求。这既是一项艰巨的任务，更是难得的发展机遇。

（责任编辑：冯翔宇）

作者简介：

李广飞，工学学士，北京交通大学工商管理硕士。现任中铝国际贸易集团有限公司党委委员、副总经理，负责氧化铝业务、国际业务及市场研究工作。高级经济师，伦敦金属交易所铝委员会委员。历任兰州铝业股份有限公司总经理助理、总法律顾问。曾在《经济日报》《中国金融》等报刊发表过专业文章。

加快完善能源品种体系 助力产业高质量、可持续发展

——王凤海总经理在第二十届上海衍生品市场论坛能源论坛上的致辞

上海期货交易所党委副书记、总经理 王凤海

在已经过去的 2022 年，我们经历了极端行情和世纪疫情的双重考验；今年以来，中国经济发展呈现回升向好态势，经济运行实现良好开局。石油、天然气等能源作为社会发展的动力来源，对我国经济复苏起到重要作用。目前，外部环境不确定性加大，全球通胀仍处于高位，能源价格持续波动，对产业链企业生产经营活动带来影响。利用期货、期权等衍生品工具进行套期保值、对冲价格风险，成为企业稳健经营和长远发展的重要手段。

长期以来，上海期货交易所十分重视能源类衍生品的发展，上市了原油期货、高低硫燃料油期货、沥青期货和原油期货等品种，为能源产业提供了丰富的风险管理工具。

今年是原油期货上市五周年。五年间，上期所多措并举提升原油期货功能发挥：一是维护市场平稳运行，在“负油价”等极端行情考验下，原油期货运行稳健，价格合理有效，规模不断提升；二是不断优化市场规则，将穆尔班原油、巴士拉中质原油、图皮原油等我国适炼油种引入交割资源池，丰富了可交割资源；三是不断丰富交易工具、发布代表性价格，上线了原油期货 TAS 指令并不断优化，发布日中参考价、月均结算价，

降低了企业参考、使用原油期货的操作成本。经过五年的精心培育，原油期货市场逐渐成熟，功能发挥情况良好，市场规模稳步增长。2022 年日均成交 22.14 万手，同比增长 25.60%；总成交金额 34.91 万亿元，是国内期货市场成交金额最大的品种之一。跨国石油公司、贸易商、金融机构中的标杆性企业均参与了上海原油期货交易，由专业机构投资者交易形成的期货价格客观反映亚太地区原油供需基本面，已成为国际石油市场的重要价格信号和实体企业风险管理的有效工具，并被自然资源部等相关部委在产业政策制定中引用。原油期货也逐步得到国际市场的认可，在 2022 年亚洲能源风险奖（Energy Risk Asia 2022 Awards）颁奖典礼上，获得“年度最佳创新奖”的殊荣。

燃料油、低硫燃料油、石油沥青期货与原油期货、期权共同构建了上期所能源类衍生品体系，在石化企业的生产经营中起到了管理价格风险、锁定成本利润、稳健经营发展等作用。石油沥青期货目前已成为现货贸易重要的定价依据，其价格信号为国家的道路建设和交通基础设施发展规划贡献了期货力量。低硫燃料油期货上首创的“境外交收”业务，实现了期货市场从交易端“引

进来”到交割端“走出去”的双向开放格局。上期所联合浙江国际油气交易中心，基于低硫燃料油期货推出的“中国舟山低硫燃料油保税船供报价”，已成为亚洲船燃市场重要的参考价格之一。

我们也关注到了天然气行业对于液化天然气期货及期权的强烈需求。与原油市场相对成熟的国际定价格局所不同，亚太天然气市场始终缺乏一个能够真实反映当地供需情况的价格形成机制以及配套的风险管理工具。2022年中共中央、国务院《关于加快建设全国统一大市场的意见》要求“建设全国统一的能源市场，健全油气期货产品体系”。国家发改委、国家能源局《“十四五”现代能源体系规划》要求“适时推动天然气等期货交易”。上市液化天然气期货、期权，能够为产业链企业提供稳定成本和利润的工具，有助于

行业“保供稳价”目标的实现。并且，通过上期能源的国际化平台，我国参与全球天然气市场再平衡秩序的建设将拥有更直接的路径及方式。为响应国家政策和行业呼声，上期所加快了液化天然气期货和期权研发，积极推进上市工作。

党的二十大报告中强调，“深入推进能源革命”“确保能源安全”，并对能源高质量发展提出明确要求。《期货和衍生品法》的颁布实施为境内外投资者参与中国期货市场提供了有力的法律保障。下一步，上期所将以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，围绕“打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”这个总目标，加快完善能源品种体系，持续提升市场运行质量，不断健全市场功能，助力能源产业实现高质量、可持续发展。

增进燃气行业与金融行业深度融合 更好服务城燃行业高质量发展

——刘贺明理事长在第二十届上海衍生品市场论坛能源论坛上的致辞

中国城市燃气协会理事长 刘贺明

燃气是经济社会发展的重要物质基础，是城市基础设施，属于公用事业，也是协同推进减排降碳的重要方面，安全发展则是燃气行业发展的前提。近年来，面对动荡的国际环境，我国燃气行业成功抵御住了价格大幅波动带来的风险，保证了百姓温暖过冬以及经济发展的需求。在世界百年未有之大变局里，我们必须意识到，燃气行业需要准确识变、科学应变，认清发展新趋势，找准发展新机遇。如何实现能源高质量融合发展，这是能源行业的重大课题，也是城市燃气保供、优供、安供的时代使命。

价格安全一直是困扰燃气行业稳定发展的一大因素。近年来地缘冲突下的全球天然气贸易格局深度演变，在全球天然气价格波动加剧，国内天然气行业体制机制改革不断深化的背景下，燃气行业迫切地需要提升对于价格风险的管理能力，以此降低价格波动的风险。因此城燃企业对于推出天然气期货期权等工具，加强风险管理的需求越来越强烈，对于寻求公允的市场价格的愿望也越来越迫切。

中燃协与上期所在 2021 年签署了战略合作协议，这是双方携手并肩共谋行业发展的切实举措。过去两年来，我们共同推进液化天然气期货、期权品种研发，在课题研究、联合开展市场推广及投资者教育活动等方面进行了深度的战略合作。通过合作实现了双方优势互补及资源共享，进一步推进燃气行业及金融行业的产融结合，共同服务于我国天然气产业平稳运行及高质量发展。

目前上期所及上期能源已成功上市原油、低硫燃料油及沥青期货等能化品种，获得了市场各界的高度肯定。我们也将持续协助上期所及上期能源尽快上市液化天然气期货及期权，为燃气企业提供可靠的风险管理工具，助力燃气企业应对新的竞争格局与市场环境。

最后，以此次会议为平台，希望能够更好地增进燃气行业及金融行业的相互了解以及深度融合，让金融衍生品更好地为城燃行业健康高质量发展服务。

重视石化产业现代经济体系建设 推进大宗能源商品期现市场协调发展

——赵俊贵副会长在第二十届上海衍生品市场论坛能源论坛上的致辞

中国石油和化学工业联合会副会长兼秘书长 赵俊贵

进入新时代，面对百年未有之大变局和世纪疫情的冲击，石油和石化行业作为国民经济基础能源产业和基础原材料产业的战略地位日益凸显，对保障国家能源安全、粮食安全、产业链安全和人民生命健康安全发挥着越来越重要的作用。石油石化全行业认真贯彻习近平中国特色社会主义思想，以自立自强的自主创新为根本动力，以绿色低碳安全为转型方向、以满足国家战略性新兴产业和人民群众更高生活品质新需求为新任务，立足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正在加快形成。2022年，我国炼油和乙烯产能达到9.2亿吨和4932万吨，历史上首次双双超过美国，标志着我国向世界第一炼化大国迈出了关键步伐。同时新能源和配套化工新材料产业快速发展，2022年，我国风电、光伏发电连续三年突破1亿千瓦，占全国新增发电装机的76.2%，稳居世界第一。锂电池用正负极材料、电解液、锂电隔膜产量占全球总量比重超过70%。我国世界第一新能源大国的国际地位基本确立。

同时，我们也清醒地看到，百年变局下，国际政治经济环境的再平衡再调整正在深刻展开，能源行业不稳定不确定性显著增多，大宗商品的

价格波动和不稳定性成为全行业关注焦点，石油石化行业面临保障国家能源安全和能源结构调整双重压力和挑战。对石化行业战略资源获取能力、技术革命创新能力、市场风险管控能力和企业精细化管理能力提出了越来越高的要求。期货市场发现价格和套期保值的功能天然有助于石化企业管理价格波动风险、优化资源配置，提高运行效率。上期所原油、低硫燃料油、燃料油、石油沥青等期货品种的稳健运行与创新优化，为我国石化企业的生产经营和风险管理提供了重要工具和新的市场手段，期货市场已成为建设现代石化市场体系的重要环节。

中国石化联合会高度重视石化产业现代经济体系的建设，2018年，与上期所签署战略合作协议以来，我们携手推进成品油、天然气等能源期货品种上市研发、联合开展市场推广及投资者教育活动，对进一步推进石化行业及金融行业的产融结合，推进大宗能源商品期现市场协调发展，维护能源产业链、供应链的韧性和稳定性发挥了积极作用。

这里，我真诚代表中国石化联合会对上期所和各位金融、期货业朋友对中国石化行业的大力支持表示衷心的感谢！对你们长期以来持续推进

能源国际化市场化改革所付出的努力表示崇高的敬意！

同心者同路，同志者事成。中国石化产业的成功转型离不开产业链相关各方面的努力和配

合，合作共赢，繁荣才能保障；美美与共，发展才能持久。中国石化联合会愿意和各位朋友一起努力，加强合作，共创能源革命和能源变革的美好未来！

推动行业服务高质量发展 建设中国特色现代化期货市场

——王颖副会长在第二十届上海衍生品市场论坛钢铁论坛上的致辞

中国期货业协会副会长 王颖

近几年来，期货行业发展呈现出一个非常明显的趋势，就是期现业务和场外业务在企业风险管理中发挥日益重要的作用，期货行业正在逐步形成全方位、多路径服务实体经济的格局。同时，实体企业通过期货市场规避风险的意识也在不断加强，尤其是去年出台的《期货和衍生品法》，对我国实体企业提高风险管理工具的应用水平提供了法律助力。

今天有很多钢铁产业链企业参会。去年受国际和国内经济形势的影响，铁矿石等原料价格高位震荡，煤焦等能源价格大幅上涨，钢材价格大幅下降，库存大幅上涨，钢铁企业效益明显下滑，尤其是下半年行业整体陷入微利状态。在行业微利时期，钢铁企业要保持相对优势竞争力，必须向风险管理要效益，利用期货市场解决生产经营中的五方面问题：原料采购、产品销售、保利润、管理库存、稳定开工率。

帮助企业做好五方面的预期管理，帮助企业实现长期稳健经营，期货风险管理公司发挥着重要作用。风险管理公司作为一类能够同时经营现货、融资、价格管理、仓储物流业务的实体，通过场外期权、基差贸易、含权贸易、仓单服务等多种形式以及不同业务组合，能够保障企业的供需渠道，缓解其资金压力，有效规避价格波动风

险。现阶段，在风险管理公司服务的产业客户中，很多是缺资金、缺人才、缺方法的中小微企业。2022年，全行业开展的基差贸易中，中小微企业的贸易规模占比46%；含权贸易中，中小微企业的贸易额占比52%；仓单服务中，为中小微企业提供的资金支持占比69%；商品场外衍生品业务中，中小微企业成交金额占比42%。

当前，有不少风险管理公司已在现货领域逐渐打造出自己的核心品种类别，一方面，为产业企业量身定制符合其自身需求特点的风险管理服务，另一方面，推动产业链上下游升级贸易模式，增强上下游合作粘性，提升产业整体的抗风险能力和竞争力。在为企业提供服务的过程中，风险管理公司还能够帮助企业建立起正确的风险管理理念、健全内部管理制度、协助企业的衍生品人才团队培养等，助力国内产业企业形成科学、长效的风险管理机制，使更多企业可以在日常经营中享受到衍生品市场降低成本、增厚收益的福利。

中国期货业协会负责风险管理公司的自律管理，将以推动行业服务高质量发展为首要任务，以服务实体经济为发展着力点，引导期货经营机构全面提升服务能力、中介能力、专业能力，走稳走实中国特色现代期货与衍生品行业发展道路，在新征程中建设好中国特色的现代化期货市场。

新形势下 钢铁行业发展趋势与对策建议*

冶金工业规划研究院院长 范铁军

一、我国钢铁行业发展特征

我国钢铁工业是国家经济建设的中流砥柱，为实现中华民族伟大复兴铸就了“钢铁脊梁”。基于不同原材料生产制备阶段单位质量碳足迹分析，钢铁是最具绿色低碳竞争力的基础材料，具有更好的环境协调性，可以无限循环使用，其产量位居全球金属之首。从当前国民经济和社会发展看，站起来的中国需要钢铁，富起来的中国需要更多的钢铁，强起来的中国需要更好的钢铁。

我国钢铁工业历经起步时期、加速时期、高速时期、全面发展时期，今天的中国钢铁可以用

“五、四、三”来概括。

“五”（“5G”竞争力）：作为国家最具全球竞争力的产业之一，我国钢铁工业现已具备好规模、好价格、好产品、好品牌、好服务“5G”竞争力。总体体现在五个方面、十个“最”：拥有最大、最活跃的内需市场，最全、最完整的产业体系，最多、最丰富的人才资源，最新、最先进的技术装备，最快、最及时的客户服务。

“四”（四个引领）：发展至今，我国钢铁工业实现了规模引领（图1），登顶世界第一产钢大国已持续27年；实现了装备引领，拥有世

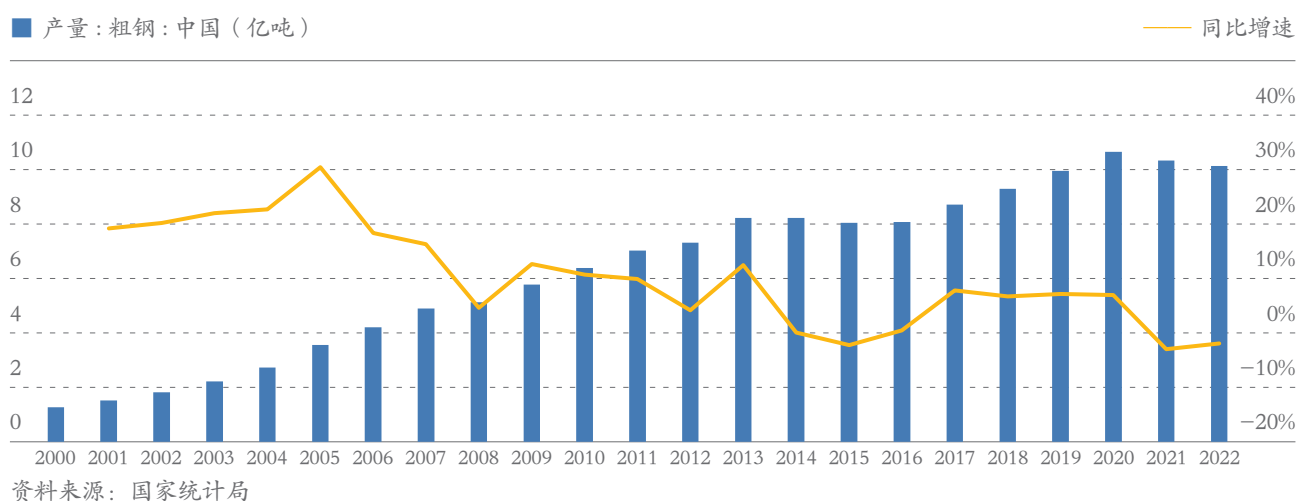


图 1：2000 年以来中国粗钢产量

* 本文根据作者在第二十届上海衍生品市场论坛钢铁论坛上的演讲内容整理。

界领先的大型工艺装备及新工艺、新技术；实现了绿色引领，正在进行世界上规模最大的超低排放改造，执行世界上最严格的环保排放标准要求；实现了科技引领，为智能制造提供丰富的应用场景。

“三”（三期叠加）：我国钢铁工业正处于减量、加速重组、强化环保三期叠加的发展阶段，往高质量低碳阶段演进。

二、钢铁行业政策导向

从政策环境来看，《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》明确了“十四五”时期的政策要点，我国钢铁行业未来发展将瞄准六大方向：一是以粗钢产量调控为基础，二是以超低排放改造为抓手，三是以能耗双控为驱动，四是以智能制造为举措，五是以低碳转型为导向，六是以标准认证为引领。2022年中央经济工作会议明确提出了“产业政策要发展和安全并举，优化产业政策实施方式”的要求，2023年的产业政策特点将是“针对性、预见性、连续性”，政策重点将围绕“规范化、低碳化、集约化、智能化”等方面展开。

（一）规范化

一方面，钢铁企业要全面对照产业政策要求，系统梳理相关手续情况，及时查缺补漏主动整改，确保项目建设的合法合规性；另一方面，在实际生产运营过程中，应严格遵守环保、能耗、质量、安全、技术等方面要求，做到达标生产，坚决摒弃“侥幸心理”。

（二）低碳化

总体来看，钢铁行业绿色低碳高质量发展将进入一个全新阶段。下一阶段，钢铁行业需从强化政策措施配套完善、细化任务目标分解落实、开展重大问题谋划研究、积极主动开展宣传引导、促进国际交流合作等多领域认真全面落实党

中央、国务院决策部署，从而扎实推动“双碳”工作取得新成效。

（三）集约化

推动钢铁企业兼并重组是实现集约化的基础。当前，行业再次面临供需失衡、经营困难的局面，企业分化加剧，为优强企业兼并重组、进一步做大做强提供了重要机遇。钢铁企业应积极谋划、主动出击、坚决推进，竞争力较弱的以转型升级为主攻方向，竞争优势较强的则以大力开展产业链上中下游重组为重要方向，在政策制定、行业发展过程中争取更多主动权和主导权。通过推动集约化发展，大幅提升企业整体竞争力，进而推进全行业高质量发展。

（四）智能化

智能化改造升级不仅是高质量发展的重要体现，也是钢铁企业提高生产效率、稳定企业生产、优化组织管理、降低生产成本的重要举措。优强企业都在积极推进智能化改造，宝钢智慧高炉、湛江钢铁RH全自动化全模型化生产系统等在工序智能控制方面取得突破，马钢设备智能运维平台、首钢迁钢燃气预测与调度优化系统等分别在设备、能源领域实现了智能化应用，宁波钢铁iSteel智慧大脑在经营决策领域成效显著。面临当前行业困局，智能化改造已经不再是做不做的问题了，而是事关企业生存大计，如何尽快做、如何做优用好的问题。

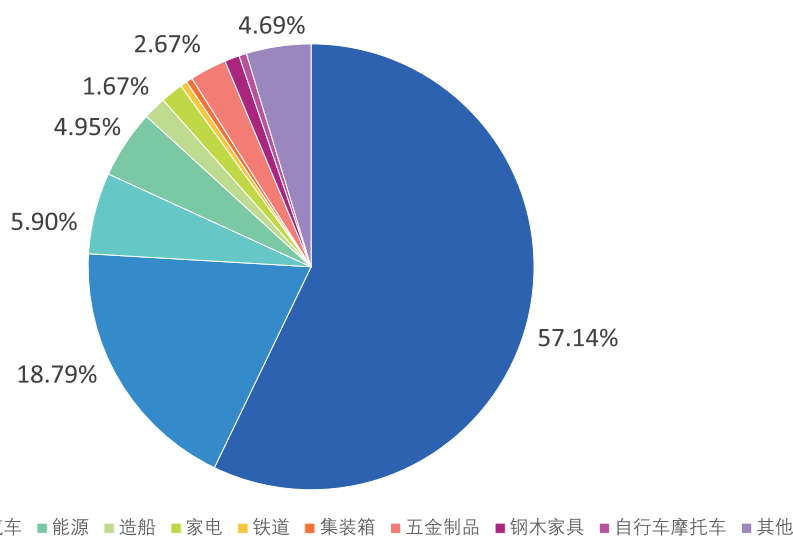
三、钢铁行业发展趋势

2023年1-4月，我国钢材市场供给端产量保持高位水平，钢材出口大增、进口大降，第一季度行业经营效益大幅下降。结合行业发展情况，预计2023年我国钢材市场需求端将呈现三大趋势：一是房地产需求下滑，二是新需求明显增长，三是传统需求升级（图2）。预计全年钢材需求量约为9.1亿吨，同比出现小幅下降。“十四五”

