

商品期货市场对外开放的 国际比较与经验借鉴*

上海社会科学院 邵运文 周宇

一、引言

期货市场诞生于西方发达国家，发展历史较长，其国际化进程开始较早。在市场力量的驱动下，发达国家的期货市场在20世纪70年代后飞速发展，其期货市场国际化的主要目的在于巩固与拓展其既有的国际金融及贸易地位。相较而言，新兴市场国家的期货市场开放目的更多地在于通过开放战略，引入境外资本，寻求国内经济与金融的创新发展。近年来，全球面临大宗商品原材料价格波动率放大和以衍生品为代表的金融工具创新的共振，全球商品期货成交量快速增长。我国商品期货市场经历了起步探索期、清理整顿期、规范发展期、创新发展期，在企业风险管理、全国统一大市场建设、乡村振兴、人民币国际化等方面起到了重要作用。国际期货业协会（FIA）数据显示，2023年郑州商品交易所、大连商品交易所、上海期货交易所的成交量分别位居全球第8、第9和第12位。

首先，相较于我国在交易量排名方面的领先地位，我国商品期货市场对外开放的时间点相对滞后。20世纪90年代，金融自由化理论颇为流行，大量新兴市场国家加大期货市场开放力度，而我国商品期货市场彼时刚刚设立，在开放上一

直保持审慎的态度，直至2018年我国首个国际化商品期货合约才挂牌交易。由此可见，当前我国期货市场的开放程度与位居前列的期货市场交易规模存在一定失衡，进一步扩大商品期货市场开放具有必要性。其次，商品期货市场的基础功能是为企业提供风险管理工具，服务实体经济发展。近年来，我国企业“走出去”步伐加快，大量参与海外工程建设，境外实体企业的金融服务需求增强。然而，实体企业境外风险管理需求与我国期货市场开放程度不够协调，扩大期货市场开放不仅是我国期货市场发展的必经之路，也是实体企业的内在诉求。最后，我国商品贸易量位于世界首位，大宗商品原材料对外进口依存度较高。然而，我国期货市场的国际定价影响力与我国庞大的大宗商品现货贸易规模不匹配，我国大宗商品期货市场“大而不强”，扩大期货市场开放将吸纳更多的境外投资者参与我国市场交易，期货价格中纳入更多的境外信息，有利于提高我国金融产品定价的国际公允度，保障经济平稳运行。值得注意的是，“十四五”规划提出，当前全球正面临“百年未有之大变局”，外部市场的不确定性上升，我国在扩大金融开放的同时，也应通过积极的制度创设来防范跨境金融风险。因此，研究别国商品期货

* 本文转载自《西南金融》，部分内容有修改。

市场开放背景、特点与经验教训，可以为我国的实践探索提供一定指引，具有现实意义。

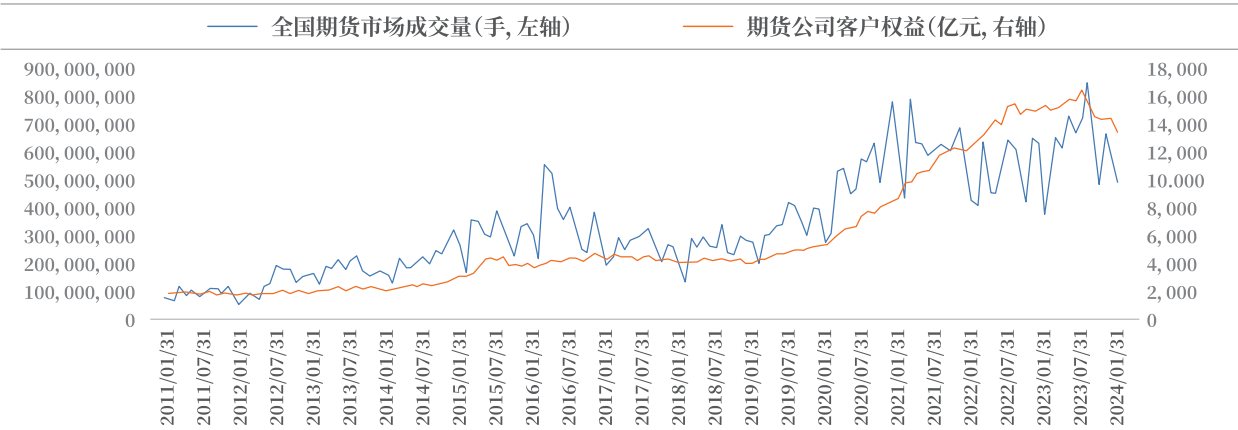
现有文献主要围绕我国期货市场的发展历程、现状、意义等角度进行论述。本文基于新时代金融开放特点，将商品期货市场对外开放界定为商品期货交易与期货服务业的双向有序开放，从“引进来”与“走出去”两个维度展开，基于期货合约、期货公司、期货交易所三种角度，进行多国商品期货市场对外开放的对比研究。由于发达国家与新兴市场国家的期货市场对外开放目的存在一定差异，同时鉴于我国同时具有“世界第二大经济体”与“发展中国家”的双重身份，本研究选择美国、日本、印度、俄罗斯作为研究对象。在经济规模上，我国与美国、日本的经济体量均位于世界前列；在发展阶段方面，我国与俄罗斯、印度同属于新兴市场国家。加之美国、日本、印度与俄罗斯的期货市场对外开放时间均早于我国，研究其对外开放的经验教训可以为我国商品期货市场开放提供重要启示。

二、我国商品期货市场的开放现状

（一）我国商品期货合约对外开放现状

20世纪90年代至今，我国共设立了5个期货交易所，期货市场交易量与客户权益逐年增加（图1）。2018年原油期货作为我国第一个国际化交易品种挂牌上市，标志着我国商品期货市场步入对外开放新阶段。从国际化效果来看，我国原油期货已初步融入全球原油价格网络，具备了成为定价基准的条件。

