

期货与金融衍生品

FUTURES AND FINANCIAL DERIVATIVES

两分法下的期货和衍生品市场反操纵条款研究

关于商品互换业务的法律解读

强制减仓制度的由来、现状和发展趋势

基差贸易为企业持续生产经营保驾护航

“锁价+含权”贸易，铺设保供稳价新路径

VOLUME 132

SEPTEMBER 2023

总第 132 期

2023 年 9 月

航运指数期货上市

The Launch of Containerized Freight Index Futures

2023.08.18 中国·上海

扬帆 **期** 航 行 稳 致 远

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 132 · SEPTEMBER 2023
2023年9月·总第132期

总 编 田向阳
副 总 编 王凤海
编 委 李 鲜 贺 军
李 辉 陆 丰
张 铭
主 编 李 辉
副 主 编 祁国中
特 约 编 委 王春卿 王海洋
庄 青 刘春彦
张宜生 陈 晔
胡俞越
(以姓氏笔画排序)
执 行 主 编 符国宗
编 辑 部 主 任 林 帆
本 期 编 辑 陈 昊 顾 衍
杨 洋 季铄人
孙欣鹏 李伯钧



编辑部地址 上海市浦东新区浦电路 500 号
邮 编 200122
电 话 021-68401283
电子邮箱 fafd@shfe.com.cn



《期货与金融衍生品》
使用环保再生纸

目录

编首语

02 建设中国特色现代期货市场由法治建设来保障

期货法苑

03 两分法下的期货和衍生品市场反操纵条款研究
伍坚 刘慈航

13 关于商品互换业务的法律解读
吴月琴

21 强制减仓制度的由来、现状和发展趋势
王海洋 鲁晓

26 《期货和衍生品法》下我国商品场外衍生品
中央对手方分级清算模式与法律关系研究
李泽海 陈永

36 期货市场投机持仓限制与套保持仓豁免：
美国经验
刘文财

走一线

40 [“走一线办实事优生态”专项行动系列访谈]
新湖期货专访

43 基差贸易为企业持续生产经营保驾护航
——新湖瑞丰疫情期间服务温州白银中小微企业
陈宗伟

48 [“走一线办实事优生态”专项行动系列访谈]
永安期货专访

52 “锁价+含权”贸易 铺设保供稳价新路径
——永安资本服务山西省道路工程企业沥青采购
浙江永安资本管理有限公司

国际市场动态

55 全球衍生品市场动态（2023年6-7月）
上期所国际合作部（港澳台事务办公室）

上期所动态

64 铜铝期货三十年：“零”到“王牌”
朱逸慧

新闻稿

72 全球首个合成橡胶期货及期权在上期所挂牌交易

73 我国首个航运期货品种——集运指数（欧线）期
货在上期所全资子公司上期能源挂牌交易

编首语

建设我国特色现代期货市场 由法治建设来保障

2022年8月1日,《中华人民共和国期货和衍生品法》(以下简称《期货和衍生品法》)正式施行,为建设我国特色现代期货市场提供了坚强的法治保障。一年来,期货市场创新发展驶入了快车道,期货及期权新品种上市注册制改革稳步推进,新品种供给提速,相关配套规章和规范性文件相继落地,市场各方参与者积极布局衍生品业务和综合服务。作为我国大宗商品领域重要的金融基础设施,上期所以《期货和衍生品法》出台实施为契机,不断深化产业服务和功能发挥,提高期货市场运行质量。

本期《期货与金融衍生品》以“《期货和衍生品法》一周年”为主题,邀请来自高校、律师事务所、交易所、市场等领域的专业人士,从理论研究及实务操作层面对期货和衍生品市场现阶段相关法律条款及实践经验进行解读和探讨。本期文章包括期货和衍生品市场反操纵条款的研究,强制减仓制度由来、现状和发展趋势分析,商品互换业务的法律解读,中央对手方分级清算模式与法律关系研究,以及境外期货市场投机持仓限制与套保持仓豁免的美国经验。期望通过对相关文章的阅读,使读者对期货和衍生品市场法治建设有进一步的了解与关注。

同时,本期《走一线》栏目中,刊登了对新潮期货、永安期货两家公司的采访和服务实体经济的典型案例,并为庆祝铜铝期货上市三十周年,转载《铜铝期货三十年:“零”到“王牌”》一文,以飨读者。

两分法下的期货和衍生品市场 反操纵条款研究

华东政法大学 伍坚
中国人民大学 刘慈航

《中华人民共和国期货和衍生品法》（以下简称《期货和衍生品法》）的颁布与施行，为操纵市场行为提供了新的规制依据。为保障期货和衍生品市场的健康运行，合理发挥期货市场价格发现、风险管理、资源配置功能，针对操纵期货市场行为的规制就显得尤为重要。

操纵行为自期货和衍生品市场创立以来即相伴而生，并且随着期货市场规模的壮大、开放程度的不断提高，操纵行为的危害性则愈加明显，隐蔽性更甚。为防范期货市场中已出现及未来可能出现的各类操纵市场行为，亟须在理论、立法和监管层面予以考量和回应。总体来讲，从《期货交易管理条例》（以下简称《条例》）到《期货和衍生品法》对操纵市场的规制改革，显现了从单一“价格操纵”监管标准到“影响或意图影响价量”标准的思路转变，但也引发了新的问题：

其一，“影响或意图影响价量”的标准，采用的是将对行为的主观推断与行为造成的价量变动客观数据相结合的判断方式。这实质上降低了对操纵市场行为的定性难度，可能造成对期货交易违法认定的扩大化处理，进而引发“寒蝉效应”；其二，在行为人的主观认定层面，由于未对“操纵”进行定义解释，“操纵”与“影响价量”有循环定义的问题。现有条款实质上是对行为人采

取过错推定原则，举证责任在双方之间如何分配需要进一步解决；其三，在结果层面，“意图影响”要件的增加使得操纵市场行为从“结果犯”转向了“危险犯”，但当行为人意图影响而未实际影响期货合约价格及交易量，且未从其中获利的话，是否对行为人的意图操纵行为进行处罚，仍有待考量；其四，在因果关系层面，操纵者的操纵行为与其他市场参与者，乃至对整个期货市场的传导链条尚未厘清，进而影响到对操纵行为的违法性评价与责任分配问题。

笔者试图从法律与经济学的视角，通过挖掘我国反垄断法、民法等横向部门法的法律价值，在原有价格操纵条款的基础上，关注操纵者在市场价格形成机制上的信息误导行为以及对其他市场参与者的欺诈效应。我国从《期货交易管理条例》时期的“人为价格”标准向《期货和衍生品法》中“影响或意图影响价量”标准的转变，再到学界广泛主张的反欺诈理论之间，如何进行衔接与互补，仍待实务与理论界的回应。

一、《期货和衍生品法》下的操纵市场立法评述

（一）“操纵”标准到“影响或意图影响”标准

《期货和衍生品法》第12条以列举形式定

义了我国的期货市场操纵行为，并由《条例》时期的“操纵”标准转为“影响或者意图影响”标准。根据《期货和衍生品法》第12条第2款的表述，实际操纵和意图操纵两种形态都可以构成违反本条的操纵行为。关于实际操纵形态，监管执法者必须证明行为人实施了该款所列举的具体行为类型，并且达到了“影响期货价量”的标准。在行政法规层面，主管期货监督管理工作的证监会目前并未出台影响价量的量化指标，但在执法实践中有所体现。譬如，在海南大印、海南龙盘园、海南万嘉“橡胶RU1010合约”案件中，证监会以当日结算价、当月结算价的上涨幅度，以及涉案主体对敲和自买自卖交易量占当日成交量的比重，综合认定涉案方大幅度影响了橡胶RU1010的合约结算价，构成操纵期货合约价格行为。¹在阮浩、嘉和投资操纵白糖1801期货合约一案中，证监会通过对比行为人操纵前后即2017年10月9日至12月11日间白糖1801合约结算价的涨幅与期现货涨幅偏差，以及横向对比远月白糖1805合约和1809合约的价格涨势与涨幅偏差，认为涉案账户组影响了合约价格变化趋势，操纵了合约交易价格。²《最高人民法院、最高人民检察院关于办理操纵证券、期货市场刑事案件适用法律若干问题的解释》（以下简称《解释》）更是对认定各项具体的操纵期货市场行为规定了严格的入罪标准，譬如，针对连续交易型操纵或囤积型操纵，《解释》要求“实际控制的账户合并持仓连续十个交易日的最高值超过期货交易所

限仓标准的二倍，累计成交量达到同期该期货合约总成交量百分之二十以上，且期货交易占用保证金数额在五百万元以上”。³虽然，《期货和衍生品法》中的“影响”标准较之前的“操纵”标准在语义与合法性判断上更为不确定，但实践中量化的认定及追诉标准提高了认定操纵行为的准确性，值得肯定。

关于《期货和衍生品法》中的“意图影响”要件而言，执法部门则必须证明行为人有影响期货合约价量的意图，并且实施了该款所列举的操纵行为。“意图影响”要件的添加主要是针对行为人在具备主观操纵意图与实施客观行为之后，最终没有影响期货交易价格或期货交易量，也可以认定其构成操纵期货市场的情形。由于该种行为具有扰乱期货市场秩序的风险，有一定的违法可归责性，故将其同等规制。有学者认为，可以将操纵证券期货市场解释为具体危险犯。虽然不需证明因果关系，但仍要证明相关行为具有扭曲证券价格的现实危险，需结合具体操纵手段，判断行为人是否具备市场优势，以及是否构成对市场优势的滥用，避免不正当扩张处罚范围。

（二）单一期货交易价格标准向价量双重选择性标准的适用

《期货和衍生品法》对操纵期货市场行为不再只关注期货交易价格，而是同等关注期货交易价格与期货交易量对操纵市场的判定。其意义在于，如此规制增加了操纵期货市场行为的认定可选要件，降低了操纵市场认定难度。焦增军等学

¹ 参见中国证监会行政处罚决定书（海南大印集团有限公司、海南龙盘园农业投资有限公司、海南万嘉实业有限公司等6名责任人），[2013]67号。

² 参见中国证监会行政处罚决定书（阮浩、嘉和投资、钟山），[2021]117号。

³ 参见最高人民法院、最高人民检察院：《最高人民法院、最高人民检察院关于办理操纵证券、期货市场刑事案件适用法律若干问题的解释》，法释[2019]9号。

者据此认为，操纵的对象不再局限于期货交易价格，而将整个市场纳入了考虑范围。承认“期货交易价格”只是影响期货交易秩序的部分因素，其他如操纵期货市场交易量、严重侵犯其他交易者的公平交易权、增加交易系统负担等也是影响市场秩序的重要方面，从而进一步拓宽了反操纵规制的法治路径。但该观点存在一个逻辑跳跃，即自动地将“期货交易价格”与“期货交易量”两者的选择性判定扩大到了“期货交易市场”的判定上去，可能存在扩大解释的问题。有关这三者的关系，上海期货交易所《“期货法”立法研究》课题组认为：“‘期货交易价格’是一个相对狭义的概念，它一般指传统上通过创造一个人工价格为操纵期货交易价格的行为；‘操纵期货交易量’一般只是操纵期货交易的一种手段和外在表现形式，其背后往往有其他交易目的；‘操纵期货市场’是一个相对宽泛的概念，它一般指任何适用操纵手段或者欺诈手段操纵或者意图操纵期货交易的行为，它包括操纵期货交易价格行为、操纵期货交易量行为、基于信息的操纵行为以及基于欺诈的交易行为”。笔者认为，从“期货交易价格”到“价量并举”标准的转变，体现了我国资本市场违法犯罪行为打击力度有加大的趋势，有利于对操纵市场行为的全链条打击与全方位追责，有利于维护证券期货市场的稳定与对投资者利益的保护。但是，期货交易量能否成为判断各项操纵市场行为的依据，其合理性仍需进一步探讨。

1. 期货交易量的影响因素与反向影响因素。

一般而言，期货交易量是期货市场的一项交易数据，既是单个或多个交易者对单个或多个期货合约的交易数量，也反映了某项期货合约乃至

整体期货市场的活跃程度与流动性强弱。对期货交易量的影响因素是多种多样的。譬如，期货交易实行持仓限额制度，防范合约持仓过度集中的风险。从事套期保值等风险管理活动的，可以申请持仓限额豁免。又如，期货合约价格的波动与经济周期的起伏会对交易量产生显著影响。根据实证研究数据统计，商品期货价格波动对交易量的影响是正向的；经济周期各阶段商品期货价格对交易量的影响具有显著的非对称性，在经济扩张后期阶段的影响程度较大，在经济调整后期阶段的影响程度较小。期货交易量还会反向影响到期货市场的其他要素，甚至影响到其他市场。有实证研究表明，中国股票现货与期货市场的日内波动率，除了受到其本身的日内交易量的正向影响之外，还受到跨市场交易量的正向影响；同时，期货市场对现货市场的信息传导强度远大于现货市场对期货市场的信息传导强度，说明市场间的信息传导强度是不对称的。期货交易量不仅承载着记录期货交易单位时间内的密度数据的作用，同样具有显著的价格发现、信息传递功能。

2. 期货交易量标准的适用。

关于是否应将期货交易量作为判断操纵期货市场的整体标准，以及怎样安置该标准的问题，学界讨论很多。第一种观点认为，单纯对交易量的操纵并不构成操纵认定的决定性因素，所谓“人为交易量”也并非价格操纵的构成要件。“交易量”本身不应该被表述为价格操纵条款中与“交易价格”并列的操纵对象之一。操纵交易量其实是一种误导其他市场参与者的手段，其背后所代表的其实是对欺诈操纵的证明要求。该种观点进而主张交易量本身不应该被设定为价格操纵的构成要件之一。第二种观点认为，交易量操纵量化

标准设计上的机械性与证明技术上的简易性导致市场操纵犯罪法律判断标准可以整体忽略价格操纵，完全以交易量操纵标准建构市场操纵犯罪刑事监管标准。价量操纵的实质界定不仅没有因为置入交易量操纵标准而丰满，反而在市场操纵行为结构中弱化，甚至完全取消了价格操纵——而价格是整个资本市场的核心要素。该观点进一步认为，交易量操纵只能作为特定交易行为在金融商品买卖总量中的数据化说明，而不能成为市场操纵犯罪的实质内容。2007年证监会关于证券市场印发《证券市场操纵行为认定指引（试行）》（以下简称《指引》），其中第13条规定：“本指引所称影响证券交易量，是指行为人的行为致使证券交易量异常或形成虚拟的交易量水平”，在第14条简要列明了几项认定情形：首日交易异常、当日交易量异常放大或萎缩或形成虚拟的交易量水平等，在第15条赋予证券执法人员依据普遍的经验法则和证券市场常识对证券交易量变动认定的自由裁量权。⁴可以看出，对交易量的客观判定多基于与日常交易状况的比较，主观判定则有赖于证券执法人员的个人经验和常识。

笔者认为，《期货和衍生品法》对期货交易价格以及期货交易量的双重关注，体现了我国期货业立法在一定程度上回应了执法实践中认定操纵难度大、认定标准不精细的问题，扭转了2007年《指引》所规定的主观判断标准，转而采取偏定量的认定方式。在操纵期货市场案件的预防性监测、调查取证以及后续处置层面，美国的计量经济学方法与实证分析都曾为美国期货监管执法部门提供了支持或反对操纵或意图操纵行

为指控的诸多证据，集中体现了期货交易量、成交额、交易占比等数据在责任认定上的重要性。但前述的两种观点都揭示出：期货交易量可能并不适合作为操纵期货市场行为的总体认定标准。

《解释》根据具体操纵方法的不同特点规定不同的入罪标准，这种针对性的关注数据的判定方式值得《期货和衍生品法》采纳。应当将期货交易量作为具体操纵期货市场行为的证明要件，而非所有操纵行为的前设判断标准。

3. 小结。

《期货和衍生品法》中操纵期货市场条款立法，主要有两大转变：一是由《条例》中的“操纵”标准转为“影响或者意图影响”标准，二是单一价格操纵标准转为期货交易价格及期货交易量双重选择性标准。笔者认为，第一项转变并未解决操纵市场循环定义的困境，但行政与刑事执法实践较好地弥补了法条语义模糊的缺陷。另外，“意图影响”要件的增加，有助于减轻监管机构的举证难度，增强对已经实施但未造成损害后果的未遂型操纵市场行为的打击力度。第二项转变是我国期货监管法律供给精细化、科学化的体现，有助于我国期货市场操纵行为的事前监管与调查取证，但款项逻辑设置上还有待改进。

由此进一步提出，期货市场操纵尚有两种立法体例的改进空间：第一种是在保留原有“价格操纵”规制条款的基础上，另行设立一般性的反欺诈操纵条款，以不同的规制范围、构成要件、责任配置与原有的“价格操纵”条款配合适用。其中，交易量占比、成交额以及其他市场参与者的损失将相应成为具体操纵行为的关键认定

⁴ 参见《中国证券监督管理委员会关于印发〈证券市场操纵行为认定指引（试行）〉及〈证券内幕交易行为认定指引（试行）〉的通知》，证监稽查字〔2007〕1号，2007年3月27日发布施行，2020年10月30日废止。

要素，但不影响反欺诈条款中欺诈要件、意图要件的适用。第二种立法体例是，既然《期货和衍生品法》第12条第1款言明了“任何单位和个人不得操纵期货市场或者衍生品市场”，第2款禁止条款应当继续沿用第1款的禁止操纵期货市场或衍生品市场理念，采用“禁止以下列手段操纵或意图操纵期货市场或衍生品市场”的表述，而非“影响或者意图影响期货交易价格或者期货交易量”，其后再列明各项具体操纵行为与针对具体操纵行为的认定标准，以此提供精细化的立法监管。此种立法模式避免了操纵行为的总款认定与其项下具体行为认定的逻辑矛盾，但循环定义问题仍未解决，并且由于需要对每种类型的操纵行为细化标准，无法应对尚未明确或未来可能出现的操纵行为，可能出现监管漏洞和监管套利问题。笔者支持第一种模式的立场，认为其两分法的立法体例提供了两种角度的操纵市场规制思路，能够较好地涵盖期货市场中的各类已出现及可能出现的操纵行为。

二、操纵期货市场的法律与经济学分析

根据《期货和衍生品法》第4条，期货市场具有发现价格、管理风险、配置资源的功能。期货市场功能的实现，有赖于市场内充足的流动性与正常的供需关系。人为干预和操纵市场价格、以虚假信息干扰供需关系的行为都是对市场自由性的破坏。从这一角度看，操纵期货市场行为减损了市场效率，增加了社会交易成本，妨害了正常的交易秩序，同时是对证券期货市场公开、公平、公正原则的违背。

（一）经济式分析

从经济行为的角度分析，操纵期货市场行为有两种基本的表现形式，其一是基于市场力量，

该种操纵的最低表现层次是对期货市场中的期货合约价格、资本、流通速度等基本要素的控制，最高表现形式为垄断。操纵期货市场即通过人为的控制性乃至垄断性力量部分阻碍以至绝对排斥期货市场价格发现机制与资本竞争机制的运行。在具体实施层面，操纵期货市场的手段可以表现为直接影响期货市场中的期货交易价格以及期货交易总量，达到操纵市场的目的；也可以通过自身以及联合的资金优势、交易量级，影响现货市场商品标的物、证券标的物、衍生品等金融商品有关的现货交易，进而影响期货合约供求关系，从而影响期货合约的价格变动。

操纵市场的第二种表现形式是基于行为人的欺诈手段，多通过不具有交易性特征的市场行为。该种操纵目前已发展出两种形态：虚假信息型欺诈与交易机制型欺诈。行为方式主要是通过影响其他市场参与者，使其产生对微观个别期货合约乃至宏观整体期货市场的误解与偏差，潜在吸引他人进场或引诱他人离场，从而达到影响期货合约价格以及交易量的效果，譬如蛊惑交易型或虚假重大事件型；或是跳过其他市场参与者，利用市场交易机制的偏差与技术上的领先优势，直接参与期货合约交易的行为，进而影响期货市场中的期货合约价格。

（二）违法性来源

从法律违法性的角度分析，操纵期货市场的违法性主要在于其构成了对其他市场参与者的不公平交易。这种不公平性的构成是多层次的，第一种是源于行为人通过在市场中的相对优势地位，形成了对相对劣势地位参与者的剥削。在期货市场中体现为对期货合约价格的定价权、影响期货合约价格走势的能力、影响市场流动性（体

现为交易量与成交额)的能力,以及在现货市场把控现货,或临近交割月份控制市场可交割数量、交割手续的能力等。该种不公平性建构在资本主义本身的特征上,是资本市场“虹吸效应”的体现,实则是行为人在期货市场领域内的“相对优势地位”。但是,尤需注意的是,该种不公平性并不一定必然导致违法性。市场结构的形成是自发且多元化的,市场自由竞争是目前为止人类探索出的具有高级效率价值的竞争方式,故市场内部的相对优势地位与相对劣势地位不可避免。《期货和衍生品法》需要规制的是滥用这种相对优势地位的行为。该种的违法性是渐进构成的,这种渐进性不仅体现在时间上的流动,如交易者在时间序列上持仓量的逐步提高;也体现在对期货合约价格影响力的逐渐加大,直至能够操纵价格。

第二种操纵期货市场的 unfairness 来源于行为人的欺诈 (fraud) 行为。欺诈型的操纵市场自始具有违法特质,因其在行为实施之初就没有真实、善意的交易目的,并存在着使他人陷入错误认识的主观故意意图 (包含直接故意与间接故意),在表现形式上多为不正当手段。结果层面上,操纵行为使得市场其他参与者在陷入错误认识后进行交易,操纵者在他人交易的损失中获利。基于欺诈型的操纵同样会影响期货合约价格与期货合约交易量,但应当附加“不当”的限定词。在理论层面上,任何大量的资金或持仓量变动都会对期货合约的价格存在影响。幅度上的影响属于定量分析,而手段方式上的正当与不当则属于定性问题。

(三) 两种操纵范式的联系与交叉运用

针对操纵期货市场的经济与法律层面的分析,笔者提供了基于市场力量与欺诈操纵的两种角度。但是,现实中的操纵行为并不会严格遵循市场力量型与欺诈型的范式进行。两者在实践中并不是泾渭分明的。操纵毕竟需要耗费巨大的资金量、信息量与人力协调工作,具有一定“自我威慑”性。为达成操纵并获利的目的,行为人往往会兼采市场力量型与欺诈型的操纵手段,并择机配合适用。⁵两种行为范式在实践中的交叉使用,并不影响对其多角度的分析与违法性判断。这同时说明,判定操纵期货市场的要素应当是模块化的而不是固定的。单一的认定标准无法应对多样化的操纵手段。针对不同的操纵行为,监管机构应当根据行为人的主观意图、行为人影响价格的能力、人为价格是否存在,以及操纵市场行为与损害结果之间的因果关系综合认定。但是,多因素的分析不代表判断标准的松散化,法律需要预先设定好归因与归责的大体路径。笔者认为,基于操纵市场的不同违法性来源与行为范式,可对操纵市场进行两分法的规制路径,即传统的反价格操纵条款与反欺诈条款的并行适用,分别对应以市场力量为基础的操纵行为与以欺诈为基础的操纵行为。

三、两种视角下的操纵期货和衍生品市场的比较分析

(一) 基于市场力量的操纵与竞争法中垄断的联系

在英美法语义中,“操纵”与“垄断”为同

⁵ “吴某某操纵期货市场案”中,行为人涉及使用连续交易型、囤积现货跨市场型、对倒型以及蛊惑交易型共四种操纵手法,且每种操纵手法均未达到《关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》中具体操纵手法的立案追诉标准。最高人民法院最终综合全案判断,以涉案行为属于“情节特别严重”的情形定罪量刑。见(2018)辽04刑初55号、(2020)辽刑终303号刑事判决书。

一词源。行为人滥用基于市场力量形成的相对优势地位进行操纵的，其操纵行为与反垄断法领域中的滥用市场支配地位行为类似。在自由供给的证券期货市场里，市场行情本不同市场主体之间自由竞争的结果，所有的市场参与者既是市场行情的竞争者，又是自由竞争的市场行情的接受者而非制造者。操纵市场行为却破坏了这一机制，市场主体分化为市场操纵者和其他市场参与者。操纵者策划并左右市场行情发展，其他市场参与者因竞争自由和选择权利的丧失，或者彻底退出市场，或者虽然仍留在市场，但却被排除或限制在自由竞争之外。基于市场力量的反操纵条款与反垄断法领域的滥用市场支配地位规制条款的相同点在于，在监管审查上，两者均需综合运用定性分析方法与定量分析方法，以此界定是否构成影响期货合约价格或交易量乃至达到操纵市场的效果（是否构成相关市场内的支配地位）。在此过程中，期货合约（商品）的价格走势、交易量（市场份额占比）等都是司法实践审查的重点要素。此处援引反垄断法的滥用市场支配地位规制条款的目的在于，发现两者之间在经济金融市场的本质共通性，为期货市场基于市场力量的操纵提供反垄断法视角下的审查思路。譬如，在应对跨市场操纵案件中，借鉴反垄断法中的相关市场界定与经营者市场支配地位界定，在判断操纵期货市场行为时不仅应当关注行为人在期货市场单一期货合约的持仓量、交易占比等数据，同时应当关注其他市场如现货市场内行为人所占的或所能影响的市场份额、市场结构组成，以及控制销售市场、交割市场、运输市场或原材料采购市场能力等要素。

