商品互换业务2018年12月19日在大连商品交易所(以下简称“大商所”)场外综合服务平台上线，这标志着大商所初步建立起包含期货、期权和互换的多元化衍生工具产品体系以及场内加场外的多层次衍生品市场框架。

在商品互换业务推出即将满一周年之际，为深入了解该业务的应用模式及对行业产生的影响，中国证券报记者日前与大商所团队一起前往杭州和深圳对首批参与的交易商和企业进行了调研。

中国证券报记者在调研中了解到，大商所商品互换业务打造了以交易商为核心的业务模式，深化了交易商连接场内场外业务的“纽带”作用，增强衍生品市场流动性，夯实了场外衍生品市场发展的基础。同时，大商所综合服务平台为商品互换业务提供交易登记和代理双边清算服务，为企业参与商品互换业务提供了一定程度的安全保障。

新华社图片 制图/苏振

连接场内外 增强流动性

交易商机制架起商品互换桥梁

□本报记者 周璐璐

交易商“纽带”作用凸显

作为商品衍生品市场体系的重要组成部分，商品互换业务的推出，能够与场内市场工具共同构建互通共融、互促共进的风险管理生态圈，更好地满足实体企业和市场参与者的个性化风险管理需求，降低期货市场参与的门槛和成本，增大市场容量，进一步推动场外衍生品业务的深化发展。

据中国证券报记者了解，互换业务的合约要素十分个性化，合约的非标准化在迎合了产业客户多样化的风险管理需求的同时，也增加了产业客户找到合适的交易对手的难度。为提升商品互换市场的流动性，提高交易效率，满足产业客户的需求，大商所商品互换业务打造了以交易商为核心的业务模式。

大商所筛选出信用资质较好的机构作为商品互换业务的交易商，充当产业客户参与商品互换业务的交易对手，可在满足产业客户的个性化风险管理需求的同时，最大限度的降低场外业务中的对手方信用风险及市场交叉违约风险。

据大商所相关负责人介绍，目前大商所综合服务平台商品互换业务已经引入了66家交易商，其中包括8家商业银行、8家证券公司及50家风险管理子公司。产业客户可以与这些交易商合作，达成互换交易。

“在线下进行互换交易，企业对于交易对手的征信和背景需要花费大量的时间和人力来进行考察，即便这样，在突发行情中，也容易发生对手方违约风险。大商所商品互换交易商均为经过筛选的有资质的机构，违约风险较低，信用质量较好。一定程度上可以降低企业对于交易中的对手方违约的顾虑。”鲁证经贸有限公司(以下简称“鲁证经贸”)产品经理仵悦表示。

鲁证经贸是大商所综合服务平台商品互换业务的交易商之一，目前已和深圳茂源资本资产管理有限公司（以下简称：“茂源资本”）完成了一笔标的为铁矿石期货主力合约价格指数的商品互换交易。

据茂源资本合伙人、期权交易部总监戴岭介绍，茂源资本从2018年开始开展场外业务，对外提供黑色系商品的现货价格指数互换报价服务。“在之前的现货价格指数互换交易中，为了对冲铁矿石现货的价格风险，我们大多通过交易期货以及购入相应的期货期权或期权组合的方式进行。”戴岭表示，在使用期货进行风险对冲管理时，特别是长期限业务的风险对冲将面临业务存续期间期货主力合约的“换月”问题。由于进入交割月后期货合约流动性下降，企业需要在交割月前提前平仓，而这又将导致企业对冲成本不稳定、业务前期定价时不容易准确评估等问题。

为有效解决上述问题，在大商所综合服务平台推出商品互换业务之后，茂源资本果断决定尝试商品互换这一新工具——通过大商所铁矿石期货主力合约价格指数互换实现对铁矿石现货多头的套保。“运用大商所铁矿石期货主力合约价格指数可以规避使用期货进行风险对冲所面临的换月问题，同时期货主力合约价格指数也更加贴合现货套保的需求。”戴岭表示。

“在商品互换交易中，交易商承接了来自企业客户的市场风险，于是在业务开展之时，交易商通常会运用场内或场外市场工具对冲风险。相比于产业客户，交易商在场内风险对冲方面更为专业，在管理冲击成本、对冲误差方面也更有经验，因此综合算下来，交易成本应该会比企业客户直接进场对冲要低。”在长江产业金融服务(武汉)有限公司(以下简称“长江产业金融”）副总经理卢梦骁看来，交易商作为商品互换业务的核心环节，在发挥自身专业性为客户提供个性化服务方面，作用凸显。

