

封面文章

原油期货与中国期货
市场国际化研究

服务·实体

炼油企业参与国际期货
市场套期保值

热点直击

2018两会代表
建言献策中国期货市场发展

人物·对话

一德期货吕拥华：心怀若谷
厚德载物 守望期货行业未来

文化·生活

我的期货十年

中国期货

CHINA FUTURES

www.cfachina.org (内部资料 免费交流)

2018年第2期 总第62期



中国期货业协会
China Futures Association

自律·服务·传导

9:00:04

sc1909
sc1912



“中国版”原油期货国际化之路

行业要闻



证监会就《外商投资期货公司管理办法 (征求意见稿)》公开征求意见

为贯彻落实党中央、国务院关于进一步扩大金融业对外开放的决策部署，有序引入优质境外金融机构投资期货公司，提升我国期货业服务实体经济能力和国际竞争力，证监会会同相关部委制定《外商投资期货公司管理办法》(简称《外资办法》)，现向社会公开征求意见。

《外资办法》内容主要涉及以下几个方面：一是明确适用范围。外商投资期货公司界定为单一或有关联关系的多个境外股东持有(包括直接持有或间接控制)公司5%以上股权的期货公司。二是细化境外股东条件。境外股东须为金融机构，且具有良好的国际声誉和经营业绩，近3年业务规模、收入、利润居于国际前列，近3年长期信用均保持在高水平。三是规范间接持股。要求境外投资者通过投资关系、协议或其他安排，实际控制期货公司5%以上股权的，应转为直接持股，但对通过境内证券公司间接持有期货公司股权及中国证监会规定的其他情形予以豁免。四是明确高级管理人员履职规定。外商投资期货公司所有高级管理人员须在境内实地履职，且具有中华人民共和国国籍的高级管理人员数量不得低于高级管理人员总数的三分之一。五是对文本语言和信息系统部署提出要求。

欢迎社会各界对《外资办法》提出宝贵意见，证监会将根据公开征求意见的反馈情况，对《外资办法》作进一步修改并履行程序后发布实施。

卷首语

十七载漫漫路，一朝梦圆。“中国版”原油期货在2018年3月26日终于“破茧而出”！

作为具有重大战略价值的大宗商品，原油期货上市举世瞩目，万众期待，是中国衍生品市场乃至整个金融市场对外开放的里程碑事件，可谓意义重大，影响深远。

石油被称为“工业的血液”“黑色黄金”，其价格牵动着世界经济和政治神经。作为商品期货市场的“巨无霸”品种，原油期货的上市对于助力能源行业高质量发展、推进期货市场双向开放具有十分重要的意义。

首先，开展原油期货交易是对国际原油基准价市场的补充。原油期货上市后弥补了现有国际原油定价体系的缺口，有助于建立反映中国及亚太市场供求关系的原油定价基准，提升我国在全球能源治理中的话语权和影响力。其次，开展原油期货交易是增强金融服务实体经济能力的重要举措。作为以人民币计价的新的避险工具，原油期货有利于国内能源产业链上下游企业通过套期保值规避原油价格波动风险和汇率风险，提升我国能源安全，助力能源高质量发展。最重要的是，原油期货市场作为商品期货市场对外开放的“探路者”，将有助于我国期货市场与国际市场全方位融通互动，积累跨境服务和监管经验，加快我国期货市场对外开放步伐，在更高层次、更广领域服务我国经济全面开放新格局。

党的十九大报告提出，推动形成全面开放新格局，发展更高层次开放型经济。全面开放为我们带来机遇的同时，也会不可避免地带来新的风险。期货市场是风险管理的重要场所，为我国实体企业在参与全球化竞争中“保驾护航”是期货行业发展的主要责任和使命。我国改革开放40年的实践证明，越开放的领域，越有竞争力。促进期货市场双向开放，既是期货市场服务实体经济的内在需求，也是服务推动全面开放新格局的必然选择。

十八大以来，我国期货市场国际化已取得初步进展。以铜、铁矿石、PTA、油脂油料等为代表的中国期货市场价格在国际市场的影响力正在逐步发挥；期货交易所方面，境外并购、设立海外办事处等工作已取得阶段性进展；期货经营机构也通过收购、设立海外子公司、成为境外交易所清算会员等多种方式参与国际期货市场。特别是，2018年，原油期货成功上市，铁矿石引入境外投资者相关规则正式发布，期货公司外资持股比例限制进一步放宽，可以说，中国期货市场对外开放已经站在了新的起点上。

千里之行，始于足下。期货市场国际化建设是一个复杂而长期的系统工程，原油期货的成功上市标志着我国期货市场已经在朝国际化方向扬帆起航。今后，随着铁矿石、PTA等更多品种的对外开放，期货市场将向世界发出更多“中国声音”，产生更多“中国影响”。让我们拭目以待，共同见证期货市场发展的美好未来！



“中国版”原油期货国际化之路

2018年3月26日，中国第一个国际化的期货品种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(INE)挂牌交易。中央政治局委员、上海市委书记李强，中国证监会主席刘士余共同为原油期货交易鸣锣开市。

编印单位	中国期货业协会
编委会主任	王明伟
编委会委员	陈东升 党剑 吴亚军 冉丽
执行主编	王春卿
责任编辑	陈茜茜 张赫城 汪琳力 贾燕 杜春艳 李凯
媒体顾问	丁卫东
电 话	010-88086370
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0717-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	2018年4月
印 数	3500册

* 本出版物为双月出版。

* 本出版物文章未经允许，不得转载。

“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 原油期货与中国期货市场国际化研究 文 / 陆丰 顾元媚 黄思远
- 16 原油期货交割模式国际化比较与研究 文 / 李彦 胡鹏
- 21 我国石油流通体系改革与中国原油期货 文 / 顾元媚 袁开洪
- 24 跨境监管之国际期货市场准入研究 文 / 张玲娟
- 29 交易所会员制的国际比较研究 文 / 洪加其
- 33 稳中求进 厚积薄发 文 / 邓宇

服务·实体

- 37 炼油企业参与国际期货市场套期保值 文 / 永安期货

热点直击

- 40 2018两会代表建言献策中国期货市场发展 文 / 杜春艳

人物·对话

- 42 一德期货吕拥华：心怀若谷 厚德载物 守望期货行业未来 文 / 陈亮
- 46 对话吕拥华：不忘服务实体经济初心 提高服务实体经济能力 文 / 陈亮



上海市人民政府市长应勇、中国证监会副主席姜洋、中国证监会副主席方星海、中国证监会期货监管部主任罗红生、上海期货交易所理事长姜岩、芝加哥商品交易所终身名誉主席利奥·梅拉梅德也出席了原油期货上市仪式。

文化 · 生活

- 50 回家过年 文 / 卫文省
- 52 路对，不怕远 文 / 韩业军
- 53 我的期货十年 文 / 肖婷敏
- 54 期货大会与娇娇 文 / 刘奥南

博弈之道

- 55 风动，幡动，还是心动？ 文 / 李贤

创新 · 探索

- 58 积极发展金融期货市场 推动资本市场强国建设 文 / 周强龙 常鑫鑫
- 63 “区块链+物联网”技术对大宗商品信用登记管理的启示 文 / 柳青

观察家

- 67 不确定因素聚集 油粕价格波动加剧 文 / 侯建
- 71 PTA 供应宽松平衡，下游市场景气依旧 文 / 庞春艳

环球视野

- 75 养老金体系的国际经验及其与金融市场的关系 文 / 吴长凤



“扫一扫”关注
中国期货业协会官方微信

新时代期货市场发展将掀开新篇章

3月5日，第十三届全国人民代表大会第一次会议在京召开。国务院总理李克强在作政府工作报告时提出，深化多层次资本市场改革，推动债券、期货市场发展。这是继2015年政府工作报告提出“发展金融衍生品市场”后，对期货市场发展的新论述，标志着进入新时代，我国期货市场也将掀开发展的新篇章。

大商所修改标准仓单业务相关规则

2月1日，大连商品交易所发布《关于修改标准仓单转让货款收付业务相关规则的通知》，对标准仓单转让货款收付业务相关规则进行了修改，并对货款收付业务的收费标准进行了规定。此次规则修改，能够进一步降低标准仓单转让货款收付环节的潜在风险，为交易双方提供便利。

上海清算所推出跨境外汇清算业务

2月2日，上海清算所推出跨境外汇即期交易中央对手清算业务，标志着上海清算所将中央对手方清算拓展至跨境外汇领域，实现了我国跨境外汇交易清算基础设施建设的新突破。上线后，跨境外汇清算业务运行顺畅，系统运行稳定，这些交易均为市场参与机构在位于伦敦的R5FX电子平台上达成的。

证监会与哈萨克斯坦签署合作备忘录

2月9日，中国证监会主席刘士余与哈萨克斯坦阿斯塔纳金融服务管理局首席执行官斯蒂芬·格林在北京签署了《证券期货监管合作谅解备忘录》，标志着中哈证券期货监管机构的合作进入一个新的阶段。截至目前，中国证监会已同61个国家和地区的证券期货监管机构签署了67份监管合作谅解备忘录。

中金所获得全球法人机构识别编码

2月27日，中国金融期货交易所通过了全球法人机构识别编码体系中国本地系统的审批，获得了法人机构识别编码。此举将有助于在国际认证系统中确认中金所作为衍生品市场中央对手方的地位，并有助于境外金融机构合规参与金融期货交易。

上期所举办有色金属产业培训活动

2月1日，由上海期货交易所和山东省期货业协会共同组织的2018年第一期有色（铅锌）产业培训基地活动圆满结束，山东省辖区期货公司从业人员及相关产业客户参加了此次培训。通过培训，提高了期货从业人员的专业能力与服务水平，使期货机构服务实体企业的水平得到有效提升。

铁矿石期货被确定为境内特定品种

2月2日，根据《境外交易者和境外经纪机构从事境内特定品种期货交易管理暂行办法》的有关规定，证监会确定大连商品交易所的铁矿石期货为境内特定品种。大连商品交易所将引入境外交易者参与境内铁矿石期货交易，这标志着我国铁矿石期货对外开放正式进入“倒计时”。

大商所生猪期货立项申请获批

2月5日，中国证监会已正式批复大商所的生猪期货立项申请。我国生猪养殖规模化和标准化程度较高，具备开展期货交易的现货基础。作为全球最大的畜牧品种和我国最大的农业品种，生猪期货的上市将为我国生猪养殖企业提供有效的风险管理工具，进一步助力我国农业产业的健康发展。

上期能源开展程序化交易客户备案

2月26日，为加强程序化交易的统一监管，根据《上海国际能源交易中心交易细则》第十七条规定，上期能源自当日起开展程序化交易客户备案工作。各单位应为事先向上期能源备案在本单位开户的、存在程序化交易行为的客户。非期货公司会员、境外特殊非经纪参与者开展程序化交易的，应当自行备案。

姜洋副主席参加政协经济界别组讨论

3月初，全国政协委员、证监会副主席姜洋在政协经济界别小组讨论时表示，证监会将引导期货与衍生品市场健康发展，加快商品期货期权产品创新，稳步发展金融期货期权，优化上市机制，稳步扩大“保险+期货”试点，探索“保险+期权”试点。姜洋副主席同时建议加快期货法立法工作，推动期货法尽快出台。

大商所与巴基斯坦签署合作谅解备忘录

3月2日，大连商品交易所与巴基斯坦商业交易所签署合作谅解备忘录，共同谋求在更广泛的领域中开展合作。备忘录内容涵盖市场开发、业务合作、经验分享等方面，将进一步推动两国金融市场的发展，既有利于国家“一带一路”倡议的实施，也有利于交易所国际化战略的推进。

郑商所征集备用期货做市商

3月13日，郑商所为促进PTA、动力煤期货合约延续活跃，进一步提高市场运行质量，公开征集PTA、动力煤备用期货做市商。期货公司风险管理公司申请PTA、动力煤备用期货做市商资格，需符合净资产不低于人民币3000万元；具备相应的做市业务实施方案、内部控制制度和风险管理制度等方面的条件。

上期能源获得香港ATS牌照

3月23日，上海国际能源交易中心获香港证监会批准为自动化交易服务（ATS）提供者，可在香港向当地市场参与者提供电子平台交易。上期能源成为中国境内首家在香港获得ATS牌照的期货交易场所。取得香港ATS牌照是上期能源国际化的重要一步，这为境外交易者和经纪机构直接参与原油期货交易提供了便捷渠道。

刘士余主席出席原油期货上市仪式

3月26日，原油期货在上海期货交易所上海国际能源交易中心正式挂牌交易。证监会主席刘士余在致辞中表示，原油期货上线，是中国资本市场各方深入学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想和党的十九大精神的务实举措，是落实《政府工作报告》的具体行动。证监会副主席姜洋、方星海出席了上市仪式。

PTA期货将引入境外交易者

3月28日，郑商所PTA期货专场论坛在杭州举行。2017年，PTA期货的市场规模稳步增长，服务实体经济功能发挥良好。围绕服务实体经济，积极响应实体企业需求，郑商所将积极完善PTA产业链期货品种序列，目前，PTA期货引入境外交易者相关配套规则制度已基本完成。

大商所举办铁矿石国际化业务培训会

3月5日，大商所在大连举行“会员单位驻连机构负责人及业务人员铁矿石国际化业务培训会”，大商所会员单位驻连机构负责人和相关业务人员共计140余人参加培训。培训重点介绍铁矿石国际化规则及业务流程，并就相关规则实施后新老客户参与安排事宜进行了提示。

大商所支持基差贸易试点项目

3月13日，大商所在大连举办“2017年基差试点项目结项评审会”，共计5个项目完成试点并最终通过评审。试点项目包括4个铁矿石项目和1个焦炭项目，均以“期货价格+基差”作为贸易价格，用基差贸易替代原有的长约或一口价，并进行相应的风险管理，将企业生产经营与期货市场价格紧密联系起来。

郑商所举办期权讲习所培训班

3月24至25日，郑商所期权讲习所第八期培训班在郑州举办。郑商所相关负责人表示，下一步郑商所将依托会员公司、联合第三方机构，创新开发方式，不断拓展市场参与广度与深度，积极提高市场运行质量，努力促进市场功能发挥，持续完善期权产品体系，从而推进商品期权市场的发展。

铁矿石期货国际化相关规则公布

3月27日，大商所正式公布了铁矿石期货引入境外交易者相关规则及《大商所特定品种交易者适当性业务指南》。为便利境外交易者参与国内铁矿石期货交易，大商所对相关规则进行补充和完善，也为推动铁矿石期货国际化顺利落地、促进期货市场更好服务实体经济奠定了基础。

郑商所举办风险管理公司业务研讨会

3月30日，郑商所在郑州举办风险管理公司业务研讨会，旨在促进风险管理公司业务更好发展，进一步深化期货市场服务实体经济功能。来自期货公司、风险管理公司和现货企业的代表近200人参加了研讨。下一步，郑商所将扎实推进产品创新、推进机制创新、推进“保险+期货”试点等方面的工作。

港交所新推4只个股期货合约

2月5日，港交所新增4只个股期货合约，推出后的前6个月豁免证监会征费。这4只个股期货合约标的分别是友邦保险控股有限公司、瑞声科技控股有限公司、碧桂园控股有限公司以及舜宇光学科技（集团）有限公司的股票。个股期货的意义在于价值发现，通过双向交易使市场博弈更加充分、价格更加合理。

港交所调整部分股指期权交易时段

2月7日，香港交易所表示计划今年第二季度将旗下交投最活跃的4只股票指数期权纳入收市后交易时段。这4只股票指数期权分别是恒生指数期权、恒生中国企业指数期权、小型恒生指数期权和小型恒生中国企业指数期权。该计划仍待监管机构批准。

港交所去年净利润增长28%

2月28日，港交所发布的年报显示，2017年实现收入及其他收益131.8亿港元，同比增长19%；净利润74.04亿港元，同比增加28%。其中，港交所旗下衍生品市场交易屡创新高，而大宗商品交易仍然受压。港交所表示，将继续发展前海交易中心作为其内地大宗商品交易平台，服务内地实体经济。

CBOE计划推出更多数字货币衍生品

3月14日，美国期货业协会在佛罗里达州举行会议，芝加哥期权交易所（CBOE）总裁兼首席运营官表示，数字货币会长久存在下去，愿景是提供一套包含多种数字货币的衍生品组合包。CBOE将推出更多衍生品，形式可能是相关的ETN(交易所可交易票据)和基金。

香港有关部门促进OTC衍生品监管

3月28日，香港金融管理局和香港证监会发布联合咨询文件，寻求促进对香港场外交易(OTC)衍生品的监管。这一公告计划在OTC衍生品交易报告中命令所有相关机构使用合法机构认证(LEI)，适用者包括HKTR成员、报告机构、交易方以及其他相关机构，比如中央对手方(CCP)和清算服务供应商。

芝商所2017年净利润增长6%

2月7日，芝商所公布的业绩报告显示，去年净利润较前一年增长6%。芝商所2017年总收入为36亿美元，营业利润为23亿美元，净利润为41亿美元，摊薄后每股盈利为11.94美元。经调整后的净利润为16亿美元，相比2016年增长6%。与此同时，芝商所连续三年将支出保持在相对平稳的水平。

新加坡向亚太交易所颁发牌照

2月26日，新加坡金融管理局正式向亚太交易所颁发交易所牌照和清算所牌照。这是继新加坡交易所(SGX)和新加坡洲际交易所(ICE Singapore)之后，新加坡诞生的第三家交易所。亚太交易所由中国企业发起组建，也是中国企业首次在海外创办的期货交易所，其英文简称APEX。

美国证监会严管加密货币交易

3月8日，美国证券交易委员会(SEC)重申在线数字资产交易平台应该向其注册为交易所。SEC在此次声明中表示，加密数字平台需要向SEC登记，成为受监管的全国性证券交易所或替代交易系统(ATS)。而潜在的非法平台可能通过给自己贴上“交易所”的标签，给投资者带来一种错误的安全感。

梅拉梅德出席中国原油期货上市仪式

3月26日，芝加哥商品交易所集团终身荣誉主席利奥·梅拉梅德出席中国原油期货上市仪式，并接受媒体采访。利奥·梅拉梅德表示，原油期货上市后将发挥期货市场发现价格的功能，极大地降低中国石油企业和贸易商在预测原油价格过程中的投入，甚至有助于亚太地区原油基准价格的形成。

芝商所集团收购英国NEX

3月29日，芝加哥商品交易所集团(CME Group)宣布达成协议，以39亿英镑的价格收购英国NEX Group。此项交易将产生一个强大的跨境交易所集团，并可能引发全球交易所竞购外汇电子交易平台的浪潮。NEX公司旗下拥有电子外汇交易平台NEX Markets，以及美国最大国债电子交易平台BrokerTec。

协会联合研究计划选题征集工作启动

2月初，协会启动了2018年第十三期联合研究计划选题征集工作。本次征集工作在协会官网和微信公众号发布公告，面向理事会、各专业委员会、期货交易所、期货公司、地方协会及高校科研院所等单位征集选题。选题内容应针对期货市场及期货行业发展的重点和难点问题。征集工作已于3月中旬结束。

协会调查会员单位投教工作开展情况

2月5日，协会发布了《关于开展2017年会员单位投资者教育调查统计的通知》，针对会员单位2017年投资者教育工作的开展情况进行调查统计，以全面了解会员单位落实《期货投资者教育工作指引》的情况，收集会员单位开展投教活动、制作投教产品的数据，征集会员单位意见。

商品期权投资者适当性测试大纲修订

2月23日，中期协发布修订后的商品期权投资者适当性知识测试大纲。此次修订由中期协牵头组织，各期货交易所和商品期权业务量较大的期货公司积极参与，对原有大纲的测试范围和知识要点进行了梳理和归纳，修订后的测试内容贴近实际，更便于投资者学习和掌握期权知识。

协会发布校园招聘公告

3月9日，为适应期货市场创新发展和协会自律管理工作的需要，协会在网站发布公告，面向高校招聘自律监察、会员服务、信息技术、统计分析等岗位的2018年应届毕业生。本次招聘按照初选、笔试、面试、体检、政审、录用的程序进行。

王明伟会长参加FIA博卡—拉顿年会

受美国期货业协会(FIA)邀请，3月12至17日中国期货业协会会长王明伟一行赴美参加了第43届博卡—拉顿年会，王明伟会长受邀在15日的中国论坛上发表了题为“转型中的中国期货市场”的演讲，介绍了近年来中国期货市场发展的经验和成果以及中期协的情况。王会长一行还与多家境外机构开展了交流活动。

协会联合举办期现结合业务培训班

2月5日，协会和大商所联合举办了期现结合业务(煤焦矿)培训班。培训邀请了大连商品交易所、钢之家、煤焦矿及期货业内专家对铁矿石基本面分析、新时期双焦期现研究方法、铁矿石期货运行情况及国际化设计等内容进行了介绍，随后学员又进行了实地调研。40名期货公司黑色产业分析师参加了培训。

协会叫停期货公司与现货平台不当合作

2月12日，协会向会员单位发出《关于清理排查与现货交易平台及其代理机构合作开展业务的通知》，就现货平台及其代理机构以介绍客户名义与期货公司开展合作并索取高手手续费的营销模式申明立场，要求期货公司立即停止类似合作，排查总体情况，整改存量业务，严格落实投资者适当性管理要求。

协会举办原油期货业务巡回培训

3月，协会与上海国际能源交易中心及地方协会合作，先后在深圳、杭州、上海、北京四地举办原油期货业务巡回培训活动。培训邀请业内专家和能源中心业务人员，讲解原油期货推出的意义和国内外原油现货市场运行情况，并介绍原油期货合约、交易、交割、结算和风控等业务规则。

协会号召开展投资者教育专项活动

3月9日，为加强期货行业投资者的自我保护意识，切实维护投资者合法权益，协会根据证监会要求，号召期货行业全面开展“期货行业‘理性投资 从我做起’投资者教育专项活动”。本次活动以“3·15国际消费者权益日”为契机，主要形式包括投教产品的投放与宣传，以及“期货投资警示词条”的征集。

协会举办期货公司高管任职资质测试

3月13日，协会在北京举办2018年第一次期货公司高管任职资质测试。共有包括期货公司董事长、独立董事、总经理、财务负责人和首席风险官在内的44名高管通过了测试。根据《期货公司高级管理人员资质测试工作指引(修订)》的规定，本次测试合格有效期为2018年3月13日至2020年3月12日。



▲中国证监会党委委员、副主席方星海主持原油期货上市仪式

“中国版”原油期货的国际化之路

3月26日，上海期货交易所原油期货正式上市交易。中央政治局委员、上海市委书记李强出席上市仪式。上海市委副书记、市长应勇，证监会党委书记、主席刘士余，美国芝加哥商品交易所集团终身荣誉主席利奥·梅拉梅德和上海期货交易所理事长姜岩先后致辞。

证监会副主席姜洋、方星海，国务院相关部门、全国人大相关部门、上海市有关负责同志，证券期货监管系统、中国石化联合会等行业协会、市场机构及新闻媒体的代表也出席了上市仪式。

作为具有重大战略价值的大宗商品，原油期货上市举世瞩目，万众期待，是中国衍生品市场乃至整个金融市场对外开放的里程碑事件，可谓意义重大，影响深远。本期“封面文章”特邀上期能源原油期货筹备组专家及市场研究员，从不同维度为您解读“中国版”原油期货的国际化之路。

原油期货与中国期货市场国际化研究

■ 文/陆丰¹ 顾元媚² 黄思远³

2018年3月26日，原油期货在上海期货交易所子公司上海国际能源中心（下称上期能源）上市交易。作为中国期货市场全面对外开放的起点和试点，原油期货将在引入境外投资者、支持和鼓励更多合格的境外投资者参与国内商品期货交易等方面为中国期货市场国际化提供探索。本文结合原油期货的国际化方案、中国期货市场国际化的现状以及面临的困难和挑战，对中国期货市场国际化的路径进行了研究，目的是为中国期货市场国际化提供参考和借鉴。

期货市场通过期货价格，引导商品、资本等资源在全球范围内流通、配置，是最具有全球化特征的金融市场。但中国期货市场的发展程度和国际化程度，与高水平开放型经济的定价和风险管理需求相比还很不够。作为中国资本市场各方深入学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想和党的十九大精神的务实举措，原油期货将在引入境外投资者、支持和鼓励更多合格的境外投资者参与国内商品期货交易等方面进行探索，这对发展更高水平的开放型经济、对中国期货市场对外开放意义重大。

一、中国原油期货国际化方案的因素考量

考虑国际原油现货市场单个国家内部竞争不足、国际间贸易自由竞争的特点，原油期货确立了“国际平台、人民币计价、净价交易、保税交割”的基本思路，即引入境内外投资者，采用人民币计价结算和交割，采用净价交易方式，报价不含关税、增值税，在境内保税油库完成实物交割。

（一）中国原油期货发展史

1992年到1993年，南京、上海、广州、北京等地曾先后成立多家交易所，并推出了多个能源类期货产品交易。1993年年初，上海期货交易所前身之一（原上海石油交易所）推出了石油期货交易，包括大庆原油、90#汽油、0#柴油、250#燃料油等四个标准期货合约，至1994年累计成交量达5000万吨。但随着1994年年初国内原油价格改为由国家统一定价，国内包括原油期货在内的能源类期货产品的交易相继关停。

1999年，上海期货交易所（下称上期所）成立后，原油期货上市工作组随即成立，并于2002年5月28日在上海召开了“发展创新与新世纪中国期货市场——石油期货专场报告会”；2003年12月25日创刊了《石油期货市场动态》周刊等。后续，上期所于2004年上市了燃料油期货，于2013年上市了沥青期货，这为原油期货积累了丰富的经验。

2012年12月1日，新修订的《期货管理条例》正式实施，为境外投资者进入交易所进行原油期货交易预留了空间。2013年11月22日，上海国际能源交易中心揭牌。2014年12月12日，中国证监会正式批准上海期货交易所在其国际能源交易中心开展原油期货交易。原油期货上市工作步入实质性推进阶段。2015年5月11日，上期能源发布了《上海国际能源交易中心章程》《上海国际能源交易中心交易规则》以及相关业务细则等。

部委政策方面，2015年4月8日，财政部、国家税务总局颁布《关于原油和铁矿石期货保税交割业务增值税政策的通知》。2015年6月26日，中国证监

1.陆丰，上海期货交易所总监、上海国际能源交易中心产业与市场部负责人。

2.顾元媚，上海期货交易所子公司上海国际能源交易中心会员部，长期从事原油期货上市筹备相关工作。

3.黄思远，上海期货交易所子公司上海国际能源交易中心法律事务部，长期从事原油期货法律相关工作。



会发布《境外交易者和境外经纪机构从事境内特定品种期货交易管理暂行办法》。2015年7月24日，中国人民银行发布《做好境内原油期货交易跨境结算管理工作的公告》。2015年7月31日，国家外汇管理局发布《关于境外交易者和境外经纪机构从事境内特定品种期货交易外汇管理有关问题的通知》。2015年8月20日，海关总署发布《关于开展原油期货保税交割业务的公告》。另外，国家质量监督检验检疫总局于2018年2月发布《质检总局关于做好期货原油检验监管工作的公告》。

（二）国际化方案的主要因素考量

原油期货方案的确定主要是基于：一是结合实际，有利于发挥原油期货的功能和作用；二是有利于通过改革开放积极探索体制创新；三是有利于原油期货顺利平稳运行；四是有利于做好风险控制和监管；五是有利于增强期货行业的整体实力；六是有利于充分利用现有成熟的交易、结算等技术平台。

以期货合约的标的物为例，2017年我国原油对外依存度超过68%，进口的原油中43%来自中东地区，是我国原油进口最主要的来源，综合考虑我国进口原油品种结构等客观背景，以及实体经济发展的需求，原油期货合约最终选择了区别于WTI和Brent的中质含硫原油作为期货标的。在可交割油种选择方面，我国原油期货采用实物交割的方式，可交割油种共7种，包括迪拜原油、阿曼原油、上扎库姆原油、卡塔尔海洋油、巴士拉轻油和马西拉原油，以及中国的胜利原油。确定可交割油种主要考虑几个方面的因素：一是可自由贸易，二是相同定价体系，三是品质同类，四是流向相同，从而使原油期货的价格含义相对清晰。在品质及升贴水方面，原油期货以实际进口原油的大量实测数据为依据，确定了可交割油种的品质指标范围和价差范围。其中，品质规定了API°的最小值和硫含量的最大值（%）。从对市场的跟踪结果来看，现有设置能够有效反映现货市场的变化。

二、中国期货市场国际化的现状

期货市场的国际化，主要是指通过“引进来”和

“走出去”实现与国际期货市场的相互融通，建立全球投资者广泛参与，与境外相关商品期货市场相互影响、相互制约的国际性大宗商品基准价市场，促成我国商品期货价格得到国际市场的广泛关注和使用，充分发挥期货市场避险和保值功能，服务我国实体经济；同时期货市场国际化也包括期货交易所、期货公司和投资者三大市场主体“走出去”和“引进来”的发展历程等。与此同时，期货市场的国际化还意味着交易规则、制度设计的国际接轨；市场投资品种、参与主体要对外开放等。

（一）中国期货市场国际化的现状

1. “引进来”缓步推进

投资者方面，根据《期货交易管理条例》和《境外交易者和境外经纪机构从事境内特定品种期货交易管理暂行办法》，允许境外交易者可参与境内特定品种的期货交易。但截至目前仅有原油期货品种已经国际化试点运行，铁矿石期货将在5月份试点。期货公司方面，近年来先后有摩根大通、高盛、苏格兰皇家银行、法国兴业银行、瑞银等国际投行参股境内期货公司尝试国际化运作，但合作空间和业务范围均较为有限，部分合作不成功的外资银行已退出中国。

2. “走出去”处于初级阶段

投资者方面，根据《期货交易管理条例》和《国有企业境外期货套期保值业务管理办法》等，目前有31家国有企业获准赴境外市场从事套期保值业务。期货公司方面，原有获准在香港设立分支机构代理境外期货交易的期货公司共6家，自2014年证监会发布《关于进一步推进期货经营机构创新发展的意见》支持期货经营机构在境外设立、收购公司后，陆续又有银河、南华及广发等数家期货公司通过海外并购等方式赴海外设立分支机构。交易所方面，2015年上证所、中金所、德交所在德国设立中欧国际交易所，是目前唯一成功的我国与境外交易所深度合作案例。除此之外，目前我国期货交易所主要是通过期货产品合作开发、加入国际性期货期权行业协会、签署谅解备忘录实现信息共享、研讨交流等方式与境外开展交流。

3. 成为价格基准仍有待时日

历经 20 余年发展，我国期货市场在市场规模、产品创新、法规制度等多个方面取得了很大的成就。根据美国期货业协会（Futures Industry Association, FIA）的统计，上海期货交易所（上期所）、大连商品交易所（大商所）、郑州商品交易所（郑商所）在全球按交易量排名分列第 9、10、13 位；另根据相关行业协会的报告，天然橡胶、铁矿石及铜等品种已经成为国内大宗商品现货贸易的基准定价参考。但在国际贸易中，包括原油、有色金属、大豆、棉花等重要大宗商品的定价基准仍然依赖美国或欧洲市场产生。

（二）中国期货市场国际化面临的困难与挑战

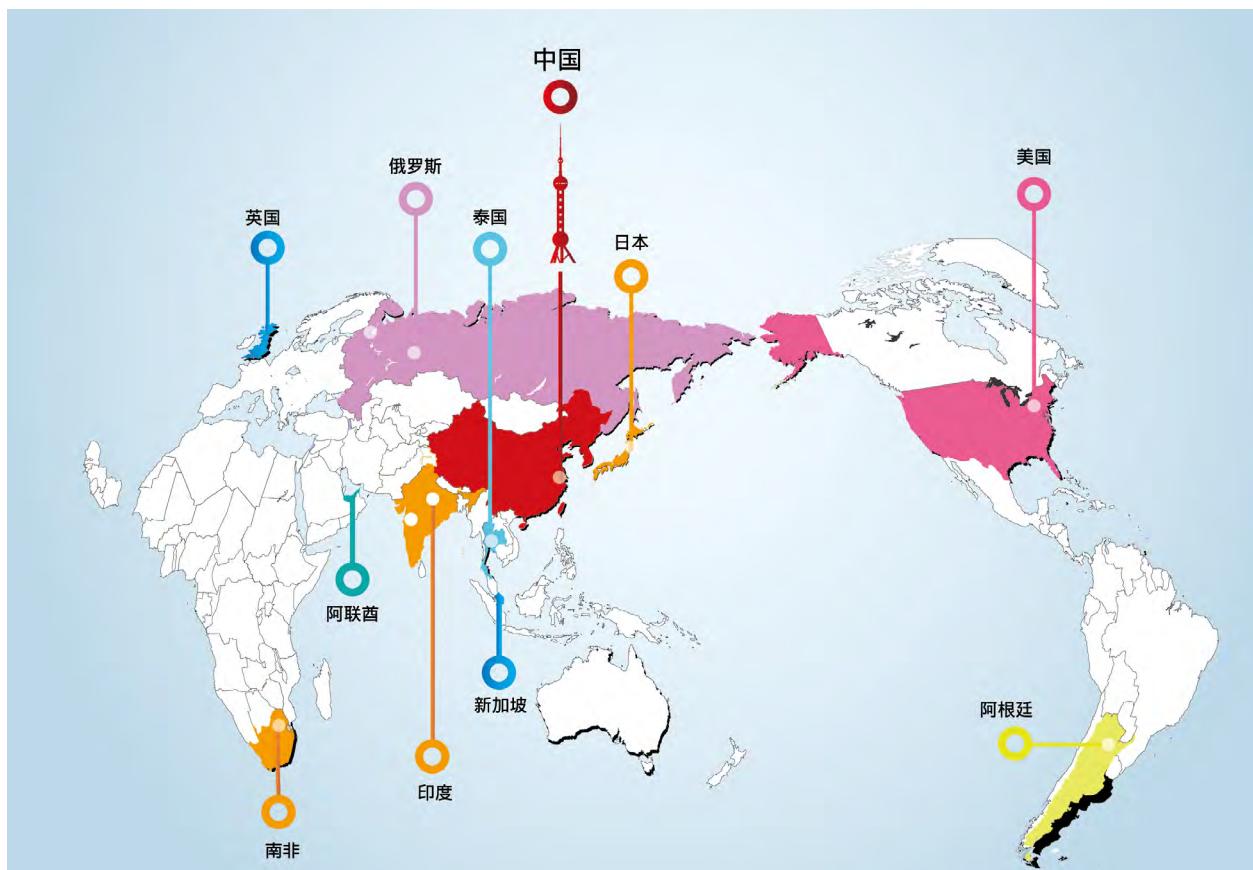
1. 境内外法律体系宏观差异较大的问题

在期货法律体系方面，我国《期货法》缺位，显然不利于我国期货市场国际化的发展。而境外，尤其是欧美发达国家的期货法律体系较为健全。以

近邻新加坡为例，其第一部专门规范期货市场的法律《期货交易法》1986 年就已颁布（目前已被废止），目前的主要法律体系包括规制金融期货和能源期货的《证券期货法》和规制一般商品期货的《商品交易法》。

