

封面文章

加快发展商品期货市场 积极发挥
大宗商品投资在财富管理中的作用

服务·实体

持续精准帮扶，为胶农
收入撑起保护伞

人物·对话

郭晓利：三十三载，“期
货报国”路上的追梦者

创新·探索

标准合约简论

全球视野

上半年全球场内衍生
品成交量爆发式增长

中国期货

CHINA FUTURES



中国期货业协会
China Futures Association

自律·服务·传导

准印证号：京内资准字 0720—L0173 号

www.cfachina.org (内部资料 免费交流)

2020年第4期 总第76期





(图片来源：财经VPHOTO)

图片新闻

据新浪财经报道，8月22日，“2020青岛·中国财富论坛”在青岛召开，中国证监会副主席方星海同志出席并发表演讲。

方星海副主席在演讲中指出，大宗商品投资是大类资产配置中一项重要投资类别，在实现财富增值方面具有坚实的理论基础和丰富的实践经验。相比国际市场，我国大宗商品市场投资虽然起步较晚，但经过多年的改革与发展，在资产配置和财富管理领域发挥了积极作用。今年以来受新冠肺炎疫情冲击，全球政治经济格局发生深刻变化，大国博弈显著加剧，全球各类资产价格剧烈波动，在此情况下，全球资产管理难度显著增加，国内大宗商品投资的财富管理价值凸显。推动我国大宗商品领域财富管理市场发展，一是进一步丰富产品，为财富管理提供更多优质的产品供给；二是进一步畅通大宗商品市场投资者财富管理的渠道；三是推动期货市场加大对外开放，构建全球财富管理新格局；四是加强监管，提高财富管理机构治理能力；五是继续做好投资者宣传教育工作。

方星海副主席还表示证监会将通过稳妥有序引入新的内外资期货公司，推动期货行业提升服务实体经济的能力。

1990年，在“只能成功，不能失败；只能前进，不能后退”的誓言中，中国郑州粮食批发市场成立，也开启了中国探索发展期货市场的大门。

三十年过去，弹指一挥间。

在一批又一批勇于开拓、敢为人先的期货人的不懈坚持和探索中，我国期货市场从无到有、从小到大、从乱到治，从商品到金融，从场内到场外，进入了既有期货合约又有期权合约、既有境内参与者又有境外参与者的多元开放时代，走出了一条独具特色的发展之路，在全球地位显著提升。这既是我国资本市场“三十而立”的重大成就，也是当前新一轮改革开放的重大成果。

改革开放使中国发展成为世界第二大经济体。在中国经济向高质量发展阶段迈进的今天，中国期货市场的发展，也进入了新的历史方位。

当前，全球政治经济格局发生深刻变化，大国博弈显著加剧，世界进入动荡变革期，今后一个时期我们将面对更多逆风逆水的外部环境；国内发展环境也在经历深刻变化，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。国内外环境的深刻变化既带来一系列新机遇，也带来一系列新挑战。加大期货、期权产品供给和制度供给，为实体经济提供更多风险管理和套期保值工具，掌握商品市场定价主动权，服务经济社会避险需求，对我国这样一个经济大国来说具有重要意义。

可以说，上海、郑州、大连，从南到北，期货市场价格信号的跳动，反映出关系国计民生的大宗商品的供需关系，折射着中国乃至世界经济未来发展的走向脉络。期货市场的价格发现、风险管理

的市场功能被越来越多的实体企业所认可，所运用。提供“中国价格”信号，构建中国期货市场价格体系，打造具有国际影响力的大宗商品定价中心，加大期货市场对外开放，助力构建全球财富管理新格局，助力国强民富，是新时代我国期货市场的新使命、新担当。

然而，历史的发展从来都不是一帆风顺的。面对更加不确定性的未来，如何加快期货衍生品市场建设，满足各类经济主体风险管理的需求，成为摆在期货人面前必须回答的课题。近日，20多年来首次接受新设期货公司申请，就释放了期货市场科学应变、主动求变，全面深化改革的信号。

三十而立！我们已经走过跌宕起伏、艰难探索的发展初期，少了彷徨，多了自信；少了青涩，多了成熟。未来已来！我们将以习近平新时代中国特色社会主义思想为指引，坚持贯彻“四个敬畏、一个合力”的监管理念，加快建设多元化、多层次、开放型的期货市场，加快提升期货服务实体经济的能力，强化专业素质、专业能力、专业作风、专业精神，用澎湃的“期货力量”助力形成国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

世上无难事，只要肯登攀！



P08 期货市场发展 30 周年专题

1990年，中国郑州粮食批发市场成立，标志着中国探索发展期货市场的大门正式开启。30年弹指一挥间，我国期货市场走过了从无到有、从小到大、从乱到治的历程，进入了开放创新的发展新阶段

编印单位 中国期货业协会
编委会主任 洪磊
编委会委员 王明伟 张晓轩 陈东升
吴亚军 王颖 冉丽
执行主编 王春卿
责任编辑 贾燕 杜春艳 张陶陶
张冬 贾昆鹏 魏冉
媒体顾问 祝惠春
电话 010-88086106
传真 010-88087060
地址 北京市西城区金融大街33号
通泰大厦C座八层
邮编 100140
E-mail chinafutures@cfachina.org
网址 www.cfachina.org
准印证号 京内资准字 0720-L0173号
发送对象 中国证监会及系统相关单位、
中国期货业协会会员单位、
有关部委等
设计制作 北京永行传媒广告有限公司
印刷单位 北京雷杰印刷有限公司
印刷日期 2020年8月
印数 3500册

“期”事速览

- 04 “期”事速览·国内
- 06 “期”事速览·国际
- 07 “期”事速览·协会动态

封面文章

- 09 加快发展商品期货市场 积极发挥大宗商品投资在财富管理中的作用
文 / 方星海
- 12 借鉴新证券法制度创新 推进期货投资者保护工作
文 / 洪磊
- 15 稳中求进 奋发有为 建设世界一流交易所
文 / 上海期货交易所
- 20 三十而立，“郑”向未来
文 / 郑州商品交易所
- 25 脚踏实地 大胆探索 努力走出一条成功之路
文 / 大连商品交易所
- 32 积极推进金融期货市场发展，助力资本市场枢纽作用发挥
文 / 中国金融期货交易所
- 37 创新为帆，专业为楫，以奋斗者姿态开拓期货公司高质量发展的
新航程
文 / 王化栋

* 本出版物为双月出版。

* 本出版物文章未经允许，不得转载。



P46

郭晓利：三十三载，“期货报国”路上的追梦者



P55

标准合约简论

服务·实体

41 持续精准帮扶，为胶农收入撑起保护伞 文 / 新潮期货

人物·对话

46 郭晓利：三十三载，“期货报国”路上的追梦者 文 / 曲德辉

50 对话郭晓利：改革与发展30年，推动期货市场再定位、再认识、再发展 文 / 曲德辉

创新·探索

55 标准合约简论 文 / 王学勤

62 CME 外汇期货市场风险应急处置机制介绍 文 / 黄博

观察家

67 上海原油期货服务石化产业分析 文 / 胡玥

环球视野

72 上半年全球场内衍生品成交量爆发式增长 文 / 刘日



“扫一扫”关注
中国期货业协会官方微信

银行间外汇期权市场推出报价接口服务

6月15日,中国外汇交易中心(下称“交易中心”)发布通知,拟于2020年6月16日起在银行间外汇期权市场(包括人民币外汇期权和外币对期权)推出报价接口服务。据悉,交易中心此举旨在进一步活跃期权市场报价,提高期权报价效率。

上期所与平安银行签署仓单业务合作协议

7月2日,上海期货交易所(下称“上期所”)与平安银行签署标准仓单交易业务合作协议,共同推动上期标准仓单交易平台期现合作业务进一步发展。据悉,截至目前,上期所已与工、农、中、建等七家银行签署标准仓单交易业务合作协议,为期货结合业务夯实了基础。

郑商所举办“大宗商品风险管理”线上论坛

7月9日,郑州商品交易所(下称“郑商所”)发布通知,拟于2020年7月15日至9月2日举办“大宗商品风险管理”线上圆桌论坛(第2期)。据悉,论坛旨在提高投资者利用期货及衍生工具进行风险管理的认识和能力,更好地管理市场风险,论坛内容涵盖甲醇、纯碱、动力煤、白糖、棉花等品种。

上期所下调原油等7个品种保证金比例

7月14日,上海期货交易所及其子公司上期能源发布公告,下调原油、燃料油、低硫燃料油、石油沥青、天然橡胶、20号胶和纸浆等7个期货品种的交易保证金比例和涨跌停板幅度。据悉,根据市场波动灵活调整相关期货品种的保证金水平和涨跌停板幅度,为成熟期货市场常见且有效的风控手段。

郑商所增加仓单交易品种

7月16日,郑州商品交易所发布公告,自2020年7月17日上午9点起增加综合业务平台仓单交易业务硅铁、锰硅、尿素、红枣交易品种。据悉,上述交易目前暂免收取手续费,其他事宜按照《郑州商品交易所综合业务平台管理办法》《郑州商品交易所仓单交易业务指引》执行。

大商所8个期货品种引入做市商

6月22日,大连商品交易所(下称“大商所”)发布公告,确定了豆油、棕榈油、黄大豆1号、焦煤、焦炭、玉米淀粉、鸡蛋和粳米共计8个品种首批期货做市商名录。据悉,大商所目前已有18个期货品种实施做市商制度,实现了主要品种做市业务的全覆盖。

大商所开展生猪期货仿真交易

7月8日,大连商品交易所(下称“大商所”)发布通知,为扎实做好生猪期货上市准备工作,计划于2020年7月10日起开展生猪期货仿真交易。据悉,此次生猪期货仿真交易挂盘合约拟为一个近月合约和一个远月合约。

上清所推出商品衍生品CCP组合保证金业务

7月10日,银行间市场清算所(下称“上海清算所”)发布通知,推出大宗商品衍生品中央对手清算业务组合保证金业务。据悉,上海清算所此举意在防范系统性风险的同时,通过组合保证金降低市场参与者成本,激发市场活力,为实体经济提供更高效的大宗商品风险管理工具。

中金所与浦发银行签署战略合作协议

7月15日,中国金融期货交易所与上海浦东发展银行签署战略合作协议。据悉,双方将在业务创新、客户服务、国际业务、联合党建等方面开展紧密务实合作,共同推动金融期货的功能发挥和市场稳步发展,拓宽服务实体经济的深度和广度。

证监会依法对国盛期货等机构实行接管

7月17日,据证监会官网消息,鉴于新时代证券、国盛证券、国盛期货隐瞒实际控制人或持股比例,公司治理失衡,为保护投资者合法权益,维护证券市场秩序,根据《证券法》《证券公司风险处置条例》《期货交易管理条例》有关规定,证监会决定自2020年7月17日起至2021年7月16日对其依法实行接管。

《证券期货违法行为行政处罚办法》征求意见

7月17日,据证监会官网消息,证监会在《行政处罚法》基础上,结合新《证券法》有关规定,起草了《证券期货违法行为行政处罚办法(征求意见稿)》并向社会公开征求意见。据悉,该办法旨在规范证券期货行政处罚相关执法行为,维护市场秩序,保障相关公民、法人和其他组织的合法权益。

上期所开展差异化收取保证金系统演练

7月21日,上海期货交易所(下称“上期所”)发布通知,拟于2020年7月25日开展差异化收取保证金全市场系统演练,相关事宜参见《差异化收取保证金演练指南》。据悉,届时上期所交易品种的投机和套保头寸将以不同的交易保证金率来收取。如遇交易保证金水平与现行执行不同,则按保证金水平高的执行。

上期所开展铝、锌期权上市前系统演练

7月24日,上海期货交易所(下称“上期所”)发布通知,拟于2020年8月1日(周六)和2020年8月9日(周日),开展两次铝、锌期权上市前的全市场生产系统演练,相关事宜参见《铝、锌期权生产系统演练指南》。

中金所批准1家非期货公司会员资格

7月31日,中国金融期货交易所(下称“中金所”)发布公告,批准建设银行成为交易结算会员。据悉,目前中金所共有会员152家。其中,期货公司全面结算会员27家、交易结算会员91家、交易会员29家;非期货公司交易结算会员5家。

《证券期货行政和解实施办法》征求意见

8月7日,据证监会官网消息,证监会对《行政和解试点实施办法》进行修订,起草形成《证券期货行政和解实施办法(征求意见稿)》及其说明并向社会征求意见。据悉,该办法旨在进一步发挥行政和解在化解行政资源与行政效率之间的矛盾、及时补偿投资者损失、尽快恢复市场秩序等方面作用。

证券期货业软件测试指南等行业标准发布

7月17日,据证监会官网消息,证监会已于近日发布实施《证券期货业软件测试指南 软件安全测试》《证券期货业移动互联网应用程序安全规范》《证券期货业于银行间业务数据交换协议 第1部分:三方存管、银期转账和结售汇业务》等三项金融行业标准。

上期所举办第一期交易员、结算交割员考试

7月24日,上海期货交易所(下称“上期所”)向会员发布通知,拟于7月30日下午举办第一期交易员、结算交割员考试。据悉,本次考试由上期所会员单位自行组织,采用在线方式进行,交易员、结算交割员考前视频培训通过上期所网站进行。

大商所就保证金业务进行创新优化

7月29日,大连商品交易所(下称“大商所”)发布通知,自2020年8月3日起推出国债作为保证金业务,并对标准仓单作为保证金业务进行优化。据悉,此举可进一步丰富期货保证金形式、降低交易成本、提升运行效率,并在优化投资者结构、深化对外开放等方面发挥积极作用。

郑商所开展2020年度高级分析师评选

7月31日,郑州商品交易所(下称“郑商所”)发布通知,决定开展2020年度高级分析师评选活动。据悉,此次评选活动设置15个品种类别,每个类别最多评选8名高级分析师,意在持续推动郑商所上市品种分析师队伍建设,选拔优秀研发人员。

大商所举办2020年十大期货投研团队评选

8月7日,大连商品交易所(下称“大商所”)发布通知,拟于2020年8月28日至11月27日举办“2020年大连商品交易所十大期货投研团队评选”活动。据悉,该项活动旨在支持大商所会员单位加强投研团队建设,促进期货公司投研能力和产业服务水平提升。

Eurex 首次完成通胀利率互换交易清算

6月9日,据Eurex Clearing消息,日前已完成通胀利率互换交易清算。据悉,Eurex Clearing为全球领先的中央对手方,隶属于德意志交易所集团,首个交易申报由法国巴黎银行、德国联合银行和法国兴业银行发起,反映了国际银行致力于满足终端客户需求以及更多参与OTC交易清算的决心。

香港 OTC 结算金融服务提供者名单更新

6月24日,香港金融管理局(下称“金管局”)与证券及期货事务监察委员会(下称“证监会”)对场外衍生工具交易结算责任所涉及的金融服务提供者名单进行年度更新,并发表联合咨询总结。据悉,金管局及证监会网站提供咨询总结文件及名单下载服务。

Euronext 推出新指数期货合约

7月1日,泛欧交易所(Euronext)宣布推出基于ISEQ 20®指数的新期货合约。据悉,Euronext运营的ISEQ 20®指数由市值和交易额排名的前20家爱尔兰最大上市公司组成,体现了爱尔兰经济的国家基准。同时,该项合约的推出也标志着Euronext泛欧国家基准指数期货系列的完成。

港交所推出首批 MSCI 期货合约

7月6日,香港交易及结算所有限公司(下称“港交所”)正式推出与MSCI签订的新指数授权协议下的首批期货合约,从而为扩充港交所衍生产品组合迈出重要一步。据悉,首批10只MSCI指数期货合约以美元计价,分别追踪澳洲、中国内地、印度、印尼、日本、马来西亚、台湾及泰国等市场的相关标的。

CFTC 批准最终互换交易商资本规则

7月22日,美国商品期货交易委员会(CFTC)一致通过了有关互换交易商(SD)和主要互换参与者(MSP)新资本和财务报告要求的最终规则。据悉,该规则对于不受银行监管机构监督的SD和MSP规定了新的资本要求,并对SD和MSP提出了财务报告总体要求。

CME 和 B3 共同开发新的大豆合约

6月22日,芝加哥商品交易所集团(CME)和巴西交易所(B3)宣布达成协议,共同为巴西国内和全球市场参与者开发风险管理产品。根据协议条款,CME和B3将于2020年第三季度推出巴西大豆期货,目前尚待监管部门的批准。

ASX 计划推出 5 年期国债期货合约

6月26日,澳大利亚证券交易所(ASX)宣布计划于2020年第四季度末在ASX24市场上推出5年期国债期货合约。据悉,5年期国债期货合约旨在进一步丰富完善现有利率期货市场体系,以便参与者能够以更高效和更有效的方式管理其风险敞口。

CBOE 完成对 EuroCCP 的收购

7月1日,芝加哥期权交易所(CBOE)宣布完成对EuroCCP的收购。据悉,EuroCCP为一家泛欧股票清算公司,目前为37个交易场所进行交易清算,占据欧洲有组织市场股票交易约95%的份额,此举为计划于2021年上半年推出的CBOE欧洲衍生品铺平了道路,目前尚待监管部门的批准。

CME 通过谷歌云增添客户访问权限

7月15日,芝加哥商品交易所集团(CME)宣布,客户可以通过谷歌云(Google Cloud)访问其延迟和JavaScript Object Notation(JSON)格式的期货数据,而无需在Google Cloud上配置服务器、安装网络或管理基础架构。据悉,通过添加云解决方案,客户可以更方便地使用CME有价值的市场数据产品套件。

SGX 推出亚洲首只国际房地产投资信托期货

8月4日,据新加坡交易所(SGX)消息,SGX将于8月24日推出新交所富时EPRA Nareit亚洲(除日本外)指数期货和新交所iEdge S-REIT领先指数期货。据悉,富时EPRA Nareit全球房地产指数系列是一个广受认可的全球基准,iEdge S-REIT领先指数是新加坡房地产投资信托市场中流动性最强的指数。

期货公司高管人员任职资质测试合格名单公布

6月24日,中国期货业协会公布2020年6月期货公司高管人员任职资质测试合格人员名单。据统计,合格人员共分为三类,其中董事层合格人员31人,经营层合格人员50人,首席风险官10人,共计91人。

期货从业人员资格考试举办

7月3日,中国期货业协会发布通知,为积极支持行业复产复工,同时切实做好疫情防控工作,研究决定原拟于2020年3月14日、5月16日及7月18日举行的期货从业资格考试合并于7月25日举办。

北京期货经营机构负责人座谈会召开

7月14日,中国期货业协会(下称“协会”)网站信息显示,7月13日下午,协会召开北京地区期货经营机构座谈会。会上,洪磊会长指出行业 and 协会发展面临的主要问题并提出下一步发展目标,就今年下半年协会拟开展的重点工作听取了参会机构负责人的意见建议。与会机构负责人踊跃发言、积极建言献策。

中期协发布2020年招聘公告

8月5日,中国期货业协会发布2020年招聘公告,诚聘优秀人才加盟。据悉,本次招聘分为校招类岗位和社招类岗位两类。其中,校招岗位涉及统计分析、法律类相关专业,社招岗位涉及政法、财经、文史类相关专业。

修订后的中期协纪律惩戒程序发布

8月10日,中国期货业协会发布通知,《中国期货业协会纪律惩戒程序(修订)》经第五届理事会第十次会议审议通过并发布实施。据悉,本次修订包括纪律惩戒适用情形、从业人员纪律惩戒种类、案件处理的具体程序、自律监察委员会及申诉委员会会议召开及形成决议条件、适用范围等内容。

网络课程《Web应用安全交流》发布

6月29日,中国期货业协会发布通知,拟将制作完成的网络课程《Web应用安全交流》在协会网络培训平台以点播课程形式发布。据悉,该课程旨在提升期货公司信息技术人员的专业能力,并实行“新发课程一个月内免费”的激励机制。

金融科技和科技监管系列直播培训举办

7月13日,中国期货业协会发布通知,拟与资本市场学院联合举办“未来已来——科技、监管与期货”系列直播培训。据悉,该培训旨在促使行业了解金融科技和科技监管的前沿动态,拓展互联网思维及学习大数据、云计算、人工智能等科技监管理念,理清数据安全边界,推进互联网信息技术与业务的融合。

中期协第五届理事会第十次会议成功召开

7月29日,中国期货业协会(下称“协会”)网站信息显示,协会第五届理事会第十次会议在北京召开,会议听取并审议通过了《中国期货业协会2019年、2020年上半年工作总结和2020年下半年重点工作安排》等议案。证监会副主席方星海出席会议并讲话,协会党委书记、会长洪磊主持会议,并向理事会做了工作报告。

“七课讲透原油期货”系列视频培训发布

8月6日,中国期货业协会发布通知,拟将制作完成的“七课讲透原油期货”系列视频课程在协会网络培训平台以点播课程形式发布。据悉,该课程共计7门14学时,旨在满足行业了解、熟悉原油期货的迫切需求,加强期货经营机构原油期货及相关产业投研、市场人员的培养,进一步推动期货市场创新发展。

2019年度服务实体经济优秀案例名单公布

8月13日,中国期货业协会(下称“协会”)发布公告,经严格评审,21篇2019年度期货经营机构服务实体经济案例入围协会“优秀案例库”。据悉,协会前期组织开展了“2019年度期货经营机构服务实体经济优秀案例征集活动”,活动期间共收到来自行业的案例102篇。



期货市场发展30周年专题

1990-2020

【编者按】

1990年，中国郑州粮食批发市场成立，标志着中国探索发展期货市场的大门正式开启。30年弹指一挥间，我国期货市场走过了从无到有、从小到大、从乱到治的历程，进入了开放创新的发展新阶段。在中国经济向高质量发展阶段迈进的今天，我们回顾期货市场发展历程，总结30年的发展成就，明确新时代期货市场发展的新方位、新使命，为下一步发展做好准备。

不忘来时路，整装再出发。新的时代，期货市场肩负新的发展使命。在发挥期货市场价格发现和风险管理基础功能的同时，我们要继续发扬期货人开拓进取、百折不挠的精神，积极发挥大宗商品投资在财富管理中的作用，加强投资者保护，将中国的期货市场建设成为具有全球影响力的开放的市场。



加快发展商品期货市场 积极发挥大宗商品投资在财富管理中的作用

文 中国证监会副主席 方星海

改革开放以来,我国经济建设取得了举世瞩目的成就,社会财富快速增长和积累。根据瑞信全球财富报告,2019年我国金融财富总量达到36.2万亿美元,占全球金融财富比重从2002年的2.4%提升至16.2%。党的十九大报告指出,“要创造更多物质财富和精神财富以满足人民日益增长的美好生活需要”。有效提升财富管理效能,既是广大人民群众拓宽财

富增值渠道的迫切需求,也是优化金融资源配置、集中社会资本更好支持国家经济高质量发展的重要手段。明代著名思想家丘濬在其著作《大学衍义补》中提出:“善于富国者,必先理民之财。”讲的就是这个道理。证监会将继续采取有力措施,促进我国财富管理行业稳步发展,扩大开放,使我国资本市场成为全球机构投资者配置资产的重要场所。今天,我想结

合国内外经济金融形势,主要谈谈大宗商品作为一项重要资产投资类别在财富管理中的作用。

一、大宗商品投资在财富管理发挥着重要作用

大宗商品投资是大类资产配置中一项重要投资类别,在实现财富增值方面具有坚实的理论基础和丰富的实践经验。

一是大宗商品投资可交易品种多，交易方式和策略灵活丰富。商品门类谱系多样，涵盖能源、有色、黑色、农产品、贵金属等，不同类别的商品特点差异明显。商品期货交易可以双向操作，既可以做多也可以做空，投资策略丰富。1949年，专门投资商品期货市场的管理期货基金CTA诞生。几十年来，CTA行业成为全球发展最快的投资领域之一。根据巴克莱对冲基金数据库统计，全球CTA基金规模从1980年3.1亿美元发展到2019年3184亿美元，规模显著扩大。国际投资银行等大型金融机构也不断布局大宗商品投资领域。2019年底，美国银行业持有商品衍生品合约的名义金额达1.5万亿美元，较2000年的2200亿美元明显增长。

二是大宗商品具有独特的风险收益特征。相关研究表明，相较于经典的“60%股票+40%债券”投资组合的收益率呈现出肥尾、左偏的特征，商品指数收益率则有更高的右偏概率。2008年四季度全球爆发金融危机，美国银行业在利率、权益和信用衍生品交易中全部亏损，但在商品衍生品交易中实现盈利，凸显了商品资产在系统性风险冲击下更好的抗风险特性。

三是大宗商品与股票、债券等资产相关性低，对于投资组合的优化效果明显。在组合中加入商品配置，可以增加分散化，获得给定风险水平下更高的投资回报率。数据显示，今年前7个月，国内豆粕、白银等20多个期货品种与上证综指的收



益率相关性不到0.3。同时，由于大宗商品价格与通胀走势联系紧密，商品是直接对抗通胀最有效的投资工具之一。自另类投资理念和“美林投资时钟”理论兴起后，大宗商品在资产配置中的比重快速上升。花旗集团数据显示，截至今年7月底，全球大宗商品基金管理的资产升至5700亿美元，创2011年以来的最高水平。

二、我国大宗商品投资的发展现状

相比于国际市场，我国大宗商品市场发展及投资虽然起步较晚，但经过多年改革与发展，在资产配置和财富管理领域也发挥了积极作用。

一是商品期货市场产品体系和市场规模不断扩容，为资产配置和财富管理夯实了投资基础。目前，我国已上市的商品期货及期权品种合计达78个，基本覆盖农产品、金属、能源、化工等国民经济重要领域。投资者参与度和市场活跃程度不断提升。

按成交手数计，自2009年起，我国已成为全球最大的场内商品衍生品市场。今年前7个月，商品期货期权成交量累计达30.24亿手，同比增加43.2%，日均持仓2208万手，同比增长40.92%。而据美国期货业协会统计，今年7月底全球其他商品市场持仓量较去年底仅增长1.95%。国内商品期货市场在全球金融市场急剧波动的环境中为投资者提供了重要的避险手段和投资机会。

二是大宗商品期货市场的风险管理功能持续发挥。国内企业参与商品期货投资的广度和深度不断拓展，风险对冲投资需求得到有效满足。今年一季度末，A股除金融业外的上市公司衍生金融资产规模达到324.43亿元，较2019年底增长了1.6倍，是5年前的近十倍。截至7月底，期货公司风险管理子公司场外衍生品商品类未了结名义金额805.94亿元，较一季度末增长14.24%。

三是各类投资者参与大宗商

品投资的相关渠道不断拓宽。去年，挂钩豆粕期货、有色金属期货、能源化工期货的3只商品期货ETF产品成功发行上市，公募基金布局大宗商品期货投资领域有了新的突破。目前，我国投资商品类的公募基金已达57只，规模480亿元。私募基金领域，投向期货及其他衍生品的交易保证金规模达777.63亿元，较去年年底增长56.32%。

四是大宗商品期货市场开放取得新突破。2018年以来，我国先后有原油、铁矿石、PTA、20号胶、低硫燃料油等5个期货特定品种实现对外开放。总体看，境外投资者积极参与，市场有序运行。期货价格发现和套期保值功能有明显提升，实现了我国期货市场对外开放的良好开端。

但与此同时，应客观地看到，当前大宗商品投资在居民财富管理中还存在不足。比如，我国还没有上市商品指数期货产品，商品期权数量较少，功能发挥有待提升。商品指数基金和商品指数ETF市场发展刚刚起步，在资管产品中占比仍然处于低位。金融机构商品类资产投资和管理能力还有待提高。

三、积极发挥大宗商品投资在财富管理中的作用

今年以来，受新冠肺炎疫情冲击，全球政治经济格局发生深刻变化，大国博弈显著加剧，各类资产价格剧烈波动。在此情况下，全球资产管理难度显著增加，国内大宗商品投资的财富管理价值凸显。我国是全球最

大的大宗商品进口国和贸易国，原油、大豆、铜、铁矿石等多个品种进口量和消费量高居全球榜首，对外依存度较高。加快发展商品期货市场，引导更多储蓄投资于大宗商品，掌握商品市场主动权，服务经济社会避险需求，对我国这样一个经济大国来说具有重要意义。今年是我国建立期货市场30周年。30年来，我国期货市场从无到有、从小到大、从乱到治，走出了一条独具特色的发展之路，当前面临广阔的发展前景。新形势下，大宗商品期货投资应该在助力“国强民富”中发挥更积极的作用，助力形成“国内国际双循环相互促进”的良好格局。推动大宗商品领域财富管理市场发展，未来需要重点做好以下几方面工作：

一是进一步丰富产品，为财富管理提供更多优质产品供给。“工欲善其事，必先利其器。”丰富多元的投资工具和产品是大宗商品领域财富管理市场发展的基础。我国商品衍生品市场还有很大潜力可挖掘。下一步，要继续完善期货品种体系建设，加快商品指数和更多商品期货期权品种研发和上市。支持相关机构开发更多商品指数基金、商品指数ETF等投资产品。

二是进一步畅通大宗商品市场投资者管理财富的渠道。“海纳百川，有容乃大”。我们将与有关部门共同努力，进一步推动国内银行、证券、保险、公募基金、养老保险基金等机构投资者规范利用商品期货市场进行资产配置。另一方面，我们也鼓励各类财富管理机构在满足风险防范和合规要求下，进一步拓宽大宗商品资产

配置渠道，全方位、多角度满足投资者需求。

三是加快推动期货市场对外开放，构建全球财富管理新格局。逐步将具备条件的商品期货和期权品种国际化，对接国际通行实践，以我国超大规模市场优势，吸引更多境外投资者参与国内商品期货市场进行交易、风险管理和资产配置。提高我国商品期货全球定价影响能力，完善财富管理全球化布局的人民币大宗商品计价结算体系。

四是加强监管，提高财富管理机构治理能力。切实发挥监管效能，加快推进场外衍生品交易报告库等建设，做好风险分析研判，加强对涉及客户面广、风险波动高的产品的审核力度。加强监管协调，发挥监管合力，共同规范财富管理市场发展。敦促财富管理机构坚守合规经营底线，健全风控指标，强化投资者适当性管理，在各方共同努力下牢牢守住不发生系统性风险的底线。

五是持续做好投资者宣传教育工作。“业务发展，投教先行”。长期以来我国社会公众对大宗商品投资或商品期货市场了解不多，投资者宣传教育工作任重而道远。相信在市场各方的共同参与和努力下，期货市场的正面形象将真正深入人心，理性、成熟的大宗商品投资者队伍将日益壮大。■

（本文节选自中国证监会副主席方星海在2020年青岛·中国财富论坛上的讲话）

借鉴新证券法制度创新 推进期货投资者保护工作

中国期货业协会会长 洪磊

很高兴通过互联网与各位同仁见面，共同探讨“落实证券法实施、促进投资者保护”的话题，继续推进资本市场投资者教育保护工作。在此，我谨代表中国期货业协会热烈祝贺第三届中小投资者服务论坛顺利召开，对本次论坛的组织和支持单位表示诚挚感谢！

开年以来，面对新冠肺炎疫情肆虐、国际间贸易投资受阻、金融市场波动剧烈等多重考验，我国资本市场保持了正常开市和平稳运行，市场治理能力不断提高，投资环境充满活力，投资者的信心和活跃度都有增强。党的十九大明确提出“必须坚持人民为中心的发展思想”，保护投资者合法权益正是人民性的体现。易主席曾在公开讲话中强调：“投资者是资本市场发展之本，尊重投资者、敬畏投资者、保护投资者，是资本市场践行以人民为中心发展思想的具体体现，也是证券监管部门的根本监管使命”。因此，保护好投资者尤其是中小投资者的合法权益，是资本市场的出发点和落脚点，也是监管和自律工作的出发点和落脚点，做好这项工作就是要建立以信义义务为核心的法治环境。

信义义务是资本市场法治化进程中不可或缺的要素，是金融机构忠实于投资者利益、恪尽勤勉与服务责任的必然要求。目前，我国直接融资和间接融资的不平衡格局正在改变，同时带来了风险承担逐步由机构向由投资者的转变。投资者将财产的处置权托付于管理人，这是一种高度的信任，这就要求受托人必须严格履行信义义务。信义义务的行为标准比合同义务要求更为严格，需要通过立法、行政和自律规则来确立。从“九民纪要”到新《证券法》颁布，法治建设不断强化，并细化到公司治理和内控等具体落实环节中。规则严密，标准明确，执行严格，将成为投资者保护的重要保障。下面，我结合对新《证券法》投资者保护制度设计的理解，以及期货及衍生品行业加强投资者保护工作的思考，谈几点认识：

一、新《证券法》的出台，推进了证券市场的市场化法治化改革，构建了更为严密的投资者保护体系

今年是我国资本市场建立30周年，也是新《证券法》实施元年。新《证

券法》体现了多年以来证券市场在改革发展、监管执法和风险控制等方面的实践经验，为我们保护投资者权益提供了重要启示：

一是明确机构的信义义务和举证责任。新《证券法》对普通投资者和专业投资者做出不同的权益保护安排，实现与投资者适当性管理的相互匹配；证券经营机构在与普通投资者发生纠纷时需要“自证清白”。二是创新探索出的证券民事诉讼制度，强化了投资者维权的话语权和主动权，落实了对资本市场违法犯罪行为的“零容忍”，有效震慑了财务造假、披露不实等危害市场的行为。三是提高违法违规成本、加大惩处力度，从源头切断了损害投资者权益和资本市场的动机。这些制度安排有利于加大违规机构的法律责任，迫使机构遵守诚实守信、勤勉尽责的基本准则，也就是对融资主体和中介机构的信义义务提出了更高、更明确的要求，这对于增强投资者保护、提升投资者信心、完善



整个资本市场信用环境具有极大促进作用。

二、新《证券法》的思想内核和制度创新，对期货及衍生品市场的顶层设计有积极借鉴作用

随着新《证券法》的颁布，《期货法》的制定也加快了进程。我国的期货市场和证券市场有相似性，投资者都是以“散户”为主，特点是投机性强，专业性、成熟度和风险管理能力弱，需要更审慎全面的法律保护措施。新《证券法》中许多关于投资者保护的成熟经验就可以直接借鉴到《期货法》立法中，具体有以下几点：

一是在立法中确立全面的投资者保护和教育体系，明确法律主体责任，从市场参与、经营、自律和监管等多个角度，全方位保障维护投资者权益举措的落地。二是分类保护投资者，降低投资者维权成本。“举证责任倒置”“集体诉讼”等原则为期货