长江产业金融以交易商的身份，作为延安中果生态农业科技股份有限公司（以下简称“延安中果”）的对手方，参与了大商所的商品互换业务。

成立于2004年3月的延安中果是一家以果品、杂粮及加工包装销售为一体的企业。2019年初，结合企业现有库存状况，延安中果拟于5月采购3000余吨玉米维持小杂粮的加工生产。考虑到从3月底开始，一系列利多玉米价格的消息出台，企业担心届时玉米价格上涨过多将造成其采购成本大幅增加，从而影响整体收益，希望利用套保工具锁定采购成本。

“在长江期货、长江产业金融的指导下，我们去年4月份尝试着做了一单基于3000吨玉米的商品互换交易。”延安中果总经理雷银房介绍称，公司作为买方支付固定价格收取浮动价格，相当于锁定了玉米的未来采购成本。交易商通过综合评价公司的资信状况、授信风险和信用需求因素，为公司提供了授信额度，以授信额度冲抵保证金，大大降低了公司的套保成本，“最终玉米现货端如预期涨价，综合来看，通过商品互换交易弥补了部分损失”。

从上述案例不难看出，交易商不仅是商品互换业务的参与者，也是衍生产品方案的设计者。引入交易商作为优质交易对手方，不仅可以降低场外违约风险，同时，交易商还可以利用现有的衍生工具，根据客户的个性化风险管理需求设计商品互换方案，为商品互换提供报价服务，增加商品互换市场流动性，通过综合提供交易和信用支持功能，利用大宗商品场内、场外市场为客户提供风险管理服务。

“线下”转“线上”

虽然我国场外衍生品市场起步较晚，但发展速度较快。目前，场外衍生品已逐步成为实体企业日常风险管理的重要工具。

不过，中国证券报记者在调研中了解到，当前大部分场外商品衍生品业务在交易所外的分散柜台进行交易，客户业务相关数据从单家期货风险管理子公司角度很难掌握，容易导致业务规模和授信额度超出客户的信用风险水平，给风险控制带来很多不便。另外，线下交易的估值是否公允、保证金管理是否规范、资金划转是否及时也是参与主体比较担心的问题。

大商所综合服务平台为商品互换业务提供交易登记和相关清算服务，为交易双方提供包括标准化的保证金管理、标准化的交易流程管理、第三方独立价值评估体系、标准化的风险管理以及标准化的支付结算流程等，可以在一定程度上打消互换参与主体的顾虑，企业和交易商纷纷表示要将互换业务由“线下”逐渐转为“线上”。

浙江景诚实业有限公司总经理俞海表示，大商所的综合服务平台提供公允估值、资金划转等服务，企业不用担心盈利资金不能得到及时划转的风险，对企业参与场外衍生品业务有很大帮助。保证金放在大商所综合服务平台上更加安全放心。

“从整个商品互换业务情况来看，在大商所综合服务平台进行交易和直接在线下进行交易的这两种方式中，客户更愿意选择在大商所搭建的平台进行交易，因为该平台不仅提供估值及资金存管服务，还具有较高的公信力。”仵悦说。

卢梦骁表示：“从企业自身风险管理角度看，如果我们线下跟企业进行互换交易，不可能实现授信这一过程，但如果在大商所的平台，也许就可以给予一定的授信额度，会让我们更加放心，也会让企业享受到一些好处。”

戴岭则在充分肯定大商所综合服务平台优势的基础上，建议商品互换业务除了一对一线下协商后通过平台登记以外，可在综合服务平台开发信息集中发布的功能，用于发布产业客户自身对于互换业务的需求。平台上不同交易商可根据自身优势反馈各自的报价，给出初步的解决方案，由客户遴选。根据集中需求发布平台的信息，切合客户需求的交易商可以提供有优势的价格，提高竞争效率，真正给客户带来实惠，也有利于推动商品互换业务的活跃与发展。

业界呼吁更多机构参与

大商所的商品互换业务构建起期货市场与现货市场、场内市场与场外市场互联互通的新通道，而交易商便是这个通道重要的维系者。

上海海通资源管理有限公司总经理何相生认为，通过商品互换业务，银行、券商、风险管理子公司等都加入到了交易商队伍，一方面可以降低资金成本，另一方面风险管理子公司可以和银行进行无缝对接，让银行能够和风险管理子公司进行业务合作。同时，商品互换业务解决了场内标准化与场外个性化如何结合的难题，为风险管理子公司、银行以及券商在交易所平台上更好的服务实体经济打下坚实的基础。

中国证券报记者发现，在目前已达成的商品互换业务中，交易商多为风险管理子公司，银行和证券公司参与较少。在浙江特产石化有限公司参与的商品互换试点业务中，浦发银行作为对手方承接了企业风险后，即时与永安资本进行了互换交易，将风险转移，永安资本再通过期货工具进行风险对冲。试点案例表明，银行通过这种方式参与商品互换业务，既丰富了银行服务实体经济的手段和方法，又创新了银行对冲风险敞口的途径。