在期货规则体系方面，境内外也差异较大。以中美的规则结构为例，基本上都分为章程和业务运行规则两个部分，但在细节方面，美国交易所规则内容细致繁复，规定明确，操作性较强；我国交易所规则内容相对简单，原则性强。

在期货监管体系方面，我国实行五位一体的监管体系，但从监管手段看，中国证监会对期货市场的监管总体上仍偏弱，配置的资源有限。美国的期货监管体系是由美国商品期货管理委员会（Commodity Futures Trading Commission, CFTC）、期货行业协





会自律和交易所自我管理为主的三级管理体制构成，但是 CFTC 的监管措施则更为全面，其核心监管措施包括实施严格的头寸限制、每天监控大户交易活动、异常情况紧急处理，从而争取能提前发现人为操纵市场等违规行为。同时 CFTC 的处罚力度也较强，对于涉嫌市场操纵类的案件还可采取行政和解的执法模式，兼顾了行政执法和投资者损失赔偿两方面的需要。

在“长臂管辖权”方面，美国要求外国机构和跨境交易也遵守美国法律，部分从事跨境衍生产品交易的金融机构或非金融机构被要求在美国监管机关注册、在美国认可的中央对手方（Central Counterparty, CCP）清算等，会产生管辖冲突等问题，需要双方监管机构进一步沟通、协调。

2. 期货市场开放与资本项目管制之间的两难问题

在跨境资金进出方面，期货市场对外开放的同时必然带来大量资本的跨境流动。而期货市场本身的特点决定了国际化与资本项目管制之间必然存在矛盾。如每日无负债结算制度以及连续交易机制对跨境资金划转的及时性以及便利性提出了极高的要求，包括需要以较低的成本实现 24 小时跨境资金及时划转，以及国际化期货品种需要实现大额汇兑等。在资本项目管制的现状下，需要包括外管局、证监会、交易所、银行以及期货经纪商在顶层设计以及在具体操作中突破资本项目管制做出创新安排。

在跨境风险传递方面，大宗商品高度同质化、金融属性强、国际国内商品金融市场联动紧密的特点使得一旦市场价格发生异常波动，很容易通过商品、汇率、资金等多个链条造成国内外汇市、股市、债市等金融市场风险共振传导。例如在 2015 年底至 2016 年初间，我国证券市场大幅下挫，人民币大幅贬值，使得资本迅速外流，仅 2015 年 12 月外汇储备减少 1079 亿元，

创有记录以来最大单月降幅；沪深两市 A 股 2016 年开盘以来短短一个月市值蒸发达 12.6 万亿，而同期国际大宗商品价格出现新一轮大跌，布伦特原油一度跌至每桶 27.88 美元，国内外商品、股票、汇率市场风险传导特征非常明显。未来一旦境内外市场联通，大规模净资本的进出将会加剧这种风险共振，这对我国跨境资金流动及金融市场风险监管提出了巨大的挑战。

3. 期货市场跨境监管经验相对缺乏的问题

跨境监管要解决的核心问题之一是一国的有权监管部门如何对非境内公民或机构实施法定监管权力。传统国际法理认为一国公法不具有域外效力，仅在该国地域范围内有效，除非存在条约或类似安排，一国的金融监管机构无法在他国领土上行使职权，因此也难以对境外投资者及境外中介机构进行现场调查，或通过国内司法程序强制要求境外投资者提供信息或对其不配合行为予以惩罚。这对在发生重大纠纷时追溯境外投资者或中介机构的违法行为将造成一定困难。因此基于行政执法的基本理论，我国金融监管部门实施跨境监管权力，首先需获得法律的正式授权，建立依据明确的监管制度内容并具备实现监管职责的方式和途径。目前我国金融跨境监管正处于探索阶段，证监会的跨境监管措施主要采取签订谅解备忘录的形式¹。但仅仅签订谅解备忘录是远远不够的，备忘录涉及的仅是跨境监管合作的原则规定，跨境监管的方式与途径等具体操作还需要进一步探讨及协商，包括了跨境执法如何执行及跨境处罚如何落实等在内的诸多问题将极大影响跨境监管的效力。同时由于《期货法》尚未颁布，这也会削弱我国跨境执法的合法性及执行效力。最后商品期货市场由于不仅涉及金融层面的交易行为及交易结果，更涉及现货贸易层面的交割问题，使

1. 证监会已于 2007 年 4 月成功成为国际证监会组织（IOSCO）多边备忘录的签署方，并且截至 2015 年 6 月证监会已与 62 个国家及地区相关政府部门签订证券（期货）监管合作备忘录。

得跨境监管可能面临的情况更为复杂。针对这些问题，目前我国尚缺乏可供参考的有效管理经验。

三、从原油期货看中国期货市场国际化的路径探索

目前，我国期货市场国际化的探索正在有条不紊地推进中。2018年3月26日，作为中国期货市场全面对外开放的起点和试点，原油期货在上期能源上市交易。上市首周，全市场日均成交5.56万手（双边，下同），日均持仓6476手。从全球范围看，作为新上市的品种，虽然上期能源的原油期货市场和欧美发达市场相比仍然较小，但已经明显具有了广阔的发展前景。与此同时，中国证监会4月13日宣布，铁矿石期货将于2018年5月4日正式实施引入境外交易者业务。综合来看，要成功实现中国期货市场国际化战略目标，我们认为需要完成以下几方面的工作。

（一）推进期货市场法律法规体系建设

在美国，1999年通过的《金融服务现代化法》将金融活动确立为混业经营的模式，2000年通过的《商品期货交易现代化法》不仅使美国的期货立法步伐走在世界前列，也使得美国投资者可以在全球期货领域内大展宏图。在印度，境外投资者可以通过FII参与印度金融期货交易，通过“共享票据”渠道，几乎境外任何投资者都可以参与。相对而言，仅有商品期货的中国大陆地区期货市场开放程度相对较低，而中国期货市场的国际化进程也必然与其他国家存在较大差异，这需要我们更加了解自身的优劣势，在期货法律体系上做出配套的调整。

目前国家提出期货市场主体要“走出去”“引进来”，管理体制和法律法规必须同国际接轨，必然要求我们不断完善涉及期货市场对外开放的法律法规，紧跟实务需求，在“循序渐进”的基础上对期货法律体系不断完善与更新。2015年6月26日证监会正式发布的《境外交易者和境外经纪机构从事境内特定品种期货交易管理暂行办法》（下称《暂行办法》）指出，

扩大我国期货市场参与主体，允许境外交易者和境外经纪机构从事境内特定品种期货交易，除了规定了准入门槛、参与模式等内容，还规定了对境外交易者、境外经纪机构从事境内特定品种期货交易及相关业务活动的违法违规查处和跨境执法等监督管理职责。《暂行办法》的实施标志着期货市场国际化的大幕正式拉开，为引入境外交易者奠定了基础。此外上位法《期货法》的制订工作也一直在有序进行中，未来《期货法》的颁布将极大地提高证监会在期货市场监管的法律层级和有效性，有助于构建对境外参与主体的法律制度体系。

（二）设立国际化期货交易平台，推出适合境外投资者参与的特定品种

除了完善顶层设计，国际化期货市场需要一个现实载体来发挥服务实体经济的功能，因此必须要落实期货交易所的国际化步伐，打造便利境内外投资者共同参与的交易平台。由于目前国内四大期货交易所在管理办法、会员章程以及操作系统等方面均适用于境内市场，若向境外参与者放开需要做重大变革，因此出于风险隔离以及创新试验等目的，2012年11月23日证监会批准上期能源筹备原油期货品种作为国际化期货品种的试点。上期能源采用公司制设立，注册于上海自由贸易试验区。自贸试验区的国际化环境和制度创新高地，为原油期货上市提供了有效的政策保障和支持，为境外投资者参与国内资本市场创造了便利基础市场环境和有利条件。上期能源在筹备及运行阶段即以国际化为己任，对标国际一流交易所，着力构建全球性的交易网络，为境内外市场主体建设一个公正、公平、公开、高效、安全、便捷的交易平台。

2014年12月12日，证监会批准上期能源开展原油期货交易。为吸引境内外投资者参与，上期能源确立了“国际平台、人民币计价、净价交易、保税交割”的原油期货上市方案，同时根据我国期货市场管理模式，参考国际市场经验，确定了引入境外个人和机构投资者的四种参与模式：一是有较高需求的境外机构交易者可以申请作为上期能源的境外特殊非经纪参与



者¹参与，类似于境内的非期货公司会员；二是境外交易者可以通过境外特殊经纪参与者（境外经纪机构）代理参与；三是境外交易者也可通过境内期货公司代理参与；四是境外交易者由境外经纪机构或者中介机构通过转委托的方式至境内期货公司代理参与。这四种模式，既考虑到了国际市场各类参与主体的需求，也兼顾了境内期货市场发展，在境内外市场的广泛意见征询中获得了肯定。

（三）推进配套的资本市场以及金融市场基础设施创新

资本市场的改革创新将对期货市场国际化起到至关重要的作用。2015年7月29日，国家外汇管理局就期货市场国际化试点颁布了《国家外汇管理局关于境外交易者和境外经纪机构从事境内特定品种期货交易外汇管理有关问题的通知》，做出了如下规定：一是境外经纪机构可以外汇或人民币形式汇入资金从事境内特定品种期货交易；二是该等类资金在境内实行专户管理，不得用于除境内特定品种期货交易以外的其他用途；三是结汇和购汇只涉及期货交易盈亏结算、缴纳手续费、交割货款或追缴结算货币资金缺口等与境内特定品种期货交易相关的款项。同时外管局批准上期能源的原油期货品种交易时允许外币直接作为保证金使用。也就是说境外交易者的外币在我国进行特定品种期货交易时不需要全额进行结售汇，而是以当期汇率作为折算率，将外币折抵成人民币作为保证金使用。当交易发生亏损时，亏损的部分由境外投资者账户中的外币通过结售汇的方式结成人民币进行支付；当交易发生盈利时，可以选择直接结付人民币，也可以在每天结算时根据当日盈利扣除相关费用之后得到的净额结售汇成外币划转至境外投资者账户。通过这种制度设计，在现行框架下有效地实现了境外资金在境内的使用问题，也实现了期货资金的封闭

监管，并且避免了大额汇兑将对市场产生的冲击，兼顾了资本市场的创新与稳定运行。

国际化的期货市场顺利运行，不仅需要资本市场的配套创新，更需要完善的金融市场结构以及丰富多样的金融工具。例如对于境外交易者而言，由于外币折算为人民币作为保证金使用，因此参与境内期货市场同时还要考虑汇率风险问题。人民币汇率的波动很可能影响到交易结果，这就违背了风险管理的初衷，因此外汇期货的推出确有必要。未来在发展期货国际化的同时，更需要为金融市场各方主体提供合适的风险规避手段以及工具，通过加强金融市场基础建设来为投资者创造有利的市场环境。

（四）积极探索落实期货跨境监管制度的建设

从“引进来”层面看，跨境监管主要内容包括：一是对境外投资者参与期货市场实行准入制度；二是需要从金融稳定性和系统性风险控制、保护境内投资者利益的角度，制定相应的参与办法与监管措施来规范境外期货经营机构及投资者等市场参与者行为；三是对于违法违规的市场参与者进行有效的跨境稽查以及处罚执行。要实现以上内容，首先需要明确跨境监管权力的法律授权、制度安排以及具体的监管规则，这些在已颁布的《暂行办法》中有所明晰，但更需要加紧制定《期货法》予以明确；其次需要加强国际监管合作，在信息交换、协助调查等方面细化备忘录使其具备可操作性；同时还应丰富行政监管措施，包括加强违规查处的国际合作和通报等可行措施，这些措施将对违规的境外参与者带来极大的震慑力，从而增进跨境监管效力。

国际化的期货市场不仅存在“引进来”的跨境监管，同时也面临“走出去”的跨境监管。一国（地区）为保护其本国（地区）投资者在参与境外期货交易的经济利益和经济安全，通常要求外国交易场

1.根据证监会《期货管理条例》及《境外交易者和境外经纪机构从事境内特定品种期货交易管理暂行办法》确定各类参与者称谓。

所在为其本国（地区）投资者提供直接接入电子交易平台撮合订单等交易服务前，应在该国（地区）监管机构进行注册。中国香港、新加坡、美国、英国、德国、巴西、欧盟等金融市场成熟地区和国家的主要交易所除在交易所在所在国（地区）注册外，还纷纷于主要海外市场所在国（地区）监管机构进行注册，以便吸引境外投资者于交易所开展期货投资业务。在部分国家及地区，境外经纪机构开展涉及境外的期货经营业务也需要获得业务许可。因此我国期货市场要赴海外引入境外投资者，势必要求我国期货交易所及期货经纪机构根据当地规定在境外期货监管机构注册。在此背景下，中国证监会、交易所及相关机构需要认真研究美欧等地监管的最新规则，提前进行合作与沟通，根据要求进行境外注册，合法合规开展境外期货业务。

在跨境监管的问题中，反洗钱也日益受到各国执法部门的关注。根据美国《爱国者法案》和《银行保密法》，美国期货市场上承担反洗钱义务的机构主要

是四类主体，即期货佣金商 (FCM)、介绍经纪人 (IB)、商品基金经理 (CPO) 和商品交易顾问 (CTA)。FCM 等期货经营机构履行反洗钱义务主要是建立内部反洗钱计划和流程，并执行客户身份识别、交易记录保存及可疑交易报告三大基本措施。如果承担反洗钱义务的机构不能有效地履行反洗钱义务，则该机构将可能面临执法部门的处罚。2014 年，法国巴黎银行被美国司法部指控从 2004 年到 2012 年利用美国金融系统为苏丹、伊朗和古巴三国转移资金，最终被处以 89.7 亿美元的罚款。我国现行《反洗钱法》于 2007 年 1 月 1 日生效，期货业正式被纳入反洗钱监管范围。自此，证监会一直在不断细化和完善证券期货业的反洗钱规章制度，中国期货业协会也先后针对期货业反洗钱工作发布了多项指引。在原油期货市场对外开放过程中，必须完善跨境反洗钱的监管，规范反洗钱义务机构的操作指引，充分落实我国境外的反洗钱法律法规等，以应对境内外金融市场关于反洗钱风险的新挑战和新要求。■





原油期货交割模式国际化比较与研究

■ 文/李彦 胡鹏

原油作为大宗商品之王，历经 17 年的磨砺，上海原油期货终于于 2018 年 3 月 26 日在上海期货交易所以子公司上海国际能源交易中心（INE）挂牌上市。上海原油期货的推出是中国金融市场对外开放的第一步，也是金融市场服务实体经济的重要举措。交割作为连接期货和现货市场的纽带，交割模式是否合理往往很大程度上影响了期货合约能否成功。为更好地展现上海原油期货交割模式的特点，本文就上海原油期货合约与世界上主要原油期货的交割模式进行了比较和研究。

一、期货合约基本交割模式

交割是期货市场运行的重要环节之一，商品期货的交割机制是期货合约设计的关键，往往影响着期货合约成功与否。目前全球期货市场的交割机制主要有实物交割和现金结算两种，其中实物交割又根据合约是否到期分为到期的标准交割和未到期的期转现（Exchange for Physicals，EFP）。

图 1 广义的实物交割流程图



（一）到期实物交割

到期实物交割是指根据交易所的规则和程序，买方、卖方通过该期货合约所载商品所有权的转移，了结未平仓期货合约的过程。例如原油期货有通过船、汽车、管道、油罐等多种方式进行交割。到期的实物交割是商品期货合约最常见的交割方式，国内几乎所有的商品期货合约都采用实物交割的模式。

（二）未到期期转现

期转现是指持有方向相反的同一月份期货合约的买方和卖方协商一致并向交易所提出申请，获得批准后，将各自持有的期货合约按照交易所规定的价格由交易所代为平仓，按双方协议价格进行与期货合约标的物数量相当、品种相同或者相近的仓单等交换的过程。

期转现本质上是在期货合约未到期的情况下，现货市场卖方与期货市场买方进行现货实物与期货合约互换的交易。现货市场卖方将现货实物所有权转移给期货市场的买方，同时期货市场的买方将期货市场的多头持仓转移给现货市场卖方。每个期转现交易都有现货和期货两个组成部分，相对于到期的标准交割，期转现在交易对手、标的物、交割地、交割时间和价格等方面提供了更多的灵活性。

（三）现金结算

现金结算是指期货合约到期后，不进行实物的交换，按照交易所规则和程序，交易双方按照规定结算价格进行现金差价结算，了结到期未平仓合约的过程。通常规定的结算价格一般采用合约标的物的现货价格，从而使得期货价格收敛于现货价格。例如沪深

300 指数期货交割结算价为最后交易日沪深 300 指数最后 2 小时所有指数点的算术平均值。通常金融类期货合约都采用现金结算的方式进行交割，例如股指期货、利率期货等。

二、全球主要的原油期货交割方式

全球目前上市的原油期货主要有芝加哥商业交易所集团 (CME GROUP) 的西德克萨斯中间基 (WTI) 原油期货、洲际交易所 (ICE) 布伦特 (Brent) 原油期货和迪拜商品交易所 (DME) 阿曼 (Oman) 原油期货。上海国际能源交易中心 (INE) 在 2018 年 3 月 26 日上市的上海原油期货作为中国第一个对境外投资者开放的商品期货也受到市场的广泛关注。下面就以上几种原油期货的交割方式做简要介绍。

(一) CME WTI 原油期货

CME WTI 原油期货合约为 1983 年在美国纽约商业交易所 (NYMEX)¹ 挂牌上市，合约规格为 1000 桶 / 手，2016 年成交量达到 2.77 亿手，目前是全球成交规模最大的原油期货合约，也是北美原油市场最重要的定价基准。WTI 原油期货合约标的为轻质低硫原油，合约的交割方式为实物交割。交割地点为美国中西部奥克拉荷马州的库欣镇 (Cushing) 通过管道或储油设备进行交割，交割期限为最后交易日后 1 个月组织实物交收。除到期标准交割方式外，WTI 原油期货合约的交割方式还有备用交割程序 (ADI)、期货转现货 (EFP)、期货转掉期 (EFS) 三种。

1. 备用交割程序 (ADI)

备用交割程序即在交割月的最后一日前的任何时间，买卖双方都可以在协商一致的基础上改变交割方式、交割时间、交割商品的质量与型号，以及交割设施的指定。所有这些变化应以书面形式告知交易所。

2. 期货转现货 (EFP)

买卖双方可以向交易所申请将手中的期货头寸转

为现货头寸，交易所在收到申请之后会协助建立或清算其期货头寸。

3. 期货转掉期 (EFS)

买卖双方可以向交易所申请将手中的期货头寸转换为掉期头寸，掉期头寸必须在期货交易时间中进行。允许 EFS 意味着可以将场内的期货交易转变为场外的掉期交易，交割费用以较低者为准。

WTI 原油期货的交割地库欣镇作为上个世纪初美国重要的原油开采和加工地区，建设了大量的运输管道和储存设施，据 Genscape 报告，库欣地区原油存储能力达 7100 万桶，相当于全美总存储量的 13% 左右，并且有多条重要的输油管道在此地汇聚，为原油交割和运输提供了丰富的基础设施，因此库欣被称为“世界管道的十字路口”。

WTI 原油期货交割油种包括 6 种美国国内原油和 5 种境外原油。6 种国内原油即西德克萨斯中间基原油、北德克萨斯低硫原油、南德克萨斯低硫原油、新墨西哥低硫原油、奥克拉荷马低硫原油、轻质低硫混合油；5 种境外原油即英国的布伦特混合油、挪威的奥斯伯格原油、尼日利亚的库伊博原油及博尼原油、哥伦比亚的库西亚纳原油，但由于 CME WTI 价格长期低于 ICE Brent 价格，国外 5 种原油极少参与交割，实际交割以其国内 6 种原油为主。

对交割油种的品质标准方面，对美国境内原油要求 API 度在 37-42 之间，含硫量不超过 0.42%；对境外原油每个油种规定 API 最小值和含硫量最大值。

表 1 美国境外 WTI 交割油种品质标准

境外原油	API 最小值	含硫量最大值
布伦特混合油	36.4	0.46%
博尼原油	33.8	0.30%
库伊博原油	34.5	0.30%
奥斯伯格原油	35.4	0.30%
库西亚纳原油	34.9	0.40%

数据来源：CME

1. 纽约商业交易所 (NYMEX) 于 2008 年被 CME 集团收购。



(二) ICE Brent 原油期货

ICE Brent 原油期货合约为 1988 年在伦敦国际石油交易所 (IPE)¹ 挂牌上市，合约规格为 1000 桶 / 手，2016 年成交量达到 2.11 亿手，是全球成交规模仅次于 WTI 的第二大原油期货，也是全球原油市场最重要的定价基准之一。据不完全统计，全球超过 60% 的原油贸易定价直接或间接参考 Brent 价格体系。Brent 原油期货合约标的为轻质低硫原油，合约的交割方式有现金结算和期转现两种。在期货合约最后交易日交易结束后，所有未平仓的合约有两种选择，第一种是根据规则进入期转现 (EFP)，通过期转现将期货头寸转变为布伦特远期头寸；第二种是停止交易后一小时内通知清算所 (ICE Clear Europe) 要求进入现金结算。洲际交易所 (ICE) 会于最后交易日之后的第一个交易日公布现金结算价，现金结算价是按照合约月份最后交易日的布伦特指数确定，以交割月前 21 天 BFOE (Brent 原油、Forties 原油、Oseberg 原油、Ekofisk 原油) 贸易价格的加权平均计算得出。

Brent 指数价格由结算公司负责编制，并于当地时间每天中午 12 点对外公布，该指数是前一交易日所有得到确认交易的 25 天 BFOE 合同相关交割月份的加权平均价。指数的具体计算公式是三个价格的算术平均值，一是当前月份 BFOE 市场的加权平均价；二是次月 BFOE 市场的加权平均价，加减当前月份和次月的套利交易价差的算术平均数；三是相关媒体公布价格的算术平均数。

北海布伦特原油基准市场体系包括布伦特远期 (Brent Forwards)、布伦特期货和布伦特即期现货 (Dated Brent) 三个市场，而它们之间分别通过 EFP、CFD 和 DFL 三种工具或场外交易合约紧密联系。虽然 Brent 期货合约采用现金交割，但允许通过期转现 (EFP) 将期货头寸转变为布伦特远期头寸，因此 EFP 实际上反映了 ICE 布伦特期货和布伦特远期对应交割月份合约之间的价差，并将 ICE 布伦特期货和布伦特远期紧密联系在一起。布伦特现货市场共有 4

个交割油种 (BFOE)，分别是布伦特混合油 (Brent blend)、福蒂斯 (Forties)、奥斯伯格 (Oseberg)、埃科菲斯克 (Ekofisk)，产量约 180 万桶 / 天。

表 2 Brent 现货市场油种

国家	原油品种	API 度	硫含量, %
英国	布伦特 Brent	37.9	0.45
挪威	奥斯伯格 Oseberg	37.8	0.27
英国	福蒂斯原油 Fortis	40.3	0.56
挪威	埃科菲斯克 Ekofisk	37.5	0.23

(三) DME Oman 原油期货

DME Oman 原油期货合约为 2007 年在阿联酋迪拜商品交易所 (DME) 挂牌上市，合约规格为 1000 桶 / 手，2016 年成交量达到 195 万手，是全球原油市场重要的定价基准之一。同时 Oman 原油期货交割率超过 90%，是全球实物交割比率最大的原油期货。Oman 原油期货合约标的为中质中硫原油，DME 阿曼原油期货交割方式为实物交割，同时允许期转现，期转现申请期限从合约交易的第一天，直到合约期满后的 6 个半小时均可。Oman 原油期货实物交割按 FOB 装船港条件交割，装船港为阿曼的米纳·阿·发哈。该港经营者 (Terminal Operator, TO) 阿曼石油发展公司负责调配原油装船的实际操作。清算所完成配对后，通知买卖双方，买家选择装船日并通知卖方由卖方将要求传达至 TO, TO 根据所有买家要求决定装船排期。Oman 的交割油种只有阿曼原油，产量为 98 万桶 / 天。

米纳·阿·发哈港位于阿曼 (全称：阿曼苏丹国 THE SULTANATE OF OMAN) 北部沿海，濒临阿曼湾的西南侧，是阿曼最大的原油输出港。港区主要有 3 个系泊浮筒泊位，其中最大可泊 60 万吨巨型油船。装卸设备有直径为 203 至 1016mm 的输油管，有水下管道长达 1.4 万米，可以连接输油中心。装卸能力原油每小时 9000 吨，燃油每小时 3000 吨。主要出口原油及成品油等，同时为重载船补充燃料油。

1. 2001 年伦敦国际石油交易所 (IPE) 被洲际交易所 (ICE) 收购。

(四) INE 上海原油期货

上海原油期货合约于 2018 年 3 月 26 日在上海期货交易所全资子公司上海国际能源交易中心(INE)挂牌上市，合约规格为 1000 桶 / 手，是我国第一个对境外交易者开放的商品期货。上海原油期货合约标的为中质含硫原油(包含中质中硫和中质高硫原油)，合约的交割方式是合约到期进行标准的实物交割，未到期合约允许客户申请期转现，期转现必须是历史持仓且在最后两个交易日之前。上海原油期货以中国东南沿海的指定保税油库作为交割地点，货物凭证为符合交易所规定的保税油库的标准仓单。

表 3 上海原油期货指定交割仓库

编号	类型	仓库名称	存放点	核定库容	启用库容
1	指定交割仓库	中国石化集团石油商业储备有限公司	日照分公司	120	40
2			舟山分公司	80	60
3		中石油燃料油有限责任公司	宁波大榭仓储分公司	40	40
4			湛江仓储分公司	70	40
5		中化兴中石油转运(舟山)有限公司	中化兴中岙山油库	100	35
6		大连中石油国际储运有限公司	大连中石油保税库	115	40
7		青岛实华原油码头有限公司	青岛港董家口	40	40
8		洋山申港国际石油储运有限公司	洋山油库	30	20
合计				595	315
1	备用交割仓库	大连港股份有限公司			
2		营口港仙人岛码头有限公司			
3		中海油烟台港石化仓储有限公司			

数据来源：上海国际能源交易中心

上海原油期货交割油种为 6 个中东原油和 1 个国产原油，分别是阿曼原油、迪拜原油、上扎库姆原油、卡塔尔海洋油、巴士拉轻油、马西拉原油和国产胜利原油。根据多方收集的信息统计，在 2015 年，6 种中东原油中，阿曼原油产量 98 万桶 / 天，迪拜原油 5 万桶 / 天，上扎库姆原油 59 万桶 / 天，巴士拉轻油 250 万桶 / 天，卡塔尔海洋油 10 万桶 / 天，马西拉原油 3 万桶 / 天，6 种中东原油产量共计 425 万桶 / 天，加上胜利原油，7 个交割油种的总产量约为 470 万桶 / 天，

接近我国日消费量的一半。

上海原油期货交割油种规定的基准品质为 API 度 32，含硫量 1.5%，并在此基础上对每个油种规定了 API 最小值和含硫量最大值。

表 4 上海原油期货交割油种品质标准

国家	原油品种	API 度最小值	硫含量最大值 (%)
阿拉伯联合酋长国	迪拜原油	30	2.8
阿拉伯联合酋长国	上扎库姆原油	33	2.0
阿曼苏丹国	阿曼原油	30	1.6
卡塔尔国	卡塔尔海洋油	31	2.2
也门共和国	马西拉原油	31	0.8
伊拉克共和国	巴士拉轻油	28	3.5
中华人民共和国	胜利原油	24	1.0

数据来源：上海国际能源交易中心

三、交割制度比较

从上述介绍可以看出，每个原油期货合约均有各自的特点。上海原油期货从合约标的、价格类型、交割方式、交割结算价等多个方面与 WTI、Brent、Oman 的交割模式都有所区别。为方便比较，WTI、Brent、Oman 及上海原油期货交割模式要点对比如下，见表 5。

表 5 全球主要原油期货交割模式要点对比

	WTI	Brent	Oman	上海原油
合约标的	轻质低硫	轻质低硫	中质中硫	中质含硫
结算货币	美元	美元	美元	人民币
价格类型	FOB 离岸价	FOB 离岸价	FOB 离岸价	CIF 到岸价
最后交易日	交割月前一个月的 25 日前的第 3 个交易日终止	交割月第二个月的最后一个交易日	交割月前二个月的最后一个交易日	交割月份前一月份的最后一个交易日
交割结算价	最后交易日美国东部时间 14:00-14:30 的加权平均价格	最后交易日 Brent 指数价格	交割合约最后交易日新加坡时间 16:25 到 16:30 成交价格的加权平均价	交割后五个工作日最有成交价的结算平均价
主要交割方式	实物交割	现金结算	实物交割	实物交割
交割期	交割月第一天至最后一天	最后交易日	交割月前一个半月内确定交割月份的交割时间表	最后交易日后连续五个工作日



	WTI	Brent	Oman	上海原油
交割地点/设施	美国库欣地区的管道和储罐	—	阿曼米纳·阿·发哈港口装船	中国东南沿海保税油库
交割油种	西德克萨斯中间基原油、北德克萨斯低硫原油、南德克萨斯低硫原油、新墨西哥低硫原油、奥克拉荷马低硫原油、轻质低硫混合油、布伦特混合油、奥斯伯格、尼日利亚的库伊博原油及博尼原油、哥伦比亚的库西亚纳原油	布伦特原油、福蒂斯原油、奥斯伯格原油、埃克菲原油	阿曼原油	阿曼原油、迪拜原油、上扎库姆原油、塔尔海洋油、拉轻油、亚马西亚拉原油、胜利原油
品质标准	美国境内原油 API 度在 37~42 之间，含硫量不超过 0.42%；境外原油每个油种规定 API 最小值和含硫量最大值	—	阿曼原油，装船原油的质量和数量应以装船港习惯的方式计量、抽样和测试	基准品质为 API 度 32，含硫量 1.5%，每个油种规定 API 最小值和含硫量最大值
交割误差	误差不超过 2%	—	港口装货不超过 0.2% 浮仓不超过 0.5%	出入库误差不超过 2%

四、交割率比较分析

因 ICE Brent 原油期货采用现金交割，所以以 CME WTI 和 DME Oman 两个原油期货品种合约最后交易日收盘后的持仓作为交割量进行测算。

CME WTI 合约最后交易日持仓从 1983 年 6 月的 64 手(合 6.4 万桶)增加至 1986 年 12 月的 12963 手(合 1296.3 万桶)，交割率大约 25% 左右；1987 至 1990 年，最后交易日持仓在 2000 至 7000 手范围内，交割率大约 10%；1991 至 2001 年最后交易日持仓较大，月均超过 1 万手，最高在 1996 年 6 月合约达到 32564 手(合 3256.4 万桶)，交割率接近 30%；2002 年以来，最后交易日持仓基本在 1 万手内，交割率 5% 左右(2012 年 12 月和 2013 年 6 月例外，最后交易日持仓分别达到 25898 手和 18562 手)，而 2013 年 12 月至 2015 年 6 月交割率降到不足 0.3%。

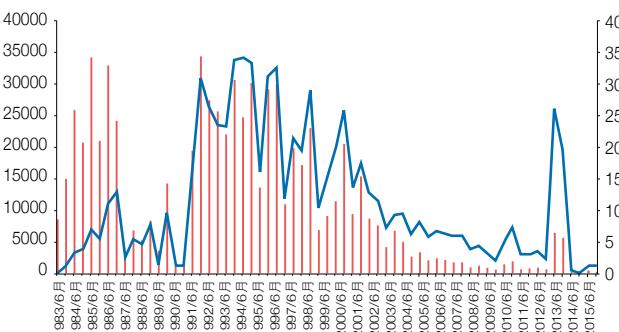
DME Oman 合约自 2007 年 6 月开始交易，交割率基本超过 90%，几乎接近现货交易市场。其最后交易日持仓最初为 4006 手(合 400.6 万桶)，最低为 2007 年 9 月合约 2617 手(合 261.7 万桶)，最高为 2015 年 3 月合约 22501 手(合 2250.1 万桶)。

五、小结和展望

上海原油期货作为一个新上市的原油期货合约，交割模式及规则与 WTI、Brent、Oman 原油期货有

图 2 CME WTI 合约最后交易日持仓和交割率

— 交割率(%右轴) — WTI 合约最后交易日持仓(手, 左轴)

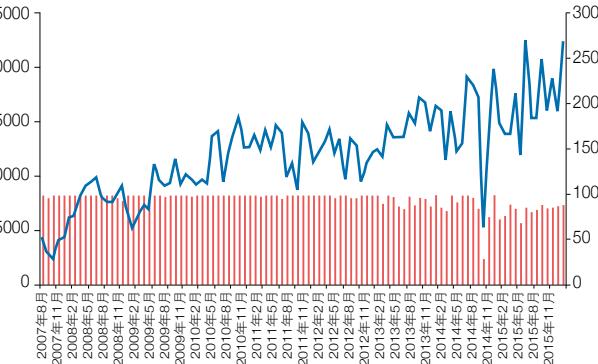


数据来源：CME NYMEX 路透 INE

注：交割率 = 合约最后交易日持仓 / 合约生命期内最大持仓

图 3 DME Oman 合约最后交易日持仓和交割率

— 交割率(%右轴) — Oman 合约最后交易日持仓(左轴)



数据来源：DME 路透

很多不同，有很多突破和创新之处，但一个成功的期货市场要能有效发挥价格发现和套期保值两大基本功能，必须以现货市场为基础，即使是采用现金结算的 Brent 原油期货，期货与现货两个市场也是紧密相连的，因此上海原油期货要成为中国乃至亚太地区原油定价基准，首先要培育中国沿海地区原油现货市场，让上海原油期货与现货市场联系更加紧密；其次是积极引入境外参与者，贴合原油国际贸易的特点；三是推动国内原油市场进一步开放，鼓励更多产业客户运用期货市场管理风险。我相信随着我国金融发展和改革开放的不断深化，原油期货一定能够为我国“一带一路”战略、经济可持续发展乃至中华民族的伟大复兴做出应有的贡献。
■

