

封面文章

建言期货法草案

服务·实体

共克时艰 免费期权助口罩原
材料工厂复工复产

创新·探索

玉米“保险+期货”财政补
贴规模研究及相关政策建议

观察家

供给重建 VS 需求回升
油脂市场高位振荡为主

环球视野

Archegos 爆仓事件的分析与
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 0721—L0173 号

www.cfachina.org (内部资料 免费交流)

2021 年第 3 期 总第 81 期

奋斗百年路 启航新征程

建言期货法草案





图片新闻

2021年6月29日，在党的百年华诞即将来临之际，中国证监会党委召开“两优一先”表彰暨先进事迹报告会，对系统86名优秀共产党员、55名优秀党务工作者、70个先进基层党组织进行表彰，号召全系统广大党员、干部弘扬光荣传统，牢记初心使命，以更加昂扬的奋斗姿态和苦干实干精神，努力开资本市场高质量发展和系统党的建设新局面。中国证监会党委书记、主席易会满出席会议并讲话，阎庆民同志主持会议，赵争平同志宣布表彰决定，李超、方星海、樊大志同志参加会议。党史学习教育中央第24指导组有关同志到会指导。7名优秀党员、先进集体代表作先进事迹报告。

会议指出，举办“两优一先”表彰暨先进事迹报告会，集中展现新时代资本市场监管干部队伍先进事迹和良好精神风貌，既是庆祝建党100周年的重要安排，也是深入开展党史学习教育的重要内容。

会议号召，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，全面深化改革正处于关键推进期，站上新起点，面向新阶段，证监会系统广大党员、干部要以深入开展党史学习教育为契机，更加紧密地团结在以习近平同志为核心的党中央周围，在百年党史的洗涤中砥砺初心，以榜样精神凝聚奋进力量，不断增强“四个意识”、坚定“四个自信”、做到“两个维护”，在推进资本市场高质量发展的新征程上接续奋斗，为全面建设社会主义现代化国家作出新的贡献。

一百年风雨兼程，一世纪沧桑巨变。

今天，我们怀着无比激动、自豪的心情，为党的 100 岁生日送上祝福：“我们爱您，生日快乐！”

因为有你，所以温暖、幸福、自信！

百年来，从一艘小小红船发展成为领航中国巍然屹立于世界强国之林的巨轮，党始终坚守为人民谋幸福、为中华民族谋复兴的初心，团结带领中华儿女夺取革命、建设、改革的伟大胜利，创造了人间奇迹：用几十年时间使中国走完了发达国家几百年走过的工业化进程，成为世界第二大经济体。

特别是党团结带领各族人民开创改革开放的伟大事业，极大激发了广大民众的创造性，解放和发展了社会生产力，逐步构建和完善了中国特色社会主义市场经济体制，实现了中国人民从站起来到富起来、强起来的伟大飞跃。在党的关怀下，肩负着价格改革和服务实体经济历史使命的中国期货市场从无到有、从小到大、从大到强，走出了一条中国特色的发展之路，是党领导改革开放事业的重要成果之一。

经过 30 多年的探索发展，中国期货市场上市的品种基本覆盖农产品、金属、能源化工、金融等国民经济主要领域，形成了商品金融、期货期权、场内场外协同发展的多市场格局，商品期货交易量连续多年位居世界第一。

中证商品指数公司开业，广州期货交易所揭牌；期货法草案初审，并已完成公开征求意见，距离期货法出台又近一步；棕榈油期权、原油期货两大国际化期权品

种扬帆启航，使我国期货市场上市的期货和期权品种数量达到 91 个，其中对外开放的期货和期权品种扩至 9 个……这些在产品体系、法律制度体系、基础设施体系等方面的推进和完善，是我们献给党 100 岁生日最好的礼物！

党的历史是一部奋斗史、创业史、发展史。百年来，在领导人民实现民族伟大复兴的征程中，党培育形成了坚持初心和使命、艰苦奋斗、实事求是、改革创新、以人为本等一系列伟大的精神，激励我们前赴后继、奋勇向前，激励我们自力更生、艰苦创业，激励我们开拓创新、走向富强。

在党的伟大精神的指引下，期货人不畏艰难、不惧风雨、不怯质疑，牢记初心和使命，使期货市场在一次次重大危机或事件中不仅经受住了考验，而且功能作用得到有效发挥。上半年部分大宗商品价格持续上涨，相关大宗商品期货的价格发现、风险管理功能得到较好发挥，进一步凸显了期货市场在服务国民经济、稳定实体企业生产经营上的功能和作用。

立志于千秋伟业，百年恰是风华正茂。坚守初心，不辱使命，与时俱进地进行自我完善和自我革新，是党永葆青春、永葆活力和永葆战斗力的关键所在。期货市场刚三十而立，我们更要从党的奋斗历程中汲取智慧和力量，永葆青春活力，积极开拓创新，为高质量服务实体经济和国家战略、建设期货市场强国、共筑中国梦努力奋斗！

行而不辍，未来可期！





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 期货日报社
电话 010—88086554
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0721—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
印刷单位 北京金康利印刷有限公司
印刷日期 2021年7月
印数 500册



P08

建言期货法草案

4月26日至29日，十三届全国人大常委会第二十八次会议在北京举行，期货法草案提请初次审议。这是我国首次专门立法规范和促进期货市场健康发展。

“期”事速览

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

封面文章

- 09 加快推出期货法 完善期货市场法律制度体系 文 / 王海洋 吴翰
- 12 夯实期货市场发展制度之基 文 / 张志
- 15 提升服务实体经济能力 维护国家金融安全 文 / 张啸尘 齐冠云
- 18 基于期货诉讼实践对期货法草案的修改建议 文 / 于学会
- 22 加快期货立法 开启期市新征程 服务构建新发展格局 文 / 刘庆斌
- 27 关于进一步完善期货法草案的建议 文 / 钟维

服务·实体

- 35 共克时艰
免费期权助口罩原材料工厂复工复产 文 / 国泰君安期货
- 37 生猪饲料“保险+期货”破解生猪稳产保供困局 文 / 大有期货

人物对话

- 40 对话姜岩：提升服务实体经济能力水平
建设世界一流期货交易所 文 / 曲德辉



P40

对话姜岩：提升服务实体经济能力水平
建设世界一流期货交易所



P75

Archegos 爆仓事件的分析与启示

创新·探索

50 玉米“保险+期货”财政补贴规模研究及相关政策建议

55 我国白糖定价体系演变

及对期货市场影响研究

文 / 刘红 孟婵娟 汝津江

观察家

61 供给重建 VS 需求回升 油脂市场高位振荡为主

文 / 刘锦

65 “碳中和”推动产业变革 钢材价格中长期稳中偏强

文 / 谢栩

法治期市

69 光大期货诉鲍卫明强行平仓纠纷案评析

文 / 崔婕 刘凌钊

环球视野

75 Archegos 爆仓事件的分析与启示

文 / 李科瑾



“扫一扫”关注
中国期货业协会官方微信

上期所与华东政法大学签署战略合作框架协议

4月20日，上期所与华东政法大学在上海签署战略合作框架协议，双方将在课题研究、联合培养博士后等方面开展具体合作。上期所党委书记、理事长姜岩和华东政法大学党委书记郭为禄致辞并代表双方签署协议。

大商所与南京市政府及相关单位签署合作协议

4月23日，大商所与南京市人民政府签署战略合作协议，并分别同江北新区管委会及南京数字金融产业研究院、江苏南京国家农业高新技术产业示范区签署合作协议。江苏省委常委、南京市委书记韩立明，大商所党委书记、理事长冉华共同见证签约，南京市委副书记沈文祖、江苏证监局局长鲁颂宾出席。

上期所修订标准仓单交易管理办法

上期所4月27日发布公告，对《上海期货交易所标准仓单交易管理办法（试行）》进行修订。此次修订主要涉及仓单交易商准入制度、交易制度、结算制度、交收制度以及质押业务等内容。

期货法草案公开征求意见

4月29日，全国人大常委会公布《中华人民共和国期货法（草案）》，向社会公众征集修改、完善的意见和建议，征求意见截止日期为2021年5月28日。这部对国民经济有着重要影响的法案文本终于首次向公众曝光。

郑商所召开第九次会员大会

5月11日，郑商所以网络通讯方式召开第九次会员大会。会议审议通过了《郑州商品交易所理事会工作报告》等。郑商所理事长熊军在《郑州商品交易所理事会工作报告》中对2020年郑商所市场发展情况进行了回顾总结。

郑商所公布新修订的套期保值管理办法

为更好地满足产业客户套保需求，进一步提升期货市场服务实体经济能力，郑商所4月21日公布修订后的《郑州商品交易所套期保值管理办法》，并发布《关于PTA、白糖品种套期保值持仓额度申请及使用方式的公告》，自4月26日起施行。

上期所第十次会员大会顺利召开

4月25日，上期所第十次会员大会在上海顺利召开。大会选举产生了新一届理事会和监事会。中国证监会党委委员、副主席方星海通过视频发表讲话，上海市地方金融监管局副局长李军出席并致辞。

大商所发布场外期权业务管理办法

4月29日，大商所发布《大连商品交易所场外期权业务管理办法（试行）》，同时公布了修订后的《大连商品交易所场外衍生品交易商管理办法（试行）》和《大连商品交易所商品互换业务管理办法（试行）》，旨在保障场外期权业务平稳运行、进一步整合场外衍生品业务体系。

大商所与中证商品指数公司签署战略合作协议

5月10日，大商所与中证商品指数公司在大连签署战略合作框架协议，双方约定在指数产品开发服务等方面携手合作。大商所党委书记、理事长冉华和中证商品指数公司党委书记、董事长孙才仁代表双方签署协议，并就下一步合作方向进行了交流。

大商所上线场外期权业务

5月17日，大商所正式上线场外期权业务。这是大商所继商品互换、基差交易、标准仓单交易、非标仓单交易后的又一项场外业务，也是继商品互换后的又一项场外衍生品业务。

上期所修订黄金期货合约

5月17日，上期所发布《上海期货交易所黄金期货合约（修订案）》。当日发布的公告称，自2021年5月17日起，允许符合上期所黄金期货合约及其附件规定的金锭制作标准仓单履约交割。按照GB/T4134-2003生产的金锭不得入库制作成标准仓单，原已制成的标准仓单，可以继续用于期货合约的履约交割。

第十八届上海衍生品市场论坛在上海举行

5月26日，由上期所主办的第十八届上海衍生品市场论坛在上海举行，上海市政府副秘书长陈鸣波、上期所理事长姜岩先后致辞，上期所总经理王凤海主持论坛主题峰会。本届论坛以现场和网络直播相结合的“云直播”形式举行。

郑商所启动2021年“保险+期货”试点建设

6月8日，郑商所发布通知，为贯彻落实2021年中央一号文件政策精神和中国证监会相关工作部署，更好发挥期货市场在服务乡村产业发展中的作用，决定开展2021年“保险+期货”试点建设工作。

上海原油期货正式挂牌交易

6月21日，原油期货在上期所子公司上期能源正式挂牌交易。在当日的上市活动上，上海市地方金融监督管理局副局长李军、中国石油和化学工业联合会副秘书长祝昉、中国航空运输协会常务副理事长潘亿新、中国联合石油有限责任公司总经理火金三和上期所理事长、上期能源董事长姜岩先后致辞。

郑商所举办期货服务乡村振兴（桐柏）研讨会

6月22日，由郑商所、河南省桐柏县委县政府共同举办的“稳企安农 护航实体”期货服务乡村振兴研讨会暨助力桐柏乡村振兴对口帮扶签约仪式在桐柏举行。与会人员围绕中央一号文件乡村振兴政策，发挥期货功能服务乡村振兴，银行、期货助力乡村振兴的路径和模式，服务乡村振兴举措等进行解读和探讨。

铁矿石期货合约及相关规则修改方案发布

5月19日，大商所正式发布了修改铁矿石期货合约及相关规则、调整铁矿石期货可交割品牌升贴水的公告。相关调整自I2205合约起实施，即5月19日夜盘推出的I2205合约为新合约，相关内容与此前的征求市场意见稿一致。

广期所与有色金属协会签署战略合作协议

5月26日，广期所与中国有色金属工业协会（下称有色金属协会）在广州签署战略合作协议。广州市市长温国辉、有色金属协会会长葛红林、广期所党委书记胡政出席签约仪式。有色金属协会副会长王健和广期所党委委员曹子海分别代表双方签署战略合作协议。

棕榈油期权在大商所上市交易

6月18日，棕榈油期权合约正式在大商所挂牌交易。棕榈油期权是我国首个引入境外交易者参与交易的期权合约，是中国期货市场进一步完善市场体系、服务全球产业的又一重要举措。

上期所与山东港口签署集团化期货交割合作协议

6月21日，上期所及其子公司上期能源与山东省港口集团有限公司（下称山东港口）在上海签署集团化期货交割合作协议。上期所理事长姜岩、山东港口董事长霍高原出席签约仪式并致辞。上期所总经理王凤海、山东港口总经理李奉利代表双方签署协议。

何庆文任中金所党委书记

中金所6月24日消息，中国证监会党委日前决定，何庆文同志任中国金融期货交易所党委书记，委派为中国金融期货交易所董事，提名为董事长人选。

CME 锂期货上线交易

5月3日，芝加哥商业交易所（CME）上线全球首个锂期货合约，以中日韩 CIF 氢氧化锂价格作为结算标的。据悉，新的锂期货旨在帮助市场参与者管理与电动汽车制造相关的价格风险。锂期货合约采用现金交割方式，交易单位为1吨氢氧化锂，最小价格波幅为0.01美元/公斤，交割日为每合约月的最后一个周四。

CME 将永久关闭大部分公开喊价交易池

5月5日，芝加哥商业交易所（CME）表示，将不会重新开放因疫情而关闭的实体交易池，去年8月重新开放的欧洲美元期权交易池将继续开放。CME还表示，在标普500指数9月合约9月17日到期后，计划将所有在实体大厅交易的标普500指数期货和期权合约摘牌。

CME 将推出 BSBY 利率期货

6月2日，芝加哥商业交易所（CME）宣布将推出基于彭博短期银行收益率指数（BSBY）的利率期货。推出 BSBY 期货和 BSBY 掉期清算，旨在补充现有的短期利率期货和短期担保隔夜融资利率（SOFR）指数产品，为全球市场参与者提供一套资本高效的风险管理工具，管理其未来的利率敞口。

LME 推出锂盐期货

6月14日，伦敦金属交易所（LME）正式上线锂盐期货合约，合约采用 Fastmarkets 公布的电池级氢氧化锂（最低含量 56.5%LiOH.H₂O）CIF 中日韩现货价格进行现金结算。

俄罗斯出手遏制大宗商品涨价

6月25日，俄罗斯计划对钢铁、镍、铝和铜的出口征收临时税，以给国内通胀降温。俄罗斯政府提议从今年8月1日起至年底，对金属出口征收至少15%的关税。根据已经披露的计划，每吨铜将征收1226美元，每吨镍征收2321美元，每吨低铝征收254美元。钢铁制品各类产品税率不同，其中热轧钢每吨至少115美元。

CME 推出迷你比特币期货

5月3日，芝加哥商业交易所（CME）推出迷你比特币期货，进一步扩大了其加密货币衍生品系列产品。迷你比特币期货（MBT）合约规模为一个比特币的十分之一，以现金结算，基于CME的比特币参考汇率，该汇率则基于比特币美元价格的每日参考汇率。

CME 将推出 WTI 原油微型期货

5月26日，芝加哥商业交易所（CME）宣布将推出 WTI 原油微型期货，以扩大其微型期货合约产品组合。WTI 原油微型期货的规模将是芝商所全球基准 WTI 原油期货合约的十分之一，并采用现金结算。WTI 原油微型期货将使市场参与者能够调整对原油市场的敞口，并以高效、实惠的方式完善其交易策略。

LME 计划重新启用公开喊价交易大厅

6月8日，在遭到主要用户的强烈反对后，伦敦金属交易所（LME）搁置了关闭公开喊价交易大厅的计划，并将于9月重新开放被誉为“交易圈”（the Ring）的交易大厅。LME表示，将使用该交易大厅来设定所谓的官方价格，实物金属行业高度依赖这一价格。金融机构用来确定英寸价值的收盘价将通过电子程序来确定。

泰国橡胶管理局推动四项措施稳定国内橡胶价格

6月24日，泰国橡胶管理局（RAOT）透露，RAOT发布四项措施来引导橡胶市场价格企稳，减少价格波动。RAOT与在生产 and 期货交易方面实力雄厚的私营运营商合作，以稳定橡胶价格，设定目标为35000吨/年；同时，对终端轮胎用户进行直接交易以缩小价格差距，目标是能够以20000吨/年以上的速度销售。

CME 将于 8 月 1 日推出全球排放抵消期货合约

6月29日，芝加哥商业交易所（CME）宣布，将于2021年8月1日推出基于自然的全球排放抵消（N-GEO）期货合约，目前尚待监管部门审查。N-GEO期货是芝商所基于市场的最新解决方案，旨在助力创建一个更透明、更高效的自愿性排放抵消市场。

“中期协联合研究计划（第十四期）”启动公告

5月7日，中期协发布公告，启动“中期协联合研究计划（第十四期）”申报工作。此项工作以“新发展格局下中国期货市场高质量发展”为主题，旨在联合期货行业和社会力量，共同推进期货及衍生品理论和实践研究工作开展。

中期协理事会资产管理业务委员会召开会议

5月13日，中期协第五届理事会资产管理业务委员会2021年度第一次会议在浙江湖州召开。会议由永安期货总经理葛国栋主持，参会委员表示，2020年以来期货公司资产管理业务发展迅速，商品及金融衍生品已经成为资产管理行业的重要配置工具之一。

机构投资者投诉处理工作指引发布

5月15日，在证监会投资者保护局指导下，中国证券业协会、中国期货业协会、中国证券投资基金业协会联合发布了《证券基金期货经营机构投资者投诉处理工作指引（试行）》。此项工作旨在规范证券基金期货经营机构的投资者投诉处理工作，提高投资者服务水平，切实维护投资者合法权益。

“发挥专业优势，服务中小企业”倡议发布

5月31日，中期协在上海组织召开“期货风险子公司服务中小企业大宗商品价格风险管理座谈会”。座谈会由协会会长洪磊主持，证监会期货部、上海期货交易所等相关人士参会，部分期货公司介绍了各自服务中小企业的模式和经验。会后向全行业发出“发挥专业优势，服务中小企业”倡议。

中期协自律服务系统上线

6月15日，“中国期货业协会自律服务系统”正式上线。该系统来源于对原“行业信息管理平台”改版优化，是中期协为提升自律管理服务效能，更好为会员单位和行业提供服务而专门推出。

中期协第五届理事会第十四次会议在京召开

5月8日，中期协第五届理事会第十四次会议在北京召开。据悉，会议听取并审议通过了《协会2020年工作总结和2021年工作要点的报告》、《协会2020年预算执行情况和2021年预算计划的报告》等多项议题。证监会副主席方星海莅临会议并指导工作，协会会长洪磊主持会议。

四家协会倡议提高客户服务质量和满意度

5月15日，在证监会投资者保护局指导下，中国期货业协会携手中国证券业协会、中国上市公司协会和中国证券投资基金业协会，共同发布“提高客户服务质量和提升投资者满意度”倡议书，意在继续提高市场主体投诉处理质量和效率，切实保护好投资者合法权益。

中期协连续召开《期货法（草案）》座谈会

5月8日，中期协组织协会理事就《期货法（草案）》进行专题研讨，5月14日至17日，又相继在上海、北京两地举办了三场《期货法（草案）》座谈会。协会会长洪磊主持会议并充分听取意见、建议，集中各界智慧为草案的修改建言献策。

中期协与中棉集团签署合作备忘录

6月1日，中期协与中华棉花集团有限公司（简称中棉集团）在北京签署合作备忘录，协会会长洪磊和中棉集团党委书记、董事长王正伟代表双方签约，未来双方将共同致力于充分发挥期货市场功能作用，推动我国棉花产业稳定健康发展。

中期协与北京金融法院签署备忘录

6月17日，中期协与北京金融法院签署《合作备忘录》。双方合作旨在进一步推进金融法治协同机制建设，充分发挥司法机关和行业协会在金融纠纷化解和行业自律管理中的各自优势，探索建立信息协同、政策协同、资源协同工作机制，形成金融法治合力。

建言期货法草案



【编者按】

4月26日至29日，十三届全国人大常委会第二十八次会议在北京举行，期货法草案提请初次审议，全国人大财政经济委员会主任委员徐绍史作了说明。这是我国首次专门立法规范和促进期货市场健康发展。

制定出台期货法，对于更好发挥期货市场的功能，进一步活跃商品流通、促进要素资源市场化配置、稳定企业生产经营、推动相关产业升级、维护国家金融安全等具有重要意义。

会后，全国人大常委会公布《中华人民共和国期货法（草案）》，向社会公众征集修改、完善的意见和建议，征求意见已于5月28日结束。

本期封面文章聚焦期货法草案，特约交易所、行业机构以及学界、法律界的专业人士结合自身实践发表真知灼见，就相关条款和内容的完善作了详细阐释。

加快推出期货法 完善期货市场法律制度体系

✎ 王海洋 吴韬



疫情笼罩全球，形势复杂多变。在百年未有之大变局中，党中央作出加快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的重大战略部署。习近平总书记在浦东开发开放30周年庆祝大会上强调，“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”，对新发展格局下期货市场的前景与使命赋予了期许和寄望。我国期货市场历经30多年发展，不忘初心牢记使命，通过

其所内蕴的价格发现、管理风险、资源配置等功能，对于促进生产、流通、消费、分配循环，服务实体经济发展发挥着积极作用。在此基础上，加快制定并推出期货法，规范和促进期货交易，对于活跃商品流通、推动产业升级、促进经济高质量发展等具有重要意义。

一、迈入新发展阶段，制定期货法是规范引导期货市场

功能发挥的内在要求，也是提升期货市场服务实体经济效能的制度保障

我国期货市场作为服务实体经济发展的重要一环，经过多年的积累，服务构建新发展格局的基础和条件正在不断形成和巩固，截至2021年6月底，已平稳推出91个期货、期权品种，基本覆盖了农业、金属、能源、化工、金融等国民经济的主要领域，2020年成交量和成交额分别为约62



亿手（单边，下同）、438 万亿元，同比分别增长约 55% 和 51%。今年前 5 个月累计成交量与成交额同比增长率继续维持较高水平，分别为约 51% 和 77%。我国已连续 12 年成为全球最大的场内商品衍生品市场。同时，仓单交易、基差交易、商品互换等场外业务也进一步发展。疫情期间，期货市场协助企业管理疫情带来的价格风险和供应链风险，有力支持了实体经济复工复产。

目前期货市场发展硕果累累，围绕促进期货市场功能进一步发挥、全面提升服务实体经济质效的方向，亟待推出期货法，明确市场参与主体权利义务，运用善法良治为市场高质量发展保驾护航。

二、秉持新发展理念，上海期货交易所围绕服务实体经济的初心，为期货立法提供丰富的实践基础

上海期货交易所（下称上期所）努力打造场内场外聚合、线上线下的融合、期货现货结合、商品金融联合的综合化国际化的一流衍生品服务平台，围绕前述目标，上期所进行了一系列有益探索。

期现结合，开启服务实体新篇章。为有效增强服务实体经济高质量发展的适配性，借鉴国际期现结合的多层次市场体系发展经验，上期所 2018 年创设了上期标准仓单交易平台（下称平台），打通了服务实体经济的最后一公里。截至 2021 年 5 月底，平台共上线 13 个品种，覆盖有色金属、贵金属、黑色金属和天然橡胶。上线三周年，平台累计成交仓单 110.18 万张（单边，下同）、成交重量 1259.44 万吨、成交金额 4247.63 亿元。

平台在稳产保供、配置资源等方面发挥了积极作用。一是以多种途径更好地服务实体企业。其中包括以“互联网+贸易”交易模式创新实体企业原材料采购和产品销售渠道，保障疫情期间企业顺畅运营。疫情重灾区的湖北大冶有色通过平台销售铜和白银，收回资金 4 亿多元，解决了公司燃眉之急；铜陵精迅通过平台买入铝锭仓单、压缩流程，实现原材料供应的及时性，基本实现零库存，提高了资金效率。二是推出浙油中心和欧冶云商两个报价专区，可以与对应期货品种形成有益补充。6 月 23 日，上期标准仓单交易平台欧冶云商报价专区交易互通业务上线，实现了上期所场内市场和欧冶场外现货市场的交易互通，是大宗商品期现联动的一项

重要创新和突破。三是推出线上质押业务，解决仓单重复质押、仓单处置困难等问题，有助于缓解大宗商品行业融资难融资贵的问题。截至 5 月底，共成交 58 笔，质押仓单 852 张，成交总重量 2.15 万吨，质押总金额 5.11 亿元。四是推出天然橡胶延伸仓单，探索非标仓单业务，丰富市场服务功能，进一步促进期现结合。

对外开放，促进国内国际双循环。上期所是我国期货市场对外开放的先行者。上海原油期货上市“破冰”期货市场国际化，上市三年来，已成为世界第三大原油期货市场。之后又复制原油期货成功模式，加快国际化品种供给，上市了 20 号胶、低硫燃料油、国际铜期货和原油期货 4 个国际化品种。其中，国际铜期货是国内首个以“双合约”模式运行的国际化期货合约，即在保留沪铜期货不变的基础上，以特定品种模式在上海国际能源交易中心上市国际铜期货，国际铜期货与沪铜期货一起，以“双合约”服务“双循环”。20 号胶、低硫燃料油、国际铜期货价格已开始在国际贸易中作为计价基准。同时，通过在低硫燃料油期货上试点跨境交收业务、纸浆期货结算价授权挪威浆纸交易所等方式，拓展国际化发展路径，开辟制度型开放新空间。

下一步，上期所将继续发挥地处上海的地域优势，以“四个成为”为指引，完成“四大转型”，即力争实现业务主线由场内驱动向期现一体化双轮驱动的转型、市场布局由境内为主向境内外联动的转型、科技战略由支撑发展向主动赋能的转型以及管理



模式由传统经营向现代化治理+管理的转型。在转型中，上期所将继续以“先行先试”的标准要求自身，为制度的不断完善提供实践案例。

三、依托新发展格局，加快推出期货法

《中华人民共和国期货法（草案）》（下称草案）已提请十三届全国人大常委会初次审议。在征求意见过程中，学术界与实务界普遍认为，草案内容较为全面、基本可行，既总结实践经验，又着力增强系统性、针对性和可操作性，同时，也为改革发展预留了必要空间。一方面，草案认真总结期货市场发展经验，充分吸收已有的制度基础，包括《期货交易管理

条例》及新修订的证券法相关规定，同时，将已有成效的有益探索以法律形式固化，进一步稳定市场预期，保障各方权益。草案确立期货交易者权益保护制度，规定交易者适当性原则，构建多元化期货纠纷解决机制，引入调解制度和集体诉讼制度等。另一方面，草案坚持市场化方向，适应国际期货市场发展趋势，在期货品种和期权品种上市机制、期货公司业务类型、法律域外适用等方面作出了创新安排：确立期货品种和期权品种上市注册制度；规定期货经营机构业务范围和业务规范；对跨境管辖与协作作出原则性规定等，体现了立法的前瞻性和先导性作用。

本固方能枝荣。目前我国期货

市场体系不断完善，期货市场服务实体经济的效能逐渐提升，期现结合的多层次市场已有实践，为期货法立法奠定了必要基础。依托新发展格局，期货法出台时机已基本成熟。当下推出期货法的意义重大，是实现“稳预期、利长远、固根本”法治目标的客观需要。我国期货市场需牢牢秉持新发展理念，结合高标准市场体系建设要求，夯实金融体系平稳运行的法治基础，加强与现货市场同频共振，通过与国际市场深层次衔接，助力商品和资源在全球范围内顺畅流动和优化配置，高质量践行服务实体经济的初心与使命。^[1]

（本文作者供职于上海期货交易所）

夯实期货市场发展制度之基

张志

“建制度”是国务院副总理刘鹤关于大力发展多层次资本市场九字方针中的重要一环。2021年4月26日，全国人大常委会第二十八次会议对《中华人民共和国期货法（草案）》（以下简称草案）进行了首次审议，并公开征求社会公众意见。草案系统规定了我国期货市场的基本制度，对维护社会公共利益，保护交易者合法权益，促进期货市场服务实体经济，推动我

国期货市场对外开放，提升我国大宗商品价格的国际影响力，防范化解金融风险均具有重要意义。

一、明确了期货市场在国民经济中的重要地位和作用

1990年10月，郑州粮食批发市场开业并引入期货交易机制，成为中国期货交易的开端。三十多年来，我国期货市场在党和国家的正确领导下

不断发展壮大。以郑州商品交易所为例，目前共上市期货期权品种29个，涉及粮、棉、油、糖、果和能源、化工、纺织、冶金、建材等国民经济多个领域。PTA、甲醇、棉花等成熟期货品种的价格正逐步成为产业链企业的定价基准，服务实体经济功能日益发挥。2020年法人客户日均成交量、日均持仓量同比分别增长85.4%、61.3%，法人客户持仓占比达53.2%，投资者



结构不断优化。

草案充分肯定了期货市场在国民经济中的重要地位和作用。第一条开宗明义地指出，立法目的之一就是促进期货市场和其他衍生品市场服务国民经济。同时在第四条进一步指出，国家支持期货市场发展，建立有利于促进期货市场发展的各类配套制度，鼓励利用期货及其他衍生品从事风险管理活动。上述规定均是首次在国家正式法律层面肯定期货市场的重要地位和作用，指明了期货市场的发展方向。作为期货行业的根本大法，期货法一旦颁布，必将有效破除制约期货市场功能发挥的瓶颈，把期货市场的发展推向新阶段。

二、其他衍生品市场进入规范发展阶段

草案第二条规定，其他衍生品交易及相关活动适用期货法。草案第三章对其他衍生品交易进行了专门规定。对于其他衍生品交易，我国尚未有专门的法律法规予以规范，此次纳入期货法的调整范围，具有重要意义。一是从法律性质讲，其他衍生品和期货具有高度相似性，都是当前订立、将来履行的合同。其他衍生品交易由期货法进行调整，符合相同的法律关系应当由同一法律调整的法律原理，节省了立法资源。二是有利于防范金融风险。其他衍生品设计复杂、高度专业化，易产生金融风险。2008年国际金融危机即充分证明了对其他衍生品交易进行规制的必要性。草案在法律层面上弥补了我国对其他衍生品交易的监管空白，交易报告库、集中清



算等制度充分借鉴了行之有效的国际实践经验，有利于守住不发生系统性金融风险的底线。三是有利于其他衍生品业务的健康发展。草案明确了合格投资者、单一协议、终止净额结算、履约担保等制度，增强了其他衍生品交易者的预期，加强了对投资者合法权益的保护，为其他衍生品市场的健康发展奠定了法律基础。

三、品种上市注册制释放市场发展动能

实行期货期权品种上市注册制无疑是本次立法最大亮点之一。草案吸收了证券上市注册制的成功经验，规定期货期权新品种的上市，由期货交易所报国务院期货监督管理机构注册。该规定将为期货市场发展释放巨大的制度红利，顺应了期货市场发展趋势，贯彻了中央有关“放管服”精神。一是新品种上市注册制符合国际

立法潮流。例如在美国，期货交易所可以根据法律以自我认证的方式上市新品种。在欧盟，《欧盟金融市场工具指令》仅规定了衍生品上市交易的基本条件，具体上市安排由交易场所自行决定。草案关于期货期权品种上市注册制的规定吸收了发达市场的先进经验，符合国际立法趋势。二是新品种上市注册制有利于期货市场功能发挥。我国是全球制造业第一大国、货物贸易第一大国，我国企业有着旺盛的套期保值、风险管理需求。但是与大宗商品种类相比，我国的期货品种还不够丰富。新品种上市注册制将缩短品种上市周期，有利于为实体经济提供丰富的风险管理工具，充分发挥期货市场功能。三是新品种上市注册制有助于提升我国期货交易所的竞争力。注册制能够激发期货交易所发挥主观能动性，积极开发挖掘新品种，设计更符合市场需求的品种，提升与

