

# 期货与金融衍生品

FUTURES AND FINANCIAL DERIVATIVES

商品期货市场对外开放的国际比较与经验借鉴  
“现货+期货”风险管理业务对石化产业的启示  
2023年上海原油期货和期权市场发展报告  
我国商品类场外衍生品市场发展研究

VOLUME 136

JUNE 2024

总第136期

2024年6月



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 136 · JUNE 2024

2024年6月·总第136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	刘东旭		
本期编辑	陈 昊	刘 畅	梅不寒
	洪加其	李泽海	李海明
	李青钰		



上海期货交易所  
SHANGHAI FUTURES EXCHANGE

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

## 国际视窗

- 02 商品期货市场对外开放的国际比较与经验借鉴  
邵运文 周宇

## 市场建设

- 17 “现货+期货”风险管理业务对石化产业的启示  
吕行
- 24 2023年上海原油期货和期权市场发展报告  
鄢颖 罗知林
- 32 我国商品类场外衍生品市场发展研究  
宋斌

## 上期核心价值观

- 43 上期核心价值观之我见  
曹庆贺
- 46 初识上期精神  
——我心中的上期核心价值观  
孙鹏程
- 49 探寻我心中的上期核心价值观  
陶冰星

## 国内产业经济动态

- 51 政策及产业动态（2024年3月-4月）  
上海期货交易所北方市场服务中心 汇编

# 商品期货市场对外开放的 国际比较与经验借鉴\*

上海社会科学院 邵运文 周宇

## 一、引言

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

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

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

\* 本文转载自《西南金融》，部分内容有修改。

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

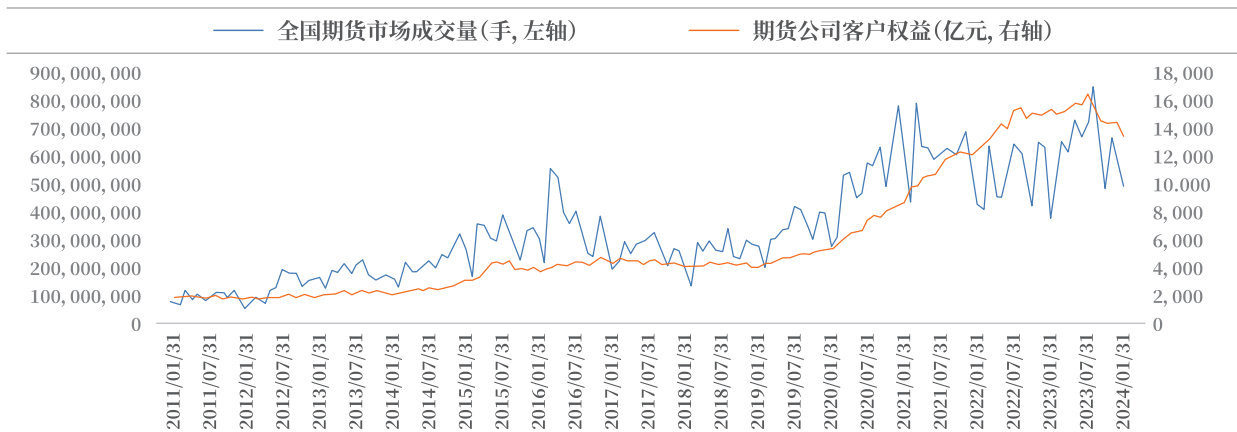
现有文献主要围绕我国期货市场的发展历程、现状、意义等角度进行论述。本文基于新时代金融开放特点，将商品期货市场对外开放界定为商品期货交易与期货服务业的双向有序开放，从“引进来”与“走出去”两个维度展开，基于期货合约、期货公司、期货交易所三种角度，进行多国商品期货市场对外开放的对比研究。由于发达国家与新兴市场国家的期货市场对外开放目的存在一定差异，同时鉴于我国同时具有“世界第二大经济体”与“发展中国家”的双重身份，本研究选择美国、日本、印度、俄罗斯作为研究对象。在经济规模上，我国与美国、日本的经济体量均位于世界前列；在发展阶段方面，我国与俄罗斯、印度同属于新兴市场国家。加之美国、日本、印度与俄罗斯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

## 二、我国商品期货市场的开放现状

### （一）我国商品期货合约对外开放现状

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

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



数据来源：Wind

图1：我国期货市场成交概况

表 1：中国国际化期货品种上市及国际化时间

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

数据来源：各期货交易所官网

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

## （二）我国期货服务业对外开放现状

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

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

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

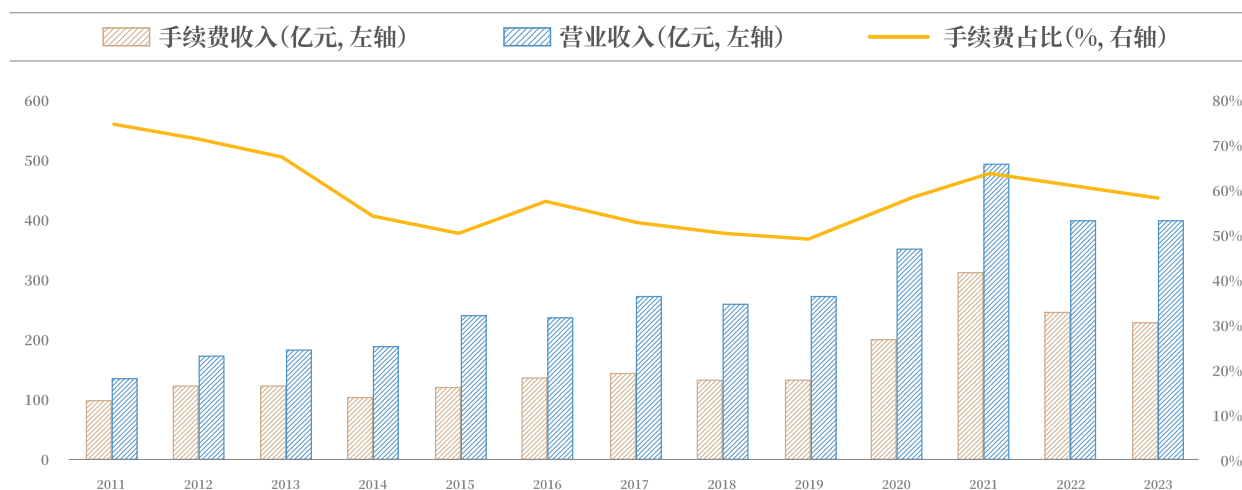
而创新服务业务方面发展较为局限。随着我国期货服务业外资股比放开，未来我国境内将出现更多外资控股或独资的期货公司，其业务模式多元化，在高频交易、风险管理、资产管理等业务方面经验丰富，较少的国外期货公司仅依赖经纪渠道业务获利。外资机构进入我国期货服务业将加剧行业竞争，也将倒逼我国期货公司业务转型升级。

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

表 2：我国期货服务业行业对外开放政策梳理

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

资料来源：根据政府部门公开资料整理



数据来源：Wind

图 2：期货市场经纪业务手续费收入及占比

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

### 三、商品期货市场对外开放的国际经验

#### （一）美国商品期货市场的对外开放

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

1. 全能型期货公司是美国期货市场国际化的重要载体。

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

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

2. 跨境并购合作是美国期货交易所拓展海外影响力的重要路径。

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

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

表 3：2020 年美国境内期货佣金商客户权益排名前十位

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

数据来源：美国商品期货交易委员会 (CFTC)

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

### 3. 制度环境对于美国期货合约国际化交易

具有积极作用。

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

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

更加严格，存在“宽进严出”的趋势。

从非正式制度来看，民间习俗、社会舆论、道德传统等非正式制度若与正式制度相一致，则会加强正式制度的贯彻效果。美国社会对期货市场的舆论经历了由消极转为积极的过程。1987年华尔街经历了“黑色星期一”，市场投资者将问题归咎于股指期货，而随着官方对市场投资者的积极引导，美国公众的看法逐步发生变化。1994年格林斯潘曾表示，近年来期货市场发展促进了经济效率，期货市场可以将风险拆解成不同部分，并转移给了愿意承担和管理的投资者。美国前财政部部长也曾指出，期货市场在促进美国经济发展、价格发现以及分散市场风险方面发挥了重要作用。相较而言，我国中航油投机事件、国储铜事件、“原油宝”事件等负面新闻广为人知，一方面说明了我国企业缺乏期货交易的专业人才，企业未能充分利用期货进行风险管理；另一方面，期货市场负面舆论也对期货市场发展速度构成制约。期货市场的经济功能需要政府层面的正确宣导，增加期货工具的应用场景，进而改善企业居民对期货市场的认知。

## （二）日本商品期货市场的对外开放

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

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

1. 日本商品期货市场开放进程与其现货贸易发展错位。

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

2. 境内外期货市场规则差异影响境外投资

者市场参与度。

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

3.日本积极的期货法律制度改革对其期货市场存在正反双重影响。

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

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

### （三）印度商品期货市场的对外开放

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

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

1. 印度金融期货先于商品期货开放以保护境内投资者。

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

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

2. 印度期货交易所对境外机构持股持开放态度。

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

3. 印度期货交易所挂牌合约积极参与跨境交叉上市。

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

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

#### （四）俄罗斯商品期货市场的对外开放

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

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

1.期货市场对外开放的效果受到期货市场自身发展水平的制约。

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

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

2.俄罗斯期货合约发展与其地缘经济密切相关。

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

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

3.对外开放促进俄罗斯期货市场的创新发展。

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

#### 四、各国期货市场开放的比较

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

表 4：莫斯科交易所的有色金属合约以伦敦金属交易所的价格进行报价结算

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

数据来源：莫斯科交易所官网

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 五、政策建议

### （一）试点商品期货跨境交叉上市，加快商品期货合约国际化进程

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

### （二）谨防制度对接型风险，加强期货市场跨境监管合作

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

表5：境外商品期货市场对外开放对比

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

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

### （三）推进“期现联动”业务发展，培育全能型期货公司与贸易商

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

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

#### （四）推进期货交易所跨境持股，提升规则话语权

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

#### （五）布局海外大宗商品交割库，推进境外经纪业务

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

（责任编辑：刘畅）

#### 作者简介：

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

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

# “现货+期货”风险管理业务对石化产业的启示\*

中国石油化工集团有限公司 吕行

能源化工大宗商品市场价格具有明显周期性、季节性特征，特别是在价格下行周期，能源化工品销售企业大多面临量价齐跌的困难和滞销堵库的风险，而买方客户具有按自身生产计划采购原料现货的刚性需求，希望在价格下行周期进一步降低采购成本。基于供需两端实际，风险管理公司作为具有贸易属性的持牌金融公司，能够发挥自身贴近产业经营、熟悉期货市场、具备金融与现货交易资质的业务优势，通过介入购销双方和购销环节，以“现货价=期货价+基差”的定价方式，解决“卖方（希望）高价卖，买方（希望）低价买”的价格博弈以及上游工厂提供产能预售的核心诉求。从当前市场看，“先提货再确定价格”和“先确定价格未来再提货”已成为部分生产加工企业和商品贸易企业的主流定价模式，是原料采购和产品加工企业稳定市场份额、防止下游客户流失的重要措施之一。

## 一、风险管理公司主要业务模式与基本逻辑

风险管理公司服务实体企业的主要业务模式包括基差贸易、场外衍生品业务、做市等。

### （一）基差贸易业务

基差贸易是指风险管理公司以确定价格或以点价、均价等方式提供报价，并与客户交易现货的行为。

基差贸易的基本逻辑是帮助买方/卖方转移现货价格波动风险。核心是将期货价格作为现货定价的基准，即“现货价=期货价+基差”。操作模式一（先提货，后点价）为点价方先办理现货提货，然后在提货后的一段时间内（点价期）根据行情走势选择有利时点的期货价，加上买卖双方提前协商的固定的基差，确定由“期货价+固定基差”的现货结算价格。操作模式二（先点价，后提货）为买卖双方通过期货点价提前确定未来的现货交货价格、数量和交货期，在交货期以该价格完成付款和发货。生产和销售企业获得下游客户的采购计划，提前安排生产和销售计划，在交货期以市场价格向风险管理公司销售现货，不承担价格波动风险；下游客户按“点价成交的期货价格+基差”形成的交货价格，在交货期向风险管理公司采购现货。

相比于传统现货贸易“一口价”的定价方式，基差贸易的定价方式更灵活科学。买方可降低原材料采购成本和库存成本，提前锁定企

\* 本文转载自《能源化工财经与管理》，部分内容有修改。

业利润；卖方可稳定销售价格和利润水平，并降低库存压力。风险管理公司通过引入基差定价，可帮助上下游客户平滑利润曲线、稳定收益，为客户提供一种科学有效的风险管理手段。

## （二）场外衍生品业务

场外衍生品是指在国务院期货监督管理机构批准的期货交易场所之外交易的，价值取决于一种或多种标的资产的合约。其中，标的资产包括但不限于商品、股票、指数、基金、利率、汇率、信用及其相关衍生品，合约类型包括远期、互换（掉期）、期权。目前，风险管理公司的风险管理业务以场外期权为主，为客户提供高度定制化的产品；并不局限于简单的看涨或看跌产品，还通过设计保底、封顶结构化产品，满足客户的多种风险管理需求。

期权是指风险管理公司和客户约定，在约定时间内，期权买方拥有以执行价格买入或卖出特定标的物的权利。其操作模式是，客户根据对市场的判断，认为某一商品未来价格可能上涨，则向风险管理公司支付相应权利金；若未来该商品市场价格上涨，且高于执行价格，客户可选择执行合约，风险管理公司仍以执行价格将商品出售给客户；反之，若未来该商品市场价格大幅下跌，低于执行价格，客户可放弃执行期权合约，从市场以较低价格购买该商品，其仅损失权利金。风险管理公司在为客户提供场外期权业务的同时，还在期货市场做对冲操作，因此，当商品市场价格上涨时，风险管理公司可通过对冲盈利填补客户以执行价格购买该商品对自身造成的亏损；当商品市场价格下跌时，客户所付权利金可抵扣风险管理公司对冲操作的部分亏损。

## （三）做市业务

做市是指风险管理公司作为做市商为特定的期货、期权等衍生品合约提供连续报价或回应询价，并利用自有资金作为交易对手方提供市场流动性服务的行为。做市商是指经交易所认可，为指定品种的期货、期权合约提供双边报价等服务的法人和非法人组织。做市商通过做市制度来维持市场的流动性，通过买卖报价的适当差额来补偿提供服务的成本费用，并实现一定的利润。

