

2026 年 05 月 21 日

境外大型机构投资者如何布局大宗商品市场？

—— 全球大类资产配置之大宗商品交易之一

海外大宗商品市场已形成“实体产业+金融工具+做市服务”的成熟生态，本文结合海外实操案例，拆解境外大型机构投资者在大宗商品市场的投资逻辑，提炼可借鉴的经验。

在大宗商品市场的境外大型机构投资者主要可分为：1) 产业型交易商，核心定位是实体产业链+金融对冲，是海外大宗商品市场的基石力量。代表机构包括托克集团、维多集团、嘉吉、ADM 等，核心特点是实体绑定深+布局范围广+风险偏好低。2) 投行型做市商，核心定位是金融服务+流动性提供，是连接实体与金融市场的核心纽带。代表机构包括高盛、摩根大通等，核心特点是金融属性强+工具运用熟+客户覆盖广。3) 专业对冲基金，核心定位是“趋势投机+套利盈利”，是市场价格波动的重要参与力量。代表机构包括奥氏资本、桥水基金等，核心特点是资金灵活+决策高效+收益波动大。

产业型交易商：盈利核心来源于全产业链布局+信息垄断。

1、全产业链布局：境外大型机构投资者深入大宗商品的全产业链，从上游开采、中游仓储运输，到下游分销，实现“产供销”一体化布局。以托克集团为例，其能源与大宗商品领域的全产业链布局。如果原油价格上升，企业可依托上游锁定的原油与矿产稳定货源，结合中游高效的海运与仓储物流体系，保障货源稳定供给，赚取采购与销售的价差收益。如果原油价格下降，集团则充分发挥中游大型仓储枢纽的核心优势，低价囤储原油资产，等待后市价格回暖套利，同时凭借下游与炼厂、能源企业签订的长期固定供货协议，锁定稳定销售收入，对冲原油暴跌带来的上游亏损，正因如此，即便在 2020 年原油价格暴跌的极端行情下，托克依旧能够实现 16 亿美元的净利润（同比增加 84.3%）。并且过去 15 年以来，原油价格下跌的背景下托克集团仍具有极强的对冲能力，另一个原油大宗贸易商维多集团也是如此，2020 年维多集团实现约 32 亿美元的净利润（同比增加约 60%），并且在 2022 和 2023 年创下了历史性的 151 和 130 亿美元的净利润。另一个例子是全球四大粮商之一的 Bunge 邦吉，依靠全产业链布局，即使 2022 年 4 月以来农产品价格指数持续下跌，但是邦吉净利润维持相对韧性。

2、信息垄断：海外大资金机构之所以能长期掌控市场主动权，核心在于其拥有完善的信息收集与分析体系，能够提前捕捉市场变化，抢占先机。以托克集团（全球独立石油交易商）为例，其在全球各地设立了数十个信息收集点比如，在石油交易中，托克会提前掌握中东地区的地缘政治动态、OPEC 的减产计划、全球原油库存数据，甚至精准预测飓风等自然灾害对石油运输的影响；农业大宗贸易商嘉吉在全球主要农产品产区（美国、巴西、阿根廷）设立农业研究中心，雇佣农业专家、气象分析师，跟踪当地的气候、土壤条件、种植意愿等信息，也为价格波动做出提前预判。这种“全方位、高精度”的信息优势，让托克、嘉吉等大宗商品贸易商能够在市场变化前做出决策，从而保证盈利。

投行型做市商：对于境外大型做市商而言，“做市服务”是其稳定盈利的重要来源，也是绑定核心客户的关键。做市商的核心职责，是为市场提供流动性，即同时报出买入价与卖出价，赚取买卖价差。以摩根大通的大宗商品做市业务为例，摩根大通针对不同客户的需求，制定差异化的做市方案，对于实体企业，重点提供“现货+衍生品”的一站式风险管理服务。

专业对冲基金：境外大型机构投资者将衍生品与现货业务深度结合，实现“风险对冲+投机盈利”的双重目标。以高盛的大宗商品做市业务为例，高盛通过“现货+期货+期权”的组合操作来获得稳定收益，摩根大通通过“Min-Max 零成本期权领口策略”为客户锁定销售收益的同时赚取远期协议价差、期货交易手续费和期权费。奥氏资本的衍生品套利操作核心为“跨品种套利+期权放大”，比如基于产业经验操作品种比值的套利机会，同时利用期货与现货的价差，开展期现对冲套利。

基于境外大型机构投资者在大宗商品的布局，国内大型机构投资者可以借鉴的经验如下：1) 国内机构应跳出“单纯金融交易”的局限，深入大宗商品产业链，实现“金融服务实体”的核心定位。具体而言，可从两个方面入手：一方面，加强与实体企业的合作，另一方面，逐步布局产业链核心资源。2) 国内机构应加快完善衍生品业务布局，提升衍生品工具的运用能力，实现“风险对冲+盈利放大”的双重目标；3) 国内机构应加快搭建完善的全球信息收集与分析体系，打造自身的核心信息优势，摆脱“信息滞后”的困境。