及衍生品市场解决“举证繁”“维权难”等问题提供了借鉴。三是强化机构全面的主体责任和诚信义务，让投资者适当性管理更加充分。期货及衍生品产品结构复杂、不易于理解，期货经营机构更应当充分了解投资者的需求、充分揭示投资风险，并向合适的投资

者提供相匹配的衍生品或服务。四是落实自律组织的责任，规范自律组织建设。新《证券法》对证券行业自律组织的功能职责做出了更详细的规定，这也督促我们要将法治建设内化到协会的工作中。既要进一步规范组织内部职能，又要在自律、服务、传导中



自觉落实法律要求，形成内外一体遵纪守法的良好生态。

三、以保护投资者为出发点，大力推进我国期货及衍生品市场发展，增强服务实体经济能力

根据海外成熟市场的经验，金融在现代经济中的发展会经历三个阶段，第一阶段：当经济发展处于工业化阶段，银行在金融体系中会发挥绝对主导作用，它能有效地将储蓄转化为投资，具有集中力量办大事的优势，满足大规模投资需要。第二阶段：当大规模工业化过程完成，经济发展更多依靠创新和细分市场过程中，资本市场在资源配置中将发挥决定性作用，风险承担者开始由机构转向投资者，以基金为代表的资产管理行业登上历史舞台。第三阶段：随着资本市场机构化进程进一步加快，市场博弈由散户主导逐步转向机构主导，这就对资产配置、产品定价和流动性提出了更高要求，复杂的结构化产品设计、深度参与衍生品市场就成为中介机构更好服务投资者的必然选择。这一阶段，期货及衍生品市场将发挥更大功能作用。我国金融市场的发展，已经开始由第一阶段转向第二阶段，向第三阶段迈进的趋势也初步显现。从今年的疫情防控及经济复苏可以看出，企业避险需求上升，更多企业运用合作套保管理经营风险，机构及投资者参与期货及衍生

品市场的需求前所未有地提升。

面对这种趋势，协会作为自律管理的重要力量，应当承担更多责任、发挥更大的作用。具体可以开展三方面工作：

一是搭建行业信用评价体系，弘扬行业信义文化。早期货市场的发展条件不足、监管缺失、爆发了很多问题，行业规范和信用较差。当前，期货市场要改变形象、更好地发挥服务实体经济的功能，首先要加强信用建设。协会可以发挥贴近行业和会员这个优势，向行业提供信用服务，从合规性、稳定性、专业性和信息披露等四个维度记录机构信用情况，以出具信用报告的形式替会员机构背书，给其增信，进而提升行业与协会的公信力和影响力。

二是优化协会信息化管理服务水平，打造一站式“网上协会”。信息透明度是衡量一个行业健康发展的重要标尺。协会今年开展的作风问题专项整治工作，就将完善网站建设、增强行业信息透明度、提升会员服务质量作为作风整治重点任务之一。目标是打造行业拥护、市场欢迎、监管信赖、社会公信的行业协会。通过网站升级改造，方便会员机构办事，方便投资者查找到各类信息，包括机构及从业人员信息及诚信数据，产品信息、行业数据及研究报告，政策法规及自律规则、投诉接待及咨询解答、纠纷调解等。这将是顺应行业发展趋势，加强投资者教育和保护工作的创新，也

是提升自律管理工作效率的必要之举。

三是加强机构及从业人员自律管理，维护行业良好发展秩序。协会的权力来自会员的让渡，自律管理的最大优势是制定规则流程相对简便，执行规则成本低。协会2017年底发布了《期货经营机构投资者适当性管理实施指引》，近几年开展了大量投资者适当性培训工作，并通过现场检查督促期货经营机构执行落实，取得了积极效果。下一步，随着品种更新和投资者的多元化发展，协会将在自律管理手段上进一步强化，明确现场检查、违规处理、投诉调解等工作流程，提高自律执纪的效率。大力开展行业宣传、传播正确投资理念，促进行业合规及廉洁文化建设。大力加强居间人、服务商等期货服务机构自律管理，维护行业秩序。目前协会已经完成了《居间人管理规则》起草，正在征求行业意见，力争明年初实施。

朋友们！做好投资者保护工作需要多方合力、多措并举。中国期货业协会将紧紧围绕证监会关于资本市场保护投资者工作的核心要求，顺应新形势下期货及衍生品行业的快速发展需要，以建设行业信用体系、强化机构信义义务为重点，扎扎实实做好期货行业自律和投资者教育保护工作，建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。■

（本文为中国期货业协会会长洪磊在“第三届中小投资者服务论坛”上的讲话）

稳中求进 奋发有为 建设世界一流交易所

文 上海期货交易所

作为我国期货市场试验起步最早的地区之一，上海以得天独厚的金融背景、环境和条件，成为中国期货市场的主力军。上世纪80年代末90年代初，伴随着中国改革开放和社会主义市场经济体制改革的推进，期货热潮在全国范围内迅速蔓延，上海加快了商品市场建设步伐，多家商品交易所在上海如雨后春笋般相继涌现。

到1993年下半年，全国各类期货交易所已经多达50多家，期货经

纪机构近千家，诸多问题随之凸显，中央及时决策，对期货市场进行了两次清理整顿。1993年11月4日，国务院下发《关于坚决制止期货市场盲目发展的通知》，开始了第一次清理整顿工作，期间，上海农业生产资料交易所、上海化工商品交易所、上海石油交易所和上海建筑材料交易所合并成为上海商品交易所。1998年8月1日，国务院下发《关于进一步整顿和规范期货市场的通知》，开始了

第二次整顿工作。经过两次清理整顿，全国50多家期货交易所逐步裁撤、合并，最终只保留上海、郑州和大连3家商品期货交易所，上市期货品种由50多个压缩至12个，并且各个品种在各个交易所不再重复设置，期货公司数量也由300多家减少至约160家。在治乱清市的工作之后，1999年5月4日，随着一声锣响，上海期货交易所（以下简称“上期所”）合并试营运仪式在上海期货大厦交易大



厅启动，上期所迈出了历史第一步。

上期所这二十年来的发展，是中国期货市场的一个缩影。通过这段发展历程可以看出，上期所在服务实体经济、服务国家战略等方面，特别是推出一批关系国计民生的大宗基础工业品期货品种上线，为整个实体经济提供了风险管理工具，起到了助力经济社会发展的作用。据 FIA 统计，按成交合约张数计算，上期所成交量已连续 4 年在全球场内商品衍生品市场排名首位。上期所多年坚持不懈的探索和实践，也侧面展现了中国期货市场 30 年来的服务实体经济之路。

一、蹄疾步稳，上期所的成长之路

1999 年成立以来，上期所在充分吸取前期货市场发展经验和教训基础上，始终坚持服务实体经济的根本宗旨，牢牢守住不发生系统性风险的底线，通过在品种开发、制度建设、市场推广和一线监管等方面下苦功、做文章，不断深化改革，促进期货市场的价格发现和风险转移功能有效发挥，持续提升期货市场服务实体经济的质量和效率。

（一）扩大产品供给，初步形成“一主两翼”产品体系，提升服务实体经济的广度和深度

我国作为世界第二大经济体和绝大部分大宗商品的最大生产、贸易、消费国，客观上需要建设一个与金融发展程度相匹配、风险管理需求

相适应、竞争力强的期货衍生品市场，逐步形成以期货价格为基准，具有一定国际影响力的市场化定价体系，充分发挥市场对资源配置的决定性作用。上期所紧紧抓住这个契机，持续扩大产品供给，初步形成“一主两翼”的多元化产品体系。

“一主”方面，上市期货品种由成立之初的 3 个增加至 19 个，包含铜、铝、锌、铅、镍、锡、黄金、白银、螺纹钢、线材、热轧卷板、原油、燃料油、石油沥青、天然橡胶、纸浆、20 号胶、不锈钢和低硫燃料油期货（其中有 3 个国际化品种），促进相关产业链企业通过期货市场更好地进行价格风险管理。目前，上期所正在稳步推进国际铜、氧化铝和航运指数等期货的上市工作，进一步丰富产品种类和完善品种序列。

“两翼”方面，2018 年 5 月 28 日上线上期标准仓单交易平台，进一步促进多层次商品市场体系建设，满足实体企业多元化需求，打通期货市场服务实体经济发展的“最后一公里”。目前，已开展铜、铝、铅、锌、镍等 8 个品种标准仓单交易，未来还将增加交易品种和交易模式，更好地促进期现两个市场的互动。同时，上期所先后上市了铜、天然橡胶、黄金、铝和锌的期货期权，进一步完善了衍生品市场结构，丰富了产品层次，服务广大生产、消费和贸易企业多样化保值需求。2018 年以来，上期所在“做优、做精、做强商品期货”主线的基

础上，实现了商品期货期权等衍生品和仓单交易平台的“两翼齐飞”。

（二）充分发挥期货市场功能，促进产业升级，为企业保驾护航

多年来，上期所深刻理解金融要回归本源，服从服务于经济社会发展，始终把服务经济社会发展、服务产业行业作为一切工作的出发点和落脚点。通过交易所形成透明、规范、权威的期货市场价格体系，以有色金属行业为例，经过长期实践发展，逐渐形成了以上期所品种期货合约结算价格为基准签订现货合同的贸易习惯。

期货市场的发展还极大地促进了有色产业的升级。一方面，上期所为促进产业发展，落实国家环保政策，对交割注册品牌的质量、规格和包装以及企业内部质量管理、三废排放等各方面均提出了较高的要求，以此带动生产企业淘汰落后产能，提升清洁生产和环保水平。另一方面，行业信息化水平越来越高。上期所联合上海市质量和标准化研究院，率先于 2012 年起先后启动了两期“推进自动识别技术在有色金属交割仓库和注册生产企业试点应用”项目。在产业链企业的积极配合下，通过试点实践、评估论证、完善提升，最终形成了行业广泛认可的《有色金属冶炼产品编码规则与条码标识》行业标准，标准草案也在试点过程中得到了很好的应用验证，有效提升了行业信息化水平。

此外，中国有色企业借助国内期货市场提升了国际竞争力。上期所

合并成立于1999年，而我国有色行业正是从1998年到2002年期间，从原料的输入转变成商品的输出。由于有色行业原料采购与商品销售具有全球联动性，国际市场价格的涨跌会很快地传递到中国市场。有色企业在不断深入参与国际竞争的过程中，通过利用上期所的可期品种进行套期保值，将价格风险转移到资本市场上，有效地实现了成本控制，提升了国际竞争力。2008年，在那场突如其来又猛烈无比的次贷危机中，有的企业遭受了巨额亏损，有的企业更是从此消失。但有色金属行业受影响却较小，在当时大宗商品价格大幅下跌的情况下，很多有色金属企业当年生产经营大体稳定，其中不少企业甚至实现了盈利，正是得益于通过期现结合进行套期保值的企业经营战略。在这场风暴之后，有色行业利用期货市场提前锁定价格、减少损失的经验和案例广为流传，也为上期所推出黑色金属等期货品种打下基础。

（三）创新完善基础制度建设，提升市场运行效率

2004年国务院下达“国九条”，明确提出“稳步发展期货市场，在严格控制风险的前提下，逐步推出为大宗商品生产者和消费者提供发现价格和套期保值功能的商品期货品种。”这从发展中国特色社会主义期货市场的角度来说，给市场发展带来了东风，也提出了挑战，这意味着上期所必须要充分发扬勇于突破的改革精神，脚

踏实地、大胆创新。在短短21年的发展历程中，一共有24项全国第一和首创。

这24个“第一”，主要体现在：业务发展方面，实现国内期交所首家交割货物的定置管理、率先实现仓单的电子化和无纸化管理、首次批准境外交割品牌进行注册、首家启动保税交割、首家引进境外监控系统、创新交割仓单直通车、首次启动连续交易制度、首家采用单向大边的保证金收取方式、首家取消有价证券交存的有效期、建立首个编码标识行业标准，2018年，国内首个对外开放的期货品种——原油期货上市、首个提供标准仓单交易、结算、交割、风险管理等一站式服务平台——上期标准仓单交易平台上线。技术系统方面，国内首创完全精确可重演的分布式体系构架、首次行业内接口开放，率先开展机房托管业务、首家采用开放平台基础架构，首家交易系统技术指标达到国际先进水平的交易所，也是首家交易系统同城灾备切换运行的交易所、首家建成“两地三中心”运行模式的交易所、首家实现交易系统在异地灾备中心运行的交易所。市场推广和培育方面，创立我国期货和衍生品行业第一个国际论坛——上海衍生品市场论坛（即“5·28”论坛）、率先在期货市场行情转发方面实行授权认证制度、率先实现会员与交易所之间的资金业务管理系统、率先建成采用跨部门快速联动机制等功能的服务平台。

（四）推动风险管理意识逐渐深入人心

回顾上期所的发展历程，品种与业务方面实现了跨越式发展。同时，对市场风险意识的培养，兼顾好服务实体经济和保护投资者合法权益，也取得很大的收获。

一方面，在这个过程中，上期所牢记监管的人民性，坚持市场化法治化的监管取向，提升有效监管和科学监管的水平。上期所一直致力于全面梳理业务规则体系，完善监管依据，丰富监管手段，为充分保护投资者合法权益，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的市场提供更为坚实的制度基础。

同时，确保将《期货交易管理条例》《期货交易所管理办法》各项要求落实到交易所一线监管的各个环节，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。持续加强市场监管，严肃查处各类违规行为，坚决抑制过度投机，不断强化一线监管职责，充分保护投资者合法权益，维护市场健康、有序发展。面对市场新的变化，上期所从维护市场“三公”原则及期货交易各方的合法权益出发，坚持依法全面从严监管，充分利用科技监管手段，加强与国内国际同行协作，增强自律管理措施的威慑力，提升监管的效能，不断强化事前防范、事中监管及事后的查处，通过各种方式加大宣传力度，寓监管于服务之中，进行实实在在的投资者教育，不断提高防范和化

解风险能力。近些年来，业界对上期所一致的评价就是“规范”。上期所很珍惜市场的认可，将持续把市场运行的平稳健康作为市场功能发挥的基础，不断优化完善，做到更好。

另一方面，上期所通过投资者教育系列活动，建立市场服务中心，打造投资者教育基地，不断加强对投资者以及市场参与各方的教育培训；在复旦大学、南京大学、武汉大学合作开设带学分的期货相关课程，推动期货知识进入国民教育体系；形式多样地开展媒体培训，建设良好媒体生态。通过前置期货人才和市场参与者及媒体的培训，以点带面，不断增强国民大众对期货市场的正确认识，在全社会深化风险管理的理念。

二、对外开放，原油期货“破茧而出”

原油是工业体系中最重要原材料，是国民经济的血液。衣食住行中各个方面都离不开原油，因此原油也常常被称为大宗商品之王。但由于流通体制等原因，在我国商品期货市场日益丰富的产品序列中，原油期货这位主角的身影却长期缺位。

2001年10月，上期所成立原油期货上市工作小组，从此开始了长达17年的探索和研究。这期间，方案几经修改，凝聚了几代石油人和期货人的梦想与信念。2018年3月26日，上海原油期货终于在上期所子公司上海国际能源交易中心股份有限公

司（以下简称“上期能源”）成功上市。

上海原油期货身上，肩负着促进中国原油流通体制市场化改革的殷殷期望，承载着走出国门和改革开放再出发的重要使命。原油期货上市后运行平稳，迅速获得了国内外市场人士的普遍认可，国际能源署（IEA）、石油输出国组织（OPEC）、牛津大学能源研究院等国际机构都对上海原油期货高度关注并进行了客观公正的评价。

（一）人民币计价，满足企业贸易避险需求

上期所原油期货采用人民币计价，这站在中国的角度来看好像是再平常不过的事情，但从全球原油期货市场的角度看，却是很大的挑战。世界三大基准原油期货市场都采用美元计价，其中布伦特原油期货在英国挂牌交易，阿曼原油期货在迪拜挂牌交易，两者均没有采用本国货币，而是采用美元计价。

上期所原油期货采用人民币计价，一是得益于近年来人民币国际化程度的不断提升，比如2016年10月，人民币被纳入SDR（特别提款权）货币篮子，成为全球储备货币；二是中国经济的体量和质量均已今非昔比，企业贸易避险的需求支撑了人民币计价的上海原油期货。

（二）功能发挥，价格影响力不断提升

原油期货上市两年多来，在各方大力支持下，市场日趋成熟、功能逐渐凸显。一是市场规模增长，近月合

约全面活跃，部分交易日亚洲时段交易量超过布伦特原油，稳居全球前三大原油期货市场。今年上半年，日均成交17.53万手，日均持仓11.58万手，日均成交金额达514.33亿元。二是境外投资者参与度上升。境外投资者来自五大洲20个国家和地区，目前开户数比2019年底增长31.15%，交易量占比15%-20%；持仓占比20%-30%，较2019年底增长了1倍，境外法人机构中，不乏有一些世界最大的石化公司。三是对全球原油资源配置能力逐渐增强。交割油种包含阿联酋、阿曼、卡塔尔、伊拉克、也门、中国等国的油种，上市至今已交割5859.3万桶。今年6月总库容较3月底扩容了两倍多，超过6000万桶。四是“上海油”影响力稳步提升，服务实体经济效果显现。联合石化、壳牌、中海油等越来越多的企业在贸易中使用“上海油”价格作为基准价，华夏航空等企业也开始使用原油期货进行套期保值。

（三）期货市场对外开放的启明星

作为中国第一个对外开放的商品期货，原油期货上市的经验和相关制度设计为商品期货市场国际化探索出了一条可复制可推广的道路。同样是上期所的国际品种，2019年8月12日，20号胶期货挂牌交易，致力于服务国家“一带一路”建设倡议，加深与东南亚各国的政经往来和金融合作，参与交易的境外客户主要来自

新加坡、泰国和中国香港等国家和地区。2020年6月22日，低硫燃料油期货成功上市，有助于促进燃油市场更快地走入低硫时代，在构建清洁低碳、安全高效的能源体系过程中发挥重要作用。上期所积极学习国际最佳实践，已摸索出一套较为成熟的适应国际化的规则体系，走通了境外投资者参与的可行路径，市场逐渐被国际认可。

今年，上期所及上期能源均被列入欧洲证券及市场管理局（ESMA）的第三国交易场所交易后透明度评估正面清单，欧盟投资者参与交易将不再被要求公开披露交易后的相关信息和数据，提升了境外投资者的参与便利性。在上海原油期货这颗启明星的带动下，中国期货市场对外开放的大门将会越开越大。

三、未来已来，奋进新时代新征程

2018-2022年，是上期所第三个五年规划时期，恰恰和十九大到二十大，我国“两个一百年”奋斗目标的历史交汇期重叠。这既是贯彻新发展理念、建设现代化经济体系及富有国际竞争力的中国特色资本市场的关键时期，也是我国期货市场更好服务实体经济、服务国家开放战略的重要机遇期。在这样的背景下，上期所制定了《2018-2022年度战略规划》，囊括了交易所的长期目标、未来五年内的中短期目标以及为实现目标而制定的

战略主线和战略任务等内容。

按照规划，上期所将以“服务实体经济，用衍生品协助全球客户管理风险”为使命，以“稳健、合作、卓越、友善”为核心价值观，以“建设成为世界一流交易所”为长期目标，按照“以世界眼光谋划未来、以国际标准建立规则、以本土优势彰显特色”的基本思路，做好“寻标、对标、达标、夺标”四篇文章，紧紧围绕产品多元化、市场国际化、信息集成化、技术强所、人才兴所和全面风险管理等六大战略，努力提高上期所服务实体经济的能力和水平以及在全球范围内的影响力，最终实现“初步建设成为世界一流交易所”这一五年目标。

具体来说，产品多元化战略，核心是“一主两翼”。上期所将在发展“做优、做精、做强商品期货”这一主线的基础上，实现商品期货期权、指数等其他衍生品和仓单交易平台“两翼齐飞”；同时，创新和深化结算、交割、监查等服务，为“一主两翼”战略的持续推进提供支撑。市场国际化战略，核心是“引进来走出去”。上期所将通过引进境外投资者来推动现有品种和规则制度的国际化，并积极探索走出去路径，服务“一带一路”，与沿线国家开展务实合作。信息集成化战略，核心是“集中共享”。上期所将搭建信息平台来实现信息资源的整合和共享，并基于平台提供信息产品和服务，满足上期所和市场全方位信息需求。技术强所战略，核心是“迭代

更新”。上期所将建设安全可靠、自主可控、行业领先的新一代技术系统，同时持续强化技术管理能力，向世界一流交易所先进技术管理模式迈进。人才兴所战略，核心是“聚才用才”。上期所将通过完善人力资源管理体系和营造凝心聚力的企业文化，打造一支素质高、专业强、有责任担当和拼搏进取精神的国际化、创新型、管理型、研究型人才队伍。同时，完善法人治理结构，实现党的领导与会员治理的有机统一，以协同、高效的组织架构来应对全球竞争。全面风险管理战略，核心是“稳健可持续”。上期所将建设全面风险管理组织体系，以安全生产为目标，强化全面风险管理工作流程，完善全面风险管理保障机制，落实安全生产主体责任，将风险管理和安全生产理念融入企业文化建设的全过程中，为上期所安全稳健运行、业务可持续发展提供支持。

上海期货交易所合并成立以来二十余年的发展历程，是期货市场在我国不断深入探索改革开放的历程，是立足现实、着眼未来，借鉴中外成果，勇于创新 and 开拓实践的历程。今年是期货市场建设30周年，上期所将按照党中央、国务院和证监会的决策部署，准确把握新形势新任务新要求，上下齐心，履责担当，真抓实干，努力做好期货市场改革发展稳定各项工作，全力以赴朝着建立世界一流交易所的目标迈进，为期货市场和经济社会发展做出应有贡献！



郑州商品交易所
Zhengzhou Commodity Exchange

首页 | 关于交易所 | 上市品种 | 交易规则 | 会员服务

三十而立，“郑”向未来

✎ 郑州商品交易所

2020年是中国期货市场建立30周年，也是郑州商品交易所（简称郑商所）成立30周年。作为新中国首家期货市场试点单位，郑商所始终与时代携手同行，谱写了中国期货市场改革发展的辉煌篇章。30年来，郑商所完成了从现货交易到远期交易，从标准化期货交易到期权交易，从场内到场外，从最初5个交易品种到如今27个品种工具，从单一农产品期货交易所向开放综合性期货及衍生品定价中心的成功转型。三十载砥砺前行，郑商所已成长为国家战略的忠实

执行者和实体经济的坚定护航者。展望未来，郑商所将继续坚守服务国家战略和实体经济的初心使命，在证监会的正确领导下，以更加成熟自信的姿态，助力实体企业洞悉未来、驾驭风险、成就事业，助推实体经济持续、稳定、健康发展。

一、与新中国期货市场同步前行

（一）先行先试，大胆走出特色之路

20世纪80年代末，为解决商品

市场流通体制不畅通和不完善的问题，国家提出积极发展各类批发市场，开始探索期货交易。1990年10月，经国务院批准，郑州粮食批发市场作为内地第一家农产品交易所正式开业，成为全国期货市场试点的开始。1991年3月，郑州粮食批发市场达成了第一笔远期合约交易。1992年10月，中国第一部期货交易规则——《中国郑州商品交易所期货交易规则》诞生，开创了规范化期货交易交易的先河。1993年3月，郑商所挂牌成立，同年5月，顺利推出小麦、

玉米、大豆、绿豆、芝麻等5个品种的期货交易。至此，郑商所走出了一条由现货交易起步，到发展有保障的远期合同，最后引进期货交易机制的中国特色发展之路。

（二）整顿规范，坚守初心脱颖而出

郑州粮食批发市场开办以来，影响巨大，各地纷纷效仿学习。为规范期货市场发展，国务院和监管部门先后在1993年和1998年对期货市场进行了两次清理整顿。期间，郑商所会同河南省有关部门共同起草和出台了国内首部地方性期货法规——《河南省期货市场管理条例（试行）》，主动加强规范和自律，并完成了交易所会员制改造，建立了风险准备金制度，郑商所因此成为最终保留的三家期货交易场所之一。

（三）砥砺前行，紧跟时代转型发展

经过两次清理整顿，国内期货市场监管统一、主体精简、规则完善的格局基本确定。2004年1月，国务院发布《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，提出“稳步发展期货市场”，为期货市场创新发展奠定了基础。郑商所紧跟时代步伐，完成了向综合性、开放型期货及衍生品交易所的转变。

一是稳步推进，农产品价格中心雏形初显。2003年，郑商所改造原有小麦期货，推出强筋小麦期货交易，“延津模式”叫响全国。2004年6月，郑商所上市了清理整顿后第一

个新品种——棉花期货，标志着中国期货市场进入规范发展新阶段。此后，郑商所加快研发上市白糖、菜系、稻谷、苹果、红枣等期货品种。至今，郑商所的13个农产品期货品种覆盖粮、棉、油、糖、果等主要农产品领域，涉农品种体系日趋健全。

二是果敢转型，综合性期货交易场所形成。郑商所抓住中国正式加入WTO带来的重大发展机遇，2006年12月上市了国内首个化工品期货——PTA期货，是目前国内规模最大、市场功能发挥最好的化工期货。PTA期货成功上市拉开了郑商所工业品期货发展的序幕，随后，甲醇、玻璃、动力煤、锰硅、硅铁、尿素、纯碱期货先后登陆郑商所，逐步构建了能源、化工、纺织、冶金、建材等多元化期货品种体系。郑商所实现了由农产品期货交易所向综合性期货交易场所的转变，走上了全面发展的道路。

三是跨越发展，开放型期货及衍生品交易所崛起。郑商所结合期货市场发展和实体经济需要，积极探索、大胆实践。2017年4月，白糖期权合约成功上市，郑商所实现了由期货交易向期货期权协调发展的跨越。2018年3月，郑商所率先上线了综合业务平台，推出仓单交易和基差贸易，业务范围由场内拓展至场外。2018年11月，PTA期货引入境外交易者成功启动，标志着郑商所实现了从专注境内到国际化发展的跨越。此外，郑商所还开展了甲醇保税交割、推出易盛跨境路由平台、深化国际交

流与合作等工作，迈上了建设国际定价中心的新征程。

二、郑商所三十年发展成绩斐然

在证监会的正确领导下，郑商所既遵循国际期货市场的一般规律，又结合国情实际加大产品业务创新，努力提升市场运行质量和服务水平，积极融入全球市场，走出了一条中国特色期货市场发展道路，成绩斐然。

（一）形成了覆盖范围产品类齐全的产品体系

30年来，郑商所积极研发上市市场需求强烈的期货、期权产品，主动服务相关行业价格机制改革、供给侧结构性改革和资本市场全面深化改革。截至目前，郑商所现有期货品种21个，上市白糖、棉花、甲醇、PTA、菜籽粕、动力煤等6个期权，上市品种工具范围覆盖粮、棉、油、糖、果和能源、化工、纺织、冶金、建材等多个国民经济重要领域，期货和期权数量均位居国内期货交易所首位。

（二）市场规模逐步扩大，排名位居世界前列

随着产品体系不断完善，郑商所的市场规模随之不断扩大。成交量由开业当天的927手增长至2019年的日均成交量447.7万手，成交额由1993年的152.85亿元增长至2019年的39.53万亿元。在国际期货业协会发布的2019年全球主要期货及衍生品交易所交易量排名中，郑商所位居第12位，商品期货交易量排名第4。

近年来，PTA、甲醇期货交易量稳居全球化工类期货第1、2位，菜籽粕、白糖、苹果期货交易量稳居全球农产品类期货前5位。

（三）运行质量不断改善，服务水平持续提升

郑商所持续致力于改善期货市场运行质量，通过广泛而又丰富的市场服务方式，切实改进市场结构。法人客户数从世纪初的1700多个增加至2019年的11790个，投资者结构不断优化。郑商所积极在11个期货品种、全部期权上推行做市商机制，实施连续活跃方案，合约连续性显著改善，目标合约成交量不断增加，近月合约活跃格局基本形成。2017年5月，我国首个指定交割仓库仓单统一保险项目——“郑州商品交易所仓单统一保险”正式落地。期货仓单统一

保险为仓单安全管理提供了一种新的保障模式，为期货市场服务实体经济打上了“双保险”。

（四）场内场外协同发展，服务实体工具日益丰富

随着实体经济的发展，市场对衍生品服务的需求日益多元化、个性化。在新冠肺炎疫情期间，综合业务平台为实体企业管理库存风险、缓解资金压力提供了渠道和工具，为企业纾困解难及复工复产做出应有贡献，较好地满足了实体企业多样化的风险管理需求。截至目前，综合业务平台开户企业300余家，2020年上半年成交金额超过100亿元。

（五）积极融入全球市场，开放方式日益多元

成立至今，郑商所始终以开放姿态积极融入全球市场。先后加入了

国际期权市场协会、世界交易所联合会、国际期货业协会等国际行业组织，与芝加哥商业交易所等18家境外期货交易所签订合作谅解备忘录，境外“朋友圈”不断扩展。2018年11月，PTA期货作为国内首个化工特定品种引入境外交易者成功启动，吸引了境外客户高度关注和积极参与。截至2020年上半年，来自英国、澳大利亚、新西兰、意大利、新加坡、中国香港和台湾地区等地的境外客户共开立账户200余个，境外客户交易量占比达10%。此外，郑商所在新加坡设立首个境外代表处，境外市场拓展和对外合作交流有了新的依托。

三、郑州期货市场功能发挥良好

回望30年奋斗征程，郑商所“不



忘初心、牢记使命”，始终把服务国家战略和服务实体经济作为办所宗旨，争做国家战略的忠实执行者和实体经济的坚定护航者。

（一）贡献期货市场力量，切实服务国家战略

一是充分发挥期货市场优势，以期货独特方式助力“脱贫攻坚”和“乡村振兴”。郑商所农产品期货价格信号逐渐成为农业相关生产经营的重要参考，农民和其他农业生产经营主体通过参考期货价格科学制定生产经营计划，有效减少了信息不对称带来的供需错配。郑商所积极响应中央部署，2017年以来，共开展“保险+期货”试点83个，支持资金累计达1.34亿元，试点项目惠及国家贫困县37个，有力促进农民稳收增收。郑商所在农产品期货主要产区、销区和物流集散区批准设立的现代化交割仓库，推动了贫困地区仓储物流升级改造，拓展了产业发展空间。

二是推进期货市场对外开放，持续服务“一带一路”建设。PTA产业链上下游产品PX、短纤、瓶片的国际贸易量大，主要贸易国家分布在“一带一路”沿线，郑商所持续推进PTA期货国际化，吸引“一带一路”沿线客户参与PTA期货交易，助力沿线相关产业发展。郑商所邀请多家“一带一路”国家和地区交易所来华参加中国（郑州）国际期货论坛，积极派员参加在伦敦、芝加哥举办的国际期货及衍生品博览会，重点与“一带一路”沿线同行开展交流。

三是充分发挥交易所金融集聚功能，助力“国家中心城市”建设。郑商所作为国家重要性金融基础设施，大大提升了郑州建设区域性金融中心的实力。交易所吸引近百家期货公司在郑州设立分公司或营业部，聚集期货从业人员2000多人，期货行业相关的私募基金、金融科技、期货资讯从业人员数以千计，有力带动区域期货行业发展。自2016年起，郑商所与郑州市政府、CME集团每年联合举办的中国（郑州）国际期货论坛，已成为我国最具影响力的期货行业盛会之一，是郑州建设国家中心城市最靓丽名片之一。

（二）发挥期货市场功能，深入服务实体经济

一是定价和风险管理功能充分发挥，为实体经济发展提供价格参考和风险管理工具。PTA、甲醇、动力煤、菜油、菜粕、棉花、白糖等品种期现货价格相关性高，功能发挥良好，期货价格已成为相关行业现货贸易的重要参考，现货交易模式逐步从过去的“一口价”转变为以期货价格为基准的基差点价计价模式，有力推进了期现货市场深度融合，稳定了相关产业上下游关系，促进了产业贸易模式的升级。在棉花等农产品市场，形成了企业在现货市场利用订单农业等方式锁定农产品资源，在期货市场利用套期保值锁定风险的“期货+订单农业”经营模式，有力促进了相关产业的稳健经营和经营规模的提升。

二是创新市场服务方式，为实

体企业参与期货市场创造良好条件。郑商所深入开展“走进产业、贴近行业、服务企业”活动，创新开展“产业基地”建设，发挥龙头企业带动作用，提高产业链企业利用衍生品的广度和深度。郑商所积极组织开展中层业务人员培训、品种分析师培训、交割结算员培训、期权讲习所、套期保值实务培训等形式多样的线上线下培训活动和优秀分析师评选活动，培养行业专门人才。今年疫情以来，现场活动组织受限，郑商所积极推动市场活动走向“云端”，通过互联网组织“极端行情下风险管理”讲座、“大宗商品风险管理圆桌论坛”、产业“云调研”等市场活动72场，在线参与数量超过20万人次，效果良好。

三是发挥期货市场风险管理功能，助力实体企业抗疫复工复产。突如其来的新冠肺炎疫情使我国经济发展几乎停滞，很多企业面临前所未有的经营压力。郑商所依托自身优势，针对疫情给产业企业带来的各种难题“对症下药”，帮扶企业渡过难关。面对大宗商品价格普跌，套期保值、基差贸易等有效助力企业锁定成本收益，熨平价格波动影响，稳定生产经营。面对传统贸易模式下交易价格预期不准、货物交割信用不足、产品购销不畅，郑商所充分发挥期货交割的“纽带”作用，期现价迅速聚拢，准确反映现货基本面信息，成为引导广大实体企业复工复产的“风向标”及产品购销的补充渠道。针对融资难、融资贵等难题，期货仓单冲折抵、质押



融资、买断式回购等业务有效助力企业盘活现货资金，缓解融资困境。

四、郑商所未来发展展望

当前，我国进入高质量发展新时代，期货市场也进入新的发展阶段。“潮平两岸阔，风正一帆悬”，郑商所将继续坚持服务国家战略和实体经济的宗旨，在证监会领导下，牢记“让实体看见方向，助经济稳健运行”的使命，坚守“崇实、守正、拓新、致美”的价值观，主动作为、攻坚克难，努力将郑商所打造成“领先行业的风险管理平台，享誉世界的商品定价中心”。

