



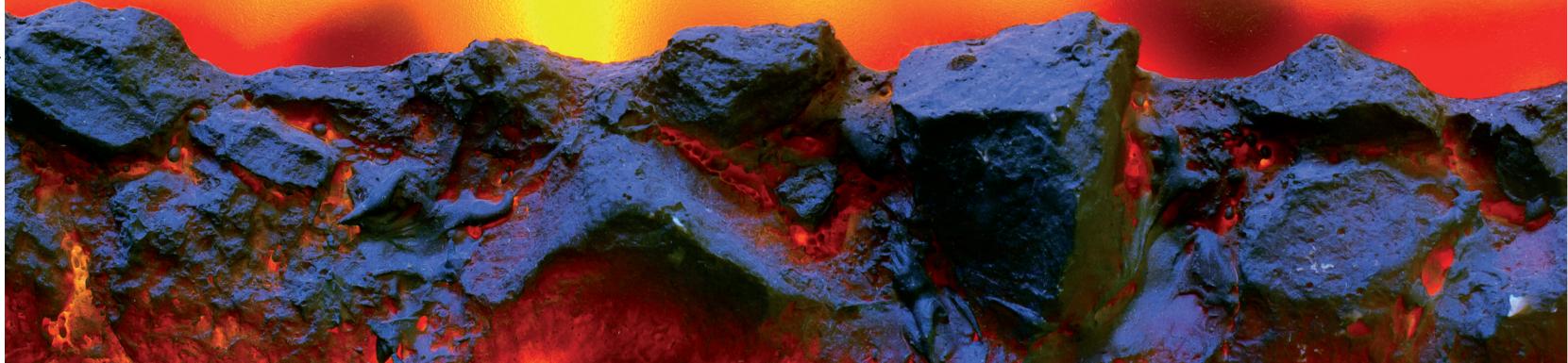
重印版

# Energy Risk

risk.net/energy-risk

2014年3月

# 炙热的 雄心



参与者表示，交易者和对冲者日益加大的关注正为煤炭衍生品市场提供动力，从而推动与中国煤炭进口量挂钩的API 8指数的成功表现，并刺激全球各地进一步加大产品的开发。

Stella Farrington 报道

## 煤

炭长久以来作为生产初级能源的主要来源的地位，使得“煤老大”有朝一日会从市场老大位置被扯下来。这个预测至今仍未实现。据巴黎的国际能源机构（IEA）统计，煤炭排在石油之后，仍是全球主要能源的第二大来源，也是最大的电力来源，供应世界40%的电力需求。

虽然最不清洁的化石燃料的持续吸引力并不受环保倡议人士的欢迎，但对煤炭衍生品市场来说，这是个好消息。在最近数月当中，市场参与者认为各类不同公司对煤炭衍生品的兴趣越来越大，亚洲已出现一个掉期市场，而亚洲和欧洲针对主要煤炭指数的掉期交易量也显著上涨。

“煤炭仍是能源产品结构当中非

常重要的成分，”驻伦敦的伦敦商品经纪商公司（LCB）首席执行官 Clive Murray 说道，“我已看到衍生品交易量有所上扬，尤其在亚洲。那里的公司需要有竞争力，因此它们有对冲其价格风险的需求。”

虽然许多投资银行已从实物商品撤出（该动作预期对他们在煤炭衍生品方面的活动水平会有一定影

Sergey Karpov/Shutterstock.com

响),但市场情绪是乐观的。参与者认为,华尔街公司的退出已部分被其他越来越多参与市场的各类公司所抵消,这当中包括商品交易所以及煤炭生产商(参见附框)。

市场参与者指出,煤炭看跌前景对此情况功不可没。根据IEA报告,2013年的煤炭供应量超过需求,其中世界最大的煤炭出口国印度尼西亚、澳大利亚和美国所受的影响最大。特别是由于页岩气的产量大涨,这削弱了煤炭作为低廉电力来源的地位,美国煤炭因此出现巨量剩余。根据美国能源信息署数据,该国2013年的热能煤出口量为5,230万短吨(等于4,740万吨)。

“现在的问题是:价格是否会继续滑落?”驻巴黎的法国兴业银行公司与投资银行部的欧洲电力、煤炭与碳研究战略高级分析师Paolo Coghe说道。他还表示,“目前全世界各处均有许多煤矿正在赔钱。因此,价格从现在这个位置应该不会再下跌太多,前提是生产商必须保持自律,同时全球需求必须如预期一样复苏。”