期间，我国钢材需求量或将呈波动下降态势，但是总量仍将保持在较高水平，其中高附加值钢材品种将维持高景气向上发展态势。

为有效应对需求恢复慢、供给反弹快的形势挑战，建议我国钢铁行业短期控节奏，要加强行业自律，主动控制生产节奏，这是短期内全行业能够快速走出困境的重要途径；中期调结构，要

坚持以市场为导向，持续优化产品结构，增强高端产品供给能力，不断提高量大面广的产品质量稳定性、一致性和可靠性，以及产品供需适配性，并推进钢铁智能制造和坚持绿色发展；长期变格局，要积极主动谋划重组整合，改善我国钢铁企业数量多、产业集中度低、市场竞争无序的发展格局。



资料来源：冶金工业规划研究院

图 2：2023 年钢铁需求结构预测

展望未来，我国钢铁行业将构建四个“三分天下”新格局：企业格局将形成领航企业、专业企业、同质企业“三分天下”，工艺格局将形成长流程、短流程、低碳流程“三分天下”，能源格局将形成一次能源、二次能源、新能源“三分天下”，原料格局将形成国内资源、国外资源、再生钢铁“三分天下”。

四、钢铁行业高质量发展对策建议

(一) 国家层面——五方面推动钢铁行业高质量发展

1. 持续完善粗钢产量调控。

坚持实施粗钢产量调控政策，进一步完善粗钢产量调控制度，充分发挥环保、能耗、质量、安全、技术等一系列差异化政策措施，避免“一

刀切”：重点支持绿色低碳水平高、装备水平高、安全水平高、智能化程度高、产品质量高的“五高”企业发挥产能，逐步引导相对较为落后的企业、装备退出，推动构建高水平动态平衡新格局。

2. 探索实施分等分级管理。

一方面，充分发挥规范企业评选作用，力争“十四五”期间将全部钢铁企业纳入到规范企业管理之中，逐步引导不符合规范条件的企业退出；另一方面，借助企业竞争力评级等评价方法，进一步细化管控举措，实施动态管理，推动企业全面技改提升。

3. 加快推进扩大内需战略。

在推动钢铁行业供给侧结构性改革的同时，应着重推动钢材应用拓展，包括钢结构、绿色钢

材等产品的推广应用。充分发挥政府在产业协同方面的组织作用，打通产业链之间的断点、堵点，促进产业间融合发展，形成内需引领供给、供给创造需求的良性互促发展新格局。

4. 用好财税金融政策工具。

完善的财税金融支持政策体系是钢铁产业绿色化发展的重要保证。一是应依托我国现有的绿色债券发行、绿色信贷、绿色产业发展等政策，加大金融机构对钢铁企业节能、环保类设备更新、能源高效及循环利用、废水废气废渣减排及处理等项目进行融资的支持力度；二是金融机构应根据钢铁企业竞争力评级情况，实施动态管理，加大对优强企业优势项目，特别是民营钢铁企业的支持力度；三是对高耗能、污染重的钢铁企业从电价、增值税、城市管理税、碳排放税等方面采取资金处罚措施，避免劣币驱逐良币，助力钢铁工业绿色低碳发展。

5. 全面推进绿色低碳发展。

将“双碳”工作统一到“全面建成社会主义现代化强国”总目标及“中国式现代化”内涵要求。坚持用系统理念统筹产业结构调整、污染治理、生态保护、应对气候变化，协同推进降碳、减污、扩绿、增长；深入研究钢铁行业减污降碳路径，实现硬件投入与环境管理软实力的全面飞升。以稳步推进企业超低排放改造为基础，探索污染物源头减量、过程控制与末端治理的技术高效协同。要建立健全钢铁行业低碳冶炼技术创新研发基金、产学研平台以及需突破的核心关键技术研发清单。促进低碳冶炼技术研发、中试、工程推广应用，从深挖降碳潜力、技术经济性角度

持续优化和完善新工艺新技术。

（二）企业层面——两方面推动企业转型发展

战略层面，钢铁企业一定要坚定发展信心。从工业化进程和城镇化进程来看，我国距离欧美等西方国家仍然存在着差距，我国区域间的发展尚不均衡，为钢铁市场需求提供了有力的支撑。钢铁企业要充分考虑企业自身特点，制定适合企业自身发展的战略路径。领航性的企业要加快建设产业生态圈，专业化的企业要聚焦特色产品、深耕细分领域市场，同质化竞争的企业要在成本、效率上下功夫，逐步寻找专业化转型方向。

战术层面，钢铁企业应保持理性，从不同的角度认清行业全局，主动应变，积极寻找解决问题的有效方法途径，按照“理性、现实、积极”的应对方针做好企业生产经营。要全力推进降本，坚持以效益为中心，在各领域各环节深挖降本潜力；突出结果导向，营造全员降本创效的浓厚氛围。着重找差补短，对照行业发展趋势全面诊断，以先进的技术、方法提升企业发展水平，对照先进钢铁企业深入对标，查找不足、学习先进；对照下游用户需求清单深入剖析，充分满足客户需求，增加相互依存度，增强合作紧密性。

（责任编辑：王御印）

作者简介：

范铁军，中共党员，正高级工程师，北京科技大学工学学士、管理学硕士。历任北京科技大学分析检验中心有限公司总经理，冶金工业规划研究院经营计划处处长。现任冶金工业规划研究院院长。

期权市场驶入“快车道” 螺纹钢期权助力企业风险管理进阶*

新潮期货股份有限公司 余典 李明玉

一、期权市场概览

（一）期权发展历史

期权是现代商业持续发展下应运而生的产物。早在 17 世纪，荷兰郁金香批发商为规避价格波动风险，选择与种植户签订合同时付出一定权利金以锁定未来郁金香的最高采购价格。此外，还有航海保险等民间自发进行的交易。这些都可以看作是场外期权的萌芽。

期权的诞生和发展虽是顺应时代趋势，但过程却十分坎坷。18 世纪至 19 世纪，欧美出现了有组织的期权交易，标的物主要是证券，也有农产品等大宗商品。这些交易通过经纪商进行撮合，成交量小且效率低下。随着美国芝加哥期货交易所（Chicago Board of Trade, CBOT）成为全球农产品定价中心，农场主希望运用期权来保护所持有的期货头寸，像“Indemnity for Purchase or Sale”这样的类期权合约开始在期货交易所上市。但一直以来，由于缺乏配套的法律法规对市场进行有效监管，早期的期权交易存在着大量的欺诈和市场操纵行为，同时因投机者滥用期权而产生的经济泡沫也加剧了历次经济危机的严重程度，损害了期权在人们心目中的形象。在很长一段时间内，期权被多国政府相继禁止。

19 世纪 60—70 年代，期货交易量下滑，CBOT 为拓展更多业务，在 1973 年 4 月 26 日成立了全球第一个期权交易所——芝加哥期权交易所（Chicago Board Options Exchange, CBOE），推出了第一个标准化的股票期权合约，标志着有组织、标准化的期权时代正式拉开序幕。成立之初，CBOE 仅上市了 16 只个股期权，到 20 世纪 80 年代之后，随着监管体系的完善和对市场功能认识的加深，全球各个交易所才逐步推出农产品、有色金属等商品期权。

（二）国际期权市场现状

根据美国期货业协会（Futures Industry Association, FIA）的统计，2022 年全球衍生品中，期货交易量为 293.72 亿张，基本与 2021 年持平。其中权益类占比 42%，利率占比 15%，汇率占比 14%，农产品和金属各占 7%，能源占比 6%，其他占比 9%。可以看出金融期货合计占比 71%，在全球期货交易中占据主导地位，而这种现象在期权市场表现得更为显著。早在 2000 年，全球期权持仓量就已超过期货，近年来期权更是进入高速发展阶段。2022 年全球期权成交量为 545.34 亿张，是期货成交量的 1.86 倍，同比增速达 64%。其中，权益类占比高达 91%，汇率

* 本栏目文章均来源于上海期货交易所“场内期权交易 50 周年征文”主题活动。

占比 6%，利率占比 2%，商品类占比很低，农产品、金属、能源合计仅占 1% 左右。

商品期权中，2022 年成交量排前十品种依次为原油相关产品、PTA、玉米、电力相关产品、豆粕、天然气、铁矿石、甲醇、纽约原油、布伦特原油。上海螺纹钢期权在 2022 年底上市之后，2023 年至今¹ 钢材期权成交量占比有了显著提升，目前排在第九位，超过纽约原油期货。

分地区看，各大洲的交易所都以权益类期权为主导，但仍有分化。例如亚洲权益类期权占比为 87%，以股指期权为主，汇率类占比 11%。欧洲权益类期权占比则为 77%，股指期权占比略高于个股期权，利率期权比重则有明显增加，占比 16%。此外值得关注的是能源期货——主要是原油，也占据了 4%，高于北美和亚洲。美洲权益类期权占比 93%，以个股期权和交易所交易产品（ETP/ETF/ETN）为主，能源和农产品占比 1% 左右。

从交易量看，尽管期权最早起源于欧美，但 2000 年之后韩国 KOSPI200 指数期权一鸣惊人，使得亚洲期权交易量升至世界第一。此外，印度 2000 年推出股指期货，一年之后推出股指期权，但其 2020 年交易量几乎追平了美国，并在 2021 年和 2022 年实现了成倍增长，遥遥领先完成“逆袭”。

（三）我国商品期权市场大有可为

我国场内期权起步较晚但发展迅速。2015 年，上海证券交易所挂牌了我国第一个标准化期权合约——上证 50ETF 期权。截至 2023 年 3 月底，我国共上市 38 个期权品种，其中金融期权 10 个，商品期权 28 个。与其他国家不同的是，我国以商品期权为主导，2022 年我国商品期权

成交量占比约 91%，主要品种依次为 PTA、豆粕、铁矿、甲醇和玉米等。放眼全球，我国商品期权交易量位居世界第一，占全球商品期权交易量的 51.06%，我国商品期权发展势头迅猛。2022 年 12 月 26 日，上海期货交易所（下简称上期所）螺纹钢期权上市，为我国商品期权又添一员“猛将”。依托于螺纹钢期货庞大的持仓量和活跃的成交量，2023 年初至今螺纹钢期权成交量已达到 500 万手，位列我国商品期权第四，全球第九。高流动性和持仓量为螺纹钢期权应用于企业风险管理奠定了良好的基础。

二、运用螺纹钢期权进行风险管理的方式探讨

（一）期货套期保值存在局限性

期货、场外期权、场内期权均可以用于企业套期保值。期货价格与现货价格受到相似的供求等因素影响，两者的变动趋势趋同。通过买入或卖出期货合约，可以锁定远月原材料和产成品的价格，从而避免价格波动风险，锁定利润。以螺纹钢为例，某钢厂代理商冬储 5000 吨，锁价价格为 4200 元 / 吨，因担心年后螺纹需求不及预期导致价格下跌，有卖出套期保值需求。假设期货保证金比例为 13%，在螺纹 2305 合约 4200 元 / 吨时做空，假定该批螺纹可以用于交割且不考虑仓储和资金等成本，那么相当于无论春节后价格如何变化，都保证了至少不会亏损。由于期货和现货价格波动幅度并不是完全一致，两者之间的价差会产生波动，也就是期货行业常用的“基差”（现货价格 - 期货价格）。在判断未来基差走强时（期货跌幅大于现货或期货涨幅小于现货），卖出套保模式将获取额外的收益。

假设春节后现货价格跌至 4100 元 / 吨，期

¹ 本文数据均截至 2023 年 3 月 31 日

货价格跌至 4000 元 / 吨，基差走强：

占用保证金：4200 元 / 吨 × 10 吨 / 手
× 500 手 × 13% = 2730000 元

现货盈亏：4100 元 / 吨 - 4200 元 / 吨 = -100 元 / 吨

期货盈亏：4200 元 / 吨 - 4000 元 / 吨 = 200 元 / 吨

最终盈亏：100 元 / 吨 - 保证金占用利息

可见，若该代理商没有参与期货套期保值，在价格下跌后将亏损 100 元 / 吨；参与期货套期保值后除了能提前锁定利润，还有机会额外获取基差走强的收益。

但是假若春节后市场对钢材需求预期良好，期货价格快速涨至 4300 元 / 吨，现货跟涨至 4300 元 / 吨，基差不变：

现货盈亏：4300 元 / 吨 - 4200 元 / 吨 = 100 元 / 吨

期货盈亏：4200 元 / 吨 - 4300 元 / 吨 = -100 元 / 吨

最终盈亏：0 元 / 吨 - 保证金占用利息

在该代理商看来，虽然本次套保可以避免价格波动的风险，但也损失了钢价上涨的收益，同时期货端的亏损可能需要追加保证金，增加资金成本，整体并未达到增厚利润的效果。通过走访调研客户发现，一般情况下，期货套期保值更适合希望控制原料价格或销售价格风险敞口的生产型企业。对于贸易型企业而言，期货套期保值限制了收益扩大的空间，也限制了其主要的利润来源，所以很少有非期现公司的贸易型企业实现套保头寸与现货 1:1 严格对应，更多时候是通过后市的预判进行期货投机性操作，失去了套期保值的意义。

结合钢材基本面来看，2023 年房地产呈现底部复苏迹象，但螺纹钢现货需求依然较为低迷，

市场对年内需求分歧较大。同时，今年粗钢压减力度也尚未有定论。多种影响因子未能形成共振，难以出现趋势性行情。在市场充满不确定性、价格宽幅震荡的背景下，钢材套期保值的难度增加。那么是否有新的工具既能降低风险，又可以保留盈利空间？

（二）从期货到期权

为了在规避风险的基础上保留收益，期权应运而生。期权购买者向期权出售者支付一定费用后，就获得了能在未来某特定时间以某一特定价格向期权出售者买进或卖出一定数量的某种商品或期货合约的权利。如前文所述，早在交易所出现之前就已经出现了期权交易。期权合约可以直接发生在个体之间，也可以通过相关中间商撮合进行操作，是买卖双方私下协商签订的合同，这种在非集中性的交易场所进行的非标准化的期权合约被称为场外期权。相比期货，场外期权套保的优势在于：

1. 避免基差风险，保留盈利空间。

期货套保是将较大的价格波动风险转变为较小的基差风险，但很多时候基差并不适合进场。譬如准备进行卖出套保时，盘面价格已经大跌了一波，此时进场就有可能承担盘面强反弹形成的亏损。而期权具有非线性损益结构，买入期权合约的最大损失仅限于支付的权利金，因此，期权套保效果确定性更强，且保留了盈利空间，非常适合在期现价差不合适的情况下进行套保操作。

2. 降低资金占用成本。

期货套保需要支付一定比例的保证金，一旦产生亏损还有追加保证金的风险，而购买期权只需付出很小比例的权利金，若叠加卖出期权甚至可以实现零资金占用，提高了资金使用效率。

3. 满足个性化需求。

期货活跃合约通常只有特定的几个月份，非

主力合约常常因持仓量、流动性不足出现买卖对价过大的情况，导致企业面临期货和现货时限不匹配的问题。此外，我国钢材类型繁多，贸易商经营的往往是非标准品，规格和种类不能满足期货交割要求，无法保证套保效果。场外期权则可以根据企业需求进行时间和标的个性化定制。

4. 组合产品推动风险管理精细化。

期货仅看涨和看空两个方向，而期权可以针对大幅上涨或下跌、有具体点位的区间震荡等不同情景通过期权组合形成各类奇异期权，像二元结构、鲨鱼鳍结构和雪球结构等，风险管理可以更为精细。对于大宗商品贸易而言，以场外期权为基础的含权贸易和“保险+期货”已经发展得比较成熟。

当然，场外期权也有其弊端。首先，由于标的、时间等合约条款个性化强，难以在市场上流通转让。其次，场外期权需要向各家机构询价，存在信息不对称，所以价格发现能力弱，成交效率低。最重要的一点是信用风险，场外期权交易规模大、杠杆高，且不通过第三方结算机构，如果期权的卖方无法履行支付义务，那么期权的买方将因此遭受严重的损失。随着监管措施加强，场外期权已经逐步出现了“场内化”的趋势，比如国外推行的场外期权场内集中清算等。

场内期权除了不能满足“个性化”定制条款之外，具备上述其余的优点，并且规避了场外期权的一系列弊端。对于像螺纹钢这样流通规模大、标准性强的大宗商品而言，客户对螺纹钢期权需求量大但并不需要太多定制条款，并且场内的期权费通常要低于场外期权，因此上期所螺纹钢期权的推出极具优势。此外，对于期货风险管理公司的期权做市商而言，场外期权合约签订后需要在场内市场对冲，对应品种的期货合约只能对冲掉 Delta 风险，而 Gamma 风险、Vega 风险和

Theta 风险都无法用线性产品进行有效对冲，只能依赖于期权等非线性产品。螺纹钢场内期权的上市丰富了对冲工具，交易员可以通过场内期权的组合方法进行更为有效的对冲。

（三）如何运用螺纹钢期权进行风险管理

1. 基础策略构建。

通过走访调研客户发现，相对于油脂、有色等国际贸易流通性强的大宗商品而言，黑色产业因为以国内定价为主，金融衍生品的运用程度偏低，这也与我国商品衍生品起步较晚有关。不过近年来随着大量期现贸易商参与市场，改变了传统贸易方式，黑色产业对期货套期保值的接受程度明显提高；但提到“期权”和“期权组合”，还是普遍反馈过于专业和复杂，所以使用的意愿不强。因此在推广期权时，需要让客户消除陌生感，让客户了解运用期权套保并不需要太过复杂的组合形式。从目前市场上领先运用期权套保的大型贸易商来看，基础的单腿和双腿操作就可以达到较好的风险管理效果。

以库存套保为例，假设螺纹盘面经历了一波大跌，价格跌至 4150 元 / 吨，贸易商认为价格即将反弹便逢低购买现货，此时大跌完基差不适合空期货套保，但又担心会出现趋势性下跌。此时贸易商可选择买入看跌期权 RB2305P4000，花费权利金 23 元 / 吨。进一步假设，该贸易商判断按上半年供需情况，RB2305 合约突破 4350 元 / 吨的可能性极低，此时可选择同时卖出看涨期权 RB2305C4350，获得权利金 22.5 元 / 吨。通过“一买一卖”，贸易商可以基本实现“零成本”套保。

2. 备兑期权增厚收益。

在上文的案例中，贸易商通过“一买”或“一买一卖”进行套期保值。在很多情况下，“一卖”也是非常简单有效的策略。当提到卖出期权时，

往往会想到“收益有限、风险无限”的特点，从而认为不适合用于风险管理。但当卖出看涨期权与现货结合时，就构成了类似期货卖出套保的策略。卖出看涨期权是指卖出者获得权利金，若买入看涨期权者执行合约，卖出方必须以特定价格向期权买方卖出一定数量的某种特定商品。因此当螺纹贸易商持有一批现货时，如果认为后市大涨可能性低，且可以接受以 4350 元 / 吨的价格销售以保证盈利，就可以卖出 RB2305C4350 期权合约，获得权利金 22.5 元 / 吨，增厚了收益，这就是备兑期权策略。在实际运用中，因备兑期权结构简单、获利稳定，是产业客户使用最频繁的策略。

