

## [ 记铜期货上市三十周年 ]

# 我国铜期货的发展历程和影响力分析

铜陵有色金属集团控股有限公司 徐长宁

任何新生事物的发展道路都是曲折的，且达到成熟前经历的阶段大致相同，只是经历各阶段的时间不同而已，我国铜期货市场也不例外。

1992年1月8日深圳有色金属交易所正式开业，1992年5月上海金属交易所开业并推出铜的中远期合约，1993年3月改为铜期货合约，标志着我国铜期货市场正式诞生，距今整整30周年。本文通过分析我国铜期货市场各个不同发展时期的特点以及变化，为广大参与者提供实践依据，供其在今后的实际工作中参考。

### 一、诞生和发展期

我国期货市场总体经历该阶段的时间不长，普遍认为从1991年左右开始，到1995年初结束。但本文认为铜期货该阶段应以国内两大交易所的开业为起点，至1996年住友事件<sup>1</sup>的爆发结束。此间在经济过热和利益驱动下，期货市场诞生不久就陷入了盲目发展的局面。主要原因有以下三点：第一，随着我国由计划经济向市场经济转型，市场价格逐步放开，期货市场作为我国市场经济的一种新兴形式，迅速吸引了众多的参与者。第二，在利益的驱动下，期货市场短期致富的“赚钱效应”使各种各样的热钱源源不断地流入，导致其盲目发展局面的出现。第三，国

内当时对期货市场的监管也处于吸收、借鉴国外经验的阶段，不到位和滞后在所难免。具体到铜期货市场的情况是：

（一）参与者以投机为主流，跟随外盘的走势，国内铜期货价格由上市初的不到2万元/吨一路上扬到1995年中期的3万元/吨以上，当时流行一句话是“80%做铜期货的人连电解铜是什么样都不知道”，可见投机风气的盛行。而市场走势以逼仓为主，严重脱离当时的基本面尤其是铜自身的供求关系。

（二）铜生产企业的规模都很小，单个企业的电解铜年产量基本都在10万吨以下。由于时值市场经济初期，国内市场的信息流动不畅，市场开发程度低，绝大多数企业将期货市场作为现货销售的主要渠道之一，加上市场参与者的投机偏好，现货月最后交易日前因超卖被逼空的情况经常发生，交割比例通常占企业产量10%以上。

（三）期货市场的基本功能未被充分发挥，绝大多数投机者以赔钱出局，参与积极性被大大挫伤。由于当时国内的铜加工业处于起步阶段，买进保值需求不足，套期保值者以卖出保值为主，铜价上行期间遭受损失。从1995年中期开始的漫漫熊市，直到1996年住友事件爆发，期货市

<sup>1</sup> 1996年6月，日本住友商社首席交易员滨中企图操纵铜期货市场，多头头寸亏损高达40亿美元。

场的真正功能才慢慢开始被理解和接受。

## 二、规范整顿期

该时期总体始于国办发 1993（77）号文件（《国务院关于坚决制止期货市场盲目发展的通知》）和国办发 1994（69）号文件（《国务院办公厅转发国务院证券委员会关于坚决制止期货市场盲目发展若干意见的请示的通知》）的实施。整顿的首要任务是规范期货经纪公司的国际期货交易；整顿的核心是减少上市交易的品种，合并期货交易所，规范期货经纪业，直到 2000 年才结束。其间在铜市场上，深圳有色金属交易所于 1998 年关闭，其业务并入上海金属交易所，随后上海金属交易所与上海粮油交易所、上海商品交易所合并成上海期货交易所（下简称上期所，英文简称 SHFE），铜价也经历了六年熊市，在 2001 年 11 月下探到 14000 元 / 吨以下的低位。虽然在该阶段市场成交量急剧萎缩，但仍发生了以下几点深刻的变化：

（一）纯投机的参与者继续减少。一些与铜行业无关的中大型投机者相继离场，这一点可以从某些期货经纪公司的成交量和持仓量的排名大幅降低看出，取而代之的是一些从事铜现货贸易尤其是国际贸易的中间商的进入。它们并不是铜的生产和消费企业，而是通过长期合同的进口和国内期货市场的销售相结合牟利。

（二）套期保值者的队伍日益壮大和成熟。由于该时期正值改革开放以来铜行业的第一个高速发展期，原有的铜生产企业不断地扩大产能，新的铜企业也不断诞生，且以江浙地区为代表的铜加工企业的兴起，使期货市场的保值功能日渐深入人心，并使套期保值成为市场交易的主流。

