

VOLUME 115 · NOVEMBER 2020
2020 年 11 月 · 总第 115 期

期货与金融衍生品

FUTURES AND FINANCIAL DERIVATIVES



上海期货交易所主办
内部资料·免费交流
上海市连续性内部资料准印证（K）160号

期货与金融衍生品

FUTURES AND FINANCIAL DERIVATIVES

VOLUME 115 · NOVEMBER 2020
2020 年 11 月 · 总第 115 期

总 编 姜 岩
副 总 编 王凤海 陆文山
编 委 贺 军 李 辉
陆 丰 张彦斌

主 编 陆文山
副 主 编 梅云波
执 行 主 编 杨建明
编 辑 林 帆 陈 昊
董偲琦 林 特



编辑部地址 上海市浦东新区浦电路 500 号
邮 编 200122
电 话 021-20767704
传 真 021-20767693
电 子 邮 箱 fafd@shfe.com.cn

目录

行业研究

02 全球疫情对中国纸及纸板市场的影响

李炜

10 全球天然橡胶供需状况及前景展望

Salvatore Pinizzotto

18 2020 年上海期货交易所天然橡胶 衍生品市场运行情况

胡慧

国际视窗

25 基准价与话语权

张宏民

28 石油市场的东移与中东定价基准的未来 (节选)

Fabian Weber

39 上海石油期货合约与石油需求冲击

Michal Meidan, Adi Imsirovic

50 芝加哥商业交易所 (CME) 集团 场内商品品种布局解析

邢欣羿

宏观经济

57 后疫情时代的中国经济形势

叶燕武

期货法苑

64 现货与期货交易的界分标准与法律规制

吴越

全球疫情 对中国纸及纸板市场的影响^{*}

Fastmarkets RISI 李炜

一、全球纸及纸板市场的基本情况

过去 30 年间，全球纸及纸板市场整体的消费量持续增长。发达国家中，美国自 2000 年开始市场需求减少，欧洲和日本自 2008 年开始市场需求减少，但发达国家减少的消费量被以中国为代表的发展中国家市场需求增量弥补，中国纸张消费量增量维持了全球纸及纸板市场 30 年的增长。具体分纸种来看，文化用纸（包括新闻纸和书写印刷纸）受近 10 年间无纸化的趋势影响，全球需求出现了较大的减少，但是这部分减少的需求被由互联网购物带动的包装用纸（包括箱板纸、瓦楞纸和白卡纸等）和生活用纸的新增需求弥补，故全球纸及纸板市场整体消费量一直呈现增长态势。

大型浆纸企业方面，在过去 20 年中，由于行

业成熟度较高，全球大型浆纸企业经营规模较为稳定或略有下降。全球最大的浆纸企业美国国际纸业（International Paper Co.）在 2013 年营收规模接近 300 亿美元，但是 2019 年其营收降为 233 亿美元；过去 10 年间，欧洲芬欧汇川（UPM）公司¹的营收始终维持在 110-120 亿美元之间。从企业具体策略来讲，多数浆纸企业采取了战略收缩、强化优势的策略。很多大型浆纸企业已不将销售规模作为经营目标，而是把利润率改善作为主要的经营目标。以近 20 年来国际纸业公司的投资并购案例为例，其主要项目是关停并转，把市场需求增幅有限的产品线转产需求更好的包装用纸。在此期间，国际纸业公司较多地投资了纸浆和包装纸生产领域，现在已是全球最大的包装纸的供应商，同时该公司拆售了

^{*} 本文根据作者在 9 月 18 日“2020 上衍纸浆论坛”上的演讲内容整理。Fastmarkets RISI（锐思）是全球领先的林浆纸行业信息提供商。

¹ 编者注：欧洲芬欧汇川（UPM）公司是全球十大纸业公司之一。

其文化用纸、消费品塑料包装等下属企业。这些大型浆纸企业的举措提升了行业集中度，也带动其利润率改善。

二、疫情对全球纸及纸板市场的影响

新冠疫情对全球纸及纸板市场产生了影响。RISI 预测，2020 年全球纸及纸板消费量将减少 5.4%，除生活用纸和一些特种纸之外，所有其他纸种需求将减少。同时，疫情或将短期改变消费者的行为及消费场景，继而影响到对包装乃至最终纸张的需求。比如对欧洲市场来说，由于疫情较为严峻，消费者会对生活成本更敏感，非必需品的购入会出现较大程度的减少，这导致欧洲造纸包装企业思考是否需要优化客户结构。同时，疫情大大地促进了欧美电子商务的发展，美国疫情之前杂货（Grocery）

类产品电子商务的渗透率为 1%，预计今年年底将达到 10%。电子商务的快速发展也将带来包装用纸行业的增量需求，纸厂也要更多地考虑包装用纸的承重和强度。

尽管因为疫情影响，今年全球纸及纸板消费量大幅减少，但这很可能是一个暂时性的事件，并不会影响全球纸及纸板市场长期整体向好的格局。RISI 预测，从 2021 年开始全球纸及纸板市场将出现加速反弹。过去 10 年全球纸及纸板的消费增速是 0.6%，经过这 2-3 年的调整以后，预计未来 5 年全球纸及纸板消费量将会维持年均 2.2% 的增长。具体分纸种来看，消费增长点主要是包装用纸、生活用纸和特种纸，主要需求增长地区包括中国、拉丁美洲和其他亚洲地区，西欧和北美地区在部分纸种上也会有较好的增速（图 1）。

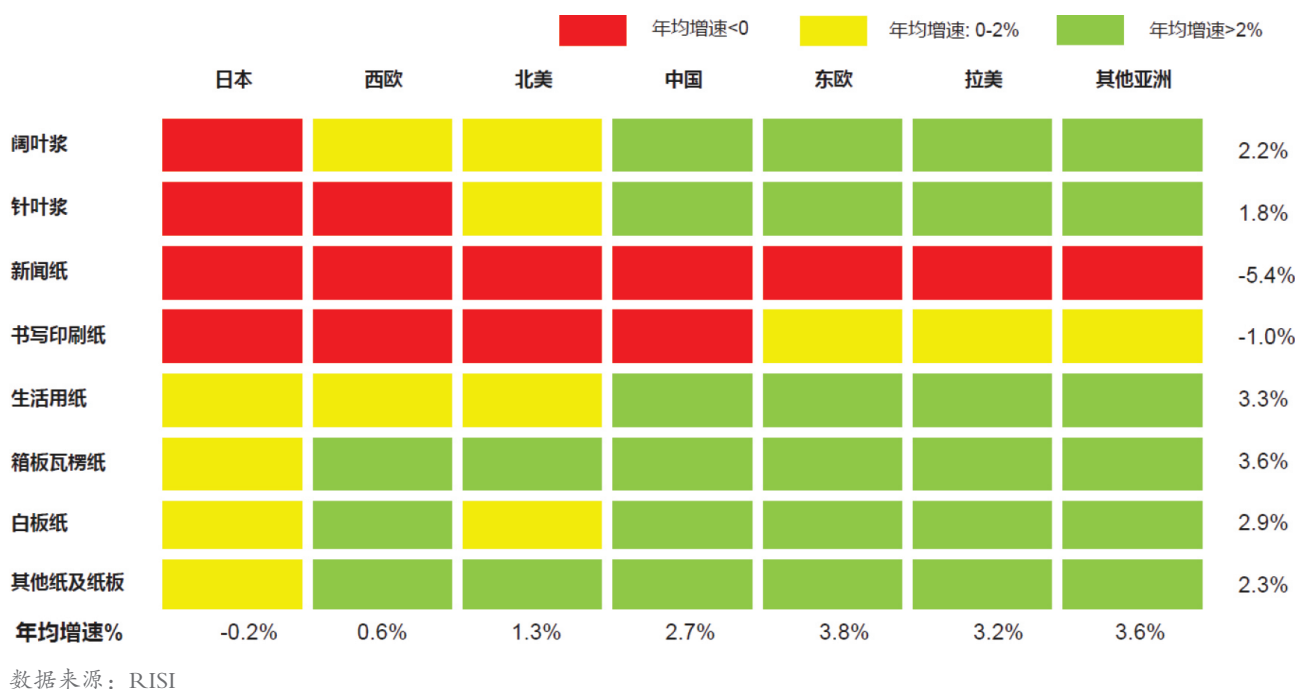


图 1：各纸种分地区增长率预测

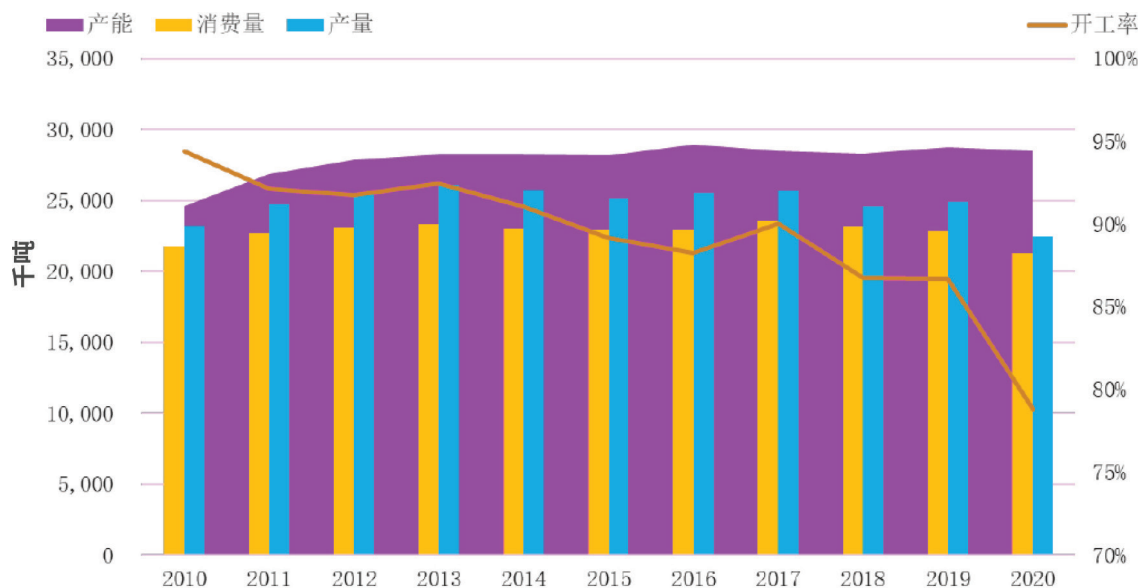
三、中国纸及纸板市场的基本情况

中国作为近 30 年来全球纸及纸板市场的发动机，一直起着举足轻重的作用。随着经济发展和人民生活水平的日益提高，中国纸及纸板需求在 2017 年达到近年峰值，但是最近 3 年出现一定幅度的回调。受疫情影响，预计 2020 年中国纸及纸板需求将减少 3.2%。去年我国纸及纸板贸易相对平衡，全年净出口量不足 30 万吨；今年由于境外需求骤降，文化用纸及白卡纸下滑较为明显，而同期废纸类产品，特别是箱板瓦楞纸等的需求则大幅增加，全年我国纸及纸板的进口量预计达到 300-400 万吨。进口增加叠加需求减少，2020 年我国纸及纸板产量或将有较为明显的减少。

（一）书写印刷纸

通过跟踪近 10 年数据，我国书写印刷纸市场

需求自 2013 年起开始减少，但是相对于商业印刷而言，出版类需求（报刊杂志除外）体现出较大的韧性。书写印刷纸主要包括双胶纸和铜版纸，其中双胶纸需求约占总量三分之二，铜版纸约占三分之一。由于铜版纸较多用于商业印刷，在过去 10 年间受到电子商务和电子阅读的冲击较大，2019 年铜版纸需求减少 4.54%。双胶纸的主要用途是课本书籍印刷。据国家统计局统计，我国书籍的印数在过去几年持续增长，双胶纸是相对有需求韧性的产品，叠加建国 70 周年庆典，2019 年双胶纸需求同比仍出现小幅增长。2020 年预计我国双胶纸需求约为 1500 万吨，同比减少 50-60 万吨；铜版纸需求约为 500 万吨，同比减少 40-50 万吨（图 2）。出口方面，书写印刷纸预计减少 100 万吨。整体来看，今年国内书写印刷纸产量可能减少 200 万吨。



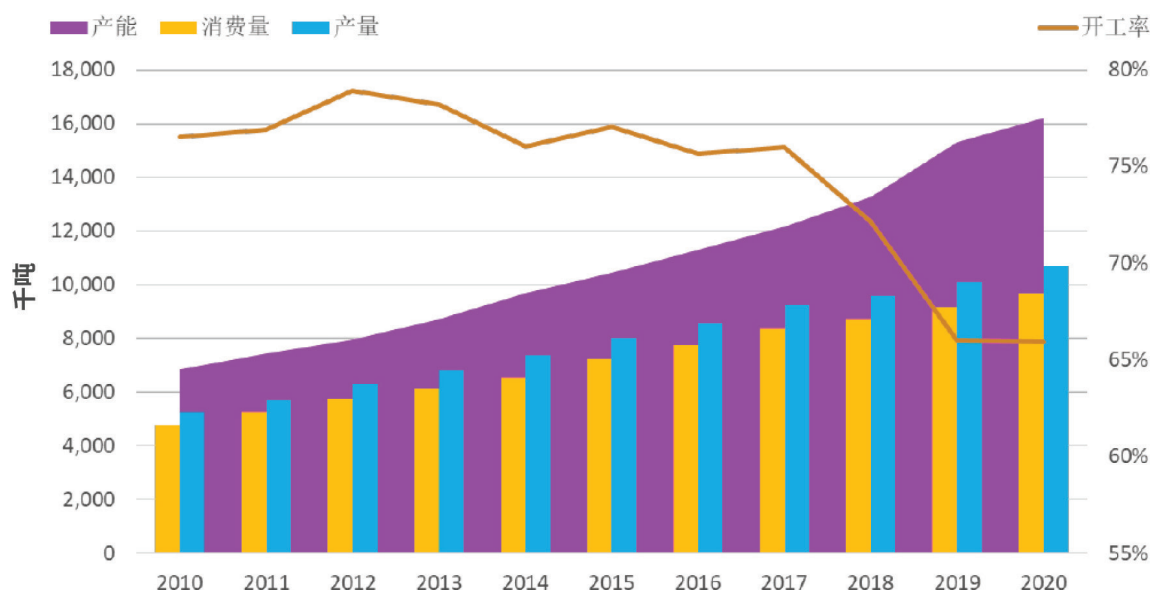
数据来源：RISI

图 2：中国书写印刷纸供需图

（二）生活用纸

生活用纸需求通常随着人民群众的生活质量提高而增长。过去 10 年生活用纸需求持续稳定增长，年均增速约 7.5%。同期，国内产能不断攀升，近几年年均产能增长超 100 万吨（图 3）。未来随着城

镇化的推进、收入水平的提升，预计生活用纸市场的需求增速不会低于 5%。由于生活用纸市场是木浆重要的消费板块，未来木浆需求增量将主要来自生活用纸市场。



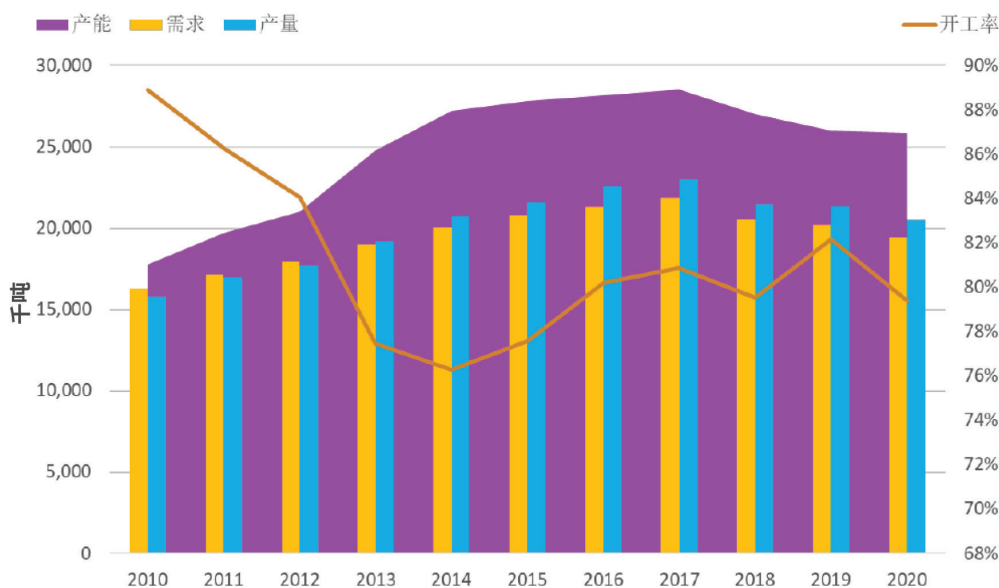
数据来源：RISI

图 3：中国生活用纸供需图

（三）包装用纸

包装用纸中与纸浆期货相关的主要是白板纸和白卡纸。白板纸常用作包装盒的制作，包括鞋盒和礼品盒等。受经济增长放缓影响，中国白板纸需求从 2018 年开始出现阶段性减少（图 4），长期来看，白板纸市场需求应当是减少的。一是受近年来经济影响，整个纸及纸板的消费在减少。二是未来白卡

纸将对灰底白板纸进行替代：这种替代一方面是因为国家禁止混杂废纸进口，由于混杂废纸主要用于生产白板纸，原材料的进口减少将大幅降低白板纸的产量；另一方面，消费升级带来了白卡纸对白板纸的替代；同时因环保影响，中国白板纸之乡富阳的几百条白板纸生产线将在明年过年之前全部清退。



数据来源：RISI

图 4：中国白板纸供需图

四、未来预测

经过过去 20 年的发展，2019 年中国纸张的人均消费量已经达到 77.7 千克，但与发达国家人均 150-200 千克的水平相比仍有相当大的增长空间。随着城镇化的推进、电子商务的蓬勃发展，以及纸作为更环保材料对塑料的逐步替代等，未来的纸张人均消费量仍将继续增长，并主要体现在包装用纸和生活用纸。

对于包装用纸来说，由于电子商务仍然保持高速增长，从长期看还有较大发展空间。过去 5 年，中国快递件数保持了较高增速，2019 年全年快递发送件数 635.2 亿件，比上年增长了 25.3%。此外，随着收入提高及我国经济向消费驱动转型，传统的包装纸行业在加工食品和非耐用品行业中仍有很大

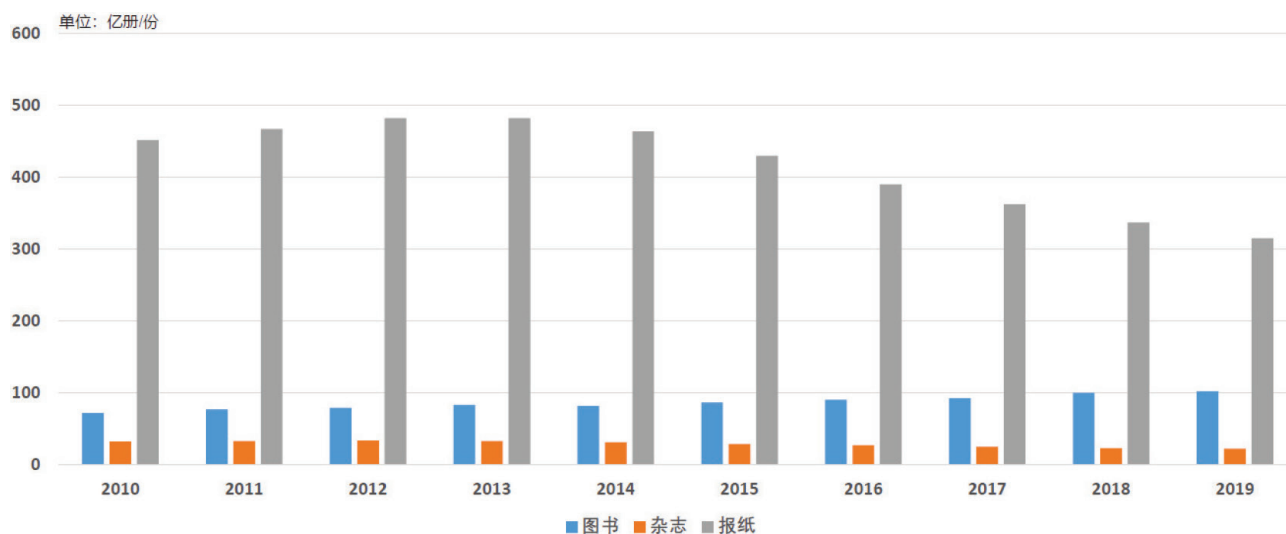
潜力。另外，2019 年初，根据益普索（Ipsos）³ 在全球 28 个国家进行的一项调研，“如何处理垃圾”这一问题在所有环境问题中排名第三，仅次于全球变暖以及空气污染问题。由于塑料垃圾污染是其中的重中之重，包括中国在内的很多国家均出台了限塑令。未来“以纸代塑”将成趋势，包括使用大的纸箱替代塑料袋，外卖塑料餐盒及吸管也由纸制品代替等，都将较大幅度带动包装用纸需求，特别是白卡纸需求。

对于出版印刷行业来说，尽管期刊和报纸印刷量减少，但是图书印数在过去几年则持续增长，特别是儿童读物这部分的增长较快（年均增幅超 10%）。从国家统计局的印刷刊物数量看，报纸印刷量从 2013 年开始有很明显的减少，图书印刷量

³ 编者注：益普索（Ipsos）于 1975 年在法国巴黎创立，是目前市场研究顾问行业中唯一一家独立的由专业研究顾问人员管理的全球性的上市公司。

则缓慢地增长（图 5）。由于报纸更看重时效性，互联网和电子阅读对出版的替代更多体现在报纸上。但是，出于用眼健康和阅读感受等因素，电子阅读

尚未完全取代人们对纸质书的需求，所以尽管前两年国家进行书号清理整顿工作，整个出版印刷市场仍然保持增长。



数据来源：国家统计局

图 5：近 10 年中国图书报刊印刷量

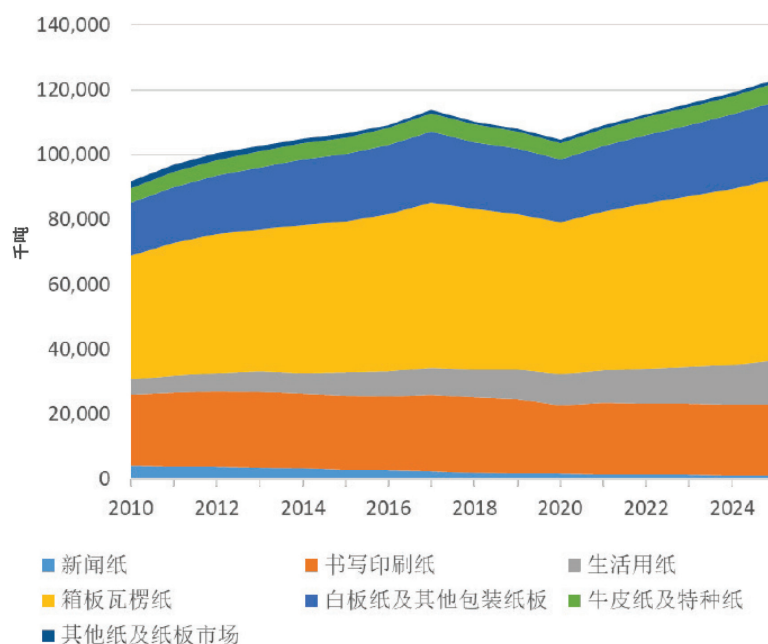
整体来看，在包装用纸和生活用纸的拉动下，随着中国经济恢复增长，中国纸张需求将从 2021 年开始重拾增长，并可能在 2023 年反弹到 2017 年最高的水平（图 6），同时受禁废令的影响，中国将重新成为纸及纸板的净进口国。

自 2006 年起，随着中国纸及纸板产能逐步提升，国内产量已基本满足需求，中国由原来的纸张净进口国变成净出口国。

2006 年以前，中国进口的主要是高端白卡纸和铜版纸。未来，由于我国禁止进口废纸，国内企业采取了多种措施来应对这一变化，但是可以预期的一个趋势就是我国未来会进口更多的废纸类的产品，例如箱板瓦楞纸。2016 年前，我国箱板瓦楞纸进口

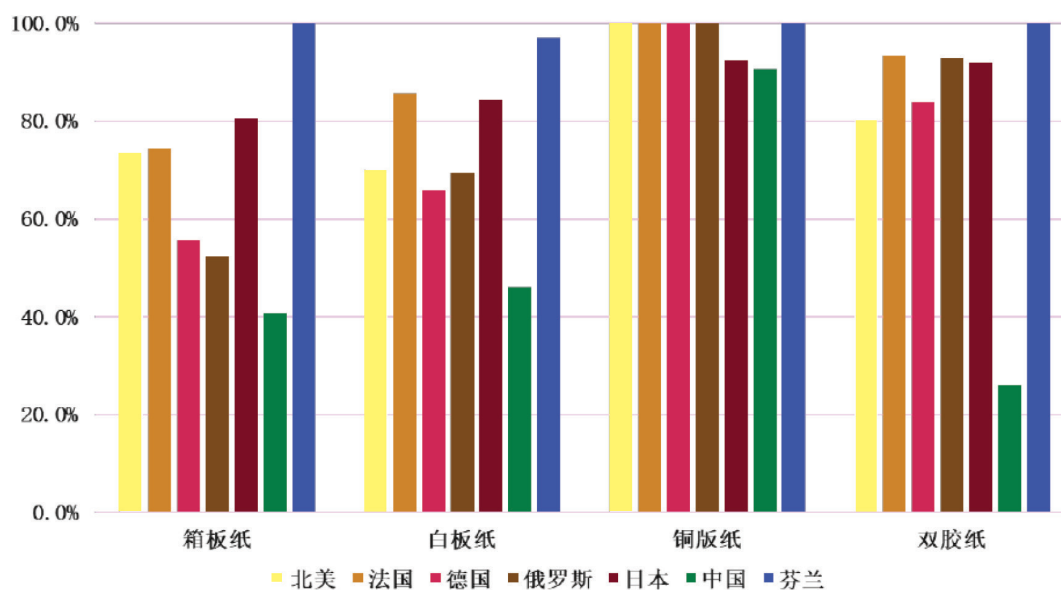
量不超过 80 万吨，但是仅 2020 年 7 月的箱板瓦楞纸进口量已超过 60 万吨。未来中国纸及纸板进出口格局将从基本的平衡转变为净进口。

通过对比中国和发达国家的纸及纸板的产业集中度，可以观察到除铜版纸外，中国纸及纸板行业的产业集中度和发达国家相比均较低（图 7）。中国纸及纸板前 30 强产量仅占全国总产量的 65%，不同纸种集中度差异也较大。“十二五”以来，国家对造纸行业的整顿主要是根据政府产业及环保政策，尽管整顿行动一定程度上提升了行业集中度，但未来对产业集中度影响有限。造纸行业集中度的持续提升将主要依靠行业内中型甚至大型企业的并购。



数据来源：RISI

图 6：中国各纸种需求情况及预测



数据来源：RISI

图 7：纸及纸板各国家产业集中度

中国造纸工业已经实现从无到有，从小到大。

经过多年发展，我国造纸企业的经营理念上，已经由关注市场规模转变到关注产品质量和小众市场需求上。10年前，造纸企业很少会考虑做减法，但是现在造纸企业对细分市场的关注上升到前所未有的高度。如文化纸厂考虑是不是可以做一些低定量的食品包装纸；白卡纸厂越来越关注食品级卡纸，特别是新一轮的禁塑令可能带来的外卖包装需求的增长；箱板瓦楞纸厂也对高强度牛卡，以及生鲜配送需求用纸有较高等度的关注等等。

同时，21世纪的竞争已不再是企业和企业之间的竞争，而是供应链和供应链之间的竞争。美国大型纸企由于定价权较高，采购模式简单，使用资讯企业发布的年度箱板瓦楞纸年度均价作为次年采购依据。中国纸企则更多地采用高频次招标模式，纸及纸板的价格更倾向于由供需决定。

五、总结

近些年来，全球浆纸市场在不同的国家、纸种和发展阶段上存在一定差异，但今年疫情对全球纸及纸板市场的影响是全方位的，将短期改变消费者偏好及消费场景，继而影响对纸张的需求。除了生

活用纸，所有主要纸种的需求均减少。

中国纸张需求自2018年以来连续下降，但是未来并不悲观。RISI预测未来包装用纸和生活用纸的新增需求将带动中国纸及纸板需求持续反弹。木浆下游纸种中，书写印刷纸总量基本见顶，但是图书出版市场仍有亮点，同时双胶纸市场仍存在高端替代低端的需求，整体需求平稳；包装用纸中，白卡纸有替代灰底白板纸和消费升级的新增需求，同时在限塑令相关政策和电子商务高速发展的双驱动下，包装纸需求仍将保持快速增长；生活用纸方面，疫情短期促进了生活用纸的消费，长期也将通过提升人们对卫生问题的关注而带动消费持续增长，行业整体发展向好。

作者简介

李炜，2008年1月加入RISI上海代表处，并于2018年被提名为RISI全球管理团队一员，全面负责RISI在亚洲地区的业务，长期跟踪全球浆纸市场动态，对浆纸市场有全面而独到的见解。