做市的操作模式是，风险管理公司为市场提供买卖报价，若期权或期货报价合约被动成交，风险管理公司平仓或者用其他流动性较好的合约来对冲，最终将风险敞口控制在一定范围内。风险管理公司在做市业务中主要赚取买卖价差、波动率套利、交易手续费返还和交易所奖励。

## 二、期货与风险管理业务发展历程

### （一）期货市场发展历程

1848年，芝加哥期货交易所的设立标志着现代期货市场的诞生。20世纪70年代，外汇期货、利率期货、股指期货等金融期货相继出现。1990年，郑州粮食批发市场作为中国第一个商品期货市场开始起步，中国期货市场逐渐形成。期间，期货市场经历了从农产品到金属、能源等多元化标的物的扩展，从单一的交易模式到电子化、全球化的演变，以及从投机交易到风险管理功能的转变。

2012年，期货公司通过设立子公司来开展风险管理服务的业务试点工作在中国启动，首批8家风险管理公司成立，开启了探索服务实体经济的新模式。2015年，风险管理公司的发展路径逐渐清晰：一是以期货、现货（以下

简称期现)业务为基础的大宗商品基差贸易路径,二是以场外衍生品业务为抓手的金融服务路径。越来越多的风险管理公司开始专注在现货领域通过基差贸易、仓单服务等来打造专属核心品种,为产业和机构客户提供定制化服务。2017年,中国首个商品期权——豆粕期货期权上市并实施做市商制度,风险管理公司逐渐成为期货市场最大的做市商群体之一。自此,做市业务开始与期现业务、场外衍生品业务共同成为风险管理公司的三大主要业务。随着股东对行业认知不断加深而增大支持力度,风险管理公司的数量和规模快速增长。截至2024年3月31日,共有96家期货公司在中国期货业协会备案设立99家风险管理公司,其中有97家风险管理公司备案试点业务。中国证券监督管理委员会、中国期货业协会分别出台《期货公司监督管理办法》和《期货公司风险管理公司业务试点指引》,明确了风险管理业务是期货公司控股子公司经营的持牌金融业务。

2022年,以《中华人民共和国期货和衍生品法》实施为标志,期货和衍生品业务发展步入新阶段。新阶段较以往有了较大的改变,明确了期货和衍生品市场的法律地位和监管体系,促进了市场创新和发展,完善了风险管理机制,增强了对投资者的教育和保护,深化了对外开放和国际合作。

## (二) 中国期货和衍生品市场发展现状

期货和衍生品市场品种体系日益丰富。截至2024年5月底,在中国境内上市的期货、期权品种共131个,较2018年底的61个,数量增长超过了一倍。

期货和衍生品市场规模稳步增长,逐渐与中国全球贸易体量和超大规模市场的风险管理

需要相适应。

期货和衍生品交易者结构持续优化。截至2023年6月,全市场机构投资者成交量占比46.3%,较2018年同期上升25.6%。产业客户参与度稳步提升,2023年6月,产业客户持仓占比提升至31.5%,A股上市公司套期保值参与率由2013年的6.5%提升至22.9%。

期货和衍生品市场服务效能水平不断提升。近年来,受新冠疫情、地缘政治、世界经济增速放缓等不利因素影响,期货市场的价格发现、风险管理、资源配置功能更加凸显。2021年至2023年6月,期货风险管理公司通过期现业务累计服务实体企业8.3万家次。

中国期货和衍生品市场的发展为石化产业提供了丰富的风险管理工具,有助于企业套期保值,化解价格风险和库存跌价风险,保护生产经营利润。同时,期货市场的价格发现功能反映了未来的供求变化和价格走势,有助于企业更好地安排生产和采购计划,优化资源配置。此外,期货工具有助于产业链上下游企业化解传统现货贸易“卖方高价卖,买方低价买”的价格博弈难题。

## 三、石化产业开展期现结合风险管理业务的背景和意义

### (一) 背景分析

#### 1. 市场情况。

市场竞争日益激烈,产业格局不断变化,风险管理业务已是惯例。近年来,以石油为代表的大宗商品供需格局、价格形成机制逐渐演变(石油输出国基于自身利益诉求,正越来越频繁地通过限产保价来引导国际油价),加之地缘政治形势持续紧张,石化产业链将面临较长时间的高油价、高原料成本压力。与此同

时，由于国内原油加工和化工产能日益提升，而下游需求难以同步增长，能源化工品价格波动剧烈，石化企业盈利空间不断缩小，稳价保供需求趋于迫切。面对市场急剧变化，能源化工市场参与者积极寻找风险对冲渠道，探索利用期货市场的价格发现和风险对冲功能，缓冲或降低价格波动风险，维护自身经济利益。

2022年以来，石化企业普遍经营困难，盈利能力显著下滑，主要原因除国际油价居高不下外，还包括中下游加工产能过剩且终端需求不足，导致多数化工中间品价格低迷，原料与产品购销价差倒挂。炼油产能方面，2022年底，中国原油加工能力增至9.1亿吨，超过美国成为世界第一；炼油化工产能利用率同比下降1.4%至76.7%。加工能力方面，2022年，中国80%的石化产品产能同比明显增长，60%的产品产能增幅扩大，产能过剩和需求乏力的矛盾进一步凸显。未来2~3年，随着国有、地方、民营炼化企业产能规模与质量稳定性同步提升，产业竞争将更加激烈，主要石化产品价格下跌趋势愈发明显，乙二醇等多数石化产品原料价格与产品价格持续倒挂或接近倒挂，加工毛利处于历史低位状态。

在现货市场价格倒挂的困难情况下，能源化工品期货市场日益成熟，品种不断增多，流动性日趋增强。目前，在中国已上市的131个期货、期权品种中，石化期货品种从2018年的7个增至33个，基本覆盖炼油化工产业链。中国证券监督管理委员会正积极推动成品油、天然气、石脑油、对二甲苯、聚酯瓶片、丙烯、纯苯等期货品种上市，为石化企业管理价格风险提供丰富的工具和手段。

随着国内能源化工期货品种日臻丰富，

产品链日益完善，未来，利用能源化工期货开展套期保值，提升抵御市场持续波动风险的能力，将成为企业不可或缺的重要经营手段。

## 2.企业情况。

对于传统石化企业来说，能源化工品在市场份额和价格主导上的优势正逐渐减弱，其应积极适应市场变化，主动开展风险管理业务，并与风险管理公司结合，发挥各自期现优势的联动作用。

传统石化企业基于多年形成的产能规模、产品质量等优势，以及相对更完整的销售渠道优势，在能源化工品现货市场仍有一定的销售规模和价格引导地位，但在部分化工原料的购销价格方面，只能被动接受市场波动，特别是在精对苯二甲酸（PTA）等市场表现尤为明显。中国PTA期货交易量是现货产量的50倍，全国95%的PTA现货交易使用期货定价。

随着能源化工品现货市场透明度提升，期货市场蓬勃发展，传统现货销售定价模式不够灵活的问题愈发明显，企业在市场需求疲弱时面临产品滞销堵库难题。随着地方炼化、民营炼化企业产能规模与产品质量同步提高，下游客户对以现货合约价格或数量为主导的合约销售模式接受度不断降低，逐步转向点价、锁价等形式的现货采购，以获取更多产品销售模式选择。在此情况下，风险管理公司可帮助传统石化产品销售企业更好应对变化，丰富销售模式，巩固提升产业链下游客户黏性。

## （二）风险管理公司服务石化产业链的作用和意义

能源化工大宗商品市场远期现货价格由期货价格决定，不利用期货和衍生品工具对冲价格风险，被动承担价格波动风险，实质是对价

格的投机。

传统思维之所以认为期货是高风险业务，主要是因为部分企业偏离了使用风险管理工具的初衷，成为了通过风险逐利的套利者，且在业务操作层面缺乏必要的风控手段，导致金融风险集聚并爆发。

风险管理公司既是持牌机构，具有金融属性，又是现货公司，可买卖现货、开展产业链贸易。企业可将价格风险“打包”转移，由风险管理公司结合期现渠道资源，打通场内场外市场，帮助企业解决采购、储存、销售全流程的价格风险问题。通过个性化套期保值和收益增强等方案设计，风险管理公司将降低企业经营成本，提高企业经营利润。

区别于其他产业，石化产业具有高风险、高投入、长周期的特点，市场波动、价格变化等因素都可能对企业的生产经营产生重大影响。因此，有效的风险管理对石化企业的稳定发展至关重要。套期保值、点价、锁价等业务模式，有助于石化企业锁定成本、售价和销量，降低价格波动、库存减值可能带来的风险，稳定石化企业的生产和销售。

#### 四、石化产业开展风险管理业务的主要场景与案例分析

##### （一）“先提货，后点价”化解现货价格博弈

###### 1.业务场景。

以现货销售业务为例，下游客户有用料需求，需即刻采购，但预期价格将下跌，于是选择观望；上游石化企业挺价意愿强烈，双方无法成交。

###### 2.案例分析。

6月1日，以聚丙烯为原料的某改性塑料

工厂客户向石化企业采购，客户意向采购价格不高于8000元/吨；当天的石化企业销售价为8150元/吨，期货主力合约价为8100元/吨，石化企业销售与客户无法按现货价格成交。

风险管理公司嵌入石化企业销售与下游客户的现货贸易环节，以8150元/吨的价格从石化企业购入现货，向客户交货，并与客户约定以“期货价+50（8150-8100）元/吨”的标准结算现货价格，点价期为1个月。风险管理公司同步在期货盘面以8100元/吨卖出套期保值。

6月20日，期货价格跌至7900元/吨，客户点价，风险管理公司买入期货平仓，现货结算价格为7950（7900+50）元/吨，比6月1日的客户意向采购价格低50元/吨，客户实现采购降本，现货买卖双方的直接博弈得到化解。

##### （二）“先点价，后提货”安排未来产销计划，预售保护成本利润

###### 1.业务场景。

下游工厂拿到生产订单且产品销售价格确定，希望以固定价格向石化企业提前点价，以确定原料采购成本，保护生产经营利润。

###### 2.案例分析。

合同签订日（5月31日），风险管理公司与客户约定，未来以8000元/吨的销售价格向客户销售远期聚乙烯现货，风险管理公司以7650元/吨买入等量期货合约套期保值。

交货日（6月21日），风险管理公司以8150元/吨向石化企业买入聚乙烯现货，同时，按约定价格8000元/吨向客户交货，并以7860元/吨卖出期货平仓。

石化企业锁定远期销售计划，按交货日当天的现货价格销售，获得了价格上涨的收益。客户以不高于生产成本的价格锁定未来的原

料采购价格，降低囤货成本，保证生产经营利润。

### （三）锁定销售利润

#### 1.业务场景。

风险管理公司帮助一体化能源化工企业通过套期保值来锁定有利的销售价格，并将预期收获的部分期货升水利润作为销售企业和生产企业的超额利润。当期货升水显著扩大并出现合适的期现套利机会时，风险管理公司将以高于挂牌价的价格向能源化工企业采购现货。

#### 2.案例分析。

9月1日夜盘，合成橡胶的期货主力合约盘中升水现货一度拉升到2000元/吨的高位，产生期现套利机会。

9月5日，石化销售企业以高出挂牌价600元/吨的价格13900元/吨将合成橡胶现货销售给风险管理公司，实现销售利润落袋；风险管理公司在期货端以14400元/吨的价格卖出期货套期保值。

9月8日，风险管理公司会同石化销售企业把握期现价差收窄的机会，以13200元/吨的价格向客户销售合成橡胶现货，期货端以13605元/吨的价格买入平仓，最后获得期现结合收益95元/吨。

### （四）场外期权

#### 1.业务场景。

风险管理公司依托自身衍生品专业优势，通过将场外期权嵌入现货贸易来满足企业主动管理价格的需求。这适合有即时采购需求但担心价格继续下跌的下游客户，有助于其降低采购成本；同时，也适合有出货需求但担心价格继续上涨的上游供应商，有助于其增加销售规模。

#### 2.案例分析。

合同签订日（5月31日），风险管理公司与客户约定，未来以8000元/吨的销售价格（含权利金100元/吨）向客户销售远期聚乙烯现货，当日聚乙烯主力期货价格为7900元/吨，风险管理公司以7900元/吨的期货价格在盘面买入套保，同时以100元/吨的价格买入聚乙烯主力合约看跌期权（执行价格为7900元/吨，到期日为6月30日）。

交货日（6月30日），若当日期货收盘价（以下以T表示）高于7900元/吨，风险管理公司则按确定价格8000元/吨向客户交货，客户仅损失100元权利金；若当日期货价格低于7900元/吨，客户期权行权后获得收益（7900-T-100）元/吨，风险管理公司则按8000-（7900-T-100）元/吨的价格向客户交货，客户由此实现采购降本。

客户不仅以不高于生产成本的价格锁定未来的原料采购价格，而且还防范了价格进一步下跌风险，既锁价又锁量，不仅降低了囤货成本，也保护了生产经营利润。

## 五、对石化产业的启示

石化产业在上下游拥有通过期现结合来多维度地拓展原料采购和市场销售的空间，为把握中国能源化工期现市场快速发展的机遇，风险管理公司应充分运用期货市场的价格发现和风险对冲功能，助力石化企业高质量发展。

石化产业经济体量大、产业关联度高。近年来，供需形势的不断变化，使能源化工品价格波动逐渐扩大，企业风险管理需求日益迫切。当前，石化产业相关企业已采用的金融手段包括运用期货合约进行套期保值，锁定成本和收益，降低价格风险；与供应商或客户签订

远期合同，约定未来某一时间以固定价格进行交易，以规避价格波动风险；通过与其他企业签订互换合约，交换不同品种或不同期限的石化产品，以满足各自需求，降低库存风险。

相较于石化产业在期现结合上的发展，农产品行业、金属矿产行业有着更为悠久的历史，风险管理运作也更为成熟。例如某期货公司以服务产业链中小企业风险管理需求为核心，聚焦期现业务和场外衍生品业务，打造易推广、可复制的产品和服务体系，利用期现结合的产品设计能力，将产业链与金融衍生品较完美地结合，为客户提供期现贸易、仓单服务、场外衍生品、“保险+期货”等业务模式。另如某期货风险管理公司利用其母公司的产业资源优势，与众多上游生产企业、贸易商、下游加工生产企业建立了长期稳定的合作关系，构建了稳定的现货贸易网络。除了传统的风险管理服务外，该期货风险管理公司还积极探索和推出创新金融服务。例如设计累计期权、敲出障碍期权、含权贸易等多样化的新型工具，以及根据企业在套期保值中因税点而调整的套保比例设计的多比例无风险实值期权保值模式等。

