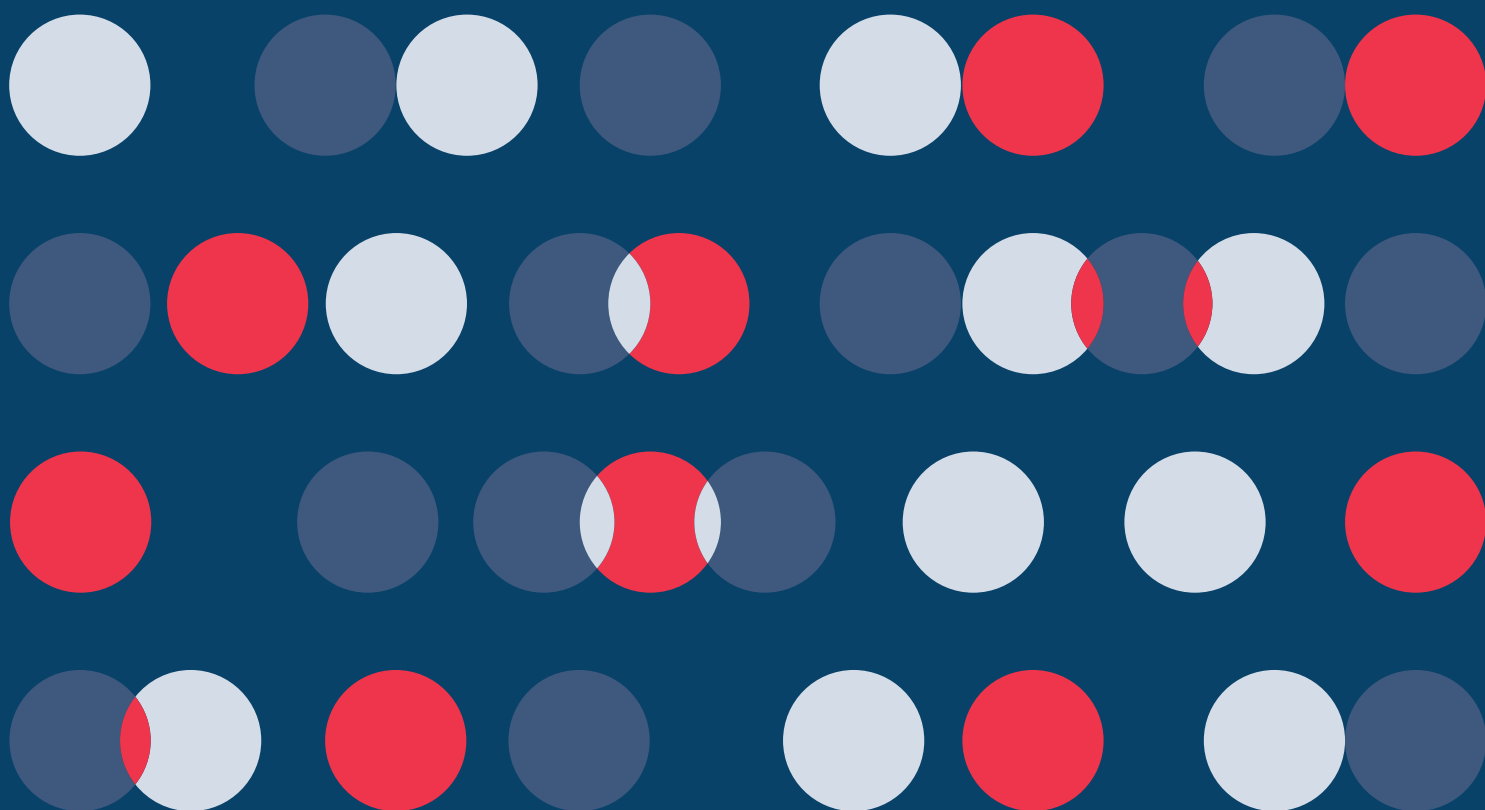


2020年4月

研究報告

前海聯合交易中心在中國內地大宗商品市場扮演的獨特角色



目錄

頁數

摘要	1
1. 前海聯合交易中心的設立背景	2
2. QME 的定位與目標	2
2.1 重構內地商品市場格局，形成現貨價格基準	2
2.2 打造標準化資產體系，破解實體企業融資難題	3
2.3 聯通境內外，建設全球商品人民幣定價中心	3
3. QME 業務發展情況	4
3.1 交易業務情況	4
3.1.1 現貨掛牌交易	4
3.1.2 交易的倉單和商品	5
3.1.3 結算與交收	5
3.2 倉儲科技	5
3.2.1 認證倉庫佈局	5
3.2.2 數位化倉庫改造	5
3.2.3 倉單 2.0 開放生態體系	6
3.3 融資業務	7
3.3.1 大宗商品產業客戶融資難的問題	7
3.3.2 QME 提供的解決方案	7
3.4 境內外聯通 —— 「商品通」	8
3.4.1 QME 的獨有優勢	8
3.4.2 「商品通」方案簡介	9
3.4.3 「商品通」方案的意義	10
3.5 衍生品與價格輸出	11
3.5.1 構建中國內地地區商品價格指數	11
3.5.2 境外上市發行衍生品	12
3.5.3 推動香港、倫敦大宗商品的離岸人民幣結算價格	12
4. 結語	12

摘要

目前，國際上的大宗商品市場全球化特徵明顯。對中國內地而言，與實體產業密切相關的大宗原材料和工業製成品很多屬於大進大出，也迫切需要真正市場化、國際化的商品交易平台。前海聯合交易中心將有計劃、有步驟地建設一個規範透明的全國性大宗商品現貨交易所，促進現貨市場有序發展；創新探索融資新業態，解決大宗商品實體企業融資難問題；聯通境內外，分階段逐步建設全球商品的人民幣定價中心。