纵览我国的国际化商品期货品种，在引进境外投资者方面，可以归纳为三条路径：一是上市即开放，例如原油期货自上市之日起便引入境外投资者；二是老品种引入新投资者，例如2013年上市的铁矿石期货于2018年引入国际投资者；三是国内合约与国际合约双轨运行，例如在沪铜期货合约存续交易的同时，挂牌国际铜期货品种平行交易。截至2024年1月，我国商品期货市场已有15个国际化品种（表1）。理论上引入境外投资者将提升我国期货品种的定价影响力，但由于我国市场交易规则与境外存在一定差异，初期境外投资者参与我国市场的程度有限。铁矿石期货与PTA期货在对外开放后，未能显著提升定价影响力，未来外资参与度有待进一步提高。



数据来源：Wind

图 1：我国期货市场成交概况

表 1：中国国际化期货品种上市及国际化时间

序号	国际化时间	期货品种	上市时间	期货交易所
1	2018/3/26	原油期货	2018/3/26	上海国际能源交易中心
2	2018/5/4	铁矿石期货	2013/10/18	大连商品交易所
3	2018/11/30	PTA 期货	2006/12/18	郑州商品交易所
4	2019/8/12	20 号胶期货	2019/8/12	上海国际能源交易中心
5	2020/6/22	低硫燃料油期货	2020/6/22	上海国际能源交易中心
6	2020/11/19	国际铜期货	2020/11/19	上海国际能源交易中心
7	2020/12/22	棕榈油期货	2007/10/29	大连商品交易所
8	2022/12/26	黄大豆 1 号期货	2002/3/15	大连商品交易所
9	2022/12/26	黄大豆 2 号期货	2004/12/22	大连商品交易所
10	2022/12/26	豆粕期货	2000/7/17	大连商品交易所
11	2022/12/26	豆油期货	2006/1/9	大连商品交易所
12	2023/1/12	菜籽油期货	2007/6/8	郑州商品交易所
13	2023/1/12	菜籽粕期货	2012/12/18	郑州商品交易所
14	2023/1/12	花生期货	2021/2/1	郑州商品交易所
15	2023/8/18	上海出口集装箱结算运价指数（欧洲航线）	2023/8/18	上海国际能源交易中心

数据来源：各期货交易所官网

在我国投资者与资金“走出去”方面，中小企业境外套期保值受到政策限制。然而，大宗商品现货国际贸易多数参照国际期货市场定价，我国大量民营企业参与海外业务，但无法“走出去”参与国际期货市场，其跨境风险管理需求未能充分满足，导致部分企业通过在境外设立子公司或其他非正规方式，绕过国内相关政策进行境外期货交易，时常被国际资本狙击，也有部分企业通过参与国内非正规平台的纸货与电子盘交易进行风险管理，存在较大的市场风险与信用风险。

（二）我国期货服务业对外开放现状

在期货公司“引进来”方面，早期中国香港承担了对接境内外期货市场“中转站”的重要功能。2005年，中国证监会允许符合条

件的港澳投资者在内地设立或收购期货经纪公司，但持股比例不得超过49%，该限制持续至2020年才全面取消（表2）。高盛集团、法国兴业银行、瑞银集团等国际投行曾尝试参股境内期货公司，但彼时面临诸多政策限制。截至2019年，我国外资参股的期货公司仅有2家，分别为摩根大通期货与银河期货，均是在《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》（CEPA）的框架下，由外资通过香港地区注册公司而间接参股。2020年，在我国全面取消期货服务业外资股比限制后，摩根大通期货公司提升了外资控股比例至100%；此后，高盛集团全资控股乾坤期货，瑞银证券控股瑞银期货，摩根士丹利期货（中国）于2023年获批在北京设立。

根据中国期货业协会统计数据，2023年末我国共有150家期货公司，前30家占据了行业利润的75%以上。由此可见，我国期货行业的整体垄断程度偏高，中小期货公司面临激烈的竞争。目前，我国期货公司的经营范围主要包括经纪业务、风险管理业务、资产管理业务、期货投资咨询业务、基金销售业务等，期货自营业务尚未真正放开，其中经纪业务的手续费仍是大多数期货公司的主要利润来源（图2），这意味着我国期货公司的竞争形态较为低端，主要体现在经纪费用的“价格战”上，

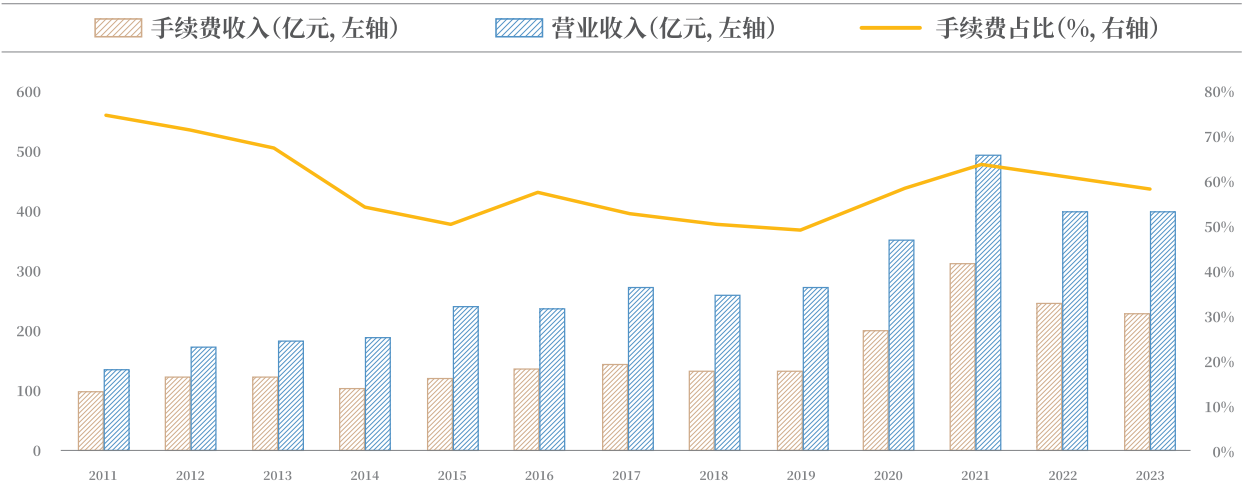
而创新服务业务方面发展较为局限。随着我国期货服务业外资股比放开，未来我国境内将出现更多外资控股或独资的期货公司，其业务模式多元化，在高频交易、风险管理、资产管理等业务方面经验丰富，较少的国外期货公司仅依赖经纪渠道业务获利。外资机构进入我国期货服务业将加剧行业竞争，也将倒逼我国期货公司业务转型升级。