3. 含权贸易。

在黑色产业链中，国际化程度较高的铁矿石的基差贸易已经非常常见。近年来大量期现公司和团队涉足螺纹钢和热轧卷板，也在推动钢材行业贸易模式不断升级。大部分产业客户都是基差的买方，通过这种方式可以在一段时间内选择合适的价位进行点价，相比之前传统的定价模式获得了更多的操作空间，所以逐渐被广大钢贸商所接受。如今期权工具的加入使得基差贸易的种类更为多样，比如在螺纹钢基差销售合同的基础上再嵌套一个期权条款，进行约定：若点价价格低于合同暂定价格，则“最终价格 = 点价价格 + 基差价格”；反之则按合同暂定价格成交。尽管买方需要多付一定溢价，但降低了买方风险的同时且不需要买方在衍生品市场进行操作，非常适合没有衍生品团队或无法进行价格套保的实体企业。此时卖方可以通过买螺纹钢平值看涨期权进行风险对冲，通过和销售合同中嵌套期权溢价的价差获取额外收入，也可以通过这样的额外风险管理服务增加市场竞争力。

三、总结

2023 年是 CBOE 场内期权推出 50 周年，在这 50 年中场内期权凭借着流动性强、定价透明等优点获得了市场青睐，规模呈现爆发式增长。我国于 2015 年上市首个场内期权品种，尽管起步时间较晚，但得益于我国商品期货市场规模庞大的优势，如今我国商品期权交易量已位居世界第一。螺纹钢是工业化进程中不可或缺的原材料，市场流通量大，标准化程度高。近年来受供给侧改革和产业结构升级等宏观因素影响，钢价波动剧烈，产业机构有强烈的套期保值需求。随着行业内部竞争加剧，企业套期保值操作也在从“粗放型”向“精细型”转变，仅运用期货合约套保已不能完全满足需求。螺纹钢期权的上市进一步丰富了风险对冲工具，有效提升了企业在风险管理上的效率和精度。相比于场外期权，场内期权还具有操作成本低、信用风险低等优势。此外，衍生品类型的多样化推动了企业从传统贸易向含权贸易、备兑开仓等新模式转变，助力产业链转型升级，提升在国际市场中的竞争优势，为我国钢铁行业注入新的活力。

（责任编辑：吴星）

作者简介：

余典，新湖期货钢材研究员，上海财经大学会计硕士，具有丰富的期现业务经验。擅长自上而下的角度进行钢材基本面研究，多次接受期货日报等机构采访，撰写过多篇专题和调研报告。

李明玉，新湖期货研究所副所长，上海证券交易所期权高级策略顾问、优秀期权讲师，主要从事海内外宏观、货币、财政政策、固定收益及衍生品、贵金属等领域的研究。在《期货日报》和《证券时报》联合主办的期货分析师评选中多次荣获“最佳宏观策略分析师”“最佳金融期货分析师”等奖项。

境外原油期权市场发展的国际经验*

国泰君安期货研究所 张雪慧 张银

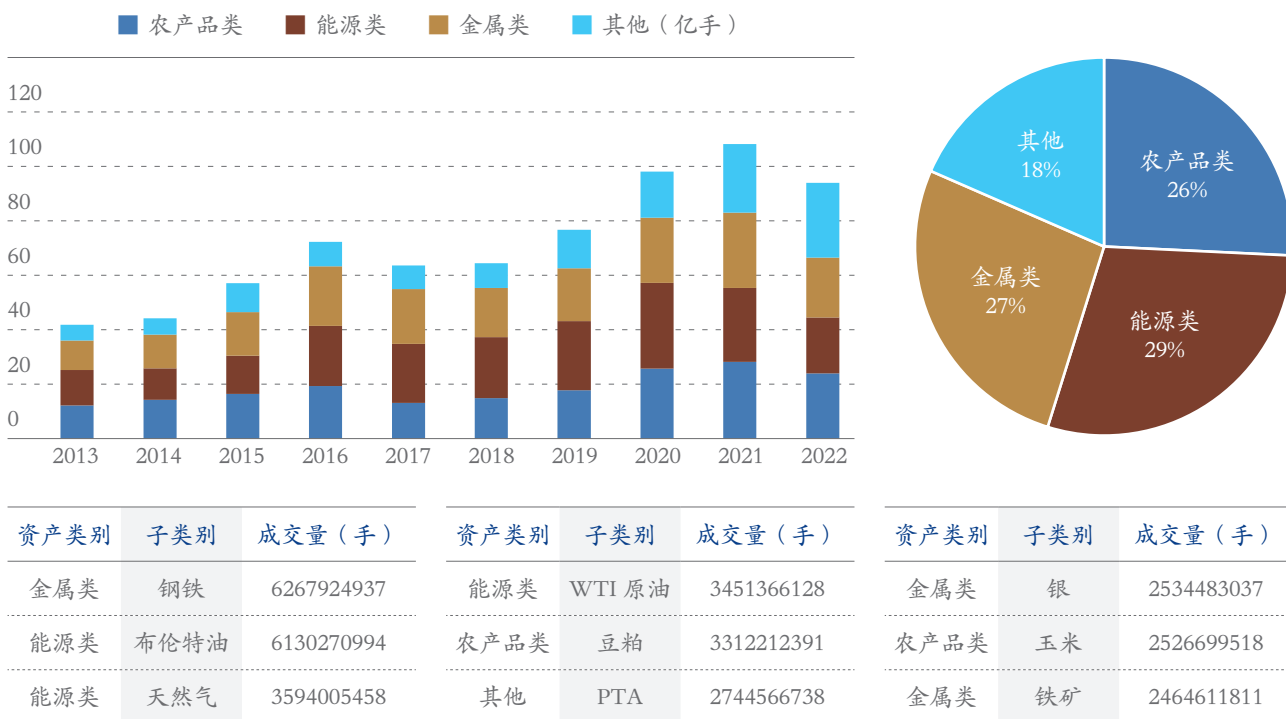
一、原油期权风险管理

(一) 原油期货和期权的发展现状

原油作为现代社会最为依赖的一次能源，不仅为人类社会提供了充足高效的液体燃料，由其衍生出的无数化工产品更是极大程度上促进了人类社会的生产和发展。随着信息技术和金融市场的快速发展，原油现货及相关金融衍生品的交易日趋活跃，交易主体不断丰富，影响范围不断扩

大。原油期货和原油期权在海内外的发展较为迅速，我国原油期货于2018年3月26日上市，原油期权于2021年6月21日上市，为企业提供了多样化的避险工具选择。

在近十年全球商品期货和期权的年度成交量中，能源类期货和期权的成交量占比最高，达29%，其次才是金属类与农产品类(图1)。其中，能源板块的布伦特油、天然气与WTI原油的成



资料来源：FIA，国泰君安期货

图1：商品期货和期权近十年来年度成交量与成交占比变化

* 感谢李威对本文的贡献。

成交量分别位居第 2、3、4 名，尽管在 2022 年度能源板块的成交量占比有所下降，但是上述三个品种依然保持在前十名中，分别为第 7、6、9 名。

单就期权成交量而言，2022 年商品期权成交量较 2021 年显著增长，其中能源类期权成交量占商品期权总成交量的 29%；除了其它类中挂钩股票的波动率类期权外，能源板块中的原油类期权在细分品种中的成交量排名第一（图 2）。

近一年来，国内原油期货与期权也维持稳步发展的趋势（图 3）。尽管原油期货的成交量经历了下降和回升，但是原油期货的持仓量一直保持较为稳定的水平，且伴随着一定程度的上涨；原油期货的成交量与持仓量处于持续增加的进程中。由此也可以看出，国内市场对原油期货交易热情的回暖推动了原油期货交易的活跃和发展。

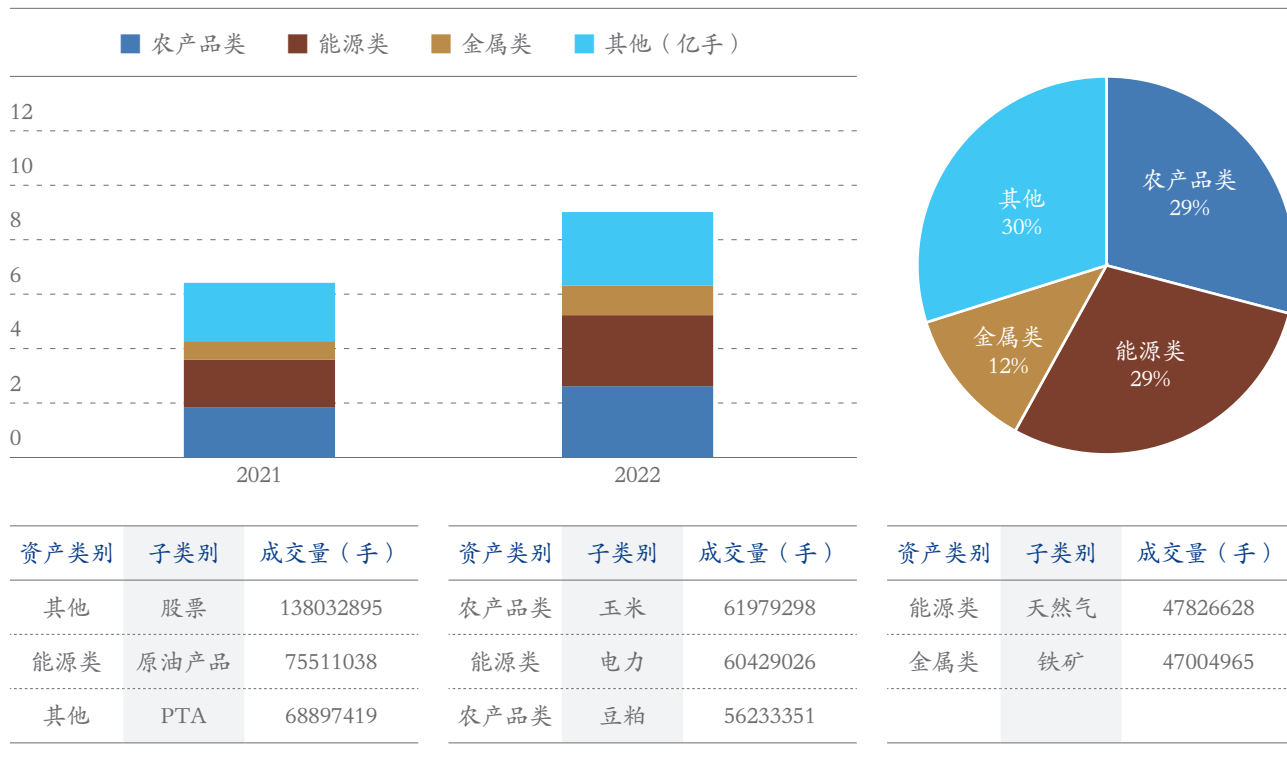
（二）期权产业套保的优势

一是优化资金的流转与使用。一方面，由于

期权买方无需缴纳保证金，仅需支付较少的权利金，相对于使用期货进行套保，期权买方的资金占用率低；另一方面，当用期货做套保遇到亏损时，企业会面临巨大的追保压力，而直接用买入期权代替操作就没有追保压力，面临的最大亏损也只是一开始购买期权的权利金。

二是保留反向利润。通过期权的套保操作，可以锁定最高成本以控制风险；且在标的朝有利方向变动时，可以通过弃权的操作来保留反向的利润。

三是匹配多样化利润增强和保险需求。相比于期货的只能做空和做多，期权不仅可以做多或做空，还可以选择看涨和看跌，也可以通过不同的期权组合构造适合的套保策略；另一方面，期权除了可以用来对冲风险，也可以增强利润，例如卖出期权时权利金的收入、灵活卖出期权以实现高位出货或低位进货等。



资料来源：FIA，国泰君安期货

图 2：能源类期权成交量



资料来源: 国泰君安期货

图 3: 原油期货、期权成交量和持仓量

四是与期货组合套保锁定浮盈。将期权与期货组合应用, 在期货套保头寸产生浮盈时, 可以平仓锁定浮盈后, 换同方向期权头寸继续保护。

(三) 期权套保策略

1. 保险角度。

(1) 全险

套保者可通过买入单腿的看涨或看跌期权实现全险需求, 可以使得保护的更广泛, 风险暴露随之减小; 但是会面临期权权利金高、价格贵的问题。

(2) 部分险

采用垂直价差系列策略可以实现对标的的部分保险, 例如牛市、熊市价差策略; 也可以放弃

部分反向利润而采用领口策略。采用部分险进行保护的有限, 只能保护部分的上行或者下行空间, 需要承担部分风险; 但是价格较低, 也可以收取卖出期权的权利金; 因此, 套保者需要权衡放弃保护的风险敞口的风险性和减少的保证金之间的利弊和性价比。

2. 增加收益角度。

利用期权增加收益主要应用于高位出货和低位进货。这两种策略都是通过做期权的卖方去收取权利金来增加收益, 可以分为卖出看涨期权和卖出看跌期权。

(1) 高位出货

高位卖出主要是在有存货的情况下, 可以卖

出一个较高行权价的看涨期权且价格上涨至行权价的概率较低。即使到期价格上涨被行权，存货也可高位卖出交割；如果没有上涨至行权价以上，则可获取权利金收益并增加销售产品的利润。

(2) 低位进货

当公司需要进行采购时，可以卖出一个较低行权价的看跌期权且下跌至行权价的机会不高。即使到期价格下跌被行权，也可以以一个理想的低价被行权买入存货；如果价格没有下跌到行权价以下，则可以获取权利金收益来减少进货成本，增加未来利润。如果公司持续有低位进货的计划，可以在下方布置多档位的看跌期权，如果标的价格下跌，可以在预设档位不停行权交割以实现低位进货；档位设的越低，权利金收入越少。

3. 以降低费用或增加收益为目的的组合策略。

由于单腿期权价格较贵，可以通过增加卖出期权的比例来降低费用。常见的组合策略包括海鸥式策略、比例式价差、“买入看涨 + 卖 2 份看跌”以及“通过一比多的结构来达到零成本的套保”等。以上操作都包含卖出期权以获得收益。企业在卖出期权时，一定要考虑到企业手头已有的库存或者预计采购的数量，防止超过能够承受的阈值；否则套保操作会变成投机操作，风险也随之变大。

二、原油期货应用策略

原油期货和期权是世界上流动性最强、成交量最活跃的全球大宗商品合约。CME 集团为投资者提供了每周五到期的 WTI 原油周期权，用于调整他们的原油市场风险敞口。一些能够影响市场走势的事件，例如 OPEC 的公告、EIA 的库存数据和地缘政治事件，都可能对原油市场产生巨大影响。周期权具备更短的到期时间和更低费用，这些特征为交易员管理事件引起的波动率增长提供了更灵活的方式。

原油期货在海外的应用已经较为成熟。对于下游企业，担心进货成本上涨，可以通过买入看涨期权等操作控制价格上行风险；对于上游油厂，担心有库存情况下油价下跌时产品的利润得不到保证，可以通过买入看跌期权等操作控制价格下行风险；对于中游投资者，既怕涨又怕跌，可以同时采用两个期权策略来防范上涨和下跌风险，将标的价格波动限制在一定范围内。

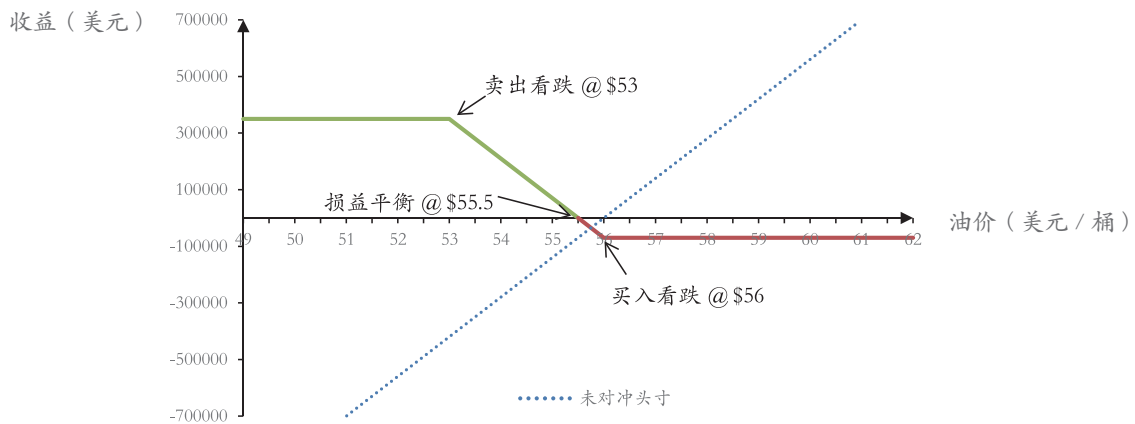
(一) 上游产油商对冲

对于上游产油商来说，既担心库存价格下行带来的损失，又想要保护价格上涨带来的已有浮盈；另一方面，产油商面临仓储成本的压力，因此担心库存难以卖出时，可以提前建立空仓来降低风险。

一个产油商被要求每月对冲其 70% 的供应量，并且目前正在使用 WTI 期货对冲他们 2019 年 8 月的产品。在 7 月的最后一周，产油商发现他们的油井产出高于预期，预计产量的增加将导致 8 月的对冲仓位不足。产油商决定在找到买家之前，利用短期的看跌周期权为预期增加的这部分产量提供一定的价格保护，以满足他们 70% 的对冲要求。为了对冲之前预期的 100 万桶产量并且符合 70% 对冲要求，产油商卖出了 700 手 9 月 19 日到期的 WTI 期货合约（70 万桶）。在 7 月末，油井的产量预计为 120 万桶，剩余 14 万桶尚未对冲（20 万桶的 70%）。产油商担心 2019 年 7 月 29 日发布的地缘政治和经济公告会带来影响，因此构建了 2019 年 8 月 9 日到期的熊市看跌价差策略来对冲价格下跌风险。熊市看跌价差包含一份较低行权价格看跌期权空头和一份较高行权价格看跌期权多头，两者的到期日相同，可以用来对冲市场下跌风险。产油商通过构建熊市看跌价差策略（表 1、图 4），与直接购买看跌期权相比，可以降低期权对冲的成本。

表 1: 熊市看跌价差策略

日期	2019 年 7 月 29 日
到期日为 9 月 19 日的 WTI 期货价格	56.00 美元 / 桶
预计的现货风险暴露头寸	14 万桶
熊市看跌价差策略	1. 卖出 140 手周看跌期权, 行权价为 53.00 美元 / 桶, 权利金为 0.20 美元 / 桶; 2. 买入 140 手周看跌期权, 行权价为 56.00 美元 / 桶, 权利金为 0.70 美元 / 桶。



资料来源: CME Group, 国泰君安期货

图 4: 周期权熊市看跌价差对冲

从 2019 年 7 月 29 日到 2019 年 8 月 9 日, 由于美国对中国商品加征关税事件和美联储主席关于未来降息可能性的利空言论, WTI 期货价格下跌了约 6% 至 53 美元 / 桶。70% 的油井额外产量在两周后损失了 42 万美元, 但被期权策略的 35 万美元收益 (42 万美元收益 - 7 万美元成本) 对冲了一部分。产油商现在能够以 55.50 美元 / 桶的净价格出售额外的 14 万桶产量。