一是持续抓好产品创新龙头。积极推动花生、鸡肉、短纤、瓶片、PX等重点品种上市，做好储备品种研发。推进更多商品期权上市，实现成熟品种期权全覆盖。积极探索推出多样化衍生产品，推动开发更多商品指数基金，支持跨境商品期货ETF

上市。加强与境外交易所的合作，研发以境外基础资产为标的的指数期货产品，不断拓展服务国家战略和实体经济的广度和深度。

二是牢牢把握业务创新抓手。在综合业务平台推出场外期权等业务，深化期现业务的协同和互补。把做市商制度推广至更多期货品种上，进一步促进合约连续活跃。优化交割仓库布局，探索中心库、集团库等模式。推进组合保证金模型应用，丰富保证金质押品类型。加强信息数据产品研发，探索为客户提供多样化、高质量的信息数据增值服务。

三是努力打造市场服务品牌。以“稳企安农、护航实体”为主题，线上与线下充分结合，丰富“走进产业、贴近行业、服务企业”活动的形式和内容，持续完善“产业基地”建设。积极推动国企、商业银行和更多实体企业参与期货市场，引入更多机

构投资者，改善投资者结构。优化“保险+期货”试点运作模式，探索试点收入险，争取更多财政、社会资金支持。

四是大力加强技术创新支撑。加快研发六期交易系统，完善新一代结算平台，建设高效的综合性交割业务平台，提高市场监管等业务系统的智能化水平。密切跟踪科技发展前沿，推进金融科技发展规划、数据治理和大数据信息平台建设工作，为郑商所创新发展不断注入新动力。

五是稳步深入推进对外开放。推进甲醇期货引入境外交易者，探索期权引入境外交易者。做好境外市场推广，优化制度规则，为境外交易者提供更加便利的条件，引入更多境外产业客户参与特定品种交易，推动大宗商品国际定价中心建设。推动QFII、RQFII参与交易郑商所品种，研究探索与境外交易所开展结算价授权、产品互挂、股权合作等。■

脚踏实地 大胆探索 努力走出一条成功之路

❖ 大连商品交易所

1992年，党的十四大确立建立社会主义市场经济体制方向，中国加速由计划经济向市场经济转轨。1993年2月28日，在—批改革先行者们对商品价格大起大落难题破解和粮食流通体制改革路径探索推进中，依托东北老工业基地、依托中国最大商品粮生产基地等腹地经济和资源优势，在“北粮南运”的转运枢纽地——大连，大连商品交易所应时而生！

当时全国50多家交易所林立，大商所的成立并没有吸引人们太多的

目光。然而，在随后的中国期货市场清理整顿中，大商所由50余家交易所之一、继而成为15家交易所之一、再于1998年成为三家商品期货交易所之一，2020年上半年大商所成交量位居全球第十位，在国际衍生品交易所中成为不可忽视的力量。与此同时，在中国期货市场发展的历史进程中，清理整顿后首个期货品种上市、首个全进口商品期货、首个大宗干散货期货、首个鲜活农产品期货、首个商品期权、厂库交割制度、首个已上

市品种国际化、“保险+期货”模式等，这些具有开创性意义的品种、工具、制度、服务模式的落地都与大商所的名字紧紧连在一起，使大商所展示出其在中国期货市场建设中的有生力量。

——大商所如何从偏于东北一隅的区域性农产品交易所，现今成为场内场外联通、国内国际联通的多元、开放的综合性衍生品交易所？其中又有着怎样的基因传承？

地接金辽，波连齐鲁，风樯阵

马，千帆过尽。“脚踏实地、大胆探索，努力走出一条成功之路”，这是2013年8月习近平总书记视察大商所时的寄语，既是大商所新时代稳步健康发展的指针，也是大商所发展历史的肯定和大商所二十七年发展探索的现实写照。

二十七年来，大商所牢记初心与使命，坚持服务实体经济和国家战略的宗旨、立足市场实际大胆创新探索、坚守市场风险防控底线，传承服务和创新的基因，从品种、工具、市场创新到规则制度完善，从“三农”到产业和市场服务，从强化监管、防控风险到促进市场功能作用发挥，使大连期货市场成为市场经济体系的有机组成，使大商所持续为中国经济从高速增长向高质量发展转换提供新动能、新支撑，为中国衍生品市场发展贡献着“大连智慧”和力量！

立足实体经济服务和国情市情 走出具有自身特色的品种创新之路

2001年，大商所唯一的期货品种——大豆期货成交量占国内市场的76%、成交额占63%，“一豆独大”是当时中国期货市场萧瑟中的一抹亮色——这是行业的苦涩，但在当时艰难处境下也是一丝欣慰；时光指针指向2020年，大商所已连续多年保持全球最大农产品、塑料、煤炭、铁矿石等品种期货市场地位，豆粕、棕榈油、鸡蛋、豆油、玉米期货分别位列全球农产品衍生品第一、二、三、五、

七位，铁矿石期货位列同类品种首位和金属衍生品第二位，大商所已形成了具有自身特色的品种体系和在国际市场上具有相应影响力的一批核心品种。而其背后是20多年来大商所人对品种创新规律的全新思考和大胆探索：依托中国强劲的经济发展和资源禀赋优势，不仅自身走出了一条独特的品种发展之路，为相关产业健康成长提供了强大助力，也为我国期货市场发展贡献了智慧。

东北是我国重要的粮食生产基地，背靠东北大粮仓，从服务和保障粮食生产出发，大商所开业初期便上市了大豆等优势农产品期货。2000年，从饲料、养殖产业需求出发，同时为完善大豆产业避险体系，大商所上市了豆粕期货，这成为我国期货市场清理整顿后上市的首个期货品种；其后，大商所于2006年上市了豆油期货，由此，形成了大豆压榨这一国内首个覆盖产业链上下游的完整的期货品种体系，为产业企业全流程管理风险提供了有效的工具。2007年，基于豆油与棕榈油品种的可替代性和高度相关性，大商所又上市了棕榈油期货——这是国内唯一的交割标的为全进口商品的期货品种，进一步丰富了大商所油脂油料品种板块。

1997年至2004年间，我国粮食流通体制改革经历了进一步深化、销区放开粮食收购、全部购销市场化三个阶段，期间2001年中国加入世贸组织，进一步融入国际贸易体系。在这一进程中，为更好地服务玉米产

业和粮食流通体制改革，从1998年因清理整顿玉米期货暂停交易后至2004年连续5年多的时间里，大商所人每年行走于与玉米品种恢复上市相关的各部委间，持续推动玉米期货的恢复上市。当时的市场人士评价说，那几年大商所“面向决策层做了最为深入和持久的期货市场知识普及教育工作”。2004年，玉米期货恢复上市，成为我国期货市场清理整顿后推出的首个大宗粮食期货品种。当年，国家决定粮食购销市场化、玉米市场全面放开，玉米期货上市后即承担起服务市场化改革的使命。

早期国内期货交易所选择期货品种时，更多借鉴国际经验、选择国际上成熟的品种挂牌上市。大商所人认为，中国作为发展中国家和大宗商品生产或消费大国，经济发展阶段与西方不同，国内一些产业仍处于竞争发展阶段，这是中国的国情和实际，因此国际市场上一些避险需求不大的品种在国内仍可能会有强烈的避险需求、一些并不成功或已完成使命而退市的期货品种在中国未必不会成功。

2007年8月，国务院批准的《东北地区振兴规划》提出，“依托大连商品交易所，大力发展期货贸易，建设亚洲重要期货交易中心”，这是国家首次在经济发展规划中对期货市场发展提出要求。为更好地服务东北老工业基地转型升级，建设“亚洲重要的期货交易中心”，打造“东方时区”的风险管理中心，大商所从东北农林、畜牧及石油、煤炭、电力等能源资源

丰富的优势出发，开始寻求由农产品期货交易所向综合性衍生品交易所转型的突破。

大商所率先将目光投向化工领域。当时我国石化产业经过改革开放近三十年孕育，已经站在了由大到强转型的临界点。在国际衍生品市场，当时化工品期货品种均不成功，但基于国内产业持续发展和日益强烈的避险需求，大商所于2007年上市了线型低密度聚乙烯期货并获得了成功，由此也拉开了大商所化工品期货市场建设的序幕。2010年开始，我国成为世界化学工业第一大国，至今大商所已上市六个化工品期货，成为全球最大的塑料期货市场。同样，基于中国煤炭和黑色冶炼大国地位，大商所于2011年和2013年上市了国际上并不成功的焦炭、焦煤期货品种并获得成功。

2008年后，国际铁矿石定价体系发生变革，普氏指数定价取代年度长协定价机制，国际上多家衍生品交易所推出了铁矿石指数衍生品。考虑我国是全球最大铁矿石进口国，却长期饱受被动接受价格之痛，为增强市场价格形成的公开性、透明性，使其能更为客观地反映供需关系并为企业提供风险管理工具，2013年大商所推出全球首个实物交割的铁矿石期货合约。实践证明，实物交割机制适应了我国铁矿石市场实际，成为铁矿石市场价格形成和市场运行的重要稳定、保障机制，大商所也由此成为全球最大铁矿石衍生品市场，推动着铁矿石国际定价格局的演变。

鸡蛋期货是大商所走出具有自身特色品种创新之路的又一例证。尽管国际市场上的鸡蛋期货因产业发展变化而最终退市，但考虑当前我国蛋鸡养殖产业较为分散，规模化程度较低，养殖户和贸易商面临的市场风险较大这一产业现状和需求，大商所根据鸡蛋鲜活品种特点设计了期货合约，在2013年成功上市了我国首个畜牧类和鲜活农产品期货——鸡蛋期货，为我国蛋鸡养殖产业提供了有效的风险管理工具。

大商所基于实体经济服务和国情市情的创新不仅体现在场内品种选择和研发上，也体现在新工具和多层次市场的开拓中。长期以来，我国商品期货市场只有期货，没有期权，而这一历史在2017年3月31日被大商所终结。当日，我国首个商品期权——豆粕期权在大商所上市，填补了国内商品期权的空白，成为我国商品衍生品市场发展的一座里程碑。豆粕期权的成功上市和平稳运行为之后更多期权品种的上市打下了坚实基础。

为满足企业个性化需求，更好地服务产业，大商所还积极探索场外市场建设。2018年12月19日，大商所在国内期货交易所中首家推出互换工具，初步建立起既有期货和期权、又有互换的多元化衍生工具产品体系，构建了既有场内、又有场外的多层次衍生品市场框架。2019年9月和今年5月大商所又相继上线基差交易和标准仓单交易业务，使场外市场业务进一步丰富，外延不断拓展。

同时，大商所还发布了43只商品期货指数，推动市场机构上市了国内除贵金属外的首个商品ETF——豆粕ETF和首个跨境商品ETF——在香港挂牌交易的铁矿石ETF。

如今，大商所上市品种、工具不断丰富、体系日益完善，初步形成了以粮食、油脂油料、木材、禽畜、化工、能源矿产等为支撑的综合型品种体系。今年初，液化石油气期货、期权同步上市，PP、PVC、LLDPE三个化工产品期权同日亮相，以及已获批立项的集装箱运力期货，大商所上市品种将由农产品、化工、黑色拓展至能源、航运共五大板块。此外，大商所还在加速推进生猪、废钢、辣椒等期货上市，服务实体经济之路越走越宽。

围绕市场运行效率和质量提升，走出与品种特点相适应的规则制度创新完善之路

从1993年即在国内期货交易所中率先以敞开发割理念设计规则制度，到2004年推出厂库交割、散粮交割，2011年开展大宗干散货交割，再到2017年推出全月每日交割和替代品交割制度，2018年在铁矿石期货品种上引入境外交易者，大商所人根据市场品种特点和产业变化、围绕现货市场实际和期货市场运作规律，持续创新完善规则制度与市场机制，使制度创新完善成为保持市场活力和可持续发展的内在动力之一，形成了既能

与国际市场惯例相衔接、又与自身品种特点相适应的规则制度体系。

豆粕期货合约规则制度的变迁，可以说是大商所合约制度创新完善的一个缩影。2000年豆粕期货上市初期，市场流动性较差，当年双边日均交易量不足7000手。2001年大商所适应豆粕加工中心南移趋势将交割库南移，引入了期转现交割；2003年豆粕合约引入滚动交割；2004年，大商所推出了在国内期货市场制度创新中具有里程碑意义的厂库交割制度，使生产线和加工车间成为“仓库”，可以开具信用仓单，保证交割的货物为最新加工品，解决了豆粕现货市场区域性、产品不易保管、现货贸易对新鲜度要求高的问题；2013年又在国内率先推出仓单串换试点，以解决买方接货地点不确定难题。这一系列举措使豆粕期货焕发活力，豆粕期货由此成为国际期货市场上的一颗“明星”。

特别是厂库交割制度，为整个期货市场品种交割提供了借鉴，也为国内期货品种创新拓展提供了支持。目前国内60个商品期货品种中已有36个期货品种使用了厂库交割制度。

大宗干散货交割管理制度设计是大商所又一具有重要意义的创新。早在2004年设计玉米期货合约时，考虑当时我国粮食运输方式已从包粮逐渐过渡到散粮，为降低交割成本，大商所创新性地引入散粮交割机制。随后，该制度不仅在大豆等粮食品种上得到了广泛应用，也为焦炭等大宗干散货品种的研发上市奠定了重

要基础。2011年，大商所创新性地解决大宗干散货交割瓶颈，在焦炭期货上攻克大宗干散货品质表征指标多且杂的设计难题，创新简化设计了期货质量标准体系，成功推出了焦炭期货，也为随后焦煤、铁矿石、动力煤等其他大宗干散货期货交割提供了有益的经验。

鸡蛋品种推出后，传统一次性交割面临无法满足产业客户连续参与交割的实际需求及限制了鸡蛋厂库连续供货能力的问题。为适应“鸡天下蛋，蛋天天交割”的产业特点，2017年3月，大商所开始在鸡蛋品种上推出全月每日交割和车板交割制度，增加了交割便利性，大大降低了交割成本，使鸡蛋期货价格收敛性提高，成为国内第一个全合约活跃的农产品期货品种，有效提升了期货市场运行质量，也保障了市场的稳定。

同年5月，大商所又灵活运用“进口大豆不能流通、只能用于压榨豆粕和豆油”的现实，在黄大豆2号品种上创新推出“豆粕、豆油替代大豆进行交割”的替代品制度，即厂库可按照货主委托，按照78.5%的豆粕得率、18.5%的豆油得率，提供符合质量标准要求的豆粕和豆油，很好适应了进口大豆现货市场情况，使黄大豆2号这一沉睡11年的“睡美人”被唤醒，市场功能开始得到发挥。

2018年，在铁矿石这一我国首个已上市对外开放品种的规则设计中，为便利境外交易者参与，大商所制定、修订了10余部规则，设计了人民币

计价结算、境内会员和境外经纪机构转委托、保税交割等一系列制度安排，解决了境外交易者在人、财、物等方面的顺畅对接，为之后更多已上市品种走向国际探索了道路。

牢记初心使命 作市场和产业服务的探路者

习近平总书记指出，金融是实体经济的血脉，为实体经济服务是金融的天职，是金融的宗旨。多年来，大商所始终把服务产业和实体经济视为立足之本、发展之根和创新之源，通过持续探索创新产业服务模式，形成了产融结合服务实体经济的新局面。

作为一家以农产品期货起家的交易所，服务“三农”的使命一直融入在大商所人的血脉中。2003年，大商所推动黑龙江省委省政府将大豆期货价格信息传递给种豆农民，引导农户看期货价格卖豆，当年使豆农“多增收10多亿元”；2004年，又推动黑龙江部分农户与企业合作试点“先卖后种”，避免了当年大豆收获后的价格下跌风险；2005年大商所推出“千村万户”市场服务工程，把期货价格送到乡村田野，把农民请到期货课堂，推动“公司+农户、期货+订单”经营模式试点，推动小生产与大市场对接。“种地卖粮开了天眼”“一亩地卖了两亩钱”等农民看期货卖粮的故事成了大商所服务“三农”最生动的注脚。

2015年，大商所推动保险公司与期货公司合作、将保险产品和期货

市场相结合，率先探索出“保险+期货”服务“三农”新模式。这一模式于2016-2020年连续五年写入中央一号文件。

几年来，“保险+期货”试点范围、支持力度逐年增加，试点模式也在实践中不断优化升级。2017年，从早期只有“价格险”开始推出“收入险”，兼顾了农业生产中价格和产量两个核心要素；2018年，大商所又推出同时涵盖“保险+期货”、场外期权、基差贸易等多种形式，由期货公司、保险公司、银行等多类型金融机构、大型农产品加工、贸易等产业机构共同参与，覆盖种植、养殖行业的“大商所农民收入保障计划”。

2015年以来，大商所在“保险+期货”和农保计划试点中共投入自有资金4.07亿元，撬动地方政府及其他社会资本2.85亿元，累计推动56家期货公司、11家保险公司在23个省区、100余县开展227个“保险+期货”试点，覆盖1525万亩种植面积，涉及农户61.46万户。

“三农”不是大商所产业服务视野中的唯一关键词，大商所还在提升企业风险管理意识和利用期货市场能力、帮助企业更好地管理市场风险等方面开展了诸多探索。2007年，在塑料期货推出后，大商所针对石化企业市场经营理念较为传统的情况，推出了“千厂万企”市场服务工程，对产业企业进行期货和现代市场知识培训，支持期货公司“驻厂辅导”；2017年，大商所在扩大和深化场外

期权试点基础上，推出以期货价格为基准的基差贸易试点，使期货价格和工具应用更好地融入产业体系；2019年又推出“大商所企业风险管理计划”，全流程、多维度解决产业企业风险管理问题。

此外，大商所还依托龙头企业建设了14家产融培育基地，通过龙头企业现身说法，带动更多企业参与和利用期货市场；每年举办油脂油料、玉米、塑料、煤焦矿等产业大会，在全国各地针对不同类型企业支持开展数百场产业培训；2006年开办期货学院，对行业从业人员进行培训，提升其产业服务能力和水平；2017年启动高校人才培育项目，把人才培育工作推进到大学校园，为产业夯实期货人才储备，目前项目已覆盖82所高校，培育学生1万余人。

27年，大商所一步一个脚印，探索出一个个服务模式、创立出一个个服务“品牌”，以主动作为服务产业的精彩篇章，书写着牢记初心使命、勇于担当作为的时代责任和情怀。

强监管控风险 成为行业稳步健康发展大局的维护力量

国内期货市场发展之初，由于法制和信用环境的差异，从国外“拿来”的期货市场风控制度并不适合国内市场，国内期货市场风险频发。当时大商所也曾面临如玉米C9507合约交割、大豆A9811合约31万吨实物交割等风险考验，但大商所坚持“三公”原则，平稳化解了风险。

大商所深知，防控风险是市场的生命线，而制度是监管和风险控制的基础。为保证市场规范、公平、高效运转，大商所总结经验，不断探索设计适合中国国情的风控制度，其中许多制度的创新走在行业的前面。如1996年大商所在当时国内十多家交易所中首推客户交易账户一户一码制度，防范期货公司混码交易对客户权益的侵犯；同年在国内较早地推出了“梯度增加保证金”制度，通过增加投机交易成本的方式，抑制过度投机、防范交割月逼仓风险。这些制度规则的实行，有力促进了市场安全平稳运行，使交易所的市场风险控制能力跃上新的水平。

在随后的市场发展过程中，大商所持续全面加强一线监管和自律管理，牢牢守住不发生系统性风险的底线，逐步建立了以制度建设为保障，以行为监管为核心，以科技监管为武器的监管体系，严厉打击违规行为，有效抵御了2008年金融危机、2015年股票市场异常波动、2016年经济供给侧背景下黑色产品价格波动以及今年新冠肺炎疫情导致全球金融市场剧烈波动等冲击，保障了市场安全稳健运行，维护了市场良好秩序，也充分验证了大连及我国期货市场的制度优势和韧性，为市场赢得了一次次发展机会。

堵疏结合，实现风险防控与市场效率在更高水平上的平衡是大商所在监管市场、防控风险工作中同时考虑的一面。今年4月，为缓解新冠肺炎疫情疫情影响下企业面临的资金压力，

同时从国内较为严密的期货市场风险防控体系现状出发，大商所在国内期货交易所中率先推出了差异化保证金措施，在维持投机交易保证金水平的同时调低套保交易保证金水平，降低了套期保值客户资金占用，有力服务了企业复工复产和稳定经营。

此外，大商所立足自身、对标国际，于2018年12月在国内交易所中率先采用“总一分”、即“业务办法—品种细则”规则体系。这一符合国际衍生品市场惯例的法规制度体系，为期货市场更好地适应多元开放转型发展需要、保证未来各项业务顺利推进奠定了制度基石。

发挥功能作用 作国家战略和实体经济的护航者

随着市场的建设发展和稳健运行，大连期货市场服务产业及实体经济的能力日益增强。今年上半年，大商所年内累计成交量9.3亿手（单边，下同），成交额41.6万亿元，日均持仓量907.7万手，分别占全国商品期货期权市场的37.7%、35.8%和41.8%，较好的流动性和市场承载能力为产业企业套保交易提供了便利，产业和实体经济服务能力不断增强。

如今，国内90%以上的大中型油脂油料企业、85%以上的棕榈油进口企业以及600多家化工企业、1200多家煤焦钢企业等通过套期保值改善经营管理，大豆、豆粕、豆油、棕榈油、LLDPE、PVC、PP、铁矿石等期货品种的期现货价格相关性均在0.8以

上，“大连价格”叫响市场，国内相关产业企业经营有了价格“风向标”和经营“避风港”，农民种地卖粮配上了“望远镜”，区域经济发展增添了重要“引擎”。大连期货市场在维护国家粮食安全、服务供给侧结构性改革、乡村振兴、“六稳”“六保”等国家战略及实体经济高质量发展方面作用日益凸显。

在油脂压榨领域，提起两次“大豆地震”产业人士可谓刻骨铭心。第一次在2004年，CBOT大豆短期内暴跌27.9%，国内大豆压榨企业当时尚缺少风险管理意识，极少有企业在期货市场上套期保值，有机构统计当年国内油厂因之亏损约80亿元，外资企业趁机加大并购，使民族大豆压榨企业几乎全军覆没；第二次是2008年，在金融危机冲击下，CBOT大豆期货价格短期跌幅达50%，下跌幅度尽管是第一次“地震”时的近2倍，但市场机构统计当年国内大豆压榨行业的整体损失不超过14亿元。其原因就是，第一次“大豆地震”促使了产业企业的警醒，2008年国内企业已经学会并在日常经营中大量使用期货工具，正是在期货市场的保护下，行业平稳度过了这第二次危机。

2018年，是中美贸易摩擦演变逐步升级的一年，大商所黄大豆2号、豆粕等期货价格有效及早“预警”，并帮助产业企业提前锁定利润，有力保障了国内粮油市场的稳定。从当时市场运行来看，2018年初，黄大豆2号期货和豆粕期货远月价格较

近月快速升水、价差不断扩大，进口大豆期货盘面压榨利润由100元/吨左右上涨至近300元/吨左右。根据期货价格对进口大豆供应紧张的“预警”，国家有关部门和相关企业提前启动采购、扩大进口来源，并卖出国内豆粕、豆油期货锁定压榨利润。当年4-10月份，我国月均进口大豆820万吨，与上年同期相当，缓解了大豆进口不确定性问题，保证了下游饲料企业的原料需求，维护了国家粮油市场秩序和安全。

从美国第一次宣布对我国商品加征关税后豆粕期货行情变化也可以看出期货市场对预期的稳定作用。2018年4月4日美国宣布将对1300余种中国商品加征25%的关税，随即中国宣布将对价值500亿美元的大豆、汽车、化工品等14类美国商品加征25%的关税。4月9日清明节开盘后豆粕期货主力合约1809一度冲高至3400元/吨、涨幅6.5%，随后震荡回落，当日收盘于3327元/吨，涨幅4.2%；4月10日豆粕价格继续回落，当日收盘时只有3251元/吨，与4月4日相比涨幅已不足2%。期间，豆粕、豆油均未出现涨停板收盘的情况，价格很快恢复平稳，这一信息给市场以强烈的稳定预期，有力维护了现货市场的稳定。

在今年“抗疫”过程中，期货市场再次展现“社会担当”，进一步发挥了保稳定、促发展作用。如春节后，疫情导致鸡蛋需求不振、物流受限，蛋价快速下跌，产业避险需求大

幅增加，鸡蛋 2003 合约交割量 157 手，为历史单月最大交割量。为支持产业企业抗疫自救，大商所推出了便捷提货方案，鼓励买卖双方通过协议方式远程处理交割事宜，减少物理接触。同时，多家风险管理子公司充分发挥自身专业优势，为湖北疫区农户及企业的 5000 余吨鸡蛋提供价格保险，有力服务了“六稳”“六保”大局。

此外，铁矿石期货上市后功能作用的发挥，也突出体现出期货市场对产业和国家利益的维护。铁矿石期货上市前，铁矿石价格具有明显的“易涨难跌”“快涨慢跌”的特点。铁矿石期货上市后，港口长期保持的 1 亿多吨铁矿石现货融入价格形成体系，使期货价格长期贴水于普氏价格，对国际普氏指数运行产生较大影响，“压舱石”作用显著。数据显示，2017 年我国铁矿石进口量 10.75 亿吨，是 2007 年的 2.8 倍，但其进口均价为 2007 年的 50%，产生了能够充分代表中国市场真实供求情况、公开透明的铁矿石价格，逐步改善着我国钢铁产业链利润分配格局，一定程度上改变了国内钢铁行业利润被严重侵蚀的局面，并推动着国际铁矿石定价格局的潜变。

为进一步提升“中国价格”的国际影响力，配合“一带一路”、人民币国际化等开放战略，大商所以铁矿石期货为试点，于 2018 年 5 月 4 日正式引入境外交易者。截至目前，已有 20 个国家和地区的约 270 家境外客户开户，更是吸引了英美资源等

境外矿山，嘉能可、拓克等大型国际贸易公司，以及麦格理银行、法国巴黎银行等境外投行的参与。2019 年，全球最大铁矿石生产商——巴西淡水河谷金属（上海）有限公司与山东莱钢永锋钢铁贸易公司签订了以大商所铁矿石期货价格为基准的基差贸易合同，在探索建立以人民币计价的全球大宗商品定价机制上迈出了重要一步。

当今世界正经历百年未有之变局，全球经济格局、经济秩序、经济治理面临重大调整，全球疫情演进、逆全球化挑战等新变量进一步增强了未来发展的不稳定性和不确定性，实体企业风险管理需求进一步凸显，也对进一步发展完善风险管理市场服务实体经济提出了新的要求。同时，我国疫情防控取得重大战略成果，经济发展呈现稳定转好态势，正在逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，强劲的经济韧性为国内衍生品市场发展提供了重要支撑、注入了活力。

新时代赋予了资本市场新的定位和使命。而当前包括大商所在内的我国衍生品市场发展还不充分、不平衡、不完善。“不充分”体现在衍生品市场体系还不够多元开放，很多大宗商品领域还没有相应的衍生品工具，市场对外开放路径还比较单一；“不平衡”体现在产品和客户结构发展不均衡，商品期权发展滞后于期货，场内外市场互联互通不够广泛和深入，产业客户、机构客户参与不足的结构性问题依然突出；“不完善”体现在

活跃合约连续性不够、市场运行质量和效率还不高等诸多方面。不充分、不平衡、不完善必然影响发展水平和服务能力，制约市场功能作用发挥的广度和深度，大商所要在市场变局中赢得发展新局、奋力建成国际一流衍生品交易所仍有很长的路要走。

鹰击天风壮，鹏飞海浪春。站在新的历史起点，大商所将紧紧围绕实现中华民族伟大复兴中国梦的宏伟目标，以习近平新时代中国特色社会主义思想 and 党的十九大精神为指引，落实全国金融工作会议提出的服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务，切实将习近平总书记视察时的重要指示转化为提高政治站位和创新的动力，坚持“四个敬畏、一个合力”，坚持稳中求进工作总基调，坚持服务实体经济、服务国家战略根本宗旨，回归主业、归位尽责，坚决守住不发生系统性风险底线，更加注重市场运行质量，更加注重产品工具创新，更加注重产业企业服务，更加注重技术竞争力的培育，继续深化对外开放，加快建设多元化、多层次、开放型的国际一流衍生品交易所，为全球市场提供以人民币计价的公开透明、具有广泛代表性的大宗商品期货价格，并推动这些“中国价格”在全球范围内得到普遍认可和广泛使用，努力建成全球重要的大宗商品定价中心和风险管理中心，为我国现代化经济体系建设和全球经济治理体系建设作出积极贡献！

积极推进金融期货市场发展， 助力资本市场枢纽作用发挥

中国金融期货交易所

金融期货与现货市场功能互补、相伴共生、紧密联动，是高度市场化的风险管理工具，是资本市场和现代金融体系的有机组成部分，对提高金融机构风险管理水平，提升金融市场资源配置效率和服务实体经济能力具有重要意义。今年是我国期货市场建立30周年，也恰逢我国金融期货市场正式起航发展十周年。作为境内金融期货市场的主要建设者，中金所在习近平新时代中国特色社会主义思想指引下，在中国证监会党委的统一领

导下，紧紧围绕深化金融供给侧结构性改革要求，坚持新发展理念，坚持稳中求进总基调，持续增加金融期货期权产品供给，完善业务规则，强化一线监管，提升技术水平，扩大双向开放，深化市场培育，加快推进交易所转型，努力在资本市场全面深化改革中展现新担当、新气象。

一、积极服务资本市场与实体经济，扎实推进金融风险管理市场建设

中金所是经国务院同意、中国证监会批准设立的，境内首家也是唯一一家专门从事金融期货、期权等金融衍生品交易与结算的公司制交易所，于2006年9月8日在上海正式挂牌成立。自成立以来，中金所始终致力于通过提供安全、高效、完善的金融衍生产品及服务，促进金融风险合理转移与配置，提升金融市场运行效率及相互连通效率，努力为上海国际金融中心建设做出积极贡献，促进社会经济繁荣。

（一）持续完善风险管理工具产品体系，更好满足市场需要

中金所按照“高标准、稳起步”的原则，积极推动金融期货新品种上市，扩大覆盖广度和深度。目前，中金所已先后上市权益类、利率类两条产品线共7个金融期货、期权品种，包括沪深300、上证50、中证500共3个股指期货，2年期、5年期、10年期共3个国债期货和沪深300股指期货期权。同时，中金所也正积极开拓汇率类期货、期权新产品线，持续丰富权益类、利率类产品线的期货、期权品种。截至2020年6月底，金融期货市场累计成交11.9亿手、1112.3万亿元。其中，2020年1-6月累计成交0.5亿手、49.2万亿元，分别占全国市场的1.99%和29.75%。

（二）持续完善交易机制和市场结构，不断提升市场运行质量、服务能力和活力效率

中金所根据产品上市运行后的实践需要，结合国际市场经验，先后实施大边保证金制度、国债充抵保证金，引入买卖双方债券和资金同步交割的国债DVP交割模式，完善中央对手方清算机制，密切推进套保套利管理、市场交易指令完善及价格波动带等价格保护机制的研究工作，在有效降低交易成本的同时努力提高风险管理效率。近年来，中金所还在国债期货市场先后启动做市商和期转现业务，填补了金融期货两项市场机制空白，为市场高效运行进一步增加了制度保障。同时，中金所也高度重视

以机构投资者为关键抓手丰富参与者类型，证券自营、资管、私募、公募、信托、QFII/RQFII、养老金等中长期资金已先后参与金融期货市场。2020年以来，商业银行正式进入国债期货市场，《保险资金参与国债期货交易规定》及新修订的《保险资金参与金融衍生品交易办法》《保险资金参与股指期货交易规定》正式发布，标志着机构入市又向前迈进了一大步。

（三）持续推进监管制度体系和风控机制建设，夯实市场稳健运行根基

中金所一直将严监管、严风控摆在突出位置。建所、建市初期，中金所即在充分吸收借鉴国内商品期货市场经验和境外金融期货市场做法基础上，创新引入风险隔离、分级结算、结算联保、投资者适当性等制度，构建了一整套适合我国国情的风险控制和跨市场监管合作体系。随着市场发展的不断深入，中金所又从制度制定、修订和执行等维度，不断细化、深化、优化监管风控安排：一是立足长远，夯实依法治市基础。积极参与推动期货立法、证券修法，坚持并完善投资者适当性、跨市场协调监管、异常交易监控等一系列制度，加强与期货市场巡回审理办公室沟通，推动行政执法与一线监管协作，切实维护市场秩序，保护投资者特别是中小投资者合法权益。二是切实履行一线监管职责，严厉打击违法违规行为。对异常交易等保持高压态势，及时移送涉嫌违法违规行为线索，净化市场

环境，维护市场秩序。三是优化监管方式，提升监管效能。不断丰富市场化的一线监管工具箱，积极推动大数据、人工智能等各类科技监管手段应用落地，以此为利器，发现“蛛丝马迹”、助力风险防控。

（四）持续加强技术基础设施建设、推进数字化转型，提升技术保障水平和服务能力

在“技术领先”和“数字化转型”战略引领下，中金所不断加强技术基础设施建设，实现核心系统自主可控和功能升级换代，牢牢坚守“交易不断、数据不乱”的安全运维底线；内部业务数字化转型加快实施，落地一批电子化、自动化、智能化功能，提升会员与客户服务体验；建立大数据平台，实现多项新技术落地，技术先进性不断提升。目前，中金所采用的新一代交易系统撮合核心达每秒7万笔，并行三撮合核心达每秒20万笔，平均订单延时降至100微秒以下，主要性能指标均达到国际一流水平；第二代监控系统加入微秒级时间戳，极大提升分析能力。此外，中金所还先后推出托管机房服务、信息数据服务、飞马开放柜台、飞马交易终端、飞豹做市商交易平台、一线通平台，基本形成了从基础设施到应用系统的多层次产品和服务体系。

（五）持续推进交易所国际化，助力国家开放战略实施

扩大双向开放、参与国际竞争，是未来我国金融期货市场高质量发展的主战场、“助推器”和“试金石”。



中金所认真把握双向开放机遇，努力拓宽国际发展格局。一是通过交易所走出去，服务国家“一带一路”倡议。与上交所、德交所共同出资在法兰克福建立中欧国际交易所，深化D股市场发展；与上交所、深交所、中巴投资有限责任公司和巴基斯坦哈比银行组成联合体竞标收购巴基斯坦证券交易所40%股权并成为第一大股东，开境内交易所收购境外交易所股权之先河。二是研究推动金融期货对外开放，做好特定品种、产品链接等对外开放路径的业务准备工作，完善MSCI中国相关指数期货合约与业务规则设计方案。三是不断深化国际交流合作，先后与芝加哥商业交易所、芝加哥期权交易所、新加坡交易所等十余家境外同行签署谅解备忘录，加入世界交易所联合会、国际证监会组