(作者就职于上海期货交易所子公司上海国际能源交易中心)



我国石油流通体系改革 与中国原油期货

■ 文/顾元媚 袁开洪

当前，全球能源格局深度调整，消费东移、生产西移的趋势已经确立。与此同时，我国正处于能源革命和转型升级的重大历史时期。石油流通体系改革不断推进，产业链各个环节的能力和实力获得较大幅度的提升。《能源发展“十三五”规划》明确提出需“稳步推进油气体制改革，加强体制机制创新，充分发挥市场配置资源的决定性作用”。石油流通体制的不断改革为我国原油期货的上市及平稳运行奠定了良好的基础。

3月26日，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上市交易，运行一段时间以来交易规模持续平稳扩大，后续预计将促进我国石油流通体制进一步走向改革深水区。

我国石油流通体系历史概览

作为重要的工业原料及产成品，我国对原油、成品油经营资格实施许可管理。



1. 原油开采与进口

原油作为加工原料，来源主要有油田开采及进口两条路径。原油的开采主要由中石油、中石化、中海油及延长石油四家公司负责。原油进口方面则较为复杂，2002年《原油、成品油、化肥国营贸易进口经营管理试行办法》颁布后，我国石油进口实行国营贸易管理，同时允许一定数量的非国营贸易进口，非国营贸易企业根据配额实行原油进口。该部分企业合计二十余家，其中近半为三大石油公司子公司。

同时根据相关规定，原油非国营贸易进口配额需用于中石油、中石化两大集团的炼厂加工。因此众多民营

炼厂需要向中石油、中石化申请排产计划方能使用进口原油开展加工炼制。

2. 油品批发与销售

根据1999年颁布的相关规定，国有石油公司和地方油田生产的原油以及进口的原油必须全部由国家统一配置，不可自行销售。成品油则需交中石油、中石化的批发企业经营，各炼厂不得自销。加入世贸组织后，我国放开了成品油零售市场，民营及外资加油站纷纷涌现，由此形成了原油、成品油油源由两大集团公司主导、成品油终端零售环节相对放开的市场流通格局。

表1 2018年首批原油非国营贸易进口配额名单

单位：万吨

企业名称	进口允许量	企业名称	进口允许量
东明石化集团有限公司	675	陕西延长石油集团有限公司	360
盘锦北方沥青燃料有限公司	630	金澳科技（湖北）化工有限公司	230
利华益利津炼化有限公司	315	日照岚桥港口石化有限公司	180
山东垦利石化集团有限公司	227	山东胜星化工有限公司	220
宝塔石化集团有限公司	108	山东齐成石油化工有限公司	160
东营市亚通石化有限公司	248	山东东方华龙工贸集团有限公司	300
山东汇丰石化集团有限公司	416	大连锦源石油化工有限公司	80
山东寿光鲁清石化有限公司	232	山东玉皇盛世化工股份有限公司	144
山东天弘化学有限公司	396	清沂山石化科技有限公司	300
山东京博石油化工有限公司	298	淄博鑫泰石化有限公司	200
东营齐润化工有限公司	198	中国石油国际事业有限公司	149
山东海右石化集团有限公司	320	广西中石油国际事业公司	57
山东清源集团有限公司	364	霍尔果斯中石油国际事业公司	80
山东神驰化工集团有限公司	227	阿拉山口中石油国际事业公司	58
山东金诚石化集团有限公司	270	中国石化集团国际石油勘探开发有限公司	80
河北鑫海化工集团有限公司	335	中国石化湛江东兴石油化工有限公司	131
中化弘润石油化工有限公司	530	福建联合石油化工有限公司	12
山东恒源石油化工股份有限公司	315	中海油（北京）贸易有限责任公司	62
无棣鑫岳燃化有限公司	192	北方华锦化学工业集团公司	747
山东海科瑞林化工有限公司	189	振华石油控股有限公司	8
山东中海精细化工有限公司	186	中国化工集团有限公司	1667
河南丰利石化有限公司	200	华岳集团有限公司	36
合计			12132

数据来源：商务部

3. 油品价格体系

根据相关规定，国内原油的购销价格由双方协商决定，其结算价格由原油基准价格和贴水组成。原油基准价格则根据国际市场相近品质参照确定。进口石油除了官价(OSP)采购以外，同样采用基准原油计价方式，来自非洲、欧洲(主要是俄罗斯)的原油以挂靠布伦特计价为主，来自中东地区的原油以挂靠迪拜/阿曼原油计价为主。

我国成品油定价实行政府指导价格，最新版是于2013年正式发布并实施，将成品油零售价调价和计价周期由过去的22个工作日降为10个工作日，并取消上下4%的浮动限制，改为最高限价。计价标杆主要选取国际石油市场三个油种按照一定计价公式得出。

石油流通体系改革为原油期货发展奠定基础

近年来我国石油流通体制改革步伐明显加快。在市场主体多元化、石油价格市场化以及石油来源多样化等方面做出了卓有成效的改革，为我国原油期货发展奠定了坚实的现货市场基础。

1. 流通体制改革夯实原油期货市场基础

成熟的期货品种需要依赖大量的参与主体通过竞价方式产生公允的期货价格指导现货市场，这成为过去多年来制约原油期货上市的因素之一。这一问题在近年来已有显著改善，2015年随着《关于进口原油使用管理有关问题的通知》及《关于原油加工企业申请非国营贸易进口资格有关工作的通知》的颁布，原油进口权及使用权的申请通道打开。到2017年约有30余家地炼企业获得了进口原油并加工冶炼的资格。政策的放开一方面使得越来越多的民营炼厂有资格参与到原油期货的现货交割环节，充实可交割货源，促进期现价格收敛；另一方面，通过市场竞争机制，民营炼厂正在逐步发展成为市场另一股中坚力量，对于增加参与主体、改善市场结构以及均衡多空力量等方面都将有积极意义。

2. 流通体制改革促进原油期货价格发现功能发挥

原油及成品油价格体系运行多年，在稳定国内石油市场运行方面起到了重要的作用。其中进口原油已经

基本实现市场化的定价方式，参考基准主要挂靠国际原油价格，因此并不存在影响期货市场平稳运行的价格管制，甚至已经为未来我国原油期货价格作为现货贸易基准价格做好了提前准备。

而在下游成品油定价方面，由于政府指导价格存在传导周期等因素影响，在市场价格大幅波动的情况下，容易挫伤生产商或是终端消费者的利益及积极性。国际市场快速上涨阶段，容易引发终端加油站亏损，出现囤积居奇的现象；快速下跌阶段则容易造成进口企业及炼厂抛售紊乱市场秩序。因此我国在不断调整完善定价机制，包括缩短计价周期及调整基准油种等，使得整个体系更灵活高效，更能反映市场实际供需关系。最新的《国家能源发展战略行动计划》更是提出，要“推进能源价格改革，推进石油、天然气、电力等领域价格改革，有序放开竞争性环节价格”。因此未来成品油市场价格管制将有望放开，在成品油期货尚未推出的情况下，下游企业可直接使用原油期货价格进行风险管理。

原油期货上市对石油流通体系改革的影响

随着原油期货上市后平稳运行，其价格发现功能将逐渐获得市场认可。首先，我国原油期货价格有望成为我国进口原油及成品油调价的参照基准之一，有助于反映我国石油市场客观情况，理顺上下游价格机制，稳定石油市场流通秩序。其次，原油期货的现货交割机制有助于促进现货市场的发展与成熟，形成有效的竞争机制，发挥市场资源配置的基础作用。最后，国际化的原油期货允许境外投资者参与，采用了到岸价的概念并且本身锚定中质含硫原油这一中日韩主要进口油种，因此我国原油期货有助于现货市场建立起一个具有影响力的区域定价中心，助力我国石油流通体系的改革与完善，提高我国在国际石油市场中的战略地位。

(顾元媚就职于上海期货交易所子公司上海国际能源交易中心会员部，袁开洪就职于上海期货交易所子公司上海国际能源交易中心产业与市场部，负责产品开发。)

跨境监管之国际期货市场准入研究

■ 文/张玲娟

2018年3月26日，上海期货交易所全资子公司上海国际能源交易中心（下称上期能源）成功上市原油期货。这是我国境内第一个全面国际化的商品期货品种，它的成功上市对于期货市场对外开放具有里程碑意义。从业务模式来看，原油期货按照“国际平台”的思路进行设计，包含“引进来”和“走出去”双向模式。即，直接引入境外交易者和境外经纪机构参与上期能源交易；境内期货公司和上期能源走出去吸引境外机构。从法律关系来看，“引进来”和“走出去”都涉及境内外法律对跨境业务的监管。谁可以进来，怎么进来，谁可以出去，怎么出去？跨境监管的内容非常丰富，囿于篇幅限制，本文主要针对市场准入部分进行法律探讨。

一、跨境监管的主要目的和法律基础

为保护本国（地区）金融系统稳定、市场统一和保护当地投资者，境外监管机构通常要求外国交易所、结算所、境外经纪机构（本文均指期货交易所、期货结算所、期货经纪机构，下同）在为本地投资者提供交易服务前，在该监管机构进行注册登记，取得合法身份并接受监管，就是通常所说的“境外注册”。期货交易在成熟市场国家或地区通常是一项受监管的金融活动。这些国家或地区对提供期货交易的场所和机构实施牌照管理。如期货合约交易是新加坡《证券和期货法》下的受规管活动，除非取得豁免，开展期货合约交易必须持有资本市场业务许可证。根据香港地区《证券



及期货条例》，“期货合约交易”“就期货合约提供意见”分别是第2类和第5类受监管活动，除非有豁免情形，否则任何人不得无牌照开展受监管活动。

跨境业务往往受到双重管辖，监管的法律基础分别是法律的属地管辖权（本国境内）和属人管辖权（对本国公民）。大部分国家或地区都在法律层面对跨境监管权力行使进行规定，并基于主权礼让和监管适当性的延伸，既尊重他国监管主权，又在国际条约转为国内法方面存在公共利益保留原则。如德国《证券交易法》第七条就对德国监管部门跨境监管职能作了原则性规定。如新加坡《证券和期货法》第二部分第6条规定，任何人在没有被监管机关批准成为获准交易所或获认可市场营运者（RMO）的情况下，都不得建立或营运市场或进行能够被认定为建立或营运市场的行为。在我国，根据《期货管理条例》第六十三条第二款的规定，“国务院期货监督管理机构可以和其他国家或者地区的期货监督管理机构建立监督管理合作机制，实施跨境监督管理。”因此，中国证监会是中国期货业跨境监管的主体。

二、跨境监管的基本内容

从监管的对象——跨境业务开展的流程来看，跨境监管的基本内容可以分为三个部分：

第一，市场准入。世界上大多数国家对期货市场实行准入制度，即未经批准，任何人不得建立期货市场。与此相关的另一项重要内容就是受监管活动的市场推广。有的国家对此专门作为一项监管事项。如英国《2000年金融服务与市场法》规定非授权人士不得开展金融推广（详见下文）。

第二，日常监管。对于完成境外注册后的境外交易场所或者境外经纪机构进行监管。根据国际证监会组织的监管原则，通常遵循轻监管（light touch）原则，尊重境外交易场所和经纪机构的母国监管，要求就特定信息提供报告。

第三，执法互助。一国公法不具有域外效力，仅在

该国地域范围内有效，因此除非存在条约或类似安排，一国监管机构无法在他国领土上行使职权，因此，也难以对境外投资者及境外经纪机构进行现场调查，或通过国内司法程序强制要求境外投资者提供信息或对其不配合行为予以惩罚。对跨境监管的执行难题，各国（地区）证券期货监管机构通过签订双边谅解备忘录，在信息分享、跨境执法协助和打击证券期货违法犯罪等方面进行有效合作，共同促进市场健康发展。

三、境外关于交易所和期货公司市场准入的法律探讨

（一）香港地区

根据香港地区《证券及期货条例》第115条及第95条的规定，可以概括下面两个因素来判断交易所是否需要注册：一是是否向香港人士提供“积极推广”服务，二是是否提供自动化交易服务。如果内地交易所向香港人士提供积极推广服务或者提供自动化交易服务，则构成受监管活动，都需要向香港证监会申请注册。反之，则无需注册。期货公司的注册要求则看是否提供积极推广服务。

关于“自动化交易服务”的定义。根据香港《证券及期货条例》，除了香港的交易所和结算所，透过电子设施提供期货交易的服务都会被认定为自动化交易服务。在与香港证监会的沟通中了解到，交易所提供的电子交易平台若能直接进行报价交易或清算，都要进行境外注册。如吸收香港券商作为会员，则要进行自动化交易服务(ATS)注册。

关于“积极推广”的认定。香港证监会认为积极推广包括频繁致电香港投资者营销服务和产品、实施以香港投资大众为目标群体的大众媒体方案以及互联网活动。律师认为如果只是被动地接受香港投资者的咨询，提供反向询价，则不太容易被认定为积极推广。根据香港证监会网站上的“常见问答”，以下因素可能被解释为“积极推广”：(a) 制订用于推广服务的详细营



销计划；(b) 使用直邮、在香港当地报刊上做广告、广播或其他互联网“推送”技术（包括发送邮件）；(c) 任何营销计划表明是持续性的活动而不是一次性的活动；(d) 以香港公众为服务目标，以中文书写并且以港元计值；(e) 服务并非由顾客主动要求。

（二）新加坡

根据新加坡《证券和期货法》第6、14和82条，除非获得豁免，无论交易所运营期货交易平台经营市场，还是期货经纪机构代理客户参与期货交易，都需要注册，如注册为认可市场运营者（RMO），期货经纪机构取得资本市场业务许可证牌照。新加坡《证券和期货法》第339条，境外人士在境外对新加坡造成了重大且能够合理预见的影响，如果该行为全部发生在新加坡境内构成违法，就视为违法。判断境外交易所和经纪机构是否需要注册，取决于其是否对新加坡主体招揽业务，是否对新加坡造成重大且能够合理预见的影响。

关于判定“重大”“合理地可预见”的参考因素。新加坡《<证券和期货法>第339条（域外效力）的适用指引》中指出，判断何为“重大”包括两个因素：一是服务要约或者参与交易邀约发给新加坡人士的数量；二是是否对新加坡金融系统的健全、稳定和安全造成实质性或不利影响，或者致使公众或投资者对新加坡金融系统丧失信心，或者损害公共利益或投资者保护。判断何为“合理地可预见的”包括以下任一因素：一是履行相关行为的服务要约或参与邀约指向新加坡人士；二是任何履行相关行为的服务要约或参与邀约的广告或者发布的信息直接指向或针对新加坡人士；三是境外实体接受或显示出意图接受的要约或申请，来自于参与任何包含履行相关行为的新加坡人士；四是境外实体与履行相关行为相关的新加坡人士达成契约关系；五是要约以新加坡元计价。

上面这些因素可以进一步帮助市场人士进行判断，但其实每一个参考因素也还是模糊的。《新加坡<证券和期货法>市场规则指引》中有部分需要注册的情况，可以认为是“重大且能够合理预见的影响”的部分例

子：(a) 如果境外交易所在新加坡境内有交易大厅或部分交易设施；(b) 如果境外交易所为新加坡投资者通过新加坡境内的屏幕或终端，让其直接接入国外市场制订或接受订单或邀请；其中，如果新加坡投资者无需国外中介的帮助就可以购买或出售期货合约，那么就被认为可以直接接入。但是，相反的结论不能成立。指引中指出即使不存在(a) 和(b) 情形，此境外交易所仍可能依据《证券和期货法》第339条受到监管。

关于我国期货公司的注册监管。《新加坡<证券和期货法>第339条（域外效力）的适用指引》列举了案例：(a) 如果新加坡境内的介绍经纪人将新加坡投资者介绍给国外中介机构，使其能交易国外上市的合约，那么国外机构是否受到监管取决于国外机构是否直接或间接通过境内机构吸引客户。如果没有主动宣传、开展推介活动等，那么该国外机构可以不受监管，反之则受到监管；(b) 如果境外中介机构主动吸引新加坡投资者使用其服务用以在国外市场上交易，那么此中介机构受到监管。

关于我国期货公司的豁免规定。根据新加坡《证券和期货条例》（牌照和经营行为）附件2第三段，向新加坡主体提供服务的行为人使用自己的名义为自身账户或为关联公司进行期货交易，可以取得豁免。我国期货公司作为具有结算权的会员，可以根据这项规定取得相关豁免。

（三）美国

关于境外交易所的注册要求。美国《商品交易法》第四条(b) 对美国人开展的外国交易的监管进行了具体规定，要求美国境外交易所如需为美国境内的居民或外国人（包括法人）提供交易服务，必须先在美国期货交易监督管理机构进行注册登记。具体表述为“商品期货交易委员会可以制定规则和规章，在外国交易场所向其位于美国境内的会员或其他参与者提供其电子交易和指令匹配系统的直接接入的情形下，要求其在商品期货交易委员会进行注册，包括制定相关规则和规章对外国交易场所注册应适用的程序和要求作出

规定。‘直接接入’一词，系指外国交易场所明确授权其位于美国境内的具体会员或其他参与者直接进入该外国交易场所的交易匹配系统进行交易关于期货经纪商的注册要求及豁免”。

根据美国商品期货交易委员会（CFTC）规则48.4(b)款和美国《商品交易法》第4d(a)款，期货经纪商向美国投资者提供代客服务，均需向美国注册为期货经纪商（FCM）。但是根据CFTC规则30.4(a)，在三种情况下可以豁免注册为FCM¹：(a) 接受美国期货经纪商的外国期货与期权客户综合账户的指令或者持有该等账户；(b) 接受美国期货经纪商自营账户的指令或者持有该等账户；(c) 接受外国期货与期权经纪商的美国自营关联账户的指令或者持有该等账户。该等外国期货与期权经纪商仍须遵守《商品交易法》以及依据该法指定的规则、规章和命令的所有其他相关规定。

值得注意的是，上述第一种采用综合账户豁免注册的结论是建立在一个前提上的，即我国境内的期货公司不能主动招徕客户。因为招徕客户属于FCM定义中的“吸引客户买卖商品期货合约”，且不是CFTC规章第30.4(a)条所列的豁免注册情形之一。

（四）英国

在英国，“期货”是受监管的投资活动，“金融推广”本身也是受监管的行为。根据英国《2000年金融服务与市场法》第19条，禁止任何人以业务方式在英国开展（或声称开展）任何受监管活动，除非此人获得英国金融行为监管局（FCA）授权、获得英国审慎监管局（PRA）授权或获得豁免。根据《2000年金融服务与市场法》第22条的规定，“受监管活动”为《2001年受监管活动令》列举的一项活动，且与特定产品投资有关。根据该法令，交易所安排投资交易、经营多边交易设施或经营有组织交易设施等属于受监管活动。期货公司从事的经纪业务应属于《2001年受监管活动令》第14条列举的“合约性投资的交易”和第25条列举的“投

资交易的安排”，是一项“受监管活动”。若交易所希望开展受监管活动，但又不符合豁免规定，则需注册为认可境外投资交易所（ROIE）。

从事受监管活动的地理位置对于适用法律有直接影响。如果从事活动发生地为英国，需要授权或豁免。此外，根据金融行为监管局的《监督手册》，活动的特征性履行（如，作为付款之对价的基本供应的地点）如果发生在英国，也可能需要授权或豁免。

受监管活动的豁免规定。《2001年受监管活动令》第72条规定了“海外人士排除”的豁免。境外机构以代理人身份与获得授权或豁免的英国人开展交易，或安排该等交易，或以自己的名义代表该英国人进行交易，或安排相关交易的，该境外人士不视为在英国开展受监管活动。此类境外人士一般是机构，且在英国没有固定营业场所来开展（或要约开展）任何受监管活动。

关于金融推广限制及豁免。根据《2000年金融服务与市场法》第21条，不得“在业务经营过程中，发出从事投资活动的邀请或诱因”；如果上述邀请或诱因源自英国境外，则对英国境内造成影响时，适用上述限制。金融推广限制豁免规定见《2000年金融服务与市场法》第2001号（金融推广）法令及其相关修正案（《金融推广法令》）。《金融推广法令》规定了一系列可以不受到金融推广限制的情形和条件，如关于会见、即时通讯的豁免，关于非即时通讯和主动要求推广的豁免，投资专家豁免，高净值个人和机构豁免，老客户豁免，专业客户豁免等。

本文重点介绍投资专家豁免条款。根据《金融推广法令》第19条规定，如果金融推广提供者认为，或有合理理由认为，金融推广仅针对或可合理视为仅直接面向投资专家，则可以豁免。投资专家包括授权人士；豁免人士；在开展其业务的日常活动中，会从事与此类邀请或诱因相关的活动的人士；政府、地方主管机构、国际组织；和担任上述主体的董事、主管或雇员，

1. 《商品交易法》第1(a)(28)条。



且在任职期间，依其职责会参与投资活动的任何人士。“仅直接面向投资专家”有三个适用条件：一是发出投资推广的同时需附有这项推广仅直接面向具有相关经验的人士的说明；二是该说明同时包含不具有相关经验的人士不得依赖此推广的内容；三是应有合适的系统和程序阻止非投资专家参与该投资活动。

（五）小结：风险提示

随着跨境业务活跃程度加强，商品、资本等资源随着期货价格的影响，进一步在全球配置。提前做好跨境法律研究，才能有效开展国际期货业务。特别是有关期货交易相关的商业推广安排，有别于一般的跨境商务。许多国家为了保护本国投资者，不允许未经批准的机构积极开展招揽活动。不过，不少市场成熟的国家（如英国、新加坡）有专门的投资者分类制度，虽然标准和要求不一样，但是有专业投资者和一般投资者之别。部分跨境业务可以针对专业投资者进行，无需经相关监管机构批准。新加坡2016年《证券和期货条例》的修订案扩大了机构投资者和合格投资者的范围，也赋予了合格投资者作为一般投资者对待的权利。我国期货公司直接提供经纪服务时，还要注意个人信息收集的相关规定。如，香港地区和新加坡出台了关于个人信息的保护法规，收集自然人的个人信息时需要履行法定的程序，告知信息收集的目的和使用等内容。

需要说明的是，从事国际期货经纪业务，立足本国境内，且不积极向境外人士提供推广，也并不总是安全的。如美国对于本国投资者的保护非常强劲，除非符合豁免条件，否则只要代理了美国投资者，即需要向有关监管机构申请牌照。同时，美国综合实力的强大也增强了美国法的域外效力，可以借助其他手段予以“强制执行”。

四、启示

从引入合格境外机构投资者参与股指期货，到直接引入境外交易者和境外经纪机构参与交易，原油期货的国际化平台交易标志着我国期货市场正在经历新一

轮高格局的对外开放。在全面国际化的建设中，既要有本国特色制度自信，又要放眼全球规则。由上述分析可以看出，英国、美国、新加坡和香港均对市场准入设置了相应的条件。招揽、积极推广等市场活动是直接面向大众的行为，把海外人士开展此类活动纳入政府监管的范畴，以增强对本国投资者利益的保护。

我国期货市场目前效力最高的是《期货交易管理条例》，主要针对本国境内开展的期货交易活动进行了规范。2015年中国证监会发布了《境外交易者和境外经纪机构从事境内特定品种期货交易管理暂行办法》，作为临时性立法，适应期货市场对外开放新常态方面作出了有益尝试，但存在效力等级不够高、法律保护机制不够完善等问题。

中国期货市场对外开放迫切需要加快推出《期货法》。一方面，我国缺乏对境外交易所、境外期货经纪机构开展商业活动的具体规定，如在我国境内招揽客户的限制规定，缺乏境外交易所吸纳中国会员、境外经纪机构代理中国客户从事境外期货交易的规定。事实上，不少境外机构正是利用了法律的缺位，在我国毫无顾忌地开展相关活动，不利于投资者利益保护和市场的统一。关于主体权利的限制和行政许可的设立，根据《行政许可法》和《立法法》，应当以“法”的形式进行规范。另一方面，我国交易所和期货公司在境外积极推广大业务、为境外提供直接接入服务和结算业务，面临境外注册和监管，对监管机构跨境协作提出了更高要求。

此外，加快推出《期货法》有利于吸引境外投资者参与。如明确境外投资者关心的法律是否明确期货交易所为中央对手方，期货交易是否具有最终性等。加快推出《期货法》，使得境外绝大多数期货公司和交易者更加相信法律的稳定性、可预期性与权威性，消除对行政法规和部门规章等文件的易变性的不安全感、对市场交易安全和权益保障的顾虑。■

（作者系上海期货交易所子公司上海国际能源交易中心法律事务部高级经理，本文仅代表本人对相关法律的理解，不能作为开展业务的依据，且不代表单位观点。）

交易所会员制的国际比较研究

文/洪加其¹

目前,海外原油期货交易以纽约商业交易所(NYMEX)的西德克萨斯中间基原油(WTI)期货合约、洲际交易所(ICE)的布伦特原油(Brent)期货合约及迪拜商品交易所(DME)的阿曼原油(Oman)期货合约为主。本文将围绕NYMEX、ICE、DME这三家交易所的会员制度、结构、申请条件及会员现状进行介绍。

一、纽约商业交易所(NYMEX)会员制度

NYMEX发展历史久远,最早源于1872年的纽约黄油和奶酪交易所,起初以交易乳制品为主。在演变过程中,交易所为了吸引更多元化的产品交易,在1882年将其更名为纽约商业交易所(New York Mercantile Exchange, NYMEX)。自1978年起,NYMEX开启了取暖油合约交易,并在1981年与1996年之间推出了汽油、原油、天然气、丙烷和电力合约,随后交易所逐步扩大了交易产品范围。在1994年,NYMEX收购COMEX,2000年完成从非营利会员制(not-for-profit membership)向公司制转变;2006年实现首次公开上市,并在2008年被CME集团收购²。

在交易所会员资格方面,CME集团下的CME(芝加哥商业交易所)、CBOT(芝加哥期货交易所)、NYMEX(纽约商业交易所)和COMEX(纽约商品交易所)拥有着完全相互独立的会员资格,不同的交易所给予会员的交易品种优惠政策也有所不同。对于有意向交易特定产品的客户,必须是该产品的交易所会

员,才能拥有交易权。此外,NYMEX根据特定的会员类型要求旗下会员拥有席位及一定量的CME集团股份³,一般情况下,会员席位及股份需要通过持有者的转让或拍卖来获得。

(一) NYMEX会员结构

NYMEX采用以分级清算为核心的会员结构模式,会员基本上分为清算会员(Clearing Member)和非清算会员(Non-Clearing Member)。其中,非清算会员又可分为企业会员(Corporate Member)和个人会员(Individual Member)两类。不同会员拥有不同程度的交易及清算权(参见下表)。

表1 NYMEX会员权限表

会员类型	交易权	清算权
公司会员	有	没有
清算会员	有	有
个人会员	有	没有

清算会员、公司会员和个人会员均有交易权,可直接进入交易所参与交易,公司会员可享受CME规定的相应费用优惠。目前CME集团开展了全球交易奖励计划,为特定种类的国际客户提供一定的交易折扣率,其中包括国际奖励计划(IIP)、国际跨资产成交量奖励计划(IVIP)、新兴银行奖励计划(EMBIP)、央行奖励计划(CBIP)、外汇CTA/对冲基金奖励计划。具有期货代理资格的公司会员和清算会员还可代理客户进行

1.作者简介:纽约哥伦比亚大学硕士,2017年加入上海期货交易所子公司上海国际能源交易中心产业与市场部,现从事产品研发与国际业务。

2.CME 2017年报及NYMEX 2007年报(合并前)。

3.NYMEX Rulebook 106.J.

交易，个人会员只能为自己进行交易。

清算会员具有清算权，NYMEX 通过 CME 清算平台只与清算会员进行清算。公司会员和个人会员无清算资格，必须通过清算会员进行清算，之后，公司会员再为其代理的客户进行清算。作为清算会员需要对其执行并通过 CME clearing 清算的所有交易承担全部的财务和履约责任。拥有股份的 NYMEX 清算会员在进行自营交易时，可以获得 CME 给予的优惠交易费和履约保证金费率。但是清算会员的母公司、子公司及关联公司或客户没有资格获得优惠交易费。

(二) NYMEX 会员申请条件

NYMEX 接受全世界范围内所有符合条件的公司成为其清算会员或非清算会员。想成为 NYMEX 的清算会员就必须拥有充足财力和品德操守，并且 NYMEX 对于清算会员的要求比非清算会员更加严厉。NYMEX 要求清算会员必须拥有充足财力来应对未来的清算交易风险；同时还要求清算会员每月须向交易所提交月度简明财务报告，且每年必须提交经审计的年报。此外，作为 NYMEX 的清算会员还须在 CME Clearing 存入最低保障金，并满足其他在 NYMEX 规则手册中所列出的所有项目。

(三) NYMEX 会员现状

有意向买卖、租赁及转让 CME、CBOT、NYMEX、COMEX 会员席位的，可以参考 CME 官网的会员席位费买卖报价。截至 2018 年 1 月 31 日，NYMEX 的会员席位费成交价为 105000 美元，相对于 2012 年中的最高点 350000 美金（10 月 19 日）而言，已经下降了约 70% 的价格。在 2017 年后半年，会员价格有所回落；当年，最高成交价位为 189000 美元（1 月 17 日），最低成交价位为 96500 美元（9 月 11 日）。具体 2017 年席位成交价格可参见下图。

截至今年 3 月 31 日，NYMEX 共有 52 家清算会员，美国公司居多，但是范围遍布世界各地，其中包括加拿大、英国、瑞典、荷兰、中国香港等地。招商证券国际（香港）是 NYMEX 在中国区域唯一的清算会员，于 2013 年拿到 CME 旗下四家交易所的会员资格。非清算会员主要以大型生产、加工、贸易企业，资产管理公司为主。

二、洲际欧洲期货交易所 (ICE Futures Europe) 会员制度

ICE 成立于 2000 年，在 2001 年时收购了国际石油交易所 (IPE)，现在称为 ICE Futures Europe (洲

图 1 2017 年 NYMEX 会员席位价格



资料来源：NYMEX 官网

际欧洲期货交易所)。ICE 欧洲期货交易所以交易能源、农产品、利率、股票衍生品为主要业务范围，ICE Clear Europe 会清算所有在其交易的合约。目前洲际交易所集团旗下共拥有 12 家交易所和 7 家清算所，横跨北美、欧洲和亚洲地区。

在能源合约方面，ICE Futures Europe 占据了全球原油和油品相关期货交易量的 50%，其中最主要的合约品种为布伦特原油及柴油产品。ICE 欧洲交易所的公司化较为彻底，所谓的会员仅指参与交易的参与者，与一般意义上的会员有所区别。ICE 欧洲交易所的股东是和参与者分离的，参与者不享有股东利益。

(一) ICE Futures Europe 会员结构

ICE Futures Europe 的会员按从事经纪业务范围可分为综合参与者 (General Participants, GP)、交易参与者 (Trade Participants, TP) 和个人参与者 (Individual Participants, IP) 三类。具体如下：

综合参与者：可以从事经纪业务，也能从事自营业务。自营业务指，使用会员自有账户、会员子公司账户、会员全资子公司账户，或者会员控股公司账户进行的业务。如果其具有清算会员资格的话，不仅可以对其自营头寸和经纪客户头寸进行清算，也可以为其他不具有清算会员资格的参与者进行清算。

交易参与者：只能从事自营业务。如果其具有清算资格的话，那可以为自己进行清算业务。如果不具有清算资格，则需委托具有清算资格的综合参与者为其进行清算。

综合参与者和交易参与者都必须是企业法人。

个人参与者：可以从事自营业务及代理其他个人参与者业务 (该业务仅指相关个人参与者要求执行交易的情况)。个人是指单独的个人，或者 90% 以上的股份或投票权由某单一个人所控制的公司企业。个人参与者不具有清算资格，必须委托具有清算会员资格的综合参与者为其清算。

由于 ICE Futures Europe 的所有交易都是由 ICE 欧洲清算所来完成的，ICE 欧洲清算所会根据是否具有清算资格分为清算会员 (Clearing Members) 及非清

算会员 (Non-clearing Members) 两类。

ICE 欧洲清算所与 ICE 欧洲交易所的分类方法互相独立。综合参与者和交易参与者可以选择向 ICE 欧洲清算所申请成为清算会员；否则，它们必须与具有清算资格的综合参与者签订委托清算协议，且个人参与者不能申请成为清算会员。

因此，ICE Europe 参与者的交易权与清算权互相穿插。概括如下表。

表 2 ICE 欧洲交易所与欧洲清算所分类表

会员类型	交易权	清算权
综合参与者	有	是清算会员的有
交易参与者	有	是清算会员的有
个人参与者	有	没有

(二) ICE 会员申请条件

要成为合格的 ICE Futures Europe 参与者，需要接受尽职调查，并须签署服从 ICE 监管的协议，所有在 ICE 平台交易的产品都会被监控，交易行为人需要对自己的所有交易及行为人名下的交易履约负责。

根据 ICE Futures Europe 规则显示，申请者需要拥有足够的经验来管理交易平台，并需要出示最近三年的财务审计情况来证明其拥有充足财力，也同时需要持有 ICE 规定的所有资格证与许可证。申请者还需要符合欧洲证券及市场管理局 (ESMA) 及欧盟委员会所规定的要求，例如 MiFID II 及 MiFIR 等。ICE 对清算会员有一定的最低资本要求；对于会员的注册地，ICE 没有做出具体规定，但要求会员必须拥有满足要求的办公场所，交易所董事会对其办事处的选址具有绝对酌情权。

(三) ICE 会员现状

截至 2018 年 3 月 31 日，根据 ICE Futures Europe 官网会员名单统计：综合参与者共 122 位，交易参与者共 173 位，清算会员共 74 位，可以从事 Brent 期货交易的共有 147 家。从清算会员注册地来看，大部分来自英国，其次为美国。清算会员来自世界各地，包括西班牙、卢森堡、德国等国家。其中，中国会员共 3 位，分

别为招商证券（英国）、中国石油国际事业有限公司（伦敦）及台湾的群益期货。参与原油期货交易的主要有能源生产商、贸易商、基金和资产管理公司、证券公司等。而绝大多数交易参与者不具有清算资格。