在期货公司“走出去”方面，2006年，6家期货公司获批在港设立分支机构。但由于2008年金融危机爆发，内地期货公司赴港设

表 2： 我国期货服务业行业对外开放政策梳理

年份	相关政策
2005 年	在《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》框架下，中国证监会发布《关于香港、澳门服务提供者参股期货经纪公司有关问题的通知》，允许港澳投资者在内地设立或收购期货公司，持股比例不超过 49%
2014 年	中国证监会发布了《期货公司监督管理办法》，中国的期货服务行业对外开放的范围进一步扩大至其他与中国签订监管合作备忘录的国家或地区，外资股比不超过 49%
2018 年	中国证监会发布了《外商投资期货公司管理办法》，对符合规定的境外投资者，持有境内期货公司股比放宽至 51%，3 年后不再设限
2019 年	中国证监会将期货公司外资持股比例不再设限的时间点进一步提前至 2020 年 1 月 1 日
2020 年	2020 年 1 月 1 日起，中国证监会正式宣布，期货公司外资股比限制全面取消
2020 年	摩根大通期货成为我国首家 100% 外资控股的期货公司

资料来源：根据政府部门公开资料整理



数据来源：Wind

图 2： 期货市场经纪业务手续费收入及占比

立子公司的脚步放缓，出现部分子公司撤回内地的现象。2014年中国证监会出台相关文件支持期货公司“走出去”¹，激励我国期货公司扩大境外业务，重新掀起“走出去”热潮。截至2020年末，已有21家内地期货公司在中国香港设立分公司，其业务辐射至欧美。但是，这21家期货公司仍以经纪业务为主，与境外综合化服务机构存在较大差距。同时，我国在跨境交割服务方面发展较为缓慢。

三、商品期货市场对外开放的国际经验

（一）美国商品期货市场的对外开放

现代期货市场诞生于美国，相关期货交易规则、衍生品定价理论等也均来自美国。与多数发展中国家不同，美国商品期货对外开放过程是期货产品、交易规则及理论向全世界主动供应的过程，该过程维护了美国的货币霸权与金融中心地位。美国商品期货市场对外开放有如下特点。

1. 全能型期货公司是美国期货市场国际化的重要载体。

美国的期货公司以金融资本与产业资本结合的方式，在期货与现货市场上共同影响大宗商品贸易与定价。美国的期货佣金商（FCM）可以分为三类：全能型金融服务公司、专业型期货经纪公司、现货公司兼营期货经纪业务公司。全能型金融服务公司主要是大型金融集团，期货业务仅是其经营范围的一部分；专业型期货经纪公司是主营期货业务的公司；现货公司兼营期货经纪业务公司主要是大宗商品现货贸易商。美国的全能型期货公司在期货行业中占据了主导地位，2024年1月，美国排名

前十的期货佣金商均为全能型公司，其客户权益市场份额占比约为74.5%（表3）。2024年初，美国排名第一的期货佣金商为摩根大通，其客户权益为411.19亿美元；2023年末，我国的头部期货公司国泰君安期货，其客户权益为1141亿元人民币，折合约160亿美元，中美头部期货佣金商客户权益规模差距巨大。全能型期货佣金商拥有来自现货市场的一手资料，在期货交易上具有信息优势，同时可以利用期货交易为现货市场提供价格风险管理。例如高盛拥有原油期货交易头寸的同时，投资了全球30多家发电厂；摩根士丹利进行取暖油期货交易的同时，控制着美国25%的取暖油储备。全能型期货公司的业务多元化且资金实力雄厚，这与美国允许期货自营的政策以及允许混业经营的背景相关。全能型期货公司的持仓方向往往被国际市场关注，所发布的研究报告也会影响全球金融市场预期，这巩固了美国在国际市场上的结构性权力²。

2. 跨境并购合作是美国期货交易所拓展海外影响力的重要路径。

美国公司制交易所众多，交易所公司制改革使得交易所之间的兼并收购更加便利，美国境内的交易所集团通过不断收购、持股等方式扩大美国在国际商品期货上的影响力。以原油期货为例，1983年美国WTI原油期货在纽约商业交易所（NYMEX）上市交易，2001年美国洲际交易所（ICE）收购了伦敦国际石油交易所（IPE），Brent原油期货作为欧洲原油价格基准，自此挂牌在美国交易所之下；2012年芝加哥商业交易所集团（CME Group）成为迪拜

¹ 2014年，中国证监会推出《关于进一步推进期货经营机构创新发展的意见》，其中第五条表明“支持期货经营机构在境外设立、收购公司，为境内企业‘走出去’提供配套金融服务。推出期货公司代理境内实体企业参与境外期货交易的试点。支持期货经营机构与境外机构合作，扩大对境外市场的服务范围”。

表3：2020年美国境内期货佣金商客户权益排名前十位

排名	期货佣金商（FCM）	客户权益（亿美元）	净资本（亿美元）
1	摩根大通	411.19	252.67
2	高盛集团	368.26	212.61
3	美国银行证券	298.13	191.34
4	摩根士丹利	279.93	183.64
5	法国兴业银行	187.67	52.35
6	花旗集团全球	185.00	175.26
7	巴克莱资本	177.10	57.60
8	三菱日联证券	106.11	15.40
9	富国银行证券	76.18	99.26
10	法国巴黎银行	74.66	25.30

