

VOLUME 119 · JUNE 2021  
2021 年 6 月 · 总第 119 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 119 · JUNE 2021  
2021 年 6 月 · 总第 119 期

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

主 编 姜 岩  
副 主 编 毕 鹏  
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

## 国际视窗

### 02 美国商品期货交易委员会《2020-2024 年战略规划》分析与启示

刘东旭 邢欣羿 黄伟

### 09 世界主要交易所清算会员情况分析

徐欣晗 石松 杜宸

### 25 CLAM 清算所破产事件研究及启示

杨芷妮 程南雁

## 宏观经济

### 32 本轮大宗商品价格上涨原因及未来走势分析

连平 许珂 等

## 市场研究

### 45 关于天然橡胶“保险 + 期货”试点的若干政策建议

张敏

### 51 新能源汽车产业发展对传统化石能源影响及应对策略分析

赵亚伟 王琦

## 合作课题

### 63 期货市场内幕交易的机理解构与法律规制

谢杰

# 美国商品期货交易委员会 《2020-2024 年战略规划》 分析与启示

上海期货与衍生品研究院 刘东旭 邢欣羿 黄伟

为规范政府的战略规划制定和绩效评估，1993年8月美国出台了《1993 政府绩效与结果法案》（The Government Performance and Results Act of 1993, GPRA），要求“截至1997年9月30日，每个政府机构的主要负责人都要向联邦管理与预算办公室和国会提交战略规划”。基于此，美国商品期货交易委员会（U.S. Commodity Futures Trading Commission, CFTC）自1997年共发布了7次战略规划（图1）。2020年7月，CFTC发布了《2020-2024 年战略规划》<sup>1</sup>（下简称新规划）。新规划中包含了使命、愿景、核心价值观、战略目标以及实施的工作重点。

## 一、CFTC 新规划主要内容

### （一）使命、愿景和核心价值观

CFTC 在新规划中重新明确了使命，首次确立了愿景，并提出了一套核心价值观。CFTC 使命为通过健全的监管，促进美国衍生品市场的完整性<sup>2</sup>（Integrity）、韧性（Resilience）和活力（Vibrancy）。愿景是成为衍生品市场健全监管的全球标准。核心价值观分别为奉献（Commitment），即尽最大努力，以达到专业水平最高；前瞻性思维（Forward-thinking），即勇于挑战，保持领先地位；团队合作（Teamwork），即重视各种技能和背景；透明度<sup>3</sup>（Clarity），即向市场参与者清晰地提供有关

<sup>1</sup> 此处是指财年，即上一年10月1日至当年9月30日。

<sup>2</sup> 完整性是公平和有效市场的基石，保证参与者享有平等的市场准入权，确保价格发现和交易做法公平。市场完整性包括监测市场滥用和操纵性交易，同时促进非歧视性市场准入、透明度、严格的披露标准和投资者保护。（WFE, Oliver Wyman. Market infrastructures and market integrity: A post-crisis journey and a vision for the future, 2018.）

<sup>3</sup> 透明度一般可定义为市场参与者获取有关交易过程信息的能力，例如价格、订单规模、交易量、风险和交易者身份。它涉及交易前和交易后的信息，关键取决于参与者的意愿和交易所公开显示买卖订单的能力。（IOSCO. Transparency and Market Fragmentation, November 2001.）

| 第一次规划<br>1997-2002                                                       | 第二次规划<br>2000-2005                                                                | 第三次规划<br>2004-2009 | 第四次规划<br>2007-2012                                                                                                   | 第五次规划<br>2011-2015                                                                                              | 第六次规划<br>2014-2018                                                                                                       | 第七次规划<br>2020-2024                                                                                                                                          |
|--------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|--------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>3项战略目标</b><br>1. 确保商品期货期权市场的功能发挥<br>2. 保护市场参与者和公众<br>3. 培育开放、竞争和稳健的市场 | <b>3项战略目标</b><br>1. 确保商品期货期权市场的经济活力<br>2. 保护市场参与者和公众<br>3. 保证市场的完整性，培育开放、竞争和稳健的市场 | 同第二次规划             | <b>4项战略目标</b><br>1. 确保商品期货期权市场的经济活力<br>2. 保护市场参与者和公众<br>3. 保证市场的完整性，培育开放、竞争和稳健的市场<br>4. 通过高效率的组织管理和资源利用，有效支持CFTC完成目标 | <b>4项战略目标</b><br>1. 市场完整性和透明度<br>2. 稳健和规避系统性风险<br>3. 综合行政执法<br>4. 跨境合作与协调<br><b>1项管理目标</b><br>● 通过绩效管理优化CFTC的工作 | <b>4项战略目标</b><br>1. 市场完整性和透明度<br>2. 稳健和规避系统性风险<br>3. 全面执法<br>4. 国内和国际的合作与协调<br><b>1项管理目标</b><br>● 建立和维护高效率、多样化、积极投入的员工队伍 | <b>5项战略目标</b><br>1. 加强衍生品市场的韧性和完整性，同时培养其活力<br>2. 监管衍生品市场，以确保提高所有美国公众的利益<br>3. 鼓励创新并提升国内外市场参与者的监管体验<br>4. 对违反规则的实体或个人进行严厉打击<br>5. 专注于CFTC的独特使命，提高CFTC自身的行动效率 |

图 1：CFTC 历次规划及其目标<sup>4</sup>

CFTC 的规则和流程。

## （二）新规划的战略目标及工作重点

CFTC 将把工作重点放在 5 大战略目标上，而且每个目标都有明确的工作重点。

1. 目标 1：加强衍生品市场的韧性和完整性，同时培养其活力

CFTC 认为保护衍生品市场，将增强人们对其完整性的信心；采取措施避免系统性风险，不仅可以保护市场参与者，而且可以增加人们对美国衍生品市场稳健运行的信心。目标 1 下将实现的成果有：一以贯之地对中央对手方（Central Counterparties, CCP）实施监管；运用风险分析方法来制定和实施衍生品市场法规。

目标 1 下的工作重点包括 4 个方面：一是确保 CCP 保持全球最稳健。CCP 能为市场提供关键性服务并降低交易对手方风险，因此稳健的 CCP 对于衍生品市场的效率和稳定性至关重要。二是与国际同

行合作，减少市场分割。依靠国际合作和礼让，避免因不一致或相互矛盾的风险管理要求而造成的市场分割。三是有效监控并确保市场上保证金和资本达到最佳要求。确定互换交易商的资本监管规则，解决实施未清算互换保证金要求中存在的问题，以增强市场弹性。四是在不降低监管风控效果前提下，推出能增加流动性和提高市场透明度的政策。

2. 目标 2：监管衍生品市场，以确保提高所有美国公众的利益

CFTC 认为在监管衍生品市场时，必须认识到这些市场存在的根本目的是为所有美国公众服务。目标 2 下将实现的成果有：加强对终端客户的保护，以及优化市场准入规则；对大型金融机构和小型期货经纪商实施与其规模相匹配的监管。

目标 2 下的工作重点包括 5 个方面：一是致力于农业领域利益相关者做出更大贡献<sup>5</sup>。二是关注大型金融机构和小型期货经纪商各自独特作用。小

<sup>4</sup> 注：“商品”（Commodity）沿用《商品交易法》（CEA，1936 年颁布）和《商品期货现代化法案》（CFMA，2000 年颁布）对于 Commodity 的定义，不仅包含大宗商品，还包括利率、汇率、证券指数、债务和权益工具等。

<sup>5</sup> CFTC 重视对于农业领域的保护，主要是因为 CFTC 的前身为专门监督和管理农产品期货交易的商品交易管理局，隶属于美国农业部（USDA）。由于历史原因，目前，CFTC 分别对国会众议院农业委员会和参议院农业、营养与林业委员会负责。据悉，CFTC 现任主席希思·P·塔伯特（Heath P. Tarbert）在被提名为 CFTC 主席后也获得了美国农业行业的支持。

型金融机构和期货经纪商由于自身资源相对较少，相对于它们给整个金融体系带来的风险，可能要承担与其体量不成比例的合规要求。在适当的情况下，合规要求应当考虑到相关机构的规模及其经济活动的风险状况。三是使终端客户更容易进入市场。必须确保法规及其实施不会阻碍或惩罚需要对冲风险的终端客户。四是加强对客户资产和信息的保护。目前，CFTC 正着手修订相关规则，以促进对资产和信息的保护。五是对美国公众进行衍生品和 CFTC 使命的教育。对衍生品和 CFTC 使命的了解将有助于美国公众使用风险管理工具，避免受到欺诈。

### 3. 目标 3：鼓励创新并提升国内外市场参与者的监管体验

金融市场迅速采用新兴技术，衍生品市场经历了惊人的数字化转型，既带来了机遇，也带来了风险。CFTC 认为市场监管需要跟上甚至领先于新兴技术的发展，同时提出鼓励负责任创新，避免采用反映过时商业惯例的规则和方法。目标 3 下将实现的成果有：提高决策的透明度；减少不必要的监管。

目标 3 下的工作重点包括 5 个方面：一是在适当情况下，强调基于原则的监管。CFTC 基于原则监管的传统使市场得以发展，满足了经济不断变化的需求，同时降低了系统性风险。基于原则并不是要放松监管。在适当的情况下，运用基于原则的方法将有助于市场保持公平、创新和活力<sup>6</sup>。二是提高决策过程的透明度。CFTC 的监管决策往往对衍生品市场、经济和所有美国公众产生广泛而深刻的影响。

因此，CFTC 的决策过程必须公开透明。三是对同时受 CFTC 和美国证券交易委员会（U.S. Securities and Exchange Commission, SEC）管辖的市场参与者进行协同监管。受到 CFTC 和 SEC 双重监管的企业面临着监管重复和累赘的风险，CFTC 将采取协同一致的监管来减少其负担。四是应对监管“21 世纪大宗商品”<sup>7</sup>带来的风险和机遇。CFTC 将建立一个整体架构，以促进数字资产的负责任创新。五是清理不再起监管作用的法规。CFTC 在保持监管有效性的同时，也致力于减轻市场参与者与监管目的不成比例的负担。

### 4. 目标 4：对违反规则的实体或个人进行严厉打击

CFTC 专注于发现、调查和起诉可能损害市场完整性的违规行为，并最大限度地遏制可能的违规行为，增强公众对衍生品市场的信心。CFTC 强调对违规者采取严厉措施，但同时做到公平、一致，并认为维护市场完整性的最佳方法首先是阻止潜在的违规者实施违规行为。目标 4 下将实现的成果有：与其他刑事和民事执法当局协调；按 CFTC《执法手册》实施监管。

目标 4 下的工作重点包括 4 个方面：一是保证执法的公平性、一致性和可预测性。二是通过与其他刑事和民事执法机构协作，充分利用 CFTC 的专业知识和资源。违规行为不仅限于监管边界或国际边界，因此 CFTC 必须与国内外执法伙伴密切合作，保护美国的市場。三是在必要和适当的情况下，制

<sup>6</sup> 2020 年 6 月 15 日，塔伯特在《哈佛商业评论》发表了题为《原则监管的规则，与规则监管的原则——构建稳健金融监管的工具》一文，明确提出目前 CFTC 主要采用基于原则的监管模式，该模式给管理带来了很大的灵活性并使 CFTC 能够快速应对市场中的科技发展与进步。新规划进一步强调了塔伯特的理念，指出 CFTC 将专注于正确地融合原则和规则，以达到构建稳健金融监管的目标。

<sup>7</sup> “21 世纪大宗商品”指的是数字资产（digital assets），塔伯特表示，该数字资产通常被称为“虚拟货币”或“加密货币”。

定明确的规则来防止市场操纵。试图垄断或操纵市场的行为给参与者带来严重的风险，需要对这些行为应用直接、可预测和一致的明线规则<sup>8</sup> (bright-line rules) 进行监管。四是将市场监管重点放在最有可能出现欺诈和操纵的领域。CFTC 优先监控最有可能发生欺诈和操纵的产品和市场，通过使用复杂的数据分析来高效地识别潜在违反美国《商品交易法》(CEA) 和 CFTC 相关规定的行为。

5. 目标 5：专注于 CFTC 的独特使命，提高自身的运营效率

CFTC 希望创造一个有凝聚力的、以结果为导向的工作环境，以实现自身的愿景。CFTC 员工都可对其使命、愿景和核心价值观提出意见，从而保证使命、愿景和核心价值观真正代表 CFTC。目标 5 下将实现的成果有：提升运营效率；增强数据收集、使用、分析和保护等能力。

目标 5 下的工作重点包括 4 个方面：一是重新制定 CFTC 的共同使命、愿景和核心价值观。二是增强数据收集、使用、分析和保护等能力。CFTC 正在提高数据分析能力，并使用先进和复杂的建模技术，如机器学习，来提高数据质量和验证效果，识别对市场和客户的潜在危害。三是通过提高效率、简化流程和削减不必要的支出，节约运营成本。CFTC 通过精简和集中机构管理职能，以及改善空间管理来最大限度地利用有限的资源。CFTC 将不断优化组织结构，并优先配置资源，以便最好地实现

CFTC 的独特使命。四是吸引、留住和提升一支最优秀的多元化员工队伍。CFTC 将不断改进人力资本计划，以确保能持续地吸引、留住和提升多元化和高绩效的员工队伍。

## 二、新规划的特点

CFTC 新规划既体现了对历次战略规划的传承，又反映了 CFTC 新的监管理念和重点。此外，从时间脉络上看，CFTC 历次战略规划多数是历届主席在上任两年内发布的，可以看作 CFTC 主席的任内“施政纲领”。因此，新规划也体现了现任主席希思·P·塔伯特 (Heath P. Tarbert)<sup>9</sup> 的监管理念。

### （一）传承了历次战略规划的重要目标

一是始终重视确保市场特性和功能发挥。从历次规划编制情况来看，CFTC 始终将确保市场特性和功能发挥放在战略目标首位，并在制定战略目标时有所传承。CFTC 在首次规划中提出市场功能发挥，并在第 2 次至第 4 次规划中进一步明确为确保市场活力，第 5 次和第 6 次规划调整为市场完整性和透明度。新规划则囊括了前几轮规划的重点，提出加强市场的韧性、完整性和活力。二是不断强化监管执法。CFTC 自第 5 次规划起将监管执法作为战略目标之一，从战略目标的表述上可以发现，执法力度有不断加强的趋势。第 5 次规划提出综合行政执法，第 6 次规划调整为全面执法，新规划则更进一步提出要严厉打击违规行为，并强调最大限度地遏制可

<sup>8</sup> 明线规则是一种司法规则，指为了使一项法律或法规更加清晰，通过设定一个基本标准来澄清歧义并建立一个简单的设定来帮助解决模棱两可的问题。（Thomson and Gale, West's Encyclopedia of American Law (2nd Edition) Volume 13 (Dictionary and Indexes), 2004.）

<sup>9</sup> 塔伯特是共和党人，历任世界银行集团董事会美国代理执行董事、美国财政部国际市场和事务的助理部长、财政部国际事务的副部长、外国投资委员会 (CFIUS) 的政策主席。同时，在就职财政部期间，塔伯特代表美国参加了金融市场监管领域的几个主要国际组织，如金融稳定委员会 (FSB)。他还率领美国代表团出席了七国集团和二十国集团财长及央行行长代表会议。2020 年 6 月起，塔伯特担任国际证监会组织 (IOSCO) 董事会副主席。

能的违规行为。三是注重通过内部治理与新科技来提升监管效能。内部治理效率方面，CFTC 在第 4 次规划中首次提出通过高效率的组织管理支持目标的完成，并在第 5 次和第 6 次规划中专门制定了内部组织管理战略目标，如为员工创造信息共享和沟通顺畅的工作环境，开展年度安全和保密培训等。同时，新规划继续提出要“提高 CFTC 自身的运营效率”，“吸引、留住和提升一支最优秀的多元化员工队伍”等目标。2020 年 10 月，CFTC 公布了机构改革方案，新设立包括数据部在内的 4 大部门，以提高机构运营效率，该方案已于 2020 年 11 月正式实施<sup>10</sup>。新科技应用方面，第 6 次规划在每项战略目标下都提出了对应的信息技术措施；并制定了 IT 战略规划目标（主要包括提升数据的可获得性和加强对数据的理解等方面）。而新规划又提出通过不断引入和应用先进的机器学习、人工智能和算法交易等金融科技和技术，提高自身的监管能力。

## （二）提出了新的监管理念与重点

一是首次明确强调对美国公众利益的保护。在前 4 次规划中，CFTC 提出的是“保护市场参与者”，而新规划则将保护的范围限定为美国公众，是“美国优先”政策的鲜明体现。二是首次明确提出鼓励负责任创新。CFTC 一直被认为是一家具有前瞻性思维的金融科技监管机构<sup>11</sup>，其在新规划中，首次明确表示鼓励负责任创新，表现出了对于金融科技、数字资产等新事物较高的开放性和包容支持的态度。

三是强调了针对不同规模的机构实施适当的监管。虽然 CFTC 已于 2012 年开始豁免了总资产规模在 100 亿美元以下的小型金融机构参与互换交易的强制清算要求<sup>12</sup>，但在其前期规划中，一直未将对规模不同的金融机构实施差异化监管作为工作重点。直到在新规划中，CFTC 才首次提出，要关注大型金融机构和小型期货商各自独特的作用，并认为应制定适配金融机构规模的监管规则。

## （三）体现了现任主席对待国际合作的消极态度

第 5 次和第 6 次规划都将国际合作相关内容作为一项战略目标，分别是“跨境合作与协调”和“国内和国际的合作与协调”。但新规划将相关内容下降为战略目标 1（加强衍生品市场的弹性和完整性，同时培养其活力）中的一个战略重点（与国际同行合作，减少市场分割），在一定程度上体现了现任 CFTC 主席塔伯特对待国际合作的消极态度。塔伯特来自共和党，在担任外国投资委员会（CFIUS）政策主席时，曾倡导《外国投资风险评估现代化法案》（Foreign Investment Risk Review Modernization Act, FIRRMA）<sup>13</sup>，该法案旨在加强对美国外国投资的监管，以更好地保护国家安全。期间，他推动了对外国投资的高度审查，要求设定更严格的标准，保护美国技术优势。

<sup>10</sup> <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8297-20>.

<sup>11</sup> <https://www.crowdfunder.com/2019/06/148909-cftc-announces-fintech-forward-2019-conference-launches-labcftc-accelerator/>.

<sup>12</sup> 《多德-弗兰克法案》第 723 节规定，商业性终端客户作为互换强制清算的例外，并将是否豁免小型金融机构的强制清算授权给监管机构。CFTC 于 2012 年 7 月发布了《互换的强制清算要求的终端客户例外》（End-User Exception to the Clearing Requirement for Swaps）。

<sup>13</sup> 2018 年 8 月在美国国会获得通过。

### 三、启示与建议

监管体系建设是期货市场健康发展的压舱石之一。为了更好地推动期货市场向市场化、法治化、国际化方向发展，更有效地落实“建制度、不干预、零容忍”的方针<sup>14</sup>，本文基于对 CFTC 战略规划相关内容的分析，发现 CFTC 规划中的相关做法，如利用金融科技提升自身监管效能方面，我国监管机构也已作了相应安排。早在 2018 年 8 月，证监会就正式发布了《中国证监会监管科技总体建设方案》，明确监管科技的相关内容；并于 2020 年 6 月成立科技监管局，重构科技监管体系。同时，结合我国期货市场监管实际，提出如下建议：

#### （一）加快补齐期货市场基础制度体系的短板

为了更好地落实“建制度”主线要求，结合 CFTC 新规划战略重点，建议一是加快建立 CCP 相关制度。CCP 清算机制是金融市场系统性风险管理的重要工具之一，因此 CFTC 将“确保中央对手方保持全球最为稳健”作为新规划的首个工作重点，其重视态度可见一斑。目前，我国期货市场的 CCP 制度尚未建立，一定程度上阻碍了市场的高质量发展。二是完善场外衍生品市场的相关制度体系。自从《多德 - 弗兰克法案》将互换市场的监管职责授权给 CFTC 后，为了不断提升市场完整性和透明度，CFTC 一直致力于不断完善互换市场制度与规则体系建设；在其新规划中，也将相关工作作为工作重点之一，加以落实。目前，我国商品期货交易所均已

开始布局互换等场外市场。未来随着交易规模不断增加，产品日益丰富，风险传导机制愈加复杂，违法违规行也更为隐蔽，加之场外市场相关法律制度的缺失，必然会影响市场的弹性和韧性。三是探索对不同规模的市场参与者实施差异化监管。CFTC 认为施加给小型市场参与者的合规成本并不总能降低系统性风险，而合规成本对于小型机构来说往往是额外的沉重负担，甚至导致其被迫削减持仓甚至清仓，这在一定程度上可能导致市场过于集中并带来不利影响，如互换的买卖价差过高。基于对小型机构的监管成本往往无法获得相应的社会效益，2019 年“沃尔克规则”修订案减轻了较小的地区性银行和终端客户参与衍生品交易的监管负担<sup>15</sup>。同年，CFTC 将互换交易商监管豁免标准设定为年交易额名义价值不超过 80 亿美元（2019 年美国互换交易商年平均交易额名义价值约为 1.7 万亿美元）<sup>16</sup>。目前，我国期货公司的规模均相对较小，不同规模机构适用同等监管要求的问题尚不明显，但未来随着大型银行等金融机构被允许进入除贵金属之外的大宗商品期货市场后，就会存在因规模不同而导致监管效率和社会效益相矛盾的问题。因此，建议提前布局和研究建设与期货市场参与者规模相适配的监管体系。

#### （二）提升期货市场监管执法的可预测性

CFTC 为了保障其监管执法的公平性、一致性和可预测性，在新规划中强调其执法需要严格遵守其《执法手册》（以下简称《手册》）。《手册》

<sup>14</sup> 第十二届陆家嘴论坛隆重开幕，国务院副总理刘鹤书面致辞（全文），<https://www.yicai.com/news/100671639.html>。

<sup>15</sup> <https://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/tarbertstatement091619>。

<sup>16</sup> Tarashev, N. C. Borio and K. Tsatsaronis (2010), “Attributing Systemic Risk to Individual Institutions”, BIS Working Paper No. 308, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1631761> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1631761>。

由 CFTC 于 2019 年 5 月 8 日首次发布，是 CFTC 开展执法工作时的参考依据，也是向公众介绍 CFTC 执法情况的媒介。《手册》内容较为丰富（共 62 页），概述了 CFTC 及其执法部门（Division of Enforcement, DOE）的职能，制定了 CFTC 执法的完整流程，主要涵括线索收集，调查，诉讼，对自主报告、配合和补救措施的考量，合作执法，特许权和保密，举报人计划等方面内容。此外，CFTC 会根据政策的变化对《手册》进行修订，如 2020 年 5 月 20 日，CFTC 发布了首个《民事罚款（CMP）指南》，并将其纳入到《手册》中。该指南列举了 CFTC 在进行民事罚款时应考虑的因素，即违规行为的严重性、是否有减轻和加重处罚情节等因素<sup>17</sup>。总体来说，《手册》的颁布提升了 CFTC 执法的可预测性，对违规行为形成了一定的威慑力。相较之下，目前我国期货市场上，虽然证监会颁布的《中国证监会关于进一步加强稽查执法工作的意见》等规定，已经建立了违法案件调查基本框架，但缺少对执法流程的系统性制度设计。因此，证监会可借鉴 CFTC《手册》的相应做法，制定并发布更为细化的监管执法操作手册和指南等，并及时依据政策变化进行更新，继而让公众和广大的市场参与者了解

期货市场监管的相关流程和规范，进一步提升监管执法的公平性、专业性和可预测性。

### （三）稳健推进与美国的合作，充分防范长臂管辖风险

CFTC 新规划明确提出加强对美国公众利益的保护。2020 年 7 月，塔伯特曾表示，“CFTC 的一个重要作用是保护和促进美国的利益。在这方面，国会赋予 CFTC 明确的域外权力（extra-territorial power），以保护美国金融体系，防止在美国境外产生的风险回流到美国”<sup>18</sup>。此前，为了进一步保护美国境内投资者的合法利益以及防止商业欺诈，在 2020 年 3 月 3 日，CFTC 通过了美国联邦法规第 17 篇第一章第 30 部分中，关于外国公司向美国境内客户销售外国期货和期权产品监管规则的修订草案，其中新增了 CFTC 有权取消豁免的情形<sup>19</sup>。可预见，在新规划指导下，当与美国相关机构合作或引入美国投资者参与我国期货市场时，我国面临的长臂管辖风险可能较以往更严峻，建议后续持续关注 CFTC 跨境监管动向；同时在与美国合作时，要充分分析风险，并做好应对预案。

（责任编辑：陈昊）

<sup>17</sup> <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8165-20>.

