

封面文章

深化改革，扩大开放，建设高效率、有活力、开放型的期货市场

服务·实体

鸡蛋“保险+期货”助力湖北武汉抗疫情

创新·探索

期货市场向制度型开放转变初探

观察家

后疫情时代橡胶供需格局展望

环球视野

WTI 原油期货负价格的原因及启示

中国期货

CHINA FUTURES



中国期货业协会
China Futures Association

自律·服务·传导

准印证号：京内资准字 0720—L0173 号

www.cfachina.org (内部资料 免费交流)

2020年第6期 总第78期

凝心聚力谋发展
助力经济新格局

2020年第16届
中国(深圳)国际期货大会



📷 图片新闻

2020年12月28日，证监会在京举办中国资本市场建立30周年座谈会。证监会党委班子成员、沪深交易所理事长和部分曾经在证监会工作的老领导，上市公司、挂牌公司、证券基金期货经营机构等市场主体代表、专家学者代表、新闻媒体代表参会，共同回顾资本市场发展历程，总结经验，展望未来。党委书记、主席易会满作讲话。

30年来特别是党的十八大以来，资本市场服务实体经济取得显著成效。期货市场已平稳推出了90个期货期权品种，基本覆盖国民经济主要领域，价格发现、风险管理等功能有效发挥，期货公司的规范运作水平和专业服务能力不断增强。目前，我国股票、债券市场规模均居全球第二，商品期货交易连续多年位居世界前列，国际影响力与日俱增，为加快建设现代金融体系、服务经济社会高质量发展贡献了积极力量。

会议指出，党的十九届五中全会描绘了“十四五”时期经济社会发展的宏伟蓝图，也对发展资本市场提出了新的更高要求，要坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入学习贯彻党的十九届五中全会和中央经济工作会议精神，自觉从“两个大局”出发，努力打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，为构建新发展格局、推动高质量发展作出新的更大贡献。

会议为在证监会系统长期工作的干部职工代表颁发了纪念章。

2020年,注定要在历史的长卷中留下浓墨重彩的一笔。

这一年,突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来了巨大冲击,即便在疫情最吃紧、最严峻的时候,我国推进改革开放的决心不仅没有动摇,反而更加坚定了。在危机中育先机、于变局中开新局的信心。岁末回望,中国成为全球唯一正增长的主要经济体。

新故相推,日生不滞。辞旧迎新之际,也是“十三五”规划的收官、“十四五”规划的开启。终点之处,中华民族的千年梦想,历史与现实的期待在此交织承载;起点之上,国际环境波谲云诡、国内发展动能转换,内外部都迎来前所未有的挑战。两点叠加,过去昭示未来,中国既已画出了一条乘风破浪的向上曲线,中华民族伟大复兴必将再向前乘风破浪。

2020年,还是我国期货市场诞生30周年。三十年光阴波澜壮阔,期货市场30年成长史,既是中国经济蓬勃发展的一个缩影,更是期货市场自身在市场化、国际化、法治化道路上不断自我革新的蝶变之旅。站在“十三五”规划收官和“十四五”规划开局的新起点上,回望2020年期货市场,市场整体表现喜人,商品期货多点开花;品种创新常态化,企业掀起套保潮;期市资金量连上台阶,头部化趋势加剧竞争;多渠道促进对外开放,中国声音日渐响亮……在党中央国务院的坚强领导下,在中国证监会的正确决策下,期货市场坚持改革开放,稳定发展,积极发挥价格发现和风险管理功能,助力实体企业管理价格和供应链风险,助力我国经济恢复常态,市场发展取得新突破,全年交出了满意的答卷。第十六届中国(深圳)国际期货大会在行业的期盼中,以线上加线下的方式,如期举行。全年新上期货期权品种达到12个,国际化品种达到7个,新的交易所即将挂牌,商品指数公司在筹建中,全资外资期货公司、新


批设立期货公司对期货行业竞争发展产生震动……一组组数据,一个个精彩纷呈的观点,将通过本期封面文章进一步为广大读者呈现。

告别难忘的2020年,怀着期盼,我们即将跨入2021年。

2021年,是开启我国全面建设社会主义现代化国家新征程、落实“十四五”规划的开局之年。开局关系全局,起步决定后势。新的时代,千帆竞发,百舸争流。期货行业必将更加奋力前行,发挥专业能力和优势,增强风险意识,树立底线思维,服务加快构建新发展格局,要更好统筹国内国际两个市场两种资源,增强资源配置能力,提高对资金、信息、技术、人才、货物等要素配置的全球性影响力,以优异成绩庆祝中国共产党成立100周年。

新年的钟声即将敲响!全球疫情仍在蔓延,世界经济合作与发展组织(OECD)在最新的报告中称,“2020年,全球GDP下降了4.2%。但在即将到来的2021年,全球GDP有望增长4.2%。受疫情影响的亚洲各国,也将迎来经济的强势复苏。”

我们希望OECD的预判能够真正实现。我们相信,在以习近平同志为核心的党中央引领下,中国期货市场将以更加坚定的信心,加快改革开放,优化交易规则,改善市场结构,完善品种体系,加快商品指数和更多商品期货期权产品的创新研发和上市,逐步以我国超大规模市场优势,吸引更多境外投资者参与国内商品期货交易,提升重要大宗商品的价格影响力,更好服务和引领实体经济发展。

发展的机遇在顺时谋势聚势中来,唯明察、进取、勇毅者得之。历史的时针,已经指向新的刻度。发展的前方,等待着继续创新创造! 



P08

第十六届中国(深圳)国际期货大会

2020年12月19日,由中国期货业协会、深圳市期货业协会主办的,以“凝心聚力谋发展、助力经济新格局”为主题的第16届中国(深圳)国际期货大会在深圳召开

编印单位 中国期货业协会
 编委会主任 洪磊
 编委会委员 王明伟 张晓轩 陈东升
 吴亚军 王颖 冉丽
 王春卿
 执行主编 王春卿
 责任编辑 贾燕 杜春艳 张陶陶
 张冬 贾昆鹏 魏冉
 媒体顾问 祝惠春
 电话 010-88086106
 传真 010-88087060
 地址 北京市西城区金融大街33号
 通泰大厦C座八层
 邮编 100140
 E-mail chinafutures@cfachina.org
 网址 www.cfachina.org
 准印证号 京内资准字 0720-L0173号
 发送对象 中国证监会及系统相关单位、
 中国期货业协会会员单位、
 有关部委等
 设计制作 北京永行传媒广告有限公司
 印刷单位 北京雷杰印刷有限公司
 印刷日期 2020年12月
 印数 3500册

“期”事速览

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

封面文章

- 09 深化改革,扩大开放,建设高效率、有活力、开放型的期货市场
文 / 方星海
- 13 优化金融业发展环境,为打造资本市场强国贡献力量 文 / 艾学峰
- 14 中国金融市场国际化和衍生品市场作用 文 / Scott O' Malia
- 18 圆桌论坛1:交易所高层论坛
- 27 圆桌论坛2:金融机构高层论坛
- 34 分论坛一:构建新发展格局与期货行业改革发展论坛
- 36 分论坛二:大宗商品衍生品投资与财富管理论坛
- 38 分论坛三:风险管理与期货公司转型发展论坛
- 40 分论坛四:金融科技与期货行业融合发展论坛

*本出版物为双月出版。

*本出版物文章未经允许,不得转载。

**P47**

期货市场向制度型开放转变初探

**P58**

后疫情时代橡胶供需格局展望

服务·实体

- 42 鸡蛋“保险+期货”助力湖北武汉抗疫情 文 / 国联期货
44 灵活运用期权和互换工具 助力实体企业复工复产 文 / 鲁证期货

创新·探索

- 47 期货市场向制度型开放转变初探 文 / 韩学广
50 发挥专业投资优势，以 FOF 模式寻求期货资管发展

观察家

- 58 后疫情时代橡胶供需格局展望 文 / 曹璐
61 经济修复周期待起 大类资产价值回归 文 / 寇宁
64 油料及玉米价格有望维持高位 主粮供应不足为忧 文 / 刘博闻
68 铁矿石供应回升与内外需求叠加的再平衡 文 / 张文海

环球视野

- 72 WTI 原油期货负价格的原因及启示
文 / 大连商品交易所 WTI 原油期货负价格研究小组



“扫一扫”关注
中国期货业协会官方微信

郑商所与新交所续签谅解备忘录

10月15日,郑州商品交易所与新加坡交易所(SGX)续签谅解备忘录,旨在进一步加强双方在期货及衍生品领域的交流合作关系。据悉,双方还将探索在海运及相关品种等领域的国际合作和联合研究,并可根据合作建议和计划,签订合作协议。

2020年期货公司分类评价结果公布

10月23日,中国期货业协会(下称中期协)公布了2020年期货公司分类评价结果。据悉,期货公司分类评价由中国证监会组织实施,委托中期协予以公布,与2019年评价结果相比,2020年有47家期货公司评级上升,27家评级下降,75家维持2019年评级。

QFII和RQFII参与股指期货交易事项通知发布

10月30日,中国金融期货交易所发布《关于合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者参与股指期货交易有关事项的通知》(下称《通知》)。据悉,《通知》旨在贯彻落实《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》及有关规定,并做好相关政策衔接工作。

上期所开展年度优秀分析师(团队)评选

11月9日,上海期货交易所及上海国际能源交易中心发布通知,开展2019-2020年度优秀分析师(团队)评选活动。据悉,本次评选覆盖时间段为2019年9月1日至2020年10月31日,旨在提升期货市场服务实体经济的能力,促进功能发挥。

大商所成立证券期货业信创测评实验室

11月18日,大连商品交易所(下称大商所)举办“DCE交易7.0系统建设总结表彰暨证券期货业信创测评实验室成立大会”,会上宣布成立证券期货业信创测评实验室。据悉,证监会科技监管局局长姚前出席该活动,并与大商所党委书记、理事长冉华共同为实验室揭牌。

证监会批准开展国际铜期货交易

10月23日,据证监会官网消息,近日证监会已批准上海国际能源交易中心开展国际铜期货交易,同时确定其为境内特定品种,引入境外交易者参与。据悉,国际铜期货合约正式挂牌交易时间为2020年11月19日。此举对于扩大我国铜期货市场的服务范围,更为高效地满足企业风险管理需求具有积极意义。

第七届证券期货科学技术奖终审结果公示

10月23日,中国期货业协会网站公示了第七届证券期货科学技术奖终审结果,产生拟授奖项目:一等奖1项、二等奖5项、三等奖10项、优秀奖20项。据悉,中国期货市场监控中心、中国金融期货交易所、郑州商品交易所等期货行业单位分别获奖。

郑商所大宗商品风险管理(广东)论坛启动

11月3日,由郑州商品交易所、广东证监局联合主办,广东证券期货业协会承办的“稳企安农 护航实体”大宗商品风险管理(广东)论坛启动。据悉,本次论坛围绕与广东产业关系密切的菜系、PTA、甲醇等品种深入研讨,旨在促进企业利用期货市场管理经营风险,为广东实体经济发展贡献期货力量。

“保险+期货”公益广告在央视投放

11月16日,据大连商品交易所消息,自10月1日至31日,“保险+期货”公益广告视频在中央电视台相关栏目时段进行了为期一个月的投放。据悉,该视频由中国期货业协会组织第五届理事会社会责任委员会宣传工作组中的有关单位制作,联合四家期货交易所共同发布。

证监会确定棕榈油期货为境内特定品种

11月20日,据证监会官网消息,根据《境外交易者 and 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,日前,证监会确定大连商品交易所的棕榈油期货为境内特定品种。大连商品交易所引入境外交易者参与境内棕榈油期货交易的时间为2020年12月22日。

期货市场客户开户管理规定公开征求意见

11月20日,据证监会官网消息,为适应期货市场发展,贯彻落实证监会证券期货规章制度系统性清理工作,证监会对《期货市场客户开户管理规定》(证监会公告〔2012〕1号)进行修订并公开征求意见,并将《关于开展期货市场账户规范工作的决定》(证监会公告〔2011〕20号)中部分规定纳入征求意见稿。

上期能源发布修订后的风险控制管理细则

12月7日,上海国际能源交易中心(下称上期能源)发布《上海国际能源交易中心风险控制管理细则》修订版公告。据悉,本次修订主要是增加“异常情况处理”等内容,旨在明确上期能源可以采取紧急措施化解风险的情形等措施。

上期所联合中期协举办产融协同发展研讨会

12月11日,由上海期货交易所、中国期货业协会联合举办的“合作共赢、促进产业高质量发展”产融协同发展研讨会在北京召开。据悉,研讨会围绕发挥期货市场功能、产融协同服务双循环等议题展开广泛的讨论。

生猪期货合约及相关规则公开征求意见

12月12日,大连商品交易所发布公告,就生猪期货合约及相关规则公开征求意见建议。据悉,作为我国首个以活体为交易标的的期货品种,生猪期货借鉴、采用国内国际市场上成熟的交割模式,实行车板交割与厂库交割并行,每日选择交割和一次性交割相结合,并配以期转现交割。

方星海副主席寄语大商所2020年会员大会

12月16日,大连商品交易所(下称大商所)2020年会员大会在大连召开,证监会副主席方星海寄语大商所理事会牢记总书记嘱托,在证监会领导下,始终坚持把期货市场发展的出发点和落脚点放在服务实体经济上,牢牢守住不发生系统性风险底线,继续保持改革创新的锐气,朝着国际一流期货交易所目标奋勇前进。

山东港信期货有限公司获核准设立

12月3日,中国证监会官网发布《关于核准设立山东港信期货有限公司的批复》。据悉,山东港信期货有限公司注册地为青岛市,注册资本为人民币10亿元,业务范围为商品期货经纪。港信期货获批后,国内期货公司数量增至150家,同时也是12年来我国首次发放国内期货公司牌照。

证券期货业网络安全事件报告与调查处理办法征求意见

12月11日,据证监会官网消息,证监会对2012年发布的《证券期货业信息安全事件报告与调查处理办法》进行修订,形成了《证券期货业网络安全事件报告与调查处理办法(征求意见稿)》并公开征求意见。据悉,本次修订旨在进一步规范证券期货业网络安全事件报告和责任追究。

中金所结算细则(修订版)等规则发布

12月11日,中国金融期货交易所(下称中金所)发布修订后的《中国金融期货交易所结算细则》及《中国金融期货交易所国债作为保证金业务操作指引》。据悉,上述规则正式实施后,国债担保品将通过中央国债登记结算有限责任公司担保品处置平台,以拍卖、协议折价、变卖等方式处置。

上期能源发布低硫燃料油期货境外提货规则

12月14日,上海国际能源交易中心发布了低硫燃料油期货集团交割、境外提货配套相关规则,并公布了首家提供“境内交割+境外提货”服务的交割集团——中国石油国际事业有限公司及其下属公司。据悉,此举旨在实现中国期货交割“走出去”,推动提升中国价格国际影响力。

第16届中国(深圳)国际期货大会召开

12月19日,据中国期货业协会(下称中期协)消息,以“凝心聚力谋发展、助力经济新格局”为主题的第16届中国(深圳)国际期货大会在深圳召开。据悉,会议由中期协、深圳市期货业协会主办,中国证监会副主席方星海、深圳市副市长艾学峰出席大会主论坛并致辞,中期协会长洪磊主持本次大会。

Eurex 推出下一代 ESG 衍生产品

10月7日，欧洲期货交易所（Eurex）宣布拟于11月9日推出基于DAX 50 ESG和EURO STOXX 50 ESG指数的新ESG期货和期权合约。据悉，该产品将首次基于包含ESG评分的指数，意味着与剔除不良证券相结合，ESG排名也被视为选择过程的一部分。

港交所拟推恒生科技指数期货及期权

11月5日，香港交易及结算所有限公司（港交所）宣布，计划于2020年11月23日及2021年1月18日分别推出恒生科技指数期货及期权合约，有关计划将根据监管机构及市场准备情况而定。据悉，恒生科技指数于2020年7月推出，追踪香港市场30只领头科技股。

CME 宣布推出新的隐含波动率指数

11月17日，芝加哥商业交易所（CME）宣布，将基于其创新的专有CME的波动率指数（CVOL）方法，每日发布一套新的隐含波动率基准指数。据悉，CVOL指数系列首先推出10年期美国国债期货和G5 FX货币对期货中的八个隐含波动率指数，并计划于2021年上半年涵盖所有主要资产类别的基准。

港交所 OTC Clear 颁发年度奖项

11月30日，香港交易及结算所有限公司（港交所）场外衍生品结算所大奖2020获奖名单揭晓，以表扬结算会员对香港场外衍生产品结算发展的贡献。据悉，OTC Clear为港交所旗下场外结算公司，是全球唯一可接受设立香港分行的内地银行成为直接结算会员的境外中央对手方结算所。

FIA 亚洲衍生品论坛举办

12月1日至3日，2020年度FIA亚洲衍生品论坛举办。据悉，本次论坛议题包括亚太交易所展望、亚太地区跨境交易和清算、不断变化的全球大宗商品世界、未来十年的监管前景、数据和技术对业务产生的驱动等内容。据悉，中国证监会方星海副主席参与了线上讨论。

Eurex Clearing 强化其 CCP 转换激励计划

11月3日，欧洲期货交易所旗下清算所（Eurex Clearing）宣布延长转移中央对手方（CCP）奖励机制时间至2021年6月，100%免收投资组合转让的预订费以及推出适用于2022年6月的新“凭证”回扣模式。据悉，此举旨在帮助市场参与者更容易地满足监管要求，并将掉期业务转移至欧盟。

SGX 与 CME 扩大清算品范围

11月9日，据新加坡交易所（SGX）消息，SGX拟将泛亚基准股票衍生品纳入相互冲销结算系统（MOS），从而拓展与芝加哥商品交易所（CME）特有的相互冲销结算系统的范围。据悉，新加坡国际金融交易所（已成为SGX的一部分）于1984年与CME共同创设了相互冲销结算系统。

CFTC 批准衍生品清算组织注册豁免规则

11月18日，美国商品期货交易委员会（CFTC）一致通过了一项最终规则，为该委员会建立了一个框架，使得在美国境外从事清算的组织可以豁免注册成为衍生品清算组织（DCO），以便为美国客户清算专有的掉期交易。

CFTC 执法部门发布年度报告

12月1日，美国商品期货交易委员会（CFTC）的执法部门发布了2020财年年度报告，报告介绍了执法计划所取得的成就，包括立案、获得救济和执法行动所采取的定量和定性措施等内容。据悉，该执法部门于2018财年开始发布年度报告。

Eurex 延长期货交易时段以覆盖亚洲时区

12月7日，欧洲期货交易所（Eurex）宣布将进一步延长四只产品的交易时段以覆盖亚洲时区。据悉，该产品包含欧元计价法国10年期国债期货（Euro-OAT），欧元STOXX®银行类股指期货（EURO STOXX® Banks），STOXX®欧洲600股指期货和欧洲波动率VSTOXX®期货，旨在满足亚太地区客户的交易和对冲需求。

第二批期货公司基础岗位网课发布

10月28日，中期协发布通知，已在协会网络培训平台以点播课程形式发布第二批“期货公司基础岗位系列网络课程”。据悉，该系列课程旨在进一步提升期货公司各基础岗位工作人员的专业能力，促进期货公司各项业务又快又好地发展。

期货公司纠纷调解与投诉处理培训举办

11月2日，中期协发布通知，拟于11月6日举办为期一天的期货公司纠纷调解与投诉处理专题直播培训。据悉，此举旨在推进期货纠纷多元化解机制建设，服务投保工作的全面开展，提高调解员纠纷调解处理能力，促进期货行业纠纷调解专业化、规范化。

中期协发布2020年实习生计划

12月1日，中期协发布2020年实习生计划，拟招收2021年法律类、统计类、信息类应届毕业生从事工作实习。据悉，该计划是招收2021年应届毕业生的重要渠道，表现优秀的实习生将在后续的校园招聘中获得优先录用的机会。

四家协会倡议畅通服务热线搭建沟通桥梁

12月3日，据中期协网站消息，中国证券业协会、中国期货业协会、中国上市公司协会、中国证券投资基金业协会向上市公司、证券期货基金行业机构发布倡议，倡议畅通市场主体的服务电话，提升服务质量，为建设更加规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场作出应有贡献。

第五届理事会资产管理业务委员会会议召开

12月8日，据中期协网站消息，协会第五届理事会资产管理业务委员会本年度第一次会议于12月5日在杭州召开，协会会长洪磊同志、证监会期货部杨晓东处长受邀出席。会议围绕期货公司资管业务的定位与发展路径、期货经营机构资产管理业务自律规则修订、放开期货公司申请保险资金投资管理人资格等话题开展了讨论。

权益类场外衍生品标的范围进一步明确

10月30日，中期协发布通知，进一步明确权益类场外衍生品标的范围，此举旨在进一步促进风险管理公司场外衍生品业务规范发展，引导行业合规经营。据悉，标的范围明确后，将进一步拉平有关自律监管安排，推动不同行业实行公平竞争。

中期协携行业机构赴礼县开展帮扶活动

11月5日，据中期协网站消息，中期协会同甘肃证监局、郑州商品交易所，联合部分行业机构于11月4日赴国家挂牌督战贫困县——甘肃省陇南市礼县开展精准扶贫帮扶活动。据悉，本次活动期货行业将合计出资312.5万元，用于礼县2020年苹果“保险+期货”贫困户全覆盖项目。

期货公司居间人管理办法征求意见

12月1日，中期协发布公告，就《期货公司居间人管理办法（试行）》向社会公开征求意见。据悉，征求意见稿按照“尊重现状，摸清底数，问题导向，数据依托，规范管理”原则，以“统一管、规范管”为导向，旨在加强居间人自律管理，规范居间人行为，保护投资者合法权益，促进期货行业健康发展。

2020年期货投教案例征集活动开展

12月4日，中期协发布通知，拟开展“2020年期货投教案例征集活动”。据悉，该活动旨在加强对行业投资者教育工作的正面引导和激励，展示行业投资者教育工作成效，会员单位向协会申报的截止日期为2020年12月30日。

中期协会长洪磊同志在国际期货大会致辞

12月21日，据中期协网站消息，协会会长洪磊同志在12月19日召开的第16届中国（深圳）国际期货大会上致辞表示，我国期货市场取得了长足发展，品种体系日益丰富，市场规模持续增长，运行质量稳步提升，功能发挥逐步增强。期货市场将在全面建设社会主义现代化国家的新征程中，发挥越来越重要的作用。

第十六届 中国（深圳）国际期货大会



【编者按】

2020年12月19日，由中国期货业协会、深圳市期货业协会主办的，以“凝心聚力谋发展、助力经济新格局”为主题的第16届中国（深圳）国际期货大会在深圳召开。中国证监会副主席方星海、深圳市人民政府副市长艾学峰出席大会主论坛并致辞，特邀嘉宾国际掉期和衍生工具协会（ISDA）首席执行官、前美国商品期货交易委员会（CFTC）委员 Scott O’ Malia 通过线上发表主题演讲。中国期货业协会会长洪磊主持本次大会。

来自六家交易所的领导围绕在2020年所取得的工作进展和新格局中未来的工作部署等话题进行了深入分析与讨论。来自六家金融经营机构的负责人就期货经营机构如何与其他金融机构深化合作、更好服务实体经济等问题分享了各自的意见。

此外，本届大会采用线上线下相结合的方式，分设构建新发展格局与期货行业改革发展、大宗商品衍生品投资与财富管理、风险管理与期货公司转型发展和金融科技与期货行业融合发展等四个分论坛，吸引了境内外18.51万人次通过直播窗口观看会议实况。来自境内证券期货监管机构、证券期货交易所、期货、银行、保险等金融机构代表、媒体代表100余人莅临本次现场主论坛。本期“封面文章”梳理了大会主要图文资料，以期为大家了解会议情况提供参考。



深化改革，扩大开放，建设高效率、有活力、开放型的期货市场

文 中国证监会副主席 方星海

大家上午好！今天，我们再次相聚深圳，参加一年一度的中国（深圳）国际期货大会，具有特殊的意义。2020年以来，突如其来的新冠肺炎疫情对我国和全球经济造成巨大冲击。面对疫情，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，我国人民万众一心、奋起抗击，取得了伟大胜

利。疫情中，期货行业主动捐钱捐物，助力实体企业管理价格和供应链风险，助力我国经济恢复常态，发挥了积极作用。

一、2020年期货市场取得良好成绩

2020年我国期货市场在许多方

面的进展令人鼓舞。

一是疫情期间期货市场运行平稳，避险功能有效发挥，有力支持了实体企业复工复产。疫情爆发后，全球金融市场动荡加剧。在证监会党委领导下，我国各期货交易所积极应对，保证了正常开市和市场稳定运行。疫情期间，企业避险需求上升，期货

市场资金量和成交持仓量均创历史新高,期货市场风险管理作用进一步凸显。截至11月底,我国期货市场资金量突破8559.5亿元,同比增长55.2%;1-11月累计成交量、成交额分别达到53.8亿手和382.5万亿元,同比增长50.4%和45.5%。风险管理是衍生品市场的基本功能,外部环境越不确定,期货市场越能发挥“避风港”作用。疫情发生后,实体企业普遍面临库存高、销售难、产业链运转不畅、原材料和现金流紧张等问题。期货交易所和期货经营机构采取多种服务手段,帮助企业渡过难关,通过期货交割、期转现、仓单交易等多种期现“转换”途径,在期货市场帮助企业实现采购和销售。灵活利用仓单服务,帮助企业盘活库存、缓解现金流压力。期货风险管理子公司围绕疫情期间抗疫物资生产企业需求,积极创新业务模式,涌现出了“口罩期权”“手套期权”等一批助力企业“战

疫复产”的典型案列。面对国际原油市场大幅波动,我国原油期货制度设计、风险管理和应急能力经受住了考验。在WTI原油期货出现“负油价”等极端行情下,上海原油期货展现出较强的韧性和自我修复能力,获得国内外各方的肯定。

二是品种创新和规则制度改革加速推进,市场运行质量不断提升。

2020年以来,我们排除疫情带来的不利影响,加快新品种上市步伐,全年共上市12个新品种。截至11月底,我国期货和期权品种共有90个,其中国际化品种6个,为广大实体企业提供了有效的避险工具。特别是2020年液化石油气、低硫燃料油等品种上市后,以油、煤、气为代表的国内能源期货市场体系建设取得重大进展。我们持续优化交易制度,全面推广做市机制。全年新增32个期货期权做市品种,目前已实施做市制度的期货期权品种总数达到65个。做

市品种的流动性和活跃合约连续性显著提升。对CPI、PPI有重要影响的期货品种如玉米、铁矿石、铜等,期货定价质量和影响力不断增强,为国家宏观经济调控提供了重要价格参考。“期货价格+升贴水”定价模式日益普及,推动了贸易方式变革;保险公司已利用大豆、玉米等农产品期货价格作为农业保险定价依据。

市场运行质量的提升,促使更多实体企业和投资机构参与期货市场交易。截至2020年11月底,全市场机构客户数达到5.74万户,机构持仓、成交量分别占全市场55.59%和37.4%,同比增长38%和98.6%,与2015年相比,则分别增长2.01倍和2.49倍。9月底,共有8185只私募基金和1621只资管产品投资场内商品及金融衍生品,资金规模分别为1.03万亿元和142亿元。2020年,4只公募商品期货ETF基金成立,虽然目前规模还不小,但与股票、债券等资产形成了互补,填补了公募基金大类资产配置当中的空白。

三是我国场外衍生品市场建设初见成效,服务实体经济空间不断扩展。

场内期权的丰富为场外市场的发展提供了有力的对冲工具。3家商品期货交易所仓单交易、基差贸易、商品互换等场外期现结合业务平台相继上线,对场内工具形成有益补充,形成期货与现货、场内与场外、线上与线下的互联互通,进一步促进了衍生品市场的发展,有效拓展了服务实体经济的空间。期货市场监控中心牵头



建设的场外衍生品交易报告库近日获得了 FSB 的认证，成为我国首个正式获得 FSB 认证的报告库，这将对我国场外衍生品市场的稳定发展起到重要作用。

四是对外开放品种增加，开放路径更加多元。上半年，低硫燃料油期货同步对外开放上市；一个月前，上海国际铜期货上市；下周，棕榈油期货也要向境外投资者开放。对外开放期货品种将达到 7 个。通过跨境商品期货 ETF、结算价授权、推出结算价交易指令等方式，对外开放的形式更加多元。2020 年首家外资全资控股期货公司已经成立，今后会有更多的外资控股期货机构参与中国期货市场。

五是境外投资者参与度稳步提升，我国重要大宗商品定价影响力得到提高。铁矿石期货已有 21 个国家和地区的约 270 家境外客户，包括英美资源集团、嘉能可、拓克等大型国际公司参与，已发展成为全球交易量最大、唯一采用单一实物交割的铁矿石衍生品。PTA 作为我国期货市场首个引入境外交易者的化工品种，已经成为全球聚酯产业的价格风向标。天然橡胶和 20 号胶期货互为补充，已成为全球最主要的天然橡胶期货市场。上海原油期货 2020 年前 10 个月境外客户日均成交占比近 18%，日均持仓占比近 25%。2020 年 1-10 月，原油期货累计完成交割 7932 万桶，同比增长 4.15 倍，在低油价时期，有效地扩大了我国原油商业储备，助力保

障国家能源安全。上海原油期货复出口业务落地后，使用上海原油期货定价的原油转运出口至韩国、新加坡等地区，进一步彰显了上海原油期货价格在东北亚区域的价格影响力。

六是期货经营机构综合实力提升，创新发展提速。截至 2020 年 11 月底，全行业总资产、净资产、客户权益 5 年间分别增长 94.2%、62.4%、102.1%，达到 9224.6 亿元、1272.4 亿元和 7741.2 亿元。在以前瞻性为导向的审慎监管下，我国期货公司总体经营稳健，没有出现大的风险事件。期货行业坚持以服务实体经济为根本宗旨，一批期货公司以经纪业务为基础，以风险管理和资产管理业务为两翼，逐步从通道业务向综合服务转型。

二、加快期货及衍生品市场发展的举措

经过 30 年的发展，我国期货市场成绩斐然，但在市场体系、产品体系、规则体系、基础设施体系等方面还需要进一步完善，重要大宗商品价格影响力还需要进一步提升。我们要深刻理解十四五规划的发展目标和要求，按照刚刚闭幕的中央经济工作会议的部署，加快推进期货市场各项工作，积极服务经济高质量发展。

一是配合做好期货法立法工作，夯实期货市场法治基础。期货行业盼望已久的期货法，即将进入一读，我们要全力做好配合，争取早日出台。期货法是期货市场的基本大法，将从法律层面对我国期货市场的改革开放

做好顶层设计，明确各参与主体的法律地位，明确期货市场基础法律关系、民事权利义务和法律责任；明确对场外市场的监管；对市场准入、投资者保护和对外开放等做出明确规定，为期货市场对外开放以及跨境监管提供法制保障。

