

[记沥青期货上市十周年]

十年磨一剑 砺得梅花香

银河期货有限公司 应瑛

回首沥青期货上市的十年，发现它是包括监管机构、产业客户、市场机构等相关各方不断学习、探讨、创新、优化的十年（图1）。作为沥青期货的设计者，上海期货交易所（下简称上期所）本着服务实体经济的宗旨，跟随产业变化，不断推出符合标准的交割品牌，从传统的国企大厂、外商品牌到近年来的地炼精品；持续提供覆盖区域更广的交割库布局及交割库类型，从华东、华南、山东到东北，从商业库、厂库到贸易商厂库；及时修改更贴近现货市场变化的合约细节。随着品种影响力的逐步加强，在上期所的有效引导下，沥青产业链利用期货价格定价的模式不断推广；为提升服务，结合境内外经验的创新方式也在不断地酝酿出新，沥青期货合约月均结算价、场外期权、含权贸易等业务模式正是这些创新的成果，也是沥青期货贯彻服务实体的具体体现。

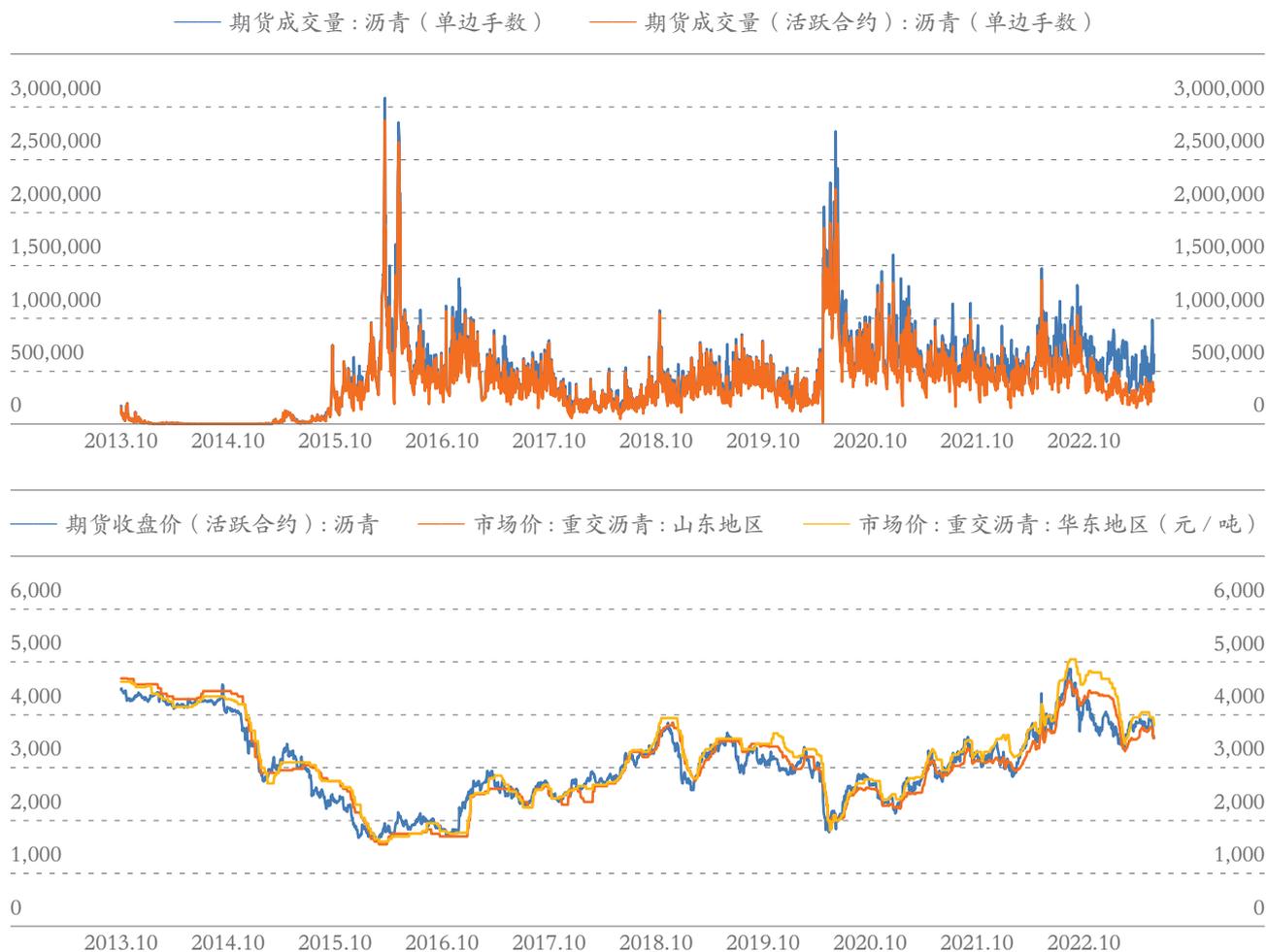
作为沥青期货的服务商，期货公司也从早期的通道服务、培训式服务转向全面的金融一揽子服务模式，精准对接客户需求，加强专业服务能力，助力实体企业度过在升级换代过程中面临的经营模式、贸易模式、风险管理的升级转变。同时期货公司还联合母公司及风险子公司进一步提升服务纵深，期货市场服务实体经济的综合策略及金融一揽子解决方案被更广泛地使用。在沥青期货不断发展的期间里，相关的期货、期权综合