（责任编辑：王梦瑶）

全球天然橡胶 供需状况及前景展望^{*}

国际橡胶研究组织 Salvatore Pinizzotto

一、国际橡胶研究组织介绍

国际橡胶研究组织 (International Rubber Study Group, IRSG) 成立于 1944 年, 当时总部设在英国伦敦, 后于 2008 年 7 月迁至新加坡。作为历史悠久的政府间橡胶行业组织, IRSG 有两个主要目标: 一是增加全球橡胶市场的透明度, 公布橡胶行业 (包括天然橡胶和合成橡胶) 的统计数据和分析结果; 二是为生产者和消费者提供全球橡胶行业的交流平台, 与橡胶经济中的所有利益相关者¹对话, 讨论可能影响全球橡胶供需的问题。目前, IRSG 共有 36 个成员国和包括 100 多家公司在内的其他机构成员, 这些成员涵盖了天然橡胶和合成橡胶的所有价值链。

二、全球经济形势

IRSG 关注全球经济前景, 主要参考国际货币基金组织 (International Monetary Fund, IMF) 的预测。由于 2019 年 12 月爆发的新冠疫情, 全球经济正经历一段异常困难的时期, 经济发展的不确定性大增。IMF 6 月份发布的经济预测没有令人振奋的消息, 至少对今年的经济预测没有: 2020 年全球经济将衰退 4.9%。中国是今年唯一一个经济增长的主要经济体, 但增长幅度有限, 只有 1%; 预计中国 2021 年的经济增长率为 8.2%。而其他国家经济将呈现负增长。²

欧元区的国内生产总值数据显示, 其第二季度国内生产总值下降了 12.1%, 创下了降幅纪录。而

^{*} 本文根据作者在 8 月 17 日 “2020 天然橡胶市场论坛” 上的演讲内容翻译和整理。作者是国际橡胶研究组织秘书长。

¹ 包括生产商、消费者、政府、协会、机构、加工者、贸易商、金融机构和研发院校等。

² IMF 在 10 月公布最新一期《世界经济展望》, 预测今年全球经济将萎缩 4.4%。

在欧盟委员会的预测名单中，预计欧洲主要经济体如德国、法国、意大利、西班牙今年的国内生产总值均为负增长（图 1）。

然而，全球采购经理人指数（Purchasing Managers' Index, PMI）在 2020 年 5 月已经出现了一些复苏迹象，尤其是中国制造业 PMI（财新）升至 51.2，达到 5 个月以来的最高水平（图 2）。美国制造业 PMI 在解封复工后增至 49.8，而欧元区 PMI 的增长幅度仍然缓慢，为 47.4，整体仍然低于 50（荣枯线）的目标，表明经济发展仍在放缓；而

PMI 指数值需在 50 以上才表明经济正在复苏。

上述预测数据有效的前提是人类以某种方式战胜新冠病毒。但不幸的是，全球仍有近 1,800 万新冠确诊病例。³ 虽然新冠疫情的中心集中在美洲，但欧洲和东南亚仍有大量病例出现。如果没有疫苗，很难在短期内找到应对这场疫情危机的有效解决方案。新冠疫情的医学研究如果能够取得突破性的成功，这意味着将找到一种可在短期内提供给全球人口的新疫苗，我们认为这将在 2021 年末加速经济的复苏进程。

国家	2020 年第二季度 GDP	2020 年 GDP 预测
德国	-10.10%	-6.30%
法国	-13.80%	-10.60%
意大利	-12.40%	-11.20%
西班牙	-18.50%	-10.90%

数据来源：EU Commission

图 1：2020 年欧洲主要经济体 GDP 第二季度增速及全年预测

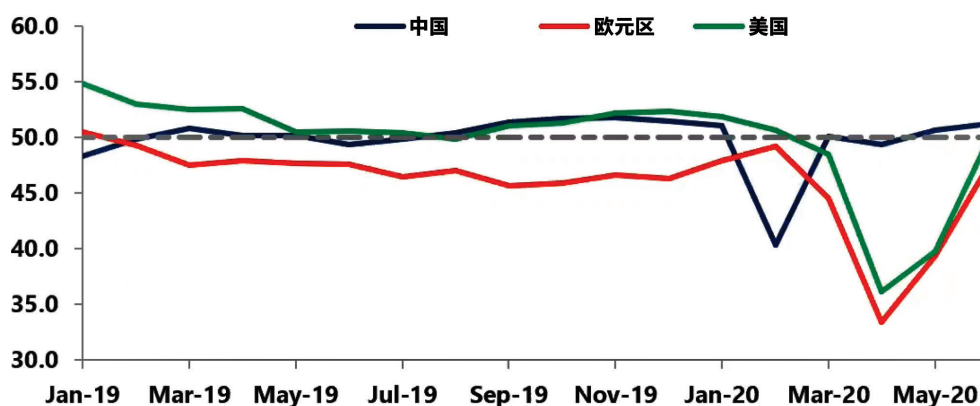


图 2：PMI 走势图

³ 截至 2020 年 10 月 26 日，全球新冠确诊病例超 4321 万。

三、全球橡胶市场现状

要研究天然橡胶，首先要了解天然橡胶的经济特征。全球大约有 1,300 万英亩的天然橡胶林，均处赤道地区。其中 91% 的产地位于东南亚，6% 位于非洲，2% 位于南美洲；同时，90% 的产量来自小农，其总产量达 1,360 万吨。

放眼全球橡胶市场产量，合成橡胶占 53%，天然橡胶占 47%。全球天然橡胶生产地高度集中：仅泰国和印度尼西亚就占总产量的 62%；如果加上全球第三大天然橡胶生产国越南，三者总产量则超过 70%，集中度可见一斑。合成橡胶的情况也是如此：

中国和美国是全球合成橡胶的生产大国。在需求方面，轮胎生产占橡胶需求的 58%，其他橡胶产品，如手套和避孕套等，占橡胶需求的 42%。

2011 年是一个分水岭。在此之前，天然橡胶和合成橡胶价格大幅上涨，之后价格明显下跌，截至今年 6 月 20 日还没有出现价格复苏的迹象（图 3）。2019 年天然橡胶的平均价格为每公斤 1.4 美元，2020 年 6 月的橡胶价格同比下降了 26%。本年度丁苯橡胶价格大幅下挫，低于天然橡胶价格，原因是原材料丁二烯价格暴跌。

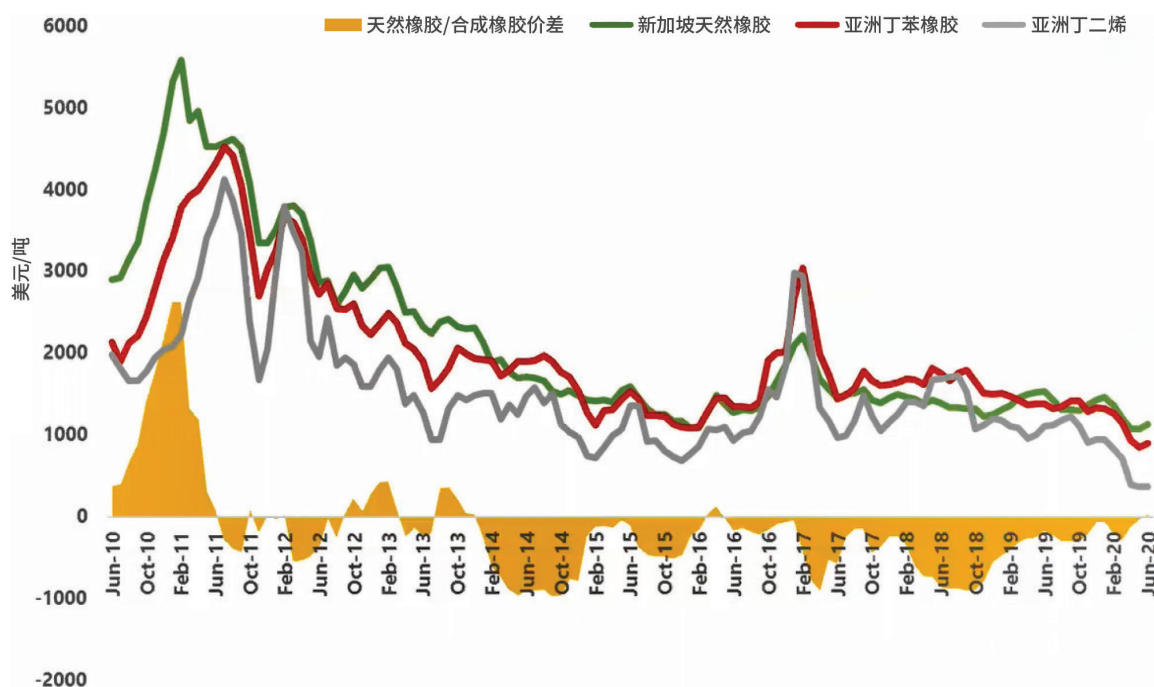


图 3：2010 年 6 月以来天然橡胶和合成橡胶的价格趋势

（一）全球橡胶市场供应情况

2001-2018 年间，全球橡胶产量平均每年增长 2.9%。在此期间，全球天然橡胶生产一直保持着增长趋势。在全球经济低迷的形势下，2019 年天然橡

胶产量下降了 1.4%。虽然越南和非洲（特别是科特迪瓦）的产量有所增加，但所增量被其它一些主产区（比如泰国和印度尼西亚）的产量下降所抵消（图 4）。

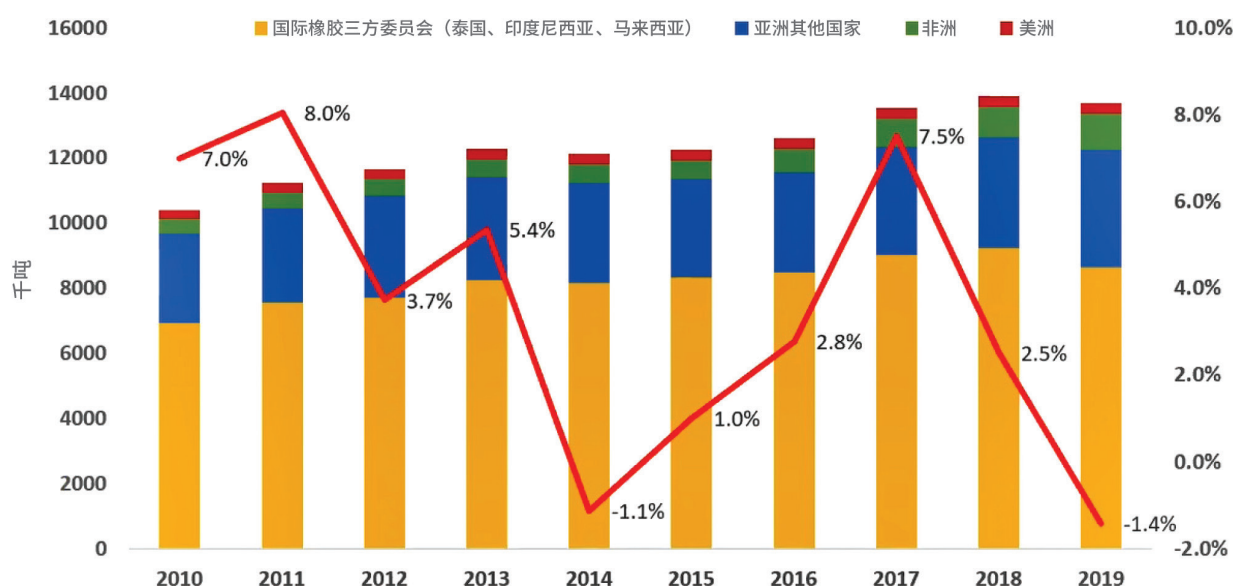


图 4：全球天然橡胶分地区产量

在过去十年中，天然橡胶种植面积已超过 300 万公顷，达到历史新高。但在过去的 2-3 年里，橡胶种植总量却出现大幅下降，归根结底在于价格低廉。同时，过去 3 年中，全球橡胶生产强度过低，部分原因是农业管理不善，未开发区域占比增加，以及人们由农耕转向其他经济活动。

同时，我们还面临诸多挑战。比如，种植园中的疾病传播等，印度尼西亚、马来西亚和泰国等地区受其影响严重，是亟待解决的问题。我们采取了一些应对措施，比如，了解疾病爆发的原因并找出行之有效的解决方案。为此，IRSG 与其他组织合作，共同举办了天然橡胶体系应对气候变化数字研讨会，

因为气候变化可能是引起种植园疾病爆发的原因之一。虽然目前还没有科学证据证明，但需要我们去探讨气候变化与天然橡胶种植之间的相互影响。

（二）全球橡胶市场需求情况

如果我们回过头去看过去将近 20 年间的橡胶需求发展趋势，就能了解全球天然橡胶的使用情况。2000 年，欧洲和英国是全球橡胶的主要消费经济体，其次是美国、中国、日本和印度。但到了 2019 年，情况发生了变化，天然橡胶消费的舞台由中国唱主角（图 5），无论是天然橡胶还是合成橡胶，中国的消费量都出现了大幅增长。而今，中国俨然已成为全球天然橡胶的主要消费国。虽然最近其他国家

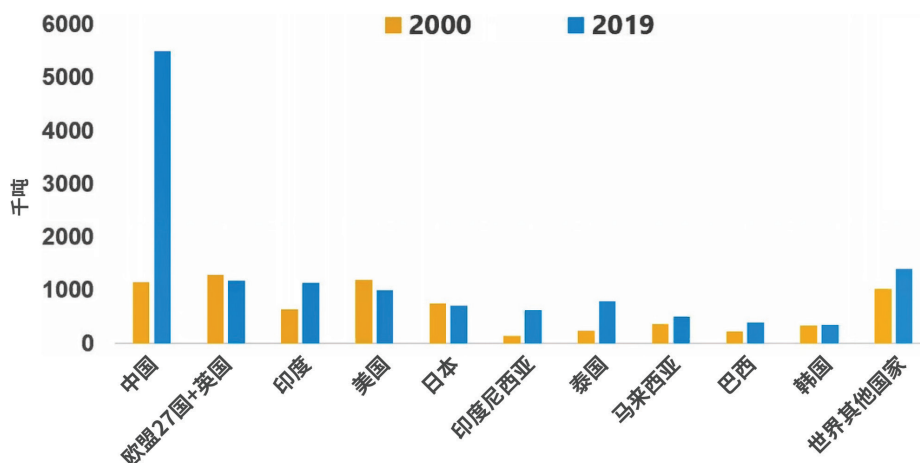


图 5: 天然橡胶消费量超过三分之一在中国

的橡胶消费也出现了增长势头, 例如泰国和马来西亚, 但与中国的差距仍然很大。对于天然橡胶而言, 我们需时刻关注中国的变化。

2019 年, 中国占全球天然橡胶消费总量的 40% (图 6)。从下列数据中, 我们能看到中国与

其他国家的差别: 在全球天然橡胶消费总量中, 欧洲占 9%, 印度占 8%, 美国占 7%, 日本占 5%。

如果我们研究用橡胶生产的产品类型, 就会发现其中奥妙: 轮胎是最主要的产品, 72% 的天然橡胶用于轮胎生产; 其余则是常规橡胶制品 (General

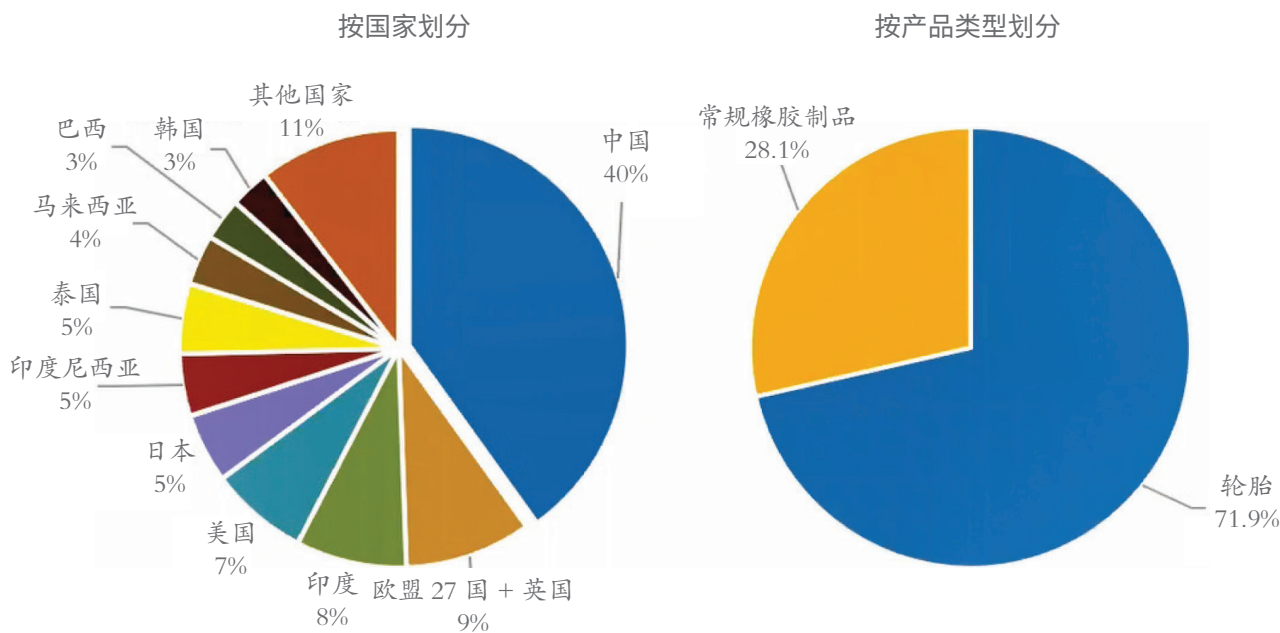


图 6: 2019 年全球天然橡胶消费占比

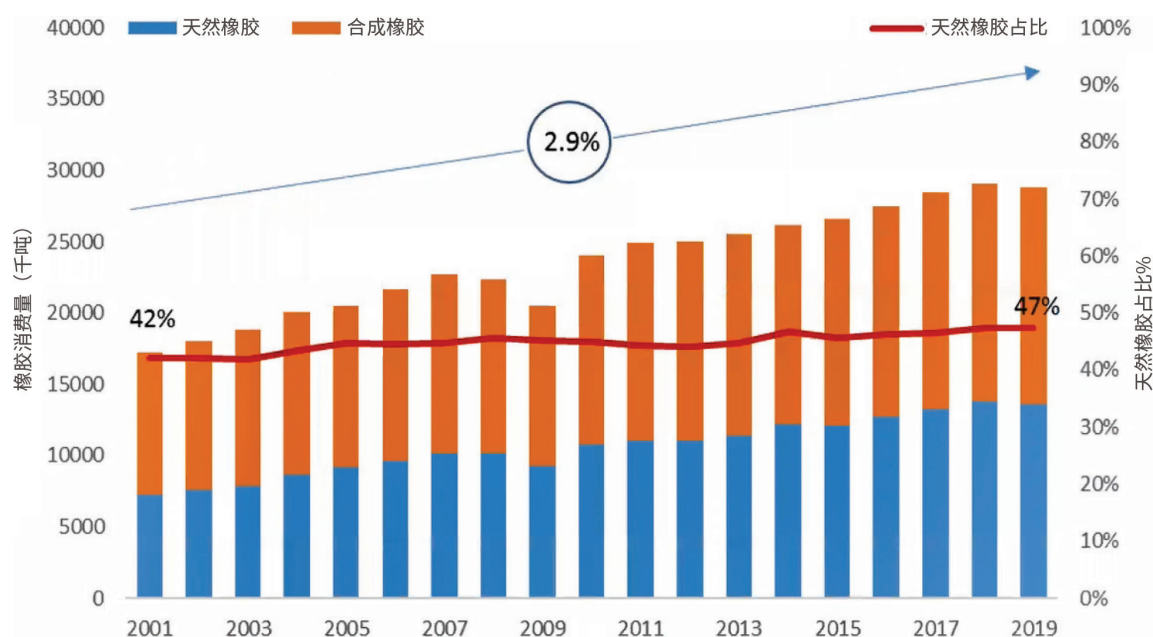


图 7：2001-2019 年全球橡胶消费量情况

Rubber Goods)。

此外，全球天然橡胶消费量在 2001-2019 年间以平均每年 2.9% 的速度增长，总体呈增长态势（图 7）。直至 2020 年，新冠疫情导致全球经济衰退，天然橡胶消费有所减少。

汽车行业是全球橡胶市场的最大用户，然而这一行业却在 2020 年遭遇重大危机。有迹象表明，这场危机在 2019 年已有隐现：2019 年全球汽车产量下降了 5.7%，全球乘用车销量下降了 4.8%，；中国的汽车产量也首次出现了下滑。新冠疫情无疑加剧了汽车行业的危机，但其实在 2018 年和 2019 年，全球汽车的生产量和销售量就已经开始下滑。

全球汽车产量预计将在 2020 年出现 19.7% 的大幅收缩。假设新冠疫情被遏制，那么 2021 年汽车产量会出现一定的反弹。随着中国大部分地区解封，我们看到了一些改善迹象。经济活动虽有所恢复，

但还需一段时间才能恢复至正常水平，所以很可能在 2021 年迎来乘用车和商用车的产量增长。

轮胎方面也会出现类似趋势，轮胎的变化趋势在很大程度上反映了汽车业的变化趋势。预计 2020 年全球轮胎销量将减少 15.1%；相反，预计非轮胎行业的橡胶需求前景会更好，这主要是由于医疗保健行业需求增长所推动。所以说无论是轮胎行业还是非轮胎行业，在 2021 年都将迎来大幅增长。

四、前景展望

根据 IRSG 对全球天然橡胶消费的最新预测，2020 年中国天然橡胶消费将下降 7.6%，到 2021 年将出现增长，增长率为 6.8%；同时，印度今年将下降 21.3%，明年将增长 21.8%；欧洲今年将下降 17.4%，明年将增长 5.7%；美国今年有可能出现 15% 的下降，而明年将增长 6.3%。

我们把天然橡胶的生产和需求趋势结合分析后可以得出：2020 年全球天然橡胶需求将下降 11%，合成橡胶需求将下降 14%，天然橡胶产量将下降 5%(图 8)。根据对 2020 年和 2021 年的供需平衡情

况的判断，我们预计今年供应量会大幅超过需求。如果预测无误，那么 2021 年的供应量则会处于低位水平，并且在未来几年供应量会持续减少(图 9)。

总之，问题不少，机会也多。问题在于：新冠

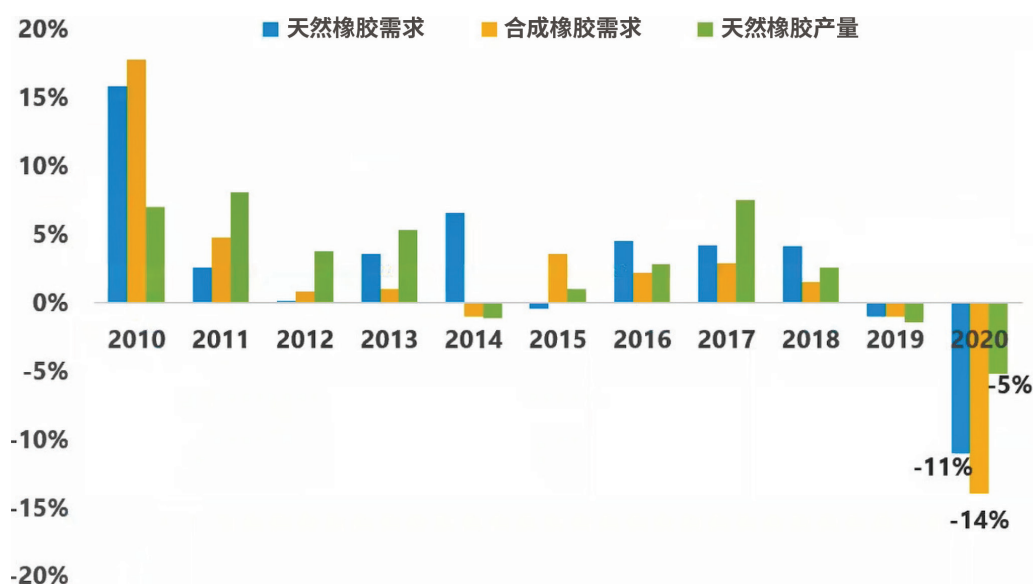


图 8：天然橡胶生产和需求趋势

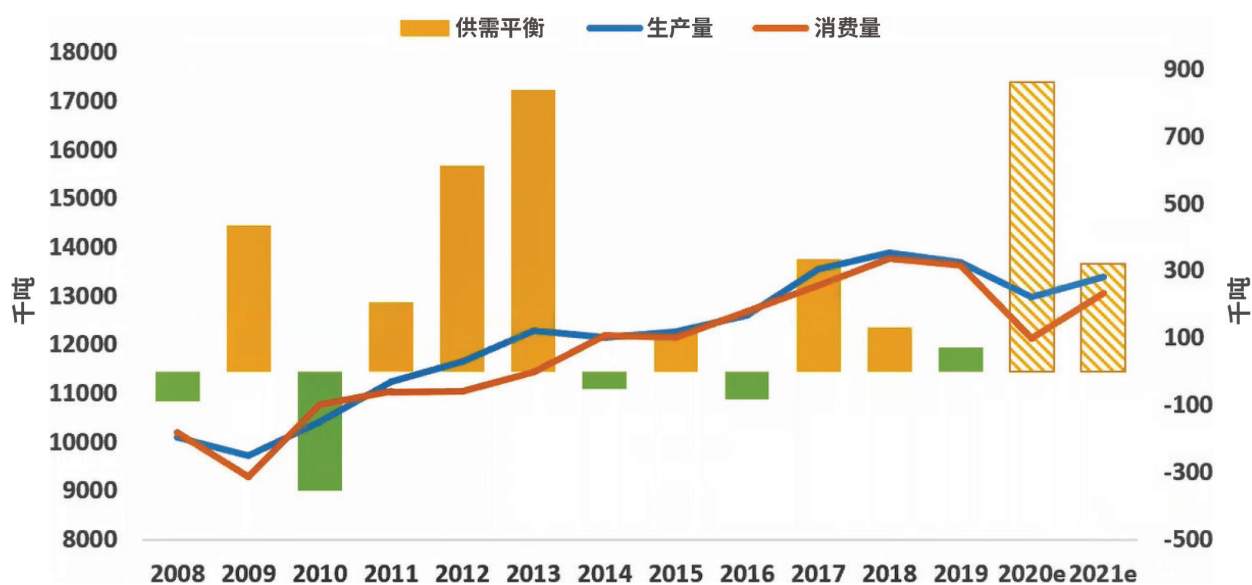


图 9：天然橡胶供需平衡情况

疫情对全球汽车和轮胎市场将会产生长期的影响；过去几年橡胶价格一直处于低谷，这无疑对小农收入产生了负面影响，于是出现毁林和小农转向其他经济活动等情况。所以，我们必须找到解决办法以资助小农再次种植；比如找到提高天然橡胶价值的途径，提高原材料利用率，从而达到提升轮胎性能和降低二氧化碳排放的目的。

总而言之，机遇与挑战并存。但可以肯定，老瓶不能装新酒，我们需要发挥更多想象力，拓展思维，

找到能够让企业摆脱危机的方法，抵御新冠疫情带来的冲击，实现可持续发展，让橡胶价值链中的所有相关者都受益，特别是要让小农受益。让我们一起协同努力、密切合作，开诚布公地讨论如何推进这一事业，打造一个良好的橡胶经济，为子孙后代谋福祉。

（责任编辑：盛玮辰）

2020 年上海期货交易所 天然橡胶衍生品市场运行情况^{*}

上海期货交易所 胡慧

20 号胶期货上市运行已一周年。本文介绍了今年以来上海期货交易所（下称上期所）天然橡胶衍生品市场运行情况，主要分为以下三个部分：我国商品期货市场的运行概况、我国天然橡胶衍生品市场运行和功能发挥情况以及今年以来的工作回顾和未来工作要点展望。

一、我国商品期货市场的运行概况

2020 年 1-10 月份，我国商品期货成交金额为 240.76 万亿元，其中上期所（含上海国际能源交易中心）累计成交 116.78 万亿元，占全国期货市场成交金额的 49%，继续保持国内的领先地位（图 1）；累计成交金额排名靠前的品种有白银、黄金、铁矿石等，天然橡胶位列第 9 位（图 2）。

二、我国天然橡胶衍生品市场运行和功能发挥情况

2020 年 1-10 月，天然橡胶期货成交金额 8.10 万亿元，占上期所成交金额的 6.93%，占全国商品期货市场的 3.36%；20 号胶期货成交金额 2957.21 亿元，占上期所成交金额的 0.25%，占全国商品期货市场比重约 0.12%。

（一）天然橡胶期货运行概况

2020 年 1-10 月，我国天然橡胶期货市场运行稳健，累积成交量 6685.60 万手（图 3），同比增长 60.28%；日均持仓规模约 26 万手（图 4），同比增长约 1%。今年以来，天然橡胶期、现货价差窄幅波动，整体市场风险可控，运行平稳（图 5）。今年 1-10 月份，天然橡胶期货的交割量同比有所减少，累计交割 13.03 万吨，同比减少 41%（图 6）。