（三）期货市场的投机气氛减弱，期货市场上基本未发生过重大的逼仓现象。除了市场监管的加强使大部分纯投机者离场外，参与者逐渐理

性和成熟是另一重要原因。

（四）由于国内铜原料的缺口越来越大，大量的进口原料需要通过期货市场锁定加工费，就产生了大量买国外、卖国内的比价交易，即跨市套利的雏形，其入市的时机主要以国内外同期铜期货价格的比价为参考。

## 三、准成熟期

该时期大致介于 2001 年至 2009 年。期货市场经过多年的低迷后开始活跃，期货成交量触底回升并稳步增加，上市品种也逐步增加。铜期货市场再次领先一步，发生了翻天覆地的变化，具体体现在以下几个方面：

（一）铜陵有色、江西铜业、云南铜业等企业的多个铜品牌在伦敦金属交易所（LME）注册，拿到了直接进入国际市场的“通行证”，多家国有铜企业获得了直接从事境外期货套期保值的资格，为铜的各种商品进出口锁定利润提供了更为便捷的渠道，国内外市场基本实现了全面的无障碍流动。这在我国铜期货的发展史上具有划时代的意义。

（二）单边的投机者以江浙等地的游资为主，但并不局限在铜上，而是在阶段性的热点品种间游走，且只能短期吸引参与者的眼球。其参与的力度与宏观经济形势相关，一旦国家宏观调控奏效，经济增长放缓，他们大多数会撤离期货市场重新将资金投入原有的实业中。

（三）大量的跨市套利出现，并成为市场交易的主流，使国内外市场基本融为一体。他们承担了国外铜期货市场价格波动的风险，并将该风险向国内传递。他们一般现金流充足，并与现货贸易相结合，其贸易量在上海及国内主要现货市场中占有绝对优势中，但在国外市场却往往是金融机构的中短线捕捉对象，是名副其实的“二传手”，这导致国外金融机构变相地从中国期货市

场获利。

(四) 套期保值的形式也出现了深刻的变化, 逐步趋于成熟。国内几大铜生产企业的进口原料越来越多, 且长期合同占多数比例, 它们基本上与国内大的铜材生产企业签订长期销售合同, 每月买进原料和销售电解铜的重合部分实现自然的月平均价对冲, 即买进国外原料的价格按 LME 月平均价 (一般是现货月) 减加工费结算, 国内的销售价格按 SHFE 对应月平均价加合同约定的升贴水结算, 以确保加工费的收益, 需要保值的只是供销不平衡的部分。因企业的生产相对平稳, 针对买卖作价不均匀的部分则通过期货市场在不同月份的一买一卖来调整, 既充分利用了期货市场价格发现的功能, 又大大节省了保值成本。这实质是一种买国外卖国内的跨市套利和同一市场的跨期套利, 因而对该部分影响最大的不是某一市场价格的变化, 而是国内外市场的比价变化和同一市场的价差变化。对于自产的铜原料部分则结合公司年初既定的利润目标与价格预测严格保值, 不给多头逼仓的机会。

(五) 期货市场的交割比例越来越小, 价格发现等功能越来越完善。国内几大铜产商的交割量与产量的比例已从最初的 10% 以上下降到 2% 以下, 基本与国外成熟的市场相当。由于 LME 的交易最远能做到 60 个月以上, 国内的远期交易也相对容易, 保值操作的头寸基本能被跨市套利者消化。国内市场真正地步入了准成熟期。

## 四、逐步成熟期

(一) 该时期大致开始于 2009 年, 近期有以下重要事件:

1. 2018 年 8 月 31 日, 证监会宣布批准上期所开展铜期货期权交易, 合约正式挂牌交易时间为 2018 年 9 月 21 日。至此, 铜期权成为国内首个工业品期货期权品种。上市铜期权, 对于

促进我国有色金属行业风险管理水平、提升期货市场服务实体经济发展功能, 具有重要意义。一是对铜期货市场的有效补充, 有利于丰富风险管理工具, 提高有色金属企业风险管理水平; 二是有利于完善铜期货市场投资者结构, 培育和发展机构投资者, 推动场内和场外市场协调发展; 三是有利于我国在国际金融中心建设中提升铜的国际定价影响力, 优化产业结构, 保障产业可持续发展。