二是围绕价格发现这个期货市场的核心功能，进一步夯实期货市场的基础。要继续推动新品种上市。生猪期货将于 1 月 8 日上市，这是我国农牧业和期货界的一件大事，我们必须确保平稳推出、平稳运行。加快推进天然气、成品油、花生、30 年国债期货期权等品种上市工作，加快商品指数和商品指数期货期权品种研发和上市，支持相关机构开发更多商品指数基金、商品指数 ETF 等投资产品，研究推出碳排放权期货，助力 2030 年实现碳达峰和 2060 年实现碳中和。要增加交易制度供给。2020 年国债冲抵保证金、差异化保证金措施已经实施；做市商制度持续优化，合约连续性等问题得到改善。我们将持续解决重点品种合约连续活跃问题，实现重点品种全覆盖。加快推出组合保证金，优化持仓信息披露机制，建立交易所间结算风险隔离机制，提高交易结算便利性，降低市场交易成本。要继续扩大市场主体供给。2020 年期货市场主体供给取得突破，首家外资全资控股期货公司诞生，多年未有的新设期货公司已经获批，新设期货交易所工作进入尾声，商品指数公司即将开业，商业银行、保险机构已获准参与

国债期货市场。下一步，证监会将继续推动相关工作，不断丰富市场主体。同时进一步破除国有企业、金融机构参与期货市场交易的体制机制障碍，推动更多国企、上市公司等实体企业，以及商业银行、保险机构、基本养老保险基金、企业年金等长期资金利用期货市场管理风险，优化期货市场投资者结构。

三是要积极稳妥发展金融衍生品市场。现代资本市场已经逐渐形成了“一级发行、二级流通和三级风险管理”为特征的层次体系，进行风险管理的衍生品市场主要是对金融市场风险进行分割、转移和再分配，优化市场风险承载结构。十四五规划要求扩大直接融资比重，我国将形成一个巨大的直接融资市场。这个市场需要个股、股指、利率、汇率、信用类期货期权等场内外衍生工具进行风险对冲，完成风险管理。当前，我国金融期货期权市场还处在发展的初期，远远不能满足市场参与者日益增加的风险管理需求，也远远不能适应我国实体经济发展和金融改革创新的新形势和新要求，有必要适度加快发展我国金融衍生品市场。


四是继续扩大期货市场高水平双向开放。习近平总书记不久前在纪念浦东开发开放30周年大会上要求提高我国大宗商品价格的影响力，给我们期货行业指明了努力的方向。市场越开放，越便于投资者参与，参与者越众多，市场的竞争力才越强。我们将继续扩大特定开放品种范围，拓

宽市场开放模式；深入推进高水平制度型开放，更加注重制度规则与国际市场的深层次对接，以更高效、更符合国际惯例的方式，营造公平、透明、可预期的制度环境和规则体系，更多地引入境外成熟机构投资者和外资机构来华投资展业。通过双向开放，期货行业要为我国的粮食安全、能源安全和大宗原材料安全做出应有的贡献。

五是进一步丰富中介机构类型，推动期货经营机构多元化。以风险管理和资产管理业务为抓手，支持期货公司加快转型发展。继续支持期货公司以多种方式增加资本金，为机构创新转型提供资本支撑。目前，期货公司为风险管理子公司提供介绍服务、期货资管参与科创板、创业板网下打新和参与非标市场等政策均已出台，下一步，我们将针对影响行业发展的的问题，进一步细致论证、分类施策，不断完善行业创新发展的制度环境。要丰富中介机构类型，培育专业交易商。场内市场工具的丰富，为场外衍生品市场快速发展创造了条件。近年来，越来越多的金融企业、贸易企业利用自身专业优势，开展场外衍生品风险管理服务，互换、远期、场外期权等业务的开展，极大满足了实体企业风险管理的个性化需求。一些大型国际现货贸易商（比如嘉吉公司），既拥有覆盖全产业链的现货网络，同时又具备丰富的衍生品交易经验，可以将其现货信息、仓储物流、专业交易等优势充分转化为定价优势，为产业链上各环节客户提供低成

本的风险管理综合服务，增强了客户黏性，实现了多赢发展。期货业协会要积极将这样的具有衍生品服务功能和能力的机构吸纳为会员，给予他们应有的身份，培养其成为衍生品市场重要的中介机构。要加快培育我国商品场外衍生品的机构间市场，支持风险管理公司发展成为专业交易商和做市商，逐步在场外衍生品市场发挥核心作用。要进一步提高期货投资咨询业务、资产管理业务的专业能力，培养高水平的商品交易顾问CTA、商品投资基金CPO。要更好发挥大宗商品市场资产配置作用，利用大宗商品投资策略灵活、与其他金融资产相关性低、可以优化投资组合收益等特征，加强与银行、保险等金融机构的合作，更好服务机构财富管理。

各位朋友、各位来宾！2020年是期货市场建立30周年，也是中国期货业协会成立20周年。20年来，协会职能不断优化，在引导行业规范、有序、创新发展方面发挥了积极的作用。希望协会乘势而上，积极作为，发挥好行政监管的前沿、补位、细化、传导作用，更好推动行业高质量发展。

各位来宾，各位朋友！期货行业要认真贯彻落实党的十九届五中全会精神，以创新发展为动力，以服务实体经济为目标，不断深化改革，全面扩大开放，加快建设一个高效率、有活力、开放型的期货市场，为构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局贡献更多力量！



优化金融业发展环境， 为打造资本市场强国贡献力量

文 深圳市副市长 艾学峰

今天我们在这里隆重举办 2020 年第 16 届中国（深圳）国际期货大会。受王伟中书记、陈如桂市长委托，我谨代表深圳市委市政府对活动的举办表示热烈祝贺，向出席大会的各位嘉宾和海内外朋友表示诚挚欢迎，对中国证监会等监管部门、国内外金融机构长期以来给予深圳各方面的关心和支持表示衷心感谢。

金融是现代经济的血液，期货市场是金融市场的重要组成部分，作为期货业年度盛会，期货大会已在深圳成功举办过 15 届，是政府与市场、境内与境外、现货与期货等各方交流合作、共谋发展的重要平台。对促进

我国期货市场服务实体经济、对外交流合作以及健康稳定发展发挥了积极作用。

本届大会以“凝心聚力谋发展 助力经济新格局”为主题，汇聚了期货业界精英、专家学者，期待各位嘉宾积极分享真知灼见，以全球视野探讨期货行业热点问题，为行业稳健发展提供可循之证。

2020 年是深圳经济特区建立 40 周年，40 年来，深圳金融业实现了从小到大、从弱到强的跨越式发展，已成为驱动深圳经济社会高质量发展的核心要素。在中国证监会的大力支持下，深圳期货公司以经纪业务为基

础，围绕服务实体经济需求，不断探索创新业务模式，为服务实体经济发展做出了积极贡献。截至 2020 年三季度末，深圳共有 14 家期货公司，综合实力居全国前列。其中 A 类以上期货公司家数占全国 1/8，全行业资产超过 1260 亿元，约占全国 1/6。

接下来我们将认真吸纳本次大会凝聚的智慧成果，主动承接中国证监会各项改革创新任务，持续优化提升金融业特别是期货业发展环境，为打造资本市场强国贡献深圳的力量。

最后，预祝本次大会取得圆满成功，祝各位嘉宾工作顺利、身体健康，谢谢大家！

中国金融市场国际化和衍生品市场作用

国际掉期和衍生工具协会 (ISDA) 首席执行官、前美国商品期货交易委员会 (CFTC) 委员
Scott O' Malia

大家上午好！非常感谢洪磊主席和中国期货业协会邀请我在第十六届中国国际期货大会上发表主题演讲。今天，我很荣幸能与中国证监会方星海副主席及其他贵宾一道与大家交流。

本次活动恰逢中国期货业协会 (CFA) 成立 20 周年。中国期货业协会成立于 2000 年 12 月，旨在支持中国公平公开的期货市场发展。在过去的 20 年里，中国期货业协会在政府和业界之间起到了非常重要的纽带作用，推动了期货市场向着积极的方向发展。我们祝贺中国期货业协会迄今所取得的一切成就，并期待今后 20 年的蓬勃发展。

我们国际掉期与衍生品协会 (ISDA) 也肩负着类似的使命——培育安全高效的衍生品市场，促进所有衍生品用户的有效风险管理。2015 年 12 月，ISDA 和 CFA 签署了一份谅解备忘录，旨在加强两个协会之间的合作，促进信息交流。转眼间，五年的时间过去了，我很高兴地看到，ISDA 和 CFA 将继续紧密合作，共同应对我们市场所面临的挑战和机遇，

并分享最佳实践与专业知识。我们十分重视与 CFA 的合作关系，这对我们所有成员都有益处。

鉴于最近发生的一些事件，我们对安全和高效市场的共同承诺比以往任何时候都显得更加重要。2020 年的冠状病毒大流行给全球金融市场带来前所未有的挑战。2020 年年初，冠状病毒的迅速蔓延导致各国被迫进入封锁状态，全球经济形势急剧恶化，市场频繁波动，人们普遍选择远程办公的模式。

为了应对流行病毒，各国政府、中央银行和监管部门采取了紧急的货币和财政措施进行干预，并放宽了即将到期的监管期限。我们感谢全球各地迅速采取的果断行动，使金融市场得以在波涛汹涌的浪潮中继续前行。得益于过去十年来实施的审慎做法和市场改革，衍生品市场迄今已安然度过这场大流行病危机。

中国金融市场国际化进程成果显著

尽管 2020 年面临着各种挑战，

但我们看到中国金融市场的市场化取得了重大进展。对于衍生品市场而言，最为重要的消息便是，11 月 1 日，中国人民银行、中国证监会和中国国家外汇管理局采取了重大举措，即：对合格境外机构投资者 (QFII) 和人民币合格境外机构投资者 (RQFII) 两项制度合二为一，并取消了国际投资者在中国市场的投资额度限制。这些新规精简了相关许可程序，让全世界的投资者都能积极参与中国经济的发展，增加了中国金融市场的流动性和深度。

除此之外，中国还采取了一些其他重要措施。2020 年 2 月份，中国人民银行、中国银保监会、中国证监会、中国国家外汇管理局和上海市政府联合发布了关于加快上海国际金融中心发展的通知，其中包括一项重要规定，即：海外实体现在可以选择使用 ISDA 主协议进行在岸人民币衍生品交易。

这一变化对于衍生品市场参与者而言是一个非常值得期待的消息，因为他们现在可以在 ISDA 文件提供的



合同确定性下进行人民币交易。对于国际上活跃的公司而言，它们能够在所有交易中使用 ISDA 主协议，而无需将与中国实体的交易切换到不同的文件中，这将切实提高运营效率，进一步减少进入中国衍生品市场的障碍。

其他开放中国债券和外汇市场的措施也已陆续出台。比如银行首次获准交易国债期货；外汇套期保值规则已经放宽，这样一来，外国投资者在债券市场交易时便可以管理其货币风险；2020年7月，中国人民银行和中国证监会联合采取各种措施，将银行间债券市场和交易所债券市场结合起来……这些措施共同见证了中国

资本市场市场化的显著进展。我们高度赞赏官方部门继续致力于开放这些市场，并在安全范围内减少参与国际交易的障碍。

衍生品市场对经济增长意义重大

随着越来越多的来自世界各地的参与者开始进入中国市场，市场的规模和重要性也在不断显现，比以往任何时候都更需要强有力的工具，以使机构能够有效地管理其风险。在这个背景下，我想讨论一个正常运作的衍生品市场对金融市场和经济增长所产生的积极影响。

衍生品市场以某种形式存在已久。事实上，我们可以追溯到古代美索不达米亚时代。大约公元前1754年，据《汉谟拉比法典》记载，当时的人们已经认识到经济交易中存在的风险和不确定性，并将这种风险进行转移和分担。

衍生品在历史上不断以不同的形式出现。无论在哪里发生某种形式的贸易，都会相应开发出各种工具，使人们能够减少不确定性、降低风险和优化收益。随着全球贸易的发展和法律制度的健全，这些工具的范围和复杂性也在不断发展，但自《汉谟拉比法典》诞生以来，有关减轻风险的

基本概念大体上没什么变化。

衍生品市场服务于真实用途，使个人和公司能够适当地转移风险，创造经济繁荣所需的确定性。在世界上几乎每一个进行贸易的行业和地区，我们都能看到衍生品被用于降低风险和增加确定性。

制造商利用衍生品锁定发债成本，为新投资进行融资，促进业务增长和创造就业。例如，一家大型汽车制造商可能会发行浮动利率债券，以便为建设新工厂提供资金。但是，这种浮动利率债券具有潜在的利率风险，因此，签订利率互换协议将有助于该公司锁定融资成本，并掌握对债券利率的确定性。有了衍生品，公司继续增长、支付员工工资和支持经济的能力不再因为利率的变化而受到影响。

衍生品在许多行业都有类似的用途。航空公司依靠衍生品来对冲不断波动的燃料成本，这有助于保持燃料价格的稳定性。农业和食品生产企业则利用衍生品来管理作物、牲畜和燃料价格波动的风险，这有助于确保消费者的食品供应和价格的稳定性。

在所有这些例子中，衍生品均创造了确定性和稳定性，从而支持

经济增长。如果没有衍生品，这些行业和其他行业中的成千上万家企业将无法获得发展业务和服务经济所需的确定性。如果没有一个高效和有效的对冲手段，投资将会变得更具挑战性。

一个正常运行的衍生品市场还可以帮助银行规避风险，这样它们就能增加贷款和支持实体经济，进一步支持充满活力的地方流动资本市场。如果企业了解到可以对冲与相关实体的交易风险，它们将会愿意与更多的交易对手做生意。简而言之，衍生品是金融系统中的重要组成部分，它可以帮助我们管理风险，同时提高资本流动性和透明度。下面我要给大家播放一段视频，进一步解释利用衍生品的益处。

全球有成千上万的公司利用衍生品来减少业务风险，同时增加客户面临的确定性，比如放贷机构会利用衍生品为购房者提供固定利率或者浮动利率的房屋贷款。银行也会利用衍生品管理贷款风险，这样就能发放更多贷款。养老金和资产管理人会利用衍生品提升和保护养老金和投资的价值，让人们充满自信地计划未来。生产商也会利用衍生品，在为新的投资项目融资时，他

们利用利率互换锁定融资成本，减少利率上升带来的影响。食品和饮料公司利用衍生品管理原材料价格波动的风险，这样他们的主要原材料供应量和价格就能保持在稳定水平。在能源成本方面也是一样，生产商和供应商利用衍生品来减少天然气、石油和电力价格的常规波动，为消费者创造稳定的能源供应。同样，航空公司利用衍生品锁定燃油成本，以便减少燃油成本波动对机票价格造成连锁影响。各种各样的公司都会利用衍生品管理风险，它所带来的确定性和稳定性对于全球经济增长具有极其重要的价值。

ISDA 致力于推动全球衍生品市场规则体系的建立

虽然衍生品的概念比较简单并已适用了数千年，但随着当今世界变得越来越复杂、关联度越来越高，一个正常运作的衍生品市场需要有一个可预测和强有力的法律框架作保障，其中包括可执行的终止净额结算¹规则。

长期以来，ISDA 一直积极支持终止净额结算，我们认为这是衍生品市场中最重要的一個风险缓解工具。通过允许各方将其待付款合并为整笔

¹ 终止净额结算 (Close-out netting): 金融专有名词，指金融衍生品交易双方在交易主协议中约定，在合约期内，若一方出现特定违约或合约终止事件，另一方有权终止主协议项下所有未到期合约，每笔合约对应的债务和担保义务等转换为相互间的支付义务，按照协议约定的方法经冲抵轧差后计算出一笔净额，由净支付方转移给净收入方。

支付，净额结算减轻了与交易相关的信用风险，并促进了金融的稳定。它还鼓励国外和国内参与者更积极地参与其中，支持更具流动性和效率的资本市场。

2019年，ISDA对亚太地区衍生品市场参与者展开了调查，受访者明确表示，金融中心的发展取决于金融市场基础设施的深度和广度、健全的法律和监管框架以及净额结算的确定性。ISDA已经与世界各地的主管部门通力合作，推进净额结算的进展。到目前为止，我们已经发布了近80个国家的净额结算意见。ISDA的《净额结算示范法》提供了一个立法模板，适用于尚未认可净额结算的那些市场。

终止净额结算的法律确定性为强大、安全和高效的衍生品和回购市场奠定了一个必要的基础。终止净额结算还为使用抵押物管理交易对手信用风险提供了法律基础。如果不实行净额结算，企业将被要求在全球非结算衍生品保证金框架下按毛额来缴纳保证金，这就意味着在没有实行净额结算的管辖区的实体将对冲风险支付更多的额外费用。

虽然我们仍然认为在终止净额结算方面的法律确定性是必要的，

但必须认识到中国最近在净额结算方面所取得的进展。2017年，中国银保监会表示，《企业破产法》与终止净额结算原则上并不冲突。此后，中国银保监会一直致力于与中国最高人民法院和立法机构澄清和推进这一立场。在最近的《商业银行法》修订咨询中，中国人民银行建议，按照金融稳定委员会（FSB）的《金融机构有效处置机制的关键属性》，将处置期限限制在两个工作日内，以确保在商业银行的处置过程中净额结算仍然可执行。ISDA对中国当局所做的工作表示赞赏，我们期待着在2021年及以后能继续与中国保持密切合作，并在这一关键问题上取得进一步进展。

自2016年9月第一阶段开始之前，ISDA就一直支持IM²规则的实施。我们的各种全球举措（包括制定行业文件和标准原始保证金模式）对于确保规则能够安全有效地推出至关重要。

随着2021年9月和2022年9月IM要求实施的最后阶段日渐临近，它们将把许多较小的实体纳入范围内。这些企业将需要了解任何可能影响其选择抵押物的监管和法律障碍。

在亚太地区，ISDA已经探讨了将区域货币证券和资产作为跨境衍生品交易的IM进行贴现的可行性。最近，我们与中央结算公司合作，对各种法律、监管和市场结构问题展开了深入分析，让使用中国政府债券作为抵押物的问题变得更加清晰明了。相关文件将于近期发布，这将有助于企业尽可能有效地满足IM要求。

我在这些发言中谈到了中国金融市场市场化所取得的特别进展，谈到了衍生品市场在支持经济增长方面所发挥的作用，也谈到了建立健全法律框架（包括终止净额结算的确定性）的重要性。

很显然，中国金融市场目前已经到了一个非常关键的时刻。近年来，国际化步伐在不断加快，国际参与度也在不断提高。在终止净额结算和抵押物可执行性方面的法律确定性将是未来几年维持中国衍生品市场长期繁荣所需要的关键发展因素之一。

再次感谢CFA邀请我在本次活动中发言，我期待我们在未来将有更多紧密合作的机会。

（本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅）

2 IM: Initial Margin, 初始保证金。

圆桌论坛 1：交易所高层论坛

主持人：中国期货业协会会长 洪磊
讨论嘉宾：上海期货交易所总经理 王凤海 郑州商品交易所总经理 鲁东升
大连商品交易所总经理 席志勇 中国金融期货交易所总经理 霍瑞戎
上海证券交易所副总经理 刘逖 深圳证券交易所副总经理 唐瑞



洪磊
中国期货业协会会长



王凤海
上海期货交易所总经理



鲁东升
郑州商品交易所总经理



席志勇
大连商品交易所总经理



霍瑞戎
中国金融期货交易所总经理



刘逖
上海证券交易所副总经理



唐瑞
深圳证券交易所副总经理

上期所：实体经济风险管理需求旺盛 期货市场功能有效发挥

洪磊：方主席致辞中总结了期货行业在 2020 年所取得的成就，下面我们请各交易所老总阐述一下我们在 2020 年难忘的一年中工作取得了

哪些进展。有请上海期货交易所总经理王凤海先生。

王凤海：大家上午好，很高兴参加本次会议，接下来，我把上期所 2020 年工作情况跟大家汇报一下：2020 年是特别的一年，疫情、国际政治经济形势非常复杂，大宗商品价

格剧烈波动。面对复杂情况，期货市场总体呈现快速稳定发展的态势，截至 11 月底，上期所包括上期能源成交量 19 亿手，成交金额 133 万亿元。

2020 年，在百年未有之大变局下，实体经济风险管理需求旺盛，期货市场的功能得到了有效发挥。在价格大

幅波动情况下，投资者积极参与风险管理，套期保值目标得以实现。具体来看，期货市场资金规模突破 8500 亿，成交规模增长 50% 以上。期货市场稳定器的功能得到了充分体现。

在价格发现和风险管理方面，特别是原油期货，2020 年 3 月份 OPEC+ 谈判失败后，全球原油供应增加，同时受新冠疫情的影响，原油需求萎缩，供需错配导致价格剧烈波动。涉油企业通过上期能源平台完成了套期保值、实现了盈利。大家知道，在大宗商品价格下跌通道里，增加采购是面临价格风险的。如果没有期货市场进行对冲，很难实现风险规避。2020 年以来，全球原油库容紧张，上期所通过采取积极措施，扩大交割

库容，较 2019 年末扩容 3.5 倍，在满足交割需求的同时，也完成了增加石油储备的任务。我们的规则、制度也经受住了市场检验，没有出现穿仓、逼仓等风险事件，原油期货价格风向标的作用得到体现。

稳生产、稳供销方面，在 2020 年的抗疫复产过程中，实体企业利用上期所的品种工具积极进行套期保值。例如，有企业利用天然橡胶衍生品市场，发挥“手套期权”功能，保障了抗疫物资供应；无锡的不锈钢供应商及时通过无锡交割仓库，从期货市场交割获得 600 吨金属镍，规避了疫情期间停产风险。

郑商所：解决农业生产农

民增收痛点难点 期货市场具有很大发展潜力

洪磊：感谢王凤海总经理的介绍，非常难忘的是疫情期间期货市场剧烈波动，特别是原油剧烈波动，上海期货交易所能源交易中心经受了考验，特别是为我们国家管理期货风险积累了宝贵的经验。非常期待上海原油期货以及下一步要拓展的有色金属等国际品种能在定价方面发挥更大的影响力，发挥好服务实体经济的作用。

2020 年也是期货市场建立 30 周年，郑州商品交易所是我国第一家期货交易所，请问鲁总，如何评价？

鲁东升：2020 年对于郑州商品交易所是非常有意义的一年。我们



庆祝了中国期货市场建立 30 周年和郑商所成立 30 周年，内提士气、外展形象，得到了全行业的支持。2020 年前 11 个月，郑商所日均成交量、成交额、持仓量均大幅提升，特别是日均持仓量增长了 54.6%，创历史新高。面对突如其来的新冠肺炎疫情，以及错综复杂的国际局势，期货市场也切实发挥了作用。

郑商所涉农品种很多，并且多数主产区都是位于边疆地区、贫困地区，是当地的重点产业，在地方财政收入、农民收入中占比较高。我们提高政治站位，致力于服务脱贫攻坚和乡村振兴。

一是持续推进“保险+期货”试点。2020 年实施“保险+期货”试点项目 32 个，投入资金、覆盖产量、受益农户均大幅增加，带动财政资金、社会资金投入“保险+期货”项目。甘肃省政府将苹果“保险+期货”纳入中央财政对地方优势特色农产品保险奖补试点范畴，率先突破财政支持“保险+期货”的常态化、机制化问题，2020 年甘肃财政投入资金、覆盖范围为郑商所项目的两倍。我想我们试点的初衷得到了体现，达到了目的。

二是期货标准带动现货产业升级。科学设置苹果、红枣期货交割标准，倒逼种植、加工标准提升，使得农民好果能卖上好价，为产业转型升级贡献了期货力量。

三是发挥期货市场的缓释风险作用，助力解决融资难、融资贵问题。我们和商业银行合作推出期货仓单买

断式回购业务，平均融资成本比传统渠道下降 10%。支持农发行开展棉花“保值贷”业务试点，打通“贷款资金收购棉花”注册期货仓单的渠道。

四是推动业务模式创新升级。创新发展“订单+农户+套保”“龙头企业+农户”“订单+期货+银行”等模式。一方面，促进了龙头企业做大做强，中纺集团和中棉集团今年的经营规模都创出了新高。另一方面，促进了小农户与现代农业的对接，2020 年市场发展，证明了期货市场在解决农业生产、农民增收的难点、痛点方面具有独特作用，对于解决“丰产不丰收、同果不同价”，涉农主体融资难融资贵，小农户游离于现代农业体系之外等问题效果明显，潜力和空间很大，也得益于广大会员单位的积极支持。

2020 年前 11 个月，郑商所主要品种套保效率达到 94.1%，同比增长 10.9 个百分点；法人客户持仓占比达到 53.4%，同比增长接近 1 个百分点。基差点价已经成为现货市场定价和贸易的主要方式。PTA、甲醇等工业品方面我们也经受住了大持仓、大交割的考验，实现了市场总体平稳。

郑商所品种功能得到市场各方充分认可。2020 年以来，郑商所被中国果品流通协会授予“发展果业脱贫攻坚成就奖”，被中国苹果产业协会授予“2020 中国苹果产业引领榜样”，被中国糖业协会授予“全国糖业扶贫突出贡献奖”，苹果、红枣期货扶贫案例收录于央行《金融扶贫案

例集》。市场发展的外部环境持续向好。

大商所：实现管理风险衍生品市场大有作为也有所作为

洪磊：感谢东升总经理。让我印象非常深刻的是郑商所在农产品的期货，特别是在“保险+期货”试点中发挥了重要的作用。2020 年协会和郑商所在承担甘肃脱贫方面联手发挥作用，在我们各会员单位的支持下，特别是在礼县推进“保险+期货”，让 693 户农户 2020 年彻底地解决了贫困问题。这三十年应该说郑商所已经由一个农产品的期货交易所发展成多板块多品种的综合性的交易所，希望郑州商品交易所在未来能发挥更大的作用。

下面请席总谈一下大商所。

席志勇：三句话：第一，助力抗疫；第二，助力脱贫攻坚；第三，谈点感受。

第一，助力抗疫复工方面，我们根据会员的诉求，会里和协会的要求，所里的追求，有温度、有速度、有力度地打出了组合拳。（一）有“速度”，争取主动。1 月 20 日新华社转发习总书记对新冠疫情防控工作的重要指示后，交易所 21 日即发布通知全面启动抗疫工作，第一时间成立工作领导小组，制定全面的方案，助力期货行业坚决打赢疫情防控阻击战。（二）有“温度”，服务市场。四次发布温馨提示，特别是在抗疫期间鸡蛋交割由于人流、物流、交通流造成阻

隔，对鸡蛋交割造成阻碍。交易所主动给交割仓库、有交割意愿产业客户进行联系，采用多种交割办法为他们解决问题。（三）有“力度”，降低成本。在普惠政策方面，我们算下来，2020年为支持抗疫减收降费32个亿，特别针对湖北抗疫区，对会员的席位费、会费、手续费全部进行减免。在湖北专门设置五个“保险+期货”项目，支持金额达500万。

第二，服务国家战略，助力脱贫攻坚。2020年是脱贫攻坚的最后一年，根据国务院扶贫办脱贫攻坚的52个挂牌督战未脱贫县，我们进行主动对接，把“大商所农民收入保障计划”中的“保险+期货”扶贫专项项目就锁定在这些地方，最后落地44个项目，全部根据大商所的品种特征进行，预计为20万农户提供保收增收服务，其中超过17万户为建档建档立卡贫困户，实施效果较好。

2020年的期货市场让我们更加深刻认识到，期货衍生品市场在管理风险方面大有作为，也应该有所作为。特别是在全面建成社会主义现代化的历史新时期，我们期货市场基于价格发现、风险管理的两大基本功能，要更加明确政治站位、勇于担当作为、依靠技术驱动，更好地服务实体经济和国家战略。第一，从“胸怀中华民族伟大复兴的战略全局和世界百年未有之大变局”，理解期货市场的政治站位。第二，立足“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”，强化期货市场的担当作为。第三，

坚持“把科技自立自强作为国家发展战略支撑、科技创新作为经济社会循环的根本动力”，谋划期货市场的技术驱动。谢谢各位。

中金所：境内金融期货市场2020年运行平稳 有力支持资本市场

洪磊：感谢席总经理，介绍非常简练，在抗疫扶贫方面、在减税降费方面，大商所为市场、为会员做出了非常大的贡献。

2020年也是金融市场动荡的一年，动荡的市场中间各主体避险需求上升，中国金融期货交易所在这方面有哪些亮点？请霍总经理进行介绍。

霍瑞戎：很高兴有机会跟大家介绍一下中金所2020年在服务国家战略、服务实体经济、助力抗疫及复工复产方面所做的工作和发挥的作用，我谈五个方面：

第一，保障金融期货市场平稳运行。2020年以来，受疫情等不确定因素影响，境内外市场波动幅度明显加大，市场风险管理需求增强，境内金融期货产品经受住了市场波动考验，在自身安全平稳运行的情况下有力支持了资本市场平稳运行。同时，我们进行科技监管实践，构建了有中国金融期货特点的风险监测模型。

第二，服务复工复产，促进经济发展。积极与财政部国库司沟通协调，抗疫特别国债招标发行后，第一时间将其纳入国债期货可交割券范围，促进了特别国债的平稳发行，有力支

持了实体经济发展。

贯彻落实《优化营商环境条例》，在沪深300股指期货上市、商业银行参与国债期货业务与调整国债期货开盘时间等工作中，均以市场主体需求为导向，服务现货和市场主体，同时也服务于国家的宏观调控要求。

多年来第一次较大规模地在财务等方面对会员和市场进行支持，反哺市场，助力复工复产，收到良好社会和经济效益。

提升对外服务水平，优化席位审批等会员日常业务办理流程，推进会员通系统建设，上线会员合作培训线上审批系统。

第三，响应“一带一路”倡议，推进金融期货市场对外开放。巴交所方面，协助巴方落实三年商业规划，推出首批ETF产品，做好技术系统升级改造工作，推动巴交所各项工作走上正轨。中欧所方面，推动股东完成增资方案内部审批并提交了报批材料。完成了欧洲证券及市场管理局（ESMA）第三国交易场所交易后透明度评估，中金所正式被纳入ESMA正面清单。

第四，进一步优化市场结构。成功发展五家商业银行成为交易结算会员，保险资金参与国债期货交易取得了实质性的进展，积极推动企业年金等中长期资金进入期货市场，分散风险。

第五，助力脱贫攻坚。我所在全国扶贫办五项指标中有三项指标位居前列，受到表彰。严格落实会党委

要求，在扶贫中强调精准扶贫和形成合力，和工商银行、会员、人保公司一起，在扶贫工作过程中进行体系性、制度性的探索，并把区块链的技术引入到其中。2020年5月，新华社播发了长篇通讯《习近平的扶贫故事》，人民日报版转载，引用了我所在证监会统筹下做好定点帮扶延长县金融扶贫的案例。

洪磊：中国金融期货交易所一是引进新的机构投资者，中国的金融市场正在由机构和散户的博弈发展为机构之间的博弈，只有机构更多地进来市场才会理性。二是长期资金引入，只有池子大了、水深了，大宗商品的定价才可能实现，祝贺中金所这方面做的探索。

目前中金所主要是两类产品：一是权益，二是利率。权益和利率产品的现货主要是在证券交易所，现在就请上海证券交易所副总经理刘迅先生和深圳证券交易所副总经理唐瑞女士分别介绍一下两个证券交易所的作为。