^{*} 本文根据作者在 8 月 17 日“2020 天然橡胶市场论坛”上的演讲内容整理，部分数据做了更新。

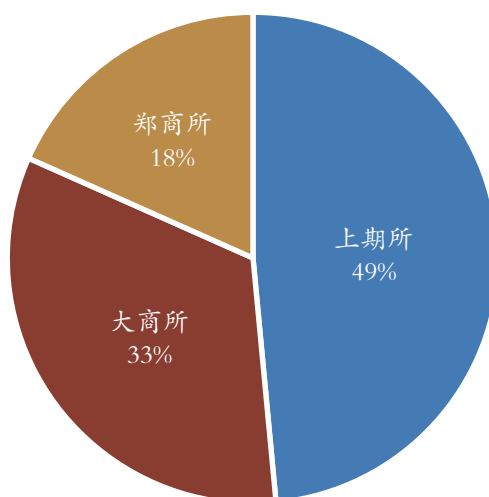


图 1：2020 年 1-10 月全国商品期货市场成交金额占比

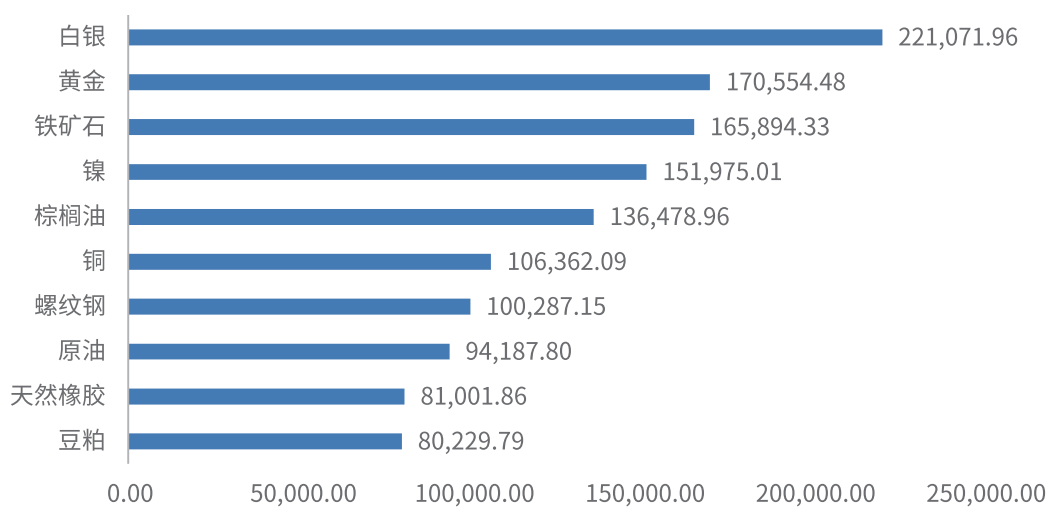


图 2：2020 年 1-10 月累计成交金额排名靠前的品种（单边，亿元）

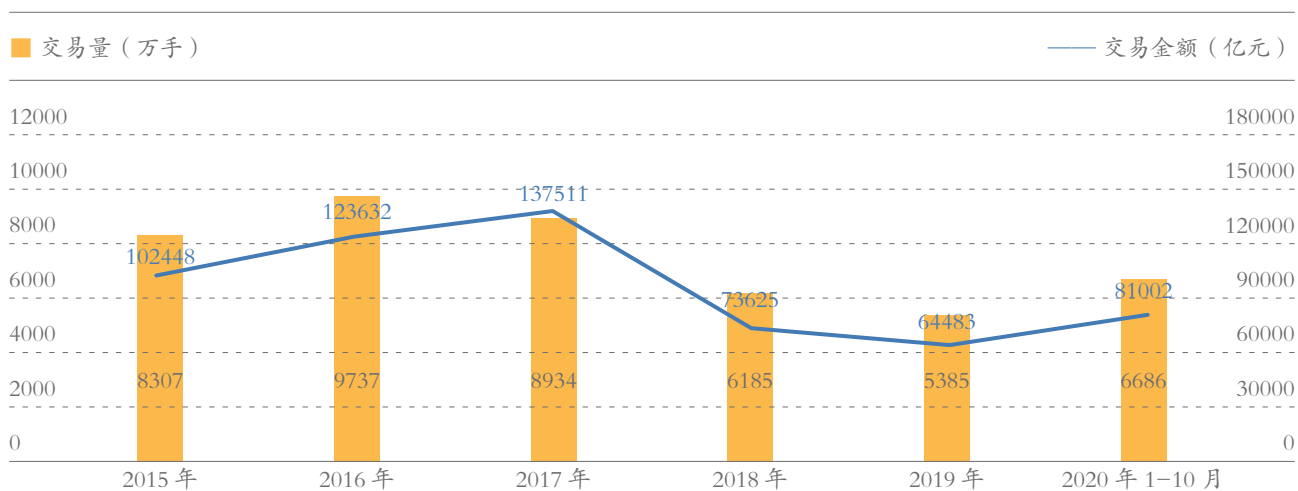


图 3：天然橡胶期货交易情况（单边）

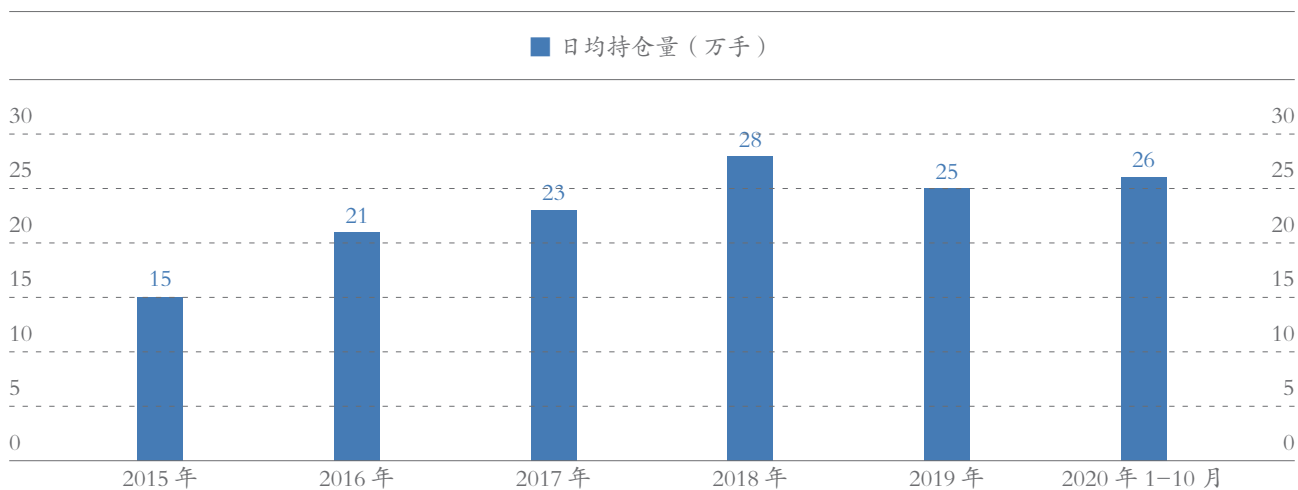


图 4：天然橡胶期货日均持仓量（万手，单边）

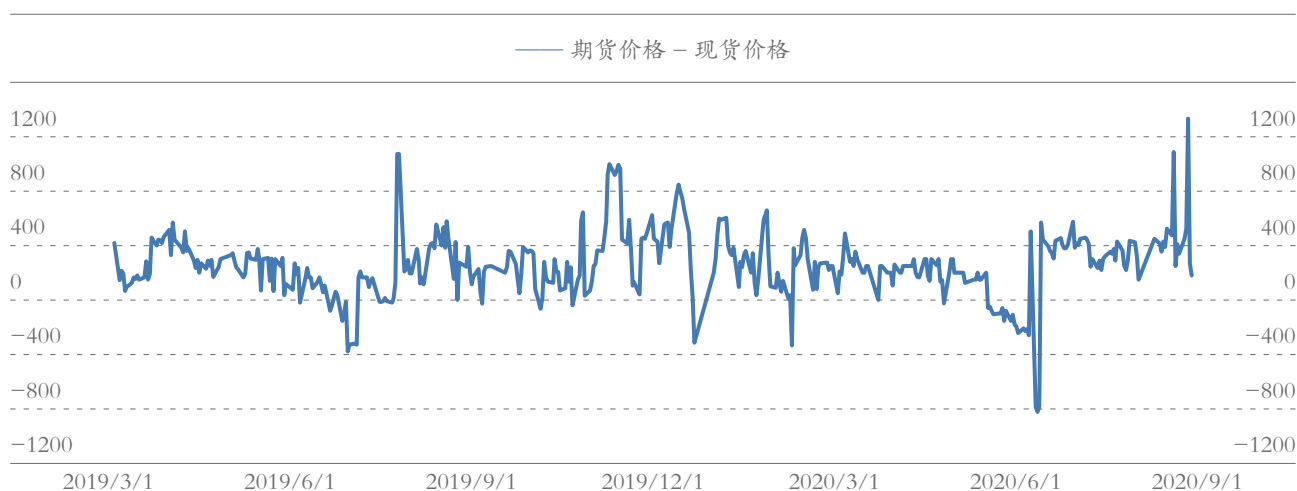


图 5：天然橡胶期、现货价差波动情况（元 / 吨）

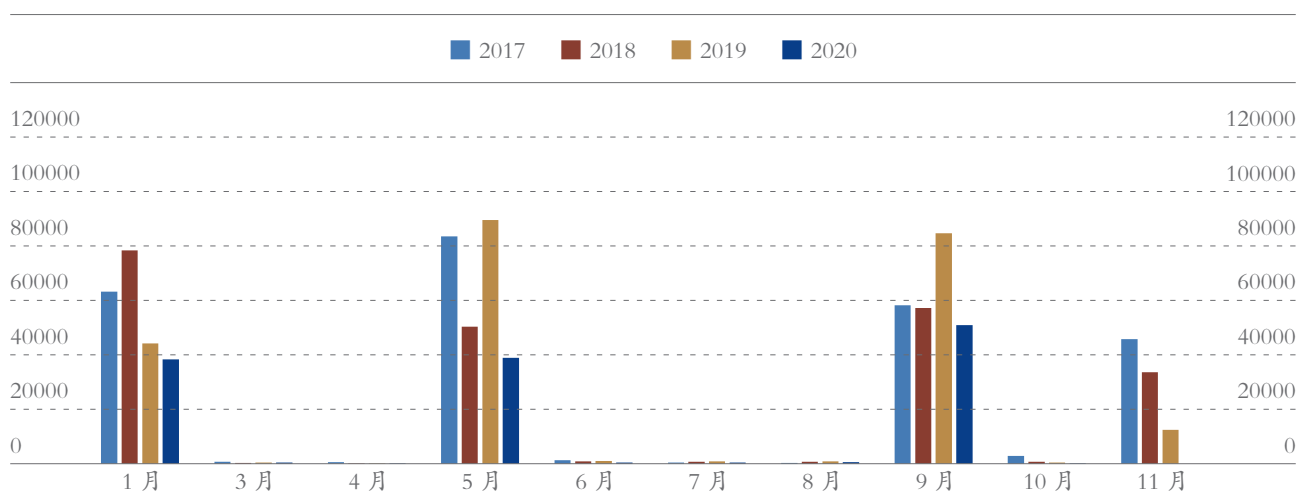


图 6：历年天然橡胶期货月度交割量对比（吨）

（二）天然橡胶交割仓库及交割品牌概况

目前天然橡胶期货的交割仓库分布于上海、山东、天津、海南和云南，交割仓库的库容合计 69.1 万吨。今年天然橡胶期货的库存相对往年处于比较低的水平：截至 2020 年 10 月 31 日，天然橡胶库存小计为 24.39 万吨，同比减少 49%。

2020 年上期所天然橡胶期货的交割品牌没有变化，但在制胶厂方面有所调整。交割品牌情况如下：海南天然橡胶产业集团股份有限公司有 3 个品牌，分别是宝岛、美联和五指山，美联和五指山各有 1 个加工分公司，而宝岛品牌有金林等 12 个公司。云南农垦集团有限公司有 2 个品牌，分别是云象和金

凤；云象有 24 个制胶厂，金凤有 3 个制胶厂。中化国际（控股）股份有限公司的中化橡胶品牌有 4 个制胶厂。广东省广垦橡胶集团有限公司的广垦橡胶品牌下有 4 个公司和制胶厂。曼列橡胶品牌下有 1 个制胶厂。

（三）上期所天然橡胶期权运行概况

上期所天然橡胶期权自 2019 年 1 月 28 日上市以来，市场运行总体平稳，成交持仓逐渐增长。截至 2020 年 10 月底，天然橡胶期权累计成交 153.84 万手，期末持仓 3.97 万手（图 7）。从今年的数据来看，期权的成交量与持仓量相对去年都有显著的提高。

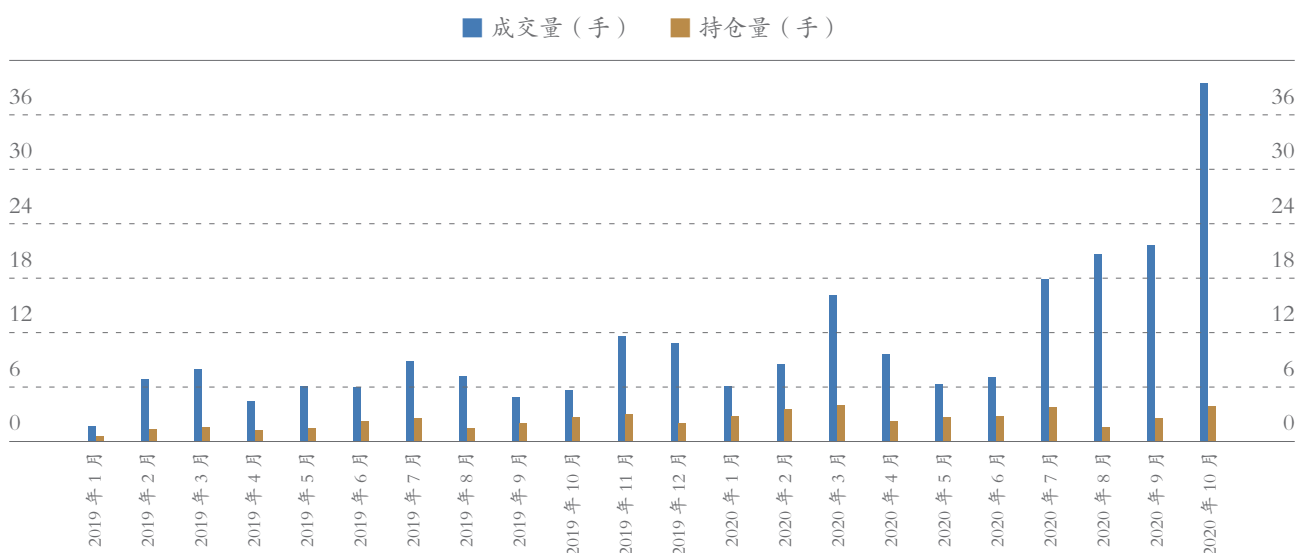


图 7：上期所天然橡胶期权成交量与持仓量（手）

（四）20 号胶期货运行概况

20 号胶期货于 2019 年 8 月 12 日在上海国际能源交易中心上市，作为境内特定品种，采用“国际平台、净价交易、保税交割、人民币计价”的模式，全面引入境外交易者参与。截至 2020 年 10 月底，20 号胶期货累计成交 303.35 万手，累计成交金额约 2957.21 亿元。根据期货业协会（Futures Industry Association, FIA）的统计，20 号胶期货成交量在全世界农产品衍生品市场中排名第 50 位。作为上市刚满一年的品种，它的成交量已经领先于新加坡和日本市场的同类品种。

20 号胶期货的价格与境内外期现货价格保持高度的相关性，价格联动紧密（图 8）。20 号胶期货与上期所天然橡胶期货的价格相关系数达 90%，与青岛保税区现货均价的相关系数达 94%，而与新加坡 20 号胶期货价格相关系数达 97%。从价格发现功能来讲，上期所 20 号胶期货功能发挥良好。

20 号胶期货的参与结构中，法人参与者占有很高比例，境外参与者占有一定比例。数据显示，20 号胶期货法人客户的成交占比超过 70%，持仓占比超过 80%；境外客户的成交占比约 14%，持仓占比约 5%。

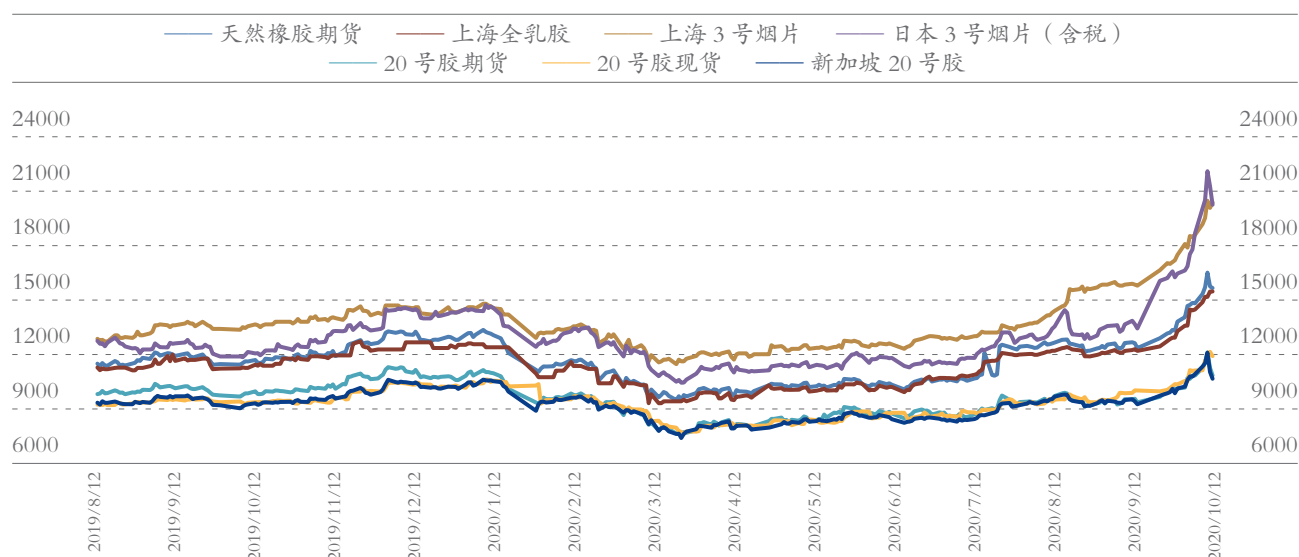


图 8：主要市场价格趋势图

从 20 号胶的库存与交割情况来看，2019 年 12 月 4 日，首批 20 号胶期货保税标准仓单共 201.6 吨生成。自第一张仓单生成以来，上期所 20 号胶库存稳步增长，截至 2020 年 10 月 31 日，20 号胶期货保税标准仓单为 3.74 万吨。2020 年 2 月 24 日，市场各方克服了新冠肺炎疫情带来的重重困难，顺利地完成了 20 号胶期货首次交割共计 700 吨，交割金额约 655 万元。到今年的 9 月份，20 号胶期货总共交割了约 9.9 万吨（单边）。

三、工作回顾和展望

2020 年，上期所围绕促进期货功能发挥、提升市场运行质量、提升价格国际影响力，在天然橡胶期货市场方面开展以下工作：

一是采取“组合拳”措施，提升市场运行质量，服务天然橡胶产业“双循环”发展。根据市场变化，及时更新可交割商品产品标识、调整注册工厂、指

定交割仓库；减免交割手续费，降低交易手续费和交易保证金比率，为企业减负；加大力度支持协会、会员单位、企业通过线上和线下形式召开会议，促进市场交流；继续开展“保险+期货”项目，切实服务产业。通过一系列“组合拳”措施，上期所天然橡胶和 20 号胶期货市场运行质量大幅提升，协同效应越发显著。今年 10 月，20 号胶期货日均成交量和持仓量同比分别增长 888% 和 101%，已全面大幅超过世界同类品种。与此同时，上期所继续积极维护天然橡胶期货市场，今年 10 月，天然橡胶期货日均成交量和持仓量同比分别增长 459% 和 32%；10 月 28 日和 30 日，天然橡胶期货日持仓量和成交量分别创上市以来的新高。

二是协调各方，保障 20 号胶期货保税交割的顺利开展，打通期货和现货之间的转换流通。截至 2020 年 10 月，20 号胶期货共完成 9 次共计约 9.9 万吨的保税交割，取得三大期现方面的创新：1、成

功完成首次国产 20 号胶生成期货市场保税标准仓单，实现国产产品参与保税期货市场的零的突破。2、成功完成交割后 20 号胶商品的转关区调拨，是我国期货市场首个实现保税标准仓单转现货后转关区流转的品种，有机衔接保税期货与现货市场。3、优化 20 号胶保税标准仓单转让系统与规则，有序促进保税期货的流转。

三是加强市场推广与产业服务，推动 20 号胶期货成为现货贸易的定价基准，提升我国天然橡胶价格的国际影响力。目前，20 号胶期货已顺利引入境外交易者，充分参与交易、交割环节。同时，积极推动 20 号胶期货成为现货贸易的定价基准：2020 年 10 月 29 日，天然橡胶产业链国内外的代表企业泰国泰华树胶、泰国联润橡胶、赛轮轮胎、森麒麟轮胎、永安资本和浙期实业等，签署采用 INE 20 号胶期货进行现货贸易定价基准的合作备忘录。20 号胶期货价格同时运用于国际贸易和国内贸易定价，是期货市场价格作为定价基准的期现市场合作重大事件，标志着我国期货市场的价格影响力显著提升，对促进我国期货市场进一步对外开放，切实服务实体经济，助力构建完整的内需体系，逐步形成以国内“大循环”为主体、国内国际“双循环”相互促进的新发展格局，培育我国天然橡胶行业在新形势下参与国际合作和竞争新优势等方面具有重要意义。

下一步，为兼顾不同品种的功能发挥，将着力从以下方面做好各项工作：

一是继续做精做细产品，以市场需求和实际问题为导向，不断推动规则优化和制度优化，提高市

场运行效率和服务水平，切实满足市场主体的实际需求；适时增加交割商品，优化仓库布局，提高运行效率；持续优化投资者结构，发挥天然橡胶衍生品的风险管理和定价功能。

二是继续加强投资者的教育和市场推广，深化产业服务。根据天然橡胶生产、消费和贸易企业的特点，开展个性化的业务培训，进一步提升企业合理运用期货、期权工具的能力与水平。

三是研究 20 号胶期货和天然橡胶期货之间的良性互动机制，兼顾两个市场的发展，研究推出结算价交易 (Trading at Settlement,TAS) 指令等，加强市场之间的协同效应，全方位、多角度地服务好天然橡胶产业。

四是开展国际合作，进一步提高“上海胶”的国际影响力、打造国际天然橡胶定价中心。持续推进产业链企业在境内外现货贸易中以上期所天然橡胶期货和上期能源 20 号胶期货作为基准价，研究推出跨境交收、境外设库等。

在有关各方长期以来的关心与支持下，上期所天然橡胶系列衍生品已经形成了完善的产品序列，涵盖天然橡胶期货、20 号胶期货、天然橡胶期权、天然橡胶标准仓单业务和天然橡胶“保险+期货”精准扶贫项目，同时覆盖境内境外两个市场。未来，希望市场继续支持上期所天然橡胶衍生品市场，充分运用各种工具做好价格波动风险的管理。

（责任编辑：盛玮辰）

编者按：近年来，全球石油市场的东移以及由此产生的对全球原油基准价格体系的影响引起业界广泛讨论。作为全球能源与资源类研究的顶级智库，牛津能源研究院对全球原油基准价格演变和动态发展进行了持续跟踪研究。上海国际能源中心能源产品部与牛津能源研究院合作，组织有关人员编译了该机构 2015 年来有关石油市场基准价格的 5 篇系列专题研究文章。这个系列研究反映了该机构对石油基准价格这一问题的思考和观点，供大家参考。本期首批刊登的两篇文章是《石油市场的东移与中东定价基准的未来》和《上海原油期货和石油需求冲击》，后续将陆续刊登《亚洲基准何去何从》、《即期布伦特基准价的转变》和《穆尔班：中东新的定价基准？》等系列文章。

基准价与话语权^{*}

上海国际能源交易中心 张宏民

英国政府的上游税收政策鼓励大型石油公司建立一个独立并且与市场价格挂钩的交易体系。像 BP 和 SHELL 这样的大型综合性石油公司，总是将他们的开采石油的绝大部分出售给第三方，以确保他们是以现行市场价计税。对于集团内部的关联交易，必须以英国石油税务局确定的参考价来计税，这是石

油公司尽力避免的业务模式。英国独特的石油税收政策，催生了北海地区的石油现货市场，充裕的流动性支撑 Brent 成为了全球石油市场最重要的基准价格。Brent 的发展告诉我们，基准价格的形成并非精心设计的结果，政策驱动固然重要，但更大程度是现货市场自然演进的结果。

^{*} 编者注：本文为上海国际能源交易中心能源产品部负责人张宏民为牛津能源研究院有关石油市场基准价格的 5 篇系列译稿所撰写的序言。

中东有众多的石油出口国，然而并非产量最大的原油成就了基准价格，他们更习惯于凭借目的港限制和转卖限制强化对市场的控制力。最终市场选择了产量并不大、但可以自由贸易的迪拜和阿曼原油，他们成为了中东地区出口原油的基准价格。亚太地区石油消费量和进口量巨大，但过去的几十年，亚洲主要的消费国石油产业市场化改革普遍滞后，形成一个市场化的基准价格非常困难，这使得弹丸之地新加坡脱颖而出。新加坡市场容量很小，但凭借相对自由的市场环境，以及价格评估机构（Pricing Report Agencies, PRAs）的努力，在亚太地区石油交易和价格形成中赢得了先机。中东和亚洲的现实告诉我们，市场规模固然重要，但自由贸易才是基准价格形成的关键。

大的买家和大的卖家总是试图在价格的形成中发挥更大的作用。人们不喜欢“买什么，什么就涨；卖什么，什么就跌”，但“大量买进会使价格上涨，大量卖出会使价格承压”，恰恰是市场机制发挥作用的具体体现。人们总是希望价格向有利于自己的方向发展，或者向自己期望的方向发展，如果现实与此相反，人们往往会怀疑市场的运行是有问题的，或者会觉得自己没有“价格话语权”。想象一下会议表决的情形，如果有一个人说话一言九鼎，他发表意见后别人都得同意，那他就是最有话语权的选手，很显然，这样的表决除了形式以外毫无意义。对于市场而言，数量众多、力量相对均衡的买家和卖家在一个公开、公平、公正的规则下博弈，这样才能形成真实反映市场供需的公允价格。一个真正有效的市场应该是没有人能说了算的市场，大家都是价格接受者（Price Taker），也就没有了价格制定

者（Price Maker）。

价格信号就像气象局播报的温度，或者环保局播报的污染指数。遇到酷暑和严冬，人们不大会抱怨气象局；雾霾肆虐，人们也不大会归咎于环保局。然而，当价格偏离人们的预期时，PRAs 和交易所就会承受巨大的压力。PRAs 的评估方法和评估过程、交易所的规则体系和监管体系，对价格的形成有一定的影响，他们不可能像气象局和环保局那样完全撇开干系。然而，人们往往忽视了更为重要的一面，那就是价格本质上是市场供需关系的反映；规则对价格的影响只是一个表象，而且往往是局部的、暂时的。要改变严重的雾霾天气，根本上是要致力于环境的治理，而不是改变环保局的指数。同样地，要形成一个市场认可的基准价格，光有期货交易所是远远不够的，更为重要的是花大力气完善基础现货市场。完善的现货市场，应该是一个买卖自由、价格自由、物流通畅的市场。尤其对于买家，你可以选择买，也可以选择不买；你可以讨价还价，你可以选择买谁的，买了以后物流有保障。

环境污染会影响人们的健康，但人们不会怪罪环境指数揭示了真相，反而对虚报篡改环境指数深恶痛绝。价格的涨跌会影响人们的切身利益，也往往为利益受损的一方所诟病。但正如环境指数一样，价格本身是无辜的。价格的涨跌、价差的大小、相关性的 高低，都不是判断价格有效性的绝对标准。只要客观反映了市场的供需现状，只要客观反映了交易者对于未来的预期，只要有客观的基本面的逻辑支撑，那就是好的价格。2011 年 9 月，WTI 曾经一度比 Brent 低了 27 美元，这个价差是合理的（Reasonable）、有意义的（Meaningful），它客

观反映了库欣地区产量增加、物流不畅的状况，它以强烈的信号告诉市场，是该改善美国的物流基础设施了。

当然，理想化的自由市场在现实中是不存在的。石油市场在某些领域具有自然垄断的属性，石油安全也是决策者经常考量的重要因素之一。PRAs 和交易所的存在，恰恰可以弥补现货市场的缺陷。PRAs 和交易所的作用不是决定价格的涨跌，而是通过完善规则和监管，促进市场信息更加透明，促使市场力量更为均衡，从而更为有效地发现价格。期货市场的价格如果能真实反映市场的供需现状和未来预期，那它就能更好地引导生产和消费，更为科学地配置资源，从而更有效地服务于实体经济的发展。期货市场的功能还在于，你可以利用期货市场对冲你可能面临的风险，在市场价格不利时保护自己，而不仅仅是抱怨价格的走向，或者哀叹话语权的不足。