（二）民法作为私法的一般法对欺诈型操纵的理论影响

在民法上，根据最高人民法院《关于贯彻执行〈中华人民共和国民法通则〉若干问题的意见（试行）》第68条的规定，欺诈是“一方当事人故意告知对方虚假情况，或者故意隐瞒真实情况，诱使对方当事人作出错误意思表示”的行为。欺诈按行为表现分为三种类型——告知虚假信息、隐瞒真实信息和沉默。民法作为私法的一般法，为其他私法提供了良好的理论基础。按照《中华人民共和国民法典》第148条，我国民法上的欺诈在构成要件上需要：一方实施欺诈手段；对方因受欺诈而陷入错误认识；对方在违背真实意思的情况下实施民事法律行为。期货法在此处与民法相同的私法特质有两点，一是基于欺诈的操纵市场行为的判定必须要求欺诈性质的手段，即一般的真实交易行为不属于欺诈行为，由此与基于市场力量的操纵相区分。在民法中，基于欺诈形成的民事法律行为与重大误解、显失公平、虚假的意思表示形成的民事法律行为效果不同，仅有受欺诈方享有撤销权。二是因果关系判断上，必须要求相对人（市场参与者）的行为与行为人的欺诈行为具有因果关系，即是在违背真实意思的情况下作出的。关于因果关系判断，应当注重金融商法理念下商事交易的持续性与经营性特征，以及短期时效主义的因果关系判断限缩。这点与民法交易因果关系判断不同。

期货市场中的欺诈型操纵与民法上欺诈的不同点在于陷入错误认识的路径上。民法上的欺诈链条主要是对方直接欺诈或第三人欺诈两种形式。欺诈型操纵则有两种传播链条：一是对市场其他交易者群体的直接欺诈，进而传导到期货市

场。该种传播链条以直接的虚假信息编造传播、利用重大虚假事件为主，会直接导向市场其他交易者的错误认识，进而使得期货市场合约价格或交易量受到操纵者与陷入错误认识的其他交易者的共同影响。二是对期货市场的欺诈，间接地传导到市场其他交易者群体，即“欺诈市场理论”（fraud on the market）。其中，操纵者利用技术进步、技术漏洞或交易机制影响价格形成机制，同时未向其他市场参与者披露这一价格信号已经受到了干扰，以此形成对其他市场参与者的间接欺诈。

（三）反操纵条款与《证券法》相关条款的关系

《期货和衍生品法》关于反操纵市场条款有着向《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）相关条款明显的借鉴倾向，均采用了“影响或者意图影响价量”的标准。但期货和衍生品市场与证券市场有着明显的差异，需在反操纵层面予以考量和回应。

首先，在市场参与者层面，《证券法》建立在保护投资者的基础与原则之上。2019年《证券法》修订，专章设立投资者保护一章，为投资者提供了详尽的保护机制。概括其原因，出自于这样一个前提假设，即在证券市场中，投资者相对于证券发行人、证券中介机构都具有不可避免的市场相对地位劣势，如信息劣势、交易机制劣势等。为此，《证券法》与证券监管机构、证券交易所对上市公司均设立了严格的交易办法与交易限制，譬如短线交易规则、限制股份回购规则等。与此相对应的，期货和衍生品市场更突出市

场参与者的理念，由交易所设计期货和衍生品合约，市场参与者之间按照规则相互买卖，买方与卖方可通过对冲机制随时转换位置，双方在期货和衍生品市场交易层面的地位差异不大、更为平等。由此而言，《证券法》中的投资者保护制度不能够完全适用于期货和衍生品市场，《期货和衍生品法》也无需对某种特殊类型的市场参与者倾斜保护。但是，期货和衍生品市场参与者与证券市场投资者均面临集体行动困境，故在面临市场操纵行为时，《证券法》中的特殊代表人诉讼机制对《期货和衍生品法》具有一定的适用价值。

其次，在市场交易标的层面，证券市场主要买卖证券及部分证券衍生品⁶，投资者主要关注证券投资价值（包括短期以及长期的波动价差和长期利润分配）；而期货和衍生品市场的期货和衍生品合约则是按照一定时间序列、价格序列排布的标准化的产品，合约到期时合约持有者还需进行对应的交割。由此，期货和衍生品市场存在多重市场特征：期货和衍生品的合约价格与其标的市场现货价格联系紧密：商品期货主要关注各类商品现货价格，金融期货则根据其种类与外汇（汇率）、利率、股票指数价格实时挂钩，由此发挥期货市场价格发现功能。由此，期货和衍生品市场的多重市场特征为跨市场操纵提供了可能，《期货和衍生品法》反操纵条款应较之于《证券法》对跨市场操纵给予更多监管视角与监管力度。

最后，在交易机制层面，期货和衍生品交易实行保证金交易制度，是一种非常典型的杠杆交易。保证金交易制度使得投资者不需要支付合约

⁶ 我国金融期货产品主要包括外汇（汇率）期货、利率期货、股票指数期货，其中，股票指数期货与证券市场关系尤其紧密。目前我国各个证券交易所、不同种类期货交易所之间的产品划分仍处于探索与发展阶段，故不在此做特殊探讨。

价值的全额资金，而仅需支付一定比例的保证金即可参与交易。为防止部分交易者以小博大，以赌博心理扰乱正常交易秩序，《期货和衍生品法》特别规定了持仓限额制度，并对部分以套期保值为目的的交易者实行持仓限额豁免。可以说，持仓限额制度是期货和衍生品市场操纵行为的防火墙，起着制度性前期预防的作用。反操纵条款的设置与实行，必须注重与持仓限额制度的配合与衔接，方能为市场交易划清合法与非法的界限，厘清规制依据。

四、我国期货市场反操纵制度的重构

为提高期货市场效率，维护市场其他参与者权益，同时也为完善整部《期货和衍生品法》的法理逻辑，我国期货市场操纵立法和执法应当以公开与保护市场参与者利益为导向，对应建立除“人为价格”为核心的价格操纵条款之外的反欺诈型操纵条款，与价格操纵条款共同构成反操纵体系。

（一）保留价格操纵条款

在价格操纵条款方面，现行《期货和衍生品法》第12条由“操纵”向“影响或者意图影响”的转变，以及由关注“期货交易价格”到期货交易价量的并重，本意旨在突破《条例》价格操纵条款的局限性，扩大期货和衍生品市场操纵行为的打击面与打击力度，但判断标准表述的模糊性，可能会使执法实践又退回到价格操纵的判断标准上，减损修法效果。笔者在此主张继续延续《条例》时期的价格操纵条款，明确采用“操纵能力+操纵意图+人为价格+因果关系”四要件式判断，对基于市场力量的期货和衍生品市场操纵行为进行规制。这不仅可以利用我国已有的市场操纵执法经验，减少立法与执法成本，同时也是世界范

围内主流的规制方法，便于期货和衍生品国际市场跨境执法与联合执法。

（二）反欺诈条款的构建

反欺诈条款在具体操纵市场类型及构成要件上，应注意与价格操纵条款相区分。执法机关及特殊代表人诉讼中的原告代表人在起诉相关案件时，构成欺诈操纵的起诉证明标准应当仅限行为人在客观上使用了操纵性或欺诈性的手段，损害了市场参与者的利益，而无需证明操纵行为造成了人为价格。行为人主观意图则由其客观行为证明，并给予当事人举证抗辩权。反欺诈条款作为期货市场反操纵的一般性条款，就其能够有效发挥作用的操纵行为类型而言，能够在操纵市场、内幕交易、虚假陈述多个方面发挥作用。但与此同时，也须认识到反欺诈操纵条款的局限性，对基于市场力量形成的，在期货和衍生品市场以相对地位优势攫取不正当利益的操纵行为类型，必须保留对人为价格操纵的适用。在法律适用上，两种反操纵条款可以择一适用，也可以同时适用而提出两个并行诉求。两种诉讼途径可以并行不悖，相互配合。具体而言：

在主观要件上，鉴于在已知的案件中，所有当事人均会抗辩没有操纵意图，反欺诈规则在期货和衍生品法领域应与刑法的主观要件作出区分。从期货和衍生品的私法交易层面，应当关注交易者的交易行为是否与其往常商事交易行为相符合，如不符合是否有合理依据；关注交易行为是否在客观上可能造成对其他市场交易的误导，如频繁且大量地提出报价单并撤销的行为，或通过其他行为（包括操纵行为和非操纵行为）改变期货和衍生品价格基准水平，进而欺诈整个交易市场的行为等。总结而言，行为人的主观故意，

包括直接故意与间接故意，应当整体采纳过错推定的态度，允许相对人举反证证明自己没有欺诈的故意。但主观故意要件并不需要起诉方单独证明，而是从其行为中昭示其欺诈意图。

在结果要件上，反欺诈条款应当要求行为人达到一定的结果，即欺诈行为扰乱了市场交易秩序，并给同时间段其他市场交易者造成了损失，而并非单指行为人获利的结果。在这方面，笔者并不赞同《期货和衍生品法》中规定的“意图影响”也可以构成操纵的认定。在私法交易领域，期货和衍生品法应当更加关注行为人的实质交易行为，而非苛求证明行为人的主观意图。对行为人的“真意探求”有悖于商法外观主义理念，徒增执法成本，并不适于增强期货和衍生品的流动性。如果从在构成一定的行为结果之后能够反向推出交易者的意图，应当在约束条款中增加一个“不当”的限定词。理论上，任何大量的资金或股份参与者买卖行为都会对证券价量有影响。幅度上的影响价量是定量分析，手段方式上的正当还是不当是定性问题。总结来说，在执法开启的前端应当结合目前的大数据金融科技侦查手段，主要通过定量的方式检测交易数据，对异常交易、非常规交易、超出持仓限额的交易作出预警，并进一步对交易者的行为进行综合检测分析，结合前期建仓，行为人属于“信息优势”地位亦或“影响信息传导机制”，交易行为是否符合法律、法规、交易所规定，以及交易所造成的后果是否造成其他交易者损失。由此向前追溯交易作出者的主观意图，最终在定量的基础上由执法机关对其

主观意图作出是否“操纵”的定性评价。

关于欺诈行为的因果关系判定上，应当采纳如下总体原则：反向交易在前个交易行为的影响射程内。不论行为人采纳的操纵行为类型为何，不论对其他市场参与者，乃至期货和衍生品市场的整体欺诈效应如何，行为人的操纵均可以抽象为最简单的“买入—卖出”行为或期货期权特殊的“卖出—买入”行为。在此背景下，前次交易对其他参与者、对整个市场影响的程度越大，因果关系有效期就越长。交易规则、手续越有利于成交活跃、市场流动性的，因果关系有效期即越短。

总之，反操纵条款与反欺诈理论均旨在规制期货和衍生品市场，防止出现操纵行为损害市场参与者利益、减损市场效率乃至动摇社会经济金融秩序的结果。与持仓限额、账户控制关系申报与披露的前端预防制度不同，反操纵体系主要在期货和衍生品市场争议后段发挥作用，故更加需要认定的审慎性与规制的有效性，方能在不影响市场交易效率的同时，起到良好地震慑违法活动、处置争议的效果。

（责任编辑：林帆）

作者简介：

伍坚，华东政法大学经济法学院教授、博士生导师，华东政法大学虞伟庆金融法律研究院执行院长。

刘慈航，中国人民大学法学院民商法学博士研究生。

关于商品互换业务的法律解读

上海市华诚律师事务所 吴月琴

一、引言

根据国际掉期与衍生工具协会统计，世界500强企业有九成以上都参与衍生品市场交易，特别是场外衍生品，包括场外期权和互换。近年来，我国大宗商品场外衍生品市场发展迅速，金融机构通过为实体企业提供商品互换等场外衍生品业务，降低了企业参与衍生品市场的门槛。为了规范衍生品交易行为，《中华人民共和国期货和衍生品法》（以下简称《期货和衍生品法》）于2022年8月1日起正式施行；在此基础上，证监会起草了《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》（以下简称《衍生品办法》（征）），于2023年3月17日向社会公开征求意见，旨在部门规章层面出台一部统一规范衍生品市场的规则。

商品互换与商品期货发挥的功能相近，都是为交易者提供价格风险管理工具以及融资工具，交易参与者可以通过商品互换进行套期保值、价差交易以及融资交易。但二者在交易方式区别显著：商品期货采取集中撮合、实物交割方式；而商品互换业务的交易方式更为灵活，包括线下交易、平台或经纪撮合；同时，商品互换合约的制定更为个性化，最终通过现金交割的形式完成交易。

2022年1月20日，上海期货交易所广泛及深入研究基础上，颁布实施了《上海期货交易

所商品互换业务管理办法》（以下简称《业管办法》），对商品互换业务的业务模式、业务流程、市场参与主体及风控措施等方面进行了规定，与《期货和衍生品法》保持一致，在业务规则及实践方面，为平稳开展商品互换业务提供了制度保障。本文旨在分析商品互换业务在现行衍生品法律监管框架下的定位、规则设定，如何综合考虑业务实践发展与监管、风险控制的衔接、协调。

二、商品互换业务的业务模式及期货交易所的定位

商品互换业务是指交易双方在约定的期间内，就一定数量的商品，以固定价格计算的款项交换按照浮动价格计算的款项的交易形式。商品互换业务市场参与主体包括交易商、介绍业务商、结算商、指定存管银行、信息服务机构等。其中，交易商分为一级交易商和二级交易商，一级交易商可以向交易所申请为其设立做市商市场，并负责组织该做市商市场的交易，为二级交易商提供报价服务。结算商分为代理结算商和自营结算商，代理结算商可以参与交易所集中结算的代理结算业务，自营结算商可以参与交易所集中结算的自营结算业务。那么，从法律法规及监管规则出发，需要明确商品互换业务的法律性质是什么，是否属于衍生品交易？期货交易所在该业务中的职能与地位又是如何？

（一）商品互换业务属于商品衍生品业务

《期货和衍生品法》第三条规定，“衍生品交易是指期货交易以外的，以互换合约、远期合约和非标准化期权合约及其组合为交易标的的交易活动”。从衍生品交易的定义看，以互换合约交易标的的交易活动属于衍生品交易范畴，无需采用集中交易方式，而可采取协议交易的方式完成。

根据《业管办法》的规定，期货交易所进行的商品互换业务是交易双方在约定的期限内，对一定数量的商品，用按照固定价格计算的款项交换按照浮动价格计算的款项的交易形式，交易双方通过选择并确定相关要素内容后发起自由挂牌、摘牌，并通过订立符合交易具体需求的商品互换协议的方式最终达成交易。

从交易实质看，交易双方通过交换交易所上市交易的期货合约价格以及其跨期价差、跨品种价差等，在规定的期限内用固定价格计算的款项交换按浮动价格计算的款项完成交易。从协议约定看，交易的具体约定（包括品种、互换标的、互换类型、交易起始日、交易到期日、协议规模、涨跌停板幅度等），以及结算类要素（包括最后结算日、初始名义本金、保证金、当日结算价、到期结算价等），均由交易双方根据交易所提供的商品互换协议模板进行个性化拟定。从协议签署看，交易双方属于采取非集中交易的匿名协议方式完成交易。

因此，这种非集中交易，实质是符合了目前立法框架下商品衍生品交易的法律属性。

（二）期货交易所商品互换业务中的主要职能与地位

《期货和衍生品法》第三十条规定，“依法设立的场所，经国务院授权的部门或者国务院期货监督管理机构审批，可以组织开展衍生品交易”。《衍生品办法》（征）第七条第一款规定，“衍生品交易场所组织开展新品种衍生品合约的交易或者变更交易方式，应当按照要求向中国证监会报告。”从期货交易所的职能范围看，在衍生品交易中，期货交易所是衍生品交易场所，又是国务院授权的部门或者国务院期货监督管理机构批准的结算机构，作为中央对手方进行集中结算。

根据《衍生品办法》（征），期货交易所应当建立健全自律管理制度，依法加强对衍生品交易的风险控制，对衍生品交易进行监控和风险监测，采取措施防范和化解衍生品交易风险。¹

三、商品互换业务设定的业务流程

（一）设定的业务流程符合衍生品交易特征

目前，期货交易所的商品互换业务，是市场各交易商通过交易所指定的交易系统进行全流程电子化报价和交易的，从业务流程角度可以分为如下模块：

1. 合约定义：由交易所确定互换类型和互换标的后上市，由交易商对交易模板进行个性化定义；
2. 交易确认：双方按照机构间市场成交方式或做市商成交方式达成交易，由交易所为双方生成符合双方交易条件和要求的互换协议，作为成交的最终确认；
3. 集中结算：交易所组织集中结算，根据交

¹ 《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》第三十八条。

易结果和交易所相关规则，对交易双方的资金进行计算和划转，包括手续费划扣、追缴保证金等；

4. 现金交收：商品互换交易以现金交割，不涉及实物交割，不影响企业现货端交易。最重要的是，使用商品互换进行套期保值，交易商与客户可以通过开展信用交易减少企业现金占用，使其套保成本更低。

从合约定义的角度来看，《期货和衍生品法》规定交易双方签署的包括主协议、主协议项下的全部补充协议以及交易双方就各项具体交易做出的约定等协议文本在内，共同构成交易双方之间一个完整的单一协议，具有法律约束力；从交易确认后的集中结算和交割角度来看，《期货和衍生品法》亦肯定了中央对手方集中结算的模式和在衍生品交易中以双方认可的方式进行履约保障、交易终止、净额结算等方式。² 上述全部流程在交易所指定系统内完成，在系统上可以做到相应留痕，确保信息全面可追溯。同时，交易所还可以有效地度量、监测和管理商品互换参与者的持仓头寸及其风险敞口。通过标准化的流程和每日估值的机制安排，可实现对风险的及时预警、及时处置，在事前防范和事中控制方面发挥作用，有助于降低商品衍生品业务相关风险。

从商品互换业务本身和《业管办法》及交易所制定的各项交易规则的规定来看，一方面，交易所提供集中结算业务，承接交易双方的交易进行集中结算，符合协议交易的要求；另一方面，商品互换业务本身或《业管办法》对于任何操纵市场、内幕交易、编造、传播虚假信息或者误导性信息等违法行为的风险，都已经相对应的处罚

措施加以规制。

（二）设定的业务流程与国务院 38 号、国务院办公厅 37 号文的关系

根据《国务院关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》（国发〔2011〕38 号，以下简称 38 号文）以及《国务院办公厅关于清理整顿各类交易场所的实施意见》（国办发〔2012〕37 号，以下简称 37 号文）认为，违反下列规定之一的交易场所及其分支机构，应予以清理整顿：

1. 不得将任何权益拆分为均等份额公开发行。任何交易场所利用其服务与设施，将权益拆分为均等份额后发售给投资者，即属于“均等份额公开发行”。股份公司股份公开发行适用公司法、证券法相关规定。

2. 不得采取集中交易方式进行交易。本意见所称的“集中交易方式”包括集合竞价、连续竞价、电子撮合、匿名交易、做市商等交易方式，协议交易、依法进行的拍卖不在此列。

3. 不得将权益按照标准化交易单位持续挂牌交易。本意见所称的“标准化交易单位”是指将股权以外的其他权益设定最小交易单位，并以最小交易单位或其整数倍进行交易。“持续挂牌交易”是指在买入后 5 个交易日内挂牌卖出同一交易品种或在卖出后 5 个交易日内挂牌买入同一交易品种。

4. 权益持有人累计不得超过 200 人。除法律、行政法规另有规定外，任何权益在其存续期间，无论在发行还是转让环节，其实际持有人累计不得超过 200 人，以信托、委托代理等方式代持的，

² 《期货和衍生品法》第三十五条。

按实际持有人数计算。

5. 不得以集中交易方式进行标准化合约交易。本意见所称的“标准化合约”包括两种情形：一种是由交易场所统一制定，除价格外其他条款固定，规定在将来某一时间和地点交割一定数量标的物的合约；另一种是由交易场所统一制定，规定买方有权在将来某一时间以特定价格买入或者卖出约定标的物的合约。

6. 未经国务院相关金融管理部门批准，不得设立从事保险、信贷、黄金等金融产品交易的交易场所，其他任何交易场所也不得从事保险、信贷、黄金等金融产品交易。

期货交易所作为依法批准设立的、有权组织衍生品交易的交易场所，交易双方通过协议约定进行的非集中化的衍生品交易模式，显然不属于37号文、38号文规定的“以集中交易方式进行标准化合约交易”“以集中竞价、电子撮合、匿名交易、做市商等集中交易方式进行标准化合约交易”等情形。《业管办法》亦不存在允许交易商为交易对手方提供融资或者变相融资服务、交易所收取明显超过履约保障需要的保证金、逃避监管等证监会明令禁止的行为。

四、商品互换业务的市场参与者

从《业管办法》规定的市场参与者来看，除交易所外，主要包含以下主体：交易商（一级、二级）、介绍业务商、结算商（自营/代理）、指定存管银行、信息服务机构等。

从互换业务参与主体来看，涉及交易和结算两大业务线的主要是交易商、介绍业务商和结算商这三个主体，主要由产业企业、证券公司、期

货公司及其风险管理子公司、银行等参与。《业管办法》目前在市场准入环节已对该些主体进行了相关条件限制³，但针对证券公司、期货公司及其风险管理子公司、银行等仍受到衍生品交易严格监管的主体而言，仍需考虑其行业主管部门对其参与互换业务是否具有限制，下文逐一探讨。

（一）交易商

衍生品交易参与者中的交易商除部分大型产业企业外，通常都是证券公司、期货公司及其风险管理子公司等专业金融机构。

1. 证券、期货行业相关机构参与商品互换业务：根据中国证券业协会、中国期货业协会、中国证券投资基金业协会（以下简称三协会）联合发布的《中国证券期货市场场外衍生品交易商品衍生品定义文件》（以下简称《定义文件》），商品衍生品交易包括：商品远期交易、商品互换交易、商品期权交易及其组合而成的交易，以及交易有效约定中约定的其他商品衍生品交易。而交易双方则包括持有从事商品衍生品交易业务许可的相关证券期货行业相关机构。由此，作为持有衍生品交易牌照并符合《业管办法》规定的准入条件的证券、期货行业相关机构，作为交易商参与商品互换业务是具备合规性的。

2. 商业银行作为交易商参与商品互换业务：虽然目前而言大部分商业银行可能主要还是作为存管银行和结算商角色参与到该业务中（下文另讨论其合规性），但并不排除银行作为交易主体直接作为交易商参与到商品互换业务中。

首先，根据《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》的规定，依法设立的商业银行从事

³ 包括境内注册的盈利法人要求、注册资本要求、风控制度要求、人员配备要求、无违法违规记录要求等。

的衍生产品业务包括远期、期货、掉期（互换）和期权在内，衍生产品还包括具有远期、期货、掉期（互换）和期权中一种或多种特征的混合金融工具。

其次，根据《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》的规定，银行业金融机构衍生产品交易业务按照交易目的分类，一类为套期保值类衍生产品交易，即银行业金融机构主动发起，为规避自有资产、负债的信用风险、市场风险或流动性风险而进行的衍生产品交易；第二类为非套期保值类衍生产品交易，即除套期保值类以外的衍生产品交易，包括由客户发起，银行业金融机构为满足客户需求提供的代客交易和银行业金融机构为对冲前述交易相关风险而进行的交易；银行业金融机构为承担做市义务持续提供市场买、卖双边价格，并按其报价与其他市场参与者进行的做市交易；以及银行业金融机构主动发起，运用自有资金，根据对市场走势的判断，以获利为目的进行的自营交易。

综上，目前原银监会对于银行参与“衍生品交易”行为进行了规制，包括银行自营交易和代客交易，并要求银行取得相关衍生品的交易资质。衍生品交易牌照的取得，由原银监会及其派出机构审核决定，通过该种方式从而控制商业银行参与商品互换交易的风险。

（二）介绍业务商

期货交易所的创新之一是设定了“介绍业务商”这类主体。我国目前有关法律法规、金融监管政策等并未对应有“介绍业务商”，相关衍生品自律管理规范中也未提到“介绍业务商”这一

概念。较为相近的是场外衍生品“经纪商”概念。根据《定义文件》第1.8条，“经纪商”是指“依法设立的代理客户进行商品衍生品交易并可收取一定手续费的中介组织”，一旦被认定为“经纪商”，从事场外证券经纪业务，则需按照证券业协会《场外证券业务备案管理办法》进行备案。

介绍业务商主要职能是为其介绍的交易商提供开户设立、变更结算商、注销账户等日常服务事项。在日常商品互换交易中，“介绍业务商”并不代理该交易商进行交易。因此，《业管办法》中已明确限定“介绍业务商”仅向交易所提供开户设立、变更结算商、注销账户等日常服务，而未提及包括“代理交易”的权限⁴，故与现有法律法规、监管政策性文件的规定不存在冲突。

（三）结算商

结算商的主要功能是代理客户与交易所进行结算，预计该类主体大部分会是商业银行担任。

《衍生品办法》（征）明确，衍生品交易场所组织开展的衍生品交易可以进行集中结算。⁵在商品互换业务中，上期所亦设置结算商以开展集中结算。代理结算商是在集中结算模式中代理二级交易商或选择代理结算服务的一级交易商，代交易商与交易所进行结算。除结算的角色外，银行还可能经交易所审核批准成为指定存管银行，还能如上文所述作为直接交易商进行交易。

