



# 起底金融机构大宗商品业务模式

□本报记者 王朱莹



视觉中国图片

## 券商:自下而上差异化发展

“华尔街的投行在大宗商品业务方面历史悠久,国内证券公司在这个领域还是位小学生,这几年才开始涉足,处于边做边学习的状态。”中信证券执行委员会委员薛继锐表示。

近年来,券商、银行和私募基金等金融机构不断加大在大宗商品领域的布局,衍生出了多样化的业务模式。业内人士表示,金融机构在资金实力、风控能力、信息收集、专业投资能力等方面具有比较优势,其有序参与大宗商品业务,对提升期货市场效率和流动性质量产生了积极意义。

境外大宗商品业务隶属于证券业务板块,业务类型包括销售交易、直接投资、实货和融资以及电子交易平台等。国内券商则出现了自下而上的差异化发展模式。

国泰君安证券固定收益证券部董事总经理张一凡表示,券商的大宗商品业务,跌跌撞撞发展了四五年,每家券商的业务模式都不尽相同,呈现自下而上的差异化发展态势。

具体模式或有不同,但宗旨却殊途同归。业内人士介绍称,券商的大宗商品业务都是围绕服务客户展开,目标客户可分为两大类,一类是实体企业,一类是金融投资者。

“我们从2010年开始做大宗商品业务,定位一直是依托于产业客户、立足产业,进而实现风险管理和投资管理齐头并进的格局。”中国国际金融香港证券有限公司执行总经理陆文奇表示。

针对实体企业的套期保值、价格锁定、库存管理、降低融资成本、跨境跨品种套利等方面需求,券商可以提供风险对冲和转移、套保方案设计及执行、做市及流动性提供、结构化现货交易和境外标的OTC交易等专业服务。

“我国作为世界上最主要的大宗商品

生产和消费国之一,存在着大量在生产经营活动中产生大宗商品价格风险敞口的实体企业。满足企业采购及销售价格的套期保值、存货价值管理、利润锁定等风险管理需求,是证券公司金融服务实体功能的直接体现。”薛继锐表示,由于企业需求的特殊性,一般需要一对一定制风险管理方案。证券公司一般会以半年或更长为周期,深入了解企业需求,通过场外衍生品交易的方式为其量身设计方案、报价并执行交易。

针对金融投资者在资产配置、资产多元化、全球市场策略交易、套利交易、挂钩产品

发行等方面的需求,券商可以提供期权策略设计及定价、做市及流动性提供、境外标的OTC交易、商品指数化、产品设计和风险对冲等服务。

“比如,针对银行、基金等机构客户,由于其自身产品发行和交易而产生的风险对冲需求,以及零售和高净值个人客户的投资需求,证券公司会分析客户期望达到的投资目标,在其预算框架下,进行个性化产品设计和定价,最终形成期权和收益凭证等形式的大宗商品挂钩的非线性产品。”薛继锐举例称。

## 银行基金:境内外积极布局

服务。

“最近几年,各家银行都比较重视FICC业务,银行在这方面优势也比较明显,既有客户上的优势,也有资金上的优势。业务开展过程中,还有积累人才、技术信息上的优势。”杨家财说。

业内人士介绍,不少银行在境外期货业务上已经开始布局,典型的如工商银行和中国银行。

除银行之外,私募基金也纷纷涉足商品市场。景顺投资管理有限公司大中华区ETF总监黄婉君表示,目前我们所发行的ETF资产规模超过2000亿美元,其中有超过100亿美元是与商品和商品期货相关的ETF资产,从实体与黄金ETF,到一篮子的

商品期货ETF等,是欧洲最大及最具成本效益的黄金交易所买卖商品(ETC)之一。

资料显示,景顺ETF在全球管理2140亿美元资产,其中美国资产为1200亿美元,为美国乃至全球的第四大交易所买卖基金(ETF)供应商。

黄婉君指出,在资产配置中,商品扮演了非常重要的角色。用一篮子商品期货指数做对比可以发现,一篮子商品的相关性跟股票是中度相关,跟债券是负相关。在资产组合中加入商品,可以帮助投资者分散风险、实现更优的投资回报。同时,商品与通胀过往一直呈强烈的正相关,可能有助投资组合降低通胀的破坏性。此外,新兴市场国家日渐成为新商品需求的推动力,配置商品有望