数据来源：美国商品期货交易委员会（CFTC）

交易所（DME）的主要股东，Oman原油期货作为中东原油价格基准，从此也受到美国的影响。美国期货交易所通过并购及持股，拥有了横跨美国、欧洲、中亚的原油定价影响力。美国期货交易所进行国际化的另一种方式是与境外期货交易所合作，推进期货合约交叉上市，并且对外输出期货市场基础设施。例如20世纪80年代，美国与英国竞争全球金融中心地位，美国芝加哥商品交易所率先与新加坡国际金融期货交易所（SIMEX）合作，推进期货合约跨境交叉挂牌，并共同建立了相互冲销结算系统（MOS）。金融基础设施的统一与跨境挂牌合约使得投资者可以便利地在亚洲市场购买美国期货，增加了境外投资者数量。新加坡时区衔接美洲与欧洲的时间板块，有效地延长了合约交易时间，从而促进了期货市场深度与有效性，增强了美国在国际期货市场中的竞争力，最终促使美国获得了期货市场的国际竞争优势。

3. 制度环境对于美国期货合约国际化交易

具有积极作用。

从正式制度来看，美国拥有相对成熟的期货法律体系，对期货市场对外开放的限制较少，有完善的跨境交割制度，促进了其合约的国际化交易。值得注意的是，美国期货市场的整体开放度很高，但也并非完全自由开放，美国商品期货委员会（CFTC）与美国证券交易委员会（SEC）对本土投资者参与境外期货产品交易有两个要求：第一，境外期货交易所需要通过美国监管机构的注册认证；第二，美国投资者必须通过符合美国监管机构认可的方式参与境外市场。这体现出美国监管当局加强对本国投资者保护，同时也提高了美国对本土投资者资金流出的流程管制。在《多德-弗兰克法案》实施之前，美国境内投资者参与国际期货市场交易的流程简单，由美国商品期货交易委员会（CFTC）签发“无异议函”即可；而在2008年金融危机后，CFTC以“注册认证”的方式取代了此前的“无异议函”，对信息披露的要求

² 国际政治经济学中结构性理论创始人苏珊·斯特兰奇认为国际社会中存在结构性权力，这是一种隐形的权力，包括安全、生产、金融和知识四个维度。

更加严格，存在“宽进严出”的趋势。

从非正式制度来看，民间习俗、社会舆论、道德传统等非正式制度若与正式制度相一致，则会加强正式制度的贯彻效果。美国社会对期货市场的舆论经历了由消极转为积极的过程。1987年华尔街经历了“黑色星期一”，市场投资者将问题归咎于股指期货，而随着官方对市场投资者的积极引导，美国公众的看法逐步发生变化。1994年格林斯潘曾表示，近年来期货市场发展促进了经济效率，期货市场可以将风险拆解成不同部分，并转移给了愿意承担和管理的投资者。美国前财政部部长也曾指出，期货市场在促进美国经济发展、价格发现以及分散市场风险方面发挥了重要作用。相较而言，我国中航油投机事件、国储铜事件、“原油宝”事件等负面新闻广为人知，一方面

说明了我国企业缺乏期货交易的专业人才，企业未能充分利用期货进行风险管理；另一方面，期货市场负面舆论也对期货市场发展速度构成制约。期货市场的经济功能需要政府层面的正确宣导，增加期货工具的应用场景，进而改善企业居民对期货市场的认知。

（二）日本商品期货市场的对外开放

日本商品期货市场对外开放的过程是渐进式的，早期的对外开放并非是主动的。20世纪80年代，迫于欧美等发达国家的压力，日本签署了《广场协议》，其期货市场对外开放从此开始。1985年，日本修正了《证券交易法》，新的法律允许开放债券期货市场。在商品期货对外开放方面，日本设立了期货市场准会员制度，作为过渡性制度安排，引入境外投资者。20世纪90年代，日本资产价格泡沫破裂，经济陷入停滞，但期货市场开放却稳步推进，日本修订了《商品交易

所法》，交易所取消了准会员制度。1998年，日本金融自由化进一步深化，制定了期货市场振兴计划，此后日本推出各类制度改革，优化了金融基础设施，丰富期货品种，境外资本参与日本期货市场的程度大幅提高。日本的商品期货对外开放主要有以下经验与教训。

1. 日本商品期货市场开放进程与其现货贸易发展错位。

日本的商品期货市场在二战后迅速发展，由于战后经济恢复导致其对大宗商品的需求量大幅增长，现货市场带动期货市场扩张，曾一度在国内掀起“期货热”。根据FIA统计数据，20世纪50年代，全球商品期货交易排名前20位中，日本占据了10位。20世纪70年代，日本成为全球主要的大宗商品进出口贸易大国。虽然彼时日本现货贸易与期货交易规模世界领先，是争夺大宗商品定价权的最佳时期，但由于当时日本对期货市场极为严苛的监管态度，其商品期货市场一直没有对外开放。早期日本商品期货市场投机氛围浓重，期货投资者缺乏金融素养，期货公司缺乏风险控制意识，期货市场经常出现异常波动，从而引发了诸如企业破产、投资者自杀等一系列社会问题。这导致日本监管当局对期货行业加强干预管制，甚至出现多头监管的格局，但在控制市场风险的同时，也阻碍了日本期货市场进一步发展。直至20世纪80年代中期，日本签订《广场协议》，日本才逐步扩大期货市场开放，而彼时日本境内大量制造业向境外转移，期货市场开放进程滞后于大宗商品“大进大出”的贸易鼎盛期，错过了争夺国际大宗商品定价权的窗口期。

2. 境内外期货市场规则差异影响境外投资

者市场参与度。

日本商品期货市场在扩大开放初期，境外资本并非蜂拥而至。一方面原因是境外资本需要时间来调研日本期货市场，而彼时日本缺乏统一且独立的清算机构，国际投资者对日本期货市场缺乏信任，认为其市场规范性不足。另一方面是境内外市场制度差异巨大，日本期货市场在20世纪90年代之前采取定盘交易。定盘交易类似于集合竞价，将每天的交易时间分成若干时间段，每个时段得出一个价格；而境外市场则是动盘交易，连续报价，因此境内外投资者交易方式不同，导致境外投资者缺乏参与日本期货市场的积极性。后期日本借鉴了国际经验，从金融基础设施、期货交易规则、期货产品等方面进行了规范化改革。在市场基础设施规范方面，设立统一清算机构，减少信用违约概率。在交易规则方面，日本期货市场取消了定盘交易制度，对接了国际期货市场的交易规则。在期货产品方面，日本丰富了商品期货合约，并推出期货投资基金，分为有限合伙制、匿名组合型以及信托型三类组织形式。期货投资基金有效地将个人投资资金转换为机构专业管理，境外投资者可以通过投资基金从而间接地进入日本期货市场，目前已经成为日本金融市场引入外资的一个重要金融工具。