三、迪拜商品交易所（DME）会员制度

迪拜商品交易所成立于2007年，位于阿联酋。DME是苏伊士运河以东的中东地区主要能源期货交易所，其标志性合约是阿曼原油期货合约。DME的会员架构设计旨在吸引本地、区域性市场和国际市场的参与者。除了满足DME的入会标准，会员还需在迪拜金融服务局Dubai (Financial Services Authority, 即DFSA)注册。

（一）DME会员结构

DME会员可分为三类：股权会员（Equity Membership）、场外会员（Off-floor Membership）和清算会员（Clearing Membership）。

股权会员和场外会员可直接进入交易所交易大厅进行交易，并享受优惠的手续费率及保证金比例；但不强制会员必须位于迪拜国际金融中心，可在其他地区参与交易。股权会员和场外会员都不具备清算权，必须在清算会员处开立清算账户来进行委托清算。股权会员与场外会员的区别在于，前者拥有迪拜商品交易所股权，而后者没有。清算会员可直接进场交易，并具有为自有账户和客户账户清算的清算权。

所以，DME会员的交易权、清算权划分十分清晰。概括如下表。

表3 DME会员分类表

DME会员类型	交易权	清算权
股权会员	有	没有
场外会员	有	没有
清算会员	有	有

（二）DME会员申请条件

DME接受符合条件的全球经纪商、投资银行等机构申请成为清算会员。所有DME的清算会员必须事先申请成为CME的清算会员，因为DME的合约是通过

CME清算所完成清算的。会员申请人在提交财务证明时必须换算成美元，并且需要支付一定的会员申请费用，该费用不会被退还。此外按照DME规则，会员需要遵从DFSA的要求，如果会员想为客户做代理交易，但是又在法律上不受任何监管机构在资本上的要求，那么DME规定其公司资本必须不得少于200000美元。目前，DME并没有开展个人会员业务。

（三）DME会员现状

截至2018年3月31日，股权及场外会员共25家，其中有一家中国会员——中国联合石油有限责任公司。其他会员分布于新加坡、日本、美国、英国、瑞士、印度等国家。清算会员有21家，并且注册地都在美国。

总结

NYMEX、ICE Futures Europe、DME作为国际化交易所都引入了境外参与群体，其中芝加哥商业交易所给予一系列的奖励计划，为特定交易者提供优惠，例如上文提到的国际奖励计划等。这三家交易所对于清算会员的申请要求都比其他会员更为严格；对于会员申请要求而言，ICE Futures Europe相对严厉，除了需要遵循ICE规则以外，旗下会员公司还需要符合今年最新执行的MiFID II、MiFID等一系列欧洲金融监管机构及欧盟委员会制定的严苛要求。总而言之，海外成熟、健全的会员体系值得任何国际交易平台作为学习与参考的典范。■

（作者就职于上海期货交易所子公司上海国际能源交易中心产业与市场部）



稳中求进 厚积薄发

——中行交易员评中国原油期货上市表现

文/邓宇

2018年3月26日，筹备十余年的中国原油期货终在上海国际能源交易中心挂牌交易，交易代码SC。截至4月11日，中国原油期货已经走过了11个交易日。在这11个交易日里，中国原油期货究竟表现如何？本文主要从3个维度对中国原油期货的表现进行分析——与主流品种相关性、期现价差合理性、市场流动性。

一、与主流品种相关性

在图1中，我们可以直观地发现中国原油期货(SC)与国际主流原油期货WTI与Brent的价格变化保持着较高相关性。定量来看，在扣除汇率因素后，分钟级别SC1809与WTI1809的价格相关系数为0.54，与Brent1809的价格相关系数为0.57，均表现为较高正相关。这说明SC价格已经在很大程度上开始反映国际原油的供需变化。

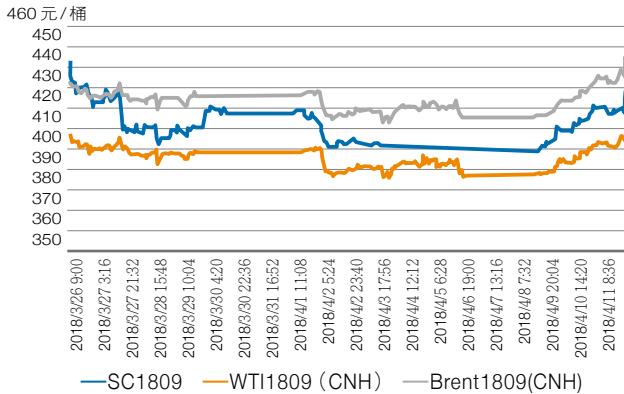
不过，我们也看到SC与WTI、Brent的相关性仍然低于WTI与Brent的相关性。这主要是由于SC的标的现货为中质含硫原油，而WTI与Brent的标的现货是轻质低硫原油，因此SC相比WTI与Brent会多一个油种间的品质价差；除此以外，中国原油期货还是一个到岸价格，价格还会包含运费、保险费、港口费、仓储费等运输物流成本。综上，SC在走势上也理应会表现出一定的独立性。

波动率方面，图2显示在3月26日至4月11日期间，SC1809历史波动率与WTI1809及Brent1809历史波动率基本同步变动，但SC1809的历史波动率围绕在0.08%水平上下运动，同期Brent1809与

WTI1809的历史波动率围绕在0.06%水平上下运动，SC波动率相比WTI及Brent更高。

究其原因，一方面中东中质含硫原油现货市场相比WTI及Brent的现货市场流动性较低，中质含硫原油现货本身波动率就更大；另一方面，从国际经验来看，新的期货品种上市初期一般会表现出略高的波动性，但随着市场流动性的累积以及投资者对新品种的了解，新期货品种的波动率会回归常态。

**图1 SC1809/WTI1809/Brent1809 分钟级价格走势
(转换为人民币报价)**



数据来源：中国银行 彭博

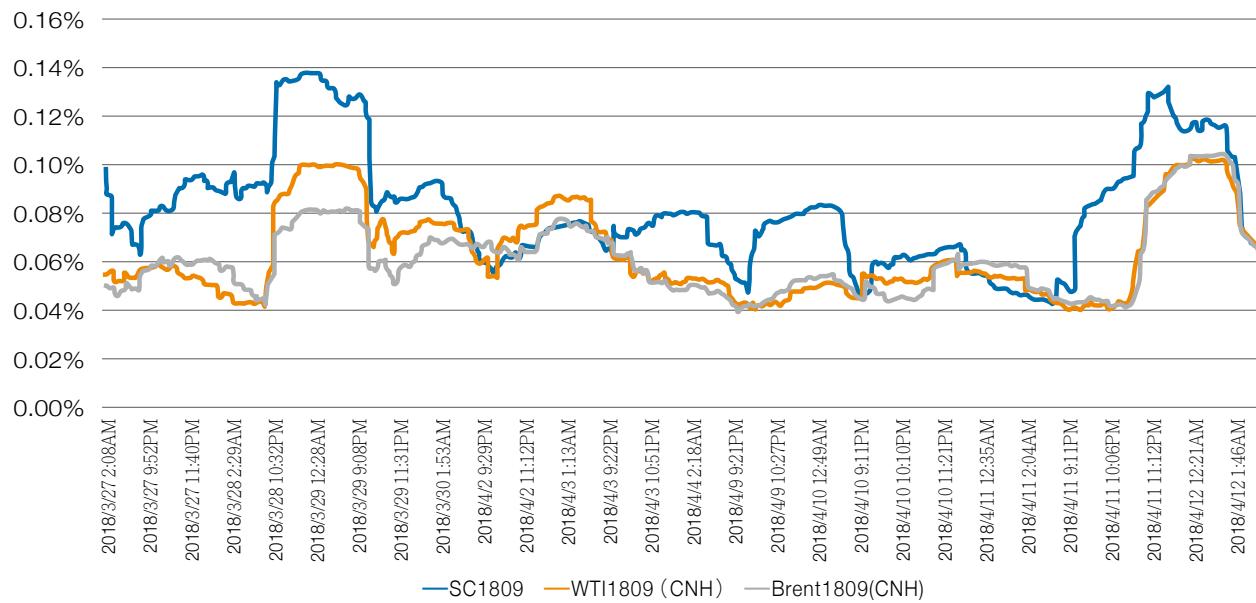
表1 SC/WTI/Brent 分钟级相关系数矩阵

	SC1809	WTI1809 (CNH)	Brent1809 (CNH)
SC1809	1	0.54	0.57
WTI1809 (CNH)	0.54	1	0.77
Brent1809 (CNH)	0.57	0.77	1

数据来源：中国银行

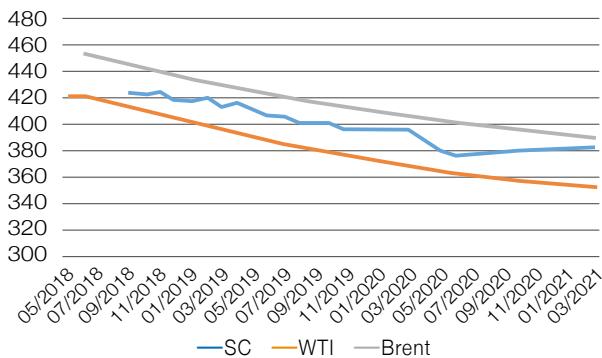


图 2 SC/WTI/Brent 分钟级别滚动历史波动率



数据来源：中国银行

图 3 2018 年 4 月 11 日的 SC/WTI/Brent 远期曲线



数据来源：彭博

从远期曲线来看，受全球原油需求强劲及欧佩克维持减产影响，中东中质含硫原油市场总体偏紧，因此SC表现出远月贴水的Back结构，与WTI和Brent保持一致。不过，由于上市初期远月合约的流动性相对较差，SC远期曲线尚表现得不够平滑。但随着未来交易量的逐步提升，SC远期曲线的平滑度会逐步改善。

二、期现价差合理性

期货与现货价差是衡量期货能否服务实体经济的重要因素。有效的期货市场可将期货与现货价格锚定

表 2 中国原油期货各油种交割升贴水

	期货交割升贴水
阿曼	0 元
迪拜	0 元
上扎库姆	0 元
卡塔尔海洋	0 元
马西拉	5 元
巴士拉轻	-5 元
胜利	-5 元

数据来源：上海国际能源交易中心

在相近水平上。一旦期货与现货价格偏离超过套利成本，便会出现套利空间，具有现货贸易能力的交易商便会入场套利、消除价差。因此，如果SC市场具备效率，应当在绝大多数时间里表现为套利收益小于套利成本。

具体到中国原油期货：

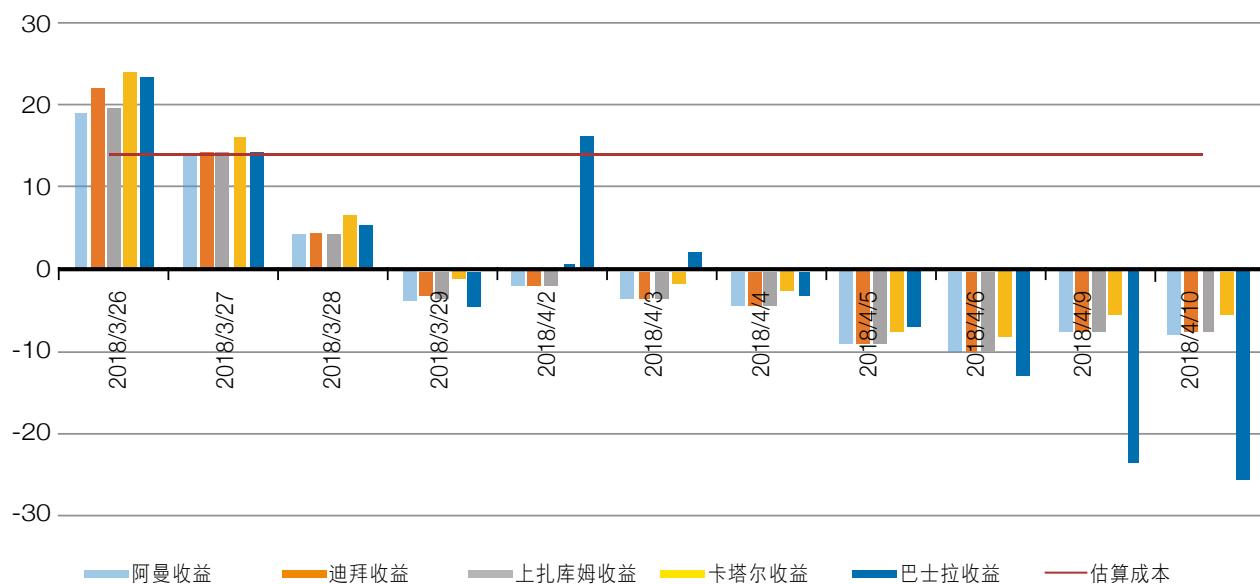
$$\text{套利收益} = (\text{SC 价格} - \text{油种升贴水}) - \text{油种现货价格}$$

$$\text{套利成本} = \text{利息} + \text{运费} + \text{保费} + \text{港口费} + \text{仓储费}$$

首先，我们将可交割油种现货价格按上海国际能源交易中心公布的交割升贴水进行调整。阿曼、迪拜、

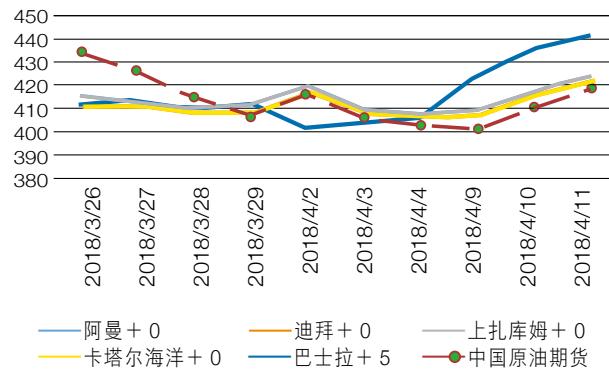
上扎库姆、卡塔尔海洋油由于品质相对较好均为期货 +0 元，转换到现货为 -0 元；巴士拉由于油种品质相对较差为期货 -5 元，转换到现货即 +5 元；马西拉与胜利原油因现货交易较少暂不纳入本次计算。如图 4 所示，我们发现经升贴水调整后，除伊拉克的巴士拉轻油近日受邻国叙利亚紧张局势影响波动较大外，各个可交割油种的价格基本在同一水平运行。

图 5 SC 期现套利收益与成本测算



数据来源：中国银行 路透

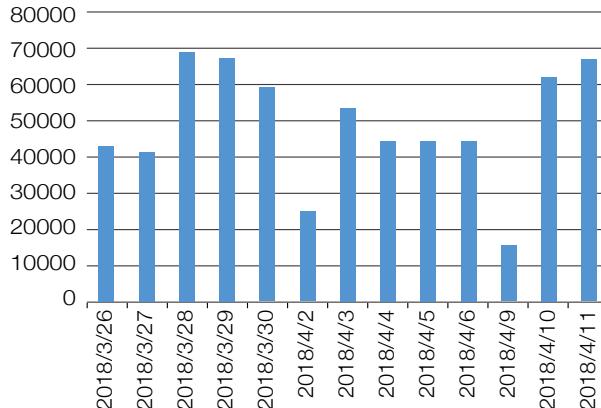
图 4 SC1809 价格与经升贴水调整后的可交割油种现货价格



数据来源：中国银行 路透

之后，我们用期货价格减去经升贴水调整后的现货价格，便可得到每个油种进行期现套利的潜在收益。如图 5 所示，我们可以发现 5 个可交割油种套利收益从首日的 20 元 / 桶左右逐步下降到 -8 元 / 桶左右，且从第二个交易日开始逐步下降至估算的套利成本 14 元 / 桶以下。尽管 4 月 2 日巴士拉轻油的套利收益短暂上升至 16 元 / 桶，但第二天便又回落至 0 元附近。由此

图 6 SC 全部合约日成交量



数据来源：彭博

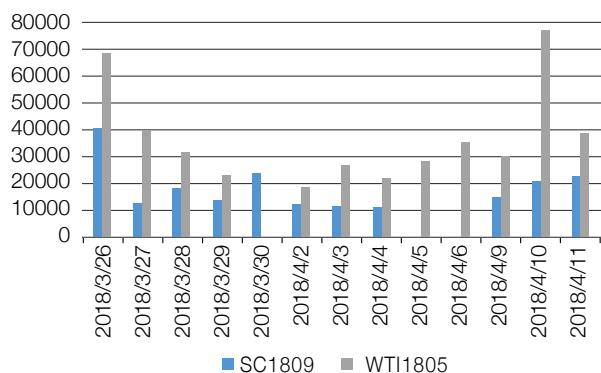


**表 3 SC1809 与 WTI1805 日均成交情况
(3月 26 日—4月 11 日)**

单位 : 手	SC1809	WTI1805
日均成交 (全天)	48,266	673,203
日均成交 (亚洲时段)	18,466	36,587

数据来源：中国银行 彭博

图 7 亚洲交易时段 SC 与 WTI 活跃合约成交量



数据来源：中国银行 彭博

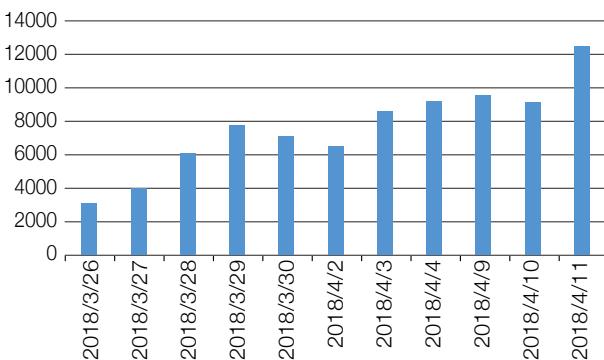
可见中国原油期货与其标的现货的关联性较强，市场效率较高。

三、市场流动性

截至 2018 年 4 月 11 日，SC 全部合约总成交 633210 手，日均成交 48708 手；同期全球最活跃原油期货 WTI 全部合约总成交 15987403 手，日均成交 1229800 手。从交易量绝对值上看，上市 11 个交易日的 SC 已经可以算是表现优异，但与上市三十多年的 WTI 相比，依然有进一步提升的空间。

值得一提的是，从亚洲时段（北京时间 9:00-15:00）活跃合约的交易情况看，SC1809 上市 11 个交易日成交量达到日均 18466 手，而同期 WTI1805 为日均 36587 手，SC 在亚洲时段已达到 WTI 交易量的 50%，如此成绩得来十分不易。在 3 月 30 日欧美假期闭市当天，

图 8 SC1809 日持仓量



数据来源：彭博

SC 的亚洲时段成交量亦有明显提升。由此我们可以看到，中国原油期货的推出正逐渐为亚洲时段的原油期货交易带来流动性，并在世界原油定价中引入更多的亚洲因素。

伴随着市场对中国原油期货价格的逐渐认可，活跃合约 SC1809 的持仓量也从上市首日的 3114 手稳步上升至 4 月 11 日的 12462 手，日均增幅 850 手。同时，使用中国原油期货定价的实体企业亦开始出现——3 月 26 日，中国国际石油化工联合有限责任公司宣布与壳牌公司签署以中国原油期货计价的原油供应长约。这是中国原油期货成为中质含硫原油定价基准的里程碑一步。

四、总结

经过十余年的筹备，中国原油期货终于扬帆启航。启航后的 11 个交易日里，中国原油期货不负众望，不仅运行平稳，且表现出了与国际主流原油期货较高的相关性、与标的现货价格较高的一致性以及较好的市场流动性，获得了国内外市场人士的普遍认可。高效合理的定价也正吸引境内外实体企业使用中国原油期货管理价格风险，指导资源配置。当然，我们也应看到中国原油期货目前存在的不足，比如有待进一步提高的交易与持仓量，比如有待进一步完善的远期曲线。相信随着市场组织的逐步完善、市场培育的逐步发展，这些不足将得到改善，中国的原油期货也将会在改革开放的道路上走得更好更远！

（作者系中国银行全球市场部商品贵金属交易员）

炼油企业参与国际期货市场套期保值

——永安期货服务某石化集团

文/永安期货

一、企业基本情况

山东H集团公司始创于1988年，是以石油炼制为主的石油化工企业，拥有自营进出口权。H集团是国家认可保留的地方性炼油企业，是东营市重点调度三十强企业之一和《山东省石化产业振兴规划》中的重点培植骨干企业。集团与世界500强企业、中科院等研究机构，国际知名技术咨询公司合作，建立起以技术创新为源头的企业运行机制。目前集团拥有三项国际水平生产技术、两项国家高新技术、六项全国唯一技术和一个国家级重点实验室。近几年，集团将在东营、青岛、上海打造三大研发基地，逐步形成“技术支撑、创新引领、市场领先”的研发模式，为H转型升级提供创新平台支撑。

集团现拥有300万吨/年常减压装置、200万吨/年焦化加氢装置、140万吨/年加氢装置和80万吨/年催化装置，年综合加工能力达到770万吨，经营产品包括柴油、汽油、液化石油气等涉及多个产业领域的三十多种产品，每年可实现销售收入3亿元。作为地方重要炼油企业，从国外进口原油量较大。

二、企业参与国际期货市场的情况

企业主要运用国外原油期货和期权市场工具，对进口原油进行套期保值。企业以国外原油采购为主，从采购到加工期间有1至2个月的时间差，为了规避运输期间的油价下跌风险，炼油企业一般运用期货工具进行套期保值。另一方面，企

业也会通过点价建立虚拟库存，以应对加工延迟和价格波动等风险。

企业运用衍生工具主要经历了三个阶段：

第一个阶段是以单纯原材料采购点价和转计价的方式为主。根据原油的计价方式以基准油价加升贴水的方式，升贴水主要涉及油品、运费等方面，基准油价国内采购主

表1 原油套期保值盈亏情况

	现货市场	期货市场
2016年9月8日	135000桶海洋油，当月月均价为46.31美元/桶，现货总价值为6251850美元	在期货市场卖出135手11月布伦特合约进行套期保值，持仓成本均价为49.68美元/桶
2016年10月3日	海洋油10月月均价为50.50美元/桶，已购9月份现货公允价值涨至6817500美元	期货价格上涨至50.89美元/桶，买入平仓135手布伦特期货合约
盈亏情况	6817500-6251850=665650美元	(49.68-50.89)*135000=-163350美元

表2 成品油套期保值盈亏情况

	现货市场	期货市场
2016年10月20日	9月份购入的现货已加工结束，成品现货总价为2.12亿元	卖出135手2017年1月的Brent合约，此时持仓成本均价为51.05美元/桶
2016年11月18日	成品价格下降100元/吨，成品现货价值降至2.08亿元	买入135手1月份Brent合约平仓，持仓均价46美元/桶
盈亏情况	亏损400万元	(51.05-46)*135000*6.91=471万元



要集中在 WTI 和布伦特上，选择采购低价成为企业最初阶段的操作。

第二个阶段是企业运用期货和期权工具，对产品和库存进行风险管理的阶段。这个阶段主要对已经定价但未加工的库存原料进行卖出保值，对未销售的成品库存也进行相关性套保。

第三个阶段是对裂解利润的保值尝试。通过对企业炼油利润的测算和预估，在较高利润的情况下，通过原材料转为固定价和成品市场预售的方式进行利润的锁定。

三、企业参与期货市场的具体实例

案例一：对成品和未加工库存原料进行卖出保值

以 2016 年 9 月份的套保案例为例，根据 H 集团生产经营计划，原油部 9 月份采购的海洋油和 10 月份产出的成品库存均处于高位，

面临下跌风险，需要在期货市场进行套期保值，在此期间进行了如下操作。平仓后，期货现货合并计算盈利 50.23 万美元（见表 1）。

随后，炼油厂开始加工成品油，经过分析判断，10 月份的 4 万吨成品现货库存需要套期保值（1 吨 =6.9 桶），按照 50% 的动态套保比例，仍对应原油期货头寸 135000 桶，成品现货总价为 2.12 亿元人民币。最终，现货市场亏损 400 万元，在期货市场盈利 471 万元，总盈利 71 万元，套期保值效果明显（见表 2）。

案例二：综合运用期权工具套期保值

采用期权的模式，针对 280 手 WTI 原油期货进行库存的卖出套期保值。期权模式可降低期货单边保值头寸波动的风险，同时卖出期权补偿期权费成本，也允许企业转化成期货头寸持有，具体方案如下。

首先，买入 280 手 6 月 WTI 原油 54 美元看跌期权，预估期权费支出约 45 万美元，为补偿支出成本，可根据对原油价格走势的判断，选择卖出下列期权。

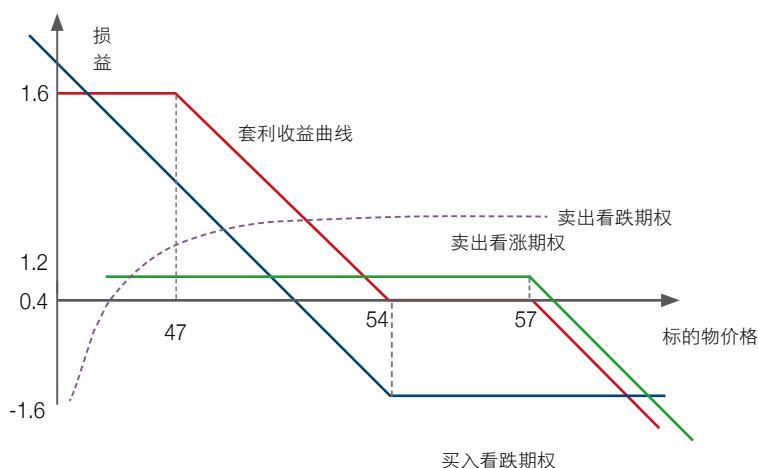
卖出 280 手 6 月 WTI 原油 57 美元看涨期权，预估期权费收入约 11 万美元；再卖出 560 手 7 月 WTI 原油 47 美元看跌期权，预估期权费收入约 34 万美元。若原油价格处于 47 美元和 57 美元之间，则可获得收益。

市场实际情况是，原油价格跌破 47 美元，持有的 280 手看跌期权和卖出的 280 手看涨期权均可获得收益，而卖出的 7 月看跌期权会出现浮亏。此时，可选择向后移仓，即买回卖出的 47 美元看跌期权，卖出后一月份的看跌期权；也可向下移仓，即买回卖出的 47 美元看跌期权，多倍卖出更低价位的当月看跌期权；也可被行权，将 47 美元的价位转作锁价头寸，其后可继续套保。具体策略图参看图 1。

案例三：参与裂解利润锁定的运用

国际市场上，炼油厂普遍采用裂解利润锁定的手段，但国内成品油市场没有相应的期货价格做定价基准，价格变动明显滞后。国内炼油企业原油采购成本随国际市场价格波动而定，这就造成国内炼油企业裂解价差利润的锁定较难实现。然而，裂解利润仍然对企业经营有指导意义，企业可通过固定原材料成本和成品油预售来实现利润锁定。

图 1 期权损益图



在实际操作中，炼油厂会在期货市场上买入X桶原油，并卖出Y桶汽油和Z桶低硫柴油，裂解价差即为遵循X:Y:Z的比例交易原油、汽油和低硫柴油所得的价差，比较广泛使用的裂解比例有3:2:1和5:3:2，见图2。

炼油厂希望将未来一段时间的炼油毛利锁定在高于正常利润200元/吨的目标水平，于是在国际市场上按比例买入布伦特原油期货，

并卖出（预售）NYMEX汽油期货和ICE柴油期货来锁定利润，从而化解炼厂利润波动的风险，见图3。

四、经验总结

本案例中，企业从多个角度利用了衍生工具。通过有效的套期保值，企业可优化库存管理，规避不利的价格风险；可对订单进行优化管理，敢于接受长单业务，而不必过于担心成本端的风险；还可利用

期货市场品种来建立虚拟库存，提前锁定远期加工利润，获取更稳健的现货生产经营。

同时，企业应充分衡量和评估自身风险，做好风险防范措施：

一是要构建期货运用的制度化流程，形成企业自己的决策委员会，防止出现行政干预期货操作，成立专门的期货决策制定委员会。

二是企业运用期货工具以规避企业风险为主，防止出现与现货头寸不对应的头寸，也要防止出现投机行为。

三是借助外部咨询机构形成科学性风险管理策略。通过一对一的个性化服务，现货公司不仅可以获得专业的风险管理策略及交易计划，使自身期货团队得到快速成长，还能让企业逐渐接受并灵活运用期货工具，从而真正实现期货服务于实体，稳健企业经营的效果。■

图2 裂解价差公式

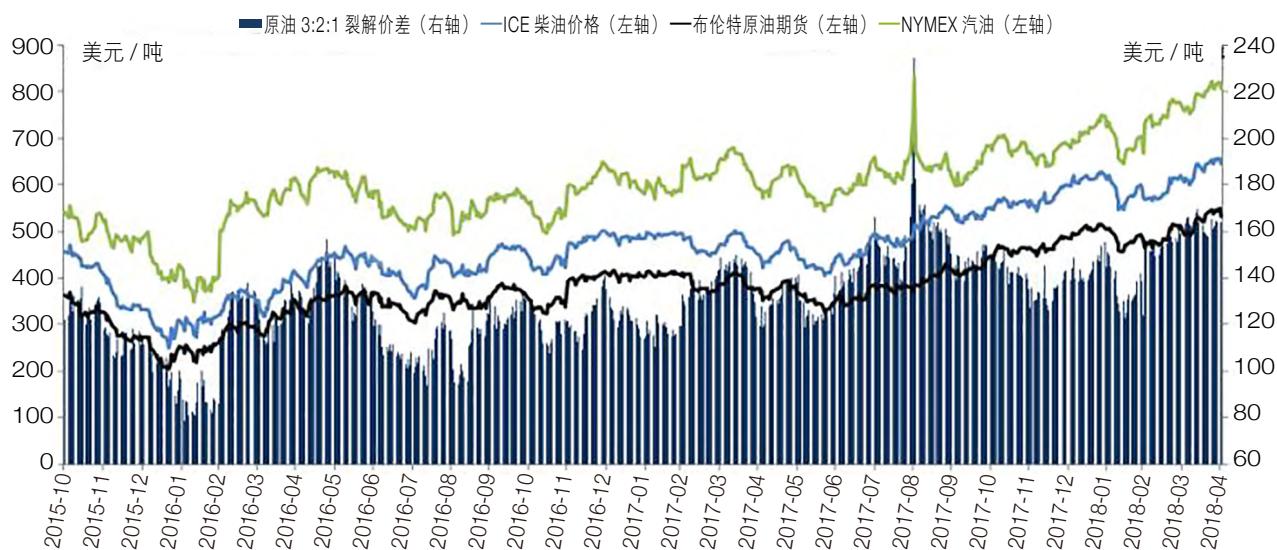
(1) 3:2:1 裂解价差公式

$$\text{3:2:1 裂解价差} = [2 \times \text{1月 RBOB 汽油期货} + 1 \text{月超低硫柴油期货} - 3 \times \text{1月 BRENT 原油期货价格 / 42}] / 3$$

(2) 5:3:2 裂解价差

$$\text{5:3:2 裂解价差} = [3 \times \text{1月 RBOB 汽油期货} + 2 \times \text{1月超低硫柴油期货} - 5 \times \text{1月 BRENT 原油期货价格 / 42}] / 5$$

图3 国际市场原油产品期货价格走势与裂解价差





2018 两会代表 建言献策中国期货市场发展

文/杜春艳

3月3日，全国政协十三届一次会议在北京开幕，3月5日，十三届全国人大一次会议开幕，万众期待的“两会时间”拉开序幕。在中国经济由高速增长转向高质量发展的新阶段，期货市场凭借其价格发现、风险管理等功能，在深化供给侧结构性改革、转变经济增长方式、淘汰落后产能、促进产业优化升级方面发挥的作用日益显著，服务实体经济功能不断增强，再次在今年“两会”上成为委员们和代表们关注的焦点。本期“热点直击”栏目聚焦“两会”关于期货市场的发展建议。

焦点一：加快制定期货法

Voice：全国政协委员、中国证监会副主席姜洋

《期货交易管理条例》在期货市场规模还比较小的时候，起到了很大的作用。下一步原油期货上市，更多境外投资者参与，没有法律调整、规范相关关系，会影响期货市场的开放。建议加快期货法立法工作，推动《期货法》尽快出台。

焦点二： 提升期货服务实体经济能力

Voice：全国人大代表、辽宁证监局局长兼沈阳稽查局局长柳磊

当前，我国经济进入新常态，企业的风险管理需求迫切，期货风险管理工具大有用武之地。但是，仍有一些企业对期货工具不了解，对期货市场有误解，对期货行业有距离感。建议有关部门加强宣传引导，提高企业认识水平，帮助企业了解经营管理活动与期货市场的关联性，找到利用期货市场实现发展目标的切入点；帮助地方政府部门加深对期货市场服务实体经济功能的理解，为政府部门引导市场主体参与利用期货市场建言献策。还建议增设期货交割库，促进区域经济期现对接配套。

Voice：全国人大代表、证监会首席会计师兼会计部主任贾文勤

期货市场服务“三农”新模式对确保农户收益，

管理农产品价格风险等方面发挥了明显作用，但受相关制度政策不健全、运营模式较复杂、社会公众特别是广大农民群体尚未形成对农产品价格有效风险管理的习惯等因素制约，新模式还难以大范围推广。建议在协调制定农业政策过程中考虑利用期货工具，在政策体系构建中，如财政支持新型农业经营主体、农产品收储制度和价格形成机制改革等方面将期货工具纳入农产品相关政策体系；引入银行等金融机构参与“保险+期货”试点；提高农民风险意识，加强推广力度，培育农户主动风险管理意识；理顺“保险+期货”配套体制机制，完善期货市场法律体系，尽快出台《期货法》。保险和期货监管部门要建立金融协同监管体系。