上交所：上交所跃居全球第三大证券交易所

刘迅：非常荣幸参加这个会议，我参加了几年，上交所确实在期货市场面前是小兄弟，需要和几个老的期货交易所学习。

2020年上交所在各个方面也做了一些努力，今天方主席都讲到了，

2020年是非常不平凡的一年，也是非常值得纪念的一年，2020年是中国改革开放以后资本市场诞生三十周年。具体到今年来讲，我个人觉得大概是两方面的工作。

第一，围绕着特殊的年份，围绕支持国家的抗疫工作，我们做了一些工作，比如说我们组织发行了上百亿元的防疫防控疫情债，我们对上市公司，对受疫情影响的上市公司免收他们的上市费用。我们对受疫情影响的上市公司年报信息披露做了一些差异化的安排。

第二，从交易所来讲，证券交易所是投资者和实体经济之间的桥梁，我们按照服务国家战略、服务好企业和投资者这个主线建设我们的市场。上交所的四个市场，在资本市场方面都还是做了一些事情，就股票市场而言，第三季度的数据，按照规模、市值排，首次超过了日本东京证券交易所，成为全球第三大证券交易所；2020年IPO的数量和IPO的融资额也是排在全球首位，新股融资达到3300亿；债券市场已经连续多年成为全球最大的交易所债券市场，目前债券市场余额大概13万亿，融资额6万亿，企业的融资额是3.5万亿，含直接的债2.5万亿和1万多亿的资产证券化。债券市场的融资是万亿级的。股票、债券是我们服务实体经济主要的方式；在基金市场，中国的ETF首次突破1万亿，上交所大概8000亿左右，已经成为亚洲流动性最好、效

益最高的ETF市场。ETF市场建设的基本目标是让投资更便捷，上交所把ETF作为投资者普惠金融来发展，2020年也取得了一些发展，我们推出了科创50ETF和上海金ETF。我们还会出台跟踪法国指数的产品。

深交所：创业板改革与注册制试点高质量完成

唐瑞：我们参加了多次论坛，2020年终于有了实践经验。作为衍生品的新兵，我想申请多说两句。

2020年确实是极不平凡，刚才大家都讲了。深交所也积极发挥资本市场的枢纽作用，在为经济恢复和高质量发展方面也是积极地贡献力量，主要体现在三个方面：

第一，我们凝聚各方合力，高质量完成了创业板改革并试点注册制，这是一个增量带动存量的改革，也是2020年资本市场重大的改革。改革落地以来，已经平稳运行四个月，交易活跃度有所上升，包容度、覆盖面也明显增强。注册制下已经有54家企业上市，融资额达602亿元，120家企业再融资申请注册生效，其中有30多家已经发行，融资的规模超过260多亿元，大家的获得感非常强。

第二，我们深化服务，统筹疫情防控和市场主体发展，主要措施也跟刚才刘总介绍的类似。

第三，我们深化改革，在 market 建设的关键领域实现了新的突破。我们终于成功上市了沪深300ETF期权，

实现了深交所历史性的突破。我们也推出了境内首批商品期货的ETF，刚刚方主席也说了，是填补了境内空白。我们还启动了信用保护凭证试点，成功开通了深港ETF互通。回顾这一年的发展，特别是创业板改革和期权的平稳运行，让我们对衍生品发展的信心和决心进一步增强，对衍生品市场功能的认识也进一步增强。期权作为多空平衡的中性交易工具，在促进价格发现、管理风险和提高了市场效率方面发挥了很好的作用。

从数据来看，标的ETF经过一年的运行，折溢价率下降了三成，沪深300指数相对波动率下降了3%。特别是2月3日，春节后第一个交易日市场大幅波动，场内股票股指期货为约400多亿的现货提供了保险，发挥了稳定市场的功能。这一年，沪深300ETF增加了9只，规模增加了近170亿，引导中长期资金入市的功能显现，发挥了市场稳定器的作用。我们看到境内股票股指期货只有四只，市场覆盖还非常低，特别是对深市股票数量的覆盖不到5%，对创业板的覆盖更是不到2%。我们在调研中也了解到，市场对深市股票的对冲需求非常强烈。特别是创业板改革落地后，创新成长的属性更加突出，我们的成交活跃度和波动率都有所上升，投资者风险管理的需求也就更为迫切。境外也是如此，比如说美国的罗素2000ETF期权2019年日均持仓面额占对应指数日均市值的3%，高

于标普500ETF期权的2%。

我们作为新兵，经过这一年的运行，在人才队伍建设、业务运行管理、技术能力建设等各方面积累了经验，打下了基础，为后面推出更多满足市场需求的产品创造了条件。谢谢大家！

上期所：提升重要商品价格影响力 重点打造上海油、上海铜、上海胶

洪磊：上半场六位老总很好地控制了时间，特别是证券，首先要祝贺上交所晋升全球第三大证券交易所，祝贺深交所创业板注册制方面迈出了坚实的步伐。特别是两个交易所在基金ETF和商品期权ETF方面也都迈出了坚实的步伐。相信这些品种的推出都会为我们今后场外衍生品市场的发展提供非常好的条件。大家以热烈的掌声感谢六位老总上半场精彩的介绍。

大家一定还关心下半场，刚才方主席对期货行业2021年的工作做了非常重要的部署，2021年是我们“十四五”规划的开局之年，同时也是面临严峻挑战的一年。十九届五中全会提出了要以发展国内大循环为主体，以国内国际双循环相互促进的新发展格局。请六位老总分别介绍一下各交易所在新格局下将推出哪些新的举措？先请王凤海总经理，控制在四分钟以内。

王凤海：习总书记在庆祝浦东

开发开放30周年讲话中提出“增强全球资源配置能力，服务构建新发展格局”“提升重要大宗商品的价格影响力，更好服务和引领实体经济发展”。方主席刚才也说，这是为期货市场指明了发展方向。上期所地处浦东，习总书记提出的要求让我们更感责任重大、使命光荣。接下来，我汇报一下上期所2021年及下一步的部分工作计划。

第一，首先要进一步提升重要商品的价格影响力，重点打造上海油、上海铜、上海胶。在原油期货方面，持续优化运行机制，深化期现结合，不断提升期货市场价格影响力，加快构建完善的能源衍生品体系，尽快推出原油期货，抓紧研发上市成品油、天然气等期货产品；在低硫燃料油方面，以交割制度为抓手，实现跨境交收，为全球产业客户提供便利的交割服务，从而提升上海燃料油的价格影响力。探索形成创新的交割模式，后续还将逐步扩大到其他产品；在橡胶产品序列20号胶方面，前段时间上期所在广州跟6家境内外天然橡胶上中下游企业签订协议，这些企业在采购与供应中，采用20号胶期货价格作为定价基准。上期所将在此基础上，进一步增强20号胶等橡胶产品序列的全球综合服务能力。

第二，深化市场创新，努力发挥枢纽作用，助力实体经济管理风险，推动高水平对外开放。上期所将进一步增加产品供给，推动氧化铝、铬铁、

合成橡胶等期货产品，白银、螺纹钢等期权产品，以及航运指数期货、有色金属指数期货期权等指数类产品上市。继续创新存量品种对外开放路径，2020年，上期所纸浆期货交割结算价向挪威浆纸交易所授权，未来还将研究钢材等期货品种跨境合作事宜。2021年，上期所要在证监会领导下，稳妥推进对外开放，让更多境内外企业参与期货市场价格发现的过程，让期货市场价格形成更有效、更权威。

第三，场外市场方面，提高市场运行质量，打通期现结合最后一公里。大家可能注意到，2020年上期所标准仓单交易平台增加了合作报价专区，与宝武集团合作，推出“欧治云商报价专区”，打造黑色产业链一体化服务；入股浙江国际油气交易中心，助力浙江自贸试验区油气全产业链开放。这些举措提升了市场影响力，更好地服务实体经济。接下来，上期所将稳步推进标准仓单业务，推动保税仓单交易等业务上线，深度推进期现联动发展。

希望各位和我们一道，为我们国家的实体经济发展做出更大贡献。

谢谢大家！

郑商所：落实新发展格局 期货市场大有可为

洪磊：下面请郑商所东升介绍。

鲁东升：新的一年，落实新发展格局的要求，期货市场还是大有可为的，郑商所将从以下几个方面，持

续加大对实体经济的支持力度：

一是持续加大实体经济支持力度。2021年，郑商所将继续服务好常态化疫情防控，减免湖北地区期货公司的会费和席位费，免收2021年全部期货品种套保开仓手续费、交割和仓单转让费。于昨日启动了尿素“商储无忧”试点项目，支持承储企业利用期货化解贬值风险，助力粮食安全。推广“甘肃模式”到更多的品种，扩大“保险+期货”的范围，规范、优化业务模式。

二是在新品种方面，我们将全力做好花生、鸡肉、钢坯、烧碱、PX、瓶片等品种的研发准备，深化马铃薯、葵花籽、大蒜、水泥、丙烯等新品种的研发，加大电力、BDI指数、商品指数研发力度，实现成熟品种的期权全覆盖，深化远期交易、互换业务，构建多元化、系列化的衍生产品体系。

三是提升现有品种运行质量方面，我们将及时发现、查处市场异常交易行为，维护市场秩序，不断优化产品制度设计，持续推进合约连续。争取落地组合保证金制度，降低风险管理成本，丰富“稳企安农、护航实体”服务的内涵。

四是在对外开放方面，我们持续培育PTA作为特定品种，持续做好参考数据业务，提升境外客户参与的便利度，争取在结算价授权、产品外挂等多种形式方面取得突破。

五是持续深化期货生态圈的建

设。以“产业基地”为示范，吸引更多产业企业利用期货市场管理风险。持续做好机构投资者服务工作，支持期货公司风险管理子公司的发展，支持商品期货ETF等资管产品开发，推动大类资产配置参与。探索推进更多的“期货+”业务模式，推进与银行、保险业的深度合作，为实体企业提供全方位的金融解决方案。

大商所：“1233N”战略 服务新发展格局

洪磊：感谢东升总经理的介绍和分享，下面请大商所的席志勇总经理分享2021年的规划。

席志勇：十九届五中全会提出的新发展阶段（全面建成小康社会之后，开启全面建设社会主义现代化国家新征程）、新发展理念（创新、协调、绿色、开放、共享）和新发展格局（国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进），是以习近平同志为核心的党中央深刻把握世界大势和发展规律，着眼我国发展阶段、环境、条件变化，作出的重大战略决策，这为期货市场高质量发展指明了方向、提出了要求。

我们大商所所做的工作，从某种意义上说是对新发展格局的生动注解、生动实践。我用“1233”来概括大商所的工作：即围绕建设国际一流衍生品交易所的目标，着力发挥好价格发现、套期保值两大功能，围绕产品开发、技术驱动、生态圈建设三大主线，走期货现货结

合、场内场外协同、境内境外连通的路子，这完全契合了国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局的内涵要求。

一是加快新品种、新工具上市，拓展服务实体经济广度和深度。2020年3月30日疫情防控关键时期，大连商品交易所上市了液化石油气的期货与期权。

二是围绕“一圈、两中心”建设，全面推进场外市场建设。建设大宗商品的生态圈，最后形成交易中心、价格信息中心。12月15日的时候已经建立了黑色和化工两个圈子，同时引进了海港大宗和陕储粮的信息接入我们的报价平台。

三是我们的技术引领，10月9日国庆节回来我们上市了拥有完全自主知识产权的大商所DCE交易7.0系统，目前运行的数据情况包括：委托量达到亿级，万级席位并发在线，吞吐量达到十万级，延时低至几十微秒级，均达到行业领先程度。

四是持续对外开放，下个星期二我们将引入境外交易者参与棕榈油期货交易，下一步我们还将继续推动豆粕、豆油等更多品种引入境外交易者。

这是“1233”战略。下一步怎么办？下一步还是“1233N”。“1233”已经做了，“N”是什么，根据国家的战略，证监会的部署，交易所自身发展的追求，我们还是准备在产品创新、技术引领、风险防控、生态圈建

设、对外开放和服务市场上走好我们的路，为服务实体经济、服务国家战略做出期货行业应有的贡献。

中金所：找准定位 谋划金融期货市场高质量稳健发展

洪磊：各位老总激情澎湃，“1233N”贡献期货的力量。下面有请中国金融期货交易所霍瑞戎总经理介绍。

霍瑞戎：给大家汇报一下中金所在深入学习十九届五中全会精神和“十四五”规划的五方面工作：

第一，认真领会十九届五中全会精神和“十四五”规划蓝图以及2035年远景目标。深刻认识党的十九届五中全会和《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》的重要意义。《建议》集中全党全社会思想共识和行动智慧，是今后5年乃至更长时期我国经济社会发展的行动指南，具有重大而深远的意义，同时也为我们做好金融期货市场各项工作提供了根本遵循。

第二，找准交易所定位。在宏观经济背景下，立足资本市场，思考谋划金融期货市场高质量稳健发展的问题。

第三，安全生产，平稳运营。作为平台，交易所自身的安全生产、平稳运营是我们第三个方面关注的问题。

第四，进一步做好服务。立足国内，服务好实体经济、服务好会员、

服务好投资者。

第五，进一步加大对外开放。我们对标亚太时区的两家境外交易所，列了五个方面24条的差距，用国际化的眼光和视野梳理自身发展过程中的差异，由易到难，苦练内功，结合中国的实际，促进交易所同境外先进接轨。

上交所：发挥衍生品市场的枢纽作用

洪磊：谢谢霍总的精彩分享。下面有请上海证券交易所刘逖副总经理分享。

刘逖：上交所期权市场在风险可控的情况下取得了一定的发展，我们2020年是两个产品，上证50ETF期权和沪深300ETF期权，两个产品合计日均交易量大概是400万，持仓量大概470万，数据上和2019年相比都增长了50%左右。

投资者结构来看，我个人觉得比较合理，80%的交易都是功能性的交易，其中保险交易大概有10%到20%，增强收益的40%，真正纯方向性的交易大概有20%左右，交易持仓比，方向性交易、功能性交易的占比以及期权和现货之间的比例来看是比较健康的。单个产品来看规模也是比较大的，从交易张数来看，上证50全球ETF期权单个品种的排名排到第二位，沪深300排在第三位，这是单个品种，美国有700个ETF期权，加起来是很大的，我们的品种比较少，

中国的ETF期权有三个。

上交所为什么发展衍生品市场？中央反复强调，总书记提出资本市场在金融运行中有牵一发而动全身的作用。金融委提出发挥好资本市场的枢纽作用。怎么发挥枢纽作用？很重要的方面是资本市场靠价格信号引导资源配置，价格的有效性是我们资本市场最重要的内容。衍生品市场有助于提升市场的定价效率，对现货市场是一样，对商品市场也是一样，基于这个考虑，希望把期权市场作为上交所的核心组成部分发展。

具体到2021年，还是三个方面的工作：

第一，在证监会的统一部署下，研究开发更多的交易产品，我们现在金融期权加上中金所的大概有四个品种，美国CBOE一个交易所有400多个ETF期权，3000多个个股期权，还有指数期权，更多的品种才能让定价功能发挥得更好。

第二，优化相应的期权运行制度机制，我们希望可以尽快推出证券充抵保证金的安排，降低投资者的保证金成本。2019年推出组合保证金，我看了一下，已经让投资者节省了200亿的资金。增加期权的月份，希望能有跨一年的月份，为投资者的保险提供更多便利。

第三，继续做好市场的服务和推广，股票市场的交易者人数、参与人数大数是1亿，ETF参与人数700万，上交所期权市场参与人数、开户人数50万不到，还要进一步加强投

投资者的服务，让更多的人接受这个市场、使用这个市场。

谢谢。

深交所：塑造具有创新市场特色的全球资产配置平台

唐瑞：2020年的主题是构建新发展格局，我想创新是关键变量。创新活动具有投入大、迭代快、不确定性高的特点，对我们资本市场投融资体系的灵活性、包容度提出了更高的要求，对相关产品体系和风险管理工具的需求也更为迫切。过去三十年，深交所始终是以服务创新创业为己任。8月24日，在创业板改革并试点注册制首批企业上市仪式上，刘鹤副总理明确提出，要把深交所塑造成“优质的创新资本中心和世界一流的交易所”。10月份，中办、国办联合印发了《深圳建设中国特色社会主义先行示范区综合改革试点实施方案（2020—2025年）》，也明确提出支持深圳在资本市场建设上先行先试。随后，国家发改委公布了首批授权事项清单，里面提出要推出深市股票股指期货。这一系列新的要求是深交所改革发展的重大历史机遇，更是一份沉甸甸的使命和责任。

在新的发展格局下，深交所将义不容辞地坚决扛起资本市场先行先试的责任，把支持创新、服务创新、引领创新摆在更加突出位置。在产品体系建设上，我们的目标是努力塑造具有创新市场特色的全球资产配置平台。我们将建设高质量的固收市场，稳步

推进公募REITs试点，培育具有深市特色的ETF产品，构建多层次的信息数据产品体系，特别是进一步拓展衍生品体系。衍生品是我们的短板和弱项，现在还没有深市单市场的ETF期权，下一步我们将在中国证监会的部署下加快市场建设。未来，我们将稳步推出单市场ETF期权，加大研发投入，丰富期权品种，研究制定首批授权事项清单上明确要求的推出深市股票股指期货的相关方案，优化衍生品的交易结算制度。刚刚刘总也讲到期权市场的投资者基础还比较薄弱，还需要夯实。我们还将进一步提高市场服务能力，更好地发挥衍生品功能，促进资源有效配置，更好地服务先行示范区和资本市场发展，助力构建新发展格局，谢谢。

洪磊：感谢六位老总的分享。刚才六位老总的发言我听过来有几个关键词：创新、开放、丰富品种、服务实体经济、安全生产、打击操作，这些都是我们2021年的重要举措。我们期待在党的十九届五中全会精神的引领下，在中国证监会的引导下，我们证券期货交易所将会进一步发挥市场的龙头作用，以服务实体经济为宗旨，改革创新、锐意进取，在服务国家新发展格局中做出更大的贡献。谢谢各位老总，期待2021年这个时候我们再次相聚交易所高层论坛，传达我们大家的心声。■

（本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅。）

圆桌论坛 2：金融机构高层论坛

主持人：南华期货股份有限公司董事长 罗旭峰

讨论嘉宾：新湖期货股份有限公司董事长 马文胜 中信期货有限公司董事长 张皓
宏源期货有限公司董事长 王化栋 永安期货股份有限公司总经理 葛国栋
中国民生银行股份有限公司金融市场部总经理 杨越
中国人民财产保险股份有限公司农业保险部 / 保险扶贫部副总经理 王建国



罗旭峰

南华期货股份有限公司董事长



马文胜

新湖期货股份有限公司董事长



张皓

中信期货有限公司董事长



王化栋

宏源期货有限公司董事长



葛国栋

永安期货股份有限公司总经理



杨越

中国民生银行股份有限公司
金融市场部总经理



王建国

中国人民财产保险股份有限公司
农业保险部 / 保险扶贫部
副总经理

罗旭峰：今天我们和各位金融机构的老总以及专家们一起探讨的是关于期货经营机构如何和其他金融机构深化合作，服务实体经济，助力构建双循环新格局。2020年对中国期货市场来说是跌宕起伏的

一年，从年初的负油价、新冠疫情到年尾的美国大选，整个市场行情波澜壮阔，整体大宗商品价格波动剧烈。另一方面，在这样的背景下，期货市场价格发现、风险管理的功能日益凸现。期货经营机构在服务

实体经济、服务三农方面做了很多工作和努力，期货及衍生品成为更多现货企业规避风险的工具。目前，沪深两市上市公司中大概有 500 多家企业正在利用衍生品工具管理风险，有 200 多家上市公司公布计划

未来将利用衍生品市场来规避风险。

从以上可以看出，近年来期货市场服务实体经济的重要性以及企业风险管理的意识正在显著提升，期货市场功能正在被越来越多的实体企业接受和认可。商业银行、保险公司等大型金融机构一直是我国金融市场服务实体经济的中坚力量，如何进一步深化期货经营机构和其他金融机构之间的合作，是我们今天要讨论的主题。首先请问新湖期货马董，在当前国内外宏观政治经济形势日益复杂的背景下，怎样看待未来期货公司服务实体经济的发展前景？

马文胜：虽然2020年疫情期间市场波动非常大，但整个期货市场还是经受住了考验，在平稳渡过的同时还实现了快速增长。我觉得规模的快速增长主要来自于三个方面。

第一，来自于中国期货市场供给侧改革。在证监会和交易所的大力推动下，近两年我国期货市场供给侧改革加速，体现在一是品种数量的增加，现在已有近90个场内期货期权品种；二是品种体系的丰富，从场内期货、期权到场外互换、场外期权，从国内到国际市场。避险工具的丰富促进了整个市场功能的有效发挥。目前中国现货贸易量超过1000亿的现货产业相关的大宗商品品种，只要能标准化，在我们的期货市场都能找到。这在疫情期间价格出现剧烈波动时，对现货产业起到了很好的保护作用。现在每上市一个大宗商品新品种，大概半年时间相关现货产业链贸易方

式、定价习惯就会发生变化，以期货作为基准的基差交易正在改变现货产业的贸易方式。

第二，来自于实体经济避险需求的增加。现在企业积极进入期货市场对冲套保，在每一个现货产业链都在快速发生。2020年疫情刚开始时，大宗商品价格跌幅超过30%的品种约占30%。下半年中国疫情好转后，全球买中国。现在出口集装箱出现一箱难求，也促使大宗商品原材料价格开始上涨，下半年涨幅超过30%的期货品种占比超过60%。价格的波动，使得企业的风险管理需求剧增。我们2020年3月份做了一个研究，结果显示，上市公司中把衍生品用得好的企业盈利没有下降反而增长，这充分说明了衍生品的作用。

另外一个需求端的变化，就是机构投资者对衍生品的需求快速增长。以前机构投资者对衍生品的应用只是在对冲或者对现货的替代。但现在我感觉有一个新的需求，就是期货作为资产配置标的物，相关交易策略开始在机构财富管理中大量使用。这就促使越来越多的机构投资者开始进入期货市场。

第三，来自于期货公司服务能力的增强。金融机构经营能力的增强，也改变了我们市场的整体业态。期货公司从传统经纪中介向综合衍生品服务商或者衍生品投行来发展。我们通过经纪业务、咨询业务、资产管理业务、场外业务、期现业务、做市业务、国际业务等，多途径为产业链服务。

这三个方面的变化促进了2020年中国期货市场的快速发展。

罗旭峰：马总刚才讲2020年的期货市场出现了很大的变化，显著的标志是在座的各个金融机构已经开始体会到商品投行的感觉，不仅仅是期货的纯通道，还在中间发挥了其他很重要的作用。2020年整个市场交易规模的快速增长，也导致保证金总量出现了井喷。在座期货公司中存量最大的一块应该在中信期货，据说目前中信期货的资金总量超过600亿。我们想采访一下张皓总，中信期货是怎么实现保证金总量快速增长的？在服务产业和金融机构方面，如何让客户对期货公司感到认同和满意？

张皓：一直以来，中信期货都力求基于客户群体的整体设计，来构建多元的客户服务体系。无论是针对个人客户、产业客户还是机构客户，经过几年的摸索，我们建立了相应有效的服务体系，在客户群体覆盖服务方面也取得了一点经验和成绩。在这里也感谢各位同行的支持和认可。今天我着重谈一下期货公司跟银行的合作有哪些结合点。

在我国金融机构体系中，银行是最重要的一类机构主体，无论从资产负债表规模、收入利润规模还是拥有客户规模，都是最大的。根据央行的报告，商业银行的总资产大概在200多亿到300多亿之间。国内其他金融机构，无论是保险、证券还是基金都与银行建立了全面且深度的合作

关系。这几年期货公司已经开始尝试与银行在某些点上的业务合作，虽然规模不大，但探索还是非常有价值的。我从中期期货一些实践的角度谈谈期货行业和银行有哪些可以合作的点。

一是客户共享角度。一类是产业客户。银行的对公客户中相当一部分是大宗商品上中下游企业，期货公司可以与银行一起为这些产业提供风险管理方面的服务，帮助企业做一些制度设计、品种基本面研究、套保方案制定、结算交割服务，风险管理子公司可以在基差报表和仓单服务方面和银行进行合作。另一类是机构客户。这几年有些头部期货公司的资管业务已经拥有了各自具有专业优势的产品，通过CTA、量化、FOF等形式与银行建立合作，为银行的高净值客户提供期货资管有特色的产品和服务。在这方面，我们和证券、基金公司的业务规模相比差距还很大，在座各位同仁还要再接再厉。

二是银行的大宗交易板块。首先是国债期货。2020年银行、保险机构已经可以参与国债期货，未来几年我们预测会有更多银行主体参与国债期货市场，参与程度也将更加深化。银行是我国债券市场最大的承销、交易和持有方。运用国债期货管理好固收这块的利率风险，将有很大的应用空间和应用场景。期货公司可以充分发挥在国债期货方面的专业优势，为银行提供好相应服务。其次是银行大宗交易板块中的委外业务。银行委外业务和证券、基金有比较多的合作，

时间很长，规模也非常大。这几年有些头部期货公司和银行尝试做了一部分委外业务，有的以投顾身份参与，规模还蛮大。未来期货公司可以不断提升自己的管理能力，发挥好自己的优势，把与银行的委外业务规模做大。

三是银行的资产管理业务。这两年银行的资产管理业务都在向理财转型。根据银行理财产品的监管要求，银行的客群风险偏好是中等和中低风险。净值曲线的有效管理是重要课题。运用好衍生品工具，尤其是国债期货、股指期货，对于有效的平滑净值曲线波动是非常有效的。在这方面，衍生品工具有很好的应用空间。

银行理财产品中还有一块，就是挂钩化工品种的结构化产品。这个产品的标的主要是各类大宗商品指数，如贵金属、原油、铁矿石等。目前来看，银行化工的理财产品主要是通过场外期权。从合作方讲，银行和证券公司合作的规模非常大，有些银行跟头部的几家期货公司也建立了交易对手方的合作关系。期货风险管理子公司不断加强与银行的合作，在产品的设计、结构设计方面做了大量工作。如何建立常态化的交易合作对手方关系，扩大我们和银行合作的业务规模是值得研究的课题。

罗旭峰：谢谢张皓总，银行从来就是所有金融服务的主要渠道。刚才张皓总介绍了几方面，不管是从银行资产管理还是从银行委外业务，包括银行后续的商品相关场外业务和服

务方面，都介绍了很好的经验，对大家也很有启发。我开篇时已经提到，2020年上市企业参与期货市场的数量日渐增多，现在已经有四五百家了。我想把这个问题提给宏源期货的王化栋总，金融机构、期货公司怎样服务上市企业高质量发展。这块可能是期货市场服务实体经济的一张非常重要的名片。

王化栋：服务实体经济是我们期货市场的初心和使命。上市公司是我们优质企业的代表，上市企业的平稳运营，是实体经济高质量发展的基础。我们看到，2020年期货市场有一个新的变化，就是机构投资者的成交持仓占比大幅提升。根据上市公司的公告，目前已经有582家上市公司开始参与期货及衍生品市场。我看有的企业公告的交易额度都是几十亿。国内上市公司参与期货及衍生品市场，一方面可能是来自于企业自身经营的需要。大家都知道，2020年的市场，价格波动剧烈，企业经营风险巨大，需要期货和衍生品进行风险管理。另一方面，就是上市公司普遍市场化程度高，接受新事物的能力也强，他们愿意积极主动地投入到衍生品市场当中。

同时站在机构服务的角度看，随着期货市场机制和功能的完善，机构服务的工具和手段也在不断丰富，具备了更好服务上市公司的能力。作为风险管理职能的期货公司，自身实力不断增强。不仅专业能力上有大幅提升，各个公司IT等信息化建设也

在大幅提高。近几年来，期货公司在风险管理业务、资产管理业务、投资咨询业务等创新业务方面取得了长足进步。现在期货公司的经营已经不仅是简单的通道业务，经营工具已经由场内扩展到场外，特别是以风险管理子公司为载体，期货公司服务实体经济的工具和价值链实现了较大延伸，逐步从期货走向现货，从场内走向了场外，甚至有很多公司还架起了国际市场的桥梁，使我们为上市公司服务的能力大幅增强。正基于此，2020年上市公司参与期货市场的力度才会越来越强。这是2020年机构客户在期货市场成交和持仓占比大幅增加的深层原因。

在服务实践当中，我们也看到上市公司通过利用期货和衍生工具实现了较好的经营效果。一方面，从过去简单套保，发展到现在的综合经营。例如恒力石化，已经把期货工具从简单套保工具，变成了一个综合金融工具。通过期货、现货两端的紧密结合，保证企业的稳定经营。2020年，在原材料和产成品价格都大幅波动的情况下，这些熟练运用衍生工具的企业都实现了规模的扩张。另外，上市公司通过运用风险管理工具，还可以平滑利润波动，实现经营模式和理念的深化。例如有些上市公司通过衍生工具来进行市值管理，优化企业价值。

在服务上市公司的过程中，我们自己的经营思维也在随着上市公司的经营变化而发生改变。2020年很多同行提出要做大宗商品投行。投

行思维很重要的一点是资产配置、资源配置。我们怎么样用风险管理这个工具做好资源配置？目前在服务上市公司过程中我们还有很多短板和不足。例如，目前上市公司对外汇风险对冲有很大需求，很多上市公司问我们能不能做外汇方面的风险管理方案，而由于我国外汇期货还没有推出，这说明我们的衍生品产品工具还需要进一步丰富。

同时，我们也感到，服务好上市公司除了有期货公司的专业能力，还必须有银行、保险、券商等一体化金融服务相匹配，大家发挥好合力，用投行的思维，给上市公司提供综合的资产配置和风险管理服务。此外，在提升国有企业对衍生品的认识、破除相关体制机制障碍方面也需要做大量工作。

总而言之，只要大家同心协力，共同努力，踏踏实实扎根于实体，立足提升专业能力和综合服务水平，我们一定能为上市公司提供更好的服务，进而实现期货公司自身的更好发展。

罗旭峰：谢谢王总。刚才王总提到大宗商品投行，所谓商品投行在我理解就是提供一揽子的金融解决方案。说到综合服务，我们都知道永安期货不仅业务规模大、收益高，同时在境外业务的服务方面也很有特色，也是第一批走到境外去的期货公司。目前永安期货在海外的资本金规模应该是最大的。接下来我们就请教葛总，如何发挥期货公司境外子公司在提升

国际化品种全球定价影响力的作用？未来我们怎么样能更好利用期货公司海外分支机构服务境内企业？

葛国栋：我们期货公司从2006年开始走出去，永安期货也是首批去香港设立分支机构的公司，多年来已经慢慢从单一期货经营机构逐步走向综合类的金融机构。目前永安期货海外净资产规模接近17个亿。

在走出去过程中，我们积累了一定的资本实力、人才队伍和很好的贸易模式。通过期货公司境内外子公司之间的合作，我们实现了非常好的业务交流和融通，不断把国内大宗商品的价格逐步引向世界投资者。

目前，我们通过香港新永安金控已经申请了香港资管牌照、证券牌照、期货牌照，在新加坡也有一个期货牌照。香港平台主要是做期货、经纪和资产管理，把国内优质的私募机构带到境外进行资产管理。新加坡平台，则是主要致力于打通大宗商品境内境外交易，目前棕榈油、棉花、原油、燃料油、橡胶等品种已经实现了境内外价格贸易模式的突破。

