Market Talks
教育中心

大宗商品 · 初级 · 第3课，共15课

谁在推动市场

生产商、用户、贸易商、投机者和投资者：谁在交易大宗商品、他们为什么交易，以及如何看出大型参与者在做什么

阅读约12分钟　8道测验题，附答案

大宗商品 · 初级 · 第3课，共15课

谁在推动市场

一句话概括

大宗商品市场汇集了两类交易者。套期保值者，例如农民、矿业公司、航空公司和食品公司，进行交易是为了防范他们已经面临的价格波动风险。投机者，例如基金和个人交易者，则承担这种风险，以期获利。贸易商、长期投资者、央行和政府也扮演着重要角色，而美国的一份每周报告会显示几类最大交易者的持仓情况。

交易的两个理由：保护还是获利

大宗商品市场中的每一笔交易都有买方和卖方，而他们各自出于两个理由之一进行交易。

- **套期保值者**在经营中已经面临价格风险。如果收获前小麦价格下跌，种小麦的农民就会亏损。如果小麦价格上涨，面包店就会亏损。双方都可以利用市场锁定价格，**降低**这种风险。这就叫**套期保值**。
- **投机者**在这种大宗商品上没有实物业务。他们**接受**价格风险，因为他们期望从价格波动中获利。对冲基金、交易公司和个人交易者都属于投机者。

这两类人互相需要。一个想在今天就卖出下一个秋季收成的农民，需要有人愿意在今天买入。有时买方是面包店或面粉厂，但很多时候是认为价格会上涨的投机者。投机者让套期保值者的交易变得更容易、成本更低，作为回报，他们承担了套期保值者想要转移出去的风险。

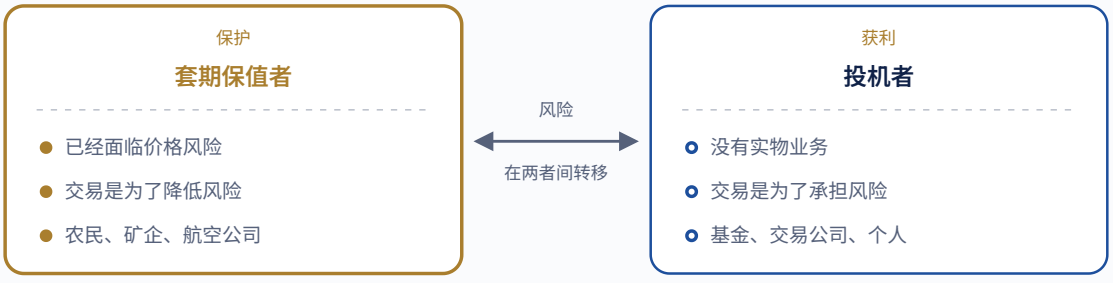


图1. 套期保值者交易是为了降低已有的价格风险。投机者承担这种风险，以期获利。

生产商：担心价格下跌

农民、矿业公司和石油生产商都是大宗商品的卖方。他们最大的风险是在卖出之前价格下跌。农民在春季就要支付种子、燃料和化肥的费用，却要在几个月后才能卖出收成。一座铜矿无论铜价如何变

化，都有固定成本。

为了保护自己，生产商可以在今天就商定将来能拿到的价格，通常的做法是**卖出期货合约**。如果之后市场价格下跌，他们在作物上亏损，但在期货上获利。如果价格上涨，他们在作物上获利，但在期货上亏损。无论哪种情况，最终结果都接近他们锁定的价格。第4课和第5课会讲解期货如何运作。

套期保值并非没有代价，也并非总被采用。进行套期保值的生产商放弃了从价格上涨中获利的机会，许多生产商只对预计销售量的一部分进行套期保值。



图2. Emma的套期保值：无论玉米价格下跌还是上涨，她的作物收入加上期货结果，合计都大致相同。

例子：Emma锁定玉米价格

Emma在美国种植玉米。春季时，她预计秋季能收获**50,000蒲式耳**，12月交割的期货价格为每蒲式耳**$4.50**。她卖出10份玉米期货合约，每份5,000蒲式耳，锁定约50,000 × $4.50 = **$225,000**。

