

鋼鐵期貨新篇章：初探LME與上期所(ShFE)跨市價格授權的背景與挑戰

屠世天

前言

倫敦金屬交易所 (LME) 七大非鐵金屬合約中，每一個全球供應鏈都有中國舉足輕重的角色，在上海期貨交易所 (ShFE) 也有相對應的期貨。今年10月起，鋼鐵即將帶來創舉：LME史上首次與外國交易所 (ShFE) 進行價格授權合作¹，推出上海熱軋鋼捲板期貨，美元計價現金交割²，正式名稱為LME上海熱軋捲板合約 (LME Steel HRC Shanghai)。一旦落實，中國期貨的全球影響力將快速增加，逐步整合鋼鐵期貨價格的話語權；提高中國期貨市場合規性和流動性的能見度，同時提供泛西方客戶用在岸人民幣 (CNY)，即時轉換美元價格進行結算避險和保值。

打不過終於加入

早在3年前，倫敦、上海兩大交易所宣布開啟合作，直到今年6月份才開花結果，期間港交所子公司CPAL (Commodity Pricing and Analysis Limited) 及中國外管局SAFE (State Administration of Foreign Exchange) 扮演關鍵突破角色。如無意外，新合約將使中國贏得面子，倫敦得到裡子³。

LME CEO張柏廉表示，考慮到中國在金屬產業的重要性及上海鋼鐵市場扮演的核心地位，眾多境外企業和市場參與者，熱切希望用無縫接軌方式參與上海所提供的在岸鋼材價格，成為市場對沖風險方便使用的工具。

熟悉鋼鐵市場的交易人都知道，LME多年前推出China HRC期貨，可惜市場反應冷淡，2025全年總成交量僅1.4百萬噸。而非常類似的熱軋鋼捲期貨在上海去年總成交量為16.9億噸，是倫敦的1200倍。開放上海熱捲價格跨市兌換為美元交易結算，除可歸因於中國鋼鐵市場佔有率世界第一之外，更標示全球鋼鐵價格兩極化有可能趨向一致的起點。因此受到高度期待的上期所首次跨市價格授權應該會是雙贏的結果：LME明顯獲益，同時也擴張市場對上期所熱軋捲期貨的參與。

¹ 路透社(Reuters)：Pratima Desai, LME to launch contract in October using Shanghai Futures Exchange steel price, 2026-06-17.

² 路透社(Reuters)：Andy Home, Shanghai nickel breakout signals new metals trading landscape, 2026-07-07.

³ 倫敦金屬交易所(LME)/港交所(HKEX)：官方公告與新聞稿LME Steel HRC Shanghai Contract Launch and Product Licensing Framework, 2026.

美元結算的挑戰

專案想要成功其實必須過五關斬六將。跨境美元結算的新機制將由港交所子公司CPAL擔綱，執行跨國指數轉換與結算，並在中國外匯管理局SAFE及人民銀行的監管範圍之內實現。推動時除了需要克服上海HRC價格即時傳輸的可靠性，在岸人民幣匯率波動、離岸美元及時結算、跨時區監管和電子盤（LMEselect）流動性及價格區間等五大挑戰，同時也帶動全球衍生性商品話語權，與雙城金融中心競合關係的深刻變革。

大陸政府長期關注「提升大宗商品國際定價權」，儘管大陸消費並生產了全球超過50%的工業金屬與粗鋼，但在離岸金融市場，定價基準始終由西方機構（如S&P Global Platts、Fastmarkets或CME）主導。這種「實物需求在中國，金融定價在歐美」的情況，帶來內地企業的基差風險與結構錯配。而此次跨市價格授權模式，既繞過了人民幣資本帳戶僅能有限開放的瓶頸，又成功將ShFE的在岸價格流動性及時輸出至全球金融體系，提供西方投行、實體貿易商與對沖基金，可在離岸市場直接採用中國價格進行風險對沖。