外国交易所的竞争力，增强我国大宗商品定价的国际影响力。

四、明确交易所的标准仓单登记地位有利于改善营商环境

草案第四十九条规定，期货交易所负责标准仓单的登记，未经登记不发生注册、转让、注销等效力。这一规定明确了期货交易所的标准仓单登记地位。标准仓单是商品期货市场组织实物交割的主要标的，是实现期、现货价格敛合的主要工具。长期以来，商品期货交易所组织大宗商品的期货交易、结算、交割过程中，投入大量的人力、物力、财力，建立了完善的电子化登记系统，对标准仓单从注册到注销各环节进行全过程管理，事实上承担着标准仓单的注册、转让、出质、注销等各个环节的登记职能。目前我国期货市场上开展的标准仓单作为期货保证金、质押融资等业务均属于仓单出质，均由商品期货交易所进行登记。草案对此予以确认，有利于确保期货交割、期货保证金以及银行等金融机构债权的安全稳定，充分发挥标准仓单融资功能，贯彻落实党中央、国务院关于进一步提高动产和权利担保融资效率、优化营商环境、促进金融更好服务实体经济的要求。

五、加强期货交易者合法权益保护

投资者保护是资本市场一项重要基础性工作。草案加强了对期货交易者的保护。一是吸收了实践中行之有效的经验、制度。例如规定了投资者

适当性制度，并将投资者区分为普通投资者和专业投资者，对普通投资者给予更高标准的保护；设立期货交易者保障基金，为保障投资者权益提供财力支持；确定了纠纷调解制度、集体诉讼制度，为投资者提供了多元的纠纷解决路径。二是提升了违法成本。在法律责任一章对各类侵犯投资者权利的行为规定了名誉罚、财产罚等手段。与《期货交易管理条例》相比，罚款额度有较大提高。三是加强了对期货经营机构的监管。例如第七十八条规定了监管部门对严重损害交易者合法权益的期货经营机构可以采取的措施；第八十三条明确规定了期货经营机构不得进行损害交易者利益的十一类行为。上述规定，让期货法在投资者保护方面成为一部体系完备、“有牙齿”的法律。

六、专章规定跨境管辖与协作推动期货市场对外开放

草案第十二章专门规定了跨境管辖与协作，在当前国际形势下，对引导我国期货市场“引进来、走出去”持续深入具有重大意义。一是在境内交易者“走出去”过程中切实保护其合法权益。草案第一百三十一条、第一百三十二条分别对境外期货交易所、境外期货经营机构向国务院期货监督管理机构注册或者申请豁免注册的情形进行了规定，能够为监管机构开展跨境管辖提供有力抓手，维护期货市场秩序，保护我国投资者合法权益。二是规范对外结算价授权。借鉴境外监管经验，草案第一百三十二条将期货结算价授权纳入监管范围。结

算价授权，是指一交易所将其期货合约的结算价单向授权给另一交易所，允许该交易所上市使用上述授权结算价进行现金交割结算的期货或其他衍生品合约的业务合作模式。结算价授权在境外期货市场上应用较为广泛，有助于期货交易所丰富产品体系、优化产品结构。近年来，我国几家商品期货交易所也在探索与境外交易所开展授权合作，是交易所实施“走出去”战略的一个重要方面。草案这一规定将为结算价授权业务开展提供依据，推动“中国价格”发挥国际影响力。三是通过“引进来”条款明确境外机构行为规范。草案第一百三十四条、第一百三十五条对境外期货交易所在境内设立代表机构、境外期货经营机构等从事推广活动均有规定，有利于规范境外期货交易场所和期货经营机构等的行为，促进期货业务国际交流。四是草案第一百三十六条、第一百三十七条规定了跨境监管的协作机制与原则。随着我国期货市场对外开放的深入，有必要在法律中赋予监管机构开展跨境执法的权力，丰富其执法手段，维护期货市场的公平公正。

期货市场是规则市场，期货法的出台将弥补我国期货市场缺少法律层级立法的缺憾，进一步夯实我国期货市场规范健康发展的制度基石。结合我国实际，借鉴国际先进立法经验，不断完善草案内容，发挥法律规范的引领和保障作用，才能推动我国期货市场行稳致远，不断提升在国际市场中的竞争力。■

（本文作者供职于郑州商品交易所）

提升服务实体经济能力 维护国家金融安全

当前出台期货法具有四大重要意义

张啸尘 齐冠云



期货立法，一直以来都是关系期货市场基础制度建设和长远发展的重要工作。我国期货市场交易品种日趋丰富，交易者结构逐步优化，市场体系不断完善，通过价格发现、风险管理等功能稳定企业生产经营、推动产业升级，有效地服务了实体经济发展，成为我国金融体系的重要组成部分。然而，我国期货市场层级最高的法律文件仅为《期货交易管理条例》（下称《条例》），尚未出台专门法律，缺乏上位法对于市场发展进行引领和规范。为促进我国期货市场改革发展，亟待制定专门的期货法律，将实践中

运行良好、成熟可靠的制度和做法确立下来，并统筹考虑期货市场发展方向和全局，做好顶层制度设计。

一、境外期货立法情况

1. 美国期货立法

1922年9月，美国历史上第一部正式的期货交易法——《谷物期货法》（Grain Futures Act of 1922）颁布，该法从法律角度对于期货交易予以认可，并对于期货业监管和期货交易场所的自律管理进行了初步规定，在美国期货立法中具有里程碑意义。

1929年世界经济危机后，罗斯

福政府对金融市场进行整顿，为与1934年《证券法》相配套，1936年将《谷物期货法》修订为《商品交易法》（Commodity Exchange Act, CEA）。CEA是美国期货法制的基石，作为规范期货及其他衍生品交易的“母法”沿用至今。

20世纪70年代，美国期货市场形势发生较大变化，CEA的部分条款已经不能满足市场发展的需求。鉴于此，美国国会对CEA进行较大修订，并于1974年颁布《商品交易期货委员会法》，同时以该法为依据成立美国商品期货交易委员会（CFTC）作为期货行业的独立监管机构。

2008年金融危机之后，奥巴马政府提出金融监管的改革方案，并于2010年7月由美国参议院通过了对于CEA做出重大修改的金融监管改革法案——《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act），这是美国对于现行金融监管体系缺陷的全面反思和讨论的成果。

总体而言，美国期货市场经历了一个由“无法状态”到“有法有序”的发展历程，体现了国家根据不同发

展形势对于期货法律进行科学合理可行的制定、修改和完善。

2. 日本期货立法

日本的期货市场是从大米期货交易开始并逐步发展起来的。1868年，明治维新后，根据官府发布的《米商会所条例》，设置米商会所，即大米交易所。1893年，日本正式颁布了《交易所法》，从此开始了对期货交易进行立法管制的历史。

日本政府1948年制定实施了《证券交易法》，同时为了加强对期货市场进行监督管理，1950年8月5日，日本内阁颁布了新的《商品交易所法》，该法最主要的目的在于，尊重产业界的自主性；扩大商品交易所的自治性；完善主管大臣的监督。与此同时，内阁还颁布了《商品交易所法施行令》，作为对《商品交易所法》执行、适用进行解释。农林水产省和通产省共同颁布了《商品交易所法施行规则》，作为主管机关对《商品交易所法》的具体解释，此法历经多年修订，沿用至今。

为了应对国际金融竞争，日本在2000年5月制订《金融商品贩卖法》，2004年年底开始整合《证券交易法》、《投资信托法》及《商品交易法》等有关衍生品的规定，于2005年7月由金融厅提出规划，制定日本的《投资服务法》。2006年日本通过《证交法等改正法》和《证交法整備法》，并正式定名为《金融商品交易法》，于2007年9月正式实施。2009年为了适应离岸市场和场外市场迅速发展的现状，启动了对《商品交易所法》的修订工作，修订后该法被命名为《商

品衍生品交易法》，用于调整实物商品和期货相关交易活动。

总体而言，日本当前采纳金融期货和商品期货分别立法的模式，由《金融商品交易法》调整金融期货交易，由《商品衍生品交易法》调整商品期货交易。监管方面，日本期货市场按照品种所属范围由不同的部门进行监管合作，金融期货由日本金融厅统一监管，商品期货则由金融厅联合经济产业省和农林水产厅进行合作监管。

3. 新加坡期货立法

新加坡十分重视金融市场的规范化和国际化。1973年5月，马来西亚与新加坡交易所，正式划分为新加坡证券交易所和吉隆坡证券交易所两个独立的交易所。但新加坡政府对于期货市场的法制建设未及时跟进，期货市场交易过程中的法律问题往往依照新加坡民法中的相关理念和原则进行解决。直至1986年，新加坡才出台《期货交易法》用以专门规制期货交易行为。1990年，新加坡开设自动撮合国际市场（CLOB International），以引进境外投资者，并于1992年颁布《商品期货法》，以符合金融国际化的趋势。

2001年，新加坡国会通过金融管理局的建议，对于期货交易相关立法进行了较大规模的修订和整合，将《期货交易法》、《证券业法》和《公司法》的有关条款整合为《证券期货法》，并将《商品期货法》进行修订，更名为《商品交易法》。

新加坡期货市场法制体系具有“多法合一”的特点，即资本市场的证券、金融期货、商品期货等均适用

统一的法律制度。当前，新加坡现行期货市场法律制度的基石是《证券期货法》和《商品交易法》，而《新加坡金融管理局法》和《新加坡国际企业委员会法》使得新加坡金融管理局和新加坡国际企业委员会形成了新加坡期货监管机制的主体。此外，新加坡期货公司除应符合《证券期货法》和《商品交易法》的具体要求外，还需受到《民法》、《公司法》的规制。规范有序的法律体系为主推离岸金融衍生品的新加坡期货市场提供了重要保障。

4. 中国台湾期货立法

台湾地区以清理地下期货交易为契机，于1992年7月颁布《国外期货交易法》，并于1993年1月生效实施，开放期货经纪商受托从事境外期货交易。1997年，台湾期货交易所正式成立。1997年，台湾颁布了《期货交易法》，成为台湾期货交易所、期货结算机构、期货服务机构的法律依据，旨在建立台湾岛内期货市场，为期货交易构建完备的监管体系，防范期货业金融风险。1998年5月，台湾《期货交易税条例》通过立法程序，在随后的十多年里，相继出台了多部规范各类市场主体的管理规则，形成了一个较为健全的期货市场法律体系。期货监管方面，2003年通过《金融监督管理委员会组织法》，实现金融、保险、证券等监管业务一元化，次年设立金融监督管理委员会，下设证券期货局对资本市场及证券期货相关服务进行监管。

总体而言，台湾地区期货市场发展经历了先开放境外期货交易而后建

立境内市场的路径，相关法律法规的制定，也由“国外期货交易法”逐步转至由“期货交易法”规范，显示了期货市场发展由国际化而本地化的特征。

二、期货法出台的重要意义

参考境外期货市场的发展经验，专门性的期货立法有助于健全期货市场监管体系，稳定期货投资者预期，规范和促进期货市场健康发展。从立法效果层面看，期货法的出台也有效促进了当地期货市场规模的扩大和国际竞争力的提升。对于我国而言，制定和出台期货法在贯彻落实党中央的决策部署、服务实体经济、防范化解金融风险、促进国内国际双循环等方面具有重要意义。

第一，制定和出台期货法是贯彻落实党中央决策部署的重要举措。党中央始终高度重视期货市场发展和期货市场法治建设工作。党的十九届五中全会强调，“完善现代金融监管体系，提高金融监管透明度和法治化水平”。在总结期货市场实践经验的基础上，有必要通过制定期货法，贯彻好落实好党中央决策部署，着力加强法律制度建设，夯实金融体系稳健运行的法治基础。

第二，制定和出台期货法是提升期货市场服务实体经济能力的内在要求。期货市场是一个与实体经济相互融合的市场，但目前存在期货上市品种有待丰富、市场规则制度有待进一步完善等问题，制定期货法和建立完善期货品种上市机制势在必行，有助于激发市场活力，不断提高期货市场服务实体经济的能力，以更好地适应

国民经济高质量发展的要求。

第三，制定和出台期货法是维护国家金融安全的重要保障。做好自身风险防控、严防系统性风险是期货市场的底线。随着期货市场改革的深化，产品业务不断创新，市场结构趋于复杂，市场规模不断扩大，完善有效的风险防控体系和制度凸显其重要意义。期货法的制定将使得我国期货市场风险控制制度进一步完善，同时依法加强对市场主体的监督管理，加大对于违法违规行为的惩处力度，更好地维护国家金融安全。

第四，制定和出台期货法是通过期货市场促进国内国际双循环的客观需要。党的十九届五中全会和中共中央“十四五”规划均强调，立足国内大循环，促进国内国际双循环。随着我国改革开放和国际贸易的蓬勃发展，我国已成为全球最大的大宗商品贸易国，但由于我国的期货市场交易者仍以境内交易者为主，所形成的价格也主要反映境内市场供求状况，需进一步争取国际定价话语权。近年来，期货市场双向开放格局正在拓展纵深，但对于对外开放路径、跨境监管和协作等问题仍缺乏法律层面的支撑。期货法立法设置专章对于此问题进行阐述，将有效推动制度型对外开放、提升我国期货市场的国际化水平，意义巨大。

三、期货法的制定历程

在我国期货市场建立初期，立法机关就高度重视期货立法。2013年9月，期货法正式被列入第十二届全国人大常委会立法规划中第二类立法项

目，由全国人大财经委员会负责组织草案起草。同年12月，全国人大财经委成立期货法起草小组，并召开期货法起草组第一次全体会议，正式启动期货法立法工作。

2018年9月，期货法被列入第十三届全国人大常委会立法规划中第二类立法项目。2019年，全国人大常委会办公厅就期货法草案征求国务院办公厅意见。

2020年，全国人大财经委第44次全体会议审议通过期货法草案。2021年4月22日，期货法草案提请第十三届全国人大常委会第二十八次会议初次审议（“一读”）。4月29日，全国人大常委会公布《中华人民共和国期货法（草案）》，向社会公众征集修改、完善的意见和建议。公开征集意见于5月28日完成，引起社会各界广泛关注，收到来自期货市场从业机构、学术界、法律界、企业界诸多建设性的意见和建议。

总体来看，《草案》不仅反映了期货市场成熟的制度机制，还具有一定的前瞻性和先导性，内容比较完整丰富，结构相对科学合理，既能基本适应目前监管需求，又为未来期货市场改革发展预留了适度空间。以《草案》为基础出台期货法，能够完善金融市场法律体系，弥补制度短板，保障期货市场健康高质量发展，促进期货市场更好地为国民经济服务，并为期货市场全面对外开放提供坚实的法律支撑，有效提升我国期货市场国际竞争力和影响力。^[1]

（本文作者供职于中国金融期货交易所）

基于期货诉讼实践 对期货法草案的修改建议

于学会

《中华人民共和国期货法（草案）》（下称期货法草案）4月底公布并向社会公开征求意见，征求意见现已结束。期货法草案对期货市场的主基调从“规范、整顿”调整为“促进、支持”，赋予期货市场正面的社会形象。其规范的期货市场外延大幅扩展，不再局限于仅有的四五家期货交易所，也涵盖了金融产品在内的其他衍生品市场，并为市场发展预留了空间。其对现行期货市场法规、规章、规定进行全面梳理和升级，引发了社会各界的关注和热议。

笔者结合多年从事期货法律诉讼工作经验，对期货法草案中若干对期货公司（期货经营机构）及客户（交易者）间诉讼纠纷可能产生的影响的条款进行分析，并提出相关建议。

一、明确强行平仓的法律属性——按合同约定执行

现行《期货交易管理条例》（下称条例）第三十四条第2款规定：“客户保证金不足时，应当及时追加保证金或者自行平仓。客户未在期货公司规定的时间内及时追加保证金或者自行平仓的，期货公司应当将该客户的合约强行平仓，强行平仓的有关费用

和发生的损失由该客户承担。”

期货法草案第四十四条第2款规定：“交易者的保证金不符合规定标准，且未在规定时间内追加保证金或者自行平仓的，结算参与者应当依照约定强行平仓。强行平仓发生的有关费用和损失由交易者承担。”

期货法草案将条例中的“应当将该客户的合约强行平仓”表述修改为

“应当依照约定强行平仓”。

“应当将该客户的合约强行平仓”是一种强制性要求，通常被解读为：在条件满足时，强行平仓是期货公司的义务，如果违反，期货公司要承担相应的法律后果。《最高人民法院关于审理期货纠纷案件若干问题的规定》（下称司法解释）第三十一条第2款“期货公司在客户没有保证金或





者保证金不足的情况下，允许客户开仓交易或者继续持仓，应当认定为透支交易”、第三十三条第2款“客户的交易保证金不足，期货公司履行了通知义务而客户未及时追加保证金，客户要求保留持仓并经书面协商一致的，对保留持仓期间造成的损失，由客户承担；穿仓造成的损失，由期货公司承担”、第三十五条第2款“期货公司允许客户透支交易，并与其约定分享利益，共担风险的，对透支交易造成的损失，期货公司承担相应的赔偿责任”的规定，都是以条例中“应当将该客户的合约强行平仓”为依据的。

期货法律领域中，关于“强行

平仓是期货公司的权利还是义务”的争议由来已久，在此不展开讨论。但将强行平仓规定为期货公司的义务是期货行业“清理、整顿”阶段的产物，与国际交易惯例并不相符。当期贷行业外延不断扩大，如证券公司开展“融资融券”业务、期权业务，甚至其他机构开展的金融衍生品业务都开始面临“强行平仓”时，就发现将“强行平仓”规定为“机构的义务”并不现实。于是实践中就出现了“双轨制并行”的情况，期货公司的强行平仓是义务，而其他金融机构的强行平仓则不是，既不严肃且没有道理。

期货法草案规定为“应当按照约定强行平仓”是一种进步，也是向国

际交易惯例的回归，客户（交易者）账户处置的第一责任人永远是客户（交易者）自己，强行平仓只是金融机构自保的手段。该规定如果正式实施，期货公司与其他金融机构强行平仓的待遇将会统一，上述司法解释也应在期货法正式实施后进行调整。

二、私下全权委托期货公司应有条件承担责任

期货法草案第七十四条第2款规定：“从事期货业务的人员在从事期货业务活动中，执行所属的期货经营机构的指令或者利用职务违反期货法律法规的，由所属的期货经营机构承担全部责任。”在征求意见过程中，

期货公司对该条规定意见极大。

人民法院受理的期货纠纷案件中，有一类纠纷占比较大，即期货从业人员私下接受客户委托代理其交易造成亏损，客户起诉期货公司要求承担责任。由于期货交易专业性强，操作难度大，很多客户自己操作困难，便与相熟的期货从业人员私下协商，委托该从业人员代其操作，盈利则提成奖励。我国期货法律禁止期货公司和从业人员接受客户全权委托，无论期货公司对从业人员如何加强管理，在开户文件中对客户反复告知，甚至在电话回访中直接询问客户是否有私下委托从业人员的情形等，始终难以杜绝该类情形。

司法解释第八条规定：“期货公司的从业人员在本公司经营范围内从事期货交易行为产生的民事责任，由其所在的期货公司承担。”按照该规定，在司法实践中，对上述纠纷一般处理原则是，如果期货公司已尽到充分告知义务，客户私下委托从业人员进行期货交易，超出期货公司经营范围，属从业人员的个人行为，与期货公司无关。该种处理，合情合理，也取得了良好的社会效果。

期货法草案第七十条第2款规定：“期货经营机构从事经纪业务，不得接受交易者的全权委托，其从业人员不得私下接受客户委托从事期货交易。”结合该规定看，如果从业人员利用工作之便私下接受客户委托从事期货交易，后果也应由所属期货公司承担，显然不合理。这样规定，显然未考虑到期货市场的实际情况。

建议将第七十四条第2款修改为

“从事期货业务的人员在从事期货业务活动中，执行所属的期货经营机构的指令或者利用职务违反期货法律法规，交易者没有过错的，由所属的期货经营机构承担全部责任”，增加“交易者没有过错的”内容。

三、期货交易者对账户持仓保持关注亦是法定义务

期货法草案第五十九条规定：“交易者有权查询其委托记录、交易记录、保证金余额、与交易者接受服务有关的其他重要信息。”

上述规定的出发点强调保护交易者对交易信息的知情权，但在我国期货市场的实践中，客户每日可以通过多种渠道获知交易和结算信息，中国证监会亦强制要求期货公司通过期货市场监控中心查询系统向客户发送结算信息，期货市场对客户知情权的保护远超过证券市场，客户知情权并非期货市场的主要矛盾。

相反，由于期货交易实行保证金交易及当日结算制度，交易风险大，期货公司每日向有持仓的客户发送结算报告，还可能随时向客户发送追加保证金通知等文件，期货经纪合同中通常约定客户对结算结果提出异议的期限，超过期限即视为确认（除斥期间）。因此，期货市场中，交易者不能如证券市场一般，买入股票后即对账户不闻不问，亦不应在被强行平仓后辩称自己未关注市场变化，未及时发现期货公司发送的通知或公告。

在期货纠纷诉讼中，经常有客户以自己未及时关注交易结算结果为理由主张免责，该行为既不符合期货交

易（时效性）特点，亦违背诚信原则。《期货公司监督管理办法》（下称监督办法）第六十八条规定：“期货公司应当在每日结算后为客户提供交易结算报告，并提示客户可以通过期货保证金安全存管监控机构进行查询。客户应当按照期货经纪合同约定方式对交易结算报告内容进行确认。客户对交易结算报告有异议的，应当在期货经纪合同约定的时间内以书面方式提出，期货公司应当在约定时间内进行核实。客户未在约定时间内提出异议的，视为对交易结算报告内容的确认。”司法解释第二十九条规定：“期货公司对期货交易所或者客户对期货公司的交易结算结果有异议，而未在期货交易所交易规则规定或者期货经纪合同约定的时间内提出的，视为期货公司或者客户对交易结算结果已予以确认。”

结合期货市场的特点，在保护交易者知情权的同时，亦应规定交易者有及时查询，并对账户资金状况保持关注的义务。建议将上述条文修改为“交易者有权并应当及时查询其委托记录……”，增加“并应当及时”五字。

四、经纪业务中的交易建议与投资咨询业务不能混为一谈

期货法草案第八十三条规定：“禁止期货经营机构及其从业人员从事下列损害交易者利益的行为：

……

（五）以虚假信息、市场传言或者内幕信息为依据向交易者提供交易



建议。”

期货公司向客户提供的交易建议，可分为两种：第一种是正规的投资咨询业务，与客户签服务合同，出具投资咨询报告；第二种是在经纪业务中，从业人员向客户提供服务时，可能会发表的对市场的看法，也可以说是交易建议。

第一种服务要求较高，监督办法第七十五条规定：“期货公司及其从业人员从事期货投资咨询业务，不得有下列行为……（二）以虚假信息、市场传言或者内幕信息为依据向客户提供期货投资咨询服务。”

第二种服务体现在从业人员的日常工作中，其发表对市场的看法（交

易建议）可能会依据市场中不确定的信息或传言（可能真实也可能虚假），只要客户也清楚信息来源，从业人员没有故意隐瞒或误导，行业惯例中，通常要求从业人员在提出看法（建议）后要强调“意见仅供参考”，就是合理的服务。在期货经纪合同中，对此也有明确约定。

对第二种服务不能过于苛求，只有从业人员有故意欺骗行为，才构成欺诈客户。司法解释第五十二条规定：“期货交易所、期货公司故意提供虚假信息误导客户下单的，由此造成客户的经济损失由期货交易所、期货公司承担。”该规定在司法实践中，既保护

了客户合法权益，又维护了期货市场正常秩序。

该条第（五）项的表述，将期货公司上述两种“交易建议”混为一谈，大幅降低了客户对期货公司的诉讼门槛，会造成从业人员不再敢向客户发表观点，干预了期货公司正常的经纪服务。建议将第（五）项修改为“以虚假信息、市场传言或者内幕信息为依据向交易者提供期货投资咨询服务”，将“交易建议”修改为“投资咨询服务”。^[1]

（本文作者供职于北京市众天律师事务所）

加快期货立法 开启期市新征程 服务构建新发展格局

刘庆斌



去年，是我国期货市场的而立之年。30年来，期货市场不忘风险管理初心，牢记服务实体经济使命，走过了初创探索、清理整顿、规范发展和功能有效发挥等重要历史阶段。历经风雨终见艳阳，今年，期货人期盼已久的期货法草案已经一读。4月29日，全国人大常委会公布《中华人民共和

国期货法（草案）》，向社会公开征求意见，期货法出台指日可待。

期货市场是规则导向市场，法治建设至关重要。从境外成熟市场发展历程看，期货市场的发展史就是期货法律法规不断完善的历史。出台一部专门的法律对期货市场发展进行规范和调整，是期货市场走向成熟的重要

标志。

期货法草案不是对《期货交易管理条例》的简单升级，从草案的体例安排和内容设计看，充分体现了“固化成功经验、消除发展障碍、强化顶层设计、预留发展空间”的立法思想。草案旗帜鲜明地提出：国家支持期货市场发展，建立适应期货交易特征，

便利自然人、法人和非法人组织参与，促进期货市场发展的会计、审计、税收、国有资产管理、外汇管理等制度，发挥期货市场发现价格、管理风险、配置资源的功能；国家鼓励利用期货市场和其他衍生品市场从事套期保值等风险管理活动；国家采取措施推动农产品期货市场和其他衍生品市场发展，引导国内农产品生产经营。草案将期货市场的发展提升至国家战略高度，既是对期货市场发展的充分肯定，更是立足新发展阶段，对期货市场服务构建新发展格局提出了新要求。我们有理由相信，经过广泛征求意见，进一步完善后出台的期货法，必将成为一部固根本、稳预期、利长远的基础性法律，为加快构架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提供法律保障，从而更好地促进我国期货市场从“建立起来”走向“强大起来”，成为提升重要大宗商品价格影响力的基础性工具，助力我国逐步成为全球大宗商品定价中心、风险管理中心和资源配置中心。

期货法草案是一部既与国际接轨又充分体现中国特色的法律。草案体现了期货市场统一立法、统一监管、

统筹发展的思路，基本实现了期现市场联动、场内场外市场协同、境内境外互通的目标。期货法草案的适用范围较《期货交易管理条例》扩大，明确了市场各参与主体的法律地位和期货市场基础法律关系；从法律层面对我国期货市场对外开放、跨境监管等作出安排，为期货市场对外开放以及跨境监管提供法治保障；引入了调解、集体诉讼等制度，强化了对投资者的保护；大幅提升了对违法行为的处罚力度，在立法层面形成鼓励创新发展和强化风险防控的有机平衡；删除了期货公司不得从事或者变相从事期货自营业务的内容，扩大了期货公司经营范围，为期货公司未来业务创新预留了空间。在期货法出台之前，每一位期货人都要心怀“国之大者”，积极参与到期货法的完善工作之中。笔者结合自己的工作实践，提出以下完善建议：

一、处理好机构监管和功能监管之间的关系，建立以功能监管、统一监管为目标的期货及其他衍生品监管体系

机构监管和功能监管是金融领

域的两种监管模式，各有其存在的价值和适用领域。机构监管是指特定类型金融机构的所有监管事项由相应机构监管者统一负责，而不论其涉及何种金融业务。功能监管是指依据金融体系的基本功能和金融产品的性质而设计的监管，而不论这种功能由何种性质的机构行使。现行金融行业的监管仍以机构监管为主，这种机构监管模式比较适应传统分业经营环境。但随着近年来金融业务由分业经营向混业经营的逐步转变，不断出现的跨行业、跨市场的业务交叉，让金融业务透明度降低，机构监管模式在防控混业金融风险方面逐步暴露出缺陷，“原油宝”事件就是一个具有代表性的例子。因此，随着混业经营环境的发展，金融监管模式需要实现从机构监管向功能监管的转变。

期货及其他衍生品市场具有专业性强、监管难度大的特点。未来各类金融机构将以不同的方式参与期货及其他衍生品市场交易，提供期货及其他衍生品的综合金融服务。为防止出现监管空白、监管重叠、监管套利等问题，建议以期货法出台为契机，在期货及其他衍生品领域构建功能监管



模式，将与期货及其他衍生品相关的业务统一纳入期货法规范和调整的范围，在统一的监管标准和规则下，对从事相同期货及其他衍生品业务进行集中统一监管，以确保监管的一致性，这样既有利于解决混业经营环境下对期货及其他衍生品创新业务的监管归属问题，又有利于创造公平的竞争环境，促进金融市场创新发展。为此，建议对期货法草案第七条的相关内容进行调整。

二、处理好前瞻性、顶层性设计与分类实施、逐步推进的关系，进一步扩大期货公司业务范围，为未来发展预留充足空间

关于期货公司的业务范围，不仅是行业最关心的问题，而且关系到期货服务现货能力的基础性问题。毋庸置疑，当前期货市场存在的主要矛盾是实体经济迅速增长对风险管理的巨大需求与期货行业整体服务能力不足之间的矛盾。尽管制约期货行业服务能力的因素较多，但现行法规对期货公司业务范围的限制是主要因素之一。与成熟市场相比，我国期货公司业务范围相对较窄，业务模式比较单一，导致期货行业呈现出多小弱散的特点和盈利能力较弱、高端人才聚集不足、服务能力不强、业务差异化受限的局面，既与国内外资本市场发展现状不匹配，更与高质量服务构建发展新格局不适应。当前，世界百年未有之大变局加速演化，新冠疫情流行影响深远，国际政治经济金融形势日趋复杂多变，不确定性因素增加，大宗商品价格波动剧烈，实体企业对有

效管控价格波动风险的需求比以往任何时候都要大得多，尽快提升期货行业服务实体经济的能力不仅十分迫切，而且极为重要。我们应借鉴境外成熟市场对期货经营机构业务范围的规定，以及我国证券法对证券公司业务范围的规定，基于实体经济对风险管理服务的巨大需求和期货公司作为金融机构应当具备的基本功能，系统梳理、科学定义、合理确定期货公司的业务范围，为期货公司不断提升服务能力、扩展服务范围预留空间，以法律制度创新带动业务创新，推动期货公司从传统经纪商向集风险管理、财富管理、投资咨询等功能于一体的综合衍生品服务提供商转型。鉴于此，建议对期货法草案第六十八条关于期货公司业务范围的规定进行扩充性调整，期货公司经过核准可以从事以下部分或者全部业务：（1）期货经纪，含商品期货经纪、金融期货经纪、境外期货经纪；（2）期货投资咨询；（3）期货交易顾问；（4）资产管理；（5）金融产品销售；（6）中间介绍；（7）期货保证金融资；（8）期货自营；（9）期货做市交易；（10）其他衍生品交易；（11）期货结算；（12）经国务院期货监督管理机构核准的其他期货业务。

关于期货公司的业务范围，在立法时，要突出前瞻性规划，强化顶层设计，业务范围应当尽可能地广；在具体实施过程中，可以结合实体经济需求，以及期货公司的资本实力、专业能力、合规风控能力，从严设定许可条件，分类许可，严把准入关，并加强事中事后监管，避免因期货公司

业务范围在短期内全部放开出现的风险，在业务许可阶段分步实施，稳步推进，以消除社会各方对期货公司业务范围放宽的担心。

三、处理好从严监管防风险与贯彻“三新”要求谋发展之间的关系，消除在期货市场清理整顿时期遗留的印记

当前，我国已转向经济社会高质量发展阶段，期货市场将迎来由量的积累向质的提升转变的关键时期，大力发展期货市场已经具有多方面的优势和条件，但同时社会各方面对期货功能作用的认识还存在不充分、不全面、不深刻、不客观的问题，上世纪90年代期货市场清理整顿遗留下来的印记还在个别地方存在。期货立法，在强化从严监管、防范风险的同时，一定要准确把握“三新”要义，落实“三新”要求，深刻认识新发展阶段，全面贯彻新发展理念，着力构建新发展格局。为此，建议删除期货法草案第二十九条“任何单位和个人不得违规使用信贷资金、财政资金进行期货交易”的表述。因为，违规使用信贷资金、财政资金从事“任何交易”都应当被禁止。信贷资金、财政资金如何使用应由相应的具体规定或规范性文件进行规范，没有必要上升到法律规定写入期货法。一旦写入期货法，实践中容易出现误读、误释、误用等问题，导致信贷资金、财政资金不能参与期货交易。

需要进一步说明的是，信贷资金用于企业现货生产经营的同时用于套期保值，将使企业经营更加稳健，信



贷资金将更加安全。由财政资金参与的“保险+期货”模式在服务国家脱贫攻坚战略方面发挥了重要作用，今后将会有更多的财政资金及类似性质资金参与“保险+期货”模式，助力国家乡村振兴战略。可以预见，未来信贷资金用于套期保值以稳定企业经营，财政资金参与“保险+期货”服务乡村振兴，应当被积极支持且成为常态。