1. 前海聯合交易中心的設立背景

中國是全球大宗商品最主要的貿易和消費國，但長期以來在全球市場上缺少定價權和話語權。其中重要的原因是國內商品市場的發展一直聚焦於商品期貨等帶有投機屬性的商品衍生品，而真正服務實體產業的商品現貨市場發展嚴重滯後，短板突出。本應由交易所扮演重要角色的現貨交易、交割和實物結算、供應鏈金融等與實體經濟密切相關的市場功能長期缺失，導致中國內地的基礎產業和消費優勢無從發揮，主要商品定價權仍然基本集中在倫敦、紐約和芝加哥等西方傳統交易中心。同時由於缺少具備公信力的全國性商品現貨交易所，無法提供滿足金融風控要求的基礎設施服務和行業標準規範，實體製造業和現貨流通市場融資及物流成本居高不下，導致大量企業特別是中小企業和貿易商始終面臨無法獲得有效金融支援的難題。無論從爭奪定價權還是服務實體的角度，中國內地現階段都迫切需要加快建設規範透明的全國性商品現貨交易市場，為產業鏈上、中、下游和機構參與者提供反映實體供需基本面的價格基準，從而與期貨市場和其他衍生品市場共同形成一個完整、多層次和成熟的現代商品市場體系。

目前，國際上的大宗商品市場全球化特徵明顯。對中國內地而言，與實體產業密切相關的大宗原材料和工業製成品很多屬於大進大出，也迫切需要有中國內地自己的、同時又是真正市場化、國際化的商品交易平台。香港交易及結算所（簡稱「香港交易所」）集團自2012年全資收購倫敦金屬交易所（LME）之後，於2016年4月在深圳前海合作區開始了前海聯合交易中心專案的前期籌建工作，作為其全球商品市場佈局的重要組成部分，並以切合國內市場和實體產業對於全國性商品現貨平台的現實需求。2016年10月11日，深圳市人民政府金融發展服務辦公室向項目發起的主要股東香港交易所集團（以HKEX Investment (China) Limited作為投資主體）及代表深圳市政府出資的前海金融控股有限公司（簡稱「前海金控」）下發了《關於批准深圳前海聯合交易中心有限公司籌建的函》，同意兩家公司共同發起設立前海聯合交易中心（Qianhai Mercantile Exchange，簡稱QME）。

經過愈四年的探索佈局，QME已確立了由大宗商品現貨起步、實踐服務實體經濟的發展方向，將堅定立足前海自貿區的「先行先試」，通過交易所業態的創新探索，補齊內地商品現貨市場的短板，為實體產業鏈企業提供打通境內外的商品倉儲、交割、結算等現代供應鏈基礎設施和公共服務，利用物聯網、智慧識別和區塊鏈等前沿科技打造連接金融與實體的標準化資產體系，並與同為香港交易所集團旗下、長期作為全球大宗商品重要的美元定價中心的LME形成東西呼應，分階段將QME建成為全球大宗商品重要的人民幣定價中心，有力助推人民幣國際化和製造業強國建設的國家戰略。

2. QME的定位與目標

2.1 重構內地商品市場格局，形成現貨價格基準

由於現貨市場發展嚴重滯後於期貨市場，目前中國內地大宗商品市場與實體產業鏈相關的現貨定價大都被迫需要從期貨價格進行倒算。然而期貨市場的價格生成機制與現貨市場不同，內地商品期貨市場往往受到場內投機資金的主導，加之眾多散戶跟風，導致價格波動經常偏離市場的基本面，不能真實反映實體經濟的供求平衡點，也無法滿足產業鏈上、中、下游企業在實際生產經營過程中對於商品現貨定價的需求。因此，當前迫切需要基於真實現貨交易的基準價格形成機制，通過現貨市場的價格發現切實起到調節實體上下游供需的作用，同時也是為商品期貨、期權等衍生品市場提供基於實體基本面的錨定價格。從這個邏輯出發，QME作為面向實體企業和機構客戶的商品現貨交易所，將由服務產業起步，按照商品市場的發展規律，首先形成基於實體經濟活動和真實貿易背景的現貨基準價格，從而真正有效地服務產業鏈企業，滿足實體企業對於公開透明的市場交易價格的需求，並為內地在特定行業（如有色金屬、鋼鐵、煤炭等）的供給側改革提供更加高效和更加市場化的管理調控工具。

2.2 打造標準化資產體系，破解實體企業融資難題

內地市場長期面臨金融與實體脫節的難題，一方面大量實體企業特別是中小企業融資難、融資成本高，另一方面銀行和金融機構找不到優質安全的資金投放標的，資產荒現象嚴重。內地的實體產業基礎決定了市場上有大量底層現貨資產流轉，本來是開展基於動產和貨權的貿易融資與供應鏈金融的有利條件，但一直未能真正開展起來。其主要原因之一是缺少商品現貨的價格基準，使銀行和金融機構在開展貿易融資和供應鏈金融業務的過程中無法有效評估資產價值；二是商品現貨資產缺乏真實性、安全性和流動性保障，底層資產大多以場外非標準規格的形式存在，在交易、倉儲、交收等流轉環節中無法達到銀行和金融機構對於風險控制的要求，類似「青島港」¹和「鋼貿危機」²事件時有發生。

