

商业银行 参与商品期货市场调研报告

上海期货交易所 程南雁 徐硕正 徐欣晗

一、美国商业银行参与商品期货市场的经验

商业银行等金融机构参与商品期货、期权和其他衍生品是国际惯例，并在优化市场生态、提升价格影响力方面发挥了重要作用。以美国为例，经过几十年的发展，美国商业银行广泛参与商品衍生品的交易、清算和经纪等环节，成为商品期货市场重要参与者。

（一）美国商业银行的商品衍生品交易业务情况

1. 从持仓金额看，美国商业银行的商品衍生品交易规模稳步扩大。

根据美国货币监理署（Office of the Comptroller of the Currency, OCC）数据，在2003年之前，美国商业银行仅参与少量大宗商品衍生品的交易；2014年，美国商业银行在商品衍生品领域的投资规模有所扩大，并且主要集中在1年以上的中长期合约；2015年之后，美国商业银行所持有的商品期货合约又有进一步增

加，并且1年及以下的短期商品合约占比迅速提高¹。截至2022年第3季度末，美国商业银行持有商品衍生品合约的名义价值共计1.92万亿美元，其中1年及以下的短期合约为1.55万亿美元，1-5年的中期合约为3587.29亿美元，5年以上长期合约为72.02亿美元²（图1）。

2. 从持仓占比看，美国大型商业银行的商品衍生品持仓占据了商业银行商品衍生品总持仓的绝大部分。

虽然美国拥有几千家银行，但是各银行在衍生品领域的发展十分不均衡，在商品衍生品领域尤为明显。自2015年大幅增加商品衍生品交易后，摩根大通银行在商品期货市场逐步占据主体地位。2022年第3季度末，美国商业银行共持有的1.92万亿美元商品衍生品合约中，摩根大通银行持有1.22万亿美元，占比达到63.93%，其后依次为花旗银行、美国银行和高盛银行，占比分别为14.83%、5.19%和2.60%（图2）。