在《衍生品办法》（征）中，衍生品结算机构是指期货结算机构等依法为衍生品交易提供集中结算服务的机构。如前所述，商品互换业务中结算商主要为商业银行，这需要明确商业银行是否可以作为结算商参与商品互换业务。根据《中

⁴ 《上海期货交易所商品互换业务管理办法》第二十八条。

⁵ 《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》第十三条第二款。

《中华人民共和国商业银行法》（以下简称《商业银行法》）第三条的规定，商业银行可以经营的业务包括办理国内外结算。从监管层面，需要从原银保监会和证监会体系分别讨论。从商业银行的经营范围来看，账户开户、资金存储、划转等均为正常业务范围，但代理结算特别是在衍生品交易中进行代理结算，不属于常规业务。从业务性质来看，作者认为有必要从商业银行主体监管和业务/行为监管角度探讨，即考虑原银监会与证监会双重监管等方面。

1. 原银监会层面的规制。

根据《商业银行法》第三条的规定，商业银行可以经营的业务包括办理国内外结算，但并未具体是否包括商品互换业务的结算业务。而根据《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》规定，依法设立的商业银行从事的衍生产品业务包括远期、期货、掉期（互换）和期权在内，衍生产品还包括具有远期、期货、掉期（互换）和期权中一种或多种特征的混合金融工具。除此之外，《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》《中资商业银行行政许可事项实施办法》等其他相关规定也涉及银行开办衍生产品交易业务的资格、交易资质、交易类型等方面，并未涉及交易产品的集中结算规制问题。

2. 证监会层面的规制。

银行参与互换业务的代理结算与交易，应考虑是否会受到证监会体系的相关规制。如前分析，从银行本身的业务结构来看，从事互换业务的代理结算及交易并无明显障碍。目前《期货和衍生品法》已将衍生品交易纳入调整范围，并专章规定衍生品交易的相关制度，并明确衍生品市场由国务院授权的部门或者国务院期货监督管理机构

按照职责分工实行监督管理。由此，作者认为，银行参与商品互换业务的资质及合规性要求，可能主要依据的是证监会层面的监管要求。

期货交易所的商品互换业务中，银行主要承担的角色包括代理结算、资金通道两块。首先，在集中结算模式中，交易商不会和交易所直接发生结算关系，而是自营/代理结算商通过账户关联，并遵循“交易所-结算商-交易商”的双层架构进行。此外，交易所的逐日盯市、实时监测、是否发出追保通知等事项，由代理结算商先行承担，再由交易商实际承担。故从责任主体和履行情况看，银行为交易商提供结算代理，最终的履约责任还是由交易商本身来承担的。最后，在作为履约担保的保证金的收取和扣划中，结算商通过收取由交易商所有的保证金存入交易所专用账户保证交易资金的足额划转；资金划转的手续费亦是从该保证金中进行扣除；出入金申请时，也是交易所经结算商申请将资金直接划转至结算商账户。结合上述履约代理的分析可以看出，结算商在代理交易商结算业务的同时，还为交易商提供了一个保证金和出入资金的通道。

3. 上海清算所类似业务已由银行参与代理清算。

对于利率互换业务，央行要求集中清算，浦发银行是上海清算所（银行间市场清算所股份有限公司）人民币利率互换集中清算业务首批5家综合清算会员之一。上海清算所集中清算机制每日提供逐笔交易估值，与浦发银行内部系统估值进行核对，有效避免头寸和交易利息可能出现不一致的情形。而浦发银行彼时实行的便是“前端交易+后端代理清算”一体化服务，即在前端交易中，浦发银行作为交易对手方或是做市商为客

户提供最优的市场报价；在后端代理清算中，第一时间将通过风控检验的客户建议纳入上海清算所中央对手方清算体系，并通知客户。

上海清算所已实施通过合约替代或其他具有法律约束力的安排，介入交易的对手方之间，成为卖方的买方和买方的卖方这一中央对手方集中清算的二级清算架构。从集中清算的实质内容来看，其实是将清算参与者在集中清算业务中的待结算资金、保证金、手续费等履约保障资产投入到清算交易中，用以防范清算风险，提高清算效率。而在清算参与中，同样采用了自营清算和代理清算两个概念。

故总体而言，商业银行从事代理清算和衍生品交易，作者认为属于银行应有的经营范围。但从监管层面，涉及原银保监会和证监会交叉领域，现有法律规定适用并不明确。需要强调的是，我国金融市场仍处在“创新加转轨”的发展阶段，金融监管部门不仅肩负着防范金融风险、维护金融稳定的职责，也面临着推动金融创新、促进金融体系健康持续发展的任务。作者认为互换业务的进行，银行如承担代理清算甚至是直接交易角色，应同时考虑监管沟通问题。

（四）市场参与者缔约风险

除了考察进行交易的“入门”资格外，交易主体双方还应均具备适格的条件，以确保具有缔约能力和履约能力。即，某些交易主体虽具有法律上的缔约能力，但因没有获得缔约权限，或缔约权限的审议、授权程序有瑕疵，使其缔结的契约不具有法律上的约束力，从而发生交易合约无效或撤销的法律风险，或可以称之为“对手风险”。

对此，目前期货交易所在《业管办法》中对市场参与主体规定，在获得交易所资格批准后，

应在规定时间内办理相关事项，包括但不限于：与交易所签订相关业务协议、缴纳相关业务保证金、在交易所指定存管银行开设相关业务账户、办理有关人员和印鉴授权手续等。同时，在相关的业务协议中，也对业务参与主体在各自账号下作出的行为视为参与主体的直接行为等进行了条款规定。

综上，从《业管办法》规定的市场参与者来看，交易商（一级、二级）、介绍业务商、结算商（自营 / 代理）、指定存管银行、信息服务机构等主体类型设置不具有明显法律障碍，同时亦采取了相应措施以保障缔约能力，控制对手风险。

五、商品互换业务所采取的风控措施

最后，就《期货和衍生品法》关于衍生品交易的规则来看，主要包括进行衍生品交易的履约保障、协议方式、从事衍生品交易发生约定情形时的净额结算和衍生品交易用于集中结算财产的优先性等问题。而在期货交易领域，结算机构、结算参与者收取的保证金、权利金等应当与其自有资金分开；保证金不足时的追保、自行平仓、强制平仓措施；交易参与者违约时运用保证金、结算担保金、风险准备金等资产的损失弥补顺序及后续追偿问题。

从目前期货交易所采取的集中结算模式来看，该模式发挥了交易所在风险管理的中枢作用，从而解决商品互换业务存在的市场风险。但与此同时，风险在交易所处集中，并不意味着风险的消解，此时还需要发挥交易所组织集中结算的另一功能，即风险的简化与再分配。为发挥这一作用，交易所通过保证金收取、净额管理、逐日盯市等方式对风险进行简化并在市场中进行分摊，从而降低风险对市场稳定的影响。

此外，针对结算商违约风险，期货交易所设置违约损失瀑布以实现风险控制。违约损失瀑布作为重要的风险控制措施，在消解商品互换市场风险过程中发挥着重要作用。根据 CPSS 与 IOSCO 联合发布的《金融市场基础设施原则》（以下简称“PFMI”）第 3.4.17 条规定，中央对手方清算模式中以违约清算会员保证金、违约清算会员担保基金、中央对手方清算所自有资金、未违约清算会员担保基金及中央对手方用于消解违约风险的其他资源的顺序构建违约损失瀑布。央行和证监会发布《关于实施〈金融市场基础设施原则〉有关事项的通知》，要求各清算中心应落实 PFMI 相关要求，而《业管办法》风险准备金处置顺序参照并符合相关要求。

期货交易所的风险管控措施，从协议交易角度均存在必要性，亦映射、对应了《期货和衍生品法》相关的规定。《业管办法》也对操纵市场、内幕交易、编造、传播虚假信息或者误导性信息等违法行为规制相对应的认定及处罚措施。通过以上措施，得以有效地控制业务风险。

可以预见，随着衍生品市场规模的扩大，衍生品市场监管法律框架、办法及规则的立体化发展，将会有利于解决之前的一些问题，包括监管标准不统一、功能监管缺位，监管规则效力层级较低、内容有待完善，监测监控体系缺乏协调、行政监管力量薄弱等。衍生品市场监管规则，在具体衍生品交易规则的体现和落地，将有利于促进衍生品市场健康发展，防范和化解金融风险。

（责任编辑：季铄人）

作者简介：

吴月琴，任职于华诚律师事务所。目前是上海律师协会互联网与信息技术法律专业委员会委员、中国法学会成员、华东政法大学互联网法治研究院兼职研究员，并担任 ITECHLAW 亚太委员会委员，吴律师入选“上海市涉外律师人才库”，是中共上海市金融工作委员会、上海市地方金融监督管理局特聘的法律专家库成员，中国（上海）自由贸易试验区管理委员会特聘的大宗商品专家顾问。

强制减仓制度的 由来、现状和发展趋势

上海期货交易所 王海洋 鲁晓

一、引言

强制减仓制度是境内期货市场经过多年实践探索、不断优化完善的一项特有的风险控制制度。强制减仓制度具体是指将强制减仓基准日闭市时以涨跌停板价申报的未成交平仓报单，以强制减仓基准日的涨跌停板价，与该合约净持仓盈利交易者按持仓比例自动撮合成交¹。强制减仓措施适用的前提是某一期期货合约出现了连续的同方向单边市²。根据《上海期货交易所风险控制管理办法》的规定，当某一期期货合约连续三个交易日出现同方向单边市的（以下简称三板），交易所可以根据市场情况，在第四个交易日采取宣布进入异常情况并实施强制减仓的风险控制措施。

强制减仓制度设计的初衷是为了给无法以涨跌停板价格成交的交易者提供平仓离场的机会。作为应对期货市场价格风险累积最有效的风险控制制度，强制减仓制度对于减少交易者损失，有

效化解市场风险有着“治本”的作用，是境内期货市场最为重要的风险控制制度之一。

二、强制减仓制度的由来

强制减仓制度始见于上海商品交易所 1996 年施行的《关于交易价格连续同方向涨（跌）停板的处理办法（试行）》，其规定：“连续三个交易日收盘价同方向达涨（跌）停板时，交易所可视市场风险情况调整第 4 个交易日涨跌停板幅度。第 4 个交易日仍然出现同方向的涨（跌）停板时，不得开新仓，自行减仓。若减仓未达规定比例，则强行平仓。”出台该办法的背景是当时期货市场发生了“胶合板 9607 事件”，上海商品交易所采取的强制性协议平仓措施很大程度上缓解了“胶合板 9607 事件”中多空双方急剧恶化的矛盾，有效遏制了市场风险³。除了“胶合板 9607 事件”之外，同期还发生了“日本住友商社事件”⁴。“日本住友商社事件”直接影响

¹ 详见自 2020 年 12 月 7 日起施行的《上海期货交易所风险控制管理办法》第十八条。

² 详见自 2021 年 7 月 20 日起施行的《上海期货交易所交易规则》第一百零三条。单边市是指涨（跌）停板单边无连续报价，即某一期期货合约在某一交易日收盘前 5 分钟内出现只有停板价位的买入（卖出）申报、没有停板价位的卖出（买入）申报，或者一旦出现卖出（买入）申报即成交、但未打开停板价位，且最新价与涨（跌）停板价格一致的情况。

³ 1996 年 6 月 13 日，胶合板 9607 合约在临近交割期时，由于空头持仓巨大且相当集中，因此被多头逼仓，导致多个交易日出现无量涨停。面对买方套保者及多头投机势力的双重夹击，一时间，空头趋于崩溃，忙于斩仓，多头当仁不让，胶合板 9607 合约于 6 月 7 日探底至 38.40 元/张后迅速被多头推上停板 40.80 元/张，此后连续三天无量涨停，空头连砍仓的机会都没有，市场风险骤增。胶合板合约集中度高且持仓巨大，空头持仓主要集中在少数会员，单边最高持仓达 59 万余手。最终，上海商品交易所出面实施强制性协议平仓，提前摘牌，且不实施实物交割，空头以 44.20 元/张，多头以 45.00 元/张的价格平仓，上海商品交易所也动用了风险金弥补资金缺口。

⁴ 1996 年 6 月 14 日，被称为全球最大的铜产品经营商和出口商的日本住友商社宣布其亏损达 18 亿美元，引起国际铜市的极大动荡，铜期货价格大幅跳水。

了上海金属交易所铜期货合约价格。上海金属交易所于1997年6月出台实施《关于交易价格连续同方向涨（跌）停板的实施细则》。该实施细则对涨跌停板单边无连续报价进行了定义，并对平仓分配原则以及具体操作方法进行了完善，强制减仓制度的雏形初步形成。

当时，强制减仓制度也得到了中国证监会的高度评价，认为其内容比较合理，具有可操作性，有利于降低市场风险。

三、强制减仓制度的优化

1. 强制减仓制度的内容完善。

1999年，三家交易所合并组建后的上海期货交易所吸收继承了强制减仓制度，并在化解市场风险过程中不断优化该项制度。

2000年5月份施行的《上海期货交易所风险控制管理办法》基本沿用了1997年上海金属交易所《关于交易价格连续同方向涨（跌）停板的实施细则》中关于强制减仓的规定，将涨跌停板单边无连续报价的判断时间确定为某一交易日收盘前5分钟内，并优化平仓数量的分配原则方法，把投机客户的单位净持仓盈利划分为6%以上、3%至6%、3%以下，保值客户的单位净持仓盈利划分为6%以上。现行强制减仓制度实施参数基本定型。

2001年5月1日施行的《上海期货交易所风险控制管理办法》完善了平仓数量尾数的处理

方法：原四舍五入的方法在实际操作中不可行，将平仓数量尾数的处理方法修订为“首先对每个投资者编码所分配到的平仓数量的整数部分分配后再按照小数部分由大到小的顺序进行排序，然后按照该排序的顺序进行分配，每个投资者编码1手；对于小数部分相同的投资者，如果分配数量不足，则随机进行分配”。该修订内容进一步细化了强制减仓时对于持仓的处理。

2002年12月27日发布的《上海期货交易所风险控制管理办法》根据天然橡胶品种的特性以及市场供需结构，单独规定天然橡胶合约发生三板时调整保证金和涨跌停板幅度参数、强制减仓净持仓亏损和盈利的比例，增加限制出金等风险控制措施。其中，增加D4交易日⁵暂停交易一天的规定最值得关注，该规定既给予市场一定的冷静期，又留与交易所决策的时间和空间，沿用至今。

2003年9月1日施行的《上海期货交易所风险控制管理办法》修改铜、铝、天然橡胶合约出现三板的处理方式，将三个品种合约三板后风险控制措施统一至天然橡胶三板后风险控制措施。至此，天然橡胶三板后的风险控制措施成为主流模式⁶。

2005年1月18日施行的《上海期货交易所风险控制管理办法》增加规定D3或者D4为最后交易日的，出现三板的合约可以不暂停交易一

⁵ 详见自2002年12月27日发布的《上海期货交易所风险控制管理办法》第十三条规定：“当某期货合约在某一交易日（该交易日记为D1交易日，以下几个交易日分别记为D2、D3、D4、D5、D6交易日）出现单边市，……”。

⁶ 详见自2003年9月1日起施行的《上海期货交易所风险控制管理办法》第十四条规定：“若D3交易日未出现单边市，即：铜、铝期货合约的涨跌幅度未达到5%，天然橡胶期货合约的涨跌幅度未达到6%，则D4交易日涨跌停板、交易保证金比例恢复到正常水平。若D3交易日出现反方向单边市，则视作新一轮单边市开始，该日即视为D1交易日，下一日交易保证金和涨跌停板参照本办法第十二条规定执行。若D3交易日期货合约出现同方向单边市（即连续三天达到涨跌停板），则当日收盘结算时，该铜、铝期货合约按8%收取交易保证金，收取比例已高于8%的按原比例收取；该天然橡胶期货合约按9%收取交易保证金，收取比例已高于9%的按原比例收取，并且交易所可以对部分或全部会员暂停出金。D4交易日该铜、铝、天然橡胶期货合约暂停交易一天。交易所在D4交易日根据市场情况决定对该铜、铝、天然橡胶期货合约实施下列两种措施中的任意一种……”。

天，按照规定进入交割⁷。

2008年10月，由于美国次贷危机造成国际金融市场动荡不安，国内外金价走势不明且波动加大，上海期货交易所黄金 Au0908 合约出现连续三天跌停板。2008年10月27日，上海期货交易所宣布对连续三日跌停的黄金 Au0908 合约实行强制减仓，这一事件在当时引发了市场各界的高度关注，也标志着强制减仓制度在实践中逐渐走向成熟。

此后的数十年，上海期货交易所根据市场发展不断优化完善强制减仓制度。2020年初，新冠肺炎疫情暴发，国际市场上原油期货价格出现负价格，面对复杂多变的境内外市场环境，为妥善化解市场风险，上海期货交易所于同年4月27日修订施行《上海期货交易所风险控制管理办法》，统一连续单边市时上市合约涨跌停板幅度、保证金的调整比例，将D4必须暂停一天的风险控制措施修改为可以选择暂停交易一天或者采取继续交易的风险控制措施。上述优化为交易所应对市场极端风险提供更加灵活的风险控制措施。

2. 强制减仓制度的模式选择。

在强制减仓制度演变过程中，境内期货市场关于强制减仓制度的模式也从早期的强制模式逐步发展为现在的选择性模式。强制模式是指交易所对于出现三板的合约必然采取强制减仓措施，选择性模式是指交易所对于出现三板的合约可以选择采取扩大涨跌停板幅度继续交易、暂停交易

或者采取强制减仓等措施。强制模式的优势十分明显，即规则适用确定性强、预期明确，且交易所及早介入可以迅速化解市场风险。但是经过多次实践，强制模式的弊端也逐渐显现，客观上体现为相对确定的风险控制措施难以精准有效地应对复杂的市场走势，缺少对风险场景的个性化关注，在极端反转的行情下，确定性措施的有效性可能大打折扣，且相对确定的措施在一定程度上容易被市场利用。

历经数次市场风险的检验之后，上海期货交易所、大连商品交易所等境内商品交易场所先后完善强制减仓制度模式，最终采取强制减仓制度的选择性模式。选择性模式赋予期货交易场所及时根据市场行情采取更加灵活、更加丰富的风险控制措施有效化解市场风险，已经成为境内期货市场的主流模式。

四、强制减仓制度的现状

1. 强制减仓制度的相关规定。

经过多年实践探索和经验积累，境内期货市场已经形成了关于强制减仓的一整套法律法规和规则体系。

《中华人民共和国期货和衍生品法》第八十七条规定：“期货交易所应当加强对期货交易的风险监测，出现异常情况的，期货交易所可以依照业务规则，单独或者会同期货结算机构采取下列紧急措施，并立即报告国务院期货监督管理机构：……（七）其他紧急措施。”这一规定为期货交易所实施强制减仓提供了法律依据。

⁷ 详见自2005年1月18日起施行的《上海期货交易所风险控制管理办法》第十四条规定：“……当D3交易日期货合约出现同方向单边市（即连续三天达到涨跌停板）时，若D3交易日是该合约的最后交易日，则该合约直接进入交割；若D4交易日是该合约的最后交易日，则D4交易日该合约按D3交易日的涨跌停板和保证金水平继续交易；除上述两种情况之外，D4交易日该合约暂停交易一天。交易所在D4交易日根据市场情况决定对该铜、铝、天然橡胶、燃料油期货合约实施下列两种措施中的任意一种……”。

《期货交易所管理办法》第八十五条规定：“期货价格出现同方向连续涨跌停板的，期货交易所可以采用调整涨跌停板幅度、提高交易保证金标准及按一定原则减仓等措施化解风险”。

《上海期货交易所交易规则》第六十条规定：“交易所实行强制减仓制度。期货交易出现同方向连续单边市等可能引发市场发生重大风险状况的情形，交易所可以采取强制减仓措施。”

《上海期货交易所风险控制管理办法》⁸第

十八条规定：“交易所宣布进入异常情况并采取强制减仓措施的，应当同时明确强制减仓基准日和采取强制减仓的相关合约。强制减仓基准日为最近一次出现单边市并应用强制减仓紧急措施的交易日。交易所在采取强制减仓紧急措施时，将强制减仓基准日闭市时以涨跌停板价申报的未成交平仓报单，以强制减仓基准日的涨跌停板价，与该合约净持仓盈利客户（或者非期货公司会员，下同）按持仓比例自动撮合成交……”（图 1）

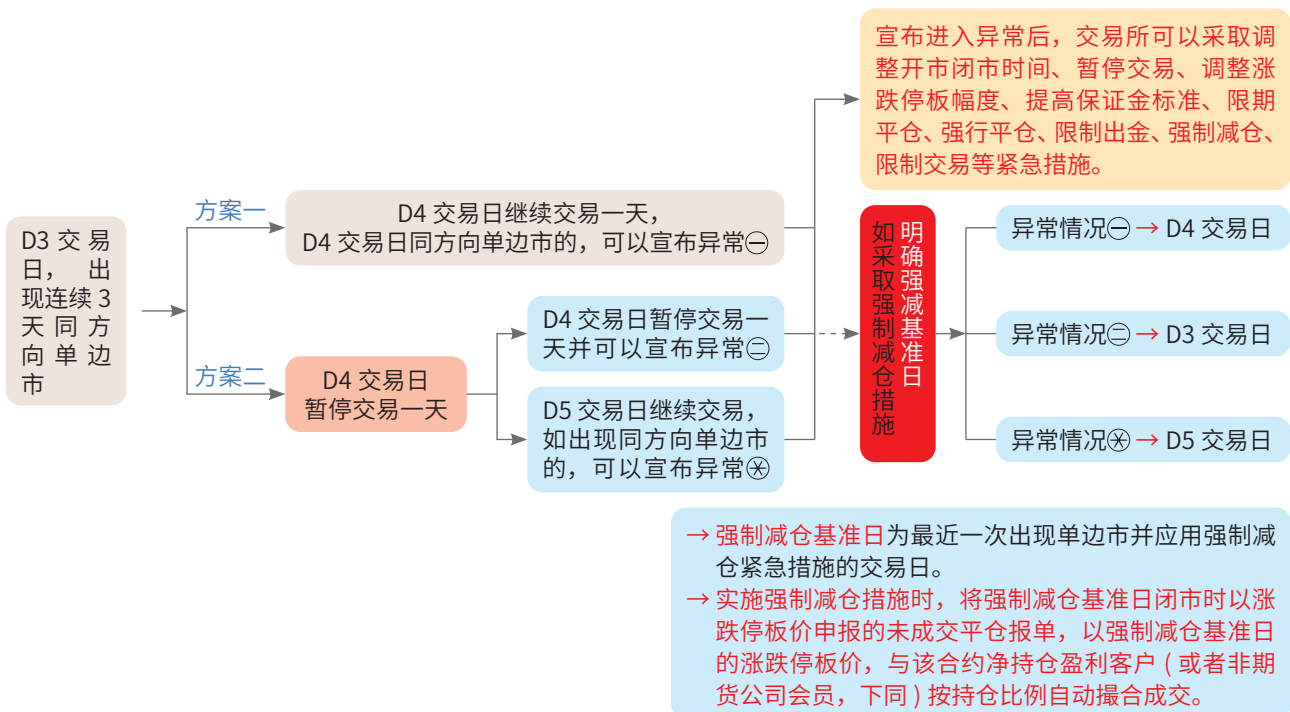


图 1：上海期货交易所三板后风险控制措施示意图

作为境内期货市场的一项特有制度，强制减仓也为境外期货交易场所借鉴。伦敦金属交易所（London Metal Exchange, LME）在其交易规则中规定，在市场异常情况处置时，LME 特

别委员会可以要求会员采取以下措施：卖出客户合约的头寸、减少净头寸、推迟或削减制定合约的交易等。这一表述虽未采用强制减仓的名称，但已十分接近强制减仓的核心。该制度也在化解

⁸ 详见自 2020 年 12 月 7 日起实施的《上海期货交易所风险控制管理办法》。

2022年3月份LME镍期货合约暴涨风险事件中发挥了重要作用，再次证明该项制度的实践价值。

2. 强制减仓制度的实践。

如前所述，在2008年10月份黄金期货的下跌行情中，上海期货交易所根据当时市场环境及时采取强制减仓措施，迅速有效处置风险，以时间换取化解风险的空间，通过采取强制减仓措施解决市场流动性不足的难题。

2022年3月份，时隔十四年之久，在沪镍风险处置中，当年3月7日、8日，LME镍主力合约相对于3月4日累计涨幅达到174.63%，为2007年6月以来最高水平，3月8日交易被取消。沪镍7个合约也在3月7日、8日、9日三天连续达到同方向单边市，3月10日，沪镍7个合约暂停交易一天。3月9日夜盘开市后，沪镍继续交易的5个合约最终因市场多种因素叠加出现大幅下跌，上海期货交易所于3月11日恢复沪镍7个合约的交易。至3月14日，沪镍合约止跌企稳。在此过程中，强制减仓措施虽然“箭在弦上”，却“引而未发”。上海期货交易所灵活丰富的三板风险控制措施有效应对了3月份境内镍期货市场瞬息万变的风险场景，是成功化解极端行情风险的经典事例。