织、国际期货业协会、国际掉期与衍生品协会等行业组织。

（六）持续创新深化投资者教育，营造良好发展环境

投资者教育关系金融期货产品的平稳推出和市场的长远发展，是各项工作的重中之重。中金所悉心推进建立分层次、广覆盖、多形式的投资者教育体系，多措并举深化社会认知。一是持续大力开展会员合作培训、媒体培训交流等现场类投教活动。二是适应“互联网+”时代发展趋势，建立中金所期货期权学院及网站，并于2016年获批成为首批国家级证券期货投资者教育基地。三是主动建立官方微信微博平台，加强内容策划，深化与各大新媒体平台的宣传合作。四是成功举办七届“中金所杯”全国大学生金融知识大赛，累计吸引来自境

内外1230余所高校的23.3万人次大学生参赛，塑造了广受社会认可的行业人才培养品牌。

二、以严风控、稳运行为基础，不断深化金融期货市场功能发挥

金融期货市场起步以来，运行总体平稳，交易结算安全，期现联动紧密，质量不断提升，为持续发挥提升资本市场内在稳定性、透明度和运行效率等各项功能打下了坚实基础。

（一）股指期货助力稳定股票现货市场，服务资本市场改革与实体经济发展

一是缓释现货市场波动风险，增强股票市场宏观稳定性。股指期货上市以来，避险作用逐步展开，对冲成效逐渐显现，套保效率始终保持在

96%以上较高水平，推动股市运行出现积极变化。一方面，股市稳定性明显增强。对比股指期货上市前后，股市年化波动率下降20.64%，成分股年化波动率相对于非成分股降低4.92%，日间波动、日内振幅及开盘跳跃降幅接近或超过30%，大涨大跌天数显著减少。另一方面，投资者持股意愿和信心增强，交易行为优化，持股周期增长，交易频繁度下降。不论是2015年股票市场异常波动，还是今年年初新冠疫情冲击期间，股指期货都充分发挥了“蓄水池”功能，有效缓解了大幅波动下现货市场流动性短缺现象，起到了稳定市场的积极作用。

二是完善价格发现机制，提高股票市场信息反应效率。股指期货具有多空均衡的双向交易机制，有利于市场各方充分表达看法，降低极端情绪对股票现货的片面影响。有研究表明，沪深300股指期货推出后，指数成分股收益率与非成分股收益率对情绪指标的拟合度分别降低28.5%和19.8%，定价更加理性。同时，股指期货市场行情由产品交易实时产生，且同时上市当月、下月和连续两个季月共四个合约，能够更快、更立体地揭示市场实时信息。

三是提高投资安全保障，吸引更多机构和中长期资金入市。股指期货避险机制的建立，在有效稳定机构已入市存量资金的同时，促进共同基金吸纳社会资金、扩大规模，吸引和便利更多中长期资金稳步入市。2019年底，跟踪沪深300、中证500和上

证50指数的基金规模分别比对应股指期货上市时增长288.36%、22.63%和45.67%。此外，部分机构运用股指期货管理定向增发锁定期股票风险，开发出以数十个项目为基础、集合打包的定向增发结构化产品，这不仅扩大了产业资金入市通道，也有助于降低风险补偿及企业融资成本。

四是丰富投资者交易策略，注入金融创新源头活水。作为基础衍生品，股指期货上市催生了许多新策略、新交易、新产品和新机会，提升了市场交易技术、竞争技巧和博弈层次，支持融券、市值管理、ETF及期权做市等新型业务发展，促进绝对收益、结构化保本、创新型ETF等产品创新，促进量化技术为基础的新策略运用，既激发了市场财富效应、提升了市场活力，也进一步深化了市场机构化进程。

（二）国债期货避险功能日益发挥，维护债券市场稳定

一是促进国债发行和降低市场波动，维护债券市场和金融体系稳定。通过国债期货市场，投资者可以将利率风险从不愿承担的人转移给有意愿和有能力承担的人，通过提高风险资源的配置效率，起到稳定国债市场乃至整个金融市场的作用。在一级市场上，国债承销团成员利用国债期货锁定国债承销风险，提高了投资者参与国债投标的积极性，促进国债发行。近年来，国债发行利率波动幅度显著下降，国债发行认购倍数显著上升。在二级市场上，投资者利用国

债期货有效对冲现券持仓风险。2016年以来，在内外经济金融形势变化的大背景下，我国债券市场波动一度有所加大，国债期货在债券现货市场卖出困难的情况下起到了分流抛压的积极作用，促进了现券市场的稳定。

二是发挥价格发现功能，提升国债市场定价效率和透明度。相比银行间利率互换、债券远期等衍生品，国债期货在交易机制上具有杠杆交易、采用中央对手方和逐日盯市制度、采用集中连续双向拍卖方式交易的基本特点，能有效控制交易对手风险和市场整体风险，并能随时吸收消化最新的信息，随时使市场出清。尤其是在市场波动较大时，国债期货快速直观反映市场变化，较好地发挥了“温度计”的作用，为监管部门提供重要市场信号和决策依据。

三是提升国债现券市场流动性，健全反映市场供求的国债收益率曲线。国债期货上市后，国债现货特别是最便宜可交割国债市场流动性显著提升。这不仅促进了现货市场定价效率的提高，也夯实了国债收益率曲线的编制基础、有助于促进货币政策传导。同时还一定程度上带动了交易所市场与银行间市场的协同发展和互联互通。

四是丰富交易策略，助力金融机构成长发展。运用国债期货有助于丰富机构投资者的投资策略，不仅提升了债券市场交易的技术含量，还可以推动金融机构开发出具有不同风险收益特征的资产管理产品，既有效满足各类投资者多样化的需求，又助力

专业机构投资者持续实现业务转型和发展成长。

（三）股指期货“保险”属性凸显，积极助力宏观审慎监管

一方面，增加精细化风险管理工具供给，更好满足各类投资者多元化的投资和风险管理需求。股指期货能使投资者在规避风险的同时保留持有股票现货收益的机会，有助于构建和实现更多样化的交易策略。新冠疫情冲击期间，境内股票市场行情波动加大，沪深300股指期货作为上市不久的新品种，在自身稳定运行的基础上，有效发挥了“保险”功能，特别是作为下跌“保险”的看跌期权，其成交、持仓占比均持续走高，体现了股指期货积极满足市场的避险需求。

另一方面，为监管决策部门研判风险提供积极支持。由股指期货交易信息编制的波动率指数能有效反映市场情绪。目前全球主要经济体财政部门、央行多用此研判市场风险、服务金融体系监测工作。从沪深300股指期货上市以来的实践看，其对应的波动率指数行情变化较为有效，已初步显现出表征市场情绪、度量波动风险以及预警行情波动等功能，为观察市场情绪提供了更多维度。

三、砥砺前行、稳中求进，在新时代新形势下争取更大作为

当前，世界正经历百年未有之大变局，我国则正处于实现中华民族伟大复兴的关键期。新冠肺炎疫情爆

发，尤其是中美关系变化，对全球格局产生显著影响。我国面临的内外部形势更显复杂，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进新发展格局的要求更加迫切，包括金融在内各类风险管理需求也愈发旺盛。面对新形势新问题，未来中金所将继续坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指引，深入贯彻党的十九大和十九届二中、三中、四中全会精神，坚决落实习近平总书记关于金融工作和资本市场建设的一系列指示批示精神，不折不扣落实证监会党委关于全面深化资本市场改革的部署要求，坚持稳中求进总基调，坚持“四个敬畏、一个合力”，努力建成一个社会责任至上、市场功能完备、治理管控科学、运行安全高效的世界一流交易所，夯实国家金融安全根基，服务国家重大战略实施，助力资本市场中枢作用发挥。

一是强化党建引领。抓紧抓实抓长深入学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想这一首要政治任务，始终坚持和加强党对金融期货事业的领导，时刻抓牢灵魂建设、作风建设，促进党建与业务深度融合，以党建为基础持续优化企业治理、内部管理，锻造“忠专实”的金融期货干部队伍，在干事创业的实践中生动展现交易所和金融期货市场的政治责任、时代责任、发展责任，为各项事业发展提供强大政治保障和不竭动力。

二是完善市场功能。以市场需求为导向，以产品体系建设为核心，

夯实金融期货市场功能发挥基础。在做精做细已有产品基础上，继续打造覆盖权益、利率、外汇等多类别，包含期货和期权等多领域的金融衍生工具产品体系，做好新产品研发储备，持续加强金融衍生品工具供给。

三是提升服务质量。以为各类参与者提供更高质量更高效服务为基本出发点，通过优化市场交易机制、提高市场运行效率和会员服务水平、加强风控与监管能力，提升市场服务的高度；通过丰富会员结构、推动更多类型机构投资者参与，引导市场结构优化，提升市场服务的深度。

四是加快数字化转型。以构建中国金融衍生品数字化生态为导向，实现交易所业务的自动化、智能化、个性化升级，全面提升交易所管理数字化和智能化水平；积极运用各类监管科技手段，持续提升监管效能，打造富有特色的一线监管技术支撑体系；完成自有数据中心建设，提高技术建设管理水平，强化技术自主创新，提升技术竞争力。

五是推进高水平开放。适应金融现货市场改革发展与对外开放步伐，积极服务上海国际金融中心建设，在立足我国国情基础上，稳步推进金融期货市场对外开放，为境外投资者提供多元金融资产风险管理工具；积极响应“一带一路”倡议，继续做深做细境外股权合作项目；扩大国际宣传推广，提升交易所在开放环境下的影响力。■

创新为帆，专业为楫，以奋斗者姿态 开拓期货公司高质量发展的新航程

宏源期货有限公司 王化栋

1990年，中国郑州粮食批发市场开业，探索引入期货交易机制，标志着我国期货市场建设起步。经过三十年发展，在中国期货人的创新和奋斗中，我国期货市场从无到有，从小到大，运行质量不断提升，价格发现和风险管理功能日益显现，期货市场逐步进入高质量发展的新阶段。期货公司作为我国期货市场的基础主体，在服务实体经济和投资者风险管理及财富管理需求中也实现了自身的成熟壮大。面向未来，服务国民经济高质量发展、助力中国经济实现更高水平对外开放是新时代赋予期货市场的重要使命。作为服务实体经济的重要载体，期货公司要不断提升服务能力和综合竞争力，以创新为帆，专业为楫，继续发扬期货市场开拓者敢为天下先的创新精神，积极适应发展新形势，以饱满的激情、奋斗者的姿态，开拓期货公司高质量发展的新航程。

一、中国期货公司的奋斗发展历程

作为期货市场的基础主体，中国期货公司伴随着期货市场的发展不

断成熟壮大。中国期货公司的发展在学习和借鉴境外成熟市场模式和经验的基础上，不断适应中国市场经济转型和实体经济发展的实际需求，形成了具有自身鲜明特点的发展模式。中国期货公司的成长历程，记录了奋斗者坚韧顽强的足迹，也留下了开拓者创新创造的精神。

（一）中国期货公司的诞生

1988年，七届全国人大第一次会议上《政府工作报告》指出积极发展各类批发贸易市场，探索期货交易。1990年，中国郑州粮食批发市场开业，标志着中国期货市场的诞生和起步。早期的期货交易所主要由地方政府和国家各部委主导成立，交易所会员也以行业生产和流通企业为主。1992年9月，我国第一家期货经纪公司——广东万通期货经纪公司成立，随后，中国国际期货公司成立，中国第一批期货公司诞生。

从来源上看，早期的期货公司主要有三种类型：一是以中国国际期货经纪有限公司和金鹏国际期货经纪有限公司为代表，学习美国FCM模式，以独立的经纪业务模式为主，代

理国内期货交易所和境外部分期货交易所的品种交易；二是以中粮期货经纪有限公司、中钢期货经纪有限公司等为代表，由现货集团期货自营部门兼做代理的兼营机构发展而来；三是由部分商人在刚刚开放的东南沿海地区创办的，仿照香港期货经纪人模式，代理境外期货和地下外汇为主的公司。其中，第三类公司是1993年11月开始的期货市场第一次清理整顿的重点。

（二）中国期货公司的规范

众所周知，期货市场发展前期，由于对期货市场功能、风险认识不足，法规监管严重滞后，期货市场早期有一段野蛮无序的发展时期，经历了1993年和1998年两轮清理整顿。1999年，交易所从15家减至3家，期货交易品种大幅减少，活跃品种仅剩3-5个；300多家期货公司、近2000家期货兼营机构减少至180家。1999年6月，《期货交易管理暂行条例》出台。新的监管框架下，期货公司实施了严格的客户保证金和注册资本金管理，经营业务范围严格限制于单一的场内期货经纪业务。在市场清理整顿的大背景下，监管体系的

规范保障了市场交易的有序进行和期货公司的合规经营，为下一步期货市场稳步发展打下了良好基础。但同时，对于期货公司经营范围的限制也在一定程度上造成了期货公司长期以来同质化经营严重、产品和服务手段匮乏、恶性竞争严重等问题。

（三）中国期货公司的发展

2004年3月，《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》重启了期货品种上市步伐，期货市场发展再次焕发生机。2006年9月，中国金融期货交易所成立，由此拉开了金融期货发展的序幕，同时也带来了证券公司收购期货公司的热潮。2010年，国内首个金融期货品种——沪深300股指期货合约上市，期货市场正式进入商品金融期货全面发展时代。这一时期，证券公司的资本加入和市场化运作为期货公司注入了新的发展活力，券商系期货公司得到了快速发展。

（四）中国期货公司的创新

2011年、2012年中国证监会先后颁布了《期货公司期货投资咨询业务试行办法》《期货公司资产管理业务试点办法》，2013年中国期货业协会颁布《期货公司设立子公司开展以风险管理服务为主的业务试点工作指引》，允许期货公司开展投资咨询、资产管理、风险管理等创新业务，标志着期货公司开始由单一经纪机构向综合性金融服务商转变，迎来创新发展新阶段。2017年，国内首个场内期权——豆粕期权上市，2018年国

内首个国际化品种原油期货上市，我国期货市场取得了长足的发展。随着期货市场逐步走向多元化、国际化，期货公司发展也取得重要成果。2019年南华期货、瑞达期货先后上市A股，期货公司整体实力和服务水平稳步提升。期货行业也形成了以服务实体经济为根本宗旨，以经纪业务为基础、以风险管理和资产管理为两翼的多元化发展新格局，成为期货市场服务实体经济的中坚力量，在促进期货市场价格发现、风险管理功能发挥方面起着举足轻重的作用，成为连接期货市场和实体经济的重要桥梁。

回顾期货市场和期货公司的发展历程，我们可以看到，期货市场相对于现货市场而言，是一种市场制度的创新，是市场经济的一种高级组织形式。其公平竞争的机制体现了近乎于完全竞争的“市场之美”；期货市场可双向交易、可对冲了结、可多空自由组合，充满“辩证之美”“自由之美”；其实行保证金交易和每日无负债结算制度，大大降低了交易成本，提高了交易效率，可谓“效率之美”。在期货市场的探索发展历程中，中国期货人应改革开放之浪潮，以敢为天下先的开创者精神，在借鉴发达期货市场经验的同时，结合中国实际，做了大量的制度、品种创新，积极拥抱市场发展新变化，展现了期货人的创新创造精神。中国期货人坚忍不拔，吃苦耐劳，彰显了艰苦奋斗的精神；期货人面对市场的风风雨雨和外部对行业的种种误解，坚定信心，顶住压

力，团结合作，共谋发展，形成行业“竞合之美”。这些精神内核构成了中国期货市场和期货公司发展的内在源泉和动力。面向新时代，我们要继续发扬中国期货人的奋斗精神，突破思维桎梏，拥抱新形势，以创新为驱动，不断适应客户日益专业化、个性化、综合化的风险管理和财富管理需求。

二、新时代中国期货市场和期货公司的使命

当前，我国正处于百年未有之大变局，面对复杂的国内外经济形势，新时代的中国期货市场和期货公司面临两大历史任务：一是服务实体经济。2017年第五次金融工作会议，明确了金融服务实体经济的要求。服务实体经济既是期货市场建立的初心，也是新时期国家对期货市场的要求，需要期货市场不断创新品种工具、业务模式，满足实体经济日益个性化、综合化的需求；二是形成国际定价中心，助力人民币国际化，服务更高水平开放型经济。我国由大国变为强国的一个重要标志是人民币的国际化，而人民币的国际化，需要中国期货市场更好地发挥定价影响力，不断加快推进国际化进程，加快引进境外投资者，形成国际定价中心。

期货公司作为期货市场体系的重要组成部分，是连接期货市场与现货市场、连接交易所与投资者的重要桥梁，期货市场服务经济发展的能力，很大程度上取决于期货公司的产品工具和服务水平。服务实体经济、建设

国际定价中心两大任务对期货公司的发展也提出了更高的要求。

目前，我国期货公司数量多、规模小、实力弱，“大市场”与“小行业”矛盾突出，在服务实体经济、促进建设国际定价中心方面仍存在明显短板：一是资本实力仍然弱小。虽然近年来期货公司净资产规模不断攀升，但与境外期货公司比，仍有较大差距，美国期货公司的平均净资产规模是我国的30倍左右；二是经营能力有待提升。虽然资产管理业务、风险管理业务等创新业务取得快速发展，但期货公司对传统经纪业务依赖仍然较大，收入结构较为单一。从数据上

看，期货公司收入来源中，净手续费收入、交易所手续费返还、利息收入等“被动型”收入占比较大。投资者咨询、资产管理、风险管理等“主动型”收入占比较小。而国际上较为成熟的期货经营机构，不仅有经纪业务的佣金收入，还有自营、结算、场外等业务收入，收入结构更为多元化，盈利能力更强。三是专业能力有待提升。我国期货公司复合型人才储备不足，专业密度不够，为客户提供综合配套服务的能力不足，难以满足产业客户、机构客户专业化、个性化、综合化的需求。

三、补短板，强弱项，推动期货公司高质量发展

新时代，服务实体经济高质量发展的客观要求，需要期货公司积极调整经营范围和经营内容，补齐经营能力和专业能力短板，综合运用期货与期权、衍生品与基础资产、场内与场外、境内与境外市场，更好地服务实体经济、服务国家战略。正在制订的《期货法》应为期货市场和期货公司的创新发展留有空间。



（一）支持期货公司建立多元资本补充机制，做大资本规模

一是鼓励期货公司增加资本，提升期货公司资本实力。二是盘活期货公司资产负债表，允许期货公司为风险管理子公司授信担保。在净资本严格监管的前提下，允许期货公司临时借款给子公司，降低期货公司服务实体经济的成本。三是鼓励期货公司利用资本市场上市融资。目前，不少排名靠前的期货公司因股东为上市公司受限不能分拆上市，为促进期货行业发展，建议允许这部分期货公司进行分拆上市。

（二）扩大期货公司业务范围，创新业务模式，提升期货公司盈利能力

一是适度放开期货公司自有资金投资范围。允许期货公司在净资本允许的前提下，发挥期货及衍生品的专业特长，用自有资金投资期货及衍生品，扩大自有资金的投资收益。同时，利用期货及衍生工具，提升公司的资产配置和风险管理能力，开展做市及场外产品创设等业务。二是进一步放开资产管理业务的投资范围，允许期货公司资管产品参与场外期权等非标产品，进一步丰富资产管理产品的类别。三是允许期货公司开展反向IB证券业务。客户需求日益多样化，期货公司的业务范围难以满足客户需求，可以通过反向IB业务，借助证券公司业务牌照，为客户提供更为全面的综合服务。四是允许期货公司在公募基金产品销售基础上，开展金融

产品销售，提升期货公司财富管理能力。

（三）强化人才队伍建设，加强期货市场研究，提升期货公司专业能力

人才是公司发展的第一资源。随着期货及其他衍生工具的日益丰富，创新业务的不断发展，期货市场国际化的稳步推进，市场对于期货人才提出了更高的要求。期货公司要从内部培养和外部引进双向发力，着力打造专业型复合型人才队伍，增强市场专业密度，提升市场创新能力，提高专业能力和服务水平。

（四）加大金融科技应用，提升综合服务水平

期货公司要加大金融科技的应用，促进数字化经营转型，深化产品和服务体系建设。拓展金融科技在前端业务的应用，加强互联网、APP等终端建设，加强大数据、云计算、生物识别、神经网络等新技术应用，不断提升期货公司精准营销、智能客服、智能投研能力。加强金融科技在组织构建、运营模式等中后端的应用，通过云计算、大数据、区块链等技术，提升期货公司在管理决策、业务办理、合规风控、资源共享方面的效率和新的解决方案。

（五）进一步升级商业模式，推进业务转型升级

期货公司要根据自身资源和专业优势，围绕客户需求，不断强化服务内容、服务工具、服务模式创新，进一步升级商业模式，增强期货

公司专业服务能力。一是经纪业务发展要加强与资产管理、风险管理等其他业务条线协同，允许期货公司经纪业务人员为其风险管理子公司提供销售服务，允许开展“期货经纪业务+”。二是资产管理业务要建设以主动管理和专业服务为核心的资管体系，通过内部创设和外部引进搭建开放性的资产平台，推出产品种类丰富、能够满足客户财富管理需求的“产品超市”。三是推动风险管理子公司向大宗商品交易商转型。综合运用期货、期权、掉期、互换及其他衍生工具，为客户提供定价、风险管理、融资等综合服务，实现期货与现货结合、场内与场外结合、境内与境外结合的“三栖部队”。风险管理子公司试点成熟的业务可纳入期货公司本级公司的经营范围。四是充分借助期货市场国际化的大机遇，加强期货业务海外布局，充分利用境内和境外两个市场，打造国际化运营平台，为客户提供全球性资产配置、风险管理及24小时业务服务，打通境内与境外互联互通的桥梁，打造跨境服务平台。

而立之年，新时代赋予了中国期货市场和期货公司新的使命。期货公司要紧紧抓住机遇，补齐资本、人才短板，提升专业能力，加快业务转型，在服务实体经济、服务国家战略过程中谋求业务升级，以创新为帆，专业为楫，开拓期货公司高质量发展的新航程。

（本文作者为中国期货业协会兼职副会长 宏源期货董事长）

持续精准帮扶， 为胶农收入撑起保护伞

——新湖期货服务海南省 X 县“保险+期货”案例

 新湖期货



为了稳定天然橡胶生产，保障胶农收入，新湖期货 2017 年在 X 县开展国内首单天然橡胶“保险+期货”扶贫项目试点的基础上，2018 年继续推进试点，将项目扩大推广至全县十个乡镇。通过方案的优化，采用多档组合期权结构、分批入场、提前了结等方式，最终实现赔付 826.7 万元，为 X 县打赢脱贫攻坚战作出贡献。

项目背景

2016年以来“保险+期货”服务三农的创新模式试点得到稳步扩大,在各期货交易所的支持下,保险公司与期货公司对大豆、玉米、鸡蛋、白糖、棉花、苹果、橡胶等农产品开展了大量有益的试点工作。其中,新湖期货四年里完成了28个试点项目,积累了丰富的经验。天然橡胶是事关国计民生和国防安全的重要战略物资,是四大战略原料之一。随着我国橡胶消费量连年增长,东南亚种植面积迅速扩大,我国的进口依存度提高到80%以上。

海南省是我国天然橡胶主产区,天然橡胶种植面积814万亩,产量36.2万吨。2017年4月,国务院印发《关于建立粮食生产功能区和重要农产品生产保护区的指导意见》,划定天然橡胶生产保护区1800万亩,其中海南840万亩。然而,随着国际天然橡胶供应的大量释放,2011年以来,天然橡胶价格逐年下跌,期货价格从43500元/吨跌至每吨万元左右,跌幅超70%。胶价低迷造成两大后果:一是影响国内天然橡胶产业的健康发展,弃种弃管弃割现象日益突出。二是胶农收入锐减甚至返贫。海南民营橡胶年亩产干胶约为65公斤,以11元/公斤收购价计算,每亩年收入仅为715元。即使如此,割胶收入也面临着价格下跌而减少的风险。

X县位于海南省中部,是黎、苗等少数民族聚居的山区县,也是革命老区县、国家级贫困县。该县总人口

19.5万人,其中,建档立卡贫困户10872户。X县以种植业为主,天然橡胶是其支柱产业,种植面积104万亩,其中民营胶63万亩,人均橡胶种植面积和人均产量均名列海南第一和全国第二。橡胶收入在农民家庭收入中占比近70%,是当地农民重要的收入来源。

2017年天然橡胶“保险+期货”试点项目简介

基于“保险+期货”模式在其他农产品的成功试点,新湖期货尝试将其引入天然橡胶产业,稳定天然橡胶生产、保障胶农收入。2016年12月,新湖期货与人保财险、X县政府签署《关于海南省X县精准扶贫项目合作备忘》,正式开始天然橡胶“保险+期货”试点项目的筹备工作。在上海期货交易所的支持下,2017年6月1日,国内首单天然橡胶“保险+期货+扶贫”项目保单正式签发,落地X县南开乡。

该项目承保海南省X县南开乡1482.72吨、海南省乐东县大山镇陈考517.94吨,合计2000.66吨橡胶产量,投保胶农1118户(贫困户492户),承保周期6个月,保费合计198.91万元,保费由新湖期货垫付,上海期货交易所支持。最终,项目实施后赔付55.6万元,户均赔付497.24元,在当地胶农中产生了极大影响,使基层组织与胶农对价格保险有了直观的认识。X县政府就此项目向海南省政府做了专题汇报,同时,该项目获得

上海期货交易所2017年度“保险+期货”试点项目优胜奖。

2018年天然橡胶“保险+期货”项目开展情况

(一) 项目推进过程

2017年12月26日,X县举办天然橡胶“保险+期货+扶贫”项目研讨会,就2017年项目的实施情况及2018年度方案进行了探讨。同时新湖期货与X县政府、人保财险签订了2018年度天然橡胶“保险+期货+扶贫”试点项目合作协议,将橡胶价格保险覆盖至全县。

2018年4月10日,X县政府印发了《2018年天然橡胶“期货+保险”扶贫保险项目实施方案的通知》,明确了项目的目标任务、组织领导、实施步骤以及保障措施,为X县民营橡胶全覆盖打下基础。

(二) 项目方案的优化

在总结2017年试点经验基础上,经过X县政府、胶农代表、人保财险、新湖期货等各方的多次研究讨论,对2018年项目方案做了优化。

1. 看跌期权设置三档结构。2017年采用的是单一虚值看跌期权,赔付概率较低。2018年看跌期权设置三档结构,即实值、平值与虚值结合,同时每个期权设定相应参与率(K值)来降低费率。

2. 增加平值看涨期权。鉴于橡胶价格处于低位,为应对价格阶段性上涨的情况,在期权结构中增加小比例平值看涨期权,为胶农售出的胶水

提供部分价格上涨的补偿。

3. 分期入场对冲。2017年采用的是一次性进场的方式，而橡胶历来波动都较大，通过分批次入场对冲，把握相对高点，提高赔付概率。

4. 设立熔断机制。为了保障对冲收益，在获得一定超额赔付（120%）或损失一定价值（50%）时提前终止保险合同。同时，项目参与各方也可通过协商提前终止保险合同。

（三）承保对象及数量

2018年X县项目投保总数量16650吨，其中上海期货交易所支持11000吨保费，县政府财政补贴5650吨保费。新湖期货负责上期所5000吨及政府5650吨项目，合计10560吨。按照县政府统一执行的要求，全县项目采用新湖期货方案实施对冲。

1. 承保对象

被保险人为X县胶农7865户，

其中建档立卡贫困户4141户，占比52.65%。投保量10650吨干胶，保费884.2万元。

2. 承保周期及价格

本项目分3期投保（见表1），每期数量为总量的1/3，周期4个月。第一期2018年6月12日至10月11日，第二期2018年7月17日至11月16日，第三期2018年9月20日至2019年1月19日。

表 1

	标的合约	承保数量	保障价格	单位保费	总保费
第一期	RU1901	3550 吨	16760	719 元 / 吨 (4.29%)	2552464.2 元
第二期	RU1901	3550 吨	15615	819.26 元 / 吨 (5.25%)	2908357.04 元
第三期	RU1905	3550 吨	16050	952.567 元 / 吨 (5.93%)	3381614.62 元
总计		10650 吨		830.276 元 / 吨	8842435.86 元

3. 期权结构

第一期6月12日入场（见表2）：

表 2

标的合约	入场价	期权类型	行权价	参与率
RU1901	13410	亚式看跌期权	12070 元 / 吨 (90%)	0.7
RU1901	13410	亚式看跌期权	13410 元 / 吨 (100%)	0.2
RU1901	13410	亚式看跌期权	16760 元 / 吨 (125%)	0.1

第二期7月17日入场（见表3）：

表 3

标的合约	入场价	期权类型	行权价	参与率
RU1901	12200	亚式看跌期权	10980 元 / 吨 (90%)	0.6
RU1901	12200	亚式看跌期权	12200 元 / 吨 (100%)	0.3
RU1901	12200	亚式看跌期权	15615 元 / 吨 (128%)	0.1
RU1901	12200	亚式看涨期权	12200 元 / 吨 (100%)	0.1

第三期 9 月 20 日入场（见表 4）：

表 4

标的合约	入场价	期权类型	行权价	参与率
RU1905	12840	亚式看跌期权	11556 元 / 吨 (90%)	0.55
RU1905	12840	亚式看跌期权	12840 元 / 吨 (100%)	0.3
RU1905	12840	亚式看跌期权	16050 元 / 吨 (125%)	0.15
RU1905	12840	亚式看涨期权	12840 元 / 吨 (100%)	0.1

4. 期权风险对冲

人保财险向新湖瑞丰买入场外期权后，新湖瑞丰在期货市场天然橡胶主力合约采用动态 Delta 对冲方式复制期权，确保整个过程 Delta 风险都处于允许的阈值之内。在场外期权产品整体存续期间，保障期货对冲账户与其卖出的场外期权 Delta 风险整体保持在一个较低的水准，从而使持仓权益的盘中动态风险匹配，盘后的静态价值匹配。

5. 期权了结情况

第一期保险于 8 月 6 日提前了结，平仓价格 11900 元 / 吨，平仓权益 902.68 元 / 吨；第二期于 11 月 16 日到期了结，期末结算价格 12021.81 元 / 吨，结算收益 412.78 元 / 吨；第三期于 10 月 30 日提前了结，平仓价格 11715 元 / 吨，平仓权益 1013.32 元 / 吨。

6. 效果

本项目 2018 年共实现赔付 826.7 万元，赔付率 93.49%，户均赔付 1051.134 元。按海南省贫困户标准人均收入 3523 元，户均 4 人计算，赔付款的收入贡献率为 46%。项目

涉及的 4141 户建档立卡贫困户已全部脱贫。

2018 年 12 月 19 日，由 X 县县委、县政府、上海期货交易所主办，人保财险、新湖期货、浙商期货、上海中期期货承办，海南省银保监局、海南省证监局特别支持的 2018 年 X 县天然橡胶“期货 + 保险 + 扶贫”理赔

仪式在 X 县对俄村成功举办。

项目总结与建议

（一）总结评价

天然橡胶“保险 + 期货”扶贫项目在 X 县经过两年的试点，不断完善与优化实施方案，2018 年赔付率达到 93.49%，为稳定橡胶生产，保



障胶农收入发挥了重要作用。2018年项目的亮点主要有两个：一是政府出资支持项目实施，这同类项目中并不多见。二是实现全县民营胶全覆盖。该项目被列为X县打赢扶贫攻坚战的重要举措，受到政府的高度评价，初步形成了可供复制与推广的模式。同时通过不断地宣传与培训，也使广大基层干部和胶农了解了金融知识，树立了劳动致富、金融保障的理念。


（二）思考与建议

一是对冲方案可以继续优化。

试点项目虽然取得成功，但总结试点经验，对冲方案仍有改进空间。比如在熔断机制的前提下，上涨期权的作用不大；在结算价格的计算上可再增强，从而提高赔付效果。

二是理赔难以与实际割胶量挂钩。天然橡胶的生产特点是分散的小农户和八个月每天产出的模式，因此统计每个胶农的年实际割胶量有较大难度。目前大多以农户的理论产胶量作为投保数据，理赔时难以与实际割胶量挂钩。X县正在推进割胶数据平

台建设，逐步解决此问题，同时我们将探索“保险+期货+订单”，将现货企业纳入项目中。

三是建立长效机制。建立“保险+期货”长效机制并持续发挥作用，需要政府财政给予支持，结合我国正在开展的农产品“两区”划定工作，建立中央、省、市县等多级财政补贴，加上农户自主出资一小部分，形成完善的价格险种。

专家点评

新湖期货2017年在X县开展国内首单天然橡胶“保险+期货”扶贫项目后，不断总结经验，2018年进一步将该项目扩大推广至X县全县十个乡镇。新湖期货风险管理子公司新湖瑞丰发挥专业优势，优化方案，将看跌期权设置三档结构，增加平值看涨期权，分期入场对冲，并且设立了熔断机制，保证了项目的实施效果。2018年赔付率达到93.49%，为稳定橡胶生产，保障胶农收入发挥了重要作用。新湖期货的成功经验形成了可复制、可推广的“保险+期货”精准扶贫模式。

服务对象评价

县人民政府：天然橡胶种植业是我县第一大农业产业，全县92%的农户种有橡胶，其中86%的建档立卡贫困户种有橡胶，但近年来天然橡胶价格的持续下跌严重影响了农民收入和割胶积极性。2017年，在上海期货交易所支持下，新湖期货与人保财险合作的国内首单天然橡胶“保险+期货+扶贫”试点项目落地我县南开乡，为978户投保胶农（其中贫困户352户）获得赔付款50.41万元，受到海南省委、省政府的高度关注。2018年上海期货交易所和县财政共同出资，进一步将该项目扩大推广至全县十个乡镇，最终为12841户投保胶农（其中贫困户5813户）获得赔付款1292.47万元，投保胶农户均增收1006元，有效保障了胶农收入，极大地助力了脱贫攻坚。