<sup>18</sup> 来源于塔伯特在支持《最终跨境互换规则》（Final Cross-Border Swap Rule）的声明。

<sup>19</sup> 三种情形主要是以美国联邦法规第 17 篇第一章第 30 部分附件 A 所规定标准是否得到持续性的满足，是否符合美国公共利益和监管目的以及申请人与 CFTC 之间信息共享安排机制等内容为判断依据，强调监管机构之间“互利互让”的合作原则。

# 世界主要交易所 清算会员情况分析

上海期货与衍生品研究院 徐欣晗 石松 杜宸

纵观衍生品市场清算模式的发展，大体有垂直清算<sup>1</sup>和水平清算<sup>2</sup>两种模式。2008年全球金融危机以前，世界主要交易所中既有采用垂直清算模式的，如芝加哥商业交易所集团（CME集团）的清算由内设的CME清算所（CME Clearing）负责，新加坡交易所（Singapore Exchange, SGX）的衍生品清算由SGX衍生品清算所（Singapore Exchange Derivatives Clearing, SGX-DC）负责；也有采用水平清算模式的，如伦敦金属交易所（London Metal Exchange, LME）、洲际交易所（Intercontinental Exchange, ICE）和欧洲期货交易所的清算由伦敦清算所（London Clearing House, LCH）负责。

2008年之后，垂直清算逐渐发展成为了交易所的核心竞争力<sup>3</sup>，原先采用水平清算模式的交易所也转向了垂直清算模式。如2008年11月，ICE建立了ICE欧洲清算所，不再使用LCH的清算服务；2014年9月，LME建立了自己的清算所LME清算所（LME Clear）。截至2020年年底，场内衍生品交易量前十<sup>4</sup>的交易所中，除了芝加哥期权交易所（Chicago Board Options Exchange, CBOE）因为监管原因采用水平清算模式<sup>5</sup>外，其他都采用垂直清算模式。

与水平清算模式不同，垂直清算模式下，交易所除了上市相关衍生品外，还需要关注和维护清算体系的安全和稳定，尤其是如何选取清算会员及

<sup>1</sup> 指通过交易所内部设立清算所或清算部门来提供清算服务的模式。

<sup>2</sup> 指单独成立的清算机构为多家交易所提供清算服务的模式。

<sup>3</sup> 清算业务内置能够使产品创新和投资者服务更有保障、降低投资者的交易成本、更好应对紧急风险事件、降低不确定性风险、使交易所更容易做大做强。

<sup>4</sup> 根据FIA（期货业协会）统计。

<sup>5</sup> CBOE由期权清算中心（The Options Clearing Corporation, OCC）清算。

防范其违约风险。为此，在垂直清算模式下，世界主要交易所将交易会员和清算会员的资格分离，从而根据不同的清算业务和清算需求设置不同的清算会员类型和不同的资格要求，同时通过设立与清算会员利益一体化的违约瀑布，来降低清算会员的违约风险。如 2020 年 3 月，浪人资本（Ronin Capital）无法满足 CME 的清算会员资本要求，为了防止浪人资本违约对 CME Clearing 的稳定造成影响，CME 对浪人资本持有的投资组合头寸进行拍卖，并在随后取消了浪人资本的清算会员资格。

虽然我国期货市场也都采用垂直清算模式，但是在具体的清算体系设置方面存在一些差异，如我国 3 家商品期货交易所都采用的是全员结算制、对客户的清算只能通过期货公司来完成、没有利益一体化的违约瀑布等。随着我国期货市场的持续对外开放，以及服务和引领实体经济的不断深化，投资者对我国期货市场清算体系的要求也在不断提高，如希望进一步提高资金使用效率，再如产业客户和境外投资者担心期货公司的资本较少，对其是否有足够的违约风险抵御能力表示担忧。

因此，在期货市场持续对外开放背景下，如何进一步完善我国期货市场清算体系，是值得研究的问题。本文从清算体系的重要组成部分——清算会员的角度出发，通过对标 CME 集团、ICE、LME、德意志交易所集团（Deutschen Börse Group，DBG）、SGX 等世界主要交易所的清算会员设置、分类、特征等内容，给出优化我国商品期货市场清

算会员体系的方向，进而为完善我国期货市场清算体系打下基础。

## 一、世界主要交易所清算会员基本情况

本文研究的 5 个世界主要交易所都采用的是垂直清算模式，但是每个交易所的清算安排并不相同，例如有设置单一清算所的，有在不同地区设置多个清算所的；以及会根据自身的清算业务需要或者产品种类设置不同的清算会员类型等。各个交易所集团的清算会员基本情况介绍如下：

### （一）CME 集团清算会员基本情况

CME 集团的清算统一由内设部门 CME Clearing 负责。在提供清算服务时，CME Clearing 分别为 CME 集团下的芝加哥商业交易所（CME）、芝加哥期货交易所（CBOT）、纽约商业交易所（NYMEX）和纽约商品交易所（COMEX）4 个场内交易市场及场外利率互换（OTC IRS）和场外外汇（OTC FX）2 个场外交易市场<sup>6</sup>提供清算服务，并针对不同的交易市场设置不同的清算会员类型和资格要求；除了清算部分跨交易所交易特权的产品外，各个交易市场的清算会员资格彼此独立。

满足清算会员资格要求的企业可以申请成为一个或多个场内交易市场的某个类型清算会员或者场外交易市场清算会员，并为其客户提供不同商品的清算服务。如 CME 清算会员可以清算 CME 产品（欧洲美元、E 迷你 S&P 500、家畜、外汇、乳制品期货和期权等）、拓展访问产品（EAP，在 CME 或

<sup>6</sup> OTC IRS 和 OTC FX 清算会员资格挂在 CME 清算会员下。

CBOT 上市，如标普 600 小盘股指数)<sup>7</sup>，以及 OTC IRS 和 OTC FX<sup>8</sup>；COMEX 清算会员可以清算 COMEX 产品（黄金、白银、铜、铝和其他金属）、金属远期产品及已获得跨交易所交易特权的 NYMEX 产品等（表 1）。

从清算会员数量来看，截至 2020 年年底，CME 集团共有 66 个清算会员，其中，69.7% 的清

算会员获得 4 个及以上交易市场的清算会员资格（图 1），仅 13.6% 的清算会员只在场外清算。从各个交易市场来看，4 个场内交易市场的清算会员数大致相同，CBOT 清算会员最多（53 个），COMEX 的清算会员最少（46 个）；场外交易市场的清算会员明显少于场内交易市场。

表 1：CME 集团清算会员<sup>9</sup>

| 交易市场 | 设置的清算会员类型                                                         | 清算会员类型特点               | 清算产品种类                                                                                        | 归类 <sup>10</sup> | 数量 |
|------|-------------------------------------------------------------------|------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|----|
| CME  | CME 清算会员 <sup>11</sup>                                            | —                      | CME 产品（欧洲美元、E 迷你 S&P 500、家畜、外汇、乳制品期货和期权等）；场外外汇和利率互换；拓展访问产品（EAP，在 CME 或 CBOT 上市） <sup>11</sup> | 一般、直接、自营清算会员     | 51 |
|      | 金融工具清算会员（FICM）                                                    | 需要一个 CME 或 CBOT 清算会员担保 | 特定 CME 和 CBOT 利率产品                                                                            | 自营清算会员           |    |
| CBOT | 清算期货经纪商（Clearing FCMs）                                            | 在 CFTC 注册的期货经纪商        | CBOT 产品（玉米、大豆、豆粕、大豆油、国债、国债期货和期权等）；乙醇和谷物互换；拓展访问产品（EAP，在 CME 或 CBOT 上市）                         | 一般、直接清算会员        | 53 |
|      | 清算紧密控股公司成员（grandfathered Clearing Closely Held Corporate Members） | 全部由公司会员或雇员控股           |                                                                                               |                  |    |
|      | 清算公司成员（Clearing Corporate Members）                                | —                      |                                                                                               |                  |    |
|      | 金融工具清算会员（FICM）                                                    | 需要一个 CME 或 CBOT 清算会员担保 |                                                                                               |                  |    |

<sup>7</sup> EAP 为符合条件的 CME 和 CBOT 会员提供部分 CBOT 或 CME 上市产品的交易权限和折扣费率。EAP 由一家交易所（CME 或 CBOT）上市，上市该产品的交易所称为“Home”交易所，另一家交易所称为“Away”交易所。

<sup>8</sup> CME 清算会员可以选择：（1）清算 CME 产品、OTC IRS、OTC FX 三者之一；（2）同时清算 CME 产品、OTC IRS、OTC FX 三者之二；（3）同时清算 CME 产品、OTC IRS 及 OTC FX。

<sup>9</sup> 清算产品种类中如有其他交易所的产品，都是已获得跨交易所交易特权的。

<sup>10</sup> 标准详见下文二（二）。

<sup>11</sup> 含 2 个非活跃清算会员，通过其他清算会员来清算自己的交易，维持清算会员资格是为了获得一些特殊费用等。

| 交易市场     | 设置的清算会员类型        | 清算会员类型特点                      | 清算产品种类                                                | 归类 <sup>10</sup> | 数量 |
|----------|------------------|-------------------------------|-------------------------------------------------------|------------------|----|
| NYMEX    | NYMEX 清算会员       | —                             | NYMEX 产品（天然气、原油、煤、金属等）；场外能源产品；已获得跨交易所交易特权的 COMEX 产品   | 一般、直接、自营清算会员     | 51 |
| COMEX    | COMEX 清算会员       | —                             | COMEX 产品（黄金、白银、铜、铝和其他金属）；金属远期产品；已获得跨交易所交易特权的 NYMEX 产品 | 一般、直接、自营清算会员     | 46 |
|          | COMEX 期权会员       | —                             | COMEX 期权                                              |                  |    |
| OTC IRS  | 会员资格挂在 CME 清算会员下 | 仅 CME 清算会员可以选择同时或单独清算 OTC IRS | 场外利率互换                                                | 一般、直接、自营清算会员     | 28 |
| OTC FX   | 会员资格挂在 CME 清算会员下 | 仅 CME 清算会员可以选择同时或单独清算 OTC FX  | 场外外汇                                                  | 一般、直接、自营清算会员     | 11 |
| CME 集团合计 |                  |                               |                                                       |                  | 66 |

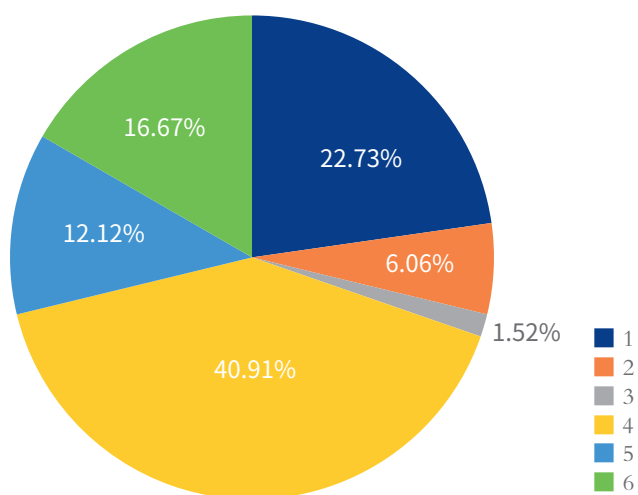


图 1：CME 集团清算会员获得各交易市场清算会员资格的数量分布情况

## （二）ICE 清算会员基本情况

ICE 的清算由下属的 6 个清算所分别负责，分别为 ICE 欧洲、美国、荷兰、新加坡、信用清算所以及能源清算所（ICE NGX）。6 个清算所中，除了

ICE NGX 实行直接清算业务（即所有市场参与者都可以直接进行清算）以外，其他清算所都将交易会员与清算会员资格分离，并设置相互独立的清算会员资格。

在提供清算服务时，ICE 的每个清算所清算的产品并不是和对应名称的交易所的产品一一对应；也不是和产品种类一一对应，即不同清算所清算的产品种类是有所重复的。如 ICE 欧洲清算所的清算会员不仅可以清算 ICE 欧洲交易所的农业、能源、利率、股票衍生品及场外 CDS，而且可以清算 ICE 美国交易所和欧洲大陆能源交易所（ICE Endex）的能源衍生品；同时，ICE 欧洲清算所和 ICE 美国清算所的清算会员都清算农业衍生品。

从数量来看，截至 2020 年年底，ICE 总共有 104 个清算会员。其中，ICE 欧洲清算所的清算会员数量最多，为 90 个；美国清算所和信用清算所的清算会员分别为 36 个和 29 个；荷兰和新加坡清算所的清算会员数量相对较少，分别为 5 个和 2 个（表 2）。在 ICE 欧洲、美国、荷兰、新加坡、信用清算所中，43.3%（45 个）的清算会员是 2 个及以上清算所的会员，11.5%（12 个）的清算会员是 3 个及以上清算所的会员。

表 2：ICE 清算会员

| 清算所                     | 设置的清算会员类型                              | 清算产品种类                        | 归类 <sup>13</sup> | 数量  |
|-------------------------|----------------------------------------|-------------------------------|------------------|-----|
| ICE 欧洲清算所 <sup>14</sup> | 未披露                                    | 农业、能源、利率、股票衍生品、CDS            | 一般、直接、自营清算会员     | 90  |
| ICE 美国清算所               |                                        | 农业、Eris 信用期货、股票衍生品、外汇、金属、数字资产 |                  | 36  |
| ICE 荷兰清算所               |                                        | 股票衍生品                         |                  | 5   |
| ICE 信用清算所               |                                        | CDS                           |                  | 29  |
| ICE 新加坡清算所              |                                        | 数字资产、能源、股票衍生品、外汇              | 一般清算会员           | 2   |
| ICE 能源清算所（ICE NGX）      | 实行直接清算业务，所有市场参与者都可以直接进行清算，无需第三方清算会员的介入 | 天然气、电力                        | —                | —   |
| ICE 总计                  |                                        |                               |                  | 104 |

### （三）LME 清算会员基本情况

LME 的清算由子公司 LME Clear 负责，并按照产品类别是否为贵金属设置了两个清算会员体系。两个清算会员体系下，清算会员资格相互独立，但

是都包含一般和自营两种清算会员类型（表 3）。其中，非 LMEprecious 下的清算会员与 LME 的会员分类有关，一类（圈内会员）和二类会员都为一般清算会员，有 41 个；三类会员是自营清算会员，有 5 个。

<sup>13</sup> 标准详见下文二（二）。

<sup>14</sup> ICE 欧洲清算所清算会员包含曼氏全球金融英国公司（MF Global UK Limited），但它已于 2011 年提交破产申请，目前清算会员资格为暂停状态。

LMEprecious 的清算会员是 LME 为了推出贵金属期货而单独设立的清算会员体系，目前共有 7 个一般

清算会员和 1 个自营清算会员，这 8 个清算会员都来自非 LMEprecious 的一般清算会员。

表 3：LME 清算会员

| 设置的清算会员类型     |             | 清算会员类型特点                 | 清算产品种类        | 归类 <sup>15</sup> | 数量 |
|---------------|-------------|--------------------------|---------------|------------------|----|
| 非 LMEprecious | 一般清算会员（GCM） | 一类（圈内会员）和二类会员，清算自营和客户的交易 | 除贵金属以外的其他金属产品 | 一般清算会员           | 41 |
|               | 自营清算会员（ICM） | 三类会员，仅能清算自营交易            |               | 自营清算会员           | 5  |
| LMEprecious   | 一般清算会员（GCM） | 一类（圈内会员）和二类会员，清算自营和客户的交易 | 贵金属产品         | 一般清算会员           | 7  |
|               | 自营清算会员（ICM） | 三类会员，仅能清算自营交易            |               | 自营清算会员           | 1  |
| LME 总计        |             |                          |               |                  | 46 |

#### （四）DBG 清算会员基本情况

DBG 的清算业务分别由 Eurex 清算所、欧洲商品清算所（ECC）、Nodal 清算所三个清算所负责，并且每个清算所的清算产品与相应的交易所一一对应。

DBG 的三个清算所根据其清算业务需要设置不同的清算会员类型（表 4），例如 ECC 设有一般和直接清算会员两种类型；Nodal 清算所设有期货经纪商（FCM）和自营清算会员；而 Eurex 清算所的清算会员类型最多也最复杂，其根据不同的产品种类设置了不同的清算会员类型，甚至根据客户的特殊清算需要设置了特定的清算会员类别——基础清算会员（BCM）。一般情况下，客户通过清算会员与清算所建立联系；在 BCM 模式下，客户作为

BCM 直接与清算所进行清算，但是其他业务（如与清算所之间接收和提交通知）仍然由清算会员负责，并且 BCM 不需要缴纳违约基金。

从清算会员数量来看，DBG 的清算会员共有 237 个，其中主要集中在 Eurex 清算所（214 个）；ECC 和 Nodal 清算所的清算会员分别只有 33 个和 15 个。

#### （五）SGX 清算会员基本情况

SGX 的衍生品清算由 SGX-DC 负责。SGX-DC 针对不同的产品种类设置不同的清算会员类型（表 5），如一般清算会员 / 银行清算会员、直接清算会员可以清算铁矿石、橡胶、航运、煤炭等产品种类；远程清算会员（RCM）可以清算非相关市场合约<sup>16</sup>，包括自营、关联公司的自营和第三方交易；同时

<sup>15</sup> 标准详见下文二（二）。

<sup>16</sup> Non-Relevant Market Contracts，主要指未在交易所上市的合约。

表 4：DBG 清算会员

| 设置的清算会员类型    | 清算会员类型特点                                                     | 清算产品种类                                    | 归类 <sup>17</sup> | 数量  |
|--------------|--------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|------------------|-----|
| 一般清算会员（GCM）  | 清算自营和客户的交易                                                   | 利率、股票、股指、股息、波动率指数、ETF、商品、房地产、外汇等衍生品       | 一般清算会员           | 63  |
| 直接清算会员（DCM）  | 清算自营、关联的直接清算市场参与者、未披露信息的客户的交易                                |                                           | 直接清算会员           | 147 |
| 基础清算会员（BCM）  | 客户作为 BCM 直接与清算所进行清算，但其他业务（如与清算所之间接收和提交通知）仍由清算会员负责，并且无需缴纳违约基金 | 场外利率衍生品和回购产品                              | 特定清算会员           | 10  |
| Eurex 清算所    | 场外清算 IRS 一般清算会员（EurexOTC Clear IRS GCM）                      | 清算自营和客户的交易                                | 一般清算会员           | 62  |
|              | 场外清算 IRS 直接清算会员（EurexOTC Clear IRS DCM）                      | 利率互换                                      | 直接清算会员           | 24  |
|              | 清算会员代理（CM-Agent Eurex）                                       | 为 BCM 提供部分支付、提交证券保证金抵押品、日内风险管理、交易和头寸管理等服务 | —                | 6   |
|              | 第三方信息提供者（Third-Party Information Provider）                   | 提供第三方信息                                   | —                | 5   |
|              | 特定回购许可证持有人（Specific Repo License Holder）                     | Eurex 清算所的直接参与者，无需缴纳保证金或违约基金              | 回购、融券产品          | 4   |
|              | 特定贷款人许可证持有人（Specific Lender License Holder）                  |                                           | 融券产品             | 1   |
|              | 代理贷款人（Agent Lender）                                          | 为清算会员提供贷款代理服务                             |                  | 2   |
| 欧洲商品清算所（ECC） | 一般清算会员（GCM）                                                  | 清算自营、客户或非清算会员的交易                          | 一般清算会员           | 29  |
|              | 直接清算会员（DCM）                                                  | 清算自营、客户和关联非清算会员的交易                        | 直接清算会员           | 4   |
| Nodal 清算所    | 期货经纪商（FCM）清算会员                                               | 在 CFTC 注册的期货经纪商；清算自营和客户的交易                | 一般清算会员           | 14  |
|              | 自营清算会员（House-Only Clearing Members）                          | 仅能清算自营交易                                  | 自营清算会员           | 1   |
| DBG 总计       |                                                              |                                           |                  | 237 |

<sup>17</sup> 标准详见下文二（二）。

RCM 要求申请者不在新加坡注册成立，并且不在新加坡当地提供、不在其他地区为新加坡客户提供任何金融服务（包括清算服务）；FCM 清算会员要求是在 CFTC 注册的期货经纪商，为清算互换（Cleared Swaps）客户清算非相关市场合约或场外金融衍生

品合约（OTCF Contracts）；名誉清算会员（HCM）是由清算所邀请有杰出贡献的人担任。目前，SGX 的一般清算会员 / 银行清算会员、直接清算会员共有 25 个，远程清算会员、FCM 清算会员和名誉清算会员数量都为 0。

表 5：SGX-DC 清算会员

| 设置的清算会员类型                    | 清算会员类型特点                                                                 | 清算产品种类                              | 归类     | 数量 |
|------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|--------|----|
| 一般清算会员（GCM）<br>/ 银行清算会员（BCM） | 清算自营和第三方的交易；能接入 CME 和 SGX 的相互冲销系统（MOS）                                   | 铁矿石、橡胶、航运、煤炭、石化、油、电力、指数、股票衍生品、外汇、利率 | 一般清算会员 | 25 |
| 直接清算会员（DCM）                  | 清算自营和关联公司的自营交易                                                           |                                     | 直接清算会员 |    |
| 远程清算会员（RCM）                  | 清算自营、关联公司的自营和第三方交易；申请者不在新加坡注册成立，并且不在新加坡当地提供、不在其他地区为新加坡客户提供任何金融服务（包括清算服务） | 非相关市场合约                             | 特定清算会员 | 0  |
| 期货经纪商（FCM）清算会员               | 在 CFTC 注册的期货经纪商，为 Cleared Swaps（清算互换）客户清算                                | 非相关市场合约或场外金融衍生品合约                   |        |    |
| 名誉清算会员（HCM）                  | 由清算所邀请有杰出贡献的人担任                                                          | 清算所邀请有杰出贡献的人担任                      |        |    |
| SGX-DC 总计                    |                                                                          |                                     |        | 25 |

## 二、清算会员特征

虽然每个交易所集团的清算安排并不相同，但是这些交易所集团的清算会员体系仍然具备一些共同特征，可供我国期货市场对标和借鉴。

### （一）清算会员与交易会员资格分开

从 5 个世界主要交易所的清算会员基本情况来看，除了 ICE NGX 的所有参与者都可以直接参与清算外，其他交易所集团的清算会员资格与交易会员资格是分开的。清算与交易的会员资格分离，一方

面可以让清算所根据业务需要、交易市场、产品种类、企业类型等设置不同的清算会员类型；另一方面，也可以针对不同的清算会员类型设置不同的资格要求，继而提升清算体系的稳定性和安全性。

### （二）清算会员可归类为一般、直接 / 自营和特定清算会员三类

虽然不同清算所设置的会员类型不同，但基本上可以归为以下三类：一般、直接 / 自营和特定清算会员（表 6）。其中，一般清算会员可以清算自营、

<sup>18</sup> 标准详见下文二（二）。

关联公司<sup>19</sup>和其他客户的交易；直接 / 自营清算会员主要清算自营交易，两者的区别在于直接清算会员还可以清算关联公司的交易；特定清算会员是各清算所根据特定的清算模式、特定客户群体或交易特定产品的客户设置的一类会员。例如，Eurex 清算所的基础清算会员（BCM）直接与清算所进行清算，但是其他业务（如与清算所之间接收和提交通

知）仍然由清算会员负责；CME Clearing 的金融工具清算会员（FICM），能清算与现金、期货交易策略相关的某些 CME 和 CBOT 利率产品的自营交易；SGX-DC 的远程清算会员（RCM），可以清算非相关市场合约。各个清算所的清算会员归类见表 1 至表 5 的相关内容。

表 6：清算会员归类

| 会员归类                                                                                                  | 归类依据                |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|
| 一般清算会员（General Clearing Member, GCM）                                                                  | 能清算自营、关联公司和其他客户的交易  |
| 直接清算会员（Direct Clearing Member, DCM）                                                                   | 仅能清算自营和关联公司的交易      |
| 自营清算会员（Individual Clearing Member, ICM 或 House-Only Clearing Member、Proprietor Clearing Member 等相关表述） | 仅能清算自营交易            |
| 特定清算会员                                                                                                | 根据清算所的特定需求设置的清算会员类别 |

### （三）清算会员资本要求差异化及动态监管

各个清算所都针对清算会员设置了资格要求。共性的资格要求有：持有必要的监管授权和许可，在合适的银行托管资金，能够满足相应的资本和保证金要求，适当向担保基金捐款，具有长期良好的评级，没有破产或其他违约事件，员工对要清算的产品有足够的经验和知识等。

同一清算所对不同的清算会员类型的资格要求主要体现在资本要求上。清算所主要根据清算会员类型、清算会员是否为银行、清算的产品种类等设置不同的资本<sup>20</sup>要求（表 7），如 CME 对金融工具

清算会员的最低资本要求仅为 50 万美元，但对交易场内衍生品的银行清算会员的最低资本要求高达 50 亿美元。在实际操作中，世界主要交易所对清算会员的资本实行动态监管，当清算会员资本不满足清算所最低资本要求时，清算会员可能会被取消会员资格，甚至头寸被平仓或拍卖。例如，2020 年 3 月，浪人资本因不再满足 CME 清算会员的资本要求，投资组合头寸被拍卖，其会员资格也被取消。

### （四）银行背景清算会员占比较高

从各个清算所现有清算会员的行业背景来看，银行背景的清算会员占比相对较高，不管是单独统计

<sup>19</sup> 指与清算会员有附属关系等。

<sup>20</sup> 对于银行类清算会员，资本指银行的一级资本；对于非银行类清算会员，资本指调整后净资本（adjusted net capital）。清算会员资本要求取清算所资本要求（包括最低资本要求和部分挂钩保证金的资本要求）、CFTC 和 SEC 等监管机构资本要求中的最大值。

表 7：部分清算所以对清算会员资本要求<sup>21</sup>

| 清算所                     | 类型                                     | 清算所最低资本要求                         |
|-------------------------|----------------------------------------|-----------------------------------|
| CME Clearing            | 金融工具清算会员（仅清算特定利率产品）                    | 50 万美元                            |
|                         | 非银行清算会员交易场内衍生品；交易农业场外衍生品               | 500 万美元                           |
|                         | 交易除农业以外的其他场外衍生品；<br>对冲基金投资者清算会员交易场内衍生品 | 5000 万美元                          |
|                         | 银行清算会员交易场内衍生品                          | 50 亿美元                            |
| ICE 美国清算所               | -                                      | 500 万美元                           |
| LME                     | -                                      | 1000 万美元                          |
| SGX-DC                  | 非银行；新加坡持牌银行                            | 500 万新元 <sup>22</sup> ，约合 376 万美元 |
|                         | 远程申请人                                  | 5000 万新元，约合 3760 万美元              |
| Eurex 清算所 <sup>23</sup> | 直接清算会员                                 | 750 万欧元，约合 910 万美元                |
|                         | 一般清算会员                                 | 3000 万欧元，约合 3641 万美元              |

注：我国 3 家商品期货交易所对会员注册资本有最低要求，其中期货公司为 3000 万元（约合 460 万美元），非期货公司为 1000 万元或 500 万元（约合 153 万美元或 77 万美元）。

银行直接作为清算会员（以下简称银行清算会员），（82.28%），ICE 次之（54.81%），CME 集团略低（42.42%）。从各交易所集团的清算所或清算市场来看，还是加上银行会员的子公司作为清算会员。按交易所集团划分，欧美交易所集团的银行清算会员占比都达到 40% 以上，其中，DBG 的银行清算会员占比最高，部分清算所或清算市场的银行清算会员占比达到 80% 以上，如 ICE 信用清算所、Eurex 清算所等（表 8）。

表 8：各交易所清算会员背景比较

| 清算所    | 清算会员数量 | 清算会员        | 清算会员或一级母公司 |      |
|--------|--------|-------------|------------|------|
|        |        | 银行          | 银行         | 产业客户 |
| CME 集团 | 66     | 28 (42.42%) | 39         | 5    |
| —CME   | 51     | 21          | 30         | 1    |
| —CBOT  | 53     | 20          | 29         | 3    |

<sup>21</sup> 按 2020 年 12 月 31 日汇率计算。

<sup>22</sup> SGX-DC 一般清算会员如果同时成为中央存管处（CDP）的清算会员，资本要求为 800 万新元（约合 xxx 万美元）。

<sup>23</sup> Eurex 对仅清算场内衍生品、场外利率衍生品、场外外汇三者之一的清算会员的资本要求，如同时清算多个市场，资本要求需叠加计算。

| 清算所         | 清算会员数量 | 清算会员         | 清算会员或一级母公司 |      |
|-------------|--------|--------------|------------|------|
|             |        | 银行           | 银行         | 产业客户 |
| —NYMEX      | 51     | 19           | 27         | 4    |
| —COMEX      | 46     | 19           | 27         | 1    |
| —OTC IRS    | 28     | 22           | 28         | 0    |
| —OTC FX     | 12     | 9            | 12         | 0    |
| ICE         | 104    | 57 (54.81%)  | 68         | 8    |
| —ICE 美国清算所  | 36     | 12           | 20         | 3    |
| —ICE 欧洲清算所  | 90     | 52           | 62         | 6    |
| —ICE 信用清算所  | 29     | 24 (82.76%)  | 29         | 0    |
| —ICE 荷兰清算所  | 5      | 4            | 4          | 0    |
| —ICE 新加坡清算所 | 2      | 0            | 0          | 0    |
| LME         | 46     | 21 (45.65%)  | 26         | 7    |
| DBG         | 237    | 195 (82.28%) | 205        | 3    |
| —Eurex 清算所  | 214    | 180 (84.11%) | 185        | 2    |
| —ECC        | 33     | 26           | 30         | 0    |
| —Nodal 清算所  | 15     | 7            | 12         | 1    |
| SGX-DC      | 25     | 8 (32%)      | 17         | 1    |

相对而言，具有产业客户背景的清算会员整体上占比较低，其中占比最高的是 LME，有 7 家产业客户，占比约 15%；CME 和 ICE 的产业客户主要来自能源或农产品行业，如 BP、壳牌、邦吉、ADM 等。

进一步来看，具有中国背景的清算会员相对较少，按交易所集团划分，除了 DBG 以外，大部分清算所仅有 4-5 个清算会员具有中国背景（表 9）。

表 9：各清算所中国背景清算会员情况

| 清算所    | 清算会员数量 | 中国背景清算会员数量 | 中国背景清算会员                                           |
|--------|--------|------------|----------------------------------------------------|
| CME 集团 | 66     | 4          | 同时是 4 个场内交易市场的清算会员                                 |
| —CME   | 51     | 4          | 中银国际商品期货、招商期货（香港） <sup>24</sup> 、直达国际（美国）、南华期货（美国） |

| 清算所            | 清算会员数量 | 中国背景清算会员数量 | 中国背景清算会员                                           |
|----------------|--------|------------|----------------------------------------------------|
| —CBOT          | 53     | 4          | 中银国际商品期货、招商期货（香港） <sup>24</sup> 、直达国际（美国）、南华期货（美国） |
| —NYMEX         | 51     |            |                                                    |
| —COMEX         | 46     |            |                                                    |
| ICE            | 104    | 5          |                                                    |
| —ICE 美国清算所     | 36     | 1          | 南华期货（美国）                                           |
| —ICE 欧洲清算所     | 90     | 3          | 中银国际商品期货、招商证券、广发证券                                 |
| —ICE 新加坡清算所    | 2      | 1          | 中华开发金控（台湾）                                         |
| LME            | 46     | 5          | 作为一般清算会员                                           |
| —LMEprecious   | 8      | 2          | 工银标准、中银国际证券                                        |
| —非 LMEprecious | 46     | 5          | 工银标准、中银国际证券、建银国际、招商证券、南华期货                         |
| DBG            | 237    | 1          | 作为直接清算会员                                           |
| —Eurex 清算所     | 214    | 1          | 中国银行                                               |
| SGX-DC         | 25     | 4          | 横华国际金融（南华期货）、东证期货、凯基证券（台湾）、汇丰银行（香港）                |