策略、期现业务等市场服务也越来越专业、越来越贴近实体企业需求。随着沥青期货市场成熟度不断上升，企业参与期货市场的经验越来越充足，市场得到有效的培育和引导，期货工具的频繁使用使得现货产业的经营模式也发生了诸多变化，本文将就沥青期货上市十年来，实体产业发生的变化进行回顾和介绍。

一、冬储模式的变化

沥青的贸易商和终端客户传统上在12月和次年1月冬季来临时，会利用沥青现货价格的低谷时期，大量采购沥青，存储入自有或租赁的沥青罐。这些沥青将存储3-4个月，度过漫长的北方冻土季，在来年3月春暖花开施工开始之后使用，这种采购方式被称为“冬储”。沥青冬储的目的是利用沥青现货价格的低谷时间，大量采购现货，在沥青使用高峰来临之际获得其中的价差。但是这种传统模式的最大弊端在于占用了企业的大量资金，且这些资金占用时间长达3-4个月。而在企业大量购入冬储沥青之后，也有可能出现价格反转的情况，价格下跌的时候，大量的库存会给企业带来巨大的损失，而且不便于短时间内处理。

沥青期货上市后，针对这种情况，企业可以采用虚拟库存的方式来解决冬储问题，即把每年大量的实物冬储转为买入沥青期货的形式，以虚



数据来源：WIND

图 1：沥青期货上市近十年来的期现表现（2013.10–2022.12）

拟库存替代实物冬储。当价格上涨时，企业可以利用期货端的盈利，弥补实际采购当中更多的采购支出。这不仅完成了企业套期保值的目的，同时期货的保证金制度（期货建仓成本仅为实物采购的 15% 左右）也为企业节省大量的冬储占用资金；而且当价格反转时，企业可以迅速在期货盘面平仓了结，认错成本较低，无违约风险。在大量实体企业“虚拟冬储”的实操第一年，节省资金效果明显，但是实施中也发现了细节问题：当现货采购高峰来临时，企业有可能存在买不到货的问题。经过行业内的反复讨论，后续逐步优化了虚拟冬储的方式，目前大量的客户采用实体库存加虚拟库存的方式进行，就是购入 20% 左

右的实体库存，另外 80% 的冬储量在期货盘面买入，既解决了高峰时段难买货的问题，也节省了大量的采购资金，供企业其它业务运营。

二、贸易定价的变化

以前沥青产业链上下游企业的定价多采用一口价的定价方式，买卖双方是“零和游戏”，一方的利润均靠另外一方做让步，所以买卖双方在谈价时争论不休。但是有了沥青期货之后，买卖双方可以以“期货 + 基差点价”的形式来定价，这样买卖双方都依托期货价格来完成现货交易，买价与卖价可以不是同一个价格，双方都可以向期货市场争取更有利的价格。采用这种方式定价，多家炼厂的体会是：一方面利用期货市场套期保