2. 2020 年 11 月 19 日, 国际铜期货正式挂牌交易。国际铜期货合约的上市为我国的境内关外保税区的铜现货市场带来新的风险管理工具, 也是在国家“双循环”的背景下利用“双合约”的方式全面引入境外交易者, 提高国际铜的中国定价影响力。

3. 其他相关配套措施。2018 年 5 月 28 日, 上期所建设的上期标准仓单交易平台 (现更名为上期综合业务平台) 正式上线, 首批推出铜和铝两个品种的标准仓单交易业务。上期综合业务平台充分发挥功能, 实现期货市场与现货市场的联动发展, 助力交易所建设成为世界一流综合性期货和衍生品交易所。2018 年 9 月, 根据《上海期货交易所期权做市商管理办法》的相关规定, 经严格评审, 上期所同意 18 家公司成为铜期权做市商, 旨在提高市场的流动性。2020 年 9 月 28 日, 上期所发布通知称, 自 10 月 19 日起开展国债作为保证金业务, 将国债作为保证金业务意义重大, 不仅有利于扩大保证金业务的担保品范围, 同时有效降低期货交易资金成本, 提高市场流动性。2022 年 6 月 17 日, 上期所发布《上海期货交易所阴极铜期货合约 (修订版)》公告, 决定自 2022 年 12 月 21 日起, 只允许按新交割品级生成标准仓单。自 2023 年 6 月 19 日起, 存量 1 号标准铜仓单须注销转为现货。此次修订

主要涉及上期所沪铜期货交割品级的相关规定，沪铜和国际铜期货合约的标的都是阴极铜，此次修订将沪铜期货与国际铜期货的交割品标准统一，将《上海期货交易所阴极铜期货合约》有关“交割品级”的规定“标准品”：阴极铜，符合国标 GB/T467-2010 中 1 号标准铜 (Cu-CATH-2) 规定，其中主成份铜加银含量不小于 99.95%。”予以删除，并对合约附件涉及交割品级的表述做相应修改。目前国内现货市场 A 级铜已成主流产品。A 级铜产量已超过阴极铜总产量的 70%，因此从沪铜交割品级中删除 1 号标准铜并仅保留 A 级铜作为交割品的规定有助于推动产业产品升级，助力铜行业高质量发展。其次是对标国内外主流铜期货交割品质量标准。LME、纽约商业交易所 (COMEX)、上海国际能源交易中心 (INE) 的铜期货交割品质量标准为欧标中 A 级铜、美标中 1 级电解铜、中国国标中 A 级铜等，相关交割品质量要求较高，且各项规则均经受了市场检验。因此，本次合约修订后，沪铜交割品质量将进一步对标国际标准，同时沪铜、国际铜期货的交割品标准将统一。此次修订有助于国内铜期货在“双合约”模式下进一步强化联动，还能够有效消除市场参与者对于沪铜期货与国际铜期货不同交割品级的顾虑，助力相关企业更好地运用期货工具管理市场风险。

### (二) 出现正规的场外交易

为适应期货市场服务实体经济发展的需要，指导期货公司以设立子公司的形式开展以风险管理服务为主的业务试点工作，依据相关法律、法规和《中国期货业协会章程》的规定，按照“试点先行、循序渐进、稳步推进”的原则，自 2012 年 2 月 1 日起，期货公司可以设立风险管理公司开展以风险管理服务为主的以下业务试点工作：基差交易；仓单服务；合作套保；定价服务；