同时，借鉴上述期货公司的宝贵经验，企业集团总部在顶层设计环节明确风险管理公司的定位对该企业价格经营管控有较强助力，可自上而下推广风险管理业务，纳入购销环节，将风险管理公司打造成为集团公司及石化产业企业“期现结合稳价促产”业务部，建设价格转换消除波动、风险对冲分散转移、集中操作统筹管控的枢纽站。

为进一步丰富企业风险管理工具，提升国内实体产业在国际经营中的价格话语权，各期货交易所积极推动天然气、瓶片、纯苯、丙烯等新品种上市。风险管理公司应及时跟进新品种上市进程，主动与石化产业企业建立沟通，在产业服务方面积极调研，深入了解产业发展动态。

此外，为满足产业链客户差异化的风险管理需求，风险管理公司在扩大业务规模的同时，应积极申请场外衍生品业务资质，以开展含权贸易等业务，并将择机开展仓库物流等业务。

（责任编辑：梅不寒）

#### 作者简介：

吕行，任职于中国石油化工集团有限公司资本和金融事业部。

# 2023年上海原油期货和期权市场发展报告

上海期货交易所 鄢颖 罗知林

2023年，国际油价在宏观经济弱预期、OPEC+大幅减产以及地缘政治对基本面的影响下宽幅震荡。上海原油期货（品种代码：SC）价格与境外原油期货价格总体保持高度联动，同时更快速地反映区域现货市场变化，境外交易者参与度明显提升。上海原油期货定价合理，与上海原油期货联动紧密，市场规模呈现快速增长态势。

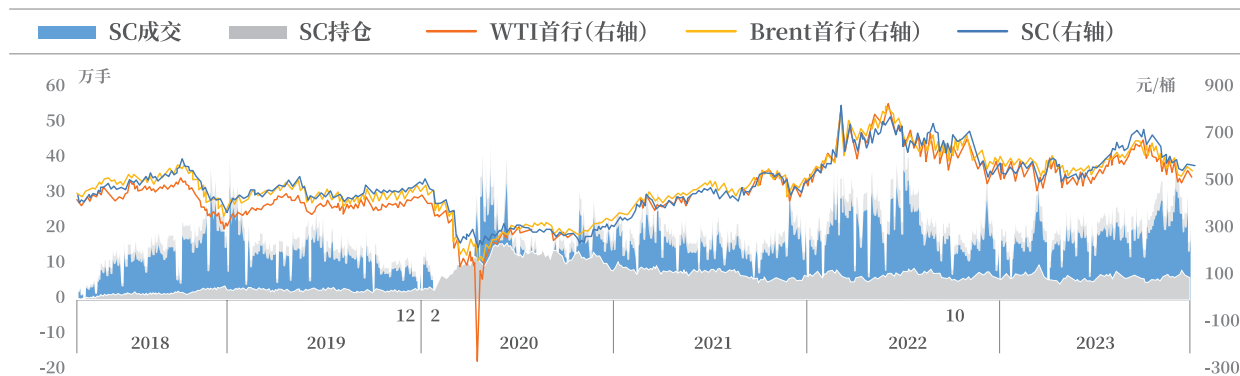
## 一、上海原油期货价格与境外市场高度联动，同时较好地反映了区域现货基本面变化特点

### （一）国际油价总体呈现宽幅震荡走势

2023年，国际油价在宏观经济弱预期、OPEC+大幅减产以及地缘政治对基本面的影响下宽幅震荡。第一季度，中国陆上和航空交通量持续攀升，原油需求集中复苏，但欧美国家持续加息以及美国银行业流动性危机引发市场对经济衰退和金融风险的担忧，油价震荡

并在第一季度末跌至年内低点。第二季度，OPEC+成员国先后宣布自愿减产，支撑油价快速反弹。但在美国经济衰退预期下，油价震荡回落。第三季度，中国出台一系列经济刺激政策，同期美国GDP数据强劲，市场对欧美经济衰退担忧情绪缓和，油价在需求复苏和OPEC+减产共同作用下强势上行至年内高点。第四季度，随着OPEC+出口量回升和需求旺季结束，油价高位回调。期间，巴以冲突及红海紧张局势也给油价带来短期支撑。

截至2023年12月29日（周五），上海原油期货（SC）主力合约结算价552.5元/桶（约合77.84美元/桶），年内跌幅3.41%。Brent原油期货主力合约结算价77.04美元/桶，WTI原油期货主力合约结算价71.65美元/桶，年内跌幅分别为6.16%和6.86%。2023年，SC与Brent原油期货、WTI原油期货相关系数分别为0.91和0.93（图1）。



数据来源：上海国际能源交易中心、路透

图 1：上海原油期货运行概况

## （二）境内外价差反映现货基本面差异，期货仓单量反映市场自身特点

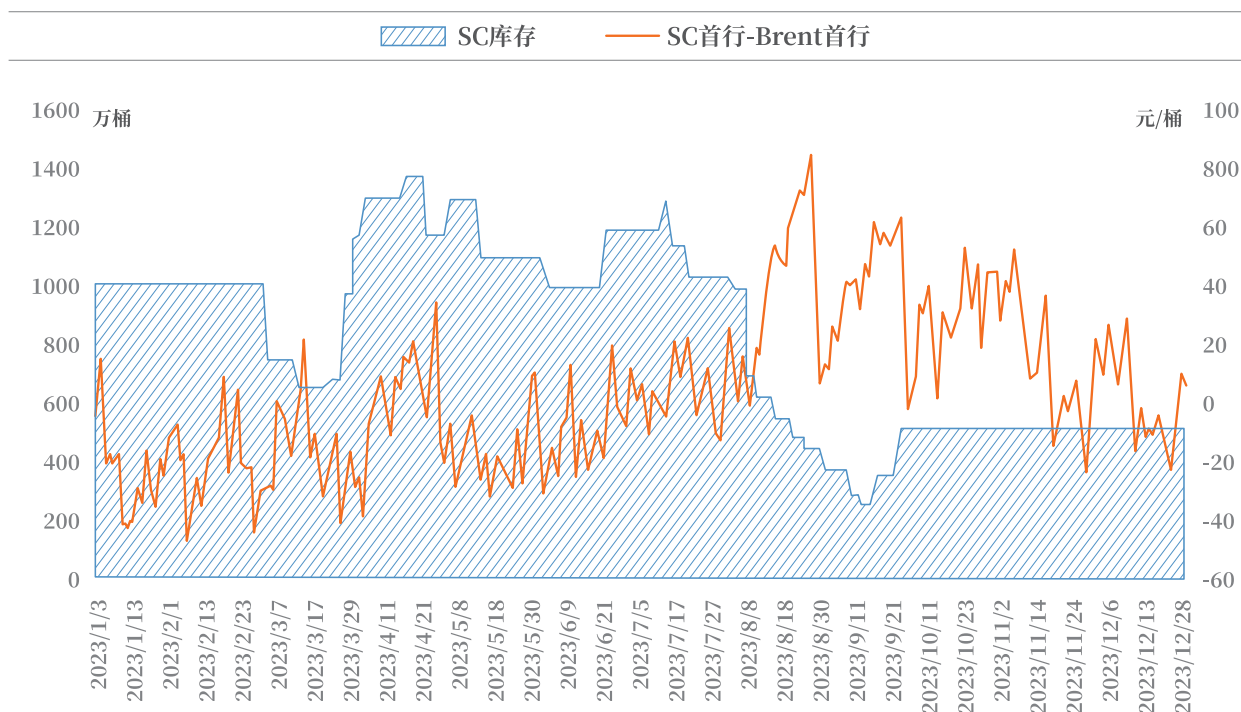
2023年，在内需恢复和炼能扩张下，我国原油加工量显著上升，带动原油进口量增长。全年原油表观消费量约为7.73亿吨，同比上升8.41%；进口原油5.64亿吨，同比增长10.96%。陆上原油库存呈现上半年累库、下半年去库的态势。SC库存较好地体现了国内原油总体库存变化和炼厂开工率变化。SC首行合约较Brent原油期货首行合约的贴水呈现前低后高的走势，与SC库存呈现较为明显的负相关性。

具体看，2023年上半年，在全球宏观经济衰退预期下，国内炼厂开工率从高位小幅下滑。SC仓单库存维持年内高位，并在4月达年内最高1371.4万桶。期间，SC首行合约价

格低于Brent首行合约，价差最低至-46元/桶（图2）。

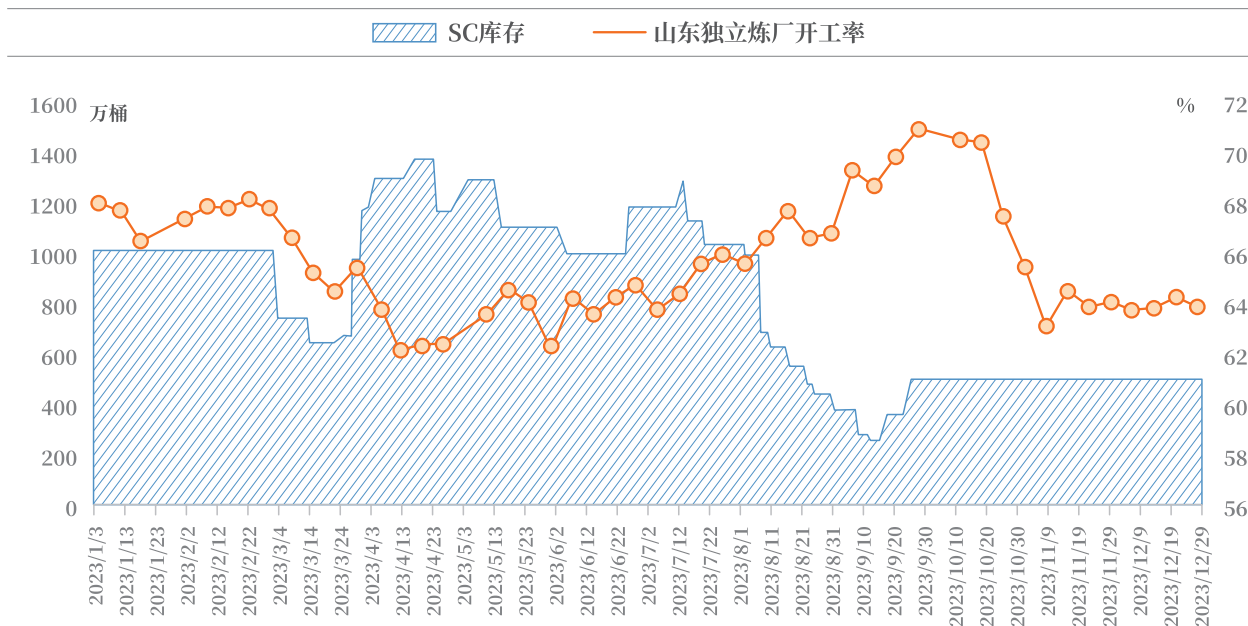
2023年第三季度开始，随着欧美经济衰退担忧情绪缓和，以及国内各项经济刺激政策出台，国内炼厂开工率恢复至历史高位（图3），SC买入预期明显提升，带动仓单快速去化和SC价格走强。期货库存在9月中旬降至264.6万桶的年内最低水平。期间，叠加人民币兑美元汇率走弱影响，SC首行合约与Brent首行合约价差扩大至74元/桶。

第四季度以来，受全球宏观基本面偏弱，内需增长放缓，叠加成品油出口配额和年底原油进口配额紧张等因素，国内炼厂开工率下滑。期间，SC小幅累库，库存维持在511.8万桶。SC和Brent价差逐步收窄。



数据来源：上海国际能源交易中心、路透

图 2：2023 年境内外原油期货价差与 SC 库存变化



数据来源：上海国际能源交易中心、路透

图3：2023年山东独立炼厂开工率与SC库存变化

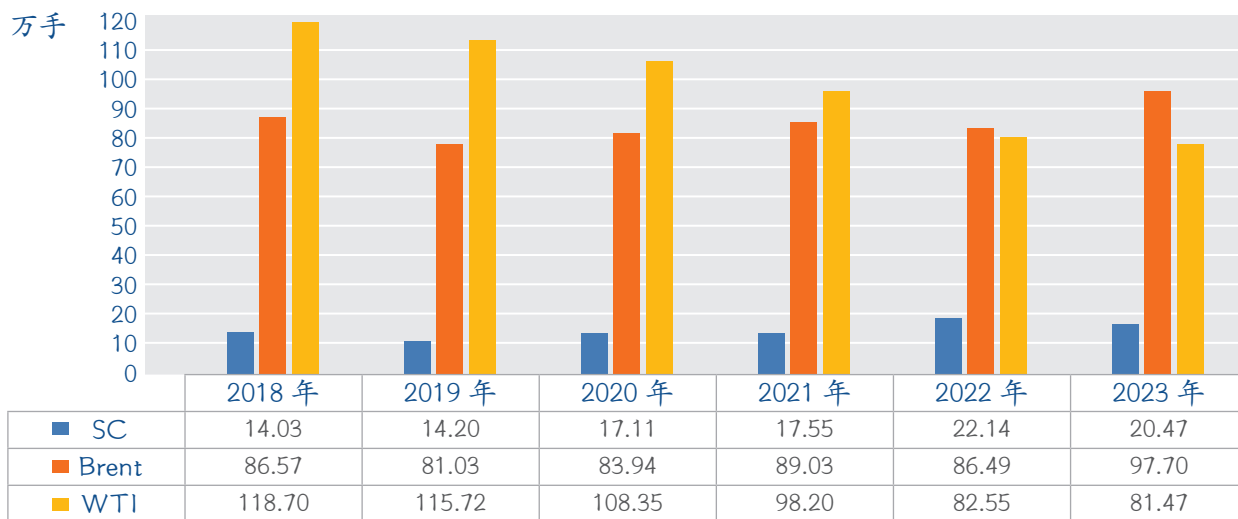
## 二、上海原油期货、期权联动发展

（一）上海原油期货市场规模维持上市以来高位，市场参与者结构日益完善

为有效防范地缘政治风险以及境外宏观经济下行风险传导，2023年上半年，上海原油期货保证金维持在15%的较高水平。此外，由于2023年价格波动率较2022年明显下降，上