五、强制减仓制度的发展趋势

强制减仓制度作为最佳国际实践，是富有远见的期货市场前辈们打下的良好制度根基。纵观境内外期货交易场所应对风险事件的实践措施和制度创新，在尊重“三公原则”的基础上，平衡确定性和灵活性，保留灵活的、可选择的风险控

制措施已成为期货交易场所应对风险事件的普遍共识。强制减仓制度作为终极的风险处置措施，需要结合事发时市场风险环境以及行情走势，综合权衡利弊，配合其他风险处置措施审慎实施。当前，应对新常态下不确定的市场风险，为打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的期货市场，重新审视强制减仓制度，其仍然存在完善的空间：

一是在前端方面，需要对如何触发强制减仓的条件，即单边市的界定进行审视完善。境内期货交易场所对单边市的界定从字面理解基本一致，但是对于是否必须成交的认定存在差异⁹。此外，期权合约是否应当纳入也需要权衡。基础性制度供给的一致性可以给予市场参与者充分的预期。

二是在中端方面，在具体实施强制减仓的过程中，需要综合考虑风险释放速度如何尽可能赶上风险集聚速度，套期保值、套利等特殊交易者的对待、锁仓头寸处理的细化和明确、按比例撮合与特定手数整倍数、自然人退出时间节点等问题的协调。细节往往决定市场风险处置的成败。

三是在后端方面，采取强制减仓措施实施后，仍需统筹与“异常情况处置”风险准备金等制度做好衔接。妥善化解市场风险需要全面的、系统的风险控制制度。

（责任编辑：林帆）

作者简介：

王海洋、鲁晓，均就职于上海期货交易所法律事务部。

⁹ 据2008年10月14日《第一财经日报》中《极端状态下交易规则遭遇异解读》报导，尽管当天没有任何成交，某交易者持有的塑料0810合约1手空单持仓仍在10月10日以11470元/吨的价位平仓。据大商所上述品种负责人介绍，10月8日至10日的三个交易日内，虽然塑料0810合约没有成交，不过该合约多头在这三个交易日内均在跌停板位置上挂单平仓，因此该合约满足连续三个交易日出现同方向涨（跌）停板单边无连续报价的情况，交易所从而对该合约进行了强制平仓。

《期货和衍生品法》下 我国商品场外衍生品中央对手方 分级清算模式与法律关系研究

上海期货交易所 李泽海 陈永

一、引言

2022年4月20日,《中华人民共和国期货和衍生品法》(以下简称《期货和衍生品法》)正式发布,并于2022年8月1日起正式实施,这是我国期货市场和场外衍生品市场的第一部基础性法律。

对于我国的场外衍生品市场而言,《期货和衍生品法》的发布和实施,不仅为国内场外衍生品交易的单一主协议和净额结算提供了法律保障。同时,也为场外衍生品市场的规范发展以及中央对手方集中清算提供了法律基础。

我国场外衍生品市场最早可以追溯到1997年,央行允许中国银行作为首家试点办理远期结售汇业务。2005年央行在银行间债券市场正式推出债券远期交易,2006年启动人民币利率互换交易试点。我国商品场外衍生品交易自2013年起步,主要是证券公司、期货公司风险管理子公司作为交易商,为企业提供风险管理服务。近几年商品场外衍生品市场规模增长迅速,2017年商品类场外衍生品名义本金为3094亿,2022年增长至1.58万亿。

在国内版主协议出台前,场外衍生品

交易主要是使用国际掉期与衍生工具协会(International Swaps and Derivatives Association, ISDA)发布的主协议。为适应国内市场的发展需要,2009年经央行批准,中国银行间市场交易商协会发布了《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》(NAFMII主协议),主要用于银行间的场外衍生品交易。2013年证券业协会发布《中国证券市场金融衍生品交易主协议》,标志着证券公司场外金融衍生品业务启动。2014年,中国证券业协会、中国期货业协会、中国证券投资基金业协会联合制定并发布了《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议(2014年版)》(SAC协议)。

2008年金融危机发生后,各国政府和国际组织针对衍生品出台了一系列金融改革措施,如二十国集团(G20)在2009年匹兹堡峰会上提出的场外衍生品改革措施:一是所有标准化的场外衍生品合约都应该在交易所或电子交易平台交易;二是所有标准化的场外衍生品合约都应该通过中央对手方进行清算;三是场外衍生品合约应当向交易报告库报送;四是提高非集中清算的场外衍生品的保证金要求。

G20 匹兹堡峰会后，美国于 2010 年 7 月出台《多德 - 弗兰克法案》，对衍生品交易进行多项改革，其中重要的一点是建立互换执行设施 (SEF) 这一新的市场组织类别，其核心在于加强对场外市场的监管，将场外互换交易引入场内。欧盟发布了《欧洲市场基础设施监管规则》(European Market Infrastructure Regulation, EMIR)、《金融工具市场指令》修订案 (MiFID II) 等新的监管规则，定义了场外衍生品，并将产品标准化程度作为欧洲证券和市场管理局 (ESMA) 决定对场外衍生品适用集中清算的依据。

我国商品场外衍生品市场经历了近 10 年的发展。市场规模增长的同时，由于缺少法律基础和监管主体，不可避免地出现过度授信、过度投机等问题，也发生了中拓系场外期权违约等风险事件。加强场外衍生品市场管理，降低市场主体信用风险对市场的冲击，已经成为亟须解决的重要问题。

目前，国内关于中央对手方结算的研究主要是期货市场和银行间市场的研究。有学者建议以债权债务概括转让作为理论基础，采取制度组合和明确概念相结合的方式在立法中建立中央对手方制度。从已经实施的《期货和衍生品法》相关规定来看，已经明确期货结算机构作为中央对手方，是结算参与人共同对手方，进行净额结算，为期货交易提供集中履约保障。有专家指出中央对手清算的合约替代是其最重要的法律特征，建议通过立法来明确合约替换 (novation) 制度的法律地位。

《期货和衍生品法》实施后，中国证监会在 2023 年 3 月《衍生品交易监督管理办法 (征求

意见稿)》面向社会征求意见。其中，对衍生品交易主体提出了应符合证券期货市场专业投资者的要求，证券公司及其子公司、期货公司及其子公司等被归类于衍生品经营机构。对于衍生品经营机构的具体业务范围以及与衍生品交易场所或衍生品结算机构的关系，该办法没有进一步规定，还需要市场在实践中探索。本文将针对场外衍生品中央对手方集中清算中的清算参与者和清算机构的法律关系进行研究，进一步提出适应我国商品场外衍生品市场的中央对手方分级清算的制度建议。

二、国际市场场外衍生品中央对手方清算模式及法律关系分析

国际市场上，场外衍生品交易通过中央对手方进行集中清算时，清算参与人与中央对手方的关系可以分为代理人模式和当事人模式。

(一) 代理人模式

代理人模式 (Agency model) 主要用于美国的期货市场。美国商品期货交易委员会 (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) 规定场外衍生品也采用这种模式。在代理人模式下 (图 1)，客户与清算会员签订期货与期权协议和清算补充协议 (FIA-ISDA Cleared Derivatives Addendum)，期货与期权协议约定双方的代理关系，补充协议对场外衍生品的抵押品管理、平仓 (Liquidation) 规则等进行了规范。委托清算会员代理其将约定的衍生品交易提交给清算机构参与中央对手方清算业务。在该交易被中央对手方清算机构接受后，清算机构将对该交易进行合约替换。合约替换完成后，清算机构与买卖双方的清算会员之间形成两笔新的合约。对于自营清算会员，清算机构成为该自营清

算会员的对手方。对于代理客户交易的清算会员，客户是新合约的当事人，清算会员以客户的代理人身份参与清算。按照美国代理法规定，这种关系属于商业代理（Mercantile Agent）范畴。清

算会员对客户场外衍生品交易的履约行为向中央对手方做出担保，客户违约时由清算会员承担违约责任。

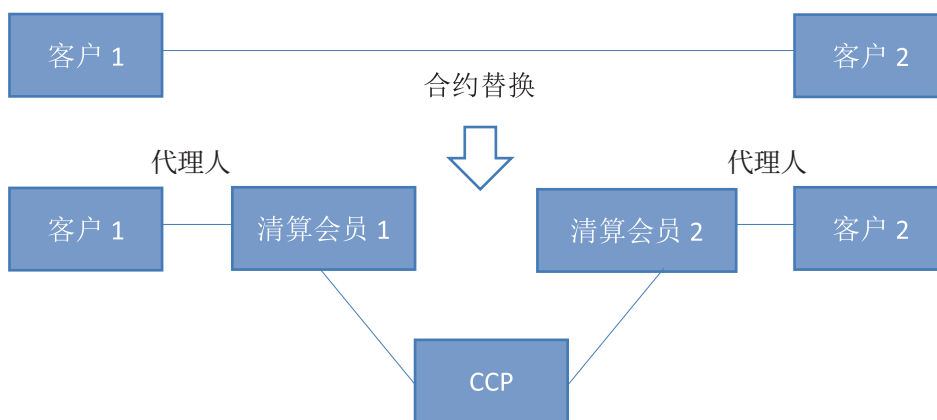


图 1：代理人模式清算结构

（二）当事人模式

在美国以外的市场，特别是欧洲市场，场外衍生品实行的是当事人模式（Principal to principal model）。在该模式下（图 2），客

户需要先将交易提交给清算会员，清算会员通过合约替换成为客户的对手方，清算会员再将该笔交易提交中央对手方清算，中央对手方清算机构再通过合约替换成为该笔交易中清算会员的对手

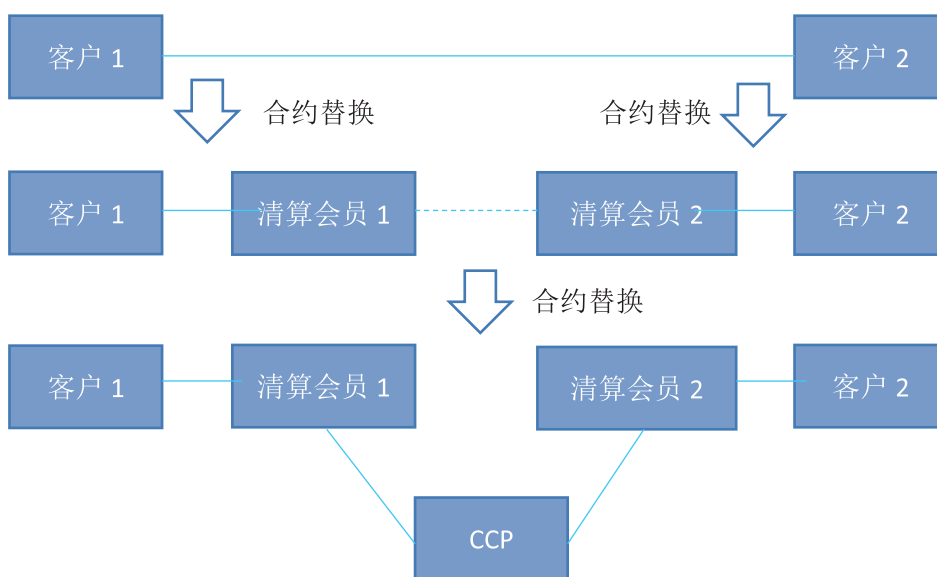


图 2：当事人模式清算结构

方，此时中央对手方清算机构面临的对手方违约风险就转变为清算会员的违约风险，这与代理人模式存在差异。非清算会员参与中央对手方清算业务前，需要与清算会员签订场外衍生品清算补充协议（如 FOA/ISDA Clearing Addendum）。

（三）伦敦清算所（LCH）的清算会员结构与清算模式

1. 伦敦清算所的清算会员结构。

伦敦清算所集团包括英国注册的 LCH Ltd 清算所和法国注册的 LCH SA 清算所，LCH Ltd 清算所包括 SwapClear、ForexClear、RepoClear Ltd、EquityClear Ltd 四个产品平台和场内利率产品清算业务，截至 2023 年 5 月，LCH Ltd 有 184 家清算会员。LCH SA 清算所提供 CDS Clear、RepoClear SA、EquityClear SA 和 CommodityClear SA 四个产品平台，截至 2023 年 5 月，LCH SA 有 135 家清算会员。

其中，与互换相关的 SwapClear 有 110 家清算会员，包括法国巴黎银行 BNP、澳新银行 ANZ、中银香港、巴克莱等银行以及摩根士丹利等金融公司。

2. LCH 清算会员的当事人模式。

根据监管要求，LCH SA 的清算会员在为客户提供场外衍生品中央对手方清算服务前，应当与客户签订场外衍生品主协议（如 ISDA）、清算协议（如 ISDA Clearing Addendum）和抵押品协议（ISDA Credit Support Annex）等文件。LCH Ltd 的规则要求清算会员与客户签订协议时应当以当事人模式提供场外交易市场清算服务，不能以代理人模式开展业务。

在客户的一笔交易提交清算后，买方客户和其清算会员（作为卖方）之间会生成一笔内容相同的交易（CM-Client Trade），在卖方客户和其清算会员（作为买方）之间也会生成一笔内容相同的交易。同时，还会生成两笔新的清算交易（CM-CCP Trade），买卖双方委托的清算会员分别与中央对手方成为这两笔清算交易的对手方。由此可见，LCH 采用的是当事人模式。LCH 的规则中也作了相应的规定，场外衍生品合约一旦提交清算所并完成合约替换后，清算所会成为新合约的买方清算会员的卖方，成为新合约卖方清算会员的买方。

（四）芝加哥商品交易所（CME）的清算会员结构与清算模式

1. CME 场外清算会员概况。

CME ClearPort 是为场外市场提供清算服务的平台，提供超过 1800 多种合约的清算服务。截至 2023 年 5 月，CME 场外清算有 28 家清算会员，包括蒙特利尔银行、法国巴黎银行 BNP，以及巴克莱资本、高盛、J.P. Morgan、UBS 证券等。

2. CME 场外清算会员的代理人关系。

根据 CME 规定，场外清算会员参与清算时，对于子公司专用账户的交易充当担保代理人¹，对于授权客户的交易则充当代理人。原始交易被合约替代后，生成两笔方向相反的场外交易，一笔交易由清算机构作为原买方客户的卖方，另一笔反向交易由清算机构作为原卖方客户的买方。

¹ 美国代理法规定，担保代理人在委托人不能履约时，承担履约支付的责任。

三、我国场外衍生品中央对手方清算机制的法律基础

国际清算银行将中央对手方的功能总结为三个方面：一是对衍生产品的标准化，简化操作流程，增加市场流动性；二是改变对手方信用关系，消除信用差异；三是建立了损失共担机制，降低对手方违约风险。其中的改变对手方信用关系，所涉及的就是合约替换后改变了原合同对手方的法律关系。合约替换作为中央对手方清算机制的核心，将原始的衍生品交易分成两笔交易，中央对手方介入新的两笔交易，成为原始交易卖方的买方，以及原始交易买方的卖方。

从法律关系分析，合约替换的本质是合同权利义务的概括转移。《中华人民共和国民法典》（以下简称《民法典》）第五百五十五条规定：“当事人一方经对方同意，可以将自己在合同中的权利和义务一并转让给第三人”。这条规定可以视为合同权利义务概括转移的法律基础。《民法典》第五百五十六条规定：“合同的权利和义务一并转让的，适用债权转让、债务转移的有关规定”。

《民法典》中与债权、债务转移的规定分别是第五百四十六条和第五百五十一条。第五百四十六条规定：“债权人转让债权，未通知债务人的，该转让对债务人不发生效力”；第五百五十一条规定：“债务人将债务的全部或者部分转移给第三人的，应当经债权人同意”。因此，中央对手方清算机构在制度设计时，应当充分考虑上述法律规定，在相应的规则和协议中做出相应的安排，约定中央对手方和原始合同交易双方认可合约替换过程。经过合约替换，中央对手方成立两份新

合同，新合同内容与原始合同内容相同，仅变更了合同主体，债务全部转移完成后，原始合同的债务关系消灭。中央对手方介入这两份新的衍生品合同以后，承担了对原始合同买卖双方的履约或要求对方履约的责任。

《期货和衍生品法》的第九十三条规定：“期货结算²机构作为中央对手方，是结算参与人共同对手方”。虽然没有明确合约替换过程，但可以理解为期货交易达成后，期货结算机构成为空头（卖出）持仓结算参与人的对手方，同时也成多头（买入）持仓的结算参与人的对手方，可以理解为事实上实现了原始期货交易的合约替换，这里还隐含着期货合约的对手方是结算参与人。

对于期货交易，《期货和衍生品法》第六十六条规定：“期货经营机构接受交易者委托为其进行期货交易，应当签订书面委托合同，以自己的名义为交易者进行期货交易，交易结果由交易者承担”。根据《民法典》第二十五章的行纪合同的规定，期货经营机构与交易者的关系属于典型的行纪关系。

对于场外衍生品交易，《期货和衍生品法》仅在三十七条规定“衍生品交易，由国务院授权的部门或者国务院期货监督管理机构批准的结算机构作为中央对手方进行集中结算的，可以依法进行终止净额结算”。但是，对于结算机构与结算参与人的关系，以及结算参与人与衍生品交易者之间的关系，有待衍生品交易场所和衍生品结算机构在实践中探索，并在规则中明确。

² 境外市场和上海清算所使用清算概括表示清算（clearing）和结算（settlement）两个环节，我国期货市场使用结算表示这两个环节。本文沿用清算用法，但对于《期货和衍生品法》的规定保留原文表述。

四、我国商品场外衍生品市场中央对手方分级清算路径分析

《期货和衍生品法》第三十一条规定：“金融机构开展衍生品交易业务，应当依法经过批准或者核准”。对于其中提到的“开展衍生品交易业务”，我们认为主要包括自营交易业务、经纪业务和清算业务。

由于《期货和衍生品法》中对场外衍生品的经纪机构没有给出明确的定义，对于采用分级清算的场外衍生品中央对手方清算机构与清算会员的关系以及清算会员与客户之间的关系是否适用期货市场的行纪关系，还是可以借鉴境外的代理人模式或当事人模式，本文逐一进行分析。

（一）自营交易的清算业务

对于衍生品自营交易的清算，银行、券商和期货公司（子公司）的监管部门都已经发布了相应的资格管理规定和监管规定。从证监会发布的《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》的起草说明的第十条关于新老划断安排的解释来看，已经获得衍生品自营资格的券商和期货公司子公司，符合规定条件的，可以继续开展业务并向中国证监会申请换领许可证。

对于以清算会员身份参与自营交易清算业务的机构，显然是以当事人身份参与中央对手方清算。对于以客户身份参与中央对手方清算的机构，则应当按照中央对手方清算机构的规定，与清算会员签订相应的委托合同。

（二）期货市场行纪关系的适用性分析

从我国场外衍生品市场的实际情况来看，线下有一些撮合公司为上下游客户的交易需求进行配对并撮合买卖双方达成交易，撮合公司从中收取一定比例的手续费，交易结果仍由买卖双方自

行承担。这种方式与期货公司的经纪业务存在较大差异，并不属于《民法典》中的行纪合同关系。从实际行为来看，场外衍生品的线下撮合业务属于中介合同关系。

《期货和衍生品法》虽然没有对场外衍生品交易的中央对手方集中清算参与者之间的法律关系做出明确规定。但是第九十三条中规定：“期货结算机构作为中央对手方，是结算参与人共同对手方，进行净额清算，为期货交易提供集中履约保障”，这种表述方式更接近当事人模式。但是，根据第六十六条：“期货经营机构接受交易者委托为其进行期货交易，应当签订书面委托合同，以自己的名义为交易者进行期货交易，交易结果由交易者承担”。此处规定又与隐名代理接近。因此，只能从行纪合同来解释客户授权期货经营机构参与期货交易的法律关系。对于场外衍生品市场，《期货和衍生品法》没有明确是否适用行纪关系。但从期货市场的发展经验来看，期货保证金监控机制和系统的建立，确保了期货市场客户的资金安全，是我国期货市场实践发展经验的结晶，也是我国期货市场健康、高速发展的重要基础设施。衍生品市场借鉴期货市场的行纪关系模式是一种可行的路径，但是由于衍生品市场的发展时间短，推行行纪关系模式还需要解决一些基础性问题：

一是衍生品客户资金的安全存管。场外衍生品结算会员以自身名义参与衍生品的交易和结算业务，委托其进行交易和结算的客户需要向其交纳约定标准的资金，如何确保客户资金的安全是需要解决的首要问题。可以借鉴期货市场经验或者证券市场经验，建立客户资金监控系统或安全存管系统；

二是需要解决期货经营机构的场外衍生品经营资质，对于衍生品行纪关系需要给出相应的规定；

三是需要解决期货结算机构和期货经营机构的场外衍生品市场与期货市场的交易、资金和风险隔离等问题；

四是支持商业银行参与证券期货市场的场外衍生品经纪业务和代理清算业务。

（三）代理人模式在我国商品衍生品集中清算业务的适用性分析

1. 上海清算所的代理人清算模式分析。

上海清算所是央行认可的场外衍生品合格中央对手方清算服务机构，产品涵盖债券、利率、外汇、信用及大宗商品等五类产品。上海清算所大宗商品衍生品有综合清算会员7家，可以为非清算会员提供代理清算服务。

上海清算所的清算规则对中央对手方集中清算的合约替代过程进行了定义。合约替换后，上海清算所成为原交易对手方的新的卖方和新的买方。从该规定来看，上海清算所与非清算会员在衍生品合约的交易层面是直接的合同当事人。因此，从交易环节来看，综合清算会员如果代替非清算会员进行衍生品交易登记，就形成了直接代理的显名代理。

但是，上海清算所的清算规则同时规定实行分级清算，即上海清算所对清算会员进行清算，综合清算会员对代理的非清算会员进行清算。同时，综合清算会员对已代理确认的交易保证履约，当非清算会员未及时履行集中清算相关义务时，综合清算会员不得以非清算会员违约为由解除其对上海清算所的义务，或作为对上海清算所要求其履约进行抗辩的理由。这种清算关系属于《民

法典》第九百二十五条的隐名代理还是《民法典》第九百二十六条的间接代理尚不明确。无论如何，上海清算所的清算方式属于代理人模式是毋庸置疑的。

2. 代理人模式下衍生品市场参与者的法律关系分析。可以根据市场参与者的身份，分两种情况进行讨论：第一种情况，交易会员（非自营）不是清算会员，交易会员接受客户委托办理开户、交易等事宜，交易会员委托代理清算会员办理清算业务。第二种情况，交易会员（非自营）同时也是代理清算会员，可以接受客户委托，办理开户、交易、清算等事宜。

第一种情况：代理人模式下的客户交易达成后，通过合约替换，衍生品清算机构与客户成为交易合同的当事人，此时交易会员与客户是直接代理。进入清算环节后，受托的清算会员以自己名义与清算会员办理清算业务，但实际上是为交易会员代理的每一笔交易提供保证金交纳和盈亏划付等资金清算。如果当事人（客户）未按要求履约，清算会员应代为履约。从实际业务关系分析，交易会员与第三人签订委托合同时，存在两种关系：一种是以客户名义签订委托清算合同的直接代理；第二种是以交易会员名义签订委托合同，但由于交易会员不能接受客户资金，只能由客户向清算会员交纳保证金，这就形成一种隐名代理。

在清算机构与清算会员、交易会员和客户之间，清算机构与客户是合同当事人，但是由于分级清算关系，清算机构只与清算会员之间办理保证金收付和盈亏划转，清算会员与客户进行保证金收付和盈亏划转，清算会员为客户的交易提供履约担保。显然，清算环节的这种模式更接近隐

名代理。

第二种情况：客户与代理清算会员签订合同，委托会员办理交易和清算业务。交易环节中需要区分是以谁的名义进行交易。如果以代理清算会员的名义报单成交后的交易当事人是客户，则形成隐名代理；如果以客户名义报单成交且成交后的交易当事人是客户，则是直接代理。在清算层面，合约替换后，清算机构与客户是合同当事人，但是由于分级清算关系，清算机构只与清算会员之间办理保证金收付和盈亏划转，清算会员与客户进行保证金收付和盈亏划转，清算会员为客户的交易提供履约担保，清算环节的模式更接近隐名代理。

目前，多家商业银行已经具备上海清算所的综合会员资格并开展了业务。根据《期货和衍生品法》第三十一条的规定，商业银行参与代理人模式的中央对手方清算业务实际上不存在制度和法律上的障碍。

（四）当事人模式的适用性分析

1. 当事人模式下衍生品市场参与者的法律关系分析。

参考代理人模式的分析，可以根据市场参与者的身份，分两种情况进行讨论：第一种情况，交易会员（非自营）不是清算会员；第二种情况，交易会员（非自营）同时也是代理清算会员。

第一种情况：交易会员不是清算会员。客户与交易会员签订委托合同，客户仍然是交易的当事人，没有改变初始交易的当事人，这里仍然是直接代理。从境外的做法来看，交易会员与清算会员签订委托合同，客户需要与清算会员签订ISDA补充协议，每笔交易达成或登记后，清算会员成为交易的当事人，然后再由清算会员与清