风险提示：短期财务表现或无法代表长期趋势；大宗商品交易商出现幸存者偏差。

相关研究

证券分析师

金倩婧 A0230513070004
jinjq@swsresearch.com
林遵东 A0230524100005
linzd@swsresearch.com
冯晓宇 A0230521080005
fengxy2@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

联系人

林遵东 A0230524100005
linzd@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

目录

引言	3
1.境外大型机构投资者在大宗商品的运作逻辑——以经典案例为视角	3
1.1 海外大宗商品大资金机构类别与特点	3
1.2 产业型交易商盈利核心来源于全产业链布局+信息垄断	4
1.2.1 全产业链布局：锁定风险，掌握定价主动权	4
1.2.2 信息垄断：决胜市场的核心竞争力	10
1.3 投行型做市商：赚取稳定价差，绑定核心客户	10
1.4 衍生品工具：对冲风险，放大收益空间	11
2. 海外经验借鉴	14
2.1 深耕产业链，实现“金融+实体”深度绑定	14
2.2 完善衍生品工具，强化风险对冲与盈利能力	14
2.3 搭建信息体系，打造核心信息优势	14
风险提示	15

引言

大宗商品交易的核心是“资金、信息与产业链的博弈”。海外大宗商品市场历经数百年发展，已形成“实体产业+金融工具+做市服务”的成熟生态，海外机构投资者凭借完善的运作模式，牢牢掌握着市场定价权与话语权。本文结合海外实操案例，拆解海外大型机构投资者的运作逻辑并且提炼可借鉴的经验。

1. 境外大型机构投资者在大宗商品的运作逻辑——以经典案例为视角

1.1 海外大宗商品大资金机构类别与特点

在大宗商品市场的境外大型机构投资者经过长期发展，形成了分工明确、协同运作的格局，主要可分为三大核心类别：

第一类，产业型交易商，核心定位是“实体产业链+金融对冲”，是海外大宗商品市场的基石力量。这类机构以实体产业为根基，深耕某一品类或多品类的全产业链，资金规模庞大、抗风险能力强，盈利核心是产业链价差与对冲收益，而非单纯的价格投机。代表机构包括嘉吉、ADM、托克集团、维多集团等，核心特点的是“实体绑定深、布局范围广、风险偏好低”，通常拥有自有货源、仓储物流体系，能够实现“产供销”一体化运作，同时搭配衍生品工具对冲价格波动，实现长期稳定盈利。

第二类，投行型做市商，核心定位是“金融服务+流动性提供”，是连接实体与金融市场的核心纽带。这类机构依托强大的资金实力、完善的衍生品工具体系和广泛的客户网络，主要为市场提供做市服务、衍生品对冲服务和交易通道服务，盈利核心是做市价差、手续费及衍生品交易收益。代表机构包括高盛、摩根大通、摩根士丹利、巴克莱银行等，核心特点是“金融属性强、工具运用熟、客户覆盖广”，不直接参与实体产业链的生产、物流环节，重点聚焦金融服务与流动性供给。

第三类，专业对冲基金，核心定位是“趋势投机+套利盈利”，是市场价格波动的重要参与力量。这类机构资金灵活度高，不绑定实体产业，主要通过捕捉大宗商品价格趋势、跨市场套利、跨品种套利等方式盈利，风险偏好高于前两类机构，擅长运用复杂的量化模型和衍生品工具放大收益。代表机构包括奥氏资本 (Ospraie Management)、桥水基金、元盛资本 (Winton Group) 等，核心特点是“资金灵活、决策高效、收益波动大”，对市场信息敏感度极高，能够快速响应市场变化。

三类机构并非孤立运作，而是相互协同：产业型交易商为投行型做市商提供现货支撑，投行型做市商为产业型交易商和对冲基金提供流动性与对冲工具，对冲基金则通过投机交易活跃市场，三者共同构成了境外大型机构投资者的完整运作生态。

图 1：境外大型机构投资者主要可分为三大核心类别

海外大宗商品机构投资者			
	产业型交易商	投行型做市商	专业对冲基金
1、核心定位	实体产业链 + 金融对冲	金融服务 + 流动性提供	趋势投机 + 套利盈利
2、代表机构	嘉吉、ADM、托克、维多	高盛、摩根大通、摩根士丹利	奥氏资本、桥水基金、元盛资本
3、核心特点	实体绑定深、布局范围广、风险偏好低	金融属性强、工具运用熟、客户覆盖广	资金灵活、决策高效、收益波动大
4、盈利模式	产业链价差与对冲收益	做市价差、手续费、衍生品收益	跨市场套利、跨品种套利、趋势捕捉