我国正在持续完善社会主义市场经济体系，大力推进石油天然气行业体制改革，非常需要结合中国实际学习借鉴国外成熟市场的经验。牛津能源研究院是全球顶级的能源研究机构，对石油市场基准价格演变的研究颇有建树。上海期货交易所、上海国际能源交易中心致力于发展完善我国的能源期货生态体系，在此选编翻译牛津能源研究院有关石油市场基准价格的 5 篇专题文章，供大家学习讨论。即使我们不能完全赞同文章的观点，但认真学习交流、倾听不同的意见，对我们思考问题的启发无疑是巨大的。

感谢牛津能源研究院各位作者的研究与分享！
感谢牛津能源研究院资深客座研究员陈小宝先生促成此次合作并给予宝贵的意见！感谢各位读者！

（责任编辑：陈昊）

石油市场的东移 与中东定价基准的未来（节选）*

巴黎政治大学国际能源专业 Fabian Weber 著
上海国际能源交易中心 刘然然 宋诗卓 译

一、简介

近年来，中国公司已经开始在亚洲原油交易和原油价格形成过程中发挥更积极的作用。亚洲公司逐渐成为价格的制定者，这种演变应被视为国际石油市场正在更为广泛地、结构性地向东转移的一种表现。Imsirovic¹ 最近研究了石油市场的这种动态变化，以及对原油价格基准的影响。他的结论是，有必要为苏伊士运河以东的原油定价制定一个新的、真正意义上的亚洲标杆，这样做也非常符合市场普遍的观点。由于市场普遍认为这种必要性是理所当然的，所以迄今为止，修改中东定价基准体系的可能性被忽略了。对于海湾地区而言，这意味着原油定价基准的东移的风险。如果不强化中东定价基准体系，随着苏伊士运河以东的定价基准向亚洲转移，

海湾地区可能会失去其在原油定价中的核心地位。

本文将根据国际石油市场不断东移的情况，探讨中东原油定价基准的未来。主要的问题是，苏伊士运河以东的定价基准是否一定要转移到亚洲，或者说继续加强中东定价基准体系能否作为一个可行的选择。为寻求对这一问题的解答，本文将首先简要探讨当前国际石油市场东移的基本原因；之后将简要介绍苏伊士运河以东的两个可能成为真正的亚洲价格标杆的候选项；此后，本文将提出并批判性地评价关于建立这样一个新的亚洲标杆必要性的四个主要论点；最后，将概述关于重建当前中东基准定价体系，以加强其在石油市场东移时期地位的建议。目的在于将迪拜原油现货市场与迪拜商品交易所（Dubai Mercantile Exchange, DME）的阿曼

* 本文于 2015 年 7 月由牛津能源研究院发表。

¹ Adi Imsirovic 为新加坡大宗商品贸易公司 Clearsource 英国分公司总经理。

原油期货市场联系起来。这涉及到迪拜现货市场对 DME 阿曼原油期货的价格信号传导（反之亦然），以及通过 DME 阿曼原油期货来对冲迪拜原油现货的价格风险。这不仅可以应对不断变化的石油市场，而且还可以解决目前影响着迪拜参考价和 DME 阿曼期货的若干问题。

二、石油市场的东移

最近，Imsirovi 称亚洲“是石油市场的新重心”，不仅改变了原油的贸易流向，还可能对全球原油定价基准的格局产生重大影响。这种东移现象是由多个因素造成的，可以分为全球石油供给、需求的变化以及监管的发展几个方面。

（一）市场基本面

首先，北美额外的非常规油气生产为市场增加了更多的原油供应。2009-2014 年，美国新增原油产量为 340 万桶 / 日，2015 年 3 月产量达到 950 万桶 / 日。由于北美对原油进口的依赖性降低，这些新增的国内供应影响了全球石油市场。自 2005 年以来，美国原油进口量下降了 27%，从 370 万桶 / 日下降到 2014 年的 270 万桶 / 日。根据国际能源署 (International Energy Agency, IEA) 的数据，到 2020 年底，经济合作与发展组织 (Organization for Economic Co-operation and Development, OECD) 美洲地区剩余的进口量将主要来自拉美和中东 (主要是沙特) 的重质高硫原油。相应地，当前出口到北美的部分原油，特别是轻质低硫原油将不得不转向，并将越来越多地流向亚洲市场。因此，如

果未来美国放开原油出口限制，海湾地区的产油商将不得不与来自北非和西非、南美、俄罗斯、北海，甚至是美国的供应商竞争。

其次，尽管近期中国经济增速有一定放缓，但原油需求正在向亚洲转移，而且未来会越来越多。中国的原油需求 (包括香港) 从 2005 年的 720 万桶 / 日增加到 2014 年的 1140 万桶 / 日 (占全球石油需求的 12.4%)。此外，过去十年，中国的原油进口量从不到 250 万桶 / 日增加到 600 万桶 / 日。但在 2014 年，由于经济增长放缓和调整，中国原油需求的增长也放缓了。IEA 预计，2014-2020 年间，中国石油需求年增长率仅为 2.6%，约为此前 6 年增长率的一半。尽管增长率较低，但亚洲有望在 2015 年超过美洲成为全球最大的原油消费地区。此外，IEA 预计在 2014-2020 年内，亚太地区石油需求增长最为强劲，平均每年增长 63.3 万桶 / 日 (占预测净增长量的 57.4%)。原油需求的东移也反映在炼油行业。IEA 预计，2040 年前炼油能力净增长的三分之一将来自中国，紧随其后的是中东和印度。同时，需求疲软和利润率低下的地区可能会进一步关闭炼厂，最明显的是已经陷入困境的欧洲炼厂。综上所述，这种原油需求的东移，加上北美地区的额外供应，将导致国际原油贸易流向亚洲转移。根据 IEA 的数据，到 2040 年，国际原油贸易中每三桶原油中就有两桶将运往亚洲 (较目前不到 50% 的比例有所提高)。

总而言之，由于供应来源的多样化和原油需求的转移，亚洲地区的市场力量正在增强，这导致出现了“买方市场”²，亚洲客户偶尔会购买大西洋区

² 商品供过于求，卖主之间竞争激烈，买主处于主动地位的市场。

域的原油 (如西非原油), 以满足其需求。为了自主管理这些套利资金流, 而不是依赖贸易公司或大型石油公司, 亚洲石油公司正在逐步整合其交易业务。这从 2014 年 10 月和 2015 年 4 月中国在迪拜普氏窗口的交易活动增多中可以看出。在原油交易中的表现越来越活跃, 对全球原油价格形成过程的影响也就越来越大。从这个角度看, 中联油和中联化越来越多地在迪拜普氏窗口中充当价格制定者的角色, 这并不是一种反常现象, 而是石油市场东移的表现。

(二) 市场监管

随着欧盟对原油定价基准监管的推进, 并最终将金融流动性转移到监管较少的管辖区, 石油市场的变动可能会进一步加剧。这种监管上的套利可能会大大削弱当前布伦特的重要性, 并使新的定价基准得以出现。2008 年金融危机, 以及 2012 年伦敦银行间同业拆借利率 (Libor) 操纵丑闻后, 欧盟更是加强了对金融市场基准监管的讨论, 包括针对原油定价基准的讨论。尽管国际证券委员会组织 (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) 遵循一系列自愿原则对报价机构进行监督, 反对将报价机构的准则与金融市场基准的准则进一步统一, 但是欧盟的监管工作仍在进行中。欧盟委员会于 2013 年 4 月突击检查了主要的石油公司和普氏的办公室, 这是他们对潜在价格操纵行为调查的一部分 (主要涉及普氏对即期布伦特价格的评估)。欧盟委员会的监管提案打算将定价基准的监管转移到欧洲证券和市场管理局 (The European Securities and Markets Authority,

ESMA)。然而, 将操纵定价基准定为刑事犯罪的提议引起了严重的忧虑。这意味着, 如果报价机构的价格评估不准确, 石油公司可以起诉它。无论潜在指控的结果如何, 任何诉讼本身都会给报价机构带来重大的声誉风险, 并可能严重挑战布伦特的定价基准地位, 因为市场参与者会对报价的可信度失去信心。拟议的立法预计将于 2015 年生效, 因此监管细节对报价机构以及对定价基准评估的影响还有待观察。

总而言之, 由于市场基本面的变化, 亚洲买家不仅获得了市场力量, 而且随着西方监管迫使金融流动性转向亚洲, 从而将原油定价基准也转向了亚洲, 亚洲买家可能在原油定价中发挥越来越大的作用。鉴于这些变动, 在苏伊士运河以东建立一个新的、真正的亚洲定价标杆的呼声越来越高。有关新的定价基准, 目前普遍讨论的两个候选项是俄罗斯 ESPO 混合原油 (East Siberia-Pacific Ocean, ESPO)³ 和 (已宣布但尚未推出的) 上海原油期货合约⁴。

三、东移的定价基准

(一) ESPO 混合油

东西伯利亚 - 太平洋 (ESPO) 管道连接着日本海沿岸 (海参崴附近) 的泰舍特 (Taishet) 和科兹米诺 (Kozmino) 之间 4 188 公里的距离。目前, 通往科兹米诺石油码头的管道支线容量为 60 万桶 / 日。此外, 还有一条通往中国漠河的支线, 目前运力为 30 万桶 / 日 (计划 2015 年扩建至 40 万桶 / 日,

³ 以东西伯利亚 - 太平洋输油管道命名。

⁴ 2018 年 3 月 26 日, 原油期货合约正式在上海期货交易所挂牌交易。

2018 年扩建至 60 万桶 / 日)。此外, 俄罗斯政府于 2014 年 2 月批准进一步扩容, 这将使管道的总容量在 2020 年之前提升至 160 万桶 / 日。

要使 ESPO 成为亚洲地区的新定价基准, 必须满足几个条件。首先, 必须在科兹米诺湾建立一个流动的现货市场以发现价格。最初计划将科兹米诺的原油流量从 2010 年的 30 万桶 / 日增加到 2014 年的 60 万桶 / 日。然而, 由于 ESPO 的产量在科兹米诺以外到处分流, 2014 年科兹米诺湾的装载量仅达到 49.8 万桶 / 日。2015 年, Argus 预计这一数字将会增加, 并有可能达到 54 万桶 / 日。考虑到 50 万桶 / 日的产量一般被视为基准原油表现稳健的一个条件, 科兹米诺湾的 ESPO 应该已经拥有足够的产量。然而, 这些产量中包括一些长期合同, 能源智库公司 (Energy Intelligence) 将科兹米诺湾根据长期合同出售的产量份额量化为不到 5% 因此, 2015 年科兹米诺湾的现货量预计超过 51.3 万桶 / 日。即使预计未来科兹米诺湾的总运量将上升, 但由于长期供应合同的存在, 科兹米诺的现货市场交易量预计将会下降。举个例子, 俄罗斯石油公司雄心勃勃地为计划中的华北天津炼油厂 (与中石油联合投资) 供应 18.2 万桶 / 日的原油。该炼油厂 (预计将于 2020 年投产) 的原油将从科兹米诺港运出。此外, 其剩余的原油出口能力约为 140 万桶 / 日。理论上, 俄罗斯可以充当为一个灵活供应国, 能够同时向西部和东部市场出口原油。因此, 有可能将原油流向从科兹米诺湾分流, 这可能会进一步影响 ESPO 流向科兹米诺湾的充足性和稳定性。因此, 要使 ESPO 成为基准原油, 一个流动性强的现货市场的发展对价格发现过程至关重要, 而过多的长协

和 ESPO 产量的转移可能会破坏这一目标。

在这一点上, 也需要研究科兹米诺湾的市场结构。虽然有新的参与者进入市场, 但 ESPO 的主要供应商仍然是俄罗斯石油公司和苏尔古特石油公司 (Surgutneftegaz), 2014 年的市场份额分别高达 40%、33.6%。2013 年 3 月, 俄罗斯石油公司通过收购 TNK-BP 公司 (最初是科兹米诺湾的主要销售商之一), 进一步强化了其市场地位。然而, 这最终意味着俄罗斯石油公司甚至可能是俄罗斯国家政府控制了所有对中国的管道销售和科兹米诺湾三分之一以上的出口。这引起了人们对 ESPO 因为俄罗斯的战略野心而被政治工具化的担忧。此外, 买方市场份额集中度也进一步提高。2013 年, 超过一半的 ESPO 被日本 JX 日本石油能源公司 (20.6%)、壳牌公司 (18.6%) 和中联化 (17.8%) 所购买。从目的国来看, 大部分销售都在亚洲, 日本、中国和韩国合计占科兹米诺湾 2014 年 ESPO 销售总量的 70% 以上。

另一个令人关注的问题是 ESPO 质量的长期稳定性。根据最初的报告, ESPO 的 API 比重为 34.7° (轻质), 含硫量为 0.6% (中硫)。但就在最近, 能源智库公司报告的 ESPO 硫含量仅为 0.49%, 因此将其归为低硫原油。预计未来, 俄罗斯国家石油管道运输公司 (Transneft) 可能会向东输送更多的含硫原油, 以减少向西出口原油的含硫量。此外, 2016 年 ESPO 系统引入新油田, 可能使混合油的质量发生不可预测的变化。

另外, 在定价方面, ESPO 要想成为原油价格的标杆, 还要看其发展变化。目前, ESPO 的定价是基于与迪拜现货的价差。因此, 除非 ESPO 按平

价进行交易，否则原油出口商就没有理由用它而不是迪拜作为参考价格。实现这一目标的一个方法是在交易所交易 ESPO。然而，目前 ESPO 还没有纸货市场，成功发展金融市场绝非易事。此前已经探讨过在圣彼得堡国际商品交易所或其符拉迪沃斯托克的附属机构推出 ESPO 期货合约的可能性，但至今还没有采取具体行动。此外，科兹米诺湾的所有出口都在俄罗斯公司的控制之下。虽然科兹米诺湾的出口产品中只有不到 5% 是根据长期合同出售的（其余的是没有目的地限制的现货销售），但大部分现货仅仅通过邀请的方式来进行招标出售。这使得供应商能够有效地控制市场准入，并引发市场对于俄罗斯利用 ESPO 作为实现其政治目标的工具的担忧。正是这种政治风险、科兹米诺湾的市场结构根源、对科兹米诺湾能否发展出一个流动的现货市场的怀疑，以及对 ESPO 质量的担忧，使得 ESPO 成为原油定价基准地位变得障碍重重。这些障碍能否被克服还有待观察。目前，ESPO 虽然还不是基准原油，但在对亚洲出口的定价中确实起到了一定的作用。尤其是中东地区的轻质 / 中质含硫原油（如阿布扎比的 Murban、Umm Shaif 或 Upper Zakum），在为其亚洲出口定价时，会跟踪 ESPO 对于迪拜的溢价。然而，ESPO 作为定价基准的影响力相对于以布伦特为基准定价的原油来说是相当有限的，布伦特 / 迪拜 EFS 依旧是更为重要的价格指标。

（二）上海原油期货

上海原油期货最初计划于 2012 年在上海期货

交易所（Shanghai Futures Exchange, SHFE）上市交易。但该期货合约的推出时间不断推迟，2013 年，该期货合约的上线转至位于上海新自贸区的新交易所 -- 上海国际能源交易中心（Shanghai International Energy Exchange, INE）。这应该是希望通过税收优惠来吸引国际参与者，且该合约承诺将以人民币来计价。在上线时间进一步推迟后，该期货合约于 2014 年 12 月初获得了中国证监会的监管批准，但随后再次未能在宣布的 2015 年 3 月的启动日期上市。目前，该合约据说将于 2015 年底上线。⁵

因此，上海原油期货合约透露出的细节信息很少，容易发生变化。不过似乎可以确定的是，该合约采用实物交割方式，最小交割量为 20 万桶，交割期为最后交易日之后的 5 个工作日。将有 7 个可交割油种，其中 6 个油种来自中东：巴士拉轻油（伊拉克）、迪拜、马西拉（也门）、阿曼、卡塔尔海洋油和上扎库姆（阿布扎比），剩下一个油种将是中国胜利原油。可供实物交割的油种数量众多，应当有助于最大限度地降低价格操纵的风险，这是现货流动性低的期货合约特别容易出现的情况。上海原油期货将使用一个理论基准价进行定价，而不是 7 个油种中的任何一个。这意味着，可交割油种将根据具以下人为制定的质量标准来衡量升贴水：API 比重为 32%，含硫量为 1.5%（中质含硫）。一手合约将为 100 桶⁶，而不是标准的 1000 桶。一方面，这将促进交易，因为它涉及的风险较小，所需的资金实力也较低，从而增强该期货合约作为一种风险

⁵ 由于本文发表时间较早，基于当时信息可获得性和时效性，可能与后续实际发展情况不一致，为尊重原文，译稿中未作改动。

⁶ 译者注：此处为征求意见稿方案，上市方案为 1000 桶。

管理工具对个人投资者的吸引力。然而，另一方面，100 桶的非常规量也会带来额外的交易成本，可能会阻碍交易。最小价格波动将是每桶 0.1 元，而最大价格波动将是上一交易日结算价的 4%。到期日将为交割月前一个月的最后一个交易日，结算价为最后 5 个交易日的结算价平均值。该合约将以人民币计价，这将增加一个额外的汇率风险，但美元可以作为替代结算货币⁷，并作为保证金使用。保证金比例将设定为合约价值的 5%。未开设中国子公司的国际公司将可以在中国开设银行美元账户，专门用于期货合约的交易。以美元进行的交易将被限制在每天最多 50 亿美元的范围内⁸。

然而，该期货合约的成功也存在着障碍。首先，交易时间相对较短（工作日：北京时间上午 9 时至 11 时 30 分，下午 1 时 30 分至 3 时）⁹，最重要的是，交易时间与评估亚洲基准价格的新加坡市场于下午 4 时 30 分的收盘时间不重合。

不过，如果该期货合约能够根据其他地区的价格进行自我调整，那么该合约的价格信号的实用性将得到提高。其次，中国对于进口原油的限制，只允许一小部分中国企业（大多是国有企业）进口原油。为了应对这一规定，原油的实物交割将按照合约进行保税仓储，根据税法规定，这将被视为进入了中国境内。这首先可以避免中国的税收，其次可以让原油复出口。但是，只有持有原油进口许可证的公司才能进口原油用于进行提炼或转售。因此，即使采用保税仓储使得实物交割对国际公司更具吸

引力，但如果进口商之间无法自由竞争，能否吸引足够的合约流动性仍是一个问题。其他的监管也需要被放宽。例如，对石化产品价格的管制限制了套期保值策略，从而可能影响原油期货的交易量。

从这个意义上说，上海原油期货在很大程度上是在对中国经济管制放松下赌注。以往的经验表明，成功推出一个原油期货合约绝非易事，DME 阿曼原油期货在吸引高流动性上一直以来的努力也证明这一点。上期所在 2014 年初推出了一个模拟交易系统，并一直在举办市场培训，以便向市场参与者介绍该交易系统。不过尽管上期所努力尝试了，据说这些活动似乎也无法引起石油公司的兴趣。此外，沙特和科威特已经明确表示不会支持上海原油期货，这只会使吸引足够金融流动性的难度进一步加大。另一方面，DME 已经表达了与上海原油期货合作的兴趣，这可能有助于提升流动性。考虑到迪拜和上海的时差相对较短，只有 4 个小时，这为套期保值和价差交易创造了机会，因此这是一个可行的方案。总而言之，该合约能否成功获得足够的流动性，最终甚至实现定价基准地位，只有时间才能证明。

四、对新亚洲标杆价格论点的评估

总体而言，苏伊士以东原油价格的真正亚洲标杆价格的候选者仍处于起步阶段，许多挑战有待其克服。然而，人们普遍认为，由于先前出现的石油市场东移现象，原油价格基准向亚洲转移是必然的，将来或许是这样。本节将围绕以上立场从四个论点

⁷ 译者注：此处有误，实际方案是人民币计价结算，美元可以作为保证金。

⁸ 译者注：此处有误，实际方案没有外汇额度限制。

⁹ 译者注：交易时间还包含北京时间 21:00 到次日 02:30。

展开评估，涵盖价格发现、价格控制、价格风险管理和监管风险。

（一）价格发现

首先，市场认为缺乏能真正反映亚洲供求状况的亚洲价格标杆可能会导致错误的价格信号。然而，随着原油贸易流向亚洲，亚洲买家越来越积极地参与交易过程和套利管理，对于亚洲地区而言，及时而准确的价格信号将变得越来越重要。但是，市场参与者已经可以通过应用价格差异来调整迪拜价格，即考虑不同市场变化，例如位置、质量和时间因素。

举个例子，基于迪拜价格的“迪拜 / ESPO”价差可反映亚洲市场的基本面。目前，这种观点是否具有价值尚不明确，尤其是它还未能促使苏伊士以东地区出现新的价格标杆。

不过，Imsirovic 最近批评普氏 (Platts) 的迪拜价格提供错误的价格信号，并倡导了一种或多种自己的亚洲基准，以反映该地区的基本面。在他的例子中，他假设，如果中东发生重大供应中断，交易者将使用流动性很强的布伦特期货来对冲价格风险。反过来，这将扩大布伦特 / 迪拜的价差，因为布伦特期货的需求增加将导致其价格上涨，而迪拜价格将保持稳定。根据 Imsirovic 的说法，这将构成一个异常的定价：中东原油变得稀缺，因此应该以溢价定价，但与可获得的昂贵的布伦特相关替代品相比，价格却偏低。目前尚不清楚这些错误的价格信号是否与市场情况一致，但是即使我们将其视为一致，也不一定会形成一个被市场所需要的苏伊士以东的亚洲基准价格。这是因为 Imsirovic 描述

的定价现象是基于金融流动性较低的迪拜现货基准，而与之相对比的是很多交易员用来对冲头寸的布伦特市场。迪拜市场通过 EFS 价差¹⁰与布伦特原油市场紧密相连。这给市场参与者提供了套期保值所需的大量流动性，并且在没有足够交易量的情况下，在计算迪拜价格时起着重要作用。因此，结束迪拜对布伦特金融流动性的依赖，并围绕普氏迪拜基准建立一个独立且具有足够流动性的金融市场，也许是另一种使其成为苏伊士东部的新亚洲价格标杆的方法。

（二）价格控制

第二个论点与进口到亚洲地区的原油数量增加，以及由此导致的亚洲买家的财务负担增加有关。从这个意义上讲，有人认为，亚洲地区存在自己的区域价格基准将使亚洲买家能够对其进口原油价格拥有更多的话语权。这种观点与拟上市的上海原油期货合约紧密相关。但是，具体如何对价格进行控制尚不清楚。此外，成为原油基准的主要条件是不受政治因素影响，特别是考虑到国家政府支持的 ESPO 原油和上海原油期货合约，哪个将发展成为亚洲市场基准还有待进一步观察。

即使我们认为价格控制论点从某种意义上说是有效的，但却不清楚为什么需要一个新的亚洲基准来对价格形成过程施加影响。如前所述，亚洲市场参与者在 2014 年和 2015 年期间的原油交易活动有所增加，就普氏迪拜窗口而言，他们已经在一定程度上从价格接受者转向价格制定者。

（三）价格风险管理

¹⁰ Brent 期货原油和 Dubai 远期现货原油之间的价差。

第三，有观点认为在亚洲交易所推出的金融基准产品可能为亚洲买家提供更好的风险管理。随着原油贸易流向亚洲，以及亚洲买家更加积极地参与交易，催生了亚洲地区对新的风险管理工具的需求。然而，ESPO 混合油离要发展成为一个可以有效进行风险管理并具有流动性的金融市场为时过早，而上海期货合约则有各种障碍需要克服——更何况最终的细节还没有公布。此外，目前尚不清楚市场参与者为何要放弃作为迪拜原油基准的流动性极佳的布伦特期货市场。DME 阿曼原油期货合约的例子说明了一个新合约吸引足够的金融流动性的困难性。该合约自 2007 年推出以来，在风险管理方面未能引起人们的极大兴趣，至今主要是作为阿曼原油实物交割的工具。由于流动性的正反馈机制（换句话说，流动性会吸引更多的流动性），基准系统本身具有惰性，任何新的金融基准产品都必须提供足够的附加值，以激励金融流动性从布伦特 / 迪拜市场中分流出来。

（四）监管风险

最后同样重要的是，西方原油金融基准产品的监管压力一直在增加，并有可能促使人们向监管更宽松的辖区转移。这可能会影响普氏的即期布伦特油价评估，也可能会扩展到阿曼 / 迪拜的评估。无论如何，这都有可能对现货布伦特原油和广泛使用的迪拜基准原油的价格发现和风险管理服务产生重大影响。即使计划中的欧洲对金融基准产品的监管没有直接影响迪拜基准，但很可能会通过对布伦特流动性的不利影响而间接影响到迪拜，因为迪拜 / 阿曼目前在价格发现和金融流动性方面都严重依赖布伦特体系。鉴于此，前面提出的两个候选方案

（ESPO 混合油和上海原油期货合约）或将从更为严格监管的基准中分流一部分流动性。然而，尚不清楚为此设立一个新的亚洲基准价格的意义。

总而言之，上述四个论点并不能证实苏伊士以东原油定价需要一个真正的亚洲价格基准。因为所有的根本问题都可以通过亚洲以外的参考原油来解决。因此，石油市场东移的事实，并不能让我们得出这样的结论：一个新的亚洲基准价格（如 ESPO 混合油或上海原油期货合约）的出现是不可避免的。事实上，由于金融流动性的自我延续性，原油基准价格仍难以摆脱目前的布伦特 / 迪拜体系。

不过，随着对布伦特的监管压力加大，迪拜原油作为苏伊士东岸主要标的的地位有可能被削弱。迪拜原油的地位高度依赖布伦特体系及其强大的金融流动性来进行价格发现和风险管理。因此，不难想象，随着布伦特监管压力的增加，金融流动性从布伦特分流，从而也对普氏迪拜标的产生负面影响。而这种金融流动性的重新分配，又会让苏伊士以东原油定价出现一个新的亚洲基准。所以，需要对现有的中东原油基准价体系进行修改，以避免其亚洲对手取代其地位。下一节将对这种修改提出详细建议。如果做不到这一点，DME 可能会被亚洲一个新出现的价格基准夺走流动性，而普氏可能会看到其迪拜原油因布伦特流动性撤出而陷入困境。总而言之，加强海湾地区在亚洲的价格基准影响力，不仅可以使其应对上述石油市场动态的变化，也可以解决一些削弱当前中东基准体系的问题。

五、重建中东价格基准

直到最近，Imsirovic 才发问：“DME 是否

可以为迪拜做国际石油交易所 (The International Petroleum Exchange, IPE) 为布伦特做的事情?”，但没有详细说明这特别意味着什么。与 IPE 和 Brent 的联系类似，通过以下两个部分可以证实迪拜现货市场和 DME 阿曼期货市场之间的联系：利用 DME 阿曼期货合约对冲迪拜现货可能性，以及在 DME 上为迪拜现货价格基准产生额外的价格信号（反之亦然）。这之所以可行，是因为迪拜价格基准尽管名字叫“迪拜”，但却由迪拜、阿曼和上扎库姆三个油种组成。根据 DME 的数据，在 2014 年普氏迪拜窗口的 129 次实物交割中，阿曼共交割 67 船，是最大的品种（上扎库姆共 62 船，迪拜共 2 船）。换句话说，阿曼原油是迪拜现货市场和阿曼金融市场之间的纽带。这一点体现在两个市场之间发生套利的可能性：根据价格差异，可以通过 DME 阿曼期货合约的实物交割机制买入阿曼实物原油，然后在迪拜普氏窗口卖出，从中获利（反之亦然）。

对于以上潜在关联的第一个组成部分——价格风险管理而言，DME 阿曼期货合约在对冲迪拜价格风险方面所涉及的基差风险，应小于 ICE 布伦特期货合约（该合约因其高流动性而被广泛使用）。这是由于影响 DME 阿曼原油期货价格的市场基本面因素应比 ICE 布伦特期货更容易影响迪拜价格。因此，套期保值工具 (DME 阿曼原油期货合约) 的价格与参考原油 (迪拜) 价格之间的相关性应该更高，其基差风险更低。此外，许多中东出口的原油是根据普氏迪拜和阿曼价格评估的算术平均数定价的，促使这些交易用 DME 合约进行套期保值（不考虑流动性因素）。这是因为在迪拜 / 阿曼基准中阿曼占 50% 的权重，从而增加了该基准价格与 DME 阿曼期货价

格的相关性，降低了基差风险（与仅由迪拜组成的基准相比）。

这种联系的第二个组成部分，即价格发现，这像 IPE/Brent 联系一样是双向的。这意味着在 DME 的阿曼价格信号既来自普氏迪拜窗口，也偶尔反馈到迪拜现货市场（包括迪拜、阿曼和上扎库姆）。首先，DME 的阿曼期货合约可以通过指数（类似于 ICE 布伦特指数）收敛于迪拜现货市场产生的价格信号。第二，DME 阿曼的价格可推断迪拜的价格（在普氏迪拜窗口没有足够的成交和买卖信息的情况下）。其中一个可行的方法是利用 DME 的期转现机制，在既定月份的阿曼原油期货合约加价，得出相关月份的阿曼远期价格。迪拜远期价格可以通过迪拜 / 阿曼掉期的信息获得。