如果到收获时价格跌到$3.80，她卖出玉米得到$190,000，但期货获利$0.70 × 50,000 = $35,000。合计：**$225,000**。如果价格反而涨到$5.20，她卖出玉米得到$260,000，但期货亏损$35,000。合计：仍然是**$225,000**。无论发生什么，她都清楚自己的收入，可以提前规划。（这个简单的例子忽略了手续费，以及当地价格与期货价格之间的细小差异。）

用户：担心价格上涨

另一方是**购买**大宗商品的企业：购买航空煤油的航空公司，购买小麦和糖的食品公司，购买原油的炼油厂，购买铜的电缆制造商。它们的风险正好相反：价格上涨会侵蚀利润。它们可以通过**买入期货**进行套期保值，为将来需要的燃料或原料锁定今天的价格。

是否进行套期保值是一项有利有弊的经营决策，各家公司的选择并不相同。美国航空公司Southwest Airlines多年来实施着一项知名的燃油套期保值计划，但在2025年结束了这项计划，目前表示与大多数

竞争对手一样，完全承受燃油价格变化的影响。该公司预计2026年将使用约**22亿加仑**航空煤油。在这样的规模下，每加仑价格每上涨**1美分**，就会使其全年燃油支出增加约**$2,200万**。

2026年燃油价格跳涨时，没有进行套期保值的航空公司承受了全部涨幅，而已有套期保值安排的航空公司则受到部分保护。价格下跌时，情况正好相反。这就是每个用户都要面对的取舍。



图3. 对于大宗商品的大用户来说，即使很小的价格变化也会累积起来。Southwest Airlines已不再对燃油进行套期保值。

贸易商与加工商：链条的中间环节

在矿山或农场与最终用户之间，有一批购买、储存、运输、调和及加工大宗商品的企业。**贸易商**，也称贸易公司，向生产商购买，再卖给世界各地的用户。在能源和金属领域，知名公司包括Vitol、Trafigura和Glencore。在粮食领域，四大贸易商ADM、Bunge、Cargill和Louis Dreyfus常被合称为“ABCD”。

贸易商靠物流和时机赚钱：在大宗商品便宜的地方买入，在需要它的地方卖出；在供应充足时储存，在供应紧缺时卖出。由于持有大量库存，它们会用期货对大部分价格风险进行套期保值。炼油厂、面粉厂、大豆压榨厂和金属冶炼厂等**加工商**也是如此：它们最关心的是原材料的采购成本与产品售价之间的差额。

贸易商和加工商近距离观察实物市场的供求，因此它们的动向受到其他交易者的密切关注。



图4. 大宗商品经由贸易商和加工商从生产商流向用户。每一方都可以在期货市场进行套期保值。

投机者：承担别人想要转移的风险

投机者的规模从极大到极小不等：

- **对冲基金和商品交易顾问（CTA）。**许多机构采用趋势跟踪策略：价格上涨时买入，价格下跌时卖出。另一些则根据供求研究进行交易。
- **交易公司和银行**，它们以自有资金进行交易，持仓时间往往很短，有助于保持价格的连续性。
- **个人交易者**，主要交易较小的合约、差价合约（CFD）或基金。

投机者带来**流动性**：正因为有他们，农民或航空公司通常能迅速以公平的价格找到交易对手。但当许多投机者押注同一方向时，他们可能把价格推得比单靠供求所能达到的更远。当这种拥挤的持仓发生逆转时，价格可能变动得非常快。这就是交易者关注投机者持仓情况的原因，下文会对此进行说明。

投资者、基金和央行

有些参与者既不是套期保值者，也不是短线投机者。他们长期持有大宗商品：

- **指数投资者**把资金投入跟踪综合性大宗商品指数的基金，以便把储蓄分散到股票和债券之外，或者抵御通胀。据Bloomberg估计，2025年底约有**$1,088亿**的资金在跟踪其商品指数。
- **黄金投资者**购买金条、金币和交易所交易基金（ETF）。根据世界黄金协会的数据，2025年黄金ETF流入**801吨**，总投资需求达到**2,175吨**。
- **央行**把黄金作为储备的一部分持有。2025年它们购买了**863吨**，是黄金市场最大的需求来源之一。