算所生成同样一笔反向交易，此时清算机构和清算会员是交易的当事人。

第二种情况：交易会员是清算会员。境外做法是客户与清算会员签订ISDA补充协议，每笔交易达成或登记后，通过合约替换，清算会员成为交易的当事人，然后再由清算会员与清算机构生成同样一笔反向交易，此时清算机构和清算会员是交易的当事人。

2. 当事人模式在我国现行监管模式下的适用性分析。

从境外的做法来看，当事人模式下，非清算会员需要与清算会员签订场外主协议和清算补充协议。目前，我国商业银行参与的上海清算所的结算业务，与代理人模式类似。如果接受客户委托，与客户签订场外衍生品主协议及清算补充协议开展以自身名义（当事人模式）参与的衍生品中央对手方清算业务并没有相应的规定。

2021年12月，央行会同原银保监会、证监会、外汇局共同发布《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见（征求意见稿）》，对境内持牌法人金融机构从事的场外衍生品业务进行了规范，要求银行保险机构不得通过柜台与个人客户直接开展衍生品交易。指导意见发布后，多家银行收紧贵金属业务。可见，在监管趋严的情况下，具有自营性质的当事人模式是否能够满足监管要求还存在一定的不确定性。

2023年3月发布的《期货公司监督管理办法（征求意见稿）》的第十七条第三款规定，经中国证监会核准，期货公司还可以依法从事衍生品交易、资产管理以及中国证监会规定的其他业务。这为期货公司开展衍生品自营业务保留了政策空间，但是对于接受客户委托的衍生品交易和

清算等业务，是否可以通过行纪合同方式或者参考境外的当事人模式或代理人模式尚待监管部门进一步明确，存在政策上的不确定性。

五、结论与建议

对于我国的期货与衍生品市场来说，互换、场外期权等场外衍生品还属于新兴的风险管理工具。境外的场外衍生品市场发展经验表明：通过监管法规推动场外衍生品进行中央对手方集中清算有利于控制场外衍生品市场的风险，推动场外衍生品市场的稳定发展。因此，在《期货和衍生品法》正式实施后，建立适应我国场外衍生品市场的监管制度和集中清算模式，将会促进我国场外衍生品市场的平稳高速发展。

从市场的发展来看，建立衍生品市场的中央对手方清算机制是市场亟须解决的基础性制度，也是发挥银行、证券公司和期货公司等金融机构的专业能力，为更多实体企业提供个性化套保服务，拓展期货与衍生品市场服务实体经济的深度和广度的基础保障。

1. 推出大宗商品衍生品的中央对手方分级清算业务。

G20 匹兹堡峰会后，为了应对金融危机造成的冲击，提高场外衍生品交易的透明度，美国、欧盟等都出台了系列监管政策，推动场外衍生品的中央对手方集中结算。

由于缺少法律基础和监管主体，我国的商品场外衍生品市场近几年出现了系列风险事件。加强场外衍生品市场管理可以有效降低风险事件的发生概率，其中最主要的措施就是建立中央对手方集中清算机制，推动场外衍生品进行集中清算，降低金融机构面临的主体信用风险，增强市场抗风险能力，这是推动我国场外衍生品市场健康可

持续发展的最为重要的基础性制度。

2. 引入商业银行代理场外衍生品清算业务。

从 LCH 和 CME 的场外清算会员结构可以看出：银行是清算会员的重要组成部分。从我国衍生品市场现状来看，上海清算所的代理人模式已经在商业银行中有了一定的实践经验，且不属于自营交易业务，商业银行参与大宗商品场外衍生品的中央对手方清算业务理论上不存在制度障碍。

因此，场外衍生品中央对手方集中清算业务如果采用代理人模式，可以吸收商业银行作为清算会员，发挥银行的资金管理等优势，为企业客户提供场外衍生品中央对手方集中清算的代理清算服务。

3. 建立代理人清算机制，分步骤建立衍生品经纪业务模式。

根据前述分析，代理人模式目前我国现行法律框架和监管模式下具有可行性。在代理人模式下，从参与主体来看，商业银行可以作为清算会员开展衍生品代理清算业务，一方面已经开展了上海清算所类似业务，另一方面可以确保客户的资金安全；从法律关系来看，清算会员与客户关系类似于隐名代理，不存在自营业务的监管障碍。

在建立代理人模式、开展中央对手方集中清算的同时，可以分步骤推进期货公司、证券公司等衍生品经纪业务的基础性制度和系统的建设工作，包括资金安全存管系统、衍生品经纪业务管理办法等。在上述制度和系统建设完成后，可以同步建立衍生品的经纪业务，从事经纪业务的金融机构可以进一步分为交易会员和综合清算会员，原代理清算会员（银行）可以直接转为综合

清算会员。

4. 建立介绍经纪商 (IB) 业务机制推动场外衍生品市场发展。

国内大宗商品行业中有一批专门从事线下报价撮合业务的公司, 其中部分公司是上海清算所的品种经纪公司和新加坡交易所场外衍生品业务的经纪商。从法律关系来看, 行纪关系与线下撮合交易的差异较大, 场外衍生品的线下撮合业务更接近期货证券市场的 IB 介绍业务。建议引入场外 IB 业务制度, 由符合条件的衍生品经纪公司为衍生品交易商和代理清算会员推荐客户并收取一定费用, 这将有利于推动场外衍生品集中清

算业务的进一步发展。

(责任编辑: 陈昊)

作者简介:

李泽海, 吉林大学计算机软件与理论专业博士, 上海交通大学管理专业专业博士后, 现任上海期货交易所场外业务部二级经理, 主要研究方向包括中央对手方集中结算, 场外衍生品估值与风险管理等。

陈永, 中南财经政法大学民商法专业硕士, 现任上海期货交易所场外业务部一级经理, 主要研究方向包括民商法、期货和衍生品法等。

期货市场投机持仓限制 与套保持仓豁免：美国经验

避险网 刘文财

一、期货市场投机持仓限制与套保持仓豁免制度的由来

期货市场投机持仓限制与套保持仓豁免制度是市场有效发挥功能的前提制度保障。理论上，在商品期货市场区分投机与套保是一件容易的事。投机是指交易者使用期货、期权等衍生工具承担风险而希望获取利润。而套保相反，是指交易者利用这些工具降低风险并锁定标的业务的利润。然而，在实践中这并非易事。套保是为了降低相关标的头寸风险，这意味人们需要把衍生品与标的头寸联系起来才能理解套保，而标的头寸可能是一个复杂的资产与交易的组合。

因此，在商品市场让人们理解它们之间的关系并不是一件易事。商品有不同的等级与标准，这导致用于套保的基准与所买卖的实物商品存在价格偏差。商品在一个地方生产，通常在另一个地方销售，这就意味着一个套保策略可能需要在全球不同地方的多个市场持有头寸。另外，套保还有一个时间要素，今天建立的用于风险保护的套保头寸需要持有数月甚至数年。因此，区分交易是增加风险还是减少风险，这对于那些不了解商品市场的人来说是一项挑战。

为此，在美国期货市场发展过程中，监管机构一方面对于投机交易实施持仓限制，以避免过

度投机；另一方面在实践中不断发展优化、扩大善意套保内涵，以满足实体企业豁免投机持仓限制的需求。

二、美国善意套保概念不断优化、内涵不断扩大的发展过程

善意套保是指交易者真诚地对冲商业风险的交易。美国商品期货交易委员会（Commodity Futures Trading Commission, CFTC）使用这个概念来决定哪个衍生品达到持仓限制。1974年之前，善意套保概念仅用于农产品。随着CFTC的成立，《商品交易法》定义的商品概念也随之扩大。

1975年，CFTC修改了善意套保概念。除非是真诚地出于对冲商业现货或即期运作价格风险的交易，且这些头寸是以有序的方式被建立与平仓，否则不被认为是善意套保。相对于此前的定义，这次是小幅的修改。在此修改过程中，CFTC因担心总现货头寸套保是否会导致双重套保的问题，也曾就总现货头寸套保与净现货头寸套保进行了意见征集，最后认为净现货头寸并不一定测量总体风险暴露，在这种情况下，总现货头寸套保是需要的，这并不会产生双重套保的问题。

1977年，CFTC提出再次修订善意套保的建

议版本。这个版本奠定了目前善意套保定义的绝大部分基础¹。包括：（1）在经济上合适且满足其它条件下，总体的善意套保持仓定义；（2）满足总体定义的特定持仓的法律特别列明的商品清单；（3）考虑到非法律特别列明的商品情形。这个建议的修订版本被采纳后，建立了组合套保的概念且承认了跨商品套保、预期生产套保或未曾完成的预期要求套保。

总体的善意套保持仓是指这个持仓通常代表未来现货销售渠道的一个替代，并且要求这个持仓对于商业实体的资产、负债或服务因为价格变化而产生的风险降低是经济上适合的。这样的善意套保也必须有一个“对冲与商业现货及即期运作相关的价格风险”的目的，且必须“根据健康的商业实践，以一个有序的方式建立与平仓”。这样的善意套保持仓豁免是适当的。

CFTC 在此版本的序言中解释，他们倾向于善意套保持仓是基于资产负债表上的价值变化的净敞口风险。CFTC 在定义中用了副词“通常”，增加了定义的包容性。其目的是表明资产负债表上的套保以及其它相对不频繁但潜在重要的、用于降低风险的期货交易是善意的，否则就可能出现不满足善意套保的总体定义的情形。

1986 年，众议院农业委员会在 CFTC 再授权法案中，要求 CFTC 重新审查投机持仓限制方法以及善意套保的定义。委员会报告强烈要求 CFTC 重新评估善意套保的定义，无论是在善意套保的定义下或者单独的一个分类，对包括价差、跨式与套利持仓等在内的概念和策略以非投机性持仓对待。委员会报告专门列出四个 CFTC 认定

为非投机性的交易类型与持仓要求：（1）投资组合经理的风险管理交易，因为这是风险降低概念的替代；（2）期货持仓作为现货持仓的替代，而不是临时性替代；（3）其它涉及使用金融期货执行策略的持仓，包括但不限于资产配置、组合免疫与组合久期；（4）特定的期权交易，特别是备兑开仓。

参议院农业、营养和林业委员会在 1986 年关于 CFTC 的再授权法案中，也指出 CFTC 需要再评估对善意套保的解释。他们特别指出，CFTC 是否应考虑把审慎的风险管理取代风险降低纳入善意套保的定义中。

CFTC 重视了国会的建议，并于 1987 年发布了两份关于善意套保的解释性声明²。第一份声明澄清善意套保的意思。CFTC 解释“临时替代物”标准并非是区分持仓是否是套保持仓的必要条件；CFTC 解释“伴随性测试”是“用期货或期权对冲商业现货市场活动产生风险的要求”。CFTC 也指出善意套保也包括以降低风险为目的资产负债表对冲与其它交易策略，例如对现存的证券投资组合买入等值看跌期权以提供保护的策略。

对于将认定为风险管理的活动进行投机持仓豁免的交易所，第二份声明希望能够对其提供支持。CFTC 认为对商业实体因买卖或持有现货市场的工具开展的风险管理活动进行持仓豁免是与善意套保的定义条款相近的。也就是说，这是对商业实体管理与组织过程中产生风险的行为。CFTC 相信交易所豁免商业实体因风险管理而持有债券、股票或外汇的期货和期权的持仓限制是

¹ www.cftc.gov, 42 FR 14832, Mar. 16, 1977.

² www.cftc.gov, Clarification of Certain Aspect of the Hedging Definition, 52 FR 27195, Jul. 20, 1987 (July 1987 Interpretative Statement).

与法规的目标相一致的。这些持仓包括没有杠杆的多头持仓（等值于现货持仓）、持有证券或货币同时卖出看涨期权（备兑开仓）以及资产配置策略的多头持仓（替代拟持有的债券与货币）。

1987年，CFTC增加了一种法律特别列明商品的套保持仓，即价差持仓。它对冲的不是固定的现货销售和购买价格，而是不同交割月份期货合约的价差（现货销售价格与购买价格是浮动的）。在这个方面，CFTC也扩展了跨商品套保条约，即一对没有现货交易的浮动价格现货对冲合约所对应的期货合约。

1987年，CFTC在回应芝加哥期货交易所（CBOT）一项申诉中明确³，豆类压榨持仓允许加工商事先确定其加工利润，这已经包含在法规规定的预先套保条款中。CFTC特别指出，豆类加工商建立的压榨持仓，允许他们持有未来12个月之内预期生产的豆油与豆粕的空头持仓，以及持有未来12个月之内预期需要的大豆多头持仓。然而，CFTC拒绝采纳反向压榨持仓豁免的建议。CFTC认为从豆类加工商善意套保的立场出发，压榨持仓与反向压榨持仓是有重要区别的。压榨持仓的建立非常清晰，就是压榨持仓加减基差的波动。然而，只有当期货市场价格反映预期更高的压榨利润时，反向压榨持仓才有必要，且持仓能被移走。CFTC不认为反向压榨持仓属于善意套保定义中法律特别列明商品的类别。

2007年，CFTC提出除善意套保持仓豁免之外的一项风险管理持仓豁免的建议。这项风险管理持仓是指持有期货或期货等值的持仓作为一个广泛分散的单纯多头或单纯空头组合一部分，即

无论是为客户跟踪广泛分散的指数或组合分散计划，它们均暴露在广泛分散的指数风险下。另一种情形是被动管理的、没有杠杆的、当月合约之外的期货持仓豁免。2008年，CFTC因缺乏共识而撤回了此项建议。

2009年3月，CFTC提出是否取消对特定掉期交易商的善意套保的持仓豁免，创设一类新的、有限的风险管理持仓豁免。CFTC解释道：自1991年以来，CFTC对一些掉期中间商进行了善意套保的豁免，因为他们寻找管理他们指令簿上的价格风险，这些是他们作为商品指数掉期合约与商品掉期合约中间商的结果。掉期客户包括养老基金和其他被动投资者，他们不使用掉期对冲实物销售渠道的风险。为了规避自身提供这些掉期合约的风险，掉期中间商需要建立一个商品多头持仓组合以复制指数或掉期合约标的商品，以对冲掉期交易所暴露的风险。商品指数设计并不包括当月合约，持仓豁免并没有覆盖进行当月的持仓。

2010年1月，CFTC建议对指定合约交易场所的主要能源合约建立总的投机性持仓框架。此项建议将不再认定用期货与期权对冲因掉期交易活动而产生的风险暴露属于善意套保行为。随着《多德-弗兰克法》的实施，CFTC撤回所建议的框架。CFTC解释道：除了指定合约交易场所必须实施持仓限制之外，将扩展衍生品合约的范围。

自1974年以来，CFTC在法律授权下定义善意套保持仓这个术语。随着2010年7月21日《多德-弗兰克法案》的实施，法案中关于持

³ www.cftc.gov, Petition for rulemaking of the CBOT, dated July 24, 1986, cited in 52 FR 6814, Mar. 5, 1987.

仓限制的规定已经不适用于此前 CFTC 所定义的善意套保持仓。然而，CFTC 认为《多德 - 弗兰克法案》关于持仓限制所增加的内容是要求 CFTC 收窄实物商品善意套保的定义。另外，《多德 - 弗兰克法案》在其它部分所增加的内容，也给了 CFTC 关于持仓限制规则豁免的绝对权力。

2011 年，CFTC 发布了执行《多德 - 弗兰克法案》关于持仓限制条款及善意套保定义的建议版本及最终规定。2012 年 9 月 28 日，联邦特区法院取消了该规定。2013 年，CFTC 再次发布了持仓限制监管的建议版本。2016 年 6 月与 12 月，CFTC 对该建议版本进行了补充。

三、美国确定善意套保概念的最终版本

2020 年 2 月 27 日，CFTC 在考虑相关建议后，撤回了 2013 年、2016 年的建议版本，并再次发布了一个新的建议版本。在汇总公众意见的基础上，CFTC 发布了最终版本。这个版本给出一个足够容纳普通商业套保实践的善意套保定义（包括没有固定价格的交易以及预期套保交易等），一个给市场主体提交有关非法律特别列明商品善意套保单独申请的简化流程，以及给了市场主体测量他们业务风险方法更加宽泛的自由裁定权。

此前，CFTC 对善意套保持仓豁免认定主要是依据三项测试：（1）临时替代性测试，即衍生品持仓是未来现货市场销售渠道的替代；（2）经济适合性测试，即衍生品持仓对于商业主体在企业管理与组织过程中降低价格风险是经济上适合的；（3）价值变化要求，即衍生品持仓是出

于实际或预期的资产、负债或服务的潜在价值变化的需要。

2020 年发布的最终版本⁴，作了一些修改：

（1）扩充了法律特别列明商品善意套保的清单⁵，以覆盖其它类型的套保（包括预期经营的善意套保、代理套保、预期矿区土地使用费套保、服务套保、商品交易期权套保）；（2）关于非固定价格远期交易的套保，CFTC 澄清一个商业市场主体可以满足最终法规规定中的一个法律特别列明商品善意套保即可；（3）取代以前规定的净头寸套保，最终法规允许市场主体基于总头寸测量风险，并视该主体以往套保行为的一致性以及并未有出于逃避联邦投机持仓限制的目的，原则同意基于总头寸风险套保；（4）允许市场主体在交割月最后五天持有超过联邦投机持仓限制的善意套保持仓；（5）最终规则修改“临时替代测试”，要求实物商品的善意套保交易或持仓必须经常而不是通常与生产、销售或使用实物现货商品相关。因此，原则上不再把市场主体出于风险管理目的的持仓视为善意套保，除非这些持仓满足特别条件。

（责任编辑：孙欣鹏）

作者简介：

刘文财，避险网创始人。天津大学金融工程博士，复旦大学应用经济学博士后。上海财经大学金融学院客座教授、北京大学经济学院研究生校外指导老师，中国上市公司协会学术顾问委员会委员。

⁴ 于 2021 年 3 月 15 日生效。

⁵ 原先清单包括（1）库存与固定价格采购的现货商品合同套保；（2）未销售的预期产品套保；（3）固定价格销售的现货商品合同套保；（4）固定价格销售的现货商品与副产品合同套保；（5）未完成的预期要求套保；（6）冲销非固定价格现货商品买卖套保；（7）跨商品套保。

[“走一线办实事优生态” 专项行动系列访谈]

新湖期货专访

Q1

请介绍一下新湖期货的基本情况、组织架构与企业特色。

新湖期货股份有限公司(以下简称新湖期货)成立于1995年,由浙江新湖集团股份有限公司控股。2008年重组后,公司发展迅速,现总资产120亿,净资产10亿,拥有近500名员工,在全国设有29家分支机构和2家子公司,处于行业领先梯队。

新湖期货以服务实体经济为导向,以深入的大宗商品产业链研究为专业基础。结合金融业务模式不断创新,专注于为客户提供全方位、多元化、一站式的期货及衍生品服务。当前公司业务范围主要包括期货经纪业务(商品期货经纪、金融期货经纪)、投资咨询业务、资产管理业务、风险管理子公司业务等。

新湖期货在期货行业拥有良好的声誉,是中国期货业协会副会长单位、上海期货同业公会监事长单位、上海市静安区政协委员单位、上海民营企业总部单位、中国绝对收益协会联席会长单位、上海北外滩绝对收益投资协会会长单位、郑州商品交易所理事单位、大连商品交易所理事单位、上海期货交易所战略委员会委员单位、中国金融期货交易所风险委员会委员单位。

新湖期货致力于金融创新和探索,为产业赋能、服务国家战略。新湖期货推动和创新的“保险+期货”模式,屡获殊荣,连续七年被写入中央一号文件。

新湖期货积极承担社会责任,长期通过捐资助学、捐资助力防疫、精准帮扶、灾难救助等各类举措,回馈社会。同时关注员工个人成长,曾荣获2018年“上海市五一劳动奖状”“2021第一资源金融业最佳雇主”等荣誉,为员工提供良好的工作平台。

新湖期货坚持以创新服务,实现价值共享,“坚持一切为了提升客户盈利能力,一切为了优秀员工持续成长”的核心理念,稳健经营,积极发挥自身优势,为期货行业和实体经济发展贡献力量。

Q2

目前新湖期货下设子公司及其主营业务有哪些?

上海新湖瑞丰金融服务有限公司(以下简称新湖瑞丰)是新湖期货股份有限公司下设子公司,

成立于 2013 年 5 月 16 日，是国内首批成立的风险管理子公司之一，注册资金为 5 亿元。目前新湖瑞丰的主营业务包括基差贸易、仓单服务、场外衍生品业务和做市业务，其中基差贸易和场外衍生品服务均位于市场前列，公司在风险管理行业内具有较高的知名度。

Q3

刚提到了上海新湖瑞丰金融服务有限公司，能否介绍一下其在发挥期货优势、服务实体经济方面的典型案例、创新举措有哪些？

作为专业的风险管理子公司，新湖瑞丰始终牢记使命，不断发挥金融优势，助力实体经济发展。在母公司新湖期货的带领下，创新性地探索开展了全国首单“保险+期货”业务，持续多年深耕“保险+期货”领域，不断对业务模式进行优化和创新，推动了“保险+期货”写进“中央一号文件”，为乡村振兴、农业发展提供了新方法。新湖瑞丰通过“保险+期货”模式使期货衍生品工具与农业保险相结合，客观上对农产品期权的上市发展起到了促进作用，为期货行业发展做出了贡献。其次，新湖瑞丰充分发挥服务中小微实体经济作用，推出的温州白银服务模式惠及了几百家中小微用银企业，特别是在疫情开始后为实体经济保供稳价、平稳发展起到了重要作用，交易所及有关媒体对新湖瑞丰的创新给予了充分的肯定。另外，新湖瑞丰的基差业务已做到行业领先，形成了交易型基差业务和服务型基差业务齐头并进的格局，现阶段基差业务不仅是公司的重要利润增长点，也是新湖期货品牌服务实体经济的重要模式。在中期协服务中小微企业成效打分中，新湖瑞丰连续两年位于行业前六名。同时，新湖瑞丰特别重视案例总结，2022 年一篇案例入选中期协“期货经营机构服务实体经济优秀案例库”，一篇案例荣获中国企业风险管理“金长城”奖，两篇案例荣获上海 2022 年金融业助企纾困优秀成果奖。公司不断将宝贵经验推向市场，为金融机构发挥行业特点和专业优势服务实体经济提供新思路和新方案，不断为期货行业高质量服务实体经济贡献金融力量。

Q4

新湖期货在客户服务及投资者教育方面有哪些优势？

新湖期货长期坚持“持续不断地培训，培育专业投资者”的原则，大力开展投资者培训教育工作。根据开展期货业务的实际情况和客户的成熟程度，对客户进行类别、性质细分，在总部和分支机构层面均针对不同的客户群体有计划、有步骤地深入开展培训教育工作，形成了集大型投资报告会、产业高峰论坛、专业研讨会、投资沙龙、专题讲座、系统化培训于一体的专业“直面营销”服务体系。每年举办的针对产业链企业的产业论坛和针对机构投资者的“申城论剑”对冲论坛，在业界拥有广泛影响力。

随着期货市场对经济和社会影响的广度和深度正在不断扩展，新湖期货对投资者培训教育工作

的重视程度也在不断升级。新湖期货制定了完善的投资者教育计划，且投资者保护教育工作已上升到公司层面进行统筹规划和开展。组织架构层面，经纪业务管理中心作为投保工作主导，研究所、运营服务中心、各分支机构及业务单位配合完成，使这项工作的开展有了组织上的保证。

“持续不断的培训，培训专业投资者”是新湖期货长期坚持的营销指导战略之一。让投资者充分理解和掌握期货交易特点，在交易中有效防范和管理风险，是新湖期货投资者保护工作的主旨所在，新湖期货也将一如既往，将投资者保护工作落实到工作的每个细节中。

Q5

新湖期货未来的发展方向与目标是什么？

新湖期货对于自己的定位和发展目标一直以来是清晰和明确的：即发展成为服务于大宗商品产业的综合服务商，以产业为方向，逐渐建立、完善围绕商品的各业务领域的发展。

Q6

2023年6月19日，全球首个实物交割的氧化铝期货在上期所正式挂牌交易。您觉得该期货合约的上市有哪些积极影响？

在铝期货基础上，氧化铝期货将为产业链中上游企业的风险管理发挥效能，为补齐产业链风险管理工具起到举足轻重的作用。

首先，氧化铝期货将有效发挥期货市场价格发现的功能。氧化铝现货市场定价公允力相对较弱，目前国内以三网均价为主，而由于长单比例极高，现货成交量非常有限，现货成交价格不具备广泛代表性。而期货市场则是充分交易的市场，通过期货市场充分交易实现的价格更具公允力，为产业链上下游企业提供更合理的定价机制，助力产业稳定、可持续性发展。

其次，氧化铝期货是铝产业链风险管理工具的有效补充。虽然与电解铝属于产业链上下游的关系，二者价格虽然大体趋同，但相关性并不强，这主要与氧化铝产业自身的特点有关。一方面氧化铝产能集中度高，前五大企业基本占据国内产能的七成。另一方面，氧化铝生产的灵活度高，企业开停工相对灵活，产量调节能力强。第三，氧化铝生产企业与下游电解铝生产企业多以长单方式进行购销，这部分销售量占比高达90%。此外国内氧化铝的主要原材料铝土矿对外依存度高。诸多因素决定了氧化铝价格具有自身的逻辑，其价格相对独立于电解铝价格。因此原来仅有的电解铝期货无法满足上下游企业对价格风险管理的需求。氧化铝期货上市交易将为铝产业链企业补充有效的风险管理工具，也有利于铝产业链期货市场的完善。