QME 除了協助形成基於實際成交的商品現貨價格基準，還將着力打造創新的倉儲科技體系，把物聯網、智慧識別及區塊鏈等最新技術應用於交易交收以及倉儲物流等實體貿易的各個環節，通過科技賦能和系統對接實現商品現貨全生命週期的透明化及可追溯，發揮要素平台功能，以真正市場化的方式為實體行業提供建設標準化資產體系急缺的基礎設施和公共服務。現貨交易所在市場上的重要優勢便是能夠作為各方均能接受的中立方，協同廠商，牽頭生產、加工、貿易和終端消費企業以及倉庫、物流企業、保險公司和銀行金融機構等共同構建科技應用體系，通過統一的管理標準及技術標準打造以「區塊鏈倉單」為載體的可信性高的資產體系，將傳統的商品流通現貨轉化為優質安全、可直接穿透至底層並且具備良好流動性的短期資產。這樣一方面可推動銀行和金融機構打通在可靠風控條件下支援實體的重要途徑，協助企業特別是在傳統信貸邏輯下很難獲得融資的中小企業和貿易商解決資金鏈的後顧之憂，使企業能夠專注於技術研發與產品反覆運算升級，有助於提升中國內地實體製造業的競爭力；另一方面，實體企業將能夠借助有公信力的現貨交易所生成和背書的倉單體系大幅提升生產周轉和資金運營效率，並向銀行和金融機構源源不絕輸送基於實體經濟活動和真實貿易背景的可證券化底層資產，在當前金融去槓桿和資管新規的背景具有格外重要的意義。

2.3 聯通境內外，建設全球商品人民幣定價中心

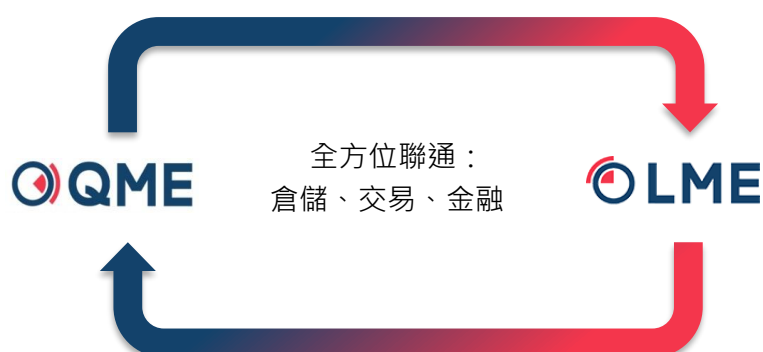
就大宗商品領域而言，內地市場的最大優勢是實體產業基礎帶來的現貨貿易和消費體量，而非發展時間較短且過度投機化的商品期貨市場。要爭奪全球大宗商品的定價權，最好的策略一定是揚長避短，通過在國際市場有公信力的現貨交易所形成的、實質基於內地實體產業鏈上下游真實交易形成的現貨基準價格的輸出，真正體現中國內地在全球商品市場和戰略資源的定價權與話語權，並為內地企業在境外獲取關鍵領域上游現貨原材料帶來議價優勢和實實在在的利益。

作為香港交易所集團旗下在中國內地唯一運營的交易所法人主體和大宗商品現貨交易平台，QME 在聯通境內外商品市場方面具備成熟的條件和不可替代的特有優勢，將充分吸收集團內 LME 長期形成的制度規則體系和成功運作經驗，並結合香港作為國際金融中心的優勢，汲取粵港澳大灣區（簡稱「大灣區」）特別是深圳的科技創新活力，向內輻射中國內地的實體產業腹地，對外連接「一帶一路」沿線的資源市場，分階段逐步建設全球商品的人民幣定價中心，真正發揮出與 LME 形成的東西配合效應。（見圖 1。）

¹ 2014年6月初，青島港地區被揭發大宗商品融資詐騙案件，該地企業德誠礦業涉嫌利用同一批金屬庫存重複騙取融資貸款而遭到調查，多家銀行牽涉其中。資料來源：〈青島港融資詐騙案〉，百度百科（<https://baike.baidu.com>），於2020年2月9日瀏覽。

² 2012年以來，華東地區鋼貿業的資金鏈突然斷裂，鋼貿企業出現大面積的信貸違約和貿易違約情形，鋼貿商經營不善、甚至破產跑路的現象非常普遍，很多鋼貿企業被連帶追訴，整個鋼貿行業受到震盪和衝擊，此次事件被業內稱為「鋼貿危機」。資料來源：〈最高法院法官：從鋼貿危機看擔保品管理的漏洞〉，財新網站（<http://opinion.caixin.com/2015-06-15/100819271.html>），2015年6月15日。

圖 1：LME 與 QME 聯通



(1) 倉儲聯通

基於 QME 倉單體系，打造與 LME 互認的倉儲交割體系，在倉庫、品牌認證及倉儲管理系統等方面進行對接，以解決長期以來 LME 交割倉庫無法進入中國內地的難題，有效滿足企業需求。

(2) 交易聯通

基於倉單互認體系，便利客戶開展跨市場交易、交割，降低內地實體企業的套期保值成本和市場對沖風險，提升人民幣作為國際結算貨幣的地位。

(3) 金融聯通

發揮交易所場內平台優勢，在閉環、限額的前提下打通雙向資金流，探索資本項目有限度開放，便利金融機構在跨境貿易中提供全流程綜合金融支援。

在跨境要素市場流通的基礎上，QME 將充分依託香港交易所集團在境外市場擁有的完備金融牌照體系和產業與機構客戶資源，打造內地市場對外開放的新高地，積極探索將內地形成的、基於內地企業實體供需和真實交易產生的、以人民幣計價和結算的商品現貨基準價格向境外輸出，爭取成為香港、倫敦等成熟衍生品市場相關交易品種的實際結算價格基準，通過現貨交易所的價格傳遞真正加速實現全球大宗商品市場的人民幣定價權。

3. QME 業務發展情況

3.1 交易業務情況

3.1.1 現貨掛牌交易

QME 於 2018 年 10 月 19 日開業，推出的交易模式為現貨掛牌交易。現貨掛牌交易業務是指參與商根據 QME 相關業務規則，發佈擬交易的商品種類、規格、質量、數量、價格等供求信息，並與接受其掛牌信息和條件的參與商達成交易的交易模式。一旦達成交易，則生成成交收合同，進入交收流程。現貨掛牌業務按照買賣方向的不同，分為銷售掛牌和採購掛牌；按照履約擔保方式的不同，分為倉單掛牌和擔保金掛牌；按照履約擔保金是否可以變動，分為固定擔保金掛牌和浮動擔保金掛牌。