* 本文获中国证监会“我为建设中国特色现代资本市场献一策”主题征文优秀奖，现刊登部分研究成果。

¹ 主要由于摩根大通银行大幅增加了商品衍生品持仓。

² 数据来源：OCC《银行衍生品活动季度报告》，商业银行年报。

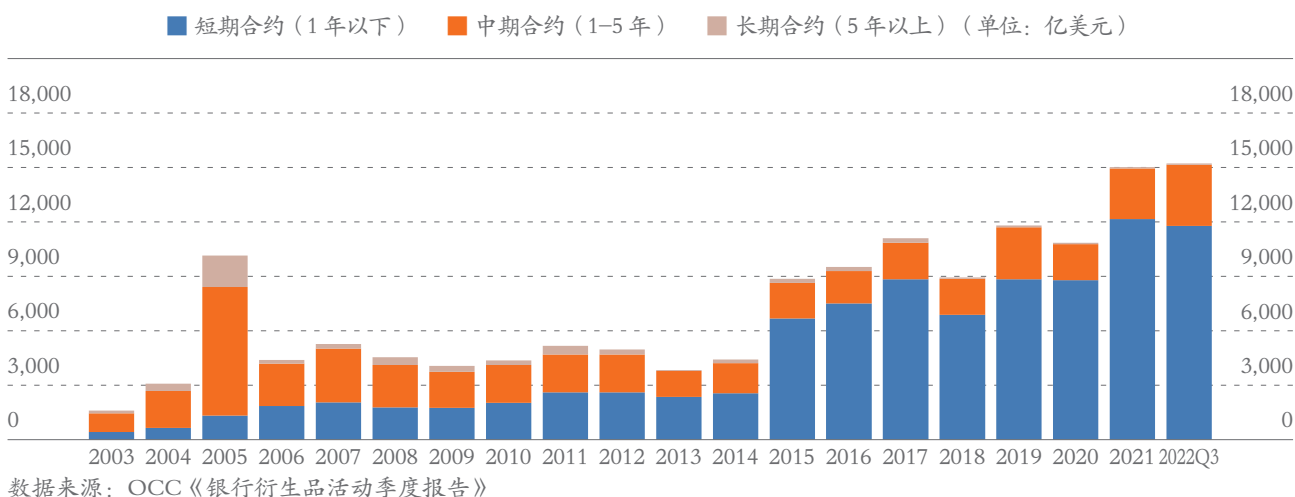


图 1：美国商业银行商品衍生品合约持仓金额（按到期期限）

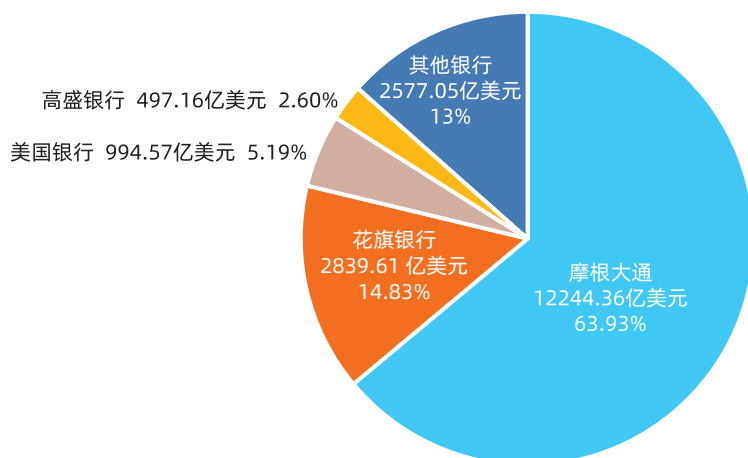


图 2：美国商业银行 2022 年第三季度末商品衍生品合约持仓金额分布

3. 从持仓合约分布看，美国商业银行的商品衍生品合约持仓分布不均。

美国商业银行的商品衍生品持仓主要集中在场外合约。以摩根大通、花旗、美国银行和高盛 4 家银行为例，根据各家银行年报披露的 2020 年末商品衍生品持仓金额公允价值计算，4 家银

行持有的场内商品衍生品合约占比 23.76%，其中各家占比在 5%-40%；而 4 家银行持有的场外商品衍生品合约（不包括集中清算的场外商品衍生品合约）占比 75.84%，其中各家占比在 59%-95%（表 1）。

表 1：2020 年末美国大型商业银行商品衍生品合约持仓分布

银行名称	持仓占比			
	场内合约	场外合约	集中清算的场外合约	总计
摩根大通银行	39.99%	59.86%	0.15%	100%
花旗银行	5.81%	94.19%	—	100%
高盛银行	27%	71.81%	1.19%	100%
美国银行	14.14%	85.86%	—	100%
4 家合计	23.76%	75.84%	0.39%	100%

数据来源：摩根大通银行、花旗银行、美国银行和高盛银行年报

虽然美国商业银行参与场内商品衍生品的规模小于场外，但是从场内衍生品投资者结构看，商业银行仍是场内期货和期权市场的重要参与者。根据美国商品期货交易委员会（CFTC）于 2021 年 6 月 1 日披露的银行参与报告，在美

国场内市场，有 5 家及以上商业银行持有可报告头寸的商品期货合约 63 个、商业银行持仓量约 946 万手，商品期权合约 14 个、商业银行持仓量约 322 万手（表 2）。

表 2：美国有 5 家及以上商业银行持有可报告头寸的场内商品衍生品合约

标的资产类型	期货		期权	
	合约个数	持仓量（万手）	合约个数	持仓量（万手）
能源	37	824.89	8	277.65
农产品	13	75.65	4	18.63
金属	5	35.52	2	25.30
化工	8	10.28	0	0
合计	63	946.34	14	321.58

数据来源：CFTC 于 2021 年 6 月 1 日披露的银行参与报告

4. 从交易业务类型看，美国商业银行在商品期货市场主要开展互换交易、做市等业务，并积极管理风险敞口。

由于相关监管机构的政策限制，美国商业银行不能开展衍生品自营交易，但仍可以开展做市、套期保值、代客等相关业务。目前，摩根大通、花旗、美国银行、高盛等美国大型商业银行在商品期货市场开展的交易业务主要以服务客户的风

险管理为目的，承担了互换交易商、做市商等职能。

在美国，受 CFTC 监管的互换交易商中 80% 具有银行背景。作为互换交易商，商业银行搭建了场外互换市场与期货市场之间的桥梁，充当寻求对冲价格风险或追求风险投资收益客户的交易对手，根据客户个性化需求提供具有量身定制条款的互换合约。虽然具有高度流动性的期货市