(二) 中游贸易商库存应用

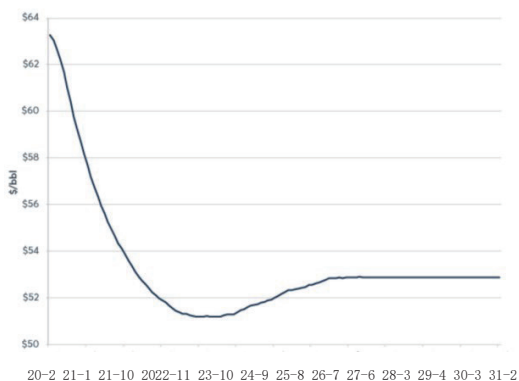
对于中游贸易商来说, 同时面对进货与出货, 既需要对冲进货时油价上行的风险, 又需要防范出货时价格下行的风险, 因此期望减小价格波动带来的影响; 除此之外, 贸易商也希望能在原有贸易的固定利润基础上, 通过期权的方法降低出货成本、增强出货销售的利润。

由于原油价格每天都会波动, 对买卖双方来说, 使用特定天数提供定价窗口的方式比较合适。因此, 买卖双方需要存在一个短期库存, 这一情况为周期权策略的使用提供了机会。原油的远期结构主要受到供需关系、存储成本和生产估计的影响, 远期曲线的形状对库存管理有重要意义。如果市场存在现货溢价, 当前的库存现货价格比未来期货价格贵 (图 5)。在这种情况下, 买卖双方都不太愿意去长期储存产品并且需要对冲短期 1-4 周内的库存风险敞口。基于短期库存管理策略, 他们需要在市场发生波动时减小内部的价格风险敞口。

以某中游贸易商进行库存管理为例, 该贸易商计划在找到买家之前, 利用周期权对冲库存在短期内面临的价格风险。该贸易商采用了领口策

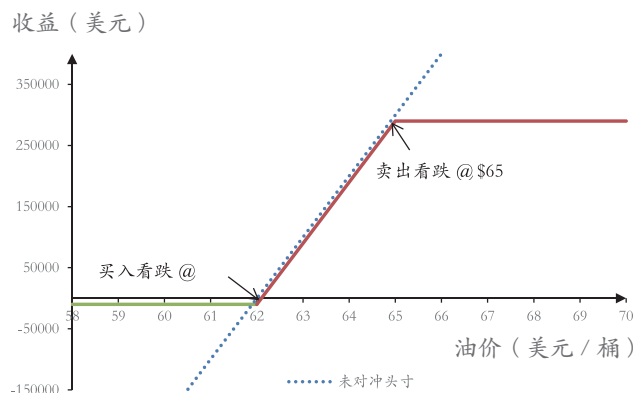
略（图 6），购买一份平值看跌期权的同时，卖出一份虚值看涨期权，两个期权具有相同的到期日（表 2）。这个策略通过卖出看涨期权降低成本，为贸易商对冲下跌风险。库存价格的上行空间被

限制在看涨期权的行权价位置，但同时也抵消了一部分对冲成本。除此之外，贸易商的到期期限是确定的，适合其特定短期需求。



资料来源：CME Group，国泰君安期货

图 5：原油期货期限结构（2020 年 6 月 1 日）



资料来源：CME Group，国泰君安期货

图 6：利用周期权领口策略对冲

表 2：领口策略

日期	2020 年 1 月 6 日
到期日为 2 月 20 日的 WTI 期货价格	62.00 美元 / 桶
持有现货	10 万桶（100 手）
领口策略	1. 买入 100 手周看跌期权，行权价为 62.00 美元 / 桶，权利金为 0.40 美元 / 桶； 2. 卖出 100 手周看涨期权，行权价为 65.00 美元 / 桶，权利金为 0.30 美元 / 桶。

在 2020 年 1 月 6 日星期一，贸易商用周期权构建了领口策略，到期日是 2020 年 1 月 10 日。在到期日，世界卫生组织报告新冠病毒在武汉爆发的消息后，到期日为 2 月 20 日的 WTI 期货价格下跌到 59.00 美元 / 桶，贸易商持有的 10 万桶原油现货在持有期间损失达到 30 万美元。但是，由于贸易商利用周期权构建了领口策略，期权部分产生的 29 万美元收益抵消了现货部分损失（30 万美元收益 -1 万美元构建成本）。

（三）下游炼厂风险管理

对于下游炼厂来说，需要在未来进货，通常期望将采购成本锁定在固定的位置，不要随着标的价格一直波动。如果下游有长期的进货需求，可以卖出阶梯式的看跌期权，降低采购成本。另一方面，由于原油的仓储成本高，下游炼厂无法存储很多现货，可以通过期权操作建立虚拟库存。

以某下游炼厂对冲供货风险为例，该炼厂预定采购了未来两周内的 10 万桶原油，这些原油将会在交货周定价，而炼厂担心市场将会在定价周

之前反弹。因此，他们购买了平值周看涨期权，刚好是交货周期到期，并且价格也比下周到期的月期权要更便宜一些。炼厂认为用该策略把价格锁

定在 57.00 美元 / 桶比较合适（表 3）。在定价周前的周三，由于 EIA 报告市场上的原油库存出现了预期外的大规模减少，使得 WTI 价格上涨了 4%。

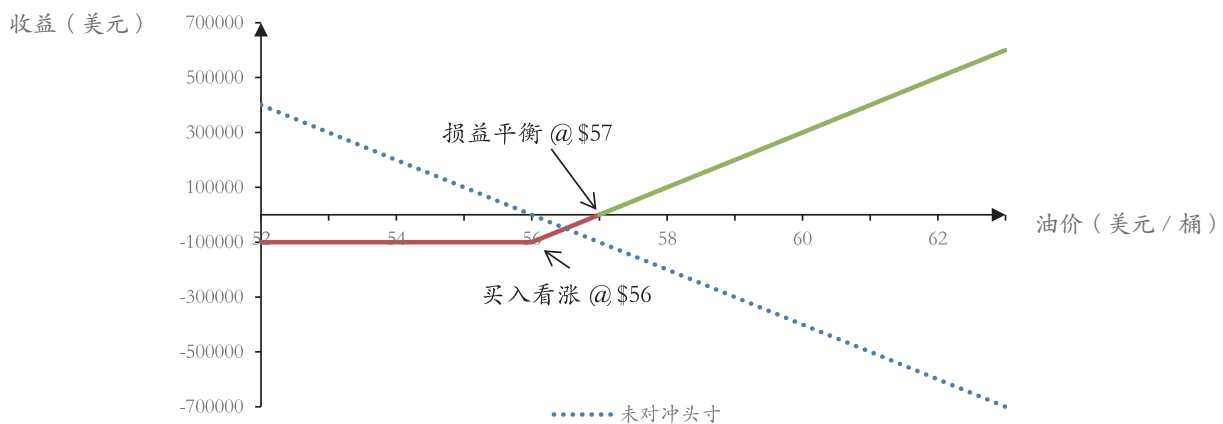
表 3：买入看涨期权对冲策略

日期	2019 年 12 月 2 日
到期日为 1 月 20 日的 WTI 期货价格	56.00 美元 / 桶
现货风险暴露头寸	10 万桶（100 手）
买入看涨期权对冲策略	买入周看涨期权，行权价为 56.00 美元 / 桶，权利金为 1.00 美元 / 桶。

炼厂购买周看涨期权的损益如下：

在前一周 EIA 报告利多原油库存的消息之后，截至 2019 年 12 月 13 日，到期日为 2020 年 1 月 20 日的 WTI 期货价格上涨到 60.00 美元 / 桶，炼厂以 60.00 美元 / 桶的价格购买了 10 万桶原油现货，共计 600 万美元（比 2019 年 12 月 2 日 WTI

期货价格为 56.00 美元 / 桶时增加了 40 万元）。利用周看涨期权对冲（图 7）在到期时的利润为 30 万美元（40 万美元收益 -10 万美元成本），使得净支出减少到 570 万美元（57.00 美元 / 桶）。贸易商利用了看涨周期权的时间和成本杠杆，有效对冲了期货价格大幅上涨带来的供货费用风险。



资料来源：CME Group、国泰君安期货

图 7：看涨周期权对冲

三、原油期权应用典型案例

原油期权策略在海外的应用十分广泛，各大航空公司、产油大国等都在持续地使用原油类期权进行产量保护、套保等。在过去几十年中，有许多典型案例值得思考和借鉴。

（一）中航油套保案例

中国航油（新加坡）股份有限公司（下简称中航油）成立于 1993 年，自 1997 年开始由陈久霖掌舵分管。在陈久霖接手管理之后的六年间，中航油在新加坡上市，并受到众多投资者的青睐，

净资产从 16.8 万美元增至 1.28 亿美元。中国进口航油几乎 100% 来自中航油的海外收购。由于贸易额巨大，中航油于 2002 年开始进行石油期权交易。

刚开始中航油只是赚取期权交易中间商的佣金，不涉及投资风险。但中航油很快就开始尝试投机性石油期权交易。2003 年第二季度，中航油预测石油价格将上涨，因此买入到期时间为第三季度的看涨期权来防止采购成本的增加，同时卖出看跌期权收取权利金。结果油价果真如预期上涨，中航油因持有看涨期权，成功以较低价格采购石油，同时卖出的看跌期权到期没有被行权，赚取了一笔权利金。

2003 年 10 月，中航油判断油价将会在下半年开始下跌，甚至会出现跌停。因此，中航油在该价位进行做空，具体操作是卖出石油看涨期权同时买入看跌期权，其中小部分仓位是通过伦敦石油期货市场进行交易，大部分则是通过柜台期权市场交易，对手方包括高盛商品部（J.Aron 公司）、三井能源风险管理公司和巴克莱资本等。但这一次，由于对油价走势判断失误，公司损失越来越大。如果按照期权合同约定的条款进行履约，2004 年 4 月份期权到期时，中航油应承受 580 万美元的亏损。如果当时中航油的管理层能够认识到投机交易的风险，及时止损，这时候的亏损额度还是在公司可以承受范围内。然而，中航油并不愿意平仓出场，并与交易对手方达成期权重组协议，将到期时间后挪，同时为了提升整体持仓的价位，增加反亏为盈的可能性，中航油多次选择加仓。随着油价上涨，中航油的空仓却越加越多，公司需要支付的保证金也越来越多。2004 年 10 月 26 日，当中航油因现金流不足而无力承受持续增加的保证金时，交易对手方之一的三井能源风险管理公司开始逼仓。这时中航油

才不得不在高价位上实行部分斩仓，账面上的浮亏开始转为实际亏损。2004 年 11 月 29 日，中航油在新加坡申请停牌，第二天公告显示已经亏损 3.9 亿美元，潜亏 1.6 亿美元，合计 5.5 亿美元。

和众多因金融衍生品交易产生亏损的企业一样，中航油在期权市场中迷失了期权交易的初衷，从套保交易变为投机交易。在企业管理中，应该有独立的风控部门对金融衍生品交易进行监督，并提前设置好风险阈值，一旦突破阈值，就应该由董事会决策，启动相应的风控机制。此外，当事人陈久霖在被问及中航油期权交易亏损事件时，曾多次提到作为交易对手的外资企业在此次事件中的推动作用。比如 2005 年 2 月期的《中国企业家》封面文章《谁搞垮了中国航油？》中，陈久霖提到：“日本三井、美国高盛公司等先是给中航油‘放账’操作期权，即在一定金额范围内不用收取保证金；后又允许挪移盘位，对挪移盘位的风险也没有说明。后来等到油价冲到历史高点时，突然取消放账、提高保证金比例，逼迫中航油斩仓。”中航油之所以会盲目地听从交易对手方的建议，主要原因还是自身对于期权工具的不了解，对于衍生品交易的风险认知不全面。

从中航油的案例中可以看出：一方面，企业需要制定完善的风控制度；另一方面，套保的头寸需要考虑到公司本身原材料和库存的数量。例如当企业进行卖权操作时，需要缴纳权利金，行情向反方向变动时，对权利金的追缴变化得很快，企业可能面临没法拿出大量资金填补权利金而被追缴的情况，从而面临资金的风险。

（二）墨西哥原油套保案例

墨西哥在原油大战中灵活使用原油期权，拒绝减产，通过购买看跌期权保障了原油生产的最低收益。墨西哥每年用于原油对冲的成本大约 10 亿美元，常用策略为买入亚式看跌期权。作

为看跌期权买方，最多损失权利金的支出，而当市场下跌时却可以从中获利，因此整体取得了理想的套保效果和收益。2015年，墨西哥从期权的套保操作中获利64亿美元。

2020年受新冠疫情影响，大量供应链和产能被迫暂停，导致石油需求急剧下降，积压的石油库存越来越多，仓储压力增大。然而，在面对市场需求骤减的情况下，石油主要生产国却没有立即选择减产来解决储存石油的困难，原因在于石油生产国的主要经济来源就是石油出口的收益，其中石油输出国组织（OPEC）成员国的产油成本较低，相对于美国高成本的页岩油开采技术来说，OPEC成员国能通过价格优势在国际石油市场上占据较高的市场份额。美国的页岩油供给水平受开采成本的限制，一旦油价低于开采成本，出口页岩油就会产生亏损。为避免承受损失，美国只能放弃石油市场份额。因此，具有价格优势的OPEC成员国宁愿降低石油价格，也不愿意主动减少石油生产量。石油价格战就此拉开。

但是，疫情持续时间较长，企业难以复工，市场需求不振，原油库容严重不足，因此原油价格持续性下跌。2020年4月20日，芝加哥商品交易所的WTI原油5月期货合约到期，投资者如果在到期后手里仍然持有该期货合约的多头，那么就需要按照约定的价格买入原油现货，此时买方最大的困难是交割真正的原油需要将原油从交割地点运输回来，并且需要找到储存原油的仓库。而疫情期间高额的运输费用和库存的紧缺使得交割成本变得很高，因此持有该期货合约的买家纷纷选择在到期日截止前卖出平仓，从而导致价格急剧下跌。尽管价格已经跌到0美元/桶，买家也不愿意承担高额交割成本获得原油现货，因此继续卖出，从而出现了负价格，也就是多头“宁愿贴钱也要卖出”的情况。

关闭油井进行减产不仅会影响到产油国的市场份额分配，还可能对油井产生不可逆转的损害，增加再次开采的成本，因此石油主要出口国迟迟没有明确减产操作。但是负价格的出现说明石油生产国需要付费去处理原油库存了，累库导致的价格下跌已经到了非控制不可的局面。

期货价格更多地反映了市场对未来的预期，期货价格出现负价格直接从金融市场上向投资者们揭示了原油现货市场遇到的巨大风险。但其实已经跟现货市场基本面情况有所脱节，早在期货价格保持正值的时候，已经有部分地区的原油现货价格出现了负报价。2020年4月9日，尽管期货价格还没有跌至负值，但是现货市场价格已经到了过低状态，市场供需已经扭曲。因此，为挽救原油价格，OPEC+召开了临时部长级视频会议讨论减产措施。与会各国在原油减产的看法上基本达成一致，但墨西哥却坚持不能做到和其他国家一样的减产幅度。经过几天的协商，最终以沙特为代表的其他国家均妥协，达成减产协议，OPEC+同意减产970万桶/日，墨西哥减产10万桶/日。墨西哥政府在原油价格下跌如此严重的情况下，还能坚定拒绝大量减产的原因是其早就为原油价格下跌买好了保险。据路透社援引墨西哥财政部数据称，墨西哥已经斥资近10亿美元购买原油期权合约，这些期权保证墨西哥可以用49美元/桶的价格出售原油。具体来看，在过去20年里，墨西哥每年都提前从大型银行和交易商那里购买亚式原油看跌期权，不仅在油价下跌时获得期权卖方的赔付，保障了生产原油的最低收益，而且保留了油价上涨时带来的利润。

亚式原油看跌期权买方有权在到期日以约定时间段内原油价格的平均值卖出原油。如果石油价格维持低价或者进一步下跌，墨西哥政府仍然可以以较高的单价获得原油收益，因此持有期权

作为保险的墨西哥政府有十足的底气对抗减产协议。墨西哥已经坚持购买原油看跌期权长达 20 年。每当油价低迷时，看跌期权都为墨西哥提供了有效的保护，因此墨西哥政府能够坚定无忧地长期发展其原油产业。买好保险才能更加安心地去提升产业核心竞争力，善用原油期货规避原油价格风险后才能更好地发展自身产业。

（三）美国西南航空航油套保案例

作为用油需求方代表的航空公司，航油支出是其最大的运营成本之一，因此公司整体收益受到油价变化的影响很大。一般来说，航空公司都会致力以尽可能低的成本收购航空燃油，并通过航油衍生品来对冲波动性带来的风险。但由于航油并未在有组织的期货交易所广泛交易，因此无法直接在场内市场进行航油风险对冲。然而场外期权由于没有公开市场，长期缺乏有效的监管，报价机制也难以公开，因此在场外市场交易时，航空公司会面临较大的信用风险和流动性风险。

美国西南航空需要采购航油，并期望通过航油套保操作提前锁定航油原料的价格。据该公司 2021 年第一季度报告显示，其在短期和长期时间范围内均使用金融衍生工具，主要使用买入

看涨期权、领式结构（包括买入看涨期权和卖出看跌期权）、看涨价差（包括买入低行权价看涨期权和卖出高行权价看涨期权）、看跌价差（包括买入低行权价看跌期权和卖出高行权价看跌期权）以及其投资组合中的固定价格掉期协议。虽然使用领式结构和掉期协议可降低对冲的总体成本，但这些工具比购买的看涨期权承担更大的风险，因为当领式结构或掉期协议结算时，公司可能最终处于负债状态。而通过使用购买的看涨期权和看涨价差期权，公司在结算时能不处于负债头寸，但一旦市场价格低于购买的看涨期权的行权价，期权就没有发挥任何套保的价值。