### （五）清算会员集中度较高

世界主要交易所清算会员的另一个特征是各个交易所集团的清算会员重合度较高，即一家清算所的清算会员通常也是其他清算所的清算会员。这是2008年全球金融危机后，清算业务的一个发展趋势，也是各国监管机构关心的一个问题，即“太关联而不能倒”。

按交易所集团来看，欧美交易所集团的清算会员重合度更高，而位于亚洲的 SGX 与其他交易所集

团的清算会员重合度较低。例如 ICE 有 55 个清算会员是 DBG 的清算会员，有 47 个清算会员与 CME 集团相同，有 25 个清算会员与 LME 重合。而 SGX 最多只有 4 个清算会员与其他交易所集团重合。在本文统计的 5 个世界主要交易所中，35 家企业同时是 3 个交易所集团的清算会员，5 家企业同时是 4 个交易所集团的清算会员，1 家企业同时是 5 个交易所集团的清算会员（德意志银行，Deutsche Bank AG）（表 10、表 11）。

<sup>24</sup> 招商期货是非活跃清算会员。

表 10：各交易所清算会员重合情况

|            | CME | ICE | ICE 美国清算所 | ICE 欧洲清算所 | ICE 信用清算所 | ICE 荷兰清算所 | ICE 新加坡清算所 | LME | DBG | Eurex 清算所 | ECC | Nodal 清算所 | SGX-DC |
|------------|-----|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|-----|-----|-----------|-----|-----------|--------|
| CME        | 66  | 47  | 36        | 36        | 18        | 1         | 0          | 6   | 26  | 13        | 3   | 15        | 1      |
| ICE        |     | 104 | -         | -         | -         | -         | -          | 25  | 55  | 42        | 21  | 14        | 4      |
| ICE 美国清算所  |     |     | 36        | 27        | 12        | 0         | 0          | 2   | 17  | 5         | 1   | 14        | 0      |
| ICE 欧洲清算所  |     |     |           | 90        | 24        | 5         | 0          | 25  | 55  | 42        | 21  | 14        | 4      |
| ICE 信用清算所  |     |     |           |           | 29        | 2         | 0          | 6   | 18  | 12        | 4   | 7         | 2      |
| ICE 荷兰清算所  |     |     |           |           |           | 5         | 0          | 3   | 4   | 4         | 4   | 0         | 1      |
| ICE 新加坡清算所 |     |     |           |           |           |           | 2          | 0   | 0   | 0         | 0   | 0         | 2      |
| LME        |     |     |           |           |           |           |            | 46  | 22  | 22        | 15  | 1         | 3      |
| DBG        |     |     |           |           |           |           |            |     | 237 | -         | -   | -         | 4      |
| Eurex 清算所  |     |     |           |           |           |           |            |     |     | 214       | 23  | 2         | 4      |
| ECC        |     |     |           |           |           |           |            |     |     |           | 33  | 1         | 2      |
| Nodal 清算所  |     |     |           |           |           |           |            |     |     |           |     | 15        | 0      |
| SGX-DC     |     |     |           |           |           |           |            |     |     |           |     |           | 25     |

表 11：同时为 3 家及以上交易所集团清算会员的公司<sup>25</sup>

| Deutsche Bank AG            | HSBC Bank PLC              |
|-----------------------------|----------------------------|
| ABN AMRO Clearing Bank N.V. | J.P. Morgan Securities PLC |
| BNP Paribas SA              | Macquarie Futures USA LLC  |
| Credit Suisse International | Marex Financial            |

<sup>25</sup> 标蓝色为同时为 5 家交易所集团清算会员的公司，标绿色为同时为 4 家交易所集团清算会员的公司。

| Deutsche Bank AG                        | HSBC Bank PLC                          |
|-----------------------------------------|----------------------------------------|
| Jump Trading Futures LLC                | Merrill Lynch International            |
| Mizuho Securities USA LLC               | Morgan Stanley & Co LLC                |
| ABN AMRO Clearing Chicago LLC           | Morgan Stanley & Co. International PLC |
| ADM Investor Services Inc               | Natwest Markets PLC                    |
| ADM Investor Services International Ltd | RBC Capital Markets LLC                |
| Barclays Bank PLC                       | RBC Europe Limited                     |
| Barclays Capital Inc                    | SG Americas Securities LLC             |
| BNP Paribas Securities Corp             | Societe Generale International Ltd     |
| BofA Securities Inc                     | Societe Generale SA                    |
| Citigroup Global Markets Inc            | Standard Chartered Bank                |
| Citigroup Global Markets Ltd            | StoneX Financial Inc                   |
| Commerzbank AG                          | StoneX Financial Ltd                   |
| Credit Suisse Securities (USA) LLC      | UBS AG                                 |
| E D & F Man Capital Markets Inc         | UniCredit Bank AG                      |
| E D & F Man Capital Markets Ltd         | Wedbush Securities Inc                 |
| Goldman Sachs & Co LLC                  | Wells Fargo Securities LLC             |
| Goldman Sachs International             |                                        |

进一步分析成为多个交易所集团的清算会员背景发现，银行更容易同时获得多个交易所集团或多个清算市场的清算会员资格。按交易所集团划分，在梳理的 5 家交易所集团中，同时获得 3 个及以上交易所集团清算会员资格的清算会员，银行占比更

高（表 12）。从具体的清算所或清算市场来看，这一现象更加明显。以 CME 集团为例，清算会员获得各交易市场清算会员资格的数量和其是否是银行显著相关（ $p < 0.05$ ），涉及 5 个及以上市场时，清算会员都是银行（表 13）。

表 12：清算会员获得交易所集团清算会员资格的数量和背景的关系<sup>26</sup>

| 获得交易所集团清算会员资格的数量 | 银行类 | 非银行类 |
|------------------|-----|------|
| 3                | 29  | 12   |
| 4                | 4   | 2    |
| 5                | 1   | 0    |
| 合计               | 34  | 14   |

表 13：CME 集团清算会员获得各市场清算会员资格的数量和背景的关系<sup>27</sup>

| 获得各市场清算会员资格的数量 | 银行类 | 非银行类 |
|----------------|-----|------|
| 1              | 10  | 5    |
| 2              | 1   | 3    |
| 3              | 0   | 1    |
| 4              | 8   | 19   |
| 5              | 7   | 0    |
| 6              | 12  | 0    |
| 合计             | 38  | 28   |

### 三、总结与启示

根据以上对世界主要交易所清算会员设置、分类、特征等的分析，我国期货交易所在以下几个方面可以对标和借鉴国外清算所的清算会员体系。

一是建议我国商品期货交易所适时探索研究清算会员和交易会员资格分开的可行性和从全员结算制向分级结算制转变的可行性。我国商品期货交易所目前采用全员结算制，交易会员直接作为清算会员。而世界主要交易所直接将清算会员和交易会员

的资格分离，并根据业务需要、交易市场、产品种类、公司类型设置不同的清算会员类型，并设置差异化的资格要求，有助于引入更有实力的清算会员，以及保持清算体系的稳定和安全。同时，将清算会员和交易会员资格分离，也有助于解决部分产业客户担心现有清算会员资金不足的问题。

二是建议我国商品期货交易所做优做大期货公司的同时，适时建立更加多元化的清算会员体系。我国商品期货交易所中，大商所和郑商所的会员都

<sup>26</sup> 交易所集团限于 CME 集团、ICE、LME、DBG、SGX 这 5 家。

<sup>27</sup> 各市场指 CME、CBOT、NYMEX 和 COMEX 四个场内交易市场及 OTC IRS 和 OTC FX 两个场外交易市场。

是由期货公司和产业客户组成，仅上期所的会员包括银行（约 21 家，其中 4 家为外资银行<sup>28</sup>），且银行只能参与贵金属期货交易。这与世界主要交易所具有的多元化清算会员体系，以及银行在清算会员体系中占主要地位的实践存在差异。银行不管是资金实力、清算经验，还是国际化程度，都优于现有清算会员。因此，适时引入诸如银行等金融机构作为清算会员，有利于提升期货市场的清算水平和国际化进程。

三是建议我国期货市场适时改变对清算会员的监管方式。我国期货市场目前对清算会员资本的监管主要是静态资本要求，而不是动态监管其资本变

化情况。在极端行情下，清算会员的资本可能发生重大变化，如疫情期间资本市场剧烈波动，浪人资本因自营爆仓，已无法满足 CME 的清算会员资本要求，实际防范风险能力急剧下降；而静态资本要求无法防范这一风险。

四是在未来期货市场国际化不断深化、清算会员体系持续完善的过程中，我国期货市场也应该关注清算会员的“太关联而不能倒”现象，防止大型清算会员违约引发的连锁反应。

（责任编辑：张不凡）

<sup>28</sup> 上期所 21 家银行清算会员中，17 家为内地银行，4 家为外资银行（汇丰、渣打、大华、澳新银行）。

# CLAM 清算所破产事件 研究及启示

上海期货与衍生品研究院 杨芷妮 程南雁

2020 年 2 月《金融评论》<sup>1</sup>(Review of Finance) 杂志发表了一篇题为《清算所破产事件的实证分析》的论文，分析了 1974 年法国巴黎一家衍生品清算所 CLAM 破产事件的始末。尽管 CLAM 破产事件已过去近半个世纪，但对于我国期货市场清算机制的完善仍具有一定借鉴意义。

## 一、CLAM 破产事件始末

### (一) 巴黎白糖期货市场和 CLAM 清算所

Caisse de Liquidation des Affaires en Marchandises (CLAM) 清算所是一家上市公司<sup>2</sup>，只为巴黎商品交易所（下简称巴商所）提供清算服务。1974 年白糖危机之前，巴商所是当时一家国际

化白糖期货交易所，同时也上市了可可和咖啡期货。巴商所共有 35 个注册经纪商（均为 CLAM 的清算会员），其客户必须通过这些注册经纪商来提交交易订单和进行清算。1974 年，这些注册经纪商共有约 1500 位客户（包括散户投资者），所交易的白糖期货合约最终以实物交割了结头寸的比重不到 1%。

CLAM 通过向清算会员收取保证金<sup>3</sup>来管理交易对手方风险。不同于现在的中央对手方（Central Counter Party, CCP），CLAM 没有违约基金，因此一旦清算会员违约，将以 CLAM 自身股权来清偿其头寸。在实际操作中，CLAM 通常会接受清算会员账户出现短暂的负余额<sup>4</sup>。

### (二) 1974 年白糖危机及 CLAM 破产

<sup>1</sup> 《Review of Finance》在全球金融类杂志中排名第 5。

<sup>2</sup> CLAM 的股东包括保险公司、银行、糖市场专业人士等。其中，保险公司股份超过 60%。

<sup>3</sup> 保证金可以用存款或银行担保（保函）支付。

<sup>4</sup> 保证金的收取是通过电话和邮寄方式进行的，可能存在操作延迟。

1973年年底至1974年11月，全球糖价因结构性因素和特殊因素增长了6倍多，从1300法郎/吨涨至8300法郎/吨。大量散户投资者的资金随之流入巴商所，1971年底至1974年底，在CLAM登记的每月白糖期货交易量从5.4万吨增至190万吨。其中，空头头寸大多由食糖生产商和经销商持有，而多头头寸绝大部分由散户投资者持有；同时，这些多头头寸进一步聚集于CLAM的少数几家专门服务于散户投资者的清算会员（其中包括引发CLAM破产的大型注册经纪商Nataf）。

随后，糖价自1974年11月21日开始下跌，截至12月2日，巴商所白糖期货共7次触及跌停板<sup>5</sup>，价格下跌23%，市场上共有683名散户投资者持有未平仓头寸。若按当天结算价（6217法郎/吨）计算，其中93.1%的账户将出现亏损。多头散户无法平仓并纷纷违约，其损失转由清算会员承担。其中，Nataf的散户客户中有90%以上是在糖价崩盘之前的10月和11月建仓的，其保证金账户于11月25日已出现200万法郎的保证金短缺，但CLAM没有及时将其作为违约处理。直至12月2日Nataf的亏损额超过其初始保证金后，CLAM才宣布其违约，但仍继续登记其执行的新交易。12月2日当天，Nataf多头头寸占CLAM总未平仓头寸的56.8%。按当天结算价计算，其49.6%的散户客户账户是亏损的，且有25%的散户客户亏损超过62900法郎。此外，其他多名持有多头头寸的清算会员也接近违约。

1974年12月2日，CLAM利用信息不对称的优势，与注册经纪商专业协会（该协会由持有多头头寸的经纪商控制）一起向法国商务部部长施压，谎称市场功能受到了严重损害、已无法正常运行以及关闭市场是合法的，使得商务部部长于同年12月3日授权暂时关闭白糖期货市场。CLAM此举旨在推动执行市场规则手册第22条（简称“第22条”），即如果交易因不可抗力因素而暂停，未平仓头寸的结算价应等于最近20个交易日的平均结算价。

随后，商务部部长在收集到更多信息之后撤销了关闭市场的决定，市场于同年12月5日重新开放，但CLAM拒绝重新登记新的交易。在关闭市场之后不久，糖市场专业人士曾多次尝试与CLAM进行重新谈判以确定结算价并尽快恢复市场，但CLAM拒绝了他们提议的以6217法郎/吨（首次谈判方案）和5700法郎/吨（因糖价持续下跌而修改的谈判方案）购买Nataf和其他面临亏损的清算会员的头寸，也没有提出任何还价，仍坚持按照第22条来处理相关头寸。

1974年12月11日，巴黎商业法院（Tribunal de commerce）判定暂停交易并根据第22条结算现有头寸。过去20个交易日的平均结算价（对于1975年3月到期合约）为7454法郎/吨，高于12月2日的结算价（6217法郎/吨）。这一裁决有利于持有多头头寸的投资者，而不利于空头套期保值者。根据这个结算价，Nataf和CLAM都不会违约。因此，CLAM立即根据第22条清算未平仓合约，并

<sup>5</sup> 巴商所采用涨跌停板制度。对于白糖期货，1974年11月以前按结算价的一定比例确定涨跌幅限制：假设上一交易日结算价为P，当 $P \leq 250$ 法郎，涨跌幅限制为 $\pm 25$ 法郎；当 $251 \text{ 法郎} \leq P \leq 450$ 法郎，涨跌幅限制为 $\pm 35$ 法郎；当 $451 \text{ 法郎} \leq P \leq 650$ 法郎，涨跌幅限制为 $\pm 55$ 法郎。1974年11月8日后，每日涨跌幅限制固定为 $\pm 300$ 法郎。

通知卖方追加保证金。但几位糖市场专业人士拒绝支付，并于次日对该裁决提出上诉。

经过一系列司法程序，法国国务委员会否决了关闭市场的决定。至此，糖价已跌至 1500 法郎 / 吨，CLAM 的权益不足以承担相应损失，因此法国政府指定一位行政人员对其进行破产处置。1975 年 12

月，各方对最终方案达成一致：白糖期货空头头寸以 6017 法郎 / 吨结算，糖生产商专业协会和甜菜生产商专业协会额外支付了 1500 万法郎以确保最终协议得以执行，CLAM 的大股东（银行和保险公司）几乎损失殆尽<sup>6</sup>。1976 年 1 月，CLAM 破产清算以及新的清算所成立之后，白糖期货市场重新开放（表 1）。

表 1：CLAM 破产事件始末

| 日期                          | 事件                                                                                                                                        |
|-----------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1974 年 11 月 21 日            | 糖价创下历史最高水平，8300 法郎 / 吨。                                                                                                                   |
| 1974 年 11 月 21 日 ~ 12 月 2 日 | 白糖期货价格 7 次触及跌停板。多头投资者无法平仓。经纪商无法对违约客户头寸进行清偿。                                                                                               |
| 1974 年 12 月 2 日             | 持有 CLAM 56.8%（多头）未平仓头寸的经纪商 Maurice Nataf 被宣布违约。其他经纪商也接近违约。                                                                                |
| 1974 年 12 月 3 日             | CLAM 与注册经纪商专业协会一起施压，使得商务部部长授权暂时关闭白糖期货市场。巴商所技术委员会反对暂停交易。                                                                                   |
| 1974 年 12 月 5 日             | 市场重新开放。CLAM 于 12 月 6 日宣布，在技术委员会确认现有头寸的结算价之前，不会登记新的交易。                                                                                     |
| 1974 年 12 月 11 日            | 巴黎商业法院（Tribunal de commerce）判定暂停交易并根据第 22 条结算现有头寸。在巴黎商业法院裁决后，CLAM 立即根据第 22 条清算未平仓合约，并通知卖方追加保证金。卖方拒绝支付。几位糖市场专业人士于次日对该裁决提出上诉。               |
| 1975 年 2 月 4 日              | 巴黎上诉法院（The Paris Court of Appeal）宣布巴黎商业法院之前的裁决无效。结算价必须以实际市场价格为基础，而不是根据第 22 条计算。根据市场价格结算未平仓头寸可能导致 CLAM 违约，因其需要清偿 Nataf（以及其他可能违约的经纪商）的违约头寸。 |
| 1975 年 6 月 20 日             | 商务部部长于 12 月 3 日暂停糖期货市场交易的决定被国务委员会（Conseil d'Etat）宣布无效。至此，糖价已跌至 1500 法郎 / 吨。在这一决定之后，CLAM 需要进行破产处置。                                         |
| 1975 年 6 月 22 日             | 法国政府解散了 CLAM 的董事会，并指定一位行政人员对其进行破产处置。CLAM 的破产清算工作开始。                                                                                       |
| 1975 年 12 月 19 日            | 各方提出并签署了一份协议，确定各方分担的损失并对合约进行清算。                                                                                                           |
| 1976 年 1 月 26 日             | 新的清算所成立，白糖期货市场重新开放。                                                                                                                       |

<sup>6</sup> CLAM 的大股东（银行和保险公司）以每股 1 法郎的价格出售股权。

## 二、CLAM 破产原因分析

### （一）CLAM 亏损原因分析

CCP 在运营中维持其风险敞口相匹配，即对于与一个交易对手方的多头头寸，都有与另一个对手方的空头头寸相抵消。因此，导致 CCP 亏损必定是由一部分投资者违约造成的。在 CLAM 破产事件中，当时巴黎白糖期货市场散户投资者的风险敞口聚集于少数清算会员，而 CLAM 没有针对这些清算会员收取更高的初始保证金以遏制其大额头寸的不断积累和高度聚集，从而使得客户的大面积违约引发清算会员违约，进而导致 CLAM 亏损。

#### 1. 散户投资者风险敞口聚集

当时巴黎白糖期货市场散户投资者风险敞口的聚集有客观和主观两方面条件。客观上，法国政府当局为提高期货市场活跃度而采取了减税等鼓励散户投资者参与的措施。因此，许多财务状况脆弱、缺乏投资经验的散户在糖价大幅增长期间持有了绝大部分未平仓多头头寸。主观上，CLAM 的清算会员对于其所代理的客户有专门侧重，或为糖市场专业人士<sup>7</sup>，或为散户投资者。其中，面向散户的 6 大清算会员的多头头寸占其风险敞口的比重均在 68% 以上，有 2 个（包括 Nataf）已接近 100%。散户风险敞口的高度聚集加剧了客户违约对于清算会员的影响。

#### 2. CLAM 保证金制度的欠缺

CLAM 保证金制度的欠缺体现在其只关注平均初始保证金水平，而没有根据清算会员的风险敞口调整其保证金水平以遏制其大额头寸的不断积累和

高度聚集。

理论上，CLAM 设定的初始保证金水平并没有明显不足。CLAM 向清算会员收取的初始保证金与巴商所设定的每日价格波动限制一致，为糖价的 10% 左右。从每日初始保证金水平与风险价值（Value at Risk, VaR）比较看，1974 年以来初始保证金水平总体上足以覆盖一日内价格大幅波动所造成的亏损，前提是 CLAM 能够以高于或等于跌停板的价格了结未平仓头寸。

然而，面对清算会员风险敞口不断积累和高度聚集的现实情况，CLAM 没有相应调整这些清算会员的保证金水平。此外，CLAM 也没有推出针对清算会员的持仓限额，故而任由 Nataf 在运营最后几周内的未平仓头寸从 5.5 万吨积累至 10 万吨，其头寸占 CLAM 总风险敞口的比重也从 10 月的约 32% 提高到 11 月的约 60%。Nataf 大额头寸的积累增加了 CLAM 清偿其违约头寸的成本（需要考虑到所需时间和抛售折扣），最终导致 CLAM 因初始保证金水平不足以弥补清偿大额头寸的损失而产生亏损。

### （二）CLAM 破产原因分析

由于 CLAM 没有违约基金，清偿违约会员头寸的损失将都由其股权持有人承担。为尽可能减少自身损失，CLAM 采取了推迟宣布 Nataf 违约、向监管层谎报信息以关闭白糖期货市场、拒绝糖市场专业人士的重新谈判等措施。但这些错误决策最终导致其自身破产，并导致巴商所白糖期货市场关闭数月。

#### 1. 推迟宣布 Nataf 违约

<sup>7</sup> 大多数的大额空头头寸并不是通过经纪商持有的，因为大型食糖生产商和经销商是清算所的直接会员。

Nataf 在 1974 年 11 月 25 日已出现保证金短缺，但 CLAM 直到 12 月 2 日 Nataf 的亏损额超过其初始保证金后才宣布其违约，且仍继续登记其执行的新交易。CLAM 的行为旨在押注糖价出现反转，从而尽可能减少清偿 Nataf 大额头寸带来的亏损：如果糖价回升，则 Nataf 不会违约，进而 CLAM 的股权价值也不会受到影响；若糖价继续下跌，那么 CLAM 会承受更大的损失，但其股权价值最低也不超过零（由于有限责任），剩余部分的损失则会转嫁给非违约会员。

事实证明，CLAM 对价格反转的押注最终失败，糖价继续下跌，致使其损失持续变大到超过其股权价值<sup>8</sup>。同时，经测算，如果 CLAM 在 1974 年 11 月 25 日及时宣布 Nataf 违约、停止登记其新的交易并进行违约头寸的清偿，其本身不会破产<sup>9</sup>。

## 2. 向监管层谎报信息以关闭白糖期货市场

1974 年 12 月 2 日 Nataf 被宣布违约时，其他持有多头头寸的会员也接近违约，CLAM 面临巨大的待清偿风险敞口。因此，CLAM 选择向监管层谎报信息以关闭白糖期货市场，并且在同年 12 月 5 日市场重新开放后拒绝重新登记新的交易，旨在促成执行其规则第 22 条，即如果交易因不可抗力因素而暂停，则未平仓头寸的结算价应等于最近 20 个交易日的平均结算价。如果按照此规定下的结算价 7454 法郎 / 吨（而非 12 月 2 日的结算价 6217 法郎 / 吨）

对 12 月 2 日的未平仓头寸进行结算，则 Nataf 和 CLAM 均不会违约，这相当于将 Nataf 和其他面临亏损的清算会员的损失转嫁给了持有空头头寸的投资者（如食糖生产商）。

## 3. 拒绝重新谈判

白糖期货市场关闭之后，CLAM 拒绝了糖市场专业人士多次提出的重新谈判方案，其原因仍在于押注法院会支持第 22 条的执行，尽可能减少其损失并转嫁风险。如果 CLAM 接受首次谈判方案（以 6217 法郎 / 吨购买 Nataf 和其他面临亏损的清算会员的头寸），其损失并非无法承担<sup>10</sup>，市场也可以在第二天重新开放。但是 CLAM 选择了转嫁风险：若法院支持市场关闭，按第 22 条结算未了结头寸将不会使 CLAM 的股权价值受损；若法院否决市场关闭的决定，那么 CLAM 会因糖价的持续下跌而承受更大的损失，但因其责任有限故损失有限，剩余更大一部分损失将转嫁给非违约会员。

## 三、对我国期货市场的启示

该事件对于我国期货市场清算机制的完善具有一定借鉴意义。

一是保证金制度的设计应有效防止大额头寸的积累。在 CLAM 破产事件中，CLAM 对所有清算会员收取统一水平的初始保证金，而没有根据其风险敞口规模进行相应调整，致使部分清算会员大额头

<sup>8</sup> 当结算价低于 5920 法郎 / 吨时，Nataf 违约造成的损失会大于 CLAM 的股权价值。在 1975 年 12 月各方一致达成最终方案时，糖价已跌至 1500 法郎 / 吨左右。

<sup>9</sup> 假设 CLAM 在 11 月 25 日宣布 Nataf 违约并从 11 月 26 日开始，每天按当日结算价以全市场交易量（剔除 Nataf 执行的买单）的一定比例  $k=\{50\%, 100\%, 125\%\}$  卖出 Nataf 的头寸，则到 12 月 2 日，CLAM 可以分别平掉 37%、73%、90% 左右的违约头寸，其对应损失分别为不到 3000 万法郎、980 万法郎、89 万法郎（相对于 11 月 25 日的初始保证金）。

<sup>10</sup> 按 6217 法郎 / 吨的结算价，CLAM 可能只损失 860 万法郎，相当于其市值的 27%、账面价值的 26.3%。而且相较于 CLAM 在 1973 年与 1974 年的净收入（分别是 510 万法郎和 2300 万法郎，后者为损失前的估计量），这一损失并非不可承受。而当结算价低于 5920 法郎 / 吨时，Nataf 违约造成的损失会大于 CLAM 的股权价值。

寸不断积累和高度聚集。目前，CCP 通常采用惩罚大额风险敞口的保证金公式，如 CME 在即将推出的 SPAN 2 保证金系统中，增加了关于集中持仓风险的调整项，对于持仓超过某合约日成交量从而可能面临额外平仓成本的大额头寸收取额外保证金。但是由于其保证金计算是以清算会员为单位的，而未考虑因投资者头寸聚集而导致的清算会员风险敞口之间的关联性<sup>11</sup>，因此无法完全应对会员风险敞口之间聚集的风险，如何设计机制（究竟该用保证金、违约基金或 CCP 自有资金）来应对该风险仍有待研究。

二是 CCP 的违约瀑布应充分考虑其与清算会员之间的风险共担机制，以激励清算会员与 CCP 共同妥善管理违约风险。在 CLAM 破产事件中，CLAM 曾两次进行风险转嫁的部分原因就在于其所有损失都由其股权持有人承担。2012 年由国际支付结算体系委员会（Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS）和国际证监会组织（International Organization of Securities Commissions, IOSCO）发布的《金融市场基础设施原则》中提出，金融市场基础设施（Financial Market Infrastructure, FMI）应激励参与者及其相关客户管理和控制其带给 FMI 的风险。目前，国际主要 CCP 的违约瀑布设计大多同时包含 CCP 贡献的一定数额的自有资金和清算会员贡献的违约基金

<sup>12</sup>，从而有效激励 CCP 和清算会员共同妥善管理违约风险。而我国 3 家商品期货交易所的违约瀑布没有清算会员贡献的违约基金<sup>13</sup>，一旦会员出现违约，且通过动用其结算准备金、强行平仓释放保证金、有价证券变现、用会员资格费抵偿均不足以弥补其所欠资金时，只能通过动用交易所风险准备金和全部自有资产进行履约；这不利于激励清算会员积极参与违约风险管理过程。

三是交易所清算会员应向多元化发展，可考虑引入银行、基金、服务商等多类型机构作为我国期货交易所的特别结算会员，并探索实行分级结算。在 CLAM 破产事件中，CLAM 的清算会员对于所服务的客户有专业分工，从而导致部分清算会员的散户多头头寸高度聚集，进而加剧了投资者违约对清算会员的影响。同时，CLAM 采用全员结算制度，未根据会员的资金实力、风险管理经验等情况进行分级结算，因而其风险控制体系较为脆弱，容易受清算会员违约的影响。