做市业务；其他与风险管理服务相关的业务。这些业务当中很多都是以期货市场的价格为基础，交易双方以合同方式约定交易细节的点对点场外交易，并不需要全部在期货市场成交。

### (三) 机构投资者逐步增多

2019 年 12 月 24 日，大成有色金属期货 ETF 在深圳证券交易所（下简称深交所）上市交易，成为我国境内第二只挂牌上市的商品期货 ETF，为投资者提供了资产配置和抗通胀的新工具。该 ETF 采用完全复制法跟踪上期所有有色金属期货价格指数，是国内首只且仅有的可直接投资有色金属期货的指数基金，基金投资策略为“买入并持有”的被动式管理策略，通过持有上期所有有色金属指数成分合约跟踪指数长期走势。相比直接投资商品期货，该 ETF 认购的投资门槛相对较低，投资标的也透明，即为沪铜、沪锌、沪镍、沪铝、沪铅、沪锡 6 种期货合约 + 货币市场工具等（含同业存单）。在当年 8 月 27 日获得证监会基金发行批文后，大成有色期货 ETF 于 9 月 3 日至 10 月 18 日发行，10 月 24 日成立，规模为 3.11 亿元；其联接基金 9 月 16 日至 10 月 25 日发行，规模为 8.78 亿元。大成有色期货 ETF 及联接基金合计规模将近 12 亿元，这背后显示了投资者对大宗商品这类投资标的的投资需求，以及对有色金属期货 ETF 这一创新投资工具的认可和欢迎。大成有色金属期货 ETF 的上市，既开启了商品期货指数化投资的大门，也进一步夯实了上期所与深交所产品互联互通的基础。对于证券基金市场而言，有色金属期货 ETF 丰富了投资品种和避险工具，打通了期货市场的投资路径，满足了投资者抵御通货膨胀风险、大类资产配置等需求。对于期货市场而言，该产品进一步实现了证券基金与期货市场的连接，优化了期货市场的投资者结构，有助于提升期货市场服务实

体经济的能力。

## 五、总结

### （一）需完善的地方

与国际上成熟的期货市场相比，国内铜期货市场本身、与之相关的配套市场仍需大力发展和完善，现阶段应具体在以下几个方面：

#### 1. 结算价交易。

对于实体企业来说，期货合约的结算价是很多现货合同买卖的价格基础。但目前国内铜期货合约的结算价是按成交量加权的均价，尽管也是随着交易的进行在不断地变动，但在单边市场时，结算价与收盘价的差距很大，不可能成为买卖双方成交的适时公允价格。所以现货买卖双方在一方有权利并以结算价为现货合同买卖的价格基础时，必须在开盘之前告知对方，如果对方需要进行套期保值，只能通过自己对当天的价格走势判断来操作，人为风险很大。但如果国内铜期货市场推出结算价交易，就必须改变目前的结算价产生方式。另外，为保证所有结算价交易指令全部成交，必须要有中间的做市商参与。

#### 2. 汇率期货。

由于我国人民币的国际化进程在加快，汇率风险已日益加大。我国是铜的净进口国，目前各类铜商品的进口总量，按金属量计算已经超过了千万吨的规模。为了给广大的进出口企业包括铜企业回避风险的舞台，推出人民币的汇率期货是十分必要的。由于目前美元是世界第一大货币，我国绝大部分商品的进出口以美元计价，首先推出人民币兑美元的汇率期货是毋庸置疑的。这样企业在国际贸易中，对于远期收汇、付汇，可以将这一风险通过汇率期货市场提前化解，保证国际业务的利润。

### （二）当前影响力及前景展望

铜在我国是公认的最成熟的期货品种之一，

期货价格已经成为国内市场现货买卖最权威的基础价格，也理所当然成为我国期货市场发展的“试金石”。在期货市场日益国际化的今天，其发展方向借鉴国外成熟市场的经验是至关重要的。上海国际能源交易中心（INE）推出国内首个以“双合约”模式运行的国际铜期货，填补了铜产业链在国际贸易中使用人民币计价的套保工具的空缺，在服务实体经济和助力期货市场国际化进程方面发挥着重要作用。当前，越来越多企业开始运用国际铜期货进行套保，部分企业开始采用国际铜期货进行作价，国际铜期货功能逐渐得到发挥。对于有复出口项下出口交割业务的铜冶炼企业来说，可以在出口窗口打开的情况下，通过期货市场上买沪铜、卖国际铜锁定价差，或者在进口窗口打开的情况下，买国际铜、卖沪铜来赚取价差利润，并大大平抑国内外市场铜价差的异常波动，也必将逐步提升国内铜期货的全球定价影响力。虽然我国铜期货市场达到完全成熟还有很长的路要走，但中国是世界上铜的头号消费大国。相信通过业内人士的不懈努力，在不远的将来，上海作为我国铜最大的集散地，SHFE 和 INE 一定能成为亚太地区甚至世界铜的定价中心之一。

（责任编辑：周力琛）

### 作者简介：

徐长宁，毕业于中南工业大学（现中南大学）选矿工程专业，高级经济师。现就职于铜陵有色金属集团控股有限公司商务部。2006 年至今先后在《世界有色金属》《中国有色金属》《中国金属通报》等国家级刊物上发表关于铜经营方面的文章 100 余篇，50 多万字，基本涵盖了铜经营方面的所有领域，并被“中国知网”收录，同时被多家网站和《资源再生》《国际五矿化工贸易》《中国铜业》《铜加工研究》等杂志转载。