1. 买入看涨期权。

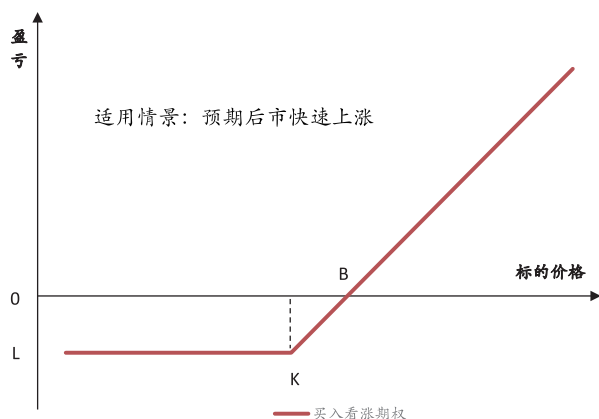
该操作保护范围广且保留了油价下行带来的收益，但是成本较高（图 8）。

2. 牛市看涨价差或牛市看跌价差。

该期权组合节约了一定的成本，也保留了油价下行的收益；但是该期权组合保护的上行范围因为卖出期权部分而受到限制（图 9、图 10）。

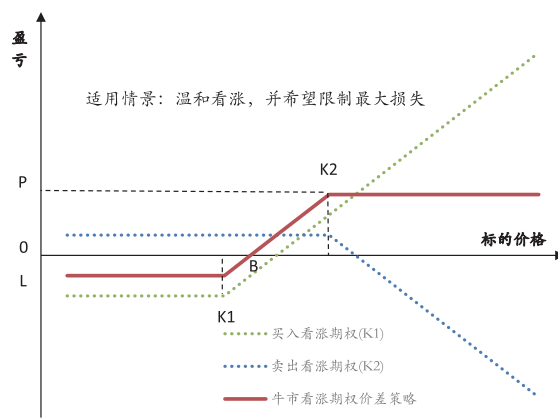
3. 领口策略。

该操作成本较低，但是卖出看跌期权头寸牺牲了油价下行带来的潜在收益（图 11）。



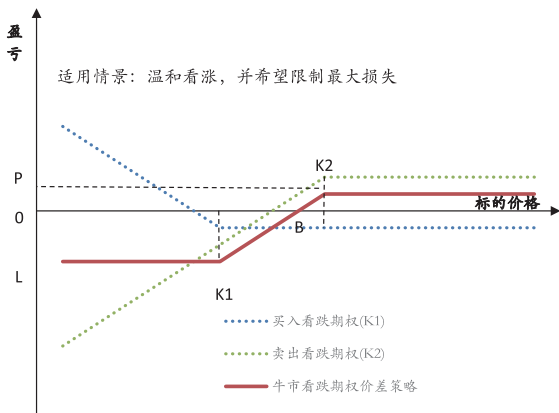
资料来源：国泰君安期货

图 8：买入看涨期权



资料来源：国泰君安期货

图 9：牛市看涨价差



资料来源：国泰君安期货

图 10：牛市看跌期权价差

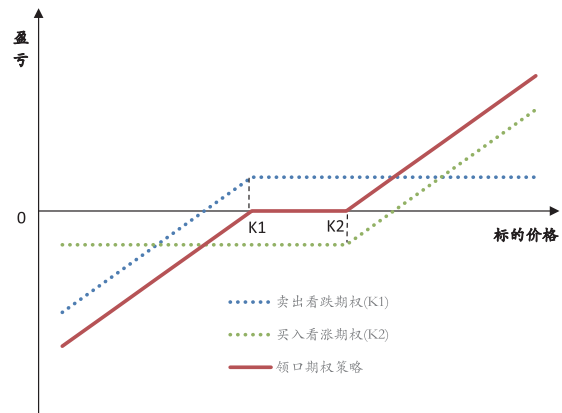
以上期权策略均在油价上行的时候获得收益，从而对冲增加的航油成本，起到套保的作用。而当油价下跌时，上述期权策略结合航空公司对于现货的购买需求（相当于期货空头），在降低成本的同时严格控制风险，避免卖出过多的期权，总头寸不存在风险敞口，仍满足套保要求。

正是因为西南航空公司对于使用期权等衍生品进行套期保值的坚持，所以才能在 2008 年，当航油价格持续上升导致航油成本已经成为航空公司的大额支出时，通过套保收入抵消了大笔的航油支出，最终实现了继续盈利。

四、总结

综上所述，原油期权策略在海外的应用较为广泛，灵活使用各类期权组合可以有效地进行风险管理和套期保值。一方面，由于原油价格波动较大，可能对石油生产商、贸易商和消费者带来较大的风险，而通过对应的期权组合可以一定程度锁定价格，对冲价格波动带来的风险，降低市场波动性对企业利润的影响；另一方面，也可以通过期权组合实现波动率的对冲，满足多维度的套保需求。

在实际采用原油期权进行套保的过程中，企



资料来源：国泰君安期货

图 11：领口期权

业首先需要制定明确的风险管理策略，包括确定套保的目标、选择合适的期权合约、设定止损和止盈点位等，根据自身实际的出货进货或贸易需求选择合适的策略，不能一味地追求零成本、高利润或者方向性的投机交易而扭曲了期权策略在产业套保里的风控匹配程度；其次，需持续监测市场动态，根据市场变化对套保策略进行调整，灵活地进行买入或卖出期权，以适应市场变化。

（责任编辑：于斯琪）

作者简介：

张雪慧，国泰君安期货期权高级研究员，英国伯明翰大学金融工程硕士，擅长期权量化交易策略和机构对冲套保相关领域。中金所优秀股指期货和期权分析师团队主要成员，曾荣获上交所十佳期权讲师，郑商所期权资深分析师，期货日报最佳期权分析师和最佳金融量化策略工程师，上期所优秀衍生品分析师，深交所期权策略师等荣誉。

张银，国泰君安期货期权研究员，英国利兹大学金融数学硕士。中金所股指期货期权优秀分析师团队成员，曾获上交所银牌期权投顾称号。

石化能源企业运用商品期权 提升风险管理水平的实践

中国石油国际事业有限公司 杨康

中国在推动贸易全球化和一体化发展过程中，发挥重要引领作用。在实现经济总量和质量高效发展的同时，全社会能源消耗量与日俱增。油气资源禀赋不高是我国能源结构的短板，2022 年我国全力推动油气增储上产，原油产量重回 2 亿吨，天然气产量超过 2170 亿立方米，在挖掘国内探矿采矿潜力的基础上，大力开拓海外市场，形成了统筹国际国内两种资源，建设一体化供应链的能源供应新格局。

欧美国家已经完成能源价格的市场化改革，具备较为成熟的消费市场和消费结构，由此衍生出对能源价格风险管理的金融需求。国际能源金融市场经过多年的建设和发展，已经形成完备的产品定价、风险管理和金融交易体制。伴随着期权定价金融理论取得突破性进展，国外场内期权市场已经成功推出五十年，原油和天然气能源期权成为仅次于金融指数期权的第二大交易量期权

品种，在国际能源价格风险管理中发挥着十分重要的作用。我国在 2021 年由上海期货交易所子公司上海国际能源交易中心推出原油期货，开启了国内能源期权产品的新篇章，推动形成了国内覆盖有色金属、黑色金属、贵金属、能源化工、农产品和金融产品的期权品种体系。按照《中共中央 国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》，国家未来将优化交易场所、交割库等重点基础设施布局，健全油气期货产品体系，规范油气交易中心建设。

一、国内石化能源企业套期保值的现状

国内石化能源企业通过金融工具对冲油气能源价格风险具有较为成熟的实践经验。为了提取代表性的样本公司，本文对国内上市公司中石油和中石化的 2021 年年报进行分析，得到套期保值的存量规模和价格敏感性情况（表 1、表 2）：

表 1：代表性公司持有的衍生金融工具价值（单位：亿元）

		中国石油	中国石化
2021 年	金融资产	39.13	183.59
	金融负债	38.81	32.14
2020 年	金融资产	14.11	123.53
	金融负债	37.09	48.08

数据来源：上海证券交易所 2021 年、2022 年中国石油、中国石化对外披露年度报告

表 2：能源合同价格变动对衍生金融工具损益的敏感性分析（单位：亿元）

		中国石油 净利润	其他综合 收益变动	中国石化 净利润	其他综合 收益变动
2021 年	合同基础价格上升 10 美元 / 桶	21.04	-	-29.96	-11.6
	合同基础价格下降 10 美元 / 桶	-21.04	-	29.96	11.6
2020 年	合同基础价格上升 10 美元 / 桶	-25.78	-	35.92	103.79
	合同基础价格下降 10 美元 / 桶	25.78	-	-35.92	-103.79

数据来源：上海证券交易所 2021 年、2022 年中国石油、中国石化对外披露年度报告

年报数据显示，国内两家主流石化能源企业都大规模交易金融衍生品进行套期保值，但由于两家公司的资产分布和所处石化产业链的位置不同，导致两家同行业公司配置金融衍生品头寸的数量和方向上，在不同年份间存在巨大差异。其中，两家公司在同一年度对油价波动的盈亏反应是相反的，同一家集团在不同年度油价波动的盈亏也是相反的。

国内石化产业存在着对原油、天然气套期保值的强烈需求，但国内金融工具的缺乏和其他制约因素的限制，造成国内原油期货期权整体规模与我国消费、生产能力极不匹配，急需通过深层次的“找问题、挖根源”来解放生产力，建设国内统一大市场，提升我国作为世界主要石化能源消费国和生产国在国际定价方面的影响力。

二、制约期权市场进一步发展的因素分析

期权产品作为海外金融舶来品，是在国外金融市场深度发展后出现的衍生产品，伴随着金融理论创新，期权的定价和监管日益完善，期权在完善市场做空机制、量化市场风险、适用多样性市场行情的策略组合等方面起到独特的补充作用。

金融衍生品在 2008 年金融危机的爆发和处置中成为众矢之的，受此影响，各国金融监管机构普遍对金融衍生品业务统一标准，加强监管。

为了推动期权市场的快速发展，目前尚存以下主要制约因素：

（一）投资者教育不够深入

相较于股票、期货等基础金融产品，期权具有风险非线性、收益曲线非对称性等特点，造成其定价和交易策略与基础金融产品非常不同。国外期权投资者结构主要以机构投资者为主，通过期权市场对冲股票、期货市场风险，通过深入分析市场波动率、价格走势，组合不同执行价格、期限和方向的期权达到适应不同市场行情的交易策略，整体对投资者的经验和数理分析能力要求较高，理论性偏强。

国内个人投资者大多以投资股票、期货的经验复制到期权投资，缺乏对产业链的分析和全局观，容易亏损，影响市场长远发展。机构投资者则能利用专业优势，将期权加入到产品设计中，向市场提供指数挂钩型、增强收益型、定制化场外期权对冲策略等系列产品，丰富金融产品种类和满足投资者偏好。

期权市场能够向投资者提供时间维度、波动率维度、路径依赖、时间依赖等多种类的产品，但以上都是建立在对产品结构、产品基础、产业运行、理论知识等有较为深入认识的基础上。因此，对于参与市场的投资者适当性的标准应当予以明确，相关产品和投资者的资质应该通过监管

部门审核和备案,而不应该是当出现风险事件时,舆论以一边倒的态度批评产品设计复杂,这样将严重影响行业的健康发展。

(二) 历史风险事件负面影响

国内最早一批“走出去”企业由于面临海外资源的价格风险,也就成为运用金融衍生品管理价格风险的试水者。下面以具有代表性的风险事件为例,分析对市场带来的影响和启示。

1. 新加坡中航油衍生品巨亏事件。

2003-2004年,中航油新加坡公司通过伦敦石油期货和场外柜台期权交易原油看跌期权,由于伊拉克战争导致产油国供应紧张,油价攀升并未在短时间调整导致亏损。2004年公司被新加坡交易所停牌,发布公告称公司在石油衍生品交易中合计损失5.5亿美元。

2. 中行原油宝事件。

2020年受疫情影响供需失衡,全球油价快速暴跌,CME交易所发出通知修改IT系统的代码,首次允许负价格申报和成交。2020年4月20日为5月合约最后交易日,临近交割合约持仓量减少,价格波动易受到大资金影响而放大,CME交易所WTI油价一度最低达-40美元/桶,结算价达-37.63美元/桶。

中国银行“原油宝”业务于2018年1月开办,为境内个人客户提供挂钩境外原油期货的交易服务。其中,美国原油品种挂钩芝加哥商品交易所CME的德州轻质原油WTI期货首行合约。

原油宝产品国内投资人对2020年5月合约的最后交易时间为北京时间4月20日晚22点,而结算价则是采用北京时间4月21日凌晨2点28分至2点30分的WTI交易均价。因此,在20日晚22点前未进行主动轧差处理或滚动合约

移仓交易的多头客户,只能以21日凌晨的负油价进行结算,面临穿仓和“倒欠”银行保证金的风险。银保监会¹就中国银行“原油宝”产品风险事件依法开展调查工作,并对所涉及的违规行为作出行政处罚决定,对责任机构和个人采取相应的监管措施。

3. 联合石化套期保值巨亏舆情。

据中国石化2019年1月公告称:经核查,其所属全资子公司联合石化在采购进口原油过程中,由于对国际油价走势判断失误,部分套期保值业务的交易策略失当,造成某些场内原油套期保值业务的期货端在油价下跌过程中产生损失。2018年联合石化经营亏损约人民币46.5亿元;但同期,与国际标杆油价相比,联合石化为本公司所属炼油企业采购进口原油实货节省成本约64亿元人民币。

4. 总结。

通过分析中航油、中国银行、中国石化这些在国际原油期货、原油期权交易具备较强的专业资质的机构投资者的失败经历,可以总结出以下结论:一是在突发事件面前人人平等,即使是专业的投资者在面临突发行情时也缺乏足够的预判和风险管理能力;二是负面新闻远比正面效果吸引眼球。突发事件的频发导致专业投资者也无法超越“黑天鹅”事件,市场波动率的振幅和频率加大导致线性期货金融工具在流动性管理和交易策略方面的不足更加突出,更需要期权这类风险非线性、能够规避市场波动率的非对称性金融产品;三是在宣传企业套期保值的效果时,更应从全面的、整体的、周期性的角度予以评价,将套期保值损失与收益相提并论。

¹ 编者注:2023年3月,中共中央、国务院印发了《党和国家机构改革方案》。在中国银行保险监督管理委员会基础上组建国家金融监督管理总局,不再保留中国银行保险监督管理委员会。5月18日,国家金融监督管理总局正式揭牌。

（三）风险事件后的政策收紧

伴随着风险事件后的负面舆论，国资委收紧国有企业从事金融衍生品业务的范围，具体包括提高企业参与的门槛，严格限制从事套期保值的范围，并通过《关于切实加强金融衍生业务管理有关事项的通知》（下简称《通知》）予以规范。

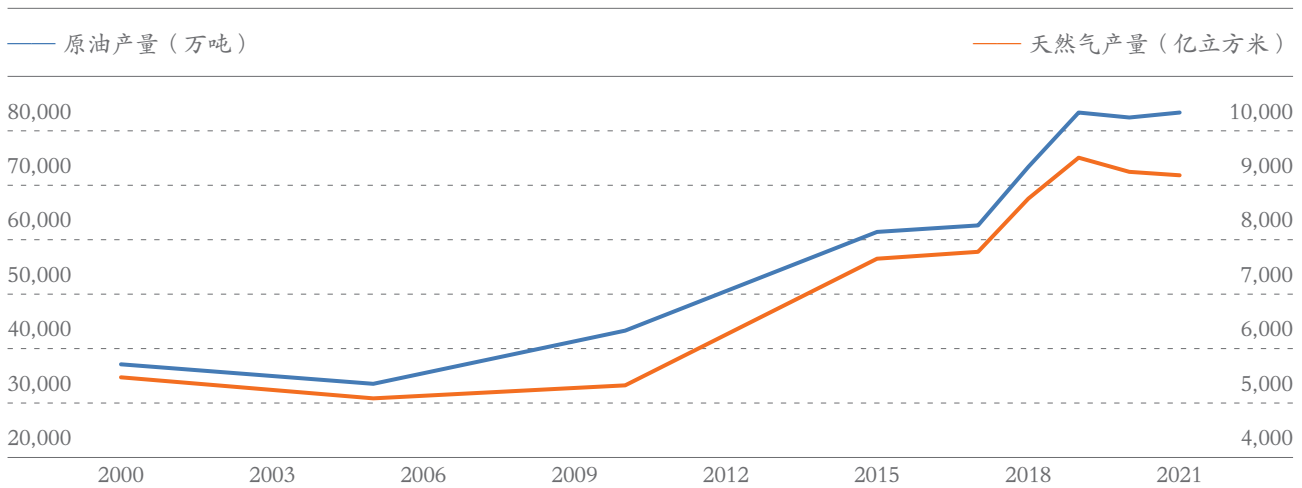
《通知》的出台有利于补齐国有企业在金融衍生品审批权限、流程化、信息系统建设等领域的短板。《通知》内容包括：一是对交易品种的特性予以专门陈述，即金融工具应当结构简单、流动性强、风险可认知。二是要求套保交易应当优先选择境内交易场所。三是规定企业未经营相关境外实货业务的，不得从事境外金融衍生业务。四是指出，商品类衍生业务原则上应当仅开展场内业务，确需开展场外业务的，应当进行单独风险评估。

三、期权运用的国际经验与实践

应通过借鉴国际石化能源市场的改革经验和行业特色，引进先进理念，超越欧美市场发展过程中的局限性，契合国内能源体制改革的思路，发挥后发优势，以便更好地推动国内期权市场的发展。

（一）石化产业近年背景情况

美国和欧洲虽然已经实现能源价格市场化，并形成极具代表性的现货和期货市场，相关的价格指数成为全世界石化能源价格的风向标，但由于资源禀赋的巨大差异，美国长期坚持“能源独立”战略，伴随着水力压裂、水平钻井等页岩油气开采技术的革新，美国的石油天然气产量迅速攀升（图1）；而欧洲由于北海和荷兰气田进入衰减期，当地主要依靠海外管道和液化天然气（Liquefied Natural Gas, LNG）的进口来平衡需求。



数据来源：《世界石油工业》2022年第3期

图1：2000—2021年美国石油天然气产量

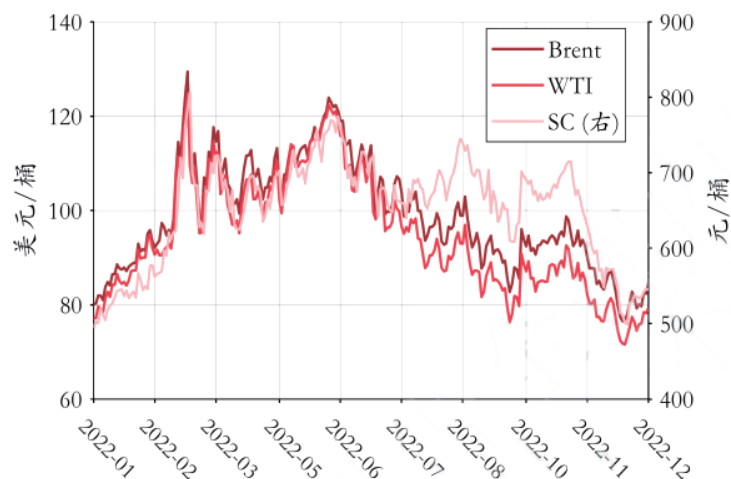
欧美在能源基础设施和管理体制上也存在巨大差异，在对两个市场的价格指数进行解读时，应结合各自市场的特性和全球化属性进行综合判

断。以下数据将从产量、价格、炼厂加工毛利率年度对比（裂解价差：以汽油产品为例）描述市场信号。

图 2 显示, Brent 和 WTI 价格走势比较接近, 由于人民币汇率在 22 年 7 月至 9 月经历较大幅度的贬值, 以人民币计价的 SC 期货价格较高。