LME在香港18個註冊倉庫中，已有2.5萬噸的註冊金屬以倉單的方式存放，可作為倫敦頭寸抵押品。此數量預計會快速增加，做為各大經紀商及造市商交割新合約的堅實根基。LME的中資一級會員目前已達六家，分別是中銀、工銀、建銀、廣發、中信集團及南華期貨的倫敦總部，積極提供全球金屬與中國的雙向連結，有望突破目前LME與ShFE各自為政的尷尬局面。若新合約交易量得到市場認可，則日益兩極化的市場價格將展開有序的跨市交流互動，讓套利、金融交易及實物對沖開啟正式合規通道，把話語權交還市場。

上海香港的競合

對上海而言，從「境內價格」升等為「全球基準」似乎指日可待，但仍受限於嚴格的外資准入與匯兌管制，離岸實體參與在岸交易的合規成本高，門檻繁瑣。由於港交所很有遠見的併購了LME，香港已實質握有離岸金融與國際合規的架構樞紐。易言之，上海的底氣是龐大金屬市場的「基礎實體定價權」與「底層流動性池」；香港則掌控了「離岸金融協調風控」與「國際監管合規聯繫人」的關鍵結構地位。雙城共好互補，形成「上海輸出產業及標的、香港架橋通路、倫敦提供流動性與清算網絡」的鋼鐵新三國鼎立，提升了東西方金融體系資源的整合效率。

兩大交易所情境分析

LME 與 ShFE 合作推出上海熱捲期貨後，金屬衍生品市場將產生兩種可能走向：

情境一：LME成功吸引全球投行、西方實體大貿易商與CTA量化基金進場，電子盤日均成交量迅速增加，高流動性達標。國際投資人使用LME上海熱捲合約作為對沖工具，並透過程式化交易與ShFE盤面進行高頻跨市套利，則定價權逐漸一體化而不再傾斜。西方與上海熱捲價差若被精準定錨於「中國邊際成本+運費/關稅」，或可消除過去因黑箱定價產生的非理性溢價，

進而帶動大陸其他重量級交易所積極仿效成功的經驗。

情境二：若發生灰犀牛事件（如歐盟忽然全面落實碳關稅），中國在岸鋼價與西方現貨市場不幸「脫鉤」，上海價格對沖歐美鋼材，將承擔過大的結構性基差風險。涉及境內期貨的合規摩擦成本，以及LME掛牌上海價格後的跨境資金遇上突發阻斷事件，都有觸動跨國仲介機構意外降低交易流動性，價差被不安情緒擴大的風險。經過兩年試點，ShFE今年4月已全面開放外資機構與跨國實體（QFII），參與境內金屬鎳期貨的直接交易與對沖，將來新合約萎縮邊緣化的風險應屬可控。

表1、兩大交易所形勢消長

交易所/關注要點	倫敦金屬交易所（LME）	上海期貨交易所（ShFE）
面臨困境與痛點	傳統有色金屬優勢面臨大陸資本競爭；先前自行推出的黑色金屬（鐵礦石、鋼筋、鋼捲）合約流動性匱乏，話語權流失。	人民幣不可自由兌換，海外實體產業與金融資本直接進入在岸市場仍多有限制，海外定價傳遞效率受限。
本次合作戰略收益	「借船出海」：無須重新培育市場，直接引入全球最大的熱捲流動性池，鞏固其作為全球金屬交易中心地位。	「借助外力」：將中國本土的龐大產能與價格影響力，透過LME的美元結算網絡間接輻射至全球貿易避險體系。

此項跨境授權，是港交所（HKEX）自2012年收購LME以來，最具前瞻性的「中國戰略」落地項目。新合約若成功放量，對上海本土合約成交量負面影響應該不大，甚至可能造成「反哺增量」的效果。因為上期所16.9億噸龐大年交易量中，80%以上來自境內鋼廠中下游及貿易商，被境外美元合約取代的風險偏低。唯一可能分流的，僅為香港中介機構及外資白手套的交易，可以從授權手續費進項中得到超額的彌補。而LME與母公司港交所可對各種金屬合約實施綜合跨品種保證金沖抵，產生保證金合併效益（Cross-Margining），吸引更多泛西方投資集團和個人參與。對緩解LME的生存壓力和加速ShFE走出去步伐，可以產生不可多得的雙贏效益。