（一）重振迪拜价格

目前，普氏的迪拜价格很大程度上依赖于布伦特市场。这导致人们经常批评迪拜价格为“衍生的基准”，即它不能独立发挥作为原油价格基准的重要功能，但这不一定会削弱迪拜的地位。实际上，连接布伦特和迪拜的金融关系可能一直是迪拜成功成为苏伊士以东地区价格机制的重要原因。但是，这种依赖关系可以通过以下两种方式被终止（例如，布伦特受到监管压力）。一是限制布伦特和迪拜之间的联系，二是建立迪拜和 DME 阿曼原油期货合约之间的联系。在价格风险管理方面，迪拜将不再依赖 ICE 布伦特期货，而只需依赖 DME 阿曼原油期货合约，这将降低基差风险。对于普氏窗口流动性低的问题，可采用 DME 平台上产生的价格信号来替代布伦特 / 迪拜 EFS 价差机制。此外，普氏窗口经常受到批评，因为它允许一小部分参与者充当价格制

定者。例如，2013年7月至2014年7月间在迪拜窗口中，壳牌、维多、中石油和中石化约占总交易量的四分之三。布伦特窗口虽同样由一小部分交易者控制，但ICE上可产生其他价格信号。从这个意义上讲，普氏迪拜窗口更容易受到批评，因为它目前缺乏自己的金融平台作为额外的价格发现来源。这个问题可以通过将迪拜基准与DME关联来解决，因为DME阿曼交易窗口中的交易不像普氏迪拜窗口那样集中。2014年期间，单一交易者在阿曼窗口的交易量均未超过当月总交易量的12%。

（二）重振 DME OMAN

首先，将DME阿曼原油期货合约与迪拜实物市场联系起来，将增加合约在现货层面的价格信息。目前，实物交割的结算价是相关月份的每日结算价格的平均值，可将此替换成由迪拜现货市场的金融结算价。其次，更重要的是，DME和阿曼期货合约将受益于作为迪拜价格风险的对冲工具，从而进一步吸引流动性。在这种情况下，需要注意的是，虽然DME官方提倡将价格基准从普氏迪拜评估价改为以阿曼原油期货合约，但如果帮助迪拜原油维持其定价基准的地位可以使DME阿曼原油期货合约的交易量增加，出于交易所的利益考虑，则应该帮助迪拜原油维持其定价基准地位。毕竟对于交易所而言，交易量和流动性才是重要的标准，某一合约是否达到基准价格地位并不是关键问题。从这个意义上说，成功推出一个期货合约——意味着吸引足够的交易量和流动性，和这个期货合约成为价格基准之间是有区别的。因此，ICE将成为DME和迪拜之间这种联系的受害者，因为它目前正受益于EFS机制的流动性。迪拜的价格正是通过这种机制产生的，而且

布伦特期货经常被用来对冲迪拜价格风险。如果迪拜依靠DME阿曼合约进行价格发现和风险管理，则布伦特的流动性将被削减并转向DME。

（三）应对市场东移

最后同样重要的是，前一节提议的关联DME阿曼/迪拜将能够回应因石油市场动态变化而产生的四个争论。首先，Imsirovic对普氏迪拜基准价格信号的批评，源于交易者利用布伦特市场来对冲他们在迪拜的价格风险这一事实。这可以通过将DME阿曼期货合约与迪拜现货市场联系起来来解决，促进市场参与者通过DME阿曼合约进行价格风险对冲。这将产生一个准确的价格信号：由于采用DME阿曼原油期货合约进行风险对冲的需求增加，阿曼原油价格（相对于北海或西非原油）将上涨。这将反过来影响迪拜定价机制，并通过迪拜与DME阿曼原油期货市场之间的套利，使迪拜价格出现上涨。其次，价格控制的说法并不十分令人信服。但即使我们赋予其一定有效性，以DME阿曼合约作为迪拜现货价格基准的金融市场，将为市场参与者提供一个独特的平台，以对迪拜原油价格施加影响。第三，如前所述，与布伦特期货相比，利用DME阿曼合约对冲迪拜价格的基差风险相对较小，事实上，DME阿曼原油期货应成为主要对冲工具。最后，布伦特监管趋严的可能性，将有益于建立迪拜市场和阿曼DME合约之间的潜在联系，因为这将有效限制迪拜市场和布伦特体系的现有联系。在价格发现和风险管理方面，迪拜的现货基准价格将独立于布伦特市场，从而不受监管风险的影响，这可能会削弱即期布伦特价格基准的地位。

六、结论

Fattouh 在 2012 年指出，结构性转变可能会发生，而迪拜价格很可能最容易受国际价格体系根本变化的影响。

普氏迪拜窗口中，中国交易量的增加是国际石油市场正在东移的一个体现。但是，监管压力可能是最终导致这种根本性改变的原因，将金融流动性从布伦特市场转移到监管不那么严格的区域中去。据此，DME 和普氏（或另一家报价机构）应该为迪拜现货市场与阿曼期货市场之间建立联系。与其允

许金融流动性流入亚洲，不如将其转移到 DME 阿曼 / 迪拜市场，通过 DME 合约对冲迪拜价格的风险敞口。总而言之，本文认为，不断变化的市场动态不会使在苏伊士以东建立真正的亚洲原油基准价成为必然。为应对未来国际石油市场力量日趋东移对中东基准价体系带来的挑战，可考虑建立 DME 阿曼 / 迪拜间的联系。

（校对：鄢颖、洪加其 / 总校对：张宏民）

上海石油期货合约与石油需求冲击^{*}

牛津能源研究院 Michal Meidan, Adi Imsirovic 著
上海国际能源交易中心 洪加其 刘然然 宋诗卓 译

一、导语

新冠疫情的蔓延导致全球石油需求受到了冲击，使市场以及价格基准陷入混乱之中。在需求受到最严重冲击的时刻，美国西德克萨斯轻质中间基原油期货（NYMEX WTI）的交易价格跌为负值，中东价格基准的分歧也逐步显现。供应过剩的石油被自然而然地吸引到了世界最大的石油进口国——中国，增加了中国原油现货交易量，活跃了上海国际能源交易中心（Shanghai International Energy Exchange, INE）的原油期货合约，也使得该期货合约价格较北海布伦特原油期货（ICE BRENT）和阿曼原油期货（DME Oman）升水很多。

上海原油期货于 2018 年 3 月 26 日上市，是全球原油期货市场的一个相对较新的合约产品。该合

约是将原油存储于沿海指定保税油罐中（价格为净价），其中包含了七种中质含硫原油（API 度 32；含硫量 1.5%），包括中国胜利原油和其他六种中东原油：巴士拉轻油、阿曼油、迪拜原油、上扎库姆原油、卡塔尔海洋油和马西拉油。该合约以人民币计价，可以说一上市就取得了成功，交易量很快就超越了迪拜商品交易所的阿曼原油期货，使得 INE 成为世界第三大原油交易所。尽管中国的散户投资者一直很积极，实物交割还是受到了一定限制，部分原因来自于库容限制。

在今年 4 月情况最紧急的时候，INE 合约与其他几个地区和全球价格基准的走势出现分歧。为此，INE 向前迈出了重要的一步：INE 扩充了大量的库容，合约流动性显著增加。这一举措增加了实物交割数

^{*} 本文于 2020 年 7 月由牛津能源研究院发表。

量，鼓励了更多境外交易者参与到 INE 的合约交割中。

国际需求冲击为 INE 原油期货合约带来了更好前景，但一个关键性问题随之而来：这是短暂的现象，还是一个发展趋势？在现阶段这个问题很难得到解答。首先，该期货合约的大量交割现象是否会持续，还是说过去发生的这些只是来自于今年四月的非正常情况。其次，需要重点关注 INE 的新增原油库存是否最终会被卖给山东独立炼厂，实际上一些保税仓库中的原油最终被卖给了韩国。INE 原油合约的日益成熟和交割基础设施的不断发展将很大程度上取决于国内体制改革。是否会有更多的中国民营炼厂和交易者能够更积极地参与交易也取决于国内原油采购体系的进一步自由化。

与此同时，INE 作为一个地区或国际价格基准的问题会持续受到关注。有评论认为，虽然 INE 还离成为价格基准较远，但这不能被误解为中国在国际石油市场上缺乏定价能力。必须指出的是，中国积极地参与价格形成已有十年了。无论中国是否建立了自己的原油价格基准，新冠疫情和中国原油买入量的激增，进一步加强了中国作为国际原油定价者的影响力。这些年来，中国的国有石油巨头一直在全球价格基准中巩固自己的实力。最近报道显示，他们正在形成买方联盟与卖方谈判。到目前为止，中国的国有石油巨头在某种程度上一直在支持着 INE 的发展，但并非竭尽全力，因为这可能最终使民营炼厂和贸易商受益。随着交易所扩大山东和辽宁的库容，并放宽对原油和产品交易的限制，独立炼厂可能会变得更加活跃。但事实上独立炼厂也已经对国际价格产生了影响，他们使用交易所端的

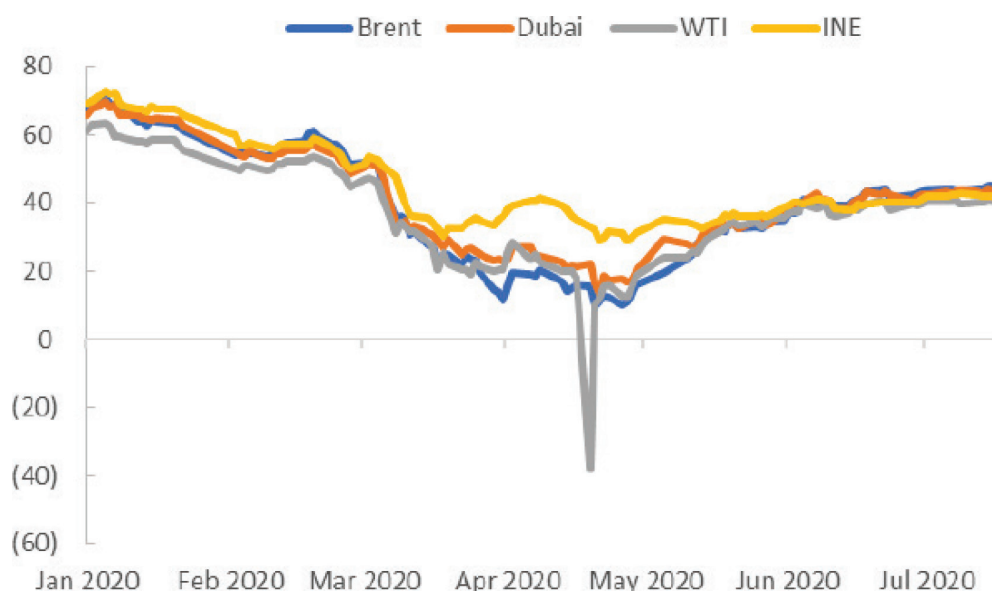
Brent 期货合约来点价，该定价方式同时服务了买卖双方。

二、价格基准的血雨腥风

新冠疫情大流行引起的市场冲击对全球石油市场造成了严重破坏。在美国原油市场基准 WTI 原油期货价格暴跌至负值的当周，INE 上海原油期货比 ICE Brent 原油溢价超过 10 美元 / 桶（图 1），交易价格比 6 月 DME 阿曼合约高出 14 美元 / 桶（购买 6 月离岸价的 DME 阿曼原油，运输后可以被交割到 7 月 INE 合约）。

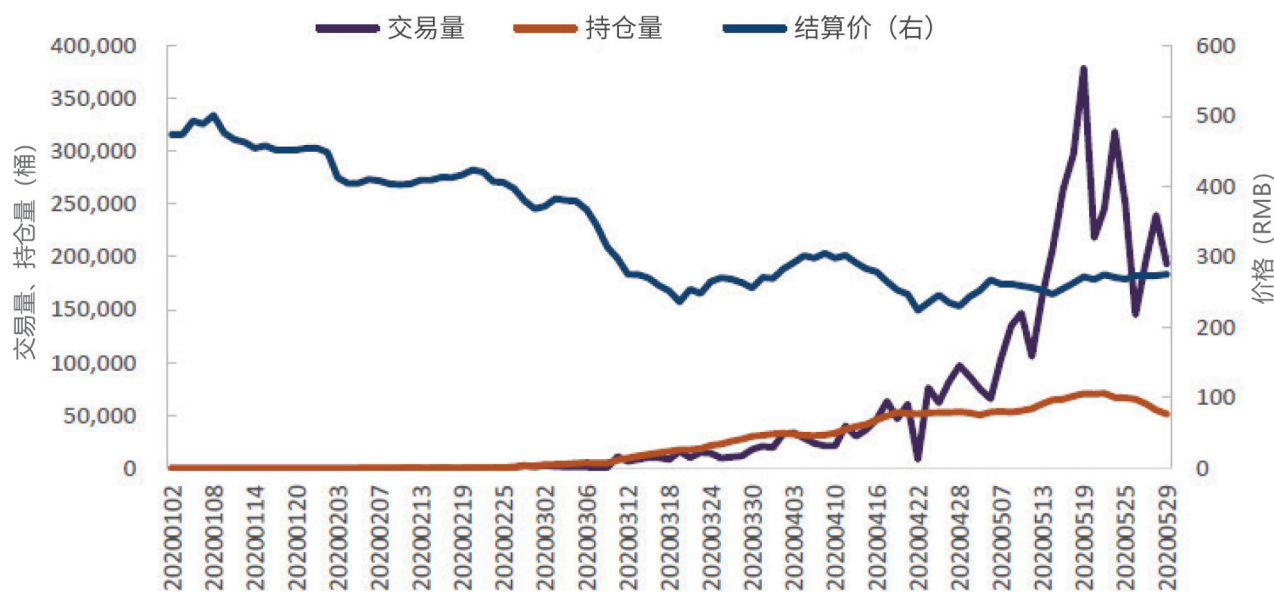
然而，这并不是国内市场紧张的反映。这种异常现象很大程度上是由散户投资者所驱动的，他们占据了合约的大部分交易量，且由于他们倾向于在临近交割月份中持有多头头寸，从而加剧了这种情况（根据持仓情况的判断，图 2）。他们期望原油价格触底反弹，因此购买了 INE 合约。与将现金存款留在银行相比，他们认为这是更好地防范通货膨胀的手段。

随着合约持仓量的增加，为了保障将来合约的顺利交割，INE 紧急扩充库容。在今年 4 月，INE 有 8 个指定保税交割仓库，这些仓库分布在中国沿海地区，从北部的大连到南部的湛江，全长 2700 公里，核定库容 3740 万桶，启用库容 1980 万桶。通过纳入更多库容，INE 的库容迅速翻了一番，达到 5720 万桶。于是，在 2020 年 4 月 17 日至 4 月 24 日期间，INE 交割库中的原油储量翻了一倍多，从 340 万桶增加到 720 万桶。截至 5 月底，储量上升到 2040 万桶；在撰写本文时，INE 原油交割量达到 3900 万桶。部分原因是与 4 月份的期货升水相比，



数据来源: Argus

图 1: 2020 年主要原油期货合约结算价格 (美元 / 桶)



数据来源: INE

图 2: INE 7 月原油期货合约

INE 的仓储费相对便宜。

由于各个价格基准之间的价格差异很大，中国国有企业中石化、中石油和振华石油购买了阿曼和巴士拉轻油用于交割 INE 合约，从而缓解了部分价差问题。扩充库容有助于解决仓储问题，但导致了操作问题——山东港口至山东省内炼厂的输油管道瓶颈。

实际上，INE 原油期货的实物交割核心地点已经迅速转向独立炼厂所在地的山东省和辽宁省。一

开始，INE 在山东没有指定交割油库，且物流的挑战和将现存原油转运到山东的高成本，也曾很大程度上降低了独立炼厂参与 INE 原油期货交易的兴趣。然而到七月中旬，1400 万桶原油交割到了该省的油库当中，其中 970 万桶交割到中化弘润自有油库。同样地，INE 在临近的辽宁省库容也显著增加。在五月中旬，180 万桶原油交付到了当地油库，到六月中旬，已有 1140 万桶原油通过 INE 交割到了辽宁省（图 3）。



数据来源：INE, OIES

图 3：INE 原油交割区域情况（百万桶）

总而言之，INE 通过迅速扩充库容来应对合约流动性的增加。同时，新纳入的交割库¹让卖方可以服务中国市场中最活跃的部分——独立炼厂区域。在接下来几周，我们将会拭目以待，在迪拜市场原

油现货价格升水压力下，山东省和辽宁省的仓储量是否会下降，并流入当地市场。不过就目前而言，山东独立炼厂已经在努力消化他们已采购的大量资源。

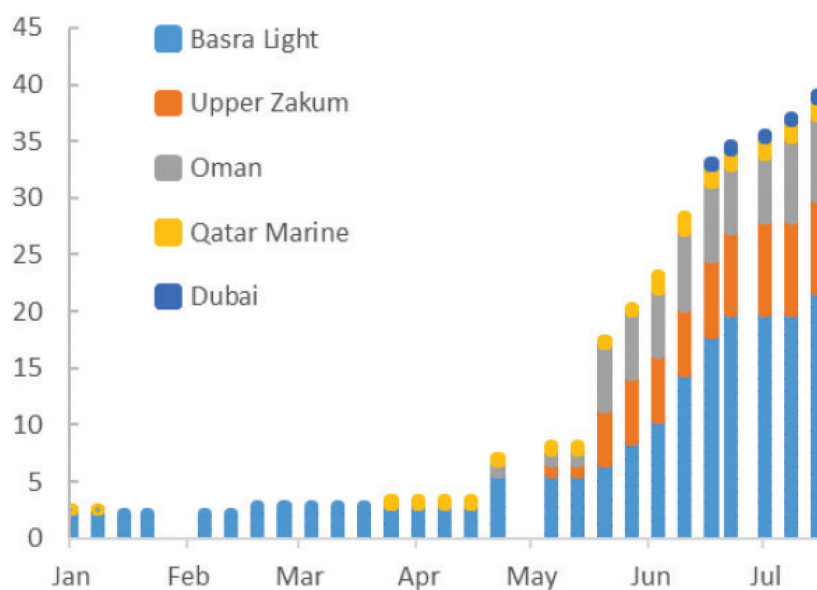
¹ 译者注：目前，INE 原油期货在山东青岛、日照、潍坊均设有指定交割油库。

目前，大量油轮聚集在中国沿海区域，在独立炼厂利润率已经下降的情况下引发人们对大笔滞期费的担忧。新增储罐的所有者中化宏润也正在通过自有的运输管道优先将其自己的原油以及由 INE 交割的原油运往内陆，而其他炼厂则只能依靠卡车运输。

同时，据报道，有一些原油被转卖到中国境外。在 INE 的仓储经济性转正为负的情况下，加之海湾生产国上调销售至亚洲的官方售价再加上迪拜现货价格升水，使得交易所保税库中的原油对（亚太）区域炼厂更具吸引力。据报道，有两船阿曼原油被中国贸易商购买后，运往韩国的炼厂。然而，这些阿曼原油的销售并不意味着 INE 成为了区域仓储中心，相反，它可能意味着交割原油的处置问题。考

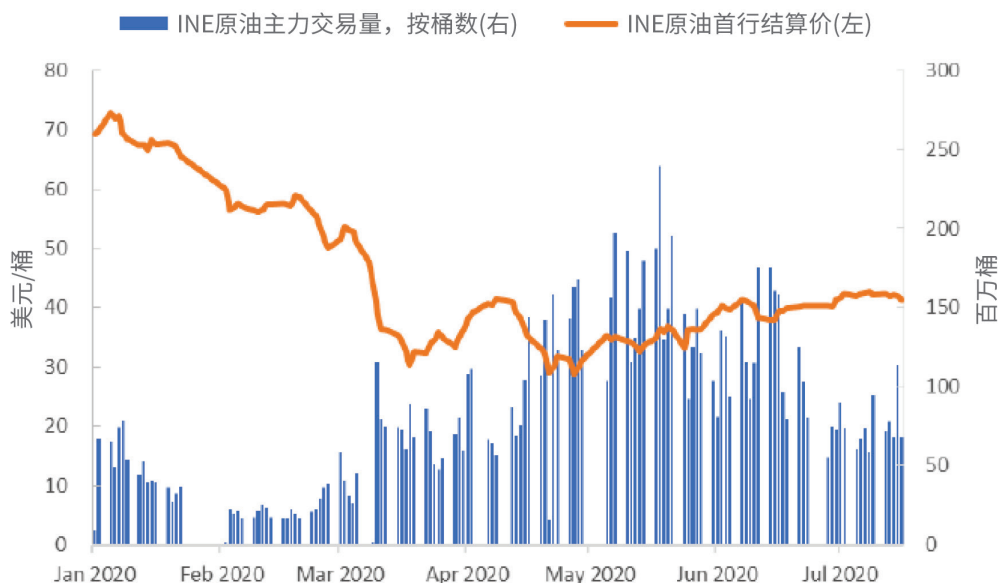
虑到大多数保税仓库均由中国原油巨头所控制、一些独立炼厂可能有信用问题、最近的交割已使管道系统不堪重负、额外的运输成本，转卖货物似乎成为了仓单持有者的唯一选择。尽管这些转口主要是阿曼原油，但 INE 的主要交割油种是巴士拉轻油，这是由于通常合约交割采用最便宜的油种（图 4）。据报道，近期以来国际贸易商 BP 和摩科瑞也正在参与卖出交割，这突显了交易所在出现新问题时能够迅速解决一些运行问题的能力。

最重要的是，在需求崩塌以及各大原油基准价格受到压力之时，INE 的交易量，尤其是五月和六月合约，出现了急剧增加的情况。但是，这真的意味着 INE 正在逐渐成为地区乃至全球基准价格吗？



数据来源：INE, OIES

图 4：INE 原油交割油种（百万桶）



数据来源：INE

图 5：7 月 INE 原油期货合约情况

三、为什么 INE 原油期货还未成为区域或全球定价基准？

作为国家经济崛起的一部分，中国领导层已经开始有意识地参与并争夺石油定价权。时任中国最高监管机构之一——中国证监会主席的郭树清指出，中国必须重点建设原油和其他大宗商品期货，以逐步加强中国在国际市场中的定价权。这对于预计将在 2040 年前成为全球最大的石油消费国的中国来说并不意外。同时，INE 原油期货合约以人民币计价，这体现了政府为推动人民币国际化而做出的努力。尽管以人民币交易对于那些很少参与国际业务的小型独立投资者而言非常具有吸引力，但这也成了 INE 原油期货发展成为国际定价基准的阻碍。

INE 原油期货虽然取得了一定的成功，但同时也存在一些问题。作为一个实物交割的期货合约，INE 原油期货很适合没有运输渠道的小型进口商，

然而独立炼厂并没有利用它来采购石油，主要有以下原因：

首先，最初的 8 个指定交割油库为大型石油公司所有，而且距离山东和辽宁的主要独立炼厂中心较远，引发了炼厂对额外运输成本和潜在的基础设施瓶颈的担忧。尽管政府已逐步放开能源市场，但石油市场仍高度集中，并由包括中石油、中石化、中海油和中化在内的少数国有企业主导。事实上，即便是在今年增加交割库容后，INE 原油期货目前指定的 14 个交割库中也只有 3 个不属于中石油、中石化或中化。

其次，目前对于独立炼厂进口原油的配额制度限制了他们购买远期原油合约的能力。目前，政府一直在授权越来越多的独立炼厂进口原油，今年已经向 62 家非国营炼厂和贸易商发放了共计 1.85 亿吨（或 370 万桶 / 日）的配额，用于供应 43 家独立

炼厂。这些独立炼厂已获得国家发改委的批准，可以加工 1.5 亿吨（或 300 万桶 / 日）的进口原油。此外，由于这些配额是分批次发放的，无法保证下一阶段的发放量，使得这些公司很难做出长期的供应安排。例如，2020 年 6 月 18 日，国家发改委宣布，如果独立炼厂被认定有偷税漏税行为，将不再给予其原油进口配额。虽然对独立炼厂的任何税收审查都依赖于地方政府，而地方政府倾向于支持当地的炼厂，但山东省政府也在推进一项旨在加速关闭落后产能的计划。当地政府愿意为关闭落后产能的炼厂提供补偿，以推进超大型炼化项目——裕龙岛炼化一体化项目建设，该项目目前定于 2025 年投产。配额发放流程的变化，政府持续关停小型炼厂，加上财务状况的恶化，使得山东地炼的发展充满了不确定性。

最后，为了使 INE 原油期货真正实现国际化，还必须解决货币自由兑换的问题。有人认为，INE 原油期货很切合推进资本账户自由化，但如果不进行一定程度的汇率改革（或全球范围内更广泛地接受人民币交易），这是不可能实现的。在自由资本流动和人民币币值稳定两者间的权衡成为了一个政策议题，促使 INE 为境外投资者建立配额管理系统。

因此，INE 原油期货上的大部分交易量都来自散户和金融投资者，这些人进入国际石油交易的机会非常有限。但这种情况可能会发生变化：随着山东和辽宁的储油设施增加，国内原油交易可能进一步自由化。有迹象表明，BP 和摩科瑞等老牌交易商正在更加积极地参与其中，他们在中国设立了分支机构，因此能够应对汇率风险。INE 原油期货可能会通过这些国际卖家逐渐成为独立炼厂的供应来源。

此外，尽管 INE 原油期货成为国际定价基准的

潜力受限，但不妨碍它成为国内定价的基础。在中国，国内成品油由政府定价，基于一个与国际石油市场挂钩的公式，并存在 10 天的滞后期（布伦特原油占比 40%、DME 阿曼原油占比 40%、WTI 原油占比 20%，下限为 40 美元）。如果 INE 原油期货使用这个定价公式，独立炼厂会更积极地进行交易，或者用它来对冲一部分原油采购。

对 INE 而言，增加一种或多种可交割油种是具备空间的。例如：轻质低硫原油方面，巴西的 Lula、俄罗斯的 ESPO 和刚果的 Djeno，都很受独立炼厂和国内大型石油企业的欢迎。如此一来，独立炼厂可以通过期货合约来采购这些原油以及对冲价格风险。以国际石油公司为主的卖方会发现，这是一个很好的价格发现、风险管理和销售原油实货的机制。加大基础设施的建设，如建造更多的输油管道和存储设施将对此起到推动作用。但建设一个国际化交易且流动性强的期货合约的关键是石油和金融市场的全面自由化。在中国，这一进程仍有很长的路要走。

未来几个月里 INE 原油期货如何演变将是重要的关注点。持仓量是否会保持高涨，实物交割是否会持续？山东和辽宁当地交割油库的原油最终是否会供应给独立炼厂？这些问题的答案将有助于评估 INE 原油期货 4 月份的表现是否仅仅是异常情况，还是说已经稳固地建立了自己的地位。但即使未来几个月 INE 原油期货市场有所缓和，INE 也已经显示出其快速适应的能力，并可能在未来几年继续发展成为重要的交易所。

但它是否会成为中国实现全球定价权的基础？这个问题一直广受争议。事实上，中国在石油市场

的定价权并不取决于 INE 原油期货。

四、中国的定价能力

中国最大的国有石油贸易公司在全球原油定价基准中发挥了相当大的作用。就目前的情况而言，中国的巨头贸易商会以迪拜原油价格为基准来购买中东原油，并通过类似于国内定价机制的公式将其销售给其炼厂。他们会在迪拜原油的价格相对于布伦特原油、阿曼原油、WTI 原油具有竞争力的时候

受益。虽然他们在 Brent 和 WTI 市场中的影响力相对较小，但这些贸易商是阿曼和迪拜原油市场的主要参与者。尽管很难看到他们在交易所参与交易，但是中国国际石油化工联合有限责任公司（Unipet）和中国联合石油有限责任公司（China Oil）在迪拜原油市场参与者中排名前三，而迪拜原油市场则被用于评估亚洲主要定价基准。仅这两家公司，就占据了近 30% 的市场份额（图 6）。

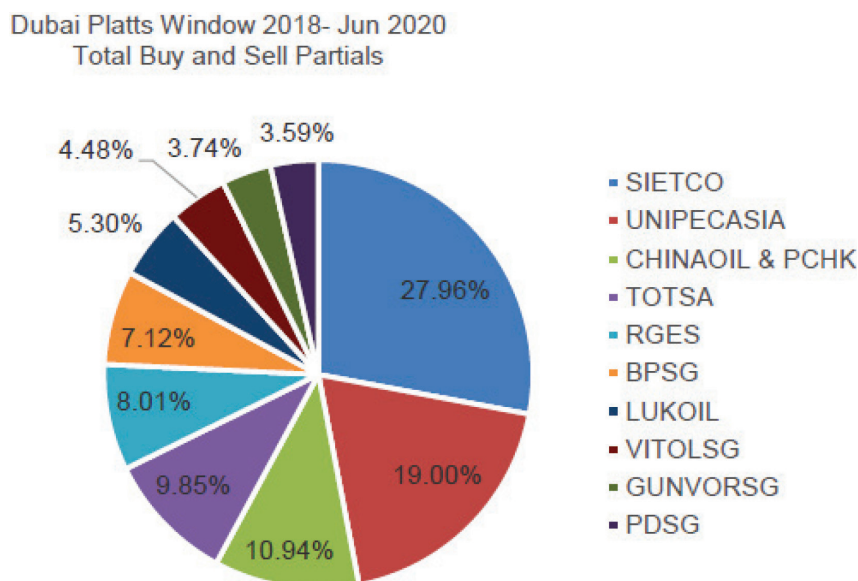


图 6：迪拜原油市场的主要参与者（新加坡普氏窗口）

目前，上述国内定价公式促使中国原油巨头以及其他炼厂以该价格基准来进行风险管理，并以此来影响国内定价机制。因此，较高的国内定价透明度可能会给巨头们带来不利影响，因为这可能会进一步巩固独立炼厂在国内市场的影响力。

