

產業・金融結合的跨界變革

風險管理服務的國際經驗學習與借鑒-由大陸期貨業看臺灣

◎元大期貨

混亂的年代，最好的機會，最大的挑戰

2020庚子年，無疑是出現最多難以預料與顛覆系統事件的年份。中美貿易戰欲把全球供應鏈重組，而新冠疫情卻直接讓全球活動暫停，使供應鏈出現不需要完全重組的契機，但很多習慣與活動，因為疫情也出現新的視野與思考，無意間更讓臺灣經濟成長出現這30年來難得一見超過大陸GDP的結果，我想以下幾個詞大概能概括描述過去短短一年間所發生結構性改變的現象-『資源擠兌，行業革命，體制顛覆，價值平反』。

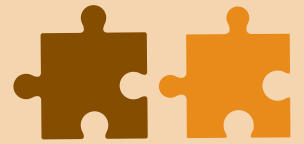
幸運地，臺灣在這樣的扭曲場景下，取得意料之外的成果，運氣與實力參半，安逸的看，算是某種形式的小確幸，但若要嚴肅的解讀，庚子疫情製造難得一見的轉折機遇，正是大家需要好好利用的關鍵，套用在臺灣期貨行業的發展角度，這個機遇非風險管理服務莫屬。

風險管理服務與期貨市場結合是從歐美市場開始的，隨著經濟活動逐漸往全球各地發展，特別是20世紀末中國經濟的崛起，國際企業與中國企業生意往來日益頻繁熱絡，風險管理服務的技術傳導就在國際糧商的推進下，悄悄的在中國大陸漫開，一場風險管理技術在地化的學習工作，就在大陸期貨業積極配合之下，逐漸看到結果，以下將依此脈絡與大家分享國際傳導、大陸學習的落地經驗，供臺灣期貨行業參考借鑒。

風險管理服務公司的源頭

四大糧商可說是全球提供原物料風險管理服務公司的源頭，ABCD四大糧商每家都超過百年歷史，簡介如下：

A- ADM (Archer Daniels Midland)：從亞麻子榨油生意開始，旗下企業包括食品、飲料和飼料等，是世界第一的



穀物與油籽處理廠、美國最大的黃豆壓碎處理廠和玉米類添加物製造廠、第二大麵粉廠，以及世界第五大穀物輸出交易公司。在四大糧商中，ADM以注重研發著稱。

B- 邦吉 (Bunge)：初期從事香料與橡膠生意，三大業務為農業綜合企業、化肥和食品，建立了農場到消費者食物鏈的領先地位，至今在全球近40個國家擁有450多個工廠，同時在南美洲擁有大片農場，也是當地最大的肥料生產商和供應商，一邊賣農民化肥，一邊收購糧食，再出口到其他國家或進行加工。

C- 嘉吉 (Cargill)：William Cargill兄弟，於愛荷華州創立，總部設於威斯康辛州，其業務分成食品、農業、金融和工業四大區塊，在農業上主要從事交易、購買和分銷穀物農產品，擁有全美最多的糧倉，糧食輸出和交易業務更居世界第一，值得一提的是，嘉吉在全球擁有60個衛星偵測地區，能觀測及預測天氣變化並偵測各國穀物收成狀況，在全球各地簽下大量契約農田。

D- 路易達孚 (Louis Dreyfus)：總部設於巴黎，為世界第三糧食輸出商。集團設有大宗商品部，從事穀物、油料、稻米和肉類等農產品之全球貿易，另有電力、天然氣、石油產品貿易業務，以及政府債券和金融證券等廣泛領域。

主要從事B2B（企業對企業）生意的四家百年老店，見證了糧食供給之間的微妙關係，得以長久經營屹立不搖的關鍵就在於它們都早已不是單純的糧食貿易商，而是透過不斷的合作與購併，成為食品、農業和風險管理產品綜合服務的供應商。