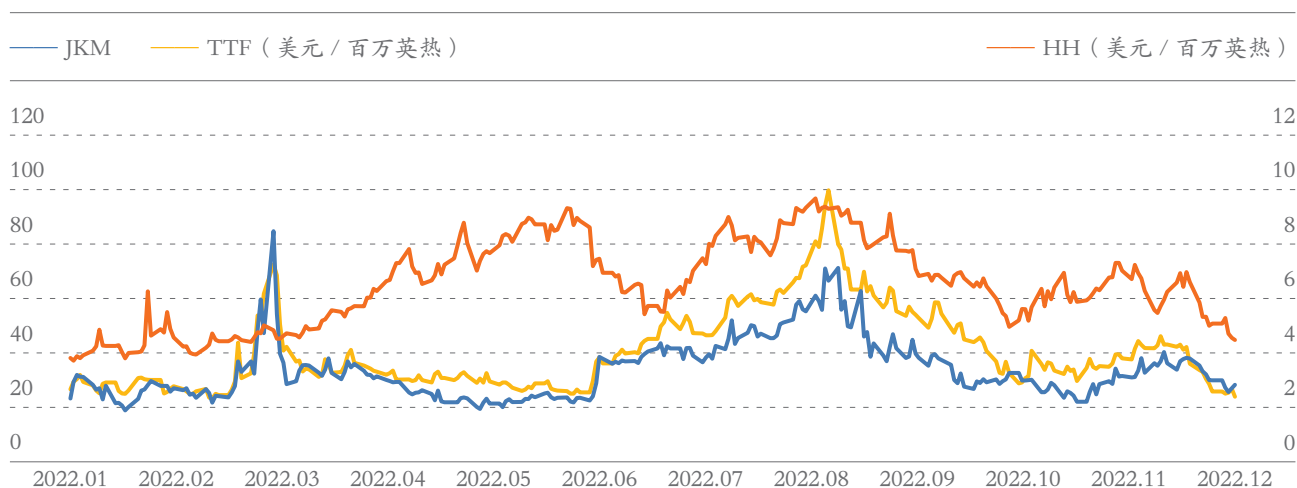
图 3 显示, 受乌克兰危机影响, 欧美、亚洲

主要消费地重新调配天然气资源, 三大指数变动趋势较为一致, 但欧洲在关键时点的波动率更大; 而美国市场同时受区域内和国际变化影响, 变动较欧洲指数具有时滞性。



数据来源: Wind

图 2: 2022 年国际原油期货价格比较



数据来源: 路透

图 3: 2022 年国际天然气期货价格比较

图 4 显示，美国天然气价格在 2022 年出现五年内最大波幅，同时在取暖季天然气价格走势与以前年度相反，概括为“淡季不淡、旺季更旺”。

图 5 显示，欧洲天然气价格指数在 2022 年受地区冲突影响出现大幅波动，区域外调配来的 LNG 资源迅速补平供需缺口，抑制价格持续过高。

图 6 显示，东北亚与欧洲同为 LNG 进口的主要地区，当欧洲地区天然气供需出现暂时性失衡时，LNG 资源受高溢价影响流向欧洲。

图 7 显示，受原油供应紧张和价格大幅上涨的影响，成品油市场出现紧缺，炼厂的加工毛利出现大幅改善，并创五年内历史新高。



图 4：2018–2023 年美国天然气价格比较

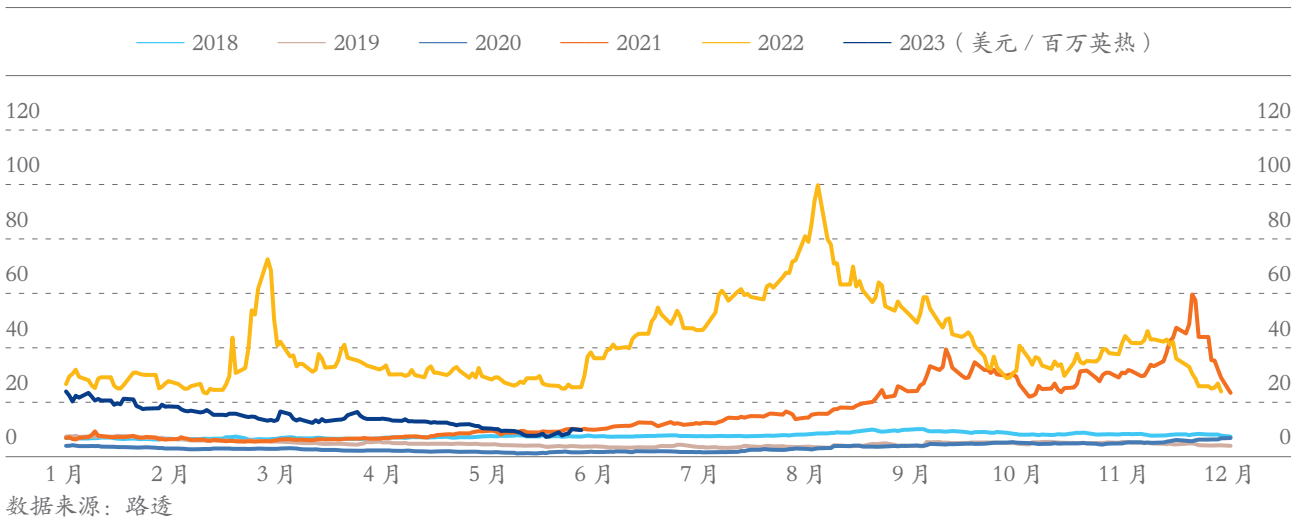


图 5：2018–2023 年欧洲天然气价格比较

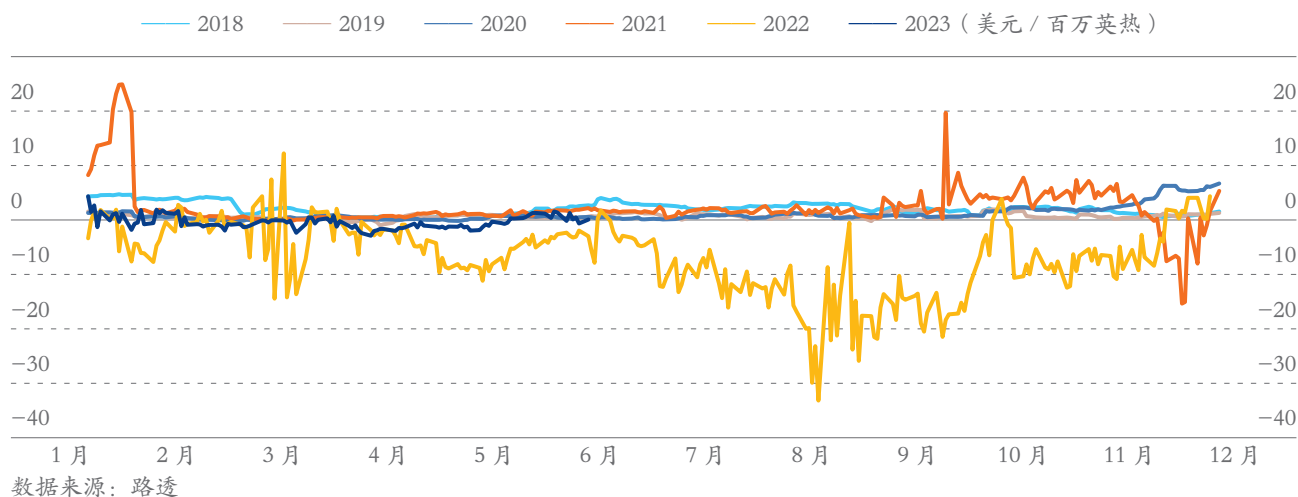


图 6：2018–2023 年亚洲 JKM (Japan-Korea Market) -TTF (Title Transfer Facility) 价差比较



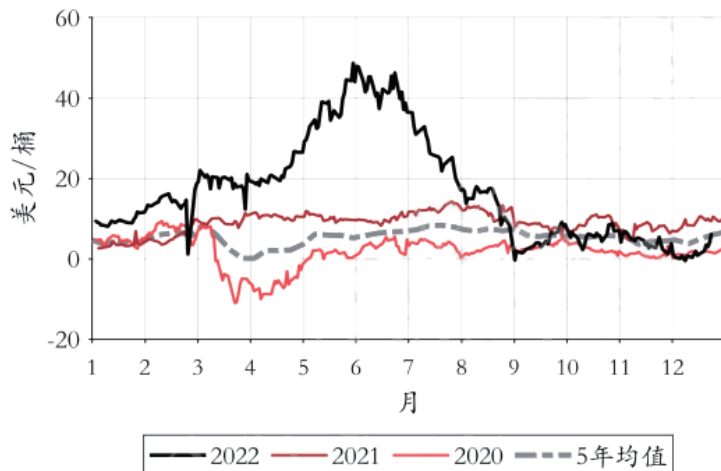
图 7：美国汽油裂解价差

图 8 显示，欧洲市场的炼厂加工毛利与美国市场较为一致。

图 9 显示，亚洲地区受产能过剩影响，加工毛利多年处于历史低位。当 2022 年欧洲出现成品油阶段性短缺时，成品油从亚洲流向欧洲，带动亚洲炼厂加工毛利改善。2022 年石油、天然气、

LNG 价差、裂解价差的绝对值和变动值都处于历史高位。

图 10 显示，三大炼油中心加工毛利走势较为接近，欧美由于具有接近资源和消费地的优势，以及海运价格高企，整体毛利水平要大于亚洲。



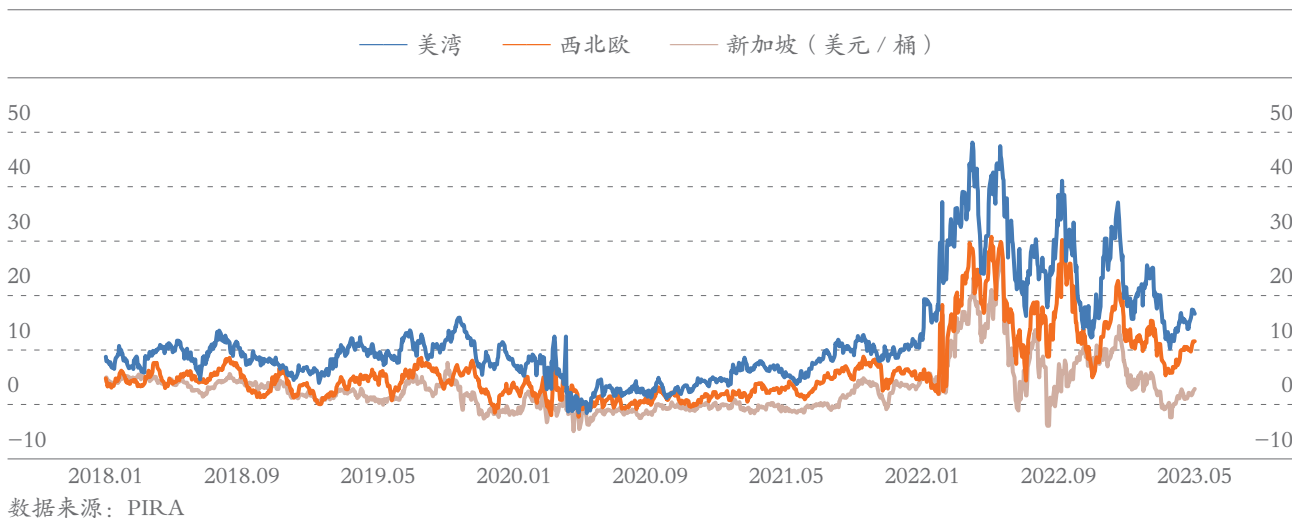
数据来源：路透

图8：近年欧洲汽油裂解价差



数据来源：路透

图9：近年新加坡汽油裂解价差



数据来源：PIRA

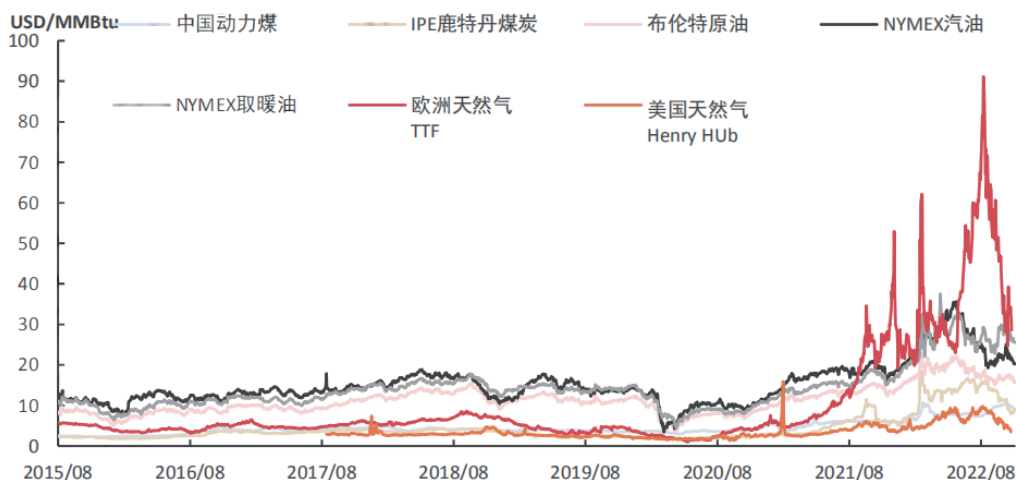
图10：全球主要炼油中心炼厂加工毛利走势（2017-2022）

（二）价格风险管理难度加大

2022 年乌克兰危机爆发以来，极端事件频发导致国际能源价格出现巨幅波动，进而大幅影响各国通货膨胀率（能源价格是 CPI 的重要组成部分），受通货膨胀率高企影响，美国率先调整货币政策进行加息，以一个月伦敦同业拆借利率（London InterBank Offered Rate, LIBOR）为例，其从 2022 年初的 0.1% 上涨到 2022 年末的 4.24%，进一步加剧与通货膨胀指数挂钩的能源合同价格变动，价格波动影响层层放大。2022

年市场行情总结为：价格波动率大、价格走势整体不明显、跨区域市场存在暂时性套利机会、美元加息提升保证金占用成本。

对于使用期货进行套期保值的石化企业来说，2022 年价格的波动导致期货保证金的频繁追加。与此同时，油气价格的大幅波动也使得营运资金的需求同比增加，整个行业的流动性风险在提升。通过比较主要能源品种的价格变动，可以看出天然气的价格波动表现得最为明显（图 11）。



数据来源：中信期货研报《能源危机退潮，但风险扰动犹存》

图 11：各类型能源单位热值价格

场内期权的认购方具有权利金支出和风险暴露相对有限的特点；认沽方按照交易所保证金模型计算出的保证金占用较期货大幅减少的特点。与此同时，在面临多样化的市场行情时，能够充分利用 Delta、Gamma、Vega、Theta、Rho 等风险因子和期权组合策略来提高现有石化能源企业套期保值的效率、降低套期保值的成本。

（三）期权在天然气产业链的运用

石油天然气的开采需要借助井口内部压力或者外部增压，一旦开采需要保持连续生产状态，产量不能根据外部经济条件进行适时调整。天然气由于气态的物理性质使得运输和储运相较于石

油都更加复杂，行业特性决定了天然气产业链具有以下特性：一是生产周期超过 20 年以上；二是上游投资额和风险高，多采用银团贷款和保险组合；三是运输管道投资巨大，一旦建设便与生产地绑定；四是管输气与 LNG 长短约定价模式差异大；五是消费者需要定时评估天然气和电力等替代能源价格的竞争影响。

结合上述天然气的行业特点，在面对外部多变的价格信号时，天然气行业可以借助金融工具来实现更大的灵活性和风险管理，现在以天然气行业为例介绍期权在行业风险管理中的应用：

1. 投资决策阶段的期权应用场景。

天然气勘探和开采阶段需要高额的资本性支出，单体项目从几十亿到数百亿美元不等。与此同时，生产地与消费地通常间隔距离遥远，需要配套建设数千公里的长输管线或者数十亿美元的液化天然气加工终端用于运输和出口。因此生产者在做出投资决定前需要与购买者签订长期采购的“照付不议”合约，并通过最终母公司向金融机构提供担保的形式实现项目融资。

为了保障各方权益，在长期合同中会设立天然气购销的“地板”最低价格和“天花板”最高价格，从而形成如下的价格结构（图 12）：

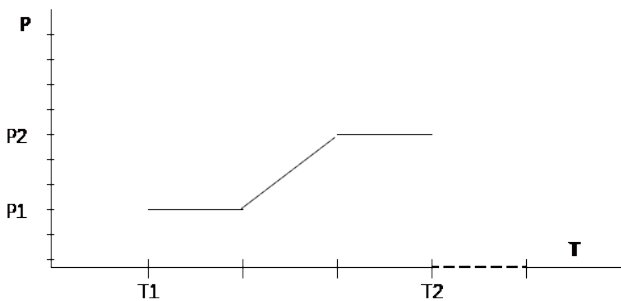


图 12: 天然气购销价格结构

从图 12 的价格结构可以得出，生产者将面临着价格上限 T2 后的利益损失，购买者将面临着价格下限 T1 后的利益损失。为了改善盈利结构，购销双方可以通过购买场内期权合约的形式改变上述的价格结构。由于合同中每隔三到五年为一次价格复议期，同时上下限价格都为通过挂钩其他指数计算而来，是一个可预判的区间，因此期权的交易策略为选取预测区间流动性高的数个不同执行价格、同一到期时间的未到期天然气期权合约，根据合同价格情况适时对期权进行移仓，从而形成有利的价格结构。

对于能源合同的销售者，购买组合看涨期权，

可以形成如下的价格结构（图 13）：

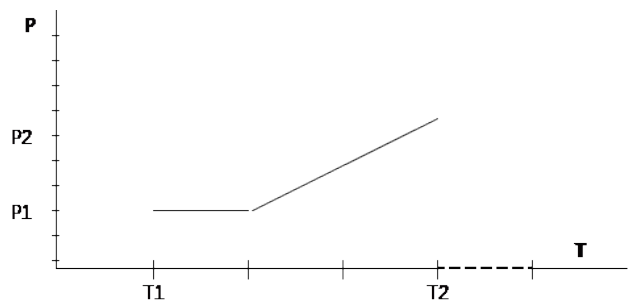


图 13: 看涨期权价格结构

对于能源合同的购买者，购买组合看跌期权，可以形成如下的价格结构（图 14）：

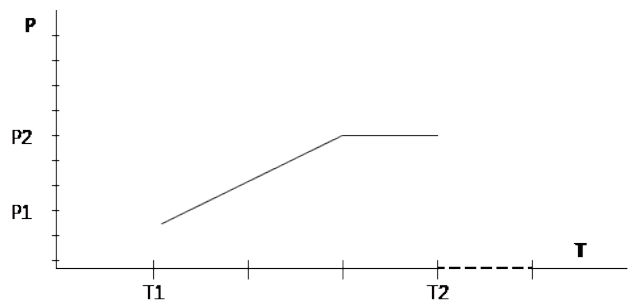


图 14: 看跌期权价格结构

双方通过有效利用期权组合，改变合同的价格结构，管理价格风险。由于上下限价格出现概率低、合同期限长，兼顾流动性和降低保值成本，适量配置深度虚值期权，通过移仓减少期权时间价值的损耗。

2. 长约天然气价格风险管理。

在当前的天然气长约合同中，价格条款通常与原油、替代能源、经济指数等市场公开报价指数相挂钩。

对天然气的最终用途如发电、生产化肥、取暖等终端消费的价格进行成本回溯，能够得出天然气运输商、天然气分销商等行业参与者的预期利润。但对于绝大多数国家来说，能源市场化的进程尚未完成。即使对于已经实现市场化的国家如英国，在面临 2021 年天然气期货价格暴涨的情形下分销商也无法向消费者转嫁成本压力而申请破产。为了实现天然气行业的长远发展，急需建立油、气价格上涨的长周期价格风险管理机制。

通过有效的原油、天然气期权组合，建立起适应宽价格波幅、能够从极端价格中保持盈利的收支结构，将大大提高天然气行业参与者在应对供需两端价格受限的情形下改善资产负债的概率。为了实现上述价格结构，可以通过期权组合策略，卖出执行价格较低的看涨期权同时买入更多的执行价格更高的看涨期权，形成如下的盈亏结构（图 15）：

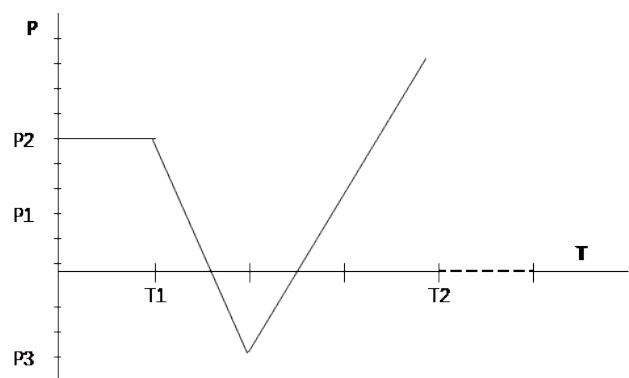


图 15：组合期权价格结构

通过卖看涨期权节省套期保值的成本，将大概率的价格风险转化为盈利，如果单边上涨的价格风险概率预期加大，则买入低执行价格的看涨期权平仓，或者全部执行买入看涨期权策略。