四是期货市场应完善异常行情报备等信息报告机制。充分而及时的信息是监管机构精准施策的基础。在 CLAM 破产事件中，监管层因信息不对称而基于 CLAM 谎报的信息做出了错误决策，最终使得巴黎白糖期货市场关闭数月。如果当时糖价暴跌引发 7 次跌停板期间，CLAM 有义务向监管层就市场行情及其原因、市场持仓结构、会员账户盈亏情况

<sup>11</sup> 例如，因为大量财务状况较为脆弱的散户聚集于清算会员，导致清算会员的风险敞口之间高度相关，那么即使每个清算会员的头寸规模不大，同样会造成市场上头寸聚集，进而当这些会员出现违约时，CCP 将面临因流动性不足而产生的高额清偿成本。

<sup>12</sup> 违约基金旨在弥补初始保证金无法覆盖的损失，反映了所有参与者按比例承担带给 CCP 的风险敞口。以 CME 为例，当清算会员发生违约时，清算所会依次动用违约清算会员的初始保证金、违约清算会员的违约基金、CME 贡献的自由资金、非违约清算会员的违约基金；其中，清算会员贡献的违约基金与其过去三个月保证金占比、交易活动占比挂钩。此外，如果在极端风险事件下，上述资源不足以覆盖损失，清算所可启用对未违约清算会员的评估权，要求非违约清算会员按比例补充缴纳违约基金以应对违约损失。

<sup>13</sup> 中国金融期货交易所的违约瀑布中除了初始保证金和结算准备金外，还包含了会员贡献的结算担保金，分为基础结算担保金和变动结算担保金；其中，季度变动结算担保金与会员上季度的成交金额占比、交易保证金占比挂钩。

等信息进行报备，那么造成其亏损的延迟宣布违约事件也可避免。

五是关于如何有效缓解保证金的顺周期效应，仍有待后续深入研究。在 CLAM 破产事件中，CLAM 对顺周期效应<sup>14</sup>的担忧导致其没有在糖价波动加剧

时进一步提高初始保证金水平。如何在抑制保证金顺周期效应的同时仍保证其覆盖风险敞口的安全性，仍有待后续深入研究。

（责任编辑：田伟杰）

---

<sup>14</sup> 提高保证金会在市场流动性最差的时候触发违约头寸的抛售，从而产生顺周期效应。

# 本轮大宗商品价格上涨原因 及未来走势分析

植信投资研究院 连平 许珂 等

自 2020 年 6 月起，伴随着全球大宗商品价格持续上涨，我国工业品出厂价格指数 (Producer's Price Index for Manufactured Products, PPI) 已连续 11 个月环比正增长，同比涨幅从 2020 年 5 月 -3.7% 的低点升至 2021 年 4 月的 6.8%，期间上涨了 10.5 个百分点。相较于最近两轮的 PPI 上涨周期，即 2009 年 7 月至 2011 年 7 月的 24 个月间累计上涨 15.74 个百分点，以及 2015 年 12 月至 2017 年 2 月的 14 个月间累计上涨 13.75 个百分点，本轮 PPI 上涨势头更为强劲。当前大宗商品价格走势有何不同寻常的背景，全球大宗商品是否迎来了上涨的超级周期，当前的供求关系正在发生怎样的变化，未来我国 PPI 上涨是否将延续更长时间，何时会出现拐点，这一系列问题受到市场高度关注。

## 一、本轮大宗商品价格上涨具有三个特殊背景

本轮全球大宗商品价格上涨发生的背景与之前历次上涨有很大的不同。本轮大宗商品价格上涨是在疫情影响供给复苏导致供求缺口难以收敛，各国巨量规模经济刺激方案推动需求释放，以及碳达峰、碳中和目标对全球大宗商品供给带来冲击等较为特殊的背景下发生的。

### （一）疫情抑制供给复苏推动了大宗商品价格上涨

纵观历史上的经济运行周期，经济复苏形成后因供求关系缺口的阶段性存在，大宗商品价格通常会有一个上涨过程。但本次上涨与以往历次经济因素直接推动通胀上行不同，本轮大宗商品价格快速上涨的主要原因之一是疫情制约了供给能力恢复，使得供求缺口难以快速收敛。当前全球经济处于新

冠疫情影响后期，前期因疫情冲击导致供给中断，同时防疫要求使得全球供给能力恢复缓慢，部分主要供给所在国甚至正在面临疫情的再度冲击，影响了大宗商品的生产和运输，从而在整体上制约了全球大宗商品供给能力的发挥。

然而疫情影响下，全球总需求存在一定刚性和弹性，全球居民基本生活的物质需求使得总需求在疫情冲击前期虽会下降，但仍然会保持在一定的水平上；同时随着财政货币等刺激政策的陆续出台又会较快恢复。随着疫苗的普遍接种，全球新冠疫情发展可能逐步得到控制，世界经济复苏加快，以中国、美国为代表的总需求正快速攀升，导致大宗商品供求缺口依然存在，价格仍有上行动力。

## （二）货币大幅宽松叠加财政轮番扩张是本轮大宗商品价格上涨的重要刺激因素

美联储大幅扩表为全球通胀提供了必要条件。新冠疫情冲击与 2008 年次贷危机存在本质区别，美联储的政策逻辑及施策对象也出现相应调整。美联储应对疫情的政策逻辑为：快速为金融机构、实体企业、家庭居民、地方政府和海外央行提供融资支持，防止疫情外生冲击恶化为经济趋势性下行。换言之，美联储通过自身资产负债表扩张来换取各类应对疫情短期停摆的时间，以防系统性风险发生。为此，美联储一方面将联邦基金目标利率大幅调降至 0-0.25%，并保持至今；另一方面短期内将资产负债表大幅扩容，由 2020 年 3 月初的 4.24 万亿美元扩至 2021 年 5 月 12 日的 7.83 万亿美元。美联储大幅扩表一方面为全球提供大量美元基础货币，另一方面极低的利率水平为这些“热钱”出口提供了条件。美元基础货币泛滥必然导致全球信用体系

快速扩张，最直接的表现便是金融资产价格上涨以及美元指数下跌，这为全球通胀提供了重要条件。值得注意的是，目前美联储并未释放出明显的货币政策收紧信号，这意味着廉价美元在未来一段时间内还将为全球提供充裕的流动性。

美国财政刺激计划轮番推出成为点燃全球性通胀的导火索。2020 年疫情爆发以来至今，特朗普政府和拜登政府已经先后出台六轮财政刺激计划，累计金额约为 5.7 万亿美元。后续还将出台包括总额 2.3 万亿美元的基础设施建设计划在内的一揽子财政刺激计划。空前的财政刺激计划规模将导致美国总需求曲线出现显著扩张，进而使得市场通胀预期迅速升温。财政刺激计划还推动通胀从资本市场开始向实体经济传导，使得通胀预期开始走向真实通胀。后续基建计划有可能直接推动主要大宗商品价格继续上升。

疫情爆发以来至今，美国极度宽松的货币政策和刺激规模空前的财政政策主要通过三个渠道影响了全球大宗商品价格走势。一是财政扩张投入资金和美联储大规模印钞导致大量廉价流动性脱实向虚，引发包括大宗商品期货在内的金融资产价格明显上升。二是美元指数从 100 上方跌至 90 附近助推以美元计价的大宗商品价格上涨。三是财政刺激计划从救助转向基建显著提升了市场对相关大宗商品的涨价预期，进一步强化了国际大宗商品价格的上涨趋势。

## （三）碳中和政策执行带来短期供给冲击

2015 年 12 月，第 21 届联合国气候变化大会通过《巴黎协定》，旨在将全球平均气温较前工业化时期上升幅度控制在 2 摄氏度内，并争取控制在

1.5 摄氏度内。2018 年 10 月，政府间气候变化专门委员会表示需要在 2050 年前将全球碳净排放量降至零，即“碳中和”，才能实现 1.5 摄氏度的目标。截至目前，全球已有 50 多个经济体宣布甚至立法规定 2050 年前达到“碳中和”的目标。2020 年 9 月，国家领导人在联合国大会上宣布中国在 2030 年前实现“碳达峰”、2060 年前实现“碳中和”的承诺，明确了国家对于长期低碳发展转型的战略部署。

发电行业、钢铁行业作为我国碳排放量最高的两个行业，是实现缩减碳排放目标的重点。提高能源利用率、促进生产流程电气化改革是未来的发展方向，但这并非是一蹴而就的任务。短期来看，见效最为明显的举措还是缩减产量。在碳中和目标下，减产限产政策的执行使煤炭、钢铁行业供求关系的预期改变，推动价格强势上涨。2021 年 3 月唐山限产、4 月邯郸限产合计影响全国约 5% 的供应量，钢铁行业进入短期的产能不足状态。但 3 月以来粗钢产量仍然出现较大幅度增长，说明闲置产能在市场机制的调节下替代了产能过剩区域的限产，总产量仍然得以增长。但在需求维持高位的情况下，收缩产能仍限制了产能扩张和供给补充的速率，抬升了下游产品价格的涨价预期。

长期来看，碳中和政策对于国内大宗商品价格的影响将体现在以下几个方面。

一是推动能源消费结构调整。据测算，2025 年前后煤炭新增需求将达到峰值，而天然气消费将成为未来 10 年主要的增长点。近年内国内炼化产能扩张会对石油需求的增长形成支撑，石油输出国组织（Organization of the Petroleum Exporting Countries, OPEC）和国际能源署（International

Energy Agency, IEA）等机构预计中国的石油需求将于 2035-2040 年间达到峰值。在供给充沛、需求触顶的预期下，煤炭、石油价格将很难持续攀升。

二是利多有色金属需求。碳中和意味着电力深度脱碳及工业生产电气化的普及，其中无论是清洁能源发电装置的建设、工业领域电气装置的更新、新能源车的产能扩张，都会对铜、镍等有色金属的需求产生有力支持。据测算，在“十四五”期间，“碳中和”目标将令中国每年铜消耗增加 85 万吨，占 2020 年中国铜消费量的 5.7%。而目前全球铜矿产业投资低迷，供需缺口下价格大概率会维持高位。

三是黑色金属行业的去产能及转型升级利好钢材价格及钢铁企业利润。2020 年中国粗钢产量占全球总产量的 56.5%，长期以来钢材供应宽松和原材料需求过于旺盛的格局使得产业链上下游利润配置失调，2018-2020 年焦炭、铁矿石等上游原材料价格大幅上涨而下游价格难以上调使钢铁行业处于高产能、高库存、低盈利的低迷周期。去产能政策的下达将有效抑制原材料价格上涨，提升市场钢材供给收缩预期，支撑钢材价格维持正常盈利区间，促进生产利润重新合理调配，保障钢铁行业长期健康发展。同时，生产流程电气化推进意味着生产成本的上升，在提升行业集中度的同时也会托底钢材价格。

综合来看，疫情防控的区域性差异造成了作为原材料产出的部分发展中国家供给能力恢复滞后，而作为原材料消耗国的主要经济体在疫情冲击下需求收缩幅度相对较小。在各国货币政策、财政政策的多重刺激下，需求短时间放量扩张，供求缺口快速增大且持续时间较长，对价格上涨形成了阶段性

硬支撑。而充沛的市场流动性也提升了通胀预期，具有一定保价能力的大宗商品市场积蓄了一定的投资和投机需求，加大了价格波动的离散程度。

## 二、短期内国际大宗商品供求关系依然偏紧

此轮国内 PPI 上涨经历了两轮需求释放过程。

第一阶段需求于 2020 年二、三季度集中释放，体现为国内基建、房产投资扩张，工业企业进入快速去库阶段，后续库存小幅回升。第二阶段需求扩张伴随着四季度后美国、欧洲的经济复苏，库存再次大度收缩。相较于第一阶段，第二阶段的需求扩张表现出体量更大、持续时间更长的特点，分析这一阶段海外需求的增长拐点是判断国内 PPI 拐点的核心思路。

### （一）全球供需结构变化导致油价难以持续大幅上涨

受能源市场多元化和地缘政治等多种因素影响，未来国际石油价格难以出现持续大幅上涨。年内油价会在欧美工业进一步复苏、国际航运市场恢复的带动下小幅抬升。以布油为例，全年价格中枢大概率维持在 70 美元 / 桶以内。

近年来，国际原油市场供过于求的局面逐渐清晰。全球剩余产能充裕，部分产能暂时因地缘政治因素未能开采，或因执行限产促价的协议而暂时关停。这些产能在过去几年的中东地缘政治关系变动、OPEC 和俄罗斯交替执行限产等各种冲击之下显现出了巨大的供给弹性。同时，石油勘探技术的发展使可开采的石油探明储量快速增加，且生产成本相对较低。而石油需求可能即将“达峰”。能源结构

低碳化改革和能源使用效率的不断提高导致全球石油消费增长逐年减弱，OPEC 预测全球石油需求可能在 2025-2040 年间停止增长。目前美国、欧洲等经济体的石油消费和进口已出现收缩，中国、印度等石油进口依存度高、经济处于较快增长期且能源效率相对较低的国家正取而代之成为新的主要石油进口国。

短期来看，原油市场处于供需同步缓释阶段。5 月 OPEC 恢复渐进式增产，沙特退出自愿减产计划，美伊谈判关系缓和，伊朗的原油供给有望逐步正常化。美国页岩油钻机及钻井数小幅回升，但钻井数量仍处于历史低位，油价走升的幅度暂未提升页岩油生产商的投资意愿，投资景气度较低，页岩油产出低迷；拜登政府的“绿色新政”也一定程度上限制了页岩油行业的发展。近期美国石油管道遭受黑客攻击、巴以冲突等地缘政治因素也会对供给产生小幅冲击。但从总量上看，由于闲置产能可观，供给弹性较大，原油产出仍保持环比正增长。

需求端亦总体向好。全球工业生产增速仍处于上行周期，美国能源信息署（Energy Information Administration, EIA）及 OPEC 预测全球 2021 年剩余月份将有 550-595 万桶 / 日的需求增量。美国二季度表观油品总需求回至近 5 年均值附近，炼厂开工负荷已恢复至常年水平，航空煤油需求有待进一步提高。中国成品油消费需求不断增加，5 月后随着炼厂集中检修季结束，补库需求回升。而印度则在疫情冲击之下大幅缩减了 5 月石油进口订单，不乐观的疫情将会于 2021 年持续抑制其石油进口需求。整体来看，后续原油市场的去库幅度将有所收缩，但在世界经济整体性复苏的趋势下，需求增量仍将

支持油价中枢小幅走升。

## （二）供需改善导致铜价高位调整

铜价于 2020 年 3 月开启本轮上涨行情。截至 2021 年 5 月 18 日，LME 铜现货结算价已达 10456 美元 / 吨，较期初上涨 126%。中国精炼铜消费量占全球产量 60% 左右，是全球精炼铜消费第一大国。2020 年二季度中国首先开启疫后重建，叠加“十四五”规划的新部署，基建、地产投资齐发力，7 月电网投资累计同比较 2 月低点上涨 45.1 个百分点，新增 220 千伏及以上线路长度累计同比扩大 55.99 个百分点；而同期主要原材料出口国智利、秘鲁深受疫情、海浪、罢工等因素干扰，铜矿产出受阻。国际铜研究小组 (International Copper Study Group, ICSG) 全球矿山产量的 12 个月移动平均值仅上涨 12.5%，冶炼铜产量仅上涨 12.8%，精铜库存下降 19.2%，供需关系高度紧张。2020 年三季度价格小幅回落，但四季度欧美经济复苏拉动了新一轮需求扩张。10 月全球月度精炼铜消费量创下 2268 千吨的历史新高，但矿山产量并未出现大幅提升。在铜矿低库存、投资低增速、矿山及冶炼厂低产能利用率的制约下，2020 年全年精铜缺口达 59.3 万吨。

2021 年内需恢复峰值已过，外需成为精铜消费的主要动力。高价铜对下游需求产生抑制，铜市需求增幅偏低，1 月全球精炼铜消费量 12 个月移动平均值上涨幅度明显趋缓。国内电网施工受限于高成本不断延期；冰箱、空调等家电销量增速放缓，内销涨幅不及外销；新能源汽车月产量在芯片供给受限的背景下由 2020 年 12 月 23.8 万辆略有回落至 2021 年 4 月的 22.9 万辆。未来外需及国内房地产

行业补库将成为年内主要需求增量来源。碳中和背景下国内新能源产业需求也将缓慢释放，年内风电、光伏发电，动力电池及充电桩，以及新能源车领域有望贡献一定增量。

供给端的恢复仍存在很大不确定性。高价驱动下，一季度全球铜矿企业融资额为 18.6 亿美元，同比增长 54%。前十大铜矿公司许多新增大型铜矿项目正在投产，预计将于 2021 下半年前释放较多产量。据测算，全年矿产增速可能达到 3.8%-5%，但仍不足以填补 5.4% 以上的全球需求增速。同时，因为南美地区铜矿设备老旧等原因，矿山产能利用率低于历史平均水平，罢工等事件也加剧了市场的紧供给预期；国内碳中和政策背景下各地冶炼厂产能也可能受到限产政策的影响。虽然此轮铜价上涨周期驱动力正随着供需缺口的填补逐渐减弱，高价抑制了部分需求，但供给端仍存在较大的不确定性，铜价大概率持续 1-2 个季度的高位调整。长期来看，由于全球新能源产业的需求扩张将逐步增加，未来铜价重心仍将大概率在高位波动。

## （三）原材料价格上涨叠加产能扩张受限支撑钢材价格

黑色金属价格上涨更多受到了终端需求驱动。2020 年二季度末国内需求增量达到峰值，螺纹钢库存从 3 月的 776.24 万吨迅速下降至 6 月的 284.09 万吨，之后的三季度库存有所回升。随后四季度起外需强势释放，美中螺纹钢价差自 2020 年 11 月触底后快速回升，2021 年 2 月拉大到 203 美元 / 吨，美国市场价格超出国内 30% 以上。叠加国内房地产市场投资景气度攀升，同期螺纹钢库存进一步下降至 224.15 万吨。2021 年国内房企加速土地存

量变现意愿强烈，4月房地产投资累计同比强于预期，五一房地产企业季节性集中补库，螺纹钢价格短期冲高；美国新建住房销售3月亦达到9.7万套的历史新高，建筑支出随之上涨，超出历史均值约60%。钢材价格在建材采购刚需的推动下快速冲高，极大地促进了钢厂2021年年初的补库热情，3月库存累积至529.62万吨。而因需求放量及国内限产政策下产能扩张受限，4月快速回落至352万吨。

终端市场需求可能于三季度出现拐点。国内房地产施工大概率于8月季节性缩减，美国已获批及已开工的新建私人住宅数于4月出现回调，部分原因在于建材市场价格过热，从而增加施工成本。美国抵押贷款银行协会（Mortgage Bankers Association, MBA）公布的抵押贷款指数已于1月底触顶回落，可能预示着本轮美国房地产市场上行周期已近尾声。

作为全球最大的钢材产出国，中国2020年二季度粗钢产量占全球比重超过60%，达到历史高位；之后随着国际疫情逐步消退，该比重略有回落，但仍保持在55%以上。3月限产环保政策的施行短期压制了钢厂产能利用率，但5月数据显示限产的利空效应已边际趋弱，除唐山、邯郸外再无限产要求，产能利用率和高炉开工率均有所回升，总产量增速并未落后于季节性趋势，行业仍处于相对高产量、高产能的运行区间。2020年三季度起巴西及澳大利亚铁矿石总发货量出现趋势性下滑，引发铁矿石供给收紧的担忧。但我国铁矿石供应阶段性充裕，2020年3月至2021年4月国内铁矿石港口库存同比增幅扩大了36.67个百分点，港口日均疏港量有所回落，钢厂铁矿石库存也在增加，体现出供给偏

松格局。钢厂产能利用率小幅回升至70%左右的历史平均水平，产销比下降至0.86左右的区间，产量提升暂时未受到铁矿石供给干扰。国内铁矿石供给偏松的格局也会对全球铁矿石价格上涨形成拖累。焦炭价格随需求增长同步上涨。2020年年底焦化企业限产政策阶段性压缩供给能力，但因本次限产主要针对产能小于100万吨的小规模焦化厂，整体性产量并未出现较大波动，大中型焦化厂产能仍然高于历史平均，产量增幅与表观消费量基本同步，对下游钢厂的供给不存在明显缺口。

此轮国内黑色金属行业价格上行周期显示出了新的特征。一是价格上涨的核心动能已从供给侧驱动为主转为需求侧驱动为主。疫情得以初步控制时供给侧产能复苏力度不及需求侧，供需错配推升原材料价格。而当下疫情对于经济运行的影响已有所淡化，铁矿石价格高涨极大地促进了产出国的投资和出口意愿，供给总体充裕。下游旺盛的需求前景对原材料价格仍有强劲支撑，此轮价格上涨仍将在一定程度上持续。

二是供给缺口修复的关键由上游向中游转移。受制于中游行业产能的有限扩张，中游产品的供给弹性低于上游产品。目前，我国暂不存在铁矿石供给缺口。2020年3月以来粗钢产量同比仅扩大15.1%，叠加下游需求的季节性爆发，产销比降至历史相对低位，清库速率提升，产品价格迎来快速上涨，产业链利润配置得以由上游向中游传递。叠加碳中和、碳达峰目标影响市场对供给收缩的预期，螺纹钢、焦炭价格的涨幅与限产政策的执行力度密切相关。

#### （四）去产能政策短期内加剧动力煤价格上

## 涨预期

国内动力煤进口依存度较低，2020 年以来国内产量占总供给 96% 以上。随着夏季用电高峰的来临，动力煤迎来季节性需求高峰。工业用电日耗偏高，重点电厂煤耗总量 3 月环比上涨 31%，电厂补库需求旺盛。叠加主产区严格限制超能力生产，煤管票紧张，供应增长受到制约。2021 年 3-4 月环渤海港动力煤库存下滑 17%，重点电厂煤炭库存可用天数降至 12 天，远低于 20 天左右的平均水平，动力煤供需缺口拉大，价格水涨船高，5 月 13 日市场均价为 997.5 元 / 吨，较年初上涨 72.95%，较去年同期上涨 110.67%。4 月发改委强调主要产煤大省增产至 9 月，国内原煤产量高位运行。一季度国内原煤产量同比增长 16%，相较于 2019 年增长 19%，但进口量处于中游偏低水平，总供需缺口仍然存在。5 月环渤海九港合计场存量小幅回升，但下游电厂库存未有明显增量。夏季用电需求旺盛期即将来临，电厂仍有补库需求，短期动力煤价格仍可能走强。后续随着市场逐步消化去产能带来的看涨情绪，电厂补库需求逐渐回落，价格涨势有望收缩，但不排除夏季极端天气扰动及限产政策执行力度增大加剧价格波动。

## （五）国际供给下滑导致大豆价格上涨，国内玉米价格上行存在压力

我国大豆进口依存度较高，国内大豆产能仅占总需求 15% 左右。2020 年以来国际大豆市场供给偏紧，国内豆油成本提升。美豆库存持续收缩，美国农业部 3 月底面积报告预期今年美豆播种面积只有 8760 万英亩，远低于市场预期，加剧紧供给格局。南美洲增产、上市并未冲击国际大豆价格，海运成

本增加提升进口大豆到港成本，国内豆油、豆粕原料价格持续走强。4 月巴西及国内大豆集中上市短期缓解了国内库存压力，国内大豆价格涨幅预计将小于美豆；但整体库存仍偏低，补库需求对后市价格有所支撑。随着国内生猪产能恢复常态，2021 年国产大豆需求平稳略增，价格将高位趋稳。在大豆产量下降、进口量增加的双重影响下，豆油产量较上年度小幅增加，价格区间可能略有下调。

玉米因进口依存度低，国内生产销售缺口为其价格上涨的主要逻辑，价格走势已与国际价格出现背离。国际玉米供给紧张，2021 年至今，美国玉米价格已上涨约 50%，创近 10 年来高价，而国内玉米成交量偏低，价格近期高位调整。饲料需求增量放缓，下游饲料生产企业玉米库存普遍在 20 天以上，且替代效应较大，议价能力有所提升。同时，玉米收益预期较好，农民扩种积极性高，预计本年度玉米种植面积将较上年增长 3.4%，总产量达 2.72 亿吨，增长 4.2%。本年度玉米产需缺口将缩小至 2189 万吨。

2020 年二季度低点以来，美国商品调查局（Commodity Research Bureau, CRB）综合指数上涨约 55%，而南华综合指数上涨 51%。南华综合指数先开启上涨，说明内需启动恢复领先于国际，而后续的涨幅差距显示出国际供需缺口大于国内，未来海外需求的延伸将成为决定后续国内价格能否持续上行的重要因素。疫情恢复的区域性差异导致各地区工业产能利用率高低不一，中国因疫情较早得以控制，产能恢复优于海外，在国内经济复苏速率边际递减的情况下，外需占据国内产能的比重愈发提升。受制于海外旺盛需求对原材料价格的倒逼，

即便在国内经济复苏曲线趋于稳定、流动性指标回落至合理区间的前提下，原材料价格上涨的输入型因素仍对我国中下游产品的价格造成影响。未来大宗商品价格及国内 PPI 将伴随国际需求增速放缓和供给增速加快而出现拐点。

### 三、大宗商品超级周期缺乏长期需求基础

2021 年以来，大宗商品开启超级周期的观点引起市场广泛关注。过去一百多年的时间里，几次大宗商品超级周期都与主要经济体的工业化和城镇化快速发展带来的需求大增有关。十九世纪美国的工业化和城镇化带动了一波大宗商品价格的大涨；第一次世界大战之后的大宗商品价格出现了较大幅度上涨；第二次世界大战之后欧洲的重建和再工业化以及美国的婴儿潮带来了一波大宗商品价格的持续上涨。最近一次大宗商品的超级周期是 2003-2010 年，主要动力来自于中国加入世界贸易组织（World Trade Organization, WTO）后制造业的崛起和城镇化对基础设施和房地产投资需求的拉动。

可见，一轮大宗商品超级周期开启，需要有规模较大的经济体在一个时期之内释放较大的投资需求。在发展中国家中，印度似乎有这样的潜力，但其目前工业化和城镇化的进展还很慢。从 2007 年到 2013 年，印度每年的固定资本形成占国内生产总值（Gross Domestic Product, GDP）的比例处于 30% 以上。2014 年之后，固定资本形成的占比却持续处于 30% 以下。这表明过去几年固定资产投资对印度经济增长的拉动作用是逐渐减弱的，其背后有着深刻的经济、制度乃至人文的原因。在这种环境、条件和趋势下，印度难以为大宗商品带来

较大的需求。欧元区的部分国家如希腊、意大利等国在过去几年经历了去杠杆，债务增速放缓必然影响固定资产投资增速。欧元区作为一个整体，其投资增速在 2008-2013 年间也一度出现负增长。2014 年之后欧央行采取负利率，欧元区银行对居民和企业的信贷增速开始回升，欧洲的投资增速有一定反弹，但与金融危机之前相比还有差距，投资占 GDP 的比例也低于金融危机之前。新冠疫情爆发之后，欧洲的财政刺激方案主要是应对疫情对实体经济带来的负面冲击，能够用到固定资产投资上面的资金较为有限。

2000 年之后，全球大宗商品消费需求增长动力主要来自中国。中国固定资本形成占 GDP 的比例一度达到 40% 以上。最近几年国内经济转型，消费逐渐成为拉动经济增长的主要来源，投资占比有一定幅度回落，但仍然明显高于其他国家。为了应对新冠疫情的冲击，2020 年国内信贷社融增速有一定幅度上升，相应的固定资产投资增速也出现反弹，是当前大宗商品价格上涨的重要驱动因素之一。目前中国的制造业在全球首屈一指，城镇化已进入城市群和都市圈的结构性发展阶段，中国对大宗商品的需求难以出现过去曾经有过的持续大幅上升。2021 年国内经济增长将回到潜在产出水平附近，相应的信贷社融增速也将回归常态。中国需求未来难以成为大宗商品价格持续上涨的主要动因。

2021 年以来大宗商品价格上涨较快，与美国拜登政府提出的 1.9 万亿美元财政刺激措施密切相关。刺激措施中包含对普通老百姓的现金发放以及失业补助。可以预计，1.9 万亿美元的刺激措施正式实施之后，对美国的就业和经济增长可以提供更多的支