“虽然现在银行有所参与，但目前还只是试点，应该加快推动更多的商业银行参与进来，充分发挥银行的授信功能，进一步降低产业企业的风险管理成本。”俞海向中国证券报记者表示。

金瑞前海资本管理有限公司衍生品事业部副总监林意耘表示：“目前对于风险管理子公司来讲，从银行方取得授信的额度有限，公司参与交易的资金成本还比较高。如果银行能够参与到商品互换业务中来，发挥其授信的功能，对我们来说，可以大大降低运营上的基本费用。”

“国内金融体系中，无论是资金实力，还是对企业信用资质的掌握程度方面，银行都有其他金融机构不可取代的优势。”浙江南华资本管理有限公司场外衍生品部总监李智渊介绍，除了资金存管，银行如果可以更多地参与到互换业务的交易闭环中，那么不仅能够有效降低交易信用违约风险，而且能够让更多资质符合的企业享受到用银行授信进行场外交易的便利。

业内人士纷纷呼吁，希望交易所和金融机构能够持续加强培训和推广工作，让更多的产业客户了解互换业务。同时，扩充在平台上参与商品互换业务的主体类型，推动银行、证券公司、基金公司等机构投资者参与，提高市场流动性和活跃度，尤其是加强银行在商品互换业务中的功能发挥。

“国内商品互换市场处于起步阶段，我们希望这个市场未来足够开放，让我们的兄弟公司和交易商都能够参与其中。”浙江物产金属衍生金融部相关负责人说。

美股上涨势头有望延续

□霍华德·斯韦尔布拉特

从上周的表现看，美股上涨势头依然强劲。标普500指数已经连续五周实现上涨，上周累计涨幅达到0.85%，收于3093.08点。今年以来，标普500指数已经累计上涨了23.39%，表现堪称优异。

展望近期，在投资者乐观情绪仍相对较浓，市场流动性也相对较为充裕的背景下，美股延续上涨势头的概率仍较高。然而随着美股持续上涨，投资者对于具体标的的选择也需更为谨慎，需要选择业绩和发展前景较好的股票，规避一些涨幅过高但是缺乏业绩支撑的股票。

上周的全球经济新闻和数据是市场关注的重点。石油输出国组织（欧佩克）在2019年世界石油展望报告中，下调了未来中长期内全球石油需求预测，预计到2040年全球石油日均需求量为1.106亿桶，比2018年时的预测少110万桶。10月份欧元区IHS Markit综合采购经理人指数（PMI）从9月份的50.1（5年最低值）升至50.6。欧元区9月份工厂订单环比下降了1.8%，但德国9月工厂订单出乎意料地环比增加1.3%。

美国经济数据方面，美国9月工厂订单环比下降0.6%，而预期为环比下降0.5%（8月该数据为环比下降0.1%）。美国10月服务业PMI从此前一个月的50.9跌至50.6，市场此前预计将上升至51.0。美国10月ISM非制造业指数强于预期，为54.7，高于9月份的52.6和预期的53.5。美国9月JOLTS报告显示，目前职位空缺702.4万个，而此前市场预计该数据将从8月的705.1万个增加到730.1万个。

此外，美国劳工部发布的数据显示，三季度美国非农生产率年化环比下滑0.3个百分点，创下2015年四季度以来的最大降幅，也是近四年以来首次下滑，市场此前预计将环比增长1.0%。三季度单位劳动成本环比增长3.6%，高于市场预计的环比增长2.2%。美国10月份消费者信心指数为95.7，低于市场预计的96.0。美国9月份批发贸易额环比下跌0.4%，预期为环比下降0.3%（8月该数据为环比上升0.2%）。

在每周例行公布的数据报告中，每周抵押贷款申请数量较此前一周环比下降了0.1%，购买申请环比下降了3.0%，而再融资申请环比上升了2.0%。美国能源信息署（EIA）周度原油库存报告显示，美国原油库存较此前一周环比增加790万桶，而预计将环比增加150万桶。首次申领失业救济人数为211000人，低于上周的219000人（市场预期为215000人）。

并购方面，文件管理系统公司施乐公司正在考虑以现金加股票的方式收购知名计算机和成像设备公司惠普，报价为270亿美元。目前施乐公司的市值仅约为84亿美元。此外，大型零售药店Walgreens Boots Alliance 最近与一些私募股权公司进行非正式商谈，在评估是否可能通过杠杆进行私有化交易。（作者系标普道琼斯指数公司资深指数分析师 张枕河编译）