3.日本积极的期货法律制度改革对其期货市场存在正反双重影响。

《商品交易所法》是日本商品期货市场的“基本法”，其对于日本期货市场的开放起到了关键作用，但日本过于严苛的监管政策却在后期限制了期货市场的发展。日本的《商品交易所法》诞生于1950年，此后在1967年、1975年、1990年、1998年以及2004年进行了

相关修订，其中，1990年与2004年的修订与日本期货市场开放相关。相较而言，我国期货市场诞生于20世纪90年代初，但直至2022年8月，《中华人民共和国期货和衍生品法》才正式推出，在此之前30多年间，我国期货市场一直缺少“基本法”，仅通过行政法规《期货交易管理条例》与各类部门规章文件来规范期货市场运行，这不仅影响了我国期货市场发展，也影响了期货市场开放初期境外投资者的积极性。日本历史上多次调整期货法律以适应本国市场与经济目标，1990年，日本期货交易所取消了准会员制，为境外投资者提供了更多的交易权利。2004年，日本再次修订了《商品交易所法》，目的在于将各类规则与国际接轨，强化期货公司财务与行为规范，强制期货公司加入投资者保护基金。一方面，2004年的修订提升了境外投资者的积极性，此后外资进入日本期货市场的规模显著增加。另一方面，2004年修订的《商品交易所法》参照了国际惯例，对营销手段严格限制，提高了期货公司的最低资本金要求，推动了期货佣金自由化，导致本土期货从业人员大幅裁减，期货公司数量锐减，从2000年的100多家缩减为2009年的37家。由此可见，在进行期货市场境内外制度对接时，应考虑市场本身的发展程度与承受能力，合理的改革措施有助于吸引境外投资者；而过于激进的政策改革，会对商品期货市场的发展形成较大冲击。

（三）印度商品期货市场的对外开放

受新自由主义思潮的影响，1991年印度在国内经济危机的背景下推动了经济自由化、全球化等一系列改革举措。1992年印度设立证券交易委员会（SEBI），发布《外国机构投资者

指引》，以吸引境外资本进入印度证券市场，促进本土金融市场发展。同时，印度推出境外机构投资者（FII）制度作为引入外资的过渡性安排，并在后期逐步放宽对FII的审查，不仅允许外资参与商品期货市场交易，还允许外资机构进入期货服务业，与印度期货公司合作服务本土市场。印度期货市场对外开放主要具有以下特点。

1. 印度金融期货先于商品期货开放以保护境内投资者。

从期货合约国际化顺序上来看，印度优先开放了金融期货市场，后开放了商品期货市场。我国期货合约的国际化顺序与印度不同，2018年我国推出原油期货，这是首个真正意义上的国际化期货品种，虽然我国2011年允许QFII参与股指期货，但交易头寸仅限于套期保值。印度的金融期货与商品期货分属不同的监管当局监管，根据《外国机构投资者指引》，早期境外投资者的投资范围仅限于证券交易所上市的金融期货，不允许交易印度远期市场委员会监管下的商品期货。在金融期货方面，交易流动性主要集中在股票与股指衍生品上。印度对此还进行了金融创新，允许拥有交易头寸的FII向其他一般境外投资者发行“共享票据”，使得一般境外投资者可以通过“共享票据”间接参与印度金融期货交易。在商品期货方面，期货交易量以金属类与能源类品种为主，印度监管当局对其开放持审慎态度。印度商品期货的参与者多为中小投资者，例如在政府宣传下，印度大量农民参与商品期货交易。与金融期货市场中投资者相比，商品期货投资者的专业度有限。出于保护境内商品期货投资者的需要，早期印度对外资参与境内商品期货交易有

较多限制。直至2018年，SEBI考虑到部分外国企业存在原材料价格风险管理需求，以及吸纳境外投资者参与印度商品期货交易也有助于提升商品定价权，方才允许符合条件的一般外国实体（EFEs）在必要的监管框架下，遵守外汇管制及税收规定，基于刚需参与印度商品期货市场。

2. 印度期货交易所对境外机构持股持开放态度。

印度的期货交易所众多，其交易所允许外资持股，但存在一定持股比例上限。印度的期货交易所多数为公司制，外资可以通过持股印度交易所的股权进入印度期货市场，但是根据SEBI的规定，一般而言外资持股比例不得超过15%。例如美国富达国际和泛欧交易所（Euronext）均是印度第一大商品期货交易所印度多种商品交易所（Multi Commodity Exchange of India Ltd., MCX）的股东；美国洲际交易所（ICE）、高盛集团分别持有印度国家商品与衍生品交易所（National Commodity & Derivatives Exchange Ltd., NCDEX）8%与7%的股权。外资持股本土期货交易所，可以带来技术知识、管理经验等多方面的溢出效应，也有助于促进印度期货交易所与国际市场的合作发展。

3. 印度期货交易所挂牌合约积极参与跨境交叉上市。

与美国类似，印度期货交易所积极推动品种合约的跨境交叉挂牌业务。由于商品期货管制较严，交叉上市在印度多见于金融期货，可以分为竞争性交叉上市与合作性交叉上市。例如印度在推出外汇期货之前，迪拜未经印度许可，率先推出了卢比期货，这对于印度的本币