根据伦敦能源经纪商协会(Leba)统计,与即月API 2(该指数跟踪阿姆斯特丹、鹿特丹以及安特卫普的进口煤炭价格)挂钩的交易在2013年平均价格为84.14美元/吨,该数据与2012年相比下跌了9%。

随着价格的下跌,有些煤炭生产商已不再依赖过去经常使用的较长期合约。经纪商认为,这对于煤炭现货以及衍生品市场来说可能是一个好的信号。“在澳大利亚已经出现一些较大的生产商缩短其供货合同期限的明显趋势,”驻新加坡的能源与环境经纪商Evolution Markets董事总经理Tom Hiemstra说道。“随着生产商在当前市场水平下越来越不愿意锁定长期合约,合约已从每年定价变成每半年定价、每季定价[以及]每月定价。”

## 退出与进入

近年来,全球商品市场已经目睹过的进进出出比法国轻喜剧还要多,而实物和金融煤炭市场在该趋势中并未置身事外。

虽然有许多投资银行退出了实物商品市场,其中包括德意志银行、摩根大通和摩根士丹利等银行,而这预期会影响这些银行对煤炭衍生品市场的投入,不过煤炭衍生品的增长仍不期而至。

尽管多家投资银行已经退出,但其他金融机构还是确定转战煤炭交易的时机似乎已经成熟。一个明显的例子就是BTG Pactual,据说作为其进军商品交易的一部分,该银行去年已开设煤炭交易专柜。该巴西投资银行并未及时对就此事作出评论的请求作出回应。

商品交易所同样也变得越来越活跃。根据一位驻伦敦的发言人所述,瑞士的Vitol于2006年进入煤炭市场,而自那以后每年的煤炭交易量持续增长(从2006年的600万吨上升至2013年的3,000万吨)。该公司在美国、印度尼西亚、加拿大、南非、哥伦比亚和俄罗斯等地拥有、资助并帮助运营煤矿。发言人还表示,公司向亚太地区和欧洲供应煤炭,并在实物远期市场(时间跨度达到五年之久)上进行交易。

另外一家瑞士商品交易商Gunvor也扩大了其在煤炭方面的活动。该公司于2009年开始进行煤炭交易,并于2011年开始投资于煤矿。公司目前在印度尼西亚、美国和南非等地拥有煤矿开采权益,同时还与主要产煤地区(包括俄罗

斯、澳大利亚和哥伦比亚)签订了承购协议,并建立了供货关系。

另一值得注意的新市场加入者为伦敦的采矿公司Anglo American。按照惯例,多数大型煤炭生产商对运用衍生品避之不及,认为其多样化的全球业务足以对冲煤炭价格的偶尔下跌。但是,随着其业务目前与更具金融头脑的商品交易所进行竞争,市场推测该等公司将会越来越被迫参与到此等交易活动之中。

Anglo American表明已重组业务,在伦敦和新加坡建立了商业团队。公司驻伦敦的一位发言人表示,其目标是到2016年该等团队每年能够贡献4亿美元。他还补充说,该公司自2012年中起就一直在加强衍生品活动。“我们正在进行一些衍生品方面的工作,但我们的煤炭交易集中于有资产担保的交易……我们采用衍生品来缓解实物头寸的价格风险。”

位于芝加哥的芝加哥商品交易所的国际能源董事总经理Martin Fraenkel认为,交易煤炭的市场参与者的多样化预示市场前景的看好。“我们看到各路不同的参与者涌入市场,其中包括行业及金融参与者,”他说道。“风险转移就是需要一个健康的混合多元化的环境。”

伦敦商品经纪公司首席执行官Clive Murray赞同这点。“现在的情况不再是每个人都采用同样的商业模式。不同的参与者会出于不同原因来进行[煤炭]交易。”

## 展望东方

亚洲对煤炭市场来说特别重要——根据IEA数据,2012年世界前五大煤炭进口国全部都在亚洲。过去要让亚洲公司放心地采用煤衍生品来管理其风险比较困难,但是一些行业参与者认为这正在开始变化。“我们现在非常看好亚洲市场,”位于芝加哥的芝加哥商品交易所的国际能



“我们看到各路不同的参与者涌入市场……风险转移就是需要一个健康的混合多元化的环境”

芝加哥商品交易所国际能源董事总经理 Martin Fraenkel

# 煤炭衍生品



## 现在的问题是：价格是否会继续滑落？ 目前全世界各处均有许多煤矿正在赔钱

法国兴业银行公司与投资银行部欧洲电力、煤炭与碳研究战略高级分析师 *Paolo Coghe*

源董事总经理 Martin Fraenkel 表示。“随着市场开放，我们认为中国能够提供真正的价值。[我们的]目标是要进入亚洲市场并教育潜在的参与者，让他们能够了解我们的产品以及风险管理与套期保值的概念。”