资料来源：申万宏源研究

1.2 产业型交易商盈利核心来源于全产业链布局+信息垄断

1.2.1 全产业链布局：锁定风险，掌握定价主动权

境外大型机构投资者并非局限于盘面交易，而是深入大宗商品的全产业链，从上游开采、中游仓储运输，到下游分销，实现“产供销”一体化布局。

以托克集团（全球独立石油交易商）为例，其能源与大宗商品领域的全产业链布局，与下图展示的环形业务架构高度契合。1) 上游签订长期包销协议来控制资源，托克依托旗下“矿业集团”的矿产开发与技术服务能力，以及“金属与矿产”板块的全球资源网络，通过参股、合作等方式，介入中东、中亚、非洲等核心原油产区，与当地油田企业签订长期包销协议；2) 中游组建船运体系和仓储体系控制成本，依托“航运和租船”板块的湿散货、干散货租船与自有船队体系，以及“Impala 航运站”的港口码头、仓储枢纽与多式联运物流网络，托克在全球主要港口（鹿特丹、新加坡）建立大型仓储枢纽实现物流全流程管控；3) 下游建立完整的产业链控制价格，托克则与全球炼厂、加油站、电力企业签订长期供货合同，覆盖原油加工、成品油零售等环节，形成“原油开采 - 仓储 - 加工 - 零售”的完整能源产业链，通过产业链各环节的价差实现稳定盈利。

图 2：托克集团贸易活动

贸易活动

 石油及石油产品

在一个高度分散、没有任何单一公司占据主导地位的市场中，我们按石油及石油产品交易量计是全球最大的贸易商之一。托克集团是少数具有全球布局并全面覆盖各主要市场的石油及石油产品贸易商之一。

 金属与矿产

我们是全球最大的金属与矿产贸易商之一。我们与矿山企业和冶炼厂洽谈包销协议，并通过子公司 Impala Terminals 投资多式联运码头与物流，以改善客户的市场准入。

 航运与租船

我们的航运与租船团队与托克集团的业务模式紧密结合，既为内部大宗商品贸易团队提供货运服务，也在专业市场上对外开展运力交易。

1 各板块面积并不代表其持股比例,也不代表其对托克集团利润的贡献比例。

2 Galena Asset Management 的运营完全独立于托克集团。



产业与金融资产

Impala Terminals

Impala Terminals 是一家专注于出口导向型新兴市场的多式联运物流服务商。其拥有并运营港口、港口码头、仓库及运输资产，并特别擅长在复杂环境和偏远地区提供高效的物流解决方案。

100% 持股

矿业集团

矿业集团负责管理矿业运营、开发项目、对现有及潜在合作项目开展技术审计，并为托克集团的贸易团队、贸易伙伴及 Galena Asset Management 提供咨询与支持服务。

100% 持股

Galena 资产管理

Galena 资产管理通过实物资产俱乐部交易和私募股权基金，为投资者提供专业化的另类投资解决方案。其独立运营，但受益于集团对全球大宗商品供需的洞察。

100% 持股

资料来源：托克集团官网，申万宏源研究

图 3：托克集团贸易活动

托克集团产业链示意图



资料来源：申万宏源研究

依托完善的全产业链布局，托克集团具备极强的周期对冲能力。如果原油价格上升，企业可依托上游锁定的原油与矿产稳定货源，结合中游高效的海运与仓储物流体系，保障货源稳定供给，紧抓价格上涨红利，赚取采购与销售的价差收益。如果原油价格下降，集团则充分发挥中游大型仓储枢纽的核心优势，低价囤储原油资产，等待后市价格回暖套利，同时凭借下游与炼厂、能源企业签订的长期固定供货协议，锁定稳定销售收入，对冲原油暴跌带来的上游亏损，正因如此，即便在 2020 年原油价格暴跌的极端行情下，托克依旧能够穿越周期、稳健盈利，实现 16 亿美元的净利润（同比增加 84.3%）。并且从过去 15 年以来，原油价格下跌的背景下托克集团仍具有极强的周期对冲能力。

图 4：托克集团在原油下跌的年份具有极强的对冲能力



资料来源：Wind，申万宏源研究

另一个例子是全球四大粮商之一的 Bunge，其聚焦农产品领域的全产业链布局，与图中展示的覆盖“作物采购-加工-特种业务”的全价值链服务体系高度契合。

1) **上游来看**，Bunge 依托“谷物贸易与磨坊”及油籽加工板块的农业服务能力，在全球主要产区建立采购网络，通过与农民签订预付款采购合同及提供融资服务锁定货源，不仅保障大豆、油菜籽、玉米等作物的稳定供应，还借助本地化仓储与出口终端搭建起覆盖全球的货源网络；

2) **中游来看**，Bunge 搭建了包含卡车、铁路、内河驳船及远洋货轮的多式联运“运输”网络，在全球关键港口布局大型仓储与出口终端，实现农产品的高效调运与存储，同时利用期货与衍生品市场对冲价格波动风险，并通过“加工”板块的大豆、软籽及特种油籽精炼业务，将谷物和油籽加工成蛋白粕、植物油、生物燃料及食品配料等多种产品；

3) **下游来看**，Bunge 不仅将加工产品销售给食品、饲料、能源及工业领域的终端企业，还通过“特种产品”板块的油脂及植物蛋白业务拓展风味剂、特种配料、大豆蛋白等高附加值产品，同时提供金融与风险管理服务，真正实现“从田间到餐桌”的全链条覆盖，既赚取产业链价差，又通过加工环节大幅提升产品附加值。

