

## 貿易公司做什麼：套利、物流與風險

*Dr Alexander Ressos, TEP*  
*Attorney-at-Law (Switzerland), Solicitor (Hong Kong),*  
*Solicitor (England & Wales)*

大宗商品貿易公司在原材料供應充足的地方買入，在有需求的地方賣出，並在此過程中組織運輸、倉儲、加工和融資。這一行業常被漫畫式地加以描繪，而日內瓦恰恰承載了其中相當大的一部分業務。本文介紹貿易商經營哪些商品、如何訂立合同、利潤從何而來，以及在買入與賣出之間承擔哪些風險。

### 1 商品與合同

從日內瓦進行交易的大宗商品分為三大類。能源類包括原油、成品油、液化或經管道輸送的天然氣、煤炭、電力，以及生物燃料和排放證書等日益增多的轉型產品。金屬和礦石類包括銅、鋁、鋅、鎳等基本金屬，鐵礦石、貴金屬和精礦。農產品類包括穀物、油籽及其油脂、糖、咖啡、可可、棉花和化肥。據 *Le Temps* 2025 年 11 月 18 日報道，瑞士 58% 的大宗商品貿易在日內瓦州進行，主要品類為石油、燃料、礦石、金屬和農產品。

每筆交易都以一份買賣合同為基礎，合同約定商品、質素、數量、價格或定價公式、交貨地點和條件、付款方式、責任分配以及爭議解決。交貨條件通常援引國際商會（ICC）的《國際貿易術語解釋通則》（Incoterms），該通則確定風險和費用由賣方轉移至買方的時點。現行版本《2020 年國際貿易術語解釋通則》（Incoterms 2020）於 2019 年 9 月 10 日發佈，2020 年 1 月 1 日生效，

## 貿易公司做什麼：套利、物流與風險

共有十一條規則，其中四條（FAS、FOB、CFR 和 CIF）僅適用於海運和內河運輸。合同中還包含不可抗力條款、在履約變為違法時允許中止或終止合同的制裁條款，以及仲裁條款。

價格很少是一個固定數字。它通常參照某一市場報價來表示，例如期貨結算價或專業機構發佈的指數，再加上或減去反映質素、地點和特殊條件的升水或貼水。由於最終價格往往要到交貨後才能確定，現貨貿易與形成基準價格的金融市場緊密相連。付款條件則在各方之間分配信用風險。跟單信用證——即買方銀行承諾憑相符單據付款——至今仍是經典工具，受國際商會《跟單信用證統一慣例》（UCP 600）調整，該慣例自 2007 年 7 月 1 日起施行。

## 2 利潤從何而來

業內人士將貿易商的收入稱為套利，即經濟意義上利用價差獲利。地域套利是在某種商品充裕的地方買入、在其稀缺的地方賣出，當價差超過運費及附帶費用時即可獲利。時間套利是買入並儲存商品以待日後出售，當遠期曲線呈期貨溢價（contango）結構、即遠期價格高於現貨價格且足以覆蓋倉儲和融資成本時，這種操作便有利可圖。質素套利是通過調和原油、成品油或穀物，使其符合價值更高的規格。形態套利則是對商品本身進行加工，如煉製原油、冶煉精礦或壓榨油籽，這也正是大型貿易公司紛紛收購煉油廠、冶煉廠、碼頭和船隊的原因。

生產商和消費者也會向貿易商支付一定利潤，由其代為承擔營銷、物流和套期保值。由於利潤率相對於交易量而言很薄，盈利能力取決於低利潤業務的反覆操作、高效的組織以及嚴格的風險控制。市場波動時期，這些價差會擴大。Bilan 於 2025 年 3 月 3 日援引麥肯錫的一項研究報道稱，該行業的淨利潤自疫情以來翻了一番，2022 年達到 1040 億美元。

### 3 套期保值及其副作用

買入與賣出之間市場價格的變動可能吞噬全部利潤，因此貿易商利用在交易所或場外交易的期貨、期權和互換進行套期保值。買入一批現貨時，貿易商賣出同一商品的等量期貨，待貨物轉售時再將其買回。若期間價格下跌，貨物上的損失由期貨上的收益抵消；價格上漲時則效果相反。剩下的是基差風險，即現貨價格與期貨價格之間的差額，這一風險通常較小，也更可預測。