LCB 的 Murray 先生指出，亚洲实物市场的绝对规模意味着那里对衍生品来说存在巨大的潜力。他还提到，南非理查德兹湾港出口煤炭的衍生品市场大约为标的市场规模的10至15倍。该市场每年出口7000万吨煤炭。如果在亚洲能够再演同样程度的成功，那么衍生品的市场将会非常巨大。“鉴于印度和中国每年的进口超过4亿吨，因此如果交易放大10至15倍的话，你可以想象潜在的衍生品市场规模会有多大，” Murray 先生表示。“中国国内市场总量大约为40亿吨。即使交易只是按1: 1比例进行，该市场的规模也将会十分巨大。”

根据 IEA 报告，虽然中国的需求增长正在放缓，但仍足以在一段时间内支撑煤炭市场。在全球领域中，2012年的煤炭需求增长了1.7亿吨，而中国需求的增长在总量当中就要占到1.65亿吨。中国是全球最大的煤炭进口国，同时在国内还有大量煤炭从北方运到南方，这表示由海运进入中国的煤炭几乎相当于世界其他地区的总量。IEA 在 1月14日的一份报告中指出，“这使中国南部海岸的国内煤炭与进口煤炭之间的套利成为煤炭市场发展的关键。”

最近推出的一个指数在这方面提供了助力。亚洲最近掉期活动的增长大部分是由于伦敦的价格报告机

构 Argus 和 IHS McCloskey 于2012年推出的 API 8 指数所致。该指数基于交割至中国南部广州、广西和福建港口的煤炭，而且和其他 API 煤炭指数一样，该指数也是采用两家机构的评定价格平均值计算的。根据 Argus 统计，首份基于指数结算的掉期于2012年6月开始交易，而截至2013年末，使用该指数进行交易的煤炭已超过1千万吨。与 API 8 挂钩的场外掉期可通过亚特兰大的 Ice、芝加哥商品交易所以及新加坡交易所 (SGX) 清算。

市场参与者对 API 8 掉期市场的前景非常热心。“API 8 为中国的晴雨表，是必须关注的指数，” Evolution 的 Hiemstra 先生表示。“API 8 目前正开始与中国国内的某些定价点相关联，并为中国国内外的市场参与者们提供套利和套保机会。”

该观点由以下情形得以确认：自2013年8月以来，通过芝加哥商品交易所清算的 API 8 期货与期权交易量陡升，其中未平仓量在2014年1月上涨了157%，达到2,589手。1手为1,000吨煤炭。

根据市场参与者所述，API 8 广受欢迎的一大原因是它使中国公司能抛开含有较高违约风险的长期固定价格供货合约。相反，该等公司可使用与 API 8 挂钩的衍生品来交易比较短期的浮动价格合约，并对冲其价格风险。

API 8 获得成功还有另外一个不太显眼的原因——郑州商品交易所于2013年9月推出了实物交割的热能煤期货合约。一位驻伦敦的投资银



行煤炭交易员认为，尽管该新推出的期货为国内交易合约，但产品还是通过使中国定价达到人们急需的透明度帮助促进了 API 8 的流动性。

其他煤炭基准（如 API 2）反映了能源含量为6,000千卡/公斤的煤炭的价格。相比之下，API 8 则代表能源含量为5,500千卡/公斤的较低等级煤炭。因此，该指数使出口至中国的出口商以及本地买家能消除采用其他经常交易的基准所带来的一定基差风险。

最近，Argus 与 IHS McCloskey 一直在试图使用 API 3 来重现 API 8 的成功（API 3 为基于5,500千卡/公斤煤炭的另一基准）。2013年10月，针对出口自理查德兹湾的较低等级煤炭，两家公司引入了 API 3。该举措被视为满足南非出口商需求的必要行动。由于美国装运通过大西洋的过剩煤炭量越来越多，因此南非出口商已越来越关注对亚洲的出口。市场参与者指出，该等亚洲买家不太受环境法规的限制，因而通常需要较低品质的煤炭来供其业务所用。

根据 Argus 所述，API 3 的推出旨在为亚洲市场参与者提供更好的套利机会，同时使其套保活动简化。它指出，API 3 可用作较低等级南非



Kirby/Shutterstock.com

66

## API 8 目前正开始与中国国内一些定价点相关联，并提供套期保值的机会

*Evolution Markets* 董事总经理 Tom Hiemstra

煤炭的直接报价参考，或者用作计算较低等级煤炭相对于 API 4 (出口自理查德兹湾的较高等级煤炭的标准) 所需适当折扣的标准。市场参与者指出，迄今为止 API 3 的流动性较低。