图 5：Bunge 邦吉控制上中下游的农业链条

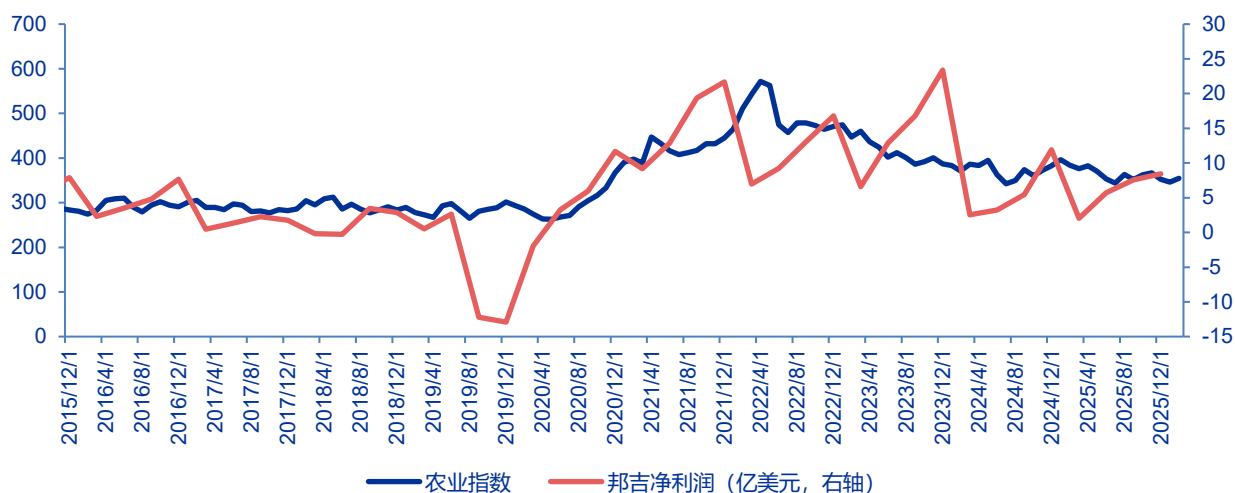


资料来源：Bunge 邦吉官网，申万宏源研究

实际数据表现来看，Bunge 邦吉净利润能够在农产品价格趋势性下行背景下维持韧性。公司在上游通过长期收购协议与核心产区农户合作锁定生产成本；中游建立全球仓储和物流体系，在港口和内陆集散区设置储备中心，同时利用期货和衍生品对冲运输

及库存价格风险,使利润波动受控;下游通过将原料加工成面粉、食用油、饲料等产品,并签订长期销售合同与终端企业锁定收益,实现销售渠道和价格的稳定。由于上中下游环节协同运作, Bunge 邦吉在农产品价格剧烈变化时仍能保持净利润稳定, **2022 年 4 月以来农产品价格指数持续下跌,而邦吉净利润能够维持相对韧性,并没有跟随价格大幅下行。**

图 6: 2022 年 4 月以来农产品价格指数持续下跌,而邦吉净利润能够维持相对韧性



资料来源: Wind, 申万宏源研究

最后看原油大宗贸易商维多集团, 其在能源及大宗商品领域的全产业链模式: **1) 上游通过长期包销协议锁定资源**, 维多利用遍布全球的采购体系, 与俄罗斯国家石油公司 (Rosneft)、哥伦比亚 GeoPark 等核心产区的油田企业签下长期包销及供货合同, 提前锁定原油、天然气等货源的稳定供应, 同时; **2) 中游打造自有船队和仓储系统以控制成本**, 借助 VITOL INTERNATIONAL SHIPPING (VIS) 管理的 40 多艘原油及成品油油轮, 加上 VTTI 在全球 14 个国家拥有约 6000 万桶总库容的终端网络, 在鹿特丹、新加坡等主要港口和航运枢纽实现全程物流控制, 并能无缝衔接铁路、管道、船舶等多种运输方式; **3) 下游构筑完整的产业链来掌握定价**, Vitol 已投资于亚洲、澳大利亚、欧洲和中东地区每天超过 120 万桶的炼油产能, 覆盖原油加工、成品油销售等环节, 同时 Vitol 全球约有 1 万个加油站及相关基础设施, 还通过 Vitol Aviation 在全球约 150 个机场为飞机供应喷气燃料, 形成了“原油采购—仓储—运输—炼化—零售”的完整能源链条, 依靠各环节之间的价差实现稳定盈利。

图 7: 维多集团全产业链布局



交易与分销

贸易，即全球能源的高效分配，是我们业务的核心。我们每天交易约800万桶原油及产品，从生产商处采购，并运送给全球的炼油商、批发商和分销商。



制作

Vitol主要在石油和天然气生产领域有业务。

我们总产出约93kboepd，主要集中在两个关键地理区域：西非和美国。Sankofa Gye Nyame是我们的旗舰项目，位于加纳近海60公里处，与Eni合作开发。