持。美国多家金融机构预测，这些刺激措施将使得美国实际经济增长在 2021 年下半年至 2022 年超过潜在产出水平，即美国经济会出现过热的情况，对大宗商品价格会有向上推力。随着疫苗接种快速推进，美国居民出行增加将带动汽油的消费，一定程度上有助于推动能源价格上涨。但经验告诉我们，通常经济复苏带来的需求恢复是阶段性的，难以持续推动大宗商品价格上涨。

拜登政府已明确要进行大规模基建投资。美国的基础设施有一定比例年久失修，确有改善的空间。但由于美国两党政治僵局，民主党和共和党在基建方面难以达成共识，基建想要顺利推进存在难度。2016 年年末特朗普当选总统之后就表示要大力推进基建，最终在其任职结束时未得到落实。拜登政府提出的新基建刺激方案规模超过 2 万亿美元。目前已推出的财政刺激措施已经导致美国政府的债务规模达到其 GDP 的 110% 左右，处于历史高位；随着还本付息的压力增大，未来再提出更多的刺激措施，美国政府的债务水平还会更高，还本付息的压力会更大。从持续时间 8-10 年来看，每年投资的规模并非很大，但是否能通过加税来获得资金却存在很大不确定性。尤其是要经过至少两个政府轮替周期，未来依然存在很大的改弦更张的可能性。因此，无论是从规模和周期角度看，还是从财务和政治角度看，拜登基建方案都存在较大的不确定性。

#### 四、国内保供稳价政策正在推动 PPI 步入拐点

在 2021 年国际原油价格恢复、大宗商品价格火热的影响下，国内 PPI 或将在延续几个月同比增

幅 8% 以上的高位运行后于四季度放缓；不排除个别月份达到两位数增长的可能性，全年同比增幅可能在 5% 以上。

相较前两轮 PPI 上涨周期，本轮 PPI 上涨逻辑有一定相似性，也有不同之处。第一轮周期伴随 2010 年前后全球货币大放水开启，美联储持续下调利率至 0-0.25% 的历史最低水平，并实施了两轮量化宽松政策。中国的所谓“四万亿”刺激计划亦极大地充裕了市场流动性，全球在大规模经济刺激下开启一轮由需求扩张拉动的大宗商品价格上涨周期。叠加地缘政治因素冲击中东石油供给，极端天气影响农作物减产，全球整体通胀压力飙升。2010 年二季度起，新兴市场国家陆续开始紧缩货币政策应对通胀，我国央行于 2010 年 10 月上调存贷款基准利率，6 个月后大宗商品价格开启下跌，再 3 个月后国内 PPI 拐点出现。第二轮周期开启对应的是 2015 年年底国内推行供给侧结构性改革，2016-2018 年间大力收缩工业产能，大宗商品迎来工业品供应端紧缩驱动的价格上涨。同期上游采掘和金属冶炼行业价格涨幅较大，但对 CPI 的传导相对有限，国内并未出现明显通胀趋势。随着美联储于 2015 年年底开启加息周期、2017 年 10 月开启“缩表”，发达经济体流动性拐点出现，叠加中美贸易摩擦升级，需求收缩，PPI 顶部回落（图 1）。

本轮 PPI 上涨周期的逻辑既有类似 2010 年前后全球流动性泛滥导致需求大幅扩张的背景，又存在类似 2016 年后供给收紧的影响，上升速率、持续时间和累积涨幅都可能会大于前两轮周期。由于全球经济复苏尚未见顶，主要经济体货币政策收缩大概率不会于短期内出现，供需平衡的时间点将成为

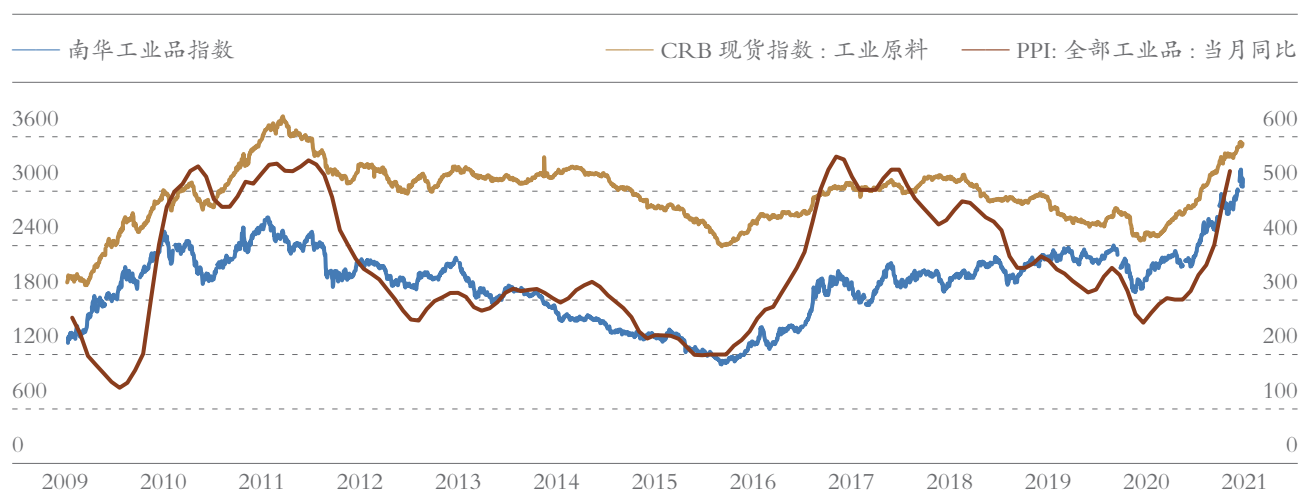


图 1：近几轮大宗商品价格上行周期对比

判断本轮上涨周期的主要参考依据。

前已述及的第一轮 PPI 上涨周期从 2009 年 8 月的底部（-8.2%）到 2010 年 5 月的第一高点（7.13%）用时仅 10 个月，后续 14 个月在 4.32-7.54% 间震荡调整，2011 年 7 月从 7.54% 的第二高点连续回落，累计上涨 15.74 个百分点。第二轮周期在 14 个月间连续上涨 13.7 个百分点，第一高点为 2017 年 2 月的 7.8%，之后震荡下行，第二高点为 2017 年 10 月的 6.9%。综合考虑周期开启的因素和回调动力，本轮周期上行及顶部调整形势可能综合前两轮周期特点。自 2020 年 5 月起本轮周期已上涨 12 个月，累计涨幅 10.5 个百分点，未来一个季度内大概率将继续上行 2-5 个百分点后高位调整，随后震荡下行，年底可能还会出现第二高点。

未来 1-2 个季度，欧美经济仍将保持较大的上行斜率，进出口贸易、采购经理指数 (Purchasing Managers' Index, PMI)、经济合作与发展组织 (Organisation for Economic Co-operation and

Development, OECD) 综合领先指标都呈现出较好的景气度，海外制造业、房地产行业的订单增幅将提升大宗商品价格上行预期；而中上游产能的扩张受限仍会形成价格托底。从美国进口同比增速变动情况领先 PPI1-3 个月、欧盟进口同比领先 2-5 个月的经验来看，PPI 在 8 月之前仍会处于上升趋势（图 2）。美国制造业 PMI 连续 14 个月高于荣枯线，3 月录得 64.7 的相对高位，OECD 综合领先指标 3 月起超出 100，表明经济运行达到峰值；欧盟制造业 PMI 亦持续上涨，3 月达到 62.9 的历史新高，OECD 综合领先指标延续 12 个月增长且于 3 月逼近 100 阈值。结合国内 M1 同比增速变动领先 PPI7-8 个月且于 2021 年 2 月出现拐点的情况分析，预计此轮 PPI 上涨大概率于 8 月达到第一高点（图 3）。而 2021 年 PPI 翘尾因素于 5 月录得 2.83% 的最高值后稳步回落，亦会影响下半年 PPI 下行速率，延长价格顶部调整周期。近日国务院常务会议已经安排保供稳价工作，稳定大宗商品价格的政策信号十



图 2：国内 PPI 走势区间预测

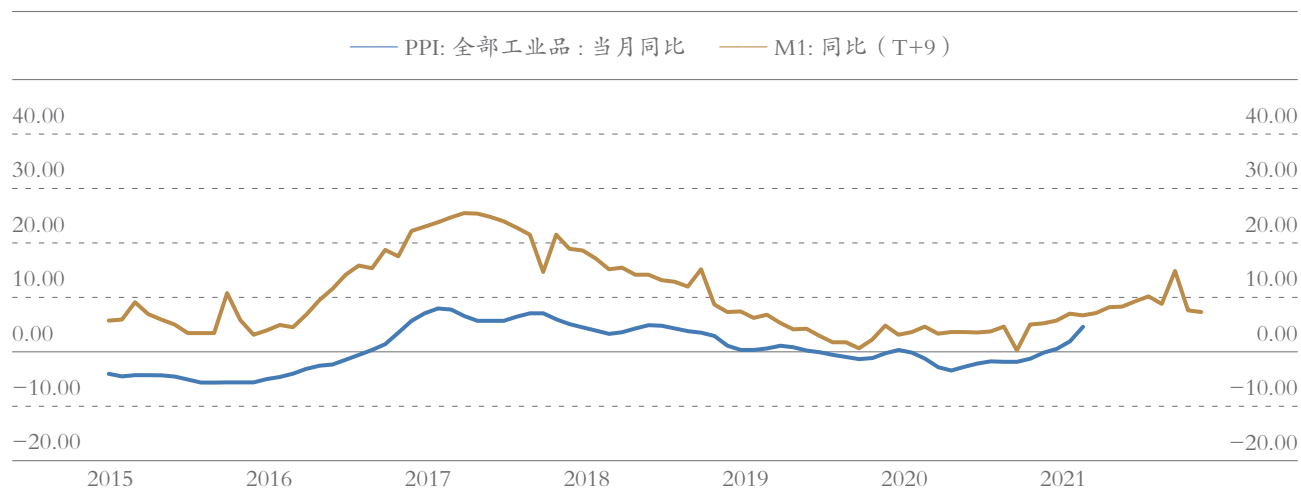


图 3：M1 拐点已于 2021 年 2 月出现

分明确，必将对下一阶段市场供求关系和价格变化产生重要影响，从而可能成为国内 PPI 上行走入拐点的举足轻重的推动因素。

2021 年一季度以来 PPI 对于核心 CPI 的传导已有所体现。中上游价格波动向下游传导过程中存在幅度缩减、时间拉长的特性。参考 2015 年 12 月起

的 14 个月间 PPI 上涨 13.7 个百分点，核心 CPI 则从 2016 年 2 月起累计上涨 24 个月，高点出现滞后 PPI12 个月；但该轮 PPI 上涨对下游影响相对较小，核心 CPI 仅从 1.3% 上涨至 2.5%（图 4）。此轮核心 CPI 反弹拐点较 PPI 滞后 8 个月左右，服务价格恢复较慢导致价格传导速度放缓，但后续反弹速率

更快，且持续时间可能延长。预计本轮核心 CPI 将在 2021 年下半年及 2022 年上半年趋势性上行，最大涨幅有可能超过 3%，2021 年内有可能达到 2% 以上。

2021 年内受到猪周期下行的影响，CPI 的上涨幅度将相对有限，但应警惕后续基数因素影响减弱后 CPI 的向上趋势。此外，需要关注库存增速边际

放缓、饲料价格持续上涨及夏季非洲猪瘟复发等因素对于猪肉价格下行的干扰。猪粮比价已降至临界值 8 以下，猪肉价格有几率在夏季出现阶段性小幅回升，但全年价格中枢难以因此抬高。全年 CPI 仍将在 1%-2% 区间内运行，年底不排除核心 CPI 同比超过 CPI 的可能性。

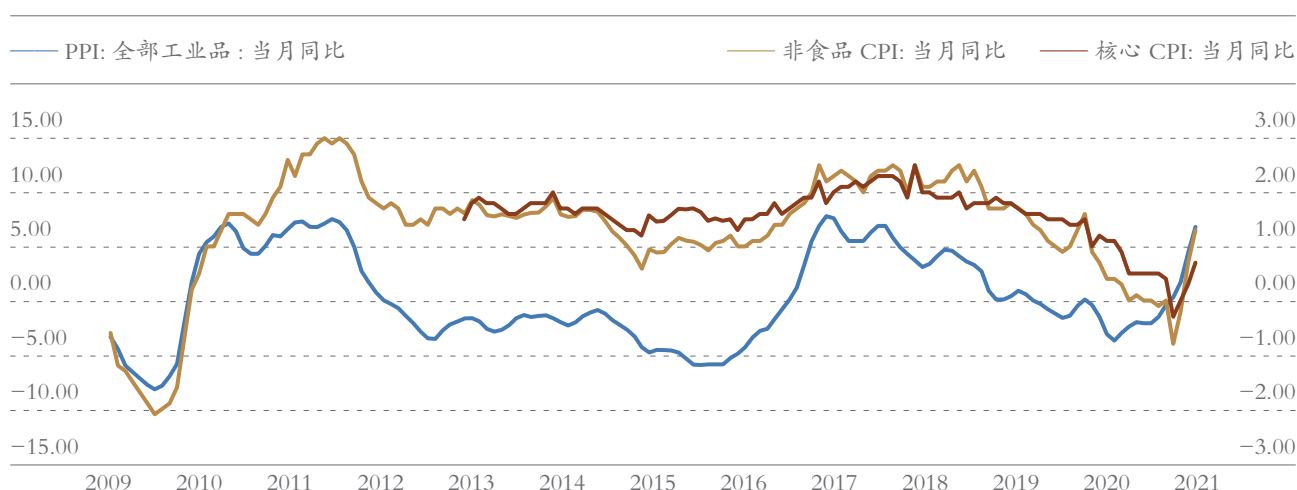


图 4：PPI 与核心 CPI、非食品 CPI 变动情况对比

## 五、政策建议

基于上述分析，为缓解大宗商品价格上涨，抑制其可能产生的负面影响，在此提出五点政策建议。

首先是保持稳健货币政策的定力，必要时灵活适度微调。综上所述，本轮大宗商品价格上涨受疫情抑制供给能力和国际输入因素影响为主。疫情以来，我国货币政策基调稳健，阶段性地实施了小幅宽松，并未进行大规模放水，且 2021 年以来货币信贷社融增速均已放缓。下一阶段，货币政策整体上宜保持定力，并通过局部灵活调整进行调节。一是

要保持流动性合理宽裕，既不能趋于宽松，以免为通胀创造条件；也不能急转弯加以收紧，应继续为实体经济发展提供友好的融资环境。毕竟目前经济运行中不确定和不稳定的因素依然存在。二是维持利率水平基本稳定，不出现较大幅度的变化或波动，继续为市场主体提供准确的政策信号。三是提高信贷投放的精准度。推动流动性向原材料价格涨幅明显的生产企业适度倾斜，以鼓励其增加供给，缓解市场涨价压力；同时避免信贷投放至以投机为目的的市场主体或盲目提高库存的厂商，以抑制其囤货

或利用期货市场哄抬物价的行为。

其次是促进大宗商品进口多元化，削弱采购需求压力。应引导进口多元化，避免从单一国家进口大宗商品，以此缓解进口需求单点释放带来的价格上涨压力。建议一方面促进与中亚和西非石油输出国的贸易伙伴关系，破除能源贸易的地域壁垒，推进合作的深度与广度，加大人民币在以上区域的计价和结算，尤其注重在“一带一路”倡议下积极拓展能源出口国的多区域合作。积极开拓非洲地区的有色金属市场，建立长期稳固合作关系。另一方面，促进进口替代型产业的发展，增强对战略型产品的调控能力，并建立相对完善的能源储备，增强我国资源类大宗商品的价格话语权。灵活运用人民币汇率弹性，允许人民币以一定程度的升值来对冲大宗商品涨价对工业品的价格推升，缓解国内工业生产成本上升压力。

再次是管控好农产品价格。相比工业品的涨价，农产品的涨价与居民日常生活更为密切，管理好农产品价格更为重要。一是建议继续保持当前对农业优惠的货币政策；二是进一步加强相关措施打击国内的投机操作；三是拓宽农产品进口的来源地；四是对相关企业进行减税等方面的补贴；五是增加存货供应到市场；六是提高政策的灵活性，分清长期目标和短期市场形势，采取市场化方式推进。

再其次是多渠道帮助小微企业对抗通胀冲击。本轮全球大宗商品大涨价，成本冲击最大的是下游

行业，主要集中在农产品、家电、包装、化工和造纸等行业。而这些行业中，又以小微企业受冲击最为严重。这些小微企业先是在疫情最严重期间承受较大损失，当前又因为议价能力弱而无法转移通胀带来的成本上升压力，因此有必要对小微企业提供更多的支持和帮助。建议一是加大力度对这些小微企业实行减税、免税或者延期缴税等措施；二是对出口产品实行结构性差异化政策，取消部分黑色金属行业出口退税以增加国内供给，对其他国内供需相对偏松的产品可以适当降税；三是给予进口成本补贴，政府层面承担部分进口原材料的涨价；四是给予劳动补贴，保障员工的基本就业率；五是加大金融支持力度，提供更大的融资便利，进一步降低融资成本。

第五是做好通胀预期管理和市场价格监管。稳定通胀预期首先需要清晰的政策目标，这有助于市场形成稳定的政策预期，从而有利于稳定通胀预期，否则可能会导致预期的紊乱以及对市场的冲击。宏观管理当局可以设定较为清晰的信贷增长目标和货币供应量的目标，避免因为目标不清晰而导致各类市场主体主观臆测，从而导致市场价格过度波动，进而强化通胀预期和实际通胀之间的相互关联和转化。通胀预期的管理重点应该放在金融市场，加强期现货市场联动监管。

（责任编辑：杨芷妮）

# 关于天然橡胶“保险 + 期货”试点的若干政策建议

上海期货交易所 张敏

## 一、天然橡胶“保险 + 期货”试点的背景和特点

上海期货交易所（下简称“上期所”）自 2017-2021 年连续五年实施天然橡胶品种的“保险 + 期货”及场外期权项目试点工作，累计投入专项资金近 5 亿元，共为云南和海南两省近 30 万户次贫困胶农提供了橡胶价格下跌保险。在产胶县当地政府以及参与项目实施的期货公司和保险分支机构协同配合下，保障了胶农的基本经济利益，在助力贫困县脱贫摘帽和扶持橡胶产业发展方面发挥了积极的作用。

### （一）试点的地域背景

天然橡胶是一种喜高温、多雨、静风和肥沃土壤的热带乔木，因此世界上主要产胶国大都分布在南纬 10 度以北、北纬 15 度以南的赤道附近。鉴于橡胶重要的战略物资地位，上世纪 80 年代初，在周恩来总理的直接关心下，我国终于成功在国际橡胶

行业历来认为不宜植胶的北纬 17 度以北地区规模种植了橡胶林，这是国际天然橡胶生产的一个重大突破，并逐步建成了以云南省靠近边境一带以及海南岛为主的橡胶种植区域。这些主要产胶区绝大部分地处偏远，其中相当一部分为少数民族聚集区，经济状况较差，其中相当一部分县域曾经位列国家级贫困县名单。橡胶产业的发展吸纳了大量农村剩余劳动力，售胶收入也是众多贫困胶农仅有的经济来源，为当地实现脱贫摘帽目标提供了有力的支撑。

### （二）试点的产业背景

虽然从种植端看，天然橡胶归属于农产品，但是由于其在使用端有着工业品的绝大多数特点，因此它又和一般农产品有着较为显著的差异。短期内，由于其价格往往受供需基本面和宏观经济及金融市场的叠加影响，天然橡胶的价格波动比大多数农产品要剧烈得多。但就长期而言，橡胶价格的基础仍

然以供需关系为主：需求方面虽然受到全球经济周期的影响，但由于存量汽车的替换轮胎市场是天然橡胶最大的需求市场，因此其需求弹性并不是很高；供应方面，橡胶价格影响着种植国家、企业、胶农的种植积极性和割胶积极性，而种植增加供应因为胶树需 6-9 年的成熟期而存在一定滞后性。

观察近 20 年橡胶的价格走势：2002 年是中国正式加入世贸组织后的第一年，也是中国汽车产销量井喷的一年，天然橡胶原有的供需平衡被打破，需求增长，价格开始缓慢上行。2005 年以后橡胶价格加速上行，并刺激了东南亚等主要产胶国加大了橡胶树的种植数量，但橡胶树需要 6-9 年后才能成熟产胶，在供不应求的情况下，天然橡胶价格急速上行，直至 2008 年经济危机造成需求骤降，使得价格暴跌。2009 年的经济刺激政策曾快速提振运输需求，刺激轮胎生产，带动了天然橡胶价格的一波上行行情，但 2011 年后，由于供应量增加，而需求增速受经济拖累下降，供求关系开始反转，橡胶价格逐年下跌，一度从顶点每吨 43000 跌至最低 9000 元。由于供应方面到 2020 年左右一直居高不下，以至于 2018 年以来，天然橡胶价格始终在低位徘徊，尤其是 2020 年年初爆发的新冠疫情以及受原油价格急跌带来的不利影响，使得橡胶现货价格一度“雪上加霜”，给其生产收益带来很大的潜在风险。

### （三）上期所将试点和服务“三农”及精准扶贫紧密结合

传统的扶贫模式大都以捐助捐赠、慈善公益为主，这些形式在短时期内能取得一定的扶贫效果，但是长期而言，还是难以持续，同时也存在着“养懒人”的可能性，在扶贫资金的使用效率和公平性

方面打了折扣。因此积极探索可持续的扶贫创新模式，如何做到“授人以鱼不如授人以渔”，成为了扶贫工作中重要的一个环节。

鉴于天然橡胶产地贫困、产业窘迫的现状及背景，上期所组织的天然橡胶“保险+期货”试点，在每一个操作环节都力争和服务“三农”以及精准扶贫工作紧密结合，是金融扶贫机制创新的具体应用。试点以“保险包装、期货下乡”的形式，为广大胶农找到规避农产品价格风险的有效途径。正所谓“扶贫先扶志”，“保险+期货”给贫困农户看到了通过勤劳割胶脱贫的希望，有效发挥了“授人以渔”的产业扶贫效果。

## 二、提升赔付率对巩固脱贫攻坚成果的重要意义

### （一）未来五年将是巩固脱贫攻坚成果的关键时期

2020 年是我国脱贫攻坚战决胜之年，也是收官之年。在以习总书记为核心的党中央正确决策部署下，我国脱贫攻坚战取得了全面胜利，既完成了脱贫攻坚战的底线目标任务，也做到了向全国人民作出的庄严承诺：“确保 2020 年现行标准下农村贫困人口全部脱贫，消除绝对贫困；确保贫困县全部摘帽，解决区域性整体贫困。”当然，消除贫困后一个重要的问题是如何防止脱贫摘帽后的贫困县再度返贫。因此未来五年，也将是巩固脱贫攻坚成果的关键时期。在近期发布的《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》中就明确指出，要做到两个“决不能”，其中之一就是巩固拓展脱贫攻坚成果决不能出问题。为保障这一目标的

实现，上述文件中还提出了相应的举措：一是设立衔接过渡期，即对于摆脱贫困的县，从脱贫之日起设立5年过渡期。二是持续推进脱贫地区乡村振兴，加大对脱贫县乡村振兴的支持力度。

## （二）提升赔付率是巩固脱贫攻坚成果的重要抓手

上期所自2017年起，连续五年实施天然橡胶品种的“保险+期货”及场外期权项目试点工作，经过五年的持续运行和不断优化，试点规模持续扩大，试点模式推陈出新，无论是对橡胶产地的脱贫攻坚工作，还是对橡胶产业的有序发展，都产生了预期效果。得益于“保险+期货”模式的县域全覆盖，大大降低了部分重点试点县域橡胶的“弃割率”，例如：在海南省产胶大县白沙县这一比例从2017年的45%降至2018年的30%以及2019年的20%，2020年又进一步降至10%左右。海南太保产险借助科技手段，首创“每日打款，快速理赔”的创新模式，在海南省保亭等多个产胶县实施只要橡胶期货价格低于保障价格，即根据真实割胶数据向胶农赔付转账的做法。此举极大地提升了胶农割胶的热情，在鼓励“多劳多得”的同时完善了以往试点模式中不注重实际割胶率的弊端，也对橡胶产业的有序健康发展起到了显著的促进作用。“保险+期货”模式，本质上是两个管理风险的金融要素市场——保险和期货市场的一场“跨界合作”。运作过程主要分三个步骤：第一步，由保险公司向贫困县胶农提供天然橡胶期货价格保险，一旦价格下跌触发理赔条件，贫困胶农就能获得收入损失补偿；第二步，保险公司向期货风险管理子公司购买能补偿保险损益的场外看跌期权；第三步，期货风险管理子公司在期货

市场上建立看空头寸，对冲从保险公司处转移过来的价格下跌风险。从上述过程可以得知：当天然橡胶期货合约的行情上涨时，虽然在保险合同范围内投保胶农没有得到赔付，但其割胶后售出的胶水在现货市场能卖出一个较高的价格，因此收入能得到基本的保障。当期货价格下跌，且低于投保价格时，胶农就能得到保险赔付，其在售出现货端的损失得以补偿。

固然，保险的初衷在于基本保障和意外救险，赔付并不是必然发生的结果或最终目的。但在巩固脱贫攻坚成果的关键时期，赔付款项确实能给贫困胶农带来实实在在的经济补偿，对胶农的利益提供一定程度的保障。因此着力提升赔付率有着较为突出的现实意义，理由如下：

首先，天然橡胶价格在近几年的时间内于成本线附近徘徊（表现形式为宽幅或窄幅震荡），由于投入的保费有限，保障价格并不一定位于胶农的理想收益线以上。因此，即使橡胶价格并没有下跌至触发理赔条件，也不能说明胶农的经济利益没有受损。而且由于天然橡胶需每天采割（每天的产量有限）以及鲜胶乳不耐储存的特性，使得胶农不可能在橡胶价格上涨的较短期限内大量售胶，也因此难以抓住价格上涨期显著提高售胶收益。

其次，上期所实施天然橡胶“保险+期货”模式试点范围内的绝大多数产胶县曾经都是国家级贫困县，橡胶种植既是刚刚摆脱贫困状况的胶农们的主要经济来源，也是他们致富奔小康的关键手段。

再者，不重视赔付率，也不利于保险和期货两大金融要素市场平抑价格波动功能的总体发挥。

因此，在天然橡胶“保险+期货”创新模式结

合防止返贫的试点过程中，在合法合规的前提下，致力于提高赔付率，就成为了巩固脱贫攻坚成果的重要抓手。

### （三）提升赔付率是推广“保险+期货”模式的关键切入点

赔付率也是推广和普及“保险+期货”这一创新模式的关键切入点，尤其是在探讨模式的可持续性和资金来源方面。

目前，天然橡胶“保险+期货”扶贫试点项目所需的绝大部分资金来源于上海期货交易所，五年来累计投入资金近5亿，少部分是地方财政和社会公益资金。随着项目成效凸显，目前也有极少数的项目出现了胶农自愿出资的情况，例如：云南省西盟县及孟连县的胶农连续四年参与天然橡胶“保险+期货”项目，2020年自愿出资、缴纳保费共80万元购买橡胶价格保险。当然，如果长期运作“保险+期货”创新项目，大部分资金来源于一家企事业单位的状况恐怕难以持续，因此试点的目标之一就是长期而言，试点这一模式的资金应绝大部分来源于国家财政或者地方财政资金，社会公益资金和受益者个人出资作为补充。而由于模式中涉及的场外期权专业性强，结构相对复杂，模式最后的收益和效果又极其依赖于入场对冲时的标的期货价位以及标的期货合约价格行情的走势，因此对于参与主体的专业准入门槛较高。鉴于此，在项目试点的初期，在合法合规的前提下，显著提升项目的最终赔付率，无疑是吸引地方政府以及受益胶农等参与主体关注度以及提升其参与度的最佳切入点和关键环节。只有让上述主体真正关心并且深入理解这一模式的运作原理及风险对冲理念，才有可能让他们愿意支付