焦点三：期货品种创新

Voice：民革中央

向全国政协报送《应对国际能源格局变化，构建人类能源与生态安全共同体》的建议，提出以人民币原油期货为人民币国际化建设的重要突破口，尽快启动上海油气期货交易市场。

Voice：全国政协委员、四川农业大学副校长吴德

建议加快构建中国生猪期货市场，同时由保险公司实行生猪价格保险和收益保险，让生猪期货和生猪保险共同防范“猪周期”的发生。

Voice：全国人大代表、好想你健康食品股份有限公司董事长石聚彬

建议相关部门尽快推进红枣期货上市计划，加快红枣产业健康有序发展。

Voice：全国人大代表、湖南华菱钢铁集团董事长曹志强

建议优化铁矿石贸易定价机制，以我国铁矿石期

货国际化为契机，持续提高铁矿石期货价格的国际影响力和国际代表性，推动我国铁矿石期货成为国内外产业客户贸易定价基准，促进钢铁行业平稳发展。

焦点四： 股指期货市场功能发挥

Voice：全国政协委员、中央财经大学金融学院教授贺强

2017年2月和9月，中金所先后两次对股指期货交易安排进行调整，适度放宽了相关管控措施，但市场流动性状况仍然没有改观。为保障股指期货市场功能的正常发挥，更好地满足资本市场风险管理需求，提高资本市场国际竞争力，建议应在合理控制股指期货市场过度投机的前提下，对股指期货限制性措施继续进行稳妥、有序的放松，改善股指期货市场流动性，促进股指期货市场功能发挥。

我国上市股指期权的各方面条件已经具备，产品风险可控，市场各方对于股指期权的需求非常迫切，推出股指期权的时机已经成熟。

焦点五： 商业银行参与期货市场

Voice：全国政协委员、清华大学中国与世界经济研究中心主任李稻葵

当前我国国债期货市场运行平稳，商业银行参与利率衍生品经验丰富，具备参与国债期货交易的能力。市场监管有效，商业银行参与国债期货时机已经成熟。建议审慎设置商业银行准入国债期货市场的政策，针对商业银行的业务特点，从资产规模、衍生品交易经验等方面明确商业银行参与国债期货的条件和要求，选择符合监管要求的商业银行试点参与国债期货交易，逐步扩大到更多的商业银行参与国债期货交易。■



一德期货吕拥华： 心怀若谷 厚德载物 守望期货行业未来

■ 文/陈亮

与期货行业的不解之缘

1991年，吕拥华在家乡山东参加高考，考入北京物资学院（下称物院），成为物院第二届期货专业学生，从此与期货结下不解之缘。

1995年大学毕业后，先是进入北洋（天津）钢材批发市场工作，一个月后转入天津联合期货交易所工作。“我很幸运地成为中国早期期货交易所里的一名黄马甲，也就是

交易主持人，在市场前沿切身感受到期货市场的跌宕起伏、风云变幻。”吕拥华回忆道。

斗转星移，到了1998年，吕拥华的黄马甲生涯告一段落。当年8月，国务院和监管部门开展了对期货市场的第二次清理整顿。在这次清理整顿中，天津联交所被关闭。脱胎于天津联交所的天津一德投资集团成立后，于1999年11月以增

资方式控股了北京京物期货，并更名为一德期货。吕拥华的一德期货生涯便由此开始了。“从交易所黄马甲到期货公司中层，这是一个很大的角色转换，从‘跟着走和要我干’转换到‘自己走和我要干’，需要思考很多前瞻性的东西。”吕拥华说。

从2000年到2006年，一德期货经历了一段逆势生长期。彼时期货市场处于不景气的时期，期货公

司普遍面临生存困难，经营压力很大。吕拥华深情回忆说：“王化栋总经理带领一德期货的管理团队采取‘夯实基础、内外兼修’的经营方针，发扬‘冬天里卖雪糕’的精神，全身心投入到公司最艰难也最充实的创业阶段，为公司长远发展打下了坚实基础。”

2007年，一德期货由北京迁址天津，完成增资扩股，吕拥华被任命为公司总经理。这一年他还不到34岁。当时，正值期货行业的快速发展时期，作为非券商背景的期货公司，在吕拥华的带领下，一德期货直面竞争、迎接挑战，以靠着自己骨头长肉的精神，强化核心竞争力建设，努力营造有利于客户资产保值增值和员工健康发展的生态环境，践行了与客户资产共成长的经营理念，公司驶入发展的快车道。

“四个一德”战略的提出

走进吕拥华的办公室，墙上的幅书法作品十分醒目，上书“一德载物”。诠释了一德期货核心价值观——“以人唯一，以德为先”，即打造一支有责任感，想干事，能干事，干成事的团队，并且突出诚信观念，走内涵式、可持续发展道路。

思路决定出路，从担任一德期货总经理的第一天起，吕拥华就思索：公司总部所在地并非江浙那样的期货发达地区，公司控股股东并非券商背景或者现货产业背景，如

何走出适合自己的发展道路，在行业内拥有一席之地？这是吕拥华和全体一德人共同面临的一道难题。

面对挑战，一德期货确立了建设“四个一德”的战略方针，即责任一德、科技一德、专业一德和传媒一德。“四个一德”明确了一德期货发展的四条主线，也明确了一德期货选择脚踏实地、灵活务实的发展路线。

吕拥华认为，一德期货多年来的的发展脉络可以归结为两点，一是要有全国视野，二是以成功投资者为核心建构打法。因此，吕拥华提出一德员工必须具备“三个思维”：

首先是互联网思维，即在（移动）互联网、大数据、云计算等科技不断发展的背景下，对市场、用户、产品、企业价值链乃至对整个商业生态进行重新审视的思考方式。

其次是投行思维，即做资源配置的思维，要不断积累支持自身发展的基础资源，进行基础资源的连接、配置和整合。

最后是战役思维，即有效整合目标、方式和手段的宽广视野，将各个独立事件和活动加以联系，创造出能够直接或间接为最终目标达成而服务的战役性途径。

简而言之，互联网思维是方向，投行思维是方法，战役思维是行动，共同推动“四个一德”战略方针的落地，这就是一德期货坚守践行的企业经营之道。“‘三个思维’也是

我个人工作的方法论，当你具备了互联网思维、投行思维和战役思维以后，决定你自己价值的就是你自己。”吕拥华表示。

立足产业的经营之道

以提升服务实体经济能力为出发点，以打造成熟的产业链生态圈为落脚点，始终是一德期货所坚持的方向。

一德期货坐落于天津，有着开展黑色产业链研究和开发的地缘优势。其紧紧把握住了螺纹钢期货上市的契机，从源头做起，深入产业、打造队伍、外接资源，探索推进产融结合方案的落地，与客户共成长。一分耕耘一分收获，一德期货成功地为多家大型国有企业提供全方位解决方案式服务，得到客户的高度认可，分享到了黑色产业成为全市场明星品种所带来的红利。

走进产业、服务产业、为产业创造价值是期货公司稳定发展的压舱石。黑色产业链的突破给一德期货的产业之路注入了前所未有的信心和动力，公司快马加鞭，在有色、能化等产业继续跟进，通过培训与咨询业务、产融服务模式、企业运营模式等方面的积极尝试与探索，成功开发多个产业龙头企业，产业链生态圈逐步形成。

一德期货在服务实体经济方面，多管齐下、多路并进。2017年，公司交割业务规模迅速增长，涉及30

个品种，交割金额同比增长 147%。通过产融合作新模式，有效提升了对实体经济的服务支持能力。在模式合作上，贯通上下游企业，深入开展企业调研和沟通交流，通过资源信息互换实现优势互补，在现货贸易商和实体企业之间搭建信息交流的平台，提供增值服务，同时指导企业参与期现结合、基差点价操作，为企业拓展经营渠道，向以价格管理、风险管理为导向的经营模式转型。

吕拥华表示，在服务实体经济方面，我们不仅要有笔，还要有枪。公司下一步，要成立自己的风险子公司，打通服务产业的最后一公里，以更切合实践的方案服务产业。在服务实体经济方面，一德期货永远在路上。

对专业化投研服务的探索

“专业一德”作为一德期货的重要发展战略之一，始终被视为公司创新发展的重要力量。2008 年，一德期货成立研究院，作为公司专业研发人才的储备培养基地。在吕拥华看来，与产业实际相结合、深入服务产业是期货研发的核心价值所在。

一德研究院成立以来，积极为分析师创造各种贴近产业、深入产业的机会和平台。2013 年开始，公司建立分析师前台联络制和导师制。一方面，鼓励分析师协同业务部门一起对产业客户进行实地调研与定制服务；另一方面，聘请行业专家作为公司顾问，对分析师在产业服

务中遇到的困难、问题及时进行指导帮助，为分析师贴近产业、提升研发的专业性提供最大限度的支持和帮助。经过 10 年的创新发展，一德期货研发团队在产业研发深度及市场服务能力等方面都获得了极大提高，连续多年在各大交易所的投研团队评选、分析师评选中获得殊荣。

为使公司研发团队深化研发水平，充分发挥自身的研发特色优势，一德期货积极支持研发团队创立事业部。目前，一德期货依托研究院产业研发团队先后孵化出黑色事业部、生鲜品事业部、投资咨询部、产业投研部等部门。事业部以提高服务产业能力、深化产业研发水平为核心目标，深入进行产业调研及行业交流，拓展产业链，深入了解实体产业诉求，进一步提升了产业研发的针对性和专业性，形成了具有“专业一德”自身优势特色的产业“投研一体化”研发团队。

“一德研发最大的特色是对产业基本面的精准研判，通过对产业链的深入挖掘，获取行业核心资源，用最真实的数据，做最专业的研发。”吕拥华解释说，“目前，一德的研发赢得了行业的广泛认可。未来，一德期货将在立足服务实体经济的基础上，提升全产业链研发水平，积极参与场内、场外衍生品市场，探索更加个性化、差异化的研发服务产品，推动‘专业一德’建设进一步向纵深发展。”

有态度、有温度的一德味道

一德期货的新媒体宣传和活动别具一格，在业内刮起一股清新之风。对此，吕拥华认为，在现代企业运营中，只做产品和服务已经远远不够，必须要注重品牌。因为品牌是面向广大投资者的，直接影响投资者对公司服务与专业性的认知。

一德期货在发展历程中始终把品牌建设与企业经营融为一体。在“四个一德”建设过程中，“传媒一德”是其中的重要一环，与公司各项业务有机紧密融合。在公司发展过程中提出的“三个思维”，首先也是运用互联网思维，在公司品牌运营和活动打造方面，用最低的成本把各种能力串接起来，拿出真本领，向客户传递真价值。

吕拥华介绍说，在新媒体运营中，我们把握三个原则：一是积极、健康、向上的总体思路；二是敏锐的市场感知能力和回归内容本源的创新逻辑；三是用最新的互联网思维来武装企业品牌宣传和新媒体内容传播。我们坚持青春阳光、传递正能量；不媚俗，有情怀，打造具有“专业一德”整体形象。

一德期货最大程度地挖掘生态圈资源，不断发掘优秀的投资人和成功投资者，用最强的声音把最好的解决方案传递给客户，通过多样性的线下交流沙龙、策略报告会、研讨论坛、产业调研等形式，打造投资人的交流生态圈。

不重资历、只重能力的人才标准

一德期货是一家老牌的期货公司。以吕拥华为代表的公司核心人员班底，源自 20 世纪 90 年代的原天津联合期货交易所，作为中国第一代期货人，拥有 20 多年的期货市场从业经历。从业 10 年以上的员工占比也超过了 10%。稳定的人才团队构成了一德期货持续快速发展的中坚力量。

一德期货又是一家年轻的期货公司。32.7 岁——一德期货全体员工的平均年龄。90 后占公司人数的三分之一，80 后纷纷走上中层管理岗位，有的甚至已经担任公司高管。

一德期货将完善企业选人用人机制，与建设高素质经营管理者队伍和人才队伍统一起来，形成了以综合保障、客户服务、投研支持、市场营销四大体系为基础，不断满足公司发展需要的组织架构和管理模式。

“尊重做成事的规律”，这是吕拥华常说的一句话。在一德期货，从普通员工直接被提拔至中层，甚至出任部门负责人的案例屡见不鲜。不重资历，只重能力。“无论你身在什么岗位，

只要你有能力有贡献有业绩，公司就可以为你提供施展才华的舞台。”

创造价值、回报社会的责任使命

“责任一德是公司始终坚守践行的经营之道”。吕拥华说，“包括对客户、对员工、对股东、对社会的负责精神。”作为国有背景的期货公司，一德期货在不断创造经营价值的同时，努力践行社会责任，实现社会价值。

一德期货持续深化与高校的校企交流合作，为行业积聚和培养后备人才。早在 2009 年，就与北京物资学院签订了战略合作协议，联合成立校外人才培养基地，开展全面战略合作。

多年来，一德期货分析师在物院受聘主讲了多门专业教学课程，深受高校师生好评。每逢暑期都举办面向在校学生的实训活动，接纳学生到公司职能部门实习工作。2012 年，一德期货在物院设立“一德奖学金”，鼓励学生对专业领域进行深入研究和探索，产生了一批优秀的研究成果。

得益于校企双方的共同努力，一德期货与物院共建的校外人才培养基地先后获得北京市和国家级大学生校外实践教育基地称号。

为响应党中央扶贫攻坚政策和监管部门的倡议，一德期货与河南省台前县前尚岭行政村完成精准帮扶结对，投入配套资金 20 万元，通过结对帮扶困难村民、帮助改善村容村貌、为涉农企业设计提供场外期权等方式，为助力当地脱贫攻坚、全面建成小康社会贡献力量。

一德期货还积极响应天津市开展新一轮结对帮扶困难村的工作部署，委派优秀员工担任驻村干部，跟随工作组进驻武清区河西务镇崔楼村开展驻村帮扶工作。

在吕拥华看来，作为一名期货人，生活在这样一个伟大的时代无疑是幸运的，因为我们正在见证历史、创造历史。吕拥华深信，快速增长的期货市场会以前所未有的诚恳和慷慨，回报那些勤奋、智慧的耕耘者。只要今天播下希望的种子，明天定会收获累累硕果！■



人物档案

吕拥华，现任一德期货有限公司董事、总经理。北京物资学院管理工程系期货专业本科毕业，经济学学士，复旦大学高级管理人员工商管理硕士（EMBA）。

吕拥华



对话吕拥华：

不忘服务实体经济初心 提高服务实体经济能力

■ 文/陈亮

一德期货成立于1995年7月，是一家总部坐落于天津的全国性期货经营机构，历史溯源和人员班底源自原天津联合期货交易所。一德期货秉承“责任一德、专业一德、科技一德、传媒一德”战略方针，以落实国有企业党的建设，提升团队凝聚力、战斗力、创造力为抓手，积极服务实体经济，深化经营改革

创新，努力补足业务发展短板，不断打通产业链研究断点，不忘初心、奋发进取，实现主要经营指标连续多年保持高速增长，成功迈进国内先进期货公司行列。

吕拥华，1995年进入期货行业，1999年进入一德期货。他认为，期货是实体经济重要的风险管理工具。期货市场是建设完善的金融服务体

系和发达的资本市场不可或缺的重要组成部分。作为一名期货人，应当不忘期货市场服务实体经济的初心，牢记自身肩负的使命，不断提升期货市场服务实体经济的能力，打造成熟的产业链生态圈，推动期货市场在稳健企业经营、改善产业链运行机制、服务国家产业政策和宏观经济管理等方面发挥更加重要而积极的作用。

《中国期货》：请您介绍一德期货的股东背景情况，以及股东背景对公司发展起到哪些积极作用？

吕拥华：一德期货是天津市财政投资管理中心控股的期货公司，第二大股东一德集团亦为国有独资企业，前两大国有股东持股占比合计达82%，占有绝对优势。天津作为北方金融中心，多年来深受党和国家重视，而一德期货作为天津的国有控股企业，多次被纳入天津市金融改革重点工作内容，一直以来得到天津市有关方面的大力扶持。相比其他行业，期货投资者在选择期货公司时，往往更加关注期货公司的股东背景，而一德期货的股东背景为公司树立了较强的品牌优势。

此外，一德期货股东中，钢铁行业股东占比超18%。借助天津的地缘优势和股东的产业背景，多年来，黑色产业链研究和开发一直是公司的传统优势，公司也因此获得了市场的广泛认可。公司在黑色产业链不仅积累了丰富的产业服务经验和案例，也为其他产业的拓展注入了信心和动力，为公司构建产业链生态圈创造了条件。

《中国期货》：作为国有控股企业，一德期货是如何开展国企党建工作？

吕拥华：一德期货加强党对国有企业的领导，落实全面从严治党要求，提高政治站位，强化责任担当，将党建工作与经营业务两手抓。

一是充分发挥公司党组织的领导

核心、政治核心作用，把党建工作总体要求纳入公司章程，明确党组织在公司法人治理结构中的法定地位。设立党总支办公室，配备专职党务工作人员。

二是全年深入开展“维护核心、铸就忠诚、担当作为、抓实支部”主题教育实践活动，推进“两学一做”学习教育常态化制度化。公司党总支组织开展学习宣传贯彻落实党的十九大精神工作，组建十九大精神宣讲团，深入集团各成员公司、公司各营业部、各党支部、结对帮扶村开展宣讲。

三是扎实开展不作为不担当问题专项治理，将专项治理与关键事项落实、完善工作说明书、工作流程梳理、制度体系建设等方面结合起来，严肃整治不作为不担当现象，通报表扬和问责处分了一些干部员工，促进了公司政治生态和工作氛围的风清气正。

四是进一步加强基层党组织建设，深入落实“三重一大”“三会一课”等各项党建工作制度，积极开展主题实践活动。公司党总支开展了“红光耀春蕾，花香报党恩——春蕾女童助学计划”等多项主题党日活动；公司响应国家扶贫号召，到河南省台前县前尚岭村、天津市武清区河西务镇崔楼村等地开展扶贫工作。

《中国期货》：一德期货与券商系期货公司相比，具有哪些优势？又存在哪些劣势？

吕拥华：目前期货行业中，有券商背景的期货公司占比超过半数，券

商系期货公司资本实力雄厚，同时依托证券品牌及营销网络，拥有天生的品牌优势和渠道优势。特别是随着混业经营时代的开启，有券商背景的期货公司在竞争中可以更加灵活地调整自身经营战略，借助券商的信息技术和人力资源优势脱颖而出，这从金融期货推出后券商系期货公司的快速发展可以窥见一斑。

一方面，作为传统期货公司，一德期货植根于产业，对实体产业的发展运行有着更为深刻的认识和理解，在实体产业的市场培育及企业风险管理等方面具有明显优势。以商品期货起家的一德期货，多年来在全国非券商系期货公司中保持领先地位。在做精做细产业开发与服务的基础上，通过走确定性研究之路，持续谋求与实体企业更高的结合度，一德期货确立了自身的核心优势，并且在激烈的市场竞争中不断提升自身的核心竞争力。另一方面，非券商背景的期货公司，在营业网点分布、金融期货资源分布等方面存在一定的劣势，这也是不容否认的实际情况。

未来一德期货将坚持传统业务与创新业务相结合的发展战略，在夯实传统经纪业务优势的同时，积极开展风险管理与场外衍生品业务，进一步提升服务实体经济能力，打造公司多元化的竞争优势。

《中国期货》：一德期货在服务产业客户方面积累了哪些经验？今后还有哪些具体工作规划？

吕拥华：一德期货坚持以服务实体经济为出发点，以打造成熟的产业链生态圈为落脚点，走进产业、服务产业，努力为产业创造价值。对外，公司立足于产业链的业务开发和资源整合，与专业投资者紧密合作，探索产融结合新模式，通过为产业客户提供全方位解决方案式服务，深化对实体企业的服务，有效提升公司对实体经济的服务支持能力。以黑色产业链为突破口，在有色、能化等产业加快推进步伐，成功开发多个产业龙头企业，构建起完善的产业链生态圈。

同时，公司参股北京物元实业有限公司，一德期货、物元实业和津西钢铁三方共同运作的期现项目实现了良好开局。对内，公司加强团队建设和专业服务能力建设，以“投研一体化”为工作目标，深化投研体系改革，组建全产业链研究体系，为研究人员建立了职级竞聘和“双通道”发展路径，充分发挥研发团队的主观能动性，鼓励他们走出公司，走进行业和产业做确定性研究。研究人员通过向专业人士拜师学艺，向成功投资者学习，形成向上交往的局面，实现了自身的成长和提高，也使研究成果更加贴近实践，无论是客户认可度、行业知名度还是市场口碑，都得到了大幅提升。

2018年，在服务产业方面，一德期货将重点在以下两方面进行布局：一是成立自己的风险管理公司，因地制宜、多管齐下，打通服务产

业的最后一公里。二是做好期货品种国际化准备。充分利用原油期货上市以及铁矿石期货、PTA期货国际化的契机，加强与境内外实体企业和金融机构的合作，提升公司产业服务的综合能力。

《中国期货》：一德期货在新媒体运营、品牌推广方面有哪些创新做法？

吕拥华：德鲁克曾经说过，“企业有两个并且只有两个基本功能：市场营销和创新”，而一德期货的新媒体发展正是源于这两点。在互联网层面进行微创新，可以有效整合公司的各项现有资源，并能够充分利用互联网去中心化和社交化优势建立更多外部资源连接，以社群化经营和大规模协作为框架，全面搭建互联网新媒体平台，实现一德传媒平台的重新架构。

具体实施过程中，我们构建了以微信公众平台、微博平台为代表的新媒体矩阵，将公司研发资源、会议资源、人才资源和建立联系的外部资源整合包装，把一德期货的各项优质服务推送出去，利用社交化网络平台把辐射半径进一步扩大；我们摒弃过去枯燥传统的投教模式，充分运用互联网语言和热点资源，以漫画、视频、音频等多种形式，年轻化、兴趣化地转化为新形势的投教作品，形成较好的传播力和影响力；我们比过去更加注重公司品牌的打造，在期货市场较早开始进

行企业形象展示，创意性地以各类海报、视频等形式展示公司企业文化，进行品牌建设。

《中国期货》：在期货公司与高校的产学研合作方面，一德期货有哪些经验做法，值得行业内借鉴？

吕拥华：一德期货持续深化与高校的校企交流合作，与北京物资学院、南开大学等合作高校围绕“中金所杯”全国大学生金融知识大赛开展一系列宣传推广活动，包括组织宣讲会、安排学生实习实训、推动高校学科建设等。获得中金所的高度评价和认可，2017年以全国第一名的成绩蝉联“中金所杯”优秀组织一等奖，公司合作高校北京物资学院获得优秀高校组织奖。在大连商品交易所、天津财经大学等各方领导的支持下，公司与天津财经大学金融系完成大商所高校期货人才培养项目的签约，已于2018年春季学期正式开课。通过不断深化的校企合作，一方面弥补了大专院校期货专业教学实践性不强的短板，推动了一批实用性研究成果的落地，为实践型期货人才的培养提供了有力支持；另一方面，也为期货公司输送了大量理论与实务兼具的优秀毕业生，有效缩短了从学生到员工的培养时间，提升了人力资源管理效率。

《中国期货》：围绕原油期货上市和铁矿石国际化，一德期货做了哪些准备？

吕拥华：原油期货上市和铁矿石国际化作为中国期货市场“走出去”的重要一步，在中国期货市场发展中有着历史性的意义。2017年以来，一德期货积极备战原油期货的上市工作，在配合交易所做好各项技术调试对接工作的基础上，加大了公司在能源化工产业的研发投入，安排专职分析师进行原油品种的相关研究。此外，公司积极参与交易所的市场调研和推广工作，多次深入产业对原油期货进行宣讲，并通过组织交流会议、利用公司对外媒体等方式对原油期货进行持续的宣传推广，为客户顺利参与原油期货提供保障。

随着铁矿石期货引入境外投资者的临近，一德期货加快铁矿石期货国际化的备战步伐。2017年底以来，公司加大了铁矿石期货内外套利及风险对冲策略的研究，通过走访调研加大对境外客户进行培育开发。后台保障上，公司积极与境外金融机构进行合作，在账户开立、资金划转等方面与银行进行充分沟通，最大限度为客户交易提供便利。

此外，随着中国期货行业对外开放程度的加大，未来一德期货将加大对更具国际化的客服、市场及研发团队的培养建设，努力为客户提供更为良好的体验。

《中国期货》：结合期货行业发展和十九大报告对金融工作提出的要求，一德期货如何把握机

遇、迎接挑战？

吕拥华：刚刚过去的2017年，在金融监管全面从严的环境下，期货市场依然获得了长足的发展，不仅期货品种体系进一步完善，国内首只场内商品期权也正式挂牌，开启了我国商品期权的时代。同时，以风险管理公司业务为代表的期货创新业务的异军突起，使得行业集中度进一步提高，大型龙头期货公司凭借其创新业务的绝对优势，与中小期货公司的分化进一步加剧，行业生存竞争压力进一步加大。

党的十九大报告提出“要深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线”。十九大报告明确了未来金融行业强化监管、服务实体、防范风险的发展方向。期货市场作为最为贴近实体经济的金融业态，在服务实体产业、推动产业转型升级、对冲经济风险等方面发挥着不可替代的作用，这也为期货行业发展提供了难得的机遇。

作为以商品业务为主的期货公司，一德期货面对行业日益激烈的竞争及前所未有的发展机遇，将立足提升服务实体经济能力，打造更加成熟的产业链生态圈，以此作为公司工作的出发点和落脚点。一德期货将在进一步巩固黑色产业链成果的基础上，全力推进化工、有色、白糖、生鲜品等产业链的拓展步伐，推进“五彩一德”的产业布局。同

时，在企业培训咨询业务、产融服务、企业运营管理等方面进行积极的尝试与探索，将传统业务与创新业务相融合，顺应实体经济及期货行业发展的趋势要求，更好地满足实体企业个性化、多样化的需求。

《中国期货》：您对期货行业的未来发展有哪些建议和期许？

吕拥华：在金融回归服务实体经济的政策导向下，未来的三年，将是期货行业大有可为的三年。期货市场的产生源自实体经济规避价格风险的需求，期货市场价格发现和套期保值两大基本功能，是银行、证券等以融资功能为主的金融市场上不具备的。期货行业坚守服务实体经济的初心，不断完善市场体系，培育专业人才，不断提高服务实体经济的能力，不仅是期货行业健康发展的基础，也是期货人为之不懈奋斗的目标。

近年来，伴随期货行业创新发展步伐的加快，中国期货市场功能不断完善，服务实体经济的能力不断增强。但同时，中国期货市场在有效服务实体经济上仍存在着人才缺口巨大、市场体系仍不完善、投资者认识偏差等问题亟待解决，这不仅要求期货公司在增强自身专业性的同时，加大对实体企业的宣传服务力度，也需要期货市场参与者的共同努力。展望未来，中国期货市场发展空间广阔，但推动行业前进依然任重道远。■



回首

【编者按】

新春伊始，人们辞旧迎新，亲朋好友团聚在一起，既回首过去，又向往未来。在期货人的回忆里，有温暖的亲情、儿时的趣事，也有成长的经历、工作的磨炼。生活是多元化的，变幻莫测却又婀娜多姿，感性的勾勒和理性的思考最终让这些记忆汇集成一幅多彩的画卷。

本期“文化·生活”栏目向您讲述期货从业人员过往的生活与工作片段，故事虽然难以展现一个人的全部，但足以让我们领略他们的人生百态。回首过去再展望未来，期货人砥砺奋进，勇往直前，定会在新的时代创造更加辉煌的明天！

回家过年

■ 文/卫文省

在我们中国人的眼里，没有比过年（春节）更大的事情了。在这样一个最重要的节日里，也必然注定了会发生许多感人至深的故事。在许多人，尤其是老人们看来，能够在每年的除夕夜，一家人团聚在一起，吃一顿团圆的饺子，共同欣赏中央电视台的春节晚会，是人生最大的快乐。仔细算来，从大学毕业参加工作远走他乡，到2005年重新调回山西工作，我其实并没有几个春节与年迈的父母一起团聚。而今，父亲和母亲都已永远离开了我们，过年回家与父母团聚，对于我已经成为不可企及的梦想了。但我愿意替那些在年关赶路回家的人默默祝福，毕竟过年回家是一件无比诱惑的事情。而我，不是要赶回家和妻儿团聚么！魂牵梦绕的过年啊，给我今生一世永无尽头的品味。

除夕夜：替人守库

岁月如梭，转眼间，本人已经度过了49个春节。小时候，



过年盼的是穿新衣、放鞭炮、吃一些平时吃不到的好吃的，年岁长了一些的时候，过年似乎再也没有了那种激情。平庸的过年，基本上没有给我留下什么值得回忆的东西。只有1997年的除夕夜和春节，本人似乎过得格外有意义，以至于过去好些年了，每每回想起来，还总是记忆犹新。

1996年，我在河北丰宁县建行工作，那时候，可以说是我成家之后最困难的一段时期。27岁的我与一位丰宁县的姑娘喜结连理，紧跟着，我们的儿子出生了。小宝宝的到来，给我们寒冷的家带来了温馨与幸福。然而，由于爱人待业在家，就我一个人上班，经济的拮据，儿子的幼小，使我回到山西老家与父母团聚的希望再一次落空。于是，我铁定了心，要在自己的小家里度过这个有了儿子的春节。

就在这时，单位的领导找到我，说春节有不少同志要回家过年，但，单位的值班，尤其是金库的守库工作一点也不能放松。只是苦于人手不够，问我愿不愿意帮忙去替一下班。可以发给我加班费。当时的我，真是没

有办法，既想与爱人和儿子一起在家里过年，又想挣那么一百多元的加班费好贴家用。于是，我做通了爱人 的工作，在除夕夜来临之前，早早吃了饭，去单位替班了。

平时，虽然在银行工作，但还真没有体验过守库人员的艰苦而单调的生活。就那么一间小屋，两个人每人佩一支枪，面对面地坐着，说说话，还得开着监控，时时留意任何一点意外情况。因为是春节，是除夕夜这个特殊时期，带班的行领导非常关注守库室的情况，特意交代我们要比平时更加提高警惕。我们的神经之弦绷得更紧了。零时左右，也就是真正的春节到来之际，带班的行领导来守库室查岗，并给我们带来了一些桔子和苹果，算是慰问。随后，我们一起在办公楼前燃放了迎新的鞭炮。我们一起锁上了单位办公楼的卷闸门，又回到守库室，开始了守库工作。

说实在的，在大年夜，不能陪着家人一起过年，为了几个加班费而坚守在工作岗位，在我是第一次。虽然心里有几分内疚，但当我想到由于我的替班，使别的同事能够与家人一起在除夕夜团聚一堂，心里又有一种似乎坚守在南疆猫耳洞般的自豪。那一年的春节，虽然没有与家人一起过好，但我用自己的休息时间换来了同事能够与家人团聚，实在是太有意义了。我的收获，又岂止是那一百多元的加班费！真的很怀念那个除夕夜，怀念那年春节替人守库值班的日子。

怀念压岁钱

小时候，过年对我是一个很大的诱惑。而这个诱惑中最大的是能够从父母大人那里得到“一笔”完全由自己支配的压岁钱。对于压岁钱的渴望，可以说从年初一直到年尾，只有到了压岁钱从父母的口袋里发到自己的手里时，这颗悬着的、盼望的心才会真正放在肚子里。

而这个压岁钱，对于我们来说，要想得到它还真不容易。不仅要学习上努力，考出好成绩，让硬梆梆的家长通知书替自己说话，还要努力表现。从一进腊月，就开始讨好父母大人：只要是他们支使的事情，把小腿跑得溜快；帮父母拉风箱、蒸馒头、抱柴火、贴对联……只要是能够看见的活儿都抢着去做，不敢说一句大人们认为不吉利的话，唯恐自己的怠慢惹了父母大人不高兴，让本来就要到手的压岁钱泡了汤。而压岁钱，也不是很

早就可以到了我们手里，只有到了除夕夜，过了十二点，放了头遍鞭炮，吃了饺子，才能够遂了心愿。在这之前，我们还要经过“熬年”的考验：吃了年夜饭，可以随便逛一会儿，然后，要么一家人打扑克，要么，就是老老实实坐在那儿，听父母大人讲故事，等待新年的钟声。这就是“熬年”。到了零点的时候，眼睛也快睁不开了，父母大人说：放鞭炮、煮饺子了。等到放完鞭炮，父母大人就假装说是神仙从烧炕的烟洞里给我们送来了压岁钱。这时候的我们，赶紧接过这来之不易的“神仙的赏赐”，压在枕头下，放心地入睡了。

我记得，在我上小学的时候，因为家庭困难，我从父母大人那里得到的最大一笔压岁钱是五毛钱。而到了初中的时候，可以拿到一元两元的压岁钱了。到了考上重点高中，因为上学要花费很大一笔开支，父母大人就说：你也长大了，就不给压岁钱了。在此之前，大人们给我们发压岁钱，是说害怕我们长大，用钱在“压”着我们。尽管我渴望长大与我渴望压岁钱的心情一样迫切，但当我长大了之后，压岁钱“不辞而别”了，我总觉得自己的心里空落落的，仿佛失去了什么。

我真正开始给别人发压岁钱，是在大学毕业参加工作以后。我记得第一次给了大哥的女儿，也就是我的侄女发压岁钱是50元，第二次是200元，因为那时候，她已经上了大学。在我结婚之后，回到山西老家，亲戚的小辈孩子一大堆，发出去好几百元钱，而跟随妻子去老丈人家过年，又发出去了不少。尽管当时并不富裕，但当我看到那些晚辈的小孩子们从自己手里拿到压岁钱的高兴劲儿，我也开始感觉到了幸福。毕竟我已经可以给别人发压岁钱了！我长大成人、成家了！

在我的儿子出生后，每逢过年，他也开始收压岁钱了。看见儿子从长辈手里拿到压岁钱的高兴劲儿，我从他的身上看到了当年自己的影子。尽管我要给别的亲友的孩子发压岁钱，而儿子是到处“收”压岁钱，但我们的幸福是同样的：收获是幸福，给予也是幸福！

对于压岁钱的回忆，总能唤醒我童年的记忆。我不知道这是幸福，还是激动，抑或是无奈，但这份感觉总是值得我品味一生。为了这份感觉，我经常渴盼过年，渴盼过年回家。 (作者就职于山西证监局)



路对，不怕远

■ 文/韩业军

时光流逝得确实很快，不知不觉毕业已经五年了。回首这五年来在一德期货的工作时光，落差、迷茫、无助、压力、坚持、改变、进步等众多思绪涌上心头，心中五味杂陈。这五年里一直做着研发的工作，说来惭愧，虽然五年的时光已过，但成长依旧很慢，仍有很多东西没有想明白，仍有很多东西需要学习，仍在路上。