精炼

Vitol已投资于亚洲、澳大利亚、欧洲和中东地区每天超过120万桶的炼油产能，让我们全面理解炼油厂面临的短期和中期挑战，从采购最佳原料到管理能源转型。

阅读更多关于炼油公司及其提供的其他服务：ATB、FRL、Saras、VAROPrem Viva Energy 和 VPR Energy。



储存与混合

我们投资约2400万立方米的储存容量，加上大量租赁容量，能够储存和混合定制组合，提供最佳原料和产品，应对不断变化的市场。



航运

我们的航运专业知识是贸易业务的核心，使我们能够安全高效地在全球范围内运输能源。通过我们的公司Vitol International Shipping，我们控制并运营一支全球航线的船队。我们的航运客户



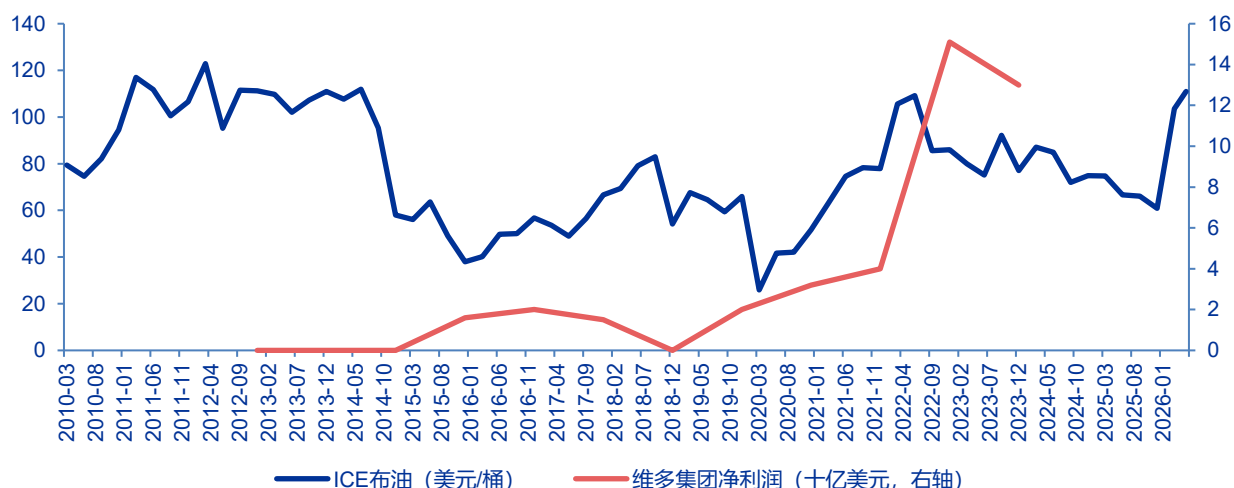
下游

我们投资于下游和分销资产，全球约有1万个加油站及相关基础设施。我们还通过Vitol Aviation在全球约150个机场为飞机供应喷气燃料。

资料来源：维多集团，申万宏源研究

凭借这套完整的全产业链布局，维多集团具备了很强的周期对冲能力。当原油价格上涨时，企业依靠上游长期包销锁定的稳定货源，配合中游高效的海运和仓储物流体系，抓住价格上涨的红利，赚取采购价与销售价之间的差价。当原油价格下跌时，集团则充分发挥中游大型仓储枢纽的核心优势，在“超级升水”（Super-contango）的市场结构下低价囤积原油，同时在远期期货市场高价卖出进行锁定套利，获得“库存价值增值”收益；同时借助遍布全球的下游长期供货协议，与炼厂、能源企业锁定稳定收入，对冲原油暴跌带来的上游损失，即便在2020年油价暴跌的极端行情下，维多集团实现约32亿美元的净利润，并且在2022和2023年创下了历史性的151和130亿美元的净利润。

图 8：即便在 2020 年油价暴跌的极端行情下，维多集团实现约 32 亿美元的净利润



资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2.2 信息垄断：决胜市场的核心竞争力

海外大资金机构之所以能长期掌控市场主动权，核心在于其拥有完善的信息收集与分析体系，能够提前捕捉市场变化，抢占先机。以托克集团（全球独立石油交易商）为例，其在全球各地设立了数十个信息收集点，雇佣大量的行业分析师、当地线人，甚至与气象机构、地质部门建立合作，全方位收集大宗商品的相关信息，在石油交易领域，托克在中东、中亚、南美等原油产区设立信息站，雇佣当地人员跟踪油田开采进度、地缘政治动态，同时与 OPEC 内部人员建立联系，提前获取减产、增产计划；在物流环节，托克通过船舶跟踪系统，实时掌握全球原油运输船舶的位置、装载量，预判原油库存变化；在气象方面，托克与全球顶尖气象机构合作，精准预测飓风、暴雨等自然灾害对石油运输、开采的影响。

比如，在石油交易中，托克会提前掌握中东地区的地缘政治动态、OPEC 的减产计划、全球原油库存数据，甚至精准预测飓风等自然灾害对石油运输的影响；在农产品交易中，会跟踪全球主要产区的气候、种植面积、产量预期，提前判断价格走势。这种“全方位、高精度”的信息优势，让托克能够在市场变化前做出决策——比如，提前囤积原油，等待地缘冲突引发价格上涨后抛售；提前锁定农产品货源，在减产预期下赚取价差。相比之下，普通投资者往往只能获取滞后的公开信息，自然难以与大资金抗衡。