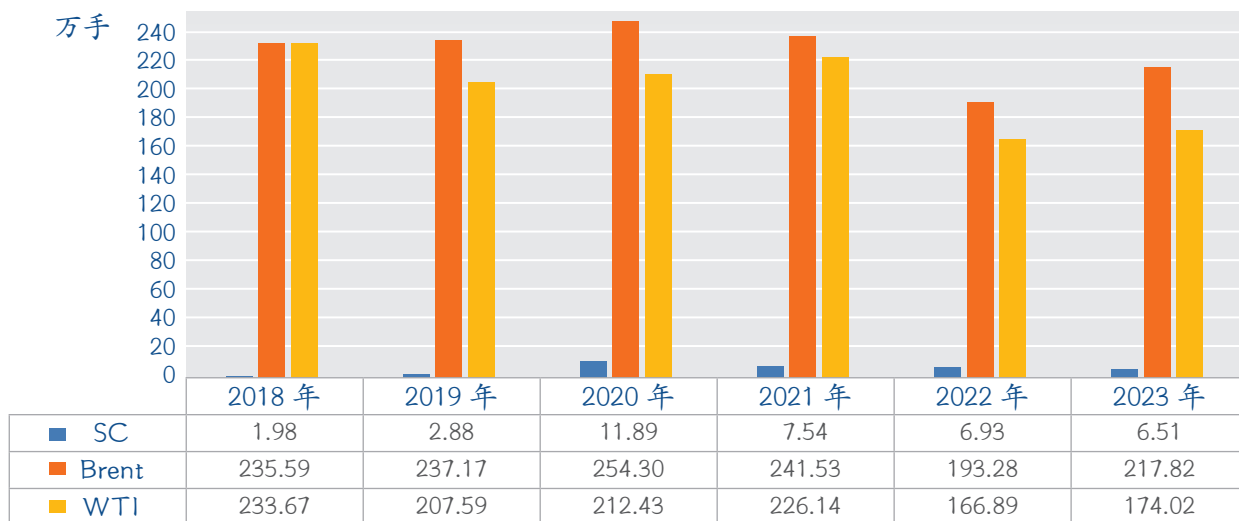
海原油期货市场成交持仓规模整体小幅下滑。

2023年，上海原油期货日均成交20.47万手（单边，下同），同比下降7.53%（图4）；日均持仓6.51万手，同比下降6.01%（图5）；累计成交金额28.78万亿元，成为中国期货市场成交金额最大的品种。



数据来源：上海国际能源交易中心、路透

图4：上海原油期货日均成交情况



数据来源：上海国际能源交易中心、路透

图 5：上海原油期货日均持仓情况

交割方面，为更好地满足市场交割需求，上海国际能源交易中心(以下简称上期能源)于2023年6月将中国石化集团石油商业储备有限公司的启用库容从40万方扩大至60万方。截至2023年底，上海原油期货共有10家交割仓库合计17个存放点(表1)。其中，上海市1个，广东省2个，浙江省3个，山东省4个，辽宁省3个，海南省2个，河北省1个，广西壮族自治区1个，总核定库容1799万方，启用库容1212

万方。从交割情况看，年内原油期货共交割40608手(合4060.8万桶)，交割金额234.51亿元。其中，8月合约交割量最大，交割量达9476手，约合56.69亿元(图6)；阿曼原油是交割量最大的油种，交割量为1.62万手，占全市场总交割量约40%，约合97.03亿元(图7)。2023年注销的期货仓单中，报关进口的数量约占四成，转运出境的数量约占一成，转为保税现货的数量占一半左右。

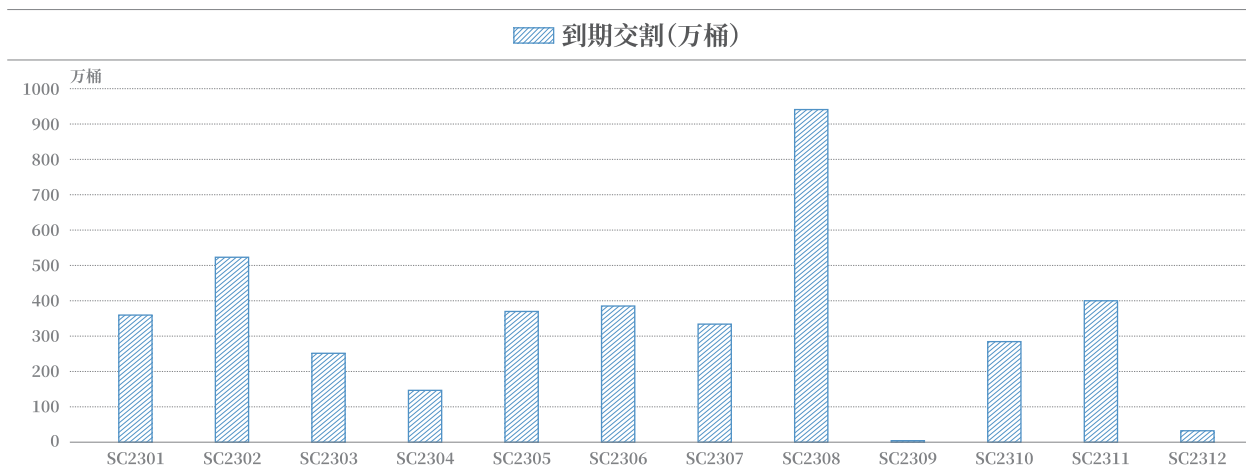
表 1：上海原油期货指定交割仓库及库容

序号	指定交割仓库	存放点	核定库容 (万立方米)	启用库容 (万立方米)
1	中国石化集团石油商业储备有限公司	中国石化曹妃甸	100	40
2		中国石化日照	120	100
3		中国石化舟山	80	70
4		中国石化湛江	90	60
5		中国石化海南	100	60
6	中石油燃料油有限责任公司	中油湛江	70	50
7	中化兴中石油转运(舟山)有限公司	中化兴中	100	35
8	大连中石油国际储运有限公司	中油大连保税库	145	145
9		中油大连国际储备库	180	180
10		中油广西国际储备库	20	20

续表 1

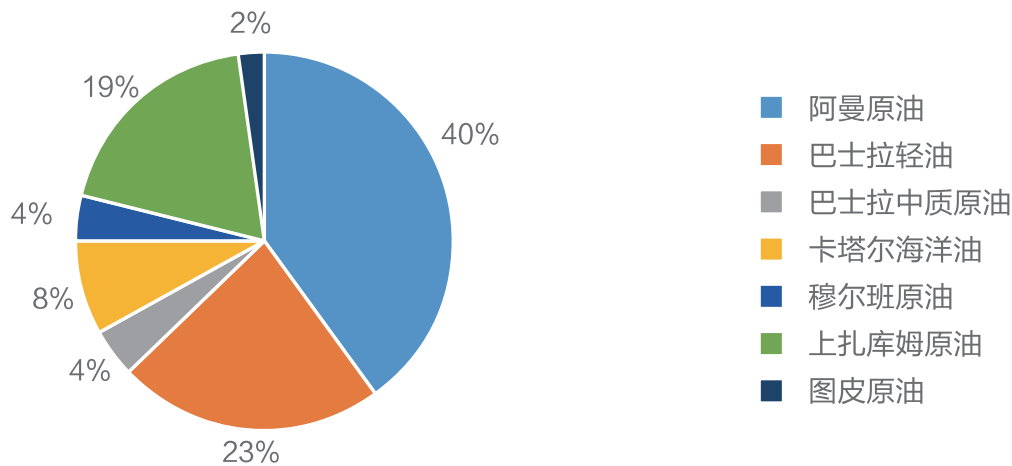
序号	指定交割仓库	存放点	核定库容 (万立方米)	启用库容 (万立方米)
11	山东省港口集团有限公司	青岛港实华	40	40
12		青岛港海业	100	40
13	洋山申港国际石油储运有限公司	洋山石油	30	20
14	大连北方油品储运有限公司	北方油品	40	10
15	中化弘润石油储运(潍坊)有限公司	弘润油储	500	300
16	大鼎油储有限公司	大鼎油储	44	22
17	国投(洋浦)油气储运有限公司	国投洋浦油储	40	20

数据来源：上海国际能源交易中心



数据来源：上海国际能源交易中心、路透

图 6：2023 年上海原油期货合约交割量



数据来源：上海国际能源交易中心

图 7：2023 年原油期货各油种交割占比

市场参与者结构方面，原油期货法人客户日均成交占比超过五成，日均持仓占比超过七成。机构交易者的交易、持仓和套期保值比例位居境内已上市期货品种前列。从境外交易者参与情况看，在2022年9月引入QFI参与上海原油期货交易以来，境外交易者参与的方式更加多元化，成交占比明显提升。2023年，境外交易者日均成交、日均持仓占比均超过三成。跨国石油公司、贸易商、投资银行、基金和资产管理公司中的标杆性企业均参与了上海原油

期货交易。截至2023年底，境外交易者覆盖了六大洲31个国家和地区。境外特殊参与者共2家，备案的境外中介机构达80家。

## （二）上海原油期货运行平稳，市场规模快速增长

2023年，上海原油期货市场运行平稳，定价总体合理，主力系列隐含波动率基本处于20%~40%，走势总体与标的期货的历史波动率一致（图8），较好地反映出预期波动情况。

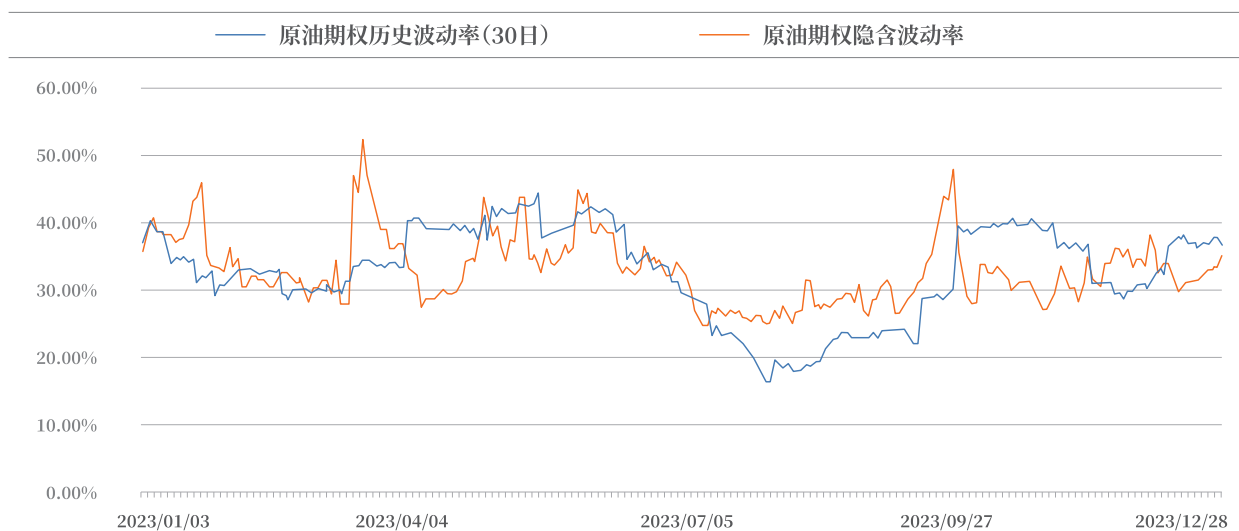
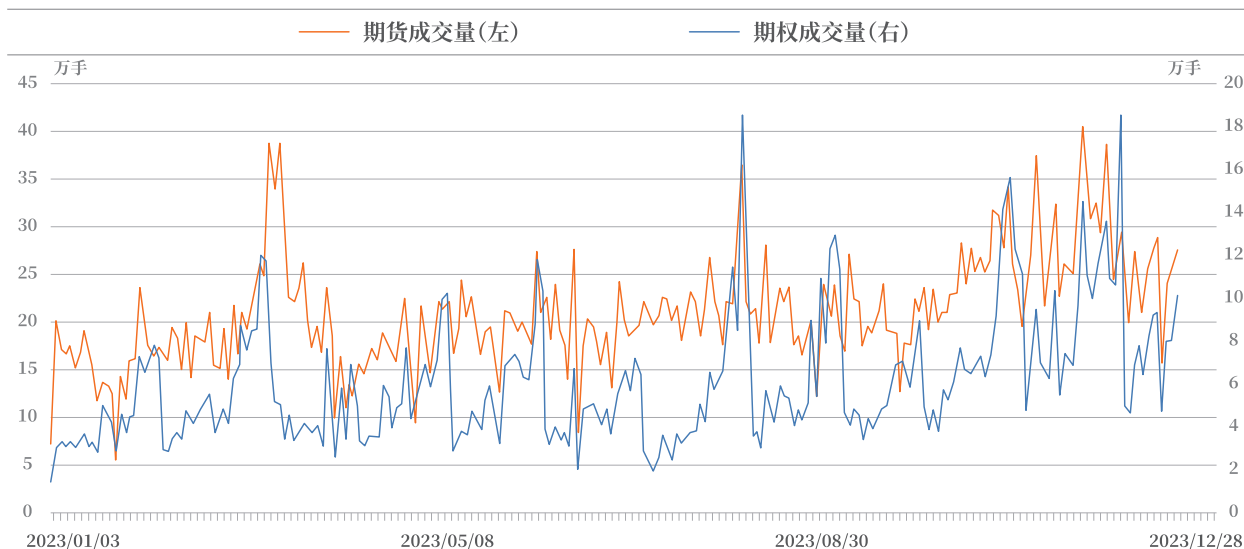