我们通过新加坡现货贸易平台和期货公司相结合，为橡胶价格走出去做了一定的工作。我们在新加坡为国际上十多家橡胶公司提供了价格风险管理，涵盖了亚洲、欧洲和北美地区，把上海交易所的橡胶价格真正带到国际市场上去，而且是服务于国际生产商。

永安新加坡公司跟永安在舟山自贸区的公司合作，为原油进口转出

口贸易做了非常好的铺垫。截至今天，共将 290 万吨的原油出口到韩国，占上海期货交易能源中心总规模的 20%，真正把上海原油期货价格推向了国际市场，推向了东北亚地区，真正用国内大宗商品价格服务国际市场。

大家都知道，原油贸易的门槛较高，期货公司子公司在海关、仓储、现货能力等各方面都很难与传统现货贸易巨头（如中石化、中石油）竞争。但今天，我们通过期货市场能力的建设、平台的建设、人才的储备、资金的储备，可以为原油期货价格输出做出贡献，是我们非常自豪的事情。

未来我们相信，通过更多子公司的参与，可以用中国商品的价格、特定品种的价格真正服务到境内外的企业，真正提升我们中国价格的国际影响力。我们已经看到了曙光，我们完全有能力把中国自己的期货市场建设好。这是我们这一代期货人的使命和职责。相信未来通过市场的不断开放，改革的不断推进，人才的不断储备，我们期货市场的影响力和机构的服务能力会得到大幅提升，期货行业发展未来可期。

罗旭峰：谢谢葛总。中国期货市场的国际化，一方面要让我们的投资者走出去，更重要的一点是能够让中国期货市场的价格走出去，成为在国际上有影响力的市场定价中心。要实现这一点，除了交易所的积极推广外，我们的海外分支机构也是非常重要的中国价格的宣传者以及将海外投

资者引进来的重要渠道和媒介。相信经过我们机构坚持不懈的努力，中国期货价格将成为中国金融市场国际化非常重要的名片。

讲到服务实体经济，商业银行是不可或缺的角色。我们看到，民生银行在期货市场深耕服务方面起到了非常好的表率作用。杨越总作为银行业非常资深的从业人员，已经有三十余年的从业经验。作为民生银行金融市场部的总经理，我想请杨总谈谈商业银行资产管理业务的现状，和期货经营机构合作方面的模式创新，以及在利用衍生品支持中小企业发展方面的经验和举措。请杨总详细介绍一下。

杨越：民生银行从 2006 年参与期货业务，这么多年，我们非常珍惜银期的合作。在此，也特别感谢各位期货界朋友对民生银行的支持。银期的合作还有很多工作要做，在此我也想跟大家报告一下，12 月 10 日银保监会已经给我们批复可以进行理财子公司的筹建，下一步我们会加快做这个业务。

从 2019 年的统计数据来看，全行业财富管理规模有 100 万亿，银行资管大概有 20 万亿，银行资管的优势主要是渠道客户。业务上来讲，信贷业务是传统业务，固收、债券投资是我们的强项。但是随着投资者需求的不断变化以及监管政策的调整，银行原来传统的非标业务已经在不断下降，净值化产品是未来发展趋势。下一步资产端如何细分一些策略的运用，如何为投资者提供更好的财富管理服

务，银行还存在很多弱项，尤其像在权益类市场、大宗商品市场还缺乏专业化的运作。针对我们的弱项，一定还是要找专业投资机构去合作，来共同服务我们的客户。

期货公司在大宗商品期现服务方面深耕了很多年，已经构建了一套比较完备的风控管理体系，在商品期货、金融期货、期权方面的经验都非常丰富，在大宗商品投研建设和人才队伍方面具有很强的优势。同时，在私募机构支持和服务方面也积累了很多经验。银期合作的原则就是优势互补，下一步，在自主管理、私募评价、投研支持，以及境内外经纪业务方面，我相信银行理财子公司跟期货公司的合作应该可以更进一步。

在利用衍生品支持中小企业发展方面，我们还在不断探索。民生银行从 1996 年成立，就是民营股份的商业银行。因此，我们也一直把民营企业、小微企业作为重要的服务对象。多年来，我们在金融市场避险、财富管理方面做了大量工作。尤其是 2020 年的疫情，对广大民营和中小企业的影 响非常大。2020 年汇率变化、利率波动巨大，大宗商品价格也剧烈波动。民营企业不像一些国有大企业，财务部门有很多力量做风险管理方面的投入。大部分中小民营企业缺乏应对风险的能力，尤其是一些制造业企业，收益率、销售利润率估计也就 6%、7%、8%，高的才 10%。汇率、利率、商品价格的波动对它经营的影响是非常大的。

作为金融机构，如何服务实体，真正解决企业的财务痛点、经营痛点，是我们的责任。传统上商业银行的汇率、利率避险是强项，我们金融市场部在这方面也培养了一支能力比较强、市场敏感度比较高的投研和交易队伍。这几年，在与期货公司、保险公司合作中也取得了一些成绩。但很多工作做得还远远不够，还有很多方面需要改进，需要创新。下一步如何加强跟其他金融机构的合作，也是我们面临的重要课题。

除了风险管理业务，这两年我们也开发了一些结构性存款业务，比如民生银行的全球轮动指数挂钩产品，就受到了业界的欢迎。目前，我们的结构性存款已经有期货交易所场内十多个品种的挂钩标的，客户收益还不错，下一步我们将继续加强这方面的合作，进一步深耕细作，给客户提供更好的产品。

罗旭峰：谢谢杨越总，恭喜民生银行取得了理财子公司的业务牌照。刚才杨越总介绍了民生银行在期货服务的历史上已经长达14年时间，这是非常长的周期了。未来在服务小微企业方面，相信银行理财子公司可以和期货公司有更多的合作机会，谢谢杨越总。

讲到“保险+期货”，肯定要提到人保。中国人保是“保险+期货”市场的主力军。接下来请人保财险的王总介绍一下在双循环新格局背景下，人保公司在“保险+期货”业务方面

的未来规划，同时给我们谈谈保险公司和期货公司未来的合作前景？

王建国：非常荣幸作为保险公司的代表来参加中国国际期货大会。

先来谈一下农业保险。近年来人保财险紧密围绕农业发展的主线，紧扣脱贫攻坚任务和乡村振兴战略，坚持服务一线，坚持创新驱动，不断推动农险高质量发展。每年我们为8000万农户提供上万亿的风险保障。2020年农业保险保费收入超过350亿元，占保险行业市场份额的45%以上。其中，农产品价格险保费收入将近20亿元，为233万户农户提供了288亿元的风险保障。

“保险+期货”模式是由人保财险与大商所首先创新摸索，到了2020年，我们已经覆盖了玉米、大豆、鸡蛋、棉花、白糖、天然橡胶、苹果、红枣等10个期货品种。目前我们与43家期货公司都有良好的合作，可以说是保险业与期货业基于专业优势开展合作的良好范例。保险公司从保险端发起，对接农户需求，设计保险产品。期货端，期货公司作为支撑，设计期权方案来对冲价格风险。近几年保险业和期货业共同探索了“价格保险+期货”“收入保险+期货”“保险+期货+信贷+仓储”“保险+期货+精准扶贫”等多个模式。

从“收入保险+期货”的模式看，从2017年起人保财险就开展了多个收入保险的项目。以收入保险的预期收入作为目标价格，当农民的实际收入低于预期收入时，由保险公司赔付

价差差额。收入保险包含价格风险和产量风险两个核心要素，在我们的操作过程中，在期货端有对冲价格风险的基础，还有两个变量都有对冲的小幅的试点。收入保险带来的效果比价格保险提供的保障更全面，更能满足农户多层次的风险管理需求。从实施效果来看，以2019年在黑龙江桦川做的全县保险项目为例，整体保费收入2800万，赔付金额8900万。

从“保险+期货+精准扶贫”模式看，我们连续三年在广西罗城做白糖项目，为13万吨甘蔗提供了近六万的额度保障，为助力罗城县脱贫攻坚发挥了积极作用。

关于保险公司和期货公司未来的合作前景，首先，从国家战略要求来看，2020年12月3日习近平总书记指出经过八年的艰苦奋斗，我们已经如期完成了脱贫攻坚目标。巩固、拓展脱贫攻坚成果，全面推进乡村振兴战略，是十四五规划经济社会发展的主要目标。农村、农民、农业需要一揽子的金融服务支持，“保险+期货”就拥有了广阔的空间。

其次，从发展环境来看，保险业和期货业通过“保险+期货”形成了功能上的互补和延展。一方面，保险业打开了更广领域、更大规模、更多层次的风险承包，精准对接了我国农业生产不断涌现的规模性的风险管理需求。另一方面，期货市场也增加了流动性，降低了交易成本，带来了期货公司新的利润增长点。当然，我们也要看到，在实际运作过程中，两

个行业间的基本业务原理和监管政策都存在差异，如何在“保险+期货”两端对接中平衡这种差异，使得业务本身既符合监管要求，又能满足广大农户的需求，是我们需要深度思考的问题，也是未来“保险+期货”能否走得更远的关键。这就需要我们在今后的工作中，尤其在2021年的工作中找到更好的结合点，使保险业和期货业能够实现共享双赢。

第三，从创新的方向看，财政部、农业部等四部委发布了关于加快农业保险高质量发展的指导意见，可以说已经把收入保险作为今后工作的主要方向和未来重要的险种。对于保险行业来说，期货价格作为公允的价格，是可以成为收入保险中定价的重要参考。如何有效地在期货市场中对冲收入保险中的产量风险和价格风险，也是我们需要做好的重要课题。总体来看，未来收入保险将是一个近千亿美元规模的市场，具有广阔的发展空间。

第四，从我们合作的基础看，近几年经过三个商品交易所的大力推动，整个“保险+期货”的业务规模和业务模式创新都有非常大的进步。感谢交易所推动相关政策并提供保费补贴，今天我也借此机会跟三个交易所主要领导汇报一下我们目前业务的总体情况。

跟郑商所鲁总汇报，2019年在棉花保险中，我们以郑商所棉花期货价格为公允价格实现了棉花价格保险3亿保费收入。对于这3亿元，我们一直在思考如何通过跟期货公司合作

实现到场内或者场外去买入套保。

我们用上期所橡胶价格也做了3个亿收入保险。这3个亿保费我们和企业之间共同承担了风险，仅仅是以期货价格作为保费定价参考，没有引入第三方风险对冲。现在我们保险公司和企业有迫切的需求，已经在跟头部期货公司比如永安期货、新湖期货、中信期货等探讨如何加强合作，通过三方合力，降低交易成本，使客户少交保费，使保险公司能够合理地控制风险，使期货公司增加新的利润。

近年来，与期货行业的合作也让我们有了一支“保险+期货”的专业队伍，可以说专业人才培养已经小有所成，希望我们的交易所能继续加大“保险+期货”支持力度，推动和扶持保险公司和期货公司再往前走一步，提升我们的专业能力和市场竞争力。

保险业也希望与期货业的朋友共同开展相关课题和相关项目的研究，研发更加有效的收入保险产品，让期货业更好地支持中国农业保险实现高质量的发展！

罗旭峰：谢谢王总！王总的发言中多次提到了收入险。目前期货公司能够提供的是价格的风险管理，做收入险可能还需要加入一个产量风险。产量跟天气、自然灾害等因素有关。在座的交易所领导能不能考虑做一个天气期货或者天气期权，这样可能在未来考虑跟保险公司一起合作，使我们服务“三农”时更有保障。此外，刚才很多嘉宾在讨

论过程中都提到了外汇风险，我们也期盼外汇期货尽早推出，帮助实体经济更好管理汇率风险。

在我们论坛的最后，请在座各位老总用一句话来表达一下2021年对中国期货市场的期望。

马文胜：昨天刚刚结束的中央经济工作会议，有一个很大的转变，没有再提经济的困难，说明我们经济要进入新的发展阶段了。在中国宏观经济形势转好的大环境下，中国期货市场2021年一定会更好！希望通过大家的努力，促使更多的大宗商品通过期货载体在全球实现价格影响力的提升！

张皓：希望2021年的期货市场蓬勃发展，也希望2021年期货行业蒸蒸日上。

王化栋：2021年是十四五规划的开局之年，也是我们全面建设社会主义现代化国家的开始之年，祝愿期货市场在新的阶段实现新的发展，更好助力经济发展新格局，为我们建党100周年献礼！

葛国栋：希望2021年期货市场在风险可控的前提下，实现稳固的向前发展。祝愿期货市场越来越好。

杨越：这几年每年参加期货大会，每次都有新的收获。民生银行将一如既往跟期货业的朋友合作，共同助力中国经济的腾飞。

王建国：祝愿中国国际期货大会越办越好，祝愿保险业和期货业的合作不断深入，共创未来。■

（本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅）

分论坛一：

构建新发展格局与期货行业改革发展论坛

2020年12月19日下午，由中信期货有限公司承办的“第十六届中国（深圳）国际期货大会分论坛——构建新发展格局与期货行业改革发展论坛”成功举行。本次分论坛以“期货市场（行业）如何助力双循环新格局”为主题，邀请多位重量级嘉宾以主题演讲和圆桌论坛形式，围绕“十四五”规划与“双循环”新发展格局战略背景，聚焦期货市场，分享前沿观点，就行业如何更好地响应国家战略、服务实体经济等展开深入交流。



中国期货业协会秘书长吴亚军为论坛致辞



中信期货总经理方兴代表承办方为论坛致辞



主题演讲：中国政法大学民商经济法学院教授贺绍奇——“期货法对期货行业改革发展的重要意义”



主题演讲：博时基金资深宏观分析师兼投资经理刘思旬——“双循环新格局下的中国经济发展展望”



主题演讲：中信期货有限公司总经理方兴——“多元化金融助力双循环新格局”



主题演讲：原中国期货业协会副会长李强——“双循环与金融开放格局下我国期货公司的创新发展”



圆桌论坛：五位资深专家从不同角度对“期货市场如何助力双循环发展新格局”的相关热点议题进行了深度剖析和交流分享。

分论坛二：大宗商品衍生品投资与财富管理论坛

2020年12月19日下午，由永安期货、民生银行联合承办的“第十六届中国（深圳）国际期货大会分论坛——大宗商品衍生品投资与财富管理论坛”成功举办。本次论坛紧扣“加快形成国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新格局”的背景形势，探讨金融衍生品及相关金融机构在当前新格局下，如何为实体企业做好服务、扮演好自己的重要角色。



中国期货业协会副秘书长冉丽为论坛致辞



中国民生银行副行长胡庆华为论坛致辞



永安期货股份有限公司副总经理石春生为论坛致辞



主题演讲：中国社会科学院经济研究所教授刘焯辉——“魔高一尺，道高一丈——时间站在中国这边”



主题演讲：永安期货股份有限公司研发总监王金——“大宗商品基本面逻辑分析”



主题演讲：民生银行资产管理部、理财子公司筹备组总经理助理李畅——“银行理财子公司的发展形势”



圆桌论坛由永安期货股份有限公司总经理助理马志伟主持，六位行业资深专家围绕“大宗商品衍生品投资与财富管理创新发展”为主题进行讨论分享。

分论坛三：风险管理与期货公司转型发展论坛

2020年12月19日下午，由新湖期货股份有限公司承办的“第十六届中国（深圳）国际期货大会分论坛——风险管理与期货公司转型发展论坛”成功举办。论坛围绕期货公司转型、期货品种工具、商业模式、期现联动、三农服务以及场外业务等方面展开，为大家阐述期货行业如何通过创新和协同内外部资源，积极转型发展，切实提升期货经营机构水平，将服务实体经济落到实处。



中国期货业协会副会长王颖为论坛致辞



新湖期货股份有限公司副总经理金玉卫主持会议



主题演讲：新湖期货股份有限公司董事长马文胜——“期货经营机构综合风险管理业务服务的打造”



主题演讲：浦发银行金融机构部总经理刘长江——“践行社会责任，服务实体经济——银行大宗商品风险管理服务”



主题演讲：上海钢联电子商务股份有限公司董事长朱军红——“充分发挥大宗商品指数应用，提升大宗商品中国定价中心地位”



主题演讲：太平洋财产保险股份有限公司农险市场发展部总经理助理李烈——“‘保险+期货’创新，服务三农发展，助力精准扶贫”



主题演讲：银河期货有限公司总经理杨青——“风险管理子公司在场外业务的创新探索”



圆桌论坛由上海新湖瑞丰金融服务有限公司总经理陈清主持，五位行业专家就“上期所大宗服务平台的创新业务及未来发展规划”“证券公司场外创新业务的布局及发展中心”等问题展开了热烈讨论。

分论坛四：金融科技与期货行业融合发展论坛

2020年12月19日下午，由南华期货与交通银行联合承办的“第十六届中国（深圳）国际期货大会分论坛——金融科技与期货行业融合发展论坛”成功举办。本次论坛立足于当下特殊的社会背景，着眼于金融科技和期货行业融合发展中的一些关键性问题，聚焦于金融科技对期货行业服务模式、竞争格局、监管等各层面的影响而展开。



中国期货业协会副会长张晓轩为论坛致辞



南华期货总经理李北新为论坛致辞



交通银行金融机构部副总经理徐俊婷为论坛致辞



主题演讲：深圳证券交易所技术规划部杨振新博士——“证券期货业金融科技研究发展中心创新研究成果及行业应用”



主题演讲：平安集团区块链研究院首席科学家郑溪龙——“平安集团数字化转型经验分享”



主题演讲：交通银行金融科技创新研究院院长王卫东——“银行业金融科技应用之路”



主题演讲：数秦科技总裁唐斌——“区块链技术在金融中的应用”



主题演讲：创新工场南京 AI 研究院执行院长、倍漾科技 CEO 冯霖——“面向数据驱动的金融工程与应用”



圆桌论坛由南华期货副总经理朱斌主持，六位行业专家从监管方、参与者以及独立第三方等角度就金融和科技的融合、金融科技在监管中的作用、人工智能或大数据在投研方面的应用等问题进行深入讨论。

鸡蛋“保险+期货” 助力湖北武汉抗疫情

国联期货

一、项目背景

2020年春节过后新冠肺炎疫情在全国蔓延，湖北省尤其是武汉市鸡蛋外运的交通受阻，同时消费者外出购买鸡蛋数量明显减少，鸡蛋价格随之大幅下跌至2.3元/斤，与春节前相比，下跌幅度超过30%。疫情肆虐使得养殖户面临饲料供应不足、资金紧张、库存贬值、鸡蛋销售困难等各种挑战，养殖户苦不堪言。

二、项目开展情况

（一）项目简介

武汉鑫牧源生态养殖专业合作社在2020年1月3日购买了国联期货联合人保湖北分公司在湖北武汉新洲区开展的鸡蛋“保险+期货”项目保险，该保险为合作社约两个月的产蛋量（即2100吨鸡蛋）提供价格下跌的价格保护。具体情况如下：

（二）服务方式及原理简介

“保险+期货”项目的主要原理是：农户或合作社根据自己的产量情况购买相应数量和结构的农产品价格保险，从而规避农产品价格波动风险；保险公司通过向国联期货全资风险管理子公司——国联汇富，购买相对标的、数量及结构的场外看跌期权进行再保险，从而将风险转移出去；而国联汇富在期货市场复制期权并进行动态对冲，进一步分散风险，最终形成风险分散、多方受益的闭环。

（三）具体操作流程

第一步
2019年12月，了解企业情况，沟通并确定“保险+期货”方案。

第二步
2020年1月3日，项目开始，企业与保险公司签订保单，同时保险公司与国联汇富签订场外期权协议。

第三步
2020年1月3日到2020年2月20日，项目运行，国联汇富按照市场行情进行场外期权的对冲。

第四步
2020年2月20日，项目结束，国联汇富向保险公司出具清算报告并进行后续清算事宜。

试点基本信息

参保企业名称	武汉鑫牧源生态养殖专业合作社
项目地点	武汉新洲区
保险品种	鸡蛋
保险时间	2020.1.3-2020.2.20
保障规模（吨）	2100
总保费（万元）	113.34
目标价格（元/吨）	7710

保费来源

地方财政补贴—市级 （万元）	地方财政补贴—县级 （万元）	农户缴纳金额 （万元）
34	39.67	39.67

（四）合同执行情况

项目开始后，鸡蛋价格持续不断地下跌，最终触发赔付条件，按照合约条款约定，到期后需赔付企业金额 134.94 万元。2020 年 2 月 24 日，国联汇富向保险公司完成赔付；2020 年 4 月 1 日，保险公司向合作社完成赔付。

期权要素表

期权类型	亚式期权
客户方向	客户买入看跌
参与率	0.7
入场价格	3527 元 / 半吨
执行价格	3855 元 / 半吨
单位权利金	230.1 元 / 半吨
结算价格	3396.03 元 / 半吨
赔付总额	134.94 万元

三、项目成果

“保险 + 期货”方式为农业生产经营者提供了一种操作性较强的金融避险工具，完善了农户与期货市场之间的连接机制，使得期货市场的风险管理功能得到更好的发挥。武汉鑫牧源生态养殖专业合作社购买“保险 + 期货”项目保险后，鸡蛋价格持续不断地下跌，最终触发赔付条件，到期后赔付金额为 134.94 万元，赔付率高达 119%。国联期货携手保险公司为合作社规避了鸡蛋价格下跌的大部分风险，一定程度上帮助合作社稳定了生产经营，缓解了因疫情造成的生产经营困境。同

时，经过这次项目，该合作社也充分认识到了此类金融工具带来的巨大优势，不仅价格风险得到充分控制，而且管理者也可以放松紧绷的心态，将重心投身到实际生产问题的解决上，为整个企业的运营带来了积极影响。

四、总结与建议

（一）总结

近几年蛋鸡养殖产业逐步走向规模化、专业化的发展道路，在发展过程中，如何在鸡蛋价格波动剧烈时规避价格风险，成了所有蛋鸡养殖企业共同面临的问题。“保险 + 期货”模式的出现与发展，为企业规避价格风险提供了新的金融工具。

武汉鑫牧源生态养殖专业合作社根据自身产能情况购买“保险 + 期货”产品，在疫情期间鸡蛋价格暴跌的时候获得了可观的赔付，从而实现了企业的稳定经营。

在本项目中，国联期货响应国家服务“三农”号召，践行国有企业的社会责任，为企业在疫情肆虐的时刻撑起了一把强有力的保护伞。从业务角度来说，国联期货发挥了自身对

于期货市场以及衍生品深刻理解的优势，在项目前期与企业进行反复沟通，引导企业理解“保险 + 期货”项目模式，激发企业对于风险管理的思考和热情。在与合作社沟通的过程中，国联期货充分理解企业所处的境况，并据此为企业量身定制了相应的期权方案，最终完满地达成了项目目标。

（二）思考

由于“保险 + 期货”项目还处于尝试阶段，许多企业的风险管理意识不深，对此类项目并不熟悉，从而导致很多企业出资购买保险的意愿并不强烈。因此如果能将此类补贴纳入政府财政，让企业看到他们踏出的第一步有来自国家相关政府部门的支持，那么既有利于企业放心地进行有益的尝试，又能够在整体上提振第一产业的发展。

（三）建议

一是加强投资者教育，在项目开始前前后对企业进行“保险 + 期货”业务的相关培训，加强农户或涉农企业对“保险 + 期货”业务的了解；

二是建立完善的会商制度，进一步加强各方沟通。通常“保险 + 期货”项目的参与者众多，且期货市场瞬息万变，通过会商制度可以针对市场最新情况讨论、制定最优的方案；

三是重视宣传及赔付工作，让农户及涉农企业充分体会到“保险 + 期货”在农业风险管理方面的好处。■



灵活运用期权和互换工具 助力实体企业复工复产

鲁证期货

一、项目背景

X 企业为国内大型的钢材贸易商，主要经营钢材、钢铁原料等大宗产品贸易，同时，X 企业以钢铁产业链上下游一体化为目标，依托其强大的终端客户优势，开展铁矿、镍矿等钢铁原料进口业务。2018 年开始，X 企业即与鲁证期货股份有限公司（“鲁证期货”）的风险管理子公司——鲁证资本管理有限公司（“鲁证资本”）

开展合作，熟练使用场外期权、互换等金融衍生工具为其生产经营进行风险管理。

新冠疫情爆发后，为保障人民群众生命安全，各地采取了较为严格的交通管控。春节过后，疫情尚未明朗，大量务工人员尚未返工，基建及工程对于成材的需求启动进程放缓。受此影响，X 企业在 2019 年底冬储囤积的大量热卷、螺纹等钢材面

临库存贬值及新采购受阻的风险。同时，受疫情及市场情绪影响，大宗商品价格持续大幅波动，期货盘面套保难度增加，这无疑为 X 企业带来了较大的市场风险。此外，各实体企业延期复工，导致货物资金无法及时回笼，因此 X 企业及其上下游均面临资金流动性不足的风险。

面临突如其来的风险，鲁证资本场外业务部（“鲁证场外团队”）充



分发挥自身专业优势，及时与 X 企业进行沟通，并运用场外衍生工具帮助其处理突发风险，满足其风险管理需求。此次疫情期间，鲁证场外团队根据企业不同时段的不同风险点，为其设计了挂钩热卷期货的场外期权以及挂钩“青岛港口 PB 粉”现货指数的场外互换工具，保障了 X 企业有序复工，把疫情影响降到最低。

二、项目开展情况

(一) 期权方案

冬储期间处于钢材需求的淡季，

X 企业预计节后天气转暖，工地开工率走高，钢材价格将大幅上涨，因此于节前卖出 5000 吨热卷虚值看跌期权以获取权利金。节后开盘，热卷期货 HC2005 跌停需要追加保证金，而企业因延迟复工无法回笼货款，需要复工后方可追加到位。鲁证场外团队考虑到其特殊情况，一方面敦促其积极筹措资金，另一方面建议其利用看跌海鸥期权保险对目前持仓进行再保护。

鲁证场外团队为 X 企业设计挂钩 HC2005 期货的看跌海鸥期权组合（见图 1），是由 X 企业买入 5000 吨

的两个月期平值看跌期权，同时卖出一个虚值看涨期权和一个虚值看跌期权，组合起来的海鸥组合期权费为 0。该组合不仅能够降低原有卖出看跌期权的风险，避免不断追保产生的资金压力，同时若后期盘面价格反弹，客户可获得原有头寸的获利机会。

在企业买入看跌海鸥期权组合后，热卷期货 HC2005 价格震荡回升，后又大幅下跌最低至 3100 元 / 吨，进入四月后随着疫情的向好发展开始逐步反弹。截至 4 月 16 日期权到期，热卷期货收盘价反弹至 3373 元 / 吨，企业分批平仓，结算后获得约 8 万元盈利，避免了由于盘面波动产生的追保压力。

(二) 互换方案

疫情发生后，除了利用期权工具为企业实现多元化的套保方案，鲁证场外团队还创新性地为 X 企业提供挂钩现货指数的互换工具进行风险管理。

X 企业已与下游钢厂签订销售合约，将在年后采购一批青岛港 PB 粉并采取点价拿货方式供给下游钢厂。由于疫情影响，钢厂暂未复工，暂缓点价拿货。但铁矿期货价格在节后开盘当天跌停后即开始逐步反弹，同时随着疫情的缓解，各地有序复工带来原材料需求的增加也导致青岛港口的钢材现货价格上涨，X 企业担心后期 PB 粉现货价格继续拉升导致其采购成本提高。为完全对冲现货涨价风险，鲁证场外团队为其设计了挂钩“青岛

图 1 看跌海鸥期权组合损益

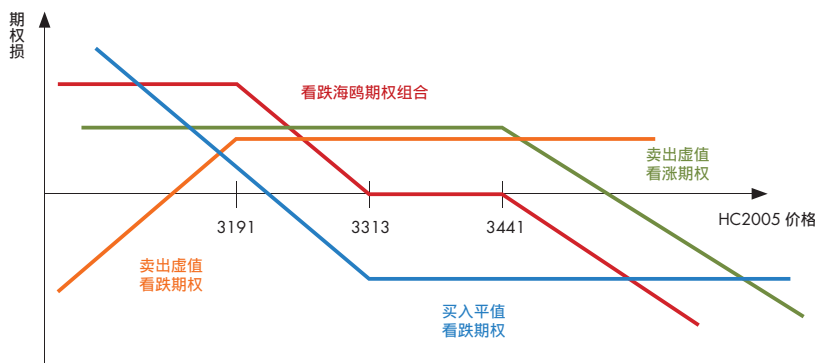
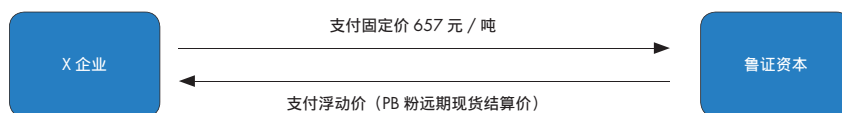


图 2 现货指数互换模式



港PB粉”的现货指数互换方案，利用现货价格指数互换工具，直接锁定远期采购价格，从而保护后期的销售利润。

双方于2月20日成交了一笔现货指数互换交易（见图2），由企业买入该现货指数标的互换，鲁证资本卖出互换，交易采取协商点价入场，互换期限为两个月，交易量为10000吨，入场价格657元/吨。双方采取现金轧差的结算方式，结算价以市场公认的、透明公开的第三方现货价格指数为准。

在该方式下：PB粉到期结算价=“我的钢铁网”在到期月全月每个交易日最后一次公布的对应指数的平均价。到期后若现货价格指数上涨，X企业获得高于657元/吨以上的浮动收益；若现货价格指数下跌，企业则以固定价（657元/吨）进行采购。利用该笔价格互换，锁定了企业的采购成本的同时，为其解决了基差风险。

该笔互换在疫情发生后为X企业的销售利润提供了较大的保障。三月初，疫情逐渐控制，各地有序复工，其下游客户于3月18日点价提货，因此X企业于当日将该笔互换头寸平仓，平仓结算价为667元/吨，通过此次互换X企业获得盈利10万元。

三、项目成果

该企业自身具有较强风险管理意识，能够将金融工具融入日常生产经营中。此次疫情期间，在鲁证场外

团队的帮助下，该企业通过场外期权转移了其面临的市场风险和资金流动性风险。在极端行情下利用看跌海鸥期权组合锁定原有持仓的亏损，企业在价格下跌时不仅可以成功规避风险，还可以避免由于无法及时追加保证金被迫砍仓的情况，大大减缓了企业的资金压力。同时，鲁证场外团队结合企业采购现货的实际需求，通过现货价格指数互换业务帮助该企业实现了采购成本的锁定。由于几乎没有基差风险，套保端产生的盈利完全覆盖了现货端的亏损，达到了对冲现货风险的目的。

该企业对于上述风险管理服务给予了客观评价：一方面，创新衍生产品和组合策略可以有效满足企业的个性化、多样化风险管理需求，在市场行情变动非常不明朗的情况下，使用灵活策略规避单边波动风险，利用现货指数互换工具规避基差波动风险；另一方面，突如其来的新冠疫情严重影响了实体企业的生产经营活动，企业资金压力前所未有，创新风险管理服务在于有效降低资金占用，缓解企业资金压力，保障正常生产经营活动，实现金融机构与现货企业的协同发展。