所需的资金，并和其他主体协同合作，密切配合，力争使项目取得最大成效。

## 三、优化“保险+期货”模式的相关政策建议

### （一）应更加注重对项目的精细化管理

“保险+期货”试点工作涉及环节较多，牵涉面较广，项目具体操作起来面临许多实际困难。为落实扶贫效果，应重点强化项目的业务管理，把专业的事情干到位。上期所在试点过程中一直较为注重对项目的精细化管理，主要体现在以下方面：

1. 注重合规性。上期所从一开始就提出了专户管理、资金封闭运行的要求，对扶持资金的使用进行严格的审核和监管，不允许承接项目的期货公司把剩余资金留存作盈利。上期所要求参加试点的期货风险管理子公司开立专门的期货交易账号（专户），交易所支持资金（由期货公司垫付）打入专户，期货对冲交易在专户中进行，期货盈利以保险赔付款的形式通过保险公司账号直接打入受益胶农的银行账户，从而避免了任何形式的“跑冒滴漏”，让投保贫困胶农的利益获得切实保障。

同时，纪检、内审工作及时跟进，确保工作合规、扶贫效果落地。2018年2月，上期所纪检办组建了“保险+期货”精准扶贫项目专项检查小组，对项目进行全面体检。检查组深入当地，走乡入户，实地检查项目落实情况。在积极肯定试点成效的同时，也提出需要完善之处，包括加强项目资金使用情况的公开性和合理性、加强相关专业知识的培训、督促保险公司加快理赔速度等。业务部门针对小组反馈的意见，逐一落实，并制定了《天然橡胶“保

险+期货”试点项目立项、结项评审工作指引》、《天然橡胶“保险+期货”试点项目抽查管理办法》等内部工作制度，对试点工作进行规范管理，这都为今后项目的推进打下了扎实的基础。

2. 对保险公司和期货公司的管理费开支进行明确规定。2017年，保险公司对项目一律收取保费20%的管理费。本着扶贫的初衷，上期所2018年要求保险公司将收费上限降为15%，2019年开始所有项目的保险运营费用又进一步降至8%-11%。同时，对期货公司的管理费开支也有范围要求。

3. 督促保险公司和期货公司充分沟通，共同协商。对保单及场外期权方案的设计应更加灵活，以期充分发挥期货公司的专业能力，为投保农户争取最有利的结果。保险和期货领域的操作原理迥异：保险可以不择时，但期货对冲的进场、离场时机选择会直接影响到项目的赔付结果和扶贫效果。在保险、期货双方事先沟通顺畅，协商及时且有效的前提下，试点项目的扶贫惠农效果更加凸显。

## （二）建议为项目提供更加灵活的政策支持

“保险+期货”是近几年来，在大量实践经验基础上逐步发展形成的金融市场服务“三农”创新模式，对于地方政府及相关参与主体而言依然属于专业性较强的“新事物”。因此，相关的理论研究、制度修订及监管措施均落后于实践操作，也由此产生了一些问题，在一定程度上阻碍了这一模式本身应有的价格风险管理功能和扶贫效果的最优发挥。

在目前“保险+期货”模式实践经验基础上，建议由相关部委牵头统一制定具有较强法律效力的管理制度，相关监管机构也应根据这一模式特点，采取更为“对症下药”、较为灵活的政策支持。建

议从以下几个方面着手，进一步完善和优化现有的监管政策，尤其是着眼于提升赔付率，以达到巩固脱贫攻坚成效的最终目的。

1. 允许操作方案提供适当比例的“保底赔付”。在类似2020年新冠疫情爆发背景下，橡胶价格走势不确定性加大、对行情预判的难度增高时，“保底赔付”是保证基本赔付率的重要途径之一，否则一旦方向预判错误，赔付率水平很难令人满意。因此，在上述行情多变难测的背景下，如果监管政策允许“保险+期货”操作方案能将一定比例的资金投入进行“保底赔付”，其余资金博取额外对冲收益，将能更好地实现向胶农提供基本利益保障，同时提升项目赔付水平的目标。

2. 鼓励设计更加灵活的价格保障条款。在目前的“保险+期货”模式中，由于受益方基本都是个体胶农，因此出于“具备可保利益”的承保原则，设计“保下跌”期权结构较为符合现有的监管规范；而“保上涨”则需满足一定的前提条件，在部分县域较难实现。一旦遇到橡胶单边上涨行情，看跌期权的对冲交易损耗较高，赔付率将显著下降。因此，面对涨跌难测的市场行情，建议采取相应措施，鼓励参与主体设计更具灵活性的价格保障条款，以进一步提升试点项目的扶贫成效。

3. 创新更具灵活操作空间的业务方案。受多重因素影响，橡胶价格行情瞬息万变，但场外期权结构和保险方案一旦确定，尤其是后者完成备案后很难中途变更，缺乏一定的灵活性，可能会影响到项目的扶贫实效。例如：2020年有试点方案没有设计提前了结的保险条款，看跌期权结构在遇到下半年橡胶价格上涨的行情后，期货对冲端亏损较大，期

货风险管理子公司希望能及时离场止损，但由于保险方案难以相应调整，以至于最后损失了全部的资金投入，赔付款“颗粒无收”。因此，要达到一定的保障水平，应在设计业务方案时，就预留更多、更灵活的操作空间。

2021 年中央一号文件已经是连续第六次提到了“保险 + 期货”模式，要求“发挥‘保险 + 期货’在服务乡村产业发展中的作用”。上期所将继续贯

彻落实中央文件精神，牢记金融服务“三农”、服务实体经济的初心和使命，在推动农业保险转型升级的同时，积极探索农产品价格补贴的支农惠农新路径，为进一步助力橡胶产业发展，实现国家乡村振兴战略“保驾护航”，贡献出应有之力。

（责任编辑：陈昊）

# 新能源汽车产业发展对传统化石能源影响及应对策略分析

上海国际能源交易中心 赵亚伟 王琦

习近平总书记在第七十五届联合国大会上向世界承诺中国“二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和”。在此背景下，迎接能源革命，发展新能源，减少化石能源成为我国能源结构转型的重要方向。电动汽车、燃料电池汽车等新能源汽车的快速发展，已经成为带动我国能源革命和新能源产业发展的前进动力，并且将对我国以化石能源为主的能源结构带来深远的影响。本文通过研究目前以电动汽车为主的新能源汽车发展现状及产业特点，分析新能源汽车产业对原油、天然气等传统化石能源产业的影响，并对期货市场如何拥抱能源转型、更好服务于国家战略和实体经济提出建议。

## 一、新能源汽车产业发展现状

### （一）全球新能源汽车产业发展情况

为应对能源短缺、环境污染、气候变暖的挑战，响应《巴黎协定》中实现零排放的提议，全球多个国家出台了鼓励新能源、限制化石能源的政策，其中新能源汽车产业是各国较为重视、发展速度较快的能源转型方向。全球范围内，新能源汽车生产及销售主要集中在欧洲和美国等地，欧洲新能源汽车销售主要集中在德国、法国、挪威等国（图 1）。全球新能源汽车市场在过去十年经历了高速增长：2011 年全球新能源汽车销量为 4.65 万辆，2020 年销量为 324 万辆，年均复合增长率达到 60%。

政策层面，新能源汽车作为新生事物，诞生初期难以在成本、技术上与传统燃油汽车进行竞争，其前期技术积累、市场导入期间需要政府大力支持。主要国家和地区如中国、美国、日本及欧盟成员国等都相继出台了各种扶持政策，如税收减免、财政补贴、规定碳排放标准等，促进新能源汽车的技术

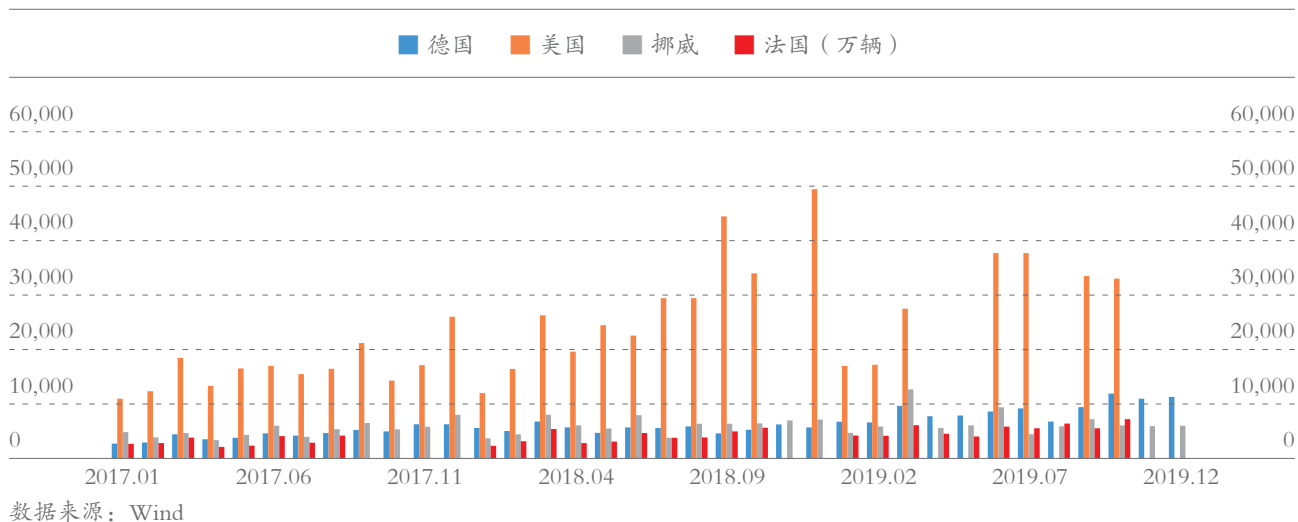


图 1：2017-2019 年欧美国家新能源乘用车销量

表 1：部分国家禁售燃油车计划表

| 国家 | 禁售计划             |
|----|------------------|
| 荷兰 | 2025 年禁售燃油车      |
| 挪威 | 2025 年禁售燃油车      |
| 印度 | 2030 年全面禁售燃油车    |
| 德国 | 2030 年全面禁售传统内燃机车 |
| 法国 | 2040 年全面禁售燃油车    |
| 英国 | 2040 年全面禁售传统柴油汽车 |

提升和市场推广。与此同时，部分国家还公布了禁售燃油车时间，以促成新能源汽车发展目标（表 1）。

## （二）中国新能源汽车产业发展情况

整体来看，我国新能源汽车产业经历了“从无到有”、“由乱到治”的发展历程。行业初步进入发展正轨，外资企业、民营企业和国有企业均参与新能源汽车产业链发展，行业从依靠政府补贴发展逐步转向依靠技术进步、品质提升发展。分阶段

看，行业经历了 2010-2012 年的“野蛮生长期”，2014-2017 年的“补贴拉动期”以及 2019 年开始的补贴退坡后的“增速换挡期”，新能源汽车年销售量在补贴退坡后基本稳定在百万辆区间。

经过十余年的发展，我国新能源汽车产销量连续 6 年居全球第一，已经成为全球新能源汽车产销第一大国。2020 年，我国新能源汽车产销分别完成 136.6 万辆和 136.7 万辆，同比分别增长 7.5% 和

10.9%。与 2011 年总销量 0.82 万辆相比，年均复合增速达到 77%（图 2）。

经过激烈的竞争，具有一定技术实力、雄厚资本及先进发展理念的造车公司逐步站稳脚跟，行业集中度显著提升，新能源汽车保有量不断提高。以特斯拉为代表的外资企业，以蔚来、理想、小鹏为

代表的造车新势力，以比亚迪、广汽为代表的国内造车企业已成为新能源汽车行业龙头，新能源汽车产量、销量及保有量逐步提升。根据公安部数据，截至 2020 年底，全国新能源汽车保有量达 492 万辆，占汽车总量的 1.75%，比 2019 年增加 111 万辆，增长 29.18%（图 3）。其中，纯电动汽车保有量

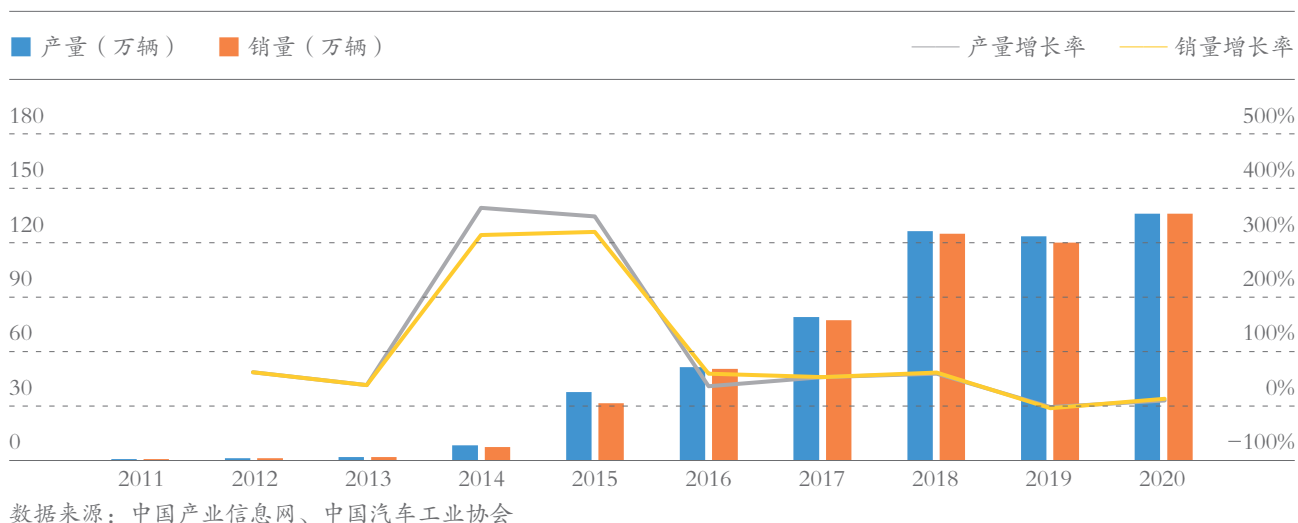


图 2：2011-2020 年中国新能源汽车产销量

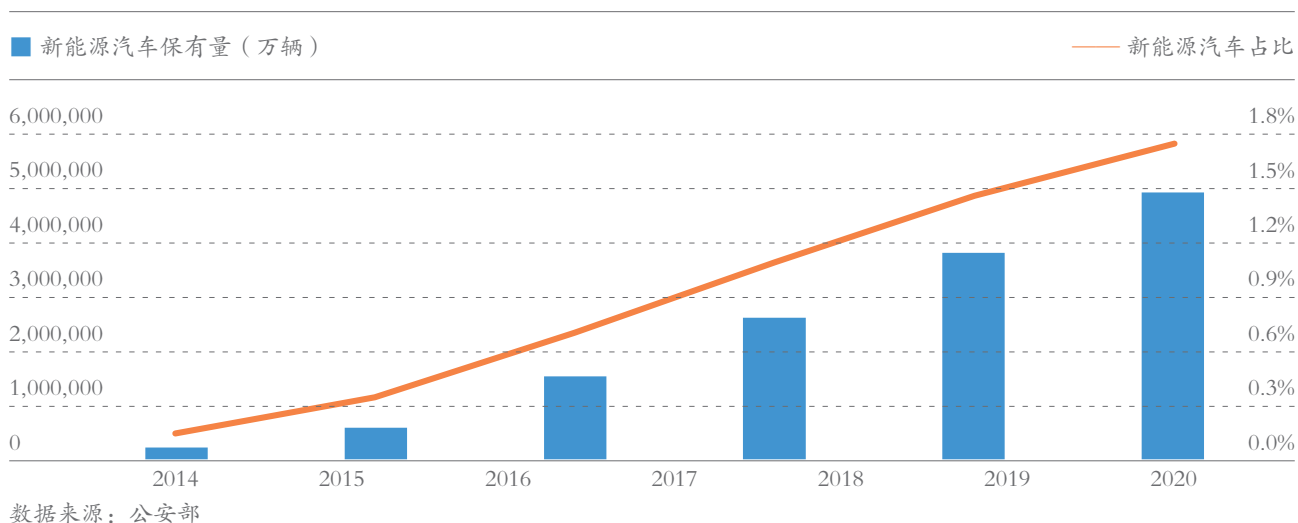


图 3：2014-2020 年我国新能源汽车保有量及占比

400 万辆，占新能源汽车总量的 81.32%。北上广深等限牌城市新能源车保有量及占比具有更高水平，例如上海市 2019 年底新能源车保有量超过 30 万辆，占比超过 7%。

政策层面，作为我国战略性新兴产业，新能源汽车产业发展受到政府高度重视，其先后出台了全方位激励政策：从研发环节的政府补助、生产环节的双积分，到消费环节的财政补贴、税收减免、再到使用环节的不限牌不限购，以及运营侧的充电优惠等，几乎覆盖了新能源汽车整个生命周期。在财政补贴政策上，从 2013 年至今，工信部联合其他部委先后发布 6 份新能源汽车购置补贴通知文件，4 次调整财政补贴标准，表现出了退坡力度加大，鼓励高能量密度、低电耗技术，补贴转向运营端和基础设施建设等政策导向。在双积分政策上，对供给端既有节能油耗、新能源汽车积分占比的硬性约束，又有积分交易、转让的价格信号引导，对传统燃油车油耗趋严管理，鼓励发展新能源车型。不过，我国尚未提出全面禁止燃油车销售时间点，仅海南省

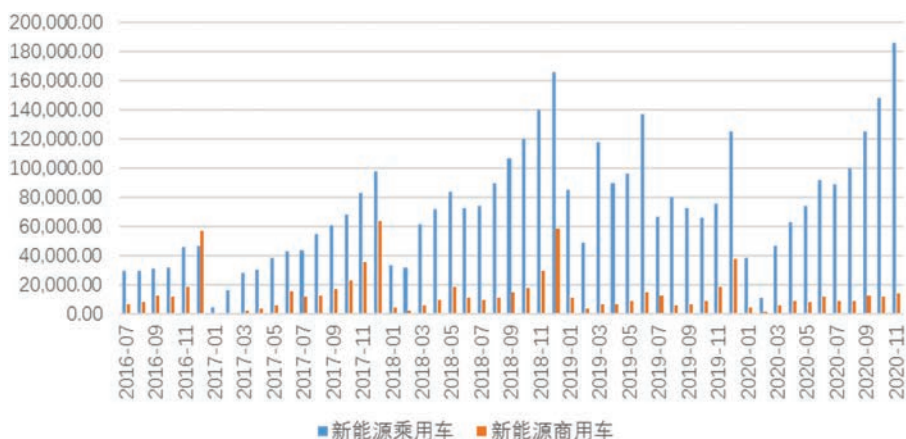
2019 年印发《海南省清洁能源汽车发展规划》，提出“2030 年起，海南全面禁止销售燃油车”，成为我国第一个提出汽车清洁化目标并给出时间表的省份。

## 二、新能源汽车产业发展特点

### （一）政策推动和技术进步促进下，新能源汽车行业已进入市场需求驱动发展阶段

#### 1. 新能源汽车市场逐步由补贴驱动转向需求驱动

2020 年 4 月 23 日，四部委联合发布《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至 2022 年底，并平缓补贴退坡力度和节奏，原则上 2020-2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%、30%。虽然补贴额度进一步减少，新能源乘用车销量增速已经连续 6 个月环比增长，新能源车由政策补贴驱动转向市场需求驱动的变化或已经开启（图 4）。



数据来源：中国汽车工业协会

图 4：2020 年 11 月新能源乘用车销量创下历史新高

## 2. 政策推动与技术进步促进新能源汽车销量增长

新能源汽车销量迎来快速发展的背后是多个因素共同作用的结果。一是国家新能源汽车政策的推动，如投入大量补贴扶持新能源车企的早期发展，一线城市免费赠送新能源牌照，二三线城市新能源汽车不限行等；二是技术创新推动汽车性能提升、价格下降。目前宁德时代电池系统密度超过 180Wh/

kg，主流高端车型 NEDC 续航达到 500 公里以上，刀片电池、换电技术、增程技术等新技术在一定程度上缓解了电动汽车“里程焦虑”（图 5）。电动汽车的智能化及自动化也明显优于传统燃油汽车，尤其引入特斯拉后带动产业链发展和引发的“鲶鱼效应”，使国内车企更加注重技术和品质的提升，对销量有较强的促进作用。



数据来源：工信部各批次《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》

图 5：2014-2020 年平均纯电动车续航里程和电池组能量

## 3. 新能源汽车未来保有量及占比将会有明显提升

根据国务院 2020 年 11 月 2 日发布的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》，到 2025 年，新能源汽车销量将占当年汽车总销量的 20% 左右，有望突破 500 万辆；到 2030 年，新能源汽车销量将占当年汽车总销量的 40%。同时，由于大量国二、国三汽车已经进入报废退出期，预计新能源汽车保有量占比将会在未来 10 年有明显提升。根据中国汽

车工程学会的预测，2030 年新能源汽车保有量将达到八千万到一亿辆，或将占汽车总保有量的 1/4 到 1/3。

### （二）新能源汽车由增量竞争起步，转为向传统燃油车发起挑战

随着新能源汽车技术及品质的不断提升，产业竞争格局已由新能源车企内部竞争转为向传统燃油车企发起挑战。新能源车发展初期，车型主要集中于低端车型，且存在高价低配现象，性价比较低。

目前，新能源汽车在 0-10 万元的低端产品、10-20 万元中端产品、20 万元以上的高端产品领域都有代表性车型，与传统燃油车高度重合，并以其使用经济性和智能化向燃油车发起挑战。其中，特斯拉 Model Y、蔚来 ES8、理想 ONE 等高端车型甚至吸引了一部分宝马、奔驰汽车的潜在客户。

### （三）新能源汽车产业带动新兴产业链发展

汽车产业是一个高度系统化、集成化产业集群，传统燃油汽车产业链主要涉及上游的钢铁、铜、塑料、橡胶、玻璃、涂料等原材料行业，中游的发动机、变速箱、制动系统、车身加工、电气系统等零配件制造业，以及下游整车制造工厂。我国是全球最大的汽车生产国，相关产业链配套已非常成熟。

新能源汽车与传统汽车在产业链方面既有一部分重合，又带动了一批新兴产业链的发展。新兴产

业链中，最具代表性的是新能源汽车“三电”系统，即电池、电机和电控系统（图 6）。其中电池产业链最受关注，主要包括正极材料、负极材料、电解液、隔膜等电池配件的制造。正极材料的制造又带动了三元锂材料（涉及锂、铝、镍、钴、锰等原料）、磷酸铁锂材料（涉及碳酸锂等原料）行业的发展；负极材料带动了天然石墨、人造石墨（涉及针状焦、石油焦等原料）等行业的发展；电解液制造带动了溶剂（涉及环氧丙烷、碳酸二甲酯等原料）、溶质（涉及碳酸锂、六氟磷酸锂等原料）等行业的发展。

由于新能源汽车未来市场巨大，已经产生了对国际市场具有重要影响力的行业巨头。例如，宁德时代通过为特斯拉等主要新能源车企供应电池，受到资本市场追捧，其股票市值超过 8000 亿，已经高于中石油股票市值。

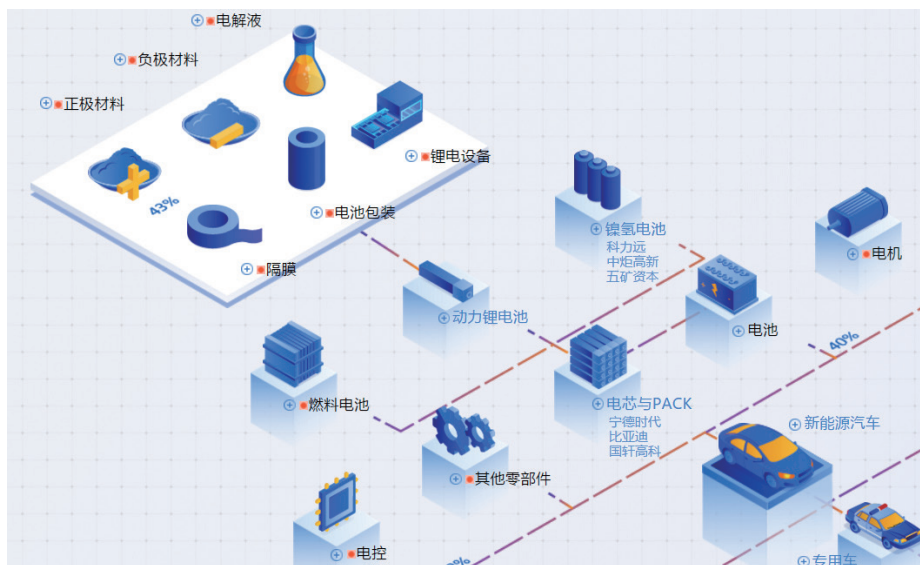


图 6：新能源汽车产业链示意图

#### （四）现阶段新能源汽车仍有其使用局限性

从目前的普及程度、技术发展等维度考虑，新能源车的发展仍有一定的局限性，短期内尚不能够成为交通运输的主要工具。从全球范围看，一是由于新能源汽车发展初期有较高的技术门槛、需要强力的政策支持力度及完善的基础设施配套。目前仅在中国、西欧、北欧、美国等有较强经济技术实力的国家保有量提升较快，而多数发展中国家鉴于技术实力、基础设施、发电能力等因素限制，短期内尚不具备大规模推广新能源汽车的能力；二是目前技术条件下，动力电池充放电特性决定了低温会影响电池的充放电速率，从而导致新能源车续航缩短。因此，纯电动汽车在高纬度地区的冬季存在适应性较差的缺陷，或许难以大规模推广；三是目前新能源汽车的续航能力及充电速率尚难以取代长途运输行业以及航空运输业的份额。

### 三、新能源汽车发展对油气市场影响

#### （一）油气需求量未来平稳增长，仍是全球主要能源来源

根据石油输出国组织（Organization of the Petroleum Exporting Countries, OPEC）《全球原油展望 2020》，太阳能、风能和生物能等可再生能源需求年均增长率将达到 6.6%，是增长最快的能源类型。在此背景下，油气需求量将在中长期内保持增长态势，并且仍将是全球主要的能源来源。

长期来看，原油仍将是全球最主要的能源来源，其需求量预计将从 2019 年 9970 万桶 / 日增加至 2040 年约 1.09 亿桶 / 日。其中经济合作与发展组织（Organization for Economic Co-operation

and Development, OECD）国家原油需求量将在 2022-2025 年达峰并开始缓慢下降，非 OECD 国家原油需求量将保持继续增长，从 2250 万桶 / 日增长至 7430 万桶 / 日。道路运输用油中长期来看还将继续增长，2019 年用油量为 4440 万桶 / 日，占全球原油需求量的 44%，预计在 2045 年达到 4700 万桶 / 日。航空运输用油方面，由于疫情影响，航空运输用油需求量在 2020 年下降 50%。随着疫苗的使用及疫情控制，航空运输用油将在 2021 年开始缓慢回升，并在 2023-2024 年恢复至 2019 年水平，并在长期内有较大的增长空间。

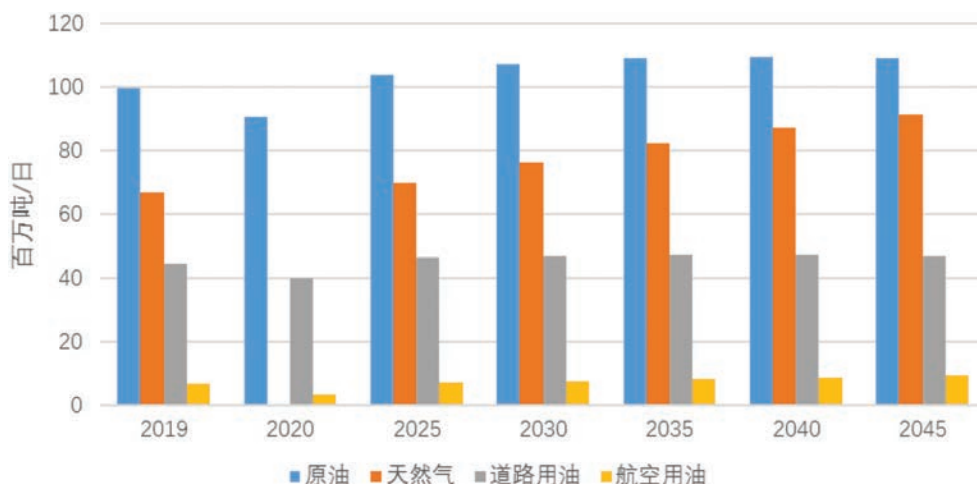
天然气方面，随着全球城镇化水平的提升，工业需求的增加以及在发电行业中取代煤炭的趋势不断增强，天然气将成为 2045 年前增长最快的化石能源。全球需求量有望从 2019 年的 6700 万桶油当量 / 天增长至 2045 年的 9100 万桶油当量 / 天（图 7）。