场也为实体企业提供了风险管理工具，但是场外互换合约提供了额外的灵活性，解决因场内市场没有相关标的的合约、缺少长期合约或者长期合约缺乏流动性、活跃合约不连续而带来的额外风险，从而为实体企业的风险管理提供便利。截至2021年5月7日，在美国受CFTC监管的互换交易商共110家³，按集团合并后共67家，其中，有银行背景的共54家，占比80.60%。从持仓占比看，互换交易商是商品期货市场的重要参与者，尤其是对于能源类合约，根据CFTC披露的2021年6月13日的数据，46个能源类合约的互换交易商持仓占比在30%以上，CME集团亨利港天然气期货的互换交易商持仓占比高达62.05%。

作为做市商，商业银行通过在期货市场持续向市场参与者提供指定合约的双向报价或者响应市场参与者询价，并以自有资金和合约持仓在该价位上与市场参与者成交，来提高市场流动性，满足客户即时交易以寻求风险对冲或追求风险投资收益的需求。

同时，美国商业银行通过衍生品交易，积极地管理因互换交易、做市和投资融资活动而产生的风险敞口。特别是由于互换合约可以高度定制、流动性可能较低，因此商业银行作为互换交易商，通常依靠多种手段，包括其他互换、现货市场头寸和期货合约来抵消互换账簿中的剩余市场风险。

（二）美国商业银行的衍生品中介业务情况⁴

1. 清算业务。

美国商业银行建立了完善的支付和清算体系，并为发达的衍生品市场提供清算支持，摩根大通、花旗银行、美国银行、高盛银行等都是CME集团、洲际交易所（ICE）、伦敦金属交易所（LME）、欧洲期货交易所（Eurex）、新加坡交易所（SGX）等世界主要交易所的清算会员。

商业银行根据自身业务和客户情况，承担不同类别合约的清算。以CME集团的清算会员为例，部分银行只是4个场内期货交易所的清算会员，或只是场外利率互换和外汇业务的清算会员，但多数综合型银行既承担场内期货和期权的清算业务，也布局场外利率、外汇等品种的清算，如花旗银行等。

商业银行作为清算会员，一是可以拓展收入来源，例如花旗银行对ICE欧洲清算所的场内清算收入最高可达6美元/手，场外合约最高可达750美元/笔⁵；二是能够得到一系列优惠政策，例如对银行100%控股的母公司以及控股母公司的子公司可申请成为清算会员的附属会员，享受交易所给予的手续费优惠，并且在计算保证金时可将其头寸与关联公司的自营头寸互相抵消，能够大大提高资金使用效率。

2. 经纪业务。

期货佣金商（Futures Commission Merchant, FCM）是美国主要的期货经营机构，客户资金可

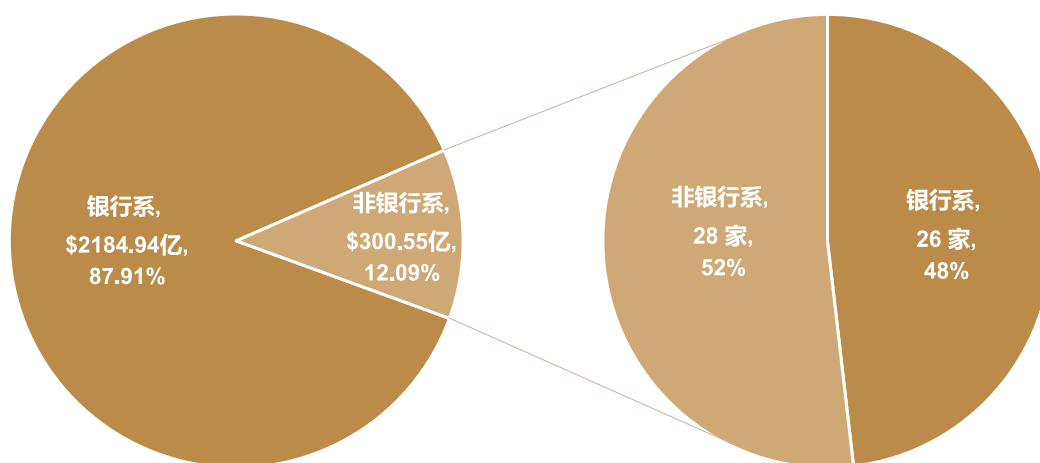
³ 资料来源：<https://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/registerswapdealer.html>。

⁴ 由于各类金融机构在开展清算、经纪等中介业务时通常不仅仅单一专注于商品衍生品或者金融衍生品，故此节均以衍生品中介业务为例加以说明。此外，由于相关业务隔离规定的需要，美国商业银行的清算、经纪等业务通常是由其控股母公司旗下的证券公司或其他金融机构来开展的，例如，摩根大通是通过摩根大通集团旗下的摩根大通证券公司开展的。为简化起见，此节均以“商业银行”或某家商业银行的简称（如摩根大通）指代具体持有相应中介牌照的金融机构。