四、处理好金融服务提供者与金融消费者之间的关系，在强化金融机构信义义务的基础上，厘清两者基于平等民事主体之间的权利与义务，依法保护双方的合法权益

期货法草案通过强化投资者适当性管理制度，区分普通交易者和专业交易者，引入调解制度、集体诉讼代表人制度、举证责任倒置制度等，显著加强了对期货交易者的保护，是此次期货立法的一大亮点。上述制度

安排，基本符合我国期货市场现阶段投资者结构情况。目前，我国期货市场是一个中小散户数量占比较高的市场，这种状态可能还要持续较长时间。因此，加强投资者保护特别是对中小投资者的保护至关重要。但同时需要在立法中处理好金融机构与期货交易者之间的基本法律关系二者是平等民事主体之间的关系。为此，建议在强调金融机构信义义务、

适当性义务的基础上，明确金融消费者的基本义务，依法合理保护金融消费者的合法权益和理性行为，避免因过度保护反而影响了对金融消费者的根本保护和长期保护。因为，过度不当保护客观上会造成金融消费者风险识别、风险防范能力的弱化，并且过度保护还会引发非理性维权行为，影响社会秩序和金融稳定。另外，没有限制条件的“举证责任倒置”可能会使很多金融机构烦举证、怕担责从而降低对部分中小交易者的主动服务行为，最终出现事与愿违的结果。因此，建议对举证责任倒置的适用情形进行细分，适当限定举证责任倒置的条件和情形。

五、处理好行政责任与民事责任的关系，依法处理期货公司违规行为与客户损失赔偿问题

期货法草案多个条款强调期货公司违规需要承担客户损失赔偿责任。期货公司是金融机构，应当接受金融

监管，出现违规问题应当受到应有的处罚，承担行政责任，包括被监管部门采取监管措施、行政处罚等。期货公司的违规问题是否应当成为赔偿客户损失的理由，需要客观分析、个案研究，实践中情形比较复杂，关键要看违规行为与客户损失之间是否存在直接的因果关系（而非模糊的因果关系、间接的因果关系等），以及双方的过错大小，过错方各自承担与其过错相对应的责任。实践中，期货公司虽有违规行为，但该行为如果不是造成客户损失的直接原因，那么期货公司仅承担行政责任，接受监管部门的相应处罚，而不应当承担民事赔偿责任。客户参与期货交易出现损失原因是多方面的，客户自身是否有过错、过错大小，期货公司是否需要承担赔偿责任以及应当承担的具体比例等问题，可以通过民事诉讼程序解决，通过民事程序确定期货公司的民事责任，不宜将行政责任与民事责任混同对待和处理。

六、处理好行政监管与自律管理之间的关系，进一步强化和丰富期货业协会的职能

在“行政、自律、市场”三元治理架构中，自律机制因具有道德约束和柔性管理的特征，成为不可替代的重要组成部分。近年来，中国期货业协会紧紧围绕期货市场服务国家战略、服务实体经济的根本宗旨，充分发挥自律、服务、传导职能，在教育和组织会员和从业人员遵守法律法规、开展诚信建设、履行社会责任、维护投资者合法权益、制定和实施行

业标准和业务规范、推动行业创新发展、调解期货纠纷等方面发挥了积极、重要的作用，有力地促进了期货行业发展和期货市场功能发挥。从期货法草案内容看，有关中期协职责的规定相对完善，但与境外成熟市场自律组织职能相比，仍存在进一步加强和丰富的空间。建议在通过立法巩固中期协现有职能的基础上，增加中期协的仲裁职能。仲裁具有程序上的灵活性、专家裁决的专业权威性、不公开审理的保密性和一裁终局的快捷性等优点。期货行业的纠纷具有专业性强、案情复杂等特点。期货行业的纠纷特点客观上具有对专业仲裁机构的内在需求。近年来，中期协在调解会员与客户、会员与会员、客户与客户之间的纠纷方面发挥了巨大作用，积累了丰富的期货纠纷调解经验。与此同时，中期协在履行自律管理职责过程中，积累了丰富的期货专家资源，比较容易建立专业权威的仲裁员专家库，为专业、公正、高效地开展仲裁工作奠定了专业基础和人力资源基础。鉴于此，建议增加中期协对期货及衍生品领域的仲裁职能，充分发挥自律组织在化解矛盾、调解纠纷方面的专业性优势，推动多元共治，促进期货行业健康发展。

七、处理好现货市场监管与期货市场监管之间的关系，加强期现货市场的监管协同和监管联动

近年来，我国期货市场监管力度不断加强，期货交易所和期货公司对异常交易的监控能力不断提升，通



过期货市场直接进行价格操纵的难度越来越大。但由于期货价格与现货价格高度相关，期货价格理论上就是对现货远期价格的反映，且交割保证了期货价格向现货价格的强制收敛。当期货价格操纵难度加大时，有些不法机构或个人往往会通过在现货市场利用资金优势、垄断优势，或者利用囤积居奇、散播虚假信息、哄抬物价等不正当手段干扰现货价格，进而影响期货价格。大宗商品价格的合理性事关经济平稳运行和居民消费，5月19日召开的国务院常务会议，明确指出要高度重视大宗商品价格攀升带来的不利影响，遏制其价格不合理上涨，努力防止向居民消费传导。

从期货法草案的内容看，草案关于期货市场监管分工及协作的规定相对明确，但未对期货与现货市场之

间的协同监管、联动监管作出规定，对期货市场监管部门与现货市场各相关行政管理部门之间的行政监管协作、对期货自律组织与各相关现货自律组织的自律管理协作的法律支持不足。为此，建议增加“跨部门监管与协作”专章，明确涉及大宗商品期货市场、现货市场的各相关行政管理部门、各相关自律组织，要建立跨部门、跨行业的协作监管机制、信息共享机制和联合打非机制，形成监管合力，严厉打击对现货价格、期货价格的操作行为，有效防范不合理现货价格对期货价格的不利影响，以及非理性期货价格对现货价格的不当引导，共同维护大宗商品市场的健康发展。■

（本文作者供职于鲁证期货股份有限公司）

关于进一步完善期货法草案的建议

钟维



第十三届全国人大常委会第二十八次会议对《中华人民共和国期货法（草案）》（以下简称《草案》）进行了审议，并在中国人大网公布和征求意见。我们在此就《草案》中存在的一些问题及修改方向提出建议。

一、第三条、第四十七条、第四十八条

《草案》第三条的规定存在四个问题，分析如下：

第一个问题，与《期货交易管理条例》（以下简称《条例》）第二条相比，《草案》第三条第1款所采用的是广义的期货概念，立法意图是用“期货”概念来涵盖包括狭义的“期货”

和“期权”在内的所有场内标准化合约。但在此种立法格局下，只要在本法其他地方再出现专门针对期权的规定，在解释逻辑上就会出现矛盾。

例如，第三条第2款是针对场外衍生品的规定，其中包括“非标准化的期权合约”。就会造成这样一个问题，即标准化的期权合约根据第1款叫“期货”，而非标准化的期权合约根据第2款叫“期权”。

再如，第四十七条第1款讲的是期货合约的交割方式，第2款讲的是期权合约的交割方式。上述第三条把两种合约都涵盖在“期货”概念下，在这里却又分开表述两种合约的交割方式，显然采用的又是狭义的期货和期

权概念。

然而，第四十八条规定：“期货交易的交割或者行权，由期货结算机构组织进行。期货交易的交割包括实物交割、现金交割。”该条中“期货交易的交割或者行权”的表述又换成了广义的期货概念，因为“行权”是只有期权合约才有的。

因此，建议保留《条例》中对期货合约和期权合约分别定义的方式，并规定“除另有规定外，有关期货的法律规定准用于期权”，同时对整部法律相关条文的表述重新进行梳理。

第二个问题，第三条第1款将期货定义为“由期货交易场所统一制定的、将来在某一特定的时间和地点交

割一定数量标的物的标准化合约”。同时第3款对其中的“标的物”作出了界定，“包括农产品、工业品、能源等商品、服务及相关指数，以及有价证券、利率、汇率等金融产品及相关指数等”。在法律解释上，意味着期货合约交割时只能交付这些对象。然而，指数、利率、汇率合约等都是无法实物交割的，采用的是现金结算的方式，现有的立法表述方式无法涵盖现金结算方式。

因此，建议将第三条第1款修改为：“本法所称期货，是指由期货交易场所统一制定的、将来在某一特定的时间和地点进行交割的标准化合约。”这样就能与第四十八条的“期货交易的交割包括实物交割、现金交割”衔接上。

第三个问题，第三条第2款想要规定的是场外衍生品，但是采用了“其他衍生品”的表述：“本法所称其他衍生品，是指价值依赖于标的物价值变动的、非标准化的远期交割合约，包括非标准化的期权合约、互换合约和远期合约。”目前场外衍生品有一种标准化的趋势，而且场外衍生品标准化也是被鼓励的。但是，该款的立法表述方式无法涵盖场外的标准化衍生品。同时，“远期交割合约”的表述方式也容易与狭义的远期合约混淆。

因此，建议将第三条第2款修改为：“本法所称其他衍生品，是指在期货交易场所之外交易的，价值依赖于标的物价值变动的未来交割合约，包括期权合约、互换合约和远期合约。”

第四个问题，第三条第3款规定：“期货交易和其他衍生品交易的标的

物包括农产品、工业品、能源等商品、服务及相关指数，以及有价证券、利率、汇率等金融产品及相关指数等。”期货及衍生品交易是一种双层标的法律结构，其中，期货交易及衍生品交易的标的是期货及衍生品合约，期货合约及衍生品合约的标的是各种基础资产。因此，该款的表述是不准确的。此外，该款对合约基础资产的列举无法涵盖未来可能出现的新型标的资产。

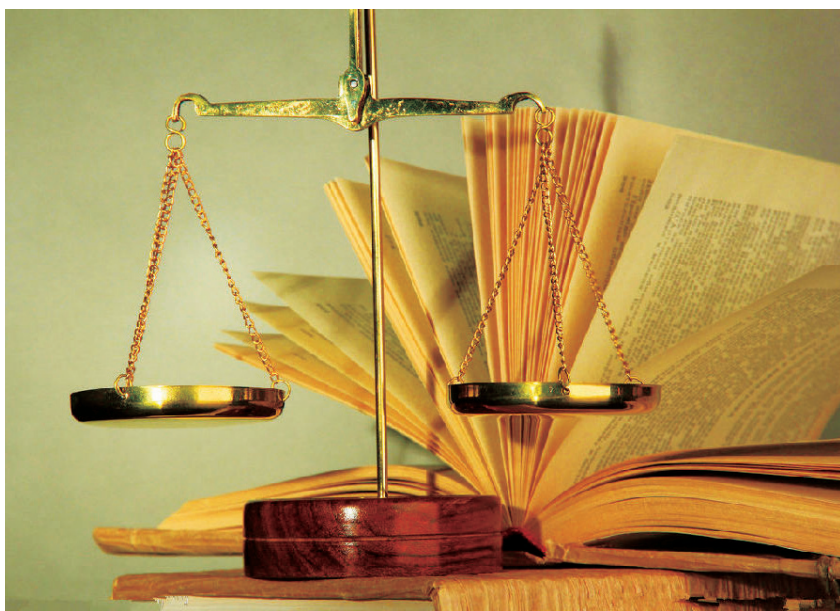
因此，建议将第三条第3款修改为：“期货合约和其他衍生品合约的标的物包括农产品、工业品、能源等商品、服务及相关指数，有价证券、利率、汇率等金融产品及相关指数等，以及其他依合约安排能够决定合约价值的基础资产。”

二、第七条

《草案》第七条第1款规定：“国务院期货监督管理机构依法对全国期货市场实行集中统一监督管理。利率、

汇率期货由国务院依法另行规定。”

该款第1句来自《条例》，《条例》中没有第2句。《条例》明确规定了国务院期货监督管理机构对期货市场的集中统一监管，《草案》与之相比其实是倒退了，割裂了对期货市场的监管。这样可能产生若干问题，例如，跨市场操纵、内幕交易等违法行为的管辖权问题。再如，证监会系统多年来已经建立了包括交易、结算、保证金监控、风险监控等一整套期货市场及监管的基础设施，如果利率、汇率期货未来国务院规定专属于央行管辖，那么这两种期货的交易和监管是用证监会已经建立的监管体系，还是央行另建一套？可以理解，利率、汇率对于我国金融安全有重大意义，因此相关期货合约的上市及规则制定应当符合央行的政策。但期货市场的行为监管并非央行所擅长的，而且不同机构监管间的漏洞有可能被违法者所利用，因此应当专属于证监会。





因此，建议将第七条第1款修改为：“国务院期货监督管理机构依法对全国期货市场实行集中统一监督管理。利率、汇率期货的上市及相关规则制定应当征求中国人民银行的意见。”

三、第二十一条、第九十一条、第九十五条

《草案》第二十一条规定：“依照期货交易所依法制定的业务规则进行的交易，不得改变其交易结果。发生本法第九十一条规定的情形导致期货交易价格出现重大异常的，期货交易所按照业务规则可以取消交易或者调整交易价格，并及时向国务院期货监督管理机构报告并公告。对依照前款规定采取措施造成的损失，期货交易所不承担民事责任，但存在重大过错的除外。”

然而，第九十一条规定的“异常情况”仅包括：在交易中发生涉嫌操

纵期货市场的行为；发生不可抗拒的突发事件；国务院期货监督管理机构规定的其他情形。第三种情形要求证监会事先规定，因此实际上法律中明确规定的只有前两种情形。

但这两种情形明显无法涵盖期货交易场所按照业务规则需要取消交易或者调整交易价格的情形。与之相比，第九十五条列举的情形更加全面：“因不可抗力、意外事件、重大技术故障、重大人为差错等突发性事件而影响期货交易正常进行时，或者期货交易出现重大异常波动的，期货交易所对其为维护期货交易正常秩序和市场公平，按照本法和业务规则规定履行职责造成的损失，不承担民事赔偿责任，但存在重大过错的除外。”

第九十五条列举的情形包括“不可抗力、意外事件、重大技术故障、重大人为差错等突发性事件”，比第九十一条少了“发生涉嫌操纵期货市

场的行为”，而这种情况也会影响期货交易正常进行或者导致期货交易出现重大异常波动，因此应当将此种情形加入第九十五条中。

在法律效果上，第二十一条第3款和第九十五条都规定，期货交易所根据其职责对异常情况进行处置而造成损失的，期货交易所不承担民事责任，但存在重大过错的除外。这两个条款的规范意旨和法律效果都是一致的。因此，第二十一条应当援引第九十五条，而非第九十一条。

因此，建议将第二十一条第2款修改为：“发生本法第九十五条规定的情形导致期货交易价格出现重大异常的，期货交易所按照业务规则可以取消交易或者调整交易价格，并及时向国务院期货监督管理机构报告并公告。”

同时将第九十五条修改为：“因不可抗力、意外事件、重大技术故障、

重大人为差错等突发性事件、发生涉嫌操纵期货市场的行为而影响期货交易正常进行时，或者期货交易出现重大异常波动的，期货交易所对其为维护期货交易正常秩序和市场公平，按照本法和业务规则规定履行职责造成的损失，不承担民事赔偿责任，但存在重大过错的除外。”

四、第二十四条

目前《草案》第二十四条的规定是一种单一的价格操纵条款的反操纵立法框架，对构成要件的规定存在不合理之处，对某些操纵行为类型的表述也存在问题。建议对相关要件和操纵行为类型的表述进行修改，同时建立欺诈操纵与价格操纵并存的市场操纵二元规制体系。

第一，第二十四条规定“禁止以下列手段操纵期货市场，影响或者意图影响期货交易价格或者期货交易量……”。据此，市场操纵的构成要件既包括交易价格，也包括交易量。但根据期货市场操纵理论，在价格操纵的路径下，操纵行为的结果要件是人为价格，而行为人的意图则是影响市场价格，因此操纵对象就应当相应地被表述为“交易价格”。与交易价格不同，交易量并不直接与行为人的利益挂钩，交易量的变动也并非行为人操纵市场所要达到的目的。对交易量的影响只是行为人为实现价格影响所运用的一种手段，或者是在价格操纵认定框架之下证明行为人具备影响价格的能力的证据之一。所有操纵行为都是影响或者意图影响市场价格的行为，但并非所有操纵行为都包含对市

场交易量的影响。这也就是价格操纵条款可以被作为市场操纵的兜底性条款，而交易量的变动并不包含在价格操纵条款的证明要件中的原因。因此，单纯对交易量的操纵并不构成操纵认定的决定性因素，所谓“人为交易量”也并非价格操纵的构成要件，“交易量”本身不应该被表述为价格操纵条款中与“交易价格”并列的操纵对象之一。

第二，第二十四条第7款规定的操纵行为类型是“为影响期货市场行情囤积现货”。该表述继承自《条例》，一般认为是对“囤积”（corner）操纵行为的规定。根据行为主体的不同，可以区分为多头囤积和空头囤积。前者对应的是“多逼空”的情形，其目的是让空头不能取得现货供应来交割；后者对应的是“空逼多”的情形，其目的是通过向期货市场大量交割现货而压低期货价格。“多逼空”对行为人而言需要同时在两方面取得支配性的多头头寸，一方面是将要到期的期货合约，另一方面是期货合约项下的可交割现货供应。多头操纵者将其支配性期货头寸保留到交易的最后时段，并因此获得该期货品种相当比例的未平仓合约。因为空头起初并未预计到必须交割，而多头又垄断了可用于交割的现货供应，因此其事实上处于可以同时决定合约的对冲平仓价格以及可供交割的现货商品价格的地位。当交割期到来时，空头无法从市场中获取现货用于交割。为避免承担违约责任，且考虑到交割的成本和不便，空头大多会选择以多头设定的高价来对冲平仓。相较而言，“空逼多”的情形

较为罕见，但这种操纵手法也是能够实现的。如果空头期货交易者囤积大量现货，并在期货市场上就这些现货供应发出大量的交割通知，多头为了避免必须受领实物交割，就会开始恐慌性抛售，导致期货价格被压低。空头就可以在该低价上买入多头合约，通过对冲平仓来了结其合约义务并盈利。与此同时，现货价格也会因为期货价格而走低，空头也可以以低价买入现货用于交割而盈利。可见，无论是多头囤积还是空头囤积，行为人为人仅仅囤积现货是不够的，必须同时持有支配性的期货头寸。

此外，该项将行为人的意图表述为“为影响期货市场行情”。一般认为，“市场行情”至少包括交易价格和交易量。但在囤积操纵中，行为人就是靠其在期现货市场中的支配性地位，以及期货合约的实物交割条款，来逼迫合约对手方以高价/低价对冲合约。因此，行为人的唯一目的就是获得特定的高价/低价，而完全不关心价格以外的诸如交易量等“市场行情”。因此，该项中对行为人意图的表述也是不恰当的。

第三，目前《草案》中第二十四条的规定是一种单一的价格操纵条款。在价格操纵的规制框架之下，以人为价格为核心的构成要件的证明较为困难，且极易因为受到攻击而无法成立。近年来，美国通过《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法》，在期货市场中增加了基于欺诈的反操纵条款，确立了欺诈操纵与价格操纵并存的二元规制体系，进而大大增强了监管机构的执法能力。与价格操纵相比，



欺诈操纵虽然调整范围稍窄，但证明难度更低。在法律适用上，两种反操纵条款可以择一适用，也可以同时适用而提出两个并行诉求。欺诈操纵条款通常被作为一般性的反操纵条款，而价格操纵条款则作为兜底性条款。为提升监管机构的执法能力，在我国期货市场操纵立法和执法中没有必要坚持单一的价格操纵规制框架，而应当建立欺诈操纵与价格操纵并存的二元规制体系，从而降低操纵行为的认定难度和执法成本，同时提升监管效率。在欺诈操纵的路径下，对操纵进行规制和证明的逻辑在于，行为人通过操纵性或欺骗性的手段对他人造成了误导，即欺诈。从该角度出发，操纵活动对各种市场行情要素的影响都会产生虚假信息，从而可能造成对其他市场参与者的误导。市场行情主要由交

易价格和交易量组成，但不限于这两方面，还包括其他所有能够影响市场参与者交易决策的要素。因此，操纵活动对包括“交易价格”“交易量”在内的“市场行情”所造成的影响本身虽然并非欺诈操纵的构成要件，但却是行为人所采用的欺诈性手段和相关性要求的证据。所以说，操纵交易量其实是一种误导其他市场参与者的手段，其背后所代表的其实是对欺诈操纵的证明要求。

因此，从整体上建议将第二十四条修改为：

“在期货交易中，禁止使用或意图使用任何操纵性或欺骗性的手段或伎俩。

禁止以下列手段操纵期货市场，影响或者意图影响期货交易价格：

（一）单独或者合谋，集中资金优

势、持仓优势或者利用信息优势联合或者连续买卖合约；

（二）与他人以事先约定的时间、价格和方式相互进行期货交易；

（三）在自己实际控制的账户之间进行期货交易；

（四）利用虚假或者不确定的重大信息，诱导交易者进行期货交易；

（五）不以成交为目的，频繁或者大量申报并撤销申报；

（六）持有相关合约，对相关期货交易或者合约标的物的交易作出公开评价、预测或者投资建议；

（七）在期货市场建立支配性持仓的情况下囤积现货；

（八）在临近交割月或者交割月，利用不正当手段规避持仓限额，形成持仓优势；

（九）利用在其他相关市场的活动操纵期货市场；

（十）国务院期货监督管理机构认定的其他操纵市场手段。”

五、第二十五条

《草案》第二十五条第2款规定：“期货交易内幕信息的知情人进行期货交易的，视为内幕交易，但是能够证明没有利用内幕信息进行交易的除外。”

如果天然橡胶期货内幕信息的知情人进行股指期货交易，显然不能视为内幕交易。只有内幕信息知情人进行了与该内幕信息有关的期货交易的，才能视为内幕交易。

该款规定应该是参考了证券内幕交易中对“利用”要件的认定方法。最高人民法院《关于审理证券行政处

罚案件证据若干问题的座谈会纪要》第五条规定：“会议认为，监管机构提供的证据能够证明以下情形之一，且被处罚人不能作出合理说明或者提供证据排除其存在利用内幕信息从事相关证券交易活动的，人民法院可以确认被诉处罚决定认定的内幕交易行为成立：（一）证券法第七十四条规定的证券交易内幕信息知情人，进行了与该内幕信息有关的证券交易活动；（二）证券法第七十四条规定的内幕信息知情人的配偶、父母、子女以及其他有密切关系的人，其证券交易活动与该内幕信息基本吻合；（三）因履行工作职责知悉上述内幕信息并进行了与该信息有关的证券交易活动；（四）非法获取内幕信息，并进行了与该内幕信息有关的证券交易活动；（五）内幕信息公开前与内幕信息知情人或知

晓该内幕信息的人联络、接触，其证券交易活动与内幕信息高度吻合。”

可以看到，其中的第（一）项就是如此表述的。

因此，建议将第二十五条第2款修改为：“期货交易内幕信息的知情人进行与该内幕信息有关的期货交易的，视为内幕交易，但是能够证明没有利用内幕信息进行交易的除外。”

六、第二十六条

《草案》第二十六条第4项将“其他相关市场中的重大异常交易信息”作为列举的内幕信息之一。首先，立法技术上的问题是，如果其他相关市场中的重大异常交易信息是内幕信息，那么本市场中的重大异常交易信息为什么不是？其次，一旦被认定为内幕信息，对相关知情人就会产生

“披露或戒绝交易”的义务。典型如错单交易，如果必须向全市场披露才能继续交易的话，那么根本无法再完成对冲交易，甚至有可能迎来全市场的逼仓。因此，此种披露义务是不符合市场和交易规律的，不宜将本人的重大异常交易信息定性为内幕信息。如果在异常交易及相关反向交易中，行为人具备影响价格的意图或以欺诈手段操纵市场，可以认定其构成操纵，但不宜认定为内幕交易。至于他人的重大异常交易信息，可以定性为内幕信息（重大未公开信息）。但这种情形该条第3款已经可以涵盖。

因此，建议将第二十六条第4项删除。

七、第四十五条

《草案》第四十五条第1款规定：



“结算参与者违约的，期货结算机构按照业务规则以结算参与人的保证金、风险准备金、结算担保金和自有资金等代为承担违约责任，并由此取得对该结算参与人的相应追偿权。”

当结算机构以结算参与人的保证金来承担违约责任时，是不应该产生追偿权的。只有以风险准备金、结算担保金和自有资金来承担违约责任时，才能称为“代为”承担违约责任，进而产生对结算参与人的追偿权。

应当沿用类似《条例》第三十六条第1款的表述方式：“会员在期货交易中违约的，期货交易所先以该会员的保证金承担违约责任；保证金不足的，期货交易所应当以风险准备金和自有资金代为承担违约责任，并由此取得对该会员的相应追偿权。”

因此，第四十五条第1款应修改为：“结算参与者违约的，期货结算机构按照业务规则先以该会员的保证金承担违约责任；保证金不足的，期货结算机构以风险准备金、结算担保金和自有资金等代为承担违约责任，并由此取得对该结算参与人的相应追偿权。”

八、第四十六条

《草案》第四十六条第2款规定：“结算参与者、交割库进入破产或者清算程序的，保证金、进入交割环节的交割财产应当优先用于结算和交割。”

交割库不应出现在该款中。否则按照反面解释，交割库中未进入交割环节的财产、交割完成后剩余的财产就属于交割库的破产或者清算财产。事实上，保证金、交割财产的所有人

都是结算参与者，与交割库无关，交割库只是交割财产的保管人。

因此，第四十六条第2款应修改为：“结算参与者进入破产或者清算程序的，保证金、进入交割环节的交割财产应当优先用于结算和交割。交割库中的交割财产不属于交割库的破产或清算财产。”

九、第四十八条、第四十九条、第五十条

《草案》第四十八条规定：“期货交易的交割或者行权，由期货结算机构组织进行。期货交易的交割包括实物交割、现金交割。”

第四十九条第1、2款规定：“采取实物交割的，期货结算机构负责组织货款与标准仓单等合约标的物权利的交付。期货交易所负责标准仓单的登记。采用标准仓单以外的单据凭证或者其他方式进行实物交割的，期货交易所应当明确规定交割各方的权利和义务。”

期货交易的实物交割在期货交易所指定的交割库、交割港口或者其他符合期货交易所要求的地点进行。实物交割不得限制交割总量。”

第五十条规定：“采取现金交割的，期货结算机构以交割结算价为基础，划付持仓双方的盈亏款项。”

“交割”或“行权”都是针对“合约”而言的，而非“交易”。准确的搭配是“期货交易的结算”“期货合约的交割”“期权合约的行权”。后两条另外的问题在于缺少主语。

因此，第四十八条应修改为：“期货、期权合约的交割或者行权，由期

货结算机构组织进行。期货合约的交割包括实物交割、现金交割。”

第四十九条第1、2款应修改为：“合约采取实物交割方式的，期货结算机构负责组织货款与标准仓单等合约标的物权利的凭证的交付。期货交易所负责标准仓单的登记。采用标准仓单以外的单据凭证或者其他方式进行实物交割的，期货交易所应当明确规定交割各方的权利和义务。”

期货合约的实物交割在期货交易所指定的交割库、交割港口或者其他符合期货交易所要求的地点进行。实物交割不得限制交割总量。”

第五十条规定应修改为：“合约采取现金交割方式的，期货结算机构以交割结算价为基础，划付持仓双方的盈亏款项。”

十、第三章的标题与位置

《草案》第三章标题为“其他衍生品交易”，但是其中的第三十九条是有关结算的，因此建议将第三章标题改为“其他衍生品交易与结算”。同时将第三章与第四章的位置对调。第三十九条中有参照后面的第四十六条规定执行的规则，对调后，被参照的条文先出现，在立法逻辑上也更恰当。

十一、第六十八条

《条例》第十七条第3款规定：“期货公司不得从事或者变相从事期货自营业务。”在《草案》第六十八条中，这一规定被删除了，同时规定：“期货公司经过核准可以从事下列期货业务：（一）期货经纪；（二）期货投资咨询；（三）期货做市交易；（四）其

他期货业务。”鉴于《条例》对期货自营业务的禁止性规定，如果期货法的立场是期货公司经核准可以从事期货自营业务，那么建议在第六十八条中予以明确。毕竟列举了不代表马上可以从事，还是需要主管机构核准的。

十二、第七十八条

《草案》第七十八条第1款第8项规定，国务院期货监督管理机构可以采取的措施包括“责令负有责任的股东转让股权，限制负有责任的股东行使股东权利”。不能既责令负有责任的股东转让股权，又同时限制其行使股东权利。

因此，建议将第七十八条第1款第8项修改为：“责令负有责任的股东转让股权，或限制负有责任的股东行使股东权利。”

十三、第九十八条

《草案》第九十八条规定：“期货结算机构作为中央对手方，是结算参与人共同对手方，进行净额结算，为期货交易提供集中履约保障。

依照前款规定作出终止净额结算行为，不因结算参与人依法进入破产程序而无效或者撤销。”

该条第1款明确了期货结算机构中央对手方的地位，但是对结算机构介入合约的时点，以及相关法律关系未予明确，恐引起适用上的争议。国际清算银行（CPSS）和国际证监会组织（IOSCO）联合发布的《对中央对手方的建议》指出：“在大多数法域内，使得中央对手方成为对手方的法律概念是合约更替或公开要约。通过

合约更替，买方和卖方之间的原合约被两份新合约取代而消灭，其中一份产生于中央对手方与买方之间，另一份产生于中央对手方与卖方之间。在公开要约制度下，中央对手方在买卖双方就交易条款达成一致时立即自动地介入该项交易。如果所有预先约定的条件得到实现，公开要约制度下的买卖双方之间自始不存在合约关系。如果法律体系支持所采用的方式，无论合约更替还是公开要约，都可以在使中央对手方负有效结算义务方面，为市场参与者提供法律确定性。”在期货交易撮合后，即会提交给结算机构进行结算。因此，可以将期货结算开始的时点设定为结算机构介入合约关系成为中央对手方的时间。这样也能涵盖场外衍生品交易达成后提交给结算机构进行中央对手方结算的情形。另外，第2款有一些语言表述上的问题。

因此，建议在条文表述上将第九十八条修改为：“期货结算机构作为中央对手方进行净额结算，在结算开始时介入期货合约关系，成为买方的卖方、卖方的买方，为期货交易提供集中履约保障。

依照前款规定作出的终止净额结算行为，不因结算参与人依法进入破产程序而无效或者被撤销。”

十四、第一百一十四条

《草案》第一百一十四条第2款规定：“期货经营机构、期货服务机构



等从事期货相关业务的机构应当加入期货业协会。”

根据第一百零六条，期货服务机构包括会计师事务所、律师事务所、资产评估机构、期货保证金存管机构、交割库、产品质量检验机构、信息技术服务机构。其中，会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等的主营业务一般并非期货业务，没有必要要求其加入期货业协会。证券法也没有要求会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等加入证券业协会。建议直接采用列举的方式，将与期货市场直接相关的应当加入期货业协会的主体列举出来。

因此，建议将第一百一十四条第2款修改为：“期货经营机构、期货保证金存管机构、交割库、产品质量检验机构、期货市场信息技术服务机构等从事期货相关业务的机构应当加入期货业协会。”

（本文作者供职于中国人民大学）

共克时艰 免费期权助口罩原材料工厂复工复产

国泰君安期货

一、项目背景介绍

新冠疫情时刻牵动着全国人民的心，这场抗“疫”战争取得了阶段性胜利。这与抗疫相关企业争分夺秒复工、加班加点扩大产能、不分昼夜生产医疗物资并紧急驰援疫情一线，在保障防控重点地区的医疗资源供应上贡献力量是密不可分的。但随着抗疫物资需求暴涨，众多实体企业也背负着沉重的压力，面临着未知的价格风险。值此万众一心、共克时艰之时，期货行业充分发挥专业优势，利用期货、期权等金融衍生工具，精准帮助实体企业解决产品库存高、原材料紧张、价格波动等痛点问题，为防疫复产纾困解难贡献出“期货力量”。