分享新兴市场增长红利。

中国证券投资基金业协会副会长胡家夫表示,截至2018年6月,在协会已登记私募基金管理人23903家,备案私募基金73854只,管理基金规模12.60万亿元,投资期货及其他衍生品共796亿元,较2017年增长45.3%;121家期货公司及子公司,在协会累计备案资管产品10731只,设立规模3349.81亿元;目前存续产品2889只,管理资产规模1629.81亿元。

“私募基金的参与,完善了我国衍生品市场的投资者机构,推动了衍生品市场产品定价和风险管理等功能的发挥,助力衍生品市场更好地服务中国经济转型升级。”胡家夫表示。

## 监管呵护 前景可期

“证券公司场外期权业务正在按照新的监管要求和自律规则,以服务实体经济为目标,以客户风险管理需求为导向,合规、审慎开展场外期权业务。证券公司场外衍生品业务的参与主体、功能定位、业务品种、专业团队、基础设施、风险管理和制度建设已基本成型,初具规模,服务实体经济的方式有所突破。”中国证券业协会副会长葛伟平表示,截至目前,证监会认可了一级交易商7家,证券业协会备案了二级交易商9家。截至2018年7月31日,场外衍生品

的初始名义本金累计3.27万亿元,存量2973.54亿元。

中国证监会期货部副主任程莘指出,今年上半年,我国经济保持了总体平稳、稳中向好态势,但当前外部环境发生明显变化,经济运行也面临一些新问题、新挑战。在此背景下,实体经济避险需求比以往更加强烈。期货市场要更好地发挥市场功能,服务实体经济风险管理,维护国家金融安全,实体企业和金融机构的充分参与必不可少。尤其是以商品期货基金、对

冲基金、专业交易商为代表的机构投资者,在资金实力、风控能力、信息收集、专业投资能力等方面具有比较优势,其有序参与对提升期货市场效率和流动性质量具有积极的意义。

程莘表示,近年来我国期货市场机构化程度有所提高,但市场运行的稳定性和功能发挥的有效性还有待提升。如何提高期货市场运行质量,引导产业企业和金融机构充分有序参与,既需要监管部门和期货交易所的不懈努力,也需要社会各界的

关心呵护,共同维护良好的市场秩序和发展环境。

葛伟平指出,未来证券业协会将在证监会的领导下,一如既往地支持证券公司规范发展场外衍生品业务,引导证券公司立足于自身职能和定位,紧紧围绕衍生品业务服务实体经济的根本导向来开展业务,充分发挥衍生品的价格发现与风险管理功能,促进大宗商品衍生品业务的发展,为多层次资本市场的建设,为新形势下的资产管理与实体经济服务做出应有贡献。

## 大商所向国际一流 衍生品交易所迈进

□本报记者 马爽

对于大商所人来说,2013年8月29日,习近平总书记走进大商所时的情形仍然历历在目。五年来,大商所坚持“保稳定、抓管理、促转型”的工作方针,始终高举服务实体经济和国家战略的大旗,发展成为全球最大的农产品、塑料、煤炭、铁矿石期货市场,并在国内期货交易所中首家上市商品期权、首家开启已上市品种的对外开放,实现了向多元、开放综合性衍生品交易所转型的突破,向国际一流衍生品交易所阔步迈进,市场服务实体经济能力跃上新的水平。

### 立足国情丰富和完善品种体系

对于期货市场来说,品种体系和合约制度是服务实体经济的载体也是交易的基础。五年来,大商所人立足中国国情和经济发展阶段不断开拓新品种、持续创新完善合约和规则制度,不仅品种数量体系不断丰富完善,期货市场的运行质量也大幅提升。目前,大商所初步形成了以粮食、油脂油料、禽畜、木材、化工、黑色等六大产业板块为支撑的综合性品种体系。如今,生猪、乙二醇期货已获证监会批复立项,辣椒、大米、全脂乳粉、航运等新品种的上市研发正在积极推进,大商所服务实体经济之路越走越宽。