現貨掛牌交易是完全的現貨交易。其特點是：參與商自主發佈銷售或採購信息，參與商自主選擇對手進行成交，不存在集中匹配成交的情況；其次，每筆成交均進行實物交收並開具發

票，未進行實物交收或開具發票將構成交收違約；最後，參與現貨掛牌的參與商僅限實體企業，沒有自然人。

3.1.2 交易的倉單和商品

現貨掛牌交易的對象包括標準倉單商品和無倉單商品。

標準倉單是指由指定交收機構按照 QME 規定的程序簽發、且所載商品質量符合 QME 規定的倉單。標準倉單在倉單管理系統中以電子形式存在，不存在紙質形式的倉單。指定交收機構通過 QME 倉單管理系統簽發的電子倉單為提取其載明商品唯一合法的提貨權憑證。根據倉單簽發主體的不同，標準倉單分為倉庫標準倉單和廠庫標準倉單。倉庫標準倉單是指由指定交收倉庫按照 QME 規定的要求和程序簽發的提貨憑證。廠庫標準倉單是指由指定交收廠庫按照 QME 規定的要求和程序簽發的提貨憑證。

無倉單商品是指上述標準倉單以外的其他商品，未在 QME 指定交收機構生成電子倉單的商品。

3.1.3 結算與交收

結算是指參與商達成交易合同後，貨款的劃轉以及相關票據的流轉。具體可分為線上結算方式和線下結算方式。採用線上結算方式的，交收貨款的收付通過參與商結算賬戶劃轉辦理。結算時，買方須保證其對應市場內結算賬戶內具有相應的資金。未能於結算時存入足額資金，視為交收違約，按照交收違約進行處理。採用線下結算方式的，參與商通過各自開戶銀行，使用各類結算工具辦理交收貨款劃轉，並在線下完成符合合同約定的合法發票流轉。採用線下結算方式時，買方應在 QME 規定時間內通過 QME 系統上傳支付憑證影像，賣方應在 QME 規定時間內通過 QME 系統上傳符合合同約定的合法發票影像，QME 保留向相關機構查詢交易雙方的某項結算活動的權利。

商品交收，分為線上交收方式和線下交收方式。線上交收是指交易雙方於規定的時間或期限內，通過 QME 系統轉讓標準倉單，完成貨權轉讓的模式。線下交收指交易雙方於規定的時間或期限內，自行安排無倉單商品的交付，完成貨權轉讓的模式。

現貨掛牌業務達成交易後，買賣雙方進入結算與交收環節。買賣雙方應在規定的期限內完成提交倉單或發貨、支付貨款、交付倉單或商品、驗收倉單或商品、開票、驗票等結算及交收義務，否則構成交收違約。

3.2 倉儲科技

3.2.1 認證倉庫佈局

QME 努力佈局全國範圍內的認證倉庫，從產業實際需求出發，通過標準化認證倉庫為產業提供更加標準的服務，促進倉庫物流效率提升。截止至 2019 年 12 月，QME 全國範圍內認證倉庫數量達到 13 個，覆蓋氧化鋁、鋁錠、鋁棒、銅杆、電解銅等多個產業鏈，為產業客戶提供全方位的倉庫與交易服務。

3.2.2 數位化倉庫改造

倉儲機構是商品存儲確權的載體，在倉庫部署物聯網感測器設備，可以為貨物真實性與貨權唯一性提供保障。物聯網感測器設備，需要納入部署在雲的統一管理平台管理，保證設備身份認證信息可靠、設備心跳數據正常、採集的數據不被篡改，建立可信的感測器網路。具可信性的物聯網方案使用技術對於商品貨物進行持續監控，降低人為監控產生的不穩定因素，為倉庫信用提供更強力的背書。

使用安全工業網關連接倉儲機構感測器與雲端物聯網管理平台，確保數據鏈路的保密性與可靠性，底層加密機制確保互聯網上傳輸感測器數據的安全性，有效降低倉儲機構部署感測器的成本及門檻，保障系統穩定運行。

物聯網管理平台使用組裝式設備註冊方式，設備第一次註冊使用其指紋信息便會被記錄，後續停止監控、替換、更新等操作會被記錄下來，確保可信的設備接入。同時，物聯網平台提供成熟的用戶管理及訪問權限管理，不同批次商品對應不同感測器，僅允許利益相關方訪問相關感測器數據，並提供更加完善的數據分析演算法，確保感測器對於商品持續監控的有效性和可信性。