特约记者 曲德辉

郭晓利： 三十三载， 『期货报国』 路上的追梦者



从1987年秋天在日本留学时立志“期货报国”，至今已历三十三载。

郭晓利三十三年期货生涯，是从上世纪80年代在日本ACE交易株式会社做期货经纪人开始的。上世纪90年代初回国后他为中信公司操盘LME（伦敦金属交易所）金属期货，后加盟中国国际期货（中期）管理公司内、外盘期货交易；1999年起他先后在大连商品交易所、郑州商品交易所负责核心业务和期货新品种上市工作；2016年他出任深圳前海联合交易中心行政总裁；如今他履新瑞达期货股份有限公司，任董事、首席顾问。

中国期货市场创始人之一的田源博士

曾评价说：“郭晓利博士是中国唯一在国内外期货行业连续从事期货与管理工作时间最长的资深期货专家。”

郭晓利身上有一种强烈的责任感和使命感，这也是中国第一代期货人的集体写照。三十三年间，“期货报国”的信念让他不断突破自我、勇往直前，在不同的机构、不同的岗位上丰富期货市场服务实体经济的内涵、拓展期货市场创新发展的外延。

ACE 交易株式会社营业主任

“为中华之崛起而读书”，少年郭晓利就被周恩来总理这句话所打动，立下了朴

素的爱国之志。1982年他公派留学日本静冈大学，学习海洋地质学专业。

青年郭晓利满怀希望的求学之梦在现实中并不顺利。到了日本后，郭晓利发现，该大学只是多挂了个海洋地质学科牌子，软硬件设施并不比国内的母校先进多少，在导师安排参加东京大学海洋研究所博士考试计划落空后，他失望至极。

1987年，在中国艰难推动计划经济向市场经济过渡转型的关键时期，身在日本的郭晓利，开始将目光投向日本的经济领域。

他先后在日本的银行、证券、商社等行业寻找机会，直到1987年秋天，郭晓利发现了一个尚没有中国人涉足的领域——期货行业。在现场聆听了日本市况研究所所长岩井巖先生关于黄金期货的演讲后，他激动不已，期货市场具有价格发现和风险管理的独特功能，这不正是中国改革开放所急需的吗？

不顾日本导师的反对，郭晓利毅然应聘当时日本最大的期货经纪商——ACE交易株式会社（后来的日本第一家期货上市公司），成为了一名经纪人。

回忆起这次重要选择，郭晓利仍然记忆犹新。当时，他并没有考虑收入、前景等现实因素，而是将尚无中国人涉足的日本期货领域视为“独门绝技”，这个“独门绝技”应该可以支撑起他的“报国之梦”。

三年多ACE公司的工作经历，让郭晓利深入了解了日本期货市场的运作，成为他回国后推动中国期货市场发展的宝贵财富。

北海道繁忙的稻田边，留下他“日出而作，日落而息”的劳碌背影；东京涩谷的ACE营业本部里，留下他90度深深鞠躬、并大声喊“早上好”“辛苦了”的朝气余音；东京新宿的商业街上，留下他“边鞠躬、边道谢、边退出”，甚至名片被人撕掉的尴尬面庞。

但最终，郭晓利成功了。作为当时日本期货行业唯一一名来自中国人的经纪人，他的客户保证金规模高达十几亿日元，并创出两亿五千万日元年度手续费收入的纪录。

三年多来，他多次被ACE公司评为优秀员工，并被破格提升为营业主任。1990年夏天，ACE公司嘉奖他去夏威夷度假一周，同时发给他100万日元现金奖励。

郭晓利回忆说：“在日本做期货，是我一生中宝贵的经历。这几年里，我亲身体会到日本企业的敬业精神、团队意识、拼搏精神和管理理念，感受到日本社会的规范管理、井然有序和诚实信用；尤其磨练了我的斗志和意志，锻炼了我的心理承受能力，增强了我的社会活动能力和职业责任感。”

中国国际期货副总裁 引入日本“早礼”制度

时序进入1991年，已在日本工作三年多的郭晓利在驻日使馆的安排下，同中信集团贸易公司访日代表郑振华先生会面，在中信集团创始人荣毅仁先生日文版《红色资本家》的深刻影响和郑先生的盛情邀请下，他回国加入中信操盘LME金属期货。

郭晓利毅然放弃他在日本的事业和丰厚收入，回到祖国怀抱。他住进北京光华染织厂招待所，每月收入100多元人民币，与他在日本1000多万日元的年薪相比，落差极大，但是郭晓利觉得自己浑身是劲。

在中信贸易公司的近两年间，郭晓利为公司搭建起完整的外盘交易框架，并在LME金属交易上斩获颇丰。1992年5月，郭晓利作为中信贸易公司首席期货交易员随代表团出访欧洲六国，在历史悠久的LME留下了自己的身影。

1993年5月，应田源先生之邀，郭晓利加盟中国国际期货，先后组建中期公司交易二部、三部、四部，并担任总经理，内、外盘业务“一把抓”。

彼时，中国期货市场刚刚度过初创阶段，由于缺乏集中、统一监管，且没有明确的法规制度，开始进入盲目发展阶段，并引发政府对其进行长达七年的清理整顿。

深谙日本期货市场发展规律的郭晓利，清醒地意识到中国期货市场已误入歧途。在他看来，日本曾是全球期货市场最早萌芽的国家，但由于市场管理混乱，极大降低了日本期货业的形象和声誉。中国期货市场正重蹈日本的覆辙，市场从“大热”到“大冷”间仅隔一步之遥。

在市场混乱的年代，郭晓利始终坚持理性投资、规范运作的管理理念，推动中期平稳健康发展，在期货业中树立了标杆，使中期成为业内期货公司争相学习的对象。

此间，郭晓利笔耕不辍，不断发表文章，为中国期货市场“鼓与呼”，反驳市场中别有用心的错误观点，厘清期货市场与现货市场的关系、投机者与套期保值者的作用，推动了中国期货市场理论体系的发展。

在中期工作期间，郭晓利还专门引入了日本期货业流行的“早礼”制度：每天由一名员工上台，向所有同事分享业务技巧、生活感悟，提升员工自信心，加强企业凝聚力，为中期形成独特的企业文化奠定了坚实基础。

据中期系老员工回忆，中期的企业文化中一直保留着郭总留下的印记。郭总离开后，中期“早礼”制度仍保留多年。公司还一直珍藏着一双他的CD牌皮鞋，是他在日本做期货经纪人时所穿，虽然外观很新，但鞋底因走路太多已经磨穿。这双皮鞋也经常向新入职的员工展示，让他们直观感受期货经纪人的艰辛。

和郭晓利共事多年的原中期副总裁党剑先生曾撰文说：“1999年郭晓利博士离开中期时，曾在赠我的著述中写下宋儒张载的一段名言：为天地立心，为生民立命，为往圣继绝学，为万世开太平。”

郭晓利爱国之志、报国之行跃然纸上。

期货交易所高管 新品种推手

1999年，郭晓利离开熟悉的期货公司，转战期货交易所，一干就是十七年。中国期货市场在政府主导下成立、发展起来，投身交易所，更能实现他“期货报国”的梦想。

此间，他先后出任大连商品交易所副总经理、郑州商品交易所总经理，曾经分管过交易所的许多部门，比如市场、交易、交割、结算、监察、产业服务、新闻信息、研究、技术、财务、办公室、办事处、服务总部以及基建和搬迁等，直至主持交易所管理层工作，但始终不变的工作内容是负责期货新品种上市。

中国期货市场清理整顿期间，市场最低迷时仅有寥寥几个商品期货品种正常运行。而至2016年，中国已上市52个期货期权品种，覆盖了农产品、金属、能源、化工等国民经济重要领域。郭晓利在其中发挥了重要作用，直接推动了大商所、郑商所向综合性衍生品交易所的转型发展。

对于郭晓利来说，推动期货新品种上市，让期货市场

场覆盖更多现货产业链进而让更多产业领域受益，使他充满动力，热血沸腾。

每一个期货新品种上市背后都有一段精彩的故事，如中国期货市场清理整顿后上市的第一个品种——豆粕。

2000年7月17日，豆粕期货在大商所挂牌上市，这是至今唯一一个没有举行上市仪式的新品种。上市前一天，时任大商所总经理朱玉辰和郭晓利在北京与新闻媒体进行网上路演，因天气原因没能赶回大连，没有赶上第二天的挂牌。另外，豆粕是国家确定保留的大商所品种，上市无需再报国务院批准，只需监管部门批准即可，这也是豆粕期货没有举行上市仪式的原因。

回顾豆粕期货20年的发展，郭晓利说，豆粕期货是我国期货市场适应现货市场运行规律和发展变化的典范。20年间，豆粕期货合约及交易、交割规则等先后进行了20多次的修改，如今能够在国际农产品期货市场占有一席之地，绝非偶然。

大商所的第一个工业品期货——塑料期货的上市过程，也给郭晓利留下了深刻印象。2007年7月31日，塑料期货在大商所上市，开启了大商所从农产品交易所向综合性商品交易所转型的征程。此前大商所上市的大豆、豆粕、豆油、玉米期货，同属农产品，相关性较强，活跃时一起活跃，冷清时都很清淡。要改变这一现象，就需要大商所走出有农产品期货品种体系，向工业品突破。

郭晓利回忆说：“塑料期货属于树脂家族，上市了塑料期货，大商所后续上市其他树脂品种的潜力就非常大。为了体现大商所上市塑料期货的必要性，我们向有关领导汇报时，重点强调塑料是农业生产资料，北方反季节种植，离不开塑料大棚。当时征求部委意见很不顺利，国家发改委要求我们先征得中石化的同意，但中石化时任主要领导并不支持。最后在中央有关领导办公室同志的关照下，当时的大连市委书记和市长一起到发改委进行沟通，才最终促成了大商所塑料期货的上市。”

在交易所的十七年间，郭晓利还十分重视期货市场功能作用的推广。

2003年9月，郭晓利带队在黑龙江调研大豆生产，在绥化的农户家，他了解到当地大豆售价比期货市场要低一大截，粮贩子“吃掉了”差价。他立刻意识到期货市场

的价格信息传播对农民增收有直接影响。于是，郭晓利马上通过朋友联系上黑龙江当时主管农业的副省长申立国并当面说明情况，建议黑龙江省对接“黑土家园”电视及网站进行期货宣传。

调研结束，郭晓利回到大连后，与时任大商所总经理朱玉辰进行了详细交流。“十一”后，朱玉辰给时任黑龙江省委书记宋法棠写了一封“关于确保种豆农民增收的紧急建议”的信，宋法棠要求黑龙江日报头版和黑龙江电视台新闻联播节目突出报道，“大豆价格牛气冲天，希望广大豆农把握好卖豆价格和时机”。

通过权威媒体宣传，黑龙江豆农及时了解到期货价格信息，大豆卖了个好价钱！

2003年11月15日，在郭晓利的策划协调下，经过大商所新闻信息部和中央电视台新闻部同事的共同努力，《黑龙江：把脉期市、抢占商机》、“一封信增收36个亿”登上当日新闻联播头条，时长3分11秒，播出后在全社会引起广泛关注，极大提升了期货市场的形象。

这是中央电视台第一条期货新闻联播，从此，当时国家级主流媒体不报道期货的规定被打破。

重回期货公司 瑞达期货董事、首席顾问

2016年，郭晓利在短暂就职于香港交易所前海联合

交易中心后，履新瑞达期货，任董事、首席顾问，再度回归期货公司。可谓从期货公司来，到期货公司去，从终点又回到了起点。

人生有许多偶合和不可思议。郭晓利在日本就职的ACE株式会社，是日本第一家上市的期货公司。如今他加盟的瑞达期货，也是中国首批上市的期货公司。

在郭晓利看来，中国期货行业前景广阔，期货公司未来有巨大的发展空间，有望成为推动期市创新、发展的主导力量。

郭晓利介绍说，瑞达期货所在地厦门，拥有三家世界500强国有企业，也同时是上市公司，即厦门建发、厦门国贸、厦门象屿。他们的现货贸易量、期货套保量都很大，瑞达期货一直在与他们探索期现结合的发展新模式。

如今，瑞达期货与上述三家公司，联合杭州、深圳的期现结合公司和私募公司，组建了期现合作论坛，郭晓利是论坛主要的推动者之一。该论坛旨在提高期货现货对接的能力和水平，整合期货行业资源和现货产业资源，促进中国综合产业服务商这一新业态从探索走向成熟，成为期货市场服务实体经济和满足企业个性化需求的核心力量之一。

“我认为，这是我期货生涯中需要做好的最后一件事情！”郭晓利说。



人物简历

郭晓利，经济学博士，高级经济师，现任瑞达期货股份有限公司董事、首席顾问。1982年公派日本留学，1988年在东京做期货，1991年回国。曾任深圳前海联合交易中心行政总裁、郑州商品交易所总经理、大连商品交易所副总经理、中国国际期货公司副总裁、中国国际信托投资公司贸易公司交易员、日本ACE交易株式会社营业主任，曾兼任中国期货业协会副会长、中国期货保证金监控中心第一届董事会董事、全国人大财经委《期货法》起草小组顾问。2003年获国家留学回国人员成就奖，大连市第十届政协委员。著有《期货期权交易技巧》《转轨时期的中国期货市场》《企业集团的国际比较》，合译《企业主义》《期权：基本概念与交易策略》《商品期货交易及其监管历史》，发表论文数十篇。



对话郭晓利： 改革与发展 30 年，推动期货市场 再定位、再认识、再发展

特约记者 曲德辉

《中国期货》：在纪念我国期货市场建立 30 周年之际，您提出了期货市场的再认识、再定位、再发展问题。请您简要回顾我国期货市场 30 周年的发展历程。作为中国期货市场建设的亲历者，您在这一历史时刻提出这样的问题具有怎样的现实意义？

郭晓利：2020 年，是我国期货市场诞生 30 周年。

1990 年 10 月 12 日，郑州粮食批发市场作为我国首家期货交易试点市场开业，标志着我国期货市场建设从 1988 年开始的筹建正式走向落地运营。

在期货市场建立 30 周年的历史性关键节点，回顾创建期货市场这一难忘的历史性事件，从我国社会主义市场经济初级阶段的现货市场特征和期货市场发展规律角度，



分析我国期货市场建立的特点和走过的30年历程，研究我国与国际期货市场从建立到发展的异同，理解中国特色期货市场发展道路和治理方式，探讨我国期货市场再认识、再定位、再发展问题具有重要意义。

我国期货市场是在国家改革开放进程中，从计划经济向社会主义市场经济过渡过程中，为解决市场定价问题，由政府直接推动建立的。在当时实行价格双轨制的情况下，很多人认为建立期货市场的条件并不成熟，将试点期货市场比作“早产儿”。“政府推动”和“早产儿”成为我国期货市场产生的两大特点。

从历史和发展角度看，没有上个世纪80年代的价格改革，就没有新中国的期货市场，价格改革是我国期货市场产生的基础和必要条件。在市场化条件不够成熟的价格双轨制情况下，开创者们以非凡的勇气和智慧建立了期货市场，必须充分肯定期货市场创建者们的历史性贡献。我国期货市场的建立是世界经济发展史和世界期货史上的一个奇迹。

在“南巡讲话”后，全国掀起大办期货交易所的热潮，一年多时间出现了数十家期货交易所。市场化的条件不足，法律法规及监管的缺失，各级政府驱动办交易所的一哄而起，众多问题的暴露，给经济和社会造成了冲击和影响。社会各界对期货市场功能作用的客观认识经历了一个曲折的过程，起初给予了过高的期待，出现问题后又产生了过多的质疑。之后国家进行了两次清理整顿，对期货市场严格规范，实现了“一个净化”，但也留下了后遗症，就是期货市场“两个弱化，一个强化”，即弱化了期货同现货、同金融的联系，强化了“散户化”市场特征，持续影响着我国期货市场的发展。

以1999年《期货交易管理暂行条例》出台为标志，期货市场进入规范发展新阶段。在强大的现货市场基础和国家政策的支持下，在期货行业的努力下，我国期货市场实现了近20年的持续快速发展，走出了中国特色期货市场发展之路，取得了举世瞩目的发展成就，堪称世界期货史上的又一个奇迹。

站在新时代新起点，我国期货市场需要再认识、再

定位、再发展。期货市场的再认识，需要我们客观认识我国建立和发展期货市场的环境和条件、两次清理整顿给期货市场带来的深刻影响、期货市场发展的巨大成就和存在的不足。我们既拥有世界最大的交易量，也是世界最大的散户市场；需要我们客观认识期货市场发展规律与功能作用、企业和金融机构参与期货市场的重要性、建设多层次期货市场体系的重要性、增强国际定价话语权的重要性；期货市场的再定位，需要我们适应我国社会主义市场经济的发展阶段，客观准确定位期货市场；期货市场的再发展，需要我们提高站位，整合资源、形成合力，敬畏市场、遵循规律，推动现货期货这些问题和矛盾的解决；需要我们从根本上为期货市场补上现货市场这一课，补上缺少金融机构参与这一课，增强企业和金融机构在期货市场参与者结构中的比重和定价中的话语权；需要我们改进市场管理，优化市场结构，发展场外市场和中远期市场，培育综合交易服务商，提高市场运行质量；需要我们创新性推进期货市场存量改革与增量创新，为国家经济高质量发展和改革开放再出发做出新贡献，创造我国期货市场发展的新奇迹。

《中国期货》：请您简要评价我国期货市场发展30年来所取得的成绩。

郭晓利：作为改革开放的产物，我国期货市场近30年来取得的历史性突破和跨越式发展，树立了改革开放的市场化形象，成为全世界同行羡慕的对象，是世界期货市场发展史上的一个奇迹。

我国期货市场的主要发展成就体现在以下四个方面：一是在市场建设与发展方面，品种系列与衍生工具不断丰富，上市期货期权品种70多个，初步形成涵盖期货与期权、场内与场外、境内与境外的衍生品市场体系；市场规模稳步增长，已连续10年保持世界第一；市场运行质量逐步提高，投资者结构持续改善，期现结合不断紧密。二是在市场功能发挥方面，价格发现与风险管理功能初步得到认可，带动了现货市场的标准化、规范化和现代化发展，在服务“三农”与推进供给侧结构性改革方面发挥着重要作用。三是在中国特色市场建设方面，探索出了一系列符

合我国国情和经济发展阶段的期货市场管理制度，如具有中国特色的期货市场“五位一体”监管体系和安全保障制度，具有代表性的品种上市管理制度——“一户一码”制度，保证金管理与监控制度，“三板”强制减仓制度等。四是在履行社会责任方面，期货交易所作为市场组织者和行业龙头，通过“千村万户”“千厂万企”“产业大会”“保险+期货”等多种形式，主动承担社会责任，适应国情服务“三农”和产业发展，做出积极贡献。当然，我们也必须清醒认识到，我国期货市场在市场运行质量和服务实体经济的效果上同发达国家成熟市场相比还存在较大的差距。这个差距的存在，与我国经济所处发展阶段相关，与我国期货市场从产生到清理整顿、到规范发展的历程相关。

《中国期货》：现货市场是期货市场的基础，期货市场是在现货市场的基础上发展起来的，也是为现货市场服务的。当前，我国尚处在社会主义市场经济的初级阶段，请问我国现阶段大宗商品现货市场的主要特征和问题是什么？解决这些问题的积极意义和作用在哪里？

郭晓利：目前，我国仍然处在社会主义市场经济初级阶段，大宗商品领域具有这个经济发展阶段的明显特征，发展不充分不平衡的问题和矛盾十分突出，现货市场依然存在“五个方面突出问题”，即货物仓储安全问题、企业融资难融资贵问题、企业对手方信用风险问题、企业缺少衍生工具问题，以及企业缺少国内国际市场定价话语权问题。我国所处经济发展阶段是存在仓储安全问题、融资难融资贵问题、对手方信用风险问题的主要原因；跳过中远期阶段、场外市场发展滞后以及期货市场清理整顿的后遗症、对外开放程度不足等则是缺少衍生工具和企业定价话语权问题的主要原因。

大宗商品领域存在的这些矛盾和问题长期得不到解决，出现了很多风险事件，如“上海钢贸事件”“青岛港事件”，给相关产业和金融机构造成了很大的伤害。“一年遭蛇咬，十年怕井绳”，银行至今很少敢对大宗商品进行

“

作为改革开放的产物，我国期货市场近30年来取得的历史性突破和跨越式发展，树立了改革开放的市场化形象，成为全世界同行羡慕的对象，是世界期货市场发展史上的一个奇迹。

”

货物抵押贷款，这导致大宗商品领域融资难融资贵的问题极其突出。不解决大宗商品的仓储安全问题，银行就不能放心地把资金贷给企业；不解决融资难融资贵问题，支持实体经济发展就会成为一句空话；不解决对手方信用风险问题，企业间就不能够放心交易；不解决衍生工具缺乏问题，企业就没有办法规避经营的风险，解决不了个性化保值避险的需求。因此，作为大宗商品的生产和消费和贸易大国，这些矛盾和问题不能及时解决，将严重制约我国产业经济的市场化、国际化发展，严重影响我国相关产业和企业提升核心竞争力，严重拖累我国企业参与国际竞争和争夺国际定价话语权。在当前世界经济和国际贸易格局发生深刻变化的今天，抓紧推动解决这些矛盾和问题，尤为重要和迫切。

《中国期货》：在这样的外部环境与内部条件下，我国期货市场在服务现货企业的过程中，存在怎样的特点与不足？需要做出哪些方面的改进？

郭晓利：当前，我国期货市场供给与现货企业需求之间存在着“六个方面突出矛盾”：

一是现货企业经营连续性与套期保值只能选择期货市场几个活跃合约之间的矛盾。我国期货市场存在特有的1、5、9合约活跃现象，这与其发展历程和散户化的市场参与者结构相关。英国的期货合约设置贴近现货，形成了日合约、周合约、月合约组成的合约设置体系，做到了天天交易，日日交割。我国借鉴了美国按月设置期货合约的制度，但美国期货市场活跃合约是连续的，我国几家交易所已通过引入做市商制度着手推动解决这个问题。

二是现货企业对近月合约的套期保值需求与期货市场期货合约活跃月份较远之间的矛盾。我国期货市场活跃合约较远，与美国、英国市场差别较大，难以满足企业套期保值需求。我国期货市场也曾经是近月合约活跃，在为防范临近交割月或交割月的逼仓弃仓风险而引入临近交割月梯度管理制度后，活跃合约从近月向远月转移，近年来改进临近交割月梯度管理制度后，活跃合约出现向近月平移的趋势，但改进尚需持续。

三是现货企业广泛的交割地域需求与期货市场有限的指定交割仓库地点之间的矛盾。英国交割仓库设置特点是数量众多，遍布世界，贴近终端用户。美国交割仓库设置特点是不同品种，不同制度，贴近现货，持续改进。我国期货交割仓库设置特点是相对集中，数量较少，覆盖不够广泛。这需要解决仓库间升贴水问题和仓单申换问题，扩大交割仓库覆盖，增加交割仓库数量。

四是现货企业对期货市场较低交易交割成本的需求与期货市场过于严格的市场管理和风险控制导致成本较高之间的矛盾。美国期货市场交易交割制度是宽松的，英国期货市场企业交易成本是低的，我国期货市场套期保值管理制度、交易交割管理制度、市场资金使用效率仍需要改进。

五是现货企业对个性化、非标服务需求与场外市场发展滞后、综合交易服务商缺位、期货中介机构不够强大之间的矛盾。我国期货市场的标准化服务与企业的个性化需求存在差距，场外市场的发展也与企业的需求不匹配，作为提供个性化服务主力军的综合交易服务商刚刚起步。此外，我国期货中介行业发展不够强大，存在同质化竞争严重、盈利能力不足、资本金不强、缺少中坚力量等问题，但发展潜力是巨大的，南华期货、瑞达期货在A股市场的成功上市就是一个新的起点。

六是现货企业在国内期货市场定价权、国内期货市场在国际市场定价权与我国期货市场参与者结构、对外开放程度之间的矛盾。我国期货市场参与者是以中小散户为主的，这一情况近年改善明显，但仍差距很大。期货市场的参与者机构、市场流动性、价格有效性与定价权威性是密切相关的，期货市场参与者结构决定期货市场的定价权威性，企业市场参与度决定企业在市场上的定价话语权。形成国际定价中心需要两个条件，即现货基础条件和期货市场条件，我国具有坚实的现货基础条件，具备一定的期货市场条件。成为国际定价中心离不开期货市场对外开放，我国期货市场对外开放程度低，是导致国际定价话语权缺失的重要原因。因此需要立足国情和市场状况，持续推进对外开放。

这六个方面矛盾的存在，严重制约现货市场健康发

展和期货市场服务实体经济功能与作用的发挥，这既是从现货市场的角度对作为风险管理工具的期货市场的需求，也是期货市场服务实体经济的最后一公里，如何打通这最后一公里，是我们需要面对的重大课题。

《中国期货》：结合当前我国现货市场的特征和需求，期货市场应如何去推动这些问题的解决，以更好服务实体经济？

郭晓利：期货市场服务实体企业的六个突出矛盾的成因是复杂的，不是一朝一夕能够解决的，我们对解决这些问题的难度要有清醒的认识。期货市场需要再认识、再定位、再发展，需要我们推动期货市场的供给侧改革，需要国家从战略高度进行顶层设计，需要政府的政策支持和市场组织的落地实干有机结合。将期货市场存量改革和增量创新并举，建设多层次市场体系，在持续提升现有期货市场服务实体经济能力的同时，通过增量创新，建立新的改革试验田，有效推进大宗商品领域突出问题 and 期货市场服务实体企业矛盾的解决，是一个可行的选择。

存量改革，即持续提升市场运行质量，增强服务实体经济能力，更好发挥服务实体经济功能作用。对存量市场进行改革，牵一发动全身，必须敬畏市场，持续稳步推进。在改革中应注意以下三个问题，即需要在保持市场平稳运行的前提下，在有效防范系统性、区域性风险的同时，根据市场发展状况和需求，将改革的力度和市场的承受程度很好地结合，在保持市场发展过程中，有序推进改革；需要明确改革的路线图和时间表，明确目标、措施、效果和实现时间，使市场运行质量的改善和服务实体经济效果的提升体现在具体行动；需要进一步调动期货交易所作为市场组织者的积极性。我国的交易所作为社会主义国家的市场组织者，不仅肩负推动市场发展和一线监管的重任，同时又主动承担和履行众多社会责任，为国家经济社会发展做贡献。监管部门也应给予交易所更多空间、更大灵活性和更多政策支持，充分发挥交易所作为市场组织者的作用，充分发挥交易所服务实体经济的专业性和创造性。在存量改革过程中，还需要特别注意保护好我国期货市场良好的

市场流动性，需要在保护好中小散户积极性的前提下，引进更多的企业和机构投资者，完善结构，改进制度，提升质量，增加企业定价话语权，推进市场对外开放。存量市场改革需要做好以下几个方面：一是将推出新品种新工具与已上市品种并重，完善市场运行质量和功能效果评价机制；二是改进制度，解决问题，提升市场运行质量；三是全力改善市场结构，扩大企业参与市场的广度和深度，提升企业定价话语权；四是加快推进对外开放，增强期货市场国际定价影响力和话语权。

增量创新，即推动我国期货市场多层次市场体系建设，全方位服务实体经济。增量市场创新，可以大胆尝试，做好顶层设计。需要站在国家战略高度，摒弃部门利益，整合国家优势资源，通过建设多层次期货市场体系，建立新市场，树立新目标，探索新模式，采用新机制，开展新服务，需要避免“穿新鞋，走老路”。虽然我们依然处在社会主义市场经济初级阶段，但我们面临的现货市场状况和市场化程度与30年前相比已经发生了根本性的变化，积累了丰富的期货市场建设和管理经验，这为增量创新奠定了坚实的基础。增量市场创新需要注意以下几个方面：一是树立新目标，建设多层次市场体系。这需要立足现货，服务现货，以推动解决我国大宗商品领域发展不充分不平衡问题和期货市场服务实体经济与现货企业需求之间的矛盾，从根本上解决期货市场补现货这一课的问题，建设一个适应经济发展阶段时代需求的，现货和中远期市场、场外市场和期货市场紧密结合的，多层次期货市场体系试验田；二是建立新市场，采用新机制。新市场体现在更加贴近现货、更加适应市场、更加满足实体企业需求。新机制体现在管理体制、所有制和市场化机制，整合国家优势资源，采用混合所有制，既保证公益性的事业，又发挥市场化机制的作用；三是探索新模式，开展新服务。新模式体现在按照现货市场的规律和需求进行制度性安排。新服务体现在扎根现货推动现货相关问题和期货相关矛盾的解决上，体现在企业真正成为市场的主导者，推进现货、中远期、期货市场的融合，场内市场和场外市场的融合，商品和金融的融合，境内和境外的融合，线上和线下的融合。■

标准合约简论

文 王学勤

中国郑州粮食批发市场（郑州商品交易所前身）第一份远期合约签约已经过去近 30 年。在我国期货市场建立 30 周年之际，我们试图对这份远期合约潜在的内涵和属性进行进一步挖掘，赋予其新的现实和历史意义。

在研究远期合约与期货合约等基本概念基础上，通过对当时郑州粮食批发市场交易暂行规则和细则进行对照剖析，我们认为，当时的第一份“远期合约”已经超越了传统意义上远期合约的范畴，它同时具备远期合约和现行标准化期货合约的某些属性。因此，本文首次提出“标准合约”的概念，并发掘出我国期货合约由标准合约到标准化期货合约的发展路径。

问题的提出

1991 年 3 月 22 日，在我国期货市场发展史上是个具有独特意义的日

子。作为我国首个期货市场试点单位的中国郑州粮食批发市场成交了自 1990 年 10 月 12 日开业以来的第一笔远期合约（下称 322 合约）。

322 合约的主要内容包括，合约成交日期为 1991 年 3 月 22 日，合同编号为 9103220201。买卖双方郑州粮食批发市场见证下，经协商签订 1991 年 9 月交割的 1000 吨三等白小麦，交割价格为每公斤 0.86 元，合约总价值为 86 万元，交割期为 9 月至 12 月。合约详细规定了交割地点、交货频率、运输方式、质量验收、费用负担、结算方式、保证金、手续费

等内容。特别是其在附则明确规定，依据有关规定，合约允许转让。

按照《中国郑州粮食批发市场交易暂行规则》和《交易管理细则（暂行）》（以下简称规则和细则）的规定，合同“期限为六个月（含六个月）以内的合同为现货合同。六个月以上、十二个月（含十二个月）以内的合同为远期合同。”“322 合约”作为郑州粮食批发市场第一份远期合约，其重要价值在于：合约签订时，作为交割标的的 1000 吨小麦当时还生长在农田，未来供需情况尚不明确，交割时的市场价格也不确定。因而，它是

图 1 中国郑州粮食批发市场第一份远期合同 (标准合约)



一份隐含未来价格风险的合约。当时的《经济日报》称其是“我国计划经济体制向新经济体制转轨过程中，贸易活动中出现的第一笔规范化的远期合约”。在中国商品经济发展历程中，本份合约的意义不亚于 1851 年 3 月 13 日芝加哥期货交易所出现的最早一笔玉米远期合约。

时至今日，322 合约签订已过去近 30 年。在历经期货市场 30 年运行实践后，当我们以“成年人”的阅历重新审视当年初尝“梨子”的大胆尝试时，这份远期合约便具有了特殊的内涵和意义。

远期与期货合约概念简述

(一) 远期合约的界定

远期合约是一种最简单的衍生

工具，其合约价值取决于标的资产的现货价格或市场价格。远期合约是买卖双方就某项资产或某种商品在未来某一日期达成的协议，其价格在订立合同时就已确定。顾名思义，合约只是约束双方在未来确定的时间、以最初商定的价格交换资产。合约所规定的价格称为交割价格或远期价格。远期合约是一种衍生品，主要由生产商用于对冲目的。

例如，农民的小麦很快就要收割了，小麦价格一直在波动，农民不确定一旦小麦收获并准备上市的时候市场价格将是多少。而以小麦为原料的面粉加工厂，与农民一样，也不喜欢小麦价格的波动，因为这样会侵蚀其利润。为此，农民和面粉厂达成一项远期交易协议。合约规定在指定日期（例如合约签订之日起 90 天内），农民向面粉厂交付 2 吨小麦，价格为每吨 2400 元，合计 4800 元。对农民来说，这是一个可以接受的价格，因为他可以预估销售小麦的收入。而对面粉厂来说，合约固定的价格也有助于其估算生产成本。合约签订时，没有发生货币或资产易手。90 天后，农民和面粉厂履行实物交割和结算。

从该案例中我们可以概括出传统的远期合约的几个主要特征。

1. 远期合约是由买卖双方私下商定的，价格没有透明度。
2. 远期合约是在交易所柜台以外交易的，这意味着它们不受监管机构的监管。这也为相关各方带来更多风险，比如缺乏流动性，无法以想要的价格找到合适的买家或卖家。

3. 远期合约具有很高的交易对手风险。尽管双方都同意受合约条款的约束，但仍有不履行远期合约的方法。远期合约交易通常伴随着违约风险。在上面的案例中，农民可能无法达到商定的 2 吨交货数量。或者，面粉厂可能无法提供所需的购货资金。特别是当基础资产价格发生较大波动的时候，很可能就会出现违约。基础价格的上涨可能会刺激农民违约，因为他一履约就不能卖出更好的价钱；而价格的下跌则会刺激面粉厂违约，因为它本可以不花那么多钱购进小麦。

4. 远期合约中的合约条款——交易数量、质量和交割时间等都是非标准化的，取决于合约双方的谈判。

(二) 期货合约的界定

我们从理论界、期货行业和美国商品期货交易委员会等方面选取了几个较为经典的期货合约界定，作为本文讨论的依据。

1. 理论界观点：期货合约是标准化的远期合约，它们的本质是相同的。国际公认的衍生品理论权威约翰·赫尔教授认为，远期合约是一个在确定的将来时刻、按确定的价格购买或出售某项资产的协议。而期货合约像远期合约一样，也是一个在确定的将来时刻、按确定的价格购买或出售某项资产的协议。与远期合约不同的是，期货合约通常在交易所内交易，合约条款是标准化的，同时交易所提供确保合约履约的机制。