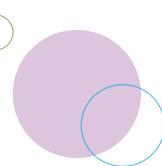
落差、迷茫、无助

工作五年来，前后的状态有着很大的差异。工作之初，有着初入职场时的新奇，有着饱满的工作热情，有着挥斥方遒、指点江山的想象，但现实与想象总是有差异的，实际的工作却是整理着枯燥的数据库，粗浅地解读着行情，被动地做些基础工作，与最初的想象落差比较大，一度陷入自己所以为的“迷茫”中。“迷茫”是因为研发工作的“乏味”和“落差”，开始怀疑自己当初的选择；“迷茫”是因为提升缓慢导致饱受“批评”，开始质疑自己能否胜任研发的工作；“迷茫”是因为看不到指引，理不清思绪，无人借力的无助感。所以，“迷茫”的我想到过放弃，不再坚持。

压力、坚持、反思

成长的缓慢，带来的是多方面的压力。首先最直接的压力是自身渴望突破，渴望做好自己喜欢的事，进而实现自身价值。其次是对比的压力。这种对比体现在很多的方面，比如家人的对比，儿时小伙伴的对比，朋友的对比，同学的对比等等。这种压力有时并不是你所能控制的，并不因为你的“无所谓”态度，而离你远去。“迷茫”叠加压力，使我不得不面对坚持还是放弃的选择。可以说在最为纠结之际，爱人的鼓励和支持，是我选择坚持的最大动力，得以让压力转化为动力。

选择了坚持，有了动力，并不意味着就能够把事做好，错误的坚持比提前放弃的结局更遭。所以，需要坚持，但更需要改变，期间我也在不断反思。研发真有落差吗？好的研发是拨开迷雾，探寻真相，所以注定研发工作不会轻



易成功，需要厚积薄发的过程。好的研发是挖掘不确定性中的确定性，发掘矛盾中的交易机会，所以注定研发工作“其乐无穷”。好的研发是帮助实体企业寻找解决经营困境的方法，为其提供相应解决方案，所以研发工作者需要服务实体经济的责任感，也可以获得“允公允能”的满足感。

工作上，公司有黑色产业良好的平台，有宽松的成长环境，有研发的投入，有提携和帮助我的领导和同事，有丰富的产业资源，有走进产业和结识“良师”的渠道；生活上，有爱人的鼓励和支持，有家人的理解和宽容，有朋友的开导和解忧。工作的意义是什么？是谋生的手段，更是自我价值的实现；是不断的思考，不是简单的八小时；是主动的担当，不是逃避；是迎难而上，不是贪图安逸；是穷则思变，不是自暴自弃。如何才能成功？做好一件件小事，追求卓越，精益求精，成功或不期而至。

改变、进步、在路上

反思过往，拨云见日，改变也悄然发生。一是责任感增强，对报告的要求不断提高，不仅是反复推敲，改进内容，细节处也在追求精细；二是主观能动性增强，主动思变，不断改进报告形式，增强报告的可读性和适用性；三是开放心态，吸收外部和公司内部的养分，学习别人的长处，认清差距，找出自身盲点，完善研发体系；四是主动拜师，主动交流，开拓视野，互通有无，建立属于自己的信息沟通渠道；五是爱上思考，有时间就思考想不明白的问题，并尝试解答，而不是受限于八小时的工作时间；六是加大外出拜访，走进产业，弥补产业背景的缺失，让研发更接地气。

也许是天道酬勤，也许改变产生了效果，进步在靠近，成长在靠近，目标变得明确，已行走在正确的道路上。虽然成功的彼岸离我依旧遥远，但好在心里不再迷茫，能够依稀看到彼岸灯塔的亮光，有了光的指引，即使路途遥远、荆棘密布，我相信早晚有一天彼岸能够到达，梦想能够实现。路对，不怕远，更值得辛苦一场。■（作者就职于一德期货）

我的期货十年

文/肖婷敏



正逢期货从业十年，总觉得应该写点什么感悟一下自己的期货人生。

十年前，第一次接触期货，和部门几个刚毕业的学生一起，一副懵懵懂懂的样子。幸运的是刚入行就遇到了一个好的老师。吴老师是研究所的负责人，在期货行业里摸爬滚打了好多年，是名副其实的老期货，见证了期货市场从建立、治理规范到稳步发展壮大的各个阶段。记得吴老师语重心长地对我们一群初入市场的新人说，期货是朝阳行业，发展前景十分广阔，未来股指期货、国债期货、外汇期货、原油期货上市，一定会给你们每一个人施展拳脚的地方。

十年弹指一挥间，期间股指期货、国债期货、期权、原油期货等陆续上市，期货市场在不断发展壮大，国际化程度越来越高，在服务实体经济中发挥着重要的作用。

这十年对期货市场是大力发展的十年，对个人也是成长的十年。每个人的成长道路从来不是一帆风顺的，对分析师尤其如此，十年间身边陆续有不少人离开这个行业。是的，多少个日子里，总是一个人面对着报告发呆，期货市场风云变幻，往往行情变化就在一瞬间，多少个夜晚，默默地撕掉手里的研究报告，内心受到无比的煎熬。有时候看错行情心情会非常沮丧，甚至失去信心。但也有人始终坚守，因为研究时常又能给人以身心的愉悦，写出了一篇精美的研究报告，为客户做了一份详尽的投资方案，研究判断得到行情的验证，为客户解决了风险管理的诉求，这些都能给研究员带来幸福或者成功的喜悦。每一个阶段回顾过往的报告，总结自己的不足，看得见自己的进步，看得见倾注的心血，又能给苦闷的研究生活带来慰藉，这可能就是这个职业的魅力所在吧！

研究需要真正的脚踏实地，决不能搞半点的虚假

和急于求成，因为研究的本质价值就是为投资服务，每一次判断的背后都关系着投资者的真金白银，甚至于可以说关系到投资人在这个市场里的生死存亡。研究工作是枯燥的，面对着一堆毫无头绪的数据，同事们常常开玩笑地说，期货分析师就是上知天文下知地理，能分析得了国际国内宏观经济、微观产业，还能懂得种植养殖。地震了，赶紧翻开地图看是不是产区，会不会影响产量影响供给；下雪了，得看看会不会交通中断影响局部供应紧张。虽说是玩笑，却也道出了期货研究员的种种辛酸不易。

记得大商所从2009年开始举办十大期货研发团队评选，这也算是期货市场的新财富评选，每年各家期货公司都会组织精锐研究力量倾力参选。尽管当时公司的分析师团队成员都刚从业不久，但凭着我们的那一股不认输、不放弃的精气神，精诚团结，从策略到报告都做到一丝不苟，每一个策略、每一笔模拟单、每一份报告，甚至到报告里的每一句话、每一个数据我们都力求精确，发挥团队中每一个人的优势。最后的演讲准备，分析师一遍又一遍地试讲，一遍又一遍地修改，最终团队在比赛中胜出，获得了2011年十大期货研发团队评选的第一名。随后几年，我们又乘胜追击，在大商所的评选中摘得多项大奖。这段经历也成为我们每一个参赛人员一笔宝贵的人生财富。

山不却垒土之功，故能成其高；海不避涓涓细流，故能成其大。期货市场的大力发展离不开一代期货人的付出与努力。情不知所起，一往而深！许多时候，坚守并不需要太多的理由，仅仅是热爱，这就足够了！因为对期货市场满怀信心，因为热爱，而愿意成为那一个与期货市场一起坚守、一起成长的人。期货人在前行的道路上充满着荆棘，容不得半点松懈，但只要朝着自己的目标不断努力，就一定会在风雨中成长。■

(作者就职于宏源期货)

期货大会与娇娇

■ 文/刘奥南

从2011年起，我连续参加7届期货大会，认识了很多中外朋友，最难忘的就是机器人娇娇。通常，娇娇站在交通银行的展位前或分会场门口，迎接五洲四海的来宾。

“娇娇你好！我们前年就是好朋友了。可是去年，你为什么没来呢？”

“可是去年没邀请我来呀！”娇娇常态化的笑脸上露出很委屈的表情。

“那你觉得今年和前年的期货大会，有什么变化呢？”

娇娇常态化的笑脸上露出了害羞的表情：“今年围着娇娇转的人比前年多多了，不知道是不是娇娇变漂亮啦？”她说着说着，情不自禁优雅地转了个圈。

的确，期货大会最大的变化就是：参会来宾一年比一年多，从2015年的1000多人，到2017年接近1400人。五洲宾馆会务部的小陈说：主会场桌子椅子越来越不够用，只好从各个分会场先借，中午12:30



大会结束后再赶紧搬回各分会场摆放整齐，下午14:00各分会场准时开会，忙得午饭都顾不上吃。

来宾多了，演讲嘉宾也多了。从第二届起连续12年参加期货大会的同传翻译张老师说：以前主会场的大会要开一整天，各地各级领导轮流致辞，套话客气话大家都差不多。现在大会只开

半天却有三场圆桌对话，发言嘉宾比以前多一倍还不止，风格各异妙趣横生，翻译备课花的时间和精力也越来越多。

连续6年担任“桌牌司令”的小李，负责摆放大会前三排270个桌牌，以及各交易所和各期货公司分论坛400多个桌牌。小李在工作中“不断创新”，先做好100多个空着人名的“备胎桌牌”，临时用专门带到会场的打印机，在对应好的位置加上突然变化和随时新增的嘉宾人名就可以了。

嘉宾多，研讨的课题也在增长翻新，对媒体记者的吸引力越来越大。连续8年现场采访报道期货大会、欧洲著名衍生品杂志《期货与期权世界》(FOW)的亚洲区代表Joy Tio说：“中国人很想走出去，外国人更想走进来。”Joy Tio还带来了集团董事总经理兼主编和业务发展主管参会。

“其实最大的变化，是出现了娇娇。”在高朋满座人头攒动的晚餐会上，当我讲完本文开头的娇娇的故事，连续7届参加大会的头牌速记员小魏轻轻叹了口气：机器人娇娇已经能对同时跟她说话的多位不同对象分别进行情感化的问答，说明人工智能对个人音质、声纹的细微分辨能力已轻松赶超人类。今年期货大会的“科技发展与信息安全”分论坛上，来自证监会、中期协、阿里巴巴以及美国、日本的官员、专家、学者、CEO们讲了好多人工智能替代司机、律师、医生、投资顾问和操盘手的案例，说不定再过几年，深圳五洲宾馆只需装备一台多功能娇娇，同时连接上各分会场的麦克风、摄像头和打印机，再连线上网电子邮箱，就再也轮不到我们速记员、摄影摄像师，甚至记者、同传翻译老师们参加期货大会了……

(作者就职于前海期货)



FEDERAL RESERVE NOTE

FA 95944734 F

F

THIS NOTE IS LEGAL TENDER
FOR ALL DEBTS, PUBLIC AND PRIVATEAnne Escobedo Cabral,
Treasurer of the United States.SERIES
2003

风动，幡动，还是心动？ ——论美元走势及对国内商品市场的影响

■ 文/李贤

北京时间 2018 年 3 月 22 日凌晨，美联储宣布加息 25 个基点，至此，近期备受市场关注的美联储加息落地，美元指数应声回落，金银价格大幅上涨。值得关注的是国内商品价格，特别是工业品价格却没有出现像样的反弹，其背后的原因为何值得我们进一步探究。

从直接影响来看，美联储如期

加息，短期影响暂告段落。但从长期来看，通胀预期上升，美联储态度偏鹰，全球流动性仍然是逐步收紧的格局，无论从比价关系还是对工业品的需求，都是利空的影响。

美国通胀预期进一步加剧

通胀水平是美联储制定货币政策时重点关注的指标之一，并为之

设立了 2% 的目标线。2018 年 2 月美国核心 CPI1.8%，已经非常接近这一目标线。从分项数据来看，能源价格的上涨是 CPI 上涨的主要原因。从长期来看，在减税预期下，美国消费者信心高涨，目前消费者信心指数已经恢复到 100 的历史高位。随着经济恢复，特别是就业增加和工资时薪的上升，美国国内个

人消费支出不断上升，未来通胀水平仍有进一步上升的空间。

针对美国良好的经济前景和上升的通胀水平，美联储态度偏鹰，认为渐进加息有助于经济持续稳健增长和就业改善，而加息过慢可能会导致未来突然快速加息，给经济造成风险。同时结合美国政治经济意图来看，通过推升美元，引国际资本流入美国，是其重振美国经济地位的必要手段。

美国国债收益率引发资本流动

美元作为一种金融资产，走势取决于其相对于其他金融资产的吸引力。自 2013 年开始，美国 10 年期国债收益率一直高于欧洲 10 年期公债收益率，且收益率差距逐步拉大。美国 10 年期国债收益率与欧洲 10 年期公债收益率比值由 2013 年 1 月的 1.01 倍上升到 2017 年 1 月的 4.08 倍，相对资产收益率上升，吸引全球资本回流美国，将进一步推动美元指数升高。

此外，从风险角度看，美国 10 年期国债收益率在 2017 年底和 2018 年初出现快速拉升，目前已经非常接近 3%。在美元升值的预期下，美债收益率仍然有上升的空间。长端美债利率快速上行，将对目前高高在上的美国股市产生不利影响。基本面上由于减税政策对促进生产和经济增长的作用有限，未

来企业盈利增长并不乐观，未来美股下行的风险将明显加大。从利率期限结构来看，10 年期和 2 年期国债收益率的利差自 2017 年以来一直低位徘徊，中短期利差的走势向我们揭示了短期流动性风险，这在一定程度上会影响金融市场和资本市场的走势。

美元走势对国内货币政策的影响

按照蒙代尔“不可能三角”理论，一国无法同时实现资本自由流动、汇率稳定和货币政策独立性，金融政策的制定必然在三者之间平衡，甚至放弃“一角”。在国内金融市场逐步放开的背景下，要实现中华民族的伟大复兴和两个一百年目标，资本流动和汇率稳定是基本诉求，因此跟随美联储的被动加息成为一种必然选择。

3 月 22 日，在美联储加息后，中国央行上调逆回购中标利率 5BP。实际上，基于美联储加息和加息预期，2016 年四季度以来，央行已经多次上调逆回购利率。上调逆回购利率既能起到纠偏中美利差的作用，显示国际货币政策的协调，同时又避免了调整基准利率对经济的较大冲击，在当前防范化解重大风险，进入高质量发展的新经济阶段，确实为一种较为现实的选择。预计今年央行仍以小幅跟随调整逆回购利率为主，以美联储加

息 3 至 4 次计算，今年逆回购调整幅度在 15-20BP 左右。

整体上，我们认为央行稳健中性的货币政策主基调没有发生变化。央行在建立临时准备金动用安排和普惠金融定向降准的同时，在公开市场上以回笼资金为主。2017 年，为缓解市场流动性紧张，央行公开市场操作以净投放为主。2018 年 1 月央行一改此前的操作节奏，公开市场以资金净回笼为主。2018 年 1 月以来，累计净回笼 8000 亿元。整体上，央行的政策重点在控制货币供应总量，符合中央工作会议中提出的“管住货币供给总闸门”的要求，但在操作节奏上，央行更加注重缓冲货币政策对市场的冲击。

除了货币供应总量的控制，监管部门还通过监管手段持续引导资金流向的结构性变化。金融危机后，经济刺激计划导致社会融资需求急剧放大，而在金融监管方面，长期分业监管机制滋生监管套利，风险层层递进，部分伪金融创新业务通过监管套利、多层嵌套，在将资金投向中小房企、过剩产能、地方政府融资平台等领域的同时，风险也在积聚。2017 年初以来，随着金融监管的加强，银行同业资产规模增速大幅下降，之前通过各种渠道流入中小房企和过剩行业的资金得到明显遏制。

2017 年 4 月，中共中央政治局第四十次集体学习上首提金融

安全，7月金融工作会议上强调“防止发生系统性金融风险是金融工作的永恒主题，要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置”。12月中央经济工作会议进一步把防范化解重大风险放在未来三年三大攻坚战之首。2017年四季度以来，监管政策密集出台，通过行政规范压缩同业资产负债、压缩非标、限制短期杠杆，部分政策甚至超出市场预期。从监管部门去杠杆的决心和已出台政策来看，2018年仍将是严监管的大年。从政策导向来看，央行短期流动性态度边际缓和，但金融体系内空转的资金和产能过剩领域的资金流入是受到严格限制的，资金支持的是新技术、新业态、新模式所代表的领域。

投资规模大概率下滑

在过去的发展模式下，主要通过大量的资金投放推动经济增长，在这一过程中，货币超发推动了资产价格的上涨，政府投资带来了大量的债务问题。在全球流动性逐渐步入紧缩周期的背景下，大幅上涨的资产价格和庞大的债务规模面临较大的风险，而由资金推动的投资规模也面临下滑的风险。

基建投资的资金来源主要包括财政支出、PPP项目和地方债务支持等。从财政支出来看，2018年政府工作报告将今年赤字率拟按

2.6% 安排，比去年预算低 0.4 个百分点，这是近三年来首次调低赤字率，也意味着财政宽松程度有所收窄。作为未来三年三大攻坚战之首的防范化解重大风险，主要任务是去杠杆、实施资管新规和严控地方政府债务风险等，坚决遏制地方政府隐性债务增量，又要通过依法规范的政府举债方式支持地方经济发展和化解存量债务风险。如果再考虑到 PPP 项目受限、严控地方债务风险等其他因素，今年基建投资增速下滑是大概率事件。

房地产调控已经不是新鲜事，在“房住不炒”的思想指导下，十九大以来，房地产调控政策不断出台。1月 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比、环比分别小幅下降至 5.4% 和 0.3%，整体房价稳中有降，其中一线城市新建商品住宅销售价格同比由正转负，这是一线城市房价同比 32 月以来首次出现负增长，显示房地产调控取得初步成效。从推动因素来看，2016 年以来居民加杠杆买房是推升房价的重要因素。2018 年，在去杠杆的环境下，房贷利率持续上升，居民的举债行为将面临巨大的挑战。

结论

回到我们的题目，如果把“风”比喻成外围市场变动的话，那么作为全球金融市场重要风向标的美元指数从 2017 年以来为期一年的下降

趋势大概率迎来了拐点，其走势将给主要商品带来压力；如果把“幡”比喻成金融市场的话，那么在美元波动影响下，2018 年以来全球股市和近期国内商品走势的回落显示：风来了，幡也已经动了；而“心”——国内货币政策、流动性以及投资，在 2017 年一系列严监管、去杠杆的时间效应的累积下，预计 2018 年由资金收缩带来的风险将更加显性化。

综合以上分析，我们可以得出以下结论：一是美元指数短期在 90 附近筑底整理，进一步向上突破的可能性较大。二是美元回升将影响资本流动和资产价格，受影响较大的商品主要集中在美元计价且需求与宏观经济密切相关的商品。三是国内黑色产业链在节后供给侧进一步收缩的背景下，供需格局已经改变，向下制约了价格回落的空间，需求将影响价格波动的节奏，应关注节后下游需求恢复的力度。但在整体资金面的制约下，需求恢复或难以达到市场的乐观预期。

风险方面应重点关注外汇占款的变动。美元走势对国内的影响，一个重要的途径就是通过汇率，美元升值，意味着人民币相对贬值，两国汇率的相对变动将影响到资本流动。为应对资本外流，央行将不得不投放等量的人民币以稳定汇率走势，这部分将形成直接的货币投放。

(作者就职于鲁证期货)



积极发展金融期货市场 推动资本市场强国建设

■ 文/周强龙 常鑫鑫

一、建设资本市场强国的背景与意义

党的十九大指出，中国特色社会主义进入了新时代，这是我国发展新的历史方位。当前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，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，

建设现代化经济体系是跨越关口的迫切要求和我国发展的战略目标。资本市场是金融市场的基本组成部分，其竞争力是一国综合国力的重要来源。上述经典论述，既为进一步推动资本市场发展提供了基本遵循，也是建设资本市场强国这一目标提出的宏观背景。

建设资本市场强国，是认识、把握和解决我国现阶段主要矛盾在资本市场领域的具体体现。历经近30年发展，我国已建立起股债协同、内涵丰富的多层次资本市场体系，截至2017年底，沪深交易所上市公司达3485家，市值56.71万亿元；新三板挂牌公司11630家，

市值 4.94 万亿元；债券市场托管余额 74 万亿元，其中银行间市场 65.4 万亿元。但在规模扩张的同时，实体经济旺盛的融资需求和市场发展不平衡不充分的矛盾依旧突出，资本市场质量效率与经济规模尚不相称。根据世界经济论坛（World Economic Forum）最新公布的全球竞争力排名数据，我国的金融市场发展竞争力指标在进入统计的 137 个经济体中仅排名第 48 位，其中衡量金融服务可得性（Availability of financial services）和金融服务成本（Affordability of financial services）的两项指标得分分别排名第 54 位和 30 位，与资本市场更为相关的“权益市场融资”（Financing through local equity market）与“风投资本可得性”（Venture capital availability）指标则分别排名第 31 位与第 10 位。

建设资本市场强国，是推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革的必然要求。资本市场的发展需要建立系统观、协同观、大局观，要服务服从于现代金融体系和现代化经济体系发展全局。当前，我国供给侧结构性改革持续推进，创新驱动发展、区域协调发展等战略深入实施。推动互联网、大数据、人工智能等创新行业与实体经济深度融合，实现国企国资改革、化解过剩产能等目标，首要是通过市场化手段引导资源在不同行业领域的合理转移与优化配置，而高质量的资本市场通过权衡风险收益的定价机制，成为推动和反映经济结构变迁的基本载体。例如，自上世纪 70 年代末至今，美国股票市场总体经历了传统周期性行业市值不断下降的趋势，2017 年末，美股市值行业分类中占比最高

的是信息技术行业（20.78%），其次为金融业（16.35%）、可选消费行业（13.24%）、医疗健康行业（10.81%），市值前三的公司则为苹果（8688.8 亿美元）、谷歌（7319.05 亿美元）、微软（6599.06 亿美元）¹，这与其产业结构的变迁是一致的。

建设资本市场强国，是建设社会主义现代化强国的现实需要。一方面，要建设与我国经济、政治和国际地位相匹配的资本市场，另一方面，强国目标的实现也需要强大资本市场的支持，两者互为统一整体。从历史经验看，资本市场的的发展和质量的提升往往在经济体的腾飞和大国崛起中扮演关键角色。以美国为例，其在建国之初，即将金融发展确定为最重要的方略之一。积极完善信用制度，大力推动国债等资本市场成长，吸引国际资本持续流入，成为美国经济实力快速提

表 1 主要经济体金融市场发展竞争力排名情况

经济体	总排名	金融市场效率指标				
		服务可得性	服务成本	权益市场融资	信贷可得性	风投资本可得性
美国	2	2	10	1	2	1
英国	13	15	12	3	37	12
日本	20	19	4	15	8	28
德国	12	16	7	8	10	6
法国	33	36	28	22	53	35
印度	42	43	34	39	35	13
中国	48	54	30	31	34	10
中国香港	5	7	6	2	13	11
中国台湾	19	13	26	5	6	18
新加坡	3	4	2	6	3	4

注：数据来源为 World Economic Forum, The Global Competitiveness Report 2017–2018。

1. 数据来源为 Wind。

高的关键推动力量。在运河铁路修建、南北战争、西部开发、高科技浪潮等事件中，美国资本市场均发挥了重要作用。根据统计，1816至1840年间，外国资本占美国新资本形成的22%，并主要集中在公路、铁路和运河部门；19世纪80年代，国际资本积极参与了美国西部开发，占比约9%¹；近几十年来，以华尔街和硅谷为代表的资本市场又在推动美国高新产业发展并引领其进入新经济时代起到了积极作用，1980至2000年间，纽交所和纳斯达克市场多次调整上市标准，逐步形成适应创新行业企业的多套财务、盈利指标体系，共有1200多家信息技术公司在上述市场通过IPO进行筹资，获得创新助力。

二、建设资本市场强国的理论内涵

资本市场是交易和配置资本性资源的专门市场，其基本功能是推进资本形成、优化资本配置、评估和实现资本价值。资本市场强国之强，关键在上述功能发挥效能之强。从以上角度出发，建设资本市场强国理论内涵的核心原则应是市场广度和深度的可持续增长，即在关注资本市场容量规模的同时，追求更高的市场质量与资源配置效率。具体来说，包含以下几个方面：

一是市场结构完备，有效服务实体经济。增强实体经济特别是符合国家战略方向但不易得到传统银

行体系支持的新兴行业的融资能力，是资本市场服务国家战略能力的基本体现。金融结构需要适应实体经济结构，不同成长阶段、不同规模的企业需要差异化的融资渠道。成熟资本市场如美国已经建立涵盖场内和场外交易场所的健全的多层次市场体系，其中场内市场主要由纽交所、纳斯达克组成，场外市场则由OTCBB、OTC集团等构成，此外，其场内交易市场也在市场化导向下通过内部分层拓宽服务实体经济的广度与深度，纳斯达克由最初的创业板市场逐渐演化为全球精选、全球市场和资本市场三个层次，而以传统蓝筹股为主的纽交所集团也通过增设NYSE Arca和NYSE MKT两个子市场来为中小市值的初创科技企业提供融资支持。

二是市场规范透明，优胜劣汰机制完善。资本市场本质上是产权交易市场，完备的基础制度（包括上市退市制度、投资者利益保护制度）和公正严格的执法是保护产权、确保信息透明与有效执行合同的基本保障，是有效净化市场生态、防范“劣币驱逐良币”现象出现的重要手段，也是建设资本市场强国的必由之路。美国资本市场在早期曾长期奉行完全自由放任的理念，虽取得重大发展，但存在较为严重的市场操纵和内幕交易现象。1929年股市崩溃之后，美国开始着手建立系统的资本市场监管框架，上市公司透明度和投资者保护成为监管

主题。20世纪30年代到40年代初，美国先后颁布证券法、证券交易法、投资公司法、投资顾问法，成立专门的证券监管机构，基本确立了以市场化为导向、强调信息披露质量的证券发行制度，从而为市场规范化发展打下了基础。

三是市场运行稳健，风险防控安排充分。稳定是发展的前提，资本市场功能的发挥，离不开风险可控的环境和富有弹性的内生稳定机制。剧烈、频繁的市场波动，过山车式的暴涨暴跌，会增加投资者面临的不确定性，削弱投资者长期持有资本证券的信心，既不利于定价体系稳定，还会与投机活动交互作用、相互强化，最终导致市场效率的下降与融资功能的丧失。反之，风险管理安排充分，市场波幅维持在相对合理水平，则有助于建立有效的动态定价，通过提供可靠的信号，引导增量资本的初始配置和存量资本的再配置，并形成估值稳定、业绩驱动为主的“慢牛”格局，为投资者获得稳定长期回报提供基础，从根本上保护投资者利益。

四是市场成熟理性，机构化特征明显。资本市场的交易、配置效率和市场参与者成熟与否存在密切关系。由于投资者特别是散户投资者有限理性的影响，证券价格与其内在价值之间往往存在偏差，进而对市场定价的准确性造成干扰。从整体看，海外成熟资本市场机构化特点较为明显，其交易占比普遍较

1. 资料来源为《美国经济史（第7版）》，乔纳森·休斯、路易斯·P. 凯恩著，北京大学出版社2011年第1版。

高，对降低市场投机气氛起到了积极作用。如香港股市 2016 年机构投资者交易占比为 53.4%，散户交易占比为 22.8%¹，而北美证券管理协会（NASAA）提供的一项统计数据则显示，近年来美国股市中机构投资者完成的交易量占成交量的 95% 以上。与此相应，2016 年恒生指数、道琼斯工业指数的换手率分别为 50.04% 和 110.67%，明显低于同期上证综指、深证成指的 157.67% 和 378.43%²。

五是市场开放包容，全球竞争优势突出。在经济全球化的背景下，资本市场强国的概念不再局限于一国一地，而是全球资源配置的中心。目前，国际上典型的金融中心和先发资本市场，往往拥有较高比例的国际参与主体，通过吸引和汇聚全球金融资本和优质资产形成竞争优势。据 WFE 的统计，2016 年，美国纽交所集团和纳斯达克交易所共有上市公司 5204 家，其中海外上市公司为 873 家。美国财政部披露的最新年度数据则显示，截至 2016 年 6 月末，外国投资者持有美国证券资产达 17.14 万亿美元，其中股票 6.19 万亿美元，债券 10.95 万亿美元，占同期美股和债券市场总市值的比例分别约为 18% 和 27%。

在实践中，上述几个方面是彼此促进的。例如，结构体系完善、有效服务实体经济是资本市场防范

“脱实向虚”倾向和风险积累爆发的基础；规范透明的制度基础和稳健的运行环境，有利于吸引国际投资者参与；而市场的开放又能反过来在改善投资者结构、促进市场成熟和稳定方面起到积极作用。因此，建设资本市场强国，是以市场效率和质量为导向，推动市场完善、规范、稳健、成熟、开放的辩证统一的过程。

三、金融期货市场促进资本市场强国建设的作用机制

20 世纪 70 年代，布雷顿森林体系解体，金融市场传统价格锚定逐步瓦解，各类资产避险需求日益强烈，商品期货百年来成熟的风险管理机制被移植于金融领域，逐步形成了现代金融期货市场。从上述历史演进看，现代金融期货市场是顺应资本市场发展要求出现的，是资本市场发展进入高级阶段的产物。目前，金融期货已成为资本市场的重要组成部分，据 FIA 统计，2017 年，全球场内金融衍生品总成交量达 192 亿手，占场内衍生品总交易量的 76%。

作为各类基础金融变量波动风险的市场化管理工具，金融期货的出现对资本市场结构的完善具有重要的理论意义。现代金融学将市场中收益呈现非线性相关的证券数量等于未来不确定状态数量定义为市场完备状态，并将市场完备性的高

低视为资源配置效率的重要影响因素，认为资本市场完备性越高，则资源配置越接近帕累托最优。金融期货等衍生品通过将风险剥离出来进行分配和转移，拓宽了市场主体之间风险分担交易的可行空间，提高了整个资本市场的完备性，有助于增进参与主体的福利。

上述理论机制构成了金融期货市场促进资本市场强国建设的基础。具体来看，金融期货市场发展推动资本市场强国建设目标实现的作用包括以下方面。

一是金融期货的风险管理功能有助于提高市场内生稳定性。现代资本市场的风险防控总体上可以分为交易制度、风险管理工具和应急处置措施三个维度，其中，以金融期货为代表的风险管理工具是以市场化方式转移和化解风险的主要手段。基础资产市场投资者通过金融期货交易将风险转移给更愿意承担的参与者，可以增强其长期持有资本证券的信心，减少因市场波动而追涨杀跌的机会主义倾向，从而提升市场宏观稳定性。

二是金融期货提升市场定价效率，有利于引导社会资源有效配置，保障融资功能的持续发挥。对资本市场而言，做空机制缺乏或不完善的市场由于无法充分反映全部投资者的异质性预期，事实上将一部分投资者排除在市场之外，由此，证

1. 数据来自港交所发布的CASH MARKET TRANSACTION SURVEY 2016。除划分为个人、机构投资者的Investor trading外，港交所的交易分类还包括“EP principal trading”（做市商交易）。

2. 数据来源为Wind。

券价格将由乐观的投资者决定，造成价格高估和形成市场泡沫。金融期货市场灵活的双向交易机制和保证金制度，则可使不同预期的主体在良好的流动性环境下完整表达自己对市场未来变化的见解，通过充分博弈提高资产价格反映信息的效率，起到补充和完善现货市场资产定价的作用，并由此为全社会资源配置传递正确指引信号，更多流向真正具有成长性的优质企业。

三是金融期货有利于机构投资者成长，促进市场成熟，改善市场生态。一方面，金融期货能有效推动养老金、险资等长期资金入市；另一方面，金融期货拓宽机构投资策略选择范围，降低财富管理机构的冲击成本，为各类套利、保本、绝对收益策略产品开发提供支持，促进中小投资者通过专业机构间接参与资本市场，通过优化市场投资者结构提高市场成熟程度。

四是金融期货市场发展能为资本市场对外开放提供坚实保障。资本市场基础设施建设是影响对外开放的重要因素。实践表明，境外投资者特别是成熟市场投资者普遍具有较强的风险规避意识和丰富的利用衍生品对冲风险的经验。金融期货市场的深化发展不仅能为海外投资者提供必要的风险管理工具，也有助于塑造我国资本市场形象，稳定海外参与者政策预期。

五是金融期货市场发挥为监管机构揭示宏观信息的功能，增强市

场调控效果。例如，利用股指期权市场交易价格编制股市波动率指数，有利于相关部门对市场进行预研预判，提高宏观决策和市场监管的前瞻性与有效性。目前，包括国际货币基金组织、国际清算银行、欧美央行、美国财政部在内的国际重要金融管理部门均将源于期权市场的波动率指数作为决策参考的重要指标。

从我国实践来看，金融期货的推出，已在一定程度上起到了促进资本市场稳健、成熟，提高资本市场服务实体经济能力的作用。例如，股指期货上市以来，发挥了降低市场波动、降低股市情绪度、提高市场成熟度、助推长期资金入市等功能：推出前后近7年对比，沪深300指数的年化波动率从31.03%下降到25.26%；沪深300指数的年换手率均值由期指推出前5年的457.41%降为2010年4月到2016年底期间的134.97%；期指推出后沪深300指数成分股收益率与情绪指标的拟合度降低28.5%，非成分股收益率与情绪指标的拟合度降低19.8%；使用股指期货的机构数量逐年大幅增加，2010至2016年平均增长187%；投资公司运用股指期货管理定增业务中的风险，出现了以数十个定向增发项目为基础的定向增发结构化产品，有效提高上市公司融资效率，助力企业降低资金成本。国债期货也发挥了提升国债现货市场流动性、完

善反映市场供求关系的国债收益率曲线、促进国债发行、促进债券市场互联互通的作用，在金融去杠杆的过程中，国债期货提供了债券市值风险管理工具，有效分流债券市场抛压，促进债券市场稳定运行。

四、建议

由于起步较晚，当前我国金融期货市场仍面临着自身发展不充分与实体经济风险管理需求旺盛之间的矛盾，表现为产品品种数量少、覆盖现货市场程度有限、投资者结构有待完善、对外开放水平较低等。为更加充分地发挥金融期货市场在推动资本市场强国建设中的作用，未来，建议积极采取以下方面措施，从而构建一个“品种丰富、结构合理、内外互联、功能齐全、交易适度、运行规范”的金融期货市场：一是进一步丰富金融期货市场产品体系，提高对现货市场的覆盖程度和风险管理的精细度；二是推动机构投资者入市，提高金融期货市场参与者专业化水平，更好满足机构投资者风险管理需求；三是与现货市场有机协调，推动金融期货市场扩大对外开放，拓宽已获准进入股票、债券现货市场的国际投资者参与金融期货交易的渠道；四是以上市功能发挥为中心，通过健全监测指标体系、强化监管科技手段运用等多种手段加强市场风险防控，保障正常运行秩序。■