面对疫情，国泰君安风险管理有限公司主动出击，发挥行业专长，利用场外期权工具，帮助防疫物资生产企业进行风险管理，向生产口罩原材料的江苏某股份有限公司（下称“江苏某口罩原材料工厂”）免费提供价格保险，以专业的金融服务助力实体企业降风险、稳生产、扩产能。

二、项目开展情况

1. 项目简介

抗击疫情急需的口罩和防护服，

其原材料主要是熔喷布，受新冠疫情影响，熔喷布的供给一直处于紧缺状态。熔喷层是口罩最重要的阻隔层，其纤维直径比较细，在2微米左右，只有纺粘层直径的十分之一，可以有效隔离飞沫、颗粒物、酸雾、微生物等，是整个口罩的“心脏层”，对防止细菌、血液渗透起着至关重要的作用。随着国家和企业的不断努力，熔喷料的供给相较疫情初期有了相应保障，但企业仍然面临正规熔喷料采购难的问题，无法完全解决口罩、防护服告急的困难。

熔喷布的主要原材料是聚丙烯（PP），每吨聚丙烯大约可制成一次性外科口罩90万个或N95口罩20万个。为满足一线医护人员和普通百姓的口罩需求，江苏某口罩原材料工厂在疫情初期就临危受命，积极行动，搭建熔喷布生产线，投入PP生产熔喷布。该企业将产品供给中石化，由中石化提供至疫区生产线，尽最大可能为疫区生产口罩及防护服提供基本保障，也为逆行的一线医护人员提供基本安全保障。

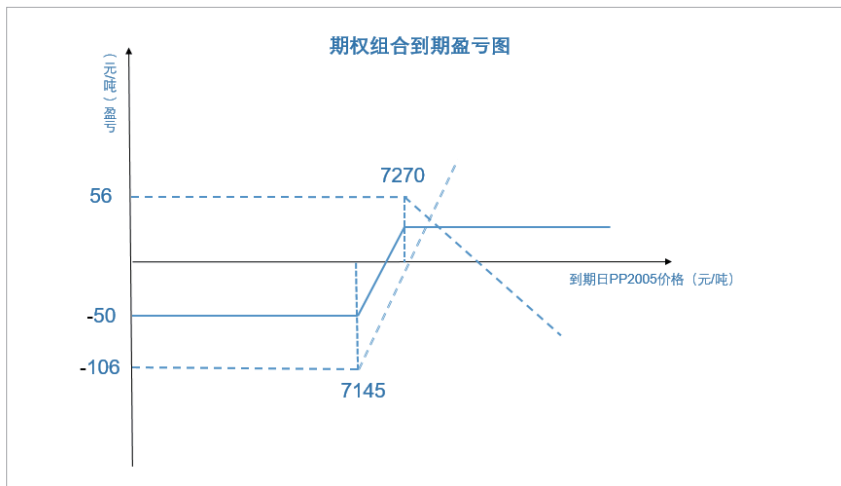
由于口罩紧缺，聚丙烯的价格波动很大，生产企业面临原材料价格大幅上涨的风险。为解决原材料聚丙烯

价格上涨带来的后顾之忧，国泰君安风险管理有限公司决定为企业提供免费价值约800万元货值的价格保险，即一份聚丙烯“价格保险”。

2. 服务方式及原理简介

通俗来讲，期权可以理解为一份保险，可以满足实体企业更加个性化、精细化的风险管理需求。当企业担心原材料价格上涨时，可以通过购买看涨期权来锁定成本。如果价格上涨，看涨期权的收益能够弥补现货采购中的损失；若价格下行，企业依然能够享受到原材料价格下行的收益。若企业出现库存累积且短期又无法销售，担心价格下跌造成损失，则可以通过购买看跌期权来管理价格风险。在此过程中，如果价格下跌，企业可以通过行权来获取收益，弥补价格下跌带来的库存损失；当价格上涨时，企业可以放弃行权，从而有效进行风险管理。

具体来讲，将期权看成是一份保险，国泰君安风险管理有限公司就相当于保险公司，该口罩原材料工厂为投保人和被保险人，风险管理公司为生产企业提供原材料的价格保险，而生产企业向风险管理公司支付权利金相当于购买保险。当采购价格超过



约定标准（即行权价格）时，由风险管理公司进行赔付，而风险管理公司则可以运用自身的专业优势完全对冲风险。此份“保险”由国泰君安风险管理有限公司免费提供，所以生产企业无需支付“购买保险”的权利金。

3. 具体操作流程及合同执行情况

“保险”通过买入聚丙烯的看涨价差期权避免原料价格上涨的风险，当PP期货合约价格上涨超过50元/吨，企业即可获得相应的上涨部分赔付，补贴企业采购成本，最大赔付125元/吨。该产品涉及1000吨聚丙烯原料。

国泰君安风险管理有限公司通过提供1000份看涨期权组合帮助企业实现控制成本的目的。该期权通过买入执行价格为7145元/吨的看涨期权，卖出执行价格为7020元/吨的看涨期权构建组合，充分利用看涨价差期权有效避免原料价格上涨风险。虽然本项目最终没有触发行权条件，没有产生实际赔付金额，但这份免费的“价格保险”预防了抗“疫”原材料

成本价格上涨的风险。

三、项目成果

利用场外期权工具，为防疫物资生产企业进行风险管理，是期货公司支持疫情防控工作新思路。这份“保险”在一定程度上能够缓解原材料生产商成本压力，有助于鼓舞企业信心，间接促进了口罩产量回升。本项目的实施为企业降低了制造口罩的成本，提高了口罩的产量。项目的实施，满足了企业1个月的口罩制作原料用量，估算生产量可达到2.5亿只医用口罩，为全民抗“疫”做出了贡献。

四、项目总结

在新冠疫情暴发的特殊时期，众多期货机构积极响应中国期货业协会“发动期货行业力量，众志成城抗击疫情”的倡议，携手有责任有担当的实体企业，积极履行社会责任，最大限度发挥自身优势，服务实体经济，为抗击疫情做出贡献。

1. 社会效应

此次疫情充分彰显了“疫情无

情，服务有爱”的深刻内涵。国泰君安风险管理有限公司积极发挥专业优势，科学利用场外期权工具为防疫物资生产企业进行风险管理，是证券、期货行业支持疫情防控工作的新思路、新方法，为防疫物资企业支援前线战“疫”提供了有力支撑，为广大实体企业保障后方民生注入了坚实力量，真正做到了与实体企业同舟共济、共克时艰，彰显了金融企业的责任和担当。

国泰君安风险管理有限公司通过积极扶持受疫情影响而受到损失的实体企业，管理疫情带来的风险，缓解不利影响，利用期权、基差贸易、仓单服务等专业服务，助力实体经济尽快回到正常发展轨道。利用场外期权工具，为防疫物资生产企业进行风险管理，不仅缓解了口罩制造商的燃眉之急，还对社会的抗“疫”正向发展起到了推动作用，让口罩不再是“天价”稀缺品，而是人人都买得起的防护用品。

2. 行业发展建议

针对疫情给实体经济带来的影响，期权经营机构可以在以下几方面发展行业优势：

一是优先保障农业生产。风险管理公司可针对不同企业推出个性化期权产品，有效规避原材料采购价格的大幅波动。

二是为防疫物资生产企业提供风险管理服务。“口罩期权”“酒精期权”“防护服期权”成为行业的新产物，而期权则成为对冲口罩等原材料价格上涨的有效工具。■

生猪饲料“保险+期货” 破解生猪稳产保供困局

大有期货



湖南省邵阳县位于湖南省西南部、资水上游，系湖南省最后一批脱贫摘帽的国家级贫困县、国家扶贫开发工作重点县、湖南生猪调出大县。2020年，为了保障养殖户收入稳定，夯实生猪稳产保供基础，巩固脱贫攻坚成果，在大连商品交易所以及湖南省财政厅、邵阳县地方政府的支持下，大有期货联合太平洋财产保险股份有限公司

在湖南省邵阳县开展生猪饲料（豆粕、玉米）“保险+期货”试点项目，实现了预期目标。

一、项目背景介绍

湖南是生猪养殖大省，常规年份生猪出栏量保持在5000万头，位居全国前列。邵阳县作为湖南省生猪调出大县，正常时期生猪存栏约50万头，

出栏约80万头，养猪业对邵阳县有着举足轻重的作用，生猪价格的高低和饲料成本的多少，直接影响着养殖户的“钱袋子”，对巩固脱贫攻坚成果有着显著作用。

2018年非洲猪瘟发生后，国内生猪产量有所减少，生猪价格持续走高，直接影响了百姓生活。为应对猪肉市场的急剧变化，农业农村部等多部门

相继出台多项政策措施支持生猪生产发展。2019年9月11日，湖南省人民政府办公厅出台了《关于促进生猪生产保障市场供应的政策措施》。到了2020年年初，叠加新冠疫情的影响，猪肉价格频繁振荡，而饲料成本受玉米和豆粕价格影响也不断升高，养殖户认为市场前景有些不明朗，恢复生猪产能的意愿不强、信心不足，选择此时开展生猪饲料“保险+期货”项目试点，提振养殖户积极性、助力生猪稳产保供正当其时。

二、项目开展情况

1. 参与对象

试点期间，明确了“点面结合、突出示范”的策略，由邵阳县农业及扶贫主管部门提供参保建档立卡贫困户清单，投保主体为邵阳湘村高科生态农业有限公司（包含90户建档立卡户，356名贫困人口）及5户规模养殖场，承保生猪数量91,233头，承保饲料成本市值达4.07亿元。

2. 项目目标

本次试点项目的保险及场外期权挂钩标的均为项目承做期间大商所豆粕期货合约C2101、玉米期货合约M2101，分别按照0.7:0.3合成的指数。

3. 操作流程

第一步，筛选建档立卡贫困户参加保险，保险公司推出生猪饲料（豆粕、玉米）价格保险产品。项目分两期实施，历时4个月，即2020年8月1日—2020年11月30日。经参与各方详细协商，确定保费80元/吨，总计218.9592万元，具体保费结构如下：

	金额（万元）	占比（%）
湖南省财政	87.58	40%
邵阳县财政	18.24	8.33%
大有期货（垫付）	91.24	41.67%
农户自缴	21.90	10%
合计：	218.96	100%

第二步，保险公司转移风险。太平洋财产保险股份有限公司向大有期货风险管理子公司（上海夯石商贸有限公司）支付201.4425万元期权费用，以达到再保险的目的。

第三步，期货公司风险管理子公司进行风险对冲。大有期货的风险管理子公司（上海夯石商贸有限公司）作为场外期权出售方，凭借自身在专业能力、运作经验方面的优势，精准设计了亚式看涨期权，将持有的场外期权头寸转换成期货头寸，并根据期权每日delta值在期货市场进行风险对冲。

第四步，按照合同条款理赔。第一期以2020年9月1日—30日保险标的收盘价格与入场价格较大者的算术平均值作为结算价格；第二期以2020年11月1日—30日保险标的收盘价格与入场价格较大者的算术平均值作为结算价格。约定期内，赔付金额=（约定期内结算价格-目标价格）×各期保险数量。项目共承保豆粕、玉米合计2.73699万吨，共产生理赔资金382.4396万元。

三、项目赔付与效果

1. 赔付效果

本次试点项目参保养殖户共获得

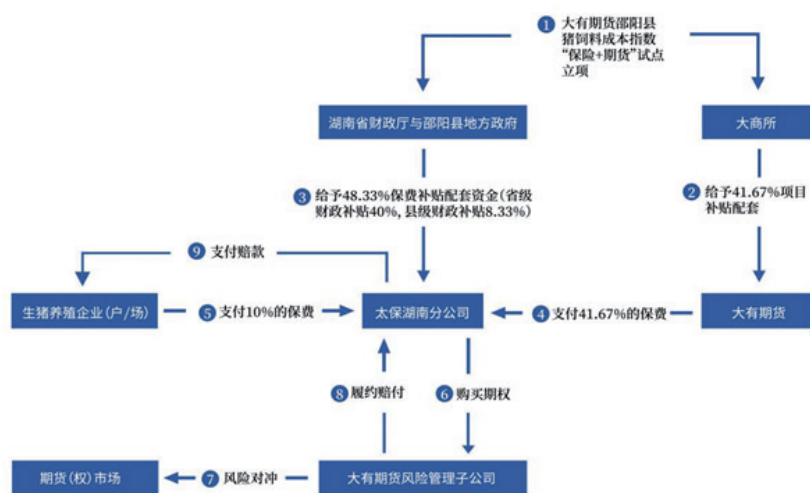
赔付382.4396万元，项目整体赔付率为174.66%（总赔付额/总保费规模），农户赔付率达1746.6%（总赔付额/总农户保费规模）。

2. 社会效果

第一，项目服务脱贫攻坚。项目酝酿准备期间，正值邵阳县脱贫攻坚的关键时期，2020年3月邵阳县正式脱贫摘帽，面临巩固脱贫成果形势。因“保险+期货”项目试点的机遇以及项目实施的良好效果，该县努力扩大生猪产业规模，扩大项目覆盖范围，利用创新型金融工具保障产业稳定发展。

第二，项目蓄势乡村振兴。脱贫攻坚胜利结束后，紧密衔接的是乡村振兴，而乡村振兴的基础便是产业。生猪作为邵阳县的支柱产业，起着重要且独特的作用。项目的生动实践以及由此形成的鲜活经验，在传统的农业保险之外，给生猪养殖户提供了一种全新的选择，使他们吃下了一颗“速效放心丸”，为乡村振兴提供了现代金融保障。特别是湖南省级财政“出大头”，占比达项目总保费四成，极大减轻了县级政府和养殖户的保费压力，强有力地彰显出财政资金在乡村振兴中的“火车头”作用，坚定了参与各方的信心。

图 1：项目运作流程图



第三，项目成效立体多面。养殖企业和农户得到实实在在的实惠，是项目的直接和最终受益者；当地政府对现代金融工具在产业经济中发挥的功能和作用，开始有了直观而深刻的认识；保险公司通过期权对冲风险，实现了风险转移；期货公司借助项目走进田间地头“接地气”，探索开辟服务“三农”的全新阵地和广阔空间，“保险”和“期货”两大现代金融工具融合，发生了积极的“化学反应”。

第四，项目影响深刻长远。大有期货党支部将邵阳县生猪饲料“保险+期货”项目作为2020年度的书记联系项目，由党支部书记亲自负责组织实施。项目实施期间，期货公司多次向湖南省财政厅汇报项目实施进展和成效，大有期货、保险公司联合邵阳县扶贫办、财政局、畜牧局等单位组织“三农”培训会，当地养殖企业和贫困户代表广泛参加。项目顺利结项后，期货公司、保险公司认真总结项目经验，

扩大项目影响。湖南省财政厅、国资委，以及中期协、大商所等单位专题总结或详细介绍项目经验，影响涵盖政商学，范围超出湖南省，项目经验甚至被《湖南日报》内参收录，供湖南省省级领导决策参考。

四、项目总结与建议

1. 项目总结

本项目得到了各级财政、期货公司和保险公司的补贴，特别是省级财政高水平的补贴，大大减轻了投保人的保费压力，提振了他们购买保险的积极性。2020年，由于生猪饲料成本暴涨，因而获得了高水平的赔付，这是本项目受到投保者高度认可的直接原因。

项目无论是整体效果，还是个体感受，都得到了高度评价。比如养殖户张某表示，非洲猪瘟“把大家搞怕了，养猪心惊肉跳”，而且生猪养殖周期一般为4个月，其间饲料价格波动

频繁，即便顺利出栏，价格好不好还难说。此时生猪饲料“保险+期货”项目应运而生，对于恢复养殖户的信心，保障养殖户养猪“不吃亏”，起到了积极作用。

2. 后续建议

建议一：稳步扩大覆盖规模。整体而言，试点覆盖面之于“三农”的广阔阵地，只能说是“星星之火”，项目覆盖的面积、影响的层面、受益的人群，仍然是“沧海一粟”。如何推动项目由点及面，逐步实现县域覆盖，任重道远。

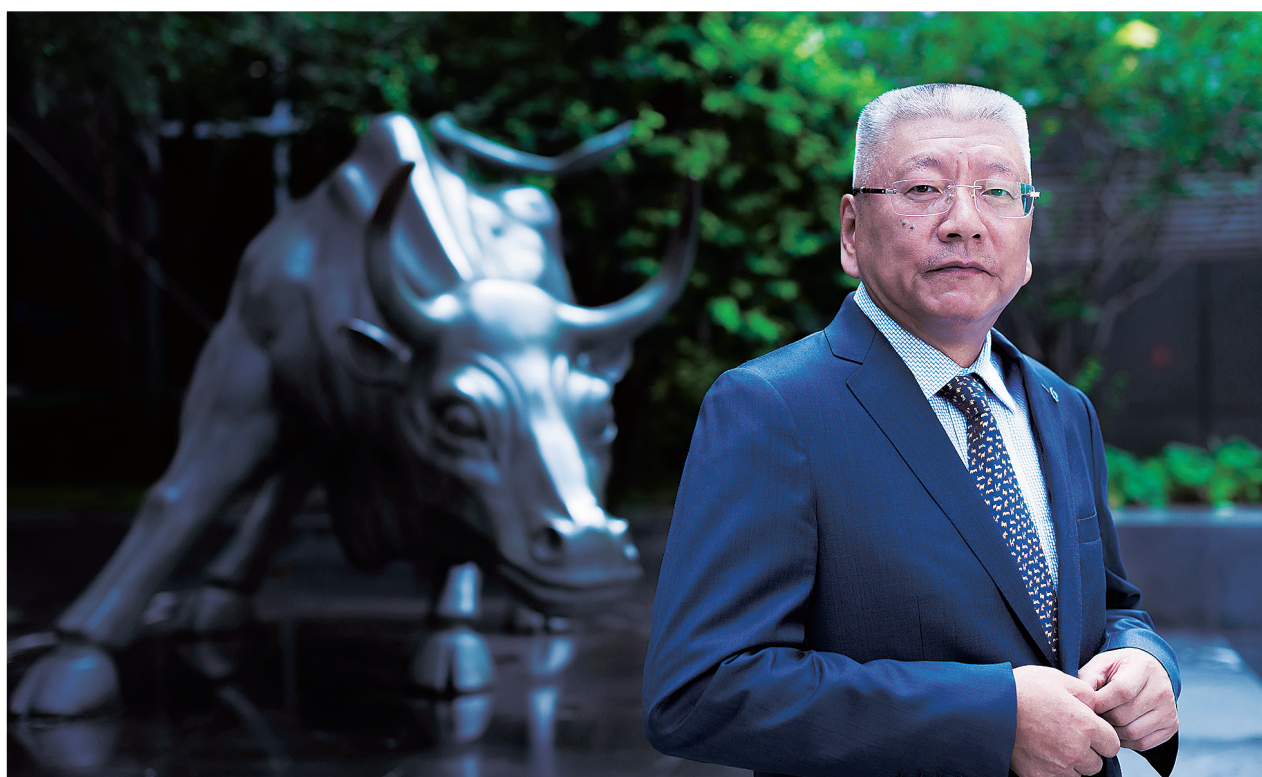
建议二：助推政策补贴常态化。常态化的政策补贴需要中央层面的顶层设计、地方政府层面的政策衔接，以及保险公司、期货公司建立起稳定、常态的协调协作机制，是一项复杂的系统工程。只有各级各方联动联合，才能让项目行稳致远。如能推动将此类项目补贴纳入地方政府财政预算，实现政策补贴常态化，项目就有了坚实的机制和资金保障，特别是在项目试点时期，项目的生命力与财政补贴更加密切相关。

建议三：加快市场化运作。当前，财政资金补贴在推动项目实施中起到了举足轻重的作用，邵阳县“保险+期货”项目就证明了这一点。项目的可持续运作，当然不能全部依赖财政补贴，根本还是要依靠项目的内生动力。否则，补贴政策退出后，项目就成了不可持续的“无源之水，无本之木”。如何实现由政策驱动向市场内生驱动力的转换，实现项目的可持续发展、市场化运作，是摆在各参与方面前的一个共同命题。 [图]

对话姜岩：

提升服务实体经济能力水平 建设世界一流期货交易所

特约通讯员 曲德辉



【编者按】

2018年3月26日，我国首个国际化期货品种——上海期货交易所原油期货正式上市交易，中国期货市场对外开放扬帆起航。

同年，上海期货交易所发布2018-2022年度战略规划，明确提出了“一主两翼”的发展战略。所谓“一主两翼”，就是继续做好期货“主线”，不断完善期货品种体系的同时，发力期现结合，建设标准仓单交易平台，打通服务实体企业的“最后一公里”；推出期权、指数类衍生品，为实体企业提供更加丰富和灵活的金融衍生工具。

经过近四年的发展，上期所“一主两翼”的多元化衍生品市场框架体系基本形成，市场运行质量不断提升，服务实体经济功能有效发挥。

交易规模方面，上期所年成交量由2017年的13.64亿手增至2020年的21.29亿手（增长1.6倍），年成交金额由2017年的89.93万亿元增至2020年的152.80万亿元（增长1.7倍）。据期货业协会（Futures Industry Association）统计，近年来，上期所成交量稳居全球前十，多个品种位居世界前列。

产品供给方面，在期货主线上，2018年以来上期所共上市了原油、纸浆、20号胶、不锈钢、低硫燃料油、国际铜6个期货品种，期货品种增至20个。

2018年9月，继国内第一个工业品期权——铜期权上市后，上期所期权、指数类衍生品的“羽翼”逐步丰满，先后上市天然橡胶期权、黄金期权、铝期权、锌期权、原油期货，期权品种增至6个。目前，上期所正积极推进航运指数期货等品种上市。

此外，通过上线上期标准仓单交易平台，上期所又为市场发展插上了“期现联动”的“羽翼”。目前，平台已上线13个品种（截至2021年6月21日）的标准仓单交易以及天然橡胶的延伸仓单交易，仓单质押、现货报价专区等6个功能相继推出，有效有力联通期现市场。

2020年11月12日，浦东开发开放30周年庆祝大会在上海市举行。中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平在会上提出，要完善金融市场体系、产品体系、机构体系、基础设施体系，支持浦东发展人民币离岸交易、跨境贸易结算和海外融资服务，建设国际金融资产交易平台，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。

贯彻习近平总书记在浦东开发开放30周年庆祝大会上的讲话精神，上期所党委明确了今后的工作重点，运用新发展理念，开启转型发展新征程，打造场内场外聚合、线上线下融合、期货现货结合、商品金融联合的综合化国际化的一流衍生品服务平台，把习近平总书记的“设计图”转化为上期所转型升级、高质量发展的“施工图”。





《中国期货》：您5月底在“第十八届上海衍生品市场论坛”上表示，上期所将按照习近平总书记在浦东开发开放30周年庆祝大会上发表的重要讲话精神，继续发挥地处上海的地域优势，以“四个成为”为引领，完成“四大转型”。请您详细介绍一下这一战略目标和这一战略目标提出的时代背景。

姜岩：习近平总书记在浦东开发开放30周年庆祝大会上的讲话中，提出“四个体系、一个影响力”的要求。我们深刻体会到党中央对大宗商品市场赋予的“使命之重”、提出的“要求之高”、寄予的“期望之深”。上期所党委深刻认识到，作为我国大宗商品市场的关键性金融基础设施，理应立足“两个大局”，心怀“国之大者”，在中

国证监会党委的坚强领导下，以排头兵的姿态、先行者的担当，全面贯彻落实习总书记为我们谋划的“设计图”。这要求我们从战略和全局的高度，在深刻把握习近平总书记和党中央落子布局的重大战略意图的同时，也要善于运用辩证思维，看清形势、适应趋势、发挥优势。

世界百年未有之大变局正在向纵深发展，新冠肺炎疫情使大变局加速演变，经济全球化遭遇逆流，维护产业链、供应链的安全稳定已然十分紧迫。我国期货市场历经30年发展，虽然功能得到了较大发挥，但在新发展格局下，对标全方位、深层次、高效能地服务并引领实体经济发展的要求，期货市场仍存在一定短板，主要体现在：产业客户、金融机构等参与度有待进

一步提升；期现结合多层次市场建设刚起步；技术与监管、业务融合度不够；品种、服务和基础性制度等供给不足，等等。当然，我们更要认识到，虽然市场发展不平衡不充分问题仍然突出，但是总体来看，我国制度优势显著，经济长期向好，期货市场发展正处于前所未有的战略机遇期。

认清形势是谋划发展的根本依据。上期所党委在辨析市场发展形势的基础上，结合高标准市场体系的要求，贯彻新发展理念，锚定习总书记提出的“设计图”，明确了当前的工作重点，就是要将“设计图”进一步完善为场内场外聚合、线上线下融合、期货现货结合、商品金融联合的“立体施工图”。从平面转变为立体这一富有挑战性的目标，要求我们在转型战略上

做好文章。再加上，中办和国办印发《建设高标准市场体系行动方案》、上海市发布的“十四五”规划等相关文件等都对上期所未来的发展提出了新的要求。基于上述考虑，上期所党委进一步明晰了实施“立体施工图”的四大转型方向，来承接新发展阶段赋予的新使命，即力争成为建设强大国内市场的开路先锋，实现业务主线由场内驱动转向期现一体化双轮驱动发展；力争成为更高水平开放的排头兵，实现市场布局由境内为主转向境内外联动发展；力争成为创新驱动发展的实践范例，实现科技战略由支撑发展转向主动赋能；力争成为金融基础设施治理体系和治理能力现代化的先行者，实现管理模式由传统经营转向现代化治理+管理。

同时，以此为依托，夯实“四个中心”功能，即重要大宗商品交易中心，满足实体个性化、差异化需求，打造重要大宗商品价格“超市”，实现现货销售和采购渠道功能，助力稳产保供；风险管理中心，服务实体全生命周期的套期保值需求，助力提升竞争力、实现可持续发展；资源配置中心，提供财富管理和资产配置功能，助力实现“国强民富”；价格发现中心，服务和引领实体经济发展，助力上海成为国内大循环的中心节点、国内国际双循环的战略链接。

《中国期货》：近年来，上期所期货交易所始终把党建工作摆在突出位置。作为党委书记，近年来上期所党建工作的开展情况如何？应怎样理解党建工作与业务工作“双融合”、“双

促进”？今年是建党100周年，上期所党史学习教育开展情况怎么样？请您介绍一下。

姜岩：习近平总书记在“七一”重要讲话中指出，以史为鉴，开创未来，必须不断推进党的建设新的伟大工程。上期所党委始终坚持“政治中有业务，业务中有政治”。“政治中有业务”，就是要看清交易所作为国家重要金融基础设施的政治属性；“业务中有政治”，就是把党中央精神和会党委要求领会透、把握准，坚持从讲政治的高度思考专业问题，而不能割裂地看待业务，简单做“技术官僚”。我们要不断提高政治判断力、政治领悟力和政治执行力，牢牢把握正确的政治方向，主动服务经济社会发展全局，时刻关注党中央和会党委强调什么，思考我们能做什么、怎样做好的问题。

一是突出党建引领作用。坚持“一盘棋”统筹推动党建、业务深度融合，巩固不忘初心、牢记使命主题教育和作风问题专项整治成果，持续加强“党史”学习教育、理想信念教育、党性教育、纪律教育，不断增强党组织创造力、凝聚力、战斗力，教育引导员工勇于担当、敢为先锋，为做好各项工作提供坚强保证。

二是深入贯彻党风廉政建设责任制。进一步优化同级监管机制，从严监督管理，推动干部廉洁规范从业，推动公权力监督全覆盖，进一步提升监管效能，真抓真管严问责。

三是坚持大抓基层鲜明导向。实施基层党支部全面进步全面过硬达标行动，突出“四强”党支部任务和“达标”要求，推进“一个支部，一个

品牌”工程，共打造37个支部党建品牌及相应的子品牌，符合支部业务特色或者队伍特点。同时发挥考核指挥棒作用，将支部工作和党风廉政考核结果与绩效考核、评优“硬挂钩”。

四是培养良好企业文化。大力倡导“简单关系，快乐工作”，把核心价值观作为每一名上期人的共识，融入日常，融入平常；通过《家园》文化内刊、“零距离”文化交流平台等有效载体，人才队伍“干事创业”精气神有较大改观。

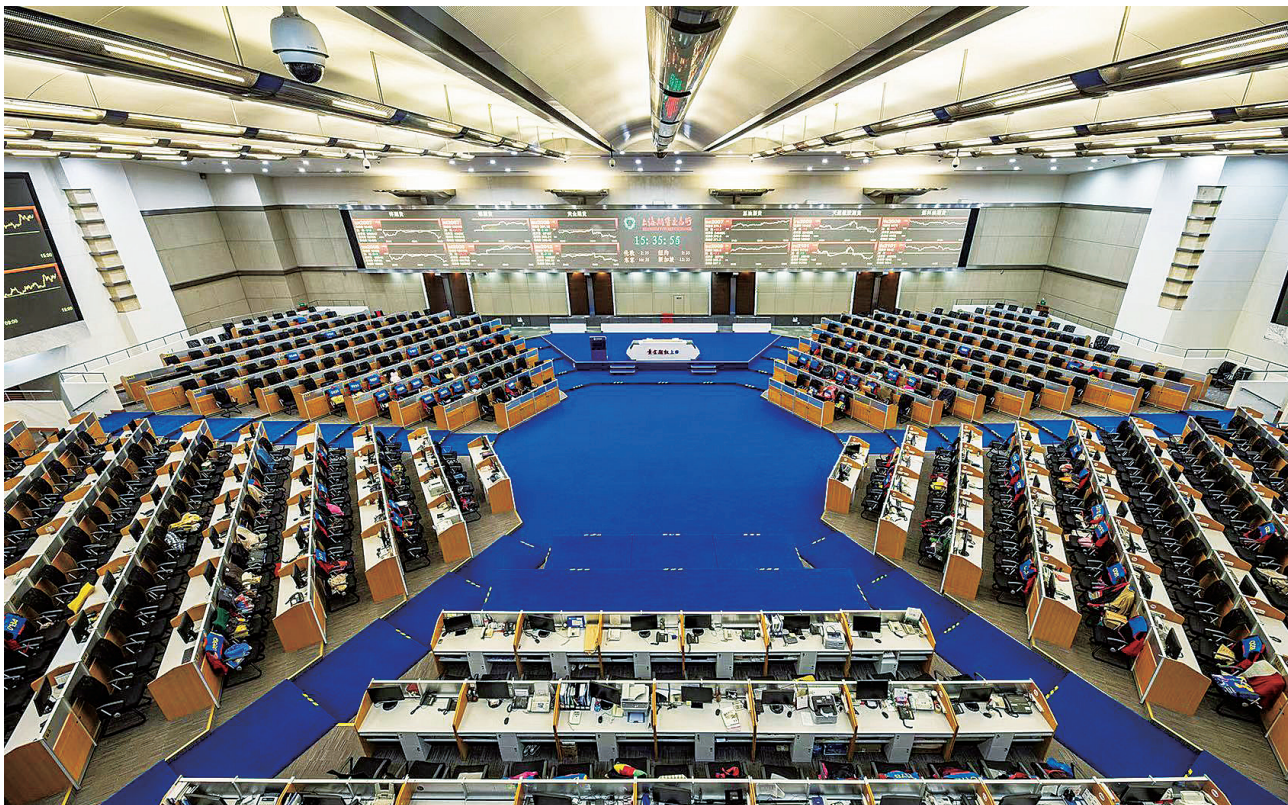
今年是建党100周年，上期所按照党中央部署和上级党委统一安排，扎实开展党史学习教育工作。

“第一议题”研究把握重点。党委会“第一议题”学习了习近平总书记在庆祝中国共产党成立一百周年大会上的讲话、党史学习教育动员大会上的重要讲话以及易会满同志在证监会系统的动员部署讲话，认识把握党史学习教育的重大意义，并细致部署上期所开展党史学习教育的工作方案。

双重类型学习示范表率。所党委在年度党委理论学习中心组学习计划基础上，专门制定了党史专题学习和读书班计划，如期开展了4次党委理论学习中心组集体学习暨读书班。

三期培训抓紧“关键少数”。4月，我们联合上海证监局、上海专员办、投服中心，在浙江嘉兴牵头举办3期中层干部和支部委员十九届五中全会精神培训暨党史学习教育培训班，把课堂放在党史学习教育的现场，在南湖畔、红船旁，系统学习建党历史和党的革命精神谱系。