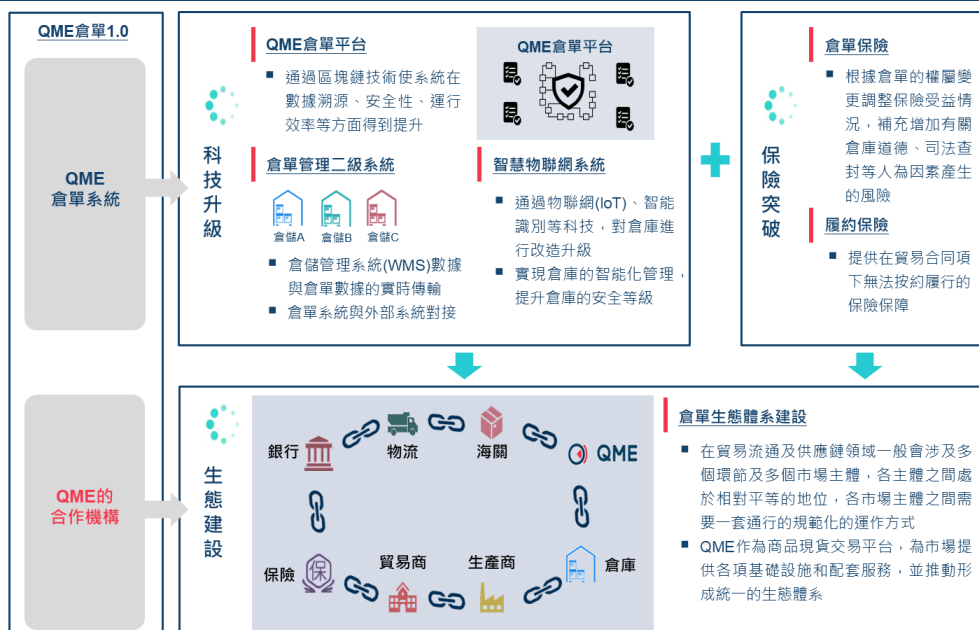
管理平台會根據利益相關方要求，存儲歷史感測器數據，或轉發即時視頻服務機構的內部管理需要。物聯網平台保證系統性能和容量，及以較低成本讓眾多的設備共享到網路中。管理平台允許客戶自定感測器報警閾值和風險控制標準，使用機器執行監控規則，降低人為干預比重，降低人工操作風險並增強倉儲生態的可信性。

3.2.3 倉單 2.0 開放生態體系

QME 推動打造倉單 2.0 開放生態，通過科技對倉儲物流領域進行升級，並與銀行、保險實現系統打通，為業務閉環提供基礎。借助區塊鏈技術可以解決兩個問題，一是 QME 自身數據被認可的問題；二是物聯網設備信息有效性及其自身安全性的問題。同時，可以在建設一個共同的平台進行多方數據的交叉驗證。

倉庫智慧物聯網的建設，主要目的是為了加強信息準確性、貨物真實性及貨物安全性的保障，從而逐步通過科技賦能的方式降低對於倉庫主體信用作個別認定的需要。區塊鏈倉單平台的建設，可推動倉單資產生成與流轉、及生產要素流轉的資訊透明化，降低要素流通環節的壁壘與成本。此外，QME 實施倉單保險作為技術手段的補充，進一步加強了信息準確性、貨物真實性及貨物安全性的保障，對於金融機構等風險要求較高的參與商而言，可以很好的覆蓋尾端風險。

圖 2：QME 倉單 2.0 開放生態體系



物聯網和區塊鏈技術為平台建設提供堅實基礎，面向數以十萬計的實體企業節點與貿易企業節點提供技術支撐。物聯網平台需要開放包容、兼容各種感測器網路，形成結構性數據輸出

結果，並提供高效的視頻等感測器數據及高容量的存儲系統。區塊鏈平台支撐大容量的節點覆蓋，確保數位資產的安全性及隱私保護等。

倉單 2.0 的開放生態體系將改革傳統要素流通方式，推動數位化平台經濟加速發展。一方面促進產業與金融機構互聯互通，推動金融資本服務實體經濟，降低全產業鏈整體融資成本。另一方面推動產業鏈資源配置方式，依賴產能競爭和價格機制帶來的資源配置，推動建立即時生產型資源配置方式，以平台生態再分配產業鏈收益。最終，為中國內地製造業實現規模平台經濟打下基礎，推動製造業高質量發展。

3.3 融資業務

3.3.1 大宗商品產業客戶融資難的問題

以中小微企業為代表的實體經濟「融資難、融資貴」是困擾中國內地宏觀經濟發展的一大難題。作為實體經濟的基礎，大宗商品行業長期以來也面臨相同的問題。受分業經營限制，內地商業銀行可經營的商品實物僅限於貴金屬。對於其餘大宗商品品種，內地商業銀行尚未大規模開展相關的金融服務和自營交易。與境外同業相比，內地商業銀行參與商品市場的廣度與深度都有待進一步發展。

由於存在主體信用不足、底層資產不標準、底層設施缺失、操作環節複雜等實際原因，以銀行為代表的主流金融機構從未真正進入大宗商品行業，導致了幾十萬億元規模的商品融資市場無法從正規的金融機構獲取融資服務，行業融資成本始終居高不下。

3.3.2 QME 提供的解決方案

大宗商品行業需要徹底重塑思維，以「去用戶群體」的邏輯，實行「認貨不認人」，讓大量安全的、基於實體經濟活動和真實貿易背景產生的優質底層資產實現盤活融通，最終為中小企業提供有效的資金流動性支持。以此為目標，QME 能提供以下的融資方式及相關平台：

(1) 廠庫倉單融資

廠庫倉單帶有信用倉單性質，是由指定交收廠庫簽發的提貨憑證。QME 與合作銀行對交易系統及銀行系統等多個功能版塊進行對接並實現信息同步交換，從而實現以 QME 電子倉單為可信資產標的的線上融資申請、線上質押、線上放款、線上管理等多項功能。首筆廠庫倉單融資業務已於 2019 年 9 月推出。