南非也是 Argus 与 IHS McCloskey 所支持另一行动方案 (即建立国内内陆指数或实物交割期货) 的关注中心地。市场参与者指出，该等合约可通过约翰内斯堡证券交易所以及其他全球性交易所 (如芝加哥商品交易所或 SGX) 来清算。“如果同时可在国内外清算，那么潜在市场的规模可以翻番，” LCB 曾参与过该等合约开发的 Murray 先生表示。

其规格将以一种适合在南非国内使用或者出口至较远国家的较低等级的煤炭为准，Murray 先生称。“合约可与 API 3 以及 API 5 挂钩，因此生产商在从煤矿到交割港口的整个过程当中均能对其煤炭进行套保……在物流费用计入之前能够给出真正的煤价。”

这可能只是个开始。随着亚洲各国煤炭衍生品流动性的增加，Murray 先生认为将会有一系列广泛的指数推出，可能甚至还会包括印度进口煤炭的指数。“随着我们向前发展，我预期亚洲指数的流动性将会变得越来越高。”

不过其他市场参与者对此似乎并没有那么狂热。虽然许多煤炭指数可能会涌现出来，但他们相信大部分煤炭衍生品交易最终只会与这些指数中的两三个指数挂钩。“指数的优势在于让买价与卖价拉得更近，

从而使交易成本更低，”上述驻伦敦的煤炭交易员表示。“如果没有一个透明的市场，那么银行则会收取一笔风险溢价，这样各公司需要衡量是否值得支付风险溢价来完全排除风险，或者交易流动性更大的指数并保留基差风险是否会比较划算。”

### 迎头赶上

API 8 要赶上更具流动性的欧洲煤炭衍生品市场之前仍有很长一段路要走。根据 Leba 数据，2013 年基于 Leba 会员作为经纪商经手的场外煤炭衍生品合约的煤炭交易量增长了 32%，达到 30.28 亿吨。其中 21.4 亿吨来自与 API 2 挂钩的合约，而 4550 万吨则与 API 4 挂钩。Leba 旗下一位驻伦敦的顾问 Derek Willis 表示，在所有通过经纪商在欧洲进行的煤炭衍生品交易当中，Leba 会员作为经纪商所经手的交易占 90%；而通过经纪商进行的交易大约要占所有煤炭衍生品交易的 90%。

Leba 数据表示，去年欧洲煤炭衍生品的交易量中有 94% 得到清算，这与 2012 年的 71% 相比有所上升。那些交易当中有 60% 至 70% 左右是通过芝加哥商品交易所进行清算的，而剩下的有大半是通过 Ice 结算的。

随着掉期交易量的增长，有些公



司觉得目前正是推出其他新产品的时机。驻伦敦的经纪商 GlobalCoal 首席执行官 Eoghan Cunningham 指出，一个可能会使市场达到更高水平的想法是推出实物交割合约。据 Cunningham 先生所述，GlobalCoal 与 Ice 过去五年来一直致力于建立实物交割的煤炭期货合约，而该提议目前正在等待英格兰银行的审批。他表示合约可能会在今年第 2 季度推出。

期货合约将通过仓单系统来进行运作。根据该系统，煤炭的质量与数量在卸货时会得到认证，随之签发所有权文件。若使用所谓的大西洋煤炭期货合约，煤炭即可从诸如澳大利亚、哥伦比亚、波兰、俄罗斯、南非或美国之类的地方交割至鹿特丹。Cunningham 先生指出，虽然采用来自各国的煤炭扩大了合约的吸引力范围，但由于发电站所用的不同类型煤炭不能混合，因此多来源煤炭的实物交割并不那么简单。

他认为，合约对实物煤炭市场参与者来说应该会有吸引力，并将会有助于实物与金融定价的趋同。这在当前并不一定能够得到保证。Cunningham 先生还指出，建立更强的关联度会使煤炭衍生品市场对更大群体的潜在用户来说更有用。“虽然是基于实物交易，但 API 2、API 4 或者 [GlobalCoal] 纽卡斯特尔指数等现货结算基准的实物与金融定价在到期时并不一定趋同，”他说道。“市场的透明度和流动性在过去数年当中已大为改善，而目前这将是搭建成熟市场的最后一块积木。” ■



66

## 现在的情况不再是每个人都采用同样的商业模式。不同的参与者会出于不同原因来进行 [煤炭] 交易

伦敦商品经纪公司首席执行官 Clive Murray