#### （二）传统石油公司和汽车公司向新能源产业靠拢

##### 1. 传统石油公司业务拓展至新能源产业

在全球低碳化趋势及能源转型大背景下，传统石油公司也开始涉足新能源产业，并制定了相应的转型战略。其中欧洲石油公司能源转型战略较为激进，以较大力度发展新能源板块，由石油业务向综合能源服务商转型，发展“大能源”企业；美国石油公司则采取相对保守的能源转型策略，对新能源产业进行适度投资；我国国有石油公司也开始在新能源板块布局。

欧洲石油公司方面，BP 公司宣布力争在 2050 年前实现“净零排放”，并为此单独设立了新能源业务板块。在未来 10 年内，BP 公司将每年向低碳



数据来源：OPEC 全球石油展望

图 7：2019–2045 年全球油气需求量预测

业务投资 40-50 亿美元。BP 十分重视中国新能源产业的投资机会，如投资蔚来资本，探索电动汽车和新能源基础设施发展；与滴滴公司合资开发新能源汽车充电站，在光伏和加氢站方向进行投资等。壳牌计划每年投资 20 亿美元用于可再生能源和清洁技术，计划到 2050 年将其碳排放量降低一半，其中电力和电动汽车充电及驾驶将占一大部分，如收购电动汽车充电网络、发展可再生能源电解水制氢、投资风电和太阳能发电等项目。道达尔在新能源领域的投资覆盖太阳能、风电、生物燃料、智能电网等多个领域，计划到 2030 年，每年在可再生能源领域投入 30 亿美元，到 2035 年将新能源市场份额增加到 15%-20%，发展重点为太阳能发电和新一代生物燃料技术等。

与欧洲石油公司相比，美国石油公司仍以油气业务为主要发展方向，逆市收购油气资产。但随着新能源产业迅猛发展，美国石油公司也开始向新能源领域转型。例如埃克森美孚公司传统低碳化业务

包括加强碳捕集与封存技术、剥离油砂等高碳资产等，近年来也在关注太阳能、燃料电池等新兴业务；另一美国石油巨头雪佛龙通过“跨界”充电桩业务，力争从油气生产商转身变成电动车终端能源提供者。

我国国有石油公司新能源业务也已开展一段时间，但是目前总体规模有限。中海油是我国最早介入新能源业务的国有石油公司，曾在风电、太阳能、生物质能、煤制气等多个领域有所投入，目前则主要以海上风电产业化为主线，探索海洋资源的综合利用；中石化依托其发达的加油、加气站系统，开展加油、充电、加氢等综合能源服务业务。此外，中石化还通过与科研机构、航空及新能源龙头企业合作，涉足燃料乙醇、生物柴油、生物航煤等研发和生产。在中石化“一基两翼三新”产业格局打造上，新能源是重要发展平台，包括引领发展氢能、推进发展太阳能和风能、优化发展生物质能等。中石油在新能源领域起步较晚，2020 年 6 月 5 日发布的《中国石油 2019 年环境保护公报》中披露，中国石油宣

布将从“油气”供应商向“综合能源”供应商转型，将提高清洁低碳能源在能源结构中的比例，重视地热能、生物质能、氢能、充（换）电站等新能源业务开发，适度发展风电、光伏发电、干热岩开发等业务，更为积极地应对气候变化。

## 2. 传统车企加大新能源汽车研发销售力度

随着各国针对燃油车政策的日益收紧，电动车需求加速提升，以及特斯拉等新兴电动车企逐步发

展成熟，传统车企面临着“前有堵截，后有追兵”的局面，加大了对于新能源汽车的研发力度，大力发展纯电动（EV）、插电混动（HEV）、增程式电动（EREV）、燃料电池电动（FCEV）汽车，电动化进程进一步提速（表 2）。传统车企雄厚的资金技术实力、遍布全球的营销网络及强大的品牌效应，将进一步促进新能源汽车在全球范围内的发展和普及。

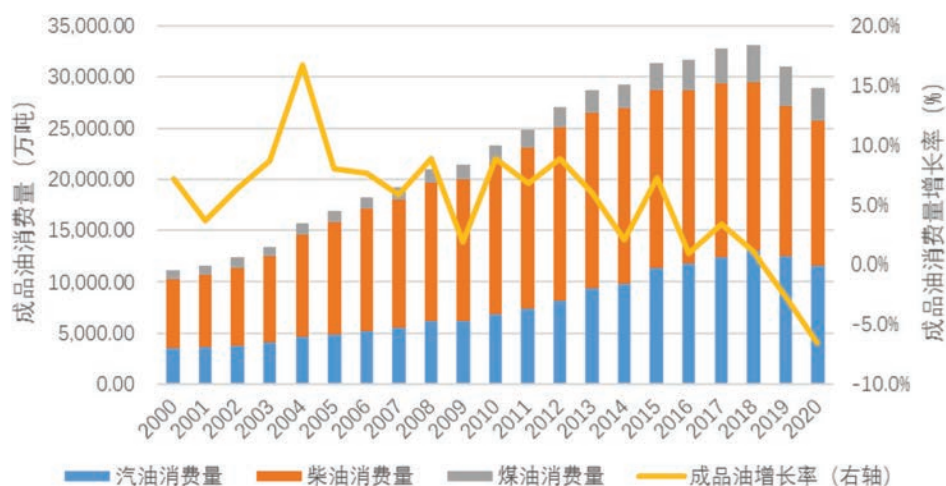
表 2：一线车企新能源汽车发展规划

| 车企   | 新能源规划                                                                    |
|------|--------------------------------------------------------------------------|
| 大众集团 | 2020 年电动化渗透 3%-4%，2021 年 6%-8%，2025 年 20%（300 万辆），2030 年 30%             |
| 戴姆勒  | 2020 年和 2021 年电动化车型销量分别增加 9% 和 15%，2030 年占比超过 50%                        |
| 宝马   | 2025 年新能源车型达到 25 款，15%-25% 销量为新能源车，2030 年电动车保有量超过 700 万辆                 |
| 雷诺日产 | 2022 年新能源车型达到 12 款，20% 销量为纯电动车                                           |
| 丰田   | 到 2025 年全球计划售出 550 万台电动车，HEV 和 PHEV 销量达 450 万辆以上，BEV 和 FCEV 销量达 100 万辆以上 |
| 现代起亚 | 2025 年 BEV+FCEV 年均销量 67 万辆                                               |
| 本田   | 到 2025 年欧洲市场 2/3 销量为电动车，到 2030 年全球销量 2/3 销量为电动车                          |
| 沃尔沃  | 2019 年开始只推出纯电动及混合动力汽车，到 2025 年计划售出 100 万辆电动化车型                           |

## （三）新能源汽车的发展或促使成品油消费量提前达峰，改善我国柴汽比结构，减缓原油对外依存度上升趋势

成品油表观消费量多年连续增长后，于 2019 年首次出现下降。随着我国经济的发展，各行业用油需求带动成品油消费量不断攀升，2018 年成品油表观消费量达到 3.33 亿吨，同比增长 1.2%。2019 年成品油表观消费量出现负增长，表观消费总量为

3.1 亿吨，同比下降 2.7%，其中汽油、柴油、煤油表观消费量分别为 1.25 亿吨、1.46 亿吨和 0.39 亿吨，同比分别下降 0.8%、6.0% 和增长 4.4%。2020 年由于公共卫生事件影响，成品油表观消费量继续下滑，表观消费总量为 2.9 亿吨，同比下降 12.91%，其中汽油、柴油、煤油表观消费量分别为 1.16 亿吨、1.40 亿吨、0.33 亿吨，同比分别下降 7.2%、4.11%、15.38%（图 8）。



数据来源：Wind

图 8：2000-2020 年中国成品油消费量变化情况

我国成品油消费或将较预测时间提前达峰。中石化曾在 2018 年《石油蓝皮书》中预测：柴油消费进入回落前的平台期，汽油消费在 2025-2030 年达峰。在新形势下，多重因素或将导致成品油消费提前达峰。一是随着我国经济结构的转型，以及碳达峰、碳中和相关政策的不断推进，目前已经进入峰值的柴油消费量因工业和交通的消费需求持续下滑而下降；二是内燃机技术不断进步，百公里油耗不断降低。2019 年中国乘用车平均燃料消耗量实际值为 5.56 升/100 公里，较 2007 年降低 30% 以上，汽车燃油经济性提高，促使汽油需求增速下降，加之出行方式改变等因素，将导致中国汽油消费增速持续放缓；三是新能源汽车替代作用将越发明显，导致汽油消费量达峰时间提前。若相关规划能够实现，到 2025 年，新能源汽车年销量有望达到 500 万辆，每年能够替代新增汽油消费 435 万吨，接近 2010-2018 年年均新增汽油消费量 626 万吨的 70%。新能源汽车的发展将会促进汽油消费量提前达峰，若

进一步考虑原有燃油车的退出等因素，汽油消费量将在达峰后开始缓慢下降。

炼厂成品油生产结构将发生改变，柴汽比将上升。新能源汽车替代燃油的种类绝大部分是汽油，在大型柴油商用车上的应用还不成熟，因此新能源汽车的发展将有助于缓解柴汽比下降给炼油行业带来的冲击。中石油经研院预测，若 2025 年新能源汽车保有量增至政策规划的 1700 万辆水平，柴汽比将由基准情景的 1.07 上升至 1.21；若 2030 年新能源汽车保有量达 3000 万辆，柴汽比将由基准情景的 1.0 上升到 1.19。

原油对外依存度上升趋势将减缓。根据丰田公司研究成果，如果要把 2025 年我国石油对外依存度控制在 70% 之内，则乘用车需要节油 1.3 亿吨。考虑到我国原油加工量的 50% 用来生产汽柴油，新能源对汽柴油的替代作用，叠加汽车节油技术、智能交通等多重因素，将减缓我国原油对外依存度的上升趋势。

#### （四）加速下游炼厂由生产燃料向深加工转型

根据 OPEC、BP 等多家机构的能源展望报告，原油的非燃烧使用，即作为化工品、润滑油、沥青等的原料，是未来原油需求继续保持增长的重要方向。在国内炼油产能过剩、成品油需求见顶回落、新能源产业快速发展的背景下，化工企业也开始由主要生产成品油向油气资源的深加工转型。

一是向生产基础化工原料转型。未来炼油产业的任务将从大量生产成品油逐步转变为在满足市场对高品质清洁油品需求的同时，尽可能提高烯烃、芳烃等基础化工原料的产品比例，从而为下游高端新材料、专用化学品和精细化工产业发展提供更加优质的原料保障，进一步拓展炼化行业发展空间，并带动整个行业的提质增效和转型升级。近年来，国内新建大型炼化一体化项目均以拉长产业链、生产高附加值化工品为目标，朝着“油化并举、油头化尾”方向发展。

二是介入新能源汽车材料。近年来，埃克森美孚、巴斯夫等国际巨头积极介入锂离子动力电池的部件生产业务和锂离子动力电池生产业务，并适时介入电动汽车氢燃料电池生产业务，以应对电动汽车对成品油市场的冲击。在市场调研过程中也了解到，我国某些地方炼厂也开始向生产电极材料、电解液等方向转型。

#### 四、期货市场应对新能源产业发展策略

1. 提高原油期货影响力，上市成品油、天然气期货仍是目前期货市场服务实体经济的重要举措。原油期货方面，上市 3 年来，市场运行平稳，功能

发挥凸显，已经成为我国石化企业规避价格风险、优化资源配置的重要工具。下一步，进一步提高原油期货国际影响力，成为亚太定价基准和贸易定价参考，有助于我国石化企业应对挑战，平稳实现转型发展和产业升级。

成品油期货方面，成品油消费量虽然即将达峰，但在未来长时间内仍是我国交通运输能源的主要来源，市场将维持万亿级规模。上市成品油期货，一是有利于生产企业提升竞争力，平稳向新能源、新材料产业过渡。二是为成品油下游消费提供明确价格信号，有助于传统燃油汽车与新能源汽车和谐共存。同时，新能源汽车的发展有助于缓解成品油供需紧张局面，加速成品油市场化改革，交易所应抓住有利时机，进一步推动相关价格政策放开，为成品油期货上市创造有利条件。

天然气期货方面，天然气产业是传统化石能源转向绿色生产的重要路径。天然气期货的上市将为我国绿色、低碳产业发展提供重要金融工具。

2. 积极拥抱新能源汽车产业发展，服务新兴实体经济。在碳达峰、碳中和的背景下，新能源汽车将是交通运输行业未来长期发展方向。期货作为金融市场服务实体经济的重要工具，应提前谋篇布局，积极拥抱新能源汽车产业的发展，这既是期货市场服务实体经济的需要，也是期货市场保住存量资金、吸引增量资金的重要抓手。伦敦金属交易所 (London Metal Exchange, LME) 根据新能源汽车的发展趋势，推出了钴、镍等期货，并于今年 6 月 14 日最新上线了氢氧化锂期货合约；CME 集团也在今年 5 月 3 日推出氢氧化锂期货品种。建议交易所响应国家政策和产业趋势，短期内积极研究推出电动汽车产业相

关期货品种的可行性及必要性，如动力金属、电极和电解液相关材料；中长期内关注研究氢能等新兴能源发展，为产业的发展保驾护航。

3. 关注战略性新兴产业长期发展趋势。2012 年和 2016 年，我国分别发布了“十二五”和“十三五”国家战略性新兴产业发展规划，对战略性新兴产业的重点发展方向、主要任务、发展目标等进行了明确阐述。《规划》代表了我国新一轮科技革命和产业变革的方向，是培育发展新动能、获取未来竞争新优势的关键领域，重点发展方向包括新一代信息技术、高端装备、新材料、生物、新能源汽车、新能源、节能环保等。

为保持期货市场竞争力，与时俱进提高服务实体经济能力，一是建议交易所持续跟踪战略性新兴产业发展，如新材料、新能源、半导体、生物医药、高端装备等领域，并对其涉及大宗商品和指数上市期货的可行性及必要性进行研究；二是研究推进新一代信息技术、互联网+应用、大数据、人工智能、核心软硬件设备等在期货市场的应用，提高交易所交易、结算、风控、监查等环节的信息化水平，为市场行稳致远保驾护航。

（责任编辑：李仲）

# 期货市场内幕交易的机理解构与法律规制

上海交通大学凯原法学院 谢杰<sup>\*</sup>

## 一、问题意识

在期货市场法治实践中，中国期货市场内幕交易违法犯罪治理在一定程度上呈现出没有显著变革的状态，其直接结果便是当前刑事司法实践中未查处过任何期货市场内幕交易犯罪案件。由于期货市场天然具有开放性与连通性，法律支撑与规则供给的明显不足，将会严重影响投资者保护水平与国际投资者参与度，最终阻碍我国期货市场的国际化发展进程。这种资本市场犯罪“零容忍”政策背景下的“零规制”现象，不能再停留于尴尬却长期忽略的状态，法律实践亟须进行反思并深入研究相应规则的优化策略。

2021年4月26日，十三届全国人大常委会第二十八次会议首次审议了《中华人民共和国期货法

（草案）》。我国期货市场内幕交易法治实践，应当紧密契合现时研究制定《期货法》的实践需要，深度分析当前期货市场内幕交易禁止性条款疑难困惑问题，协调反思《刑法》第一百八十条规定的期货市场内幕交易犯罪刑事法律条款的适用性障碍，重新审视2012年最高人民法院、最高人民检察院《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》（以下简称《内幕交易解释》）和2019年最高人民法院、最高人民检察院《关于办理利用未公开信息交易刑事案件适用法律若干问题的解释》（以下简称《利用未公开信息交易解释》）中的司法判断规则，从市场与制度、金融与法律、期货法与刑法、行政监管与刑事司法等多维度互为贯通的角度，针对期货市场内幕交易犯罪刑法规制

<sup>\*</sup> 上海交通大学凯原法学院副教授，法学博士、博士后。本文系“上海期货交易所合作研究计划课题报告”《期货市场内幕交易的新特点及法律规制》衍生成果。

的新问题和新情况，进行立法完善与执法司法规则优化。

## 二、期货市场上内幕交易的金融特征与行为形态

期货市场具有非常明显的独立性特征，其在发行要素与交易要素上都明显区别于证券市场。期货市场中的发行人是平台管理者而非融资者，期货市场中的发行人并不具有融资需求，该市场也并非融资工具。期货市场中的期货合约等具有衍生性特征的金融商品发行人是期货交易所。这种平台管理者所开发、生成的金融产品是标准合约。期货市场的独立性特征决定了期货市场上内幕交易的金融行为特点与法律行为样态。

### （一）期货市场上内幕交易的金融特征

在《期货交易管理条例》以及《刑法》所规定的期货犯罪条款中，期货内幕交易的行为构成要素与证券内幕交易保持严格一致性，即行为主体（知情人员、非法获取人员）+行为对象（重大未公开信息）+行为内容要素（交易、建议、泄露）。但是，期货内幕交易要素中的实质内容、本质金融特征，与证券内幕交易行为具有显著不同。这些法律法规所规定的构成要素上的差异，来源于期货交易所交易的标的（期货合约），也取决于期货市场的金融功能是发现价格和风险转移。期货市场没有融资功能，也就不存在与融资者（发行人）有关的未公开信息能够转为内幕信息。期货市场更强调交易对手方对于合约以及基础资产的观点分歧。所以，期货市场上内幕信息更多地源自于与产品发行人无关的、根植于合约及其基础资产经济规律本身的有价值信息。

### 1. 期货市场上内幕信息的决定要素

期货市场上内幕信息主要是由与相关期货合约交易有关的内部与外部金融要素决定的。在内部金融要素层面，对特定期货合约产品价格会产生重大影响的未公开信息，其核心源自于标准化合约所对应的现货商品或者其他基础资产（比如证券）的内在价值或者外部供求关系。在外部金融要素层面，尽管期货交易所是作为交易标的标准合约的发行人，但金融产品发行人的财务状况、经营状况等要素，与该金融产品的基础价值以及有关内幕信息之间，并不存在重要关联。但是，期货交易所的交易规则乃至期货市场监管者的管理规则等，都会对于有关的期货合约交易量或者交易价格产生重大影响。因此，期货市场上内幕信息的影响因素基本源自于基础资产或者期货市场基础设施。

### 2. 期货市场上内幕信息的分散性场景

期货市场上内幕交易的发生场景具有分散性特点。证券市场中的内幕交易行为主要发生在现货市场，例如，上市公司发行的股票、债券的现货交易，少部分情况发生在场外个股期权等衍生品市场。但是，期货内幕交易的获利机制决定了案涉交易行为发生领域上的多样性，即分散于期货合约市场、与该期货合约挂钩的现货市场、与该期货合约挂钩的其他期货合约市场、场外衍生工具市场等。任何具有价格关联的市场实际上都可以成为期货市场上内幕交易的场域。特别是大宗商品市场及其对应品种的期货合约市场，金融商品现货市场及其对应标的金融期货合约市场，都是可以进行期货市场上内幕交易并进行获利的关联市场。

### （二）期货市场上内幕交易的核心样态

股票、债券、存托凭证等证券的市场价格，内在取决于证券发行人财务情况及其资产质量，外在受到证券买卖、交投活跃程度的影响。期货合约的市场价格则取决于基础资产与衍生工具两个市场之间的经济状况。例如，在原油期货合约交易中，期货合约相对于现货而言是衍生工具，基础资产对应的市场是原油现货交易市场。因此，原油期货合约交易及其价格影响力不仅源自于原油期货市场中的多空关系，而且来源于非常复杂的原油现货生产、销售、需求、供给、货币等综合因素。相应地，对于期货市场上内幕交易的判断要素而言，与上述所有原油期货合约交易及其价格形成机制有关的重大未公开信息，都可以作为评价是否构成内幕交易行为的元素。期货市场上内幕交易的复杂性可见一斑。

### 1. 单一期货市场中的内幕交易行为

特定期货合约市场中的交易者，可在与该期货合约市场价格有关的重大未公开信息尚未披露之前，进行该特定期货合约的交易，或明示、暗示他人进行交易。

### 2. 期货市场上内幕信息传导至现货市场的内幕交易行为

现货市场与期货市场之间存在价格与信息传导，期货市场上内幕信息的重大金融价值可能在一定程度上引发现货市场交易价格波动或者行情变化。也就是说，在期货市场中具有重大价值的未公开信息，会通过价格传导的方式，影响现货交易。这就形成了另外一种期货内幕交易模式——利用期货市场重大未公开信息，针对相应的现货商品从事买入或者卖出活动。这本质上取决于期货市场独立性特征，同时也是期货内幕交易区别于证券内幕交易最重要

的行为样态。

### 3. 现货市场上内幕信息传导至期货市场的内幕交易行为

如果说与发行人基础资产状况有关的重大未公开信息会影响证券市场价格，那么在具有类比性的期货市场进行解释——创设期货合约所依据的基础资产市场，即现货市场重大未公开信息，具有重要的金融价值，也就具有引发现货市场行情波动的影响力，会传导至期货合约市场并引发交易价格的波动。例如，大宗商品现货未公开信息影响对应的大宗商品期货合约市场。基于这种市场信息原理的期货内幕交易模式是：利用现货市场重大未公开信息买卖相关期货合约。

## 三、我国期货市场上内幕交易犯罪法律规范的文本缺陷与适用障碍

期货市场刑事法律、行政法律法规存在一个共性问题：以证券思维监管期货市场，直接在行政法规立法中大篇幅复制证券内幕交易立法模式；以证券逻辑规制期货市场犯罪行为，在期货犯罪中强行套用证券犯罪构成要件；几乎完全忽视期货市场上内幕交易犯罪独有的金融机理，前置性规范与刑事法律规范脱离期货内幕交易的金融实质。对比期货市场上内幕交易犯罪的金融特征与法律规范，明确可以看到期货市场违法犯罪现象与法律制度安排间的断裂。

### （一）期货市场上内幕交易犯罪规范文本的缺憾

现行的期货市场上内幕交易犯罪禁止性规定的立法瑕疵总体上呈现为：期货内幕信息类型不明确及

主要内容含混，期货内幕信息知情人员范围界定相对模糊。

### 1. 封闭的构成要素

根据《刑法》第一百八十条及《内幕交易解释》的规定，作为期货市场内幕交易行为要素中最为重要的对象（信息）要素与主体（人员）要素，均需要通过国务院规定的前置性法规《期货交易管理条例》予以判断。可见，内幕信息与知情人员的规定及其认定是一个具有高度内收性的闭环，这并不利于前瞻性地将新型期货市场内幕信息等新特点的要素纳入法律规制范围。

### 2. 失准的法律内涵

当前期货市场内幕信息的法律内涵并不精准。除了证监会、期货交易所之外，如何解释其他行政监管或者行业自律监管单位的政策性文件对于期货市场交易行情的影响？作为期货市场参与者的交易所会员、期货公司客户等行为主体，其介入期货合约交易的资金数据、交易动向数据，显然是与期货合约市场价格紧密相关的保密信息。那么，资金数据是否局限于期货市场交易数据，还是可以拓展至对应的现货市场资金流向？既然期货市场参与者的重大未公开数据信息都可能构成期货市场内幕信息，那么作为期货市场基础设施的期货交易所重大未公开交易数据信息等，显然也应当作为期货市场内幕信息，但现行期货法规并未明确将之纳入期货市场内幕信息范畴。上述分析的这些数据指标是否构成期货内幕信息，从目前的法律法规框架来看仍然是不明确的。

### 3. 模糊的兜底条款

期货市场内幕信息、内幕信息知情人员的法律

标准在立法上都采用了兜底条款的设计。内幕信息的兜底条款表述为国务院期货监督管理机构“认定”的对期货交易价格有显著影响的其他重要信息；内幕信息的知情人员为国务院期货监督管理机构“规定”的其他人员。无论是刑法中的罪刑法定原则，还是行政监管法律法规中的执法合法性原则，都要求对于金融市场中的违法犯罪行为进行明确的规范化界定。尤其是在刑事法律程序中，核心构成要件要素可以通过空白罪状方式“一次授权”给行政法律法规予以具体界定，但以“二次授权”的方式赋予行政监管部门以部门规章的法律规范解决“其他”的具体指向，本质上涉及“两次兜底”，理论上存在相当程度的疑问。国务院期货监督管理机构“认定”的对期货交易价格有显著影响的其他重要信息，更是直接赋予监管机构在刑事个案中进行“一案一定”的职能，其中的“三次兜底”的风险会导致法律适用争议更大。

### 4. 繁冗的规则体系

根据上述期货市场内幕交易犯罪金融机理的分析，由于现货与期货市场以及期货合约价格形成机制具有高度复杂性，对于市场价格具有重大影响的信息同样是表现为宽范围（不同大宗商品、金融商品市场的信息）、多渠道（金融政策、立法，其他金融产品与现货市场自律监管与行政监管）、强纵深性（不同月份期货合约、不同产品期货合约、现货交易与期货合约的关联）的。国务院规定的前置性法规强调将期货合约市场及其监管过程中形成的重大未公开信息界定为期货内幕信息，本身并不存在问题，但不应当就此排除其他市场、其他监管机构对于期货内幕信息形成、发展、传递、管理的影

响力。在制度设计上，需要进一步强调将期货合约内幕信息外的其他重大未公开信息纳入期货内幕信息的必要性。

## （二）期货市场上内幕交易犯罪规范结构的现实障碍

期货市场上内幕交易行政违法性标准与期货市场上内幕交易犯罪刑事违法性标准之间存在倒挂，证券市场与期货市场中的内幕交易犯罪行为在法律规则界限上具有相当的模糊性，从而导致期货市场上内幕交易犯罪禁止性法律规范总体上缺少了应有的独立性以及刑法规制上的针对性、有效性。

### 1. 期货市场上内幕交易违法与犯罪的法律标准错位

对于期货内幕交易犯罪而言，《刑法》第一百八十条内幕交易、泄露内幕信息罪规定的行为模式是：本人从事期货市场上内幕交易，本人建议他人实施期货内幕交易，内幕信息的知情人或者非法获取人违法披露期货内幕信息。对于期货内幕交易违法而言，《期货交易管理条例》第六十九条规定的行为模式是：本人从事期货合约内幕交易，本人基于泄露内幕信息的方式建议他人从事期货合约内幕交易。明显可以看到，期货内幕交易犯罪中的交易行为模式，无论在数量上还是内涵外延上，都比期货内幕交易违法要多、要宽泛。具体而言，期货内幕交易犯罪中的建议行为，不需要以实际披露内幕信息为要件；期货内幕交易犯罪中的交易行为，也没有强调交易行为一定要发生在期货合约市场。然而，理论上行政违法相对于刑事犯罪而言，在逻辑上应具有更宽泛的特征，只有情节特别严重的金融违法行为才应当纳入刑法规制。所以，期货市