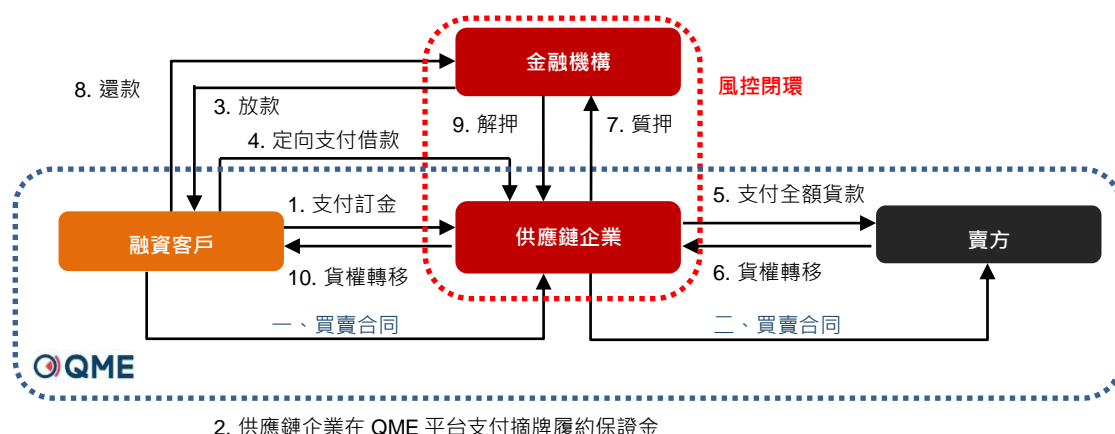
(2) 倉庫倉單融資

區別於傳統銀行信貸業務對於授信主體的資質要求，倉庫倉單融資的業務邏輯主要圍繞交易標的，即 QME 的倉庫標準倉單。開展包括市場風險、操作風險和流動性風險等各類風險管理手段，客觀上極大地降低了融資的准入門檻。首筆倉庫倉單融資業務於 2020 年 1 月落地。

(3) 供應鏈融資

基於融資客戶與賣方企業的採購意向，通過供應鏈企業為融資客戶提供全流程線上融資服務。金融機構及供應鏈企業共同形成風險控制整體閉環，以控制倉單資產為風控手段。

圖 3：供應鏈融資模式示意圖



(4) 建設可批量生產標準化資產的金融基礎設施

本着「立足現貨、服務實體」的初心，QME 始終致力於金融基礎設施建設，以交易所的身份，利用物聯網等科技手段，將原本場外非標準化的現貨轉換成標準化電子倉單資產，為金融機構開展基於「控貨」邏輯的供應鏈融資提供重要的業務前提和風控的核心基礎。下一步，QME 會繼續協同科技公司、銀行、保險、實體企業、倉儲機構等行業參與者，依託區塊鏈、智能識別和物聯網等科技手段，進一步打造標準化商品數位資產生態，打通「資金與資產」聯通的最後一道屏障。

3.4 境內外聯通 —— 「商品通」

2019年11月26日，阿里巴巴回歸香港上市，為此，香港交易所對其上市制度做了多項顛覆性的改革：允許同股不同權公司上市、允許已在境外上市的大中華公司選擇香港作為第二上市地等。「立足中國、連接世界」，香港交易所致力於成為中國內地客戶走向世界以及國際客戶走進中國內地的全球性交易所，進而配合內地市場的對外開放戰略。

如今，股票市場的「互聯互通」已平穩運行了超過五年。為了更進一步對接「中國的貨」與「世界的錢」，發揮中國全球工廠、供應鏈生產中心的巨大優勢，香港交易所也在多資產策略三大核心支柱（股本證券、定息與貨幣產品及大宗商品）之一的大宗商品領域尋求互聯互通，因此也就有了「BBC」發展戰略，即「Buy one —— 買一個」：收購 LME；「Build One —— 建一個」：設立 QME；及「Connect —— 連接中國與世界」。

得益於《粵港澳大灣區規劃綱要》的政策支援，QME 有望探索「商品通」，進而成為服務境內外客戶的大宗商品現貨交易平台。

3.4.1 QME 的獨有優勢

(1) 地域優勢

QME 地處新時代改革開放最前沿 —— 深圳前海。背靠經濟特區、先行示範區、粵港澳大灣區，集三區政策之利，前海可在重大改革上先行先試，充分發揮深圳與香港具有的比較優勢，增強粵港澳三地的國際競爭力，進而為中國在實現強國夢的道路上踏出穩健、扎實的一步。

制度激發創新，創新注入市場活力。前海擁有內地優秀的制度突破與創新的環境及條件，在前海，QME 可以以最快速度、最佳方式探索創新商品交易所業態。

(2) 香港交易所為其股東，具備較強國際化屬性

大宗商品定價權長期被西方發達國家所壟斷，在這當中大宗商品交易市場起了至關重要的作用，例如 NYMEX³之於原油、LME 之於有色金屬、LBMA⁴之於黃金等。由於資本項目的限制，大部分中國內地企業無法直接參與境外交易所的交易，是導致定價權旁落的重要因素。同時，受制於政治、文化等原因，內地官方交易所的市場組織、參與者的構成和形成的具體價格始終得不到國際市場的完全認可。鑒於此，建立一個同時能夠吸引境內外大宗商品市場參與者的交易市場，形成境內外共同認可的成交價格，是中國獲取大宗商品國際定價權必不可少的基礎設施和先決條件。而由於股東背景等特殊條件，QME 先天具備了較強的國際化屬性和基因，在打造國際市場認同度上具備較強的潛力。

(3) 可與 LME 東西呼應，打造國際級大宗商品集散中心

經過近幾年的發展，中國內地的自由貿易區和傳統保稅區建設已取得了較大的進步，但距離新加坡、迪拜等傳統大宗商品貿易和集散中心仍存在較大差距。除地理位置、稅收等因素以外，很重要的一點是內地缺乏類似於新加坡交易所（簡稱「新交所」）、迪拜商品交易所等全球化的商品交易所，而由交易所通過場內基礎交易衍生的貨權交割和場外交易比較欠缺，對境內外機構將實物商品運輸和存放在內地保稅區的驅動力較為缺乏。支持 QME 開展「商品通」跨境業務，與同屬香港交易所的 LME 聯動，可以吸引更多的境內外機構、滙集更多跨境資金和實物商品，提升整體的進出口貿易活躍度及貿易體量，有利於打造全球區域性的大宗商品貿易集散中心。同時，QME 的存在也為境內企業參與大宗商品跨境套期保值交易、規避國際大宗商品價格波動、促進實物交割等提供了物理位置的便利，實實在在幫助企業降低離岸公司的管理成本以及實物資產的物流相關成本。