第二个案例是嘉吉的农产品信息运作模式：嘉吉在全球主要农产品产区（美国、巴西、阿根廷）设立农业研究中心，雇佣农业专家、气象分析师，跟踪当地的气候、土壤条件、种植意愿等信息；同时，嘉吉与当地农户建立密切联系，通过提供技术指导、种子化肥等方式，获取一手种植信息，比如提前了解农户的种植计划、预计产量等；在下游，嘉吉与食品加工企业、饲料厂商合作，实时掌握终端需求变化，预判市场价格走势。此外，嘉吉还建立了全球农产品信息数据库，整合全球产区的产量、库存、需求数据，通过量化模型预判价格波动，为全产业链布局提供决策支撑。

1.3 投行型做市商：赚取稳定价差，绑定核心客户

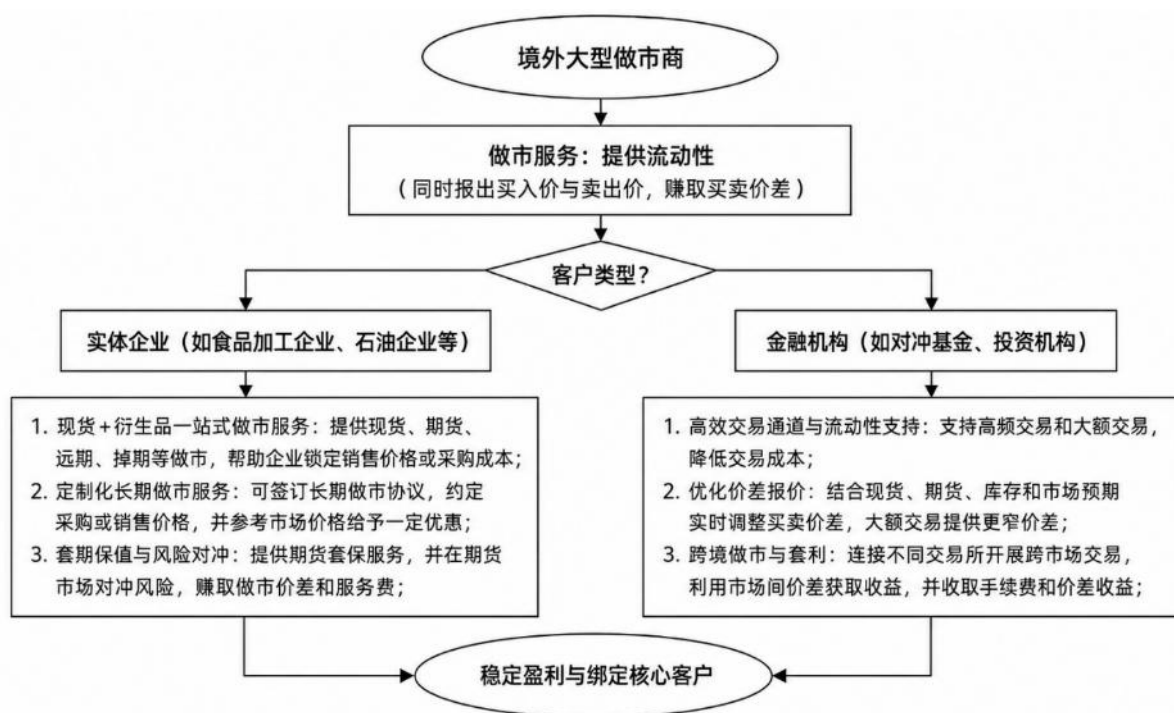
对于境外大型做市商而言，“做市服务”是其稳定盈利的重要来源，也是绑定核心客户的关键。做市商的核心职责，是为市场提供流动性，即同时报出买入价与卖出价，赚取买卖价差。

1) 以摩根大通的大宗商品做市业务为例，摩根大通针对不同客户的需求，制定差异化的做市方案，对于实体企业，重点提供“现货+衍生品”的一站式风险管理服务。比如矿产企业需要出售铜矿石，摩根大通会报出合理的买入价，同时在市场上寻找买家，报出卖出价，赚取中间价差（通常价差为交易金额的 0.5%-1%）；同时，为企业铜期货套期保值服务，帮助其规避价格波动风险，收取一定的服务费；对于对冲基金等金融机构，摩根大通重点提供高效的交易通道与流动性支持，降低交易成本，同时通