向投资者出售大宗商品产品的银行称为**掉期交易商**，它们通常会在期货市场上对这些产品进行套期保值，因此投资者的资金最终也会影响期货价格。

看清谁持有什么：COT报告

在美国，**美国商品期货交易委员会（CFTC）**每周发布一份名为**交易商持仓报告（COT）**的报告。它根据截至**周二**的数据，显示大型交易者在各个期货市场的持仓情况，通常在**纽约时间周五15:30**发布。

这份报告的详细版本称为分类COT报告（Disaggregated COT），它把大型交易者分为四类：

- **生产商/贸易商/加工商/用户（Producer/Merchant/Processor/User）：**生产、加工、包装或经营实物大宗商品，并利用期货管理风险的企业。
- **掉期交易商（Swap Dealers）：**主要是为向客户出售的产品对冲风险的银行。
- **管理基金（Managed Money）：**对冲基金、商品交易顾问以及类似的专业资产管理人。
- **其他可报告交易者（Other Reportables）：**不属于上述类别的其他大型交易者。

规模太小、无需报告的持仓被归为**非报告头寸（Non-reportable）**，主要来自较小的交易者。CFTC按交易者的主营业务而不是每笔交易的目的进行分类，所以这些类别是一份很好的参考，而不是精确的地图。中级第4课会讲解交易者如何解读这份报告。

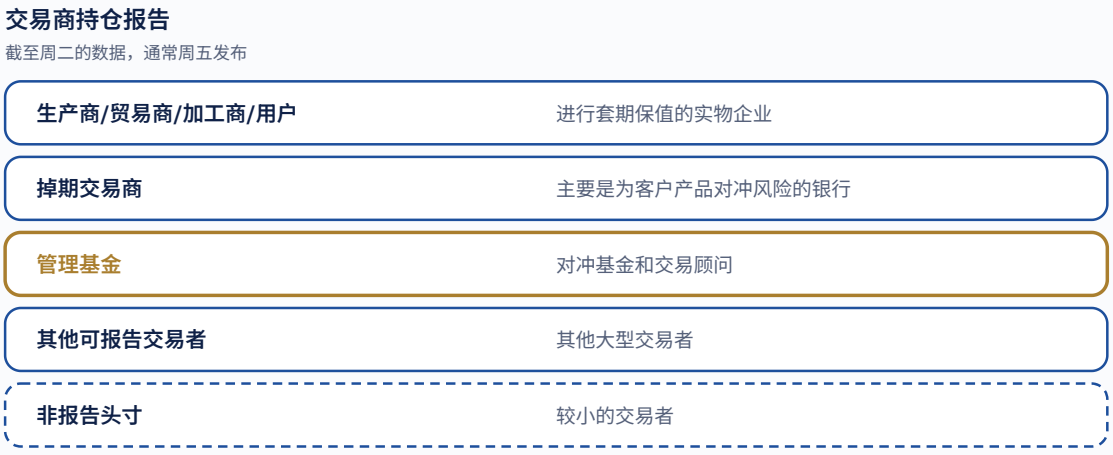


图5. 每周的COT报告按主营业务对大型交易者进行分类。

交易大厅之外的力量

一些最大的价格推动因素根本不是每天都在交易：

- **政府和生产国集团。**OPEC+决定其成员国的目标产量。政府可以禁止出口、调整税收和关税，或者释放应急储备。例如，IEA估计，2026年6月OECD石油库存减少的6,200万桶中，约有4,400万桶来自政府储备的释放。
- **天气。**一场干旱、霜冻或飓风可能在几天内改变农作物、天然气和石油的供应。
- **美元和利率。**大多数大宗商品以美元计价，而利率会影响持有大宗商品库存的成本。第14课会讲解这些联系。

交易所里的交易者会对所有这些力量作出反应。所以当价格变动时，要问的不只是“谁在买？”，还有“现实世界发生了什么变化？”