图 8：2023 年上海原油期货隐含波动率和历史波动率情况

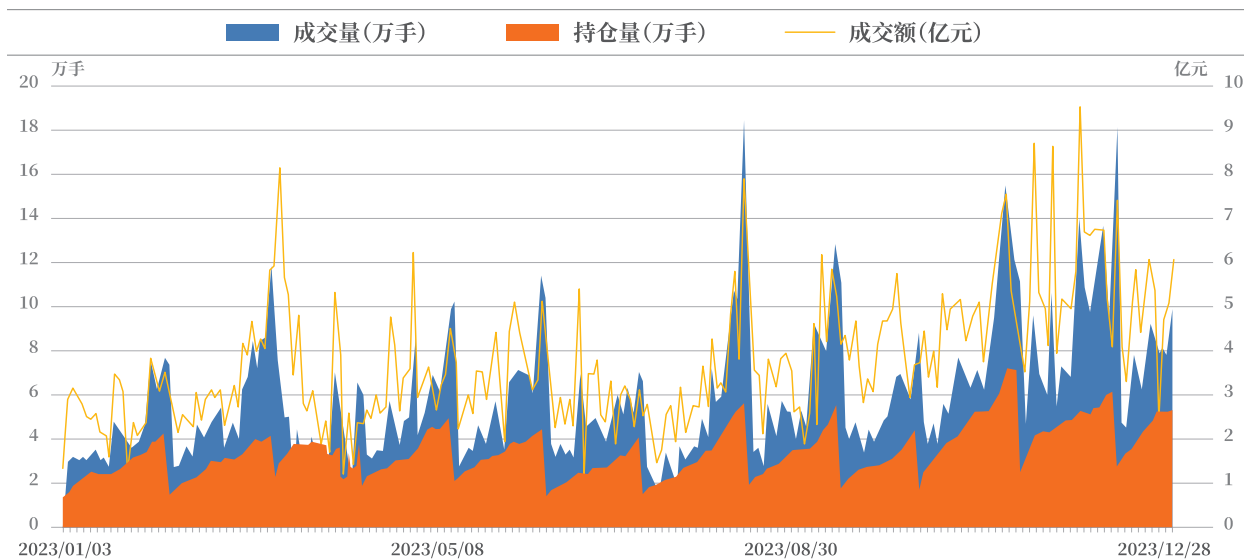
上海原油期货与标的期货联动紧密。当标的原油期货市场价格大幅波动，期货成交量大幅变化时，期权成交量也相应变化（图9），期权、期货共同管理价格风险的特征明显。2023年，上海原油期货日均成交量5.90万手，同比上涨116.26%；日均持仓量3.39万手，同比上涨55.25%；日均成交额3.71亿元（图

10）。市场规模呈现快速增长特点。期权相对标的期货的成交占比为28.84%，较2022年上升超16个百分点，反映投资者更多地运用期权管理风险。其中，一般法人客户成交占比较2022年上升超6个百分点，单位客户参与度不断提升，2023年境外客户成交占比较2022年上升约17个百分点，国际化程度明显提升。



数据来源：上海期货交易所

图 9：2023 年上海原油期权和标的期货成交量情况



数据来源：上海期货交易所

图 10：2023 年上海原油期权成交持仓情况

2023年，上海原油期权累计行权44498手。其中，到期日行权量为42260手，占比94.97%；非到期日行权2238手，占比5.03%。行权总体为到期日实值期权行权转为标的期货，未发生深度虚值行权等情况，平稳有效地衔接原油期权和期货两个市场。

### 三、上海原油期货价格运用场景进一步扩大

#### （一）石油产业在政策制定时更加关注上海价格

2023年8月25日，自然资源部、财政部发布《关于制定矿业权出让收益起始价标准的指

导意见》，明确以上海原油期货价格作为油气矿产矿业权出让收益起始价标准，采用的价格为活跃月份合约月均结算价。这项改革是国家部委层面在油气市场管理中首次使用以人民币计价的原油期货价格（上海原油期货）。

## （二）产业客户参与上海原油期货定价和套保能力有效提升

2023年，上期能源推出“强源助企”原油期货项目，鼓励企业在现货贸易中使用上海原油期货计价。在项目的引导下，共计约43万吨原油现货贸易使用上海原油期货作为计价基准。上海原油期货价格运用场景进一步扩大。在使用上海原油期货进行风险管理方面，目前产业客户除了在生产、贸易环节使用上海原油期货套保外，也有部分炼厂利用上海原油期货对裂解价差进行管理。具体思路是，用汽油、柴油批发价减去上海原油期货价格作为裂解价差的价格参考依据。一方面，在缺乏成品油保值工具的情况下，通过调整汽油、柴油等下游产品的生产、销售水平，实现对下游产品价格的多空管理；另一方面，在上海原油期货上建立反方向持仓，实现对原材料价格的多空管理。以此构建裂解价差交易，实现炼厂利润精细化管理。

## （三）产业风险管理工具更加丰富

早前，上期能源发布了3个原油期货日中交易参考价（Marker Price，即0:27-0:30、11:27-11:30和14:27-14:30这三个时段的成交量加权均价），以及自然月份合约月均结算价和活跃月份合约月均结算价。为更好地满足实体企业采用上海原油期货结算价计价和套保的需求，2023年4月起，上海原油期货结算价交易指令（Trade at Settlement，TAS）申报价格范围由0元/桶扩大至±2元/桶，交易截止时间由10:15am延长至11:30am，适用合约由第一、二行合约增加至前四行合约。

历经6年发展，上海原油期货和期权市场运行平稳，参与主体不断丰富，生态体系日趋完善，并有效地反映了中国及亚太供需，成为国际原油市场不可或缺的有机组成部分。未来，上期能源将紧跟国际原油市场发展变化，不断优化规则制度，创新交易机制，为全球投资者管理风险提供更丰富的产品和更优质的服务。

（责任编辑：洪加其）

### 作者简介：

鄢颖，现任职于上海期货交易所商品三部。

罗知林，现任职于上海期货交易所期货衍生品部。

# 我国商品类场外衍生品市场发展研究

上海期货交易所 宋斌

## 一、我国商品类场外衍生品市场发展情况

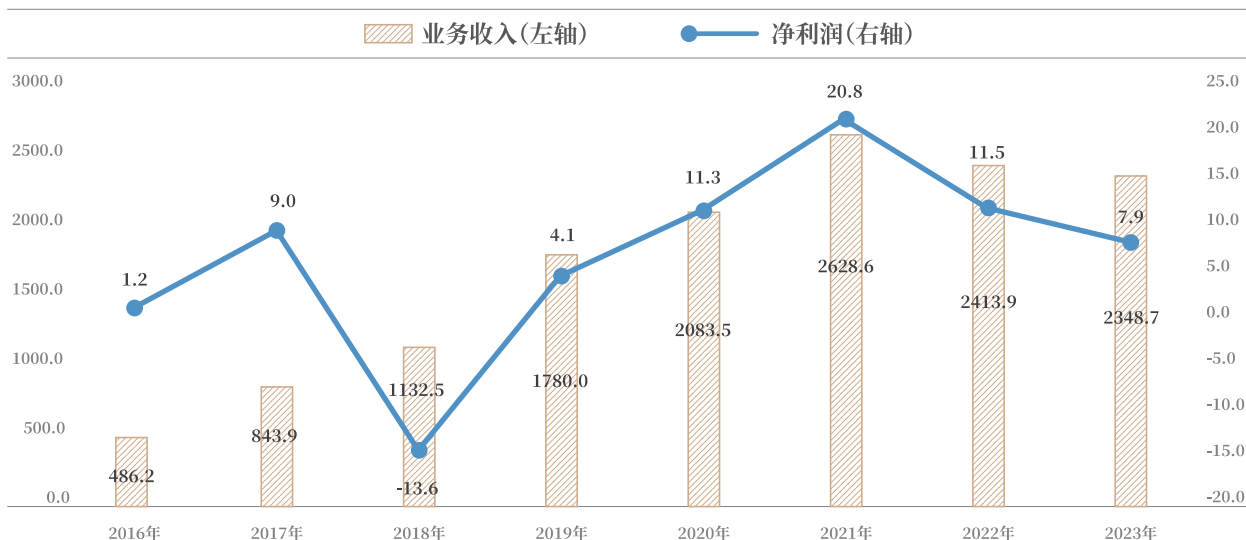
### (一) 风险管理业务成为期货公司重要业务增长点，但近年经营压力加大

根据中国期货业协会（以下简称中期协）的官网数据，截至2024年3月，国内有97家风险管理公司在中期协备案试点业务，其中67家开展场外衍生品业务、85家开展基差贸易业务、48家开展做市业务、19家开展仓单服务业务。

2016年-2021年，风险管理公司业务收入持续增长，成为期货公司除经纪业务之外的重要业务增长点。2022年-2023年，由于市场环境变化和竞争加剧等原因，风险管理公司业务

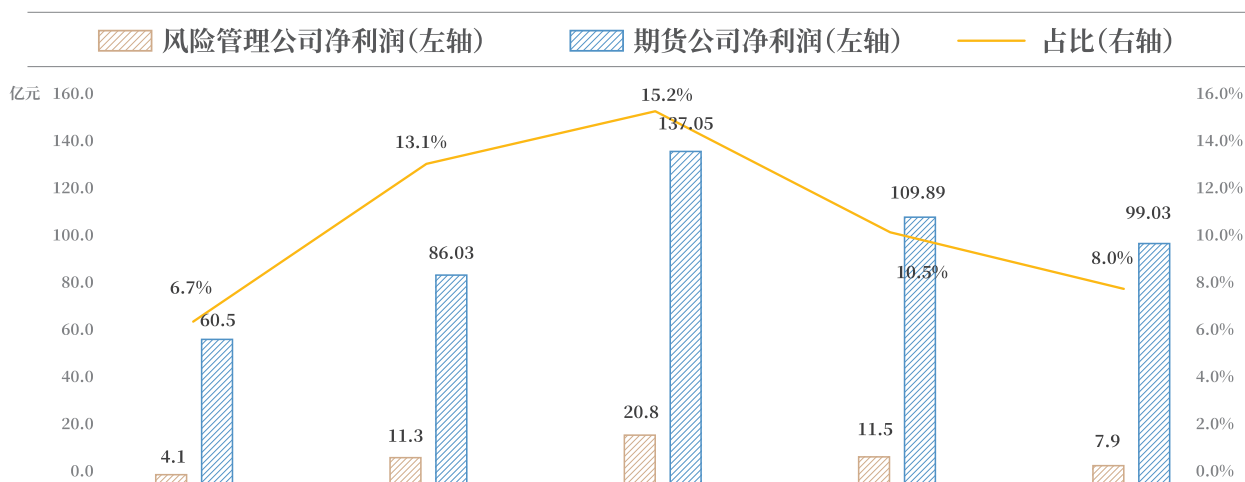
收入和净利润有所下降。2023年，风险管理公司实现业务收入2348.7亿元，同比减少2.7%；实现净利润7.9亿元，同比减少31.5%，较2021年的行业峰值下滑62%（图1）。同时，风险管理公司净利润在期货公司净利润的占比由2021年的峰值15.2%下滑至2023年的8.0%（图2）。

根据市场调研，风险管理公司2023年净利润下滑主要有以下原因：一是市场竞争加剧，基差贸易业务收益下滑；二是商品类场外衍生品波动率下降影响衍生品业务收益；三是2023年下半年股市持续下跌，权益类场外衍生品如雪球产品规模下降，对冲风险加大。



资料来源：中国期货业协会

图 1：风险管理公司历年业务收入与净利润情况（单位：亿元）



资料来源：中国期货业协会

图 2：风险管理公司净利润在期货公司净利润中的占比

根据中期协数据，2024年第一季度，全国150家期货公司营业收入为36.24亿元，同比增长0.1%，净利润为11.73亿元，同比增长6.3%。在经纪业务收入出现较大下跌的背景下，期货公司尤其是头部期货公司更加重视风险管理业务，希望以专业的场外衍生品业务创造更多收益和利润。例如永安期货在2023年年度报告中提出，“2024年推动场外创新产品的成长、成熟，积极适应监管要求和市场变化，充分发挥母子公司协同优势，保持业务增长；”南华期货在2023年年度报告中提出，

“场外衍生品方面，2024年继续加强产品设计和开发能力、持续推出创新品种，以更好地满足各类企业和机构的差异化风险管理需求。”

## （二）衍生品业务以互换和场外期权为主

风险管理公司目前开展的场外衍生品业务包括场外期权、互换和远期三类。2023年全年，风险管理公司累计新增场外衍生品3.18万亿元，其中场外期权占比60%，互换占比30%，远期占比10%（表1）。远期业务规模较小，因此本文聚焦场外期权和互换业务。

表 1：风险管理公司场外衍生品业务产品分类

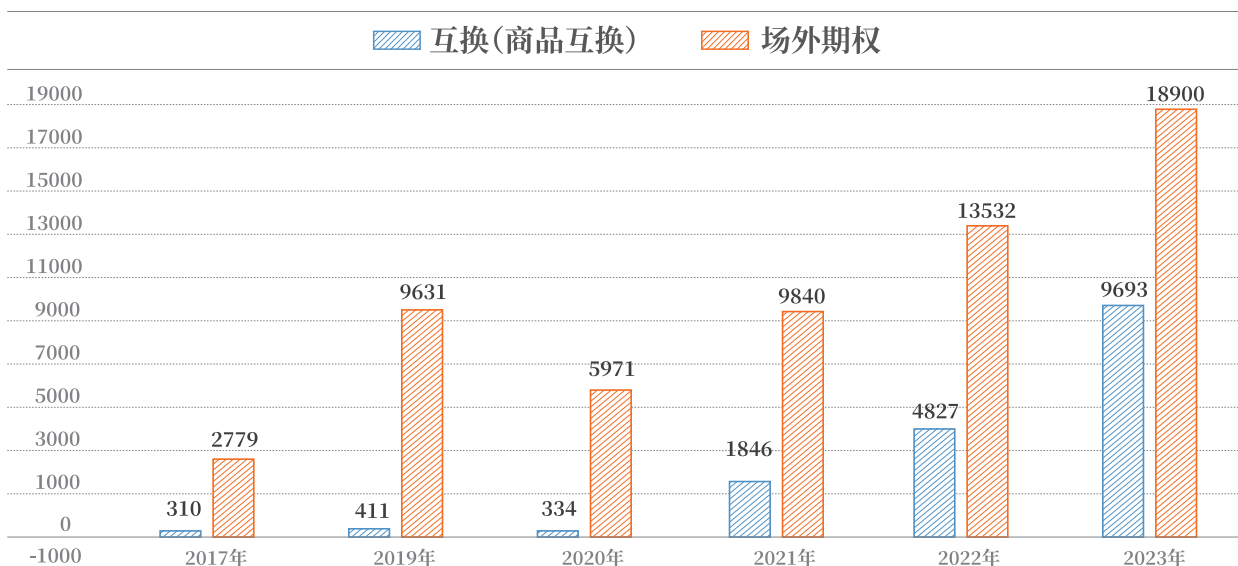
合约类型	累计新增名义本金 (亿元)	占比	月末存续名义本金 (亿元)	占比
期权	18,900.23	59.40%	3,527.53	77.63%
远期	3,224.40	10.13%	204.81	4.51%
互换	9,692.75	30.46%	811.47	17.86%
总计	31,817.38	100%	4,543.81	100%

资料来源：中国期货业协会

### （三）衍生品业务名义本金持续快速增长

根据中期协数据，2023年风险管理公司场外期权新增名义本金1.89万亿元，同比增长

39.7%，较2017年增长5.8倍，6年复合增长率31.5%；互换业务新增名义本金0.97万亿元，同比增长1.01倍，较2017年增长30.3倍，6年复合增长率63.5%（图3）。