其中,2013年大商所推出全球首个实物交割的铁矿期货合约。实践证明,铁矿期货上市五年来,产生了能够充分代表中国市场真实供求情况、公开透明的铁矿石价格,初步改变了我国在国际市场上“买什么什么贵”、钢铁行业利润被严重侵蚀的局面。

此外,大商所根据鸡蛋鲜活品种特征设计、研发并在2013年成功上市了鸡蛋期货,成为我国首个畜牧类期货品种和鲜活农产品,为我国蛋鸡养殖产业提供了有效的风险管理工具。

### 期货交易中心地位稳步提升

截至2018年7月,大商所共有会员单位165家,遍布全国26个省市;170家农产品交割仓库、115家工业品交割仓库集中于各主要物流节点、交通便捷;14家境内存管银行、10家境外存管银行网点众多、系统发达。

统计数据显示,今年以来,大商所法人客户日均持仓量占比51.15%,豆粕、豆油、棕榈油、玉米、LLDPE和PP等法人客户持仓比例均在50%以上,法人机构正逐步成为维护市场稳定的中坚力量。市场日均换手率在68.19%左右,市场流动性和市场结构协调发展。

随着大商所市场规模的日益增长,其国际市场地位和影响力也不断提升。2015年以来,大商所连续三年在全球衍生品交易所成交量排名中位列前十,成为全球最大的农产品、塑料、煤炭和铁矿石期货市场。2017年豆粕、玉米、棕榈油、豆油、玉米淀粉分别位列全球农产品衍生品第一、二、六、八、十位,铁矿石位列全球金属衍生品第二位。

### 战略转型发展实现突破

五年耕耘,大商所通过大力推进豆粕期权上市、铁矿石期货国际化和场外市场建设等重大改革创新,已初步实现从单一、封闭的商品期货交易向多元、开放的综合性衍生品交易所战略转型,构建起既有期货、又有期权,既有场内、又有场外,既有境内客户、又有境外客户的发展新格局。

2017年3月31日,豆粕期权正式登陆大商所,也是我国衍生品市场发展的一座里程碑,它填补了国内商品期权的空白,改变了国内商品期货市场20多年来只有期货工具的历史。

据了解,豆粕期权“稳起步”也为玉米、棕榈油、铁矿石等更多期权品种的上市打下了坚实基础,目前玉米期权立项申请已获得中国证监会批复同意,未来商品期权发展空间将进一步拓展。

2018年5月4日,大商所在战略转型的道路上再次迈出了关键一步——铁矿石期货正式引入境外交易者。作为我国期货市场首个对外开放的已上市品种,铁矿石期货国际化得到了境内外市场的高度关注。

### 服务产业多点开花

近五年来,大商所继续在服务产业的土地上深耕细作,推动整合各方资源,初步形成了包括“保险+期货”、场外期权、基差贸易、产业和产融培育基地等在内的市场服务平台和体系,服务实体经济的能力和水平迈上新台阶。

2014年,大商所联合期货公司风险管理子公司,创新性地开展了三个场外期权服务“三农”试点项目。2015年,大商所推动保险公司与期货公司合作、将保险产品和期货市场相结合,在国内率先探索出“保险+期货”三农服务新模式。这一模式并在2016年-2018年连续三年写入中央一号文件。

今年,大商所服务“三农”模式进一步升级,推出了涵盖“保险+期货”、场外期权、“期货价格+升贴水”收购等多种形式,覆盖种植、养殖两个行业的“农民收入保障计划”。

据了解,除了多手段、全方位地保障农户和合作社的种粮收益,大商所还在帮助企业更好的管理市场风险、提升企业认识和利用期货市场的水平等方面开展了诸多探索。2017年,大商所扩大和深化场外期权试点;推出以期货价格为基准的基差贸易试点;通过龙头企业现身说法的方式,带动更多企业参与和利用期货市场。同时,还在全国各地针对不同类型企业还支持开展了数百场有针对性的产业培训。