鉴于山东独立炼厂已形成高度多元化的市场，

拥有大量的买卖双方和许多大型全球贸易公司，包括国有的中联油和联合石化，都为向具有原油加工配额的 40 多家炼厂销售原油展开竞争。但是独立炼厂的崛起会让巨头们付出代价，这将压缩了巨头们在国内市场的份额，且如果独立炼厂获得了出口配额，他们会在海外和巨头们产生竞争。在中国，独

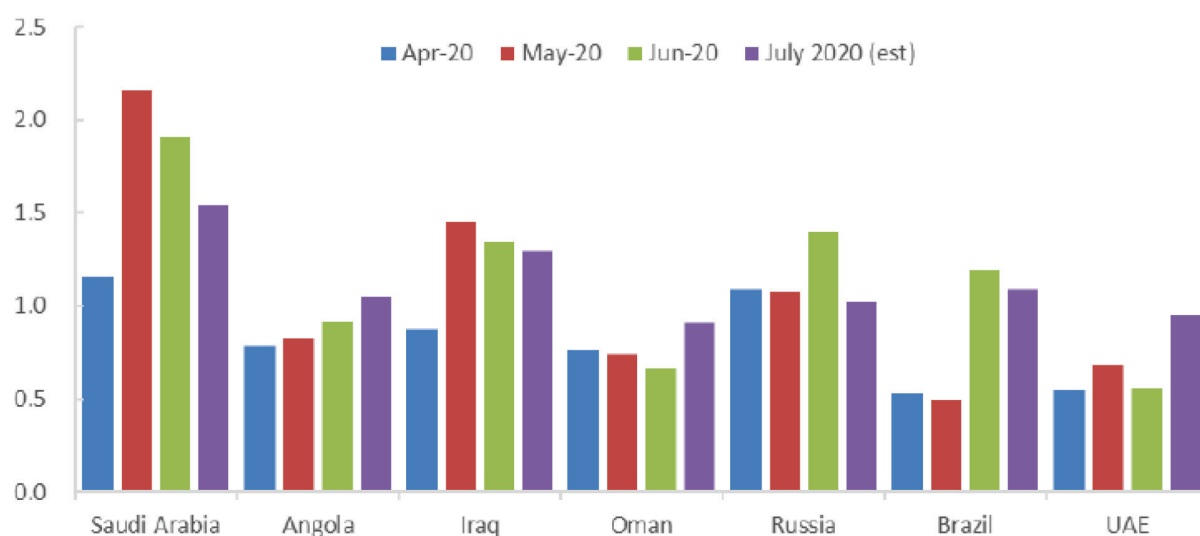
立炼厂销售的是更为便宜的产品（部分原因是由于他们可以避免征税）。与国有企业不同，他们没有承担诸如就业和供应安全之类的社会责任。例如，在新冠肺炎之后，巨头们首当其冲进行减产以平衡国内市场，而独立炼厂提高了原油的购买量和炼油产量，从而将巨头们从传统市场中挤出。如果 INE 的介入程度逐渐增大——成为国内价格制定机制的一部分并拥有一定的透明度，则这将可能进一步削弱巨头在国内的垄断地位。也许与我们预期的相反，独立炼厂已经开始影响全球价格了。

五、独立炼厂：非常规的定价力量

山东独立炼厂最喜欢的采购公式是按布伦特原油期货价格再加上升贴水的方式对山东目的港船上交货价（Delivered ex-ship, DES）的原油进行点价。在这种机制下，供应商允许买方自行选择某一时间的期货价格进行点价。最终价格是按照多个点价的

加权平均值加上预先商定的品质升贴水。对于大多数有经验的供应商而言，这是一个小麻烦，但这给予了买方按照自己对于国内价格的预期（可决定炼厂收益）来锁定原油购买价格的重要能力。有趣的是，通过点价，独立炼厂正在直接影响布伦特原油期货这个全球重要的定价基准。由于这些对布伦特原油点价是终端客户在交易所端所希望的买入价格，他们有效地为布伦特原油设立了“地板”价格，使得大量布伦特原油期货在该价格被购买。

通常，独立炼厂往往缺乏大型国有企业大量加氢处理的能力，因此更偏爱来自西非和巴西的低硫原油，或者俄罗斯 ESPO 混合油（且这些油种更容易从现货市场上买到）。巴西的卢拉原油和挪威的 Johan Sverdrup 原油在山东占了三分之二的现货贸易量，因而相较于基于原产地附近较难估算的离岸价，来自山东的价格讯号则更为清晰准确（图 7）。卢拉的需求量特别大，2020 年的现货交易量平均为



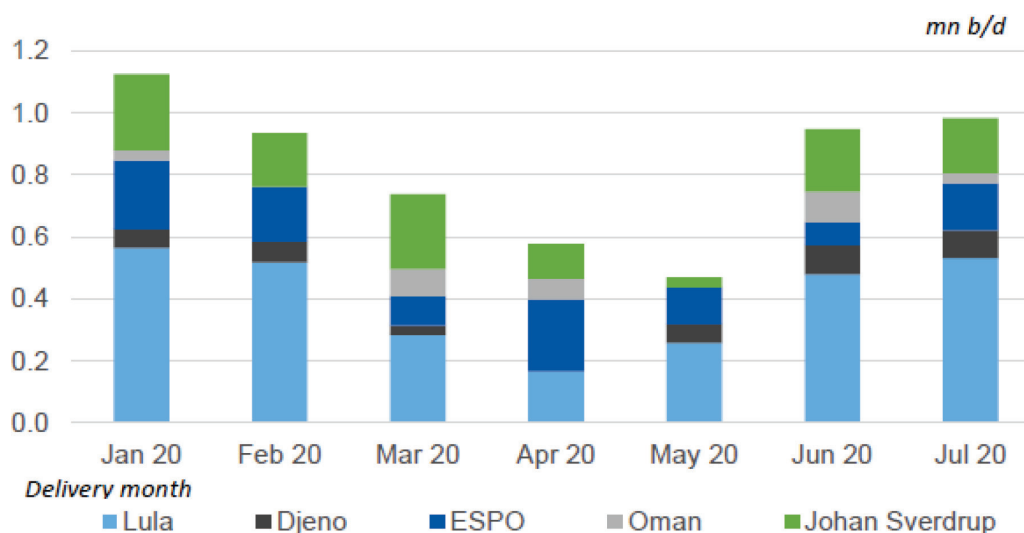
数据来源：Kpler

图 7：中国原油进口来源国（百万桶 / 天）

近 50 万桶 / 天。大型炼厂如荣盛或中石油，会以 DES 价格来购买卢拉或者 Johan Sverdrup 原油。

对于高硫原油的需求也不可忽视。今年三月 OPEC+ 谈判破裂时，山东现货市场体现出了明显的上涨趋势。由于计划 6 月运抵中国的俄罗斯乌拉尔 (Urals) 的价格大幅下降，为了避免价高无销路，沙

特阿拉伯轻油也为 5 月运抵中国的原油船货设定了清算价格。而乌拉尔原油的降价又是由于 7 月美国 Mars 原油的交易价格比布伦特期货低 8 美元 / 桶所导致的。所以很显然，市场买卖双方已经变得非常多元化且竞争激烈（进口油种也同样多样化，如图 8 所示）。



数据来源：Argus

图 8：山东现货市场油种分类（百万桶 / 天）

山东现货市场成功地形成了一个真正具有中国特色的价格信号，这对中央政府来说是出乎意料的，因为中央政府强烈支持上海 INE 原油合约作为潜在的亚洲定价基准。2019 年末，国家发改委鼓励国有青岛港集团 (Qingdao Ports Group, QPG) 根据运往山东的原油贸易建立现货指数。

考虑到上述情况，问中国何时才可以实现“定价权”是无意义的：中国早就实现了这一目标。至少十年来，中国石油贸易商一直是国际石油市场上的一支力量。中国巨头们的转折点是在 2015 年 8 月，

当时中联油疯狂购买原油，购买了几乎全部可交付的原油量，并对迪拜基准价产生了重大影响。

因此，INE 原油或任何其他期货合约没必要去获得更大的定价权。到目前为止，布伦特定价基准已经能很好地服务于中国独立炼厂以及其供应商。本地市场状况已经反映在与布伦特期货的品质升贴水中了，且独立价格评估机构 (Price Report Agency, PRA) 阿格斯和普氏能源咨询也评估了以山东为基础的 DES 价格。考虑到相对零星的交易和信息，这些评估增加了市场的透明度，但要成为“指数”

价格还有一定距离。

最后，中国巨头可以完全通过自身强大的购买力来施展自己的定价能力。据报道，2018 年联合石化试图与沙特阿美石油公司重新谈判合约量，导致进口暂停。中国新冠疫情过后的强劲复苏也再次昭示了该国对全球原油市场的重要性。据报道，目前各大石油公司试图利用这一点，成立联合采购团队，共同对俄罗斯和西非原油进行竞标。尽管建立一个这样的竞标团队存在许多障碍，但中国炼厂和政府都希望降低采购成本。此外，在中美关系恶化的背景下，任何此类定价协商都可能包括以人民币计价，来促进人民币国际化，同时降低中国对美元的风险敞口。

六、总结

独立炼厂在中国不断发展壮大，越来越多的进口配额被分配给独立炼厂，这在中国形成了一个活跃的交割市场。许多买卖主体参与到多种多样的原油现货贸易中，形成了一个高流动性且相对透明的竞争市场。与此同时，中国政府也在积极鼓励 INE 发展金融工具和以人民币计价的中国原油基准。这些进程都在同步推进中，但由于国有石油公司主宰了实物交割环节，独立炼厂参与 INE 相对有限。

新冠疫情引发的需求冲击改变了一些趋势。全球都在为供应严重过剩的原油寻求出口，而中国作为全球最大原油进口国，在不断扩充库容和炼油利润的保证下（当原油价格低于 40 美元 / 桶），欣然吸纳市场上的过剩原油。在供需两端的综合形势

影响下，现货贸易活动不断增加。上市时间不长的 INE 原油合约是这一系列事件的受益者。过去三个月，上海原油期货成交量大幅上涨，交易所流动性增加且迅速扩大库容，实物交割接近 4000 万桶。随着交易量的增加，包括大型跨国公司在内的各路卖方不断交割原油入库。山东和辽宁的交割仓库投入使用后，更促进了独立炼厂的原油输送。进一步来看，如果 INE 的原油交割可以输送至山东炼厂，这就相当于为这个活跃的市场增加了新的供应方式。

随着中国能源市场的持续开放，中国的石油交割市场将变得日益重要，INE 合约的作用也将随之提升。中质含硫原油合约非常有可能变成重要的区域性基准价，就像美国的 WTI 合约那样。然而，在能源和金融市场尚未完全开放的情况下，很难成为全球价格基准。

在亚洲，一个新的轻质原油定价基准的出现还是有空间的。价格评估机构的评估价已经存在且正在不断改进，新的定价基准可能很快会出现。中东宣布了新的穆尔班合约，意味着这场较量还在继续。十多年来，中国大型石油公司已经主宰了“苏伊士以东”关键基准价，他们并不需要一个成功的 INE 合约来帮他们巩固地位。若中国现货贸易市场的流动性和透明度不断发展，这将削弱中国国有石油公司的地位，并使已成为非传统价格推动力的独立炼厂从中受益。

（校对：鄢颖 / 总校对：张宏民）

芝加哥商业交易所（CME）集团 场内商品品种布局解析

上海期货与衍生品研究院 邢欣昇

一、场内市场品种概览

芝加哥商业交易所集团 (Chicago Mercantile Exchange & Chicago Board of Trade, CME Group, 下简称“CME 集团”) 是全球最大、产品最多元、历史最悠久的衍生品交易所之一。截至 2020 年 5 月, 根据 CME 官网公布的数据, CME 集团目前上市了商品、金融、创新三大类共 2202 个期货与期权产品

(1272 个期货产品和 930 个期权产品)。若将相同品种下不同工具类型的产品合并同类项, CME 集团商品大类共有 1385 个产品 (947 个期货产品和 438 个期权产品), 4 个品种序列 (农产品、金属、能源、化工) 共 84 个品种 (表 1)。

从期货业协会 (Futures Industry Association, FIA) 统计的 2019 年成交手数来看, CME 集团总

表 1: CME 集团各品种序列期货与期权产品数量概览

大类	品种序列	品种数量	产品总数量	期货产品数量	期权产品数量	2019 年交易手数
商品	农产品	24	157	49	108	366,332,033
	金属	14	74	50	24	168,418,509
	能源	34	1092	791	301	595,034,310
	化工	12	62	57	5	3,280,304
	合计	84	1385	947	438	1,133,065,156

大类	品种序列	品种数量	产品总数量	期货产品数量	期权产品数量	2019 年交易手数
金融	权益	28	162	104	58	870,496,148
	外汇	43	278	53	225	217,211,403
	利率	29	150	30	120	2,607,862,126
	合计	100	590	187	403	3,695,569,677
创新型	运价指数	5	45	41	4	80,272
	碳排放	3	10	7	3	0
	天气指数	10	142	71	71	44,782
	房地产指数	2	22	11	11	148
	商品综合指数	2	8	8	0	1,285,334
	合计	22	227	138	89	1,410,536
总计		206	2202	1272	930	4,830,045,369

注：

1. 跨品种价差合约和基差合约均未计入品种数量，但是跨品种价差合约和基差合约（Basis Futures）的产品均计入期货、期权产品数量。

2. 本报告定义的跨品种价差合约包括产品名称中包含“vs”、“Spread”、“to”等字眼，且产品说明中指明是两个不同产品或品种之间的价差合约，但不包含同一品种的日历价差合约。

数据来源：CME 官网、FIA

成交量为 48.30 亿手，全球排名第 2，商品大类占比 23.46%，金融大类占比 76.51%，创新型工具占比 0.03%；商品大类中，农产品、金属、能源和化工序列分别占比为 32.33%、14.86%、52.52% 和 0.29%。同时，在农产品序列的 24 个品种中，玉米、大豆、小麦、豆油、豆粕、生猪、活牛等 7 个品种的成交量均超过 1500 万手，共占农产品总成交量的 98.34%；在金属序列的 14 个品种中，黄金、白

银、铜 3 个品种的成交量超过 1500 万手，共占金属总成交量的 95.48%；在能源序列的 34 个品种¹中，WTI 原油²、Brent 原油³、亨利港天然气⁴、汽油⁵、超低硫柴油⁶ 5 个品种的成交量均超过 1500 万手，共占能源品种总成交量的 98.76%；在化工序列 12 个品种中，没有成交量超过 1500 万手的品种，其中，成交量最大的丙烷占化工品种总成交量的 70.92%（图 1）。

¹ 由于天然气基差合约的浮动价格等于不同普氏天然气指数价格与亨利港天然气结算价之间价差，因此本报告在统计品种个数时，未将其加入其中。

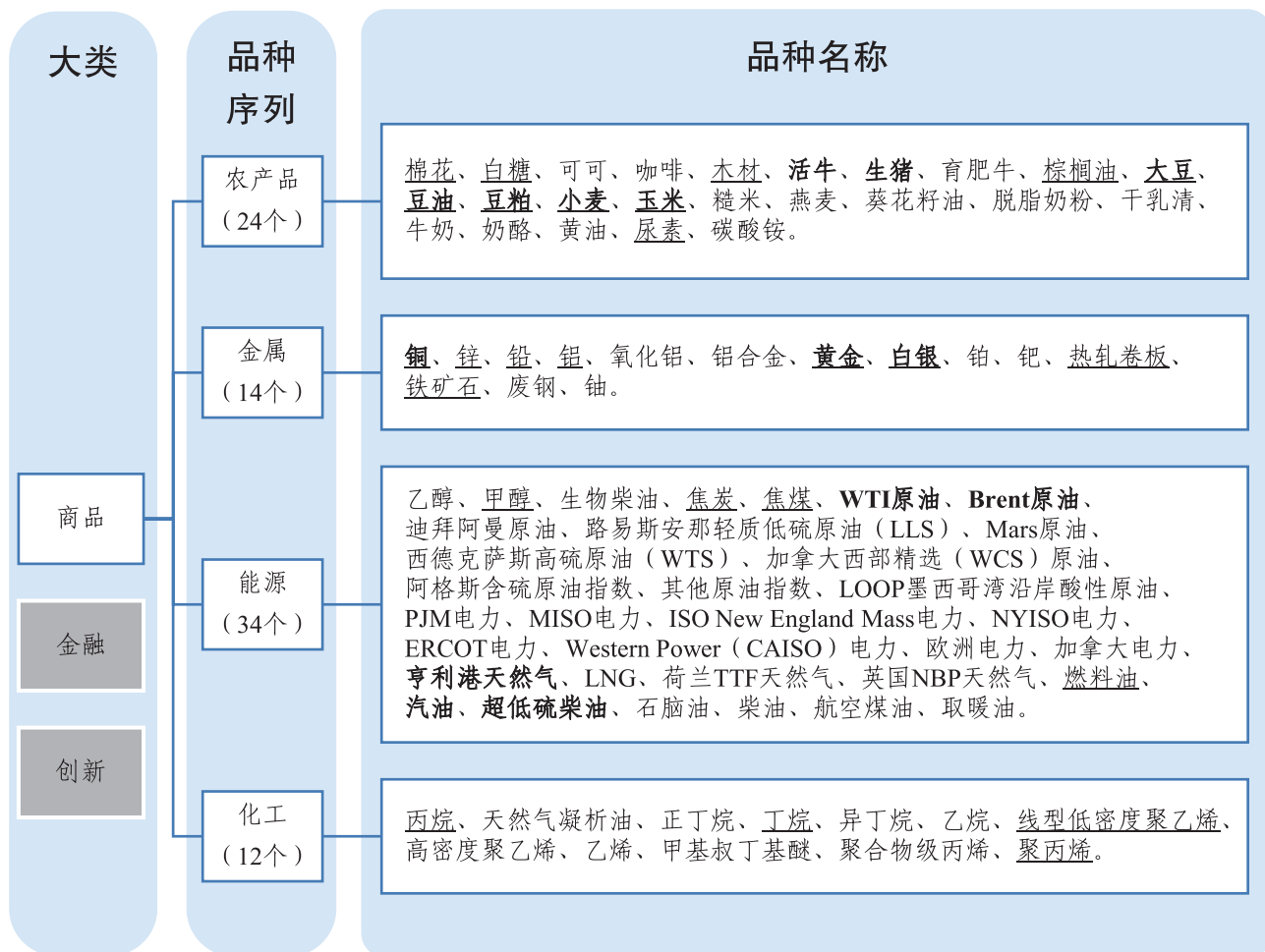
² WTI 原油品种包含了 WTI 原油、WTI（阿格斯）原油、WTI 休斯顿原油等子品种。

³ Brent 原油品种包含了 Brent 原油、以及 Brent（普氏）原油等子品种。

⁴ 亨利港天然气品种包含了亨利港天然气、亨利港（普氏）天然气等子品种。

⁵ 汽油品种包含了 RBOB 汽油、Euro-bob 汽油以及其他普氏、阿格斯汽油指数等子品种。

⁶ 超低硫柴油包含了纽约港超低硫柴油以及其他普氏、阿格斯超低硫柴油指数等子品种。



注：加粗为 CME 集团的活跃品种（即年成交量超过 1500 万手），加下划线为我国已上市品种，其中，我国已上市的液化石油气品种主要成分为丙烷和丁烷。

图 1：CME 集团商品大类品种概览

按照相同统计口径，截至 2020 年 8 月底，我国期货市场商品大类覆盖了 4 个品种序列，上市 60 个品种、78 个产品（60 个期货产品和 18 个期权产品），品种覆盖度与数量上并不少，但因工具类型单一，多为标准期货与期权产品，总体产品数量上较少。

与 CME 集团相比，我国还未上市的商品大类品种主要包括：可可、咖啡、活牛、生猪、育肥牛、

糙米、燕麦、葵花籽油、脱脂奶粉、干乳清、牛奶、奶酪、黄油等农产品品种，铂族金属、氧化铝、钼、废钢等金属品种，天然气、成品油、电力、乙醇、生物柴油等能源品种，以及乙烷、乙烯、甲基叔丁基醚等化工品种。

二、商品大类品种布局特点

通过梳理 CME 集团商品大类品种布局，本文归

纳其主要特点如下：

一是流动性集中于极少数品种和产品。从数量上看，CME 集团商品大类虽然有近百个品种，上千个产品，但年成交量超过 1500 万手的品种仅有 15 个（以下简称活跃品种），分别为玉米、大豆、豆油、豆粕、小麦、活牛、生猪、黄金、白银、铜、WTI 原油、Brent 原油、亨利港天然气、汽油、超低硫柴油，共占 CME 集团商品大类年总成交量的 97.85%；同时，在活跃品种下面共有 421 个产品⁷，并不都活跃，其主要的流动性集中在标准期货以及对应的期货期权品种上。具体来说，年成交量在 1500 万手以上的期货产品有 16 个，年成交量在 200 万手以上的期权产品有 10 个；这 26 个产品（以下简称主要衍生产品）成交量分别占 15 个活跃品种、CME 集团商品大类年总成交量的 96.79%、94.72%（表 2）。综上可见，CME 集团商品大类中，从品种来看，

17.9% 的品种贡献了 97.85% 的成交量；从产品来看，1.9% 的产品贡献了 94.72% 的成交量。按照相同统计口径，我国商品期货市场有 38 个品种成交量超过 1500 万手，占 2019 年底已上市商品大类品种总数的 65.52%。

二是 65% 以上品种不活跃，85% 以上的产品不活跃。从品种上看，CME 集团商品大类中年成交量低于 20 万手（我国线材期货年成交量为 17.41 万手）的品种有 57 个，占其商品大类品种总数的 67.86%，且主要分布在能源序列中；从产品上看，年成交量低于 20 万手的期货产品有 833 个，年成交量低于 5 万手的期权产品有 394 个，共占其商品大类产品总数的 88.59%。按照相同统计口径，我国商品期货市场只有 8 个品种（线材、胶合板、油菜籽、晚籼稻、早籼稻、粳稻、强麦、普麦）不活跃，占 2019 年底已上市商品大类品种总数的 13.79%（图 2）。

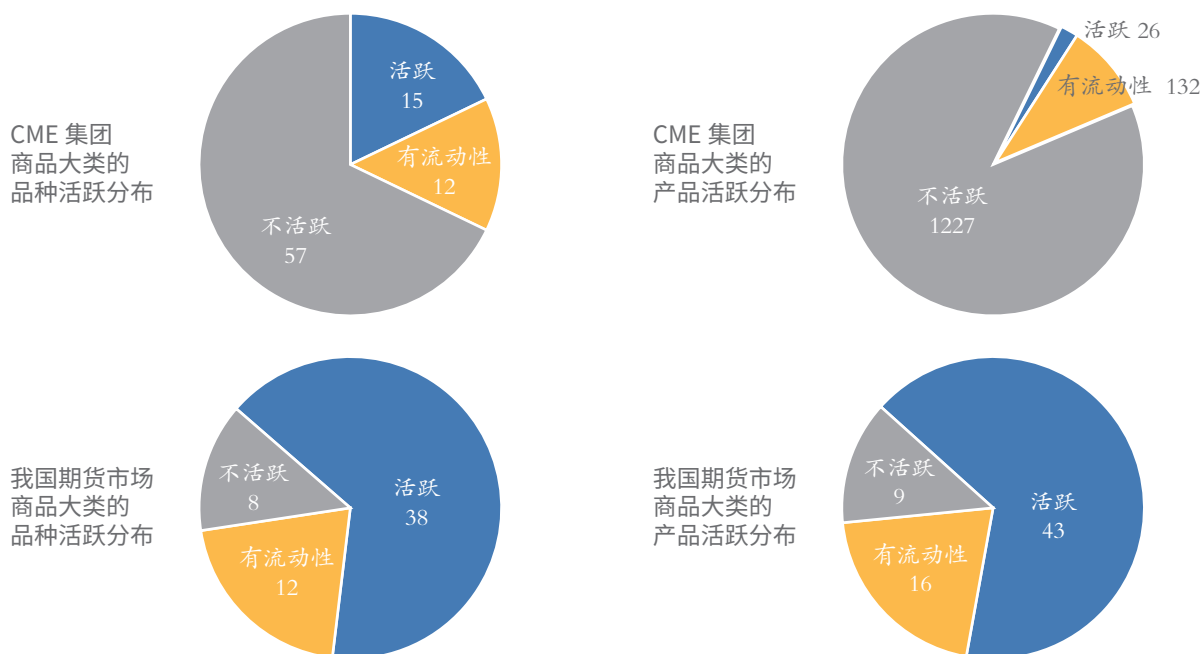
表 2：CME 集团活跃品种和主要衍生产品一览表

活跃品种	期货产品数量	期权产品数量	2019 年成交量	超过 1500 万手期货产品及成交量（手）		超过 200 万手期权产品及其成交量（手）	
大豆	3	20	67,096,678	大豆期货	53,333,211	大豆期权	13,507,813
豆油	2	12	33,294,702	豆油期货	31,694,867	-	-
豆粕	2	12	31,391,766	豆粕期货	29,403,484	-	-
玉米	4	14	134,847,327	玉米期货	103,189,062	玉米期权	31,319,520
小麦	8	27	54,674,077	堪萨斯小麦期货	15,455,728	-	-
				芝加哥小麦期货	30,407,143	芝加哥小麦期权	7,346,623
活牛	2	4	19,132,886	活牛期货	16,718,841	活牛期权	2,413,456
生猪	2	1	19,812,211	生猪期货	15,621,844	生猪期权	4,190,367
铜	7	7	24,736,507	铜期货	24,008,860	-	-

⁷ 详见附表 6 至 8。

活跃品种	期货产品数量	期权产品数量	2019 年成交量	超过 1500 万手期货产品 及成交量 (手)		超过 200 万手期权产品 及其成交量 (手)	
黄金	11	6	109,214,949	黄金期货	86,508,741	黄金期权	15,043,949
白银	5	6	26,849,267	白银期货	24,149,148	白银期权	2,208,237
WTI 原油	20	63	333,533,381	WTI 原油期货	291,465,320	WTI 原油期货	31,250,967
						WTI 原油日历价差 期权 (1 month)	2,460,664
Brent 原油	15	23	27,216,468	Brent 原油最后一日 现金结算期货	25,616,925	-	-
亨利港 天然气	10	61	132,985,535	亨利港天然气期货	103,394,504	亨利港天然气 欧式期权	19,232,369
汽油	38	9	50,170,264	RBOB 汽油期货	49,851,807	-	-
超低硫柴油	18	9	43,779,057	纽约港 ULSD 期货	43,400,809	-	-
共 15 个品种	147	274	1,108,735,075	共 16 个期货产品	944,220,294	共 10 个期权产品	128,973,965

数据来源：CME 官网、FIA



注：1. 有流动性品种为年成交量低于 1500 万手，但不低于 20 万手；有流动性期货产品为年成交量低于 1500 万手，但不低于 20 万手；有流动性期权产品为年成交量低于 200 万手，但不低于 5 万手。2. 液化石油气、低硫燃料油于 2020 年上市，未有 2019 年全年成交量，因此在统计我国期货市场商品大类的品种活跃分布时被剔除；铁矿石期权、PTA 期权、甲醇期权、黄金期权于 2019 年 12 月上市，因此成交量不足 200 万手，若按照 2020 年 7 月累计成交量来看，铁矿石期权、PTA 期权、甲醇期权已超过 200 万手，黄金期权超过 100 万手。

图 2：CME 集团与我国期货市场商品类品种和产品活跃度分布情况

三是 CME 集团在活跃品种上的创新力度更大，推出的工具类型更为丰富。从数量来看，15 个活跃品种的产品数量占 CME 集团商品大类总产品数量的 30.40%；从合约类别来看，活跃品种的期货产品包含了标准期货、迷你期货、现金结算期货、TAS 期货等类别，期权产品包含了标准期货期权、日历价差期权、周期权、平均价期权等类别；从不同产品的上市顺序来看，CME 集团一直致力于创新产品工具类型，来满足实体经济和投资者的日益精细化的风险管理需求；例如，为了进一步增强投资者管理风险的灵活性，纽约商业交易所（New York Mercantile Exchange, NYMEX）在 1983 年推出 WTI 原油期货后，于 1986 年推出了 WTI 原油期货；为了方便投资者管理 WTI 与 Brent 原油价差风险，于 2001 年上市了二者的价差期权；为了吸引散户和小型投资者，于 2002 年推出了迷你原油期货；近年来，为了满足投资者管理跨品种的价差风险，WTI