四个重点引领办事实践。把



“我为群众办实事”实践活动贯穿全年，梳理了首批8大类18项38件“办实事”清单，重点围绕4个方面，为国家战略、期货市场、实体企业、会员单位办“实事”，包括乡村振兴，继续投入产业帮扶、教育帮扶；扎实举措，减免各类手续费，降低油库仓储费，探索“报价订单”试点等，实打实降费、降成本；平台赋能，建设长三角油气交易市场，联合江西赣州，支持区域经济发展；稳价保供，针对性采取风控手段，零容忍打击市场违规，坚持为实体经济服务；提质增效，不断优化交易模式、结算模式、交割模式，疏通市场服务堵点等。

五彩缤纷丰富支部活动。我们赋予了基层党组织更多的主动权，丰富学习形式和活动载体，全所各基层党

组织开展集体学习200余次，开展主题党日及党课110余次，足迹遍布上海本土红色资源，如“一大”会址、“二大”会址、“四大”纪念馆、毛泽东故居、周公馆、渔阳里、龙华烈士陵园、上海革命历史博物馆等；通过所内所外近100次支部共建，与兄弟部门、业务往来单位或市场参与者联合开展主题党日，一起学习党史、提升效果、凝聚合力。

同时，围绕“永远跟党走”群众性宣传教育，上期所党委策划了“七个红色”系列活动。今年以来，开讲红色课堂3次，包括能源安全、革命家书等主题；展示红色堡垒，一个支部一品牌，全所和各子公司37个支部实现“党建品牌”全覆盖，分3批在电子屏、微信公众号集中展示；学习红色

记忆，开启迎“七一”100个交易日倒计时，将百年党史图文并茂制作成100张宣传海报，每日更新；看齐红色风采，评选表彰优秀共产党员、优秀党务工作者和先进党支部；讲述红色故事，开展征文，策划出刊《家园》“我是党员”主题特刊；重温红色誓言，各基层党组织结合特色精心选取党史教育地点组织党员重温入党誓词，并留下视频素材；传承红色精神，在6月底，我们开展了庆祝建党100周年主题大会，作为全所党员的一次主题党日。

此外，7月1日当天，上期所党委班子成员及全所37个基层党组织书记、各部门干部、子公司班子齐坐一堂，一起收看庆祝中国共产党成立100周年大会直播盛况，聆听习近平总书记重要讲话，并在会后召开党委理

论学习中心组学习会议，第一时间交流学习感想。全所及子公司的所有基层党组织都组织全员收看了习总书记“七一”讲话直播，并广泛开展了谈体会、谈感想等活动。

《中国期货》：2018年5月，上期所发布2018—2022年度战略规划（“三五”规划），明确提出“一主两翼”的产品多元化战略，“引进来、走出去”的国际化战略，“集中共享”的信息集成化战略，“迭代更新”的技术强所战略，“聚才用才”的人才兴所战略、“稳健可持续”的全面风险管理战略等六大战略。如今已是2021年，上述战略目标实现情况如何？上期所有什么样的变化？

姜岩：上期所在2018年制定了第三个五年战略规划，锚定了“建设成为世界一流交易所”的目标，坚持以世界眼光谋划未来，以国际标准建立规则，以本土优势彰显特色，通过做好寻标、对标、达标、夺标四篇文章，实现“一主两翼”目标。近年来，交易所创新发展取得了新突破，服务实体经济能力迈上了新台阶。具体表现在以下四个方面：

一是交易规模与产品供给“双增”。上期所经过近四年的发展，通过实施产品多元化战略，不断丰富和完善自身的产品和服务，已建立起“一主两翼”的多元化衍生品市场框架体系。交易规模方面，年成交量由2017年的13.64亿手增至2020年的21.29亿手（增长1.6倍），年成交金额由2017年的89.93万亿元增至2020年的152.80万亿元（增长1.7倍）。

据期货业协会（Futures Industry Association）统计，上期所成交量稳居全球前十，多个品种位居世界前列。产品供给方面，期货主线上，2018年以来共上市了原油、纸浆、20号胶、不锈钢、低硫燃料油、国际铜6个期货品种，上市期货品种增至20个；2018年9月，自国内第一个工业品期权——铜期权上市以来，上期所期权、指数类衍生品的“羽翼”逐步丰满，先后上市天然橡胶期权、黄金期权、铝期权、锌期权、原油期权，期权品种增至6个。目前，上期所正在积极推进航运指数期货等品种上市，为相关产业链实体企业和机构提供更加丰富和灵活的金融衍生工具。此外，上期所通过上线上期标准仓单交易平台，又为市场发展插上了“期现联动”的“羽翼”。目前，

平台已上线13个品种（数据截至6月21日）的标准仓单交易以及天然橡胶的延伸仓单交易，仓单质押、现货报价专区等6个功能相继推出，有效有力打通了服务实体企业的“最后一公里”。

二是对外开放取得突破性进展。上期所坚决落实党中央、国务院关于进一步对外开放的决策部署，按照证监会要求，多措并举扩大期货市场对外开放，制定了“引进来、走出去”的市场国际化战略，国际化取得重大突破，已上市5个国际化品种，同时不断拓展境外布局，丰富合作路径，对外开放模式得到境外认可。首先，国际化品种实现从无到有，“人民币计价”的上海原油期货于2018年3月26日上市，破冰期货市场国际化，经过三年多的努力，上海原油期货已成为仅次于



于WTI和Brent原油期货市场的第三大原油期货市场,影响力日益显现;同时复制原油期货成功模式,加快特定品种供给,上市了20号胶期货、低硫燃料油期货,以“双合约”模式实现拳头品种铜期货的国际化,并上市国际化期权品种原油期货。其次,辐射范围更广,今年1月,低硫燃料油期货在新加坡试点“境内交割+境外提货”业务模式,实现以“上海价格”计价的首次跨境交收业务;境外交割品种不断拓展,与“一带一路”沿线资源的契合度不断增强,截至2021年7月初,有来自“一带一路”沿线国家和地区的46个交割品牌;同时,将纸浆期货结算价授权给挪威浆纸交易所,开辟了境外投资者参与境内期货市场新途径。最后,对外开放模式得到境外认可,2018年,上期能源取得了中国香港的自动化交易服务(ATS)牌照和新加坡认可的市场运营商(RMO)资质;2020年,上期所和上期能源均被纳入欧洲证券及市场管理局的第三国交易所交易后透明度评估正面清单。2020年,上期所和上期能源分别获得由《期货期权世界》(FOW)、《全球投资者》(Global Investor)和Risk.net集团颁布的“年度最佳新兴市场交易所”和“年度大宗商品交易所”奖项。

三是信息技术基础进一步夯实。上期所为提高市场运行质量,提升监管水平,通过落实信息集成化战略和技术强所战略,搭建集中共享的智能化信息平台,满足市场的全方位信息需求,迭代更新技术系统,强化技术管理能力,保证技术满足业务发展的需要。首先,

建立集成化数据管理体系,成立数据管理委员会,完成了数据资产的盘点,上线数据管控平台,成立数据实验室,推进数据治理项目,同时为满足市场数据需求,确定信息服务商业化业务方案。其次,强化基础技术系统建设,完成新一代交易系统研发,新型组合保证金仿真系统上线,新一代监查系统上线,新一代综合交易平台结算系统和二代行情发布平台正式推向市场,生产网建成“一环数区三通道”;建立技术全生命周期管理体系,搭建技术管理架构,成立技术管理委员会,强化运维管理,提升技术安全能力。最后,初步探索金融科技与业务融合。建立层次化的专业技术人才梯队,全面开展云计算、大数据、人工智能及区块链技术预研及落地,包括开发测试云、监管科技平台、与有关单位合作开发区块链仓单登记平台。

四是治理体系逐步优化。针对内设机构改革及未来发展转型,上期所党委提出了五大中心建设,围绕“大运维、大风控、大监查、大推广、大技术”理念,调整部门职能,完善交易所及子公司管理制度,提升整体管控能力。首先,党建引领业务发展,完善党建工作领导小组职能,不断推进基层党组织全面进步全面过硬,推动党的建设和市场改革发展各项工作紧密结合。其次,加强人才队伍建设,加大中青年干部选拔培养力度,优化干部梯队,调整部门职能,提升整体管控能力。同时,全面提升风险管理能力,建立“大安全”管理体系,坚持以“零事故”目标,提出“风险就是隐患”,实现由“被动安全”向“主

动安全”转变;2020提出“安全生产年”的目标,明确“从零开始、向零奋斗”“安全重于一切”“严细融于一切”“执行成就一切”四大安全口号,强化全面安全,并重点加强技术系统风控,统筹优化交易、结算等核心业务系统,提高业务自动化能力。

《中国期货》：以上海原油期货上市为开端，中国期货市场对外开放扬帆启航。在当前时代背景下，期货市场对外开放有什么样的重要意义？

姜岩：今年是中国共产党成立100周年,也是“十四五”规划开局之年。中国期货市场正经历着从量变到质变、加速提档的过程,随着全面深化改革不断推进,资本市场不断完善、金融市场开放不断扩大是必然趋势。站在新的历史起点上,期货市场对外开放具有重要意义。

一是有助于服务构建新发展格局。期货市场对外开放,有利于国内产业企业和金融机构锻炼提升统筹国内国际、现货期货两个市场两种资源的水平,增强其全球资源配置能力,也有利于吸引更多国际资源和要素进入中国,为经济发展创造更多增长机会,以国际循环提升国内大循环效率和水平,改善我国生产要素质量和配置水平,更好地服务和引领实体经济发展,同时服务全球参与者进行大宗商品的风险管理。

二是有助于完善金融体系。期货市场对外开放,有助于促进金融体系通过提供更有效价格信息和风险管理手段,提高金融活动的参与意愿,促进资本积累和生产率提高,增强国家



实力。

三是有助于提升我国期货市场运行质量。期货市场对外开放，丰富了全球投资者风险管理工具箱，有助于激发外资参与我国期货市场建设的积极性，丰富期货市场投资者结构，增加市场深度，同时有利于推动中国金融机构更快地补上短板，提升我国金融机构的国际竞争力。

四是有助于上海国际金融中心建设。期货市场对外开放，有助于上海打造助力全球参与者提升全球资源配置能力，不断增强上海国际金融中心的辐射力和全球影响力，提升上海城市能级，打响上海城市品牌。

作为上海唯一的商品期货交易所，上期所扎根上海这片热土，久久为

功，在新形势下，上期所以变局促开放、以开放促发展，推进期货市场高水平双向开放，服务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，落实习总书记有关“四个体系、一个影响力”的要求。下一步，上期所将不断提升服务好实体经济和市场参与者的能力，在习近平新时代中国特色社会主义思想引领下，不忘初心、牢记使命，认真落实“建制度、不干预、零容忍”的要求，坚持“四个敬畏、一个合力”，在国际化、市场化、法治化方面再上新台阶，助力上海进一步提升在全球大宗商品和金融资源配置方面的能力。

《中国期货》：标准仓单交易平台

是上期所近年来的一大创新，服务实体经济功能显著，被市场誉为“五好平台”。请您介绍下标准仓单交易平台的发展情况，期货交易所应如何做好期货、现货融合发展这篇大文章。

姜岩：上期标准仓单交易平台的建立与发展，始终聚焦金融与实体的深度融合，立足于提供适配实体经济需求的产品和服务。自2018年5月28日上线以来，平台正逐步按照由“从无到有”到“从有到优”的阶段性发展规划，不断通过业务创新，推进期现联动，用互联网技术，为实体企业提供标准仓单开户、交易、结算、交收与风险管理的一站式服务。

一是规模稳步上升。截至上线三周年，平台已累计成交仓单110万余



张（单边统计，下同）、成交重量超过1200万吨、成交金额高达4248亿元。

二是品种功能不断丰富。目前，平台已覆盖有色金属、黑色金属、贵金属和能化等13个品种的标准仓单以及天然橡胶延伸仓单交易，功能拓展至卖方挂牌、定向挂牌、买方挂牌、手机App、报价专区、仓单质押等。其中，“浙油中心”报价专区，是落实2019年长三角主要领导座谈会重点签约项目《共建长三角期现一体化油气交易市场战略合作协议》的阶段性成果。目前，已包含了汽油、柴油、燃料油、橡胶和沥青等现货非标仓单报价，累计报价超过6000笔。6月21日，上期所联合浙油中心发布中国舟山低硫燃料油保税船供报价，提升舟山保税燃料油现货市场的影响力；欧冶云商报价专区是上期所与宝武集团战略合作的重要举措，更是黑色金属领域建设国内统一大市场的有益探索，目前已累计报价笔数超过31000笔。6月

23日，上期标准仓单交易平台正式上线欧冶云商报价专区交易互通业务，实现了上期所场内市场和欧冶场外现货市场的交易互通，深化了双方在期现联动领域的多层次合作，是大宗商品期现联动的一项重要创新和重大突破。

三是机构队伍大幅扩大。截至2021年6月30日，平台累计成交113.79万张仓单、1274.52万吨、成交额4387.24亿元；累计完成签约境内外交易商518家，其中14家金融机构；已累计通过银行向交易商发放线上质押贷款77笔合计6.7多亿元，很大程度缓解了融资难融资贵问题；有工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、浦发银行、平安银行、中信银行等8家结算银行提供服务，目前交收平稳有序，未发生任何风险事故。

四是规则体系持续完善。平台制定了完善的市场规则和风控体系，并根据市场意见，适时对仓单交易商准

入制度、交易制度、结算制度以及违约违规处理等内容进行修订，确保仓单平台稳健运行。

在深入推进平台建设过程中，我们愈发感受到实体企业的风险管理需求更多时候是个性化的、多样化的，而场内衍生品市场是标准化的，难以满足企业全方位的需求。继续拓展现有市场层次，规范发展场外业务，努力形成功能互补、有机联系的多层次市场体系，是当下做好期货、现货融合发展的重要一步。为此，上期所将主动作为，以平台建设为抓手，充分发挥期货交易所的公信力及专业优势，积极发展商品互换等场外衍生品业务，稳步推进期货品种标准仓单交易的全覆盖、保税仓单和延伸仓单登记与交易，探索建设大宗商品仓单注册登记中心，发挥大宗商品市场的“淘宝”平台功能，助力实现大宗商品和资源在全球范围内顺畅流动和优化配置。

《中国期货》：2020年以来，我国期货市场成功应对新冠疫情，经受住极端行情考验，为境内外实体企业战疫复产、管理风险提供了切实有效和可靠的工具、场所。请您介绍一下上期所的相关工作。

姜岩：去年，突如其来的新冠肺炎疫情，导致全球物流运输不畅、下游复工推迟，造成商品销售不畅、企业现金流紧张等情况，对我国和全球经济造成巨大冲击。在这场金融抗“疫”和应对极端行情的大考中，上期所在中国证监会党委的坚强领导下，坚持责任担当、精准施策、统筹兼顾、加强落实，在保证市场平稳开市和运行的同时，全力用实实在在的服务，为实体企业纾难解困。

一是充分发挥期货行业力量，众志成城抗击疫情。上期所认真贯彻落实党中央、证监会党委关于疫情防控工作的重要指示精神，在中国期货业协会的组织下，向武汉等湖北重点疫区捐款900万元；同时，将交易手续费减收比例率先调至全市场最高，减免湖北辖区有营业网点会员的会员费和席位费。

二是维护市场平稳运行。针对新冠疫情引发的全球大宗商品价格特别是原油价格的剧烈波动，提出“降温、消肿、软着陆”的风险应对策略，通过风控工具箱综合有效应用，促使国内原油期货市场平稳过渡，未发生风险事件或极端行情。

三是充分发挥套期保值的基本功能，为企业规避价格风险提供了有力保障。如中国铜业、东兴铝业、宁德时代、南钢股份、北部湾新材料公司、

招金集团等实体企业，在疫情期间利用期货市场套期保值，提前锁定利润，规避经营风险，保障企业平稳运行；南华资本为江西云鸽橡塑有限公司量身定制“医用橡胶外科手套”期权产品，并通过场内市场对冲，为约450万副医用橡胶外科手套生产的原材料提供成本保值，有效降低企业采购原料的价格风险，保障疫情期间医用橡胶外科手套的生产供应。

四是充分发挥期货交割“纽带”作用，切实解决企业产供销难题。受疫情等多种因素影响，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。交易所充分发挥交割“纽带”作用，打通产销链条，有效应对疫情期间产品销售、原料采购受阻的困境，助力实体企业复工复产。例如面对石油企业强烈避险需求，交易所通过原油期货套保审批与交割环节的联动、稳步扩充交割库容，累计扩充启用库容835万方，至2020年年底，启用库容达1190万方，切实满足实体企业对冲风险和实物交割需求，帮助企业渡过疫情难关；无锡一家不锈钢生产企业的供应商，及时通过上期所无锡交割仓库，从期货市场交割获得600吨金属镍，避免了疫情期间下游钢厂可能面临的停产。


五是充分发挥仓单平台线上服务功能，助力企业“足不出户”完成业务流程。去年疫情期间，平台成为不少企业替代传统线下业务流程、实现线上复产复工的新选项，如湖北大冶有色面临货物进库和仓单制作等问题，平台协助大冶有色，开通了线上业务，收回资金4亿多元，解决了大冶有色的

燃眉之急；再如，浦发银行通过平台顺利完成21.4吨白银买入交易，帮助江铜、中铜实现销售回款8000余万元。

《中国期货》：最后请您概括归纳一些上期所长期坚持和彰显自身特色的发展和管理理念。

姜岩：按照习总书记“打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”的要求，在中国证监会党委的坚强领导下，近年来上期所党委带领全所员工积极进取，开拓创新，从实践探索中日益总结出一些上期所长期坚持和具有自身特色的理念。

包括：始终坚持落实“政治中有业务，业务中有政治”的党建引领理念；从国家战略、实体需求出发谋篇布局的“国之大者”的勇于担当理念；落实“三新”要求，依托交易所转型发展，“打造期货概念车”，实现“弯道超车”的创新发展理念；丰富风险管理工具箱，精准运用市场化手段，“降温、消肿、软着陆”的科学风控理念；树立“从零开始、向零奋斗”、“安全重于一切”、“隐患就是事故”的安全生产理念；打造“大运维、大风控、大监管、大推广、大技术”五大中心的集成化管理理念；落实监管文化，全集团上下倡导“简单关系、快乐工作”的人文理念等……我们还将不断结合实践探索总结，并付诸行动。

站在“两个一百年”的历史交汇点，上期所将认真贯彻习总书记重要讲话精神，结合“十四五”规划做好谋篇布局，齐心协力，开拓进取，奋勇前进，为全面建设社会主义现代化国家新征程开好局、起好步！

玉米“保险+期货”财政补贴规模研究及相关政策建议



“保险+期货”业务试点开展以来，充分发挥期货公司风险管理优势和保险公司信誉与服务优势，积极保障农民收入，管理农业风险，在促进农产品价格市场化改革，助力国家脱贫攻坚战略方面发挥了积极作用。未来试点规模的扩大将受期货市场流动性、保费补贴来源等多种因素限制。推动地方财政资金对“保险+期货”业务进行保费补贴，是解决保费来源问

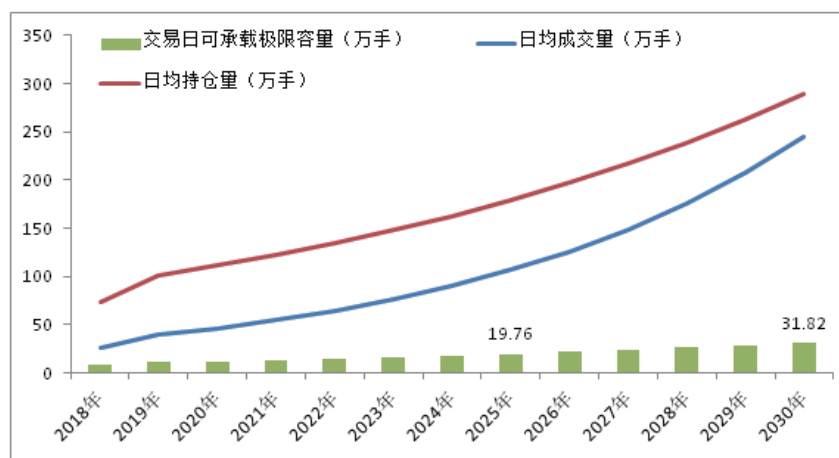
题的有效途径，也是决定“保险+期货”业务未来发展的关键。

玉米是最先开展“保险+期货”业务试点的品种，经过几年发展，业务模式和项目运作已较为成熟，试点范围也在不断扩大。因此，本文选取玉米品种作为研究对象，探讨玉米“保险+期货”的财政补贴政策及未来发展路径。

由于“保险+期货”业务的核心

是将价格波动风险通过“保险合同→场外期权→期货风险对冲”的路径最终转移到场内期货市场，期货市场现存规模和流动性对“保险+期货”扩展规模形成重要约束。因此，研究玉米“保险+期货”财政补贴政策，必须摸清“玉米期货市场可承载的‘保险+期货’容量”这个根本性问题，测算玉米“保险+期货”保费由财政补贴“补多少、怎么补”等核心问题，进而

图 1: 2019—2030 年期间玉米期货交易日可承载极限规模 (万手)



为进一步扩大玉米“保险+期货”试点提供政策建议。

财政补贴规模的测算思路及实证分析

(一) 测算思路

玉米“保险+期货”财政补贴规模的测算思路主要是基于当前玉米期货市场规模和流动性, 测算“保险+期货”可以承保的玉米产量, 再根据场外期权对冲策略, 倒推计算出保费规模, 最终确定当前期货市场可承载的财政补贴极限规模。具体思路如下:

一是测算“保险+期货”可以承保的玉米产量。“保险+期货”的原理是将农产品的价格波动风险通过“保险合同→场外期权→期货场内风险对冲”的路径最终转移到场内期货市场。这种对冲需求产生的新增头寸会对现行市场价格产生一定冲击。期货市场流动性越大, 价格就越不容易受到冲击, 对冲交易就越容易成交。反之, 在流动性既定的情况下, 对冲规模较大, 价格涨跌幅度超过一定限制,

对冲交易将不能达成。因此, 我们基于 Kyle (1985) 的流动性风险测算模型, 综合考量对冲新增头寸、市场持仓量、成交量对价格涨跌幅的影响, 在新增对冲头寸对期货价格造成较大的冲击不能超过价格涨跌幅限制的情况下, 测算出当前期货市场流动性约束下可承保的最大玉米规模。

二是根据场外期权对冲策略测算玉米“保险+期货”期权费率。根据玉米“保险+期货”模式特征, 理论推导延期算术平均亚式期权定价模型, 计算出承保时玉米“保险+期货”纯保费。

三是计算财政补贴的规模。根据“财政补贴极限规模=可承保的极限规模×玉米‘保险+期货’毛保费×保费财政补贴比例”, 计算保费补贴极限规模。

(二) 测算结果

1. 基于现行市场规模和流动性的测算结果

我们采集大连商品交易所的玉米期货价格指数2016年1月4日至2019

年5月22日的每日交易数据, 利用上述测算思路, 对玉米“保险+期货”的期货市场可承载容量和财政补贴规模等进行了实证分析, 通过分析保险期为4个月、6个月以及不同起赔价、价格冲击上限等各种情形下的结果, 得出以下结论:

一是关键参数对市场可承保极限容量和保费财政补贴极限规模的影响各异。保险期越长, 可承保极限容量和保费极限规模越大; 起赔价越低, 可承保极限容量越大, 但保费补贴极限规模越小; 每日冲击上限对可承保极限容量和保费补贴极限规模的影响极其明显, 上限值越大, 可承保极限容量和保费补贴极限规模越大。

二是我国玉米“保险+期货”期货市场可承载容量极其有限, 玉米“保险+期货”业务所需财政补贴的资金规模较小。实证数据表明, 以当前我国玉米期货市场的规模和流动性, 短期内可承保极限规模/全国玉米总产量比例不能超过14.4%(即3700万吨左右)。相应的财政补贴的保费规模也有较明显的上限, 大约为14.79亿元, 与动辄几百亿的临储资金或目标价格补贴相比规模很小。因此, 考虑到期货市场的承受能力, 推进玉米“保险+期货”的保费财政补贴工作不能盲目铺摊子式地大规模展开, 要分步骤稳步推进。

2. 基于未来市场规模和流动性的测算结果

从未来市场发展角度来看, 一方面, 随着我国期货市场深入发展, 玉米期货各类套保和投资者数量增加, 入市资金也将越来越多, 这必然会扩大

玉米期货市场的规模和流动性；另一方面，如果实施玉米“保险+期货”模式财政补贴政策，也会带来期货市场新的增量资金，从而拓展玉米期货市场的深度，反过来又会正向促进玉米“保险+期货”财政补贴极限规模的进一步扩大。为此，我们假设玉米期货市场按照年均成交量增长18%和年均持仓量增长10%的速度计算，得出2019—2030年期间的我国玉米“保险+期货”模式可承保极限规模和可实施财政补贴的覆盖面。

根据推算结果，玉米“保险+期货”交易日可承载极限规模在2025年、2030年将分别达到19.76万手和31.82万手。按照不同保险期、起赔价等各种情形的推算结果，2025年和2030年我国可实施财政补贴的玉米承保产量占全国玉米产量的最大比重分别为31.6%和50.91%。

玉米“保险+期货”财政补贴的政策建议

（一）政策总体定位

我们认为，要将玉米“保险+期货”定位为我国玉米生产支持政策和价格市场化的重要风险管理工具，将其逐步纳入玉米政策性保险体系，并由当前的“目标价格支持制度+‘保险+期货’模式”，逐渐过渡到“收入保险+‘保险+期货’模式”。

1. 当前定位：以“目标价格制度+政策性自然灾害保险”为主导，“政策性‘保险+期货’价格保险”为补充

当前，我国玉米目标价格制度核心是目标价（生产成本）与参考价



（年度市场销售均价）的差额损失补贴，而农户农企实际销售价格低于参考价的风险不在补贴范围之内。因此，为进一步保护农户农企利益，可以以现有玉米目标价格制度为基础制度，推出以年度市场销售均价为基准的财政补贴型玉米“保险+期货”价格险，作为目标价格制度的有效补充。根据本报告结论，玉米“保险+期货”保费财政补贴额度与动辄几百亿的巨额临储托市收购和目标价格补贴的财政费用相比，规模显然较小，财政足以承担这个量级的保费规模。

2. 未来定位：以“政策性收入保险”为主导，“政策性‘保险+期货’价格保险”为补充

随着我国玉米市场化价格机制日益成熟以及玉米期货市场规模不断扩大，我国玉米生产保险政策定位“政策性收入保险主导、政策性‘保险+期货’价格保险补充”落实将具备条件。按照WTO农业补贴规则，我国当前试点玉米目标价格制度只是

一种过渡性“黄箱”政策。为此，我国遵循WTO农产品国际贸易秩序规则，将玉米支持政策升级成收入保险为主导的“绿箱”支持政策是必然选择。因此，在未来阶段，在玉米市场化价格机制形成之后，可以升级成收入保险。同时针对基本收入或生产成本厘定的参考价，进行玉米“保险+期货”模式价格保险补充，为广大玉米种植农户农企提供更加全面的收入保障。

（二）政策实施路径

鉴于玉米期货市场容量有限，短期内难以大面积推广玉米“保险+期货”模式，建议采取“渐进式推进”方式逐步将玉米“保险+期货”模式纳入政策性农业保险体系，分地区、分区域进行财政补贴，确保“保险+期货”模式稳步推进，不出系统性风险。具体可以分三步走：

一是在当前玉米目标价格补贴政策为主导的阶段，选择部分地区实施中央牵头的财政补贴。建议玉米“保



险+期货”模式保费财政补贴先从东北地区开始，即从辽宁、吉林和黑龙江以及内蒙古东部地区选择部分县市开始试点。在试点过程中，切实抓好与玉米目标价格制度改革、玉米收入保险试点紧密配合，以及与其他惠农、支农政策有机联动；注重对广大中小玉米种植户以及玉米种植新型经营主体的覆盖；加强基于风险考虑的玉米“保险+期货”模式产品的设计和精算定价。在深入试点的同时，探索玉米生产各项支持政策有效衔接模式和机制，为下一步玉米“保险+期货”模式的拓面提质奠定坚实基础。

二是在玉米目标价格补贴逐渐转化为玉米收入保险政策的过渡时

期，逐年增加地区实施玉米“保险+期货”模式的财政补贴、不断扩大承保面积。在国家推动玉米收入保险“绿箱”政策逐渐取代目标价格价差补贴“黄箱”政策的过渡期，要逐年评估我国玉米期货市场容量约束情况，并根据期货市场可承载容量约束，将玉米“保险+期货”模式逐步推广到全国玉米种植区，不断扩大玉米种植农户农企户数和承保面积。在这个过程中，重点探索玉米“保险+期货”模式与原有的玉米目标价格制度改革衔接模式，切换成玉米“保险+期货”模式与其收入保险无缝衔接模式。

三是在玉米收入保险政策全面实

施期间，进一步完善政策性收入保险主导、政策性“保险+期货”价格保险补充体系。结合收入保险以及其他惠农支农等政策，对玉米“保险+期货”模式进一步改进，切实有效嵌入我国玉米市场化价格机制建设，为玉米种植农户农企提供全面的风险保障，形成一整套行之有效的玉米生产保障政策体系，从而为我国农业现代化和粮食安全建设保驾护航。

（三）各相关主体的责任

推进玉米“保险+期货”纳入政策性农业保险体系、实施财政补贴政策，应当强化各方责任、协同推进，通过优化调整我国玉米生产支持政策结构、加大对政策性玉米保险的支持力

度，实现财政支农政策的目的。

1. 各级政府部门和相关部委

对于农业农村部、银保监会、财政部、国家发改委等政府部门方面，应当协调抓实玉米“保险+期货”模式“绿箱”政策认定、落实财政保费补贴、加强玉米收入保险试点等工作。

一是积极协调 WTO 对我国独创的玉米“保险+期货”模式认定为“绿箱”政策工具。针对当前世贸规则上没有对“保险+期货”模式作具体规定的问题，农业农村部 and 银保监会、财政部等部门应联合，协调争取 WTO 将我国的玉米“保险+期货”模式纳入农业支持政策“绿箱”工具，为我国农业支持政策适应全球化标准提前做好基础，进而为推动我国现代化农业发展奠定更高水准。

二是加大协调将玉米目标价格改革补贴资金少量部分转成保费财政补贴。建议国家将玉米目标价格财政补贴经费中的部分资金转成保费财政补贴。当然，“保险+期货”模式的财政补贴等不能一蹴而就，而应在保障期货市场安全和稳定的前提下，根据期货市场的可承载极限容量逐年进行增加。转化成保费补贴的总金额远远低于目标价格补贴资金总额，有利于国家利用市场化手段节省大批财政资金，同时可将收储成本或目标价格差额补贴的财政软预算转变为保费补贴的硬约束，并使财政资金运行更加清晰透明。

三是继续加大对玉米收入保险试点创新。鼓励和支持保险公司和期货公司不断完善提升“保险+期货”模式定价和对冲技术，在持续降低保险费

率的同时，积极借鉴美国玉米收入保险的经验，继续加大对玉米收入保险的创新试点，探索替代当前玉米目标价格制度，为最终形成玉米“收入保险+‘保险+期货’”政策模式探索经验。

四是加强玉米“保险+期货”模式监管。大力支持建立场外期权集中清算平台，加强玉米场外复制期权透明度和实时性监管，坚决打击以风险对冲名义进行投机的行为，降低玉米场外期权交易的信用风险。与此同时，还要加强玉米“保险+期货”市场专项监管，做好承保和理赔标准、市场准入退出、防范虚假保单等违法违规行为的制度性安排，切实保护广大农户农企的利益。

2. 期货监管部门和期货交易所

一是加强市场建设。丰富场内对冲工具。可参考芝商所推出短期新作期权的做法，在场内除标准期权外，针对不同农产品的特殊生产周期，根据“保险+期货”模式的对冲需求，设计出结构更加匹配的短期期权，形成一个完整的玉米期货衍生品体系，不断增加玉米价格风险的对冲工具。优化投资者机构。进一步引进各类套期保值者、投机者、境内外投资者，不断吸纳各类资金进入玉米期货市场交易。通过完善合约设计和相关制度安排逐步增加活跃合约连续性，提升玉米期货市场容量。增强市场流动性。通过引入做市商、加大宣传教育、降低保证金等方式，增加玉米期货市场的流动性。加快玉米场外衍生品市场建设。积极推动玉米场外衍生品制度创新，大力发展玉米场外衍生品市场业务，为玉米“保险+期货”模式提供