至於西方罷工或產能過剩消息若引來偶發的倫敦盤爆量震盪，波動會透過資金跨市套利反向影響上海盤面。對此LME與CPAL設有多重防護機制：

1.每日動態漲跌幅限制（Daily Price Limits）：通常為前一日收盤價的±10%或15%，用暫停交易阻斷非理性恐慌蔓延。

2.針對單一交易實體設定「單日最大委託量」及「近月合約淨持倉上限（Position Caps）」，防止特定投機者對在岸價格造成扭曲。

3.CPAL結算價平滑與異常濾網：交割結算價嚴格錨定上期所在岸現貨收盤價。

結語-新的里程碑

LME首次與外國交易所（ShFE）進行價格授權合作，顯示姐妹公司CPAL對金屬定價權話語權及匯率轉換系統的掌握已初具規模。這項合作除了解決LME過去在黑色金屬衍生品的困境，

也點出當前全球鋼鐵市場在「碳關稅（如歐盟CBAM）」與地緣貿易壁壘下，價格體系逐漸走向「區域兩極化」或有緩和的可能性。

從地緣金融的角度看，跨市授權意味著中國正逐步打破西方金融資本對大宗商品基準定價的壟斷。過去，LME黑色金屬合約因缺乏現貨流動性支持而沉睡；如今它主動轉向採納上期所的結算價，等同於西方主流資本市場首次公開承認，中國實體市場在全球熱軋鋼捲等商品的「邊際成本定價者（Marginal Price Setter）」地位。此合作為中國大宗商品市場的「合規性、合理性與流動性」提供了來自百年老牌交易所的權威背書。長期而言，「中國價格全球運作」的模式可能會推廣至銅、鋁、稀土及碳酸鋰等關鍵及新興金屬，成為大宗商品人民幣國際化的跳板，值得參與非紅供應鏈的所有投資人密切關注。 

參考資料

第一財經：〈LME總裁獨家解讀首次價格授權合作：熱軋捲板“上海價格”已成全球基準〉，朱斌，2026。
<https://mp.weixin.qq.com/s/7kcGsv-rCwiPeKQV5aqS3Q>

《中華民國期貨業商業同業公會期貨人季刊》：廖恩平，〈金屬霸權的新戰場：LME、CME、SHFE與期貨業全球競局〉，《Taiwan Futures》No.95, 2025。

《中華民國期貨業商業同業公會期貨人季刊》：屠世天，〈LME多事之秋--交易所的事件演變，易手可能與發展觀察〉，《Taiwan Futures》No.85, 2023。

附件、上期所(SHFE)熱軋捲板(HRC)期貨交割規格與倉儲要求

- 交易單位：10噸/手
- 報價單位：人民幣元/噸
- 最小價格變動：1元/噸
- 漲跌停板幅度：上一交易日結算價±3%
- 合約月份：1~12月
- 交易時間：上午9:00 - 11:30，下午1:30 - 3:00和交易所規定的其他交易時間
- 最後交易日：合約月份的15日
- 基準交割品規格：符合中國國家標準GB/T 700-2006 Q235B，厚度5.5mm-11.5mm、寬度1500mm的鋼捲(允許3.0mm-14.0mm厚度貼水交割)。
- 化學成份(Q235B)：碳C <0.20%、錳Mn <1.40%、矽Si < 0.35%、磷P <0.045%、硫S <0.045%、屈服強度Yield >235MPa。
- 倉儲要求：須存於上期所指定交割倉庫，限原廠出廠日起360天內註冊倉單；倉單有效期限自簽發日起最長180天，倉儲期間需嚴格防潮、防鏽蝕及防止捲身機械變形。
- 單捲重量：
 - 基準交割品：單捲重量通常要求在15噸至35噸之間。
 - 替代/允許範圍：一般不得低於10噸，且單捲上限不得超過35噸。
- 標準交割單位(最小交割單位)：每張標準倉單為300噸(相當於30手)。
- 交割磅差與溢短規範：
 - 每張倉單(300噸)在入庫交割時，實際重量與標準重量允許的溢短差(磅差)不得超過±3%。
 - 交割時以指定交割倉庫過磅的「實際檢驗淨重」為準進行貨款多退少補結算。