定价权构成竞争，后期印度也推出卢比期货，迪拜与印度之间便构成了竞争性交叉上市。我国在期货合约交叉上市方面，新加坡挂牌了富时中国A50股指期货，与我国上证50股指期货构成竞争性交叉上市，在合作性交叉上市方面，我国尚未有过相关实践。印度期货交易所实际运行中积极推动了合作性交叉上市业务，与新加坡及欧美交易所密切合作，双方互相挂牌彼此的期货合约。例如2000年6月，印度境内推出了S&P CNX Nifty指数期货，同年9月印度即与新加坡合作，允许新加坡挂牌该指数期货。又如，2010年，印度授权欧洲期货交易所（Eurex）挂牌了印度的BSE SENSEX 30指数期货，美国芝加哥商品交易所上市了印度的E-mini Nifty 50指数期货等。同时，印度交易所也积极欢迎境外合约进入本土交易所挂牌，2011年印度国家证券交易所（NSE）上市了美国S&P 500股指期货与美国DJIA指数期货。印度交易所与境外交易所的合作性交叉上市一方面有利于扩大本土期货品种的国际影响力，另一方面也丰富了本土投资者的国际投资渠道。同时，印度监管当局使用类似于托宾税的方式提高短期资金跨境流动成本，对不满1年的流出资本征收30%的资本增值税，以防止短期资本流动冲击印度市场，防范跨境金融风险。

（四）俄罗斯商品期货市场的对外开放

20世纪90年代俄罗斯政府进行了“休克疗法”经济体制改革，1992年俄罗斯实现了汇率自由化；1993年俄罗斯实现了利率自由化；1996年俄罗斯实现了金融市场完全开放。短时间内“复制”西方模式的激进改革，为俄罗斯迅速搭建了现代金融体系，但也为后续的市场

秩序紊乱埋下伏笔。2000年后，俄罗斯降低期货市场开放度，提高对境外资本的管制，整顿期货市场秩序。随着各项制度与规则的完善，2008年之后，俄罗斯期货市场重新对外开放。俄罗斯的商品期货市场对外开放有如下经验与教训。

1.期货市场对外开放的效果受到期货市场自身发展水平的制约。

20世纪90年代，俄罗斯的期货市场尚未充分发展，但制度先行，直接实现了最高程度的开放。激进的市场自由化改革效果受到了国内金融体系发展程度低下的制约，期货市场开放并未有效促进市场发展。贸然开放，反而增加了期货市场风险，出现各类资本投机乱象。1997年至1998年间东南亚金融危机爆发，境外资本大量从俄罗斯撤出，导致部分期货交易所停业或闭市。2000年普京上任后，结束了此前金融高度自由化的政策，对境外资本实行管控，期货市场自此由激进开放模式转为渐进开放模式。2002年，俄罗斯在法律上规定可对证券市场不当行为进行刑事追责，该举措加强了期货市场法治化建设。在此整顿期间，俄罗斯期货交易所引入了做市商制度，期货品种增多，各类金融基础设施建设逐步完善，经济也实现快速增长。2006年，俄罗斯部分取消了资本流动的限制，允许境外投资者参与俄罗斯证券市场交易，但在进行期货交易时，仍需通过“特定账户”进行。2008年，俄罗斯取消了“特定账户”制度，俄罗斯期货市场对外资完全开放。目前，在俄罗斯期货市场上，无论是境外居民在俄罗斯买卖期货，或者本地居民在境外买卖期货，均无限制。在期货服务业开放方面，境外投资者可以在俄罗斯境内建立子公

司成为交易所会员，也可以在俄罗斯本土经纪公司注册成为客户。整体而言，俄罗斯的期货市场开放程度高于我国。2014年，国际原油期货暴跌，俄罗斯期货监管当局迅速提高了期货保证金规模，改善了结算计价模式并更新了管理系统。这与20世纪90年代形成鲜明对比，此时开放环境下的俄罗斯商品期货市场已具有一定韧性。所以，在政府推进期货市场对外开放时，应注重市场基础条件水平，过急地开放期货市场，既会造成制度浪费，也会产生额外的风险。期货市场作为现货市场的衍生，只有在现货市场具有规模与流动性之后，相应的金融基础设施建设完善后，才具有扩大开放的基础。

2.俄罗斯期货合约发展与其地缘经济密切相关。

俄罗斯金融期货合约以美元、欧元等外汇期货为主，商品期货以能源类为主。在期货合约发展顺序上，俄罗斯先发展了金融期货，后推出了商品期货。这契合了俄罗斯实体经济的风险管理需求，俄罗斯需要进口大量的日用消费品（主要以美元计价），且出口的油气主要流向欧洲（以欧元计价）。值得注意的是，2023年2月人民币首次超越美元、欧元，成为莫斯科交易所成交量最大的货币。俄罗斯期货市场的成交情况灵活地反映出地缘经济变化，这体现出俄罗斯期货市场切实服务实体经济需求的特点。在期货合约交叉挂牌方面，能源期货是俄罗斯期货市场的重要品种，其本土的乌拉尔原油期货发展经历了“先海外挂牌、后境内上市”的竞争性交叉挂牌过程。早期俄罗斯期货市场交易机制与结算制度存在缺陷，违约风险高，本土投资者外流。2007年美国纽约

商业交易所（NYMEX）率先推出乌拉尔原油期货，2008年俄罗斯政府组建了以油气品种为主的圣彼得堡国际商品交易所（SPIMEX），随着期货市场规范与制度逐步完善，2016年，SPIMEX推出本土乌拉尔原油期货，成功夺回定价权。此外，莫斯科交易所与伦敦金属交易所（LME）存在合作关系，莫斯科交易所挂牌的有色金属合约均以LME价格进行报价与结算，等同于LME在莫斯科交易所境外挂牌的方式上市了商品合约（表4）。但是2022年3月，由于俄乌冲突的地缘政治因素，俄罗斯被西方国家金融制裁，LME剔除了俄罗斯镍、铝等金属作为交割品的资质，俄罗斯大宗商品期货市场发展与开放受到了重大影响。