此外，氧化铝期货的上市不仅为铝产业链风险管理提供更多选择，也为开拓其他有色金属系列期货，丰富有色金属期货品质提供经验。

基差贸易为企业持续生产经营 保驾护航

——新湖瑞丰疫情期间服务温州白银中小微企业

上海新湖瑞丰金融服务有限公司 陈宗伟

浙江温州中小微用银企业面临原料价格波动、采购成本高及供应不稳定等难题，上海新湖瑞丰金融服务有限公司（以下简称新湖瑞丰）在传统贸易基础上充分发挥期货市场功能，通过为白银供、销两端企业提供基差贸易服务，打通上下游产业链，实现上游企业稳价销售、下游企业降本稳供。2022年疫情期间，新湖瑞丰通过基差贸易共服务80多家温州中小微用银企业，为实体经济平稳发展做出贡献。

一、企业背景、现货业务及期货参与情况

（一）企业基本情况

新湖瑞丰于2013年5月成立，是国内首批成立的风险管理子公司，股东为新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货），并由其100%控股，公司注册资本为5亿元人民币。

新湖瑞丰作为新湖期货下属的风险管理子公司，是市场上优秀的大宗商品交易商和服务商。成立至今，依据自身的特点及行业发展需要，重点发力期现和场外业务，现已成为业内享有一定知名度的风险管理子公司。成立以来，新湖瑞丰的发展经历了三个发展阶段：探索发展阶段、规范发展阶段和快速发展阶段，从特色经营再到专

业化规模化发展，业态灵活多样，效益稳步提升，竞争力不断增强。新湖瑞丰2022年荣获郑州商品交易所“优秀风险管理公司”，在“第十五届中国最佳期货经营机构暨最佳期货分析师评选”中荣获2022年度“最佳风险管理子公司服务创新奖”，在证券时报“2023中国期货业君鼎奖”评选中荣获“2023中国优秀期货风险管理子公司”称号，在2023年度中国期货业协会服务中小微企业评比中获得全国第六名。

（二）现货业务规模

现阶段，新湖瑞丰的主营业务包括基差贸易、仓单服务、场外衍生品业务和做市业务，围绕市场定价和风险管理为实体企业提供丰富多样的期现结合产品及场外衍生品服务。

新湖瑞丰的现货业务模式以基差贸易和仓单服务为主。其中，基差贸易是以一口价或以点价、均价等方式提供报价并与客户进行现货交易的业务行为，这是套期保值策略的一种。在基差贸易中，新湖瑞丰经常采取即期点价或远期锁价的套保方式，帮助实体企业进一步加强套保效果，并最终引导企业更好地利用期货市场完善定价机制与风险管理，帮助实体企业增加利润或降低成本，

提升经营管理水平。新湖瑞丰的仓单服务主要包括仓单串换业务、仓单代理采购业务、仓单代理销售业务、仓单质押业务四种业务模式。通过仓单服务，可以帮助企业拓宽供销渠道，实现企业平稳发展。2022 年全年，新湖瑞丰基差贸易与仓单服务业务额为 99.45 亿元。2023 年 1-6 月，基差贸易与仓单服务业务额为 48.31 亿元，公司的基差业务处于行业领先地位。

（三）期货市场参与情况

新湖瑞丰在实际经营中，由于公司规定贸易不能形成单边敞口，新湖瑞丰的现货交易均伴随期货套期保值行为。同时，由于新湖瑞丰有成熟的场外做市团队，相比传统贸易公司更具衍生品运用的优势，在公司内部现货团队也会与场外团队互动配合，利用场外期权管理现货或期货头寸的风险。自 2017 年开始，公司逐渐摸索形成了现货、期货、期权结合的期现交易模式。

新湖瑞丰的期现业务覆盖全市场品种，可以为客户提供期现、场外衍生品业务、做市商和大宗商品一站式服务，已形成黑色、有色、农产品和化工四大业务条线。各业务条线均深入产业，积极参与各产业的合作交流，并与产业链上下游建立了良好、稳定的伙伴关系。各业务条线的部门在做好现货和期货贸易的同时，均不断尝试将期权纳入交易策略中，不仅增强了企业规避风险的能力，也获得了较丰厚的回报。

二、企业制度安排

（一）部门安排

在内部机构设置方面，业务部门发起操作决策并负责执行，风控部门则跟踪风险情况，而整体决策的评价则是由企业领导层来负责。

具体来说，企业参与期货市场和场外市场

的决策由业务部门制定，业务部门根据当时的市场情况及持有的现货头寸情况，利用期货和衍生品进行对冲套保。同时，结合自身对行情走势的预判，在套保比例上留有一定额度的风险敞口，该风险敞口的比例由企业管理层统一设定区间范围，并统一执行。

制定好决策后，业务部门也是决策的执行单位。业务部门根据自身的情况，选择期货还是衍生品，或者是两者结合，在相应的操作渠道上执行套保操作。

在风控方面，企业专门设置风控部门以监控全体业务部门的风险情况，监测业务部门是否按照企业设定的套保比例区间进行操作。

关于决策评价方面，在完全遵守企业规则的基础上，企业领导层以结果为导向，综合考虑现货、期货和衍生品方面的收益，在不涉及行情判断的方面，不断完善企业的规则，以更好地助力企业稳定持续盈利。

（二）决策及执行流程

决策的发起源于业务部门，而在执行方面，需要企业业务部门通过立项向企业领导进行汇报申请，在领导批准后，业务部门才可以进行相应的操作。在内部控制方面，企业领导做到各个业务点全部覆盖的状态。在现货贸易方面，业务部门有贸易合同申请流程，领导审核后再盖章生效；在期货持仓方面，业务的持仓会全部汇集在风控部门，再由风控部门向企业领导汇报；在衍生品方面，衍生品部门的持仓情况有相应的簿记，对业务的保证金和风险都有详细的记录，并作汇总向企业领导报告。所以，在内部控制方面，企业领导会有一个整体而细致的把控。

（三）风险控制及效果评价

在防范风险方面，企业有相应的风险防范流程。董事会负责设定公司风险控制的总体目标，并督促企业领导层及风控部门建立健全、落实各项风险控制流程。业务部门应当在业务项目开展前全面识别和评估业务项目的各种潜在风险，同时其他各部门应对其部门内部各个岗位以及流程中的风险点进行识别、分析和评估，风控部门协助对各种潜在风险进行分析。之后，各部门/岗位严格执行企业制定的风险控制措施以及具体的实施办法。在决策执行过程中，风控部门不定期检查评估各部门对于风险管理制度和风险控制措施、办法的执行情况，及时向企业领导汇报检查结果。

在评估效果方面，在合乎企业规则的前提下，企业以整体业务的结果为导向，不会聚焦于某一方面操作。

三、企业通过基差贸易服务白银上下游产业链案例实操

（一）背景介绍

白银兼具贵金属和工业金属双重属性，在电子、化工和医药行业等广泛应用，尤其是应用于电子电器、感光材料等高技术行业。浙江温州是白银主要消费地，以低压电器触点开关用银为主，2022年相关企业年消费白银约2000吨（电气、电镀、饰品行业合计），占全国白银总消费量20%左右。

2022年疫情期间原材料价格明显上涨，运输成本大幅增加，新湖瑞丰积极协调、全力保供，从白银主产区河南高价采购，并将从深圳采购作为备选方案；而后与企业共克时艰，坚持原来的定价销售，稳定了企业的生产经营，在温州白银

中小微企业树立了良好的口碑。

（二）服务方案与开展过程

针对疫情期间下游白银中小企业的采购困境，新湖瑞丰拓宽采购渠道、通过白银主产区河南采购现货，并通过期货市场进行卖出保值；将采购到的白银通过基差贸易方式进行拆散零售给下游用银中小微企业，为下游企业规避价格风险，建立常备库存，保供稳产。

1. 拓宽采购渠道，为企业保供稳产。

上海是中国白银的主要集散地。2022年3月下旬上海进入全城静默后，温州地区来源于上海的白银原料供应几乎切断，新湖瑞丰在温州的白银库存只能维持半周左右的销售，一直以来新湖瑞丰从上期综合业务平台采购白银的计划也被迫调整。为保证供应稳定性以及考虑到客户对品牌要求，新湖瑞丰积极协调各方资源，从白银主产区河南高价采购，并将从深圳采购作为备选方案。

2. 坚持原价销售，与企业共克时艰。

2022年疫情期间，物流运输困难速度变慢，由原来的2天变成了4天；物流成本大幅增加，由原来的3元/千克变成10元/千克，市场上白银现货比疫情前升水2-3元/千克，5月中旬以后白银现货升水更是达到了10-14元/千克。如果按照原来的定价销售给客户将产生亏损。新湖瑞丰经过研究决定，在利用期货市场有效对冲价格风险的基础上，仍以原来的定价销售，与企业共克时艰，为温州白银中小微企业保供稳价。从实际成交来看，疫情期间新湖瑞丰白银销售量不降反升，反映出企业在货源紧张的情况下对原料需求的紧迫度，同时新湖瑞丰的销售价格还有效降低了中小微企业的采购成本，畅通了产业链循

环，稳定企业的生产经营，在温州白银中小微企业树立了良好的口碑。

新湖瑞丰充分利用衍生品市场风险对冲功能，在有效规避价格风险的基础上依据市场实际所需，在能力范围内尽己所能地采购足够规模的量，保证了市场有效供应，减少了因“价”不稳定导致供货“量”不稳定从而导致生产持续性受到的影响。

3. 基差贸易先使用后定价，为下游降低采购成本。

(1) 实际操作过程

X 合金企业是一家银触点生产企业，企业的生产成本取决于原材料白银的价格，白银的采购价格决定了企业的利润。2022 年 4 月 19 日，

白银价格在 5250 元 / 千克，企业的库存所剩无几，急需补库。X 合金企业认为白银价格在相对高位，但又不得不采购。于是，X 合金企业与新湖瑞丰签订了基差贸易合同，约定白银期货 AG2206 合约价格 -40 元 / 千克作为现货价格，合同数量为 500 千克，点价期为 2022 年 4 月 30 日（含）前；并支付 115% 的货款于当天提货，满足了企业生产需求。4 月 22 日，白银价格大跌后，企业逢低在白银期货 AG2206 合约价格为 5130 元 / 千克的时候点价，即成交价为 5090 元 / 千克，新湖瑞丰同时操作平仓白银期货 AG2206 合约空单，并退回多余款项。新湖瑞丰利用期货市场对冲了价格风险，给予了客户先使用后定价的方式。

表 1: 传统贸易、基差贸易与随行就市采购成本对比

	采购价格	持有成本	运输成本	最终采购成本	节约资金
传统贸易 (一口价)	5250 元 / 千克	100 元 / 千克	3 元 / 千克	5353 元 / 千克	0
基差贸易	5090 元 / 千克	0	0	5090 元 / 千克	约 8 万元
随行就市 (不锁定价格、 不定期采购)	5075 元 / 千克 (2022 年 4 月现货 均价)	0-100 元 / 千克	3 元 / 千克	高于 5075 元 / 千克	0

(2) 服务效果评价

服务效果评价可以通过表 1 对比得出：相比传统贸易的一口价采购方式和随行就市的采购方式，通过基差贸易 X 合金企业采购价格从 5250 元 / 千克降至 5090 元 / 千克，通过后定价结算，本次服务为企业降低采购成本约 8 万元，真实降低了企业的经营负担，侧面增加了企业的现金流，为企业平稳度过疫情做出了贡献。

四、案例总结

实际开展业务时，面临的困难是信任问题，部分中小微企业对新鲜事物的接受度不高。新湖瑞丰通过与温州白银贸易商建立稳定关系，联手深入实体企业发展客户，再通过部分尝到甜头的企业的宣传逐渐打开名声，增大业务规模。为保证供货稳定性，新湖瑞丰将大部分白银采购转移至上期综合业务平台，把平台作为一个大的

常备库存形成保供，同时解决了税务、货物交付环节的诸多问题，最终形成了一个以上期综合业务平台为依托，以期货风险子公司和区域商贸服务商为中介，共同服务实体小微企业的统一市场。此外，新湖期货、新湖瑞丰还与上期所保持紧密沟通，在温州举办了多场培训交流会，向当地贸易商及中小微企业传播风险管理及期货知识，各方联手逐渐理顺了当地白银贸易生态，使得通过基差贸易采购白银成为更多中小微企业的共识，越来越多的企业在基差贸易的帮助下增强了经营的稳定性。

综合来说，新湖瑞丰提供的基差贸易服务改变了白银产业长期以来一口价、不透明的定价方式，规避了白银产业链企业的价格波动风险，更

新升级了白银定价模式，将现货与期货、上游与下游有机结合。新湖瑞丰在对供销两端风险进行轧差处理后，利用专业能力将风险对冲转移至期货市场，从而打通了区域产业堵点，畅通了产业链循环，最终实现多方共赢的效果，为实体经济的长期稳定发展贡献了金融智慧及力量。

（责任编辑：顾衍）

作者简介：

陈宗伟，上海新湖瑞丰金融服务有限公司供应链金融部总监，从事期货行业10多年，曾任新湖期货温州营业部经理。在产业客户服务上拥有丰富的经验，擅长结合金融及衍生品为产业客户提供综合的风险管理解决方案。

[“走一线办实事优生态” 专项行动系列访谈]

永安期货专访

Q1

请介绍一下永安期货的基本情况与企业特色。

永安期货股份有限公司创办于1992年9月，是一家国有控股的专业期货公司，注册资本人民币14.56亿元，并于2021年12月23日在A股主板上市，股票代码600927。公司实际控制人为浙江省财政厅，持有公司股权主要股东有：财通证券股份有限公司、浙江省产业基金有限公司、浙江东方金融控股集团股份有限公司、浙江省经济建设投资有限公司、浙江省金融控股有限公司。公司业务范围包括：商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售。

企业特色：

1. **精准的战略定位。**公司编制并发布了“十四五”战略规划，明确新发展阶段战略方向，以“大宗商品投行、大类资产配置专家、产融资源整合者”为战略目标，打造行业领先、独具特色的衍生品投行。

2. **完善的公司治理体系和风控体系。**公司已具备规范的法人治理结构与完善的内部控制体系，连续多年在中国证监会组织的期货行业分类监管评价中获得期货行业内的最高评级。

3. **经验丰富的管理团队。**管理团队具备丰富的管理经验及业务经验，对宏观环境变化、行业发展方向、客户需求走向有着深刻的认识和独到的见解，将带领公司在复杂多变的市场环境中持续创新发展。

4. **领先的研究团队。**公司设有期货研究中心、北京期货研究院两大研究机构，整体规模、研究领域、综合实力居于业内领先地位，专业研究人员具有知名高等院校或海外留学教育背景，多次荣获“最佳研究团队”“最佳分析师”等多项荣誉。

5. **持续的创新力。**公司始终以客户需求和行业发展趋势为导向，坚持业务创新、服务创新、模式创新，率先提出并试点客户保证金封闭管理、首家开发期货电子化交易系统等创新模式，为行业的规范发展提供了示范样本。

6. **良好的市场声誉与品牌价值。**多年以来，公司始终坚持合规经营、稳健发展，在业内积累了良好的口碑，获得了监管单位和客户的认可。

7. **较强的区位优势与科学的网点布局。**公司总部设在杭州，形成了以浙江省为中心，全国各主

要城市与产业密集区为重点、中西部地区为培育对象的全国网点布局规划。

8. 完善的投资者教育平台和服务体系。公司已建立完善的投资者教育体系。

Q2

目前永安期货下设几家子公司？具有哪些特点和优势？

永安期货下设浙江永安资本管理有限公司（以下简称永安资本）、新永安国际金融控股有限公司（以下简称新永安）、浙江中邦实业发展有限公司三家全资子公司，以下重点介绍新永安的特点和优势。

新永安是永安期货在中国香港设立的全资子公司。新永安作为永安期货重要的国际化窗口，以建立中国境内外业务联动的交易通道、资金通道、资管平台和贸易平台为目的，统一管理、协调永安期货在中国海外的业务。新永安充分发挥其打造的跨境金融综合服务平台的特色，以夯实全球期货经纪业务为基础，以增加证券经纪、资产管理等创新业务为升级转型切入点，推进国内特定品种期货交易代理业务和全球对冲基金项目、基金产品发行管理等重点业务。其核心竞争力主要体现在以下几个方面：

一是专业队伍，国际视野。新永安凭借对境内外市场的深刻认识和经验丰富的资深专业队伍，在中国香港奠定了稳固的根基及广泛的知名度，并与国际性机构及各中资机构建立了良好的关系，具备完善的客户网络和渠道，每年保持稳定盈利。

二是技术赋能，特色服务。新永安一直致力于采用先进的技术来提升客户服务质量，为对冲基金、自营机构、产业客户提供 24 小时的交易、客户服务及技术支持，同时可根据客户的需求提供个性化技术解决方案，已是全球各大交易所重要中资经纪商参与者。

三是能力突出，前景明朗。新永安 2022 年实现财富销售额近 1 亿美金，强大的募资能力使其在内地与香港树立了优秀的口碑与知名度。公司致力于持续打造境外资产管理平台，探索多家族办公室服务平台业务。当前我国金融市场进入高水平双向开放阶段，永安境外财富、资管业务将继续拥抱中国资产，同时引入全球资产，为更多优质的中资和外商投资企业和个人“走出去”和“引进来”提供一揽子金融投资服务。

Q3

永安资本作为我国首批成立的风险管理子公司，是如何利用期货市场服务实体经济的？请举例说明。

永安资本作为永安期货服务实体经济的重要抓手，聚焦大宗商品稳价、稳链、稳供，不断完善业务体系、创新服务模式，综合运用“期货+现货”“场内+场外”“境内+境外”等优势，为产

业链供应链上下游实体企业提供“产购销”一体化风险管理服务，助力实体经济平稳运行和高质量发展。

期现业务方面，永安资本综合运用“期货+现货”“期货+仓储物流”“期货+工程配送”等多样化的“期货+”模式服务各类实体企业。仓储物流方面，合作仓库覆盖30多个省份，打通了期货服务实体的“最后一公里”，满足了实体企业多样化需求；工程配送方面，为重大工程项目稳定配送建筑原材料，配送规模超45万吨，助力建筑企业按期完工。永安资本充分发挥13个品种贸易商厂库的“蓄水池”功能，进一步提高实体企业参与期货市场的效率，实现供应链从“现转期”到“期转现”的闭环，化解了实体企业面对物流风险的痛点、难点。以某中游贸易商为例，由于海外船期延误，其进口的1000吨纸浆无法如期完成质检及仓单注册，而盘面SP2204和SP2205的价差已经没有换月的空间，导致其无法完成预定交割计划。永安资本根据对客户信用和货物实际情况的调查，利用自身厂库及渠道优势，帮助客户注册厂库信用仓单，解决客户船期延误无法按时交割的烦恼，满足了客户的风险管理需求。

场外业务方面，永安资本在风险可控的前提下，不断拓宽业务领域，持续创新产品模式（相关案例详见本期《“锁价+含权”贸易，铺设保供稳价新路径——永安资本服务山西省道路工程企业沥青采购》一文）。

做市业务方面，永安资本以技术创新为驱动，以自有资金全天候开展服务，通过提供流动性、有竞争力的定价和可靠的风险管理，为主要交易所的数十种金融工具提供双边报价服务，促进价格发现机制的形成，持续增强市场的有效性，满足市场参与者的资产配置和风险管理需求。

Q4

能否介绍一下永安期货“黄埔联盟”的特色？

黄埔联盟以行业用人需求为导向，秉持“产学研”一体化及人才共育共享的理念，开班十年，通过校企合作、企业联合的方式，以精良师资悉心培养衍生品人才，累计为衍生品行业培养1200余名学生，输送至永安期货及客户单位约350人，已然成为厚植衍生品菁英的沃土。

精心选才悉心育才，培养行业中坚力量。黄埔联盟的寻才足迹遍布国内外一流院校，通过顶级投研专家与高校学子面对面分享从业心得，吸引大量专业多元、能力复合的优质青年人才加入黄埔，奠定了黄埔学员过硬的综合素质和较高的发展潜力。在选好苗子的基础上，黄埔联盟以专业培训与实习实践相结合的方式帮助学员快速成长。

合作共享促发展，形成黄埔特色生态。坚持客户利益至上，一切为了客户，一切为了发展，这是根植于永安基因的文化传统，也同样深刻根植于黄埔联盟的办学理念之中。形成人才共育共享机制，促进人才深度融合，通过黄埔合作促进业务孵化，以投研驱动业务。

Q5

永安期货未来的发展方向和目标？

永安期货将以“大宗商品投行、大类资产配置专家、产融资源整合者”为战略目标，沿着“五个永安”战略路径，打造行业领先、独具特色的衍生品投行，努力为全面建设社会主义现代化国家贡献期货力量。以打造衍生品投行为战略定位，即以衍生品作为主要工具和核心能力，围绕大类资产和大宗商品等业务领域，为客户提供资产配置、风险管理、投融资服务的综合性金融服务机构。公司将在“五个永安”战略路径上，突出重点，持续优化，夯实基础能力，将“十四五”发展战略规划蓝图落地为具体业务版图。打造资本永安，不断提高资本运营能力，充分发挥上市公司平台效能，做好资金的统筹。打造数智永安，着重打造数字中心，深化业务流程的数字化、线上化、高效化改造。打造生态永安，提升平台支撑能力，在业务种类、产品设计、研究赋能、战略客户、投资带动、考核激励、风控合规、技术支持、品牌宣传等方面，构建完善的发展生态，激活资源整合的内生动力。打造人才永安，拓宽渠道引人才，搭建梯队育人才，建立岗位轮动等常态化机制，充分发挥人才引擎作用，为实现公司战略目标提供人才支撑。打造文化永安，以“一切为了客户，一切为了发展”作为公司基本理念，坚持合法合规、坚持客户利益至上、坚持以人为本、坚持股东利益最大化、坚持企业社会责任，践行公司的社会责任，发出积极向上的“永安声音”，树立永安品牌形象。

Q6

对于上期所推出的“企业深耕计划产业培训”系列活动，您觉得有哪些帮助？

产业客户是永安期货最宝贵的财富，服务产业企业、深耕产业服务一直是永安期货的初心所在。永安期货认为，“企业深耕计划产业培训”（以下简称深耕计划）有三大特点：计划导向明确、契合产业需求、融汇多方力量。结合深耕计划，永安期货运用“6+1”业务模式，联动内部“永动企航”专项计划，深挖企业风险管理需求，细化落地方案，全流程、系统性深度服务头部产业客户，通过深耕计划已建立深度友好合作。

“锁价 + 含权”贸易 铺设保供稳价新路径

——永安资本服务山西省道路工程企业沥青采购

浙江永安资本管理有限公司

2021年初，原油市场的复苏带动沥青价格上涨，永安期货股份有限公司（以下简称永安期货）全资风险管理子公司浙江永安资本管理有限公司（以下简称永安资本）充分发挥自身专业优势，通过为山西省道路工程企业提供“基差点价 + 含权贸易”服务方案，2021年稳定供应沥青15万吨，降低企业沥青采购成本6600余万元，为基建项目原材料保供稳价探索出了一条新路。

一、项目背景

随着全球经济复苏，原油价格自2020年下半年以来一路高歌猛进，沥青等原油下游相关产品价格也出现较大涨幅。山西某道路材料有限公司（以下称A公司）是一家参与全国各地道路工程项目投标，承担山西、甘肃等省多个高速公路项目建设任务的中小企业。该企业每年至少有30万吨的沥青采购需求，并且大部分道路工程

为固定价投标项目。

面对2021年原油市场价格的剧烈波动，A公司主要面临以下几个难题：一是沥青行业上游炼厂强势，不能为企业锁价保供，导致该公司无法锁定项目测算时的投标利润，担心沥青价格上涨影响利润；二是由于工程项目回款速度较慢，应收账款较多，企业资金较为紧张；三是若通过囤货锁定沥青采购成本，不但资金问题难以解决，而且受到沥青存储库容难寻、仓储费用高的限制。因此，A公司向永安资本咨询，希望利用衍生品工具以较小的投入锁定远期沥青采购成本。

二、服务方案与开展过程

针对A公司遇到的困难和风险管理诉求，永安资本为其量身定制了基差点价和含权贸易服务方案（图1）。

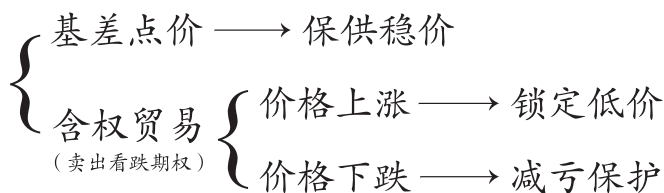


图1：基差点价和含权贸易服务方案示意图

（一）基差点价为企业节省 3000 万元成本，助力企业保供稳价

2021 年春节，A 公司担心第二季度原油价格大涨将导致其沥青采购成本上升。针对企业的这种担心，永安资本向企业提供了基差点价服务方案，即企业在期货交易时间向永安资本点价，双方以期货点价加升贴水的最终价格签订现货销售合同，永安资本则将自身面临的价格风险通过期货市场等进行对冲。