3.4.2 「商品通」方案簡介

交易所國際化道路不僅可增加中國內地對大宗商品市場的影響力，更是為爭取定價權提供了先決條件。為了使內地更積極地參與並逐步融入到國際大宗商品市場當中，QME 計畫在政策支持前提下比照「股票通」、「債券通」等實施模式，開展「商品通」業務。

(1) 交易設計

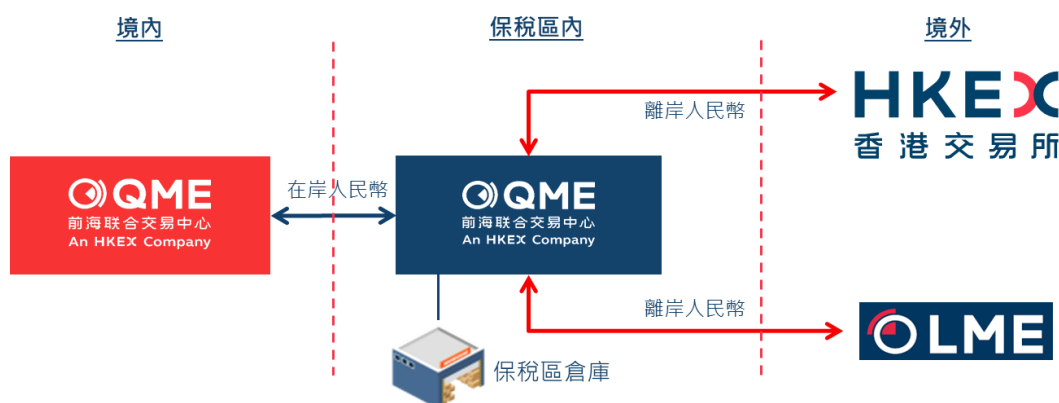
「商品通」交易採用雙向交易設計，包含「請進來」及「走出去」兩種方案，提供境內外互聯互通機制。

- 「請進來」：香港交易所及 LME 的境外交易客戶依託境外既有的交易路徑，參與 QME 境內交易品種的交易。
- 「走出去」：QME 的境內交易客戶通過互聯互通的機制安排，在限定額度內參與香港交易所和 LME 的指定品種的交易，滿足境內客戶跨境套期保值的需求。

³ New York Mercantile Exchange，紐約商業交易所。

⁴ London Bullion Market Association，倫敦金銀市場協會。

圖 4：雙向交易機制：「請進來」與「走出去」

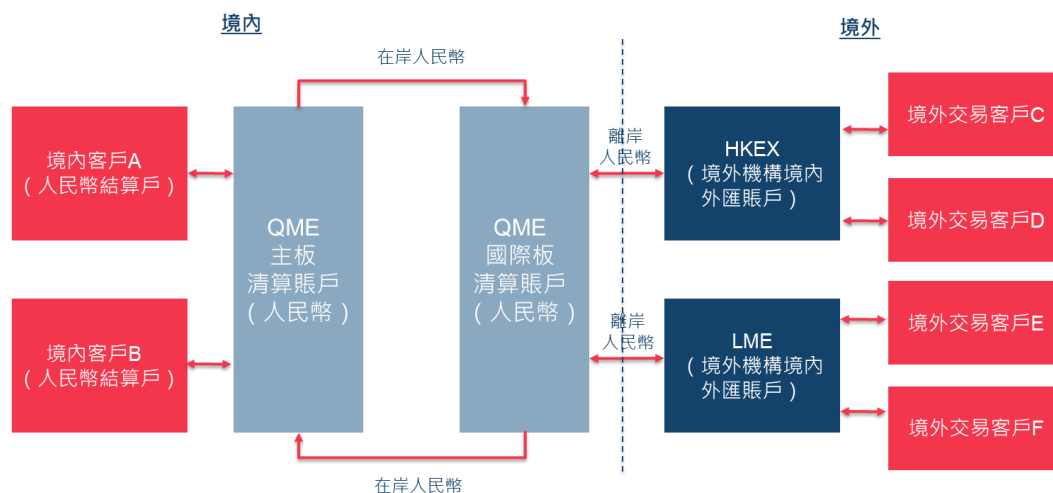


(2) 資金結算方案

跨境資金採用「閉環限額」原則管理，保證資金封閉安全運行，降低資金風險。

- **閉環**：參照「股票通」的實施經驗，以交易所為跨境資金的清算主體。賬戶體系方面，均參照中國人民銀行既有賬戶進行設置，保證資金封閉運行。
- **限額**：對每日跨境資金雙邊的流動設置雙重額度，即設置境外投資者每日資金入境淨頭寸及境內投資者每日資金出境淨頭寸。

圖 5：「閉環限額」原則



3.4.3 「商品通」方案的意義

在「股票通」順利起步、「債券通」一級市場訊息平台上線後，中國內地商品市場的開放就更有其特殊意義。在QME率先開展「商品通」業務，可以真正探索服務實體經濟的新模式，助推未來人民幣國際化和製造業強國建設的國家戰略。

(1) 有利於深化大灣區全方位金融創新前沿的地位

深圳市目前還沒有一家於全國具有影響力的大宗商品交易平台，支援 QME 開展「商品通」業務，有利於進一步深化大灣區全方位金融創新前沿的地位。一個交易活躍的大宗商品交易平台不僅可以直接為前海與深圳帶來持續的經濟貢獻和就業機會，更能全面驅動大灣區的貿易、物流、金融、商業服務等多個產業的發展和繁榮。

(2) 有利於提高中國內地大宗商品交易市場的整體水平

QME 作為香港交易所集團旗下的大宗商品交易平台，擁有成熟的交易所運作經驗和完整的交易所體系支持，具備能夠被各行業廣泛接受的交易所品牌和市場公信力，同時又是真正市場化、國際化的商業主體。通過搭建並運作公開、透明、高效的交易平台，QME 完全可以利用自身的交易清算與風險管理能力為內地商品交易市場體系的規範建設進行有益的探索，有利於提高中國內地大宗商品交易市場的整體水平。