3.对外开放促进俄罗斯期货市场的创新发展。

从期货市场创新发展的角度来看，期货市场对外开放既能促进外源性创新，也可以催生内源性创新。在外源性创新方面，俄罗斯在发展本国期货市场的过程中借鉴了欧美期货市场的发展经验，通过引入了做市商制度，提高了交易所资本金与保证金水平等，改善了期货市场环境，夺回了乌拉尔原油期货定价权。在内源性创新方面，期货市场对外开放倒逼了俄罗斯期货交易技术创新。随着国际上传统金融领域的投资者越来越多地参与衍生品市场交易，量化交易规模越来越大。俄罗斯充分利用了开放市场下的高波动特征，发展其程序化交易技术。目前，俄罗斯的程序化交易水平领先全球，华尔街大量高频交易员来自俄罗斯。

四、各国期货市场开放的比较

从各国的期货市场开放时间来看，最早由美国开始对外开放；20世纪80年代，日本在

表 4：莫斯科交易所的有色金属合约以伦敦金属交易所的价格进行报价结算

序号	合约名称	合约代码	1 标准手	报价	结算报价
1	铝期货	AM	1 吨	伦敦金属交易所 (LME)	LME 铝官方结算价
2	铜期货	Co	0.1 吨		LME 铜官方结算价
3	锌期货	Zn	1 吨		LME 锌官方结算价
4	镍期货	Ni	0.1 吨		LME 镍官方结算价

数据来源：莫斯科交易所官网

《广场协议》的推动下逐步开放其期货市场；20世纪90年代，新兴市场国家纷纷开始金融自由化改革，印度与俄罗斯在此期间开放了本土期货市场。2011年，我国允许QFII参与股指期货套期保值交易；2018年，我国首次推出国际化商品期货合约，相比之下我国商品期货市场开放时间较晚。由于发达国家的期货市场发展早于新兴市场国家，新兴市场国家往往是模仿者，通过借鉴发达国家创新经验，快速发展其市场；而发达国家在对外供应期货工具、期货制度、期货理论过程中，也提高了其在国际期货市场中的结构性权力。

从各国期货市场开放过程与模式来看，美国商品期货市场诞生发展与对外开放均是市场力量驱动下的诱致性制度变迁过程³，而日本、印度、俄罗斯在期货市场开放方面，均属于政府政策主导下的强制性制度变迁。从期货市场开放的模式来看，不同国家对外开放过程受到其所处的宏观环境、金融市场发展水平、正式制度与非正式制度等众多因素的影响，不存在

完全统一的开放模式。美国直接开放了其期货市场；日本、印度的期货市场开放体现为渐进式开放，分别通过准会员制度与FII账户引入境外投资者；而俄罗斯则经历了由早期激进式开放到后期渐进式开放的过程。

从期货市场对外开放的风险角度来看，主要涉及两类。一类是境内外制度对接风险。外部引入的各类制度创新需要结合本土的实际禀赋与需求进行发展。20世纪90年代，在俄罗斯期货市场并未充分发展的背景下，俄罗斯期货市场引入国际制度，激进地对外开放，导致期货市场资金脱离实体经济空转。日本在2004年《商品交易所法》的修改过程中，也出现了类似的问题。日本通过立法对接了欧美期货市场的各类规则，在吸引外资的同时，却抑制了本土的期货服务业活力。另一类是外部输入型风险，即因国际市场风险传染或跨境资本流动导致的境内市场风险。印度使用类似于托宾税的方式提高了跨境投机资金成本，以防止短期资本对金融稳定性的冲击。

³ 参见：林毅夫《关于制度变迁的经济学理论：诱致性变迁与强制性变迁》收录于《财产权利与制度变迁》中译本，上海人民出版社1994版。林毅夫最早提出了诱致性变迁与强制性变迁的概念，诱致性变迁是指制度变更或创造是由单个人或企业、公众，在“成本—收益”的激励下自发组织推动的。强制性变迁是指由政府主导的制度变更与制度创设。

从期货合约国际化的角度来看，美国、日本、印度、俄罗斯均允许境外投资者参与本土期货市场交易，并推出期货合约交叉挂牌的业务，该业务作为期货合约国际化的一种途径，延长了合约交易时间，增加了投资者基数，扩大了国际影响力，中国在合作性交叉上市方面暂无实践。从各国期货品种国际化顺序来看，日本、印度、俄罗斯均优先开放了金融期货，后开放了商品期货，而我国真正意义上的首个国际化品种为商品期货。金融期货的现货市场是一国境内的股票市场、利率市场或外汇市场，而商品期货的现货市场需要庞大的大宗商品进出口作为支撑。我国的金融期货受制于我国金融现货市场自由化水平。相较而言，我国是大宗商品贸易大国，优先对外开放商品期货具有一定合理性。

从各国期货公司对外开放的角度来看，美国、日本、印度、俄罗斯均对外资开放了期货服务业，我国也于2020年1月1日起放开了期货服务业外资股比限制。在期货市场对外开放的情况下，本土机构的竞争力将直接影响我国在期货市场中的定价权，我国头部公司虽然在行业内处于垄断地位，但期货自营业务仍受到限制且混业经营仍未完全实现，大多数仍依靠手续费作为公司利润的主要来源。而美国排名前十位的期货佣金商均为全能型期货公司，其业务种类多样化，通过金融资本与产业资本结合的方式，塑造其国际影响力。

从各国期货交易所对外开放的角度来看，期货交易所可以通过收购、参股境外交易所，提升国际影响力。期货交易所跨境并购需要交易所以公司制为基础，且需要开放的金融环境。美国持股、控股了多个境外期货交易所，

印度允许外资在一定比例范围内持股印度期货交易。而我国目前仅有中国金融期货交易所所有跨境持股别国交易所经验，商品期货交易所暂无相关跨境持股实践，未来我国有必要进一步研究推进此类开放措施（表5）。