资料来源：中国期货业协会

图3：风险管理公司的互换和场外期权名义本金规模（单位：亿元）

从数据可见，2017年以来，相比于场外期权，互换业务发展更快。一方面，由于互换业务产品结构更易于被产业客户尤其是中小微企业接受；另一方面，大连商品交易所、郑州商品交易所、上海期货交易所三家期货交易所积极发展互换业务，在一定程度上发挥了市场培育和投资者教育功能。

### （四）衍生品标的以境内期货交易所品种为主，对上期所品种需求较大

1. 商品类场外衍生品中，风险管理公司主

要参与境内标的，证券公司境内境外标的都有参与。

以2023年12月底持仓情况为例，风险管理公司86.7%的持仓以境内商品为标的，包括农产品（占比41.1%）、能源化工（占比22.9%）、黑色金属（占比12.1%）、贵金属（占比7.2%）和有色金属（占比3.4%）等。相比之下，证券公司有31.8%的持仓以境外商品为标的，同时境内商品以贵金属（占比55.7%）为主要标的（表2）。

表 2：风险管理公司场外衍生品持仓标的资产

资产类型	风险管理公司	占比	证券公司	占比
商品类	2389.8	100.0%	4383.7	100.0%
境内	2072.5	86.7%	2988.1	68.2%
贵金属	172.2	7.2%	2443.1	55.7%
黑色金属	289.6	12.1%	117	2.7%
能源化工	547.2	22.9%	190.4	4.3%
农产品	982.7	41.1%	90.6	2.1%
有色金属	80.1	3.4%	147	3.4%
其他	0.7	0.0%	0	0.0%
跨境内外	4.6	0.2%	0	0.0%
境外	312.7	13.1%	1395.6	31.8%

2.风险管理公司的衍生品标的以境内期货交易品种为主，上期所品种占比较高。

2023年12月底，以持仓名义本金计算，风险管理公司81.0%的持仓以境内期货交易所品种为标的，其中21.5%的持仓以上期所和能源中心品种为标的。在上期所品种中，主要以螺纹钢和黄金为标的。以日均新增名义本金计算，上期所品种占比为34.4%。上期所贵金属、黑色金属、有色金属等品种市场影响力强、产业需求大。风险管理公司为产业客户提

供挂钩上期所期货品种的场外衍生品后，进入场内市场进行期货交易，进一步提升了上期所期货品种的流动性，以场外业务促进了场内市场，助力场内市场更好提高价格影响力。

表3中，“跨期货交易所”指如螺纹钢和铁矿石价差等涉及多个期货交易所的品种。

“境内其他”主要包括商品现货品种、上海黄金交易所交易品种、银行间市场交易品种以及期现价差品种等。

表 3：风险管理公司场外衍生品持仓标的交易场所（单位：亿元）

境内	持仓名义本金	占比	日均新增名义本金	占比
境内期货交易所	2043.7	81.0%	73.1	81.9%
上期所	532.4	21.1%	29.6	33.1%
能源中心	11.1	0.4%	1.2	1.3%
大商所	773.9	30.7%	19.7	22.1%
郑商所	718.8	28.5%	22.3	25.0%
广期所	7.5	0.3%	0.3	0.3%
跨期货交易所	2	0.1%	0.2	0.2%
境内其他	91.4	3.6%	6.3	7.1%
境外	380.4	15.1%	9.7	10.9%
跨境内外	4.6	0.2%	0.00	0.0%
合计	2522.1	100.0%	89.3	100.0%

### （五）商品类场外衍生品期限较短，90%为6个月以内

2023年12月底，以风险管理公司持仓名义本金统计，商品类场外衍生品期限较短，其中3个月以内的持仓占比为56.8%，6个月以内的持仓占比为91.8%。这与权益类形成鲜明对比，

权益类场外衍生品中，6个月以上的持仓占比56.4%（表4）。可见，在大宗商品行业，企业应用场外衍生品进行套期保值，期限以6个月内为主。商品类场外衍生品主要以期货合约为标的，流动性强的期货主力合约主要为近月合约，导致商品类场外衍生品的期限较短。

表4：风险管理公司场外衍生品持仓期限情况（单位：亿元）

期限	商品类持仓名义本金	占比	权益类持仓名义本金	占比
1（含）个月内	616.9	25.8%	195.8	9.4%
1-3（含）个月	741.3	31.0%	331.2	15.9%
3-6（含）个月	836.2	35.0%	380.8	18.3%
6-12（含）个月	193.5	8.1%	664	31.9%
12个月以上	1.8	0.1%	508.9	24.5%

资料来源：中国期货市场监控中心

### （六）标的品种集中度较高，前10名超75%

以2023年底的风险管理公司和证券公司的持仓名义本金统计，商品类场外衍生品中，黄金品种位居前两位，合计占比49.4%。与上

期所相关的品种是黄金（占比13%）、螺纹钢（占比3.3%）和热轧卷板（占比2.3%），合计占比达到18.6%。前3名合计占比55.5%，前5名合计占比64.2%，前10名合计占比75.9%（表5），显示出较高的品种集中度。

表5：境内商品品种集中度情况（风险管理公司和证券公司合并计算）（单位：亿元）

排名	品种	持仓名义本金	占比
1	AU9999 现货	1839.8	36.4%
2	黄金	657.1	13.0%
3	棉花	311.5	6.2%
4	豆粕	269.9	5.3%
5	螺纹钢	169.3	3.3%
6	玉米	123.4	2.4%
7	PTA	122.4	2.4%
8	玻璃	118.3	2.3%

续表 5

排名	品种	持仓名义本金	占比
9	热轧卷板	115.5	2.3%
10	生猪	112.9	2.2%
前 3 名合计		2808.3	55.5%
前 5 名合计		3247.6	64.2%
前 10 名合计		3840.1	75.9%
前 20 名合计		4439.8	87.7%
全市场合计		5060.6	100.0%

资料来源：中国期货市场监控中心

### （七）主要交易对手方是中小微企业，服务实体作用明显

以2023年底持仓名义本金统计，风险管理公司的主要交易对手方是境内一般法人，占比64.4%。相比之下，证券公司持仓中，89.9%是境内金融机构，如表6所示。由此可见，风险管理公司在以场外衍生品服务实体企业方面发挥了更大的作用。在上期所后续商品互换业务中，要积极与风险管理公司合作，充分发挥风险管

理公司贴近产业客户、服务中小微企业的作用。

在风险管理公司以境内一般法人为交易对手的1539.9亿元持仓中（表6），小微企业持仓1008.5亿元、中型企业477.3亿元，合计占比96.5%。中小微企业在日常经营中面临价格波动风险，但由于缺乏套保专业人员，不敢也不会进入期货市场进行套期保值。风险管理公司以中小微企业为主要服务对象，帮助不能直接进入期货市场的实体企业进行风险管理。

表 6：商品类场外衍生品对手方类型（单位：亿元）

对手方类型	风险管理公司	占比	证券公司	占比
境内一般法人	1539.9	64.4%	93.7	2.1%
境内金融客户	847.3	35.5%	3941.8	89.9%
私募	175.4	7.3%	592.9	13.5%
券商	140.5	5.9%	426.0	9.7%
风险管理公司	341.7	14.3%	338.4	7.7%
期货公司	0.0	0.0%	0.3	0.0%
银行	17.7	0.7%	2854.3	65.1%
保险	172.1	7.2%	0	0.0%
境外	2.5	0.1%	348.2	7.9%
合计	2389.7	100.0%	4383.7	100.0%

### （八）风险管理公司集中度高，前10名合计占比超过80%

如表7所示，风险管理公司子公司集中度很高，其中前3名合计占比52.5%，前5名合计占比64.6%，前10名合计占比82.5%，行业头部效应明显。从服务的实体企业对象来看，风险管理公司交易对手方集中度并不高，前3名合计占比12.1%，前5名合计占比

16.4%，前10名合计占比25.3%，显示出服务客户的多元化。

2022年，上期所核准7家风险管理公司（中信中证资本、浙期实业、东证润和、永安资本、新湖瑞丰、国泰君安风险、中泰汇融资本）为商品互换一级交易商、2家风险管理公司（物产中大资本、徽丰实业）为商品互换二级交易商，基本涵盖了头部风险管理公司。

表7：风险管理公司子公司集中度和对手方集中度（单位：亿元）

排名	子公司集中度		对手方集中度	
	持仓名义本金	占比	持仓名义本金	占比
前3名合计	2375.6	52.5%	547.7	12.1%
前5名合计	2922.6	64.6%	741.8	16.4%
前10名合计	3727.5	82.5%	1144.9	25.3%
前20名合计	4205.7	93.0%	1673.3	37.0%
全市场合计	4520.9	100.0%	4520.9	100.0%

资料来源：中国期货市场监控中心

## 二、场内外联动情况

### （一）持仓联动分析显示：场外衍生品为场内期货带来流动性

风险管理公司在与交易对手方达成场外衍生品交易后，主要进入场内期货市场进行风险对冲。中国期货市场监控中心（以下简称监控中心）《场外衍生品监测分析周报》2023年第48期数据显示，2023年底，开展场外衍生品业务的风险管理公司在场内非做市持仓金额为3565亿，是场外总持仓名义本金的0.79倍。

这表明，场外衍生品在满足中小微企业风

险管理需求的同时，也为场内期货市场带来了基于实体企业套期保值需求的交易，改善了场内期货市场的交易者结构。场外衍生品既以场内期货为标的，又提高了场内市场的流动性，场内场外相互促进、共同服务实体经济。

国际金融市场的案例也说明，许多金融机构在场外衍生品的风险敞口，仅仅依靠场外市场的对手方是消化不了的，需要到期货交易所进行对冲。国际货币基金组织（IMF）2004年发表的工作报告提出，场外衍生品市场和场内衍生品市场利用它们的比较优势均衡发展。场

外市场的交易商通常需要在流动性更好的场内市场对冲他们的市场风险，并且场外市场推动了场内市场的产品创新。场外衍生品通过使用场内期货的价格为产品定价，实际上是对期货市场发现价格和套期保值功能的延伸，使其服务更多的企业和机构，有效拓展期货市场服务实体经济的深度与广度。

## （二）场外衍生品相比场内规模较小

2023年，风险管理公司场外衍生品名义本金仅3.2万亿元，市场规模明显小于场内市场。对冲持仓与品种总持仓对比前十名中，比例值最高的棉花的对冲账户持仓金额占场内期货品种总持仓金额的比例为9.2%，其余品种比例均为9.0%以下（表8）。

表 8：对冲持仓与品种总持仓对比前十名（单位：亿元）

序号	期货品种	对冲账户持仓金额①	场内持仓金额（双边）②	比例 = ① / ②
1	棉花	152.4	1661.8	9.2%
2	棉纱	0.6	8.8	6.8%
3	甲醇	50.6	714.6	7.1%
4	锰硅	19.4	318.5	6.1%
5	不锈钢	16.7	301.7	5.5%
6	天然橡胶	34.5	642.5	5.4%
7	纸浆	18.5	355.2	5.2%
8	十年期国债期货	212.1	4217.4	5.0%
9	硅铁	16.9	346.9	4.9%
10	聚氯乙烯	32.9	682.1	4.8%

资料来源：中国期货市场监控中心

## （三）需加强场内外联动监管，避免客户利用场外分仓

为监测客户利用场外衍生品市场分仓从而超过场内限仓标准的情况，监控中心每周计算场内外合并持仓占比指标。场内外合并持仓占比指某对手方在某合约上场内外合并单向大边持仓量除以该合约场内单边持仓量。2023年最后一周，有3家场内外合并持仓占比超过10%的对手方。其中某实业公司在合成橡胶2402

合约的场内外合并持仓占比为30.3%，主要为场内套保持仓，场外折合场内空头1267手。期货交易所应加强与监控中心场外报告库相关部门的合作，不断优化场外分仓风险的识别与日常监控。

## 三、商品类场外衍生品市场面临的问题

### （一）双边结算不利于控制市场风险

1. 境外市场的经验：场外衍生品由双边结算走向集中结算。

(1) 金融危机之前，美国场外衍生品市场“监管真空”、“脱实向虚”

在金融危机爆发前，美国监管机构坚持认为“市场比监管者更聪明”，对场外衍生品持放松监管的态度。2000年，修改后的《商品期货现代化法案》对场外衍生品进行了监管豁免，市场参与者无须遵守报告或披露的要求，也无须接受任何部门的监管。在“监管真空”的大背景下，美国大型金融机构为追逐巨额利润，“脱实向虚”，设计了大量严重偏离实体经济需要的金融衍生品，且大量衍生品以次级贷款等高风险资产为基础资产，最终引爆了金融危机。

(2) 金融危机期间，中央对手方结算制度在管理风险上发挥了重要作用

2008年金融危机期间，持有大量场外衍生品头寸的雷曼、美国国际集团等大型金融机构陷入困境，市场流动性急剧萎缩，给交易对手带来巨大风险。例如，雷曼持有的720亿美元信用违约互换未平仓头寸给其他市场主体带来52亿美元的净损失。但是，得益于场内期货的中央对手方结算制度，伦敦清算所在雷曼破产后三周内，仅使用雷曼自身35%的初始保证金便成功弥补了违约损失，没有影响任何交易对手，成功管理了雷曼破产给期货市场带来的风险，防止了风险的扩散。

(3) 金融危机之后，场外衍生品的集中结算成为衍生品市场发展的重要趋势

由于中央对手方制度在金融危机期间发挥的重要作用，在场外衍生品市场中引入中央对手方集中结算制度得到欧美监管部门的大力推广。2009年二十国集团（G20）匹兹堡峰会明确要求将场外衍生品市场纳入监管。2010

年7月，美国出台《多德-弗兰克法案》对衍生品交易进行多项改革，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。欧盟在危机后发布了《欧盟市场基础设施条例》（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及市场管理局（ESMA）决定对场外衍生品适用集中清算的决定依据。

金融危机发生后，为了顺应场外衍生品监管政策要求和集中结算发展趋势，全球各交易所和清算机构都开始为场外衍生品提供中央对手方清算服务。利率类场外衍生品、信用类场外衍生品中，中央对手方清算比例已达较高水平。商品类场外衍生品也开始走向中央对手方清算，并在交易所场外平台开展交易。