值规避市场价格剧烈波动的风险，削峰填谷，平滑企业的利润曲线，保证了公司正常的生产经营；另一方面利用期货的价格发现功能，将其作为销售定价和采购议价的依据，得到上下游企业的共同认可，有利于企业打开销售局面。

在上期所沥青期货合约月均结算价发布后，现货企业也迅速进行了尝试。沥青现货市场中应用较为普遍的是月均价结算。交易所发布期货合约月均结算价后，基于此价格定价的合同是“期货+基差”模式的一个演变与升级，买卖双方企业可以按照当天的月均结算价和升贴水来签订采购合同，帮助企业防范盘面点价存在的价格大幅波动风险，打消了企业在采购期间对价格可能出现单边波动的顾虑。由于月均结算价是指期货合约在自然月每个交易日结算价的算术平均值，月均结算价能够反映该期货合约在当月的综合价格水平，平滑价格噪音。期货盘面在不同交易日、同一交易日日内会有价格波动，给保值的市场人员带来一定的择时难度，月均结算价的推出便于现货企业的市场人员点价保值，规避了择时困难。

三、企业主动管理风险的变化

随着国际局势、宏观经济的演变越来越复杂，大宗商品价格的影响因素也随之变化。为了应对这种复杂局面，越来越多的企业将期货和衍生品等金融工具融入到企业的日常风险管理当中。企业开始主动管理采购、库存风险；锁定经营利润、稳定生产规模。

例如 2018 年 9 月到 2019 年 5 月期间，国际原油价格和沥青价格长期处于相对低位，2019 年上半年沥青装置开工率平均仅为 55%。这个时间段沥青产业链各环节都有各自痛点：上游企业不敢产，下游企业不敢买。上游炼厂分析，原油、沥青期、现货价格虽然经过大幅度下跌，但是裂解价差有利，炼厂生产有利润，炼厂可以买原油

卖沥青期货锁定加工利润，正常开工。同时炼厂也向下游客户推荐基差点价模式，选好期货合约、签订好升贴水及点价期限，给下游客户点价择时择机的可能。下游客户可以在点价期限内选择沥青期货相对较低的时点点价，提前锁定低价货源。下游客户点价后炼厂通过买入期货合约对冲，实现闭环操作。实际操作时，这类模式下的业务合同与普通订单没有差异，但却可以有效优化企业的订单结构，帮助炼厂实现稳产定销；同时也可以帮助下游客户锁定优质货源，留有较好的利润空间，使炼厂与下游客户达成双赢状态（图 2）。

在沥青企业参与期货市场进行“套期保值”时，大量的期货市场从业人员发现企业的很多需求是非线性的，需要精准定价，要求服务升级，于是更多的场外期权策略被运用到帮助企业解决定制的需求上。期权的收益特征之一是非线性，可以解决精准定价问题并且期权策略容错性更高，能降低企业对行情精确判断的要求，解决“方向看对，节奏踏错”带来的压力。炼厂、贸易商近几年大量选用了期权策略来优化期货保值效果和企业销售策略。其中“累沽、累购”策略时常被运用在炼厂、贸易商的现货采购、销售中。企业在实操中认定规定时间内，所交易的沥青价格不会无限上涨或下跌到零值，预期其在一个范围内波动。如果一个贸易商预判一个月内沥青价格在 3200-3500 元之间波动，希望利用衍生工具降低货物的采购成本（贸易商经营规模在 1 万吨）。贸易商认为沥青价格超过 3500 元/吨是小概率事件，同时价格跌到 3200 元/吨时愿意采购，那么期货公司的风险子公司按照企业设定的区间，定制累购方案，为其实现区间内的低价采购策略。在确定的一个月时间内，每一个交易日的期货规定合约的收盘价都在 3200-3500 之间波动，企业按照最低价 3200 元向风险子公司