原油跨品种价差产品研发速度明显增快，2017 年到 2019 年期间，WTI 原油与其他原油之间的价差产品每年的上市个数均超过 10 个。

四是半数以上的不活跃品种未上市配套期货期权产品。目前 CME 商品大类中没有配套期权产品的品种共 31 个，且均为不活跃品种，占不活跃品种总数的 54.39%；这些品种的年成交量总和为 26.44 万手，仅占商品大类总成交量的 0.02%。

三、对我国商品期货市场的启示

CME 集团发展经验和品种布局特点为我国期货市场品种研发提供了借鉴意义：

首先，我国商品期货市场品种布局不应单纯对标国际期货市场上品种情况，而需要从国家战略、社会经济发展需求等实际情况出发，整体谋划品种布局。如图 3 所示，建议可从下述三个维度来考虑我国期货市场的未来品种布局，一是对 CME 集团未

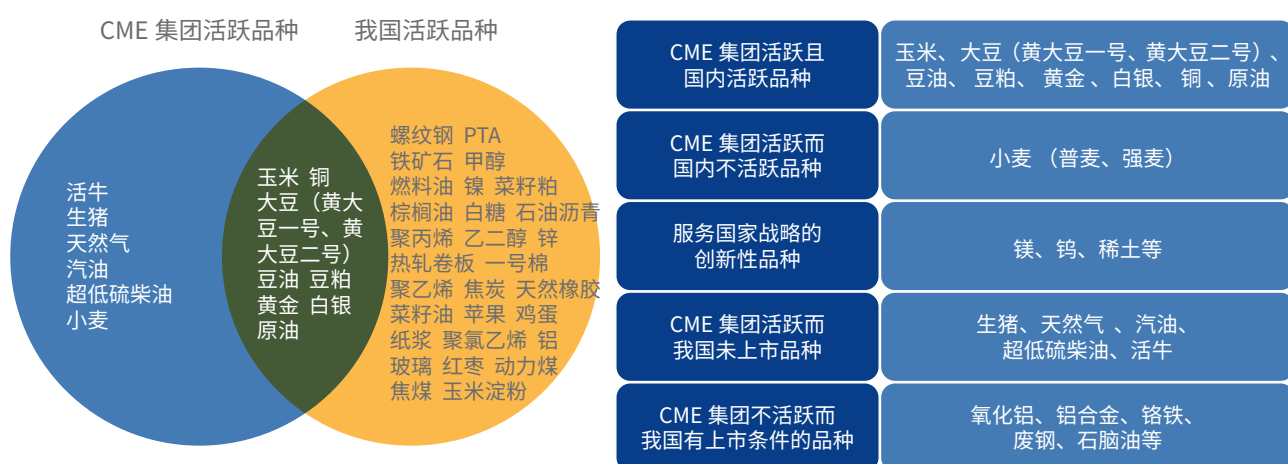


图 3：CME 集团与我国期货市场商品类活跃品种⁸对比图

⁸ 我国商品期货市场的活跃品种为截至 2019 年底上市，且年成交量超过 1500 万手的品种，即不包含液化石油气和低硫燃料油。

上市的品种，应从服务国家战略角度，大力推进有助于构建“双循环”新发展格局的创新性战略品种上市，如镁、钨、稀土等；二是应加快上市 CME 集团活跃同时在我国已经初步具备上市条件品种，可重点推进生猪、天然气、成品油等品种的上市；三是对于 CME 集团不活跃品种，应结合我国现货市场实际情况，推动符合我国实体企业避险需求的品种研发上市，例如废钢、石脑油等。

其次，优先对现有活跃品种深耕细作，进一步丰富工具类型。一是加快推出活跃品种配套的标准期权。截至 2020 年 8 月，我国商品期货市场 38 个活跃的品种，仅有 18 个品种上市了对应的期权产品，

占比不到 50%；二是研究探索 TAS 和 TAM 交易机制、迷你合约、现金结算合约、价差合约等，满足市场参与者日益精细化风险管理需求。如图 4 所示，据美国商品期货交易委员会（U.S. Commodity Futures Trading Commission, CFTC）披露，CME 集团自 2010 年以来，每年保持上市 40 个以上产品的创新速度（图 4），2010 至 2019 年间共上市了 800 多个产品，仅有 82 个产品是围绕 2010 年以后上市的 21 个新品种研发的，其余产品均是围绕老品种，其中，围绕活跃品种上市了 200 多个产品（包括跨品种价差合约）。

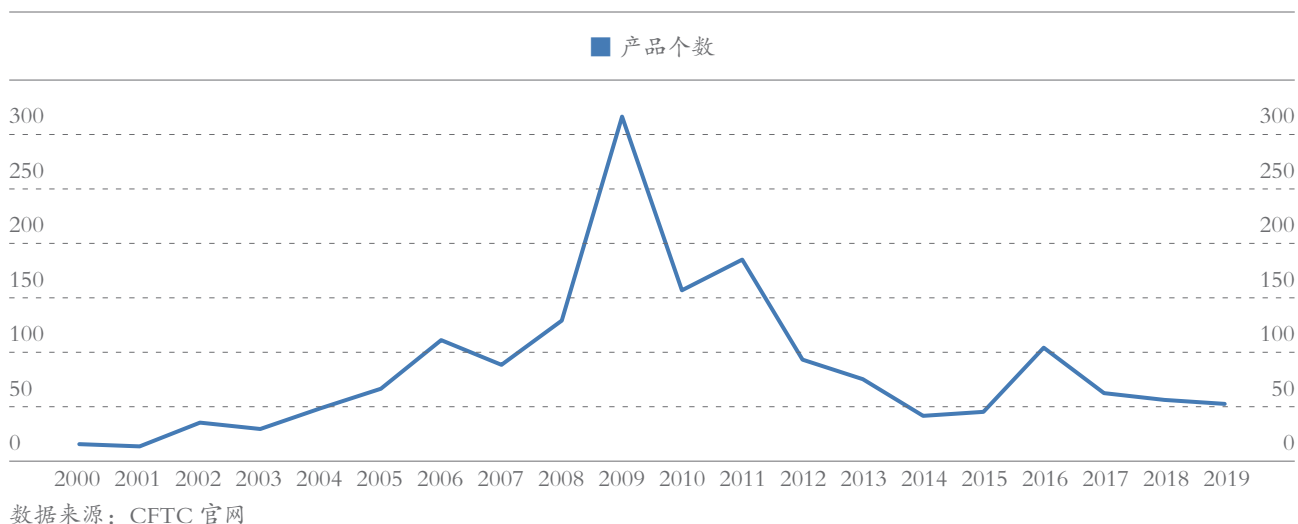


图 4：CME 集团商品大类产品上新情况

第三，对于我国期货市场流动性较差的品种，则需结合市场情况，重点评估推出其配套期货期权品种的必要性。从 CME 集团近年上市产品的规律来看，自 2010 年以来，期货产品与其对应期货期权产品一同上市的情况较少，据 CFTC 披露，仅有 10 余

对的期货与其配套期货期权产品一同上市，其余多是先上市期货产品后，视市场需求情况再推出其对应的期货期权产品。

（责任编辑：陈昊）

后疫情时代的中国经济形势^{*}

光大期货研究所 叶燕武

综合我国经济发展阶段、内外部经济政治环境、全球疫情冲击等因素，习近平总书记近段时间在多个场合提出，“要推动形成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”。如何深入理解习总书记在关键历史时期做出的这一重大战略抉择？其背后蕴含了哪些时代背景和现实意义？本文将尝试从“后疫情时代”国际经济政治环境、国内经济金融市场变化的角度进行分析。

一、后疫情时代经济环境的总体判断

（一）国内国外经济走势加剧分化

新冠肺炎疫情给中国经济发展带来了暂时的困难，造成我国第一季度 GDP 出现了负增长。当前，我国已经有效控制了新冠肺炎疫情的蔓延，成为全

球第一个走出疫情危机的大国，恢复生产、重振经济是当下中国最重要的任务。国家统计局前一段时间公布的多项经济指标清晰显示，中国经济已经强势回归：

一是 2020 年 GDP 增长率。今年一季度 GDP 同比出现 -6.8% 的负增长；二季度 GDP 同比增长 3.2%，环比增长 11.5%，大幅超出市场预期，愈发说明整体经济环境景气平稳。

二是中国的采购经理人指数（Purchasing Managers' Index, PMI）指数。在今年 2 月中国疫情最为严峻的时刻，PMI 大幅下降至 35.7%，但 3 月快速反弹至 52%，4 月受境外疫情蔓延导致国内出口受限影响，小幅回落至 50.8%。欧美国家 PMI 大幅下滑的情况出现在 4 月，后期疫情防控情况虽

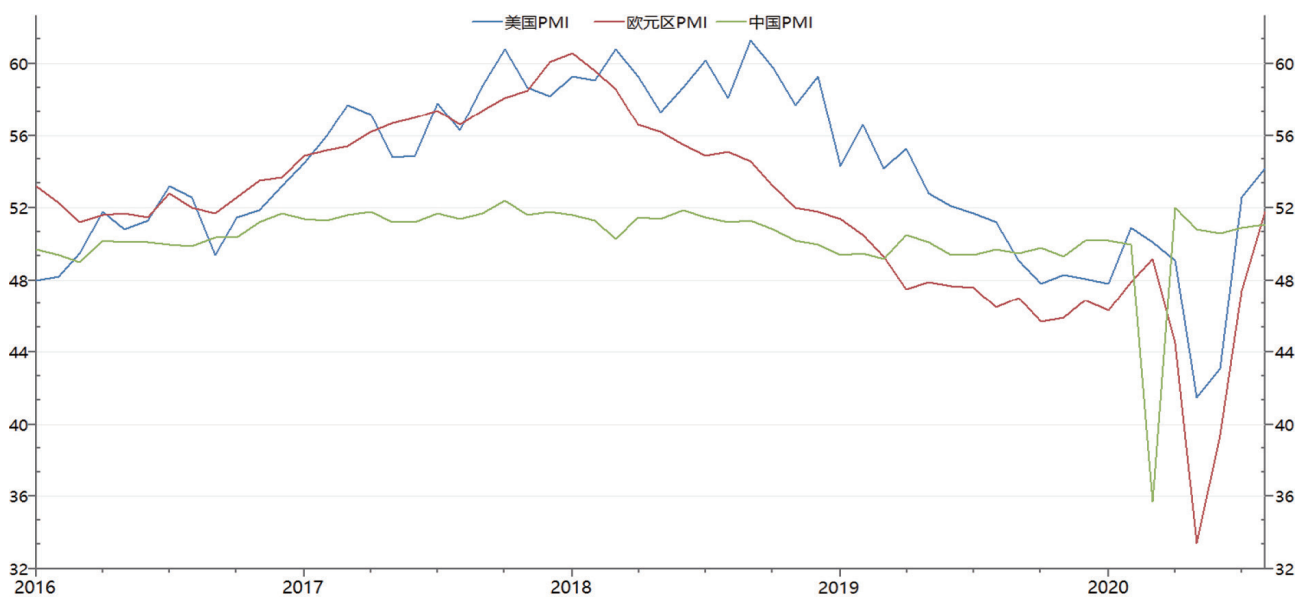
^{*} 本文根据作者在 9 月 18 日“2020 上衍纸浆论坛”上的演讲内容整理。

差强人意，但 PMI 也在 5-6 月恢复至 50% 以上（图 1）。

宏观数据的改善体现了中国经济展现出的强劲修复能力，另外也体现了经济修复来源于近年来经济结构的转变和近期投资消费的拉动作用。经济结构方面，从经济总需求的角度，我国当期的经济结构中消费和投资约占 40% 和 50%，而进出口对我国经济的增长贡献度已不足 10%。随着 4 月之后疫情在境外开始扩散，我国的进出口情况虽受到一些影响，但对经济增长的边际效应正在递减，对经济总量未产生太大的影响。此外，据海关统计显示，

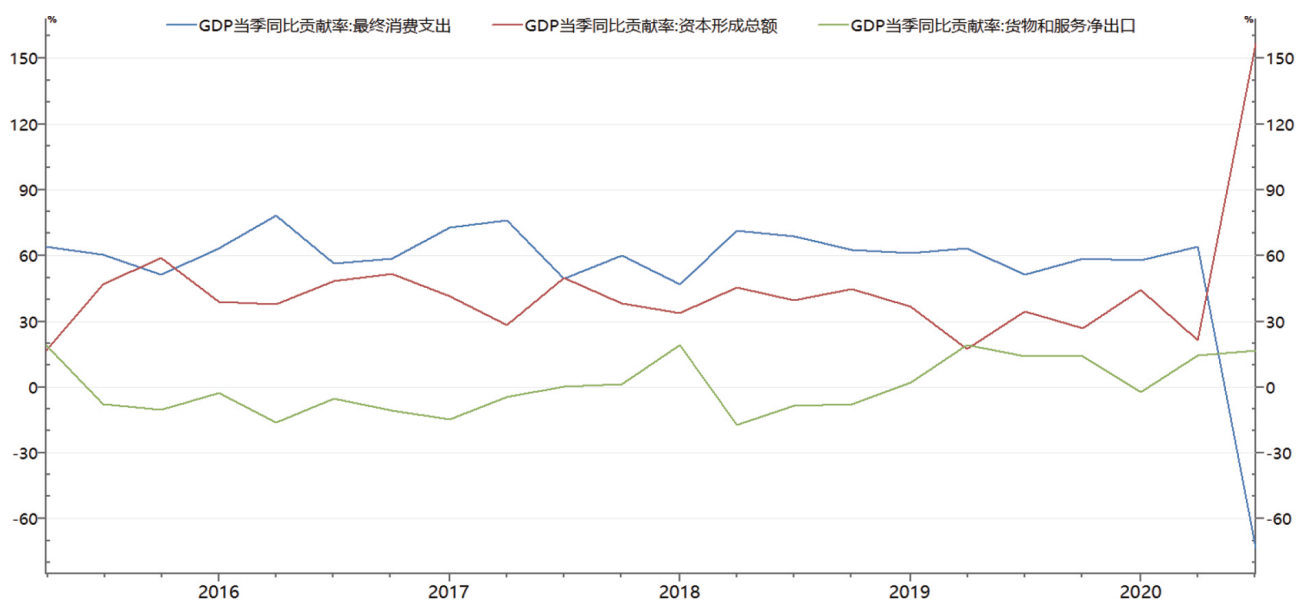
出口量从 5 月开始正增长，一定程度抵消了前期的负面影响。

投资拉动方面，通过对我国 GDP 贡献程度分解来看，二季度对经济的增长贡献是投资（资本形成总额）为主，贡献度达到 150%（图 2）。因此，我国经济在疫情后的复苏率先从投资开始发力，紧接着我国的消费从 6、7 月份开始恢复，整体呈现投资先行、消费随后改善的市场结构。此外，大宗商品的表現与经济走势高度一致，投资类商品的价格率先反弹，而消费类商品价格直到 6、7 月份以后开始有所起色，基本符合经济运行规律。



数据来源：Wind

图 1：2016 年至今中美欧 PMI 指数



数据来源：Wind

图 2：中国 GDP 增长贡献率

2020 年 7 月 30 日美国商务部发布数据：二季度美国 GDP 下滑 32.9%，是过去两个世纪以来美国所遭遇的最为严重的经济衰退。由于美国商务部统计和计算 GDP 时采用“年化季环比”的方式，与国内数据统计方式差异较大，为方便横向比较，采用国内方式折算后美国二季度 GDP 比一季度环比下降 9.5%，虽然与 32.9% 相比缩小了很多，但仍说明其经济基本面遭受重创。在二季度，占美国经济总量近 70% 的个人消费支出剧降 34.6%，抵消当季经济增长 25.1%；反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资大幅下滑 27%。

目前分析疫情的冲击需要考虑阶段的影响，需要拉长观测时间，将今明两年结合起来，更能客观地展示经济衰退和复苏情况。对于中国经济，现在国内一些学者、专家预测今年下半年中国经济同比增长 5% 左右，全年 GDP 增长 1-2%，在今年特殊

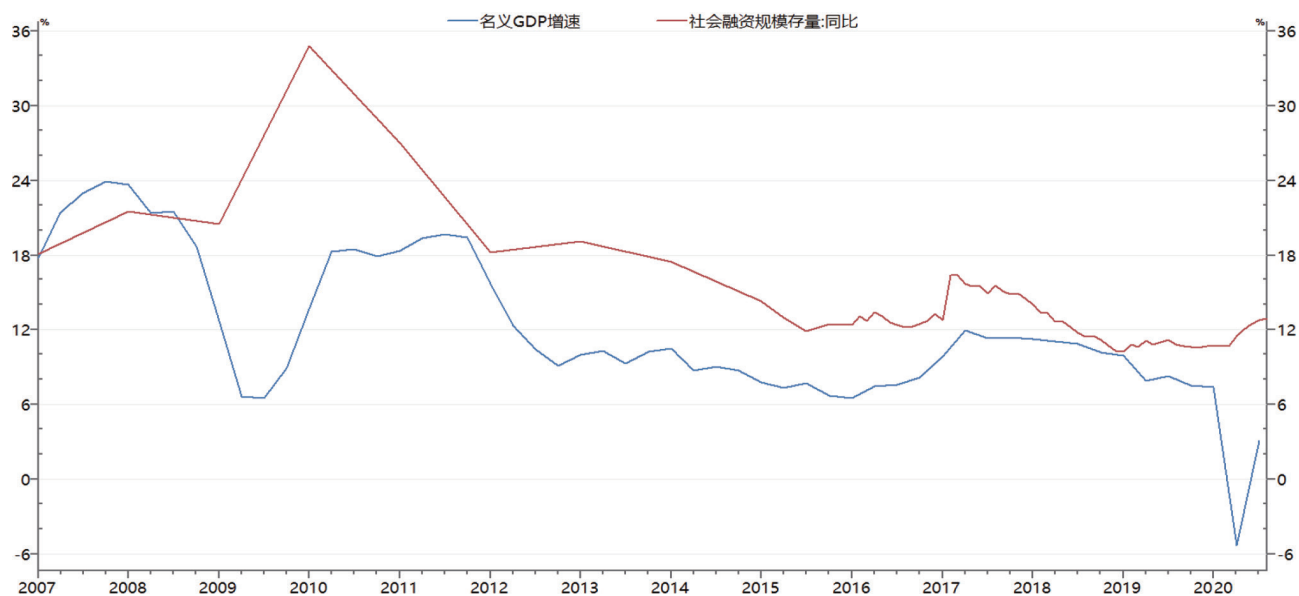
的情况下实现正增长已经实属不易。针对 2021 年的增长速度，因为基数降低，预计会迎来更加稳健的增长。今年和明年我国结合年均增长率预计为 5-5.5%，这对未来消费乃至整个经济发展都有比较大的支撑。

（二）宏观经济政策推动经济持续反弹

今年 2 月，党中央统揽全局、果断决策，一方面打响疫情防控战，另一方面采取了非常及时有效的金融政策对冲疫情影响。今年一季度实行的是宽信用、宽货币、宽财政的组合性货币政策和财政政策，共同驱动了国内经济的发展和大宗商品的需求。

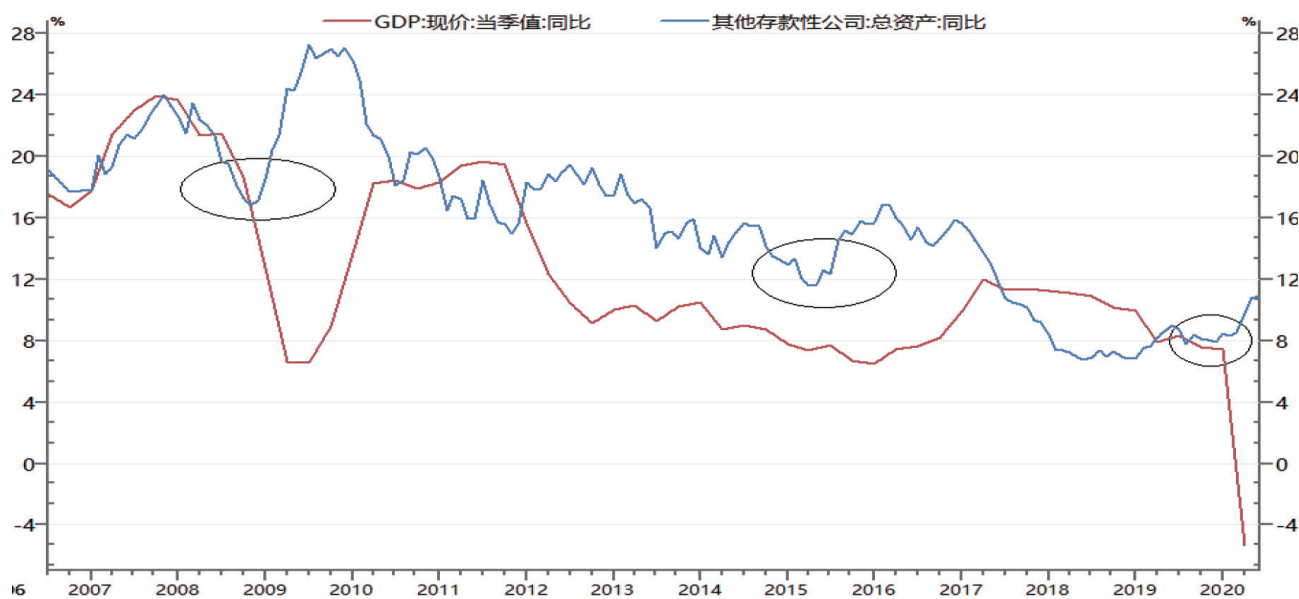
同时，值得注意的是，虽然我国一季度 GDP 出现负增长，但社会融资规模从 3-4 月开始向上扩张，直到 7 月，社融增速持续向上达到 13.3%（图 3）。

2008 年的金融危机期间以及 2015-2016 年开始的供给侧改革时期，社融、货币的信贷一般领先



数据来源：Wind

图 3：名义 GDP 增速与社会融资规模存量



数据来源：Wind

图 4：GDP 增速与其他存款性公司¹总资产

¹ 按照国际货币基金组织（IMF）《货币与金融统计手册》定义，存款性公司包括中央银行和其他存款性公司。在我国，其他存款性公司包含两大类：存款货币公司和其他存款货币公司，包括“四大行”、政策性银行、股份制商业银行、城商行等。

于终端需求。社融有扩张，往往预示着经济的总需求会改善。2008年5月，大宗商品进入熊市，之后又经历了2009和2010年的市场低迷，再到2015和2016年大宗商品的牛市，都与社融规模变化高度重合，这也是预测大宗商品价格的一个领先性指标。

当前，中国金融体系的核心主体仍是银行，商业银行是经营货币信用业务的单位，其资产负债表扩张和收缩是对应全社会的货币信贷的扩张和收缩，这在2008年金融危机期间和2016年的供给侧改革时期都充分得到验证（图4）。今年疫情发生后，商业银行的资产负债表出现了逆周期的扩张，预计主要受宏观政策驱动的影响；期间投资主要受地方政府驱动，货币信贷资金直达投资项目，因此我国经济在二季度、三季度出现了显著反弹。

二、“双循环”背景下的经济发展动能

在今年全国“两会”上，习近平总书记首次提出“逐步形成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”，这个“双循环”是决定未来我国五到十年的宏观政策取向，是党和国家基于当前形势作出的关键性决策部署。在疫情使得全球产业链和供应链循环受阻、贸易保护主义抬头的氛围之下，中国提出以国内大循环为主体，释放国内经济和消费潜力。

国内大循环为主体，是要在外部形势不明朗的情况下，打通内循环的渠道。国内基本盘稳定，外部的冲击对我们影响就比较有限。当前，国内的投资消费边际在改善，而且中国市场是全球最大的市场，任何国家、任何企业想做生意，中国市场的吸引力是无可替代的。保持中国经济稳定，政治形势

稳定，通过繁荣国内经济、畅通国内大循环，能为我国经济发展增添动力。

中国始终站在历史正确的一边，坚持深化改革、扩大开放，推动国内国际“双循环”。独立自主，统一战线，对应的就是双循环。在今年的“抗疫”工作中，中国的表现与其他国家形成鲜明对比，我们仅用1个多月的时间就初步遏制了疫情蔓延势头，用3个月就取得了疫情防控阻击战重大战略成果。中国之所以可以在这么短的时间内赢得抗疫成果，一方面是因为疫情来临时党中央正确领导，全国人民上下同心；另一方面也说明了中央在疫情发生之前对各个方面的潜在风险和挑战做了充足准备。在2019年9月3日，习总书记在中央党校的秋季干部培训班上讲到，“在前进道路上我们面临的风险考验只会越来越复杂，甚至会遇到难以想象的惊涛骇浪”，正是因为中央对今后国内国际形势有了充足的预判，对各个方面的挑战都做了一定的准备，做好了持久战的准备，所以今年我们的抗疫非常成功，在这种情况下我觉得无论是短期还是中期，对中国的经济和中国的市场一定要有信心。

三、后疫情时代大宗商品价格分析

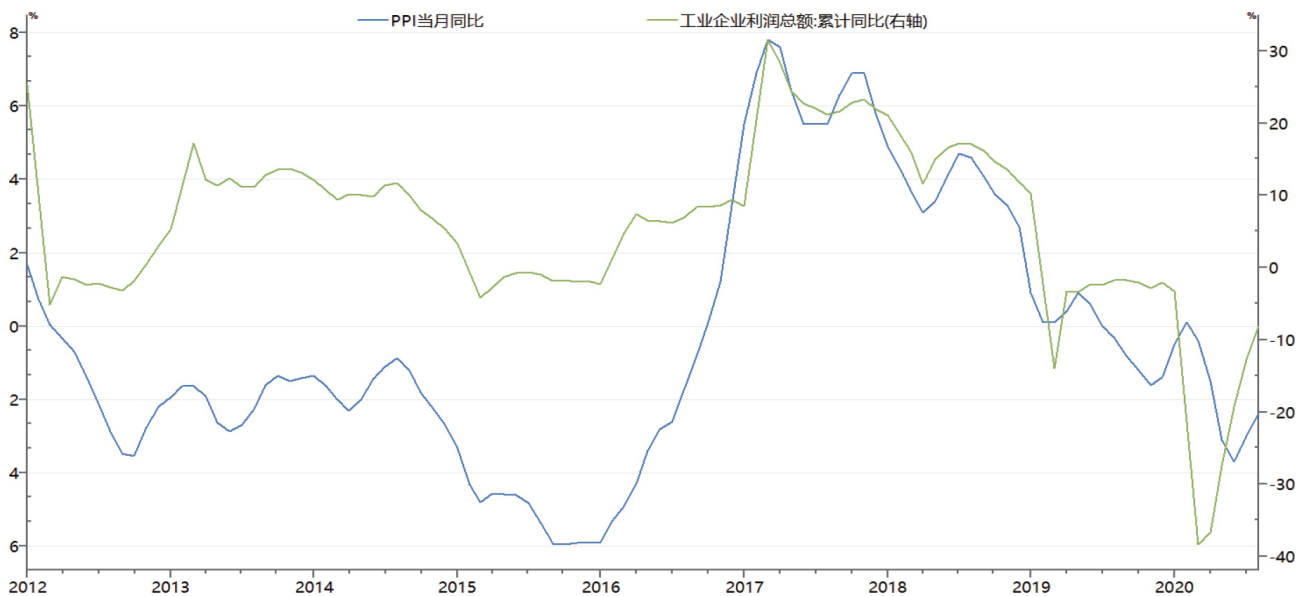
大宗商品是经济运行的基本元素，可以直接反映经济总供给和总需求，并可以通过进一步拆分，从宏观到微观，详细了解投资、消费、进出口，以及各行各业的变化情况。各类大宗商品分别代表不同行业的运行情况，按产品特征来划分，总体可以分为周期性大宗商品和消费性大宗商品。另外，目前部分大宗商品具有较强的国际属性，受国际环境因素影响较大，本部分也简要分析影响大宗商品的

国际因素。

（一）周期性大宗商品

周期性大宗商品与经济周期高度关联，例如有色金属、黑色金属等品种，虽然螺纹钢和铜的基本面受到不同因素影响，但这些品种的价格走势与我国经济增速高度吻合。生产价格指数（Producer Price Index, PPI）的变化反映了供需变化的内在信息，而工业企业的利润则直接反映了企业生产经营情况的变化，根据历史经验，在对这类大宗商品的价格进行预测时，可以观察 PPI 和工业企业利润总额。

今年 2 月以来，PPI 指数开始出现大幅的下跌，一直持续到 8 月，5 月之后跌幅出现小幅收窄。预计 PPI 指数会逐渐反弹，最终反映到宏观经济的持续企稳，并驱动周期性大宗商品的价格持续改善。在 2016 年供给侧改革启动后，中央实施了“三去一降一补”，稳定总需求，改变了以往由总需求扩张拉动经济增长的模式。因此，商品价格的变化对企业利润贡献度产生了更加直接的影响。当价格出现下跌的时候，企业利润快速出现收缩，而价格上涨的时候企业利润快速扩张（图 5）。