场内幕交易法律规制的前置性法规与刑事法律之间出现的标准错位与结构混乱。

### 2. 期货内幕交易犯罪与证券内幕交易犯罪界限不清

金融期货产品的特点会加深期货市场上内幕交易法律规制问题的难点。如何规制股指期货、国债期货、指数期权市场中的内幕交易行为，就是一项尚未被充分关注的法律问题与实践挑战，其困惑主要体现在证券市场与期货市场上内幕交易犯罪的规范边界，以及新《证券法》与未来的《期货法》（现行的《期货交易管理条例》）之间的衔接与调整要素分配。以股指期货为例——作为股指期货一揽子股票标的的成分股市场价格，肯定能够制约、影响股指期货合约的市场行情，特别是权重股。根据新《证券法》、《内幕交易解释》的规定，与成分股或者一揽子股票及其发行人有关的重大未公开信息，显然对于证券市场价格可能造成重大影响，应当构成证券市场上内幕信息。可是对于股指期货合约交易而言，作为成分股之一或者若干个成分股的重大信息，也是股指期货合约交易意义上的重要信息。个股的权重越大，其对于股指交易的影响力也就愈大。在法律理论上和金融机理上，这种与个股有关的信息，同样也应当属于期货市场重大且未公开信息。但在期货市场法律法规框架下，似乎并不具有明确的期货市场上内幕信息之法律定位。当某项重大未公开信息在事实或者经济上既具有证券内幕信息的特征，又具有期货内幕信息的特征，但仅被法律法规以及司法解释明确界定为证券内幕信息的情况下，如何在期货市场上内幕交易犯罪法律规制中求得公允的司法评估？从现有的证券与期货法律法规层面来看，

信息的法律性质定位是模糊的，实践中很难纳入内幕交易犯罪的规制范畴。

3. 符合期货市场内幕交易犯罪金融机理的法律标准缺失

《刑法》、2010年最高人民检察院、公安部《关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定（二）》（以下简称《追诉标准二》）、《内幕交易解释》、《利用未公开信息交易解释》等，最多就专属于期货市场交易中的保证金制度设置了专门的司法判断规则，例如，作为刑事违法性量化评价指标之一，交易占用保证金30万元以上，是期货犯罪区别于证券犯罪的量化标准。一方面，除此之外，没有任何立足于期货市场独立性特征的法律评价指标；另一方面，如此低的保证金量化标准无法适应期货市场交易实际情况。1999年《刑法修正案》确立期货犯罪实际上体现了当时的证券期货犯罪立法技术与能力，但在二十多年后的现在，期货内幕交易等期货市场中的违法犯罪类型，如果仍然延续过往的立法认知，显然无法跟上当前期货市场的国际化发展水平、速度与金融创新节奏。所以，期货市场上内幕交易犯罪刑法规制有关的行政法规、刑事法律、司法解释，很难通过法律适用针对性地解决期货市场上内幕交易犯罪司法认定难题。

#### 四、期货市场上内幕信息的法律与金融分析

有必要在期货市场上内幕信息的重大性、未公开性、内幕信息知情人员等层面，以法律与金融的跨学科视角进行更为深入、细致与有针对性的解析，并以此为核心建构对期货市场上内幕交易更为完整与契合实践的规则。

#### （一）期货市场上内幕信息重大性的机理解析

证券期货犯罪未公开信息的重大性特征，实践中通常是指尚未公开的内部信息，在披露之后，具有一种实质性的可能，即改变投资者对于相关金融商品投资决策判断的可能。期货市场杠杆交易机制与指数信息市场影响力决定了内幕信息重大性的判断规则必须紧扣期货市场信息独有特征并以此分析相关信息的价格影响与发生概率问题。

##### 1. 价格影响

期货市场交易品种（尤其是商品期货）涉及非常复杂的现货市场情况并具有国际化属性，特定地区的供给变化（储量探测、气候变化、需求激增等）信息相对而言较难显著影响期货市场投资者决策。例如，某上市公司在某省探测金矿储量的信息，对于黄金期货市场价格的影响可能较小，但可能会导致该上市公司股票市场价格大幅度上涨。再如，大宗商品现货生产商、交易商等所掌握的本企业旗下的商品生产、销售信息，影响期货市场价格或者期货市场交易者判断的可能性比较有限。但是，如果充分考虑到期货市场保证金交易的杠杆特性，特定期货市场未公开信息所引发的较大幅度价格波动，在杠杆交易放大交易利润与损失风险的作用下，实质上会对期货市场交易产生重大影响。因此，期货市场未公开信息的价格影响一般并不表现为绝对数值意义上的价格波动。

##### 2. 发生概率

评估特定信息及其所对应的作用于相关期货品种价格影响的发生概率，在解释上相当困难。因为太多的因素不仅干扰了概率评估的准确性，而且影响相关期货品种的市场价格。但是，期货市场中

有一类特定的信息对于重大非公开事件的发生概率以及潜在的期货市场价格波动的重大影响具有相当的确定性——指数信息，能够接触到此类对于形成指数具有重大影响的信息并据此从事相关期货交易的市场参与者往往能够较大概率地获取交易利润。指数是由编制机构汇总的、具有结果综合性的总和数据。编制机构通过对市场的调研、趋势的观察、交易的识别、数据的分析，将总体数据合成为一个具体的统计数值。这种统计数据对于所有市场都具有重要影响，但对期货市场而言具有特殊的价值。有的指数具有影响特定期货交易品种市场价格的能力，例如，消费者信息指数可能影响股指期货。有的期货品种直接以相关指数创制期货合约（美元指数期货、远洋运费指数期货等），获得价格指数或者与该指数形成有关的基础信息，实际上就意味着掌握了期货合约价格。

指数编制机构或者与其有关的人员先于市场知悉指数报告，可以基于该信息从事期货交易，也可以出卖、泄露、建议他人从事相关期货交易。即使不是指数编制机构，对于指数形成提供重要数据来源的相关机构，具有观察、分析、辨识、推测指数的重要视角与基础数据，同样能够形成对于指数期货价格、关联期货合约价格的相对精准预判。诸如欧洲美元期货等重要金融工具均与伦敦银行间同业拆借利率（(London InterBank Offered Rate, LIBOR) 挂钩，该指数主要基于主要银行机构预期而进行估算。LIBOR 操纵一案导致该指数逐步淘汰之后，有抵押隔夜融资利率（Secured Overnight Financing Rate, SOFR）将逐步取代成为基准参考利率信号，SOFR 期货成为全新的利率市场风险对

冲工具。SOFR 的计算数据基础源于包括经纪自营商、货币市场基金、资产管理公司、保险公司和养老金在内的诸多金融机构的真实交易。但无论是预期估算还是基于真实交易数据的加权计算，指数及其关联数据影响指数期货或者关联期货品种的价格变动，是具有相当发生概率的重要因素。指数编制机构、基础数据信息提供机构及其从业人员基于此类重大未公开信息从事相关期货交易，均有必要在期货市场秩序内幕交易的规制范畴中予以重点考察。

无论是与指数直接挂钩的期货合约、衍生品，还是与指数间接关联的金融商品，指数对于期货合约等金融商品的重大价格影响是显而易见的。实践中的难点在于如何界定对于指数形成、编制具有一定或者相当影响程度的构成性数据或者底层信息的重大性，即形成指数的子集数据在金融商品交易环节对于期货合约等产品的市场价格是否构成重要影响的程度。市场指数的本质就是基于市场信息中的部分或者子集归纳、抽象为市场整体信息。考察基础数据或者底层信息对于指数形成或者编制的影响力，需要从数据范围、参与性、流动性角度进行多层次分析：

其一，数据范围界定了指数的可信度与代表性。形成指数的数据范围越广，其可信度与代表性就越强。指数所选取的数据范围越窄，那么单个数据对于指数的影响力就越大。由此，掌握单个数据或者一组数据信息就有可能形成对于指数整体的判断。

其二，参与性主要是指纳入价格指数的买方、卖方范围。即使数据范围不大，但如果交易者范围或者参与性比较广泛，价格指数受到特定参与者的交易数据影响就相当有限。但如果只有相当一部分

交易者的实际成交价格信息纳入价格指数的编制基础，那么这部分实际成交价格信息对于指数的影响就显得十分重要。货币市场中的利率指数、外汇指数等呈现出明显受到大型且特定银行报送数据影响的特征。银行间市场的开放性与透明度相对受限，非银机构固然在交易量层面占据了相当份额，但其交易数据几乎不直接纳入指数；形成指数的基础数据基本上源自于少数头部银行之间的交易信息。

其三，流动性主要是指纳入价格指数作为基础数据或者底层信息的交易量。如果纳入指数统计的总体交易规模很大，相应地足以使得特定的大额交易对于市场价格并不构成显著影响的，则特定信息提供者所掌握的基础数据（比如由其控制的交易量数据）就不会对价格指数产生实质性影响，从而无法据此对与价格指数具有关联的期货合约等金融产品市场价格形成相对稳定的预判。

因此，对于编制或者形成指数的基础数据或者底层信息而言，如果指数的样本范围较小、参与者数量较少、交易量总规模较小，那么特定的基础数据或者底层数据对于价格指数的重要影响就会比较明显，获取此类数据或者信息可以认定为对于基于指数的期货合约以及其他金融商品市场价格具有重大影响。

## （二）期货市场内幕信息未公开性的机理解析

期货市场大量信息可以通过公开渠道获取并不意味着期货市场中的信息都具有公开性。酒类、食品、超市等生产消费型上市企业的货运物流信息可以通过公开渠道观测，但上市公司内部人员在会议中获取此类物流信息并据此分析季度财务数据变化，

进而实施相关上市公司股票交易，显然具有被评价为基于重大未公开信息进行证券交易的风险。同理，农作物生产情况可以通过卫星公开搜集并进行数据分析，但这种通过投入大量成本获取的数据信息具有非公开性。因此，不能否定期货市场重大未公开信息的广泛存在及其经济价值。在期货市场中的部分重要环节，市场参与者持有重大未公开的信息并非基于不应当纳入规制的竞争性优势，而是应当予以规制的信息不对称。

1. 未公开的交易所规则的改变、临时性交易安排、决定等信息

期货交易所规则、临时性结算安排等规则均为保密信息，且对于相关期货交易品种市场价格波动具有重大影响。上述信息基本上可以纳入期货交易所“决定”的范畴进行保密并进行内幕交易犯罪刑事风险防控。

2. 未公开的主管部门以及相关政府部门的决策、决定、研究等信息

政府决策信息原则上已经纳入了国务院期货监督管理机构以及其他相关部门制定的对期货交易价格可能发生重大影响的“政策”范畴予以监管，但应当关注到重要的政府研究报告实际上对于期货市场同样具有重大影响且具有未公开性。

3. 未公开的期货经纪商的客户交易数据等信息

无论是个别客户的大额资金、持仓变动，还是总体订单数据流，这些仅由特定期货经纪商在服务过程中获取的信息，在期货交易中都具有相当经济价值。在新《证券法》、《刑法》以及《利用未公开信息交易解释》以及《期货交易管理条例》框架下，证券领域的此类行为受到利用未公开信息交易的规

制；期货领域的此类行为似乎应当受到刑法规制，但并没有明确的规则依据；《期货交易管理条例》并未从法规的前置性规范角度确立此种行为明确构成期货市场内幕交易。

#### 4. 未公开的指数信息

大宗商品价格指数影响相应的大宗商品期货合约价格；特定期货合约直接基于相关指数而发行；股指期货合约价格相当程度上取决于高权重成分股价格。指数编制机构、重大数据提供单位、高权重机构及其从业人员等均能够远早于市场知悉此类未公开信息。编制指数的计算时间、发布时间通常明显滞后于底层信息或者样本数据报送时间，部分样本数据提供者基于其知悉或者执行大额交易的优势地位，在一定程度上能够对于即将发布的指数信息进行预估。如果其从事相关指数期货、衍生品交易，大额交易者或者大额交易数据提供者相对于潜在的对冲交易者或者整个期货、衍生品市场而言具备显著的起步领先优势。一项关于汇率市场信息交易的优势与获利水平的研究显示，部分银行能够基于自身的规模交易至少于汇率指数发布之前 60 分钟预判主要货币价格，这种接近汇率指数形成机制的信息交易者的交易利润水平显著高于外部的非信息交易者。需要注意的是，基础数据或者底层信息的公开性并不直接等同于指数信息的公开性。指数编制所依托的多个基础数据或者底层信息可能本身具有公开性，或者可以通过公开渠道获悉。指数的编制、设计、运作等具有其内在机制，获取基础数据本身并不意味着对于指数信息具有知悉能力。可见，纳入指数编制的基础数据与底层信息的全面统合权限定于指数编制机构，指数信息的这种特殊的未公开

性派生出了特定知情人员的信息优势与保密义务。

#### 5. 未公开的大宗商品、仓储物流企业信息

现货市场中的超大型大宗商品生产、销售、消费企业及其控股股东、实际控制人具有单纯期货市场交易者不可能企及的信息优势。如果说大宗商品企业更多地是利用信息优势进行套期保值，那么收购大宗商品企业的金融控股公司则可能利用现货市场中的信息优势攫取期货市场中的巨额交易利润——金融机构收购超大型大宗商品仓储企业所掌握的货物进出仓库数据、货物持有权益结构等。若将此类信息应用于商品期货交易策略，将具有明显超越普通市场参与者与交易对手方的不公平信息优势。

### （三）期货市场内幕信息知情人员戒绝交易义务的来源与内容

期货市场风险对冲的金融功能与市场参与者的现实对冲需求一直是限制期货市场内幕交易犯罪刑法规制的重要依据。法学理论上甚至有观点直接提出，期货与衍生品市场的风险对冲功能决定了内幕交易法律条款不能适用于套期保值交易。期货市场中的特定未公开信息确实能够对期货合约价格产生重大影响，同时也不可能在市场中形成交易者的平等接触。现货市场中的交易者本身就要利用其在现货市场中的交易信息在期货市场中建仓从而对冲其现货市场中的交易风险，将这种基于重大未公开信息所从事的期货合约交易认定为内幕交易显然会损害期货市场的风险转移机制。以期货市场风险对冲功能否认期货市场内幕交易的监管必要性存在重大的理论与实践误区。这种误解主要原因在于，期货内幕信息知情人员义务内容及其与证券市场相应问

题之间的差异，在法律解释上存有一定模糊，亟需通过期货市场内幕信息知情人员的义务来源及其内容进行论证。

#### 1. 并无戒绝交易义务的期货市场重大未公开信息知情主体

大宗商品交易商利用跨市场的信息联动机制，基于其在实体经济中的市场地位与经营行为掌握的现货市场中的重大未公开信息，从事相关期货合约交易，并无违背职责或者业务上的义务问题。这种正常的期货市场风险对冲交易本身就不属于内幕交易，从逻辑上分析，也就不存在以风险对冲为由整体否定期货市场内幕交易监管必要性的客观基础。在期货市场内幕交易监管中禁止违背职责或者业务义务而基于重大未公开信息从事相关期货合约交易，例如，禁止大宗商品交易商中的工作人员利用该交易商掌握的现货市场中的重大未公开信息，从事相关的商品期货合约交易——这并不会妨碍期货市场对冲风险的基本功能发挥。大宗商品交易商自行利用本公司运营过程中掌握的现货市场中的重大未公开信息、交易数据等，从事相关期货合约交易，并不存在也没有违背任何职责或者业务上的义务。因此，这种对冲交易实际上并未受到期货市场内幕交易监管的限制。

#### 2. 具有戒绝交易义务的期货市场内幕信息知情人员及其义务实质内涵

期货市场中相关重大未公开信息的知情人员，同证券市场上内幕交易监管法律规则所设定的义务实质一样，也存在基于职责或者业务上的戒绝交易义务。在证券市场中，上市公司中的董事、监事、经理以及相关高级管理人员对于股东应当承担信义义

务，上述人员知悉上市公司重大未公开信息的，禁止滥用信息从事与上市公司证券有关的自利交易。期货市场中存在相同的基于职务、职责或者业务上的义务违反而利用重大未公开信息从事相关期货合约的交易，同样应当认定为内幕交易违法犯罪。例如，某有色金属生产商系一家上市公司，该公司内部知情人员利用该公司的重大未公开信息（巨量矿产探测数据）买卖该上市公司股票、股票期权、债券等显然构成证券市场上内幕交易，如果其利用该信息买卖相关有色金属期货合约，同样构成期货市场内幕交易。

## 五、期货市场内幕交易犯罪法律规制的完善策略

《期货交易管理条例》与期货市场内幕交易犯罪法律规制实践的需求之间存在相当的脱节。在解析期货市场内幕交易金融特征，发现刑法适用的结构障碍，明确期货市场内幕信息这一核心问题的金融机理与法律实质的基础上，有必要围绕《期货法》反内幕交易法律规则的制定问题，建构与健全完整的内幕交易犯罪刑法规制的具体法律规则体系。

### （一）明确期货的实质内容与范围

跨市场内幕交易应当由证券法进行规制，还是由期货法律框架予以调整，是跨市场内幕交易犯罪刑法规制真空的主要制度诱因。新《证券法》第二条并未就证券衍生工具明确法律属性，《期货交易管理条例》第二条也仅仅提及了商品期货、金融期货、期权等三种合约类型，导致基于证券的期货、期权等衍生工具定位不明。从证券法修订过程中的立法意见来看，个股期权等权证型的证券衍生工具，

更具有有价权利凭证的属性，可以纳入《证券法》的调整范畴；金融期货、金融期权等属于合约型衍生工具，虽然底层资产来源于证券，但本质上仍然是标准化契约，未来应当通过《期货法》予以明确规定纳入其规制范围。针对跨市场内幕交易（跨越证券与期货市场），比较有效率的法律规制模式是：以特定金融商品的法律性质确定案涉内幕交易行为的法律性质。从我国当前的金融市场规范架构以及新《证券法》规定来看，将基于证券的衍生品种经由《期货法》纳入期货市场监管显得更为合理。相应地，立法上明确规定，将证券作为基础资产的期货产品或者期权产品交易中，利用内幕信息的，属于期货市场上内幕交易违法犯罪行为，更有利于基于跨市场的视角相对全面地进行反内幕交易监管。在前置性法律规范明确了期货与证券之间的规制界限的基础上，刑法及其司法解释关于期货市场上内幕交易犯罪的规制边界就自然清晰。

## （二）细化期货内幕信息的形式与内容

下列对于期货合约市场价格的运行具有重大影响且尚未公开的信息，《期货法》应当将之纳入期货市场上内幕信息的范围：

### 1. 交易数据

期货交易所、期货交易结算机构、期货公司等与期货交易有关的重要机构所管理、保密的交易数据、业务数据、技术参数等信息，无论归属于特定客户或者客户群体，还是归属于市场宏观数据，应当属于期货市场上内幕信息。其中最为重要的显然是期货交易所的数据信息。一方面，期货交易所的部分信息，例如，实时行情、成交量、持仓量等都属于公开信息。但这并不意味着这些公开信息就不存

在构成内幕信息的可能。因为同样的信息，仍然存在披露与接收行为在时间上的“反应差”。在公众并未形成信息接收反应之前提前获取相关信息的，同样因为具备未公开性而构成内幕信息。

### 2. 经营数据与信息

期货公司等法律法规规定的期货经营机构在从事业务活动时形成的经营性数据或者信息。例如，期货经纪公司在为客户提供交易接入服务中为客户提供的交易软件所获取的海量客户行为数据；再如，券商自营交易账户中参与套期保值的资金、持仓、换仓等数据信息。

### 3. 期货市场综合性数据与信息

非银行金融机构、社保基金管理机构等重要机构投资者及其账户中沉淀的交易指令信息、大额头寸变化数据以及此类海量数据背后可供分析的金融行为规律等综合性数据。例如，保险公司期货投资池中形成了海量的资金变动与持仓变动数据，这些数据在静态时本身并无特别意义，但如果通过大数据分析形成了关于保险机构投资者期货市场决策行为规律的动态数据，则此类数据显然会对期货市场中的特定持仓交易品种产生重大影响。

### 4. 监管信息

除了证监会的监管信息与期货交易所的自律监管信息之外，其他金融监管部门、行业自律机构与协会等在行政管理过程中形成的政策、决定、意见、监管行为等信息。例如，央行发布的贷款市场报价利率（Loan Prime Rate, LPR）、财政部发布的与国债有关的政策或者措施、国家统计局发布的与大宗商品有关的数据等。这些数据无论来源的权威性还是对于市场的整体影响力，都远超普通市场机

构交易数据，应当规定为期货市场内幕信息。

#### 5. 统计数据

农业、林业、矿业、能源、运输等与大宗商品管理有关的政府部门以及行业自律组织，在行业治理、信息通报、业务指导、经济引导等方面，通过调研形成的统计数据，对于各类大宗商品现货市场的价格具有极为重要的指导作用，同样也会传导至期货市场引发市场价格变化。此类统计数据信息在发布之前，应当属于期货内幕信息。

#### 6. 价格指数信息

在服务业领域，各种有效的价格指数及其衍生品期货产品对于行业参与者的风险管理具有重要影响。因此，以运价指数期货市场为例，有必要考虑将以下信息纳入其内幕信息范围：（1）标的指数的基础数据、指数监管数据、技术分析数据、与应急发布指数有关的数据。（2）指数编制委员会的本单位报送的运价信息、变动趋势或变动值。（3）航运企业中对于标的指数编制具有影响的信息，例如，价格变动公告、价格变动预期、停航信息以及其他重大经营数据信息。（4）海关监管或者港口服务中对于标的指数具有影响的信息，例如，重要航线、班次、舱单等。

### （三）明确期货市场内幕交易与利用未公开信息交易的规范边界

金融机构或者大宗商品交易商中的工作人员，基于其职务行为获取的期货市场重大未公开信息，从事相关期货合约交易，构成了期货市场中的特有行为风险。但由于我国不仅分别通过《证券法》和《期货交易管理条例》监管证券与期货市场中基于重大未公开信息从事相关交易的行为，而且进一步根据

《证券法》、《刑法》的具体规定细分内幕交易与利用未公开信息交易，这就在期货市场监管中出现了内幕交易与利用未公开信息交易法律界限的认定困难，亟需廓清规范边界。

根据《利用未公开信息交易解释》第一条的规定，内幕信息以外的其他未公开的信息包括证券、期货的投资决策、交易执行信息；证券持仓数量及变化、资金数量及变化、交易动向信息；其他可能影响证券、期货交易活动的信息。据此，实践中有观点认为，金融机构或者监管机构工作人员，基于本机构或者部门的期货投资决策信息、交易执行信息、期货合约持仓信息、资金信息、交易动向等信息，从事相关期货合约交易的，应当认定为利用未公开信息交易。因为本机构或者本机构客户的期货合约持仓信息、资金信息、交易动向等信息，尽管被上述司法解释条款中的第二项“（二）证券持仓数量及变化、资金数量及变化、交易动向信息”排除在外，但本质上符合“其他可能影响期货交易活动的信息”，因此相关金融机构或者监管机构中的人员利用此类信息买卖期货，构成利用未公开信息交易而非内幕交易。但是，也有不同意见认为，内幕信息是可能对期货交易价格产生重大影响的尚未公开的信息，例如，期货交易所会员、客户的资金和交易动向等重要信息。因此，由于任职可获取内幕信息的从业人员或者监管人员，利用金融机构或大宗商品交易商，或者其客户的持仓信息、资金信息、交易动向等信息，应当构成期货市场内幕交易而并非利用未公开信息交易。

应当看到，厘清期货市场内幕交易与利用未公开信息交易的规范界限的逻辑起点在于明确这两

种期货市场违法犯罪行为在构成要件上的决定性要素——究竟是对象要素（信息）还是主体要素（知情人员）界定了期货市场内幕交易与利用未公开信息交易之间的实质性差异。对此，应当看到，显然是现行法律法规以及司法解释框架下的未公开信息在实质上的差异决定了期货市场内幕交易与利用未公开信息交易的区别。同样是金融机构（基金管理公司）从业人员，其利用职务上的便利获得了本机构受投资者委托管理的基金投资于特定期货合约的未公开投资决策信息，先期或者同期从事相关期货合约交易，构成期货市场利用未公开信息交易；其利用职务上的便利获取的本机构自营业务中的持仓信息、资金信息、交易动向等未公开信息，从事相关期货合约交易，构成内幕交易。期货市场中的内幕信息与其他重大未公开信息之间的界分规则如下：

#### 1. 内幕信息与其他重大未公开信息的规范实质

期货市场中的内幕信息与其他重大未公开信息在法律规范的解释上存在明显的区别。期货市场内幕信息是对期货交易价格产生重大影响的未公开信息；而期货市场中的其他重大未公开信息是影响期货交易活动的未公开信息。前者强调信息对于期货合约交易价格的直接作用，呈现出信息与金融商品价格之间的关联；后者侧重信息对于期货合约交易活动的实质影响，体现出信息与金融市场行为之间的关联。诸如资产管理公司在期货市场中的投资决策信息、金融机构所服务的客户的交易信息等，实际上并无证据证明其能够直接作用于期货合约市场价格并产生法规所明确要求的重大影响。此类信息如果被市场中的一般交易者所知悉，其可能影响交易者的判断与交易活动。因此，本质上应当是能够

影响期货交易活动而非期货市场交易价格的信息。

#### 2. 内幕信息与其他重大未公开信息的金融机制

期货市场中的内幕交易与利用未公开信息交易的金融机理，均表现为特定交易者滥用重大未公开信息的经济价值、实现个人经济利润或者风险转移以及损害其他市场参与者利益。这种基于期货市场重大未公开信息的运作方式及其经济本质，反映在法律本质层面，就是通过信息的性质差异与机理差异界定内幕交易与利用未公开信息交易的量化区别。

从信息价值的角度分析，期货市场内幕信息是与期货合约有关的、对该金融商品市场价格波动具有重大影响的未公开信息。对于金融机构、大宗商品交易商等市场机构中生成的重大未公开信息而言，金融机构（会员单位）期货合约交易信息、大宗商品交易商在现货市场中关于现货商品的供求关系信息以及在期货市场中的期货合约交易信息等，均属于对于期货市场交易价格具有重要影响的信息，应当认定为内幕信息。寻求与探索基础资产价值与金融产品价格之间的短暂差额是上述未公开信息的重大经济价值。

法律与司法解释所规定的期货市场中的内幕信息之外的其他重大未公开信息，是与基础资产内在价值与供求关系以及相关期货合约市场价格无直接关联的信息，但由于其反映了相关期货合约市场中的资金流动、价量波动，所以构成影响期货市场行情的外部信息（例如，基金管理人募集的客户资金变化信息或者投资决策信息，期货经纪人掌握的客户买入、卖出期货合约信息等）。这种信息的经济价值在于发现特定期货合约市场中特定交易主体的短期交易方向、资金数量，从而可能影响知悉信息

者对于采取何种交易策略与活动的判断，例如进一步作为对手方还是跟进实施趋同性交易。期货市场上内幕信息对于市场价格的影响及其程度显然更为显著，而如果违法所得相同，老鼠仓行为的交易成本显然更大。

同时，从利益侵害的角度分析，期货市场中的内幕信息与其他重大未公开信息在一定程度上都呈现出与委托代理关系的关联性，但内幕信息主要表现为雇主（被代理人）与雇员（代理人）之间的法律关系，而其他重大未公开信息主要是客户（委托人）与机构员工（代理人代表）之间的利益冲突。因此，期货市场中利用未公开信息背弃的是客户的利益，无论是否实际造成损失，都是一种利益冲突。在违法所得相同的条件下，利用未公开信息交易所侵害的市场参与者范围更特定、经济利益更容易量化且数额相对较小。

所以，金融机构、大宗商品交易商等机构中的工作人员，利用职务或者职责履行过程中的便利获取的期货市场重大未公开信息从事相关期货合约交

易的，应当按照以下规则界定其行为性质是内幕交易还是利用未公开信息交易：（1）利用机构中未公开的现货市场生产、交易数据或者期货市场中的交易数据，从事相关期货合约交易的，构成期货市场上内幕交易；（2）利用金融机构中客户的期货持仓、资金数据信息、交易方向信息等，系该交易者与客户之间的利益冲突问题，构成利用未公开信息交易。

需要强调的是，上述分析主要是建立在 2019 年《利用未公开信息交易解释》的规则基础之上的。在《期货法》的制定过程中，完全可以采取“从宽”设定期货交易内幕信息的模式，将现行司法解释中规定的、发生在期货市场的利用未公开信息交易中的其他重大未公开信息，统一纳入期货交易内幕信息。这样便可通过完整且统一的期货市场上内幕信息整体覆盖具有市场危害性（包括利益冲突）的内幕交易行为。

（责任编辑：赵璐）



# 原油期权上市

THE LAUNCH OF CRUDE OIL OPTIONS

2021.06.21 中国·上海



## 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：上海邦达敏奕印刷有限公司  
印刷日期：2021 年 6 月 20 日  
印数：3500 册  
上海市连续性内部资料准印证（K）160 号