套期保值本身也會產生風險。交易所頭寸需要繳納保證金，在市場波動時可能要求在短時間內籌集大量現金。歐洲中央銀行 2022 年 11 月的 *Financial Stability Review* 指出，2022 年年中的初始保證金約為 2021 年底的兩倍，TTF 天然氣合約在 2022 年 8 月底達到每兆瓦時 339 歐元。托克（Trafigura）在 2022 年 12 月 8 日的新聞稿中宣佈，已與約 140 家銀行將其信貸額度總額提高至 730 億美元。場外合約還會帶來交易對手風險。若現貨頭寸未能如計劃實現，套期保值本身就會失去對沖而暴露於風險之中，這正是該行業歷史上的重大虧損往往源於未對沖頭寸或控制失靈的原因。

### 4 物流、單據與風險

貿易既是定價業務，同樣也是物流業務。一船石油在碼頭裝貨，由租用的船舶運輸，可能經過倉儲，然後在買方設施卸貨。每個環節都需要合同、單據、檢驗、保險和付款。通過經紀人租船是一項核心能力，因為波動的運費決定了地域套利究竟是否可行。

單據承載著整筆交易。承運人簽發的提單證明已收到貨物，使持有人有權在貨物到達時提貨，並可作為物權憑證轉讓或質押。檢驗證書證明質素和數量，原產地證書、海關文件和保險單據則使整套文件齊備。跟單信用證項下的付款取決於這些單據是否相符，而單據欺詐利用的正是這種依賴關係。

## 貿易公司做什麼：套利、物流與風險

除價格風險外，貿易商還承擔買方付款和賣方交貨兩方面的信用風險，延誤、貨損和承運人違約帶來的物流風險，以及徵收、出口限制和衝突帶來的政治風險。制裁風險自 2022 年以來已成為主要關切，指與受制裁國家、公司或個人之間已在進行的交易突然變為違法。法律與合規風險涵蓋腐敗、洗錢、違反制裁以及盡職調查失職，這些都可能導致刑事追訴。支付給當地代理人的佣金是一個特別薄弱的環節，因為其中一部分可能被轉給公共決策者。因此，大型貿易公司要求進行身份核查、訂立書面合同，併為每一筆佣金提供合理依據。

最近的兩次危機考驗了這些防線。根據美國商品期貨交易委員會（CFTC）於 2020 年 11 月 23 日發佈的中期報告，2020 年 4 月 20 日，2020 年 5 月 WTI 合約以每桶負 37.63 美元結算。擁有倉儲能力的貿易商以低價買入石油待日後出售而獲利，另有數家貿易商則倒閉，其中一些倒閉案揭露出了欺詐行為。

### 5 要點

**價差就是產品。**貿易公司的利潤來自商品在地點、時間、質素和形態上的差異，以及為生產商和消費者提供營銷和套期保值服務所收取的費用。

**套期保值轉移風險而非消除風險。**衍生品保護利潤免受價格波動影響，同時卻產生基差風險、流動性風險和交易對手風險，2022 年的追加保證金即為明證。

**單據和中間人是風險暴露點。**付款對單據的依賴以及對當地代理人的使用，正是欺詐和腐敗風險集中之處，這也解釋了合規職能如今為何舉足輕重。

## 6 資料來源

- « En Suisse, 58 % du négoce de matières premières s'effectue dans le canton de Genève » , *Le Temps* , 2025 年 11 月 18 日。
- ICC , Incoterms 2020 , 2019 年 9 月 10 日發佈 , 2020 年 1 月 1 日生效 ( 據 Wikipedia « Incoterms » 詞條概述 ) 。
- ICC , Uniform Customs and Practice for Documentary Credits , 2007 年修訂版 ( UCP 600 ) , 2007 年 7 月 1 日起施行。
- « Trade finance : négoce à Genève, gare à l'hémorragie » , *Bilan* , 2025 年 3 月 3 日。
- 歐洲中央銀行 , *Financial Stability Review* , 2022 年 11 月。
- Trafigura , 2022 年 12 月 8 日新聞稿。
- 美國商品期貨交易委員會 ( Commodity Futures Trading Commission ) , 關於 2020 年 4 月 20 日及前後 NYMEX WTI 交易的中期報告 , 2020 年 11 月 23 日。

---

僅供一般參考。本文不構成法律或稅務意見，不能取代針對個別情況的專業意見，亦不建立律師與客戶關係。本文反映截至 2026 年 9 月的法律狀況。

網上版本：[hk.helveticaregister.com/what-a-trading-house-does](https://hk.helveticaregister.com/what-a-trading-house-does)