过调整买卖价差，赚取稳定收益，比如对冲基金进行大额期货交易时，摩根大通会提供更窄的价差，吸引客户交易，同时通过批量交易降低自身的交易成本。

2) 巴克莱银行的农产品做市业务也是如此。巴克莱银行重点布局小麦、玉米、大豆等成熟农产品品种，在芝加哥商品交易所(CME)、伦敦国际金融期货交易所(LIFFE)等主流交易所开展做市业务，同时报出买入价与卖出价，赚取买卖价差。为了提升市场竞争力，巴克莱银行建立了高效的定价模型，结合现货价格、期货价格、库存数据、市场预期等多维度因素，实时调整买卖价差，确保价差合理且具有竞争力；同时，巴克莱银行为实体企业提供定制化的做市服务，比如食品加工企业需要长期采购小麦，巴克莱银行与其签订长期做市协议，约定每日的采购价格（参考市场价格，给予一定优惠），同时为企业提供小麦期货套期保值服务，帮助企业锁定采购成本，巴克莱银行则通过长期做市赚取稳定的价差收益和服务费。此外，巴克莱银行还为对冲基金提供流动性支持，允许对冲基金进行高频交易，通过收取交易手续费和价差收益，提升盈利水平。

图 9：做市服务：赚取稳定价差，绑定核心客户



资料来源：申万宏源研究

1.4 衍生品工具：对冲风险，放大收益空间

境外大型机构投资者将衍生品与现货业务深度结合，实现“风险对冲+投机盈利”的双重目标。以高盛的大宗商品做市业务为例，作为全球顶级的投行型做市商，高盛的核心玩法是“现货+期货+期权”的组合操作：当高盛为石油企业（处于现货多头端）提供做市服务时，1) 首先，与企业签订现货购销协议，明确现货交易价格与交付时间，以此来转移单边价格风险，确立了高盛大宗商品柜台作为“核心定价中枢”的地位；2) 随后，在纽约商品交易所（NYMEX）这一场内对冲端，建立与现货头寸反向的期货头寸，通过卖出期货空头来剥离风险，实现 Delta 中性，从而对冲现货价格波动的风险，比如现

货协议约定买入 100 万桶原油，就在期货市场卖出 100 万桶原油期货合约；3) 最后，根据市场价格预期，通过期权工具搭建“盈利组合”——进入 OTC 场外期权市场构建“收益增强端”，当预期石油价格温和上涨时，买入看涨期权（Call）以保留上涨红利，同时卖出看跌期权（Put）赚取期权费对冲成本，既锁定现货端的利润，又能通过期权赚取价差收益；当市场波动较大时，通过调整期货头寸比例进行动态对冲，随波动率调整，并严控 VaR（风险价值）极限，将风险控制在可承受范围。

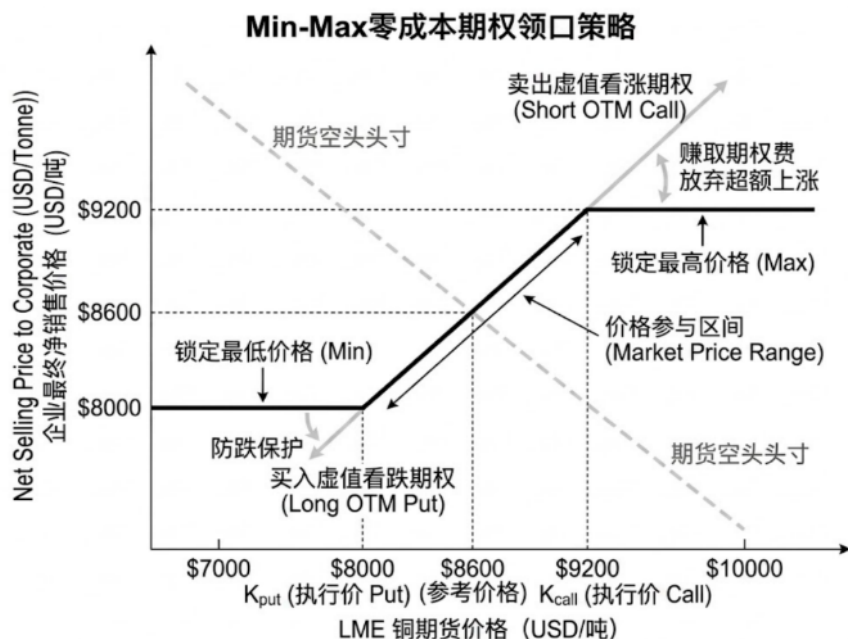
图 10：境外大型机构投资者将衍生品与现货业务深度结合，实现“风险对冲+投机盈利”的双重目标



资料来源：申万宏源研究

另一个经典案例是摩根大通的金属衍生品运作：铜矿企业计划 3 个月后出售 1 万吨铜矿石，担心铜价下跌导致收益受损，摩根大通为其设计了“期货对冲+期权保护”的组合方案（即经典的“Min-Max 零成本期权领口策略”）：第一步，摩根大通与企业签订远期销售协议，约定 3 个月后的铜矿石销售价格（参考当前期货价格，给予一定溢价）；第二步，在伦敦金属交易所（LME）卖出 1 万吨铜期货合约，在走势图上构建向下的期货空头头寸线，对冲铜价下跌风险；第三步，为企业买入虚值看跌期权（Long OTM Put，作为防跌保护），约定如果铜价下跌超过一定幅度（例如设定执行参考价，锁定最低价格为 8000 美元/吨），期权将自动行权，弥补期货对冲后的剩余损失，同时卖出虚值看涨期权（Short OTM Call），赚取期权费，抵消部分对冲成本。在此领口策略下，企业赚取期权费的同时也意味着放弃了超额上涨的利润（锁定最高价格，例如设定执行价为 9200 美元/吨）。而在 8000 美元至 9200 美元的区间内，形成了一个随行就市的价格参与区间（Market Price Range），企业最终的净销售价格与 LME 铜期货价格的联动被精准控制在此范围内。通过这一方案，铜矿企业成功锁定销售收益，摩根大通则赚取了远期协议价差、期货交易手续费和期权费，实现双赢。