⁵ 数据来源：花旗银行《花旗直接清算指导手册》。

通过 FCM 进行场内衍生品合约、场外外汇和互换合约等的买卖。以摩根大通等大型银行为代表的期货佣金商可以独立开发客户或接受介绍经纪商（Introducing Broker, IB）介绍客户，通过接受客户交易指令，为客户提供交易和结算等服务，收取一定的佣金。经纪业务的内容一般包括场内场外客户的交易执行，共同基金和社保基金的销售，协助客户进行清算，提供市场报告等。

从客户资金（Customer Segregated Fund）⁶ 的角度，银行系 FCM 占据市场的主体地位。截至 2020 年末，在国际期货业协会（Future Industry Association, FIA）统计的 54 家 FCM⁷ 中，银行系 FCM 共 26 家，占比近一半；但银行系 FCM 的客户资金量占总客户资金量的 87.91%⁸（图 3），并且客户资金量排名前 9 位的均为银行系 FCM（表 3）。



数据来源：FIA

图 3：银行系与非银行系期货佣金商对比

表 3：2020 年末客户资金排名前 10 的美国 FCM

排名	FCM		客户资金量（亿美元）
	机构名称	所属集团	
1	摩根大通证券有限责任公司	摩根大通集团	479.59
2	高盛公司	高盛集团	346.70
3	摩根士丹利公司	摩根士丹利	262.53
4	美银证券股份有限公司	美银美林集团	215.44
5	法兴美国证券有限责任公司	法国兴业银行集团	147.53
6	花旗环球市场股份有限公司	花旗集团	143.27

⁶ 在本报告中，客户资金是指根据美国《商品交易法》（Commodity Exchange Act, CEA）第 4d 节要求，期货和期权客户在隔离账户中持有的现金、证券和资产总额。

⁷ 根据 CFTC 官网数据，截至 2020 年末，共有 65 家期货佣金商，其中有 11 家客户资金量为 0。

⁸ 国际期货业协会（FIA）网站，“期货佣金商追踪”栏目（FCM Tracker）。

续表 3

排名	FCM		客户资金量（亿美元）
	机构名称	所属集团	
7	巴克莱资本股份有限公司	英国巴克莱集团	90.86
8	瑞信证券（美国）有限责任公司	瑞士信贷集团	74.02
9	瑞银证券有限责任公司	瑞银集团	67.05
10	盈透证券有限责任公司	盈透证券集团	60.53

数据来源：FIA

二、我国商业银行参与境内商品期货市场情况

（一）我国商业银行参与境内商品期货市场的政策限制

目前，我国商业银行参与境内商品期货市场主要存在可参与品种受限和可开展业务类型受限等方面的政策限制。

一是我国商业银行在境内商品期货市场可参与交易的品种受到限制。根据我国现行《中华人民共和国商业银行法》（2015 年修订版），衍生品交易未明文列入商业银行可以经营的业务清单；2020 年公开征求意见的《中华人民共和国商业银行法（修改建议稿）》将“办理衍生品交易业务”列入商业银行可以经营的业务范围，并规定“经营范围由商业银行章程规定，报国务院银行业监督管理机构核准”。同时，《银行业金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》（中国银监会令 2011 年第 1 号）规定，“银行业金融机构开办衍生产品交易业务，应当经中国银监会⁹批准，接受中国银监会的监督与检查”，以及“银行业金融机构从事与外汇、商品、

能源和股权有关的衍生产品交易以及场内衍生产品交易，应当具有中国银监会批准的衍生产品交易业务资格，并遵守国家外汇管理及其他相关规定”。目前，我国商业银行在境内商品期货市场只能参与黄金期货和白银期货交易，而不能参与其它商品期货或任何场内商品期权交易。

二是我国商业银行在境内商品期货市场可开展的大宗商品衍生品业务类型受到限制。《银行业金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》规定，银行业金融机构开办衍生产品交易业务的资格分为基础类和普通类两大类，其中，基础类资格只能从事套期保值类衍生产品交易，普通类资格除可以从事套期保值类衍生产品交易之外，还可以从事代客、做市、自营等非套期保值类衍生产品交易，并规定“根据银行业金融机构的风险管理能力，监管部门可以对其具体的业务模式、产品种类等实施差别化资格管理”，以及“银行业金融机构从事衍生产品交易业务，在开展新的业务品种、开拓新市场等创新前，应当书面咨询监管部门意见”。目前，我国商业银行即使已获