它們之所以能在全球食物產業鏈的上下游呼風喚雨，是用上百年的時間整合全球農業資源的結果，其核心運作模式主要為垂直整合、橫向整合和營運金融化。垂直整合部分，主要包括生產環節、加工環節、貿易環節與物流環節，從生產到配送全部不假他人之手，提供客戶一站式的一條龍服務；橫向整合部分，透過併購競爭對手的方式擴大規模，增強運營實力；營運金融化部分，是指與期貨市場以及金融資本市場緊密結合，四大糧商精通期貨市場，並緊密結合日常經營，不管是在產地收購糧食與農民定價，還是在銷售地報價，均是根據期貨市場交易情況，評估期現價差、預測市場趨勢和掌握波動節奏，有效管理生產成本，並藉助雄厚的自有金融資本實力，向金融機構融資，以謀求利潤最大化。

導入中國的過程：傳統貿易-基差貿易-含權貿易

貿易活動的發展基礎還是經濟活動必須活絡，自2001年加入WTO之後，中國經濟開始步入20年至今的爆發增長，在此之前，中國期貨市場的十多年可說是筆路藍縷，不僅品種不多，市場較無規範，亂象也多，更重

要是經濟基礎不好，沒有太多發展的條件，即使四大糧商也早在90年代之前進入中國，但始終沒有太好的傳導發展，圖1所表示的

是四大糧商進入中國市場之後，隨著經濟發展的變化，對於風險管理服務技術的傳導。

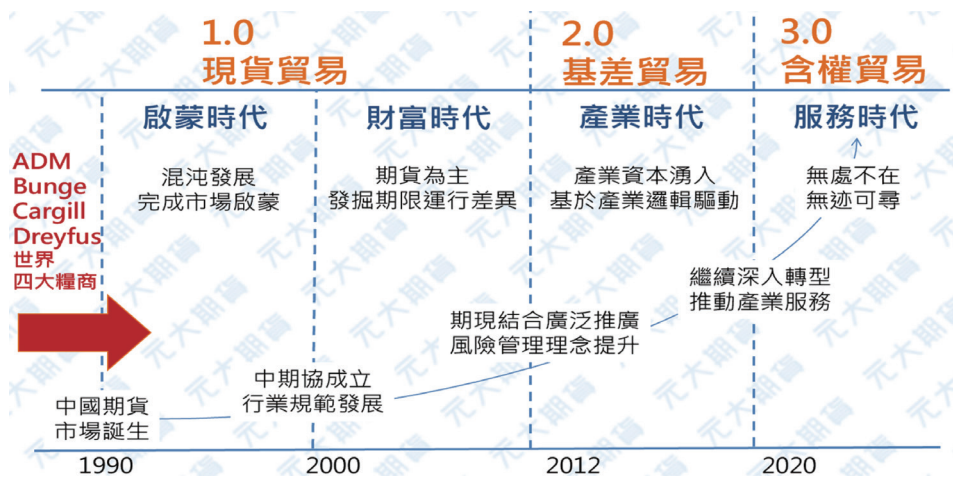


圖1、風險管理服務技術傳導

①風險管理服務1.0：現貨（傳統）貿易



圖2、傳統貿易風險管理

現貨貿易（如圖2）顧名思義就是直接交換原料現貨的交易，從古代以物易物的方式進化到現代的金錢買賣，銀貨兩訖的貿易活動，隨著經濟活動的推進，銀貨兩訖的交易行為漸漸制約著企業經營發展，即期交換的方式對於企業生產排程與預期都有限制，如果不能馬上用掉物料，就必須拿出所有資金並準備空間儲存，才能鎖定當時的物料價格，簡單來說就是不好解決預期採購的需求，對於企業的擴張發展，以及能提供客戶

的服務模式都會很僵化，在2001年加入WTO的十年，整個行業鏈都在探索改變現貨貿易服務的方式，除了四大糧商的輸出之外，大陸期貨商也隨著大陸期貨市場上市品種變多的過程，持續與客戶溝通各種可以優化傳統貿易的方式，同時中國期貨業協會也發揮樞紐的角色，持續調查研究各種需求，溝通多個單位，協調多方資源，帶領整個期貨行業探索新的發展思路與服務模式。