2. 境内场外衍生品市场曾爆发风险事件。

2019年7月，福建“中拓系”相关公司与多家风险管理公司在开展场外期权交易时，未能及时追加保证金，导致相关风险管理公司出现巨额损失。该风险事件发生的重要原因之一在于，在双边结算模式下，风险管理公司无法对“中拓系”相关公司的实际风险进行全面评估，风险管控措施缺位。

**（二）场外衍生品数据分散，场内场外联动监管难度大**

目前，期货公司风险管理公司向监控中心报送场外衍生品交易数据，证券公司向中证机构间报价系统股份有限公司（以下简称中证报价）报送场外衍生品交易数据。监控中心和中证报价在分析统计相关数据后，需向各期货交易所获取其场内交易数据。同时，风险管理公司在各期货交易所未开立场外衍生品专用对冲

账户，监管难度较大。同时，许多实体企业和贸易企业不受监管，无须报送数据，加大了市场的监管难度。

### （三）市场信用不对等，难以凝聚金融机构合力

（1）风险管理公司难以与银行、券商等金融机构开展交易，不能充分发挥自身衍生品交易优势

场外衍生品市场对交易对手方资信要求高。虽然风险管理公司在衍生品交易和产品设计方面经验丰富，但由于我国期货公司和风险管理公司普遍注册资本金不高，因此难以直接与银行、证券公司等资信实力更强的金融机构达成交易。表6显示，以2023年底持仓名义本金统计，风险管理公司的主要交易对手方是境内一般法人，与券商和银行的交易占比仅仅为6.6%。

（2）期货交易所开展场外业务，能支持期货公司转型发展，还能更好地服务实体经济

期货公司作为期货交易所会员，在以衍生品业务服务实体经济中发挥着重要作用。2024年期货交易所手续费返还政策的调整，直接导致期货公司营收和净利润出现明显下滑，期货公司依赖手续费返还的传统业务模式难以为继，将更加依赖场外衍生品业务实现公司的转型升级。

若由期货交易所对场外衍生品进行集中结算，将有效缓释市场风险，助力期货公司或风险管理公司直接与银行、券商达成交易，充分发挥银行的客户优势、券商的资金优势以及期货公司的衍生品交易优势。期货交易所和各金融机构发挥合力，为实体企业提供更多风险管理工具，不仅让实体企业受益，而且能提升我国

重要大宗商品的价格影响力，形成多方共赢。

### （四）交易准入流程繁琐，交易效率不高

由于交易对手方信用风险是场外衍生品业务的主要风险，市场参与者在开展场外衍生品交易前，需要耗费2-3个月进行客户准入审核，极大地影响了交易效率和服务实体企业的时效性。

《衍生品交易监督管理办法（二次征求意见稿）》第八条明确规定，“衍生品交易可以采用主协议方式或者根据衍生品交易场所的业务规则达成。”根据该办法，若由期货交易所对场外衍生品进行集中结算，通过期货交易所对交易商的严格准入审核，将节约全市场的重复性资信审核。交易对手方只要是平台的交易商，就可以根据交易所的业务规则达成交易，不需要线下签署主协议，也不需要进行繁琐的KYC审核（know-your-customer），提高效率 and 时效性。

## 四、市场参与者对期货交易所开展场外衍生品业务的诉求

### （一）希望期货交易所为场外衍生品提供集中结算

1. 希望交易所提供集中结算，解决信用不对等问题。

2022年1月，上期所公布《上海期货交易所商品互换业务管理办法》并启动交易商开户工作。银行、证券公司、风险管理公司等积极提交开户申请。2022年，4家银行、9家券商、7家风险管理公司经核准成为上期所商品互换一级交易商，2家银行经核准成为代理结算商，充分显示了市场对集中结算模式的参与积极性。

## 2. 集中结算在境内已有成功实践。

上海清算所（以下简称上清所）早在2014年8月就推出了铁矿石掉期和动力煤掉期的集中结算。上清所大宗商品衍生品中央对手方清算业务覆盖了航运、黑色金属、化工、能源、有色金属、碳排放等7个行业板块，目前主要业务集中在化工板块，均以现货价格为标的。2022-2023年，大宗商品掉期业务集中结算规模分别为143.8亿元和235亿元。2024年第一季度，大宗商品掉期业务集中结算规模突破40亿。实体企业和机构迫切需要挂钩期货品种的场外衍生品集中结算业务。

### （二）希望期货交易所场外平台与监控中心对接，实现便捷报送

当前，期货公司风险管理公司向监控中心报送场外衍生品数据，证券公司向中证报价公司报送场外衍生品数据。实际报送工作较为繁琐，工作量较大。风险管理公司和证券公司表示，希望期货交易所的场外平台与监控中心对接，在平台完成交易后，能够实现一键报送，提高工作效率。

（责任编辑：李泽海）

#### 作者简介：

宋斌，现任职于上海期货交易所场外业务部，研究方向为大宗商品现货及场外衍生品交易。

# 上期核心价值观之我见\*

上海期货交易所 曹庆贺

企业核心价值观是企业在实现使命、追求愿景的目标过程中，所信奉的世界观和方法论，是指导企业每一个成员基于共同的心理定式、价值追求、价值标准所形成的彼此共鸣的行为模式。在本质上，它是全体干部员工共用的思维方式和行为习惯，能够激发干部员工的使命感和荣誉感，助力培育团队精神，是企业对内凝聚共识、对外树立形象的精神支撑。结合主题教育和纪检干部教育整顿学习领悟与心得，以及对中华优秀传统文化、中国特色现代期货市场的理解与认识，我对上期所“稳健、进取、诚信、专业”的核心价值观有了更深的体悟。

稳而有力、安全生产，是“稳健”的应有之义。顾名思义，“稳健”意指平稳、健康，代表上期所坚持“稳字当头”、做到“稳中求进”、实现“行稳致远”的价值追求。作为国家重要的金融基础设施之一，政治性和人民性是交易所的根本属性，这就要求上期所必须“坚持人民至上”，始终“以人民为中心”，确保期货市场平稳健康发展。在过去的三年里，面对严峻复杂的内外部形势，在证监会党委的坚强领导下，上期所认真学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想、落实党中央“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的明确要求，全所上下统一认识、提高站位、顶住压力、迎难而上，齐心协力做好“防风险、稳增长、促发展”三大重点任务，积极服务保供稳价大局，充分践行“稳健”这一重要核心价值观的根本要求，推进市场发展取得良好实效。作为上期所的一员，我们应当以主题教育和教育整顿为契机，不断增强对“国之大者”、对资本市场政治性、人民性的认识和理解，坚持以维护上期所安全生产为己任，自觉将本职工作置于党和国家发展大局中谋划推进，做到内心丰盈、脚步稳健，助推上期所高

\* 本文获“我心中的上期核心价值观”征文评选活动一等奖。

质量发展行稳致远。

努力上进、有所作为，是“进取”的基本要求。“进取”是“稳健”的补充和延伸，预示着上期所“努力建成与高水平社会主义市场经济体制相匹配的，产品丰富、功能健全、技术领先、治理高效，具有重要大宗商品价格影响力的世界一流交易所”的宏伟目标。在未来的三年里，上期所将通过构建高质量产品体系，打造高能级服务平台，加快高效率机制创新、推动高水平对外开放、建设高赋能信息技术系统、践行高标准绿色理念、强化高效能自律监管等“七高”举措，以及加强党的全面领导，加强内部治理、提升组织力，加强队伍建设、提升战斗力，加强实施保障、深化执行力等“四强”保障措施，努力打造服务型、数字化、绿色化、现代化期货交易所。作为一名上期人，我们应当自觉树立主人翁意识，肩负起“建成世界一流交易所”的职责使命，把上期所的目标当作自己的任务，把上期所的未来当成自己的事业，以“不待扬鞭自奋蹄”的担当，真抓实干、敢想敢试、创新有为，为上期所开创发展新局贡献力量。

信义为首、诚信在先，是对“诚信”的重要解读。“诚信”是社会主义核心价值观之一，也是“稳健”“进取”价值观念的必然要求和必要保障。中华文化强调“言必信，行必果”、“人而无信、不知其可也”等等。诚信是中华民族的传统美德，也是修身养性、构建现代和谐社会的基本因素。个人凭“一言为定”的信用立足社会，企业凭“一诺千金”的信用获得发展，对于上期人而言，只有做到正直诚信、严守承诺，才能对期货投资者负责、对期货市场发展负责，才能真正实现为“建成世界一流交易所”的目标愿景尽一份心、出一份力。上期所的诚信建设是一代代上期人的传承，我们要加强教育学习、实践养成、制度保障，坚持以诚待人、以信取人，说老实话、办老实事、做老实人，以个人的信守承诺、一诺千金，塑造上期所“言行一致、诚信有序”的形象，以个人的良好信用关系，营造上期所“守信光荣、失信可耻”的风尚，切实将“诚信”打造成上期所和上期人的第二张“名片”。

术业专攻、精益求精，是对“专业”的充分诠释。上期所是在中国共产党坚强领导下，在中国证券监督管理委员会集中统一监管下，专门提供期货交易所和专业化期货交易服务的机构，“专业”是对全体上期人最基本、最普遍的要求。在《上海期货交易所2023-2025年战略规划》中，上期所将始终坚持把资本

市场一般规律与中国市场实际相结合，与中华优秀传统文化相结合，着力推进构建高质量产品体系、打造高能级服务平台、加快高效率机制创新等“七高四强”的战略举措，并确定紧紧围绕制造强国建设、产业链供应链发展趋势、服务产业需求、完善产品序列，持续优化上期综合业务平台功能，充分发挥期现联动纽带作用，进一步加强投资者教育保护，大幅提升服务实体经济质效等目标，为“专业”这一核心价值观作出了丰富而具体的诠释。我们要拿出“术业有专攻”的工匠精神和“精益求精”的负责态度，不断强化理论学习和业务培训，进一步提升工作本领和履职能力，自觉增强担当意识，积极为上期所发展建言献策、为投资者保护排忧解难，助力上期所真正实现内部管理专业化、监管服务精细化、回应诉求精准化，不断向“世界一流交易所”迈进。

文化自信是最基本、最深沉、最持久的力量，我们要以“稳健、进取、诚信、专业”的核心价值观为底气、为动力，坚持审慎稳健，让进取更加精益，坚持以信为帆，让专业更有深度。作为上期所新入职的一名专职纪检干部，一是要树立正确的价值观和职业观，不断强化廉洁意识，严格遵规守纪，带头遵守中央八项规定精神和“十个严禁”“十不准”等制度规定，坚决扣好廉洁从业的“第一粒扣子”。二是要怀揣远大梦想，厚植青春担当，要以上期所的发展为己任，以高度负责的主人翁意识和审慎客观的工作态度，不断挖掘自身潜力，勇于担当、敢于作为，坚决做到与上期所同发展、共进步。三是要加强自身建设，提升斗争本领，不断丰富专业知识储备、强化专业技能培养，坚持学思用贯通、知信行统一，自觉将学习成果内化为监督执纪能力的提升，不断提升斗争本领。四是要立足本职工作，扎实履职尽责，要在具体工作中进一步做实做细政治监督、落实落细日常监督，扎实推进党风廉政建设、持续强化警示宣传教育，助力上期所营造风清气正的政治生态，确保上期所在安全生产中稳中求进、在诚信有序中有所作为、在精益求精中开创新局，为上期所的高质量发展提供坚实的纪律保障。

#### 作者简介：

曹庆贺，任职于上海期货交易所纪检办公室。

# 初识上期精神

## ——我心中的上期核心价值观\*

上海期货与衍生品研究院 孙鹏程

虽然我进入上期所学习工作的时间不长，但是在接触了上期所的领导同事，了解了上期所的运作机制，学习了上期所的核心价值观以后，我感慨良多。

进入上期所一直是我理想的工作，因为期货行业所对应的大宗商品市场关系着我国实体经济的产业链和供应链的韧性和安全，并且期货市场的运行也与国家政治经济局势以及世界经济形势息息相关，而上期所作为重要的金融基础设施，在服务实体经济、促进国家经济发展中发挥了不可或缺的作用，所以能够加入上期所，能够为我国的实体经济以及金融市场服务，是我莫大的荣幸。

入职以来，我既有初入职场的兴奋，也有一些紧张和惶恐。令我兴奋的原因是我能够加入上期所这个大平台，并且有幸在刚加入时就见证了航运指数期货这一重要品种的上市，这让我感受到由衷的自豪。令我紧张的原因则是作为一名初入期货行业的新人，我仍然有许多专业知识以及技能去学习和探索。入职以后的这些天，上期所以及研究院的领导、同事在工作以及生活上给予了我很大的帮助，尤其是工作上，我感受到了上期所在管理上的科学细致以及研究院在期货与衍生品领域研究上的专业严谨，感受到了研究院在习近平总书记任在浦东开发开放30周年庆祝大会上的讲话的指导下，坚持打造一支素质强、专业强、有责任担当和拼搏进取精神的国际化、创新性、研究性的研究队伍的行动和决心，这为初入职场的我打下了牢固的理论与实践基础。

在入职以来的这些日子，我更深入地理解了“服务实体经济是金融立业之

\* 本文获“我心中的上期核心价值观”征文评选活动二等奖。

本，是期货市场回归本源的使命要求”这句话。认识到了，作为期货市场的核心枢纽，上期所深入学习贯彻党的二十大精神，全面落实习近平总书记重要批示精神，在中国证监会的统一领导下，将资本市场一般规律与中国市场的实际相结合，与中华优秀传统文化相结合，将发展的着力点放在服务实体经济上，时刻以满足实体企业需求为出发点和落脚点，立足本土，链接全球，推动建设开放、稳定、可持续的大宗商品市场。在了解到这些以后，我更加庆幸我选择了正确的就业方向，我可以在这里为更广阔的实体行业范围进行服务，为我国实体经济发展添砖加瓦。

当前，世界处于百年未有之大变局。党的二十大报告提出，未来五年是全面建设社会主义现代化国家开局起步的关键时期。习近平总书记在浦东开发开放30周年讲话中也明确提出要“提升重要大宗商品的价格影响力，更好服务和引领实体经济发展”，为期货市场指明了方向。同时，《中华人民共和国期货和衍生品法》的出台，使得期货市场进入新的法治化轨道。这都标志着我国商品期货市场处于重要战略机遇期。在这一关键时期，上期所适时地提出了“稳健、进取、诚信、专业”这一核心价值观，为我们上期所所有员工提供了未来发展的精神力量，也为我们未来的努力指明了方向。

一千个人心中有一千个哈姆雷特，我们上期所每个员工的职责不同，那么大家对核心价值观的理解也会因为自身所处的岗位而有所差异。在上期所核心价值观所搭建的大框架下，我也有一些我自己的理解。