世界银行研究报告“经济自由化国家里的风险管理：利用粮农期货与期权市场的问题”指出：“期货合

约是标准化的远期交易合约，期货市场是组织这些期货交易的场所。所有期货合约都是相同的，它们承担义务，在某一未来的日期、时间、在指定的地点，交付固定数量和质量的某一商品。如此，只有价格需要双方进行谈判。现货和远期交易一般在地方、时间和商品的质量上都是分散的，合约标准化可以使其便利地进行集中交易……期货合约在到期日前可以继续持有或卖出。标准化合约促进了市场流动性，有助于价格发现机制的运行，但并不鼓励商品实物的使用者接受交货。因为合约中的规格常常与商品使用者的具体需要在时间、地点、质量和数量上不相一致。因此，将要到期的期货合约或者是用更远期的合约延期，或者是通过对冲了结合约；而商品使用者在时间、地点、质量和数量上所实际需要的商品可以从现货和远期交易市场获得”。

美国伊利诺斯州大学商品期货专家托马斯·A·海尔耐莫斯(Thomas Hieronymus)教授在所著的《期货交易经济学》(被世界金融期货之父利奥·梅拉梅德称为“期货圣经”)中给出的定义是，期货合约是规定将来买卖某种商品的协议。他认为，合约中的交易是在将来才完成的。交易的执行是在未来。它们不是在买卖实物或现货商品。所有权并没有转手；货币也没有转手。在签订合同的时候，合约附属的商品单位可以存在但不需要必然存在。

2. 行业的主张：世界金融期货之父利奥·梅拉梅德的定义是，期货

合约是在商品交易所交易，由交易所保证交易双方履约的标准化合约；而远期合约是传统的、在交易所之外签订的合约，买卖双方之间没有中间担保人。他认为，对期货合约与远期合约的区别应该做更多的研究。两者的区别有些模糊不清，但是，其差异是很重要的。

我国《期货交易管理条例》规定，期货合约是指期货交易所统一制定的、规定在将来某一特定的时间和地点交割一定数量标的物的标准化合约。期货合约包括商品期货合约和金融期货合约及其他期货合约。

3. 美国的界定：美国成文法没有对“期货合约”直接定义，仅用“用于未来交割的商品销售合约”这一表述指代期货合约，但是没有对“未来交割”进行明确定义，仅是规定“未来交割”不包括“延期交付或交运的现货商品销售合约”。这种对期货合约的“迂回”定义表明，期货合约是从远期合约的基础上发展而来，两者有着不可分割的联系。从法律概念上直接地对二者进行严格准确区分不是容易的事。所以，美国把远期现货合约从“未来交割”的合约中划分开来，以便界定期货合约，从而划清期货监管分界线。

郑州粮食批发市场交易规则对 322 合约的标准化

重温远期合约与期货合约的概念界定，我们意识到，一方面，由于两者在性质上是相同的。所以，理论上它们是没有区别的。另一方面，在

实践上，合约条款是否标准化是区分远期合约与期货合约的关键。但是，传统概念并没有对“标准化”下定义，也没有界定标准化的程度。这也是本文试图探讨的核心内容。正如利奥·梅拉梅德指出的那样，“对期货合约与远期合约的区别应该做更多的研究。两者的区别有些模糊不清，但是，其差异是很重要的”。

认真审视 322 合约，我们发现，不仅其主要特征超出了传统远期合约的范畴，更重要的是，当时颁布的“郑州粮食批发市场交易管理暂行规则”和“郑州粮食批发市场交易管理细则(暂行)”对郑州粮食批发市场上市合约进行了全方位的标准化。例如：

(一) 322 合约交易标的的标准规定。“细则”第四章交易品种中第六条规定，“郑州市市场的开市品种为各类、各等级小麦和面粉。”322 合约的交易标的是郑州粮食批发市场上市交易的小麦品种。

(二) 322 合约交易单位的标准规定。“细则”第十一章合同中第三十一条规定，“合同单位数量为 50 吨，成交量必须是 50 吨的整倍数。合同样式是由市场统一制定的。”322 合约的交易数量为 1000 吨，是 50 吨的整倍数。

(三) 322 合约场内交易的标准规定。“细则”第六章交易方式中第八条规定，“郑州市市场的交易方式为拍卖和协商买卖两种，交易者均可利用。在每场交易中先拍卖，后协商买卖。两种交易方式均须在市场交易厅内进行。”

(四) 322 合约具有的期货交易性质。322 合约是一份“规定将来买卖某种商品的协议。合约中的交易是在将来才完成的。所有权并没有转手；货币也没有转手。在签订合同的时候，合约附属的商品单位可以但是不需要存在。”1991 年 3 月 22 日签订合同，半年后至 9 月份开始交割。交割的小麦生产期是 1991 年。合约签订时，该批小麦还在田间地头生长，因此它是典型的未来交割合约。

(五) 322 合约可转让（对冲）规定。“细则”第十五章合同转让中第四十七条规定，“如果买卖双方或某一方由于生产经营和市场上发生重大变化致使履约发生困难时，可以由市场统一组织转让合同。”第五十三条规定，“经市场同意，可以有偿转让合同。”第五十四条规定，“合同一经转让，履约责任和义务随之转移，市场向转让方清退保证金本息，核收受让方的保证金和相应的手续费”。也就是说，如果达成合同转让，原合同的买方或卖方或双方就可以转手出局。“如果买方或卖方选择持有合约至到期日，那么合约就成为真实的，可能被执行”实物交割。322 合约最终履行实物交割。

(六) 322 合约保证金履约机制规定。“细则”第十二章保证金中第三十六条规定，“合同签订后，买卖双方必须在五日内到市场结算部交纳基础保证金。否则，市场取消合同认可。基础保证金收取数额为成交金额的 5%。”第三十七条规定，“自合同

生效之日起到交割日止，如果市场价格发生较大幅度波动，基础保证金不能有效保证履约时，市场有权向买卖双方或某一方收取追加保证金。买卖双方或某一方在收到交纳追加保证金的通知后，必须在 2 日内如数汇出应交数额，否则，按违约处理。”第十七章结算中第六十五条规定，“买卖双方货款结算完毕后，通知市场清退保证金本息，市场在接到通知后 2 日内将应退资金一次清还。”322 合约的基础保证金为买卖双方分别交纳 4.3 万元。

(七) 322 合约的国家质量标准规定。“细则”第五章质量标准中第七条规定，“上市粮食的品质等级按现行国家标准的规定执行，没有国标的按部颁标准执行，没有国标、部标的按卖方地方标准执行。标准等级以外的粮食由买卖双方协商确定。”

(八) 322 合约实物交割的标准规定。“细则”第十一章合同中三十二条规定，交割月份的每日均为交割日。

我们认为，认定 322 合约是非标准化合约，不太符合客观事实。因为“规则和细则”不仅对 322 合约的数量、质量、交割时间等条款进行了全方位的标准化，而且还对交易主体资格、合约转让、保证金结算、风险控制、交割履约、合约监证及监管等各方面做出了明确限定。但是，如果认定 322 合约是标准化合约，也不十分确切。因为尽管 322 合约按照“规则和细则”进行了全方位的标准化，

但是，其并未达到期货合约要求的高度标准化的程度。也就是说，它只是在一定程度上满足了现代期货合约的设计要求。实际上，与现代期货合约相比较，322 合约每张合约数量、质量、交割时间、地点等合约条款并未统一固定，在交易过程中不便于转手对冲，因而难以产生一定的流动性。因此，按照当代期货合约高度标准化的要求，认定其为标准化期货合约也是不确切的。

综上，从整体考虑，我们认为：首先，322 合约是在郑州粮食批发市场成交的第一笔远期合约，但它不是传统意义上的远期合约，其内涵和意义已经超出远期合约的范畴。其次，322 合约是具有一定标准化程度但是又未达到现代期货合约高度标准化要求的，介于标准化与非标准化之间的具有双重属性的合约。第三，鉴于它是 1993 年 5 月 28 日郑州商品交易所推出真正意义上的标准化期货合约的前身，所以，我们与其称之为“远期合约”，不如将其认定为“标准合约”（而非“标准化合约”）更符合实际意义。

标准合约的双重性辨析

当年 322 合约被称为远期合约，主要有以下几点考虑。

(一) 对照美国期货市场发展路径，322 合约的标准化程度被忽视了

19 世纪兴起的传统期货交易是由远期现货交易发展而来的。在芝加哥期货交易所（CBOT）1848 年成

立10年后，一种叫做“即将到货”的远期合约已经发展起来，它来自于18世纪在欧洲就已经广泛使用的“即将到货”合约。当时（1848-1858年），CBOT基本上是远期合约市场。1859年，“即将到货”合约在用于谷物实际买卖的同时，已经成为交易和投机的对象。1868年前后，CBOT的期货合约实现了标准化。1873年，CBOT进一步规定了交易时间，传统期货交易逐渐走向现代期货市场（见图2）。因此，美国期货市场的产生是一个自然演变的过程，经历了现货交易、即期交易、远期交易、期货交易的发展历程。其最初阶段的发展基本上是一场进化，而不是一场革命。

相比较而言，我国期货市场发展模式有别于100多年前美国的发展

模式。上世纪90年代，我国期货市场的建立，主要是由中央和地方政府共同推动而产生的，是价格市场化改革的产物。按照美国期货市场由现货、即期、远期到期货的发展路径，我们简单地认为，只有和美国当代标准化合约一样，才是期货合约。这使得322合约原本的标准程度被忽视了。实际上，CBOT早期的期货合约，并不比322合约更标准化。芝加哥期货交易所的标准化是从最原始的标准化合约开始的。他们起步于把半蒲式耳计量单位改成统一使用蒲式耳计量。1855年，交易所确定，玉米籽粒的标准合约重量为56磅，小麦为60磅。之后，他们把包装统一改为散装，把仓单等级的协商从只能看样品交易统一改为看行情报价交易。所以，从某

种意义上说，我们所谓的远期合约，比CBOT早期的期货合约标准化程度要高。

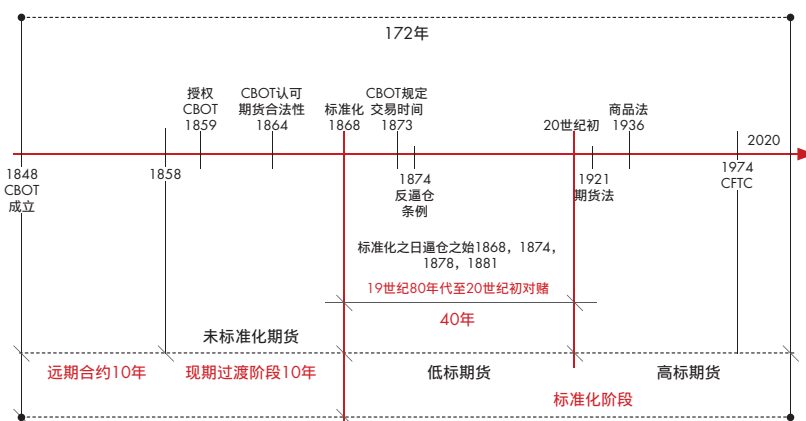
（二）以标准合约起步发展期货交易具有中国特色

由于当时我国尚处在由计划经济向市场经济的过渡阶段，现货市场体系尚不完善。所以，我国期货市场建立之初，在借鉴美国经验同时结合中国国情的基础上，制订了“立足现货市场，大力发展有保障的远期合同，引进期货机制，改造远期合同，改造现货批发市场，创造条件，积累经验，逐步向期货市场过渡”的发展目标。也就是，以现货远期合约起步，逐步发展期货合约。当时认为，远期交易是期货交易的基础。远期合约一出现，就离期货交易更近了。所以，当时把322合约称为第一份远期合约，而不是标准合约。现在看来，按照远期合约、期货合约的基本概念，以及郑州粮食批发市场交易暂行规则和细则的对比分析，中国郑州粮食批发市场自开业伊始，其成交的合约就是标准合约，而非无组织的、由交易商私下协议的、无标准可循的传统远期合约。从根本上讲，我们走的是以标准合约起步、向真正意义上期货交易发展的、具有中国特色的创新之路（见图3）。

（三）社会主义市场经济尚未建立，只能从称为“远期合约”的标准合约开始

1989-1992年，十四大之前，我国正处在继续改革的困扰和争论中，争论的主要焦点是计划经济与市场经

图2 美国期货市场发展史示意图



图片说明：1848年CBOT成立后的10年里交易少量的远期合约，而1858年至1868年的10年里，是远期现货交易向期货交易过渡的10年。交易的是未标准化的期货合约（标准化程度不高）。1868年CBOT开始交易标准化期货合约，而到1873年才规定了集中交易的时间，期货合约还在不断地提高标准化程度。自然生长的标准化期货合约是一个缓慢的演变过程，且没有明确的时间点，表面合约性质发生了转变。

济的关系。在这种大背景环境下，发展市场经济体制中的“期货市场”难度可想而知。实际上，1987年国务院就决定组建粮食批发市场。其最初的设想是，“一方面要按照市场调节、价值规律办事；另一方面要加强国家的干预和指导，平抑物价”。当时，在计划经济体制中引入新型的粮食批发市场和期货交易制度并没有先例。政策问题是最大的障碍。市场初创者们面临的问题是，社会主义国家能搞期货市场吗？我国改革开放是否继续朝着市场经济的方向发展？所有这些改革开放的政策条件都决定了发展期货市场不仅存在着政治风险，而且存在很大的不确定性。郑州粮食批发市场就是在这样的背景下产生的，为减少争论避免政策风险，其合约的研究和设计从具有标准化合约性质的远期合约起步，而没有从一开始就上市标准意义上的“期货合约”。可以说，郑州粮食批发市场是计划经济与市场调节相结合的产物。其计划性体现在，一是由国家批准开办；二是经批准才能进场交易；三是买方进场交易必须持有国家下达的配额指标；四是市场价格的上下限以及波动幅度由国家指定。

（四）用远期合约替代标准化合约，淡化国家是否准许期货投机的问题

322 合约之所以称做第一份远期合约，另一个重要原因是，在我国特殊的历史环境中，投机是一个贬义词。在观念上，投机一直与投机倒把相联

系。在民间，投机有不务正业之嫌。还有人把期货投机与赌博相关联。然而，“投机”在期货市场上绝非贬义词，它是一种极为重要的交易方式。因此，受投机倒把观念的影响，即使当时搞了粮食批发市场（期货），也没人敢公开投机交易。更有甚者，如果允许转让未到期合约，还可能被扣上“投机倒把”的帽子。如果一步到位搞期货交易的话，期货投机如何定义？国家政策允许企业（尤其是国企）以及社会公众参与期货投机吗？怎样区分期货投机的“润滑剂”作用与投机倒把的犯罪属性？这些问题一直困扰着初创者们。直到 1993 年初，郑州粮食批发市场还在请示中央政府“准许国内登记注册的企业参加郑州粮油商品交易所的期货交易活动，承认风险投资损益的合法性。期货交易不受原经营范围限制。准许郑州粮油商品交易所会员开展经纪业务。准许我国公民通过经纪行在交易所进行风险投资活动。”人们对投机的疑虑和畏惧可见一斑。在此情况下，“规则和细则”只能隐晦地用合约转让、标准化合约、非标准化合约或是远期合约等表示其中的期货含义。这也是为什么郑州粮食批发市场当初的既定发展目标是由现货交易起步，逐步向期货交易过渡的原因。

（五）六个月以上的合约是远期合约并不限定 322 合约只是远期合约

关于六个月以上的合约为远期合约的规定是当时的历史环境决定

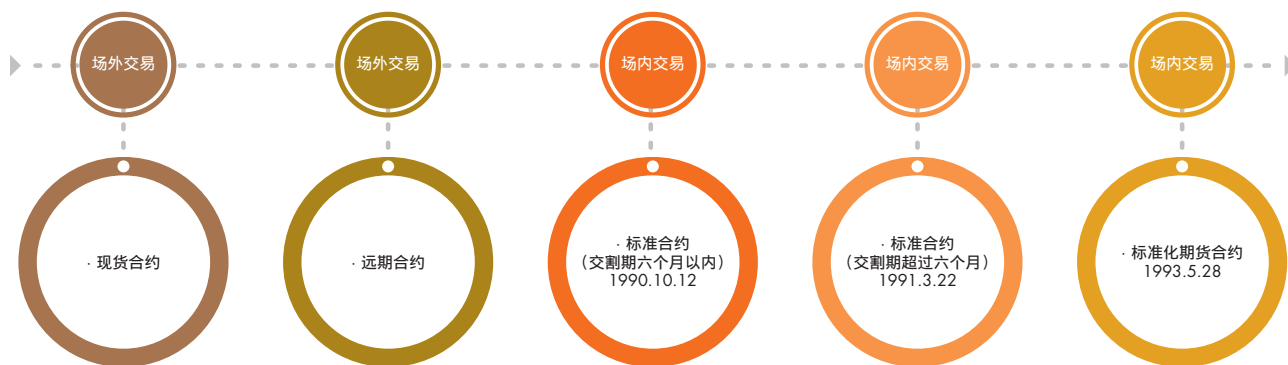
的。从现在的视角分析，我们并不认为 322 合约仅仅就是远期合约的概念。322 合约称为远期合约主要依据是规则规定。交易管理细则（暂行）第三十条规定，六个月（含六个月）以内的合同为现货合同。六个月以上、十二个月（含十二个月）以内的合同为远期合同。尽管采用这种交割时间段界定远期合约在市场运作实践中简单易行，但它并没有明确的理论依据。所以，从历史角度看，这项规定仅就交割期限长短，并不能限定 322 合约只是远期合约。自郑州粮食批发市场开市交易之日起，其成交的现货合约中就有远期合约，而远期合约中就包含既有远期合约性质，又有一定标准化程度的标准合约。

标准合约的意义

（一）标准合约的概念和实践丰富了期货市场理论

期货市场的理论观点认为，期货合约是标准化的远期合约，它们的本质是相同的。但是，理论文献都没有对合约条款内容和标准化程度做出明确定义。标准合约没有按照当代国际期货合约的标准化模式一步到位推出期货交易，而是循序渐进地对远期合约进行标准化规定，在没有完全固定合约条款的同时引入期货交易机制。标准合约的概念诠释了理论上尚未明确结论的、有关远期合约与期货合约的模糊界限部分，丰富了“期货合约是标准化的远期合约”的理论，也为国际上发展期货合约提供了全新模式。

图 3 中国期货合约发展史示意图



（二）标准合约是我国最早的具有期货交易性质的合约

标准合约产生于社会主义计划经济向市场经济的过渡时期，它既是具有远期合约性质的期货合约雏形，又是具有期货合约性质的远期合约。实际上，标准合约与标准化期货合约的主要差别，仅在于合约条款内容是否固定化。例如，合约单位、标的的质量、交割地点等合约条款都具有类似于期货合约的标准化的具体规定，只是没有统一固定，不同的合约仍可通过协商确定合约条款内容。在特殊历史时期，尽管还不具备交易标准化期货合约的条件，但是我们以标准合约的形式，通过对合约条款进行标准化，为开展真正意义的期货交易创造条件。因此，以 322 合约为标志的郑州粮食批发市场成交合约是我国最早的、具有期货交易性质的标准合约。

（三）标准合约为推出标准化期货交易奠定了基础

“规则和细则”为标准合约安排了期货交易的机制和制度，使其距期

货交易仅一步之遥。“规则和细则”除了对基本的合约条款（包括上市品种、交易单位、交易方式、合约转让等）做出规定外，还在交割、运输、结算和风控等方面按照期货交易惯例做了规定。简而言之，以 322 合约为代表的“标准合约”是当时郑州粮食批发市场在期货交易机制原理框架下设计的、具有一定标准化程度的合约，为后期真正意义上电子化、标准化的期货交易的推出奠定了坚实基础。

（四）首笔标准合约成交时间可提前至 1990 年 10 月 12 日

从性质上说，322 合同与之前和之后成交的合约一样，都是标准合约。因此，1990 年 10 月 12 日中国郑州粮食批发市场成立当日，由中国粮食贸易公司与驻马店地区议价粮油公司达成的第一笔交易应该是第一份标准合约。自 1990 年 10 月 12 日开业当日成交的第一笔合约起，交割期六个月以内的标准合约（包括现货合约及远期合约）即告诞生，随后逐步发展到交割期超过六个月的标准合约。而

322 合约就是交割期超过六个月的标准合约的标志。

（五）标准合约是期货合约发展史上的里程碑

郑商标的标准合约发展路径是我国期货合约发展的缩影和不可或缺的组成部分。它是从标准合约（包括现货合约、远期合约和非标准化合约），发展到真正意义上的期货交易的过程（见图 3）。标准合约的成功实践充分说明，期货合约不一定非要完全具备条件再发展。在由计划经济向市场经济过渡的时期，在现货批发市场起步的基础上，可以先行发展标准合约，启动期货交易试点；待条件成熟时，逐步推出标准化期货交易。这是一条在特定历史条件下，借鉴国际经验，同时结合当时中国国情，由我国期货市场初创者另辟蹊径走出的、具有中国特色的发展之路。^[8]

（本文作者为中国期货博物馆研究室主任）

CME 外汇期货市场风险 应急处置机制介绍

——基于瑞郎脱钩及英国脱欧事件

黄博

2015 年汇改以来，人民币汇率一改单边升值趋势，呈现升贬交替、波幅加宽的双向波动的新常态。为防范化解外汇市场风险，中国人民银行、国家外汇管理局会同相关部门采取了逆周期调节跨境资本流动、完善宏观审慎管理框架以及加强微观市场监管等一系列综合性措施。未来随着人民币汇率市场化形成机制的进一步完善，以及金融双向开放的进一步扩大，人民币汇率将更多反映市场因素，波动性也会相应加大。在此背景下，学习借鉴 CME 外汇期货市场经验，对探索设计符合我国实际情况的外汇期货风险应急处置机制有着一定的现实指导意义。

CME 交易所市场风险应急处置机制架构

CME 交易所董事会通过设立董事会层面 (Board level) 以及非董事会层面 (non-Board level) 委员会来指导交易所开展各项业务。在众多委员会中，商业行为委员会 (Business Conduct Committee) 和清算所风险委员会 (Clearing House Risk Committee) 负责制定风险应急处置机制并授权采取应急措施，两者均属非董事会层面委员会。

CME Rule 402.C 授权商业行为委员会认定市场是否面临紧急状态以及是否应采取应急处置措施。市场操纵、重大外部事件冲击、清算会员或客户履约能力恶化等可能对交易所运行产生严重负面影响的情形都可能构

成紧急状态。一旦委员会认定紧急状态存在，便可采取以下措施 (包括但不限于)：1. 暂停、缩短或终止合约交易；2. 限制、暂停或终止入场交易或清算；3. 要求交易仅限于平仓操作，限制交易发生在特定价格区间；4. 设置或修改持仓限额、要求一方平掉部分或全部仓位；5. 修改价格波动限制、交易日或交易时段、交割条款；6. 要求不能或不愿参与交割的持有者平仓或移仓；7. 设定平仓合约结算价；8. 要求追加履约担保品。市场监管部 (Market Regulation Department) 会及时对外公告上述应急措施，并按照相关监管要求上报 CFTC 和董事会。

CME Rule 403.C 授权清算所风险委员会认定市场是否面临紧急状态以及是否应采取应急处置措施。任何

诸如市场大幅波动、支付系统瘫痪、会员或客户破产等可能对交易、清算产生严重负面影响的情形都可能构成紧急状态。一旦委员会认定紧急状态存在，便可采取以下措施 (包括但不限于)：1. 要求清算会员或客户追加履约担保品；2. 要求清算会员或客户缴纳特别履约担保品；3. 调整履约担保品要求；4. 提高清算会员资本金要求；5. 设置持仓限额。清算所会及时以书面形式通知相关会员，并按照相关监管要求上报 CFTC 和董事会。

CME 针对瑞郎脱钩事件的风险应急处置机制

(一) 瑞郎脱钩事件背景简介

2015 年 1 月 15 日，瑞士央行意外宣布放弃维持欧元兑瑞郎的 1.20

汇率下限，并将三个月期 Libor 目标区间下调到 -1.25% 至 -0.25%，将活期存款利率降至 -0.75%。决议公布后，当日欧元兑瑞郎汇率一度暴跌近 30%，美元兑瑞郎汇率也一度暴跌逾 27%。受此影响，多家外汇经纪商爆仓。其中，英国大型外汇交易商艾福瑞（英国）（Alpari（UK））宣布申请破产，德意志银行、花旗银行等华尔街大型投行亏损上亿美元。CME 瑞郎相关外汇期货及期权合约当日总成交量高达 13.4 万张¹，约为 2014 年日均成交量的 3 倍。

（二）CME 交易所启动风险应急处置机制

鉴于瑞郎脱钩事件极大地加剧了外汇市场波动性，清算所风险委员会（以下简称“CHRC”）与商业行为委员会（以下简称“BCC”）认定紧急状态存在，并紧急出台风险应急处置措施以确保交易安全有效进行。

1. CME 清算所阶梯提高清算会员履约担保品要求

2015 年 1 月 15 日，CME 清算所²发出通知，决定分两阶段提高部分外汇期货及相应期货期权资产组合履约担保品要求。具体如下：（1）自 1 月 15 日闭市后，瑞郎兑美元期货（包括迷你期货）以及欧元兑瑞郎期货合约交易初始及维持保证金水平均在 1 月 14 日的基础上提高 1 倍，自 1 月 16 日闭市后，上述合约交易初始及

表 1 瑞郎兑美元、欧元兑瑞郎期货及期权保证金调整表（1.15）

CC	Rate Type	Description	Change	ISO	Current Initial	Current Maintenance	New Initial	New Maintenance
Outright Rates								
FX-Outright Rates								
E-MICRO CHF/USD FUTURES(MSF)								
MSF	Spec		Increase	USD	248	225	495	450
MSF	Hedge/Member		Increase	USD	225	225	450	450
EURO FX/SF FUTURES(RF)								
RF	Spec		Increase	CHF	1,485	1,350	2,970	2,700
RF	Hedge/Member		Increase	CHF	1,350	1,350	2,700	2,700
SWISS FRANCE FUTURES(SF)								
SF	Spec		Increase	USD	2,475	2,250	4,950	4,500
SF	Hedge/Member		Increase	USD	2,250	2,250	4,500	4,500
Rate Type	Tier Description	Change	Current Initial	Current Maintenance	New Initial	New Maintenance		
Volatility Scan(volScan)Rate								
FX-Volatility Scan(volScan)Rate								
CROSS RATE EURO FX/SWISS FRANC(RF,RF)-volScan								
Clearing Member Rate		Increase		0.040		0.080		
SWISS FRANC(MSF,SF,SF,YS)-volScan								
Clearing Member Rate		Increase		0.025		0.050		

维持保证金水平均在 1 月 14 日的基础上提高 2 倍³；（2）自 1 月 15 日闭市后，欧元兑瑞郎期货期权资产组合在 SPAN 十六种情境下的隐含波动率变动值由 0.040 调整为 0.080，瑞郎兑美元期货期权资产组合由 0.025 调整为 0.050，自 1 月 16 日闭市后，进一步由 0.080 和 0.050 分别调整为 0.120 和 0.080。（详见表 1、表 2）

此后，CME 清算所于 1 月 23 日、30 日闭市后再次上调欧元兑瑞郎期货履约担保品要求，调整后的初始及维持保证金水平约为 1 月 14 日的 4.44 倍；于 1 月 30 日闭市后继续上调瑞郎兑美元（包括迷你期货）交易保证

金，调整后的初始及维持保证金水平约为 1 月 14 日的 3.38 倍⁴。随着欧元兑瑞郎、瑞郎兑美元汇率波动性逐步衰减，CME 清算所自 4 月 24 日起阶梯调降欧元兑瑞郎、瑞郎兑美元期货履约担保品要求。

2. 全球指挥中心紧急取消价格波动限制

（1）外汇期货及期权价格波动限制实施背景

2014 年 12 月 11 日，CME 交易所对外发布 S-7257 号特别执行报告（Special Executive Report），决定修订 CME Rule 589（特别价格波动限制），新规于 12 月 21 日生效。此

1 包括英镑兑瑞郎期货、欧元兑瑞郎期货及期权、瑞郎兑美元期货及期权、美元兑瑞郎期货以及瑞郎兑日元期货合约。

2 CME 清算所风险管理部具体负责保证金调整事宜。

3 1 月 14 及 16 日针对交易保证金要求的上调不对投机及套保交易属性区别对待，均同比例上调。

4 1 月 23 及 30 日针对交易保证金要求的上调不对投机及套保交易属性区别对待，均同比例上调。

表 2 瑞郎兑美元、欧元兑瑞郎期货及期权保证金调整表 (1.16)

CC	Rate Type	Description	Change	ISO	Current Initial	Current Maintenance	New Initial	New Maintenance
Outright Rates								
FX-Outright Rates								
E-MICRO CHF/USD FUTURES(MSF)								
MSF	Spec		Increase	USD	495	450	743	675
MSF	Hedge/Member		Increase	USD	450	450	675	675
EURO FX/SF FUTURES(RF)								
RF	Spec		Increase	CHF	2,970	2,700	4,455	4,050
RF	Hedge/Member		Increase	CHF	2,700	2,700	4,050	4,050
SWISS FRANCE FUTURES(SF)								
SF	Spec		Increase	USD	4,950	4,500	7,425	6,750
SF	Hedge/Member		Increase	USD	4,500	4,500	6,750	6,750
Rate Type	Tier Description	Change	Current Initial	Current Maintenance	New Initial	New Maintenance		
Volatility Scan(volScan)Rate								
FX-Volatility Scan(volScan)Rate								
CROSS RATE EURO FX/SWISS FRANC(RF,RF)-volScan								
Clearing Member Rate		Increase		0.080			0.120	
SWISS FRANC(MSF,SF,SF,YS)-volScan								
Clearing Member Rate		Increase		0.050			0.080	

次修订旨在将价格波动限制⁵范围由股票指数期货及期权扩展至 23 个外汇期货及相应期权合约，以提升外汇期货及期权合约价格发现和期现价收敛功能。按照 CME Rule 589 规定，交易所将于每个交易日开市前⁶，基于外汇期货主力合约前一交易日结算价，计算并公布当日各品种价格波动限制阈值⁷，并实时监测主力合约交易价格变动。一旦交易价格触及阈值，交易所将视情况采取暂停交易、扩大价格波动限制阈值等措施，具体如下：

当主力合约买入（卖出）报价触及上（下）第一档价格波动限制阈值时，主力合约交易将进入一个为时 5 分钟的观察期（Monitoring Period），

观察期交易不间断。5 分钟后，如果主力合约买入（卖出）报价不再触及上（下）第一档价格波动限制阈值，交易所将扩大价格波动限制阈值至第二档，反之交易所将宣布该外汇期货品种各月份合约以及相应期权合约暂停交易 2 分钟。2 分钟后交易恢复，交易所同步扩大价格波动限制阈值至第二档。

如果后续交易价格波动持续放大，以至于主力合约买入（卖出）报价触及上（下）第二档价格波动限制阈值，那么市场将进入第二个 5 分钟观察期，观察期交易不间断。5 分钟后，如果主力合约买入（卖出）报价不再触及上（下）第二档价格波动限

制阈值，交易所将扩大价格波动限制阈值至第三档，反之交易所将宣布该外汇期货品种各月份合约以及相应期权合约暂停交易 2 分钟。2 分钟后交易恢复，交易所同步扩大价格波动限制阈值至第三档。

CME 交易所共设置四档价格波动限制阈值，交易价格一旦突破第四档将不再受价格波动限制。值得注意的是，一旦市场进入观察期，无论后续交易是否触发交易暂停，交易所都将扩大价格波动限制阈值至下一档。另外，到期期货及相应期权合约的最后一个交易日不受价格波动限制⁸。

(2) 紧急取消瑞郎期货价格波动限制

2015 年 1 月 15 日，受修订生效后的 CME Rule 589 制约，瑞郎期货与即期市场交易价格联动性受损，期货市场无法同步反映即期市场情况。鉴于事件的严重性和紧迫性，全球指挥中心（Global Command Center，以下简称“GCC”）在瑞郎期货市场交易价格触及第三档价格波动限制阈值时，紧急取消交易价格波动限制。

2015 年 1 月 20 日，BCC 认为瑞郎脱钩当日若严格遵守 CME Rule 589，很可能对交易所安全运行以及相关合约交易完整性造成严重负面影响。依据 CME Rule 402.C，BCC 追溯认定瑞郎脱钩当日紧急状态存在，并对 GCC 基于善意自由裁量权而临时采取的取消价格波动限制应急措施

5 CME交易所认为实施价格波动限制可以阻止因市场流动性不足等因素导致的交易价格剧烈波动。

6 这里指CME Globex电子交易平台，公开喊价市场（Floor Trading）参照Globex执行价格波动限制。

7 针对外汇期货的价格波动限制阈值以基点为单位，不同于股指期货以百分比为单位。

8 2018年7月29日，CME将此条款修订为：到期期货合约最后一个交易日不受价格波动限制。

予以追溯认定。此外，BCC 还决定修订 CME Rule 589 以增加 GCC⁹ 应急措施权限（当日生效），授权其在紧急状态下，可基于善意自由裁量权，视情况采取任何包括但不限于以下应急措施：修改价格波动限制阈值、择机移除价格波动限制、决定暂停交易、修改受价格波动限制的产品名单。

（3）暂时调整部分外汇期货产品价格波动限制阈值

2015 年 1 月 21 日 GCC 对外发布公告，鉴于瑞郎脱钩余波未散，预期市场短期波动性仍将保持高位。GCC 决定自 1 月 21 日下午 5 时开市起至 1 月 26 日下午 4 点闭市止，临时移除部分外汇期货产品第一档价格波动限制阈值以确保市场交易安全平稳运行。欧元兑瑞郎、美元兑瑞郎、瑞郎兑日元等 18 种外汇期货品种¹⁰ 受此调整影响。

CME 针对英国脱欧事件的风险应急处置机制

（一）英国脱欧事件背景简介

英国于 1973 年加入欧盟前身欧洲经济共同体后，由于政治、经济、历史及文化等多重因素，对欧盟政治整合与政策始终存在疑虑，加之欧洲主权债务危机及欧盟移民政策，导致英国民众对欧盟不满情绪升高。时任英国首相卡梅伦宣布于 2016 年 6 月 23 日进行公投，由民众决定英国是否续留欧盟。英国脱欧一旦成真，很可能透过贸易及金融等外溢效果，冲击