②風險管理服務2.0：基差貿易

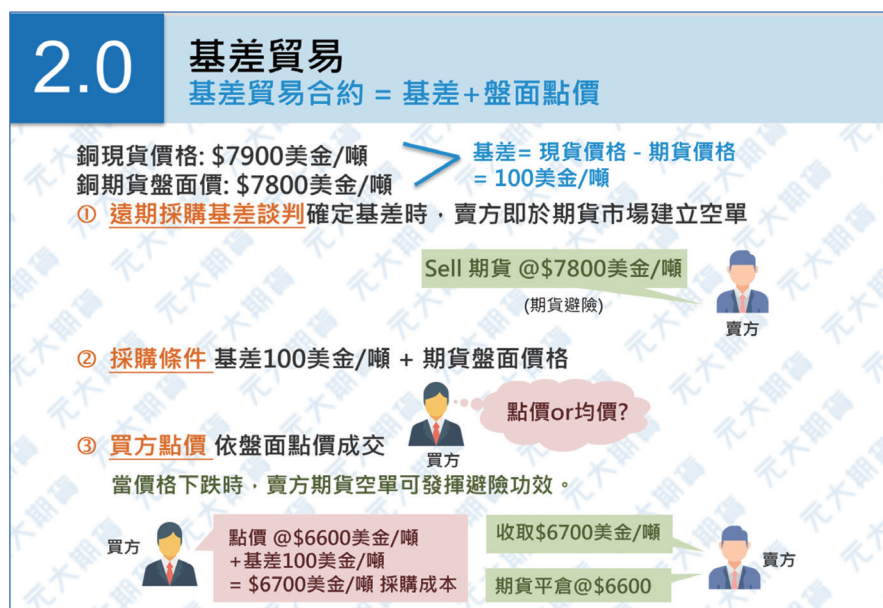


圖3、基差貿易風險管理

基差貿易就是在前期探索現貨貿易的基礎工作後，由四大糧商主導推進大陸產業客戶的服務鏈條中，為了解決遠期採購的需求痛點，四大糧商在傳統的貿易銷售合同中，加上期現基差的條件，把原來即期一口價的採購動作拆分為買基差+未來盤面點價的兩個動作，能提供基差貿易服務的先決條件就是期貨市場必須有一個流動性足夠且具有公允定價共識的期貨合約可以使用，原料供應商以該期貨主力合約價格為基礎，向下游客戶報出一個基差，假設以銅為例（如圖3），客戶遠期採購須需求是三個月，上游供應商依需求報出每噸100美元再加上主力合約盤面價格的基差貿易條件，並給下游一定的時間可以針對主力合約價格進行選擇，業界稱之為點價行為，下游客戶可以針對當時100元的基差進行談判，若接受，則採購價格待未來點價之後，就能確定當次的採購

成本，譬如一個月之後價格下跌至6,600元，客戶覺得合適，遂通知上游以6,600元之價格點價之後即完成整個採購過程。

實務上基差談判都是上游具有主導與決定權，因為持有現貨物權以及規模通常較大的情況，下游客戶大多是接受上游供應商報出來的基差，覺得合理或者多方詢價後就購買基差合同，取得物權之後，採購價格於未來一定時間看盤面由客戶自己決定，通常供應商與下游確定基差合同的同時，會在期貨市場建立空單，等於先把未來風險拋掉，加上本來自己就持有的現貨部位，就是一個持有基差的形式，待客戶某天告知點價時，再把原來的期貨空單平倉，同時把現貨給客戶，對供應商來說，就是把未來價格的風險丟給下游承擔。

這樣的靈活方式可以解決下游客戶任何時間的遠期採購需求，只要期貨市場主力合

約有一定的流動性，上游供應商要報出任何時間到期的基差都不是太難的問題，從2012年之後到2020年之間，是大陸期貨市場基差

貿易服務的充分發展時期，2012年也剛好是大陸風險管理子公司成立的元年。

③風險管理服務3.0：含權貿易



圖 4、含權貿易風險管理

在基差貿易的基礎上，還有的痛點就是下游客戶的點價動作，對於負責採購的同事是很大的壓力，若拋開現貨採購的行為，在金融價格K線上找一個相對低的價格其實就等於找買點，根本就是一個投機的決定，大家可以試試看，給一個股票K線找買點，是個多麼不容易的過程，大概就能理解點價行為是相當折磨人的工作，有鑒於此，四大糧商更進一步提供輔助點價的模式，也就是含權貿易。