五、政策建议

（一）试点商品期货跨境交叉上市，加快商品期货合约国际化进程

在期货合约国际化方面，相较于CME有500多个期货与期权品种，当前我国期货交易所挂牌合约数量与国际化合约品种极为有限。现有的境内期货品种无法充分满足我国企业实需，需要进一步丰富我国商品期货品种。我国商品期货交易所应试点期货合约的合作性交叉挂牌业务。商品期货跨境交叉上市既能引入合约，丰富我国投资者可交易的期货品种，满足我国企业的风险管理需求，也可以跨境挂牌，吸纳海外投资者。美国、印度、俄罗斯在交叉上市方面均有相关实践经验。我国期货交易所可以优先考虑与“一带一路”沿线资源国进行交叉挂牌合作，为我国实体企业提供风险管理便利，拓展我国商品期货合约的定价影响力。其次，从日本的教训来看，由于其商品期货市场对外开放时间晚于大宗商品“大进大出”的贸易阶段，从而错过定价权争夺窗口期。目前，我国的大宗商品贸易量全球领先，但制造业正面临劳动力成本上升而导致的外迁问题，我国应尽早推进成熟的本土品种国际化。

（二）谨防制度对接型风险，加强期货市场跨境监管合作

我国在对接境外期货市场规则时应坚持“以我为主”的理念，设置期货市场风险预警指标与监控体系，并且在开放时保留一定的灵

表 5：境外商品期货市场对外开放对比

	期货合约	期货公司	期货交易所
美国	双向开放，但美国投资者参与境外市场交易，须通过美国监管机构认证	双向开放，全能型期货佣金商占据主导地位	境外参股、控股、兼并别国交易所，大量商品期货合约跨境交叉挂牌
日本	渐进式开放，允许境外投资者参与日本商品期货市场；允许投资者参与境外市场	允许外资参股日本境内公司，中后期进行了境内外制度对接，在一定程度上抑制了本土期货公司活力	存在多头监管现象；暂无外资持股与交叉上市实践
印度	允许境外投资者在实需框架下参与印度期货市场；允许投资者参与境外市场	允许外资机构与本土期货公司合作，进入印度期货服务业	允许外资参股印度交易所，部分金融期货品种可以跨境交叉挂牌，商品期货暂无
俄罗斯	双向开放，早期激进式开放，后期渐进式开放	允许外资机构进入俄罗斯期货服务业	部分商品期货推出跨境交叉挂牌业务

活性，权衡好期货市场开放的风险与收益。在期货市场规则变化方面，我国应吸取俄罗斯与日本的经验教训，权衡好规则变化的“国际化”与“本土化”。法律规则的国际化有利于吸引境外资本流入，但若忽视了本土市场发展水平、观念传统等因素，将会带来新旧制度变迁风险。我国可以试点推出“期货通”服务，以中国香港为“中转站”，缓冲境内与境外制度差异，有序推进我国商品期货市场双向开放。在外部输入风险方面，应提高预警机制，时刻关注市场的流动性。我国目前在期货跨境监管合作上，仍然以谅解备忘录为主要手段，渠道较为单一，且备忘录不具有法律强制约束力。建议深化现有跨境监管合作谅解备忘录的内容，并使国际监管渠道多样化，设置市场风险预警指标，采用托宾税相关手段灵活调节短期资本流动，结合期货市场与现货市场大数据，防范境内外期货市场、现货市场的风险跨市场传播。

（三）推进“期现联动”业务发展，培育全能型期货公司与贸易商

我国应积极推进“期现联动”业务发展，从而培育全能型期货公司与贸易商。“期现联动”业务主要以两类公司为载体。一类是以现货业务为主、期货业务为辅的大宗商品贸易商、加工商等，其以大宗商品现货交易为主，期货交易是辅助其管理风险的工具。另一类是以期货业务为主、现货业务为辅的期货公司、投资公司等，其以期货市场投资获利为主，参与现货贸易主要是为了基差套利，所涉及的贸易量较小，贸易流不连续，取决于市场的基差机会。美国的全能型期货公司属于后者，是混业经营下发展出来的综合型金融集团。在我国商品期货市场对外开放初期，“期现联动”模式应以前者为主。一方面，我国目前尚未完全实现混业经营与混业监管的金融环境；另一方面，有稳健持续的贸易流作为基础，不易发生期货市场投机风险，保障期货市场切实为实体经济发展服务。后者以期货公司为核心，需要

较为成熟的金融市场体系与监管环境。应鼓励我国期货公司业务多元化，支持金融资本服务产业。此外，我国应在社会舆论方面对期货市场进行正确宣导，支持期货成为贸易领域公允定价标准或公允避险工具，增设期货应用场景，以激活产业客户参与市场的主观能动性，加强实体企业对期货市场的认知水平与运用能力。

（四）推进期货交易所跨境持股，提升规则话语权

从国际经验可以看出，美国的公司制期货交易所通过参股欧洲、中东、亚洲的期货交易所，提升了其在原油市场上的定价权。印度的公司制期货交易所引入了一定比例的境外股东，吸纳了发达国家的知识与技术溢出。我国的期货交易所资本累积丰厚，相比较期货公司而言，更具有“走出去”的实力。在我国商品期货交易所方面，建议探索跨境参股、控股、并购他国商品期货交易所，输出金融基础设施，拓展我国期货交易所存在国际市场上的规则话语权。

（五）布局海外大宗商品交割库，推进境外经纪业务

我国在“一带一路”沿线国家及地区有大量现货贸易企业，存在大宗商品跨境交割需求。随着商品期货市场对外开放，我国商品期货交易所应积极研究跨境交割业务，充分利用“一带一路”沿途国家的大宗商品现货市场，优先在贸易集散地布局海外商品交割库。我国期货交易所可以考虑加强与沿线企业厂库合作，推进厂库交割业务。在期货服务业国际化方面，应支持我国期货公司并购、设立海外期货公司，一方面有助于满足海外企业避险需求，保障我国金融信息安全，另一方面可以依托海外期货子公司的服务窗口，为我国期货市场引流。

（责任编辑：刘畅）

作者简介：

邵运文，上海社会科学院博士研究生，现任上海第二工业大学讲师。研究方向为期货市场、金融开放。

周宇，上海社会科学院研究员，博士生导师，国务院特殊津贴专家。研究方向为国际金融、金融开放。