四、总结与建议

疫情期间大宗商品市场的持续大幅波动也对实体企业套期保值带来一定难度，场外业务对于实体企业复工复产发挥了重要作用。

首先，打铁还需自身硬，风险管理子公司需要不断加强自身专业能力建设。鲁证场外团队竭力发挥自身专业优势，提前筹谋，精准施策，运用场外业务积极配合实体企业处理突发风险。通过深入分析企业各项风险点，主动分担市场风险及基差风险，充分运用衍生工具为企业应对疫情风险提供场外解决方案。

其次，新形势下，实体企业主动利用衍生品市场进行风险管理的实践逐步增多。随着新冠疫情的发展和中美贸易争端的不断演变，实体企业面临的各项风险逐步增加，生产经营的利润逐步降低，个性化、多样化风险管理需求逐步增加，利用衍生品市场可以有效进行价格风险管理和资金使用管理，实现生产经营的稳定发展。

最后，场内市场和场外市场需要相互打通，协同解决实体企业风险管理需求。目前交易所市场和场外衍生品市场还处于相互隔离阶段，风险金额、保证金还不能合并计算，实体企业需要在场内市场和场外市场同时缴纳保证金。风险管理子公司在开展场外业务时也需要支出更多的保证金和手续费。尽快实现场内、场外市场的相互打通将有效助力实体企业和金融机构的协同发展。■

期货市场向制度型开放转变初探

文 韩学广

所谓制度型开放，是相对于商品和要素流动型开放而言，其基本含义是在推动全方位对外开放过程中，要重点推动以规则等为核心内容的制度开放。2018年中央经济工作会议首次明确提出：“要适应新形势、把握新特点，推动由商品和要素流动型开放向规则等制度型开放转变”。制度型开放是新时代中国推动全方位对外开放的重大部署，标志着全方位对外开放将进入更高水平的新阶段。制度型开放的核心是规则开放，意味着开放的内在机制发生了重大转变，影响深远。期货市场本质上是规则主导的市场，期货市场向制度型开放转变本质是规则开放。因此，推动期货市场向制度型开放转变具有重要意义。

一、中国向制度型开放转变的重大意义

（一）实现中国经济高质量发展的必然要求

2001年加入WTO时，中国进出口总额仅为5097.68亿美元、吸引外资不足500亿美元、对外投资存量不足299亿美元，到2019年这三项指标分别达到4.52万亿美元、1381.4亿美元、1.98万亿美元¹，分别为2001年的8.87倍、超过2.76倍和66.22倍左右，中国已是世界第一大贸易国、第一大吸引外资国和第二大对外投资国。相应地，中国对外开放主要以商品和要素的自由流动为主要内容。随着中国经济逐步迈入高质量发展阶段，结构升级和创新驱动更加

重要，亟需新的动能机制和更大制度空间，向制度型开放转变是实现中国经济高质量发展的必然要求。

（二）提升国际竞争力和影响力的客观要求

1978年，中国GDP总量、人均GDP仅为3678.7亿元、384美元，全球排名分别为第15位、倒数第7位；2019年，中国GDP总量接近100万亿元，人均GDP首次超过1万美元。从对世界经济的贡献看，1978年中国GDP总量占世界的比重仅为2.32%，2019年这一比重超过16%。同时也要看到，中国的竞争力与主要发达经济体还有很大差距。根据世界经济论坛发布的《2019年全球竞争力报告》，中国在141个经济体的竞

争力排名中稳居第28位，但仅有市场规模一项指标名列前茅，其他如规则制度等软实力范畴的大部分指标排名均在20名之外。这说明中国加快向制度型开放转变的紧迫性，通过弥补现行规则制度竞争的短板，才能更好提升国际竞争力和影响力。

（三）主动参与全球治理体系建设应有之义

2008年国际金融危机爆发以来，世界经济进入深度调整期，国际规则和全球治理体系面临大调整、大重塑。一方面，近十年全球人均GDP年均增速仅有1.1%，动能不足难以支撑世界经济持续、稳定增长；另一方面，全球发展失衡和贸易保护主义抬头，发达国家普遍陷入“有增长、无

1 目前官方尚未发布2019年中国对外投资存量数据，1.98万亿美元为2018年数据。



发展”的困境，新兴市场和发展中国家遭受了现行国际规则体系紊乱之苦。全球治理体系长期由少数发达国家主导，已不能代表广大新兴市场和发展中国家的诉求，也严重滞后于全球经济格局的变化。在此背景下，中国经济已成为拉动全球经济复苏和增长的重要引擎，理应在全球治理体系变革中扮演越来越重要的角色。

二、中国在国际规则中话语权仍需提升

（一）中国已成为国际规则重要参与者

从1919年加入第一个国际组织——国际红十字会迄今，中国已加入100多个政府间国际组织，签署了近300个国际条约、400余件多边条约、2.4万件双边条约、114个涉及投资和自由贸易区的条约，中国已成为国际规则体系的重要参与者。近年来，中国积极履行G20匹兹堡峰会

达成的共识²，于2019年1月正式批复国内四家期货交易所成为合格中央对手方（QCCP），同时学习借鉴国际证券委员会组织（IOSCO）和巴塞尔银行监管委员会（BCBS）的国际标准，不断完善国内证券和期货市场监管标准。

（二）中国在国际上的话语权逐渐提升

1980年，中国恢复了在国际货币基金组织（IMF）中的合法席位，当时排名为第16位。2016年，中国正式成为IMF第三大股东，份额从3.996%上升至6.394%，排名仅次于美国和日本。近年来，随着综合实力和国际影响力增强，中国逐渐成为国际规则公共产品的提供者。2013年，中国提出“一带一路”国际合作倡议，目前已得到140多个国家、地区和国际组织的积极响应、参与。2015年，中国发起成立亚投行，目前已有包括英、德、法、意等西欧14国在内的93个正式成员

国。2016年，中国成功举办G20杭州峰会，为解决2008年国际金融危机后全球经济金融治理机制失衡问题发挥了建设性和关键性作用。

（三）中国仍需提升国际规则中话语权

不可否认，中国在现有多数国际规则的制定中没有主导性地位，尚缺乏强大的国际规则话语权。首先，“西强东弱”的基本格局没有得到根本改变。国际经贸规则话语权、国际金融机构和货币话语权、大宗商品定价话语权、国际金融治理和监管协调主导权、知识产权和信用评级机构话语权等基本上都是西方国家主导。其次，中国还面临着主要领域话语权的挑战。例如对中国发展道路的质疑，不少西方国家时不时抛出中国“威胁论”“崩溃论”“阴谋论”等谬论，以及中国威胁世界和平和掠夺世界资源环境等挑战。面对质疑和挑战，中国既要看到自身不足，又要以务实姿态扩大开放和加快发展，进一步提升在国际规则中的话语权和影响力。

三、期货市场向制度型开放转变的思考

期货市场是规则主导的市场，期货市场向制度型开放转变本质上是规则的开放。在坚持包容、公开透明、权责对称和动态性原则的基础上，中国期货市场向制度型开放转变要重点做好以下几个方面的准备。

2 包括增强场外衍生品市场透明度、防范系统性风险、系统推进包括建立场外衍生品交易报告库在内的金融监管改革等。

（一）系统梳理现行规则制度，做好由商品和要素流动型开放向制度型开放转变的准备

一是区分内核规则和衍生规则。内核规则是支撑期货市场稳步发展的基石，如保证金、当日无负债结算、涨跌停板等制度，衍生规则是在内核规则基础上衍生出来的配套规则。推动期货市场向制度型开放转变，首先要确保内核规则稳定，形成良好市场预期；其次促进衍生规则不断优化，最终形成科学、规范、完善、运行高效的规则体系。二是区分内生规则和外来规则。既要结合中国实际，坚持和完善内生规则，又要秉持包容开放姿态，学习借鉴先进外来规则，满足品种、工具和业务多样化发展的需要。三是区分适宜规则和滞后规则。期货市场要与时俱进，适宜规则要坚持和发展好，滞后规则要及时更新、甚至淘汰掉。

（二）调整和优化国内期货市场有关规则，积极推动国内期货规则与国际通行规则接轨

一是提高期货立法层级，加快期货法立法进程，填补法律短板。二是对照梳理期货市场现有法律条文，对不合时宜条款及时调整完善。例如，在国际化品种市场准入和适当性制度上，要简化流程、减少不必要材料要求等。三是促进境内外期货交易所规则之间的对接、兼容。例如中

美两国期货交易所规则结构，大体都可划分为章程和业务运行规则两大部分，但美国期货交易所的规则内容更细致、规定更明确、操作性更强，而中国原则性更强、相对简单，但灵活性和操作性存在明显劣势。因此，要主动做好同境外期货交易所规则对接，提高不同市场兼容性，方便交易者理解、接受、掌握、查阅和使用。

（三）主动输出和推广国内期货规则，逐步提升国际大宗商品定价体系中国规则话语权


随着中国进入工业化中后期，大宗商品贸易仍面临着大规模进出的机会，同时亚太地区和非洲定价中心尚未确立，这为中国加快建设本土大宗商品国际定价中心提供了窗口期³。一方面，推动更多品种开放，提升价格规则影响力。产品是期货市场的基础，推动更多品种开放有利于提升期货价格影响力。另一方面，抓住共建“一带一路”和人民币国际化战略机遇，为建设国际定价中心提供支撑。“一带一路”沿线大宗商品资源丰富，与中国贸易往来密切，加上人民币国际化战略深入推进和人民币影响力不断提高，期货市场开展合作的潜力较大。

（四）加强向制度型开放转变的人才队伍建设，提前做好期货市场国际化人才储备工作

推动期货市场向制度型开放转变，提升中国期货市场规则话语权和

影响力，离不开国际化人才的培养和储备。可结合中国期货市场国际化整体发展规划，制定期货市场国际化人才培养计划，针对不同类型人才开展专项培训，重点提高国际化人才的外语能力和专业素养。可面向“一带一路”国家和地区发起成立期货市场培训基金，针对不同商品期货品种设立培训专家库，针对期货市场国际化过程中的具体问题开展分类培训，加大力度传播中国期货市场的规则制度。此外，针对中国期货市场国际化发展的实际需求，加大对国际化人才的引进力度。

（五）牢牢守住向制度型开放转变中不发生损害国家安全的底线，防范和化解潜在风险

针对大宗商品涉及面广、金融属性强、影响力大的特点，切实防范利用大宗商品期货交易危害国家经济安全的行为，有效应对期货市场风险跨境传递和金融市场风险共振⁴等可能，防止难以预测的系统性风险。在推动向制度型开放转变过程中，需要做好与有关国家和地区期货市场监管机构的沟通协调，在涉及调查客户身份资质、资金来源和异常交易行为时，相互给予配合和支持。通过加强跨境监管合作，提高跨境监管效率，积极传递中国期货市场规则标准和理念。

（本文作者就职于郑州商品交易所期货及衍生品研究所公司）

3 姜洋.商品期货市场助力“一带一路”建设[J].中国金融,2019.3.20.

4 李伟.打好防范化解重大风险攻坚战:思路与对策.国务院发展研究中心“经济转型期的风险防范与应对”课题组.2018-01-12.

发挥专业投资优势， 以 FOF 模式寻求期货资管发展

近年来，国内期货市场品种和制度创新有序推进，对外开放步伐加快，市场运行规范稳定，服务质量和能力得到提升，已具备在更高层次服务实体经济和国家战略的条件。面对市场巨大的发展机遇、行业内的竞争压力，国内期货公司亟需转变经营理念，提高经营水平，提升产品质量。当前，期货公司在仓单交易、基差套利、合作套保、场外定价、资产管理等领域不断创新，但整体来看，仍然面临着业务形式过于单一的问题，特别是，与国内期货市场的整体发展及风险管理业务的发展相比较，期货资产管理业务在近年陷入低迷。

本文从期货资管业务的现状出发，通过剖析期货行业特点、对比境内外财富管理市场的发展状况，通过研究资产端与资金端的匹配能力，对期货公司如何构建具有特色的资产管理业务模式展开思考；通过构建资产组合的实证研究，说明了将期货资产作为资产配置的重要类别纳入到资产组合中的必要性。从更务实的角度探索了一条可能形成突破口的期货资产管理之路。

一、研究背景

（一）国内期货资产管理行业发展现状

自 1990 年郑州粮食批发市场正式引入期货交易机制，我国开启了期货市场之门。中国期货市场经历了一条从无到有、从小到大、从无序到有序、从萧条到繁荣的发展之路。时至今日，期货行业也由单一业务向多元化业务转变。其中，期货公司的资产管理业务和风险管理业务经过从试点制到备案制的不断摸索，如今这两项创新业务已基本成为期货公司最为倚

重的发展方向。

纵观期货资管业务的发展，管理规模上，2015、2016 两年期货资管管理规模迅速扩张，期末规模峰值达 2792 亿元，此后的三年却急剧萎缩，目前维持在 1200 亿左右；行业分布上，期货公司中资管规模超过 100 亿的有 2 家，50 至 100 亿的共 5 家，20 到 50 亿的共 11 家，而多达 68 家期货公司资产管理规模不足 5 亿。在当下风险管理功能更加成熟的大背景下，行业监管脉络日趋清晰，资管业务的土壤必将变得更加肥

沃，期货公司资产管理业务的现状亟待改善，以把握发展时机。

（二）期货资产管理业务发展突破口的思考

期货公司需要正视当前展业环境发生的巨大变化，坚决摒弃片面追求规模的野蛮生长思路，杜绝监管套利，推动期货资产管理业务成为国内资产管理行业中的一个特色品牌。

首先，期货资管的长足发展需要监管政策的持续引导。一方面要建立体系化的监控与防范机制，加强数据穿透；另一方面监管机构结合期货

公司资产管理业务发展的实际情况，完善准入机制，定制配套机制，通过引进合作机构，探索业务创新，提高业务发展主动性。

其次，面对资产管理业务回归本源的趋势，鼓励期货公司主动求变。期货公司要主动调整优化资管业务的结构，在风险可控原则下，积极探索资产管理与风险管理业务协同，以服务能力和产品创设能力为支点，加大在人才培养与系统建设方面的投入，把期货资产管理打造成国内有影响力的财富管理平台。

第三，差异化发展能力的塑造是至关重要的。如何发挥强项，深耕各公司的特色领域，提升衍生品行业专家的市场美誉度，是摆在各家公司面前的共同话题。基于期货公司与行业的特点，量化对冲与 FOF (Fund of Funds, 基金中的基金) 资产配置成为期货资管关注的重要发展方向。

最后，注重对 FOF 业务模式的塑造。FOF 业务的本质是为了解决委托入资产配置的需求，在产品管理方面既有管理人内部管理的也有第三方投顾管理的，在资产来源方面又可以分成内部基金或全市场基金。把 FOF 作为一种资管业务模式，需要对 FOF 生态环境进行研究，对 FOF 业务上下游需求深度剖析，对 FOF 运作体系做全局规划。

二、FOF 业务的本土化进程

从海外 FOF 的情况来看，FOF 已经成为规模与数量占比较大的一类

理财产品，成熟度较高且市场接受程度好；我国 FOF 行业才刚刚起步，发展空间广阔。FOF 具备平滑收益、二次分散风险、降低投资门槛等很多特点，可以说是资本市场以及资产管理行业发展到一定阶段的产物。

根据实际投资标的种类的不同，可以分为：

1. PE FOF (私募股权投资基金中的基金, Private Equity FOF)

2. TOF (基金中的信托, Trust of Funds)

3. FOMF (共同基金的基金, Fund of Mutual Funds)

4. FOHF (对冲基金的基金, Fund of Hedge Funds)

根据管理模式的不同，可以分为：按照内部管理的内部管理 + 内部基金、内部管理 + 全市场基金；按照外部管理的外部管理 + 内部基金及外部管理 + 全市场基金，分别对应母基金投资管理人在费率、产品线、子基金了解程度、渠道销售能力等方面的不同优劣势。

根据投资策略的不同，可以分为：(1) 大类资产配置策略，(2) 基金优选策略，(3) 轮动策略，(4) 套利策略，(5) 固定比例投资组合保险策略 (CPPI)、时间不变性投资组合保险策略 (TIPP) 等。

(一) 海外公募 FOF 发展

海外 FOF 近十几年来发展的如火如荼，其中尤以美国最具代表性，无论是规模、种类还是市场成熟度都处于绝对领先地位。美国共同基金

FOF 管理规模逐年上升，其中混合型 FOF 一直占据绝对的优势地位，固收和权益类 FOF 的市场占比不高。

FOF 最初的生产形式是私募股权基金的 FOF，起源于美国 20 世纪 70 年代，出现的原因主要是当时私募股权基金投资活跃，然而此类基金的流动性较低、投资门槛较高，使得投资人望而却步，于是借道 FOF 类产品降低投资门槛成了一种主流的产品模式。随着各类私募数量的增加、市场的成熟化发展，市场自有其多变性，但金融产品的多样性赋予了投资者更多的武器，基金筛选的重要性也逐渐被认识到，自此 FOF 的发展逐步具备了第一个先天条件。

1979 年，美国《国内税收法案》401 (K) 条款正式启用，401K 计划一经推出就迅速发展，逐步取代了联邦政府强制社会养老金计划，成为美国养老体系的第二支柱，作为第一支柱的重要补充。养老金计划有兑付需求，因而重视绝对收益获取，风险厌恶程度较高，而 FOF 收益稳健的属性与此要求十分吻合，至此 FOF 发展的资金来源得到确认，第二个先天条件逐步完善。

经过了前期萌芽中发展与 90 年代的政策储备、人才储备与市场积累，公募 FOF 的地基得到了夯实，2000 年以来美国公募 FOF 进入了一个快速成长通道，总资产从 1999 年末的 480 多亿美元快速增长至 2018 年底的超过 5600 亿美元，年复合增长率为 13%，而同一时期绝大多数传统公

募基金年复合增长率不足两位数。

（二）海外私募 FOF 变迁

FOHF 快速发展主要是基于可选对冲基金管理人数量的猛增以及策略多元化的发展而推动的。海外 FOHF 的发展历程主要可以划分为萌芽、高速发展和发展停滞三大阶段。

1969 年声名在外的罗斯柴尔德家族推出世界上第一只 FOHF 产品。从 20 世纪 90 年代开始，随着美国经济及金融市场逐渐转牛，加上 401K 计划和 DC plan（养老金计划）的推出，引导了很多对于多元化配置有需求的增量资金入市，FOHF 才步入了高速发展阶段。

20 世纪 90 年代以后，美国的经济保持了持续的高速增长，股市也随着经济的腾飞屡创新高，在此期间 FOHF 的投资收益表现亮眼，开始受到了投资者的追捧。90 年代末期，互联网企业股票一路暴涨，2000 年至 2002 年之间，随着美国互联网泡沫的破裂，纳斯达克和标普指数一路下跌，然而在此期间，大多数 FOHF 依然取得了正收益，使其平滑收益、降低风险的特点再一次吸引了投资人的注意。截至 2007 年末，美国 FOHF 的管理规模达到了 8600 亿美元，是 2002 年规模的 6.7 倍。2007 年成为了 FOHF 发展史的巅峰，FOHF 的规模一度占市场整体对冲基金规模的 40% 之多。

2008 年金融危机的冲击，导致了很多小型对冲基金管理人倒闭，而大型的管理人也选择频频重组度过金

图 1 国内 FOF 发展情况



资料来源：上海证券

融寒冬。在低迷了一段时间后，市场整体开始复苏，但是 FOHF 却并没有随着市场的复苏恢复当年的繁荣，著名的 FOHF 机构 Tremont Group 甚至停止运营。金融危机过后，尽管出现短暂回升但 FOHF 规模和数量还是有所回落。

（三）国内 FOF 发展情况

国内首只 FOF 产品是以券商资管形式发行的，招商证券于 2005 年 5 月底正式推出了“招商基金宝”，募集规模超过 10 亿。在 2009 年，外贸信托联合光大银行也推出了首只私募 FOF “外贸信托—光大阳光宝”。但是由于当时的一些确定性收益的产品回报较高，FOF 的产品模式在当时的市场情况下很难推广。

2013 年 4 月，证监会发布在《公开募集证券投资基金运作管理办法》中提出公募 FOF 的概念，而 2016 年 9 月发布的《基金中基金指引》，则奠定了公募 FOF 的法律基础与行业发展依据，2017 年首批公募 FOF 正式获批发行，同年 5 月，《养老型公开募集证券投资基金指引（试行）》出台，进一步为 FOF 的发展指明了

方向。2017 年首批公募 FOF 获批，并于年底成功完成募集，自此，公募 FOF 迎来了新的发展契机。泰达宏利、华夏、南方、建信、嘉实、海富通成为首批拿到发行批文的 6 家基金公司，相应 FOF 产品募集总额达到 166.36 亿元，华夏聚惠、南方全天候以 46.91 和 33.09 亿元位居前两位，接下来养老 FOF 也落地开花。发展时间线如图 1。

（四）境内资产管理机构发展 FOF 的有益尝试

1. 学习海外成熟的资产配置模式

依据首批公募 FOF 招募说明书中披露的投资策略，按照资产配置策略的不同可以分为 4 类，详见表 1。

2. 借鉴海外成熟的产品设计方案

2018 年 3 月《养老目标证券投资基金指引（试行）》正式发布，为以 FOF 的形式发展养老证券投资基金进行了顶层设计。与普通 FOF 相比，养老 FOF 有着明确的以养老理财的需求，对于长期稳健收益要求更高。自 2018 年 9 月第一只养老 FOF

表 1 首批公募 FOF 资产配置策略

基金名称	嘉实领航资产配置	泰达宏利全能优选	南方全天候策略	华夏聚惠稳健目标	海富通聚优精选	中融量化精选	前海开源裕源
管理人	嘉实基金	泰达宏利	南方基金	华夏基金	海富通	中融基金	前海开源
成立日期	2017/10/26	2017/11/2	2017/10/19	2017/11/3	2017/11/6	2018/5/4	2018/5/16
资产配置方式	采取风险平价的投资策略	风险平价的资产配置策略	采用风险平价模型	通过结合风险预算模型与宏观基本面分析确定，同时随着市场环境的变化引入战术资产配置对组合进行适时调整	淡化资产配置，精选基金	使用量化择时模型对权益类资产进行战术配置调整，调整幅度不超过战略配置比例的正负 10%。在极端市场情况下，可以最低调整到 0%	采用宏观基本面分析和风险平价策略相结合的分析方法，并结合基金管理人 FOF 投资决策委员会的意见和建议，选取合适的资产种类，初步设定各大类资产的上下限比例

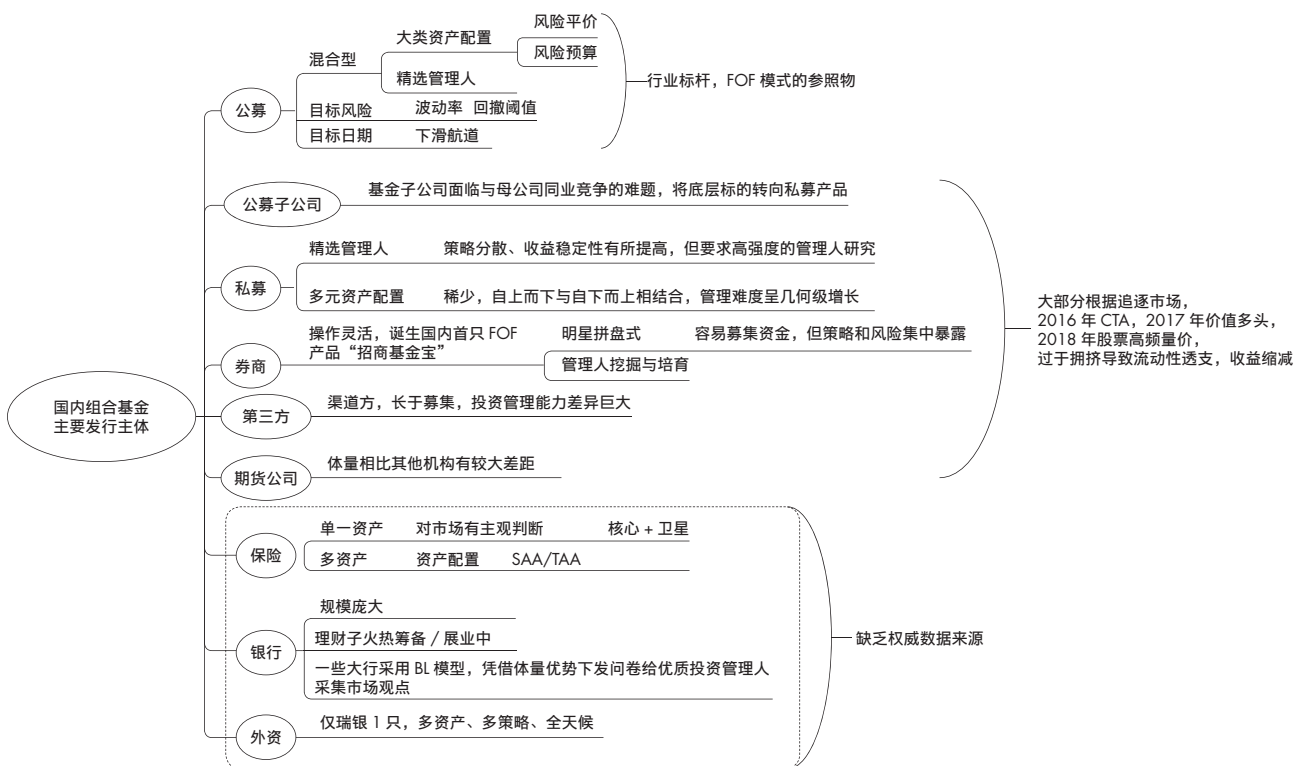
资料来源：上海证券

基金“华夏养老 2040 三年”发行以来，养老型 FOF 在产品数量和产品规模上均快速扩张和发展。

3. 各类机构争相发行 FOF 产品
国内 FOF 发展氛围日渐浓厚，公募、私募、第三方、保险、银行等

主要金融机构均有布局，公募子公司近期也火热加入。从操作方式来看，各家不尽相同，全景图如下。

图 2 国内组合基金主要发行主体



资料来源：上海证券

三、以 FOF 模式作为期货资管的突破口

FOF 业务近年来在国内的飞速发展是有目共睹的，特别是 2015 年下半年之后，FOF 产品的数量与管理规模出现了井喷式的增长。围绕期货资管对 FOF 业务的内在需求，结合期货资产发展 FOF 业务的优势，期货公司可以从人员、机制、系统建设、组织架构、业务规划等各方面全面升级以满足开展 FOF 业务的需求。

（一）期货资管发展 FOF 业务的现状与问题

为了应对资管行业的变化，FOF 业务越来越成为期货公司愿意尝试的方向。回顾期货公司发展 FOF 业务的道路，各公司也进行了多种尝试，但本文研究团队在实践过程中也发现了一些普遍问题，主要包括以下两点：

其一，重子基金管理人选择，轻资产配置，这在 FOF 的管理中是非常危险的情况。

其二，重产品发行速度，轻风控能力建设，无论是管理系统还是业务体系上，期货公司的 FOF 业务还存在明显短板。

（二）期货资管业务对 FOF 类产品的需求分析

首先，从机构资金的角度来看，FOF 业务之所以爆发，与国内财富管理市场面临的“资产荒”格局是密不可分的。FOF 作为资产多元化配置的最理想方式之一，在权益市场剧烈调整的对比之下，其以更优的收益 / 风险比获得了资本市场的认可。

其次，FOF 产品在形式上能够满足高净值群体资产多元化配置、信息保护与定制化理财、服务专业化、风险管理量化等多样性需求，而期货公司资管可以凭借自身灵活的机制与量化交易的底蕴，借助 FOF 产品形式上的优势在财富管理领域取得乐观的发展前景。

（三）期货资管发展 FOF 业务的潜力

首先，量化投资早已成为国内机构投资者的主要投资手段之一，而期货公司在量化对冲业务的长期深耕和积累，使其更有可能成为对数量化管理手段最为理解的金融机构，有迅速储备多元化投顾池的潜力。

其次，资金的供给能力对于 FOF 模式的成功应用是至关重要的，期货资管虽然在整体规模上还较小，但作为金融机构，期货公司的资本金实力较为雄厚，融资手段更加多样化，具备明显优势。

最后，对于长期从事经纪业务的期货公司来说，因其对于金融衍生品的投资与风控具有天然的优势，也与其主营业务相匹配，将具备一定的先发优势。

（四）期货资管 FOF 模式的实施要点

首先，对于期货资管而言，FOF 模式特殊性在于其几乎将期货公司的所有业务板块连接起来。FOF 业务需要打通期货公司资产管理、期货经纪、机构交易、信息科技、期现研究、客户服务等各个业务板块，是架在期

货公司传统业务与资产管理业务、风险管理业务、国际业务之间的桥梁，FOF 模式需要期货公司进行系统化的全业务流程升级。

其次，应该思考 FOF 业务的市场深度与广度。财富管理机构将引领投资者从单一项目投资向多项目、多周期、多市场的综合资产配置转换，这将催生大量的 FOF 业务需求。

最后，从期货公司的角度来看，发展 FOF 业务有可能带来多方共赢的结果。成功的 FOF 产品运作除了为委托人提供满意的投资回报外，还会在子基金交易支持、优秀管理人孵化等方面取得长足进步，最终仍然会以经纪业务的方式反哺期货公司的传统业务以及风险管理业务，对期货公司综合回报能力的提升是值得期待的。

四、关于 FOF 资产配置模型的实证研究

（一）研究的数据选择

本文对如下几个大类资产进行配置，包括期货、股票、债券。其中每一个资产配置模型都将分别有包含期货和不包含期货两个版本，从而方便比较。

（二）资产配置模型的选择及构建

当前市场中对于资产组合的构建模型主要为风险平价模型、Black-Litterman 模型以及其他模型。具体的实证过程，为了便于比较，均规定每个资产组合模型分别在每个季度末（3 月末，6 月末，9 月末，12 月末）

进行调仓计算。对于每一个模型，均分别计算对股票、债券进行资产配置和对股票、债券、期货进行资产配置两种方案，以便进行比较。

(1) 风险平价模型及实证方案

在实证中，模型回溯 240 个交易日（约为一年的数据）的数据来对各资产之间的相关性和收益标准差进行调仓计算。

(2) Black-Litterman 模型及实证方案

Black-Litterman 模型是在马科维茨均值方差模型基础上改良的模型。BL 模型的主要创新之处在于通过贝叶斯公式，提供了一个组合不同收益率和波动率估计的方法。从而有效降低了对于历史数据参数的依赖性。并且，这是一个相当有开放性的框架，可以以此为基础，进行很多不同的尝试来估计未来的收益率和波动率，并进行组合。

(3) 下偏矩模型 (LPM 模型)

及实证方案

下偏矩 (Lower Partial Moment, LPM) 重点关注了风险，并且通过度量下行风险，避免了用标准差度量风险的某些问题。

(4) 风险平价模型改进——纳入收益率

模型的改变主要是对风险平价模型的思路做如下改变：风险平价模型的目标是使得资产组合中每个资产的总风险贡献一致。改进模型的目标是使得资产组合中每个资产的总风险贡献和该资产的收益率一致。也就是说，各资产在资产组合中贡献和它们的收益相称的风险。

(5) 风险平价模型改进——下行标准差

将风险平价模型中所有的标准差用下行标准差进行替代，其他公式的计算保持一致。实证中，除了上述改进外，都采用和风险平价模型一致的方法。

(三) 各模型实证的结果

本文使用了 5 个模型，每个模型分别有包含期货和不包含期货两个版本。结果汇总如下（指标计算中，无风险利率用当期 wind 货币基金市场指数收益率代替，年化收益率约为 2.95%）。