3. 现货天然气价格风险管理。

天然气开采受储存、地质压力、增产扩产难

度和短期运输能力的制约，相较于原油，其价格波动性更大。期权在波动性加大的市场环境中具有节省保证金、风险相对可控的优点，在结合历史波动率的统计数据挖掘基础上，能够发现异常波动率的指标信号和提示，为期货套利和价格预测起到有益的帮助。

在天然气现货管理中，行业参与者利用储气库挖掘远期价格的便利性收益。储气库的租用投资巨大，并长达三年以上，远期正向市场持续的时间和深度都会对储气投资决策产生重要的盈亏影响。通过期货开展期现交割是在正向市场常用的套利措施，在实现同样的保值效果下，期货的保证金占用为期权的三至五倍，而且实物持有和交割具有成本高、不可逆等特点，一旦出现市场反转，长达多年的租赁合同将成为低效无效资产，处置的难度和成本非常高。因此，期权在正向市场的灵活性和低成本的优势都说明期权可以成为储气库投资的另一有效备选项。

四、推动期权市场进一步发展的建议

（一）发挥产业链优势，建立能源特色的金融产品体系

受国内投资和资源管理体制的限制，国内投资者对原油、天然气等石化能源的积极性很高。实业投资涉及资本、行政审批等制约，金融投资成为最优选择，但鲜有投资者能够直接投资海外主要能源金融产品，目前只有中国香港有两只挂钩原油期货的交易型开放式指数基金（Exchange Traded Fund, ETF）。

“三桶油”作为最早“走出去”的央企，具备丰富的海外投资和金融衍生品管理经验，其下设的金融板块企业也都对外提供财富管理服务，通过有效发挥自身在行业的资源优势，为投资者提供多样化、特色化的石油天然气类投资 ETF 基金，不但能够丰富现有的投资品类，还有利于

发展壮大我国期货交易所在石油、天然气领域的价格影响力。

（二）适度放开企业卖出期权的管理

按照现有的期权投资者教育方式，企业卖出期权的收益曲线特征为“收益有限、风险无限”，也正是因此原因，从国资监管到内部风控都严格限制卖出期权业务。

期权是通过二叉树、随机游走等形成的概率分布、波动率等风险因素进行定价，因此不论期权的买方和卖方，其风险收益是均衡的，如果单纯地限制卖出期权，将造成期权市场流动性不足和高溢价，买方进行保值的成本将大幅提升，与此同时买方也不能通过卖出期权搭建投资组合形成多样化的投资策略以应对不同的市场行情，长远来看不利于市场的发展。

（三）进一步壮大国内期货期权市场

随着建设国内统一大市场和自由贸易区进程的加快，开展高价值贸易，为客户提供多样化的选择权成为未来贸易的新竞争力。现有购销差价型贸易将被赋予新的内涵，通过贸易与期货、期权的挂钩和搭售，为客户提供如点价、“保险+期货”、含权贸易等金融属性的贸易方式，大大提高了客户定制化水平，从前端解决后端的风险管理。实现贸易的新发展阶段离不开国内金融市场的进一步改革，只有形成标志性、代表性的价格指数和充足的流动性金融产品，才能吸引更多的客户接受与国内期货指数挂钩，场外定制期权才能够实现场内对冲，定制和对冲的成本才有下降的空间。国内产业规模巨大，要实现产融结合则需建设成具有足够深度和广度的金融市场来承载保值的需求。

以石化行业为例，国内主营炼厂从国际市场进口原油，通过催化裂化等技术生产汽油、柴油等成品油和化工产品向国内市场销售。采购端通

常按照提单日一个月期货市场收盘的均价结算，而销售端价格依照国内《石油价格管理办法》要求对汽、柴油价格根据国际市场原油价格变化每10个工作日调整一次，同时设置国际原油价格上限为130美元/桶，下限为40美元/桶。对于炼厂的损益结构来说，采购和销售的计价周期和时间段不同、购销币种对应的汇率变动，在现有的购销模式下炼厂很难确定单一批次的盈亏水平。

面对此类问题时，贸易创新将为双方取得双赢。通过研判市场行情，在采购端行情大概率上涨时，通过传统定价或者点价基础上嵌入看涨期权，锁定采购端的上限成本；在销售端行情大概率下跌时，嵌入看跌期权，锁定销售端期权有利的执行价格。

（四）优化外汇、税收管理体制，服务产业实际需要

由于各国金融基础设施发展的不均衡，石化行业的参与者需要在欧美主流期货交易所交易期货期权来套期保值，而对应的实货贸易主体则可能在世界其他地区，这也就造成了实货与套期保值主体的一致。

我国采取经常项目与资本项目分类管理的外汇体制，对于在境外从事套期保值的企业需向相关管理部门申请资本项下外汇额度。以上管理模式既造成企业在申请外汇额度的时效性无法满足，也使得外汇额度使用的真实性和有效性缺乏有效的监督。鉴于此，建议国家在境外统一设立衍生品经纪公司，对于与统一平台的外汇资金往来放宽监管要求，这样既能保证国内企业在国际金融市场的数据安全，也有利于行使操作层面的监管职能。

实货与套期保值主体的一致还将导致两个独立法人主体的盈亏不能相抵，从而多交税收。

个别国家对境外主体在本国从事商品期货、期权视同常设机构缴纳税收，这将对企业安排实货贸易主体提出更高的合规要求。在目前国内能源金融产品尚不能充分满足企业的套期保值需求的前提下，建议税政部门酌情考虑研究重复征税的化解机制，证券监管部门也可研究提升国内交易所定价能力的扶持措施，国资监管部门则侧重于从优先使用国内交易所过渡到按比例配置国内金融产品的要求，来更好地服务于国内改革大局。

（责任编辑：金灿杰）

作者简介：

杨康，高级会计师、注册税务师、律师。拥有近二十年的国际能源企业、金融机构的工作经历，业务范围覆盖能源金融衍生品、碳排放权、石化能源和新能源行业，曾在《金融市场研究》等专业期刊发表多篇文章。

全球衍生品市场动态 (2023 年 4 - 5 月)

上海期货交易所国际合作部（港澳台事务办公室） 编译

境外交易所动态

美 洲

■ CBOE 计划在 11 月推出单一股票期权

芝加哥期权交易所（CBOE）确定将于 11 月 6 日在其欧洲交易场所 CEDX 对 12 个欧洲国家的公司推出单一股票期权。CBOE 此次期权交易模式的设计是为了让参与者能够在其境内中央证券存管机构中进行单一股票期权的交易、清算和结算，并将干扰降到最低。CBOE 已于 4 月 24 日开始进行参与者测试，将分两个阶段推出新合约。第一段将在 11 月 6 日，第二阶段将在 2024 年 2 月。

■ CME 将提供每日到期的新比特币期权合约

芝加哥商业交易所（CME）于 5 月 22 日推出标准和微型比特币、以太坊合约，并提供星期一、星期二、星期三、星期四和星期五的新到期日，进一步扩展其加密货币期权套件。CME 表示其比特币与以太坊期货和期权综合体的日均名义交易量超过 30 亿美元，流动性极高。比特币期货推出以及 CME 等受到全面监管的平台引入每日到期合约，对这些数字货币来说是一个积极

的发展，有助于满足市场对加密货币风险管理产品的需求。

■ Cboe Australia 完成技术迁移并推出首个新的澳大利亚产品

芝加哥期权交易所全球市场公司（Cboe Global Markets）宣布旗下 Cboe Australia 成功完成技术迁移。Cboe Australia（前身为 Chi-X Australia）于 2021 年 7 月被 Cboe Global Markets 收购，并于 2022 年 2 月更名为 Cboe Australia。随着技术迁移的完成，Cboe Australia 推出新产品 Cboe BIDS Australia，为澳大利亚股票市场带来了新的大规模交易产品。Cboe Australia 首席执行官表示 Cboe BIDS Australia 的推出计划分两个阶段进行。第一阶段已与技术迁移一起启动，涉及经纪人通过其交易算法或定向订单访问 BIDS 数据库。第二阶段预计将在未来几个月内进行。

■ Cboe Global Markets 推出单日波动率指数

芝加哥期权交易所全球市场公司（Cboe Global Markets）4 月 24 日宣布推出 Cboe 单

日波动率指数 (VIX1D)。VIX1D 指数由 Cboe Global Markets 内部创新中心 Cboe Labs 开发，旨在衡量标准普尔 500 指数在单个交易日的波动率，与芝加哥期权交易所波动率指数 (VIX 指数) 类似。VIX1D 指数通过汇总标准普尔 500 指数期权的加权价格来估计预期波动率。Cboe Global Markets 首席执行官表示 VIX1D 指数将有助于 Cboe Global Markets 更好地了解当前股市波动或采用不同交易策略的市场参与者。

■ TISE 为私营公司推出创新服务

国际证券交易所 (TISE) 4 月 26 日为私营公司推出了一项创新服务——Private Market，用来吸引潜在私营中小企业投资者。Private Market 是一个专门为私营公司提供的市场。公司可以通过该市场访问电子解决方案，包括交易、结算和注册管理。Private Market 交易采用定制竞价模式，流动性更为集中，并且能够加强价格发现，减少价格波动。TISE 首席执行官 Vermaas 表示，Private Market 是对 TISE 产品和服务组合的一个补充，同时也是 TISE 成立 25 周年之际，在业务多样化方面的一个重要里程碑。

■ ICE 创下美国可再生燃料交易记录

由于对区域环境市场的兴趣上升，截止到 2023 年 5 月 19 日，ICE 可再生燃料期货交易总额已经超过了 2022 年全年数额。主要原因是 ICE 用来跟踪美国生产商使用环保燃料来源情况的可再生能源证书 (RIN) 期货 2023 年交易额激增。RIN 期货的价格直接影响成品油市场动态，对于寻求履行合规义务、保护利润以及确定是否存在出口运输燃料套利机会的商业市场参与者来说，对冲 RIN 变得尤为重要。

■ ICE 原油市场交易创纪录

ICE 在 5 月 24 日表示，其布伦特原油期货和期权 2023 年的总持仓量增加了 32%，达到 5 万多手。ICE 全球石油市场主管表示，自从 2022 年最终确定将 Midland WTI 纳入布伦特综合体以来，Midland WTI 美国海湾海岸期货合约的交易量和持仓量持续增长，这也是导致原油市场活跃的主要原因。

■ ICE 计划吸引中国香港的银行和经纪人加入其位于新加坡的清算所

ICE 在 5 月 12 日获得监管部门批准增加中国香港清算成员后，表示计划吸引中国香港的银行和经纪人加入其位于新加坡的清算所。据 ICE Future Singapore 和 ICE Clearing Singapore 的总裁兼首席运营官称，ICE Clearing Singapore 获得中国香港证券及期货事务监察委员会的授权，为该公司进入新加坡期货清算场所提供了一个跳板。中国香港市场在新冠疫情后重新开放，业务逐渐回升。以中国香港为基地的经纪商正在寻找北亚的目标客户。加入 ICE Future Singapore 后，这些经纪商可以为他们的客户提供一种具有成本效益的方式来对冲与能源、外汇和数字资产有关的风险。

欧洲

■ LME 集团宣布加强其市场的计划

伦敦金属交易所 (LME) 和伦敦金属交易清算所 (LME Clear) 发布了一项为期两年的改革计划。其内容主要分为 4 个部分，包括修改每日价格限制、为 LME 镍矿引入快速上市方法、平衡初始保证金和违约基金的范围以及在前海联合交易中心 (QME) 上开发以中国为基地的第二类

镍现货市场产品的战略部署。该计划旨在为 LME 参与者和会员提供市场流动性（深度和弹性），并且建立其对 LME 集团可靠和透明的运作和治理的信心。

■ EEX 与立陶宛天然气输送系统运营商签署收购协议

立陶宛天然气输送系统运营商 Amber Grid 和欧洲能源交易所（EEX）5 月 16 日签署了一项收购协议，根据该协议，EEX 将收购波罗的海环球能源交易集团（GET Baltic）34% 的股份。天然气交易所 GET Baltic 是波罗的海三国和芬兰能源市场的重要参与者，2022 年，其天然气交易总量达到 7 太瓦时。收购完成后，GET Baltic 的短期和长期合同将在 EEX 的德国交易所许可证下签订，并使用 EEX 的交易基础设施以及欧洲商品清算公司（ECC）提供的最先进的清算服务。市场参与者将可以进入由 EEX 运营的欧洲天然气市场。EEX 首席执行官表示此举的目标是建设一个基于 EEX 交易基础设施的统一的欧洲天然气交易平台，同时扩展 EEX 为天然气市场及客户群的服务，为 EEX 和 GET Baltic 运营的天然气市场增加流动性。

■ EEX 发布首个绿氢价格指数 Hydrix

欧洲能源交易所（EEX）于 5 月 24 日发布绿氢价格指数 Hydrix，该指数将根据交易的氢气价格每周计算一次，并在欧洲中部时间每周三下午 4 点以每兆瓦时的欧元公布。此举旨在促进欧洲使用更环保的电力资源，帮助该地区实现到 2030 年可再生氢气产量 1000 万吨、进口 1000 万吨的目标。EEX 首席执行官表示，Hydrix 填补了一个关键的定价信号缺口，这是市场完善和进一步投资氢经济的基础。通过一个基于市场的、

以氢气实际交易价格为基础的指数，提供一个可用于投资决策的基准，从而为能源行业的零碳未来铺平道路。

■ EEX 将推出新的天然气指数

欧洲能源交易所（EEX）宣布将在欧洲天然气市场流动性最强的交易平台 National Balance Point（NBP）推出 EGSI 天然气指数以及新的电力和天然气产品。EGSI 指数的计算是基于在 EEX 天然气现货市场上执行的数千笔交易，它是一个基于当天所有交易的数量加权平均价格。由于 EEX 现货市场的巨大流动性，EGSI 已经成为了一个在全球范围内都很受欢迎的指数。在电力衍生品市场方面，此次新推出的电力产品包括克罗地亚电力期货、瑞士高峰时段的电力期货和日本电力市场的短期期货，为不同地区的交易者扩大其交易选择范围。

■ Eurex 获得 CFTC 批准推出 FTSE 比特币指数期货

欧洲期货交易所（Eurex）富时比特币指数期货已获得美国商品期货交易委员会（CFTC）的批准，面向美国投资者的交易于 2023 年 5 月 29 日开始。该合约是与富时罗素和其数字资产数据供应商合作开发的，新的期货合约以欧元和美元交易，合约乘数相当于一个比特币（BTC），到期时现金结算，没有头寸限制。该合约的推出不仅使得美国参与者可以从更多的交易和对冲机会中受益，而且在亚洲、欧洲和美国时间内可以接触到更多的参与者，意味着 Eurex 在满足投资者对数字资产市场的准确价格发现、透明度和一致性的需求方面迈出了一步。

亚 太

马来西亚交易所宣布加入 IETA

马来西亚交易所 4 月 6 日宣布加入国际排放交易协会 (IETA)。该协会是以排放交易作为管理、减轻和减少温室气体排放的有效政策工具的全球主要倡导者。通过加入 IETA，马来西亚交易所将有机会获得气候政策和市场设计的最新发展，与积极参与碳市场和排放交易系统发展的行业专家和各行各业的全球利益相关者，包括国际碳市场的关键决策者直接网络联系。

深交所与 SET 开展指数行情展示合作，持续提升深交所指数国际影响力

深交所与泰国证券交易所 (SET) 于 4 月 19 日宣布合作展示指数行情。深交所将在 SET 网站 SETTRADE 上展示六大指数，包括深交所的三个核心指数、两个 A 股广泛市场指数和一个跨境指数。通过此次合作，深交所将进一步提升其指数的全球影响力，方便国际投资者跟踪深证指数及配置相关产品，深化与东盟资本市场的务实合作，更好地服务“一带一路”高质量发展。

SGX 于 5 月 22 日至 26 日举办新加坡国际黑色金属周，重点关注钢铁价值链脱碳议题

新加坡交易所 (SGX) 于 5 月 22 日至 26 日举办新加坡国际黑色金属周 (SIFW)。此次黑色金属周以“巩固韧力，面向低碳未来”为主题，主要围绕铁矿石、钢铁、海运和焦煤行业的经济发展、价格发现、风险管理和净零排放等系列话题进行讨论。新交所集团 (SGX Group) 大宗商品部主管表示钢铁是世界上最重要的工程和建筑材料，几乎不存在已知替代品，在全球经济发展

中发挥着关键作用。此次 SGX 将与一些优质大宗商品内容供应商合作，提供关于这些行业的深刻见解，并着重分享在全球迈向净零碳排放背景下向绿色转型过程中加速脱碳的最佳实践。

SGX 正式推出新加坡存托凭证，并与泰交所签署谅解备忘录

新加坡交易所 (SGX) 于 5 月 30 日举行开市仪式，正式推出在泰国 - 新加坡存托凭证互联机制下的新加坡存托凭证 (SDR)，并与泰国证券交易所 (SET) 签署谅解备忘录。此次合作使得投资者可以通过新加坡存托凭证投资在海外交易所上市的标的证券。新加坡存托凭证的优势包括能够在 SGX 投资海外上市公司、成本简化、交易便捷、可通过中央存托 (CDP) 托管、可在新加坡存托凭证与标的证券之间直接灵活转换，以及高透明度。新加坡存托凭证的投资者还将有权获得标的证券的附加利益，例如股息和其他现金分配。

此次合作为交易所双方及市场参与者促成更多的共同投资和商业机会，并且为未来交易所之间的区域合作制定了蓝图，通过优势互补，加强跨国界和跨资产类别的市场联通。

SGX 与上交所签署 ETF 产品互通合作谅解备忘录

新加坡交易所 (SGX) 和上海证券交易所 (SSE) 于 5 月 22 日通过签署谅解备忘录 (MOU)，推出 SSE-SGX 交易所交易基金 (ETF)。根据谅解备忘录约定，双方将通过主馈线基金的模式，共同开发和推广两国的 ETF 市场。SGX 表示此次与上交所的最新合作为亚洲两个快速增长的 ETF 市场架起了桥梁，并扩大了中国和新加坡之间可供联接基金上市的 ETF 的范围。这种联系

也促进了两个市场的发行人之间更大的合作机会，为投资者增加了投资选择。

HKEX 推出“互换通”服务

港交所 (HKEX) 5 月 5 日获得中国人民银行、香港证券及期货事务监察委员会和香港金融管理局批准，于 5 月 15 日推出“互换通”服务。通过该服务，境内外投资者可经由内地与香港金融市场基础设施机构在交易、清算、结算等方面互联互通的机制安排，在不改变交易习惯、有效遵从两地市场法律法规的前提下，便捷地完成人民币利率互换交易和集中清算。“互换通”在“债券通”基础上，通过内地与香港基础设施机构的连接，能够做到支持境内外投资者参与两地金融衍生品市场，从而满足投资者对利率风险管理需求。

JPXI 即将推出 JPX Prime 150 指数

日本交易所集团 (JPX) 子公司 JPX 市场与创新公司 (JPXI) 宣布将推出 JPX Prime 150 指数。JPX 表示其客户对于日本公司的价值创造能力越来越关注，例如在东证综指市场的上市公司中，只有大约一半的公司的 PBR (价格账面价值比率) 超过 1 倍，这代表了客户对上市公司未来创造价值能力的期望。因此，上市公司在管理公司时，需要有意识地关注股权资本的成本和股票价格。推出 JPX Prime 150 指数的目的是使那些预期能创造价值的日本领先公司显现出来，并使该指数及其成分股成为日本、海外机构以及个人投资者的中长期投资目标，从而为创造价值管理的渗透和提高日本股票市场的吸引力做出贡献。