⁹ 编者注：2018 年，银监会、保监会合并，组建银保监会；2023 年 3 月，中共中央、国务院印发了《党和国家机构改革方案》。在中国银行保险监督管理委员会基础上组建国家金融监督管理总局，不再保留中国银行保险监督管理委员会。2023 年 5 月 18 日，国家金融监督管理总局正式揭牌。

得国家金融监督管理总局许可、具有开办普通类衍生产品交易业务资格，在其开展新业务（如国内期货交易所推出的场外衍生品平台）之前，仍需向国家金融监督管理总局提出书面申请。

总体而言，我国商业银行参与境内商品期货市场的政策限制在于，虽然现行法律法规表明我国商业银行可以开展商品衍生品交易业务，但是在实际操作中，我国商业银行关于参与除贵金属期货之外的境内其他场内衍生品交易的申请从未获得许可，并且其关于参与诸如国内期货交易所推出的场外衍生品平台等新业务的申请在获得许可方面也有所限制；同时，也没有一个具体的操作指引，明确商业银行参与相关品种或者相关业务所需符合的具体条件以及具体申请程序。

（二）我国商业银行参与境内外商品期货市场的现状

总体上，我国商业银行的衍生品业务呈现出

业务规模小、以场外市场为主、参与境外品种居多等特点。2020年末，工商银行、农业银行、中国银行和建设银行四大国有商业银行集团层面持有衍生品名义金额共计 27.02 万亿元，其中，商品及其他衍生品为 1.49 万亿元，占其衍生品总持仓的 5.52%；从场内外合约持仓看，上述 4 家商业银行集团层面持有的场内衍生品合约占比仅 1.09%，各家占比在 0.02%-2.31%；而 4 家商业银行集团层面持有的场外衍生品合约占比高达 98.91%，各家占比在 97.69%-99.98%（表 4）。与美国相比，我国商业银行商品衍生品持仓规模偏低；具体而言，美国 4 家商业银行集团层面商品衍生品持仓名义金额折合人民币 9.97 万亿元，是我国 4 家商业银行的 6.68 倍；美国 4 家商业银行集团层面商品衍生品持仓名义金额占其总资产的比重为 15.87%，是我国 4 家商业银行的 12.03 倍（表 5）。

表 4：2020 年末我国四大国有银行集团层面的衍生品持仓分布

			工商银行	农业银行	中国银行	建设银行	4 家合计
按资产类型	外汇	名义金额	5.78	2.48	6.73	3.46	18.45
		占比	65.79%	83.02%	61.07%	81.68%	68.26%
	利率	名义金额	2.20	0.35	3.88	0.65	7.08
		占比	25.04%	11.78%	35.25%	15.35%	26.21%
	商品及其他	名义金额	0.80	0.16	0.41	0.13	1.49
		占比	9.16%	5.20%	3.68%	2.98%	5.52%
按场所	场内	名义金额	0.20	0.06	0.002	0.02	0.29
		占比	2.31%	2.12%	0.02%	0.58%	1.09%
	场外	名义金额	8.58	2.93	11.01	4.21	26.73
		占比	97.69%	97.88%	99.98%	99.42%	98.91%
持仓名义金额总计			8.78	2.99	11.01	4.24	27.02

注：名义金额单位为万亿元。

数据来源：工商银行、农业银行、建设银行、中国银行年报

表 5：2020 年末中美商业银行集团层面商品衍生品持仓规模对比

我国商业银行				美国商业银行			
银行名称	商品衍生品 名义金额	总资产	商品衍生品 / 总资产	银行名称	商品衍生品 名义金额	总资产	商品衍生品 / 总资产
工商银行	0.80	33.35	2.41%	摩根大通	3.69	22.09	16.69%
农业银行	0.16	27.21	0.57%	高盛银行	2.94	7.59	38.76%
中国银行	0.41	24.40	1.66%	花旗银行	2.37	14.75	16.08%
建设银行	0.13	28.13	0.45%	美国银行	0.97	18.40	5.30%
4 家合计	1.49	113.09	1.32%	4 家合计	9.97	62.83	15.87%