新的风险转嫁方式和渠道。

二是争取财政资金支持。强化对相关部委和地方政府的宣传、沟通，推动将“保险+期货”纳入农业支持保护政策体系，为引入财政补贴支持寻求政策突破，引导更多地方政府出台支持“保险+期货”相关政策。


三是加强业务规范，提升项目质量。推动出台针对“保险+期货”等创新性保险的业务规范，加强业务监管，规范业务和项目操作，增强目前业务试点的规范性，提升项目质量。

四是引入银行等金融机构发挥支农合力。试点引入与商业银行、农业担保公司等金融机构合作，为参与“保险+期货”的农户、合作社、龙头企业等主体提供多样化金融支持，形成金融支农综合服务体系。

3. 保险公司和期货经营机构

一是优化玉米“保险+期货”产品体系。借鉴美国政策性畜牧价格保险设计经验，不断迭代优化现有玉米“保险+期货”模式产品类型、承保期限、投保期数、保障价格档位等，丰富现有产品体系，满足农户农企风险管理需求。

二是降低成本、提高赔付。期货公司和保险公司应不断提高专业水平，优化相关制度和流程，降低项目成本，提高赔付率和保障程度。

三是加大宣传与培训力度。增强对农民、合作社、地方政府等相关主题的培训，总结推广可复制模式案例，利用多种渠道强化对外宣传，提高社会接受度。

（本文摘编自“中期协联合研究计划（第十三期）”资助课题）

我国白糖定价体系演变及对期货市场影响研究

✎ 刘红 孟婵娟 汝津江



近年来，由于外糖数量激增，甜菜糖异军突起，白糖期货功能发挥日趋充分，我国白糖定价体系发生了较大变化。本文从我国白糖定价体系形成的历史脉络出发，在分析近年外糖、甜菜糖、淀粉糖、白糖期货对定价体系的影响基础上，预计未来定价体系将呈现白糖定价市场化、定价主体多元化、期货价格引导化趋势。该趋势使现货市场上白糖价格波动更为复杂频繁，政府定价与糖料价格市场化的矛盾更为突出，白糖定价更为客观有效，也会影响糖农收入稳定性并增加制糖企业风险。

同时，该趋势也使期货市场发展的基础条件更加完善，会增加期货市场的不稳定因素，对期货交易所品种维护提出更高要求。为促进白糖期货更好服务实体经济，需要期货交易所从引导用糖企业参与套保、抑制过度投机、调整交割库升贴水、深化现货市场化改革、提升白糖国际竞争力等多个维度，进一步提升服务白糖产业能力。

一、我国白糖定价体系的演变及发展趋势

（一）我国白糖定价体系的形

成及原因

1. 糖业改革前的白糖定价体系（1991年之前）

20世纪90年代以前，在计划经济体制下，我国对白糖实行统购统销，白糖的出厂、流通各环节价格均由国家决定。由于该阶段定价体系的高度集中统一，国家全面掌控白糖定价，糖料主产区均未参与到白糖定价体系中。

2. 糖业改革后的白糖定价体系（1991—2000年）

为搞活流通，调动白糖经营积极

性，促进糖业发展，1991年，国家改变了计划体制下的“统一收购、集中管理”模式，白糖流通价格改由市场调节，出厂价格由国家定价改为国家指导价。这一阶段广西开始参与白糖出厂定价，但由于自主权有限，定价事实上仍由国家整体掌控。

3. 加入世贸组织后的白糖定价体系（2001年至今）

加入WTO后，随着白糖市场化程度提高，国家调控重点由此前的调节供需转为调控糖料价格。2001年，国家放开白糖出厂的政府指导价，同时将糖料收购价下放至省级价格主管部门管理。2008年后，国家全面建立了糖料收购价与白糖销售价格挂钩联动、糖料款二次结算的价格动态调整机制。2015年，各主产省相继取消了糖料收购的统一定价，但广西2019年的糖料市场化改革目前还未真正摆脱政府定价，因此，广西政府定价成为白糖定价的核心和实质。

（二）我国白糖定价体系的变化

近年来，进口糖、走私糖不断涌入我国，国内白糖产业下游消费端也在积极寻求甜菜糖、淀粉糖的替代和补充，白糖期货对现货市场价格的影响整体提升。这些因素均对广西主导的白糖定价体系提出挑战，白糖定价正呈现多元化、市场化趋势。

1. 外糖对我国白糖定价体系的影响

（1）外糖与我国白糖国际定价能力的关系

全球一体化背景下，根据商品的“一价定律”，较强的国际定价能力能

表1 2014—2020年白糖国内外价差 单位：元/吨

年份	与巴西糖价差		与泰国糖价差	
	配额内价差	配额外价差	配额内价差	配额外价差
2014	795	-202	781	-221
2015	1569	499	1701	671
2016	1488	24	1576	139
2017	2261	-167	2227	-224
2018	1571	-421	1626	-330
2019	2020	59	1933	-80
2020	1384	329	1199	88

资料来源：根据广西糖网每年年底进口监测数据整理

注：1. 以ICE合约价为基础，考虑升贴水、运费、原糖加工费（350元/吨）

2. 价差为白糖现货价与巴西糖、泰国糖进口加工估算价的价格差

够引领全球白糖价格发展趋势，使本国白糖产业在国际白糖定价中居于主导地位。综合而言，我国白糖质量等级低、生产成本低，制糖率技术指标不具有优势，白糖产业国际竞争力不足。相较于ICE原糖期货，我国以白糖期货价格为基础的国际定价能力仍有待提高，现阶段还不足以消除外糖冲击的影响，未来外糖将持续影响我国白糖的定价体系。

（2）进口糖规模及对定价体系的影响

我国白糖进口实施关税配额，2011—2016年进口数量在300万吨以上。2017年5月，我国对配额外进口实施为期三年的保障措施关税，但因进口糖利润远高于国产糖，进口量并未真正得到控制。随着保障措施关税于2020年5月到期，进口糖数量逐渐增加，2020/2021榨季至今已累计达393万吨，创下近年食糖进口的最高历史纪录，预期后期还将维持高位，进口糖对白糖定价体系的冲击将延续。

进口糖对我国白糖定价体系的影响主要通过冲击广西地方政府的决定作用和广西制糖企业的绝对主导地位形式体现。一是在进口糖冲击下，国内外市场的关联性增强，甘蔗收购价政策难以发挥稳定糖业的作用，政府在白糖定价体系中的核心地位在一定程度上被削弱。二是进口糖多为原糖，大量进口导致环渤海和东南沿海出现了大批原糖加工企业，2012年以来加工成品糖产量已经超过云南省的白糖产量，因此加工糖的定价权日益增强，原糖加工厂逐渐打破了广西制糖企业“一家独大”的出厂定价格局。

（3）走私糖对定价体系的影响

国内外食糖巨大的价差导致走私糖泛滥。面对近2000元/吨的高利诱惑，走私糖主要通过缅甸和中国台湾地区转运进入我国大陆境内。近年来，由于我国持续重拳打击白糖走私，2018/2019榨季走私糖数量减少至50万吨左右，此后继续减少。

走私糖大量抢占国产糖市场份额

后，直接拉低国产糖销售价格，影响我国白糖的定价。走私糖份额越高，对白糖定价体系的破坏力度越大，因此，一定程度而言，我国未来对走私糖的打击力度直接影响着白糖定价权的归属。

2. 甜菜糖对白糖定价体系的影响

(1) 甜菜糖情况

甜菜主要分布于我国北方地区，2020/2021 榨季全国甜菜糖产量 153.26 万吨，其中内蒙古占 58.33%，新疆占 37.59%。由于甜菜糖压榨成本高于甘蔗糖，甜菜种植对土地损坏严重，且种植技术有待提高，预计我国后期甜菜糖的增产空间有限。

(2) 甜菜糖对定价体系的影响

目前新疆和内蒙古实行订单农业模式，订单农业极大削弱了两地政府在国产糖定价体系中的影响力，强化了糖企在定价体系中的作用。内蒙古和新疆甜菜糖产量占全国的 91%，随着甜菜糖的稳定增产，内蒙古、新疆制糖企业在国产糖定价体系中的影响力必将逐渐增强，但由于甜菜糖的增产极限仍不足以达到云南甘蔗糖产量，其影响力仍相对有限。

3. 淀粉糖对白糖定价体系的影响

(1) 淀粉糖情况

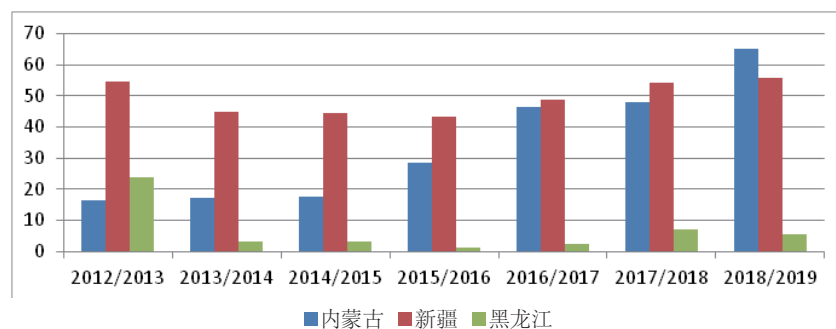
淀粉糖主要是玉米深加工产品，因其甜味柔和、易加工等特性，成为白糖的补充。21 世纪以来，我国淀粉糖产量从 2000 年的 100 万吨增长至 2017 年的近 1200 万吨。考虑到市场化后玉米种植面积大幅下降，玉米库存继续降低，淀粉糖工业产能过剩严

表 2 2012—2020 年我国白糖进口量 单位：万吨

年份	进口原糖量	加工糖量	国内产糖量	加工糖量 / 国内产糖量 (%)
2012	374.7	344.7	1212	28.44
2013	454.0	417.7	1275	32.76
2014	348.6	320.7	1080	29.69
2015	484.6	445.8	870	51.24
2016	306.0	281.5	920	30.60
2017	229.0	210.7	1030	20.46
2018	280.0	257.6	1070	24.07
2019	339.0	311.9	1045	29.85%
2020	527.0	484.8	1066	45.48%

注：原糖精炼损耗率按照原《原糖加工贸易单耗标准》规定的不大于 8% 计算

图 1 2012/2013—2018/2019 榨季主产区甜菜糖产量 单位：元 / 吨



资料来源：wind

表 3 2018/2019 榨季我国糖料成本 单位：元 / 吨

甘蔗糖	收购价格	运输成本	产糖率	原料成本	完全含税成本
广西	490	20—30	11.36%	4500	5700—5800
云南	420	50—70	12.8%	3700~3800	4800—5000
广东	360—380	30	9.5%	4100—4300	5200—5500
甜菜糖	主流收购价	运输成本	产糖率	原料成本	完全含税成本
内蒙	530—550	30	12%	4700—4850	5300—5400

注：1. 甘蔗糖完全含税成本除原料成本外包括：白糖加工费 300 元 / 吨左右，甘蔗抵扣税率 8%，抵扣后增值税税率 8%，副产品收入抵扣以及财务、维修、管理、折旧等费用 500—600 元 / 吨

2. 广东甘蔗收购价格为湛江地区收购价格

3. 甜菜收购价为内蒙古地区主流收购价，生产成本按内蒙古主要糖厂情况测算。甜菜糖完全含税成本除原料成本外包括：甜菜糖加工费 400 元 / 吨左右；甜菜抵扣税率 9%，增值税税率 13%。副产品收入基本覆盖财务、维修、管理、折旧等费用（不同糖厂存在差异）

重，未来淀粉糖增产空间有限。

(2) 淀粉糖对定价体系的影响

一方面，淀粉糖与白糖具有一定的替代关系。当国内糖价高企时，淀粉糖消费量呈较明显的增长趋势；糖价位于低点时，淀粉糖的消费会受到抑制。另一方面，淀粉糖不能完全替代白糖。淀粉糖甜度较低、口感欠佳，只在某些领域可以实现相互替代。此外，目前国内果葡糖浆市场需求旺盛，可乐、饮料等需求正处于爆发状态，原料玉米价格连续走强，成本不断攀升下支撑上游厂家价格提涨明显，目前替代品价差处于历史低位。由此，我们认为淀粉糖与白糖微弱的替代关系不足以影响白糖的定价体系。

4. 白糖期货对我国白糖定价体系的影响

白糖期货对白糖定价体系的影响可通过两个指标体现：一是相关性。白糖期现货引导关系虽在不同年份表现出一定差异性，但多数年份均呈现期货价格对现货价格的单向引导。二是期价贡献率。白糖期货的价格发现贡献率在多数年份均超过 50%，平均贡献率达到了 54.81%。因此，期货市场在价格发现过程中起主导作用。

整体而言，目前白糖期货价格能够较稳定地引导现货价格，并且在白糖价格发现中发挥主导作用。因此，期货价格能反映真实的白糖价格，适于作为国内贸易和结算的依据，已经引领白糖定价体系从以现货价格为中心转向了期货价格主导。

(三) 我国白糖定价体系的发展趋势

1. 白糖定价市场化

我国白糖定价体系从政府对白糖价格的全面调控到对糖料价格的专项调控，从五大糖料主产区的政府调控到仅剩广西地方政府一家调控，是一个逐步展开的市场化过程。

2. 定价主体多元化

在政府逐渐退出的同时，随着甘蔗糖产量的提高、甜菜糖的稳定产出和原糖进口的持续存在，我国白糖定价体系已经从此前广西价格决定全国价格的格局中突围而出，未来白糖定价体系将形成广西云南、山东辽宁河北、内蒙古新疆三片区域制糖企业共同参与定价的良性、稳定产业格局，甘蔗制糖企业、甜菜制糖企业、原糖加工企业之间的定价主体多元化趋势逐渐形成。

3. 期货价格引导化

随着白糖定价市场化以及白糖期货规则制度体系的逐渐完善，白糖期货的功能发挥必将日趋成熟，未来，白糖期货价格将长期稳定引导现货价格，白糖期货对价格发现的贡献率也

将稳步提升，期货价格将日益在白糖定价体系中处于支配地位。

二、定价体系变化对白糖现货市场的影响

(一) 白糖价格波动更为复杂和频繁

白糖一直是波动较为剧烈的大宗商品。随着白糖定价体系的市场化，原本相对稳定的糖料价格将处于频繁振荡状态。由于糖料成本占白糖生产成本的 70% 以上，糖料价格的频繁振荡必然带动白糖价格同步大幅波动。此外，随着白糖定价主体的多元化，原本对白糖价格影响较小的甜菜糖、加工糖因素，都将引发白糖价格波幅加大。

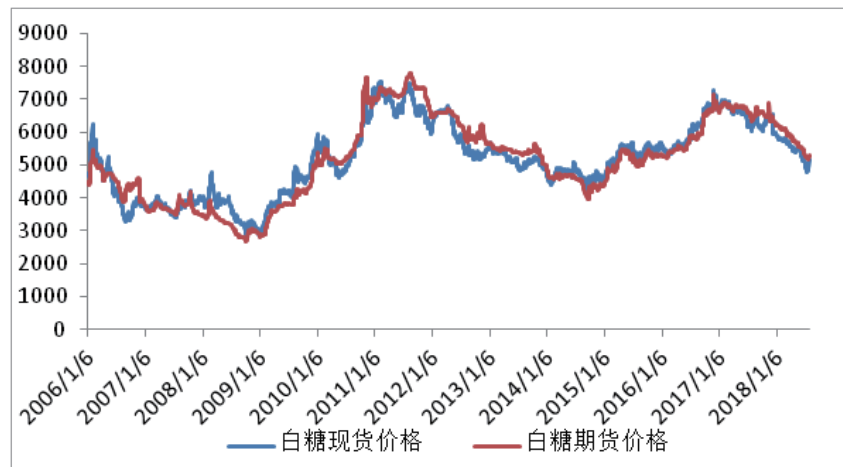
(二) 政府定价与糖料价格市场化的矛盾更为突出

糖料价格市场化是白糖定价市场化的直观表现。这种市场化趋势既符合我国市场化改革日益深入的大背景，又符合白糖产业健康持续发展的大方向，既不可阻挡，又无法回头。

政府定价建立在既往价格数据基础之上，难以准确反映市场变化趋势，

图 2 白糖期现货价格走势

单位：元 / 吨



容易脱离产业实际情况，已无法适应糖料价格市场化趋势下白糖价格的复杂、频繁波动。此外，政府定价直接推高地区的糖料成本，不利于区域白糖产业竞争力的提高，阻滞我国白糖产业国际竞争力和国际定价能力提升的步伐。事实表明，白糖产业需要市场这只“无形的手”积极发挥在资源配置中的主导作用，地方政府则需要按照国家要求，转变职能，回归宏观调控本位。

（三）白糖定价更为客观、有效

一方面，取消糖料政府定价，将定价权归还市场，可以准确反映糖料的供求状况，保证糖料成本价格的客观性，从而为白糖出厂价格的有效性奠定基础。另一方面，定价主体的多元化，有利于白糖出厂价格全面、充分反映定价体系各方利益，有助于保证白糖出厂价的有效性。

同时，期货市场通过吸引更多白糖产业客户参与交易，集中更为大量的白糖供求信息，将市场信息和预期汇聚于期货交易平台。白糖期货价格能真实地反映供求状况及价格变动趋势，对白糖现货参与者提供预期和信号，进而促进白糖定价更为客观、有效。

（四）影响糖农收入稳定性、增加制糖企业风险

频繁的价格波动，使糖农从稳定收入状态转变为或盈利或亏损的不确定状态，可能降低糖农的种植积极性。对于制糖企业而言，糖料价格的频繁大幅波动会使其成本收益处于持续变动中，导致其无法准确预期未来价格

走势，难以妥善安排企业未来生产。

三、定价体系变化对白糖期货市场的影响

白糖期货上市以来，市场参与者日益增多，交易规模稳步扩大，价格影响力逐步增强，功能得到了较为充分的发挥。随着白糖定价体系变化，期货市场既面临机遇，也面临挑战。

（一）市场发展的基础条件更加完善

定价体系变化，有利于促进白糖期货市场发展的基础条件更加完善。首先，糖料价格市场化改革提高了白糖价格形成的市场化程度，有利期货价格发现功能的充分发挥。其次，定价主体多元化，使各个主体都有机会参与到白糖定价体系中，促进白糖市场的正常竞争，提高白糖期货价格发现的有效性。最后，面对白糖价格的频繁大幅波动，各主体的风险管理意识将进一步提高。此外，定价体系变化还可以进一步理顺白糖产业链各主体的利益关系。

（二）期货市场不稳定因素

增加

期货市场是快速反映现货市场价格变化的“晴雨表”，面对多元化定价体系，甜菜糖及加工糖相关主体的利益均需列入考虑。同时，国内市场与国际市场的阶段性联动增强，全球基本面、国内进口政策变化等因素均会引起白糖价格的频繁大幅波动。这些诸多不确定性都增加了白糖期货市场的稳定因素。

（三）对期货交易所品种维护提出更高要求

糖料的多元化，造成期货交割仓单注册阶段性的多元化，带来了期货基准价的飘移，降低了发现价格的效率。一是随着内蒙古甜菜糖的崛起，甜菜糖仓单大量增加。二是加工成品糖注册仓单数量明显增加，低价进口糖对我国白糖现货市场的冲击较大范围蔓延至期货市场。这种趋势的延续，会削弱价格发现的有效性，从而对期货交易所在品种维护中提高发现价格效率提出更高的要求。

四、期货交易所进一步服务白



糖产业的应对举措

(一) 引导用糖企业参与套期保值

目前，参与套期保值的白糖产业客户主要集中在产业链中游，下游用糖企业参与套期保值比例较低，不利于白糖期货套期保值功能的充分发挥。

面对白糖定价体系变化带来的价格风险，交易所应研究推动用糖企业积极利用期货市场套期保值的可行方案，推广基差贸易，探索形成双方互利共赢的方式方法，促进建立套期保值多空双方兼具的稳定结构。

(二) 坚决抑制过度投机

由于价格市场化方向和定价主体多元化趋势，结合价格波动的历史特点，白糖在牛市周期中容易引起资金关注，市场面临过度投机风险。

交易所可从提高白糖期货的风险控制要求出发，参照苹果期货和红枣期货的做法，在相关风险控制制度中提出更高要求，并据此加强对白糖期货运行的监测监控。

(三) 动态调整交割库升贴水

随着内蒙古甜菜糖的持续发力，我国甜菜糖占白糖总产量的比例在近四个榨季不断上升，目前占比已达14.38%的历史高位。同时，随着配额外进口糖三年保障措施关税的结束，进口糖数量继续增加，山东、辽宁、河北的加工糖数量还将保持较好的增长势头。

为合理平衡白糖价格，在前期已重点围绕加工糖调整交割库升贴水基础上，下一步需要综合考虑来源成本等因素，重点围绕甜菜糖情况调整交割库升贴水标准，同时进一步适时调



整加工糖地区的交割库升贴水标准，合理解决甜菜糖、加工糖因升贴水设置而可能重新出现的升水优势。

(四) 深化现货市场化改革

广西2019年发布文件推动糖料蔗购销市场化改革，拟采取与其他主产区相同的订单农业形式。然而，目前的订单农业形式仍由政府强制要求价格，且订单合同一次签三年，制糖企业也默契地遵循着此前的蔗区管理模式，没有完全摆脱政府定价。

为顺利深化白糖市场化改革，有必要及时评估改革成效，综合存在的问题与困难，并充分借鉴前期大豆和棉花目标价格改革、玉米“市场收购价+补贴”改革中积累的经验教训，不断创新适用于白糖市场化改革的方式和途径，推进白糖市场化改革进一步深化。

(五) 强化期货知识普及工作

目前交易所的工作主要集中于对现有会员的培训上，对国家决策机

构的主动性的期货知识普及工作较少涉及，可由证监会组织或交易所自行拓展对相关部委开展期货知识普及。同时，交易所可积极配合证监会将期货教育逐步落实到国民教育体系中，在组建优秀师资队伍、创新证券期货知识学习方法和实践应用过程中提供支持。

(六) 协助提升白糖国际竞争力

交易所要充分发挥期货的引导作用，协助提升我国白糖产业的国际竞争力和国际定价能力，使白糖期货价格在国际定价体系中成为定价基准。一方面，对精制、优级白砂糖设置升水，鼓励制糖企业更多生产符合国际白糖标准的产品；另一方面，顺应广西提出的推动糖业实施“两步法”生产的目标，适时推出原糖期货，实现期货合约的国际接轨。^[1]

(本文作者供职于郑州商品交易所)

供给重建 VS 需求回升 油脂市场高位振荡为主

刘锦



始了全球商品延续至今的上涨走势。

我国的油脂油料市场与国外市场联系紧密，随着国外大宗商品市场上涨格局的展开，国内油脂市场开启了一轮气势恢宏的上涨行情。截至6月11日，连豆油主力连续合约自5114元/吨升至最高9534元/吨，上涨4420点，涨幅约86%；连棕榈油主力连续合约自4360元/吨升至最高8428元/吨，上涨4068点，涨幅约93%；郑油主力连续合约自6610元/吨升至最高11223元/吨，上涨4613点，涨幅约69%。下半年，油脂行情走势将如何？我们通过对国内外油脂市场的影响因素分析发现，新冠疫情在全球已经进入可防可控阶段，无论是宏观方面，还是油脂市场基本面，都发生了重要改变，油脂期价单边上涨行情已进入尾声，高位振荡将成为下半年油脂市场的主要走势特点。

美联储降息周期表

历次美联储降息周期及幅度		
时间段	时长	降息幅度
1984.9—1986.8	1年11个月	-5.63%
1989.6—1992.9	3年2个月	-6.81%
2001.1—2003.6	2年5个月	-5.50%
2007.9—2009.3	1年5个月	-5.00%
2019.7—至今	?	?

资料来源：网络 格林大华期货研究所整理

2020年新冠疫情席卷全球，为了对抗疫情给全球经济带来的压力，以美联储为首的全球主要经济体央行开闸放水，向市场注入流动性。受此影响，全球商品价格风向标RJ/CRB指数率先在2020年4月末止跌回升，开

一、美联储流动性收紧的预期

我们通过梳理近40年全球经济运行规律发现，每当全球或者美国自身出现经济衰退，美联储就会通过主动降息，向市场释放流动性来规避经济回落给美国造成的不利影响。通过对降息时长的对比我们发现，美联储的每轮降息周期长期则3年，短则1年。

美元指数和 CRB 指数相关性图



资料来源：wind 格林大华期货研究所整理

结合本次周期，美联储自 2019 年 7 月开始首次降息，截至目前，时长已接近 2 年，同 2008 年金融危机造成的降息周期 1 年 5 个月相比，时间上已经超过 2008 年。决定降息周期的另两个关键指标是美国的劳动力市场和通胀上升。随着疫情迎来拐点，美国经济复苏预期增强，近期公布的一系列经济数据显示美国经济正在复苏。截至 6 月 5 日，美国当周初请失业金人数录得 37.6 万，美国 4 月耐用品新增订单增加 47.04%，录得 14 个月以来新高。美国 5 月 CPI 同比升 5.0%，创下 2008 年 8 月以来的最大年度增幅；核心 CPI 同比升 3.8%，创下 1992 年以来最大涨幅；季调后 CPI 环比升 0.6%，虽不及前值 0.8%，亦创下 2009 年以来的

最大增幅。不难看出，美联储的降息政策在被复苏的经济指标不断弱化，通过对就业和通胀上升指标的历史对比分析，我们预计明年一季度美联储大概率开展加息策略，目前大宗商品的上涨进入尾声。

二、需求复苏，国际原油有望冲击 80 美元 / 桶一线

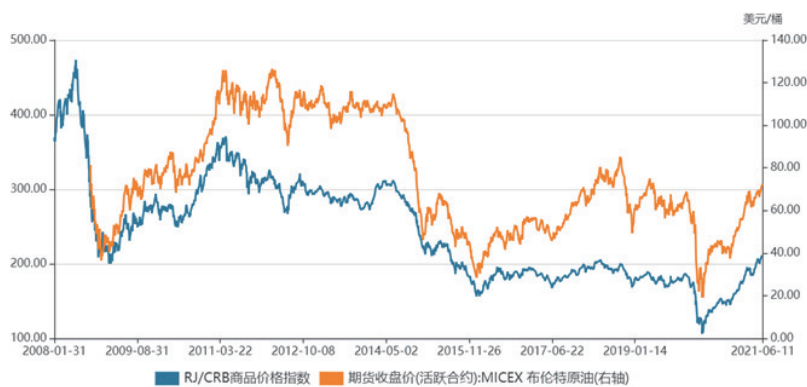
近期欧美国公布的一系列经济指标显示，该区域经济正在向好发展。5 月份，美国制造业 PMI 保持在 61.2% 的较高水平，较前一月上升 0.5 个百分点，连续 4 个月运行在 60% 以上。ISM 报告显示，需求加快释放是美国制造业较快恢复的主要原因，美国制造业新订单指数较前一月有所上

升。此外，美国制造业的生产和就业增速较前一月均有所放缓，生产量指数和从业人员指数较前一月均有明显回落，降幅均超过 4 个百分点。5 月份，欧洲制造业 PMI 较前一月升 1 个百分点至 61.8%，连续 4 个月环比上升，显示欧洲制造业增速有所加快，欧洲经济延续加快恢复趋势。欧美国国家经济指标好转，需求复苏的预期大于供给增加的压力，国际原油期货有望在下半年保持上涨态势，布伦特原油将试探 80 美元 / 桶的压力位。国际原油期价和大宗商品指标 CRB 指数之间具有极强的正相关关系，强劲上涨的原油期价给全球大宗商品价格带来一定支撑。

三、全球植物油平衡表依旧偏紧

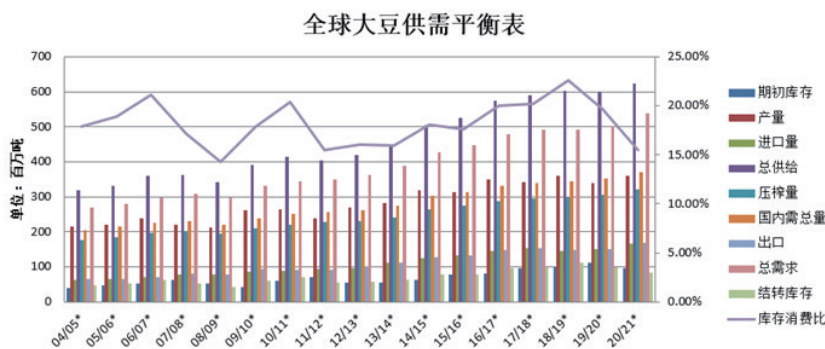
CBOT 是全球油脂油料定价中心，以美豆为代表的期货价格对未来油脂走势有着重要影响。2020 年美国农业部 12 月供需报告的发布，奠定了新作季美豆上市前全球大豆供应紧张的格局，报告还显示全球大豆库存消费比这一重要指标处于历史第二低位。2020/2021 作季全球大豆结转库存消费比仅有 15.91%，2011/2012 作季全球大豆库存消费比为历史第一低位，2013/2014 作季全球大豆库存消费比为历史第三低位，当时美豆期价创出了历史高位 1789 美分 / 蒲式耳。目前全球大豆库存消费比处于历史第二低位，CBOT 美豆期价大概率会冲击历史高点。目前美豆新作进入关键生长期，NOAA 天气预报显示，美国中西部大豆主产区气温不断攀升，降水

CRB 商品指数和布伦特原油活跃合约收盘价对比



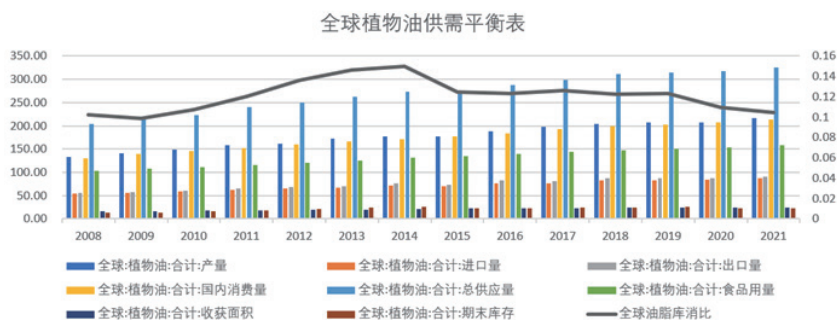
资料来源：wind 格林大华期货研究所整理

全球大豆供需平衡表



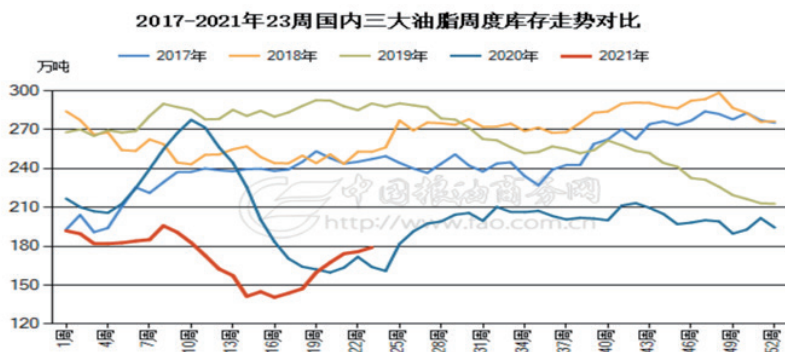
资料来源：USDA 格林大华期货研究所整理

全球植物油供需平衡表



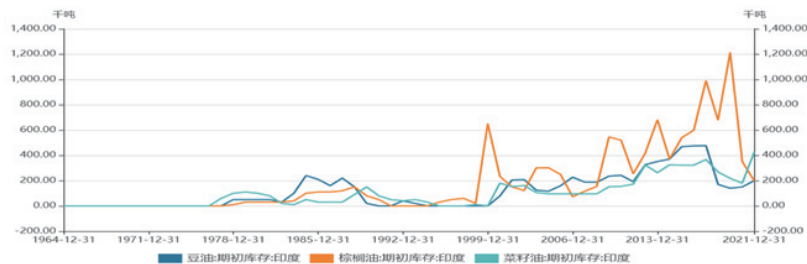
资料来源：USDA 格林大华期货研究所整理

国内三大油脂库存图



资料来源：中国粮油商务网 格林大华期货研究所

印度国内主要油脂期初库存



资料来源：USDA 格林大华期货研究所整理

区域后撤，干旱面积不断扩大，一旦天气方面出现不利变化，令美豆新作产量出现减少预期，天气升水炒作将进一步推升美豆期价，有望超越前期1789美分/蒲式耳的高点。

全球油脂消费主要集中在豆油、棕榈油、菜籽油、棉籽油、葵花籽油、花生油、棉籽油等七种油脂。其中，豆油、棕榈油和菜籽油是七大油脂中的三大主要供应品类，这三类油脂的主要油料来源是大豆、棕榈树和油菜籽，大豆主产国分别是美国、巴西和阿根廷，印度尼西亚和马来西亚盛产棕榈油，加拿大、欧盟和澳大利亚则盛产油菜籽。美国和巴西提供世界上50%左右的大豆，2018年以来，由于中美贸易摩擦出现，美国大豆种植面积在2019年出现大幅下降，下降幅度较上一年度减少约15%，至8年新低7610万英亩，到2021年美豆种植面积恢复到8700万英亩，远远低于市场预期的9000万英亩，这令美豆期末库存仍处于历史同期低位，从而拉低全球大豆期末库存。