数据来源：Wind

图 5：PPI 与工业企业利润总额

（二）消费性大宗商品

2019 年消费对国民经济增长的贡献度达到了 57.8%，连续 6 年成为拉动中国经济增长的主要引擎。消费性大宗商品，包括农产品、化工品，以及

与日常的消费息息相关的品种，商业用途占终端需求的比例较高（表 1），通过关注下游的消费情况，可以间接预测消费性大宗商品的价格走势。

表 1：期货品种商业用途占终端需求比例

终端需求	商品用途占比
房地产	螺纹钢（65%）铜（9%）铝（35%）锌（53%）玻璃（70%）聚乙烯（13.5% 管道）PVC（40%）
基建	螺纹钢（35%）PVC（30%）沥青（82%）
汽车	热卷（20%）锌（20%）铝（12%）天然橡胶（74% 轮胎）玻璃（15%）
机械	热卷（62%）
电力	动力煤（65% 火电）铜（46% 电线电缆）铝（15%）
燃油	原油（54% 成品油）燃料油（70% 船舶）
家电	铜（14%）聚丙烯（10%）
纺织	棉花（99%）PTA（75%）MEG（81%）聚丙烯（13%）
日用包装	聚乙烯（25%）聚丙烯（24%）PTA（20%）
食用	大豆（81%）豆油（91%）棕榈油（75%）菜籽油（100%）生猪（100%）鸡蛋（100%）白糖（100%）
饲料	豆粕（97%）大豆（19%）菜粕（96%）玉米（71%）

数据来源：光大期货研究所整理

（三）国际因素

1. 汇率因素。美股在今年 3 月出现暴跌，美联储将资产负债表从 4 万亿美元扩张到 7 万多亿美元。最近美联储将原先 2% 的固定通胀目标调整为平均通胀制，即允许通胀在一段时间超过 2%，实际上开启了美元无极限的量化宽松政策，在美元明显走弱的情况下，对以美元计价的商品价格有一定的支撑作用。

2. 美国总统选举结果的不确定因素。重要的金融资产在没有方向性的时候通常不确定性较高，而美国的大选也是充满了变数。之前有民调显示，美国公众在大选期间最关注的议题之一就是经济。在过去的 100 年中，美国有 13 位总统在寻求连任的过程当中出现了经济下滑或部分宏观指标下滑的现象，虽然多数连任成功，但老布什总统在 1992 年连

任失败，很多市场人士分析失败的原因在任期间经济表现不佳导致的。今年美国经济大幅衰退，无疑增加了特朗普连任的不确定性。另外，民主党和共和党对宏观金融政策的出发点不一样，若特朗普无法连任，今后政策出现摇摆的概率很大，以美元计价的大宗商品尚不具有价格明确向上的驱动力。

作者简介

叶燕武，南开大学经济学硕士，现任光大期货研究所所长、光大集团特约研究员，历任混沌天成研究院院长，拥有逾十年宏观和商品策略研究经历，曾连续四年荣获上海期货交易所优秀宏观分析师。

（责任编辑：翟羽佳）

现货与期货交易的界分标准 与法律规制

西南财经大学法学院 吴越

一、研究背景与问题的引入

商品现货中远期交易平台，在业界称“大宗商品电子交易平台”。调研发现，并非所有的平台都从事大宗商品交易，近年来有的平台也开始转向从事小众化的特色农产品中远期交易。这两种平台的共同特征是“现货合约+中远期交割”。因此本文将上述两种交易平台统称为商品现货中远期交易平台。现货交易平台系近年来我国出现的新生事物，但相关立法滞后，目前仅有商务部等部门联合发布的《商品现货市场交易特别规定（试行）》（商务部令〔2013〕第3号）和中国物流与采购联合会制订并经质监总局发布的《大宗商品电子交易规范》等效力层次较低的文件作为依据。实践中此类平台的交易规则极不统一，且有的平台违法违规事件频发，暴露出大量问题。根据国发〔2011〕38号文以及国办发〔2012〕37号文，监管部门着手对地方政

府或政府部门设立的现货交易平台进行清理整顿，并严格限制设立新的现货交易平台。

（一）清理整顿中现货与期货交易的界分标准及监管问题

第一，在行政认定变相期货交易的实践中，一个极其重要的参照指标即是实物交割的比率问题。第二，现货交易能否采用保证金制度？在多大范围内允许采用保证金制度？第三，期货交易设置了会员准入门槛和投资者适当性管理制度，现货交易平台能否建立类似制度？第四，在现货交易平台的清理整顿中，能否效仿期货交易所的治理模式，由监管部门向此类平台派驻外部董事、监事？能否引入强制审计制度？第五，谁来监管现货交易平台？总之，现有的尚处于清理整顿中的现货交易平台不但面临整改标准不明、指引标准缺乏问题，而且还面临着监管难题。

（二）现货交易平台相关纠纷的司法裁判问题

在司法实践中，人民法院处理此类纠纷，除了依据商务部〔2013〕第3号令等现货交易市场相关文件外，更多地是参照《期货交易管理条例》及清理整顿文件裁判纠纷。由于缺乏系统化的区分标准，

“同案不同判”普遍存在。既有研究表明，“在交易模式基本相近、案情大致相同的前提下，司法审判却出现了不同的裁判思路和结果”。不仅如此，法院对于认定变相期货交易是否需要证监部门进行前置性认定，也存在巨大分歧。在不少案件中，法院即以需要行政认定为由驳回诉讼请求，但更多法院则认为，裁判此类纠纷无需中国证监会或其派出机构的前置认定程序。

从笔者搜集到的342份裁判文书的统计结果来看，法院裁判现货交易平台相关纠纷，主要有以下五种类型：（1）民事裁判认定属于现货交易（或者认定属于“居间交易”），交易有效；（2）民事裁判认定构成变相期货交易，交易无效；（3）刑事裁判认定属于现货交易，交易模式本身不构成违法；（4）刑事裁判认定变相期货交易，交易模式违法；（5）以需要证监部门前置认定程序（或者期货交易纠纷不属于初级法院管辖）为由驳回诉讼请求。

此外，司法裁判反映出的相关问题还包括：第一，现货交易平台与会员之间签订的协议到底属于居间协议还是买卖合同？平台的角色仅仅是居间人吗？第二，倘若现货交易平台被界定为居间者而非买卖合同的当事人，那么此类平台对于参与现货买卖的卖方，即产品的挂牌方和买方即参与交易的会员是否负有监管责任？在买卖合同当事人违约的情形，

此类平台自身是否应当承担相应的民事责任？此种民事责任的法律依据和性质是什么？第三，法院裁判现货交易平台相关纠纷，是否应以监管部门的行政认定作为诉讼前置程序？其法律依据又是什么？正当性何在？

此外，商务部、银保监会及证监会等12部委联合发布的《关于推进商品交易市场发展平台经济的指导意见》（商建函〔2019〕61号）明确指出，“鼓励商品市场转变经营模式，在依法合规的前提下探索交易模式和规则创新，稳步推进平台经济发展”，“依托平台发展订单农业，产销一体”。高层对现货交易平台的基本定调仍然是在依法合规的前提下鼓励平台探索交易新模式，这充分肯定了此类交易平台继续存在的正当性。但如何转变经营模式，如何进行交易模式和交易规则创新，尤其是在探索和创新过程中合法与违法的界限何在，由于缺乏上位法的明确规定，也有研究必要。

二、近代现货远期交易向现代期货交易的演化与功能比较

研究表明，在欧美等发达经济体，期货市场是从现货中远期交易市场进化而来，且这一进化经历了数十年时间；而我国正好相反，我国的期货市场是在中央政府的推动下先建立起来，然后在地方政府的效仿之下才诞生了大量的商品现货中远期交易市场。在现货远期交易向期货交易进化的历史进程中，美国芝加哥农产品交易市场的演变最具代表性，且对世界期货交易发展的影响最为深远。

（一）现货远期合约与商品交易所的诞生

大规模的“订单农业”始于18世纪中叶的芝

加哥。在农产品远期合约成为惯常交易模式的当时，投机者也随之而来。在此背景下，芝加哥市贸易委员会于 1848 年成立，其宗旨在于促进商业发展，扼制过度投机活动。“远期合约中对商品的分级（grading）、标准化（standardization）和察验（inspection）是决定现货中远期交易质量和效率的关键因素”。现代期货交易中的保证金制度、标准化合约和支付程序保障等核心交易规则，都是从芝加哥的谷物远期合约交易实践中演化而来；而不是相反。澄清“先有鸡还是先有蛋”这一段历史，对于如何正确认识我国的两类不同性质的商品交易平台的功能定位具有至关重要的参照意义。

不过，有必要指出，当时在芝加哥广为流行的这种所谓的“期货合约”本质上仍然属于现货远期合约，或者说这仍然属于初级阶段的、并未脱离实物交割的“期货合约”，尽管在当时通过合约的多次转让也可以实现“现金交割”（cash settlement），但是到了约定的交割期，依然要进行实物交割（physical delivery）。反之，尽管现代商品期货交易所仍然保留了详尽的实物交割规则，但是实物交割已经不是期货交易的主要目的。例如，当代期货合约的实物交割率都不高，大多在 3% 以下。而在当时，促进谷物交割的便利化仍然是芝加哥贸易委员会的第一要务。在芝加哥引领下，全美兴起了商品交易模式进化革命。到 1880 年代，全美各类商品交易所多达 1600 家。有的至今还在运行，其余大多数已经关闭或者与其他交易所合并。

综上，现代商品期货交易所是在市场力量推动之下，基于现货远期合约交易的安全性和标准化、便利化的双重需要而诞生的；最初的商品交易所，

本质上应属于现货中远期交易平台，并以保障和便利化实物交割为首要任务；在经过了数十年的漫长演化之后，才诞生了现代的期货交易所。澄清这一段历史，有助于正确解读我国的现货交易平台与期货交易平台不同的市场功能定位。

（二）现货远期市场与期货市场的功能定位异同之考察

现货中远期交易与期货交易二者间在市场功能定位上存在着交叉重叠。

第一，从上述历史梳理看，现货中远期交易与期货交易一样，对实体经济的参与者而言都具备一定的风险管理和风险转嫁功能，只不过后者在这方面的功能更为突出一些而已。美国学者认为，现货远期交易和期货交易中的这种风险管理和风险转嫁功能，在本质上与农业生产保险的功能是等效的。

对现货市场和期货市场中均存在的投机者和套利者的作用，应客观看待。立法者和监管者真正应当关注的并非投机者本身，而在于是否建立了公平的交易规则，并彰显法律的诚信原则。在我国，对“投机倒把”的去罪化可谓是对商业活动中正常投机行为正当性的支持证据。

第二，与期货合约转让一样，通过现货远期合约或仓单、提货单的多次转让，远期合约交易价格在临近交割期限时，总是能够无限接近现货市场上的现货及时成交价格。这表明，与期货交易一样，现货远期交易也具备有限的“价格发现”和“价格预测”功能。期货市场价格的微小变化都可能会改变其他人的计算方式，从而触发相关市场中的另一些交易，不断向市场传递新信息，而期货市场的价格变化则会导致相关现货市场的价格变化。

总之，作为期货交易初级形态的现货中远期交易，仍然在一定程度上具有风险管理以及有限的价格发现和价格预测功能，只不过这种功能是其辅助功能，要服从促进商品真实交换与真实流通这一首要功能而已。

三、整体判定论：现货交易与期货交易的界分标准

（一）现有学说对现货与期货交易区分认识的局限性

现有的学说均无法很好地解释如下的问题：

第一，为何在全球期货交易中，仍然存在着实物交割，为何要保留实物交割规则？从历史的角度看，为何在美国芝加哥贸易委员会和芝加哥商品交易所成立的最初的几十年当中，商品现货中远期交易与期货交易是交织并存的？二者的内在逻辑联系是什么？期货交易中，交易方最终选择实物交割时，应适用期货法规定还是合同法规定？

第二，为何在实践中，商品生产方或者需求方为规避价格波动风险，通常需要在现货中远期交易合约之外，同时“套做”一份期货或期权合约？即，实践中为何总是出现现货中远期交易合约与期货交易合约同时安排的情形？

第三，现有研究中，虽然期货交易中的典型交易制度，如标准化合约、集中竞价、对冲平仓等制度得到了广泛的认同，但是除上述交易制度外，现货交易平台能否采用期货交易中的某些其他类似制度，例如保证金制度？有何异同？这仍然有待深入研究。一个极其重要的问题是，现货中远期交易中的合约、订单、提货单的再次转让在功能和交易效

果上其实与期货交易中的对冲平仓制度极为相似，这种交易规则在实践中能否被认定为变相期货交易？其法理依据是什么？

（二）整体判定论：一种新的理论诠释

由于无论是现货平台还是期货交易平台都不是为了满足某个单一的交易目的或者交易功能而诞生的，二者都具有“复合目的”与“复合功能”，或者说具有“多目的、多功能组合”的特征，因此，除了采用交易平台的市場功能定位的标准来区分外，还应当结合交易目的、最终的交易结果、交易主体特征等诸多因素来综合判断。这即是本文主张的“整体判定论”。换言之，任何商业交易模式中，交易目的、市场定位、交易规则和交易结果之间，是存在内在联系的。至于不同的交易模式所采用的各种交易规则或者规则，则是为各自的交易目的和市場功能定位服务的，属于外化的判断标准而非根本判断标准。

首先，区分两种交易模式应考察交易者的交易目的或者说交易的主观要件。其次，考察两种交易模式市場功能定位的异同，则是区分二者的客观要件之一。任何一种商业交易模式，都必须有其市場基础和市場需求，且必须建立在正当性基础上，而每一种交易模式的正当性，则是由这种交易模式的独特功能定位的现实需求和其正当性所决定的。再次，交易结果也是判断某一商业交易模式是否合法，甚至是否涉嫌犯罪的客观要件之一。

至于某一商业交易模式采用何种交易规则或者采用何种规则组合，则是为此种交易模式的市場功能定位服务的。换言之，任何商业交易模式中，交易目的和市場定位是第一位的，是内生的，而所采用的交易规则是第二位的，是外显的。无论是诸如

期货交易这种已经法定化、定型化的商业交易模式，还是正处于探索中的未定型的，尚未得到法律正式认可的现货中远期交易模式，都必须符合各自的交易目的和市场功能定位；同时，任何商业模式还必须具备正当性基础，并符合法律的基本原则和基本的法律价值观。

总之，商业交易模式的交易目的、功能定位、交易规则（或“规则组合”）与交易结果之间存在着紧密的内在联系，这四种评价要素相互作用并相互影响。根据整体判定论，无论是大宗商品或特色农产品的现货远期交易，还是单纯的期货合约交易，均应从交易目的、功能定位、交易规则和交易结果等标准去综合判断其中的区别，而不宜仅仅通过交易规则去进行单纯的显性判断。换言之，对二者的区分和认定，既要观其“名”，也要观其“实”，“名实并重”。这样做，有助于综合判定实践中某一交易模式到底属于现货交易还是期货交易，有助于避免仅仅因为两种交易模式中存在着某些相同或者相似规则而误判“变相期货交易”。

四、现货平台与期货平台交易规则之比较考察

无论是现货交易还是期货交易，在具体的制度设计和交易规则设计上，仍然存在某些共同或相似的交易规则，这是由于二者在市场功能定位上存在着一定程度的交叉重叠决定的。因此，在认定现货平台是否涉嫌从事变相期货交易的过程中，除了应从二者不同的交易目的、功能定位和交易结果等因素进行整体判断外，仍然有必要对两种不同性质的交易平台的某些相同或相似的规则进行进一步比较

考察。

第一，对两类交易平台的共同与不同要求。无论是现货还是期货交易平台，在其商业组织形式、资本、股东构成、董事高管的任职资格以及交易规则和交易制度方面，都应当有适度统一的最低要求。在平台治理问题上，由于现实中两类平台都具有涉众性，因此都有必要建立外部董事、监事和强制审计等行之有效的治理制度。加大平台自身的自律监管责任，也应是二者共同的制度。

在此基础上，还可以针对交易平台的不同性质和功能定位提出差异化的要求。本文认为，实践中现货平台通过资金托管方对现货合约或者订单、仓单转让进行现金结算的做法，能否推定为平台从事了对冲平仓交易，仍然应当根据个案具体认定，尤其应当结合挂牌商品的实物交割率，即最终的交易效果进行整体判定，而不宜单纯从交易的表象进行认定。

相应地，应当禁止现货平台作为直接的交易当事人。司法实践中，有的法院认定现货交易平台为现货交易的直接当事人，并进而认定交易有效。笔者认为，虽然这种观点并不影响裁判的结果，但是仍然有必要予以澄清。实践中，现货中远期交易平台由于收取了交易手续费，因此平台自身不应被视为交易相对人，这与零售电商平台自营商品的情形不同。不过，有的非平台类市场主体假借现货买卖之名，行期货交易之实，虽然此类交易被法院认定为无效并无不妥，但此时这一类市场主体应当被认定为买卖合同主体。

有必要强调的是，尽管现货平台对现货远期合约而言不是直接的当事人，但也绝非单纯的居间人；

相反，其更多地扮演着自律监管者的角色，并肩负着大量的内部监管职责。因此，应当大力强化现货平台对挂牌厂家资质、挂牌产品认证、仓储物流和商品交割等方面的自律监管责任。尤其要指出，司法实践中，有的法院将平台与会员之间的入会协议视为单纯的“居间合同”的这种做法，实际上忽视和淡化了平台自身的自律监管者角色和相应的法律责任，应当予以纠正。

第二，对两类交易平台会员准入条件的比较考察。无论是现货交易平台，还是期货交易平台，都应当建立会员准入制度和相应的投资者适当性审查制度，这是由两类平台共同具有的交易风险所决定的。

第三，对挂牌商品的共同要求与不同要求。无论是现货平台还是期货平台挂牌的商品，都必须有一定的标准，且这种要求与零售电商平台上交易的商品种类应有所不同。现货远期交易平台与期货交易平台挂牌交易的商品，在原则上仍然应当是大宗商品。实践中有的现货平台已经放弃了大宗商品交易的市场定位，专注于服务“订单农业”和“定制生产”，一方面可以解决边远地区农产品滞销问题，另一方面又可以满足特定人群的消费或投资需求。笔者认为，应当鼓励和引导此类平台结合清理整顿情况根据其新的市场定位而进行转型。但无论如何，监管部门仍应对此类平台的挂牌产品实行清单管理，以防止过度投机甚至欺诈。

第四，对交易产品和交易合约的标准化要求程度不同。对产品质量和等级的标准化以及合约的标准化，是芝加哥贸易委员会对现货交易向期货交易演进的重要贡献之一。无论是现货平台还是期货交

易平台，都负有对挂牌产品分级和标准化以及交易合约标准化的义务，这是由交易便利化的客观要求所决定的。两种交易平台，在这方面，并无本质的不同。二者的差异，仅仅在于标准化的程度、方式和前提条件有所区别而已。

在当前清理整顿过程中，监管部门要求现货交易平台只能实行非标准化的交易（俗称“非标合约”），并禁止现货平台实行集中竞价交易，而只能实行单向竞价或协议交易。笔者认为，鉴于当前的各类商品交易平台的确良莠不齐，且历史遗留问题颇多，监管部门的这种要求，在当前来看的确也在情理之中。不过，从长远来看，一概地禁止现货平台从事标准化交易，或许不利于此类平台的健康发展，也不利于其在市场经济中独特功能的发挥，并且有可能人为地割裂现货与期货两类市场之间的内在联系。真正应当禁止的是现货平台从事有其名而无其实的标准化合约交易，即应当禁止并没有实际生产厂家或者库存产品的单纯现金结算的标准化合约交易，但不宜禁止基于现货买卖的、有厂家或者有库存的现货标准化交易。与此相应，也不宜禁止此类平台实行集中竞价交易。平台从事标准化交易是否合法，是否具有正当性，仍然应当结合交易目的和交易效果，尤其是实物交割率进行整体判断。

第五，对两类交易的预付金或保证金的共同与不同要求。基于交易安全，无论是现货远期交易还是期货交易，都存在着预付金或者说定金、保证金需求。预付金、定金或保证金制度被广泛运用于各种民商事交易当中，这并非是期货交易的专属，也不是判断现货与期货交易的根本标志。但鉴于二者的交易目的和市场定位不同，因此不同类型的合约

交易的定金或者保证金缴纳比例应当有所不同。由于现货远期交易目的在于商品所有权的转移与实际交付，因此，为保证实物商品交收，保障交易安全，尤其是提高违约成本，预付款或者保证金的比例应当高一些，且不同种类和不同行业中，预付款或者保证金也存在一些差异。宜由监管部门根据平台的不同类别和不同的挂牌产品，分类制定保证金比例的参考标准，并根据实际情况进行定期动态调整。反之，期货交易中，实物交割并非主要目的，因此保证金比例可以低于现货交易中的预付金或定金比例。

第六，现货远期交易与期货、期权交易的“违约”标准以及违约责任的范围不同；法律适用有所不同。

五、整体判定论在司法与行政监管实践中的运用分析

（一）从典型案例看整体判定论在司法实践中的运用

区分现货交易与期货交易的难题，其实并非唯有我国才存在。经济分析法学代表人物之一、芝加哥大学法学教授兼联邦第七巡回上诉法院法官波斯纳在“纳格尔诉 ADM 投资者服务公司案”的判决书中坦言：“仅仅从商品销售合同的语言，并不总是容易判断它到底属于期货合约还是远期合约”。

针对本案，波斯纳法官指出：“此类 HTA 合约中的弹性展期条款使得合约朝着期货合约的方向运动”。因此，判断此类合约到底属于现货远期合约还是期货合约，应从“整体情势”（totality of circumstances）判断，而不宜从合约的外部特征即交易规则特征判断。“整体情势”规则，也是波斯

纳法官所在的巡回上诉法院在对另外两起类似案件的裁判中所遵循的规则。根据“整体情势”这一总体裁判规则，波斯纳法官总结出了针对 HTA 合约的三项测试标准：

（1）合约明确特别约定了交割地点、数量或者其他合同条件，因而不能与其他合约相互替代（fungible）。但是这一测试标准有一个例外，即当卖方承诺允许买方签订反向义务的第二份合约来对冲买方的第一份合约义务（实际上是允许通过回购商品的方式来抵消合同义务），此时应认定为期货合约。

（2）合约系在工商业主体之间签订，例如农场主和谷物商人之间；而不是在套利者或者其他投机者之间签订，因为前者旨在商品所有权的转移，而后的兴趣并不在于交割商品，而在于通过合约交易投机获利。

（3）交割在事实上不可能无限展期，因为合约要求农场主每进行一次展期，都要向对方支付额外的展期费用，因而理论上此类合约虽然可以无限展期，但是在实践中根本不可能无限展期，因为展期的次数越多，向对方缴纳的额外费用就越多。

基于以上三点，波斯纳法官认为，纳格尔等农场主与 ADM 签订的合约属于现货远期合约，属于商品买卖合同，理由在于，由于合约事实上不可能无限展期，因而合约当事人追求的商品交割的意图是明显的，波斯纳最终维持了仲裁庭的裁决。

在该案中，波斯纳也从远期合约的最为重要的标准，从最终的交易结果即实物交割率进行了比较分析。

满足上述各种测试标准的“整体情势”的合约，

将被“推定为远期合约”（“deemed a forward contract”）；反之，则有可能被认定为事实上的期货合约，交易因此无效。以上结论，对于我国司法实践如何完善现货交易与期货交易的区分标准，无疑具有启示意义。

（二）我国对变相期货纠纷的司法实践中存在的问题

笔者认为，人民法院在裁判此类纠纷时，仍应从案件的整体情势出发，分别从交易目的、功能定位、交易主体特征、交易结果（尤其是实物交割率），同时结合纠纷所采用的具体规则和交易合约的具体约定等情势进行整体判断，而不宜简单地依据清理整顿相关文件中描述的某些关键表征进行判断。

此外，在当前清理整顿背景下，相关司法实践还存在着若干具体问题。第一，本文认为，无论是从相关文件的文义解释，还是从人民法院独立行使审判权两个角度来看，法院裁决此类纠纷，都无须以证监部门的行政认定作为解决纠纷的前提。

第二，在清理整顿背景下，对现货交易平台是否属于合法的市场主体，法院的分歧也较大。为更好地配合清理整顿工作，体现司法的能动性与导向性，法院在裁判相关纠纷时，可以参照主管部门出具的整改意见、回复等作为裁判的参照依据，但并非前提依据。

（三）清理整顿中现货平台与变相期货交易行政监管中存在的问题

当前监管部门对现货交易平台进行的清理整顿取得了较为明显的成效，但是依然存在不少问题，其中最大的问题即在于对变相期货交易的认定仍然是偏重于从二者交易规则的相似性进行显性判断，

而对此类平台的交易目的、市场定位和交易结果等整体情况则重视不够，研究不多。在对特定的现货平台是否涉嫌从事变相期货交易进行认定时，仍然存在困难与困惑，这主要是由于缺少相关立法，同时缺少指引性标准所致。

在现有的现货平台向服务实体经济转型的过程中，对于整体而言对实体经济具有促进作用的平台，宜审慎地采取相对宽容的态度，在对平台的违规行为为进行严厉处罚的同时，也应当积极引导平台向服务实体经济的方向转型，并帮助平台尝试建立和完善提升实物交割率的各种交易规则，有关部门也可以研究出台相关的指引性规范。无论何种举措，监管部门宜结合实际交易效果，并考虑到整改期间必要的过渡性安排等因素，从整体上进行认定，而不宜单就某一规则是否有法律或政策依据进行局部判断。

对实践中监管权移交中存在的问题，笔者认为，已经成立地方金融监管局的地方政府，宜促成监管权尽快向地方金融监管局移交；没有成立地方金融监管局的，则应进一步强化当地清整联办的权威性，且其职责也不宜仅限于清理整顿，还应强化其引导平台转型、制订指引性规范的职责。还有必要指出，无论是现货交易平台，还是期货交易平台的监管，除主管部门外，还涉及到商务、证监、银保监等多部门的协同。例如，在美国，期货交易虽然由商品期货交易委员会主管，负责对场外期货交易的监管和处罚，但同时，美国农业部也是极其重要的协同监管部门，并发挥着重要的协同监管作用。鉴于此，此类平台的原有审批部门在移交监管权之后，仍然有义务在自身职责范围内履行协同监管职责；农业

部门也负有相应的监管和引导职责。

六、结语

从历史上看，商品现货中远期交易先于期货交易诞生，期货交易其实是从现货中远期交易演化而来，这就决定了二者存在紧密的内在联系。即使在今天，市场经济的参与者仍然是通过“套做”现货中远期合约与期货合约的方式来管理生产经营风险。两种交易模式在功能定位上存在一定程度的交叉重叠，现货中远期交易模式的市场功能，首先在于促进商品交换与商品流通，而期货交易的主要市场功能，则在于其独特的价格发现机制；同时，二者都具有一定程度的风险管理和风险转嫁功能；因此这两种交易模式都具有一定程度的风险投资特性。如何防止两种交易模式共同面临的过度投机风险，是立法、监管和司法面临的共同任务。

鉴于两种交易模式在功能定位和交易规则上存

在着一定程度的交叉重叠，因此无论是在行政监管和司法裁判实践中都面临着如何区分二者的认定难题。本文主张通过交易目的、主体特征、功能定位、交易规则和交易结果等整体情况判定某一交易模式到底属于现货交易还是期货交易，而不宜倚重于从交易规则特征进行单纯的显性判断。

对仍然处于清理整顿中的大量的现货交易平台而言，监管部门也宜根据整体判断标准，尤其是平台挂牌产品的实际交割率和服务实体经济的实际效果进行综合认定，而不宜拘泥于平台的个别交易规则是否合规。与此同时，在上位法阙如的情况下，监管部门宜出台相关的指引性规范或者参照标准，更好地促进此类平台向服务实体经济转型。（本文摘录自《中国法学》2020年2期作者同名文章）

（责任编辑：陈昊）

国际铜期货上市 暨 2020上衍有色论坛

THE LAUNCH OF BONDED COPPER FUTURES
2020 SHANGHAI DERIVATIVES MARKET FORUM:
NONFERROUS METALS SUB-FORUM

2020.11.19 · 上海

【主办单位】



上海期货交易所
SHANGHAI FUTURES EXCHANGE

上海国际能源交易中心
SHANGHAI INTERNATIONAL ENERGY EXCHANGE



征稿启事

《期货与金融衍生品》是经上海市新闻出版局批准出版、由上海期货交易所主办的内部资料性出版物。其以服务实体经济、服务行业发展、服务国家战略为宗旨，汇聚社会各界研究力量，致力于期货及衍生品市场发展中政策性、应用性、前瞻性以及市场热点问题的研究，为期货及衍生品市场的发展提供智力支持。发送对象为市场机构、行业协会、高校及科研机构、有关政府监管部门等。

常规征稿栏目有：品种研究、产业研究、行业发展、期货与衍生品市场建设、法规与监管、风险防范、国际比较等。

文章刊登后一般按 200 元 / 千字支付稿酬。欢迎专家学者和业内人士踊跃投稿！

《期货与金融衍生品》编辑部

投稿邮箱：fafd@shfe.com.cn

电话：021-20767704



上海期货交易所上期所发布



上海期货与衍生品研究院微信公众号

编辑部地址：上海市浦电路500号35楼 邮编：200122
电话：021-20767704 传真：021-20767693 电子邮箱：fafd@shfe.com.cn

声明：文章仅代表作者个人观点，不代表上海期货交易所的立场。

编印单位：上海期货交易所
发送对象：系统内工作人员
印刷单位：上海邦达敏实印刷有限公司
印刷日期：2020年11月25日
印数：3500册
上海市连续性内部资料准印证(K) 160号