(3) 有利於進一步推進人民幣國際化進程

人民幣國際化始終是中國重要的戰略部署，目前困擾人民幣國際化主要的問題之一在於離岸市場缺乏穩定的人民幣資產投資渠道。大宗商品作為重要的傳統資產配置，是進行人民幣國際化和資本項目開放探索的理想標的。跨境大宗商品交易平台的建立，不但可以成為離岸人民幣配置資產的重要管道，同時產生的以人民幣計價的交易價格可以成為商品線下長單定價的重要參考依據，有利於人民幣國際化進程。

3.5 衍生品與價格輸出

目前，大宗商品衍生品市場中，除了通過實物交易和交割直接產生相關價格以外，還有其他一些形式，例如新交所的鐵礦石掉期及期貨、上海清算所的鐵礦石掉期、芝加哥商品交易所 (CME) 的布蘭特 (Brent) 現金結算原油期貨等。這些品種所使用的結算價格都是參考了其他價格基準，這些價格基準大致可以分為如下三類：資訊諮詢公司通過詢價方式採集形成的價格 (簡稱「詢價價格」)、其他交易所的大宗商品交易產生的價格 (簡稱「外採價格」)，以及自家其他商品產生的價格 (簡稱「自有價格」)。

2008 年鐵礦石市場的長期協商價格機制被打破以後，普氏能源 (Platts) 於當年 4 月推出了普氏鐵礦石指數 (Platts Iron Ore Index, 簡稱 IODEX 或 IODBZ00)，並開始在全球範圍內推廣。2009 年 4 月，新交所率先推出了基於鋼鐵指數 (TSI) 的鐵礦石掉期合約。2009 年 5 月倫敦結算所 (LCH) 開始鐵礦石掉期結算服務。2010 年 6 月，CME 也加入到鐵礦石掉期的交易和清算服務行業中。但是從目前的交易情況來看，新交所的鐵礦石掉期和期貨產品是最成功的。這與新加坡的國際商品貿易以及風險管理中心地位有重要的關係，佔據先發優勢的新交所鐵礦石掉期業務逐漸吸引了越來越多的鋼廠和貿易商、礦企到新加坡設立分支機構。根據 2014 年新加坡公司註冊局統計，其中約有 200 多家是來自中國內地金屬和礦業的公司。

新加坡鐵礦石市場交易量的增長出現在 2012 年左右，當時鐵礦石價格一直在不斷走跌，從每手 180 美金跌到 80 美金，許多企業認識到運用衍生品管理風險的重要性，紛紛開展了鐵礦石衍生品業務，這也是為什麼鐵礦石交易會在 2012 年左右開始活躍起來的原因。

3.5.1 構建中國內地商品價格指數

從中國內地對全球多種大宗商品的需求佔全球總需求的比例來看，中國內地需求在全球大宗商品市場佔主導地位。而與這一地位極為不符的是，中國內地長期缺乏在國際大宗商品市場的定價權，使其在全球大宗商品價格波動中常常付出巨大的代價。

有別於國內現有的期貨交易所，QME 本著「立足現貨、服務實體」的初心，致力於打造創新型交易平台及生態系統，持續為客戶提供現貨基準價格，建成服務境內外客戶的大宗商品現貨交易平台。通過服務實體經濟和產業客戶，重構國內商品市場格局，形成有公信力的現貨商品價格基準，從而構建起大宗商品的「中國價格」。

3.5.2 境外上市發行衍生品

基於內地現貨商品實際成交所形成的中國價格，QME 可以充分利用自身具備的天然優勢，借助於香港交易所以及同為集團內的 LME，推出 QME 現貨價格為基準的衍生品，以方便境外的投資者直接在香港及倫敦參與內地大宗商品的投資。

借鑒國際已有的成功經驗，QME 可以通過直接授權的方式，以自己平台上交易形成的現貨價格為基準，在 LME 或者香港交易所推出包括期權、期貨、掉期等多種以包括人民幣在內的現金結算產品；也可以通過和資訊諮詢機構合作的方式，把 QME 的價格以一定比例的權重納入到境外現金結算衍生品的基準價格中去。

3.5.3 推動香港、倫敦大宗商品的離岸人民幣結算價格

雖然中國經濟的總量在迅速增長，但是人民幣融入全球金融體系還處於起步階段。以香港、倫敦、新加坡為代表的各大國際金融中心，均看好未來人民幣資產加速融入國際金融市場所帶來的機遇，爭相打造離岸人民幣中心。與股票及債券市場聯通一樣，以 QME 現貨價格為基準的「中國價格」在香港、倫敦的推出，以及境內外大宗商品互聯互通的實現將拓寬離岸人民幣的投資管道，將會吸引境外投資者通過「商品通」投資內地市場，推動香港、倫敦大宗商品離岸人民幣結算價格的形成，同時也為離岸人民幣資金提供更多的投資工具。

4. 結語

作為香港交易所與前海金控合作投資的現貨大宗商品交易平台，QME 旨在能夠於前海——「特區中的特區」——這一改革高地，打破行政化、歷史原因造成的限制，真正貫徹落實「先行先試」政策指引，試點做制度性創新。緊緊抓住粵港澳大灣區、先行示範區「雙區驅動」的重大歷史機遇，在深港合作上步子邁大一些、做深做實，加速實現在前海建成重要金融基礎設施的目標，打造深港合作標桿性項目。通過現貨價格基準的形成、標準化資產體系的打造和境內外市場的聯通，推動解決供給側、融資難和定價權的痛點，真正探索服務實體經濟的新模式。

免責聲明

本文中的意見不一定代表香港交易所及其附屬公司的立場。本文所有資料及分析只屬資訊性質，不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。本文的資料已力求準確，但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害，香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。