# 基本面支撑 PTA期价维持强势

□本报记者 王朱莹

6月27日以来,PTA期货主力1901合约开启了一轮强劲的单边上涨行情,最高上探至8062元/吨,累计涨幅达42.14%,成为近期期货市场最热门的品种之一。分析人士指出,PTA成本支撑强劲、需求旺盛的强基本面叠加超低的库存支撑了此轮上涨行情。不过,由于盘面积累大量盈利盘,短期期价可能存在向下修复,但空间恐有限。

### 利多汇集支撑期价大涨

“随着PTA供需矛盾激化,现货市场货源偏紧,PTA社会库存二季度以后持续降低,今年7月份社会库存只有不到70万吨,PX端也出现供给偏紧,库存回落现象。PTA成本支撑强劲、需求旺盛的强基本面叠加超低的库存成为此次行情上涨的安全边际。”海通期货分析师刘思琪表示。

纵观2018年PX-PTA-PET产业链基本

面情况,刘思琪认为可以用“高产出、强需求、低库存”三个关键词来形容。

据海通期货数据,2018年前7个月我国PTA总供给量2387万吨,同比增长16.4%,这是2015年底我国开启供给侧改革淘汰落后产能的浪潮后,PTA供给同比增速最快半年。

需求方面,截至今年前7个月,聚酯产量2635万吨,同比增长14.2%,PTA下游需求强劲。下游景气度不断提升,而PTA和PX端近两年没有大的项目投产,上下游生产景气周期错配,PTA行业库存去化明显。截至7月份,PTA社会库存连续4个月下降,当前社会库存存在68万吨左右,处于绝对低位。

根据郑商所通知,自2018年9月3日结算时起,PTA期货1809合约交易保证金标准调整为30%,PTA期货1811合约交易保证金标准调整为12%,苹果期货1810合约交易保证金标准调整为15%。

“目前,PTA供需矛盾虽有所缓和,但基

本面偏强格局没有改变。近几日PTA期货价格上行遇阻,前期价格大幅拉涨后,盘面积累大量盈利盘,短期市场可能需要向下修复。中长期来看,可关注9月下游需求兑现以及PX供应格局变化。”刘思琪表示。

### 下跌空间或有限

“上下游生产周期错配,PTA供需矛盾激化,现货供应紧张是保障行情上涨的根本。目前,PTA现货市场价格在高位维持稳定,随着聚酯工厂减产降负荷,不少工厂在高价位参与聚酯工厂卖盘,且PTA效益大幅回升,前期停车的部分PTA装置9月即将恢复开车,前期计划检修的装置也多有推迟,9月现货紧缺局面可能有所改善。但目前主流供应商保价态度坚定,积极参与现货买盘,短期内价格下跌空间不大。”刘思琪表示。

美尔雅期货表示,从龙头企业拜访中了解到,企业策略的改变跟当前行业数据的偏差有很大关系。在7月份之前,长期

的经验主义使得厂商都认为PTA要累积库存,策略上是以求保为主。而通过从市场上买货情况来看,10万吨的货很难收到,这个问题反映出来后,企业的策略随之也发生了改变。

刘思琪表示,目前上下游利润已经重新分配,利润不断从下游向上游让渡,风险已经在下游织造端累积。但PTA产业链较长,导致下游向上游负反馈周期长,目前聚酯长丝盈利尚可,装置小幅降负,对PTA需求影响不大,PX-PTA-PET产业链利润传导还算顺畅。进入9月,旺季需求若能兑现,还布库存下降,下游矛盾可能有所缓解,否则PTA产业链很有可能发生断裂。

另外,刘思琪指出,PX作为PTA直接原料成本,也是支撑PTA价格能否继续上涨的重要因素。目前PX开工率已在高位,9月之前无大装置开车,PX价格坚挺上涨,在四季度腾龙芳烃大装置开车前,PX可能延续偏紧格局,对PTA价格有一定支撑。