（作者就职于中国金融期货交易所）



“区块链+物联网”技术 对大宗商品信用登记管理的启示

■ 文/柳青

大宗商品市场既有上游原材料、中间产品，也有众多下游终端产品，是重要的要素市场，也是实体经济的重要组成部分。如何解决大宗商品流通和管理中的信用安全效率问题，一直是困扰现货领域的难题之一。由于大宗商品的现货形态较为复杂，通常表现为“大、散、杂、难”的特点——货值体量大，散堆散放不易管理，品质等级复杂多样，物流管理困难，很难进行标准化处理，管理过程难以把控。这导致大宗商品现货的经济运转持有

成本高，资金需求大，周转效率低。

为了提高大宗商品的流通周转效率，一些以大宗商品持有凭证开展的业务创新不断丰富，形成了依托仓单、提货单开展的转让、回购、质押融资等业务。这些持有凭证的实质是将大宗商品通过“资产证券化”手段，转化为信用凭证，有的是依靠自身的信用，有的是由第三方提供担保。而这种“证券化”的处理方式，虽然改善了商品现货的存在形态，但是需要有权威的第三方机构对其进行信用背书，以此

来提升凭证的信用水平。而从现实情况来看，有资格或有能力为大宗商品凭证提供信用背书的机构非常有限，目前在期货交易所注册形成的期货标准仓单具有较高的信用水平，但市场体量相对有限。其他仓单登记机构、保险公司等能够提供同等信用支持的形式并不多见。究其原因，主要在现货存储和流通中存在两个难题。一是确权。是指商品在存储期间所有权的归属问题。一般我们理解，货主应该是商品的所有人，但是由于大宗商品在途时

间长，贸易情境比较复杂，从仓库的角度来看，存储商品的人并不一定是商品的所有者，因此，仓库作为货物的存管主体，在确认商品的所有权方面的信息是不完备的。二是重复使用。由于缺少统一的存管和信用登记机构，大宗商品存在“一货多售”“一货多押”的可能，实际情况中也出现了类似的风险欺诈事件。这两个问题的出现，主要是由于没有一个完整的信息链条，货物从最开始的归属、流转、质押、纠纷等过程没有跟踪和记录机制，导致某个环节出现问题后，当事人的道德风险得不到控制，继续传导，从而导致风险事件。

区块链技术和物联网技术的发展，为解决资产信用管理问题提供技术上的借鉴。区块链在分布式记账、时间戳、加密数据等方面的技术优势，可以为大宗商品的确权、多重支付问题提供解决方案。物联网技术则通过智能标签、传感器和嵌入式系统解决有形资产的数字化问题。相信两种技术的结合，能够为大宗商品的数字化、证券化提供技术借鉴，形成新的大宗商品信用凭证管理体系。

一、大宗商品信用凭证体系现状和存在的问题

大宗商品的物权凭证主要是指提取仓储物的凭证，主要包括仓单和提货单等。其中仓单包括由期货交易所开具的标准仓单和由第三

方登记机构开具的仓单，提货单是指由货主开具并经仓储企业确认的物权凭证。利用物权凭证，可以实现以下效力，或办理相应业务，如提取货物、转移所有权和质押融资。目前，这些大宗商品物权凭证在登记注册和使用过程中存在的问题，主要包括以下几个方面：

1. 标准仓单信用较好，但持有成本较高，市场体量有限。标准仓单是交易所指定交割仓库按照交易所规定的程序提交注册申请后，经交易所注册的符合期货合约规定质量标准的实物提货凭证。但仓单的持有成本较高，通常只有准备实物交割时才进行登记注册，其市场体量较小，流动性较低。

2. 提货单是由仓储企业背书，使用效率较低。提货单是指在买方完成商品验收、确认合格并经存货港口对物权转移确认后，卖方签发给买方的实物提货凭证。签发主体的信用至关重要。

3. 第三方仓单登记机构的权威性和信用担保能力需要市场进一步认可，尚待检验。目前很多市场机构也意识到了大宗商品注册登记环节存在的问题，开始建设第三方仓单信息登记平台，但是作为信用登记机构，在风险准备和企业信用方面是否权威，能否抵御风险冲击，尚待考验。

因此，大宗商品信用凭证问题的核心在于既满足良好信用的同时，又降低凭证持有成本。信用保

障主要是为仓单注册的生命周期提供可追溯、可跟踪的信息记录，明确物权凭证的所有权，防止重复使用。在降低持有成本方面，则通过运用适当的、有效的技术手段，降低仓单货物的存储、作业和监控成本。

二、区块链技术在解决大宗商品信用凭证关键问题中的作用

(一) 区块链主要技术特点

1. 分布式账簿更适合“无中心”场景的应用

目前，中心化结构是保证信用统一登记的一般形式，但是区块链技术采用了分布式结构对数据进行验证、记账、存储、维护和传输，并在这种结构下建立了分布节点之间的信任关系。区块链通过数字加密技术和分布式共识算法，实现了在无需信任单个节点的情况下构建一个去中心化的可信系统，因此这个分布式的信任系统不依赖权威的中心机构提供信用背书。

对于分布式结构通常会提及“去中心化”的替代性作用，而实际上对于一些应用场景，在构造中心结构本身存在难度，大宗商品登记领域就有这样的特点。由于大宗商品的存储和交易场景相对复杂，很难找到一个中心机构对其进行信用背书，该场景本身就是一个“无中心”场景。因此，对于这种场景分布式结构具有天然的匹配优势。

2. 时间戳确保资产可跟踪、可追溯

区块链采用带有时间戳的链式区块结构存储数据，从而为数据增加了时间维度，具有极强的可验证性和可追溯性。

对于大宗商品的转让、回购和质押业务，时间戳是对交易性业务的很好支撑，根据时间序列可以实现跟踪和反演，能够保证业务在未来时点都可记录，同时，根据反演需要，可以利用回放技术进行复盘。

3. 加密数据维护隐私保护和系统安全

区块链技术采用非对称密码学原理对数据进行加密，保证区块链数据不可篡改和不可伪造。加密数据的功能主要体现在两个方面，一方面是保护用户的隐私，另一方面是保护系统的整体安全，能够满足大宗商品业务的保密需求。

(二) 共识机制（算法）解决的关键问题

共识机制，或者共识算法是区块链运行所依赖的验证和决策机制，是实现分布式信用的重要保障机制。共识机制本质上是一种非对称加密算法，现有的共识机制主要包括工作量证明机制（PoW）、权益证明机制（PoS）和股份授权证明机制（DPoS），以及混合证明机制。共识机制的优点在于允许分布式系统中的所有节点都参与验证，只有通过验证的信息才能写入区块链。这种集体维护机制使信用

得以确认，同时也是公开披露信息的过程，可以有效解决大宗商品信用凭证的确权和重复使用问题。

1. 确权问题

确权问题类似拜占庭将军问题。本来货物的存储人应该拥有货物的所有权，但是现实中，货物的存储人可能由于其他债权债务关系，会发生货物被第三方强制执行等问题。因此，从仓库的角度，无法确认存储人的货物所有权是否完备。这里可以考虑引入信用记录，对于初始信用状况可以通过第三方信用机构来补充，在后续业务中，可跟踪完善参与主体的信用情况。我们可以构建一个链条，“存储人的信用记录→存储人（货物）→仓库→仓单”。即仓单的信息不但有货物的情况，也有存储人的信用情况。使用区块链技术，防止存储人的道德风险问题。这样实际上回答了每张仓单所对应的所有人的信用水平，将信用记录与资产凭证相关联。

2. 多重抵押问题

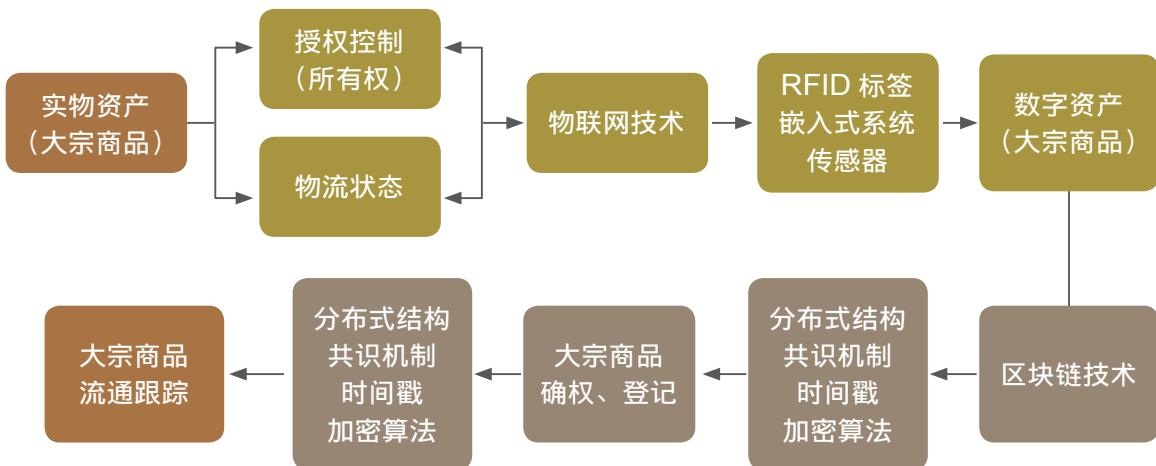
在现货领域一个潜在的风险就是货物的存储人在质押融资的过程中，将货物质押给多个银行，骗取质押款项。当抵押品价格发生不利变化，或质押到期时，风险集中暴露。这个问题，类似于信用的双重支付问题。在现金和数字货币领域，通常依靠现金（真正法币）物理实体的唯一性，或是银行记账来保证。但是在现货领域由于缺少权

威的信用登记主体，很容易出现双重支付的问题。对于类似问题，可以通过共识机制加以解决。在分布式结构中，每个参与节点都可以对货物信息和业务状态的真实性进行判断和确定，一方面提高了分布式结构中的信息透明度，解决信息不对称问题，另一方面，每个参与节点都有投票权力，增加了风险节点的违约成本。

三、物联网技术解决大宗商品的数字化

区块链应用的一个关键前提是资产的数字化，而如何实现有形资产的数字化，就要充分发挥物联网的功能，进而通过“区块链+物联网”，实现大宗商品数字化的区块链登记管理模式。对于有形资产，物联网技术是实现有形资产转换为数字资产的关键技术，大宗商品物联网领域中的关键技术主要有RFID标签、嵌入式系统、传感器技术等。RFID标签，即智能标签技术，用于拓展资产信息的维度，可自动识别等功能。嵌入式系统是将计算机软件、硬件、传感器、集成电路等技术与实体资产一体化。传感器技术主要解决的是将模拟信号转换为数字信号。利用这些关键技术可以对实物资产配置嵌入式系统、传感器，实现对资产的授权和控制。例如，应用于房屋、车辆的电子锁，可以保证资产使用权的转移；应用在物流环节，可以

图1 基于“区块链+物联网”技术的大宗商品信用登记机制



在生产、包装、库存与运输环节进行监控，利用传感器来采集、传输相关信息。通过物联网技术，将静态和移动状态的实物资产，转换为数字资产，以到达利用区块链技术进行管理的目的。

四、基于“区块链+物联网”的大宗商品信用管理机制

通过以上对区块链技术和物联网技术特点的提炼分析，我们不难发现，“区块链+物联网”技术整合，解决了大宗商品数字化问题，从而使其满足区块链应用场景的特征，可以考虑利用私有链或者联盟链，开发设计大宗商品登记管理体系。

五、结语

(一) 从实体经济痛点出发，充分利用新兴技术的叠加整合

目前，大宗商品登记领域中面临的主要挑战就是信用登记主体缺失，资产信用机制不完备的问题。这种状态主要是由于信用规则的建立需要一定的时间和制度支持，信用登记主体需要合法性支持，也需要较强的风险承担能力。与此同时，也要有效控制由于登记管理所导致的成本增加。这些应用情境，恰好为物联网、区块链技术的整合应用提供了空间。

(二) 区块链技术应该回归实体资产本源，加强技术特点与实体资产的融合

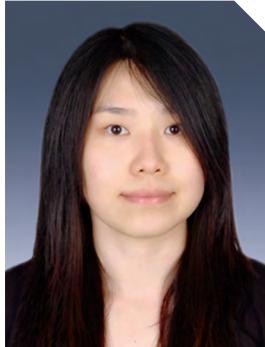
虽然区块链技术在数字货币和虚拟货币应用中面临的监管不确定性较高，但是如果将其技术特质与应用载体区分开，很多技术特点具有借鉴意义。在大宗商品实物资产登记领域中，恰好为区块链技术在实体资产领域的应用提供了空

间。同时，与物联网技术的结合可以实现大宗商品从实物资产向数字资产的转换，为区块链技术的实施提供前提条件。

(三) 大宗商品信用的监管问题

大宗商品信用监管始终面临着较大的挑战。首先，实物资产向数字资产转换的监管。与“资产证券化”问题相似，底层资产的质量和安全性决定了最终的效率，“物联网+区块链”实现了有形资产的数字化，监管这个转换过程是否真实有效，决定着后续业务的风险水平。其次，分布式结构下的监管。分布式结构中没有一个中心机构作为监管载体，这要求在分布式结构下的监管机制既能给予参与者充分的隐私保护，又能体现监管的透明化、穿透力。■

(作者系大连商品交易所高级执行经理、博士)



侯建

永安期货北京研究院农产品部部长，首席分析师。英国杜伦大学金融学硕士，专注于农产品领域特别是油脂油料、玉米等品种研究。围绕产业，深度挖掘产业链上下游投资机会。注重跟踪趋势，期现结合，拥有多家行业龙头企业客户风险管理服务经验。

不确定因素聚集 油粕价格波动加剧

■ 文/侯建

2018年一季度油脂油料市场继续呈现粕强油弱格局。这期间，美豆以及国内豆粕先后走出两轮快速上涨行情，行情的驱动分别是阿根廷天气题材以及中美贸易战。前一轮行情的上涨促使美豆价格在3月初刷新2016年7月以来高点；而3月底中美贸易摩擦引发市场对国内进口大豆成本上升的担忧，盘面特点表现为外弱内强，国内豆粕再度逼近3月初高点。相较之下，油脂板块大体呈现绝对价格偏低但供应偏松的局面，因此价格持续低位震荡。

全球油脂油料供需现状

商品价格的走势与供需结构紧密相关。美国农业部3月度供需报告公布的最新数据显示，全球油

籽产量在2016/2017年度创出5.75亿吨的历史高点后，2017/2018年度出现回落，与此同时全球油籽需求呈逐年增加态势，最终导致2017/2018年度全球油籽结转库存下滑134万吨至1.07亿吨，库存消费比由上一年度的23.07%下滑至21.93%。大豆贡献全球油籽近60%的产量，2017/2018年度大豆产量的下调是导致全球油籽供应下滑的主要因。2017/2018年度全球蛋白粕结转库存连续第三年下滑，库存消费比降至4.42%。供求结构的同比收紧奠定了大豆和豆粕价格底部抬升的基调。此外值得注意的是，周边谷物市场同样呈现供给收缩的局面，全球谷物库存消费比在2017/2018年度告别连续四年回升的格局，由2016/2017年度的25.77%回落至

24.78%，其中玉米供应下滑最为明显。

相较之下，全球植物油库存消费比在2013/2014年度见顶出现拐点，2016/2017年度降至10.82%，逼近历史低点。而在棕榈油库存增加的背景下，2017/2018年度库存消费比回升至11.07%，表明油脂的供需情况出现了改善，这也解释了油脂价格为何迟迟未能摆脱底部格局。

2017/2018年度旧作物关注 阿根廷减产与产地出口

美国农业部3月供需报告公布之时，美豆价格已自高位出现回落，报告变量基本已被此前市场交易，因此整体呈现偏中性影响。3月报告环比调降美豆出口3500万蒲式耳，调升其国内需求1000万蒲式耳，最终需



求变化导致美豆结转库存连续第四年增加，2017/2018年度美豆库存消费比为13.33%，仍显宽松。但由于全球需求的持续增加叠加南美主产国产量的下滑，全球大豆2017/2018年度库存消费比降至27.46%，环比下滑1.14%，同比下滑1.85%。

去年12月以来，对于阿根廷产区炎热天气的担忧笼罩市场。春节后美豆和国内豆粕的“开门红”行情交易的主要是阿根廷大豆产区干旱天气的升温。阿根廷国家气象局称，1月和2月期间阿根廷多个主产区的降雨缺口达到100到300毫米，2月份可能是1980年以来同期最干燥的月份。3月美国农业部报告环比大幅下调阿根廷产量700万吨至4700万吨，同比下调1080万吨，为2012/2013年度以来的最低水平。而市场预期其产量仍有下调空间，预测区间大致为4000至

4500万吨。由于此前价格的快速上涨已经交易了大部分预期，尽管3月底阿根廷大豆产区降水仍不多，但随着阿根廷天气窗口炒作期接近尾声，市场敏感度下降，阿根廷天气行情高点或已现，价格进一步上涨空间需等待新题材出现。基金看多意愿也有所下降，截至3月20日当周，投机基金在CBOT大豆、豆粕、豆油上的净多头寸均小幅减持，其中大豆期货基金净多单自近20个月来高位回落至197820手。但目前基金净多持仓仍处高位，加之后期即便降雨也较难弥补阿根廷产量，下方支撑较明显。

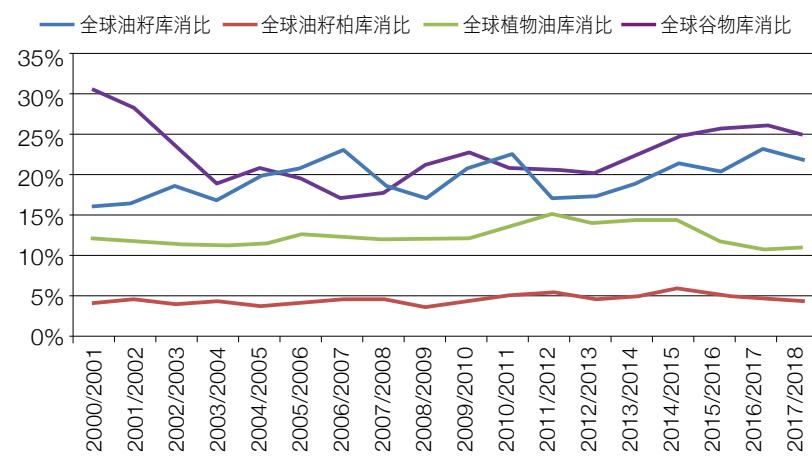
阿根廷减产意味着其大豆、豆粕出口需求向巴西和美国转移。主产国巴西既是全球大豆第一大出口国，也是中国大豆最主要来源国。巴西情况与阿根廷截然不同，良好的天气条件提振单产，对供应是积

极因素。3月预估2017/2018年度巴西大豆产量环比增加100万吨至1.13亿吨，但同比下跌110万吨，能否弥补阿根廷缺口存疑，此前阿根廷大豆减产的缺口已经导致巴西大豆贴水快速上涨。与此同时，3月底爆发的中美贸易战也将大豆推上风口浪尖。美国政府宣布将对从中国进口的商品大规模征收关税，市场担心中美贸易战或波及大豆。中国是美国大豆最大进口国，2017年中国进口9553万吨大豆，其中约34%从美国进口。如波及美豆，或使更多大豆进口需求转向巴西，最终都将令国内进口成本面临上升压力，使得国内大豆价格相对美豆强势。中美贸易战当前对盘面影响更多为心理层面，但作为扰动因素需密切关注。

2018/2019年度新作物关注 美豆种植面积与天气

随着南美大豆进入定产期，未来市场关注的焦点将开始转向美国新季大豆的播种。在美国，玉米一直是第一大农作物。但近年来由于种植大豆的收益持续好于玉米，市场预期大豆或逆袭为王。2012年以来，美国大豆种植面积保持增长态势，2017年美豆种植面积为创纪录的9014.2万英亩，较2016年增幅达8.25%。缺乏轮作或将对大豆单产造成一定影响，但就目前大豆玉米比价来看，美豆播种面积大概率仍将保持较高水平，市场主流预期

图1 全球油脂油料及谷物库存消费比



数据来源：USDA 永安期货研究院

2018年增幅在1%至2%，即9100至9200万英亩范围。

美国农业部在2月农业展望论坛上预估2018年美国大豆种植面积为9000万英亩，低于市场预期。3月底美国农业部即将公布作物种植意向报告。目前市场预估美豆种植面积均值为9105.6万英亩，玉米8942万英亩。3月美豆价格的回落实际上已经部分交易美豆种植面积增加预期，当前市场仍在等待种植意向报告这只靴子落地。种植面积报告之后，天气将成为影响价格走势的重要因素，播种期是否会影响农民种植意向、生长期对于单产的影响均为市场关注要点。澳大利亚气象局近期表示，自去年12月开始的拉尼娜已经结束，气象机构3月初预测ENSO中性的状态将持续至2018年下半年。但二季度处于天气敏感期，题材易发，价格波动通常较为剧烈，需谨防天气升水行情。

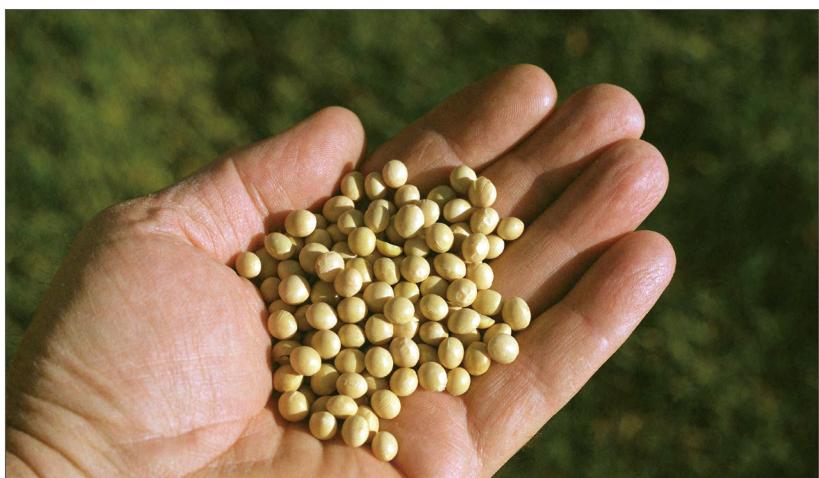
国内豆粕供需形势

由于春节假期因素，大豆进口季节性低点出现在一季度。最新公布的海关数据显示，2018年2月份我国大豆进口量为542万吨，较1月份的848万吨减少36.1%，较上年同期的554万吨减少2.2%，1月大豆进口一度同比增逾10%，主要由于压榨利润良好，豆粕需求旺盛刺激国内油厂买货。目前市场预期3月进口大豆预报到港605万吨，同比下滑3.5%。而因为巴西运输速度较慢，4月进口大豆到港预期830万，同样低于预期的870万吨，近月进口到港规模或呈现偏紧局面。远期大豆到港5月预期930万吨，6月预期1000万吨，较为宽裕。

截至3月23日，国内进口大豆库存为573.1万吨，处于历史同期相对高位。一季度油厂开机率保持在较高水平，春节后补库需求一度使得豆粕成交良好，豆粕库存出现下降。3月下旬油厂受胀库、缺

豆等因素影响停机检修，开机率有所下降，油厂有挺粕意愿，短期现货基差稳定。但随着需求释放，豆粕成交转淡，终端需求不佳或令库存压力显现。而远期大豆到港压力较大，市场存看弱心态，后续关注实际到港量。

作为最大的蛋白粕消费国，中国需求始终是市场关注的焦点。春节过后，生猪价格出现超预期下跌，节后消费低迷是主因，养殖场集中抛售使得生猪供给快速增加。猪价走低导致生猪养殖陷入大幅亏损局面，禽类养殖利润同样不佳，水产养殖目前处于淡季，短期需求不利于豆粕价格。但从长期来看，中国需求也许并不差。存栏指标一直是观察饲料需求的直观指标。值得思考的是，猪价下跌的同时生猪存栏数据始终维持低位。农业部数据显示，1月份生猪存栏同比下滑3.2%，环比下滑1.2%，能繁母猪存栏同比下滑4.9%，环比下滑0.3%。但2017年中国大豆进口同比增长13.9%，刷新历史纪录，从侧面印证了中国需求的刚性。存栏以及猪价均处于低位的这一表面矛盾现象的产生或与出栏体重增加以及规模化水平提高后养殖效率的上升有关，2017年生猪出栏均重处于历史最高水平。从长远角度来看，下游工业化、规模化进程加速，大型养殖场的产能逐渐投产，生猪供给有望缓慢增加，继而支撑饲料需求。





油脂继续面临绝对价格低位但供应宽松的矛盾

2017/2018 年度全球植物油库存消费比在经历了连续三年下滑后自底部出现回升。厄尔尼诺之后棕榈油产量的恢复以及近年大豆丰产是库存累积的主要原因。2017/2018 年度全球主要植物油产量预估为 1.98 亿吨，较上年度增长 4.8%，其中棕榈油增产 490 万吨，豆油增产 223.6 万吨。2017/2018 年度植物油消费量预估为 1.92 亿吨，较上年增长 719.8 万吨，其中棕榈油增 295.7 万吨，豆油增 253.4 万吨。棕榈油、豆油和菜油在全球植物油的供给构成中比重较大，占比分别为 35.28%、28.4% 和 14.54%。对比三大主要油脂（见图 2），2017/2018 年度全球棕榈油库存消费比为 17.32%，上年度为 14.59%；豆油库存消费比为 5.58%，

上年度为 6.31%；菜油库存消费比为 12.39%，上年度为 14.45%。菜油降幅最为明显，豆油同样出现下滑，棕榈油则显著回升，库存结构的变化将在一定程度上对三大油脂强弱关系的走势产生牵引。

棕榈油是全球产量、消费量以及贸易量最大的油脂品种，这使其成为油脂的定价核心。2018 年主产国马来西亚和印尼产量继续存乐观预期。3 月之后马来西亚将迎来季节性增产周期，供应压力有望增大，而年初以来其执行的出口零关税政策即将结束，4 月关税将定在 5%。印尼 4 月则继续免征毛棕榈油出口关税。短期来看，零关税政策结束前国内需求以及斋月节前备货将对价格产生支撑。但中期季节性增产、印尼或挤占马来西亚市场份额以及需求国印度提高进口关税等因素都将令马来西亚棕榈油库存面临重新

累积的风险，进而施压价格。

国内油脂库存压力仍待进一步释放。棕榈油近月进口利润较低使得买盘较少，库存增加不明显，基差稳定，短期利多，但需求同样疲软，加之主产国累库存预期，应关注进口利润变化。一季度豆油库存出现季节性回落，但随着 4 月后大豆到港压力增加，油厂开机率恢复或将令库存再度回升。国产菜籽减产以及菜油去库存接近尾声使得菜油的基本面前景好于豆油和棕榈油。短期菜油沿海库存整体处于偏低水平，现货基差偏强，但进口利润好转或刺激库存增加，且在油脂替代效应之下，若棕榈油和豆油压力不能充分释放，菜油也较难走出独立行情。

结论

全球油籽和蛋白粕供需呈收紧态势，大豆和豆粕价格重心上移。阿根廷天气炒作高点已现，短期价格缺乏进一步上涨动能，但减产事实提供底部支撑，市场等待美豆种植面积报告靴子落地。国内短期需求数据不佳，且后续面临大豆到港压力，但长期需求刚性，大豆生长期也是题材易发期，天气升水行情或令豆粕价格易涨难跌，且中美贸易战仍为市场提供不确定性。全球油脂库存回升，国内库存压力有待释放，油脂绝对价格偏低，但缺乏显著向上动能。此外宏观因素需密切关注，若通胀预期抬头，农产品易吸引资金关注。

图 2 全球三大油脂库存消费比



数据来源：USDA 永安期货研究院



庞春艳

硕士，商品期货研究员。2009年至今从事商品期货研究，主要负责能源化产品的研究，善于从基本面角度把握趋势行情。曾在期货日报、和讯网等专业媒体发表大量商品研究报告，在期货日报和证券时报举办的“第十届最佳期货经营机构暨最佳期货分析师评选”中被评为“最佳工业品分析师”，多次被评为“郑州商品交易所PTA高级分析师”，2017年度被评为“国投安信期货最佳分析师”。

PTA 供应宽松平衡，下游市场景气依旧

■ 文/庞春艳

2017年下半年，PTA期货价格一路上涨，除了原油价格上涨的带动之外，下游聚酯产销两旺、纺织服装景气度上升等来自需求端的利好功不可没。春节过后，基本面较节前发生了明显的变化，一是原油价格止涨回落，二是PTA和聚酯涤纶库存上升，中美贸易战爆发等宏观面对PTA的拖累作用也在显现，PTA期价短期可能继续跟随商品市场走势。但从近期对下游市场的走访情况看，PTA生产企业、聚酯企业、下游织造企业及面料贸易商等市场参与者大多持相对乐观的态度，主要的理由是全年PTA供应将保持宽松平衡的局面，下游纺织服装景气周期尚未结束，产业链下游表现比较健康，后市依旧有需求潜力。

PTA 供应宽松平衡，关注装置检修动态

2012年至2014年国内PTA装置集中投产，产能过剩问题凸显，价格承压下跌。2015年之后国内PTA新产能投放速度放缓，PTA市场逐渐由过剩转为平衡。2018年国内无新产能投放计划，只有PTA老

装置重启预期，但下游聚酯行业将迎来投产高峰。理论上，PTA的消费将有望保持较大幅度增长，供需基本维持平衡状态，但可能会出现阶段性的供需矛盾。

1. 产能

2012年至2014年，国内PTA行业产能集中投放，导致严重的供

表1 2013—2017年度国内PTA供需数据统计（万吨）

年份	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
PTA产能	3328	4348	4693	4613	4703
PTA产量	2605	2818	3104	3310	3586
进口量	274	116	75	50	54.3
出口量	13	46	62	69.4	52.3
表观消费量	2866	2888	3117	3291	3588
进口依存度	10%	4%	2%	2%	2%

数据来源：中国化纤信息网



应过剩，行业加工利润大幅压缩，甚至长期处于亏损状态。2015年远东石化在激烈的竞争中宣布破产，翔鹭石化因上游芳烃装置爆炸也暂时退出市场，产能过剩的压力略有减弱，但激烈的竞争依旧存在。大企业凭借生产工艺、销售、管理和原料方面的优势在市场中勉强生存，像佳龙石化和蓬威石化这些竞争力弱的小企业被迫停产。直至2016年下半年开始，随着终端需求的好转，产能过剩的压力逐渐减弱，生产也一改长期亏损的局面，部分长期停车的小装置开始计划重启。佳龙石化和蓬威石化先后完成重启，2017年下半年停车两年多的华彬石化140万吨装置及福海创（原翔鹭石化）300万吨装置陆续重启，嘉兴石化二期220万吨新产能在2018年初已经投产110万吨，另外110万吨也计划在3月份投产。刨去部分长期停车的装置，截止到3月底国内PTA在产装置预期将达到4269万吨（福海创300万吨装置7成负荷运行），年内没有新装置投产计划。但福海创已经投产的300万吨装置负荷尚有3成提升空间及另外150万吨长期停车的老装置待重启，但其装置受原料供应限制，暂时难以提升负荷，后期应关注其码头建设动态及原芳烃装置的复产计划。另外还有一套早已建成的四川晟达100万吨装置有投产预期，但此装置与蓬威石化90万吨装置存在原料竞争问题，因此西南地区的产能暂

不考虑有明显增长。由此分析，全年PTA产能最高可达4500多万吨。

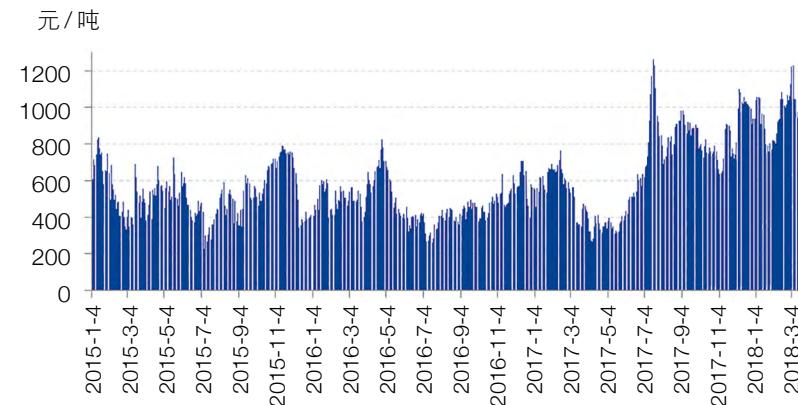
2. 聚酯行业迎来投产高峰

国内90%的PTA流向下游聚酯企业，据中国化纤信息网数据显示，2017年底，国内聚酯总产能4800万吨，较2016年增加215万吨，增速4.69%，但聚酯的产量却大增11.7%，超出市场预期，主要是下游需求好转导致聚酯销售顺畅，行业的盈利情况明显好转。据中国化纤信息网统计数据显示，年内长丝短纤平均现金流达到400至500元/吨，长期亏损的聚酯切片

产品同样实现盈利。

2016年下半年以来的下游景气周期刺激了新一轮的聚酯装置投资潮，2018年中国聚酯产业将迎来新的投产高峰。据统计年内计划投产的装置有近30套，共涉及647万吨，包括涤纶长丝、聚酯瓶片和涤纶短纤。大量装置集中投产，很有可能出现阶段性过剩，一旦行业盈利能力下降，实际投产量可能不及预期。中国化纤信息网预测年内实际聚酯投产量大约525万吨，但也可能只有三四百万吨。因此，年底聚酯产能最高可达

图1 PTA 加工费



资料来源：Wind 国投安信期货

表2 2013—2017年我国聚酯产能产量统计（万吨/年）

年份	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年*
年底聚酯产能	4105	4418	4515	4585	4800	5325
聚合体产量	3205	3268	3530	3680	4110	4439
聚酯负荷	82.10%	76.69%	77.70%	80.88%	87.59%	86%