表 3 欧元兑英镑、英镑兑美元及日元期货保证金调整表（6.17）

CC	Rate Type	Description	Change	ISO	Current Initial	Current Maintenance	New Initial	New Maintenance
Outright Rates								
FX-Outright Rates								
EURO FX/BP FUTURE(RP)								
RP	Spec		Increase	GBP	2,640	2,400	3,300	3,000
RP	Hedge/Member		Increase	GBP	2,400	2,400	3,000	3,000
BRITISH POUND FUTURES(BP)								
BP	Spec		Increase	USD	2,420	2,200	2,805	2,550
BP	Hedge/Member		Increase	USD	2,200	2,200	2,550	2,550
E-MICRO GBP/USD FUTURES(M6B)								
M6B	Spec		Increase	USD	242	220	281	255
M6B	Hedge/Member		Increase	USD	220	220	255	255
BPJY FUTURE(BY)								
BY	Spec		Increase	JPY	759,000	690,000	825,000	750,000
BY	Hedge/Member		Increase	JPY	690,000	690,000	750,000	750,000

全球金融市场。时任美联储主席耶伦明确指出，英国脱欧公投对全球经济金融市场造成的不确定性，成为美联储决定暂缓加息的考虑因素之一。英国脱欧公投结果公布后，英镑兑美元、日元汇率盘中跌幅均超过 10%，欧元兑英镑汇率盘中涨幅超过 9%。6 月 23 日，CME 英镑兑美元期货交易量高达 50.6 万张，成交金额 430 亿美元，约占当日外汇期货总成交金额的 25%。英镑兑美元期货 6 月日均成交量 18.9 万张，刷新历史成交纪录。

（二）CME 交易所再次启动风险应急处置机制

如上文所述，瑞郎脱钩事件发生后，BCC 决定修订 CME Rule 589 来增加 GCC 权限以灵活应对紧急状态。考虑到英国脱欧公投极有可能推升汇率波动性，为确保外汇期货市场交易公平有序运行，GCC 依据 CME Rule 589 授权，于 6 月 22 日、24 日

采取应急措施。此外，CME 清算所也于 6 月 17 日、27 日先后两次上调清算会员履约担保品要求。

1.CME 清算所两次提高清算会员履约担保品要求

2016 年 6 月 15 日，CME 清算所向清算会员发出通知，决定自 6 月 17 日闭市后上调部分外汇期货品种履约担保品要求，具体如下：欧元兑英镑期货合约交易初始及维持保证金水平均在 6 月 15 日的基础上提高 25%；英镑兑美元期货（包括迷你期货）合约交易初始及维持保证金水平均在 6 月 15 日的基础上提高 16%；英镑兑日元期货合约交易初始及维持保证金水平均在 6 月 15 日的基础上提高 8.7%¹¹。

2016 年 6 月 24 日，CME 清算所再次向清算会员发出通知，决定自 6 月 27 日闭市后上调部分外汇期货品种履约担保品要求，具体如下：欧元

9 至此GCC权限包括暂停交易，修订包括价格波动带、速度逻辑以及特别价格波动限制在内的风险管理参数，限制客户参与Globex交易，以及其他被视为对交易所最有利的措施。

10 这18种外汇期货产品合约标的均涉及欧洲地区货币。

11 6月17日针对交易保证金要求的上调不对投机、套保属性区别对待，均同比例上调。

表 4 欧元兑英镑、英镑兑美元及日元期货保证金调整表 (6.27)

CC	Rate Type	Description	Change	ISO	Current Initial	Current Maintenance	New Initial	New Maintenance
Outright Rates								
FX-Outright Rates								
EURO FX/BP FUTURE(RP)								
RP	Spec		Increase	GBP	3,300	3,000	3,933	3,575
RP	Hedge/Member		Increase	GBP	3,000	3,000	3,575	3,575
BRITISH POUND FUTURES(BP)								
BP	Spec		Increase	USD	2,805	2,550	3,960	3,600
BP	Hedge/Member		Increase	USD	2,550	2,550	3,600	3,600
E-MICRO GBP/USD FUTURES(M6B)								
M6B	Spec		Increase	USD	281	255	396	360
M6B	Hedge/Member		Increase	USD	255	255	360	360
BPJY FUTURE(BY)								
BY	Spec		Increase	JPY	759,000	690,000	825,000	750,000
BY	Hedge/Member		Increase	JPY	690,000	690,000	750,000	750,000

兑英镑期货合约交易初始及维持保证金水平均在 6 月 15 日的基础上提高 49%；英镑兑美元期货（包括迷你期货）合约交易初始及维持保证金水平均在 6 月 15 日的基础上提高 64%；英镑兑日元期货合约交易初始及维持保证金水平均在 6 月 15 日的基础上提高 30%。（详见表 3、表 4）

2.GCC 临时修改价格波动限制阈值

由于英国脱欧公投事件并非如瑞郎脱钩事件那样事发突然，市场早有预期。正式公投前 GCC 便认定紧急状态存在并启动预防性应急机制，出台应急措施，具体如下：

一是临时修改价格波动限制阈值。GCC 决定自 6 月 22 日下午 5 点开市起至 6 月 24 日下午 4 点闭市止，将适用于 CME Rule 589 的外汇期货品种的四档价格波动限制阈值调增一倍以确保外汇期货市场公平有序交

易。如英镑兑美元期货的四档价格波动限制阈值（以基点为单位）为 400、800、1200、1600，修改后的阈值为 800、1600、2400、3200。

二是延长双倍阈值生效时段。6 月 24 日 GCC 对外发布公告，决定在 6 月 22 日公告的基础上延长双倍阈值生效时段，将 6 月 26 日下午 5 点开市至 6 月 27 日下午 4 点闭市这一完整交易日纳入双倍阈值生效时段。

总结与启示

在瑞郎脱钩及英国脱欧事件中，CME 交易所商业行为委员会及清算所风险委员会各司其职，依照 CME Rule 预设流程启动外汇期货市场风险应急处置机制。全球指挥中心及清算所快速响应并出台包括提高履约担保品要求、修改隐含波动率变动值、移除或扩大价格波动限制阈值在内的相关应急措施¹²，成功保障了市场

交易安全有效运行。CME 交易所所在瑞郎脱钩事件之后通过修改 Rule 589 进一步完善了市场风险应急处置机制，为后续应对英国脱欧事件提供了坚实的制度保障。

当然，CME 交易所应对上述风险事件的表现也并非完美无缺。比如，在瑞郎脱钩前，CFTC 数据显示瑞郎兑美元期货空头头寸创 18 个月最高纪录，CME 交易所对潜在风险集聚缺乏必要的敏感度。相反，外汇零售经纪商嘉盛集团却对此高度重视，其风险管理部在瑞士央行决议发布前将瑞郎兑欧元相关产品的客户交易保证金水平大幅提高至 5%。再如，市场普遍预期英镑兑美元、日元以及欧元兑英镑汇率将在英国脱欧公投结果公布后大幅波动。尽管此次 CME 交易所提前一周便上调英镑相关期货履约担保品要求，却低估了英镑汇率的波动性，这迫使其二度上调履约担保品要求。

由于 CME 交易所是一家以营利为目的的上市公司，这决定其在制定市场风险应急处置机制及出台相应措施时需要在市场风险防范与客户交易成本之间进行权衡，以实现公司利益最大化。相较之下，我国交易所不以营利为目的，秉承社会责任至上，必须牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。为此，在借鉴境外交易所风险应急处置经验时，我们应结合自身实际选择性吸纳。^[12]

（本文作者就职于中国金融期货交易所）

12 值得注意的是，CME 交易所在两次风险事件中均未调整相关外汇期货品种持仓限额。



上海原油期货服务石化产业分析

——基于山东独立炼厂的调研¹

文 胡玥

一、引言

自2018年3月26日上市以来,上海原油期货在上海期货交易所子公司上海国际能源交易中心(下称上期能源)已平稳运行两年时间。截至2020年3月25日,原油期货累计成交量6568.31万手(单边,下同),累计成交金额29.88万亿元。其中,2019年全年成交量3464.44万手,同比增长约31%;成交金额15.48万亿元,同比增长约22%。日盘成交量突破20万手,持仓总量突破10万手,总开户数突破10万,境外客户分布五大洲19个国家和地区。根据期货业协会(Futures

Industry Association, FIA)统计,上海原油期货已成为规模仅次于美国西德克萨斯轻质原油(West Texas Intermediate Crude Oil, WTI)和布伦特原油(Brent)的全球第三大原油期货。目前,上海原油期货合约连续性不断增强,与国际油价保持高度联动,已成为亚洲时段的油价风向标,能一定程度地反映中国乃至亚太地区的供需特点,服务实体经济的能力稳步提高。上海原油期货的上市为我国独立炼厂提供了新的衍生品工具。自国家发展改革委发布《国家发展改革委关于进口原油使用管理有关问题的通知》



胡玥,金瑞期货首席原油研究员,十年产业研究服务经验,长期跟踪国际石油市场动态,运用宏微观结合分析方法分析市场变化动因,发掘趋势性投资机会。曾获期货日报、证券时报“最佳工业品分析师”称号。

1 本文为中国期货业协会第十三期联合研究计划《原油期货功能发挥情况及服务能化产业效果评估》衍生成果,该课题由金瑞期货股份有限公司承接。

(发改运行[2015]253号)(以下简称《通知》)以来,独立炼厂原料结构快速变化,利用原油期货进行套期保值的需求明显上升。然而现阶段,针对新情况下的独立炼厂套期保值状况和建议的相关研究仍明显不足。本文通过调研手段收集整理山东独立炼厂参与上海原油期货交易的情况,结合其自身套期保值经验,分析企业遇到的问

题与困难,并提出相关意见和建议。

二、山东独立炼厂套期保值情况

(一) 山东独立炼厂基本情况

1. 山东独立炼厂在我国炼油行业中地位显著

2019年全国年度炼油总能力由2018年底的8.31亿吨/年,升至8.60

亿吨/年。山东省是我国独立炼厂的集中地,全省有37家独立炼厂企业,一次原油加工能力约1.45亿吨/年,占全国独立炼厂总产能约50%,占全国总产能约17%,山东独立炼厂在我国炼油行业中的地位不容小觑。

2. 进口原油已成为山东独立炼厂的主要原料

自《通知》2015年2月9日发

表1 2019年至今山东独立炼厂原油进口情况(万吨)

序号	公司名称	归属	进口原油使用权配额	2019年第一批	2019年第二批	2019年第三批	2019年实际使用合计	2020年第一批
1	东明石化	山东独立炼厂	750	525	225	--	750	525
2	利津石化	山东独立炼厂	350	245	63	42	350	175
3	垦利石化	山东独立炼厂	252	176	46	30	252	126
4	亚通石化	山东独立炼厂	276	138	83	--	221	138
5	中化弘润	中国中化	530	265	265	--	530	371
6	汇丰石化	山东独立炼厂	416	291	125	--	416	208
7	天弘化学	山东独立炼厂	440	220	220	--	440	220
8	京博石化	山东独立炼厂	331	232	99	--	331	232
9	鲁清石化	山东独立炼厂	258	206	52	--	258	181
10	齐润化工	山东独立炼厂	220	220	--	--	220	154
11	清源集团	山东独立炼厂	404	202	162	40	404	202
12	神驰化工	山东独立炼厂	252	126	126	--	252	176
13	海右石化	山东独立炼厂	320	96	112	112	320	128
14	无棣鑫岳	山东独立炼厂	240	108	106	26	240	120
15	恒源石化	山东独立炼厂	350	245	105	--	350	175
16	金诚石化	山东独立炼厂	300	210	54	36	300	210
17	海科瑞林	山东独立炼厂	210	147	38	25	210	147
18	中海精细	山东独立炼厂	186	93	56	37	186	74
19	日照岚桥	山东独立炼厂	180	90	--	90	180	72
20	齐成石化	山东独立炼厂	160	112	48	--	160	112
21	东方华龙	山东独立炼厂	300	210	90	--	300	210
22	胜星石化	山东独立炼厂	220	154	40	26	220	110
23	玉皇盛世	山东独立炼厂	144	72	72	--	144	72
24	鑫泰石化	山东独立炼厂	200	140	20	--	160	140
25	清沂山石化	山东独立炼厂	300	180	60	--	240	150
26	富宇化工	山东独立炼厂	164	62	102	--	164	115
27	华联石化	山东独立炼厂	170	128	25	17	170	119
28	海科化工	山东独立炼厂	96	58	38	--	96	67
29	广饶科力达	山东独立炼厂	150	46	62	42	150	105
30	成达新能源	山东独立炼厂	210	38	86	86	210	84
31	东营联合	山东独立炼厂	280	210	--	--	210	196
32	万通石化	山东独立炼厂	195	50	116	29	195	98
合计			8854	5295	2696	638	8629	5212

资料来源:卓创资讯、金瑞期货

布以来，国家发展改革委首次出台了较为详尽的独立炼厂申请使用进口原油资质的条件，而后随着独立炼厂进口原油“双权”的获得，独立炼厂的原料瓶颈得到缓解，原油在炼厂原料结构中的占比不断扩大。截至2019年12月31日，全国共有42家独立炼厂（包括恒力和浙石化）获批进口原油使用权15264万吨/年，其中山东独立炼厂32家，共计8854万吨/年（表1），占比为58%。其中，2019年山东独立炼厂原料加工总量10473.4万吨，原油占比高达99.8%，而在所使用的原油中，进口原油占比高达80%以上，可见进口原油成为独立炼厂加工原料的绝对主力。

3. 原油供应呈现多元化，中质含硫中间基原油占比较大

从山东独立炼厂原油进口来源地来看，原油供应呈现多元化，中东、南美、俄罗斯和非洲为主要来源地；从进口油种来看，俄罗斯混合原油ESPO²、卢拉原油、阿曼原油和巴士拉轻油等为主要油种；从油种品质来看，中质含硫的中间基原油仍是独立炼厂的主要油种品质。上海原油期货交割标的为中质含硫原油，基准品质为API度32、硫含量为1.5%。上海原油期货的交割标的与山东独立炼厂企业实际使用的原油较为契合。

（二）山东独立炼厂套期保值情况分析

上海原油期货上市以来，石化

产业链的企业对期货市场的关注度以及运用衍生品工具的积极性不断提升。对于独立炼厂来说，近年来油源问题在政策推动下已基本解决。在行业竞争愈发激烈的背景下，如何利用期货市场管理风险、实现稳定经营成为独立炼厂的工作重点。为了解山东地区独立炼厂套期保值业务开展情况以及其对于上海原油期货的意见和期待，我们在2019年底对山东地区独立炼厂开展套期保值业务的情况进行广泛问询，并选取其中六家已经开展保值业务的标杆企业（A、B、C、D、E、F）进行调研（表2）。此六家独立炼厂均是中等规模企业，并已获得进口原油配额，其中四家独立炼厂于2015年获得进口原油使用权，一次加工能力均达300万吨/年以上，六家企业总炼能达到约3000万吨/年。通过调研，我们发现当前独立炼厂的业务经营与相应的风险管理有以下几个特点：

1. 套期保值经验不足

近年来国际油价波动加剧，导致原油采购端损失严重，部分一定规模的独立炼厂开始尝试组建套期保值团队利用期货工具进行套期保值操作，并在境外（以新加坡为主）建立分公司，开展原油进口及期货套保业务。但是由于独立炼厂参与期货市场多集中于进口原油使用权放开之后，参与时间较短，除极少数炼厂具有多年参与燃料油期货保值经验，多数企

业保值经验仍显不足。受制于企业理念、资金情况、人才配备等因素，山东炼厂参与套期保值的企业较少，比例约20%。在本次调研选取的六家独立炼厂中，参与期货交易时间最早的一家可以追溯到2011年（参与燃料油期货交易），其余各家参与原油期货交易的时间多集中于进口权放开之后。调研中有两家企业为独立炼厂中开展套期保值业务的佼佼者，其设有独立的期货部门，期货部门人数5-10人。其他四家炼厂虽有涉及套保业务，部分企业的具体业务由其旗下海外公司操作，国内暂不开展相关业务；部分企业则将期货业务放在国内采购部门，部门内专门负责原油期货的操作人员数量在5人以内。

2. 采购销售作价方式与主营炼厂存在差异

在原油进口政策对独立炼厂放开后，原油进口量大幅上升，山东独立炼厂的原油采购有着总量大、个体规模小的特点。独立炼厂通过国家石油公司、国际贸易商及其他国内主营单位（中石化、中石油、中海油、中化集团等旗下单位）等渠道进行采购，签订长约的较少；计价基准多采用布伦特（Brent）原油价格。由于其未形成大规模的供应渠道，多数独立炼厂议价能力较差。

从销售端来看，独立炼厂主营产品为汽柴油及其他副产品³，成品油的销售多为零单销售。通常炼厂的

2 ESPO是以东西伯利亚—太平洋输油管道名称(Eastern Siberian Pacific Ocean pipeline)缩写来命名的混合原油，产自俄罗斯不同的油田。

3 受政策及市场推动，独立炼厂也在积极布局开展化工产业链，包括PX、乙烯、轻烃综合利用、C3/C4综合利用等项目。

采购和销售存在着近一个月的时间差，期间面临成品油与原油的价差风险及各成品油与原油计价期偏离带来的价格风险。不同于主营炼厂（中石化、中石油、中海油、中化集团等旗下炼厂）采用均价采购并有对应的保值模式，独立炼厂通常会根据当月的排产情况，灵活采用均价、锁价等方式进行采购。再加上目前成品油缺乏对应的期货品种，独立炼厂企业较少对采购和销售进行风险管理操作。本次调研中只有三家炼厂尝试了采购端的期货保值操作。

3. 采取低库存手段降低库存贬值风险，但失去库存构建的主动权

企业原料库存在价格走低时将面临贬值的风险，多数开展期货保值的独立炼厂企业会结合对未来行情的

研判，确定保值比例，对常备库存进行一定的保值。

但总体来看，山东独立炼厂企业常备库存水平较低（常备库存能满足10天左右的生产需要），这是其用以规避库存贬值风险的手段之一。虽然采取低库存手段能够降低价格下跌带来的损失，但也在一定程度上失去了在价格合适时进行库存构建的主动权。独立炼厂在利用期货市场进行库存管理方面，仍有较大改进空间。

4. 对参与上海原油期货交易仍有顾虑

本文被调研的独立炼厂企业表示，以人民币计价的上海原油期货降低了企业在使用境外原油期货套期保值时面临的汇率波动风险，有利于降低资金成本和简化保值操作流程。如果能够广泛开展以上海原油期货为基

准价格的采购，上海原油期货将成为其进行套期保值的首选工具。而目前独立炼厂参与较少的主要原因是当前采购基准价格仍以Brent价格为主，加之上海原油期货远期合约流动性有待进一步提升，故暂时对使用上海原油期货进行保值抱着保守观望态度。如果进一步考虑到交割流程，企业主要担心的是交割地的不确定性而引发的内贸运费问题。据某独立炼厂人士表示，当前参与套期保值的炼厂中多以参与外盘原油期货交易为主，参与内盘主要限于小规模“试水”。同时，一些独立炼厂企业还强烈表示了对于成品油期货上市的期待。在炼能过剩的背景下，炼油行业竞争加剧，企业必将面临加工利润微薄、资金紧张等压力。如果国内成品油期货上市，配合上海原油期货，有利于炼厂企业开

表2 被调研山东独立炼厂基本情况

企业	企业类型	一次加工能力(万吨/年)	是否拥有原油进口资质	参与期货交易时间	是否有独立期货部门	原油期货相关人员配备	是否拥有境外分公司	现行保值理念	主要进口油种	主要合作卖家	原油采购方式	进口原油加工占比
ABC	国有大型石油公司	≥10000	是	10年以上	是	—	是	严格保值，不留敞口	中东、非洲	自主	现货均价采购为主	—
D	山东地方炼厂	≥500	是	5年以上	是	5人以上	是	结合行情研判确定保值需求	Casilla、Lula、Oman、Upper zakum、Urals	巴西石油、壳牌等	现货均价采购为主	98.64%
E	山东地方炼厂	≥500	是	5年以内	是	5人	是	约20%-60%的常备库存进行保值	Oman、Espo、Girassol、Urals、Napó	中联油、振华、BP等	现货均价采购为主	100.00%
F	山东地方炼厂	300-500	是	5年以上	否	5人以内	否	结合行情研判参与	Lula、Sapinhoa、Nemina、Iracema	摩科瑞、中联油等	现货均价采购为主	98.06%
GH	山东地方炼厂	300-500	是	5年以内	是	5人以上	是	主要为利用期货进行点价锁价操作	Espo、Lula、Basrah light、Sapinhoa	摩科瑞、中海油等	现货均价采购为主	74.43%
I	山东地方炼厂	300-500	是	5年以内	否	5人以内	否	约20%-50%的常备库存进行保值	Espo、Iracema、Oman	卢克石油、中海油等	现货均价采购为主	80.30%

资料来源：卓创资讯、金瑞期货

展原材料与产成品的上下游敞口风险对冲，实现对加工利润的保值。

在本次调研中，我们也考察了参与上海原油期货的某国有大型石油企业的情况。与独立炼厂相比，得益于完善的套期保值构架和成熟的管理流程，同时由于其拥有石油全产业链业务及上海原油期货交割库，完整的产业链参与也使其参与套期保值有着天然优势，使用上海原油期货进行保值的情况良好，每月约有 200 万桶以上的原油使用上海原油期货进行保值，也是当前上海原油期货市场的重要参与者。

三、总结与建议

从调研情况看，在全国炼油产能过剩、行业竞争日益激烈的背景下，以山东独立炼厂为代表的民营石化企业的套期保值需求凸显，且其有意愿以上海原油期货为工具进一步开展套期保值业务。但与具备丰富保值经验的国外石油企业和国有大型石油企业相比，独立炼厂一方面对金融衍生品工具的了解有限且使用经验不足，另一方面受限于人才团队、制度配合和资金条件等因素，期货参与度仍显不足，加之上海原油期货仍处在发展成熟的过程中，故而独立炼厂对参与包括上海原油期货市场在内的衍生品市场大多持观望态度。以人民币计价的上海原油期货合约对于石化产业链企业具有天然的吸引力，随着下游期货品种的不断丰富，原油期货价格基准地位的进一步确立，远期合约流动性

的提升，以及期货公司服务相关实体企业能力的增强，上海原油期货有望吸引包括独立炼厂在内的越来越多的境内外企业参与。

（一）完善品种体系，丰富衍生品工具

我国期货市场已经具备较丰富的化工类品种，但汽油、柴油、煤油等成品油期货品种的空缺导致油品加工企业缺乏理想的锁定炼油利润的手段。随着交易所对天然气、成品油等油气期货的研发及上市进程的推进，有望打造更为丰富的油气衍生品工具，构建层次丰富的能源衍生品体系，以便于独立炼厂等石化加工企业利用期货市场实现加工利润的锁定。叠加 TAS 指令交易的推出，期货市场将为企业提供更为完善丰富的套保套利工具，从而形成良性反馈，促进上海原油期货加速走向成熟。

（二）推动上海原油期货价格成长为基准价


上海原油期货上市当年的 3 月和 10 月，联合石化分别与壳牌和京博石化签订了以上海原油期货价格为基准的长期合同和现货合同。上海原油期货在贸易中影响力的增强，有助于提升其与现货关联度，也是推动上海原油期货成长为石化产业链企业的理想保值工具的重要前提条件。在推动上海原油期货价格成长为区域基准过程中，一方面可以持续完善优化相关制度与操作流程、适时丰富可交割油种，吸引调动国内外石化生产、加工、贸易及消费

企业参与交易，并鼓励进行实物交割，强化上海原油期货对于我国以及区域供需情况的反映能力；另一方面，如果能够实现成品油定价与原油贸易采用我国原油期货作为基准价格，将有利于加速推进上海期货价格向区域基准价格的发展演变。

（三）增加做市商，进一步加强流动性

2018 年 10 月 26 日上海原油期货已经开始实施做市商制度，有效促进了上海原油期货与国际市场联动性的提升，活跃合约的移仓节奏和连续性程度都有所改善。不过就目前来看，远月合约交易量仍有待进一步提高，以便为企业利用上海原油期货作为套期保值手段提供依据。未来如果原油期货做市商数量能够适当增加，将有利于远期曲线构建，更好地服务于石化产业链企业。

（四）期货公司积极提供支持

套期保值是企业对冲风险、实现有序持续增长的重要手段。由于我国原油期货市场发展时间尚短，部分石化产业链企业参与经验不足，风险管理认识、制度体系构建、对应人才培养等仍缺乏专业度。期货公司需进一步发挥自身专业优势，持续积极地协助实体企业梳理风险点，建立风险管理制度和操作流程，并提供相关咨询培训，为广大石化产业链实体企业提供专业化服务，满足其与日俱增的保值需求。

（本文作者就职于金瑞期货股份有限公司）

上半年全球场内衍生品成交量爆发式增长

文 刘日

2020年上半年全球场内衍生品成交量呈现爆发式增长，综合增速达到了32.1%，超越了2007年创建的30.9%高点，创出了20年来的增速新高，上半年的成交已经超过或接近往年全年成交量。爆发式增长受到了全球新冠疫情、世界经济不确定性增强等因素的强力驱动，市场的避险需求呈现明显的阶段性上升趋势。内地三大商品交易所均进入前12强，大商所、上期所、中金所成交量同比增幅均超过50%，且多个农产品、金属和化工品种的成交量位居前列，数种能源期货品种榜上有名。

一、全球场内衍生品成交高速增长

美国期货业协会（FIA）近期发布了2020年上半年全球80余家交易所上市的约2670多个场内衍生品的交易数据，仅包含2020年和2019年上半年有成交发生的上市品种。据统计，2020年上半年全球期货与期权成交量为218.69亿手，较2019年同期增长32.1%，呈现了高速增长态势。其中，不同类别的衍生品、标的资产以及各地区的交易量变化情况各异。

从衍生品类别看，期货和期权交易量均有显著增长，其中期权涨幅较大，但期货的市场份额依然高于期权。2020年上半年，全球期货成交122.49亿手，同比增长31.8%，占期货和期权总成交量的56.0%，其市场份额自2012年以来始终高于期权。期权成交96.20亿手，同比增长32.4%，占场内衍生品总成交量的

44.0%（表1）。

从标的资产种类看，金融类和商品类衍生品均有增长。2020年上半年，金融类衍生品总成交量为173.94亿手，同比增长31.4%，占场内衍生品总成交量的79.5%。商品类衍生品总成交量为44.75亿手，同比增长34.8%，占场内衍生品总成交量的20.5%。从小类看，金融衍生品中

表1 2020年上半年全球场内期货与期权成交量¹

场内衍生品	2020年上半年成交量（亿手）	2019年上半年成交量（亿手）	同比增减	占场内衍生品市场份额
期货	122.49	92.90	31.8%	56.0%
期权	96.20	72.64	32.4%	44.0%
合计	218.69	165.54	32.1%	100.0%

表2 2020年上半年场内衍生品分类成交量

类别	产品	2020年上半年成交量（亿手）	2019年上半年成交量（亿手）	同比增减	占场内衍生品市场份额
金融类	股指	88.19	58.55	50.6%	40.3%
	个股	40.68	30.28	34.4%	18.6%
	利率	24.42	23.95	1.9%	11.2%
	外汇	20.65	19.56	5.5%	9.4%
	金融类小计	173.94	132.34	31.4%	79.5%
商品类	能源	18.36	11.97	53.3%	8.4%
	农产品	10.85	8.15	33.0%	5.0%
	非贵金属	6.71	6.95	-3.4%	3.1%
	其他	5.22	3.93	32.8%	2.4%
	贵金属	3.61	2.20	64.3%	1.6%
	商品类小计	44.75	33.20	34.8%	20.5%
总计		218.69	165.54	32.1%	100.0%

注：“能源”也包括碳排放产品；“其他”包括基于化工、商品指数、运费、房地产、木材以及天气等开发的衍生品。

¹ 本文图、表数据来源：FIA

表 3 2020 年上半年全球各地区场内衍生品成交量

地区	2020 年上半年成交量 (亿手)	2019 年上半年成交量 (亿手)	同比增减	占场内衍生品市场份额
亚太	87.95	67.63	30.1%	40.2%
北美	66.13	51.03	29.6%	30.2%
欧洲	31.01	25.10	23.6%	14.2%
拉美	27.74	19.04	45.7%	12.7%
其他	5.85	2.74	113.3%	2.7%
合计	218.69	165.54	32.1%	100%

注：“其他”包括南非和土耳其。

表 4 2020 年上半年全球期货期权持仓统计 (单位：手；单边)

场内衍生品	2020 年 6 月底持仓量 (亿手)	2019 年 6 月底持仓量 (亿手)	同比增减	占场内衍生品市场份额
期货	2.37	2.43	-2.6%	25.9%
期权	6.78	6.41	5.7%	74.1%
合计	9.15	8.84	3.4%	100.0%

表 5 2020 年 6 月底场内衍生品分类持仓量分布

类别	产品	2020 年 6 月底持仓量 (亿手)	2019 年 6 月底持仓量 (亿手)	同比增减	占场内衍生品市场份额
金融类	股指	2.36	2.22	6.1%	25.8%
	个股	3.72	3.22	15.6%	40.7%
	利率	1.74	2.11	-17.2%	19.1%
	外汇	0.26	0.31	-14.4%	2.9%
	金融类小计	8.09	7.86	2.9%	88.4%
商品类	能源	0.64	0.59	7.4%	7.0%
	农产品	0.22	0.20	6.8%	2.4%
	非贵金属	0.10	0.10	1.2%	1.1%
	贵金属	0.05	0.05	6.7%	0.6%
	其他	0.06	0.05	27.6%	0.7%
总计		9.15	8.84	3.4%	100.0%

注：“能源”也包括碳排放产品；“其他”包括基于化工、商品指数、运费、房地产、木材以及天气等开发的衍生品。

成交量增幅最大的是股指，同比增长 50.6%，个股、利率、外汇类也均出现了增长，增幅分别为 34.4%、1.9% 和 5.5%。商品类中，除了非贵金属类减少 3.4% 外，其余类别的成交量均有增长。其中，贵金属类和能源类同比增幅最大，依次为 64.3% 和 53.3%。农产品类和其他类增幅分别为 33.0% 和 32.8% (表 2)。

从衍生品上市地区来看，其他、拉美、亚太地区的成交量同比增幅最大，分别为 113.3%、45.7% 和 30.1%。北美和欧洲出现强劲增长，增幅分别为 29.6% 和 23.6%。市场份额方面，亚太与北美地区多年来持续占据全球成交量三分之二以上，稳居市场份额的前两位。2020 年上半年，亚太地区的成交量占全球的 40.2%，超过了

北美，后者占 30.2%。之后是欧洲和拉美，分别占比 14.2% 和 12.7% (表 3)。内地衍生品市场成交 25.22 亿手，同比增长 45.4%，占全球市场份额的 11.5%，较去年同期 10.5% 的占比提升了 1.0%。

二、全球衍生品总持仓量 6 月底同比温和增长

截至 2020 年 6 月底，全球期货期权持仓总量为 9.15 亿手，较去年同期上升 3.4%。期权占总持仓 74.1% (表 4)。

从标的资产种类持仓来看，金融类和商品类衍生品持仓均有增长，但商品类持仓增幅更大。2020 年 6 月底，金融类衍生品总持仓量为 8.09 亿手，同比增长 2.9%，占场内衍生品总持仓量的 88.4%。从小类看，金融衍生品中持仓量增幅最大的是个股衍生品，增幅 15.6%，达到了 3.72 亿手。利率和外汇衍生品的持仓量大幅下降 17.2% 和 14.4%，达到 1.74 亿手和 2628 万手；商品类衍生品总持仓量为 1.06 亿手，同比增长 7.6%，占场内衍生品总持仓量的 11.6%。商品类中其他类衍生品表现良好，2020 年中持仓量大幅增长了 27.6%，达到了 605.84 万手。其余产品的持仓整体变化波动不大。能源、农产品、贵金属的增幅分别为 7.4%、6.8% 和 6.7% (表 5)。

截至 2020 年中，按照地域看，北美交易所持仓为 4.60 亿手，同比增长 0.6%，依然占据全球持仓总量

表 6 2020 年上半年全球各地区场内衍生品持仓量分布

地区	2020 年 6 月底持仓量(亿手)	2019 年 6 月底持仓量(亿手)	同比增减	占场内衍生品市场份额
亚太	0.79	0.79	-0.4%	8.6%
北美	4.60	4.57	0.6%	50.2%
欧洲	2.36	2.33	1.3%	25.8%
拉美	1.19	0.99	19.6%	13.0%
其他	0.21	0.16	36.0%	2.3%
合计	9.15	8.84	3.4%	100.0%

注：“其他”包括南非和土耳其。

表 7 2020 年上半年全球衍生品交易所排名

2020H1 排名	2019H1 排名	交易所	2020 年 1-6 月	2019 年 1-6 月	变化
1	1	印度国家证券交易所 (NSE)	37.26	26.95	38.3%
2	2	芝加哥商业交易所集团 (CME Group)	27.84	24.54	13.4%
3	3	巴西交易所 (B3)	27.26	17.63	54.6%
4	4	洲际交易所 (ICE)	14.40	11.34	27.0%
5	6	芝加哥期权交易所集团 (CBOE)	13.21	9.19	43.9%
6	7	纳斯达克 (NASDAQ)	12.25	8.74	40.2%
7	9	莫斯科交易所 (MOEX)	11.03	6.69	64.8%
8	8	韩国交易所 (KRX)	10.83	8.11	33.5%
9	5	欧洲期货交易所 (Eurex)	10.67	10.13	5.4%
10	11	大连商品交易所 (DCE)	9.33	5.59	66.8%
11	10	上海期货交易所 (SHFE)	9.31	6.18	50.5%
12	12	郑州商品交易所 (ZCE)	6.08	5.25	15.8%
13	17	伊斯坦布尔交易所 (BIST)	4.75	1.64	190.3%
14	15	迈阿密国际交易所 (MIAX)	3.82	2.13	79.3%
15	13	孟买证券交易所 (BSE)	3.62	5.09	-29.0%
16	16	日本交易所集团 (JPX)	2.79	1.82	53.7%
17	14	香港交易所 (HKEX)	2.27	2.29	-0.6%
18	21	台湾期货交易所 (TAIFEX)	1.74	1.28	35.6%
19	23	多伦多证券交易所集团 (TMX Group)	1.51	1.11	35.2%
20	22	新加坡交易所 (SGX)	1.30	1.26	3.0%
21	20	澳大利亚交易所 (ASX)	1.20	1.36	-11.4%
22	18	印度多种商品交易所 (MCX)	1.07	1.44	-25.4%
23	25	泛欧交易所 (Euronext)	0.96	0.72	32.3%
24	24	南非约翰内斯堡证券交易所 (JSE)	0.84	0.88	-4.4%
25	27	泰国期货交易所 (TFEX)	0.61	0.45	35.1%
26	28	中国金融期货交易所 (CFFEX)	0.50	0.32	56.3%
27	19	罗萨里奥期货交易所 (ROFEX)	0.44	1.37	-67.8%
28	32	东京金融交易所 (TSE)	0.29	0.17	74.7%
29	26	印度商品交易所 (ICEX)	0.25	0.59	-57.0%
30	29	西班牙 MEFF 交易所 (MEEF)	0.23	0.25	-6.4%
31	31	特拉维夫证券交易所 (TASE)	0.21	0.17	24.2%
32	30	伦敦证券交易所集团 (LSE Group)	0.15	0.22	-33.1%
33	37	马来西亚衍生品交易所 (BMD)	0.09	0.06	59.9%
34	33	迪拜黄金与商品交易所 (DGCX)	0.07	0.11	-29.7%
35	39	北美衍生品交易所 (Nadex)	0.06	0.05	16.5%