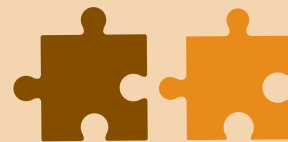
利用選擇權非線性的特性提供客戶買保險的動作，當點價期間價格一直上漲時，給一個價格當成防守，就會降低點價過程中的困難，但客戶需要支付一點保險費用，這樣的含權貿易合同的組成就會在原來的基差與

點價之後再加上選擇權的輔助條件（如圖4），讓未來不確定的採購風險有個封頂的確定性。

約在2016-2017年之間，開始由四大糧商提出各種含權貿易採購方式，在大陸風險管理子公司已經成立5年左右，也開始探索加入各種場外期權的推廣與溝通，於2020年之後正式進入風險管理服務3.0的模式。

大陸風險管理子公司的發展過程與現狀

為了充分發揮期貨公司作為風險管理中介的創新能力和服務能力，更好地為實體企業提供風險管理服務，促進期貨市場與現貨市場的結合和功能發揮，中國期貨業協會於



2012年12月發布《期貨公司設立子公司開展以風險管理服務為主的業務試點工作指引》，期望通過設立子公司的形式打造一個以風險管理服務為主的期貨公司創新平臺，有利於促進期貨與現貨結合，完善價格形成機制；有利於滿足實體企業多樣化的風險管理需求；有利於優化期貨市場投資者結構，更好地維護投資者合法權益；有利於期貨公司實現差異化發展，提高核心競爭力。

初期試點的主要業務包括倉單服務、合作套保、定價服務、基差交易等。選擇試點公司主要考慮其合規程度、資本充足狀況及相關業務經驗。試點期間擬選擇當期期貨公司分類監管評級不低於B類B級（73家），且淨資本在3億元以上（34家）的期貨公司進行試點，同時優先考慮有業務開展經驗及現貨背景的公司。

期貨公司設立子公司開展以風險管理服務為主的業務試點工作按照『市場化』和『試點先行、循序漸進、穩步推進』的原則，由協會以自律監管的方式推進和規範。通過行業自律的方式推進期貨公司以設立子公司的形式開展以風險管理服務為主的業務試點工作，有利於激發市場主體的創新活力，有利於在期貨公司先行先試的基礎上不斷總結積累經驗，為在時機成熟時制訂出更高層次的部門規章創造條件。

後續隨著市場發展與需求的推進，陸續修改數次工作指引，並將原定價服務升級為場外衍生品業務以及增加倉儲物流業務，截至目前為止，期貨風險管理公司可以開展的業務項目包括基差貿易、倉單服務、合作套保、場外衍生品、做市業務以及倉儲物流業

務等六大項，按照此工作指引的修改思路可發現幾個主要精神如下：

1. 可開展的業務項目都是朝著垂直整合的方向，盡可能提供客戶一站式服務的方向前進。
2. 促進期貨市場與現貨市場的結合，由期貨公司扮演風險管理產業鏈上樞紐的角色，提供完整的中介服務。
3. 以期貨公司轉投資風險子公司的方式開展業務，並由自律機構扮演過渡時期工作推進的角色，除了能避開期貨交易條例中明文規定期貨公司不能開展自營業務的制約，又有助於行業探索，保持彈性，兼顧創新且不失監管功能。

從2012年12月開始至今，大陸風險管理子公司的業務呈現爆發性的增長，截至2021年2月，全市場150家期貨母公司，其中86家期貨公司設立88家風險子公司，註冊資本303.56億人民幣，2020年營業收入超過2,000億人民幣，淨利潤11.29億人民幣，除了利潤之外，其他指標都出現飛快的增長，而利潤回報低的問題是以設立子公司方式開展風險管理業務目前看到唯一的不足，因為風險管理業務非常消耗資本金，同時回收成效的時間又長，若非期貨公司不能開展自營業務，而得以期貨公司主體來開展風險管理服務業務，對期貨公司的壓力肯定會小很多。