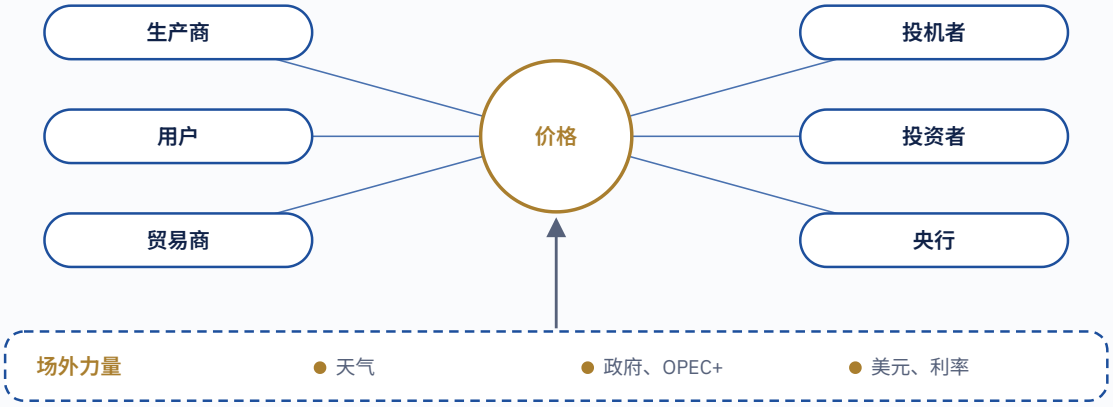


图6. 许多群体围绕价格进行交易，而天气、政府和美元则从外部影响价格。

这对交易者为何重要

- **了解交易的另一方是谁。**套期保值者交易是为了降低风险，并不试图预测下一步走势，投机者则在做预测。大幅波动往往出现在两类人中的一方改变看法的时候。
- **套期保值的资金流向是可预测的。**农民会在播种和收获前后卖出，生产商常在价格上涨时卖出，以锁定较好的价格。这可能减缓上涨行情。
- **拥挤的交易逆转得很快。**当管理基金在某一方向上持有非常大的头寸时，一个意外就可能引发争相离场。COT报告有助于发现这种情况。
- **关注场外力量。**一次OPEC+会议、一份天气预报或一项政府决定，在当天可能比任何图表形态都更重要。

关键术语

套期保值者（hedger）	为降低已经面临的价格风险而进行交易的企业，例如农民、矿业公司、航空公司或食品公司。
套期保值（hedging）	建立一个在业务因价格变动而亏损时获利的头寸，使整体结果接近计划中的价格。
投机者（speculator）	在某种大宗商品上没有实物业务、为求获利而承担价格风险的交易者。
贸易商（merchant）	在生产商和用户之间购买、储存、运输和销售实物大宗商品的公司。也称贸易公司。
加工商（processor）	把大宗商品原料加工成产品的企业，例如炼油厂、面粉厂或金属冶炼厂。

流动性	买入或卖出有多容易、成本有多低，同时不会对价格造成太大影响。
掉期交易商（swap dealer）	通常是银行，向客户出售大宗商品产品，并在期货市场上对冲风险。
管理基金（managed money）	COT报告中的类别，指对冲基金和商品交易顾问等专业资产管理人。
交易商持仓报告（COT）	CFTC每周发布的报告，根据周二的数据显示美国期货市场大型交易者的持仓情况，于周五发布。
CFTC	美国商品期货交易委员会，美国期货和期权市场的监管机构。

要点总结

1. 交易者要么进行套期保值，以降低已有的价格风险；要么进行投机，以从价格波动中获利。市场两者都需要。
2. 生产商担心价格下跌，通常通过卖出期货进行套期保值。用户担心价格上涨，通常通过买入期货进行套期保值。
3. 贸易商和加工商处于链条的中间，靠物流、时机和差价赚钱，并对大部分价格风险进行套期保值。
4. 投机者带来流动性，但当许多投机者押注同一方向时，可能把价格推得更远。长期投资者和央行也是重要的买方，尤其是在黄金市场。
5. CFTC每周发布的交易商持仓报告显示生产商和贸易商、掉期交易商、管理基金以及其他大型交易者的持仓情况。

自我测验

请为每道题圈出一个答案。答案及解释在下一页。您也可以在 markettalks.info 在线完成此测验，并立即查看得分。

1. 套期保值者和投机者的主要区别是什么？

- A 套期保值者总是赚钱，投机者总是亏钱
- B 套期保值者交易是为了降低已经面临的价格风险；投机者则为求获利而接受价格风险
- C 投机者必须接收大宗商品的实物交割
- D 两者没有区别

2. 一家铜矿企业担心在卖出明年的产量之前铜价会下跌。它可以怎么做?