国际衍生品行业与监管机构动态

欧盟推出校准欧洲价格上限的天然气基准

欧盟能源监管机构合作署 (ACER) 推出了每日液化天然气 (LNG) 基准，将用于校准欧洲天然气价格上限。自从欧洲理事会关于 ICE Endex TTF 期货价格上限的规定于 2022 年 12 月 3 日生效以来，ACER 一直在研究推出相关基准。该基准计算了欧盟“交货时”LNG 的每日现货价格与 ICE Endex TTF 前一个月期货结算价格之间的价差。ACER 表示，LNG 基准在强制性数据报告的基础上提供了更高的市场透明度，因此有望反映 LNG 的真实价格，利益相关者可以自愿使用该基准。ACER 将“在技术上可行的情况下”公布每日 LNG 基准。

欧洲央行表示对非银行金融机构的保证金规则需要彻底改革

欧洲央行 (ECB) 表示，最近几年的事件表明，需要对持有衍生品头寸的非银行金融机构所使用的保证金和流动性做法进行全面改革。欧洲央行在一份分析报告中指出，2020 年 3 月与疫情相关的市场动荡、2022 年初乌克兰危机后的市场波动以及 2022 年 9 月英国国债溃败都表明，有必要加强对非银行金融机构的杠杆和流动性的管理。对高杠杆率基金的杠杆限制，可以减少保证金追缴规模；加强流动性风险管理将减少为满足大额保证金追缴而强制出售资产的需要。在这两种情况下，实体将能更好地抵御市场冲击，降

低对其他市场流动性的溢出风险。

欧洲监管机构拟扩大和简化可持续性披露的范围

欧洲银行业监管局（EBA）、欧洲证券和市场管理局（ESMA）与欧洲保险和养老金监管局（EIOPA）拟对《可持续金融披露条例》（SFDR）进行修订，并开展市场咨询。三个监管机构建议对披露框架进行修改，包括扩大“通用社会指标清单”，以披露投资决策对环境和社会的主要不利影响；完善其他不利影响指标的内容，包括定义、适用方法、计算公式等；增加有关去碳化目标的产品披露；改进对可持续投资如何“不严重损害”环境和社会的披露等。

欧洲监管机构呼吁市场对日益增长的金融风险保持警惕

欧洲银行业监管局（EBA）、欧洲证券和市场管理局（ESMA）与欧洲保险和养老金监管局（EIOPA）发布关于欧盟金融体系风险和脆弱性的2023年春季联合报告。报告指出，尽管近期宏观环境充满挑战，银行业面临市场压力，但欧盟金融市场仍保持大体稳定，三家监管机构呼吁欧盟金融机构和监管机构应保持对资产质量恶化的准备，应充分考虑政策性利率上升和风险溢价突然上升对金融机构和市场参与者的广泛影响，密切监测因投资杠杆基金和使用利率衍生品而产生的流动性风险，并应密切监测通货膨胀风险的影响等。

ESMA 报告指出，数据质量在新的数据监测模式下得到了改善

欧洲证券和市场管理局（ESMA）根据《欧洲市场基础设施条例》（EMIR）和《证券化融

资交易条例》（SFTR）报告制度发布了第三版数据质量报告。报告阐述了 ESMA 如何与欧盟各国主管当局、欧洲中央银行（ECB）和欧洲系统性风险委员会（ESRB）合作，将数据监测的关键内容纳入工作流程中。报告指出，ESMA 在 2022 年通过的新框架实施了一种更加以数据和结果为导向的方法，即引入集中的数据质量指标表以及数据共享框架，用于数据监测，并与各国主管当局就数据质量问题开展合作，使得数据质量有了明显的改善。

ESMA 将印度六家清算机构从“第三国中央对手方”名单中删除

在欧洲证券和市场管理局（ESMA）未能与印度主管当局达成合作协议后，根据《欧洲市场基础设施条例》（EMIR）相关规定，将六家印度清算公司从其“第三国中央对手方”（TC-CCP）名单中删除。目前 ESMA 与 20 个国家、地区的 25 个监管机构签订了合作协议，承认 39 个 TC-CCP，它们可以与欧盟清算机构在同等基础上在欧盟地区提供清算服务。2023 年以来，ESMA 先后与中国台湾、哥伦比亚和以色列等国家（地区）监管机构达成合作协议，于 1 月认可台湾期货交易交易所、2 月认可哥伦比亚中央清算所、3 月认可特拉维夫证券交易所清算所为 TC-CCP。

ESMA 报告显示欧洲场外天然气市场在 9 个月内翻了一番

欧洲证券和市场管理局（ESMA）表示，由于清算市场的波动性和更高的保证金要求，在截至 2023 年 3 月底的 9 个月时间里，欧洲天然气市场的场外衍生品的使用几乎翻了一番。ESMA 公布了一份关于欧盟天然气衍生品市场的分析报告，显示与俄乌事件有关的波动性和更高的保

证金成本增加了对场外交易产品的使用。2023年1-3月，场外市场交易量占天然气总交易量的27%，而去年同期为15%，特别是非金融企业（主要是能源公司）有明显转向场外交易市场的趋势，以减少保证金要求，因为双边合同可能为交易方提供更多灵活性，包括在某些情况下没有初始保证金的要求。

ISDA 警告称应对欧洲基准规则进行改革

国际掉期及衍生品协会（ISDA）在向欧盟委员会提交的关于《基准条例》（BMR）下第三国规则的咨询意见中表示，需要对基准规则的应用做出改革。ISDA 警告称，根据欧盟之外的基准供应商的最新规则，欧盟的公司可能仍然被禁止使用一些基准，这种风险持续存在。因此需要进行相关改革，以确保终端用户不会由于他们使用的基准因任何原因被禁止使用而面临紧急风险，并确保欧盟投资者更好地了解他们被允许使用的基准和不使用的基准。

ISDA 警告称，“漂绿”行为将限制碳信用市场发展

国际掉期及衍生品协会（ISDA）警告称，自愿碳信用额度市场只有防止“漂绿¹”行为，才能发挥其巨大潜力。ISDA 负责人 Scott O'Malia 表示，自愿碳信用额度市场可能在15年内达到1万亿美元，但前提是市场对标准和监管框架有信心。ISDA 在2022年12月发布了碳信用交易指南，市场对此的反馈是希望能够建立更明确的标准。ISDA 认为，碳信用定义的制定是一个重要的里程碑，下一步需要迅速而果断地采取行动杜绝“漂绿”行为，来发挥衍生品的重要作用，

在不确定时期提供更大的稳定性。

FIA 警告称，欧洲商品规则的修订可能会带来流动性压力

美国期货业协会（FIA）、欧洲商品市场理事会（CECC）、国际掉期和衍生品协会（ISDA）、欧洲能源交易商联合会（EFET）、欧洲能源交易所协会、欧洲证券交易所联合会（FESE）和国际排放交易协会（IETA）对全面修订欧洲商品规则的计划进行了抨击，包括头寸限制、持有期限和熔断规则等，指出在危机和波动加剧的时期对制度进行重大改变会加剧流动性以及市场参与者的压力，给交易公司带来运营负担。协会还提议审查引入天然气价格上限（市场修正机制）和相关的液化天然气（LNG）基准的规定，认为设定价格上限不会解决波动问题，也不会降低能源价格，反而会阻碍欧盟商品市场的发展，导致欧盟商品市场的参与者处于竞争劣势。

国际清算银行警告称将美元和商品价格联系起来会加剧波动

国际清算银行（BIS）表示，美元和大宗商品价格走势的相关性增强（尤其是在能源市场），可能会助长今年市场的进一步波动。BIS 指出，这两个变量之间出现正相关意味着许多国家市场的波动，甚至意味着石油进口国减少对美国证券的依赖。美国石油进口减少意味着流入全球金融体系的石油美元减少，这可能会减少市场流动性，影响贸易往来发票和外汇储备管理中的货币选择。一些商品出口国可能会考虑迎合其新的最重要客户的愿望，因为美元对其经济的稳定影响减弱。BIS 警告说，许多国家因此面临着持续的

¹ “漂绿”是指一家公司、政府或组织以某些行为或行动宣示自身对环境保护的付出，但实际上却是反其道而行，是一种虚假的环保现象。

滞胀环境，较高的通货膨胀和低经济增长结合在一起，呈现出挑战性局面。

美国和英国深化对中央对手方的监管合作

英国央行（BOE）表示，它将承认美国对中央对手方（CCP）的监管，并准备对非英国清算机构进行分类。英国央行发表声明称，正式确定了与美国商品期货交易委员会（CFTC）在 2020 年谅解备忘录中商定的清算相关信息共享安排。作为英国脱欧后制度的一部分，英国央行将根据 CCP 对金融系统构成的系统性风险对其进行分类。CFTC 和英国央行重申了英国和美国本土当局在各自管辖范围内的首要地位，并认识到服从母国监管的重要性，并通过适当和相称的信息共享及合作框架来维持监管合作。

IOSCO 认为保证金改革需要采取谨慎态度

国际证监会组织（IOSCO）的负责人表示，该组织将对改变保证金协议持谨慎态度，目前其正根据当前的市场冲击审查现行制度。IOSCO 秘书长表示，保证金制度在稳定系统方面起到了很大作用，IOSCO 将在 2023 年下半年或 2024 年

年初提出一套建议，在与业界协商后谨慎地做出改变，适当地完善和校准保证金制度。2022 年 9 月，IOSCO 确定了需要进行政策改进的六个领域：集中清算市场的透明度；流动性措施和披露；填补报告中的数据空白；更新变动保证金流程；监测清算市场的初始保证金（IM）模型；跟踪场外交易市场的 IM。

印度允许外国投资者直接进入商品市场

印度证券交易委员会（SEBI）发布规则，允许其监管的交易所将直接市场准入（DMA）设施扩大到外国投资者，标志着日渐庞大的印度衍生品市场作出开放的最新一步。根据新的规则，非印度投资者能够通过经纪机构的基础设施直接下单，而不需要经纪机构的人工干预，这保证了终端客户能更好地控制、执行订单。SEBI 表示，交易所和经纪机构必须继续遵守现有监管规则中关于 DMA 申请、操作规范、客户授权以及客户和经纪机构之间的合同协议等方面的详细规定，交易所还需要根据 SEBI 最新规则，对其原有规则进行必要的修改。

（责任编辑：李伯钧）

2023 天然橡胶市场发展论坛 暨天然橡胶期货上市 30 周年交流会 成功举办

5月26日，上海期货交易所（以下简称上期所）、中国天然橡胶协会与中国橡胶工业协会在上海共同举办2023天然橡胶市场发展论坛暨天然橡胶期货上市30周年交流会。上期所副总经理贺军、上期所副总经理李辉、中国天然橡胶协会常务副会长郑文荣、中国橡胶工业协会会长徐文英出席论坛，来自橡胶行业协会、产业链上中下游实体企业、金融机构等领域百余名嘉宾参加了论坛。本届论坛围绕“不忘初心三十载，凝心聚力新征程”主题，开展天然橡胶市场的交流与研讨，共同推动我国天然橡胶产业高质量发展。

1993年3月，天然橡胶期货在上海上市，从此期货市场融入了我国天然橡胶产业的发展版图。三十年来，经过市场各方的共同努力，市场发展步入快车道。一是主动对接国家战略、拓展产品序列，打造中国特色天然橡胶期货衍生品产品体系。1993年天然橡胶期货上市，2019年天然橡胶期权和20号胶期货上市、天然橡胶标准仓单交易上线，2020年和2022年天然橡胶延伸仓单交易、20号胶保税标准仓单交易先后上线，已形成“一主两翼”、连通境内境外的多层次天然橡胶期货衍生品市场体系。二是多年来市场保持平稳运行、市场规模持续稳步增长。2022年，上期所天然橡胶期货累计成交7964万手，成交金额10.44万亿元，日均持仓30.98万手，累计交割14.61万吨，在全球同类品种中高居首位。三是积极融入产业、服务产业。金融和实体经济是共生共荣的关系，实体经济是金融的根基，金融是实体经济的血脉，为实体经济服务是金融的天职，是金融的宗旨，也是防范金融风险的根本举措。经过多年的努力，天然橡胶和20号胶期货作为上下游产业链企业进行现货贸易计价和风险管理的重要工具，已经深深地融入到企业生产经营过程中，成为实体企业日常生产经营过程中不可或缺的组成部分。四是积极承担社会责任，助力国家脱贫攻坚和乡村振兴战略。自2017年上期所启动天然橡胶“保险+期货”项目以来，截至2022年，上期所共累计投入资金5.8亿元，保障天然橡胶现货产量近68万吨，覆盖云南、海南的31个市县，近64万户胶农受益。五是大力推进天然橡胶期货衍生品市场的国际化，提升我国天然橡胶市场的价格影响力。在天然橡胶期货成为国内现货贸易定价基准的基础上，持续提升20号胶期货的国际参与度，开展“上期强源助企”20号胶期货“丰羽行动”，2022年以20号胶期货作为定价基准的跨境实货贸易量达140万吨，约占我国天然橡胶进口量约三成。

郑文荣在致辞中表示，天然橡胶既是重要的工业原料，又是一种环境约束型的战略资源。不仅在当今世界政治经济贸易发展过程中起重要作用，而且是市场上的活跃商品，价格波动较为剧烈，

产业对规避风险的需求非常迫切。上期所上市天然橡胶期货以来，在指导我国天然橡胶生产、提示经营风险，为生产者稳定收入、经营者套利避险，推进产业强身升级，践行经济发展等方面，都发挥了不可估量和不可替代的作用。利用期货市场，植胶区在锁定利润、资金风险管理、发现价格、指导企业经营、促进胶农增收等方面也都收到了显著效果。天然橡胶期货经过 30 年的发展，已成为天然橡胶国内贸易的定价基准，为国家相关部委、协会的有关决策提供了参考依据。近年来，受新冠疫情、国际能源价格波动以及国内外经济环境的影响，天然橡胶价格长期低位运行。今年，国内宏观环境呈现新气象新面貌，消费和投资逐渐迎来复苏；国际方面，各类风险隐患仍在积累，我国天然橡胶产业发展仍然面临机遇和多种挑战并存的局面，希望橡胶产业链使用好天然橡胶期货和期权、20 号胶期货以及上期综合业务平台，管住价格波动所带来的风险，创造更好效益。

徐文英在致辞中感谢上期所在过去 30 年为橡胶行业发展所付出的艰辛努力，对上期所服务天然橡胶行业的工作予以高度肯定。过去的 30 年是中国橡胶行业发展极为波澜壮阔的一段岁月。遥想 1993 年，全国轮胎总产量只有 4434 万条，其中子午胎只有 314 万条，子午化率只有 7%，天然橡胶消耗量不到 80 万吨，而 2022 年，我国轮胎产量已经 6.67 亿条，子午胎产量超过 6.3 亿条，子午化率高达 95% 以上，天然橡胶消耗量超过 580 万吨。轮胎的产量在过去 30 年增长了 15 倍，年均复合增长率超过 10%，天然橡胶的消耗量也增加了近 500 万吨，年均复合增长率超过 6%，这些数据都显示过去的 30 年是中国橡胶行业大踏步发展的 30 年，而这发展中离不开上期所以对天然橡胶价格发现和提供交易的奉献。上期所牢牢抓住以服务实体经济为宗旨的决心，为行业做了大量的工作，包括为橡胶行业开展期货知识的培训，以及在行业重大会议上宣传和介绍天然橡胶期货交易的相关知识。相信上期所未来将继续紧抓为实体经济服务这一中心，不断提升我国天然橡胶期货市场的国际影响力，增强定价能力，为中国橡胶行业高质量发展贡献重要的力量。

论坛上，天然橡胶生产国协会经济师 Lam Soon Jin、中国天然橡胶协会秘书长王丽娟、LMC 汽车市场咨询（上海）有限公司总经理曾志凌、云南天然橡胶产业集团股份有限公司总经理周力勇、海南天然橡胶产业集团股份有限公司副总经理杨宇、广东省广垦橡胶集团有限公司副总经理李新雷、物产中大资本管理（浙江）有限公司总经理梅运桃、白石资产管理（上海）有限公司总经理王智宏、中国检验认证集团山东有限公司副总经理刘志腾等嘉宾围绕全球天然橡胶市场、新兴产胶国市场、中国天然橡胶产业发展现状与展望新能源汽车发展对橡胶工业带来的机遇与挑战、天然橡胶期货发展 30 年回顾与 2023 年天然橡胶价格研判等议题进行了深入探讨。

为提升市场建设质量，更好地服务实体企业，探索推动期货价格运用场景的多样性，2022 年上期所推出“上期强源助企”（服务类定价基准）20 号胶期货“丰羽行动”试点项目，鼓励企业采用 INE20 号胶期货作为长协贸易和现货贸易的定价基准，充分运用期货市场管理价格波动风险。论坛期间对“上期强源助企”（服务类定价基准）2022 年 20 号胶期货“丰羽行动”试点项目进行了总结和表彰。

上期所首次参展国际衍生品博览会 中国期货市场吸引全球目光



2023年6月19日至6月21日，国际期货业协会（Futures Industry Association, FIA）在英国伦敦举办2023年国际衍生品博览会（International Derivatives Expo, IDX）。上期所首次作为参展机构，线下参加FIA IDX 2023这一国际衍生品盛会，吸引了不少参会者的关注。

本次IDX会议汇聚逾千名，来自包括上期所、大商所、港交所、CME、ICE、Eurex、B3等在内的全球期货交易所与清算所、期货经纪商、技术服务供应商及监管机构代表参会。会议主题围绕全球衍生品市场变革、未来发展趋势、跨境监管、全球化等话题展开。

近年来，中国期货市场对外开放举措渐次落地。2022年9月，上期所和上期能源引入合格机构投资者参与16个期货、期权品种，开放品种序列进一步扩大。为充分利用本次参会参展机会，上期所还组织了FIA IDX配套活动“上期所专题会议环节”，聚焦中国期货市场，邀请包括南华英国、中银国际、摩根大通期货、汇丰银行等在内的市场机构，围绕境外投资者参与中国期货市场最感兴趣的话题开展圆桌讨论，内容涵盖了准入模式、境外参与情况、未来前景等。这一活动吸引了来自不同国家和地区的各个领域的近百名与会者参与。与会嘉宾均认为，随着中国期货市场的进一步对外开放，中国期货市场将成为全球投资者关注焦点。

上期所此次还为展会带去了广受市场欢迎的品种手册、白皮书、50问/100问等各类英文投教和宣传材料，同时与展会参观者交流，介绍中国期货市场，回答投资者疑问。



氧化铝期货上市

THE LAUNCH OF ALUMINUM OXIDE FUTURES

守正创新 铝战屡胜

2023.06.19 中国·上海

全球首个实物交割的氧化铝期货 在上期所挂牌交易

2023年6月19日上午9时,全球首个实物交割的氧化铝期货在上海期货交易所(以下简称上期所)正式挂牌交易。

中国证监会期货监管部张博宣读中国证监会《关于同意上海期货交易所氧化铝期货注册的批复》。上海市地方金融监督管理局副局长黄振球,中国有色金属工业协会党委副书记范顺科,中国铝业集团有限公司副总经理魏成文,上期所理事长田向阳先后致辞。上期所总经理王凤海主持上市活动。

来自证监会系统单位、上海市、相关行业协会、氧化铝产业链上下游企业、上期所会员单位、交割仓库、质检机构、市场机构、新闻媒体等共同见证了本次上市活动。



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：021-68401283



编辑部地址：上海市浦东新区浦电路 500 号 35 楼 邮编：200122
电话：021-68401283 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：2023 年 6 月 25 日
印数：3000 册
上海市连续性内部资料准印证 (K) 160 号