图 11：“Min-Max 零成本期权领口策略”



资料来源：申万宏源研究

第三个案例是奥氏资本的衍生品套利操作，作为专业的大宗商品对冲基金，其核心玩法是“跨品种套利+期权放大”：在农产品市场，奥氏资本主打均值回归套利（+期权放大）策略，比如大豆与玉米的价格比值处于历史低位，判断比值将回归正常，于是开展套利操作：买入大豆期货合约，同时卖出玉米期货合约，构建跨品种均值回归套利头寸；为了放大收益，奥氏资本买入大豆看涨期权、卖出玉米看涨期权，利用期权的杠杆效应，在比值回归正常的过程中赚取超额收益（借助杠杆效应放大收益，同时赚取额外的期权费）。此外，奥氏资本还会利用期货与现货的价差，开展期现对冲套利，这种低风险套利模式是其稳定盈利的重要支撑。

图 12：奥氏资本的衍生品套利操作



2. 海外经验借鉴

2.1 深耕产业链，实现“金融+实体”深度绑定

借鉴海外大资金机构的全产业链布局经验，国内机构应跳出“单纯金融交易”的局限，深入大宗商品产业链，实现“金融服务实体”的核心定位。具体而言，可从两个方面入手：

一方面，加强与实体企业的合作，尤其是与央企背景的实体企业建立深度合作关系，依托自身的金融优势，为实体企业提供“现货贸易+套期保值+融资服务”的一站式解决方案，帮助实体企业锁定原材料成本，规避价格波动风险。

另一方面，逐步布局产业链核心资源，可通过参股、合作等方式，介入大宗商品的仓储、运输、分销等环节，掌握核心物流与货源资源，打破“被动跟随价格”的困境。比如，借鉴嘉吉在全球布局仓储中心、物流网络的经验，国内机构可联合国内物流企业，在核心产区与港口布局仓储设施，搭建覆盖全国的物流网络，实现“现货+金融”的深度绑定，赚取产业链价差收益，同时提升对市场的掌控力。

2.2 完善衍生品工具，强化风险对冲与盈利能力

借鉴海外做市商（如高盛、摩根大通）的衍生品运作经验，国内机构应加快完善衍生品业务布局，提升衍生品工具的运用能力，实现“风险对冲+盈利放大”的双重目标。**首先**，扩大衍生品业务范围，在现有期货业务的基础上，积极拓展期权、远期、掉期等复杂衍生品业务，丰富衍生品品种，满足实体企业与金融机构的多样化需求——比如，借鉴南山铝业开展铝套期保值的经验，为国内实体企业提供境外衍生品对冲服务，帮助企业锁定出口订单利润。**其次**，推动“衍生品+现货”的深度结合，将衍生品工具与现货贸易、仓储物流等业务结合起来，形成“现货支撑衍生品、衍生品对冲现货风险”的良性循环。比如，为实体企业提供现货购销服务的同时，配套提供期货套期保值、期权盈利组合等服务，帮助企业规避价格波动风险，同时自身赚取做市价差与服务收益。**最后**，加强衍生品风险管控，建立完善的风险预警与处置机制，借鉴南山铝业的风控经验，从价格波动、资金、内控、信用四个维度防范风险，确保衍生品业务稳健发展。

2.3 搭建信息体系，打造核心信息优势

借鉴海外大资金机构（如托克集团）的信息垄断经验，国内机构应加快搭建完善的信息收集与分析体系，打造自身的核心信息优势，摆脱“信息滞后”的困境。**一方面**，国内机构应该扩大信息收集范围，在全球核心产区、港口、交易中心设立信息收集点，雇佣专业的行业分析师，跟踪大宗商品的产量、库存、地缘政治、气象等多维度信息，同时与气象机构、地质部门、行业协会建立合作，获取精准的一手信息。**另一方面**，国内机构加强信息分析能力，利用大数据、人工智能等技术，对收集到的信息进行分析、筛选、预判，形成精准的市场分析报告，为交易决策与客户服务提供支撑。比如，针对原油、铁矿石等核心品类，建立价格预判模型，提前捕捉市场变化趋势，为自身交易与

客户套期保值提供指导；同时，为客户提供信息咨询服务，绑定核心客户，提升自身的市场影响力。

风险提示

短期财务表现或无法代表长期趋势。短期大宗商品交易商财务表现较好可能是短期表现，无法系统性代表大宗商品交易商有系统性规避价格波动的风险。

大宗商品交易商出现幸存者偏差。文中所选的大宗商品交易商可能出现幸存者偏差，大部分产业链大宗商品交易商已经倒闭。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。