数据来源：中国化纤信息网

*2018年数据为预估值

5300 万吨以上，与 PTA 4500 万吨的产能基本匹配。

3. 约货比例提高，关注 PTA 检修动态

2017 年底国内 PTA 在产产能 4159 万吨，考虑到部分装置检修等因素，按照 95% 的开工率算，PTA 呈小幅盈余状态，实际去年 12 月份 PTA 供应过剩 6 万吨。但因春节前后聚酯装置集中检修，聚酯开工率大幅度下滑，PTA 供应过剩增加，1 至 3 月份国内 PTA 库存预计增加 80 万吨左右。

PTA 加工费高，检修意愿不强。一般 PTA 装置每年都要进行一次例行检修，而检修的时间及周期与生产的盈利情况往往会有密切联系。因生产亏损较为严重，去年 4 月份开始国内装置轮流检修。今年 4 月份将陆续进入新一年的检修周期，在较高的加工利润刺激下，原计划 3 月份检修的福化福海创 300 万吨装置推迟至 5 月份检修。因涉及生产过程中辅料的更换及设备的安全生产问题，企业不可能无限期推迟检修，且随着价格的下跌，PTA 加工费在近期明显压缩，3 月底新一轮的检修计划传出，嘉兴石化二期 220 万吨装置计划 4 月上停车检修，逸盛大连 220 万吨和 375 万吨装置计划 4 月下旬起各检修 2 周左右，蓬威石化 90 万吨装置 4 月份计划停车检修，江阴汉邦二期 220 万吨装置计划 4 月检修 2 周左右，宁波台化 120 万吨装置计划 5 月初检修。

综合来看，4 月份涉及检修的 PTA 装置产能超 1100 万吨，涉及产量损失在 45 万吨左右，5 月份因检修涉及的产量损失在 12 万吨以上，PTA 有望再度迎来去库存周期。

聚酯行业利润好，负荷高。目前下游聚酯瓶片和涤短企业的库存较低。长丝企业经过 3 月中下旬的放量销售之后，库存多降至合理水平，行业的利润水平较好。因此，目前聚酯在产装置多满负荷运行，同时新装置也在积极投产，3 月份中上旬已经有 100 多万吨的新产能投产。

随着产能基数的增大，聚酯环节对于 PTA 的消费将保持在高位。据了解，今年聚酯企业与 PTA 企业的合约货比例比往年有提高，大多在八九成，甚至有的企业全部采用合约货形式采购 PTA。主要是有利润的情况下，企业担心出现去年下半年的原料断货情况。大型 PTA 企业也表示全年合约货已经签满，可见聚酯企业对未来的 PTA 供应预期偏紧。PTA 生产企业也表示在装置检修之前会提前备足库存保证合约货供应，可见一旦大装置开始检修，PTA 难免再度去库存，因此建议关注 PTA 的装置检修可能引发的市场波动。

上游库存积累，下游织造健康

1. 聚酯市场现新态，大厂主导力增强

近两年大厂整合兼并和新投装

置增加，长丝市场的产能集中度明显提高。据了解，荣盛、恒逸、桐昆、新凤鸣、恒力、盛虹这几家大厂占据了全国长丝产能的一大半，因此大厂对于长丝价格的主导能力上升。今年春节后，招工难等问题再现，下游需求启动缓慢，导致涤丝库存迟迟难以消化，但涤丝价格却依旧维持在高位。CCF 价格显示，POY 春节后从 8685 元 / 吨上升至 8835 元 / 吨，虽然 PTA 价格自 6000 元 / 吨以上的高位下跌了近 500 元 / 吨，乙二醇的价格更是出现了千元以上的跌幅，但 POY 最低至 8660 元 / 吨，只从高位下跌了不足 200 元 / 吨，3 月下旬随着产销的好转，甚至再度涨价，其他长丝产品情况相似，主要是大厂挺价的结果。

据了解，春节期间大厂装置多维持正常生产，从今年 CCF 统计的检修数据也可以看出，聚酯装置在春节期间的检修量相对不大，开工率最低至 80.4%，相比 2017 年春节期间 75% 的开工率，检修力度明显下降。主要是 2016 年下半年以来的景气周期延续至 2017 年下半年，市场表现更好，因此企业生产积极性高。但终端织造基本全面停产，市场产销归零，因此企业的产品全部转化为库存存放于聚酯厂的仓库。但因大企业上下游一体化配置，聚合原料 PTA 不需要外采，另外资金面压力也相对较少，因此对于目前偏高的库存容忍度较高，挺价意愿较强。但下游织造企



业对于PTA和聚酯环节库存上升、价格坚挺的现状态度相对谨慎，尽管企业订单情况较好，产品库存较低，但备货积极性不高，市场呈现僵持局面。

2. 织造环节健康，印染或是瓶颈

纺织服装市场在整个产业链中充当着下水道的角色，如果终端需求疲弱，上游产能增加超过下游的消费能力，过剩压力难免向上传导。但在近期走访江苏地区市场过程中发现，目前市场多对终端纺织服装市场持乐观态度，主要原因有如下几点：

(1) 目前部分地区存在布料紧俏的情况，很多企业的布料订单已经排到3个月之后，市场的心态整体比较好，但织造企业的涤丝库存普遍不高，多在7—10天，因此预期后市刚性需求将维持。

(2) 环保因素导致喷水织机数量暂时减少，但苏北、安徽等地的制造工业园区将陆续投产，设备的数量及运行效率都有明显提高。苏南地区的织机也在不断升级改造，未来织造产能将有明显增加，对聚酯涤纶的消费潜力很大。

(3) 随着人们生活水平提高及消费习惯的改变，纺织服装市场的内需将继续保持较大幅度增长。房地产市场发展带来的家纺消费量的释放也有所体现，中国社会纺织品的消费量潜力巨大。

(4) 随着工艺的进步，聚酯产品的应用领域将继续拓展。例如随着工艺的改进，纯化纤产品在纺织服装中的应用范围将继续扩大，塑料家具等新消费领域的出现可能是未来的需求增长点。

整体看，目前大家对于终端产品的需求保持较为乐观的态度，实际情况也是终端织造企业的原料和坯布库存都比较低，后市消费的持续性可以期待。

随着环保整治的升级，江浙一带的印染市场受到影响较大。据了解环保不达标的落后印染装置已经被关停，今年还将有大量的占用排污指标但却不产生税收的印染装置继续被淘汰。新的先进环保的印染产能很难在短期内释放，从目前市场的情况看，印染企业的订单多排的较满，因此导致印染环节可能成为整个产业链的瓶颈性制约因素，这需要时间的积累才有可能显现。

中美贸易战打响，波及纺织服装出口

当地时间3月22日，美国总统特朗普签署总统备忘录，将对中国进口的商品大规模征收关税，涉及规模可达600亿美元。而中国是纺织服装出口大国，美国又是中国的主要出口市场，美国近50%的纺织品和服装来自中国。连续三年负增长的纺织服装市场在2017年刚刚转为小幅增长，一旦贸易战打

响，势必波及中国的纺织服装出口，间接利空PTA市场。

总结及展望

2018年国内PTA供需面整体将保持宽松平衡的局面，但上半年PTA装置有检修预期，且聚酯新产能投产的积极性比较高，预期PTA在二季度将再度去库存。聚酯行业产能集中度逐渐提高，大厂产品价格的主导能力增强，因此聚酯行业盈利能力明显改善，生产积极性也将保持在高位。下游织造企业原料库存偏低，产品销售较好，整体表现健康，消费存在增长的潜力，可能在下半年随着苏北、安徽等地织造产业园的建成逐渐释放。环保整治对印染环节的影响较大，印染能力难以与上游产能的扩张匹配，因此可能会成为产业链的瓶颈性制约因素，但利空需要时间的积累才会逐级显现。中美贸易战打响，美国是中国主要的纺织服装出口国之一，可能会受到波及，应关注事态发展动向。整体看，目前市场对于PTA的后市偏乐观，虽然目前PTA和聚酯长丝累库，但二季度国内PTA装置有检修的预期，且在织造维持较好的前提下，库存的消化只是时间的问题。因此，在宏观面拖累下，PTA价格可能会继续调整，但下游逢低买入可能会令PTA价格提前止跌，二季度存在回升的预期。■



养老金体系的国际经验及其与金融市场的关系

■ 文/吴长凤

随着全球老龄化现象的不断加剧，以及我国养老金制度体系弊端的逐渐暴露，养老金顶层制度改革和设计势在必行。养老金制度的顶层设计不仅关系到我国居民长远的退休保障、民生福祉，而且对我国资本市场的发展将产生深远影响。自二次世界大战以来，全球范围内，居民直接投资于股票的比例大幅度下降，取而代之的是通过金融机构间接投资于股票。税收延迟的退休政策对这一转变产生了重要影响。私人养老金体系的落地和发展，也将扭转我国股票市场的高投机性，提高市场效率。养老基金投

资的多元化趋势，要求管理人必须提高风险管理能力，同时对股指期货等金融衍生品市场的进一步规范和平稳创新发展提出更高要求。

养老金体系及其与经济金融发展的关系

(一) 全球养老金体系的发展和美国的制度改革

19世纪以来，世界各国逐渐认识到社会养老保障制度的重要性。以德国1889年建立公共养老金计划为标志，国家干预的公共养老金模式得到很快发展；而在1875年，美国运通公司就建立了世

界上首个私人养老金计划，企业自愿为其雇员设计退休补充年金计划。这种市场化的养老金模式经过了百余年的发展，如今在某些国家，尤其是西方经济发达国家不断发展壮大，在养老保障体系中的地位越来越重要。

1994年世界银行首次提出养老金三支柱体系，受到世界各国研究者和政策制定者的高度重视。第一支柱是由政府主导强制实施的公共养老金计划，旨在为社会提供最基本和公平的退休养老保障，一般采取现收现付制，如美国的联邦社保基金和我国的基本养老保险。第

二支柱是政府给予税收优惠政策支持、由雇主主导的养老金计划，如美国的固定收益计划（Defined Benefit，简称“DB”）、固定缴费计划（Defined Contribution，简称“DC”），以及我国的企业年金，一般由企业和个人共同缴费，采取完全积累制。第三支柱是国家给予税收优惠的自愿型个人储蓄养老金计划，由个人自愿缴费，同样采取完全积累制，如美国的个人退休账户（Individual Retirement Account，简称“IRA”），其主要目的是为无法获得雇主提供的企业年金计划的美国人提供一定的补偿，通过税收优惠的政策鼓励个人为退休储蓄，确保其在退休后能够有足够的退休金安享晚年。广义上讲，商业养老保险也属于第三支柱，但缺少政府顶层的制度支持。雇主主导的第二支柱和个人自愿型的第三支柱都可以归于市场主导的私人养老金模式。

1974 年，美国国会通过《雇员退休收入保障法案》，推出税收递延型 IRA，个人缴费和投资阶段不征税，仅在给付阶段征税。这是美国首部针对职业年金与个人退休储蓄计划进行规范的最高级别法律，标志着私人养老金计划的制度化。此后，又根据实际经验和需求发展出了不同种类的免税账户，在缴费阶段、投资阶段和给付阶段给予不同的免税政策，美国养老金体系逐渐成熟、稳定。

2006 年，美国通过了《养老金保护法案》，引入了“自动加入”机制，即不需要个人明确同意（即

默认）就可以划转个人的工资或薪水向 401 (k) 计划缴费，从根本上解决了人的“惰性”问题，极大地促进了第二支柱养老金的发展，参与率从 2006 年的 40% 至 50%，提高到了 2016 年的 80% 以上。2010 年，美国又出台《健康照顾受益人和养老金减税法案》（Preservation of Access to Care for Medicare Beneficiaries and Pension Relief Act of 2010），授权第二支柱即雇主发起式 DC 养老金计划账户 [如 401 (k)、403 (b)、457 (b)] 可以转换为第三支柱即 IRA 账户（Roth 退休账户），从而加强了个人养老金账户间的可转换性，进一步促进了美国第二和第三养老金支柱的发展，对美国家庭的覆盖面非常广泛。

美国养老金体系的制度改革，在发达国家非常具有代表性。随着世界各国老龄化程度的不断深入，国际养老金制度改革呈现出收敛趋势，包括：第一，提高个人养老储蓄的覆盖率，保障养老财政的可持续性和可负担性；第二，从现收现付、固定收益模式向现收现付、基金积累的固定缴费模式转变。

（二）养老金与经济金融发展的关系

政府主导的公共养老金承担着最基本的养老保障责任，在投资管理上注重长期稳定保值增值，如美国联邦社保基金的投资品种绝大部分都是联邦政府债券或特种国债；市场主导的第二和第三支柱养老金可以直接或间接地投资于资本市场，在承担适当风险的前

提下，更大程度上满足和提高养老生活质量。因此，无论公共养老金，还是私人养老金，都对社会经济的发展发挥着重要作用。尤其是，私人养老金与资本市场发展的关系更加紧密，不仅对资本市场的建设和稳定发展起到重要作用，而且通过市场化参与经济建设，能够更加充分分享国民经济乃至世界经济发展的成果。

长期以来，养老金对资本市场发展的贡献，进而对经济增长的贡献，在理论和实证上一直都在不断探讨。有些国家的养老金投资主要集中于银行存款或政府债券，对经济发展的建设性作用未有充分体现，并且收益率不高，可能无法完全满足退休需要。Corbo and Schmidt-Hebbel (2003) 研究表明，在智利，国家产出增长的 5% 间接来自于养老制度改革对资本市场的影。E Philip Davis 和 Yu-Wei Hu (2005) 的研究证明了养老基金投资能够促进经济的长期发展，在发展中国家的作用大于 OECD 国家。Yu-Wei Hu (2012) 认为，由于养老金制度改革可以为金融市场的健康发展贡献重要力量，亚洲国家政府应当继续加强养老金制度改革，大力推动向积累制养老金（pre-funding of future liabilities）制度发展。

在美国，以 IRAs 和 401 (k) 为代表的私人养老金是共同基金和资本市场主要的资金来源，其资金性质的长期性、规模性和规范性推动了资本市场的稳定健康发展，提高了直接融资比重，改

善了金融资产结构。同时，功能完善和制度健全的资本市场为养老金提供了适宜长期投资的环境，促进了养老金资产规模的持续增长，居民对资本市场的信心是对养老金体系信心的重要基础。

中国证监会副主席李超 2016 年 4 月 22 日在“个人养老金制度与实践国际研讨会”上表示，强大的养老金管理体系既是社会发展的稳定器，也是资本市场良性发展的压舱石。作为最重要的长期资金，养老金能够发挥长期价值投资优势，改善资本市场投机性强和波动性大的痼疾，并推动公平、有效率的经济增长。同时，养老金投资迫切需要一个更加健康、稳定、为投资者创造价值的资本市场。

美国养老金制度大力推动了机构投资者的发展

美国第二支柱养老金 DB 计划的投资运营管理，需要委托或成立一个专门的管理机构，在 401(k) 计划中，通常是雇主成立类似于理事会的组织作为受托管理人（Trustee）。美国《2006 养老金保护法》进一步巩固了共同基金在 401(k) 计划上的主导地位，计划投资管理和投资咨询服务方面的受托人义务可以由基金公司承担，也可以由专门的投资顾问机构承担。这些投资咨询服务会帮助理事会选择投资产品和提供资产配置建议。在投资顾问的建议下，理事会可以选择纳入计划中投资品种的种类和数量，基本上都会包括美国国

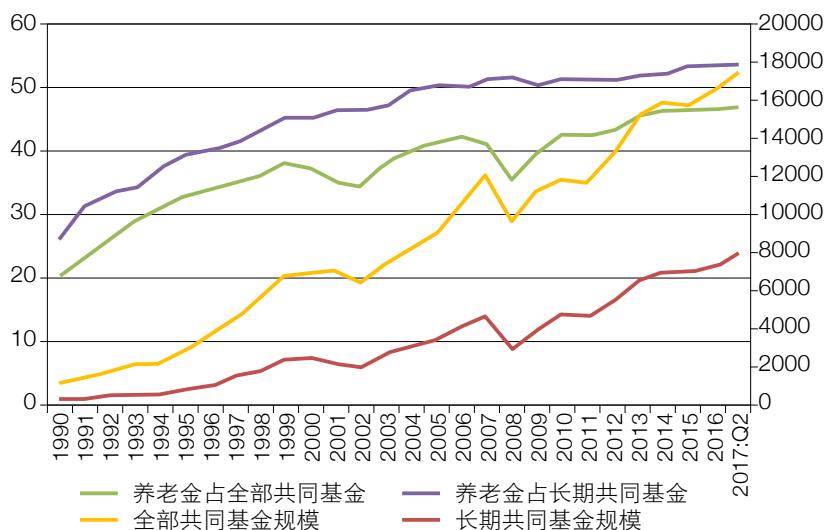
内股票基金、国际股票基金和国内债券基金，这极大地拓展和巩固了基金公司的销售渠道。按法律规定，如果参加计划的雇员不对自己的账户余额做任何投资决定或不采取任何行动，计划受托人可以代他们将账户余额投资于计划预先设定的默认投资工具中，并且要求选择生命周期基金或类似基金加入到默认投资工具中。第三支柱的传统型 IRA 和 Roth IRA（罗斯 IRA）必须由个人委托符合条件的第三方金融机构管理账户，SEP-IRA（简易员工 IRA）、SAR-SEP IRA（工薪减税简易员工 IRA）、Simple IRA（员工储蓄激励匹配计划）账户所有人具有完全的投资自由度并承担投资风险。

美国养老金制度的改革大力推动了机构投资者的发展。如图 1，

美国共同基金规模的增长伴随着养老金所占份额的增长，养老金投资尤其推动了长期共同基金的发展，2016 年底，养老金投资占长期共同基金的比例已高达 53%。另一方面，截至 2016 年底，目标日期基金、生活方式基金和指数基金已经成为 DC 计划配置共同基金的主要选择。从 2005 年至 2016 年底，目标日期型共同基金在 DC 计划的共同基金资产中的占比增加了 13%，从 3% 增加至 16%（如图 2）。截至 2016 年底，目标日期基金、生活方式基金和指数基金合计在 DC 计划所持有的共同基金中占比达 37%，而在 2005 年底仅为 15%。

2013 年，美国共同基金、养老金和保险公司所持有的股票资产中，大约有 60% 到 85% 在税收延迟计划中。上世纪 80 年代晚期，

图 1 美国共同基金的发展及养老金的贡献



数据来源：ICI 北京金融衍生品研究院

美国共同基金仅持有不到 3% 的股票，而到了 2013 年，共同基金持有 25% 的美国市场股票。共同基金行业的发展与美国退休计划从 DB 向 DC 转变息息相关，在其他国家也同样存在这种密切关系。

市场化养老金投资与金融市场发展的良性互动

(一) 市场化养老金投资对金融市场发展的作用

养老金管理者是股票市场非常有影响力的机构投资者。养老金越来越多地投资于股票市场，极大地促进了股票市场的发展。很多研究认为，资本市场的发展依赖于养老金的投资（Clark, 2000）。Davis (2004) 发现股票市场规模和养老金市场规模有强烈的正相关关系。Channarith 等（2010）实证分析发现，总体来看，养老金投资对股票和债券市场的流动性和深度都有正

面影响；分金融发达市场和发展中市场来看，在发达市场，养老金对市场的流动性和深度的正面影响显著，而对发展中市场的影响不显著；养老金规模的增长，对股票市场的规模、成交金额和私募债券市场的规模都有显著的正向影响，对股票市场规模的影响更大；养老金的长期特征及其买入持有策略，降低了股票市场的换手率。Y. Hu(2012) 研究发现，经济体量比较高的国家，包括澳大利亚、香港、中国、韩国、新加坡、新西兰，养老金资产的增加显著降低了股票市场的换手率，因此提高了股票市场的有效性，股票发行以及创新的衍生金融工具都是股票市场和养老金投资之间能够产生积极的良性互动的重要原因；而在经济体量较低的国家，包括台湾 PRC、印度、马来西亚、巴基斯坦、泰国却没有这种关系。Ashok 等 (2013) 研究表明，在大多数

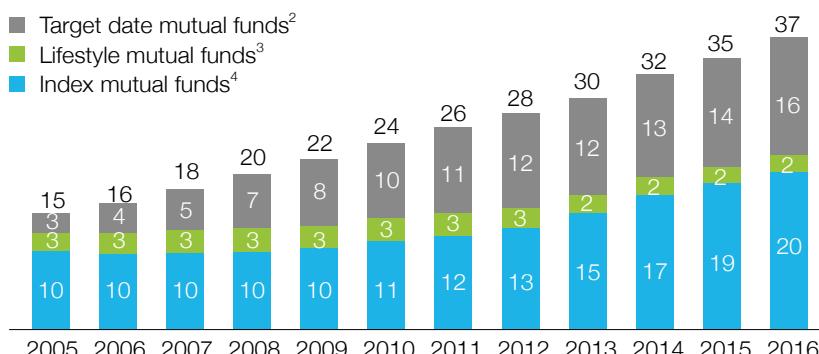
OECD 国家，养老金是非常重要的机构投资者，最近十几年，即使经历了两次严重的金融危机，这些国家的养老金依然保持了大规模增长；养老金投资于股票市场的规模和股票市场的波动性呈显著的负相关关系，即养老金作为机构投资者可以降低股票市场的波动性，提高金融市场效率，并促进金融创新；养老金刺激了私人和国家储蓄，并通过改善公司盈利能力，从而促进了经济增长。然而，Mercedes(2017) 研究认为，养老金投资对于市场有效性的影晌并不明确，养老金追求长期收益的特征并不意味着对市场的有效性有所改善；在公共养老金占主导地位的国家，养老金资产的股票投资对市场的影响不大。

总之，绝大多数研究认为，养老金的长期规划特征有利于金融市场的有效性，可以降低资产价格的波动性。尤其在英美等发达国家，长期稳定的养老金持续流入资本市场，促进了资本市场的发展，提高了股票市场的流动性、深度和韧性，进而有益于企业通过股票市场发行股票，进行直接融资，降低融资成本，尤其是降低中小企业的融资成本。因此，养老金投资间接促进了社会投资和创新活动，推动了经济发展。

(二) 金融衍生品市场对养老金投资的作用

虽然私人养老基金投资于股市是退休资金长期稳定和增值的客观要求，但毋庸置疑，股市的短期波

图 2 目标日期基金、生活方式基金和指数基金已成为 DC 计划所持共同基金的核心



数据来源：ICI《美国养老金市场（2016 年 4 季度）》

动对养老金的替代率及养老金资产价值的波动影响很大。国际经验表明，股指期货等金融衍生品在养老金投资的风险管理中发挥了重要作用。2001年“9·11”事件发生时，养老基金等大量机构投资者当日在金融衍生品市场上对冲风险，股指期货等金融衍生品交易的成交量和持仓量猛增，创出历史纪录，使大量金融资产有效地规避了系统性风险。2008年全球金融危机发生过程中，金融衍生品同样发挥了重要的风险管理作用。经济逐步下台阶对养老金资产管理能力提出了更高的要求，为了实现养老金资产保值增值，权益类资产比例将被动增加，随之而来的运用股指期货进行保值也将逐渐展开。

养老基金不仅可以利用金融衍生品动态精准地管理其投资组合风险，而且可以更加灵活及时地调整大类资产配置，对现货资产进行替代，节约资金提高低风险资产的配置比例，提高投资组合的收益和流动性。欧美地区的养老基金、共同基金和保险公司资金很多使用指数化投资，在指数化投资中衍生品被大量运用以增强基金收益。Barr(1994)在对养老基金成功操作金融衍生品提高报酬的研究中，将原因归纳为：相对于现货，衍生品交易迅捷，成本较低，且市场冲击小，流动性较好。

运用金融衍生品，可以实现养老金替代率的最低保障，Bodie

等(1998)通过模拟实验发现，在养老金投资组合中运用金融衍生品，如欧式看跌期权，从5年时间区间来看，养老金平均替代率可以达到128%，仅有12%的概率会低于60%。从图3可以看到，2015年，运用金融衍生品的养老金计划比例高达70%左右，未来还会有更多的养老金投资运用金融衍生品。

养老金保障的分担与投资监管

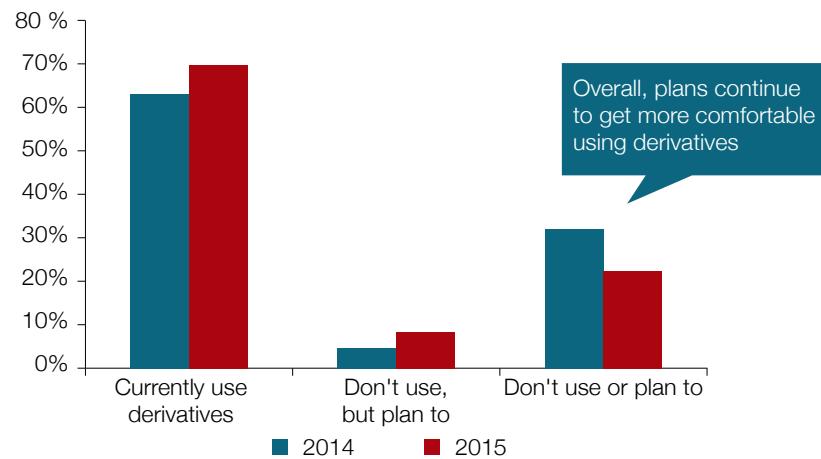
(一) 政府与市场分担的未来方向

全球最早的养老金制度是政府主导的公共养老金，以德国1889年建立的公共养老金计划为开端，养老金制度逐渐被世界各国所重视。在漫长的发展过程中，随着国家干预主义和经济自由主义两种思潮的不断碰撞，逐渐形成了政府主

导的公共养老金和市场主导的私人养老金相互补充的格局。

政府与市场在养老保障中的责任如何分担，成为养老金制度改革的重要核心内容。2016年底，在美国三支柱养老金体系中，规模最大的是雇主主导的第二支柱职业养老金，占养老金总资产的58.9%；其次是个人主导的第三支柱私人养老金，占比为30%；政府主导的第一支柱公共养老金仅占11.1%。根据《中国养老金发展报告2016》，2015年我国基本养老保险基金占全国各类养老金的82.67%，基本养老保险基金支出占比为97.2%，未来的改革方向必然是降低政府的社会养老保障负担，随之而来的是养老金监管协调的重要性愈加突出。《养老金管理的未来》(译)中指出，养老金等金融机构以及立法者和监管者可以共同行动，使得与

图3 养老金计划对金融衍生品的运用情况



数据来源：“Liability Driven Investing Survey”. November 2014, 2015, CIO magazine.



履行受托义务紧密相关的预期及责任得以增强。

养老金体系建设中，政府与市场、公平与效率的关系不是对立的，而是相辅相成、互相促进的。政府主导的公共养老金，需要市场化的投资管理制度，以保障养老基金的投资管理效率；市场主导的私人养老金，在市场化运作过程中，需要政府部门的有力监管，保障养老金资产的安全稳定。

（二）私人养老金投资监管

美国 IRA 的投资实行负面清单管理，且没有非常清楚的清单说明，除了艺术品、古董等不能投之外，股票、债券、公募基金、ETF 等都可以投，并且实施“审慎人原则”，没有具体投资比例限制。实际投资中占比最大的是公募基金，2016 年底达到 47%，其中一半以上是股票型基金。

在欧盟，对于个人养老金产品（Pan-European Personal Pension product，简称 PEPP）的基本要求如下：第一，以资金投资增值为目标，简单的、容易投资的产品；第二，最大化个人和养老基金投资者对产品的接受度（Maximising the take-up by consumers and industry alike）；第三，加强个人投资者保护。但是，由于投资者的认知和行为偏差，达到以上这几条原则不容易。因此，为投资者提供的 PEPP 产品应该坚持更高标准的原则，例如，默认选择的产品在长期的投资过程中应采取逐渐去风险（de-risking）策略或担保策略，通过在特定的经济等环境下权衡风险和收益，优化投资者

将来的退休收入。欧盟同样实施“审慎人原则”，规定 PEPP 产品应设定投资限制，如禁止投资于没有公开交易的、流动性差的复杂资产，或对这类资产设定投资上限。

Fiona 等（2017）指出，在一些发展中国家，监管政策制约了养老金的投资和收益，建议应该对养老基金的投资监管进行改革，宜结合生命周期分类监管，而不是统一直接的投资限制。不应对养老基金设置短期收益保障、基准收益率制约的要求，而应对投资收益进行长期考核。

结语

美国养老金制度体系的日益完善，经历了从公共养老制度弊端暴露到私人养老制度化、法制化的发展过程。当前，我国也正在推动养老金顶层制度改革和设计，以解决不断暴露的问题。这一有深远重大意义的社会制度改革不仅关系到我国居民长远的退休保障、民生福祉，而且对我国资本市场的发展也将产生深远影响。国际经验表明，税收延迟的退休政策对养老金制度体系的转变产生了非常重要的影响，居民大幅度提高了通过金融机构间接投资于股票的比例，推动了资本市场结构的良性调整和稳定发展。二次世界大战结束后，美国股票市场 90% 的股票被居民直接持有，到 2010 年，这一比例已经下降到不到 30%。税收延迟退休计划是其中的重要原因。

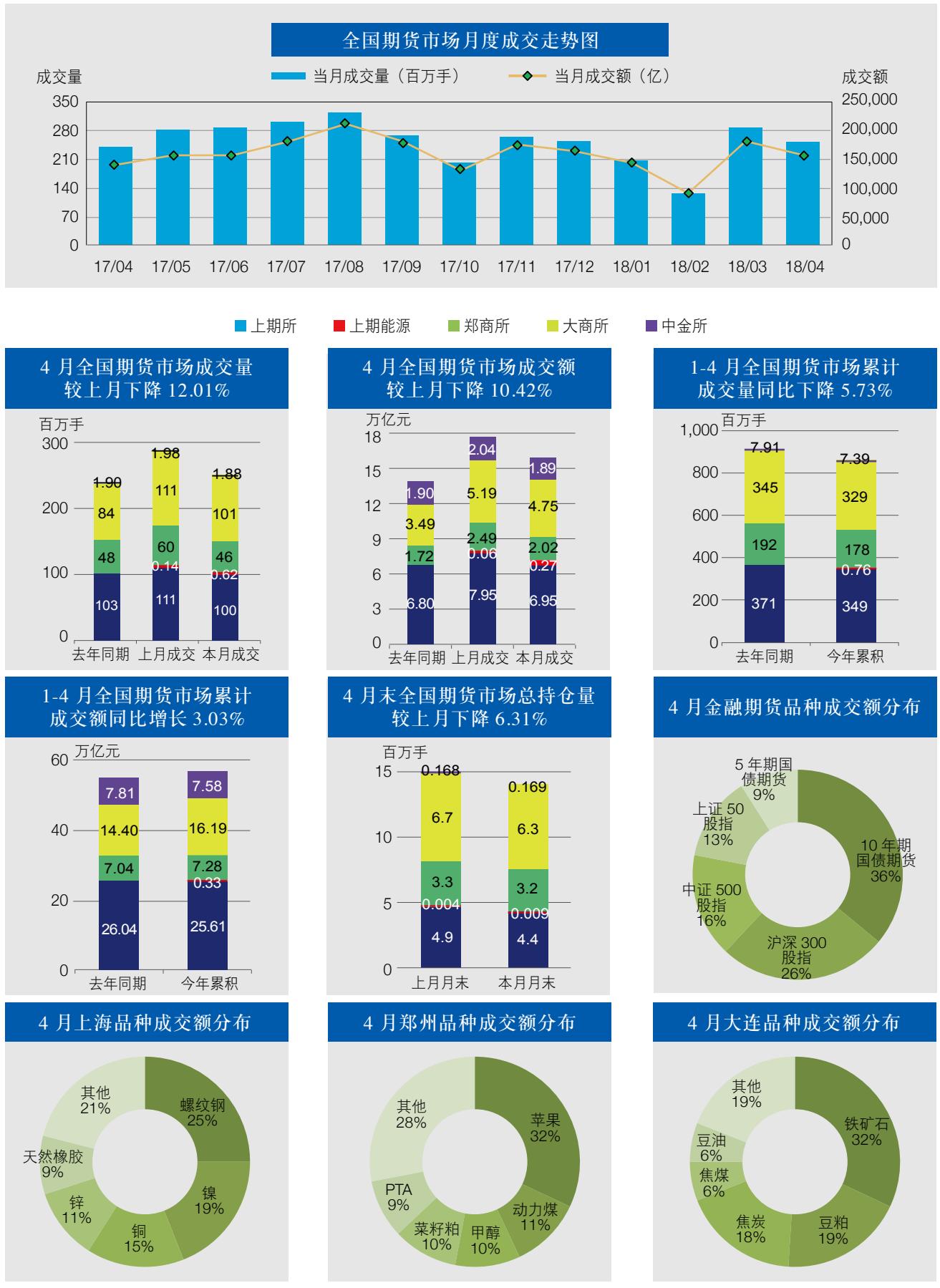
政府政策的制定在长远看来会发生意想不到的理想效果。美国养老金政策的改革不仅推动了金融中

介机构的繁荣发展，而且对于整个金融体系结构和金融市场的稳定发展都发挥了至关重要的作用。可以预见，随着我国政府部门、科研机构、金融中介等社会各界对养老金制度改革重视程度的迅速提高，以及研究探讨的持续深入，适合中国国情的多层次的养老保障体系将进一步完善，对于中国资本市场和经济发展将产生深远的积极影响。

反过来，金融市场的稳定和创新也为养老基金的长期保值增值、提高居民退休生活质量发挥了关键作用。近 20 年来美国目标日期等生命周期共同基金的创新和监管机构的支持都为养老金投资提供了重要保障。从国际经验看，越来越多的养老金运用金融衍生品管理投资组合风险，降低管理成本，增加资产收益。我国基本养老保险基金、企业年金和职业年金的投资管理办法或投资范围的规定，都将股指期货等衍生品纳入可投资标的，都规定参与股指期货只能以套期保值为目的，并且合约价值不能超过对冲标的的账面价值。企业年金基金的投资范围还特别规定，不得买入股指期货。因此，为了我国私人养老金制度的顺利实施和发展、养老金投资能够实现稳定增值，应重视发展和完善股指期货等衍生品市场，提高市场流动性（尤其是平衡买卖双方的力量），支持金融机构推出精准服务于养老金投资的生命周期产品，扎实推进我国社会养老保障体系的改革和成功实践。■

（作者就职于北京金融衍生品研究院）

2018年4月全国期货市场成交情况简报





雪原驼影

新湖期货 杨熙东 / 摄



中国期货业协会
China Futures Association

准印证号：京内资准字 0717 - L0173 号

二〇一八年第一期 总第六十一期

中国期货 CHINA FUTURES