从表 2、图 3 的数据，可以发现如下结果：

(1) 各模型在将期货资产纳入考虑之后，收益和风险情况均有较大的改善。这充分说明将期货资产纳入投资组合的必要性。

(2) 在传统模型当中，风险平价模型的表现相对较好，主要原因在于如股票、期货等资产的收益率波动比较大，用历史数据估计下期表现存在较大误差，这严重影响了 Black-Litterman 模型和下偏矩模型的使用。同时，风险平价模型在资产配置上相对不极端，可以看到 Black-Litterman 模型和下偏矩模型在极端情况下，都

表 2 各模型实证结果

	是否有期货	年化收益率	最大回撤率	夏普比率	索提诺比率	收益回撤比
风险平价	有	6.93%	3.36%	1.61	2.69	1.19
风险平价	无	5.08%	4.58%	1.00	1.51	0.47
Black-Litterman 模型	有	6.58%	58.38%	0.26	0.40	0.06
Black-Litterman 模型	无	2.49%	68.16%	0.12	0.18	-0.01
下偏矩模型	有	10.74%	54.38%	0.40	0.61	0.14
下偏矩模型	无	2.17%	69.87%	0.11	0.16	-0.01
风险平价 - 纳入收益率	有	6.97%	3.31%	1.53	2.56	1.21
风险平价 - 纳入收益率	无	5.06%	8.41%	1.09	1.69	0.47
风险平价 - 下行标准差	有	7.51%	3.36%	1.85	3.33	1.36
风险平价 - 下行标准差	无	5.14%	4.51%	1.10	1.68	0.49

图3 各模型净值曲线走势汇总



数据来源：海证期货

有只配置一类资产的情况出现，而风险平价模型并非如此。

(3) 改进模型：风险平价模型—下行标准差，在有期货和无期货两种情况下，各项指标均优于现行的风险平价模型，这说明该改进确实对风险的估计有所进步，可以作为风险平价模型的一个有益补充。

(4) 改进模型：风险平价模型—纳入收益率，在有期货的情况下，在收益率和回撤两个指标上略优于原模型，在夏普比率和索提诺比率两个指标上略差于原模型。在无期货的情况下，情况恰好相反。总体来说，两个模型的表现基本相当，这并不完全符合预期。

五、期货资管的FOF模式规划及政策建议

(一) 以期货公司能力建设驱动资管的FOF模式应用

(1) 坚定资产管理业务发展理念

期货资产管理业务做大做强的基础是实现稳健收益的能力，这依赖于各公司主动管理能力的提升。期货公司的资产管理业务要以打开大型金融销售机构与期货公司的合作路径为发展里程碑，需要深耕于自身特色，抓住包括FOF业务在内的发展机遇。

(2) 提升产品创设能力对接客户需求

期货公司资管业务需要紧紧抓住未来几大领域的发展机会，进行定点突破，特别是商品及衍生品类FOF产品，充分展示期货公司在衍生类投资领域的专业优势，用积极的态度应对居民财富管理过程中对全球资产配置日益增长的需求，作好研究、技术系统、人才及产品设计的储备。

(3) 夯实投研体系建设，切实提升资产配置能力

专业的研究服务是优秀衍生品服务商的基本特质，投资研究能力是公司所有业务板块的共同需求。期货公司应坚定不移提升衍生品投研能力，打造衍生品投资的特色品牌。

(4) 注重FOF系统建设，提升运营保障能力

期货公司应该关注金融科技的最新进展，加大投入，根据对FOF运营及风控的需求，开发符合自身特点的FOF管理系统，满足FOF业务对数据管理、策略分析、组合评估、实时风控、动态测算等功能的需求。同时期货公司还要在运营团队的培养上下功夫。

(二) 相关行业政策的建议

(1) 放宽对单一资产管理计划的投资限制

《期货公司资产管理业务管理规则（试行）》规定“期货公司或子公司资产管理计划仅可投资集合资产管理计划”，表明期货公司FOF产品目前无法投资于定制的子基金。而对于规模较大的FOF母基金来说，为了对特定子基金约定更精细化的风控要求以及更合理的费率结构设计，FOF管理人将更加倾向于为子基金管理人定制单一资管计划，同时，大型FOF计划的单笔跟投金额较大，势必对子基金的存续规模要求更高，很可能导致资产配置方案无法实施。因此，考虑到资管新规下已有各类资产管理计划的设立规模不得少于1000万元的要求，放宽期货FOF资产管理计划仅可投资于集合资产管理计划的限制，

有利于期货资管 FOF 业务的未来发展。

(2) 有序放宽期货资管投资范围

首先, 建议尽快推动期货资管投资于上海黄金交易所部分品种的 T+D 业务。目前, 公募基金通过 ETF, 在与上海黄金交易所的业务合作中已经走在前头, 需要期货公司资管尽快赶上。

其次, 国内衍生品市场已经逐步成熟, 商品期货期权上市品种不断增加, 场外期权市场也蓬勃发展。建议监管机构适度放宽对场外期权为主的场外衍生品市场的投资禁令, 通过加强非标准化衍生品的规范化管理逐步放开该投资方向。

最后, 建议尽快完善相关法律法规, 推动期货资管投资标准仓单。期货标准仓单运作经验成熟, 市场参与者众多, 此投向的开放对于期现套利业务的产品化有着重要意义。

(3) 积极研究期货资管 FOF 全球资产配置解决方案

资产的全球化配置是机构投资者普遍关心的问题。普通的投资者往往难以克服本土偏好的投资习惯, 也通常不具备更强的信息优势, 需要资管机构构建多元化的投资组合来实现跨境资产配置。建议监管机构大力借鉴 QDII 业务的发展经验, 优先开放 FOF 产品出境, 允许配置部分成熟的境外资产。

(4) 推动期货资管 FOF 与 MOM 业务的协同发展

期货资管应当更积极地参与

MOM 相关业务的论证与试点, 监管机构也应当对 MOM 业务开展中可能出现的“打擦边球”形式早做准备, 通过加强穿透管理的方式未雨绸缪。

(5) 为 FOF 业务发展提供有针对性的直接支持

FOF 及 MOM 业务对于期货资管未来的发展是举足轻重的, 但面对当前行业困局, 监管层或可以实施一些有针对性的支持政策。本文认为以下几点支持方案具备一定的现实意义:

① 加强对 FOF 业务的培训, 引进优质师资进行专项培训;

② 规范 FOF 业务开展的专项投研人员要求;

③ 对 FOF 管理系统项目申报给予一定的费用支持;

④ 在分类评价中增加 FOF 类业务的专项分值。

六、结论

根据当前期货公司资产管理业务的发展现状, 深入分析 FOF 业务的特点与需求, 并总结期货公司参与 FOF 业务的实践经验, 得出以下主要结论:

1. 从资产配置角度和产品设计角度, FOF 业务的国际经验都较好指引了国内 FOF 管理机构的实践, 期货公司资管可以积极学习, 抓住宝贵的历史机遇进行业务拓展, 推动期货资产管理业务成为国内资产管理行业中的一个特色品牌。

2. 在资产配置中加入期货资产之后, 收益和风险情况均有较大的改

善, 有利于实现更稳健的投资目标, 衍生品资产在居民财富管理的资产配置中将发挥不可或缺的重要作用。

3. 在传统模型当中, 风险平价模型的表现相对较好, 过于依赖准确的市场收益率估计的模型很难在市场中得到很好的结果。通过纳入收益率和改进风险评价方法两种方式对风险平价模型进行改进, 能够取得更优的测试结果。但此研究工作仍有更大的研究空间与应用前景。

4. 资管业务仍然是未来改变期货公司营收结构的重要业务, 期货公司大力发展 FOF 业务, 应当坚定科学的业务发展理念, 通过有效的能力建设来匹配业务需求, 积极借鉴国际化经验, 加大在资管业务中的人才培育、风控系统建设等方面的投入, 注重体系建设, 提高期货资管 FOF 业务的市场影响力。

5. 监管政策在期货资管投资范围及业务引导方面可以起到推动 FOF 业务发展的关键作用。对期货资管 FOF 业务放宽投资定制子基金的规则限制、有序放宽期货资管业务参与场外期权衍生品、标准期权、现货 T+D 等标的资产, 积极探索期货资管的全球化配置解决方案, 协同发展 MOM 与 FOF 业务等工作对于期货资管寻求业务突破口有重要的指导意义, 监管机构可适时出台更多有针对性的业务扶持政策。■

(本文为第十三期中期协联合研究计划资助课题, 课题承担单位为海证期货)

后疫情时代橡胶供需格局展望

曹璐

相较往年，2020年以来驱动橡胶价格的主要因素是国内外疫情的演变。本轮胶价走势可以划分为五个阶段：第一阶段是从春节前一周到2月初，国内疫情爆发，市场恐慌情绪蔓延，胶价大幅下挫；第二阶段是从2月初至2月下旬，国内采取封城措施，疫情蔓延得到控制，市场情绪有所修复，胶价小幅反弹；第三阶段是从2月下旬至3月下旬，海外疫情爆发，市场恐慌情绪再度蔓延，加上原油价格断崖式下挫的联动作用，胶价再度大幅下探；第四阶段是从3月下旬至4月下旬，海外封锁措施下，疫情蔓延速度放缓，国内复工复产加速，市场情绪再度修复；第五阶段是从4月下旬至今，国内生产活动基本恢复正常，海外进入复工模式，疫情对价格的冲击基本被市场消化完全。进入后疫情时代，胶价走势基本回归其自身基本面。

供给端受疫情冲击较小，产能周期拐点仍需等待

2020年疫情对上游橡胶种植工业的冲击程度要明显小于下游需求端，主产国面临的主要是需求下滑带来的被动减产。导致这一情况的原因是多方面的：首先，东南亚主产国的橡胶种植具有分散性，胶树多集中在众多小胶农手中，胶农在收入来源较为单一的情况下对割胶存在刚性需求，并且若因疫情导致收入减少，胶农反而会增加割胶量来提升总收入；其次，虽然疫情期间原料价格一度明显低于往年同期，但仍不会导致大面积弃割现象，一方面是胶农收入来源单一，另一方面原料价格并没有跌破胶农的承受底线。目前主产国胶农面临的割胶成本主要是人工和施肥费用，以泰

国为例，对普通胶农来说，通常胶水价格在35泰铢/公斤、杯胶价格在25泰铢/公斤以下会觉得不好过，而疫情期间原料价格始终在这一价位上方运行；再次，疫情期间，泰国、印尼等国都对胶农进行了一定补贴，也会提升胶农对低价的承受力和割胶积极性。整体来看，疫情对于以小农模式为主的东南亚橡胶种植业的直接冲击较小，只要外运港口不封闭，对全球天胶供给端的冲击也会比较小。疫情期间，除马来西亚槟城港短暂封闭过两周外，主产国的橡胶外运基本未受到影响。

从更长的产能周期来看，2020年仍不是全球天胶供给端的拐点所在。橡胶树是周期特别长的经济作物。通常种植橡胶树，5-7年后可以开始

曹璐，复旦大学经济学院金融学硕士，就职于东证衍生品研究院，任高级能化分析师。专注于橡胶行业的基本面研究，同时兼备数理统计基础。“大胆假设，小心求证”，致力于通过深入挖掘与细致分析，摸清价格走势的命脉。

割胶，10-15年后步入高产期，25-35年后由于产胶率明显下滑，会被砍伐或翻新种植。从亚洲地区橡胶树的整体树龄分布情况来看，目前还有大量树龄在十年以下的胶树，且均为2000年以后种植的高产树种，未来仍有较大的供应释放潜力。

由于东南亚主产国橡胶种植分散，导致去产能（砍树）无法自主完成，因而供给趋势性一旦形成就很难扭转。虽然近年来胶价走势比较低迷，但整

体来看，仍未对主产国胶农的割胶活动产生大规模实质性负面影响。从历史长周期看，胶价低迷也基本未导致过胶农大面积的弃割现象。

目前东南亚几个新兴产胶地的天胶产量释放速度比较快。柬埔寨、老挝、缅甸的产量增幅较大，主要是胶园较新，且割胶成本低于几大老牌产胶国。几大老牌产胶国近两年的产量增长出现偏慢或产量下降的情况。印尼过去数年新种有限，树龄整体偏老，产出实际已经进入下滑周期；越南树龄较轻，但增长潜力仍不如新兴产胶地。除亚洲地区外，近两年非洲也在成为重要的产胶区，主要因为越来越多的农民受到稳定的收益激励，从种植可可树转为种植橡胶树。近两年非洲橡胶大量增产，非洲胶的高产

也会在一定程度上弥补东南亚老牌主产国的减产量。

我们判断未来全球天胶供给增长潜力将主要来自亚洲几个新兴产胶国以及非洲地区，此外，越南和泰国东北也还有一定增长空间。2020年仍不是天胶供给端的拐点所在，全球产能仍处于释放周期。

综上所述，疫情期间上游橡胶种植加工业受到的冲击要明显小于下游需求端。疫情本身很难导致天胶供给端的明显收缩。随着需求端的复苏，产量释放的速度也随之加快，毕竟供应释放的潜力始终存在，此外，成本较低的非洲胶正在步入高产期，也会在一定程度上弥补东南亚主产国的减产量。预计2020年全球天胶产量在1325万吨附近，较2019年下滑3%左右。

国内需求恢复常态，海外需求边际复苏中

相对供给端，上半年橡胶需求端受疫情的冲击明显更大。年后新冠疫情的爆发与持续发酵使得国内物流市场受到极大负面影响；轮胎企业节后复工时点也因疫情较往年正常时候延后了两周左右。受疫情影响，2、3月份国内重卡销量同比增速大幅下挫。随着3月份国内疫情逐步得到控制，4月份以来重卡销量大幅增长。在经历了一季度的需求压制后，3月底4月初至今重卡市场订单回暖的速度十分明显，终端需求环比迅速复苏，物流车市场订单大幅超过了2019年同期水平。随着各地基建工程投资的陆续启动，工程车市场需求的回升速度也很快。重卡之所以在疫情后出现爆



发式增长，主要源于国三柴油车淘汰政策。2018年7月份，国务院《打赢蓝天保卫战三年行动计划》中提出要在2020年底前全国多地淘汰国三及以下排放标准营运中型和重型柴油货车100万辆以上。此外，2020年以来各地治超载力度不减，尤其是对国道、乡村道路中短途支线超载治理趋严，也推动大量购买合规重卡、标载重卡和轻量化重卡需求的诞生。2020年重卡销量预计在155万辆左右，较2019年增长约32%。受益于重卡销量的大增，国内配套胎订单表现比较好，这从疫情过后配套胎订单明显增长也得到了印证。

国内替换胎需求方面，近年来，国内卡客车替换胎销量逐年小幅下滑。一方面是2016年底以来持续的超限超载治理降低了轮胎的磨损率，延长了轮胎的替换周期；另一方面，激烈的市场竞争环境下，轮胎企业也在不断对轮胎产品优化升级，轮胎的使用寿命被延长，也导致了替换市场的需求减弱。此外，2018年国务院发布的三年行动计划里对货物运输作出的“公转铁”“公转水”政策也对这几年来大宗货物公路运输需求形成抑制，加上环保限产的因素，货源不足导致公路物流景气状况持续低迷。整体来看，在上述诸多因素持续存在的情况下，即便没有疫情因素，2020年国内替换胎终端需求也难有明显增量。而将疫情因素考虑进来后，2020年替换胎销量预计较2019年继续下降。

随着国内疫情得到有效控制，

内需很快恢复常态。而外需则处于缓慢复苏进程中，尚未完全恢复。本轮疫情中，抗疫压力较大的欧洲和美国均是主要的天胶消费地，2019年天胶消费占比分别是7%和9%。3月下旬海外疫情爆发以来，两地许多轮胎和汽车工厂被迫关停。虽然4月下旬之后欧美从封锁模式转为复工模式，但与之前中国的情况不同，欧美国家的复工是在疫情尚未被明显控制的大背景下进行的，累计确诊人数仍在增加，从而造成的是在复工节奏上，欧美复工明显慢于中国此前的速度。此外，复工进程中，疫情反复的风险持续存在。9月以来欧洲地区因为疫情反弹凶猛，多个国家再度开启封锁模式，对需求端也将构成拖累。整体来看，外需的恢复是个比较缓慢的过程，一方面是因为海外复工是在疫情尚未得到明显控制的背景下进行的，需要时刻把控经济复苏和疫情控制之间的平衡，从而导致复工节奏比较慢，并且一旦复工造成疫情反复，需求复苏的进度也将大幅推后；另一方面，目前疫情在新兴市场的持续发酵不容小觑，新兴市场国家需求端面临的负面冲击在短期很难消退。我们认为外需虽然呈逐渐复苏态势，但边际改善的速度比较慢，全球需求恢复常态预计要到2021年。

国内期货库存偏低而现货库存偏高，全球天胶库存将创新高

2020年上半年受白粉病、干旱

等因素影响，国内产区延迟开割两个月，原料明显减产。此外，受疫情影响，浓缩乳胶下游需求明显增长，原料进乳胶厂的生产利润高于干胶厂，因此原料遭遇分流，也进一步削减了国内交割品产量。而进入旺产季后，海南台风天气比较多，气候异常，导致降雨量大且持续时间长，新胶产出不足。年后上海期货交易所的橡胶注册仓单量增长有限，目前仓单量明显低于2016-2019年同期。

而与此同时，国内橡胶现货库存偏高。青岛地区样本仓库橡胶现货库存量已经达到80万吨左右，2019年同期这一数字在50万吨左右。基于供需预测，我们预计2020年国内橡胶社会库存会达到150万吨左右，较2019年库存水平增长15万吨。全球库存方面，在经历2019年的小幅去库后，2020年疫情将导致全球库存再度明显累积，2020年全球天胶库存预计会增至366万吨，创历史新高。在短期供需基本面看不到明显好转的情况下，无论是国内还是全球橡胶的库存去化之路都会比较漫长。

目前橡胶市场已经处于历史底部区间，但向上破局困难重重，2020年疫情的爆发再度加重了橡胶产业的供需失衡，使熊市之路愈显漫长。只有当库存大幅去化，产业链中下游开始进入主动补库存周期时，胶价才会真正开启趋势性上涨行情，而目前这一迹象尚未看到。■

经济修复周期待起 大类资产价值回归

文 寇宁

2020年，面对突发的新冠疫情冲击，在国内及时有效的逆周期政策推动下，国内经济快速修复，在全球主要经济体中率先实现正增长。预计2021年，国内经济将完成修复，在此背景下，疫情期间阶段性逆周期政策将逐步退出，经济恢复常态化运行。但由于疫情的冲击延缓了经济周期的启动，2021年经济总体仍将呈现底部震荡的特征，但经济增长韧性进一步增强。伴随疫情期间超常规政策的回归常态，国内资产价格将逐步向由经济供求及盈利决定的价值回归，商品价格有望维持升势，金融资产或延续分化。

消费制造业回补，经济实现修复

疫情以来，在一系列支持企业复工复产政策的推动下，国内经济增长逐季加快，GDP单季增速从一季度的-6.8%回升至二、第三季度的3.2%、4.9%，至三季度，国内GDP累计同比增长由上半年的-1.6%恢复至0.7%，但增速上仍远低于2019年同期6.2%及2019年全年6.1%的增长，这表明尽管经济在总量上实现了修复，但经济增长水平仍未回补疫情冲击造成的缺口，经济距离实现修复仍有较大的空间。

从经济的驱动因素上看，疫情以来，工业生产快速恢复，至2020年三季度，国内工业增加值季度同比增长升至5.8%，超过2019年同期5.7%

的增长，这表明当前国内产出恢复程度显著强于经济总体恢复，因此，相对于供给，需求修复相对缓慢是当前制约经济修复的主要因素。而在驱动经济增长的“三驾马车”中，2020年，受防疫物资出口的支撑，国内贸易顺差维持了较强的韧性，1-10月，我国贸易顺差累计同比增长超过30%，是年内经济的重要支撑。而相形之下，国内消费、投资分别受餐饮服务消费及制造业投资增长疲弱的影响，修复缓慢，是当前经济恢复正常增速的主要拖累。但预计随着疫情影响的逐步消退，餐饮服务消费与制造业投资均将实现回补，成为推动经济实现常态化回归的主要动力。

一方面，相对于商品消费，餐饮服务消费受疫情的影响较大，而疫



寇宁，一德期货研究院宏观经济分析师，天津商业大学金融学硕士研究生，具有期货、证券从业资格。擅长宏观经济分析，长期在各网站、报纸、期刊上发表评论观点及专题文章，多次参与中期协、上期所、金融办、金融工委课题的研究及撰写。

情以来，商品零售在线上消费维持高速增长及可选品消费强劲修复的支持下增长稳步改善，这表明，尽管疫情对居民收入的增长造成了影响，但并未对消费的修复形成明显的冲击，导致餐饮服务类消费增长疲弱的主因仍来自疫情对线下场景类消费的制约，因此，后市随着新冠疫苗的上市，餐饮服务消费将大概率出现回补，并拉动消费需求完成修复。

另一方面，2020年，制造业投资在工业企业利润增长续创新高、信贷增长维持高位的情况下，修复程度显著弱于生产，这表明当前抑制制造业投资增长的主要因素来自企业对疫情的担忧及终端需求恢复缓慢导致企业投资意愿不足。因而，预计随着消费及经济增长的逐步修复，企业投资意愿将逐步回暖，而在年内制造业投资基数较低的情况下，后市制造业投资修复将显著加快。

因此，在消费及制造业投资加

速修复的背景下，预计2021年国内经济增长将逐步修复至疫情前的水平，鉴于疫情冲击导致的2020年上半年经济增长基数较低，2021年国内经济增长预计将呈现前高后低的走势。

逆周期条件退出，经济政策回归常态

伴随国内经济实现修复，疫情期间阶段性逆周期调节政策预计将回归常态。其中，作为逆周期政策的主要发力点，2020年财政宽松力度显著加大，财政宽松总规模超11万亿元，较2019年的7.2万亿增加近4万亿元，但在2019年政府实施大规模减税降费的背景下，疫情下持续大规模的财政投放加剧了财政收支压力，同时，集中大规模专项债发行带来了地方项目储备不足，专项债使用效率下降的问题，预计2021年，疫情期间作为大规模财政宽松主要手段的预算赤字规模及专项债规模将大概率收

缩，针对疫情特殊需求发行的特别抗疫国债预计将停止发行，预计2021年预算赤字叠加地方政府专项债务占名义GDP的比重将回归至疫情前5%左右的水平。

国内疫情爆发以来，央行适时加大货币宽松力度、及时补充经济体系流动性，先后增加1.8万亿再贷款再贴现额度，实施三次降准操作，有效地稳定了企业生产及市场预期。二季度以来，在宽信用政策推动下，国内新增社融稳步增长，至2020年10月，国内社融及M2增速分别由2019年的10.7%、8.7%回升至13.7%、10.5%，有力地支持了实体经济的恢复。伴随国内经济逐步回归正常增长，货币政策维持大规模宽松的必要性下降，同时，由于疫情期间大力度的流动性投放导致市场短端利率大幅下降，实体经济金融风险有所积累。2020年5月起，央行暂停全面宽松，货币政策边际收紧。2020年11月6日，央行副行长刘国强在国务院政策例行吹风会上指出“疫情特殊时期的政策不能长期化，退出是迟早的，也是必须的”，确立了货币政策正常化的政策基调。预计2021年，国内社融、货币增长较2020年出现回落，增速逐步回归疫情之前的水平，但总体货币基调维持稳健，货币环境不会大幅收紧。

经济周期触底，上涨仍需等待

从产能周期的角度看，我国本



轮经济周期启动于2012年前后。尽管受到重化工业去产能政策的影响，经济增长在2012年出现明显的回落，但在以计算机通信等非重化产业投资增长的支持下，国内经济在2012至2015年间维持了7%以上的增长，是2012年以来本轮经济周期增长的高位。2018年以来，国内经济增长加速下滑，非重化工业增长见顶回落，同时，国内贸易顺差从2014至2017年的高位区间逐步收敛，标志着我国经济逐步进入了供求双弱的周期调整期，至2019年疫情前，非重化产业中，除专用设备、仪器仪表、医药行业外，多数行业投资增长已跌破2015至2017年前一轮产能投放期的增长均值，同时，电气机械、计算机通信等部分行业利润增长出现了回升的迹象，经济呈现出底部供求逐步趋衡的触底特征。

2020年以来，受到新冠疫情的冲击，国内制造业投资增长一度出现断崖式的回落，截至三季度，作为本轮周期主导产业，非重化工业中除医药行业外，各行业投资增长全面跌破2015至2017年的均值水平，疫情在加速我国产能周期见底的同时，进一步打开了经济周期回升的空间。但同时，尽管疫情以来，随着生产的恢复，制造业产能利用率水平逐季回升，截至2020年三季度，制造业产能利用率较2019年总体回落，非重化工业产能利用率水平普遍低于2019年，这表明尽管疫情加速了经济周期的见底，但疫情导致的需求冲击加大了非

重化工业产能利用不足的程度，而当前相对偏低的产能利用率水平将在一定程度上抑制相关产业投资的增长。

预计2021年伴随终端需求的修复，制造业投资增长同步修复，但受制于产能利用率的压力，总体增幅有限，而在非重化工业产能利用率水平没有显著回升的情况下，经济预计难以开启新一轮产能重建周期，2021年，经济周期仍将延续修复筑底的过程，但考虑到当前制造业投资位于低位，经济底部韧性增强。后市新周期的启动将取决于需求恢复的程度及非重化工业产能水平的显著提升，而这在2021年经济回归正常化的背景下短期内或难以显现。

大类资产价值回归 金融资产延续分化

2020年，抗“疫”政策对国内大类资产价格的驱动作用较为明显。2021年，随着抗“疫”政策的退出，大类资产价格将逐步向由经济基本面决定的价值中枢回归。

金融资产上，二季度以来，随着国内疫情率先得到控制及复工复产的稳步推进，国内市场风险偏好持续回暖，在货币政策维持宽松，经济体系流动性充裕的背景下，国内资产价格受估值推动呈现普涨的格局。进入三季度，随着货币全面宽松的退出，国债收益率中枢抬升，债券价格承压回落，10年期与1年期国债收益率差持续收窄至年内低位，显示出货币政策边际收紧对债市的压力。与此

同时，尽管股票市场在工业企业利润加速恢复的支撑下延续强势，但估值压力下，价格拉升动力不断减弱，自三季度末逐步转入高位震荡格局，市场板块轮动加快，行业分化加剧，市场转入估值压力下的结构性行情。预计2021年，在货币政策常态化的背景下，金融资产仍将面临估值恢复的压力，但随着经济实现常态化修复，股票市场盈利回补将对股价构成支撑，股票市场在股指压力与盈利支撑的双重影响下，预计仍将延续三季度以来的震荡格局，但震荡中枢可能有所下移。债券市场在经济向好的预期下，上涨动力缺乏，2021年上半年恐将延续弱势，下半年随着市场对经济常态化的逐步定价，债市有望逐步企稳，但年内金融资产预计仍将延续股强债弱的格局。

对大宗商品价格而言，2021年随着财政刺激政策的退出，下半年以来支持大宗商品价格上涨的基建投资需求将在2021年显著减弱。但同时，作为全球定价的商品，随着疫苗的问世，海外需求修复加快将对商品价格形成较强的拉动，同时，全球经济修复带来市场偏好的回暖将使得美元指数维持弱势，进一步对大宗商品价格形成支撑，预计2021年，大宗商品价格仍将延续上涨趋势，但在国内经济修复带来财政、货币刺激退出的背景下，2021年商品波动中枢或将下移，年内价格恐难突破前一轮上涨周期的高点。■

油料及玉米价格有望维持高位 主粮供应不足为忧

刘博闻

2020年国内农产品期价波动巨大，走势亮眼。在一季度的新冠疫情后，多数农产品随后开启一波强劲上涨的行情，其中豆类油脂价格走出熊市而步入牛市阶段，玉米等粮食价格更是不断飙涨至历史新高，而长期处于熊市的棉花价格也突破重围。随着农产品价格的上涨，粮食危机以及通货膨胀等话题也引起了市场的广泛关注。我们认为，此轮农产品价格的强势或将持续至2021年一二季度，而当前影响市场价格的主要因素如增加国家战略储备、疫情后需求的超预期恢复以及拉尼娜导致产量不及预期的问题仍将持续引导着未来的农产品市场。而相对于油脂油料及玉米等品种价格的强势，我国主粮供应较为充沛，库存稳定增长，粮食危机不足为忧。

拉尼娜影响持续，国际豆类价格仍存炒作空间

美豆价格是国内蛋白粕类的标杆。美豆价格自4月末的最低819美分上涨至1200美分，涨幅高达47%。美豆的大涨主要受到两方面的影响：其一，中国大量采购美豆导致美豆出口大幅增长同时库存下降至超低位。19-20年度中国大豆进口量大增1400万吨，达到9700万吨，为历史最大进口量。中国生猪产能恢复带动饲料需求增长，同时整体养殖利润向好，进而利好于豆粕的消费。另外，受到

年初新冠疫情的影响，中国对大豆的战略储备的意愿增强，而中美合作协议目标也在逐步推进中。因此，受到养殖需求的恢复、战略储备增长及中美协议执行的综合影响，中国在巴西大豆库存偏紧的背景下转至采购美豆，导致美豆库存的超预期下滑。我们认为20-21年度中国大豆进口量将继续增长400万吨以上至1亿吨。

其二，市场对当前处于生长季的巴西及阿根廷大豆产量有较大担忧。当前处于拉尼娜天气周期模式，通常拉尼娜模式将会造成南美地区天气干



刘博闻，毕业于澳大利亚国立大学，获得金融学和财务双硕士学位。就职于银河期货农产品事业部，任油脂高级研究员，具备现货企业背景。2017年曾任大商所产业培训基地讲师，为油脂产业推广基差交易以及场外期权。油脂研究框架成熟，善于发掘单边以及套利机会，是“我的农产品网”签约作者，多次发表观点和报告。

燥，从而对大豆造成不利影响，其中阿根廷大豆受损的概率更高。由于受到 10-11 月干旱的影响，新作巴西大豆种植进度远不及往年，现处于生长期的大豆对降水和温度的要求越来越高，但巴西中部地区土壤墒情依然较低，不利于大豆的生长。2020 年全球大豆的供需平衡较为脆弱，在大豆整体库存偏低的情况下，一旦南美产量不及预期或小幅下降，届时全球大豆供需将会更加紧张，这将造成国际豆类带动国内粕类价格的进一步上涨。

虽国内蛋白粕供需较为宽松，但未来价格仍有可能面临国际大豆

成本端价格的大涨而被迫上行。若南美大豆生长较好，国内外蛋白粕价格将维持高位震荡，但若产量不及预期，价格可能面临更进一步的上涨。

豆油收储，油脂价格上涨至八年新高

三大油脂价格上涨至八年新高，价格的上涨受到来自于国内和国际两个市场的联合推动。国内市场方面，19-20 年度国内豆油消费超预期增长 120 万吨，达到 1800 万吨，若考虑一季度受疫情影响豆油消费下降 40 万吨的幅度，意味着二三季度国内豆