首先，“稳健”是上期所核心价值观之首。在中华优秀传统文化中，“稳重”一直被视为一种美德。古代哲人曾说：“君子欲讷于言而敏于行”，强调言行稳重，这也是我们上期所每一位员工应该始终践行的行为准则。在期货市场中，稳健是一种非常可贵的品质。上期所作为期货市场重要的金融基础设施，是整个期货市场稳定运行的基石。所以，保持上期所安全、平稳运行，是对交易者负责，是对国家和社会负责。

其次，“进取”是上期所核心价值观的动力源泉。在中华文化中，“进”和“取”一直被视为一种积极向上的态度。古人曾说：“天行健，君子以自强不息”，强调不断进取的精神，这也是我们上期人不可或缺的品质。在当今社会，技术发展日新月异，社会思潮也在不断变化。与此同时，世界政治形势也复杂多

变，地缘政治引起的军事、经济冲突也显著加剧。由此带来的纷繁复杂的经济、金融形势，为每一位金融从业人员都带来了严峻的挑战。上期所作为期货市场的关键节点，我们只有不断加强理论知识的学习，不断突破自我，与时代共同进步，才能适应这复杂多变的时代。

再次，“诚信”是上期核心价值观的灵魂。在中华文化中，“诚”和“信”一直被视为一种高尚品德。中华民族在古代对君子的要求就有：“君子诚之为贵”，强调诚信的重要性，这也是期货投资中最重要的品质。金融市场中，诚信是维持市场平稳运行的基石。金融市场的平稳运行依赖于参与者之间的互相信任，交易所的成立更是基于交易者对交易所的信任。只有上期所每一位员工都保持诚信的态度，那么市场参与者才能有积极参加交易的信心与底气，才能促进市场发展，活跃市场经济环境，使得我们可以更加从容地化解和应对各种不确定性和风险，赢得市场和社会的尊重。

最后，“专业”是上期核心价值观的体现。我国自古以来强调“精益求精”和“追求卓越”。业精于勤荒于嬉，专业人士需要在自己的领域中不断学习和进步，追求更高的水平和更深的造诣。这种精神不仅可以提高自己的专业水平，也可以为社会带来更多的价值和贡献。对于我们上期所员工而言，专业不仅仅体现在对自己工作职责的尽职尽责，更要有对上期所全局工作的理解与认识，主动学习相关的业务与知识，对上期所所有的工作以及业务流程融会贯通，使自己可以胜任任何一个岗位。而我们每一位员工的专业精神，最终都会在交易所高效运行以及投资者信心中得以体现，为上期所步入世界一流交易所打下牢固的基础。

我相信，在习近平新时代中国特色社会主义思想指引下，树牢底线思维，坚持稳中求进，服务构建新发展格局，锚定“打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”总目标，同时凭借着我们上期所“稳健、进取、诚信、专业”的精神，凭借着我们每一位领导和同事的勤奋与努力，上期所一定会成为具有大宗商品价格影响力的世界一流交易所，“上海价格”一定会走向世界。

#### 作者简介：

孙鹏程，任职于上海期货与衍生品研究院研究一部。

# 探寻 我心中的上期核心价值观\*

上海期货交易所 陶冰星

要探寻核心价值观，首先需要给它一个定义。简单概括而言，核心价值观是人对于社会运转规律的理解和总结，通常由教诲萌发，经实践成型，最后在不断地经历中被修正完善。它不是一句空谈的口号，而应该是一种信念、一面旗帜，在迷茫时能够指引探索的方向，而又在前进中验证道路的规则，循环往复互为递进，构成某个团体或个人的精神内核。

对于儒家文化而言，它是“仁义礼智信”的崇高法则；对于华夏精神而言，它是“在齐太史简，在晋董狐笔，在秦张良椎，在汉苏武节”的浩然正气；对于士大夫而言，它是“为天地立心，为生民立命，为往圣继绝学，为万世开太平”的横渠四句；对于农耕者而言，它是“立春播种秋分归仓”的二十四节气；对于经典力学而言，它是“在没有外力作用下孤立质点保持原有状态”的牛顿第一运动定律。

那么聚焦到某个企业，企业的核心价值观是企业中每一个人、经历的每一件事的总和，是集体与个人的相互作用，是维持企业这一体系前进和加速的驱动力。上海期货交易所的核心价值观是“稳健、进取、诚信、专业”，这也是上期所的核心驱动所在。

对于企业来说，稳健是企业经营的基石，稳扎稳打、步步为营是不断发展壮大的秘诀；进取是企业发展的动力和源泉，只有不断创新、不断进取才能在激烈的竞争中脱颖而出；诚信是企业的立足之本，只有诚信经营才能赢得合作伙伴的信任和支持，实现共同发展；专业是企业的核心竞争力，只有时刻保持专业的态

\*本文获“我心中的上期核心价值观”征文评选活动二等奖。

度，不断提高自己的技术水平和服务水平，才能在市场竞争中具备强大的竞争力。

上期所不仅仅是一家企业，更是国家重要的金融基础设施，是党和国家兴办的事业，从建立之初便肩负着服务国家战略和实体经济发展的使命，在发展之中始终与国家改革发展大局紧密相连。于是稳健意味着防范系统性金融风险，以谨慎的态度维持期货市场平稳运行；进取意味着摆脱路径依赖、打开思维局限，探索中国式期货市场的创新道路；诚信意味着用清晰合理的规则去维护市场交易的公平公正公开；专业意味着从实体企业的角度出发竭尽所能去解决真实存在的问题。

具体到上期所的每一位员工身上，稳健是时刻牢记的政治意识、大局意识、核心意识、看齐意识，是始终保持清醒的政治头脑，坚定政治立场、政治信仰、政治纪律和理想信念，党中央提倡的要坚决响应、党中央决定的要坚决执行、党中央禁止的要坚决杜绝，是思想自觉与行动自觉的有机结合；进取是勇担使命、勇扛责任、主动作为，面对当前世界百年未有之大变局的加速演进，全球产业链供应链遭遇严重冲击，如何在交易所这一连接实体经济、资本、科技的枢纽和平台上发挥好个人作用，促进大宗商品领域提高资源配置效率、推动实体经济发展，是终身思考的命题；诚信是不忘初心、牢记使命，履行自律监管的义务，以服务实体经济和国家战略为根本宗旨，兢兢业业做事，清清白白做人；专业是统筹好发展和安全，用中国特色社会主义方案解决中国问题，产品设计过程中一方面要充分考虑各类风险挑战的冲击，科学预研预判工业经济运行、产业发展形势的变化趋势，做好风险预警和应急预案，面对潜在问题积极应对、稳妥处理，避免发生重大风险或危机，另一方面也要充分发挥期货的基本功能，为实体企业提供风险管理工具，为构建自主可控、安全高效的产业链供应链作出贡献。

大道至简，实干为要。上期所的核心价值观在于一言一行乃至一念之间，力的作用是相互的，价值观和人正如大河与良田，河水沃灌穹野生生不息，泥沙改变流向潜移默化，最终它们一起汇入大海，走过的都成了故事。

#### 作者简介：

陶冰星，任职于上海期货交易所商品三部。

# 政策及产业动态 (2024年3月-4月)

上海期货交易所北方市场服务中心 汇编

## 国务院

### 国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》

3月13日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。其中提出，聚焦钢铁、有色、石化、化工、建材、电力、机械、航空、船舶、电子等重点行业，大力推动生产设备、用能设备、发输配电设备等更新和技术改造。大力支持新能源动力船舶发展，逐步扩大电动、液化天然气动力、生物柴油动力、绿色甲醇动力等新能源船舶应用范围。支持建设一批废钢铁、废有色金属、废塑料等再生资源精深加工产业集群。持续提升废有色金属利用技术水平，加强稀贵金属提取技术研发应用。

### 国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》

4月12日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》。其中提出，未来5年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架，投资者保护的制度机制更加完善，证券基金期货机构实力和服务能力持续增强。完善对衍生品、融资融券等重点业务的监管

制度。加强交易监管，探索适应中国发展阶段的期货监管制度和业务模式。做好跨市场跨行业跨境风险监测应对。出台程序化交易监管规定，加强对高频量化交易监管。稳慎有序发展期货和衍生品市场。加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度，依法从严查处各类违法违规行为。

### 《国务院关于金融企业国有资产管理情况专项报告审议意见的研究处理情况和整改问责情况的报告》发布

4月23日，《国务院关于金融企业国有资产管理情况专项报告审议意见的研究处理情况和整改问责情况的报告》发布。报告提出，合理调整国有金融资本在金融各行业的比重，支持中央金融企业进一步做强做优。集中力量打造金融业“国家队”，支持上海、深圳证券交易所建设世界一流交易所。提高金融服务实体经济能力水平，引导交易所、市场经营机构树牢服务实体经济理念，鼓励更多资金流向实体经济。督促国有金融企业健全风险监测、评估及防控体系。

## 国家发展改革委

### 国家发展改革委发布《节能降碳中央预算内投资专项管理办法》

3月17日，国家发展改革委发布《节能降碳

中央预算内投资专项管理办法》。其中提出，支持电力、钢铁、有色、建材、石化、化工、焦化、纺织、造纸、印染、机械、数据中心等重点行业重点领域节能降碳改造。支持废钢铁、废有色金属、废玻璃、废橡胶、废旧汽车、废旧电池、废弃电器电子产品、退役风电光伏设备等废弃物循环利用。支持国家碳达峰试点城市和园区使用生物质能、地热能等可再生能源替代化石能源示范项目。

## 国家发展改革委、国家能源局发布《关于建立煤炭产能储备制度的实施意见》

4月12日，国家发展改革委、国家能源局发布《关于建立煤炭产能储备制度的实施意见》。其中指出，到2027年，初步建立煤炭产能储备制度，有序核准建设一批产能储备煤矿项目，形成一定规模的可调度产能储备。到2030年，产能储备制度更加健全，产能管理体系更加完善，力争形成3亿吨/年左右的可调度产能储备，全国煤炭供应保障能力显著增强，供给弹性和韧性持续提升。

## 工业和信息化部

### 七部门印发《推动工业领域设备更新实施方案》

3月27日，工业和信息化部等七部门印发《推动工业领域设备更新实施方案》。其中提出，有色金属行业加快高效稳定铝电解、绿色环保铜冶炼、再生金属冶炼等绿色高效环保装备更新改造。钢铁行业加快对现有高炉、转炉、电炉等全流程开展超低排放改造。在石化化工、船舶等重点行业，围绕设计验证、测试验证、工艺验证

等中试验证和检验检测环节，更新一批先进设备。

### 工业和信息化部发布《关于做好2024年工业和信息化质量工作的通知》

4月8日，工业和信息化部印发通知，部署做好2024年工业和信息化质量提升、中试发展与品牌建设有关工作。其中提出，在机械、钢铁、建材、有色等重点行业深化实施产品质量分级评价，推动建立用户采信机制。组织开展锂电池、光伏组件产品质量检查。制修订一批原材料、机械、电子、汽车、软件等领域产品质量标准。

## 市场监管总局

### 十八部门联合印发《贯彻实施〈国家标准化发展纲要〉行动计划（2024—2025年）》

3月18日，国家市场监督管理总局等十八部门联合印发《贯彻实施〈国家标准化发展纲要〉行动计划（2024—2025年）》。其中提出，推动矿山、冶金、石化、机械等传统产业智能化转型升级。推动高端金属材料、新型高分子材料和电子专用材料标准制定。推动钢铁、铝、塑料、动力电池等重点产品碳排放强度、碳足迹等基础共性标准研制。强化清洁能源利用，加快氢能全产业链标准供给，完善新型储能标准体系。

## 国家能源局

### 国家能源局印发《2024年能源工作指导意见》

3月18日，国家能源局印发《2024年能源工

作指导意见》。其中提出，主要目标包括煤炭稳产增产，原油产量稳定在2亿吨以上，天然气保持快速上产态势。持续推进全国统一电力市场体系建设，深化油气市场体系改革。加大油气勘探开发力度，强化“两深一非一稳”重点领域油气产能建设。加快储气设施建设，推进地下储气库、沿海液化天然气接收站储罐工程。推动全国人大常委会审议通过《能源法》，加快修订《可再生能源法》《电力法》《煤炭法》。

## 金融管理部门

### 七部门印发《关于进一步强化金融支持绿色低碳发展的指导意见》

4月10日，中国人民银行、国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、生态环境部、金融监管总局、中国证监会发布《关于进一步强化金融支持绿色低碳发展的指导意见》。其中提出，促进绿色金融产品和市场发展，研究丰富与碳排放权挂钩的金融产品及其交易方式；引导金融机构支持清洁运输、清洁取暖和重点行业超低排放改造，大力支持清洁能源的研发、投资、推广运用，继续促进煤炭清洁高效利用，鼓励金融资源向环保绩效等级高的企业倾斜；推动在岸绿色金融市场发展与上海国际金融中心建设、人民币国际化的良性互动，提升人民币绿色产品定价的国际影响力。

### 中国证监会印发2024年度立法工作计划

4月12日，中国证监会印发2024年度立法工作计划，共包括14件规章项目。其中，“力争年内出台的重点项目”包括修订《期货从业人员管理办法》《期货公司监督管理办法》《证券期货基金经营机构信息科技管理办法》等。“需要抓紧研究、择机出台的项目”包括制定《证券期货市场监督管理措施实施办法》等。

### 三部门联合发布《关于深化制造业金融服务助力推进新型工业化的通知》

4月17日，国家金融监督管理总局、工业和信息化部、国家发展改革委联合发布《关于深化制造业金融服务助力推进新型工业化的通知》。其中提出，要优化金融资源配置，加大对基础零部件、基础材料、基础软件和工业软件等薄弱领域的金融支持力度。要健全多层次金融服务体系，推动银行、保险、非银等各类金融机构协同发力。改善制造业金融服务机制，优化制造业金融激励约束，加强金融服务的科技支撑。要加强金融监管，做好协作联动，凝聚支持制造业高质量发展的工作合力。

（责任编辑：李海明 李青钰）

# ◆ 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。

常规征稿栏目有：品种研究、产业研究、行业发展、市场建设、期货法苑、国际视窗等。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23楼  
电 话：021-68401283

邮 编：200122  
电 子 邮 箱：fafd@shfe.com.cn

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：上海华顿书刊印刷有限公司  
印刷日期：2024年6月21日  
印数：2250册

**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。

上海市连续性内部资料准印证（K）160号