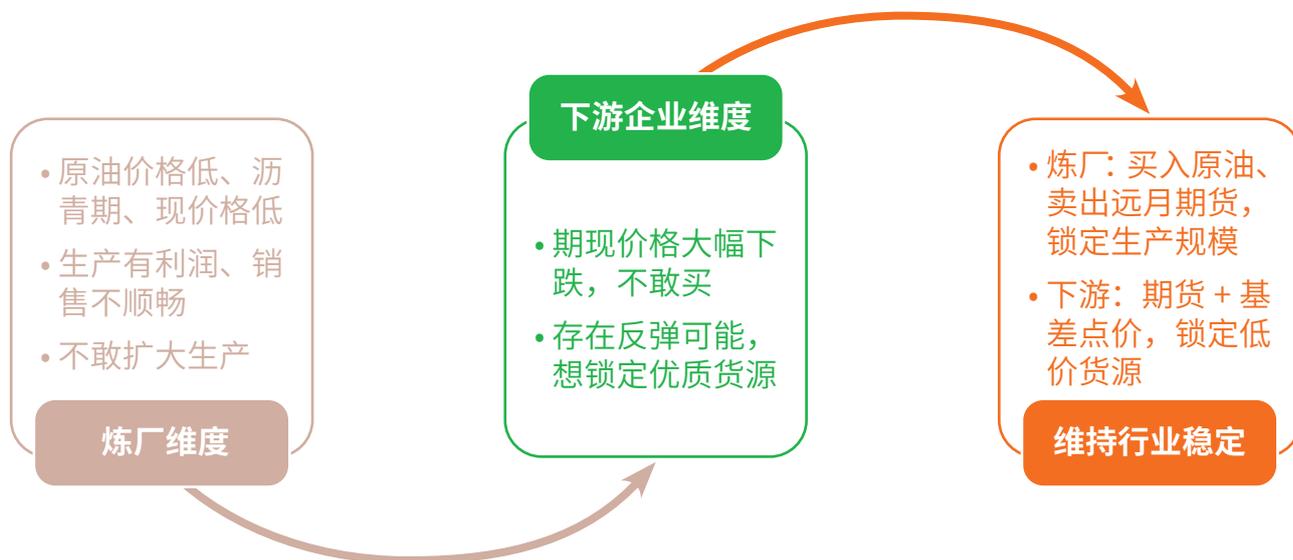


图 2：沥青期货服务实体经济的三个维度

购入 150 吨沥青；收盘价超过 3500 元，双方不做处理；期货收盘价低于 3200 元，企业向风险子公司以 3200 元的价格购入双倍 300 吨（或者三倍 450 吨）的现货。这种策略的执行，满足了贸易商在价格波动范围内以最低价格买货的需求。相同策略的反向——场外期权累沽策略，也可以为炼厂、贸易商提供区间内的高价销售策略。炼厂和贸易商日常有大量库存需要出售、周转，在海外被广泛应用的备兑看涨期权策略，也在沥青产业链中被使用，是优化销售价格的策略之一：炼厂和贸易商一般选择到期时间较短的虚值看涨期权卖出，以获取权利金增加销售收入，优化销售效果。

除以上比较常见的几种业务模式之外，企业在生产经营中时常碰到资金紧张的问题，尤其是中小微企业，当这些企业持有沥青仓单时，可以向期货公司的风险子公司质押仓单获取流动资金。沥青炼厂、贸易商等产业链企业在此基础上延展出仓单销售、仓单保值、仓单回购等多项业

务模式，为中小微企业发展助力。

“宝剑锋从磨砺出、梅花香自苦寒来”，历经 10 年的沥青期货虽然已经有了长足的发展，但仍有包括场内期权、基差交易等诸多的未来发展空间。从历史经验看，每一个期货市场的成熟品种都需要不断经历市场洗礼、不断优化各种细节，才能发展壮大，完善规范市场制度，拓展产业客户，为服务实体经济作出贡献。我们总结过去，期盼未来，相信沥青期货的下一个十年一定会更加美好。

（责任编辑：王任锐）

作者简介：

应瑛，银河期货有限公司上海机构部总经理。2005 年进入期货行业，长期致力于能源化工类期货品种的上下游产业链服务工作，为相关能化企业提供长期风险管理、策略分析等服务，拥有丰富的服务实体企业经验。