油消费大增 160 万吨，这在近几年豆油消费增速放缓的时间段是未曾出现过的。豆油消费的超预期增长或与终端及渠道库存增加、豆油饲料用油消费的增加以及国储收储等综合因素相关。预计进入 2021 年，随着豆油收储启动，届时豆油商业库存将继续大幅度下滑至超低水平，豆油的期现货价格也将得到明显支撑上涨。前期豆油价格的大涨已经对此有所体现，未来预期价格仍有继续上涨发酵的空间。

国内菜油价格的走势同样亮眼，超过 10000 元大关。国内菜油供应紧张，主要受到加拿大菜籽进口量大幅



萎缩的影响，目前看美国大选的结果难以对中美关系间接造成改变，中国对加菜籽的间接进口限制政策或将持续。19-20 年度国内毛菜油直接进口量大幅增长，确实弥补了加菜籽的供应空缺，但国际菜油供需偏紧，预计 20-21 年度中国菜油进口量有较大的上升瓶颈。

国内油脂价格普涨离不开国际油脂价格的推动。受国际生物柴油消费回落的影响，疫情期间国际油脂价格跟随国际原油价格大跌至历史底部区域，而疫情后生柴消费恢复超预期，同时印度及中国等主要消费国补库力度较大等多因素拉动了国际油脂的需求。

国际油脂的总供应量持续不及预期。分品种看，棕榈油主产国马来西亚产量受到劳工短缺的影响不及预期，拉尼娜天气模式将导致东南亚地区降雨过多，进而造成棕果采摘、收割机运输效率的放缓，预计马来棕榈油产量偏低的状态将持续至 2021 年一季度；另外，黑海地区葵花籽大幅减产 500 万吨以上，导致葵油产量下降 200 万吨以上，葵花油出口供应的下滑将导致葵油需求转至其他品种的植物油；豆油产量同样不及预期，豆油出口量最大的国家阿根廷豆油产出量持续偏低，主要受到阿根廷农户对大豆惜售的影响；国际菜系同样面临供应无增量的问题。由于产能基本无增长，国际菜籽和菜油供需整体偏紧。因此，四大植物油豆棕菜葵油产量均出现较大增长阻力，而需求端的补库

及生柴超预期导致国际油脂库存下降至超低位。

总结来看，国际油脂的供需失衡将导致 2021 年一季度的国际植物油价格易涨难跌，而国内豆油的收储也将使 2021 年豆油价格得到明显的支撑。另外不同于粮食价格，油脂价格具有较大的金融属性，与能源价格的联动性强于其他农产品品种。在大宗商品整体需求复苏同时全球通胀预期较强的背景下，油脂或将在供需和金融两方面因素的作用下维持强势状态。

临储玉米库存清空 玉米供需缺口扩大

国内玉米的供应主要来源于国内生产以及临储投放，而相对于油脂油料等品种，玉米的进口量维持偏低水平而远不及国内供给，进口量主要依赖于进口配额以及国际贸易关系。近几年得益于大量临储玉米投入市场后的供应补充，国内玉米市场的供需相对平衡。自 15-16 年度废除玉米收储政策后，国内玉米临储库存不断下降，临储库存自最高点的 2.3 亿吨下降至当前的零库存，这意味着国内玉米的供应只能依赖于当前玉米的生产，而供需缺口将难以通过临储玉米补充。

非洲猪瘟疫情好转后，19-20 年度国内生猪养殖明显恢复，母猪和生猪存栏大幅增长，饲料消费量同比大幅增长，进而带动本年度玉米饲用消费大幅增长至 1.79 亿吨，导致玉米产需缺口进一步扩大至 4000 万吨

左右。目前看玉米较大的供应缺口将只能通过国内谷物（水稻、小麦）和进口谷物（玉米、高粱、大麦）来补充。预计 20-21 年度国内玉米进口量将大幅增长 100% 至 1500 万吨以上，主要来源地为美国，但受中美关系及国际供应增量有限的影响，国内玉米进口量增量相对有限，可获得性较差，并且进口玉米一般流向大的集团直接消化，对市场贸易价格影响不明显。国内谷物方面，水稻及小麦库存较高，但是水稻只有部分超期和定向水稻有性价比，流向受限。目前小麦新陈麦价格均有一定替代性价比，小麦产量和库存也较大，将是国内替代玉米潜力最大的品种。目前小麦价格高于玉米价格，因此玉米价格上涨超过小麦价格后，小麦的替代性价比将凸显，届时将会对玉米的供应缺口造成替代。未来半年从季节性规律来看，小麦价格将逐步走高，因此玉米价格在本身供应有大量缺口的背景下也将跟随小麦价格的上涨而走高。

玉米因有较高的供应缺口预期，市场对 2021 年的玉米价格持非常乐观的态度，贸易商及终端企业纷纷屯粮建库。不同于往年的季节性下跌趋势，2020 年在售粮期间玉米现货价格也随着下游建库逐步上涨。因此我们预计，2021 年上半年受下游积极建库及小麦价格上涨推动，玉米期现货有望继续震荡走强。

主粮供应稳定 粮食危机问题不足为忧



受国家补贴稳定支持，我国小麦近年来种植面积稳定在 2400-2500 万公顷，而单产在过去 10 年中逐年提升，远高于世界其他国家的单产水平，主粮单产优势异常显著，我国基本为全球数一数二的小麦主产国。因此，近年来我国小麦年产量基本稳定在 1.3-1.4 亿吨，产量波动较小。相对于小麦年消费量 1.2-1.3 亿吨的水平，我国小麦供需完全自给自足，进口量较小，因此价格并不太受国际价格的影响，与海外及其他品种的价格联动性较低。目前我国小麦年度库存持续上升至历史高位，库存极为充裕。自 6 月后小麦价格走高，多为季节性 & 主粮价格整体上浮所致。

我国水稻供需同样为自给自足，进口依赖度极低。作为全球最大的水稻生产国，我国水稻的单产在国际处于领先水平，近年来随着育种和种植技术单产逐年提升，而种植面积稳中

略降，因此年产量略增至 1.47-1.48 亿吨。同时国内水稻消费也是稳中略增，因此国内水稻市场供需较为稳定。值得注意的是近年来我国水稻进口量下降，而出口量明显增长，这意味着我国水稻供应充足同时在国际的竞争力明显提升。

因此，无论小麦还是水稻，由于我国主粮供应稳定，价格并不会出现大幅上涨，未来的价格走势更多为季节性主导，因此粮食危机问题不足为忧。

棉花需求逐步恢复，棉花价格走出压力重围

本年度我国棉花产量达到近 600 万吨，较 2019 年产量小幅增长。由于新疆棉有直补政策，近些年棉花主产区新疆的棉花产量有保障，产量基本维持在 500 万吨左右，为我国棉花产量奠定了稳定的基础。当前北半

球棉花收购大部分已结束，全球棉花产量相对确定，没有太多的炒作空间。进口棉方面，由于 2020 年又增发 40 万吨进口棉滑准税配额且近期内外棉花价差较大，因此近期进口棉量比较大，预计全年棉花进口量在 180-190 万吨上下。国储棉方面，轮入和轮出本年度持续进行，目前国储库存仍有棉花库存 160 万吨左右。2020 年度国家仍计划轮入 50 万吨左右，但是从 2020 年新疆棉质量以及当前的内外价差来看，2020 年度储备棉轮入量将更少。从整体供应端来看，当前新棉上市，且有进口棉和国储棉做补充，棉花供应端较为充足。

需求端来看，2020 年初受疫情影响我国棉花消费一度异常疲软，而随着疫情的恢复终端消费明显恢复。根据相关数据，10 月限额以上服装鞋帽、针织品零售同比增加了 12.2%，国内的消费数据大幅好转。而出口方面，随着各国对疫情的适应以及大范围结束封国封城的措施，服装零售店都重新开启，出口订单也在逐步恢复。未来纺织品服装的终端消费预计随着国内以及全球经济的恢复，也将维持小幅上涨的趋势。

总结来看，我国棉花供应相对充足，而需求端在逐步好转，基本面在逐渐改善，此外美棉价格重心的上移也对郑棉形成了较大的支撑作用。因此中长期来看，棉花价格走势震荡偏乐观，虽不具备大涨的基础，但有望逐步走出压力重围。■

铁矿石供应回升与内外需求叠加的再平衡

张文海

2020年初新冠疫情爆发，全球经济活动停滞使得铁矿石需求预期悲观，中国成为全球需求价值高地，海外铁矿石资源流向中国比例增加，但主流矿山供应恢复不及预期，中国旺盛需求下出现供应缺口，国内港口库存不断走低，推动国内铁矿石价格持续走高。进入四季度，中国需求增速趋缓，海外需求走出低谷，铁矿石资源重新划界再平衡。如果第一轮上涨是国内需求支撑下的由内带外，则第二轮上涨是海外需求预期回升的由外带内。

矿山供应略宽松，2021年维持增长

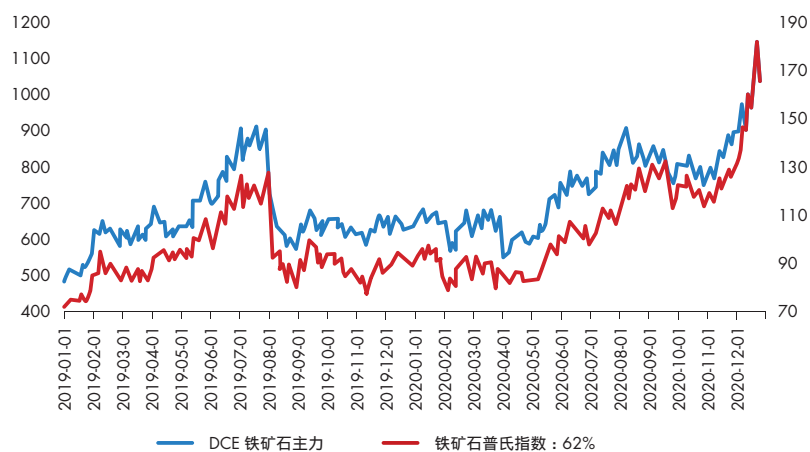
澳巴矿山整体产销处于回升状态，虽然巴西淡水河谷（下称“VALE公司”）不及预期，但澳大利亚主流矿山恢复明显。随着澳巴矿山陆续复产，矿石供需缺口将逐步修复，供给矛盾将显著缓解。

（一）巴西矿山下调产量预期，整体仍维持增量

巴西VALE公司已下调了2020年和2021年的铁矿石产量预期。到

2020年底，铁矿石产量将达到3亿至3.05亿吨，与2019年3.02亿吨相当，此前VALE公司2020年度产量目标已由3.4-3.55亿吨下调至3.1亿吨至3.3亿吨。2021年的产量预期为3.15亿至3.35亿吨，低于此前3.5亿吨的目标产能。主要是4季度巴西进入雨季，原计划冲量目标受到影响。但VALE公司表示确保产量在2020年的基础上至少增加3000万吨，到2022年底达到4亿吨的供应量。从产区结构预期来看，

图1 铁矿石期货与普氏指数走势对比



资料来源：Wind，鲁证期货研究所



张文海，钢矿研究员，精于螺纹钢和铁矿石产业研究，2007年进入期货行业，善于从宏观经济的角度和产业供需角度，挖掘商品价格变化的内在逻辑和市场变化的阶段性因素。多年矿贸公司实操经历，曾主要负责黑色衍生业务管理，运作资金千万以上，现任职于鲁证期货股份有限公司研究所。

2021年，北部区域扩产的空间在于S11D项目¹能否达到9000万吨的设计产能。此前，S11D项目在VALE公司2020年度产量中扮演关键的补充角色，根据公布季报显示，1-3季度累计产量达到6095.5万吨，第4季度产量会环比有所回落，但仍高于年度均值水平，预计年度产量将会达到8000万吨。预计2021年增量空间在1000万吨。此外，东南矿区2020年产能未恢复，前三季度同比减少1531.2万吨。考虑到Samarco²产能部分复产，以及S11D项目的产能提升，2021年巴西VALE公司有望维持增量，但受到季节性雨季影响，在达产及发运节奏上，1、4季度年内偏低，2、3季度预计为年内高点。

（二）澳洲矿山投放稳定，产量平缓增长

澳大利亚三大矿山1-3季度累计产量5.96亿吨，同比增长1277.11万吨，增幅2.19%。其中，力拓³1-3季度累计产量2.47亿吨，同比增加1.79%；必和必拓⁴（100%）1-3季度累计产量2.18亿吨，同比增加6.82%；FMG⁵1-3季度累计产量1.31亿吨，同比减少4.03%，虽然FMG季度产量同比下降，但新财年以来产量恢复强劲。不同于2019年的飓风和港口事故，2020年主要供应变量在于受

到矿山和港口检修影响的发运环节。假设澳洲三大矿山2020年完成年度计划目标，全年产量（默认产销一致）合计达到7.75-8亿吨，2019年为7.68亿吨，则相较2019年环比增加700-3200万吨。2021年澳大利亚随着矿山部分项目的达产，产量仍会维持平稳增长。

（三）澳巴新增项目陆续投产，产能维持增量趋势

根据澳大利亚矿山项目投产情况来看，FMG的Eliwana、Queen Valley项目和必和必拓的South Flank均是替代项目，预计对产能形成增量有限。预计2021年新增矿山产能净投放量有三种构成：一是2020年以来铁矿石价格突破新高，推动海外矿山重启。例如Nathan River Resources在2017年购买了Roper Bar矿，已在近期重新开始开采。该公司计划是在未来三年内开采总计600万吨铁矿石。二是既有矿山项目达产。例如力拓的Koodaideri项目等按照建设进度，预计2021年下半年出产第一批矿石，指导产量与此前保持一致。三是原有停产项目复产。Samarco铁矿项目因大坝崩塌事件而关闭，此前已经获得了所有环境许可来推进重启事宜，有望在2020年底或者2021年复产。根据海外矿山项目的实施进度预

估，2021年铁矿新增矿山净投放量在未来三年中最多，预计达到5197万吨，2022年达到3320万吨，2023年达到3683万吨。

（四）国内矿山增产意愿不足，精粉产量平稳释放

受到国际矿价大幅上涨影响，国内矿山利润回升，矿山精粉产量稳步提升，2020年国产矿产量预计同比增加1.25%。但增速预计将会低于2019年，对铁矿总体供应增量有限。通过对186家矿山企业的363座矿山产能利用率数据对比，2020年相较2019年均值上涨1.49个百分点。根据Mysteel统计，全国332家矿山企业，2020年1-10月份国产矿精粉产量达到2.24亿吨，2019年同期累计产量为2.22亿吨，2019年全年合计精粉产量达到2.69亿吨。2020年以来矿企投资意愿整体仍然不足。1-10月份，黑色金属采选业完成固定资产投资同比下降12.8%，未来大幅增加产量的可能性不大。

经济下行压力减轻，海内外需求此起彼伏

（一）全球经济恢复动能增强，矿石消费预期维持增长

2020年初新冠疫情爆发并在全球蔓延，各国闭关抗“疫”使得世界

1 VALE公司最大铁矿石项目，于2016年获得运营许可。

2 VALE公司与必和必拓集团成立的合资企业。

3 力拓集团是全球铁矿石三巨头之一，集团总部在英国，澳洲总部在墨尔本。

4 必和必拓是著名矿业公司，总部位于墨尔本。

5 FMG是澳大利亚第三大铁矿石出口商。

经济活动中断，全球贸易活动基本停滞，加剧了各国经济下行的压力。尤其是一季度全球经济体 GDP 出现较大回落，拖累铁矿石需求走低。其中，美国 GDP 下滑 4.8%，中国 GDP 同比下降 6.8%，欧盟和欧元区分别同比下降 3.5% 和 3.8%，与此对应全球生铁产量同步下滑，根据世界钢铁协会统计，2020 年 1-10 月，38 个国家和地区高炉生铁产量为 10.7 亿吨，同比下降 1.6%，按照 1 吨生铁消耗 1.6 吨铁矿石折算，1-10 月铁矿石累计消费同比减少 2723 万吨。根据 IMF 预期，2021 年，随着疫苗落地，全球经济增速有望恢复至 5.2%。其中，发达经济体将出现周期性复苏叠加疫情控制后消费复苏，经济增速恢复到疫情前水平，甚至有更好表现，新兴经济体和发展中经济体将恢复至 6% 左右的增速，其中，预期中国增速将

达到 8.2%。全球经济体经济恢复将继续带动生铁产量恢复，刺激铁矿石消费稳步回升。

（二）消费驱动上半场，国内成为需求价值高地

中国经济企稳回升的大背景下，2020 年是高炉产能置换投放高峰叠加环保限产因素影响弱化，高炉的产能利用率维持高位，生铁产量持续回升，推动铁矿石需求不断走高。一方面，欧洲炼钢能力的下降迫使矿石供应商做出相应的调整，以寻找一个可靠的铁矿石出口市场，铁矿石资源分配重新进行平衡。根据中国进口排名来看，来源国前 10 名，1-9 月累计进口量占比达到 96.2%，除因澳大利亚、巴西绝对数量较大，导致同比增幅有限外，自其他国家如印度、乌克兰、俄罗斯和毛里塔尼亚等国累计进口量同比增加均在 50% 以上。另一方面，

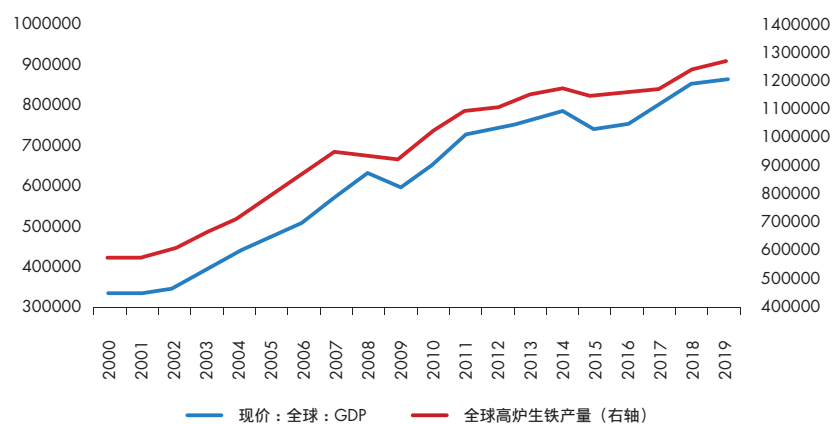
中国经济复苏带动铁矿石消费增长。国家统计局发布前三季度经济数据：第三季度 GDP 增长 4.9%，初步估算前三季度经济增速为 0.7%，实现了由负转正。制造业恢复，地产以及基建的复工给予下游需求提供旺盛动力。2020 年 1-10 月中国生铁产量 7.42 亿吨，同比增加 4.3%。生铁产量除 4 月份负增长外，其余各月均维持正增长。进出口方面，2020 年铁矿石进口呈现前低后高的特点，2020 年 1-11 月我国累计进口铁矿石 107335 万吨，同比增加 10590.2 万吨，增长 10.9%。2020 年 1-11 月累计进口量已经超过 2019 年的全年水平。

由于中国需求对冲了全球需求下滑预期，带动矿石价格不断走高，国内进口均价由 2019 年底的 87.84 美元 / 吨上涨至 11 月的 120.09 美元 / 吨，涨幅高达 36.71%。预计 2021 年铁矿石消费有望维持正增长，但可能面临部分矿石资源回流的风险。

（三）消费驱动下半场，海外热身跃跃欲试

随着全球抗击疫情的不断深入，市场恐慌情绪逐步减退，以美国标准普尔 500 波动率指数 (VIX) 来看，自年初高位的 82.69 回落至 24.23，略高于往年水平。随着海外疫情好转及新冠疫苗陆续上市，对于海外制造业恢复的预期增加，推动海外高炉陆续重启。根据瑞银 9 月份发布报告显示，全球约有 72 座高炉闲置，粗钢产能为 1.32 亿吨，其中 34% 的缩减高炉产能已经或即将重启。根据粗略统计，

图 2 全球 GDP 与高炉生铁产量对比 (单位：亿美元、千吨)



资料来源：Wind, Mysteel, 鲁证期货研究所



四季度以来，日本 JFE 钢铁重启福山工厂 4 号高炉，比原来预期的十月提前了一个月；日本新日铁已提前重启了位于 Muroran、Kimitsu 的两座高炉及鹿岛厂区的 1 号高炉；加拿大矿业公司重启位于 Ontario 的 Nanticoke 高炉，安赛乐米塔尔重启巴西钢厂的 3 号高炉；美国钢铁公司 USS 将提前重启 Gary Works 4 号高炉。根据全球（不含中国）高炉生铁产量数据来看，在年初疫情最严重的时期，全球（不含中国）高炉生铁产量在 4 月降至年内低点的 2873.2 万吨，7 月后产量加速回升。若 2021 年海外停炉高

炉进一步重启，补库需求有望继续释放，部分铁矿石资源将会回流海外。

综上所述，2021 年新冠疫情对矿山生产影响有望弱化，澳大利亚和巴西矿山年度目标有望进一步增长，主要得益于新增产能和复产项目给供应端带来的有效增量（海外矿山重启、既有矿山项目达产和原有停产项目复产）。根据海外矿山项目的实施进度预估，2021 年铁矿新增矿山净投放量在未来三年中或为最多。需求方面，2021 年预计仍会维持在相对高位：一方面，国内置换产能投放在 2020 年基础上维持增量，环保限产

边际弱化后，高炉优质产能将会继续兑现；另一方面，新冠疫苗陆续上市，对于海外经济复苏预期增加，海外高炉产能重启带来的需求增量恢复。展望 2021 年铁矿石行情，需求仍将是市场行情的主要驱动，只不过 2021 年需求会在中国与海外之间得到再平衡，预计供需大概率维持紧平衡。

主要风险：

1. 当前英国、南非先后出现新变异病毒株，有引爆第二轮疫情的风险；
2. 疫苗上市全球范围内的供应问题；
3. 海外经济恢复不及预期。■



WTI 原油期货负价格的原因及启示

大连商品交易所 WTI 原油期货负价格研究小组

WTI 五月原油期货在美国当地时间 4 月 20 日结算于 -37.63 美元，是 WTI 原油期货自 1983 年开始交易后首次跌入负值区间，引发了全球关于对商品期货负价格的思考。本文深度剖析了此次原油负价格事件的深层逻辑，认为原油期货负价格的出现是多重因素叠加的客观结果，其中合约标的包含处置服务是出现负价格的制度基础，对交易附属设施的监管空白则是出现负价格的重要原因，极端市场情况下出现的结构失衡的市场参与主体也在一定程度上助推了负价格的形成。在此基础上，本文对交易所相

关制度设计进行了检视与思考，以期对我国期货交易所是否允许出现负价格及相应制度准备有所启示。

一、WTI 原油期货负价格事件及各方反应

（一）WTI 五月合约负价格的形成过程

美国时间 4 月 20 日，芝加哥商品交易所集团（CME）旗下的纽约商品交易所（NYMEX）5 月交割的轻质原油期货合约（以下简称“WTI 原油期货”）较前日结算价下跌 55.90 美元/桶，结算价为 -37.63 美元/桶，跌幅

305.97%，盘中最低 -40.32 美元/桶，这是 WTI 原油期货历史上首次出现负价格，也是 1946 年美国有原油交易数据以来的最低值。分钟交易数据显示，WTI 原油期货价格变化可以分为四个阶段：一是北京时间 4 月 20 日 6:00-24:00（下文若无说明，时间均为北京时间），价格从 17.62 美元/桶下降到 10.3 美元/桶，降幅 42.97%，下降速度为 0.4 美元/小时；二是 4 月 21 日 0:00 到 2:08，价格由 10.3 美元/桶下降到 -0.07 美元/桶，价格变为负值，下降速度为 5.5 美元/小时，下跌加速；三是从 2:08 到 WTI 原油

期货当日结算价形成的 2:30, 价格由 -0.07 美元 / 桶急速下降至 -36.37 美元 / 桶, 下跌速度为 99 美元 / 小时; 四是 2:30 至 5:00, 价格震荡反弹, 收盘时为 -13.1 美元 / 桶, 变化速度为 9.31 美元 / 小时。需要强调的是, WTI 原油期货负价格仅持续不到 5 小时, 于 4 月 21 日 8:03 由负转正。美国时间 4 月 21 日, WTI 原油期货以 10.1 美元 / 桶的交割结算价完成交割, 共交割 2427 手, 折合原油 242.7 万桶。

(二) 负价格对 WTI 期货的关联合约造成了直接影响

WTI 原油期货是市场广泛使用的交易工具, 负价格不仅对原油市场, 而且对整个资本市场运行造成困扰。WTI 原油期货价格下跌直接带动了 WTI 现金结算期货合约 (WTI Financial Futures)、迷你 WTI 原油期货 (E-mini Crude oil Futures)、WTI 最后一日现金结算期货 (Crude Oil Last Day Financial Futures) 等现金结算期货合约价格下跌, 并于 2:30 形成 -37.63 美元 / 桶左右的当日结算价; 与 WTI 原油期货相似的 WTI 休斯敦期货 (WTI Houston Crude Oil Futures) 5 月合约也出现相同的负值结算价, 而与 WTI 原油期货密切相关的结算价合约 (TAS), 在 -37.63 美元 / 桶的极端负价格形成前 1 个小时已经达到极值 10 美分的报价折扣。同时, 印度多种商品交易所 (MCX) 等挂钩 WTI 原油的现金结算合约也出现相同的极端负价格。

(三) 负价格对市场各类型参与者的影响

1. 部分投资者因负油价引发巨亏, 使用衍生品工具更加谨慎。中行“原油宝”、韩国三星集团挂钩 WTI 原油期货的 ETF 等金融产品由于未能平仓所持有的 WTI 原油期货 5 月合约, 触发多头结算巨亏与交割风险, 产生大量诉讼纠纷。美国石油基金 (USO) 等大量跟踪原油期货的基金开始调整移仓策略, 将仓位转移到更远月的合约。中国等国家还暂停了挂钩原油等大宗商品的银行理财产品的发行交易。

2. 负油价的出现加剧了现货市场对期货作为定价基准是否公允的忧虑, 导致终端产业客户对期货定价的有效性和权威性产生了质疑。负价格出现后, 以 WTI 期货价格作为定价基准的现货合同出现了履约问题。美国大型生产商和炼油商开始将原油定价基准更早地切换到下一个交割月合约, 同时采用交割月份的月平均价格, 以及阿格斯价格指数与 WTI 月平均价格的价差等作为实物贸易的定价基准。2020 年 6 月以来, 能源资讯机构标普全球普氏 (S&P Global Platts) 和阿格斯 (Argus) 分别推出了基于墨西哥湾沿岸原油出口的不同定价方法的新价格评估指数。中国石油等公司修改了海外贸易合同, 将原油价格波动超过 50% 的情景设定为合同无效或需要重新协商的条款, 这种做法也出现在农产品等其他大宗商品贸易行业。

(四) 负油价事件是否存在操

纵引发市场关注

1. Vega Capital 事件。据彭博报道, 4 月 20 日位于伦敦的 Vega Capital London Ltd. 公司采取通过 TAS 早盘洞悉了多头的平仓压力, 以及原油跌为负值时的市场恐慌情绪, 采取 TAS 市场做多、在期货市场做空的策略, 赚取了 5 亿美元的利润。美国、英国两地的监管机构和 CME 集团的市场监管部门均在调查, Vega 公司的行为是否可能违反了结算期附近的交易规则, 并且助推了负油价的形成。

2. 监管机构的反应。美国商品期货交易委员会 (CFTC) 在 WTI 原油期货出现负价格之后立即发布了风险提示, 并于北京时间 7 月 22 日发表了声明。CFTC 主席希思·塔伯特 (Heath Tarbert) 称 CFTC 已经完成了对 4 月 20 日 WTI 原油期货负值交易的详细研究, 并计划解决发现的问题, 以确保市场健康发展。CFTC 研究指出负价格主要是由产品基本面、技术因素以及市场结构等三方面因素造成。

3. CME 集团的反应。WTI 原油期货负价格出现后的第二天, CME 集团董事长兼首席执行官特里·达菲 (Terry Duffy) 罕见地接受了媒体采访, 针对市场质疑交易所修改合约规则允许负价格的做法, 他指出, 交易所提前两周宣布负价格是与政府监管机构有效沟通后作出的决定, 此举旨在让期货市场良好运作以反映产品基本面, 交易所愿意接受各方对原油负价格的调查。虽然 CME 集团认为其

行为合理，但从其通过媒体进行解释这种概率极低的行为，我们可以合理推测 CME 集团也在反思其体制机制问题。

二、WTI 原油期货负价格代表的是交易附属设施的价格

（一）合约标的包含处置服务是期货负价格出现的制度基础

如果合同双方交易的标的只是商品本身，那么合同价格即为该商品的价格（合同价格 = 商品价格）。商品价格由商品价值决定，受供求关系影响而上下波动，对于像原油这样供需相对稳定的商品，其价值一定是非负的。同理，期货市场上交易的是有价值的大宗商品，其价格也应该非负。

当期货合同双方交易的标的不仅是商品本身，而且还包括标的物的运输、仓储等处置服务时，合同价格由商品价格与处置服务价格共同构成，即合同价格 = 商品价格 ± 卖方（买方）承担的运输仓储处置服务价格。

运输仓储处置服务价格也同样受到供需关系的影响，一般的固体商品仓储运输比较简单，仓储物流设施的扩大比较容易，其处置服务价格为零或者极小。而如电力一般的不可储存过期无用的商品，其处置服务的价格小于电力本身的价格即具有经济意义，如过剩的电力对电网等会形成影响，处置费用如果高于电力价格本身则会出现电力的负价格。而如原油天然气等液体、

气体商品，其仓储物流受到设施物理条件的影响和限制不能无限扩张，其处置服务的价格在特殊情况下会有价格的大幅波动，其波动的幅度甚至大于原油天然气本身的价格。

当合同规定由卖方提供运输仓储处置服务时，由于这部分费用是商品价格上的加项，合同价格倾向于上涨。如我国国际能源中心的原油期货，即要求卖方提供仓储设施。在 WTI 原油期货价格为负时，与其维持特定关系的布伦特（Brent）原油价格没有出现负值，一个重要原因是 WTI 原油期货的运输仓储服务承担方是买方，而 Brent 原油期货交割时仓储管道和陆地运输环节由卖方负责，海上运输由买方负责，风险在装船环节完成转移，买方不会承担陆地环节上的原油管道仓储设施被挤占的风险。

当合同规定由买方提供运输仓储处置服务时，当商品价格由于供大于求大幅下降，而运输仓储处置服务价格却因需求强烈大幅上涨时，由商品价格减去运输仓储处置服务价格而来的合同价格便可能为负值。

WTI 原油期货负价格是原油运输仓储处置服务价格超过商品价格的产物。一方面，新冠肺炎疫情持续升级，大多数国家生产停滞，经济增长大幅放缓或倒退，全球原油需求急速下降；叠加 OPEC+ “原油价格战”，全球原油供给过剩，供需严重失衡，原油价格持续大幅下跌。另外一方面，WTI 原油期货交割地库欣地区原油库存几近上限，仓储资源严