的一半以上，位列持仓榜首位。2020年中全球总体持仓温和增长，但其他地区拉美除外。欧洲交易所年中持仓上升了1.3%，达到2.36亿手，以25.8%的市场占有率位居持仓榜第2。尽管亚太交易所成交量很高，但年中持仓仅为7891万手，仅占全球总量的8.6%。其他地区持仓大幅增加了36.0%，达到了2119万手。拉美地区持仓出现了19.6%增幅，年中持仓1.19亿手（表6）。

三、全球场内衍生品交易排名情况

（一）交易所排名情况²

2020年上半年全球交易所成交排名较以往变化不大。按场内衍生品成交手数计算，2020年上半年全球排名前三的交易所为印度国家证券交易所（NSE）、芝加哥商业交易所集团（CME集团）和巴西交易所（B3）（表7）。其中，NSE持续超越CME集团位居第一，成交量为37.26亿手，同比增长38.3%。这主要是受到其Bank Nifty和CNX Nifty股指期货交易大幅增加的推动，Bank Nifty期权是目前全球成交量最大的场内金融类衍生品，2020年上半年成交17.82亿手，同比增幅29.7%，CNX Nifty股指期货成交9.41亿手，两产品占NSE衍生品总成交量的73.1%。

位列第二的CME集团此前曾多年蝉联榜首，上半年成交量同比增

表8 全球农产品类衍生品合约2020年上半年成交量排名情况

排名	合约	2020年上半年成交量 (百万手)	2019年上半年成交量 (百万手)	同比增减
1	豆粕期货，大商所	148.55	128.34	15.7%
2	棕榈油期货，大商所	139.80	27.98	399.6%
3	鸡蛋期货，大商所	74.51	10.03	643.2%
4	菜籽粕期货，郑商所	65.71	77.02	-14.7%
5	豆油期货，大商所	58.83	25.79	128.1%
6	白糖期货，郑商所	55.63	52.74	5.5%
7	玉米期货，大商所	54.98	46.10	19.3%
8	棉花期货，郑商所	54.41	25.50	113.4%
9	玉米期货，芝加哥期货交易所	45.30	61.33	-26.1%
10	橡胶期货，上期所	28.51	25.90	10.1%
11	大豆期货，芝加哥期货交易所	28.35	26.97	5.1%
12	黄大豆1号期货，大商所	27.81	8.49	227.5%
13	菜籽油期货，郑商所	27.58	19.63	40.5%
14	苹果期货，郑商所	25.37	16.91	50.1%
15	糖11号期货，洲际交易所	25.10	21.40	17.3%
16	芝加哥软红冬麦期货，芝加哥期货交易所	17.21	17.39	-1.0%
17	豆油期货，芝加哥期货交易所	16.88	15.07	12.0%
18	豆粕期货，芝加哥期货交易所	15.04	14.67	2.5%
19	豆粕期权，大商所	11.22	5.02	123.5%
20	玉米期权，芝加哥期货交易所	10.12	18.34	-44.8%
21	纸浆期货，上期所	9.04	17.04	-47.0%
22	活牛期货，芝加哥商业交易所	8.96	8.91	0.5%
23	玉米淀粉期货，大商所	7.79	8.12	-0.04
24	毛棕榈油期货，马来西亚衍生品交易所	7.46	4.59	62.40%
25	堪萨斯硬红冬麦期货，芝加哥期货交易所	7.29	8.27	-11.80%
26	瘦肉猪期货，芝加哥商业交易所	6.95	8.02	-13.3%
27	黄大豆2号期货，大商所	6.82	9.51	-28.3%
28	咖啡C期货，洲际交易所	6.78	7.83	-13.5%
29	制粉小麦期货，泛欧交易所	6.17	4.94	24.9%
30	大豆期权，芝加哥期货交易所	6.03	7.44	-19.0%
31	可可期货，洲际交易所美国	5.69	6.09	-6.5%
32	2号棉期货，洲际交易所	4.91	4.62	6.1%
33	玉米期权，大商所	4.62	2.04	126.4%
34	毛棕榈油期货，亚太交易所	3.99	1.04	284.3%
35	芝加哥软红冬麦期权，芝加哥期货交易所	3.85	4.39	-12.3%
36	糖11号期权，洲际交易所	3.75	2.91	28.6%
37	红枣期货，郑商所	3.50	16.66	-79.0%
38	可可期货，洲际交易所欧洲	3.35	4.05	-17.2%
39	白糖期权，郑商所	2.83	3.08	-8.1%
40	油菜籽期货，洲际交易所	2.79	2.84	-1.9%

² 本节涉及的上海期货交易所成交量数据均包含其子公司上海国际能源交易中心的成交量。

长 13.4% 至 27.84 亿手。巴西交易所依然稳居第 3，成交量大增 54.6% 至 27.26 亿手。洲际交易所 (ICE) 成交量为 14.40 亿手，同比增长 27.0%，稳居第 4。

内地多家期货交易所的成交排名总体保持稳定。大连商品交易所 (简称“大商所”) 排名第 10，较 2019 年同期和 2019 年底提升了 1 个名次。上海期货交易所 (简称“上期所”) 排名第 11，较 2019 年同期与年底排名下降了 1 个名次；郑州商品交易所 (简称“郑商所”) 排名第 12，较 2019 年同期和年底均持平。中国金融期货交易所 (简称“中金所”) 排名第 26，较 2019 年同期和年底提升了 2 个名次。

(二) 全球场内衍生品分类成交量排名情况

1. 农产品类衍生品成交量排名

2020 年上半年，成交手数排名全球前 3 位的农产品衍生品分别为大商所的豆粕期货、棕榈油期货和鸡蛋期货 (表 8)。

内地期货品种占据了全球农产品合约前 20 强的 13 席，与去年同期持平。排名前 20 的品种中，大商所品种占 7 个，豆粕、棕榈油、鸡蛋、豆油、玉米、黄大豆 1 号期货和豆粕期权分别位居第 1、第 2、第 3、第 5、第 7、第 12 和第 19。其中，大商所豆粕期货自 2012 年以来一直名列全球农产品成交量排名首位；郑商所品种占 5 个，菜籽粕、白糖、棉花、菜

籽油、苹果期货位列第 4、第 6、第 8、第 13、第 14；上期所品种占 1 个，橡胶期货位列第 10。

增幅方面，排名前 20 的农产品衍生品中，大商所的鸡蛋、棕榈油、黄大豆 1 号期货增长表现抢眼，增幅分别达到 643.2%、399.6% 和 227.5%。

2. 金属类衍生品成交量排名

2020 年上半年，成交手数排名全球前 3 位的金属类衍生品分别为上期所的螺纹钢期货、大商所的铁矿石期货和上期所的白银期货 (表 9)。

内地期货品种占据了全球金属合约前 20 强的 11 席，比去年同期增加 2 席。其中，上期所品种占 8 席，其螺纹钢、白银、镍、热轧卷板、锌、铜、铝和黄金期货分别排名第 1、第 3、第 4、第 8、第 12、第 13、第 15 和第 16。螺纹钢期货自 2009 年上市以来一直位于金属类衍生品成交量首位。大商所品种占 1 席，其铁矿石期货排名第 2。郑商所锰硅和硅铁期货分别位列第 14 和第 20。

增幅方面，排名前 20 的金属衍生品中，郑商所锰硅期货以 309.9% 的增幅位列增幅榜第 1 位，其次是在美国多家期权交易所交易的 iShares 白银信托 ETF 期权和上期所的白银期货，增幅分别为 309.8% 和 252.5%。

3. 能源类衍生品成交量排名

2020 年上半年，成交手数排名全球前 3 位的能源类衍生品分别为莫斯科交易所 (MOEX) 的布伦特原油期货、上期所的燃料油、纽约商业交易所 (NYMEX) 的 WTI 原

油期货 (表 10)。

内地的期货品种在前 20 强中占有 6 席，较去年同期持平。上期所燃料油和石油沥青期货分别以 2.81 亿手和 1.05 亿手成交量位列第 2 和第 5。上海国际能源中心的原油期货以 2051 万手成交位列第 13。大商所 LPG 期货和焦炭期货分别以 2505 万手和 1818 万手成交位列第 11 和第 17。郑商所动力煤期货以 1651 万手成交位列第 20。

增幅方面，排名前 20 的能源衍生品中，洲际交易所的燃料油期货以 504.9% 的增长位列增幅榜首。上期所燃料油期货、印度多种商品交易所的天然气期货分别以 342.6%、275.7% 的增幅列增幅榜的第 2 和第 3。

4. 其他类衍生品成交量排名

FIA 排名中的其他类衍生品主要包括除上述类别外的其他商品衍生品，例如化工、商品指数、运费、房地产、木材以及天气等。2020 年上半年，成交手数排名全球前 3 位的其他类衍生品依次为郑商所的甲醇期货、PTA 期货和大商所的聚丙烯 (PP) 期货。全球排名前 20 的其他类衍生品中，郑商所平板玻璃、大商所聚丙烯和纤维板期货品种位列增幅榜的前三名，增幅依次为 153.3%、131.1% 和 115.1% (表 11)。

内地的期货品种在其他类衍生品成交量前 20 强中占有 13 席，与去年同期相比增加 6 席。其中，郑商所产品占 7 席，依次为甲醇、PTA、玻璃、尿素、纯碱期货、甲醇期权和 PTA

表 9 全球金属类衍生品合约 2020 年上半年成交量排名情况

排名	合约	2019 年上半年成交量 (百万手)	2018 年上半年成交量 (百万手)	同比 增减
1	螺纹钢期货, 上期所	187.89	223.13	-15.8%
2	铁矿石期货, 大商所	135.55	141.20	-4.0%
3	白银期货, 上期所	88.13	25.00	252.5%
4	镍期货, 上期所	71.29	51.39	38.7%
5	黄金期货, 伊斯坦布尔交易所	59.17	19.38	205.3%
6	黄金期货, 纽约商业交易所	41.99	36.52	15.0%
7	铝期货, 伦敦金属交易所	34.37	33.48	2.7%
8	热轧卷板期货, 上期所	33.41	38.16	-12.4%
9	SPDR 黄金份额 ETF 期权	32.22	15.21	111.9%
10	iShares 白银信托 ETF 期权 *	29.71	7.25	309.8%
11	1 克拉钻石期货, 印度商品交易所	25.33	57.58	-56.0%
12	锌期货, 上期所	23.35	43.35	-46.1%
13	铜期货, 上期所	22.80	19.03	19.8%
14	锰硅 (SM) 期货, 郑商所	22.14	5.40	309.9%
15	铝期货, 上期所	21.90	17.12	28.0%
16	黄金期货, 上期所	20.64	15.10	36.7%
17	优等铜期货, 伦敦金属交易所	16.85	17.96	-6.2%
18	黄金期货, 莫斯科交易所	15.65	5.63	178.2%
19	微银期货, 印度多种商品交易所	15.29	6.00	154.8%
20	硅铁 (SF) 期货, 郑商所	14.53	4.39	231.1%

备注: * 在美国多家期权交易所交易

表 10 全球能源类衍生品合约 2020 年上半年成交量排名情况

排名	合约	2020 年上半年成交量 (百万手)	2019 年上半年成交量 (百万手)	同比 增减
1	布伦特原油期货, 莫斯科交易所 (MOEX)	490.54	274.52	78.7%
2	燃料油期货, 上期所	280.69	63.42	342.6%
3	WTI 原油期货, 纽约商业交易所 (NYMEX)	174.97	152.08	15.1%
4	布伦特原油期货, 洲际交易所	137.81	112.26	22.8%
5	石油沥青期货, 上期所	105.07	53.25	97.3%
6	亨利港天然气期货, 纽约商业交易所	66.11	44.91	47.2%
7	柴油期货, 洲际交易所	48.13	39.29	22.5%
8	原油期货, 印度多种商品交易所	37.83	27.28	38.7%
9	WTI 轻质低硫原油期货, 洲际交易所	30.83	27.10	13.8%
10	RBOB 汽油期货, 纽约商业交易所 (NYMEX)	25.72	26.99	-4.7%
11	液化石油气 (LPG) 期货, 大商所	25.05	n/a	n/a
12	纽约港 ULSD 期货, 纽约商业交易所	24.96	20.24	23.4%
13	中质含硫原油期货, 上海国际能源中心	20.51	20.09	2.1%
14	燃料油期货, 洲际交易所	20.13	3.33	504.9%
15	美国石油基金 ETF 期权	19.63	13.06	50.3%
16	天然气期货, 印度多种商品交易所	18.48	4.92	275.7%
17	焦炭期货, 大商所	18.18	29.26	-37.9%
18	原油期货, 纽约商业交易所	18.18	16.29	11.6%
19	布伦特原油最后日现金结算期货, 纽约商业交易所	16.77	13.11	27.9%
20	动力煤期货, 郑商所	16.51	14.55	13.5%

期权, 分别位列第 1、第 2、第 6、第 9、第 10、第 11 和第 12。大商所产品占 6 席, 依次为聚丙烯 (PP)、线性低密度聚乙烯 (LLDPE)、乙二醇、聚氯乙烯 (PVC)、苯乙烯、纤维板期货, 分别位列第 3、第 4、第 5、第 7、第 8 和第 13。

5. 金融类衍生品成交量排名

2020 年上半年, 成交手数排名全球前 3 位的金融类衍生品合约均为股指类, 依次为印度国家证券交易所的 Bank Nifty 股指期权、巴西交易所的 Bovespa 迷你股指期货和印度国家证券交易所的 CNX Nifty 股指期权。排名前 20 的金融类衍生品中, 9 个为期权, 11 个为期货。从具体分类来看, 10 个为股指类, 6 个为外汇类, 4 个为利率类 (表 12)。

四、中美商品衍生品市场对比分析

(一) 总体成交规模对比

2008 年至今, 中国内地一直是全球最大的商品期货市场。2020 年上半年, 内地商品衍生品交易量较 2019 年同期出现了 45.2% 的增幅, 延续了 2019 年的增长势头, 成交量约 24.72 亿手, 占全球商品衍生品总成交量 44.75 亿手的 55.2%。同期, 美国商品衍生品成交量为 7.96 亿手, 较 2019 年同期出现了 11.5% 的增幅, 占全球商品衍生品总成交量的 17.8%。

(二) 分类合约成交情况对比

从各类合约的成交手数看, 内地在非贵金属类、农产品类和其他类

表 11 全球其他类衍生品合约 2020 年上半年成交量排名情况

排名	合约	2020 年上半年成交量 (百万手)	2019 年上半年成交量 (百万手)	同比增减
1	甲醇 (MA) 期货, 郑商所	150.13	122.68	22.4%
2	PTA (TA) 期货, 郑商所	122.50	153.57	-20.2%
3	聚丙烯期货 (PP), 大商所	85.39	36.96	131.1%
4	线性低密度聚乙烯期货, 大商所	46.68	22.75	105.2%
5	乙二醇期货, 大商所	36.45	25.62	42.3%
6	平板玻璃 (FG) 期货, 郑商所	27.52	10.87	153.3%
7	聚氯乙烯 (PVC) 期货, 大商所	21.73	18.45	17.8%
8	苯乙烯期货, 大商所	14.09	n/a	n/a
9	尿素 (UR) 期货, 郑商所	5.51	n/a	n/a
10	纯碱 (SA) 期货, 郑商所	4.56	n/a	n/a
11	甲醇 (MA) 期权, 郑商所	2.72	n/a	n/a
12	PTA(TA) 期权, 郑商所	2.60	n/a	n/a
13	纤维板期货, 大商所	0.56	0.26	115.1%
14	DJ 美国房地产期货, 芝加哥期货交易所	0.54	0.27	95.1%
15	远期货运协议期货, 新加坡交易所	0.51	0.41	24.7%
16	彭博商品指数期货, 芝加哥期货交易所	0.21	0.32	-33.6%
17	标普高盛商品指数超额收益期货, 芝加哥商业交易所	0.18	0.22	-17.9%
18	标普高盛商品指数期货, 芝加哥商业交易所	0.10	0.17	-41.9%
19	场外远期运费协议期货期权, 新交所	0.08	0.08	-10.3%
20	任意长度木材期货, 芝加哥商业交易所	0.07	0.09	-15.1%

表 12 全球金融类衍生品合约 2020 年上半年成交量排名情况

排名	合约	小类	2020 年上半年成交量 (百万手)	2019 年上半年成交量 (百万手)	同比增减
1	Bank Nifty 股指期权, 印度国家证券交易所 (NSE)	股指	1782.13	1374.40	29.7%
2	Bovespa 迷你股指期货, 巴西交易所 (B3)	股指	1256.87	727.68	72.7%
3	CNX Nifty 股指期权, 印度国家证券交易所 (NSE)	股指	941.08	465.08	102.3%
4	SPDR 标普 500ETF 期权, 多家美国交易所	股指	626.25	339.02	84.7%
5	美元兑印度卢比期权, 印度国家证券交易所 (NSE)	外汇	341.87	294.25	16.2%
6	Kospi 200 股指期权, 韩国交易所 (KRX)	股指	341.14	336.87	1.3%
7	欧洲美元期货, 芝加哥商业交易所 (CME)	利率	333.12	379.03	-12.1%
8	美元兑俄罗斯卢布期货, 莫斯科交易所 (MOEX)	外汇	315.11	175.65	79.4%
9	美元兑印度卢比期货, 印度国家证券交易所 (NSE)	外汇	307.46	273.86	12.3%
10	标普 500 电子迷你期货, 芝加哥商业交易所 (CME)	股指	288.38	200.35	43.9%
11	迷你美元期货, 巴西交易所 (B3)	外汇	272.06	165.35	64.5%
12	隔夜同业拆借利率期货, 巴西交易所 (B3)	利率	266.21	185.89	43.2%
13	10 年期国债期货, 芝加哥期货交易所 (CBOT)	利率	236.21	225.49	4.8%
14	欧洲斯托克 50 股指期权, 欧洲期货交易所 (Eurex)	股指	220.35	146.07	50.9%
15	日经 225 迷你期货, 大阪交易所	股指	204.38	121.36	68.4%
16	标普 500 股指期权, 芝加哥期权交易所 (CBOE)	股指	179.45	156.55	14.6%
17	欧洲斯托克 50 股指期权, 欧洲期货交易所 (Eurex)	股指	178.46	134.70	32.5%
18	美元兑印度卢比期货, 印度孟买证券交易所 (BSE)	外汇	171.12	190.93	-10.4%
19	欧洲美元期权, 芝加哥商业交易所	利率	159.93	150.52	6.3%
20	美元兑印度卢比期权, 印度孟买证券交易所 (BSE)	外汇	159.26	300.85	-47.1%

表 13 各类商品期货、期权成交量情况

类别	内地期货、期权成交量 (亿手)	美国期货、期权成交量 (亿手)
非贵金属	5.52	0.13
农产品	8.14	2.3
其他	5.20	0.01
能源	4.75	4.77
贵金属	1.10	0.75

衍生品的成交手数方面取得了显著优势，在贵金属类上也有一定优势，在能源类成交方面已经基本与美国持平（表 10）。2020 年上半年，内地各类商品合约按照成交手数的市场份额大小依次为农产品 32.9%，非贵金属 22.3%，其他 21.0%，能源 19.2%，贵金属 4.5%。同期美国各类合约按照市场份额大小依次为：能源 59.9%，农产品 28.9%，贵金属 9.4%，非贵金属 1.6%，其他 0.1%（图 1）。近年来，内地在能源品种创新方面取得了积极成效，不仅陆续推出多个能源类合约，而且石油沥青、焦炭、动力煤、焦煤等品种的成交规模全球领先。然而，与美国能源衍生品种类和数量繁多的情况相比，内地目前只有 8 个能源期货，2 个能源期权，天然气、柴油、汽油等能源类大品种的场内衍生品尚未推出，在能源品种数量和类别等方面仍有较大的创新发展空间。

（三）交易品种数量比较

美国期货、期权合约的数量显著超过内地。据 FIA 统计，截至 2020 年 6 月底，在美上市且 2019 年和 2020 年上半年有成交发生的商品期货、期权合约共约 642 个，其中商品期货约 469 个，商品期权约 173 个。

2020 年上半年有成交的商品期货、期权合约共约 498 个，其中商品期货约 340 个，商品期权约 158 个。相比之下，内地仅上市有 73 个商品期货、期权合约，包括 60 个期货、13 个期权。

然而，美国之所以上市如此大量的商品合约，是因为存在针对同一小类商品上市大量相似的期货、期权合约的情况。举例来说，这 498 个期货、期权合约中，合约名称包含“天然气 (natural gas)”字样的多达 71 个。因此，为了更客观地统计品种数量，本章节将这些针对同一类品种的相似合约归为 1 个小类，例如将上述

71 个合约统一归入“天然气”小类，并在此基础上统计出了中美两地的商品衍生品小类数量（图 2）。

农产品方面，美国期货、期权品种的小类数量均超过内地，燕麦、猪肉、牛肉、咖啡、可可、奶粉等多个小类尚未在内地上市。而内地已上市但美国尚无（包含虽然美国已上市，但因为该小类在 2019、2020 年上半年零成交而未被 FIA 纳入此次统计范围的情况，下同）的小类则包括鸡蛋、玉米淀粉、红枣、纸浆、苹果、橡胶等。能源方面，美国期货、期权品种的小类数量也超过内地。美国已上市

图 1 中美地区 2020 年上半年各类商品衍生品市场份额对比情况

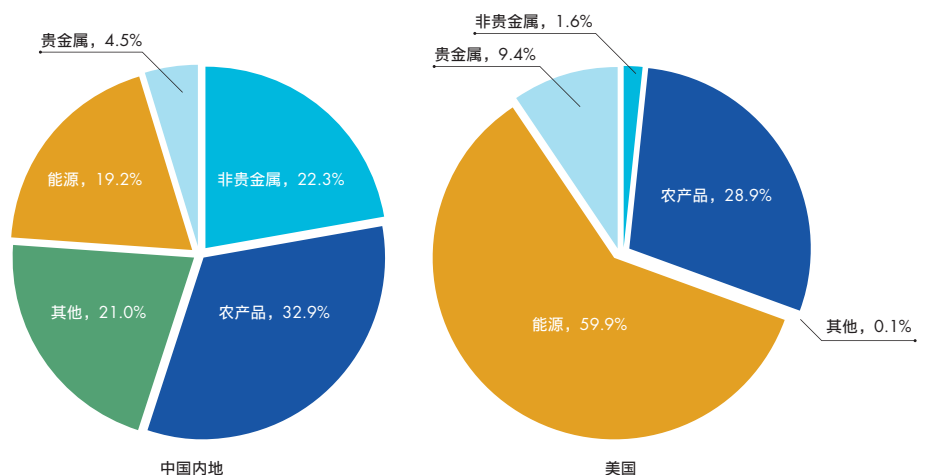
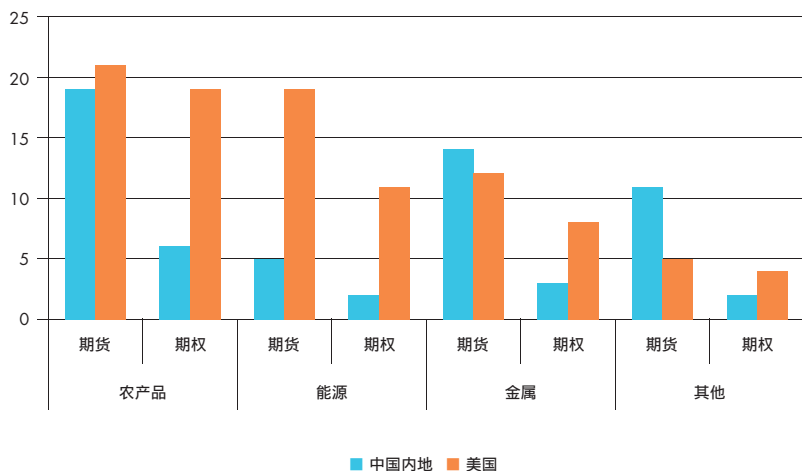


图 2 中美地区商品期货、期权小类数量（单位：个数）



但内地尚无的小类包括天然气、电力、汽油、丙烷、柴油等等。内地已上市的 5 个小类中，美国仅有石油沥青 1 个小类未上市。金属方面，美国期货小类数量少于内地，期权小类数量则

多于内地。内地已有但美国尚无的小类包括铁合金、螺纹钢等等。美国已有但内地尚无的小类则包括废钢、铂金等等。其他类方面，FIA 将一些化工品种和航运、天气、商品指数和房

地产等品种统一归入该类别。美国其他类期货的小类数量少于内地，但期权小类数量多于内地。内地已有但美国尚无的包括甲醇、聚乙烯、聚氯乙烯、乙二醇、PTA、玻璃等小类。美国已有但内地尚无的则包括航运、天气、商品指数和房地产小类。

（四）中美商品期货成交吨数比较

按照 2020 年上半年同类期货品种交易吨数统计，中国在锌、棕榈油、铁矿石、铝、热轧卷板、棉花、豆油、豆粕上较美国成交表现相对活跃，在小麦、黄金、大豆、玉米、原油、白糖、白银、铜上成交不及美国品种表现活跃（表 14）。^[14]

（本文作者就职于大连商品交易所）

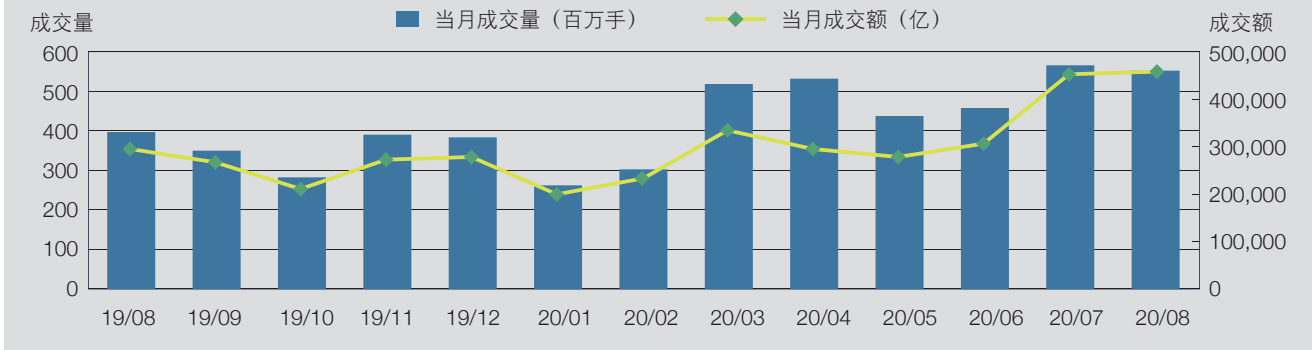
表 14 中美地区 2020 年上半年同类期货合约交易吨数比较

品种	交易所	成交量（万吨）	交易所	成交量（万吨）	倍数（美 / 中）
锌	SHFE	11677	COMEX	0	0.00000
棕榈油	DCE	139796	CME	48	0.00034
铁矿石	DCE	1355523	NYMEX	718	0.00053
铝	SHFE	10951	COMEX	37	0.00337
热轧卷板	SHFE	33409	NYMEX	198	0.00591
棉花	ZCE	27207	ICE U.S.	11129	0.40905
豆油	DCE	58832	CBOT	45935	0.78078
豆粕	DCE	148554	CBOT	136845	0.92118
铜	SHFE	11398	COMEX	14132	1.23992
白银	SHFE	132	COMEX	174	1.31976
白糖	ZCE	55633	ICE U.S.	127531	2.29234
原油	SHFE	293289	NYMEX	2397068	8.17306
玉米	DCE	54982	CBOT	575324	10.46384
大豆	DCE	34629	CBOT	385517	11.13264
黄金	SHFE	2	COMEX	130	63.07289
小麦	ZCE	48	CBOT	333253	6931.22557

注：ZCE 小麦指强麦与普麦期货合计；CBOT 小麦指芝加哥软红冬小麦与堪萨斯硬红冬小麦期货合计；DCE 大豆指黄大豆一号与黄大豆二号期货合计；NYMEX 原油指西德克萨斯中质（WTI）原油期货。COMEX 黄金指 100 盎司 / 手的标准合约，白银指 5000 盎司 / 手的标准合约；ICE U.S. 白糖指 11 号原糖期货，棉花指 2 号棉期货；CME 棕榈油指马来西亚棕榈油日历年期货；NYMEX 热轧卷板指美国中西部热轧卷板 CRU 指数期货，铁矿石指 62% 品位铁矿石 -CFR 中国（TSI）期货。

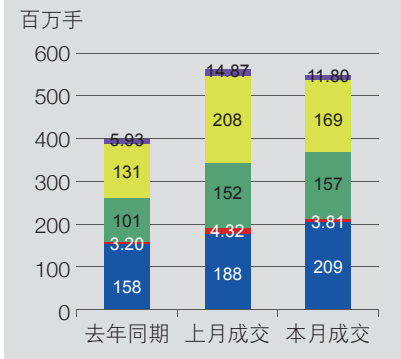
2020年8月全国期货市场成交情况简报

全国期货市场月度成交走势图

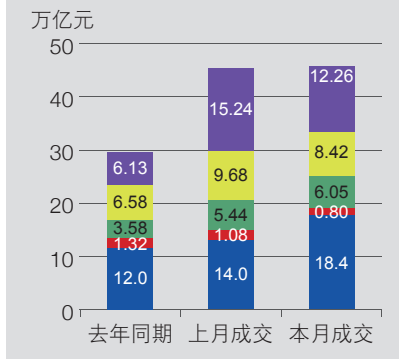


■ 上期所 ■ 上期能源 ■ 郑商所 ■ 大商所 ■ 中金所

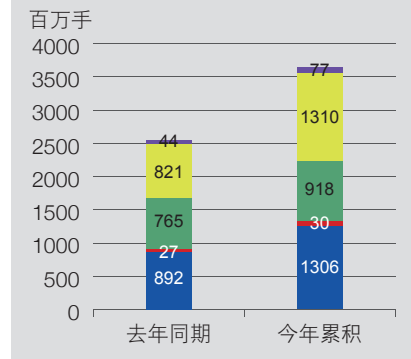
8月全国期货市场成交量较上月下降 2.83%



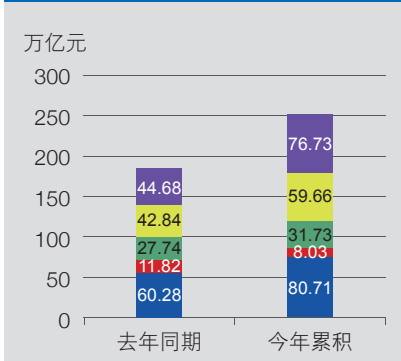
8月全国期货市场成交额较上月增长 1.20%



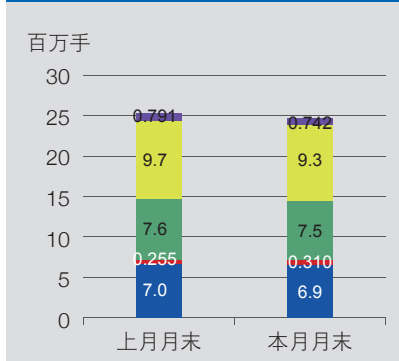
1-8月全国期货市场累计成交量同比增长 42.85%



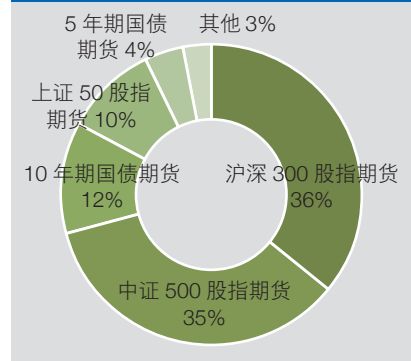
1-8月全国期货市场累计成交额同比增长 37.10%



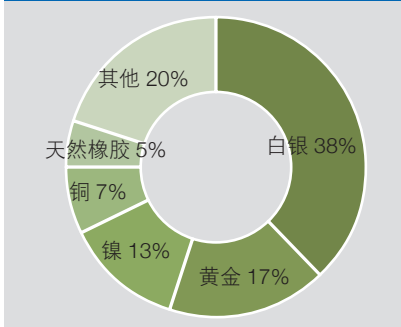
8月末全国期货市场总持仓量较上月下降 2.53%



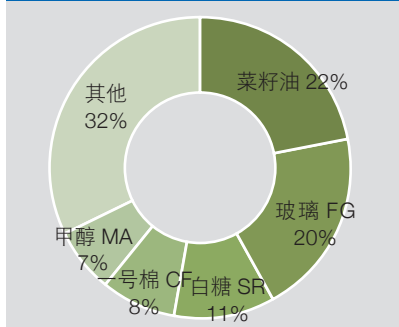
8月金融期货品种成交额分布



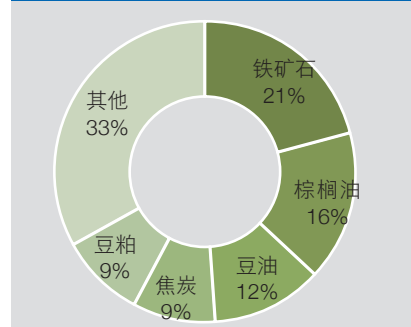
8月上海品种成交额分布



8月郑州品种成交额分布



8月大连品种成交额分布





中国期货业协会 张陶陶 / 摄



中国期货业协会
China Futures Association



中国期货 CHINA FUTURES

二〇二〇年第四期 总第七十六期