考虑到企业资金短缺的实际，在对企业进行尽职调查后，永安资本决定根据企业生产需要分阶段签署合同，同时收取 20% 的定金，以帮助企业提前锁定 2021 年 5-9 月份的沥青采购价格。2021 年 3 月份以来，A 公司通过基差点价方式向永安资本采购沥青近 8 万吨，节省了至少 3000 万元的成本，在规避现货价格上涨风险的同时，也保障了原材料的稳定供应。

（二）含权贸易为企业进一步降本增效，精准测控风险

面对 2021 年以来原油的上涨行情，A 公司提出除基差点价服务外，永安资本可否为其提供其他服务方案，以帮助企业在可承受的风险范围内进一步降低采购成本。针对企业需求，结合客

户生产经营计划和市场行情判断，永安资本为其制定了含权贸易服务模式。

含权贸易指将现货贸易和场外衍生品工具相结合，通过应用场外期权工具，在签订现货合同时赋予某一方或者双方一定权利的贸易模式。含权贸易服务模式的重要基础在于对企业所面临价格风险的精准测控。为此，永安资本首先深入调研了 A 公司的生产经营实际需求，在含权条款中做出与企业经营相匹配的要素设计。其次，永安资本充分发挥自身对市场风险的精确测算能力，通过对市场价格和期权市场波动率等进行专业测算，为场外期权合理定价，设计出符合企业风险承受能力的含权贸易条款。

以其中一笔含权业务为例，2021 年 4 月 9 日，沥青现货市场价格在 2869 元 / 吨左右，按普通基差点价模式定价则现货价格约为 BU2109 平水。经由永安资本在普通基差点价基础上嵌套场外期权后，企业可获得相应的权利金补偿，从而使企业能以比普通基差点价模式更低的价格获得现货。具体来说，永安资本与 A 公司签订的购销合同在“含权”后的判定条件及对应结果如下（表 1）：

表 1：永安资本与 A 公司签订的购销合同在“含权”后的判定条件及对应结果

7 月 12 日 BU2109 收盘价格	现货成交价格	权利金补偿	客户采购数量
高于 2869 元 / 吨	2709 元 / 吨	160 元 / 吨	5000 吨
低于 2869 元 / 吨	2789 元 / 吨	80 元 / 吨	10000 吨

最终，在 2021 年 7 月 12 日当天，BU2109 收盘价格为 3434 元 / 吨。根据合同条款约定，A 公司采购永安资本沥青的最终结算数量为 5000

吨，单价为 2709 元 / 吨。7 月 12 日当天沥青现货市价为 3350 元 / 吨左右，A 公司通过此笔含权贸易，实际降低了约 640 元 / 吨的采购成本。

通过上述例子可以看出，含权贸易模式使企业无需直接进入期货及衍生品市场即可实现：在价格上涨时，降低采购成本；在价格下跌时，通过权利金的补偿获得一定减亏保护的风险管理目的。至于含权贸易中的市场风险，则由永安资本通过在场内市场多段成交、持续对冲进行转移。

三、项目总结

该项目中，A 公司通过永安资本的现货采购总量为 15 万吨左右，其中 8 万吨采用基差点价模式，7 万吨采用含权贸易模式。综合计算，企业采购平均成本维持在 2940 元 / 吨左右，较同期北方沥青现货平均 3380 元 / 吨左右的价格，每吨采购成本降低了近 440 元。通过永安资本为其提供的上述两种服务模式，企业总计节省了 6600 多万元的采购成本。

后续 A 公司与永安资本仍保持紧密的合作关系，2022 年底，针对 A 公司承接的来年一系列工程施工项目，永安资本为其设计含权点价模式，实现远期锁价，供应远期沥青货 1 万吨，不仅规避了未来价格上行的风险，还锁定了项目利润。该 1 万吨沥青货物已于 2023 年 1-7 月交付完成。

永安资本针对企业需求为其制定的“基差点价 + 含权贸易”服务方案，将企业的经营特点、面临的难点及风险管理需求与永安资本的专业优势相结合，从中找出了最优解决方案，不仅帮助企业锁定了远期价格，还为企业克服了沥青库容和资金紧张难题，使企业提高了经营效率并获得稳定利润，在助推西部陆海新通道建设、共建“一带一路”方面具有积极作用。

（责任编辑：杨洋）

全球衍生品市场动态

(2023 年 6 – 7 月)

上海期货交易所国际合作部（港澳台事务办公室） 编译

境外交易所动态

美 洲

■ Cboe 获准推出比特币和以太币的保证金期货合约

6月6日，芝加哥期权交易所（Cboe）旗下的 Cboe Digital 宣布其已获得美国商品期货交易委员会（CFTC）的批准，推出比特币和以太币的保证金期货合约。Cboe Digital 是美国第一个受监管的加密货币原生交易所和清算所组合平台，提供杠杆衍生品产品，最先推出的产品将包括 2023 年下半年的实物和现金结算的比特币和以太币保证金期货合约。CFTC 表示，除了先前授权的完全担保期货和完全担保交换交易之外，Cboe 还将以保证金方式为期货佣金商（FCM）提供数字资产期货的清算服务。

■ Cboe Clear Europe 计划为证券融资交易引入清算服务

Cboe 于 6 月 12 日宣布其旗下的清算所

Cboe Clear Europe 计划在 2024 年第三季度为证券融资交易（SFT）引入中央对手方（CCP）清算服务，但须经监管部门批准。此举预计将为欧洲现金股票和 ETF 的 SFT 引入匹配、CCP 清算和结算服务。欧洲的 SFT 主要是在双边基础上发生的，没有进行清算。然而，包括《中央证券存管条例》《证券融资交易条例》和计划实施的巴塞尔协议 IV 在内的新法规，正在导致市场参与者不得不管理资本需求的增加和额外的运营效率低下，这增加了双边 SFT 的成本，并可能导致借款或贷款的能力降低。通过为 SFT 提供 CCP 清算和结算服务，Cboe Clear Europe 有望帮助客户驾驭这些新规则，减少他们与双边 SFT 相关的资本负担，并实现运营优势。

■ ICE 推出新的华盛顿碳配额期货

洲际交易所（ICE）宣布推出其基于华盛顿州“上限与投资”计划的最新碳期货合约。该合约是 ICE 全球环境市场¹的最新成员，为价格

¹ ICE 全球环境市场为欧洲、北美和英国的环境项目提供了最具流动性的交易场所，欧盟、北美和英国的污染成本基准价格每天都在这里形成，并且提供价格信号和流动性。

风险管理引入了一个额外的工具。随着欧洲排放交易计划范围的扩大，更多的公司和部门被强制要求对污染成本进行核算，使得公司更愿意去寻求更低成本的减排机会，从而进一步实现净零排放。

ICE 将在阿尔伯塔省碳计划基础上推出环境期货市场

洲际交易所 (ICE) 宣布计划推出首个基于阿尔伯塔省碳计划的环境期货市场。ICE 将在其位于加拿大卡尔加里的实物能源交易所和清算所 ICE NGX 推出实物交割的阿尔伯塔排放抵消期货 (AEO) 和阿尔伯塔排放绩效信用期货 (AEPC)，同时将提供一系列符合阿尔伯塔省技术创新和减排 (TIER) 计划的产品。这些合约预计将在 2023 年第三季度推出，但须经监管部门批准后推出。

ICE 研究称“新气候模式”促进了对软商品的需求

洲际交易所 (ICE) 称 2023 年上半年其软商品部门 (包括糖、咖啡、可可和棉花对冲产品) 的交易量同比增长了 22%，软商品衍生品合约持仓量增加了近五分之一 (19%)，达到 420 万手。ICE 表示随着气候变化，越来越多的市场参与者利用 ICE 市场来管理这些对日常生活至关重要的商品的价格风险。2023 年上半年 ICE 食糖衍生品的交易量同比增长了 30%，持仓量增长了 22%，达到 170 万手。上半年，咖啡、可可和棉花交易量分别同比增长了 10%、17% 和 10%，并且可可期货和期权交易量在 6 月 29 日创下单日 140 万份合约的纪录。

ICE 宣布与 Util 合作，扩大其为公司债券和股票提供的联合国可持续发展目标 (SDG) 数据

随着社会企业投资需求的不断增长，联合国可持续发展目标成为投资者衡量社会企业影响的一个重要框架。7 月 26 日，洲际交易所 (ICE) 宣布与可持续发展数据提供商 Util 合作。作为协议的一部分，Util 将利用 ICE 的证券与实体链接能力，将 Util 涵盖 50,000 家上市公司的数据映射到 ICE 的 120 万个固定收益证券数据库，ICE 也将其提供的联合国可持续发展目标数据和评分扩展到更多资产类别 (现在包括公司债券和股票)，同时为客户提供与收益相匹配的影响指标，从而帮助其做投资决策。

CME 集团将为其西德克萨斯中质原油 (WTI) 期权产品套件增加每周到期日

芝加哥商业交易所集团 (CME) 宣布将在 7 月底为其西德克萨斯中质原油 (WTI) 期权产品套件增加周一、周三两个每周到期日。CME 表示 WTI 原油期货是 CME 交易量增长最快的能源产品，全球石油市场越来越多地围绕着 WTI 作为价格的中心制定者，同时 WTI 拥有强大的、全天候流动性的原油基准，15% 的交易发生在非美国交易时间，30% 的交易来自于美国以外。增加每周到期日将允许市场参与者购买短期保护，以应对突发事件，从而为市场参与者提供管理波动的灵活性。

CME 集团在 7 月底推出加密货币比率期货

芝加哥商业交易所集团 (CME) 宣布将于 7 月 31 日推出以太币 / 比特币比率期货，该期货

将以 CME 以太坊期货最终价的值除以相应 CME 比特币期货最终价的值，以现金结算。新合约的上市周期将与 CME 比特币期货和以太坊期货合约同步。CME 表示以太币和比特币一直高度相关，然而随着这两种资产的长期增长，市场动态可能对其中一种的表现影响大于另一种，从而创造了相对价值的交易机会。投资者将能在单笔交易中捕获以太坊和比特币的风险敞口，这是其不断增长的加密货币产品套件的进一步扩展。

■ CME 集团为满足市场需求推出最新电池金属合约

随着市场上与紧俏金属相关的价格风险的对冲需求不断增长，CME 集团旗下的纽约商品交易所（COMEX）7 月 17 日推出了基于商品指数公司 FastMarkets 基准的碳酸锂期货合约。CME 在其网站上表示：“电动汽车和电子设备的大规模电池存储应用的快速增长增加了锂的需求和价格风险。碳酸锂期货将为市场提供价格透明和高效的风险管理工具。”碳酸锂期货合约将与 COMEX 现有的钴和氢氧化锂电池金属合约同时交易。目前国际市场上新加坡交易所也于 2022 年 9 月推出了一套电池金属合约，包括金属钴、氢氧化钴、碳酸锂和氢氧化锂。

■ 纳斯达克将为巴西 B3 建立新的清算所

巴西 B3 交易所与纳斯达克签署了一项多年期协议。纳斯达克将为其建设一个新的清算所，届时将涵盖所有主要资产类别，包括股票和上市衍生品。两家公司在声明中表示它们将相互学习，B3 将借鉴纳斯达克在提供实时清算解决方案方面的经验，而纳斯达克将学习 B3 在运营大交易

量市场方面的专长。

欧洲

■ Eurex 将基于欧元短期利率衍生品扩大其合作伙伴计划

欧洲期货交易所（Eurex）计划基于短期利率（STIR）衍生品扩大其合作伙伴计划。合作伙伴计划的扩展是 Eurex 为市场提供更多选择并将更多系统的相关业务引入欧盟的最新举措。它不仅帮助客户在不同的中央对手方之间分散风险，而且还能从全面的跨产品保证金效率中获益，通过最广泛的证券抵押品条款和有吸引力的欧元现金抵押品条款实现最低的融资成本。通过这一最新举措，Eurex 增加了其利率衍生品套件，同时也支持了欧洲的系统稳定性和战略自主性议程。

■ EEX 和纳斯达克宣布有意将纳斯达克的欧洲电力业务转让给 EEX

欧洲能源交易所（EEX）和纳斯达克宣布达成了一项协议。根据该协议，EEX 将收购纳斯达克的欧洲电力交易和清算业务。该交易将涉及纳斯达克的北欧、法国和德国电力期货，以及欧洲碳排放配额期货（EUA）。作为协议的一部分，EEX 将更新目前的北欧电力市场结构，用分区期货合约取代电价地区差价合约。在收到监管部门的批准之前，纳斯达克将继续照常运营其欧洲电力交易和清算业务。在收到所需的批准后，纳斯达克需通知市场关于现有未结头寸转移到 EEX 的时间。

■ EEX 交易委员会有意扩大北欧电力市场的产品范围

欧洲能源交易所 (EEX) 的交易委员会于 2023 年 6 月 28 日召开了今年的第二次会议, 会议的重点是引进新的 EEX 产品, 特别是北欧分区电力期货、新的天然气期货和排放配额交易产品的合并, 以及成立一个新的算法交易工作委员会。EEX 目前为北欧电力衍生品市场提供的期货产品应用了 "系统价格" 逻辑, 这意味着市场参与者可以针对北欧系统价格对其生产和消费进行对冲。现有的产品将扩大为包括北欧 12 个招标区的 "分区电力期货", 这种模式已经被证明是欧洲大部分地区的成功方法。北欧电力市场现有的 EEX 期货将继续存在, 以便市场参与者可以继续使用这些合同进行套期保值。

■ LME 从 7 月 24 日起下调铝和铜的每日价格限制至 12%

伦敦金属交易所 (LME) 7 月 4 日宣布引入新的基本金属每日涨跌停板 ("每日价格限制") 定价方法, 并更新所有交易场所铝和铜直接合约的每日涨跌停板幅度。从 7 月 24 日起, 将所有交易场所铝和铜直接合约的涨跌停板幅度从 15% 降至 12%。LME 表示每日涨跌停板的校准审查应每两年进行一次, 并在需要额外审查的情况下临时进行。例如每日涨跌停板经常被触及 (这可能表明它们的校准范围太窄)。

■ Solactive 推出全球首个蓝色债券指数

7 月 26 日, 德国指数开发商 Solactive 宣布根据气候债券倡议组织提供的数据推出全球首个蓝色债券指数。蓝色债券是旨在支持和资助可

持续海洋和水相关项目的金融工具。它们是政府、开发银行或其他金融机构发行的债务证券, 其具体目的是为促进海洋保护和海洋资源可持续利用、保护海洋生态系统和改善水资源管理的举措提供资金。该指数的推出使得客户和投资者能够参与水和海洋生物保护的融资。

亚 太

■ 新加坡金融管理局和新交所集团宣布将与气候数据指导委员会合作

6 月 27 日, 气候数据指导委员会 (CDSC) 秘书处、新加坡金融管理局 (MAS) 和新加坡交易所 (SGX Group) 签署了一份谅解备忘录, 以合作加强全球利益相关者对关键气候转型相关数据的获取。该合作旨在促进金管局 Greenprint 项目的披露门户和净零数据公用事业全球气候转型 (NZDPU) 相关数据存储库之间的协同作用。它将允许向 ESG 报告的公司将其范围 1、2 和 3 温室气体 (GHG) 排放的数据传输到 NZDPU。这将有助于加强对这些公司气候承诺的跟踪, 而这些公司将反过来受益于访问 NZDPU 的全球数据库, 为它们自己的脱碳工作提供信息。

■ 印度国家证券交易所国际交易中心与新交所 GIFT 互联互通平台投入全面运营

新加坡交易所 (SGX Group) 和印度国家证券交易所国际交易中心 (NSE IX) 7 月 4 日宣布 GIFT 互联互通平台 (NSE IX-SGX GIFT Connect) 投入运营。GIFT 互联互通平台集合了国际和印度国内市场参与者, 创造出一个规模更大并更具深度流动性的交易平台, 同时为

投资者打造了一个扩展的 Nifty 产品框架。GIFT Nifty² 产品的交易和配对将于古吉拉特邦国际金融科技城进行，合约的清算和结算将由新交所在新加坡管理。

港交所推出双柜台模式

6月19日，香港交易所（HKEX）推出“港币-人民币双柜台模式”。双柜台模式即港股市场设立港币和人民币两个柜台，分开交易两种货币股票，允许投资者跨柜台自由转换以缩小价差，同时引入做市商机制以提高流动性。腾讯控股、快手、阿里巴巴、京东等21家公司的证券被指定为港币-人民币双柜台证券，它们分布在金融、地产、互联网、消费、科技等行业。中国香港目前是全球最大的离岸人民币业务中心，其中人民

币外汇和衍生品交易量占据全球离岸市场总量近七成。该模式的推出旨在为发行人和投资者提供港币和人民币币种结算的选择，从而允许在境外持有离岸人民币的投资者可以根据自己需要选择交易柜台，并直接以人民币买卖港股，提高两地资本市场双向开放及优化的水平。

港交所与印尼证券交易所合作开展 ESG 措施和新产品

香港交易所（HKEX）7月26日与印尼证券交易所（IDX）签署协议，就 ESG 措施、联合上市和新产品进行合作，以发展各自的金融市场，其中包括在亚洲推广可持续金融，在中国香港和印度尼西亚市场跨境上市，以及联合产品开发等方面。

国际衍生品行业与监管机构动态

欧洲启动对中央对手方的第五次压力测试

欧洲证券和市场管理局（ESMA）于6月初开始对活跃在欧洲的中央对手方（CCP）进行第五次压力测试，此次测试比之前的测试更密切地关注信用、集中和流动性风险。ESMA 主席 Verena Ross 在公告中指出，CCP 压力测试是 ESMA 的一个关键监管工具，第五次压力测试根据 ESMA 不断变化的任务审查了核心风险类别，并仔细研究了风险可能溢出到金融市场的影响，即不仅要对 CCP 进行压力测试，还要衡量对更

广泛的金融生态系统的潜在风险。测试涵盖 14 个欧洲 CCP 和 2 个英国的 CCP，英国的 LCH 和 ICE Clear Europe 在进行单独的系统性风险评估后将继续在欧盟地区得到认可。

欧洲央行计划就交易对手信用风险进行重点监管

欧洲央行（ECB）就银行在与非银行等对手方进行证券融资和衍生品交易时管理对手方信用风险的方法发起了公开咨询。ECB 表示，交易对

² GIFT Nifty 是一种新的衍生品指数，是基于 Nifty 指数的美元计价期货合约，在 NSE IFSC 交易所交易。

手信用风险（Counterparty Credit Risk, CCR）是 2024 年的监管重点，因为银行越来越多地向非银行金融中介机构等公司提供服务，这些公司被认为透明度较低，因此风险更大。欧洲央行发现，尽管银行在管理 CCR 方面取得了进展，但在客户尽职调查、定义风险偏好、违约管理流程和压力测试框架方面还需要改进。此外，欧洲央行还强调了交易前和交易后明确的抵押品管理和监测框架的重要性。

■ FIA 支持美国国会授权 CFTC 对加密货币现货市场进行监管

美国期货业协会（FIA）支持美国商品期货交易委员会（CFTC）在国会授权下直接监管影响衍生品的现货市场。FIA 首席执行官 Walt Lukken 在美国众议院农业委员会听证会上指出，将现货加密货币市场纳入 CFTC 和美国全国期货协会³（NFA）的授权范围，将使得客户得到与交易所交易和清算衍生品市场上的客户相同水平的保护。鉴于现货数字资产市场存在破坏性交易和操纵的可能性，CFTC 的执法行为以及监督影响商品衍生品交易的现货市场的历史，将使其在加密货币市场中承担更广泛的作用。

■ ESMA 公布关于简化监管数据的五年计划

欧洲证券和市场管理局（ESMA）公布了五年计划。ESMA 表示，其中一项计划是创建欧洲单一接入数据点（ESAP），这被视为支持欧洲资本市场联盟改革和加强 ESMA 作为市场数据提

供者作用的关键步骤。ESMA 主席 Verena Ross 指出，ESMA 希望为减少公司的合规负担做出贡献，通过提高标准化以及在整个报告过程和整个数据生命周期中使用现代 IT 解决方案来提升数据报告质量。ESMA 将加强与欧盟各国当局的数据共享，并通过 ESAP 等为包括散户投资者在内的更广泛的市场提供对金融数据的访问。

■ FIA 标准制定机构推出解决交易积压的改革

美国期货业协会（FIA）旗下的衍生品市场标准协会（DMIST）发布了第一个指导标准——界定公司如何执行和分配上市衍生品交易的标准，以解决 2020 年疫情大流行后大量交易积压的问题。

这个“30/30/30”标准要求客户在 30 分钟内将指令分配给他们的执行经纪人，执行经纪人在 30 分钟内将交易分配给清算经纪人，清算经纪人在 30 分钟内将交易记入相关客户的账户中。同时，DMIST 正在研究进一步的数据字段和标准化，进一步明确在交易从执行到清算过程中哪些字段需要填入、以何种格式填入，以提高交易效率。

■ CFTC 提出针对网络弹性的监管改革

美国商品期货交易委员会（CFTC）在 FIA 国际衍生品博览会（IDX）会议上提出以五大支柱为基础的监管框架，对运营和网络弹性（operational and cyber-resilience）进行改革，以保护市场免受网络攻击。CFTC 的监管框架将

³ 帮助监督衍生品市场某些方面的自律监管组织。

基于五大支柱：相称和适当的方法；普遍接受的标准和最佳做法；提升治理责任；建立对第三方风险的复原力；以及利用在该领域已经完成的工作。CFTC 委员 Christy Goldsmith Romero 指出，不同规模的机构所面临的风险不同，因此弹性战略必须与每个机构相称，“普遍接受的标准和最佳做法”主要包括培训、定期审查弹性计划和测试等。

ESMA 主席 Verena Ross 指出 ESMA 正面临监管任务变化

欧洲证券和市场管理局 (ESMA) 主席 Verena Ross 对 ESMA 在成立以来的 12 年中不断变化的角色以及技术如何影响 ESMA 所监管的行业进行了反思。Ross 在国际证券借贷协会 (ISLA) 会议上表示，ESMA 现在面临更直接、更复杂的监管任务，在欧洲层面上对不同的实体、新的领域进行日常监管，如加密资产和可持续金融。ESMA 最新的《趋势、风险和脆弱性报告》指出市场面临通胀上升、全球金融条件收紧和地缘政治环境带来的风险，并指出了围绕金融市场的杠杆流动性和相互关联性的持续问题，这些都证实了有必要继续努力建设一个有弹性的欧洲金融体系。

CFTC 于 7 月召开会议讨论碳信用衍生品问题

美国商品期货交易委员会 (CFTC) 在 7 月 19 日的第二次自愿碳市场会议上讨论碳信用衍生品。CFTC 将“碳信用现金和衍生品市场的发展”和“CFTC 如何促进高质量碳信用衍生品的完整性的观点”列入讨论要点。CFTC 主席 Rostin

Behnam 表示，自愿碳市场正处于发展和增长的关键时刻，CFTC 有制定政策的责任来促进高质量碳信用的产品创新、价格发现和流动性，这些信用是在 CFTC 注册的交易所上市相关衍生产品的基础商品。去年 6 月，CFTC 就这一主题举行了第一次公开会议，以回应开发场外自愿碳交易工具的做法。

美国商品期货交易委员会 (CFTC) 新任全球市场咨询委员会成员

美国商品期货交易委员会 (CFTC) 新任命其全球市场咨询委员会 (GMAC) 成员，目前成员总数达到 128 人。CFTC 任命了全球市场结构、技术问题和数字资产市场等小组委员会的新领导层，包括任命高盛市场结构与战略合作主管 Amy Hong 担任 GMAC 主席、DE Shaw 基金的 Darcy Bradbury 担任副主席；任命摩根大通衍生品和私人市场营销全球联席主管 Brad Tully 和贝莱德美国市场结构主管 Michael Winnike 共同担任全球市场结构小组委员会主席；任命美国期货业协会 (FIA) 首席法律官 Allison Lurton 和国际掉期与衍生工具协会 (ISDA) 数据与非清算保证金基础设施全球主管 Tara Kruse 共同担任技术问题小组委员会主席等。

英国金融行为监管局拟对债权和衍生品透明度规则进行改革

英国金融行为监管局 (FCA) 将在“今年晚些时候”就衍生品透明度规则征求意见，并将继续推进引入欧盟的债券和股票综合数据带 (consolidated tape, CT) 计划。FCA 将就债券和衍生品透明度要求的进一步改革进行咨询，目

的是建立一个更简单、更有效的制度，与 CT 计划一起降低交易成本、增加透明度和提高英国市场交易数据的质量。这些举措是英国“爱丁堡改革”目标的一部分，目的是为英国脱欧后的市场监督制度建立一个监管框架。CT 计划反映了欧盟为建立自己的制度所做的努力，同时还包括欧盟发布的其他指南，如定义所谓的“交易场所范围”，以确定哪些公司需要注册并接受监督。