A 买入铜期货
B 卖出铜期货以锁定价格
C 买入黄金期货
D 什么也做不了，矿山无法套期保值

3. Emma为50,000蒲式耳锁定了每蒲式耳$4.50的价格。收获时价格为$3.80。不计手续费，她的总结果是多少?

A $190,000
B $225,000
C $260,000
D $35,000

4. 下列哪家企业最有可能通过买入期货进行套期保值?

A 石油生产商
B 种小麦的农民
C 需要航空煤油的航空公司
D 金矿

5. Southwest Airlines预计2026年将使用约22亿加仑航空煤油，且不再进行套期保值。每加仑价格上涨1美分，大约会使其全年燃油支出增加多少?

A $220万
B $2,200万
C $2.2亿
D $22亿

6. 投机者为大宗商品市场带来了什么?

A 货物的实物交割
B 流动性，让套期保值者更容易交易
C 固定的价格
D 政府监管

7. 在分类COT报告中，哪个类别包括对冲基金和商品交易顾问?

A 生产商/贸易商/加工商/用户

B 掉期交易商

C 管理基金

D 非报告头寸

8. 每周的COT报告通常在什么时候发布？显示的是哪一天的数据?

A 周一发布，显示上周五的数据

B 周五发布，显示此前周二的数据

C 每天发布，显示当天的数据

D 每月发布一次

答案与解释

1 B

套期保值者交易是为了降低已经面临的价格风险；投机者则为求获利而接受价格风险

套期保值者，例如农民或航空公司，在经营中已经面临价格风险，交易是为了降低这种风险。投机者在这种大宗商品上没有实物业务，承担风险是为了获利。

2 B

卖出铜期货以锁定价格

生产商担心价格下跌，所以可以卖出期货。如果价格下跌，期货上的收益会抵消铜售价的降低。

3 B

$225,000

她卖出玉米得到$190,000，期货获利$35,000，所以合计$225,000，正是她锁定的金额。

4 C

需要航空煤油的航空公司

大宗商品的用户担心价格上涨，所以会买入期货来锁定今天的价格。石油公司、农民和矿山等生产商则通常卖出期货。

5 B

$2,200万

22亿加仑 × $0.01 = $2,200万。对于大宗商品的大用户来说，很小的价格变化也会累积成很大的金额。

6 B

流动性，让套期保值者更容易交易

投机者常常是套期保值者交易的对手方。这种流动性让农民、矿业公司和航空公司能够更快、更低成本地进行套期保值。

7 C

管理基金

管理基金涵盖对冲基金和商品交易顾问等专业资产管理人。生产商、贸易商、加工商和用户自成一类。

8 B

周五发布，显示此前周二的数据

CFTC通常在纽约时间周五15:30发布COT报告，依据的是同一周周二的持仓数据。

资料来源

- CFTC，分类交易商持仓报告：说明注释: https://www.cftc.gov/MarketReports/CommitmentsofTraders/DisaggregatedExplanatoryNotes/index.htm
- CFTC，交易商持仓（COT）报告说明: https://www.cftc.gov/MarketReports/CommitmentsOfTraders/index.htm
- Southwest Airlines Co.，2025财年10-K表格: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/92380/000009238026000004/luv-20251231.htm

- 世界黄金协会，《黄金需求趋势：2025年全年》: https://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-full-year-2025
- Bloomberg，Bloomberg Commodity Index 2026年目标权重公布（2025年10月30日）: https://www.bloomberg.com/company/press/bloomberg-commodity-index-2026-target-weights-announced/
- OilNOW，IEA预测2026年石油需求平均比2025年低100万桶/日（2026年7月）: https://oilnow.gy/featured/iea-forecasts-2026-oil-demand-to-average-1-million-b-d-below-2025/

Market Talks

继续学习

下一课：第4课
现货、期货与差价合约（CFD）

本课属于 MARKET TALKS 教育中心的大宗商品课程。初级课程免费，每课都配有测验和可下载的PDF。中级和高级课程面向会员开放。

教育中心
从基本原理到高级主题的课程

市场分析
主要市场的技术面与基本面分析

报告
比特币、黄金、白银、SPX等

markettalks.info

Telegram @MARKET_TALKS

仅供教育用途。本文件的任何内容均不构成投资建议。© 2026 MARKET TALKS。欢迎在不作修改的前提下分享本PDF。