马来西亚棕榈油产量恢复预期下调。新冠疫情继续在马来西亚肆虐，马来西亚是重要的棕榈油生产和出口大国，疫情令本就紧张的劳动力短缺状况更加难以缓解，对棕榈油的采摘和压榨生产产生不利影响。研究报告显示，2020/2021年度因局部不利天气和劳动力紧张问题，马来西亚棕榈油产量下降至1880万吨，较此前预估下降1%。

全球油菜籽产量连续4年下降，全球油菜籽期末库存降至8年新低，这奠定了未来一年全球油菜籽供给偏紧的格局。美国农业部预测，2020/2021

年度全球油菜籽产量降至 8 年来最低水平，主要原因是欧盟收获面积和单产减少；加拿大油菜籽产量预计略低于上年度水平，由于收获面积下滑，单产从上年度的 2.34 吨 / 公顷降至 2.33 吨 / 公顷；欧盟 28 国油菜籽产量略低于上年度水平，不过远远低于 2018/2019 年度水平；澳大利亚产量预计有所增加，主要是由于播种面积增加，单产改善。

由于油料供应偏紧，全球植物油供需平衡表也表现较为紧张，目前全球植物油库存消费比为 1.04，是 10 年以来最低水平。

四、全球植物油库存处于重建过程中

4 月 21 日，世界银行将油类和粕类指数从去年 10 月份的水平向上修正了近 30%，并表示全球主要食用油的期初库存和产量综合预计在 2020/2021 年度增加 290 万吨，但是较上一年度 340 万吨仍然有所下滑。疫情对全球经济造成重大影响，目前全球经济进入恢复阶段，在经济重建过程中，全球油脂库存也急需重建，尤其是印度和中国油脂库存的重建将带动全球油脂价格回升。2021 年 4 月以来，海外市场加快油脂招标采购，伊朗、埃及、印度等国家相继发出豆油、棕榈油、菜籽油、葵花子油等国际油脂招标公告，这说明当前全球油脂供应依旧偏紧，也进一步验证了我们对全球油脂库存重建的推论是有据可循的。

尤其是印度和中国两大油脂消费国的油脂库存仍旧不高，补库需求明显。印度作为全球最大的油脂消费大

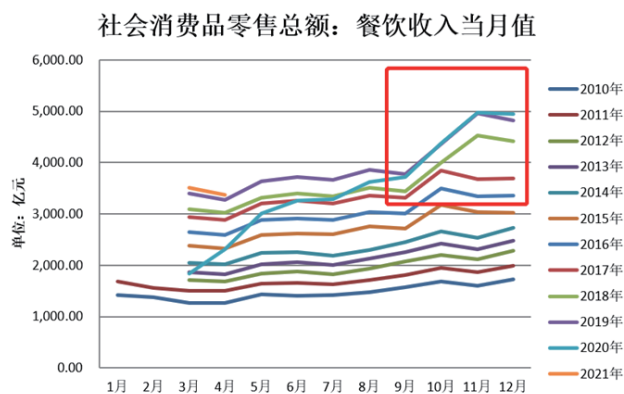
国，国内油脂库存处于历史同期最低水平，目前印度棕榈油期初库存仅有 19.6 万吨，豆油期初库存 20 万吨，菜籽油期初库存 42.9 万吨。中国方面，2015 年我国临储

菜油拍卖之后，国内整体油脂库存进入低库存状态，截止到 2020 年年末，中国粮油商务网公布的调查数据显示，国内沿海豆油商业库存 99 万吨，国内整体菜油库存不足 45 万吨（包含国储和地方储备，笔者积累数据推算），棕榈油库存 43 万吨，油脂库存处于历史低位，库存重建的任务比较艰巨。

五、油脂消费旺季市场分析

国家统计局数据显示，2021 年 4 月，全国餐饮收入 3377 亿元，同比增长 46.4%；限额以上单位餐饮收入 818 亿元，同比增长 60.3%。2021 年 1—4 月，全国餐饮收入 13973 亿元，同比增长 67.7%；限额以上单位餐饮收入 3106 亿元，同比增长 72.7%。据中国烹饪协会分析，4 月份，全国餐饮收入、限上餐饮收入增速分别较 2020 年同期上涨 77.5 个和 88.2 个百分点，较 2019 年同期上涨 37.9 个和 55.5 个百分点，餐饮消费持续改善。1—4 月，全国餐饮收入、限上餐饮收入增速分别比 2020 年同期上升 108.9 个和 111.3 个百分点，较 2019 年同期上涨 58.4 个和 65.6 个百分点，品牌餐饮企

餐饮收入当月值



资料来源：国家统计局 格林大华期货研究所整理

业恢复动力强劲；餐饮市场规模占到社会消费品零售总额的 10.1%，增幅领先优势高达 38.1 个百分点。去年 10 月份，中国烹饪协会的餐饮收入数据就显示我国餐饮消费在疫情得到控制后快速回升，进入 2021 年，餐饮收入一季度数据就攀升至 10 年高点，说明国内油脂需求旺盛，这对油脂消费是一个明显利好。

风险因素方面，今年二季度以来，国常会、国家发改委、商务部、证监会等先后发声关注大宗商品价格过快上涨的情况，来自政府方面的政策指导和后续油料油脂的拍卖量增加，令油脂市场面临一定回调压力。

综上所述，国际原油市场处于强势上涨格局，油脂市场基本面虽有所改善，但低库存事实仍在，下半年又是油脂消费旺季，对油脂期价具有支撑作用。不过，美联储的缩表态度摇摆，国内稳定压力加码，来自宏观层面的不确定因素令油脂期价承压。在下半年有支撑上有压力的情况下，油脂期价下半年走势以高位振荡偏强为主。

（本文作者供职于格林大华期货有限公司）

“碳中和”推动产业变革 钢材价格中长期稳中偏强

谢栩



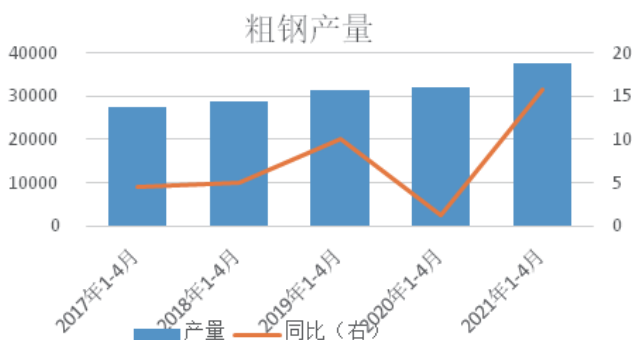
在上半年后疫情时期的特殊时点，主要经济体疫情受控后的经济强劲复苏叠加货币流动性泛滥，极大地推升了大宗商品价格。而钢铁行业面临“碳中和”政策下“降产能压产量”的任务目标，限产政策不断加码，供应端面临收缩的预期使得以螺纹为代表的钢材价格更易受到市场情绪和资金的推涨，螺纹期现价格联动创出新高。在国家及时出手保供稳价的政策干预下，价格快速下跌。年初以来，以螺纹为代表的钢材价格走出了“过

山车”行情。价格的波动对产业冲击很大，后期价格能否走稳以及中长期如何发展仍然取决于宏观和基本面的双重影响。

一、“碳中和”推动产业变革，供应端长期面临压制

“碳中和”“碳达峰”政策目标的提出对于长期约束钢铁行业的高产能格局将持续发力，在这一政策背景下，工信部表示坚决压缩粗钢产量以确保今年粗钢产量同比下降。钢铁行业出

台了一系列压产政策，主要包括：新版产能置换方案，置换比例不低于1.25:1；调整部分钢铁产品关税并取消部分产品出口退税，引导原料产品进口，抑制成材出口，从而降低国内钢铁行业能耗；唐山地区3月份率先出台全年分阶段限产政策，减排要求是唐山市23家钢铁企业中7家在6月30日之前执行限产50%，7月1日之后执行限产30%，其他16家钢铁企业全程执行30%的限产措施。结合mysteel调研进行理论测算，全年预计铁水产量



将同比下降 1126 万吨,影响粗钢产量 1350 万吨左右。从主要品种来看,理论预估唐山地区螺纹全年减产 20%,全国影响比例 1.5%;唐山热卷减产幅度 21%,全国产量影响比例 4.2%。当然实际影响量还要取决于政策执行力度。这一系列动作表明,钢铁行业降产能压产量的变革已经开始,且这一变革具有长期性、持续性,将对钢铁行业产生深远影响。

2020 年我国粗钢产量突破 10 亿吨大关,达到 10.53 亿吨,同比增幅 5.2%,今年粗钢产量继续保持高位。根据国家统计局数据,今年 1—4 月我国粗钢累计产量 3.74 亿吨,同比增加 5510 万吨,增幅 15.8%;4 月粗钢产量 9785 万吨,同比增幅 13.4%。1—4 月钢材累计产量 4.52 亿吨,同比增幅 20.1%;4 月钢材产量 1.21 亿吨,同比增幅 12.5%。1—4 月铁水产量累计 3.07 亿吨,同比增加 8.7%;4 月铁水产量 7597 万吨,同比增幅 3.8%。

在输入型通胀以及市场投机情绪的推动下,5 月份以来大宗工业品价格大幅拉涨,以螺纹为代表的钢材品种涨幅最大。国家及时出台调控政策,要求保供稳价,投机泡沫快速挤出,螺纹价格应声大幅下跌。由此可以预

计,短期内将以保供稳价为首要任务,钢铁行业进一步限产加码的可能性较小,供应或小幅回升,产量维持在偏高水平。工信部的政策目标是今年压减粗钢产量不超过去年,如果年内力争完成目标的话,下半年供应收缩的压力和难度都太大,重点关注压产政策,可以肯定的是粗钢产量增速一定会显著下降。中长期来看,钢铁行业压减粗钢产量的政策不会转向,只是节奏和力度会阶段性调整,供应端持续受到压制。

二、需求端中长期面临下行风险

钢铁行业的下游主要集中在房地产、基建、制造业等领域,尤其是房地产在钢材消费中占据重要地位,房地产的兴衰直接影响着钢铁行业的景

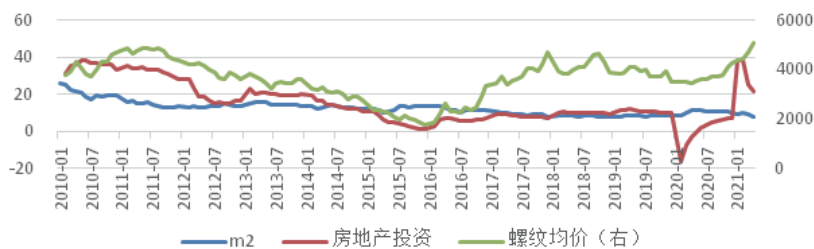
气度。疫情受控后,在宽松政策的助力下,我国经济迎来强劲复苏,今年一季度数据显示经济复苏基本已经回到甚至超过疫情前水平,需求端增速大概率会逐渐回落,而国外需求仍处强劲复苏阶段,带动的制造业出口这一需求亮点或持续到年底。

1. 调控政策不放松,房地产市场压力显现

我国房地产市场主要受调控政策以及货币政策影响。今年以来,“三条红线”“银行放贷集中度”“土地供应双集中”等调控政策像三座大山压制着房地产,房地产市场长期下行压力较大。从货币政策来看,去年疫情之后为了刺激经济复苏,M2 维持在 10% 以上高位,今年 M2 呈现了较为明显的收缩趋势,4 月份 M2 同比增 8.1%,增速同比下降 3 个百分点,较 2019 年 4 月下降 0.4 个百分点,环比 3 月下降 1.3 个百分点。

国家统计局数据显示,4 月份房地产数据整体表现平稳,但不及市场预期,特别是新开工数据及土地购置面积表现较为疲软。1—4 月房屋新开工面积累计同比增长 12.8%,环比回落 15.4 个百分点;4 月单月房屋新开工面积同比下降 9.3%,环比下降 7.2%。

螺纹钢价格和房地产投资相关性



1—4月土地购置面积累计同比增速4.8%，环比回落12.1个百分点；4月单月土地购置面积同比下滑15.5%，环比增长17.8%。其他房地产指标也出现了不同程度的增速回落，1—4月全国房地产开发投资增速21.6%，环比下滑4个百分点，比2019年同期增长9.7个百分点，2020年和2021年两年平均增长8.4%；4月单月房地产开发投资增速13.68%，环比下降1.08个百分点。1—4月销售面积累计同比增速48.1%，比2019年1—4月增长19.5%，两年平均增长9.3%；4月单月销售面积同比增速19.2%，环比下降23.3%。

在调控政策和货币政策都趋于收紧的情况下，房地产市场的压力逐渐显现。“金三银四”旺季过后，房地产市场进入淡季，承压会更加明显，“金九银十”或有季节性回升，但强度预计弱于上半年。长期来看，房地产整体趋势处于缓慢下行周期。

2. 基建投资维持平稳增长

国家统计局数据显示，1—4月

我国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长18.4%。其中，水利管理业投资增长24.9%，公共设施管理业投资增长14.1%，道路运输业投资增长16.8%，铁路运输业投资增长27.5%。4月基建投资（不含电热气水）增速为2.56%，环比3月大幅下滑22.73个百分点。目前各地积极推进交通、能源、水利等重大工程项目和信息网络等新型基础设施建设，基础设施投资恢复至2019年同期水平以上，年内将保持平稳增长。

新基建近几年是我国经济复苏的主要发力点，在新基建的七大领域中，5G基站的建设、大数据中心、人工智能和工业互联网等四大领域属于新一代数字信息技术演化而来的数据基础设施化范畴，对于钢铁需求的拉动比较有限。而特高压建设、新能源充电桩建设、城际高铁和轨道交通则是基于传统基础设施建设的信息技术化升级，会带动产业链上下游规模大幅扩大，对钢铁需求将有较大拉动。基建投资增速在国家政策扶持的同时，受

制于财政赤字的约束，预计长期将保持平稳增长。

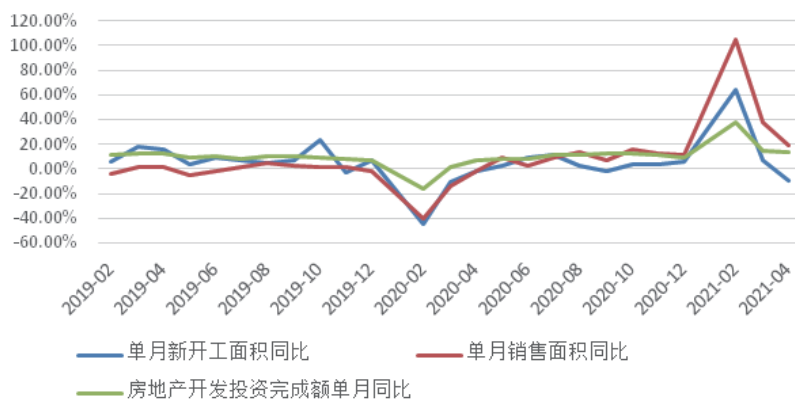
3. 制造业强劲成为经济增长亮点

全球疫情的暴发和演变叠加超级宽松的货币政策，造成了全球产业链的扭曲和重构。我国疫情最先受控，经济率先复苏，目前欧美等发达经济体疫情有所控制，而南亚、非洲等发展中国家疫情在蔓延，这就造成了全球主要需求国率先复苏，而主要生产制造业依然受到疫情影响，恢复较为缓慢。全球产业链上下游的错配提振了我国制造业的出口贸易。

4月份我国制造业数据延续强劲表现，4月制造业PMI为51.1%，环比回落0.8个百分点，连续14个月保持在荣枯线以上，虽然扩张力度有所减弱，但高于2019年和2020年同期水平。分项数据中，生产指数和新订单指数分别为52.2%和52.0%，均高于临界点，表明产需继续增长。生产经营活动预期指数为58.3%，位于较高景气区间。新出口订单指数和进口指数分别为50.4%和50.6%，低于3月份0.8和0.5个百分点，连续两个月位于扩张区间，表明制造业外贸业务继续增长。根据目前全球产业链错配情况来看，我国制造业出口在年内仍将保持强劲。长期来看，伴随海外疫情进一步受控，全球生产端逐渐恢复，我国外贸出口面临增速回落。

除了出口延续强劲以外，汽车制造业复苏也呈现强劲势头。1—4月我国汽车产量865.8万辆，同比增长53.4%，较2019年增长4%；汽车销量874.8万辆，同比增长51.8%，较2019

房地产指标





有货币政策转向的重要指示和举措。货币政策一旦转向，“通胀牛”将失去支撑。从流动性角度来看，下半年钢铁价格将受到货币宽松的支撑，随着货币政策逐渐转向，通胀因素影响弱化，钢铁价格将回归到由供需面主导的格局。

后期展望

下半年钢铁行业“降产能压产量”的导向不会改变，只是限产方式和节奏会更灵活，产量增速会较上半年明显下降，预计年内粗钢产量同比下降的难度很大，但同比增速会回落；需求端来看，伴随国内货币政策趋于中性，下半年需求将难以超越上半年，环比回落的基础上呈现季节性特征。供需边际转弱情况下依然维持紧平衡格局，钢厂高利润会逐渐回落至300—500元/吨的合理利润区间。以螺纹钢为代表的钢材价格将受到供需面和宏观面的双重扰动，供需面偏紧对螺纹价格有支撑，而输入型通胀仍会阶段性过度推涨螺纹价格，趋势上呈现季节性走势，波动依然剧烈。

长期来看，疫情逐渐受控，全球流动性面临收缩，宏观层面的扰动逐渐下降，钢材价格的主要影响因素回归供需层面。钢铁行业持续受到“碳中和”政策的制约，不断转型升级、产能优化，短流程电炉钢占比会逐渐增加，粗钢产量持续受到压制，行业发展更加健康。伴随货币政策趋于正常化，房地产调控政策不放松，钢铁行业的需求端长期面临下行趋势。^[1]

(本文作者供职于西部期货有限公司)

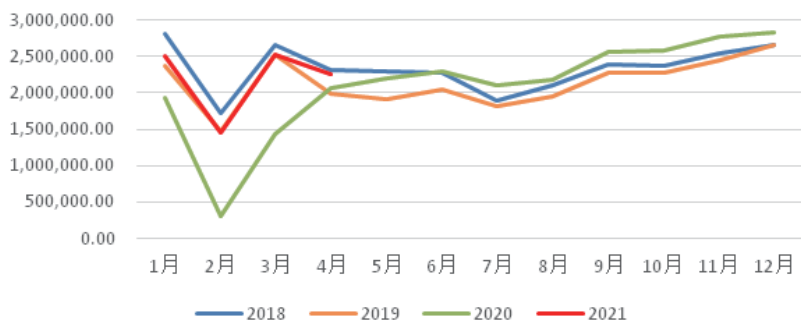
年增长4.7%。2019年年底我国汽车产业政策逐渐由紧转向宽松，2020年疫情发生之后多地政府围绕汽车消费进一步出台扶持政策，推动汽车产业快速复苏，预计汽车产业中长期将保持较快增长。

宏观流动性延续宽松但转向时点隐现

新冠疫情全球暴发以来，以美联储为首的主要央行疯狂放水，全球

流动性泛滥，大宗商品面临较大通胀压力，自去年11月以来大宗商品价格持续上涨，今年上半年纷纷创出历史新高，通胀因素为涨价幅度贡献了主要力量，“通胀牛”在货币政策转向前仍将持续。目前美联储货币政策转向时点隐现，4月份的议息会议纪要首次提及美国经济活动的强劲复苏将引发收紧货币政策的讨论，缩减QE的预期将随着美国经济不断复苏而愈发强烈，今年年底之前大概率会

汽车销量



光大期货诉鲍卫明强行平仓纠纷案评析

——期货公司强行平仓权的行使及强行平仓损失的承担

✎ 崔婕 刘凌钊



裁判要旨

客户账户公司风险率大于100%而交易所风险率未达100%时,期货公司仅通知客户追加保证金而未采取强行平仓措施,并无不当。客户账户交易所风险率达100%后,期货公司履行通知义务并给予客户自行处置的合理时间后已采取强行平仓措施,但由于市场行情变化导致平仓无法实现,由此产生的穿仓损失应由客户承担。

案情

原告:光大期货有限公司(以下简称光大期货)

被告:鲍卫明

光大期货起诉称,2018年6月21日,鲍卫明与光大期货签订《自然人期货经纪合同》。2019年9月3日,因鲍卫明未能按照上述期货经纪合同的约定及光大期货通知及时追加保证金或自行减仓,光大期货执行强行平

仓并成交。经结算,鲍卫明账户资金为负值,形成穿仓损失1439790.85元,光大期货以自有资金垫付了穿仓损失,鲍卫明应归还垫付款项。

鲍卫明辩称,其账户于2019年8月30日开盘时风险率即高于100%,在通知鲍卫明仓位处理而其没有自行处理的情况下,光大期货应当履行强行平仓的义务。由于光大期货强行平仓不及时导致穿仓损失,该损失应根

据双方过错比例进行分担。

法院经审理查明,2018年6月21日,双方签订《自然人期货经纪合同》,其中第四十二条约定,风险率的计算方式为:风险率=客户持仓保证金÷客户权益×100%;第四十四条约定,在交易收市后,经结算风险率大于100%时,光大期货将向鲍卫明发出追加保证金通知和强行平仓通知,鲍卫明应在通知所要求的时间内追加足额保证金,否则光大期货有权在不通知鲍卫明的情况下,对鲍卫明期货账户的部分或全部未平仓合约强行平仓,直至其期货账户的可用资金≥0,鲍卫明应承担由此产生的结果。

鲍卫明持有ni1910合约171手,2019年8月29日日终结算时鲍卫明账户公司风险率104.69%,交易所风险率83.75%。当晚鲍卫明入金30万元,入金后至2019年8月30日日盘开盘时,鲍卫明账户公司风险率仍大于100%,交易所风险率未达100%。2019年8月30日14:41,鲍卫明账户交易所风险率100.21%,光大期货通知鲍卫明追加保证金,14:56光大期货与鲍卫明就追加保证金进行电话沟通,鲍卫明要求观察夜盘行情再做操作,该日日终结算时鲍卫明账户公司风险率134.08%,交易所风险率111.73%,客户权益1972736.45元。该日日盘结束后,光大期货又多次向鲍卫明发出追加保证金否则光大期货有权强行平仓的通知。2019年8月30日21:00:20,光大期货对鲍卫明账户所持ni1910合约121手采取强行平仓措施,由于该合约于当日夜盘及2019年9月2日日盘一直处于涨停状态,未能

成交。2019年9月2日日终结算时鲍卫明账户公司风险率753.78%,交易所风险率394.84%,客户权益650906.45元。随后,光大期货与鲍卫明电话沟通,鲍卫明同意当日夜盘集合竞价时将ni1910合约171手全部挂单。2019年9月2日20:55:00,光大期货对鲍卫明账户全部持仓171手ni1910合约挂单强行平仓,最终以148850元成交。2019年9月3日的交易结算单显示,鲍卫明账户内可用资金-1439790.85元,平仓盈亏-2089620元,客户权益-1439790.85元。

审理中,双方确认,双方签订的《期货经纪合约》中约定的风险率是指公司风险率。

审判

法院生效裁判认为,由于公司保证金高于交易所保证金,在鲍卫明账户公司风险率大于100%而交易所风险率低于100%时,一般尚不存在透支交易的风险,此时光大期货仅仅通知鲍卫明追加保证金而不采取强行平仓措施,并不违反法律的规定及双方间合同的约定。2019年8月30日14:41鲍卫明账户交易所风险率大于100%,光大期货及时履行通知义务并给予鲍卫明自行处置的合理时间后,采取强行平仓措施,但由于市场行情急剧变化导致被告所持合约流动性枯竭,致使平仓无法及时实现,直至2019年9月2日夜盘完成平仓时被告账户出现穿仓。本案穿仓损失系由于客观原因而非光大期货平仓不及时所致,相应的损失应当由鲍卫明承担。据此判决:鲍卫明偿还光大期货垫款1439790.85

元及其相应的利息。

评析

期货强行平仓纠纷案件中,当事人双方通常就期货公司强行平仓权行使的条件是否成就产生争议,客户往往会主张期货公司未给予自己追加保证金的合理时间、平仓价格或数量不合理等导致其交易损失。本案的不同之处在于,双方当事人对于强行平仓的条件已经成就不存在分歧,争议在于:一是公司风险率大于100%而交易所风险率未及100%时,期货公司是否必须执行强行平仓;二是本案诉讼损失并非客户权益资金而是穿仓损失,此损失应由何方承担。对此,需要结合期货交易保证金制度的功能、强行平仓的性质、双方在期货交易中的地位以及穿仓损失产生的原因等综合分析。

一、期货交易保证金与风险率

(一)交易所保证金与公司保证金

期货交易中,客户必须按照其所买卖期货合约价值的一定比例缴纳保证金,用于结算和担保合同履行。保证金制度既体现了期货交易的杠杆特点,也是交易所和期货公司对期货市场进行风险管理的核心。交易所针对不同期货品种会制定交易所保证金标准,通常为交易金额的5%—10%。只有当客户账户内的保证金达到交易所保证金标准时,才能参与期货合约的买卖,此为初始保证金。同时,客户在持仓过程中,会因市场行情的变化产生浮动盈亏,因此保证金账户中实



际可用来弥补亏损和提供担保的保证金会随时发生增减。若客户账户内的保证金不足而又未追加保证金，期货公司则需要替客户向期货交易所垫付需追加的保证金。为了避免在客户保证金未追加进来时替客户向交易所垫付追加保证金，各期货公司在交易所保证金的基础上往往会制定额外的保证金额度。该标准依据交易所的规定，结合市场风险、品种波动幅度、交易所停板及熔断幅度、客户风险等因素确定，通常会在交易所保证金基础上加收3%—6%。

（二）期货交易中的两个风险率及其功能

期货交易中，一般通过风险率来计算和判断资金账户的风险，即风险率=持仓保证金÷客户权益×100%。与上述两个保证金标准相对应，以交

易所保证金标准计算出持仓保证金占用而得出的风险率，称为交易所风险率；以公司保证金标准计算出持仓保证金占用而得出的风险率，称为公司风险率。由于公司保证金高于交易所保证金标准，客户账户公司风险率大于100%时，表示客户账户内的保证金没有达到与期货公司约定的保证金额度。如客户不及时采取追加保证金或减仓等措施，期货合约价格又朝不利于客户方向发展，账户风险率则会继续上升达到交易所风险率100%，此时表明客户账户内的保证金未达到交易所规定的保证金额度，即会导致期货公司需要为客户垫支。

风险率是平衡期货市场效率与风险管理的关键，各期货公司一般根据风险率指标将客户风险划分为不同等级，并对应采取不同的风险处置措施。

客户账户公司风险率小于100%时，可正常交易及出金；公司风险率大于等于100%后，期货公司会向客户发送追加保证金通知，要求其减仓或追加资金，同时限制其开仓和出金；若账户风险率上升至交易所风险率大于等于100%，期货公司则会在向客户发出强平通知并给予客户预留合理时间自行平仓或追加保证金后，执行强行平仓措施。

二、期货公司强行平仓权利行使的正当性辨析

（一）强行平仓权的赋予

期货公司与客户之间系期货行纪法律关系，期货公司的责任是严格根据客户的指令进行交易操作，并无处分客户财产的权利。法律之所以赋予期货公司强行平仓的权利，是由期货交易的特点决定的。在客户保证金低



于交易所规定的保证金而又未能追加或自行减仓的情况下，就会有期货公司用其自有资金为客户垫支交易的发生，从某种意义上说，客户不及时追加保证金的行为即构成对期货公司的侵权。为了保障期货公司自身资金的安全，法律赋予期货公司在特定情形下强行平仓的权利。可见，强行平仓从本质上说是期货公司依法享有的一项权利，根本目的在于避免期货透支交易。

强行平仓制度是由他人实施的最严厉的风险控制措施。如果条件未成就，期货公司就对他人期货合约实施强平，则属于不当处分他人财产，构成侵权。因此，期货公司强行平仓权的行使必须满足一定的条件。具体包括：

(1) 客户保证金不足；(2) 期货公司已履行通知义务；(3) 期货公司给予客户追加保证金的时间合理；(4) 期货公司强行平仓的金额应当与客户需要追加保证金额数额相当；(5) 期货公司应当本着最大限度减少强平给客户造成损失的原则根据风险水平由高到低的顺序平仓。

(二) 保证金不足的判定

期货公司执行强行平仓的前提之一是客户账户内的保证金不足，且客户未在规定时间内追加保证金。由于期货交易中存在两个保证金标准，作为强行平仓前提的客户保证金不足是指何标准。从期货经纪合同约定看，存在两种情形：一种如本案，仅仅约定根据公司保证金标准计算的公司风

险率，另一种是明确载明公司风险率和交易所风险率两个风险率，但均赋予期货公司在公司风险率大于等于100%时，履行通知义务并预留合理时间后执行强行平仓的权利。而从强行平仓的实践看，期货公司往往会分级采取动态风险控制措施，一般只有在交易所风险率大于100%时才会执行强行平仓。如果公司风险率大于100%后所持合约仍朝不利方向发展，客户就会提出期货公司执行强行平仓过晚扩大了其损失。本案中鲍卫明即主张，2019年8月30日日盘开盘时其账户公司风险率仍高于100%，此时光大期货就应当履行强行平仓义务。如此，期货公司强行平仓权的行使是否妥当？

首先，从性质上看，强行平仓系

期货公司避免自身资金损失所享有的权利。由于公司保证金高于交易所保证金，在客户账户仅公司风险率大于100%时，尚不存在透支交易。《最高人民法院关于审理期货纠纷案件若干问题的规定》（以下简称《若干规定》）第三十一条第三款亦明确规定，审查是否构成透支交易是以期货交易所规定的保证金比例为标准。其次，从期货公司、客户在期货交易中的地位看，期货经纪公司并非期货交易的民事主体，期货交易是否及如何进行均是由客户决定的，客户对自己账户及所持合约的风险具有积极管理及注意义务。同时，期货公司所享有的强行平仓的权利，并不排除客户为保护自身财产安全与利益采取平仓措施的权利。本案双方签订的期货经纪合同中约定客户有随时关注并妥善处理自己持仓的义务。最后，从期货经纪合同的约定看，一般仅约定客户账户公司风险率大于100%时原告有权而非必须执行强行平仓。因此，在客户账户公司风险率大于100%而交易所风险率未达100%时，期货公司可根据行情、资金安全程度等因素自行决定是否行使强行平仓的权利，不行使并不违反法律规定及双方间合同的约定。

（三）合理时间的判断

强行平仓的行使，要求期货公司为客户预留合理时间追加保证金或自行平仓。何为合理时间，需考量期货经纪合同的约定、客户自行处置的可能性、风险程度等因素再予以判断。其一，期货经纪合同中就客户追加保证金的时间明确约定的，一般从其约定；

未约定、约定不明确或期货经纪合同约定期货公司在履行通知义务后可随时对客户持仓进行强行平仓的，期货公司作为权利人仍应给予作为义务人的客户合理履行期限。其二，客户是否具备追加保证金的客观条件，包括需追加的保证金金额、是否具备转账的可能等均应予以考虑。其三，以结算时间划分，客户账户存在的风险可分为隔夜风险与盘中风险。前者是期货公司在当天结算完毕后依据保证金比例测算客户的期货账户存在的风险，后者即在交易时间内依据保证金比例测算客户的期货账户存在的风险。由于期货交易实行日终结算制度，交易过程中后续市场行情具有不确定性，盘中风险与隔夜风险显然不能等同，两者对期货公司、客户的风险控制要求也不应相同。