產業客戶的需求：風險管理服務公司應該提供的服務

從客戶需求的角度來看，一趟原料的採購流程會橫跨多個不同領域的行業，如透過期貨市場，這些行業就包括國際貿易公司、

倉儲物流行業、期貨交易所以及期貨業等，牽涉的服務項目包括原料採購、倉儲、物流、融資、定價、增加提貨管道以及匯價管理等八項，如圖5所示，國際級的風險管理服務公司基本都能提供，大陸風險子公司在新增倉儲物流業務之後，僅剩下匯價管理不能提供，而臺灣現階段狀況，客戶的這些需

求則是分散在各個原來的行業，各自提供各自的服務，還沒有任一行業能提供接近一站式的服務，只能由客戶自行分頭找各類公司提供其有限且割裂式的服務，明顯不符合服務行業的國際潮流，同時以國際市場經驗觀察，較適合整合所有服務項目的，應以期貨行業為最合適。

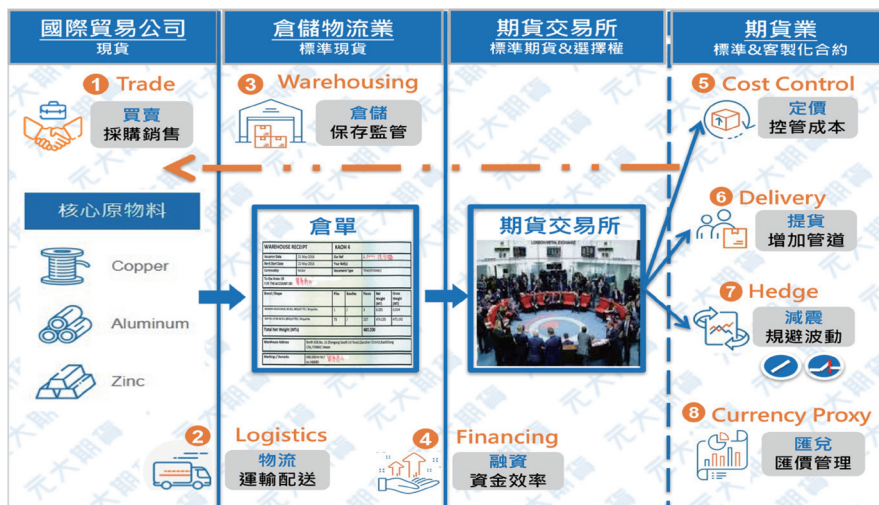


圖 5、風險管理服務供應圖

產業與金融結合的變革

從近期主管機關提出之資本市場藍圖中，已見服務實體經濟的願景，並研議開放期貨商或由其設立商貿子公司從事LME倉單交換、避險等業務，可看出風險管理服務事業確實為未來發展的重點，也是臺灣期貨公司邁向國際市場、取得新業務資格、優化收入結構、提升競爭力的良好機會，在金融期貨已經過度成熟，客戶結構單一，行業進入瓶頸階段，布局風險管理服務事業確實是一個臺灣期貨行業的當務之急。

臺灣四面環海，沒有任何物料資源，各項採購與業務皆與國際貿易有關，長期以來

進出口貿易活動暢旺，近幾年來國際貿易更是臺灣經濟的主力，2020年度出口額更創下歷史新高的同時，也面臨物料價格波動與匯率波動的大風險，讓以出口為主的金屬加工行業，以及電子科技行業面臨臺幣升值以及金屬原料成本大幅上漲的風險，以往沒有較好的中介機構得以輔助，除了規模大的個別公司如中油、台塑等少數大型企業之外，超過90%以上的中小型企業都必須自行解決這些風險管理的難題，如果未來臺灣可以由期貨商擔任提供風險管理服務的中介公司，將是一場難能可貴的產業與金融結合的變革。