S&P Dow Jones Indices
标普道琼斯指数
Chinese.spdji.com

易盛农期指数震荡上行概率大

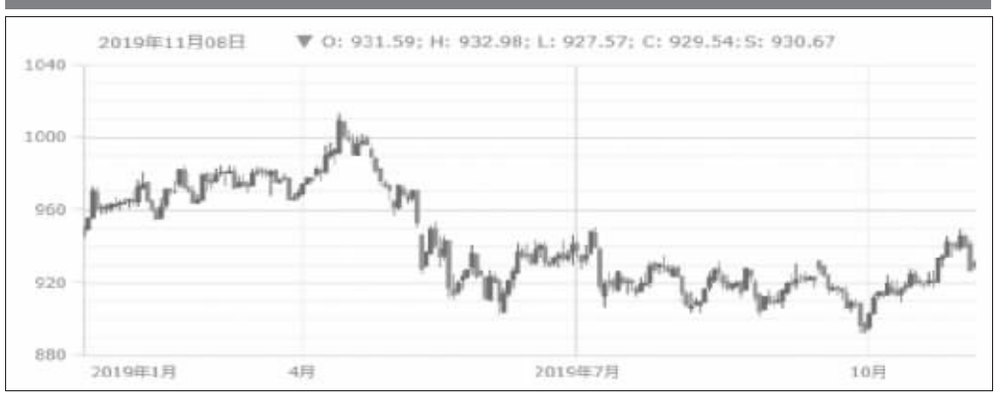
易盛农期指数上周呈震荡下行走势。截至上周五（11月8日），易盛农期指数收于929.54点，上周一指数开盘报941.99点。

菜粕方面，目前处于水产养殖淡季，对于菜粕需求不利。禽类养殖需求向好。近期我国将恢复加拿大对华肉产品出口。近期仍然没有大量菜籽到港预期，对于菜粕形成支撑。

白糖方面，当前陈糖处于清库尾声，预计11月下旬新糖将集中上市，目前广西新糖预售价在5760元-5830元/吨之间。同时，目前配额外进口利润维持在约616元/吨的高位，现阶段进口压力较大。

综上所述，权重品种上周以震荡下行为主。但总体看，农产品处于相对低位，中长期看易盛农期指数继续震荡上行概率较大。（建信基金）

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（11月8日）



监控中心工业品指数将保持跌势

从11月8日当周各品种来看，工业品整体表现疲弱。由于市场风险偏好较低，贵金属大幅走低，白银下跌6.50%。黑色系中，铁矿石走势偏弱，回落4.08%。化工板块紧随其后，甲醇跌幅达到3.65%。而动力煤则强势上行，反弹1.96%。

贵金属仍将受益于全球经济衰退的前景以及美联储未来将进一步宽松政策的预期，未来市场将继续关注美国就业和制造业表现，这将对贵金属继续施加影响。

铁矿石延续下行，成材下游消费此前一直旺盛，社会库存延续前期良好的去库态势，钢厂的厂库库存也出现了明显下降，再次印证了下游需求端的韧性。但即便是近期成材数据持续向好，仍难以改变当前市场对后市即将转淡的预期，基于此预期影响，当前黑色产业链整体信心明显不足，钢厂对原料端仍采取随用随采的低库存策略。

动力煤短期震荡后大幅反弹。现货价格跌势收窄，指数价格已经企稳。目前港口库存在较高位置震荡，下游电厂库存情况也有所上涨。随着气温的降低，动力煤已经进入消费旺季，但是下游电厂的日耗依然没有较大起色，大型电企的存煤可用天数也在30天左右徘徊，因此很难看到较强的上涨动力。

（方正中期期货 夏聪聪 汤冰华）

上周CIFI指数部分品种涨跌幅统计

CIFI指数品种	当周涨跌幅%	上周涨跌幅%	双周涨跌幅%	本月涨跌幅%
白银	-6.50	-0.41	-6.91	-5.77
铁矿石	-4.08	-1.42	-5.50	-3.30
甲醇	-3.65	0.24	-3.41	-4.47
镍	-3.17	-1.01	-4.18	-4.41
铅	-2.87	-1.04	-3.91	-3.01
PTA	-2.40	-1.63	-4.03	-2.56
锰硅	-2.28	-2.79	-5.07	-2.54
锌	-1.93	1.50	-0.43	-2.13
硅铁	-1.00	-0.48	-1.48	-0.56
LLDPE	-0.76	-0.68	-1.44	-1.23
PVC	-0.16	1.58	1.42	0.47
热轧卷板	-0.12	-0.06	-0.18	0.09
锡	-0.03	-0.71	-0.74	-0.84
石油沥青	0.00	-0.13	-0.13	0.07
玻璃	0.20	-0.60	-0.40	0.94
聚丙烯	0.21	-1.48	-1.27	0.48
焦煤	0.24	-1.63	-1.39	0.32

长江期货 CHANGJIANG FUTURES
诚信为本 服务产业
扫码关注官方公众号
GUOSEN 国信期货
40086-95536

股市有风险，请慎重入市。 本版股市分析文章，属个人观点，仅供参考，股民据此入市操作，风险自担。