美国商品期货交易委员会 (CFTC) 委员指出应谨慎考虑美国国债市场改革

美国商品期货交易委员会 (CFTC) 委员 Christy Goldsmith Romero 表示，美国国债市场改革带来了机遇，但也有一些重要的问题和考虑因素，应谨慎实施将清算范围扩大到美国现货国债（包括庞大的回购市场）的建议，以避免更多的工具被纳入监管范围。Romero 指出，增加中央清算可以在市场紧张时提高透明度和确定性，并有可能降低系统性风险。额外的中央清算还将为 CFTC 提供一个机会，使其对现货和期货国债市场上持有的头寸有更高的透明度。但是应该对现金市场采用严格的定义，弄清楚关键问题及扩大清算的范围。例如有些交易看似是回购交易，但却是出于其他目的的其他类型的交易。

英国监管机构就未清算衍生品启动保证金咨询

英国金融行为监管局 (FCA) 和英国审慎监管局 (PRA) 就修改管理无担保衍生品保证金要求的技术标准发起了咨询，联合提议延长对单一股票期权和指数期权的临时豁免，使其不受双边保证金要求的约束，并提议了双边初始保证金模

型的审批规则。PRA 和 FCA 认为，延长单一股票期权和指数期权对英国双边保证金要求的临时豁免的建议，在实现审慎安全和稳健的目标、保持方法的一致性和各辖区公平竞争环境方面取得了适度的平衡。拟议的延期将持续到 2026 年 1 月 4 日。

美国商品期货交易委员会 (CFTC) 关注碳市场的“信誉危机”

美国商品期货交易委员会 (CFTC) 主席 Rostin Behnam 表示，美国衍生品监管机构计划支持高质量碳信用市场的发展，以解决“信誉危机”。Behnam 指出，自愿碳市场的金融化已经到来，自愿碳市场的整个价值链和供应链中对冲风险的需求日益增加，要求现有产品和市场具有最高的诚信度。全球范围内的公共和私营部门都在努力应对一场方兴未艾的信誉危机。CFTC 将在加强执法方面发挥作用，包括在今年 6 月要求市场机构向 CFTC 提交碳市场欺诈或操纵行为的证据，并成立了两个工作组，分别针对衍生品和相关现货市场的行为进行监督与管理。

欧洲证券与市场管理局近日完成“逆周期”保证金改革

经过漫长的起草过程，欧洲市场监管机构最终确定了针对清算公司的“逆周期” (APC) 保证金规则。欧洲证券与市场管理局 (ESMA) 近日提交了保证金规则的最终报告供欧盟委员会批准，这是对 2020 年初新冠疫情大流行后欧洲中央对手方 (CCP) 立即追缴极度保证金 (extreme margin calls) 的回应。ESMA 对疫情后市场压力对保证金模型的影响进行分析，并在 2022 年

初启动了关于 APC 保证金措施的市场咨询。ESMA 认为有必要且应审慎地推进该规则的制定，以增强欧盟 CCP 的复原力，并在可能的情况下避免保证金要求的破坏性，以限制对金融体系其他部分的潜在传染效应。

英国央行计划提高向清算和结算公司收取的费用

英国央行 (BoE) 提议提高向清算所和结算存管机构收取的费用并进行市场咨询，理由是在脱欧后 BoE 发挥监管作用将有更高成本。英国央行表示，中央对手方 (CCP) 和中央存管机构 (CSD) 的费用有所增加，因为预计在 2023-2024 年，CCP 和 CSD 将需要承担额外的政策工作，例如智能监管框架 (Smarter Regulatory Framework) 等。其中 2023 年预计将额外收取约 1280 万英镑，全年计划的监管和政策活动的成本为 1380 万英镑。市场咨询将持续到 9 月 21 日，预计将在第四季度 (即英国财政年度的第三季度) 开具发票。

欧洲央行就风险数据汇总和风险报告启动市场咨询

欧洲央行 (ECB) 就其改进风险数据汇总和风险报告的指南启动了公众咨询。指南强调了更准确的数据带来的经济效益，其中包括数字化的

进步、风险管理的改善和更有效的战略规划，这些都能为金融机构带来更高的收入和利润。欧洲央行指出了 7 个主要关注领域：银行管理层的责任；数据治理框架的应用范围；数据治理的关键角色和责任；全集团范围内集成数据架构的实施；数据质量控制的有效性；内部风险报告的及时性；以及实施方案。各公司的管理机构有责任将风险数据汇总和风险报告作为一个关键优先事项，确保数据质量和可靠性、完整性。

欧洲证券与市场管理局将取消对 3 家迪拜清算所的认可

欧洲证券与市场管理局 (ESMA) 表示，将在三个月的“适应期”后取消对 3 家阿联酋清算机构的认可，3 家 CCP 将不再被允许向在欧盟设立的清算会员或交易场所提供清算服务。ESMA 表示，这一行动是在欧盟委员会今年 3 月份将阿联酋列入高风险第三国“反洗钱黑名单”之后采取的，也是欧洲市场基础设施法规 (EMIR) 所要求的。受影响的中央对手方 (CCP) 包括迪拜商品清算公司 (Dubai Commodities Clearing Corporation)、迪拜清算有限责任公司 (Dubai Clear LLC) 和纳斯达克迪拜有限公司 (Nasdaq Dubai Ltd.)。ESMA 规定了三个月的适应期，撤销认可的决定将于 2023 年 10 月 25 日生效。

(责任编辑：李伯钧)

铜铝期货三十年：“零”到“王牌”

《中国有色金属》杂志社 朱逸慧

三十年前，从零开始，无畏风雨；
三十而立，守正创新，砥砺前行。



1992年5月28日，上海金属交易所（上海期货交易所前身）正式成立；1993年3月，沪铜期货（一号铜合约）上市；1993年11月，铝期货上市。转眼三十载，铜铝期货的上市不仅开创了国内有色金属期货市场的先河，也为后续其他有色金属品种期货的上市奠定了基础，更在这三十年间，逐渐成长壮大，为我国有色金属产业发展保“价”护航。

总结回望，铜铝期货的发展分为几个阶段？历经了多少坎坷？又给铜铝市场带来了什么变化？展望未来，三十而立的铜铝期货还有什么发展空间？

从零开始 应运而生

上海期货交易所（以下简称上期所）的博物馆内，珍藏了一份1973年当时国务院分管财经工作的副总理陈云同志的一份报告手稿复印件。此手稿叙述分析了国家对外贸易部下属公司在美国、英国的商品期货交易所进行期货交易的全过程，其中肯定了套期保值对规避风险的作用，并提出了向国外期货交易所学习借鉴的想法。

20世纪80年代，改革开放的春风吹拂大地，新的经济体制要求国家更多依靠市场这只“无形的手”来调节。1988年，时任国务院代总理李鹏同志在第七届全国人民代表大会第一次会议作的政府工作报告中，明确提出要探索期货交易，并成立专班进行研究。

1992年，上海金属交易所开业，同期，乘着这股东风，国内期货交易所纷纷开业试运营，扎入了市场经济这一池春水，中国期货市场终于迈出了历史性的第一步。

迷茫、困苦、不断的质疑声，是新生的上期所面临的第一道关卡。“姓资姓社”“计划多一点还是市场多一点”等讨论如火如荼，“期货”的出现过于新鲜，面临着意识形态的诸多阻碍。1992年年初，邓小平同志在南巡讲话中指出，对于证券、股市这些东西，“允许看，但要坚决地试”，这个“坚决”给了期货市场开拓者坚定的信心。

话题回到有色金属工业，1983年3月4日，国务院召开第十三次常务会议，同意成立中国有色金属工业总公司。总公司成立后，提出了“优先发展铝，积极发展铅锌，创造条件发展铜，根据市场需求发展其他有色金属”的方针，描绘了中国有色金属工业的发展蓝图。

面对光明的发展前景，有了明确的发展目标，有色金属工业产量开始大规模增长，工艺技术突飞猛进，企业发展迸发活力，我国有色金属开始加入市场化竞争并迫切需要市场化定价，有色金属期货应运而生。

大胆试，坚决试，但是怎么试，有色金属运用期货能带来什么效果，这在当时都是未知数。铜铝期货作为上期所最先试行的期货品种，也是国内最早出现的大宗商品期货，完成了从“0”到“1”的跨越。铜铝期货上市前后，部分有色企业观察到了这个新生事物，并抽调了精兵强将前往上期所学习期货交易知识，旨在早日熟悉期货工具，运用期货规避风险，他们也成为新中国第一批期货交易者，把在新中国出现不久的期货牢牢镶嵌进了有色金属工业的发展历程。

蹒跚学步 探索前行

期货交易的出现打破了国内有色金属计划价格和市场价格并存的“双轨制”，铜铝期货应运而生，在摸着石头过河的成长过程中，铜铝期货逐渐找准了发展模式和方向。



期货作为舶来品，在新中国运用并无先例。因此，国内期货交易伊始参考了先进国家的期货交易机制，借鉴了产品设计、集中竞价、保证金制度等内容。同时，由于当时我国正处于计划经济体制向市场经济的转型期，期货市场建设面临着复杂性和艰巨性。因此，铜铝期货从设计伊始，就必须

跳脱生搬硬套的框架，要在结合中国特色实际的背景下对具体交易规则进行改造创新。在见证助力有色金属工业发展壮大过程中，铜铝期货逐渐形成了世界上独具一格的存在。

为响应国家“优先发展铝”的战略方针，铝期货成为中国期货市场早期上市的品种之一，这是电解铝行业步入快速发展阶段的客观诉求。现任上海靖升金属材料有限公司总经理的李志华曾是有色期货的第一批交易者，他说，在国内有色期货的起步期，由于交易量占全球的比重很低，国内外的信息也不透明，导致国内期货只能充当海外的“影子市场”。中铝国际贸易集团有限公司副总经理李广飞介绍道：“1990年前后，我国电解铝产量约85万吨，消费量约83万吨，全球占比不到5%。”

因此，不同于伦铝、伦铜25吨/手的合约规模，上期所在设计铜铝期货合约之初，便将交易单位改小为5吨/手，但交割单位仍然维持25吨一张标准仓单，交割者可将五手交易单位凑成一个交割单位进行交割，这既符合有色金属工业彼时的市场规模，也符合我国期货市场散户多合约小的特点，大大活跃了有色金属期货交易，了解并参与有色金属期货套期保值的企业也大大增多。

转型中的20世纪90年代，大量企业和个人涌入期货市场，期货交易所如井喷般出现，市场活力竞相迸发，但另一方面，期货市场监管体制尚在探索中，期间过度投机、市场操纵等行为频现。

运用期货工具仿佛汪洋行舟，如若不敬畏市场，巍巍巨轮在滔天巨浪中不过是一叶扁舟，随时面临倾灭风险。1997年“株冶事件”更是给有色金属企业狠狠上了一课，期货并不是“生财之道”，而是需认真领会学习的金融工具。

1999年6月，国务院颁布《期货交易管理暂行条例》，这标志着我国期货市场逐渐步入规范发展阶段。该条例明确由中国证监会集中统一监管期货市场，各地的期货交易所经过整顿撤并，从50家仅留下了3家，上海金属交易所、上海商品交易所、上海粮油交易所三家合并组建成为上期所。此外还停止了大量期货品种交易，最终保留交易的只有上期所铜、铝、天胶，郑州商品交易所的小麦和大连商品交易所大豆五个品种。这在一定程度上代表了对铜铝期货作用的肯定，也是对铜铝期货作为商品期货发展的期待。

王牌风范 保“价”护航

世纪之交，我国有色金属工业坚实地迈开了“走出去”的步伐，中国稳步迈入世界有色金属工业大国行列；同期，我国期货市场逐渐步入规范发展阶段，保留下的铜铝期货作为留存力量，被寄予厚望；2001年12月，中国正式加入世界贸易组织，标志着中国改革开放进入历史新阶段。

历经从零开始的艰辛、徘徊思索的迷茫，新世纪，新开始，在肯定和期待下，铜铝期货与中国有色金属工业同步起飞，逐渐成长为上期所“王牌”，为有色金属工业保“价”护航。

据云南铜业股份有限公司首席市场分析师张剑辉回忆：“1998年，国内铜产业有相当一部分还是区域定价，期货价格更多的是作为参照，产业链仅有部分套保，部分运用了期货市场。”而伴随着铜产业发展壮大，产业对期货工具认识的持续深入，期货价格作为现货定价基准的共识越来越被企业接受。“这些年来，产业最大的变化就是用期货价格来服务现货定价。期货价格作为现货作价条款的组成部分，已经被直接嵌入国内现货的买卖合同中。”

中国有色金属工业协会党委常委、副会长陈学森认为，期货的价格发现功能，提高了有色金属资源市场化配置效率，提升了我国有色金属产业市场竞争力，上期所已成为全球三大有色金属定价中心之一，铜期货价格已成为我国铜产业链现货交易的定价基准。

合理使用套期保值工具已成为大中型有色金属企业规避市场风险、稳定生产经营、提质增效的重要手段。

1997年，因规划在香港证券交易所上市，江西铜业股份有限公司第一次接触到了“套期保值”。而数十年过去，从彼时的“一窍不通”到如今灵活运用多种工具组合套保，从“赶鸭子上架”到如今精英骨干专职期货，江铜已成为运用有色期货企业的“个中翘楚”。根据相关统计，我国有色金属行业营业收入排名前50位的骨干企业都参与了期货和衍生



品市场，在国内上市的130多家有色金属上市公司，半数以上使用期货和衍生品工具避险。

陈学森介绍道，2008年美国次贷危机引发全球金融风暴、2010-2012年欧洲主权债务危机、2015年美元加息和人民币汇改、2022年欧美加息，都导致国际上包括证券市场、金属期货在内的金融市场大幅震荡，部分有色金属产品价格跌幅达到70%以上。然而，由于有色金属企业较早参与期货市场，并在危机前后充分利用了期货市场管理风险，有效应对了金融危机的冲击。

从区域定价到期货定价，到提供有效的风险对冲工具，再到危急时刻的坚守，铜铝期货用实力为企业提升了经营抗风险的能力。

另一方面，随着有色金属企业应用期货工具的能力逐渐提升，对期货市场发展也提出了新要求。中国经济蓬勃发展，中国一跃成为世界最大的铜、铝生产和消费国，中国有色金属产品出口实现从矿山原料为主转变成冶炼加工产品为主，产业的转型升级也意味着有色金属企业开始深度参与国际竞争。

2004年，首届上海衍生品市场论坛在浦东江畔召开，以“世界金属市场与中国因素”为主题，邀请海内外相关人士齐聚一堂，搭起了一座中国与国际市场沟通的桥梁。之后，上期所和伦敦金属交易所正式签署合作备忘录，加强了与国际市场互动，持续提升了沪铜、沪铝定价的国际影响力。此后，中国的铜、铝产业龙头企业开始和上下游签署十年以上的长期合同，一方面在海外使用伦敦金属交易所的价格去签订矿原料的采购合同，另一方面在国内运用上期所的铜、铝期货价格和下游企业签署长单销售合同。

进入新千年后，为了满足国民经济高速发展需要，电解铝产品对外依存度相对较高，需要国际化的期货市场与产业相匹配。李广飞介绍道：“2007年，上期所开始接受境外品牌注册，2010年开展保税交割，2013年推出夜盘交易，这无疑有利于上海和伦敦两地价格联动，对提升沪铝期货的国际影响力，提升期货市场配置资源的功能意义深远。”

有色王国 群星闪耀

2023年6月19日，全球首个实物交割的氧化铝期货在上期所正式挂牌交易。上市现场，掌声雷动，氧化铝企业龙头齐聚一堂，衷心祝愿氧化铝期货上市谱写铝业期现融合新篇章。中国有色金属工业协会党委副书记范顺科在现场表示，“氧化铝期货上市意义深



2023年6月19日，全球首个实物交割的氧化铝期货在上期所正式挂牌交易。

远。这将成为推动构建全球氧化铝定价体系的重要举措，建立‘中国价格’，将更好地提升我国铝产业国际影响力和话语权；氧化铝期货上市能更好地满足企业规避风险、提质增效的需求，持续推进铝行业高质量发展。”

氧化铝期货的上市，进一步丰富了我国有色金属衍生品序列，能够与铝期货、铝期权形成协同效应，满足企业精细化风险管理需求，助力企业稳健经营。

6月19日，氧化铝期货首批上市交易AO2311、AO2312、AO2401、AO2402、AO2403、AO2404、AO2405、AO2406共8个合约，挂牌基准价均为2665元/吨，全天成交10.07万手（单边，下同），成交金额54.62亿元，持仓1.47万手。

不同于三十年前的步步维艰，此时氧化铝期货的上市之路，并不孤单。

党的十八大以来，我国有色金属工业规模扩张最快、经济效益最好、技术进步最显著、国际合作最广泛，逐渐成为推动世界有色金属工业发展的重要力量。同期，我国期货市场进入创新发展的“黄金时代”，市场规模体量不断扩大，服务实体经济的深度和广度持续拓宽，“中国价格”的国际影响力快速提升。2022年，有色金属期货交割金额582亿元，约占我国期货市场交割金额的38%；2022年，铜、铝、锌位列我国商品期货功能评估综合评分前三位。

在问及设计思路时，上期所负责人明确说明：“氧化铝期货的设计过程中，既借鉴了已上市品种的成功经验，也充分考虑了品种特性，着力风险防范，重视市场发展。”

过去十年，上期所有色金属品种市场开疆拓土，屡屡“上新”。

——就期货品种来看，铜、铝、锌、铅、锡、镍、黄金、白银8大期货品种发展成果喜人，氧化铝期货刚刚上市，铝合金、镁、钨期货品种正在研发之中。有色金属期货品种的产品序列阵容，值得关注 and 期待。

——就期权来看，2018年9月21日，我国第一个工业品期权品种——铜期权合约正式在上海期货交易所上市交易，对铜期货形成有效补充，不仅丰富了实体企业市场风险管理的工具，提升实体企业的市场风险管理水平，也对我国构建多层次资本市场有重大意义。2019年12月20日，我国首个场内贵金属期权——黄金期权正式挂牌交易。2020年8月9日，铝期权、锌期权携手上市。2022年12月26日，白银期权正式挂牌交易。

2020年11月19日，有色金属期货品种首个国际化品种——国际铜期货在上期所子公司上海国际能源交易中心正式挂牌交易，携手沪铜期货，以“双合约”模式共同服务境内外交易者和产业机构，产业持仓规模不断提升，服务产业能力不断增强，产业企业参与逐渐深入，服务实体经济的能力有效提升。上期所积极推动商品期货、期权向合格境外投资者制度（QFI）开放，自2022年9月起，沪铜、国际铜、沪铝等有色金属在内的16个品种引入QFI直接参与，投资者结构进一步优化。

从只有场内期货产品、仅限境内客户参与，到既有期货又有期权、既有场内业务又有场外服务、既有境内客户又有境外客户的多元化开放发展状态，上期所让我们看到，品种的增加不仅仅意味着



快速增“量”，也同样注重产业链的覆盖和“质”的提升。一切的一切，都需围绕“服务实体经济”的初心出发。

数据显示，2022年，上期所锡期货和铜、锌期权按成交吨数居全球首位，铜、铝、铅、锌、镍期货及铝期权成交吨数居全球第二。2023年上半年，上期所有色金属期货期权累计成交1.77亿万手，成交金额24.82万亿元，占国内市场份额的4.51%和9.47%。

三十载弹指一挥间，沪铝、沪铜这两名“老将”坐镇，用实践铺就了中国有色期货的前路，铜、铝、锌、铅、锡、镍、黄金、白银8个期货品种列成星阵，铜、铝、锌、黄金、白银期权相向而行，国际铜期货遥遥呼应，而“氧化铝”这颗新星正冉冉升起，“有色王国”群星闪耀。

三十而立 未来可期

三十而立的铜铝期货，未来如何？这不仅仅关乎铜铝期货，更映射着期货市场以及有色产业的发展。今年5月底召开的第二十届上海衍生品市场论坛，“三十而立，守正创新”成为留给上期所、行业协会、企业讨论的核心主题。

见出以知入，观往以知来。总结铜铝期货三十年的发展经验，曾任中国期货业协会副会长的有色“老兵”张宜生感慨：“反观我们为什么能走到今天，铜铝期货的发展，有一条最基本的经验，就是始终和实体经济的发展捆绑在一起。”

三十年“服务实体经济”之初心不改，广度和深度持续跃进，上期所精力将聚焦于更完善的产品序列、更丰富的场外衍生品业务和更精准的企业服务。从铜铝期货出发，上期所期待的未来，是任何一家有色企业，无论是何金属品种，无论业务是在境内还是境外，是龙头上市企业抑或专精特新、中小微企业，都能在上期所找到合适的风险管理工具。

从有色金属工业出发，铜铝期货的未来与高质量发展之路息息相关。就深化产融协同推进产业高质量发展，陈学森提出了四点要求：

一是要着眼全产业链，尽可能多地增加期货品种，更深入全面地服务实体企业平稳运行。第一，对于已上市的规模较大产品，发挥我国产业链完整且规模较大的优势，以全产业链平稳供应和平稳运行为目标，尽可能完成全产业链纵向的产品上市；第二，对于规模较小的产品品种，通过增加细分标准，以全链产品为上市目标，稳步推出期货上市新品种。

二是加快有色金属期货市场国际化进程，增强重要大宗商品的价格影响力。以高水平对外开放为抓手，结合国际铜期货运行的经验，加快推动相关有色金属期货的国际化，加快形成与我国有色金属产业规模和市场地位相适应的国际价格影响力，共同开创产融合作高质量发展新局面。

三是深化期货服务实体功能，探索新的供给侧结构性改革途径。要研究深化期货服务实体功能，以市场化手段提高有色金属行业资源配置效率，研究交割品牌注册增加产业政策符合性要求，以更好实现期货市场服务有色金属供给侧结构性改革需求。

四是要研究绿色产品期货市场。适应“双碳”战略发展和碳关税要求，研究利用期货市场开发绿色产品价格发现及交易功能，推广绿色产品，助推有色行业完成“双碳”目标。

从初涉市场化转型，到改革开放和工业化浪潮下的快速发展，再到聚焦高质量发展，建设有色强国之路，期货都是有色金属工业不可或缺的伙伴。从铜铝期货应运而生，到有色期货列成星阵，再到刚上市的氧化铝期货，抑或未来即将开辟上市的镁、钨及绿色产品期货市场，我们有理由相信，在携手同行的路上，期货市场必将与有色金属工业走向更深度的融合。



合成
橡胶

期货及期权上市

THE LAUNCH OF BUTADIENE RUBBER FUTURES AND OPTIONS

合和之期 合为大成

全球首个合成橡胶期货及期权 在上期所挂牌交易

2023年7月28日，全球首个合成橡胶期货及期权在上海期货交易所（以下简称上期所）正式挂牌交易。作为上期所首个期货及期权同步上市的品种，以丁二烯橡胶为标的商品的合成橡胶期货已于上午9时挂牌，合成橡胶期权已于21时挂牌。

中国证监会期货监管部张博宣读中国证监会《关于同意上海期货交易所合成橡胶期货及期权注册的批复》。上海市地方金融监督管理局副局长黄振球，中国石油和化学工业联合会副会长兼秘书长赵俊贵，中国石油天然气股份有限公司炼油化工和新材料分公司高级副总经理何盛宝，中国石化化工销售有限公司副总经理李锁山，上期所理事长田向阳先后致辞。上期所总经理王凤海主持上市活动。

来自证监会系统单位、上海市、相关行业协会、合成橡胶产业链上下游企业、上期所会员单位、交割库、质检机构、市场机构、新闻媒体等共同见证了本次上市活动。

我国首个航运期货品种——集运指数 (欧线) 期货在上期所全资子公司 上期能源挂牌交易



2023年8月18日，我国首个航运期货品种——集运指数（欧线）期货在上海期货交易所全资子公司上海国际能源交易中心正式挂牌交易。

中国证监会副主席方星海，上海市副市长解冬，交通运输部水运局副局长杨华雄，中远海运集团总经理助理兼中国船舶代理及无船承运人协会会长韩骏，中国船东协会常务副会长张守国，上海航运交易所总裁张页和上海期货交易所理事长田向阳先后致辞。中国证监会期货部主任杨光宣读中国证监会《关于同意上海国际能源交易中心上海出口集装箱结算运价指数（欧洲航线）期货注册的批复》。上海期货交易所总经理王凤海主持上市活动。

据悉，集运指数（欧线）期货采用“服务型指数、国际平台、人民币计价、现金交割”的设计方案，是我国首个服务类期货品种，也是首个在商品期货交易所上市的指数类、现金交割的期货品种。我国港口集装箱吞吐量世界第一，推出集运指数（欧线）期货，可以满足航运企业和外贸企业风险管理需求，提升产业链企业风险管理水平和国际竞争力。

来自国务院相关部委、上海市有关负责同志、证券期货监管系统、相关行业协会、市场机构及新闻媒体的代表共同见证了本次上市活动。

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

联系人：陈昊

电话：021-68401283



编辑部地址：上海市浦东新区浦电路 500 号 35 楼 邮编：200122
电话：021-68401283 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：上海邦达敏奕印务有限公司
印刷日期：2023 年 9 月 25 日
印数：3000 册
上海市连续性内部资料准印证 (K) 160 号