三、强行平仓损失的承担

（一）客户权益资金损失的承担

《若干规定》第三十六条第二款规定，“客户的交易保证金不足，又未能按期货经纪合同约定的时间追加保证金的，按期货经纪合同的约定处理；约定不明确的，期货公司有权就其未平仓的期货合约强行平仓，强行平仓造成的损失，由客户承担。”同时，《期货交易管理条例》第三十五条第二款规定，“客户保证金不足时，应当及时追加保证金或者自行平仓。客户未在期货公司规定的时间内及时追加保证金或者自行平仓的，期货公司应当将该客户的合约强行平仓，强行平仓的有关费用和发生的损失由该客户承担。”根据上述规定，在强行平仓条件

成就的情况下，期货公司依法行使强行平仓权所造成的期货交易损失，应当由客户自行承担。但是，如果期货公司未按强行平仓的条件擅自强行平仓，则构成对客户的侵权，应承担相应的赔偿责任。

（二）穿仓损失的承担

由于涨跌停板的限制，交易所设计的保证金一般足够应付一天期货合约的变化，即便客户交易所风险度大于100%，当日也不可能发生穿仓，只要在下一个交易日交易前客户将保证金追加至原始保证金水平或及时减仓，客户的保证金就能维持其头寸。穿仓一般发生在客户保证金不足，期货公司和客户均未执行平仓或市场急剧变化平仓无法实现的情况下，此时损失应由何方承担。对此，本案双方间的合同与现行法律并未予以明确，需要结合期货公司是否已经执行强行平仓、穿仓发生的原因等具体分析。

1. 穿仓损失由期货公司承担的情形

客户交易所保证金不足又未及时追加保证金的透支交易行为，在实质上是一种融资行为，而且这种融资行为系现行法律法规及监管规定所禁止的行为。期货公司虽然仅仅是行纪性质的公司，但对于客户而言又是期货交易的经营商，在某种程度上代行了部分期货交易所的管理职能和期货市场风险控制的功能。而且，期货市场是个风险共担的市场，客户保证金不足时期货公司为客户垫支交易，不仅涉及自身资金安全，也会加大整个期货市场的风险。

因此，虽然从法律属性上看强行



平仓是期货公司的权利，但该权利的行使并非没有边界。《若干规定》第三十三条第二款规定，客户保证金不足，期货公司履行了通知义务而客户未及时追加保证金，客户要求保留持仓并经书面协商一致的，对保留持仓期间造成的损失，由客户承担；穿仓造成的损失，由期货公司承担。参照该条规定，期货公司强行平仓权的行使应当以保证金为零为最低界限。如果客户保证金不足，期货公司履行了通知追加保证金的义务而客户未及时追加保证金或减仓，期货公司亦不执行强行平仓，即构成违规允许客户透支交易、变相向客户融资。由此造成穿仓的，损失应当由期货公司与客户分别承担。

2. 穿仓损失由客户承担的情形

穿仓损失的发生还存在另外一种情形，即客户保证金不足，期货公司在

履行通知义务后的合理时间已经执行了强行平仓，但由于市场原因未能成交，交易成功后导致穿仓。此种情形下，期货公司并不存在变相违反强制性规定向客户提供融资、客观上允许客户透支交易的行为，并不存在过错。依据过错与责任相一致的原则，由于客户期货账户的穿仓是由于特殊市场行情导致的，而客户作为期货交易的主体，自己未及时追加保证金或自行平仓，期货公司对于穿仓的发生并无过错，因此穿仓的损失也不应要求期货公司分担，而应由客户自行承担。

本案即属于此种情形。2019年8月30日14:41之前鲍卫明账户交易所风险率始终低于100%，14:41由于所持合约行情剧烈波动鲍卫明账户交易所风险率大于100%，光大期货通过短信、电话等方式通知鲍卫明追加保证金或减仓，并给予鲍卫明时间自行采

取处置措施，后于当日夜盘挂单强行平仓。从当日14:41至该日日盘结束前鲍卫明所持合约的行情看并无急剧变化，从光大期货给予鲍卫明的履行期限看尚属合理，而且由于期货交易实行日终结算，盘中交易价格并非该日日终结算价格，该日日终结算时鲍卫明账户客户权益为1972736.45元。因此，光大期货于当日夜盘挂单强行平仓，并无不当。光大期货已经采取强行平仓措施，但由于市场行情急剧变化导致鲍卫明所持合约流动性枯竭，2019年8月30日夜盘以及2019年9月2日出现涨停，致使平仓无法及时实现，直至2019年9月2日夜盘完成平仓时鲍卫明账户出现穿仓。可见，本案穿仓损失系客观原因而非光大期货平仓不及时所致，强行平仓产生的穿仓损失应当由鲍卫明自行承担。^[1]

（本文作者供职于上海金融法院）

Archegos 爆仓事件的分析与启示

✎ 李科瑾

2021年3月26日，对冲基金经理 Bill Hwang 管理的家族办公室 Archegos 爆仓，其重仓股遭到抛售，总金额达 200 亿美元，相关股票市值蒸发 330 亿美元，涉事金融机构损失惨重，引发监管关注。本文分析了 Archegos 爆仓事件始末，引发此次爆仓的原因：使用大量金融衍生品回避了申报义务、多只重仓股接连遭受利空打击、家族办公室扮演重要角色及高杠杆交易风险凸显。进而梳理了事件发生后强化家族办公室监督等监管应对措施，并结合我国市场情况和监管实践，提出了相关建议：加强对高杠杆保证金交易的监管、对家族办公室保持高度关注、补齐监管制度短板。

2021年3月26日，美国家族办公室 Archegos 爆仓事件引发全球关注。因重仓股接连遭受利空打击，Archegos 又难以及时补足保证金，高盛（Goldman Sachs）和摩根士丹利（Morgan Stanley）被迫为其卖出大量股票，短期抛售压力剧增。被强行平仓的股票包括美国传媒股 Viacom 以及百度、腾讯音乐、跟谁学等多只中概股，总市值高达 200 亿美元。此次强行平仓给 Archegos 造成了单日 100 亿美元的损失，创下了史上单个投资者单日亏损的最高纪录。受爆仓事件影响，与 Archegos 交易的瑞士信贷（Credit Suisse，以下简称瑞信）和野村证券（Nomura）等投行也面临巨额损失。而在此次爆仓事件中，引发 2008 年国际金融危机的场外衍生品身影再次显现，并在其中扮演了重要角色。分析该事件，可进一步了解《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法》（以下简称《多德—弗兰克法案》）实施之后美国场外衍生品市场和家族办公室的发展现状，以及高杠杆投资给市场带来的损害，避免我国出现类似风险事件。

一、Archegos 爆仓事件始末及影响

Archegos 爆仓事件源于 3 月 26 日开盘前网上流传的一封高盛内部电子邮件。该邮件显示，高盛代表一个未知卖方挂出多只中概股的卖单，涉及 1000 万股百度、5000 万股腾讯音乐及 3200 万股唯品会股票，询价较前一日收盘价分别折价 9.6%、14%、14%。随后，Bill Hwang 管理的家族办公室

Archegos 进入市场参与者的视线。

公开资料显示，Bill Hwang 是韩国人，曾在 Julian Robertson 创立的老虎基金里任股票分析师一职。2001 年，Bill Hwang 成立了老虎亚洲基金。2012 年因涉及内幕交易被美国证券交易委员会（SEC）调查，同时香港证券及期货事务监察委员会（SFC）也下令禁止其在香港市场进行交易。Bill Hwang 于 2013 年向基金投资者退还外部资金，并将老虎亚洲基金转型为家族办公室 Archegos。据悉，Bill Hwang 管理的 Archegos 净资产约为 150 亿美元，在叠加 5 倍—6 倍杠杆之后，总投资规模超过 1000 亿美元。

此前，因股价下跌，多家投行对 Archegos 发出了追加保证金通知，但其因自身资金有限难以补足，Bill Hwang 曾于 3 月 25 日召集了高盛、摩根士丹利、富国银行、瑞银、瑞信以及野村证券等六家投行开会，希望各家投行能够有序处置持仓，但最终未能达成一致意见。3 月 26 日高盛抛售之后，多家投行开始竞相抛售 Archegos 持有的相关股票，引发 Archegos 爆仓。

此次受 Archegos 爆仓事件牵连的投行损失惨重。高盛和摩根士丹利抢在其他投行之前，迅速清空了与 Archegos 相关的持仓，逃过一劫，损失较小。瑞信损失 47 亿美元，不仅投资银行首席执行官 Brian Chin 和首席风险官 Lara Warner 双双辞职，而且还采取了暂停公司股票回购计划、削减股息、取消管理委员会 2020 年奖金等一系列措施。此外，瑞信董事会还成立了危机处理小组，聘请外部机构对

美国对冲基金问题进行调查。该小组由董事会主席、审计委员会、风控委员会主席以及金融犯罪控制委员会组成。野村证券因 Archegos 损失约 29 亿美元，三菱日联金融集团亏损约 3 亿美元。摩根大通发布报告称，涉事投行的损失总额达 50 亿—100 亿美元。

二、Archegos 爆仓事件的原因分析

（一）使用大量金融衍生品回避了申报义务

Archegos 实际上并不拥有标的股票或股票看涨期权，而是通过交易总收益互换（Total Return Swap）和差价合约（Contract for Difference）方式，使其无需持有标的股票即可押注证券市场。Archegos 如若想押注百度的股票，则可在野村证券等投行进行总收益互换（见图 1）或者差价合约（见图 2）交易。投行随后在股票市场购买百度的股票，以对冲他们的持仓。具体如下：

一是总收益互换。总收益互换是指总收益互换支付方在协议期间将参照资产的总收益转移给信用总收益互换接收方，总收益可以包括本金、利息、预付费以及因资产价格的有利变化带来的资本利得；作为交换，总收益互换接收方则承诺向对方交付协议资产增值的特定比例，通常是 LIBOR 加一个差额，以及因资产价格不利变化带来的资本亏损。Archegos 与各投行之间总收益互换标的是百度等股票。如图 1 所示：左边是总收益的支付方，实际持有股票；右边是总收益互换的接收方。在互换过程中，支付方

图 1 总收益互换原理



资料来源：笔者整理

把股票所有的收益与损失都交给接收方，而接收方付出一个固定或者浮动利率给支付方。

假设野村证券和 Archegos 签订了为期一年的总收益互换，名义本金为 100 万美元。其中，Archegos 支付 LIBOR+2% 的利息，收到本金为 100 万美元百度股票的总回报。一年后，假设 LIBOR 为 3.5%，百度股票升值了 15%，则野村证券向 Archegos 支付 15% 股票的收益，收取 5.5% 的利息 (3.5% + 2%)。互换到期之后双方采取净值交易 (netting) 的方式交收资金，则 Archegos 收到 95000 美元的收益，即 $1000000 \times (15\% - 5.5\%) = 95000$ 美元。反之如果百度股价下跌了 15%，除了向野村证券支付 LIBOR+2% 利息之外，Archegos 还需支付 15% 的亏损，总计 205000 美元，即 $1000000 \times (15\% + 5.5\%) = 205000$ 美元。在此种情况下，Archegos 可实现以 5.5% 的利率成本实际持有股票，即支付 5.5 万美元等同于持有 100 万美元的股票。由于野村证券才是股票的实际持有人，百度等股票可以不体现在资产负债表上。

二是差价合约。差价合约是指投资者和交易商就股票、商品、外汇、

比特币等产品（包括但不限于金融资产）的价格所达成的约定。差价合约可看作一系列总收益互换合约的打包组合并经过标准化后的衍生工具。Archegos 对未来百度等股票价格的变化作出判断，并从野村证券等投行处通过杠杆买入或卖出百度等股票对应的差价合约，在股票价格上涨或下跌至预期目标时将头寸了结，赚取标的资产在此期间的差价（见图 2）。差价合约采取逐日盯市制度，并在衍生品交易商建立的电子平台上进行交易。

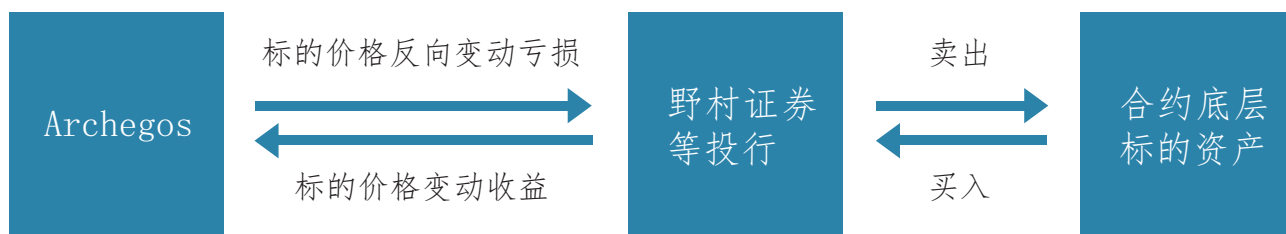
假设野村证券和 Archegos 签订的差价合约标的是百度股票，Archegos 预测未来百度股票价格上涨，所以以 100 美元的价格从野村证券处买入 10000 份的差价合约，并支付 1000 美元的（总金额的 0.1%，以 CMC Markets 的佣金为例）建仓佣金。若百度股票保证金比例为 3%，则 Archegos 还需向野村证券支付 30000 美元作为保证金。

假设预测正确，未来百度股票价格上涨至 110 美元时，Archegos 决定结束交易，即以 110 美元的价格卖出，则需要支付 1100 美元的平仓佣金，即 $110 \times 10000 \times 0.1\% = 1100$ 美元。百度

股票价格从 100 上涨到 110 美元，所以 10000 份合约的收益为 100000 美元，即 $(110 - 100) \times 10000 = 100000$ 美元，除去建仓佣金之后，Archegos 在此次交易中的利润为 97900 美元（ $100000 - 1000 - 1100 = 97900$ 美元）。假设预测错误，未来百度股票价格下跌至 93 美元时，Archegos 以 93 美元的价格卖出，则平仓佣金为 930 美元（ $93 \times 10000 \times 0.1\% = 930$ 美元）。百度价格从 100 变为 93 美元，则 10000 份合约的亏损为 70000 美元，即 $(100 - 93) \times 10000 = 70000$ 美元，加上建仓佣金之后，总亏损为 71930（ $70000 + 1000 + 930 = 71930$ 美元）美元。在整个交易过程中，野村证券需要根据其多空合约数量计算其单一标的的净持仓，并从交易所买入百度股票对冲其单个标的资产的净风险敞口，而实际受股票价格影响的 Archegos 从未持有差价合约中所对应的标的资产。

总体来看，无论是参与总收益互换还是差价合约交易，拥有百度股票的都是野村证券，而不是 Archegos。由于总收益互换和差价合约大多在场外交易，除非在一起比较确认，否则各投行难以明确知晓 Archegos 真实

图2 差价合约原理



资料来源：笔者整理

对应的股票持仓。因此，在 Archegos 同时收到多家投行保证金追加通知之前，各投行均不了解其他机构的交易情况。在发现 Archegos 有违约可能的时候，各大投行相继抛售 Archegos 合约对应的标的股票资产，进而引发 3 月 26 日的爆仓事件。

根据美国《1933 年证券法》的《144 号条例》(Rule 144) 规定，投资者持有一家美国上市公司超过 5% 的股票，就必须向 SEC 披露持仓和增减持计划。但是，Archegos 通过总收益互换和差价合约建立起来的持仓却不受此限制。在此情况下，Archegos 不仅逃避了监管机构的监管，也使得交易所难以追踪其持仓数据。利用这些衍生品，Archegos 成功规避了监管规定，并且可以大量持仓上市公司股票。

(二) 多只重仓股接连遭受利空打击

触发本次 Archegos 爆仓事件的直接原因是其重仓股接连遭遇利空打击。3 月 22 日，Viacom 宣布增发 2000 万股股票，增发价格为 85 美元/股。这一消息引发其股价连日大跌，3 月 26 日收盘价跌至 48.23 美元/股，一周股价累计暴跌 50.6%。

3 月 26 日，我国工信部公布了《烟草专卖法实施条例》意见征求稿，拟将电子烟等新型烟草制品的监管参照卷烟有关规定执行，Archegos 持有的电子烟生产商雾芯科技股票股价连续大跌，一周累计跌幅达 53%。同日，教育部整顿课外教育的传言给跟谁学等在线教育中概股带来冲击，跟谁学跌幅居前，当天下跌 41.6%，一周累计跌幅达 54.9%。上述公司股价下跌，对应的差价合约价格随之大跌，野村证券等多家投行随即对 Archegos 发出了保证金追加通知。在使用了高倍杠杆的情况下，Archegos 涉及的资金敞口高达 600 亿—1000 亿美元，难以补足保证金。随后野村证券等投行强制平仓其差价合约同时开始大量抛售相应的标的股票，引发 Archegos 爆仓。

(三) 家族办公室扮演重要角色

杠杆隐于无形的首要原因是 Archegos 并非常规对冲基金，而是一家仅面向自有资本形式存在的家族办公室，是北美金融市场的重要参与者之一。家族办公室作为超高净值家族财富管理的顶层设计，旨在从专业的角度帮助家族实现资产的保值增

值，强调通过多元化资产配置来分摊风险，主要将资产用于配置固定收益类资产，投资风格稳健。对比来看，Archegos 通过高杠杆投资重仓特定公司股票，投资风格激进，其本质上是一家披着“家族办公室”外衣的对冲基金，并非典型的家族办公室，仍保留着对冲基金原有的投资风格。2008 年国际金融危机之后，为规避监管，多家对冲基金放弃外部客户的资金，转型成为家族办公室，如桥水基金的创始人 Raymond Dalio 设立的 Dalio 家族办公室，SAC 的创始人 Steve Cohen 设立的 Point 72 等。

作为家族办公室，Archegos 不吸收外部资金，亏损均由其自身承担，也因此外界对其产品的高杠杆运作模式一无所知，其不必披露自己的所有者、高管信息或管理资产规模。根据美国《1940 年投资顾问法》及《多德—弗兰克法案》，家族办公室无需在 SEC 登记为投资顾问 (Investment Advisers)，只有在接收超过 1 亿美元以上的外部投资时才需要向外界披露相关信息，因此 Archegos 的投资策略和业绩一直对外保密。截至 2019 年年底，全球家族办公室管理的资产规模超过对冲基

金，达6万亿美元。

（四）高杠杆交易风险凸显

今年1月，华尔街散户逼空事件凸显了高杠杆交易的脆弱性，此次 Archegos 爆仓同样诠释了高杠杆交易的脆弱性。Archegos 对于杠杆的偏好极高，并且和多家投行签订了总收益互换和差价合约，从爆出的涉事资金估算其杠杆比例大约为6比1，使其在差价合约中的名义本金敞口达到600亿—1000亿美元。在近几年低利率的市场环境下，投资者和贷方被迫承担更多的风险以寻求回报。以瑞信为例，在 Archegos 爆仓事件中损失超过47亿美元，提供给 Archegos 杠杆倍数高达300倍。

三、Archegos 爆仓事件的监管应对

爆仓事件发生后，市场高度关注，各方迅速反应。涉事投行与 Bill-Hwang 开会讨论如何降低市场影响，以及如何有序解决出现问题的交易。英美监管机构召集了相关投行举行紧急会议，讨论 Archegos 爆仓原因，以及爆仓事件对银行运营的影响、潜在的信用风险和其他威胁。在此情况下，各国监管机构纷纷推出应对措施。

（一）监管机构开展调查

事件发生后，承担证券场外衍生品监管职责的 SEC 和美国金融业监管局（FINRA）对 Archegos 的负责人 Bill Hwang 展开初步调查，由 SEC 执法部门资产管理小组牵头，旨在明确爆仓事件造成的影响。SEC 还要求高盛、富国银行、摩根士丹利、野村证券、瑞信等涉事投行提供与 Archegos

创始人 Bill Hwang 会面的相关信息。为防控风险，英国金融市场行为监管局（FCA）也启动了相关问询，并联系了上述投行在英国的分支机构。英国央行（BoE）则表示，正密切关注事件后续进展并与相关投行负责人保持密切联络。瑞士金融监管机构也表态将就此事件与瑞信保持联系。日本内阁官房长官加藤胜信表示，已切实监控野村证券的状况，日本金融厅将与日本央行共享相关资讯。

（二）加强对家族办公室监管

家族办公室不仅可以参与美国证券市场交易，也可参与美国商品衍生品市场的交易。为防范类似事件在商品市场发生，美国商品期货交易委员会（CFTC）委员 Dan M. Berkovitz 建议监管机构加强对家族办公室的监管。他认为 Archegos 爆仓给市场参与者带来了巨大损失，表明家族办公室会给金融市场带来较大破坏。家族办公室在证券和商品市场都很活跃，然而，CFTC 近两年却放松了对其监管。例如，CFTC 于2020年规定，有资格瑕疵的家族办公室经营人员或主要负责人无需在 CFTC 注册即可担任商品基金经理（CPO）。此外，由于家族办公室无需公开募集资金，因此不受 CFTC 投资者保护相关规定的约束。Dan M. Berkovitz 认为，为了维护商品市场完整性，CFTC 需充分知晓并监管大型家族办公室的活动，且家族办公室经营者的任职资格需至少与经营其他商品基金的 CPO 相当。

（三）提高投资公司投资衍生品信息披露要求

在衍生品交易信息披露方面，

SEC 规定当投资公司股市持仓市值达到或超过1亿美元时，必须每个季度提交13F报告来详述其投资组合；单个公司股票持仓比例超过5%（以表决权记）的投资公司需在持仓达到阈值的10日内向 SEC 披露13D文件。但这些监管存在漏洞，即13F季度报告只要求投资公司披露其持有在美国交易所交易的股票、期权和可转换债券，而持有的空头持仓、衍生品情况和外国股票的交易则不要求报告。为了防止2008年的金融危机再次重演，美国于2010年出台了《多德—弗兰克法案》用来监管当时引发金融危机的主体机构，包括银行、抵押贷款人和信用评级机构等，但家族办公室并未纳入监管范围。2011年，有市场参与者建议 SEC 披露与投资公司相关并使其获益的衍生品，但 SEC 拒绝了此要求。2019年，SEC 修改《多德—弗兰克法案》部分条款，要求互换进入场内交易，以降低交易违约的可能性，并要求交易双方提供更多的互换交易信息，提高市场透明度，此外 SEC 还规范了金融公司对衍生品的使用，以防止“大而不倒”的机构承担巨大风险。

长久以来，家族办公室在美国都被视为机构投资者，但从未在 SEC 注册，因此上述法律法规难以约束家族办公室行为。时至今日，SEC 仍缺乏家族办公室参与衍生品交易的规定，监管机构难以有效监管家族办公室参与衍生品交易的情况。鉴于此，为提升市场透明度，SEC 拟强制要求家族办公室注册为投资公司，提高对投资公司的信息披露要求，包括向 SEC 提供包括衍生品和空头头寸信息、提升提



交 13F 文件的频率、每季度报告持仓，提升市场透明度。

四、思考与启示

针对此次 Archegos 爆仓事件，结合我国市场情况和监管实践，提出如下建议。

（一）加强对高杠杆保证金交易的监管

为了扩大杠杆，Archegos 与野村控股、摩根士丹利、德意志银行和瑞信等多家投行的经纪业务部门建立了合作关系，利用场外衍生品积累了高倍杠杆。各自为政的投行，在给 Archegos 提供杠杆时往往互不清楚其他交易方，无形之中使 Archegos 累积了更高的杠杆率，为 Archegos 爆仓埋下了伏笔。纵观全球，金融风险在宏观层面主要表现为金融高杠杆和流动性风险。高杠杆是宏观金融脆弱性的总根源，在实体部门体现为过度负债，在金融领域体现为信用过快扩张。因此，应防范市场参与者通过场外衍生品累积高倍杠杆的风险，建议监

管部门建立场外杠杆交易报告监测机制，加强监管，限制高杠杆、高风险交易，严格审查市场参与者资金来源，维护市场平稳发展。

（二）对家族办公室保持高度关注

根据福布斯《2020 中国家族办公室白皮书》，我国家族办公室业务规模为 10 亿美元（约 71 亿人民币），家族办公室是国内家族财富传承业务最重要的平台。目前，我国家族办公室主要以商业银行、信托公司、律师事务所、第三方财富管理机构为主，其参与形式主要分为以下三类：一是存在于家族企业内部的内置型家族办公室，一般由家族成员负责，专注于家族企业战略以及家族事务。二是从商业银行、保险公司、信托公司、证券公司以及第三方理财公司内部高客部等金融机构，派生出来的专门服务其私人银行或超高净值客户的部门。三是由职业经理人发起设立，在家族企业外部独立运作的家族办公室，以

联合家族办公室为主，针对超高净值家族的共性问题提供服务。从市场准入来看，我国家族办公室不存在特殊的准入牌照要求，既可以作为金融机构、律所、家族企业的内置部门存在，也可以通过注册有限责任公司等形式单独设立。当前，在新冠疫情全球暴发的情况下，我国经济保持着良好的发展势头，高净值人群的财富快速积累。随着家族办公室的发展，其资产规模也将随之增长。建议对家族办公室在国内发展情况保持高度关注，加强对家族办公室的资格审查和信息披露要求，强化监管体系，防范相关市场风险。

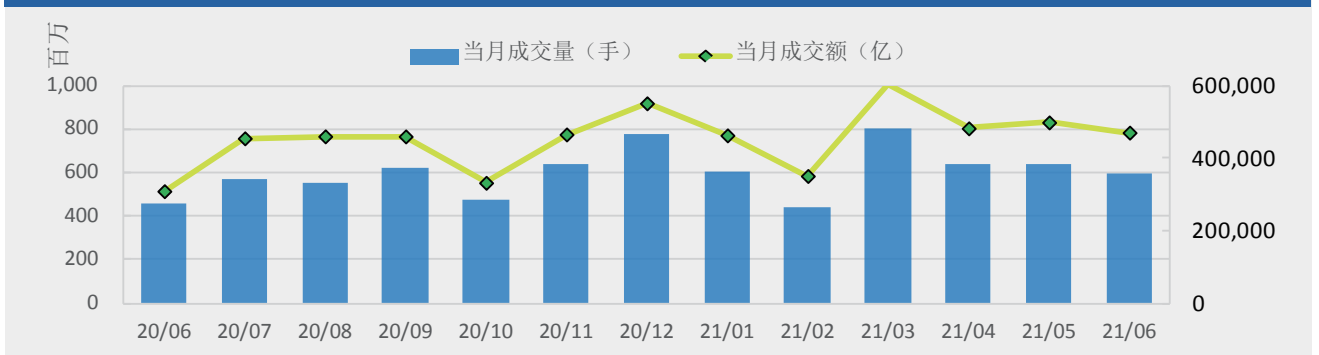
（三）补齐监管制度短板

此次爆仓的根本原因是 Archegos 与多家投行私下进行了高杠杆场外衍生品交易，并利用监管漏洞逃避了信息披露和交易报告要求。欧洲央行执行委员会成员 Isabel Schnabel 在接受德国《明镜周刊》(Der Spiegel) 采访时表示：Archegos 爆仓事件凸显了美国在资金监管方面的空白，不仅对家族办公室的监管存在疏漏，而且对投行的风险监控仍有不足。各投行在与 Archegos 交易时没有尽到“了解客户” (Know Your Client) 的最基本义务。为防范 Archegos 爆仓等类似事件在我国发生，建议监管机构积极关注市场发展，深入排查监管制度漏洞，尽快补齐监管制度短板；与此同时督促金融机构在交易时深入了解客户信息，健全事前风险防范机制，防患于未然。^[1]

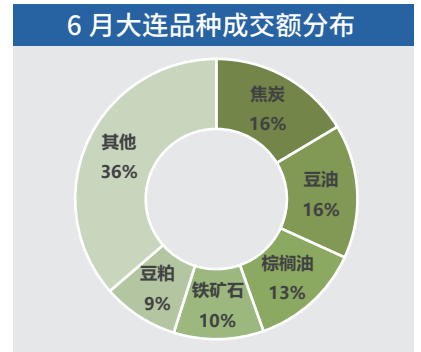
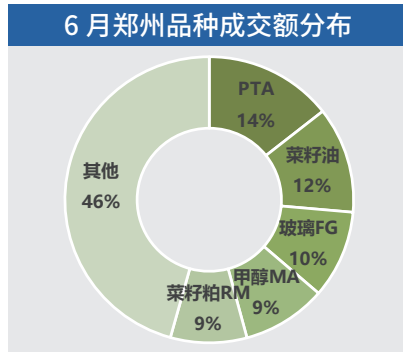
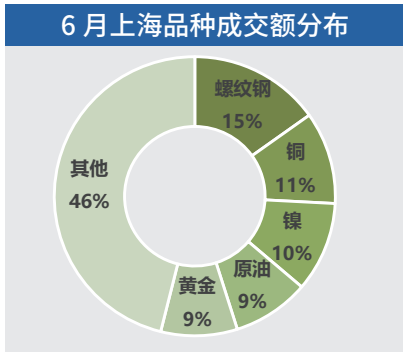
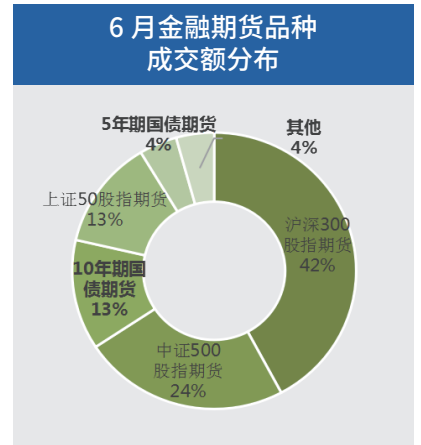
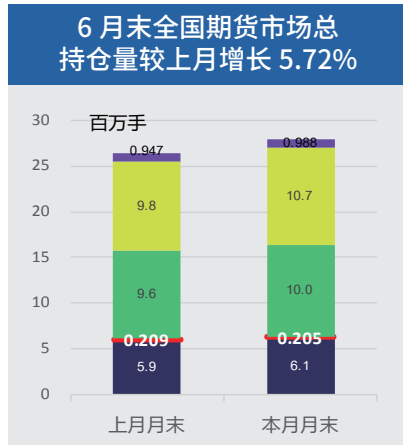
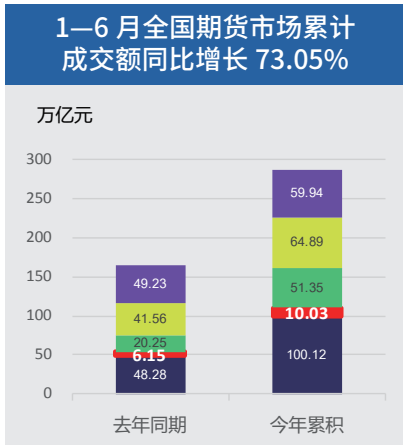
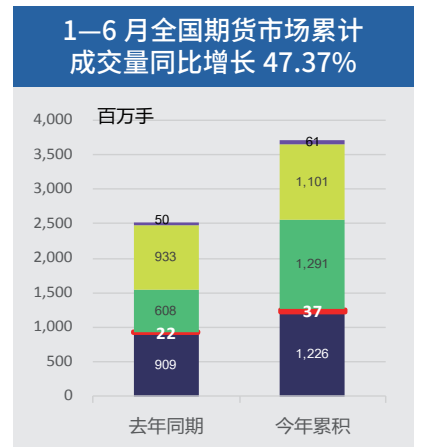
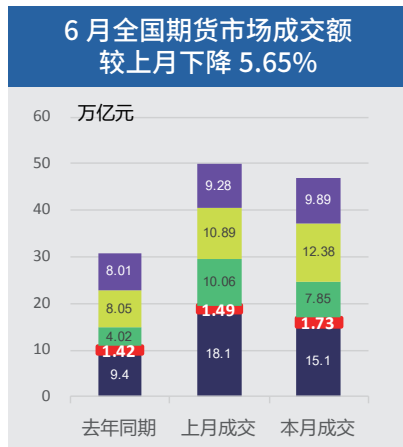
（本文作者供职于郑州商品交易所期货及衍生品研究所有限公司）

2021年6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





庆祝党的百年华诞，中期协组织党员重温入党誓词