注：商品衍生品名义金额、总资产单位为万亿元；其中，美国商业银行相关数据按 2020 年 12 月 31 日美元兑人民币汇率(6.5249) 进行折算。

数据来源：各银行年报

近年来，我国产业客户和普通投资客户对于通过商品期货市场进行风险管理或者资产配置的需求强烈。2020 年，中国大陆地区场内商品衍生品成交量为 60.38 亿手，同比增加 54.98%，连续 12 年位居全球首位。我国商业银行为满足客户需求，在大宗商品业务领域进行了相关布局，开展针对企业客户的代客商品衍生品交易¹⁰和针对个人客户的账户商品交易¹¹等代客业务，这些业务通常涵盖贵金属、能源、有色、黑色、农产品及化工等多品种。

然而，由于参与境内商品期货市场受限，我国商业银行所开展大宗商品代客业务的可选路径有限，主要挂钩境外产品。具体而言，一方面，将其绝大部分业务挂钩境外大宗商品价格，并通过直接或间接参与境外商品期货市场对冲上述业务中产生的相关风险；另一方面，压缩挂钩国内大宗商品价格的业务规模，只有当客户间的多空头寸能相互抵消、银行净风险敞口为零时，才进

行相关业务。

三、相关政策建议

从美国商业银行的实践经验来看，以摩根大通、花旗、美国银行和高盛为代表的美国大型商业银行，是商品期货市场的重要参与者，其参与既拓宽了其为实体企业和高净值投资者服务的业务范围，又在优化市场结构、增加市场深度、服务实体企业个性化风险管理需求、提升相应品种价格影响力等方面发挥了重要作用方面发挥了重要作用。

目前，我国产业客户和普通投资客户对于通过商品期货市场进行风险管理或者资产配置的需求强烈，我国商业银行在大宗商品业务领域为此进行了相关布局，并且在专业人才储备、风险管理体系、产品设计经验、资金实力、客户基础等方面具有一定优势，同时对于参与境内商品期货市场各项业务以对冲自身风险的需求强烈。但是目前由于政策原因，我国商业银行在境内商品期

¹⁰ 代客商品衍生品交易业务是指商业银行为满足对公客户的真实交易需求，为其提供的以相关大宗商品为标的的远期、互换、期权等衍生交易产品。

¹¹ 账户商品交易业务是指商业银行作为做市商，为客户提供的以账户商品为标的的交易类服务；客户根据商业银行报出的各账户商品客户买入价（即银行卖出价）/ 客户卖出价（即银行买入价），买入 / 卖出相应账户商品份额。

期货市场可参与交易的品种和业务受限。允许商业银行更大范围参与境内商品期货市场，有利于提升我国重要大宗商品的价格影响力和金融市场服务实体经济的能力。一方面，商业银行业务范围的扩大，有利于其打造自身核心竞争力，并减少因参与境外期货交易所客场作战而承担的不必要风险和损失；另一方面，随着商业银行参与境内商品期货市场限制的放开，商业银行可设计更为丰富的场外衍生产品，为客户提供风险管理和资产管理服务，吸引更多实体企业和高净值客户通过商业银行间接参与期货市场，从而优化期货市场的投资者结构，提高期货市场的韧性和市场容量，进而提升期货市场的定价效率和价格影响力、更好服务实体经济发展。

为此，建议中国人民银行、国家金融监督管理总局、证监会等部委统筹协作，在风险可控的前提下，逐步放开商业银行参与境内商品期货市场的政策限制。具体政策建议如下：

一是可出台商业银行申请境内商品衍生品业务的操作指引，明确列出商业银行开展相关品种交易或相关业务的充分条件以及具体申请程序。

即只要参照该操作指引，符合所列条件的商业银行可在明确的时间预期内，获得监管机构对于其参与除贵金属期货之外其他场内衍生品交易或者其他相关业务的具体书面答复。

二是可参照《中国证监会、财政部、中国人民银行、中国银保监会关于商业银行、保险机构参与中国金融期货交易所国债期货交易公告》（证监会公告〔2020〕12号），组织协调相关部委以联合公告的形式，放宽商业银行可以参与境内的场内商品衍生品交易的品种和业务范围。

三是如前述建议短期内难以实现，可依据中共中央、国务院2021年7月15日发布《关于支持浦东新区高水平改革开放打造社会主义现代化建设引领区的意见》，考虑在浦东新区引领区先行先试，并视情况逐步扩大试点范围。

（责任编辑：杨梦莹）

作者简介：

程南雁，复旦大学博士，现任职于上海期货与衍生品研究院，研究方向为市场运行研究。

徐硕正，上海期货交易所在站博士后。

徐欣晗，现任职于上海期货与衍生品研究院。