重短缺，而原油是含有有毒有害物质且易挥发的液体，若因无处储油而泄漏，将导致生态环境污染，面临高额罚款。同时，原油开采相关生产设备启停成本较高，多种因素叠加导致运输仓储处置服务需求激增，价格上涨。当运输仓储处置服务价格超过原油价格时，WTI 原油期货价格就可能为负。

（二）交易附属设施监管空白是期货负价格出现的重要原因

WTI 原油期货价格由商品价格和运输仓储处置服务价格两部分组成，在原油供大于求价格下降的情况下，处置服务价格上升有经济合理性，但能够超过商品本身价格成为主导合约价格产生负价格的主要因素，用于原油处置的交易附属设施的监管处于空白是个重要原因。

WTI 原油期货交割是基于库欣地区的单一交割地模式，交易设施运行状况对期货交割影响大。库欣地区 1912 年 3 月发现油田，经过 8 年时间发展成了全美最大的油田，并在 1915 年 5 月达到每日 30 万桶的产量顶峰。第一次世界大战期间，库欣油田生产的原油占美国原油总产量的 17%，占全球原油总产量的 3%。随着石油产量的急剧上升，库欣地区也成为了美国的炼油中心，多达 50 个小型炼油厂在城市周围拔地而起，建立了完备的原油运输仓储网络。但从 20 世纪六七十年代起，库欣地区石油产量日益减少，大多数炼油厂逐渐关闭。1982 年库欣地区最后一家炼油厂停止运营，1983 年 WTI 原油期

货上市时，库欣地区几乎只有运输和仓储功能，但却是美国原油运输和储存的重要枢纽。库欣作为 WTI 原油期货的唯一交割地，虽然能准确、有效地反映基准地库欣的现货价格，但也导致实物交割合约对库欣地区原油管道仓储等基础设施的高度依赖，为市场炒作提供了可能。

库欣地区的管道仓储设施非常发达，但其经营却由少数企业垄断，容易受人为因素的影响。目前，库欣地区拥有 24 条管线和 20 个原油储存终端。输入管道主要运输加拿大及美国页岩油区块（包括巴肯、奈厄布拉勒、二叠纪盆地）所产的原油，运输能力为 370 万桶 / 日，主要由全美平原（Plains All American）、玫瑰岩中游（Sem 集团）等公司运营；输出管道将开采出来的原油运输至美国中西部和墨西哥湾区域的炼油中心，日运输能力为 310 万桶 / 日，其中，通往港口的管道主要由泛加拿大公司、安桥能源（Enbridge）和企业产品公司所有，而通往炼厂的管道则由安桥能源和 Tallgrass 能源合伙人公司等所有。库欣地区的原油仓储设施主要由安桥能源和全美平原管道公司持有和运营，占美国原油总库存的 65.07%。管道运输和仓储企业与原油生产、加工、贸易等机构客户长期合作，建立了稳定的经营关系，相关设施对其优先供给，在库容紧张的情况下，其他主体很难获得管道运输和仓储服务。因此，当管道和仓储资源短缺，而当地又没有炼油厂等加工设施直接消化

原油时，找到管道或储存设施几乎成为 WTI 原油期货交易者的唯一选择，这进一步增加了市场炒作交易附属设施的可能。

虽然 WTI 原油期货交割仅局限在库欣地区且为无仓单实物交割，但相关运输仓储设施却缺乏明确的监管规则。WTI 原油期货交割时，交割卖方需要提供原油及合格的交割输出设施，而交割买方需要提供接受交割的通道或储存设施，买卖双方通过管道或储存设施以 FOB 价格进行商品所有权的现场转移。由于缺乏对交易基础设施明确的监管规则，原油仓储设施提供者的行为几乎不受交易所规则规范，这相当于允许一个处于监管真空地带的主体去肆意影响期货价格中包含的仓储运输设施的使用价格，这与期货合约交易受到透明严格监管有十分明显的差异。当 WTI 原油期货仓储设施短缺，期货价格代表性从正常情况下代表原油商品本身的价格漂移至代表商品处置服务的管道仓储设施价格时，由于缺乏明确的监管规则，其价格设施的使用规则不明确或者不透明，不同的使用者的价格可能存在非常大的差异，也意味着交割设施的使用存在隐形的垄断，而 CME 集团并没有采取增加仓储设施、宣布紧急情况、临时增加交割地点等监管措施将合同标的严格锁定在商品本身，这进一步增加了 WTI 原油期货负价格产生的可能。

三、WTI 原油期货极端负价

格是交易结构失衡的产物

在交易附属设施缺乏有效监管的情况下，市场主体通过炒作交易附属设施，WTI 原油期货会产生负价格，但 WTI 原油期货达到 -37.63 美元 / 桶的极端负值结算价，则还有其他微观层面的原因。

（一）以处置服务计算原油负价格为负 10-20 美元 / 桶

4 月 20 日 WTI 原油期货出现负值时，库欣地区库容已特别紧张，炒作交易附属设施的力量不断增强。据了解，库欣地区的最大仓储能力约为 7600 万桶，但截至美国时间 4 月 17 日库存量为 5950 万桶，占仓储能力的 78.3%，并有传闻剩余库存已被全部预定。同时，临近 WTI 原油期货 5 月合约最后交易日，大量没有交割能力的客户仍然未能择机平仓或移仓，盘面未平仓合约约 11 万手，约 1.1 亿桶，为往期合约持仓量的 5 倍至 6 倍，这甚至超过了库欣地区 7600 万桶的库容上限。因为找不到仓储设施，没有接货能力的买方客户必须在最后交易日完成平仓，而最后时段平仓的 8.5 万手多单，则是管道仓储设施交易的主要力量。

在全球原油需求下降，库容紧张、价格持续下行的背景下，买方接货意愿不强，只有当期货价格能够补偿交割成本时才能激励买方接货。根据 NYMEX 规则，买方交割原油后需要承担后期的运输和储存成本。在单一交割地库欣地区库容紧张的情况下，原油仓储库容成为稀缺资源，4

月份库欣地区原油仓储费用已攀升至 8-10 美元 / 桶 / 月。考虑原油交割后不能及时处理，仓储时间为 2 个月计算（按照规则，实物交割应该在交割月份内完成。买方最晚付款时间为交割月后第一月的第 20 天，卖方确认收到款项后结束交割），从买方成本最大化角度考虑，原油价格在负 10 美元甚至负 20 美元时才有可能吸引买方接货，这也是 WTI 原油期货负价格的合理区间。

（二）交易结构严重失衡是导致极端负价格的重要原因

WTI 原油期货从北京时间 4 月 20 日 6 点开盘至 4 月 21 日零点前，价格最大波动幅度仅为 4.30%。此后，随着合约价格接近零值，波幅开始加大，变为负值瞬间波动幅度达到最大值 1942%，尤其是在 2:25-2:30 结算价形成前，价格从 -13.98 美元 / 桶下降至 -36.37 美元 / 桶，下跌了 22.39 美元 / 桶，跌幅达 160.2%，出现极端负值。需要强调的是，WTI 原油期货负价格期间的成交量仅占当日成交总量的约 10%，结算价数据采集时段 2:28-2:30 的累计成交量仅 536 手。WTI 原油期货交易 Tick 数据显示：

（1）负价格期间买卖价差过大。4 月 21 日 2:08:57，卖价为 -0.07 美元 / 桶，而买价为 -0.19 美元 / 桶，买价是卖价的 2.71 倍；2:09:05 卖价为 -0.08 美元 / 桶，而买价为 -0.02 美元 / 桶，卖价是买价的 4 倍。（2）在结算价形成前 5 分钟，卖方积极报单而买方却报单缓慢。其中，2:25:56-58，2:29:59

时段，市场只有卖方报价没有买方报价；2:26:51-53 卖单数量是买单量的 2-4 倍；2:28 买方报价只有 1 手而卖方报价却超过了 20 手。WTI 原油期货价格超出其合理负值区间的原因是：

1. 最后交易日前 WTI 原油期货 5 月合约持仓数量巨大。通常 WTI 原油期货合约在距离最后交易日剩余 10 个交易日时，持仓量会下降至约 40 万手，然后再加速下降至最后交易日的 2 万手左右。但是，WTI 原油期货 5 月合约在距离最后交易日不到 1 个月时持仓量不降反升，在剩余 10 个交易日（4 月 3 日）时持仓创下 63 万手峰值，是其他合约同期历史均值（约 38 万手）的 1.65 倍，且在临近最后交易日时成交持仓比远低于历史平均水平，市场累积风险增加。在最后交易日，熟悉交易规则、拥有信息优势、与原油运输仓储服务公司关系密切的机构投资者，更容易在买卖双方减持博弈中占据主导权。因此，4 月 20 日 WTI 原油期货 5 月合约市场中的机构客户和市场零售散户力量天然失衡。

2. WTI 原油价格下跌期间，掉期交易商和管理基金行为异常。从各类交易主体持仓与期货价格的变化规律看，2020 年以来掉期交易商和管理基金行为异常。采取趋势跟踪策略的管理基金净持仓量通常与原油价格显著正相关，但在 2020 年 WTI 原油价格持续处于低位且不断创出新低的时刻，主力多头却逆势增仓，主要表

现为大量个人投资者抄底投机。而作为主要中介交易商的掉期交易商，净空持仓持仓数量通常与原油价格显著负相关，但在 2020 年初至 4 月 21 日发生极端负价格期间，原本应在价格下跌时净空持仓绝对值收窄的掉期交易商，其净持仓绝对值却不断增加。通过分析掉期交易商的客户结构和持仓期限分布，持仓异常主要来源于产业机构的隐秘做空行为。产业空头作为熟悉原油市场交易规则，拥有信息优势，与原油仓储运输服务提供者关系密切且具备交割能力的机构投资者，通过掉期交易商这个中介，隐秘地成为了散户的主要交易对手，在最后交易日散户多头不得不平仓离场时，围猎了散户多头，获得巨大利润。

3. 交易工具使用门槛差异强化了专业投资机构力量。WTI 原油期货是一个包含了不同地点合约、现金结算合约、结算价合约、价差合约等 234 种期货期权品种的庞大品种集群。WTI 原油期货负值价格期间，与 WTI 原油期货合约密切相关的现金结算合约、结算价合约（TAS）等的价格走势与 WTI 原油合约高度一致，合约间的关系由双向套利为主变为单向卖出 WTI 原油期货合约，这增强了 WTI 原油期货价格下跌力量。需要强调的是，与 WTI 原油合约价格走势相关的结算价合约（TAS）、日历价差期权合约（CSO）等工具都是以大型交易者为主的机构市场。大量专业机构通过日历价差期权移仓离场，使留在期货市场的未展期基金成

为主力多头且处于信息劣势；而专业机构通过 TAS 极值报价提前洞悉了期货市场恐慌情绪，为日内交易者将结算价推向极端负值提供机会，同时，具有信息和交割能力的产业客户买入 TAS 获取了原油市场原油期货价格下跌的收益。

四、CME 集团放任了 WTI 原油期货价格代表性的偏离

交易附属设施的监管空白是负价格产生的重要因素，但不是必然因素，WTI 原油期货出现负价格还与交易所的监管理念及态度有关。在交割设施同样紧张的情况下，CME 集团对玉米与原油的监管处理存在较大差异。

（一）将沿河交割的农产品不能装载设定为紧急情况

2019 年玉米期货 5 月合约受天气影响沿河交割设施风险不断加大，期货价格持续震荡下行，由年初的 380 美元 / 蒲式耳下降到 4 月 20 日的 350 美元 / 蒲式耳左右。但当受影响的沿河转运站数量达到转运总量的 80% 左右时，CME 集团宣布为紧急情况。CME 集团在交易规则中明确规定，若恶劣天气不能装载，不要求常规设施满足最低装载率的要求，且任一超出货运站控制外的不可抗力发生，导致大部分常规货运站连续 3 个交易日无法在指定货运站装货，交易所可根据规则作出不可抗力声明，规定货运时间延后，且不视为交割违约。宣布紧急状态避免了玉米价格脱离供

需关系框架大幅下跌，也避免了全球玉米贸易定价机制的崩溃。

（二）WTI 原油期货规则未单独明确无法交割的情形

与沿河交割体系相似，WTI 原油期货交割对库欣地区的原油运输管道和仓储设施依赖度较高，运输仓储设施运行状况对期货价格影响大，本次交割设施的受影响程度与 2019 年玉米启动紧急情况时类似，但 WTI 原油期货交易规则中并未像玉米等农产品单独明确因何种不可抗力导致无法交割的处理情形。在 CME 集团的应急处置体系中，交易所可对任何威胁合约公平、有序交易、清算、交割或平仓的事件或情况，采取包括暂停交易、修改交割条款、限制价格波动区间等在内的紧急措施。在 2020 年年初以来原油市场价格持续向下，市场风险不断加大的情况下，CME 也曾多次调整相关风控参数，企图基于市场化的手段化解风险，但对原油价格可能出现负值的情况，却采取了允许并支持的立场，并未启动相对应的应急管理措施。CME 集团认为 WTI 原油期货价格跌至负值是市场行为，交易所不应该干预，这种做法与沿河交割品种的规定有很大不同。

CME 集团对不同品种的交割采用不同的监管措施，反映了其对自然原因和人为因素影响交割的不同价值立场和价值取向，即交易所不允许自然原因导致的不可抗力影响交割设施，可以允许经济因素导致的设施缺陷，尽管这种所谓的经济因素存在人为因

素对交易附属设施的炒作，以致交易偏离期货合约标的，期货价格代表性受到严重损害。本研究认为，交易附属设施的监管空白是 WTI 原油期货负价格产生的重要原因，但 CME 集团对待不同来源不可抗力截然相反的监管理念才是问题的本源。

五、WTI 原油期货负价格对我国期货市场的启示

CME 集团在可以采取防止对交易附属设施炒作的情况下，却放任了这种炒作行为以致出现负价格，本研究认为 CME 集团的做法损害了期货市场的定价能力，损害了投资者的利益，增加了市场风险控制成本，弊大于利。同时，炒作交易附属设施有损期货市场价格代表性，允许交易附属设施炒作会对我国期货市场服务实体经济产生负面影响。通过深刻剖析此次 WTI 原油期货负价格事件，我们认为，我国期货交易所既要自然因素影响进行监管，也要对人为因素对交易附属设施的影响进行监管，以有效发挥期货市场功能，确保期货价格代表性。

（一）我国期货交易所对交易附属设施的严格监管极大降低了因炒作交易附属设施导致的商品期货价格出现异常的可能性

1. 卖方在我国期货市场中承担仓储物流责任决定了炒作交易附属设施将导致期货价格过度上涨。仓储运输等交易附属设施对期货价格的影响，与合约价格是否包括仓储运输费用以

及承担主体有关。如果期货合约价格由商品本身和相关仓储运输费用构成,那么仓储运输费用由谁承担就决定了极端价格变化的方向。如果仓储费用由卖方承担,那么期货价格容易偏离商品本身价格上涨;反之,期货价格偏离商品本身价格下跌。与WTI原油期货仓储费用主要由买方承担不同,我国期货市场交割商品仓储费用主要由卖方承担。与WTI原油期货相似,我国的原油、LPG、乙二醇、液体甲醇等期货品种也对交割设施高度依赖,但是在库容紧张的情况下,我国期货市场大多规定卖方寻找仓储及物流设施,因此在这种情况下期货市场价格更多表现为“飞涨”,而不是下跌成负值。对此,我国期货市场有针对性的交割设计和监管规则。

2. 我国期货交易所的交割规则最大化地降低了仓储设施对期货价格的影响。我国期货商品交割仓储设施由交易所提前确定并向市场公开,仓储设施必须优先服务于期货交割业务,且仓储服务价格由交易所对外发布,不随市场供需变化而变化,一段时间内是个固定值。在交割地布局上,我国普遍采取多点交割的布局模式,即使是集中在某一区域,通常也采用区域多点交割模式,这有效地避免了单一地点交易附属设施紧张对期货交割的影响。同时,我国期货市场没有无仓单实物交割品种,所有交割商品都必须通过仓单管理系统进行注册和管理,货主向指定仓储发货前还需要提前向交易所办理交割预报,且交割预

报有效期长达30天,这使交易所能在相对充足的时间内对仓储资源进行统筹配置,极大降低了交易附属设施对期货价格的影响。

3. 仓储设施受到人为因素的影响,我国期货市场有相应的风控措施和应急手段。理论上说,正常市场情况下通过以上的制度设计,仓储物流因素不存在形成期货价格主导因素的可能。而因为囤积居奇等操纵因素的出现,根据《期货交易管理条例》和期货交易所规则,当某合约出现同方向连续涨跌停板或市场风险明显增大时,交易所可以采取调整涨跌停板幅度、调整交易保证金、制定或调整交易限额、调整交易手续费、强行平仓、强制减仓等措施释放交易风险。若交易所采取风险控制措施后仍然无法释放风险时,交易所应宣布进入异常情况。同时,我国明确将交割危机定义为“异常情况”,在交割仓储设施紧张的情况下,交易所可以采取调整开市收市时间、暂停交易、调整涨跌停板幅度、提高交易保证金、暂停开仓、限期平仓、强行平仓、限制出金、强制减仓等紧急措施,这从制度上保障了期货价格不会因交易设施紧张而大幅波动。

(二) 对于可能出现的期货负价格需要建立应对措施

如前文分析,我国期货交易所交割制度设计方面主要采取标准仓单交割,由卖方负责寻找仓库并承担仓储费用。然而,随着交割制度的不断创新和新品种的不断上市,如鸡蛋

期货采用无仓单交割的方式、废钢期货计划采用的车板交割方式等,均对买方的交割接收能力提出了挑战。如买方在规定时间内找到符合规则要求的仓储物流设施存在困难时,就可能会出现商品期货价格为负的情形,为此,交易所应当建立有效的应对措施。对于仓储物流的炒作违背期货市场服务实体经济的目的,必须仔细识别合约标准中有可能引起仓储物流炒作的因素,能够在规则中予以明确的,可以启动主动的风险控制措施,如CME在玉米大豆沿河交割中的设计一样。只有在实际经济含义有解释且确实对实体经济没有损害的情况下才可以允许负价格的出现。但是对于负价格在期货市场的出现,还有很多未尽的法律规则和流程需要完善:

1. 通过明示,确保负价格合约的成立。我国《民法典》第五百九十五条规定:“买卖合同是出卖人转移标的物的所有权于买受人,买受人支付价款的合同。”若合同允许负价格,则意味着买受人可能没有支付价款的义务,从而无法满足法律上“买卖合同”的定义。但允许负价格的合同仍是买卖双方意思表示一致的结果,且未违反法律强制性规定。因此,合同受法律保护,对买卖双方均有约束力。

根据法律上对买卖合同的定义,交易双方对价格的合理预期应始终为正值。《民法典》第一百四十七条规定:“基于重大误解实施的民事法律行为,行为人有权请求人民法院或者仲裁机构予以撤销。”因此,为了避免重大



误解而导致合同被撤销，在合同签订时，应明示合同可能出现负价格。

买卖合同是法律上有专章规范的“有名合同”，允许负价格的合同属于“无名合同”，法律没对双方的权利义务设置针对性规范的，需要双方在合同条款中具体列明。因此，“无名合同”对合同草拟技巧要求较高，合同条文应尽量详尽，应该包括出现负价格时合同双方的义务以及违约条款。

2. 要完善负价格下的应急处置规则流程。目前，我所的交易、结算、交割等业务制度主要是正常市场情况下的管理规则，若遇到异常市场情况，则需要调整完善。基于应急工作的现实需要，建议赋予交易所在紧急情况下临时修改规则或暂停适用某项规则的权利。CME 集团对不同的紧急情况规定了不同的决策程序，实现了

实体规则与程序行为的有机统一。相比 CME 集团的应急规则和实践，我所虽然已经将紧急情况纳入异常处置制度，但有关应急场景规定不够全面，应急决策程序不够灵活，实践中对该制度使用顾虑较多。实际上，应急处置是一项专业性强、时效性高的工作，对市场功能发挥和市场参与各方的利益影响较大，需要交易所从维护市场正常交易秩序和维护市场公平的角度出发，进行综合判断。因此，建议进一步完善异常情况处理制度，对交易、结算、交割等各个业务环节的异常情况进行全面的梳理，建立与之相适应的更为灵活的程序性安排。

3. 要建立与负价格运行相适应的技术系统。我所交易系统在最初设计时已经提前考虑了各种极值场景的数据类型需求（如 double 和 int64），

目前的 DCE 交易 6.4 系统和即将上线的 DCE 交易 7.0 系统均支持负价格的产生和计算，不会因为负价格出现而导致技术层面系统崩溃，但要进一步完善系统和方案：一是建立健全紧急项目（变更）处置机制。市场波动无法预料，即便能预料留给技术部门的窗口时间很短，除了开发外，测试、上线均需要时间或窗口期。因此，建议在顶层设计时建立一套紧急项目（变更）处理流程，包括紧急认定办法、决策机制、技术部门详细分工等，便于技术部门快速响应；同时，在技术层面建立自动化软件编译、发布、测试等平台以提升自动化水平，加快开发测试流程效率。二是深化 IT 系统中期规划。技术赋能业务一直是我所技术部门追求的目标，WTI 原油期货负价格为我所 IT 整体规划敲响警钟，这要求我所 IT 系统规划不仅要支持我所未来业务发展需要，而且要能够对异常场景的闪现，提前预留接口和底层设计，以应对紧急系统变更或项目场景。

4. 要明确负价格下的专用发票开具方式。一般情况下，在期货实物交割环节，卖方（仓单注册人）将仓单转移给买方（仓单注销人），收取买方价款，并向买方开具增值税专用发票。此时，卖方计算销项税额，买方凭取得的专用发票抵扣进项税额。但如果期货交易以负价格结算，卖方将仓单转移给买方的同时，还需要向买方支付价款。此时，如何开具专用发票是个重大问题。根据国税发

[1994]244号文要求，在期货的实物交割环节，销项税额的计税依据为交割时的不含税价格，即含税价格/(1+增值税税率)，而该含税价格为期货交易最后交易日的结算价格，是一种期货价格。国税发[1994]244号文件之所以将期货价格作为实物交割环节的销项税额计算依据，是因为在正常情况下最后交易日期货结算价格能够较为公允地反映现货市场价格。

如果遇到类似于WTI原油期货负价格的情况，由于特殊原因导致持有成本大于现货价值，进而使最后交易日期货结算价格为负值。根据《增值税暂行条例》第七条规定：纳税人发生应税销售行为的价格明显偏低并无正当理由的，由主管税务机关核定其销售额。按照现有税法规定，税务机关一般会依据同类货物的平均销售价格、组成计税价格等方法确定销售额。因此，负价格不适用于现有增值税政策（国税发[1994]244号）。

此外，从增值税链条完整性和税负公平性角度来看，卖方购进货物时很可能已经抵扣过进项税额，需要有较为合理的销项税额与之匹配，而买方销售货物时将产生销项税额，也需要合理的进项税额。如果以负价格作为专用发票开具的依据，无法满足上述需求，也不利于双方税负的公平性（因为货物增值部分主要体现在卖方）。因此，本研究认为在期货交易负价格下，专用发票开具不应以负价格作为参考依据，而是应该采用更能反映现货价格的方法确定销售额。

5. 要明确负价格下套保企业的会计处理方法。由于个人投资者不允许开具专用发票，且根据我国期货市场现有交割规则，个人投资者不允许进入实物交割环节，因此期货负价格下会计处理主要针对企业客户。根据财政部2017年4月6日发布的《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》（以下简称CAS22）、《企业会计准则第24号——套期会计》（以下简称CAS24），要求各类企业自2018年1月1日起陆续开始执行，执行企业会计准则的非上市企业，自2021年1月1日起施行。

一般来说，企业参与期货交易并持有至交割环节，其目的是为了套期保值。当该项业务不具备套期会计核算条件时，企业可以采用CAS22，将期货合约作为衍生工具，将浮动盈亏和平仓直接计入损益，交割环节参照销售或采购货物进行会计处理，但这种处理方式会导致期现损益错配。当该项业务符合套期会计核算要求时，企业可以选择采用CAS24，将期货合约套期有效部分与现货损益在同一期间进行相互抵消，从而消除或减少会计错配，使得财务处理能够反映套期保值风险管理活动的业务实质。因此，相比CAS22，研究认为选择采用CAS24更能反映出该项经济活动的实质。

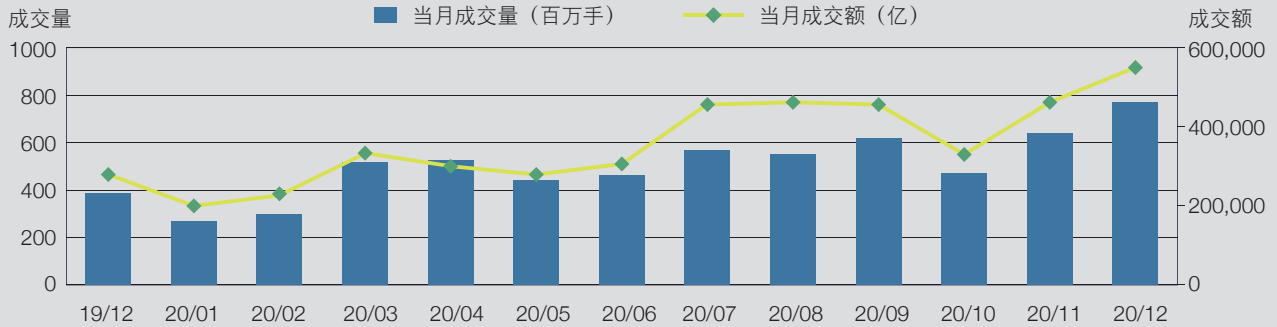
通过本文的分析，我们认为负价格的出现有两点值得思考，一是监管的原则和取向，在确知或者有理由确知期货价格将受到商品本身供求关

系之外因素影响（即本文中的仓储运输价格大于商品本身的价格）的情况下，交易所是否应该采取措施限制其价格偏离的进一步发展，而该项措施并没有规则的明确支持。CME的原则是顺其自然，自然条件引起的有规则处理，附属设施价格因为市场因素导致的过度波动可以听之任之，无视因此而来的市场定价效率的丧失。我们认为，期货市场发现价格和套期保值功能是服务实体经济的基本要求，即使在正常的没有操纵的市场中，期货价格中包含的仓储物流价格也不能替代商品的价格而成为价格的主要因素，一旦发现即应启动应急程序予以制止。二是关于监管的边界。在期货价格中包含仓储运输的价格，在某些特殊情况下，后者的价格波动超出商品本身的价格波动，期货市场透明公开的监管原则是否应该推进到现货仓储运输环节？非期货市场参与者的行为是否可以同参与者的行为受到相同的监管？本研究对此的态度是明确的，不管是因为囤积居奇垄断操纵的原因或者是因为自然市场形成的仓储物流阻碍，只要是威胁到正常商品价格的形成，都必须进行改正。前者在启动违规调查的同时不排除实行应急机制；后者需要千方百计地扩大仓储物流设施，力争保证畅通，保证仓储物流不成为交易的标的。■

（执笔人：大连商品交易所WTI原油期货负价格研究小组，小组成员包括：陈伟、兰小为、薛建良、马潇潇、王娟）

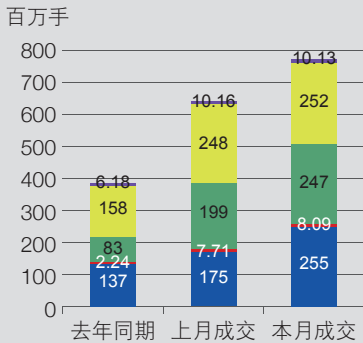
2020年12月全国期货市场成交情况简报

全国期货市场月度成交走势图

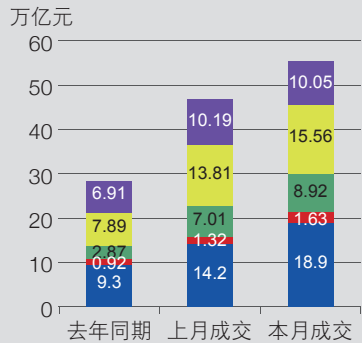


■ 上期所 ■ 上期能源 ■ 郑商所 ■ 大商所 ■ 中金所

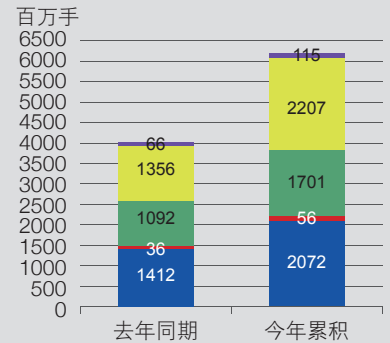
12月全国期货市场成交量较上月增长 20.64%



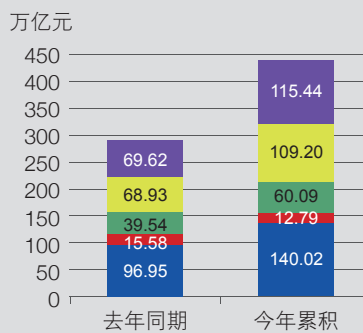
12月全国期货市场成交额较上月增长 18.45%



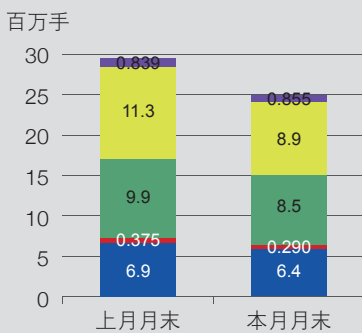
1-12月全国期货市场累计成交量同比增长 55.29%



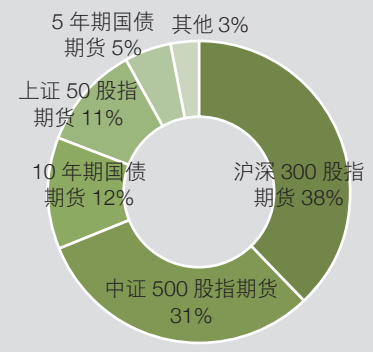
1-12月全国期货市场累计成交额同比增长 50.56%



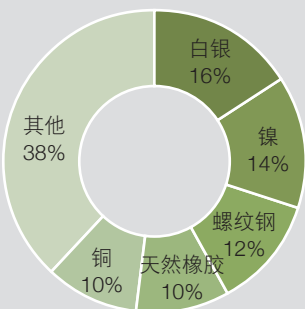
12月末全国期货市场总持仓量较上月下降 15.23%



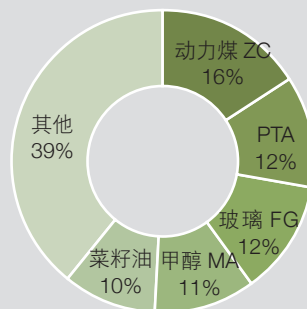
12月金融期货品种成交额分布



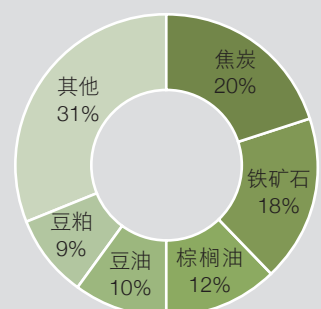
12月上海品种成交额分布



12月郑州品种成交额分布



12月大连品种成交额分布





国盛期货总经理 田亚林 / 摄



中国期货 CHINA FUTURES

二〇二〇年第六期 总第七十八期